

국내 사모펀드의 리스크 점검 필요성 및 대응방향*

선임연구위원 김종민

최근 국내에서 일어난 일련의 개방형 사모펀드 환매중단 사례는 운영리스크 및 유동성리스크 등 사모펀드 리스크의 발현과정을 집약적으로 보여주고 있다. 글로벌 금융위기 이후 미국과 유럽에서는 사모펀드의 운영리스크와 시스템리스크를 관리하기 위해 사모펀드에 대한 규제를 도입하였다. 또한, 최근에는 전세계적으로 개방형펀드의 유동성리스크 규제가 투자자간 형평성 및 금융시스템 안정성 제고 차원에서 강화되고 있는 추세이다. 따라서 감독당국은 국내 사모펀드에 내재된 리스크에 대한 면밀한 검토를 거쳐 현행 사모펀드 규제체계를 개선할 필요가 있다. 국내 운용업계 또한 투자자의 신뢰를 회복하기 위해 규제여부와는 관계없이 자체적인 위험관리 조직 및 체계, 내부 통제 기준, 유동성리스크 관리체계 등을 재정비하여 역량을 강화할 필요가 있다.

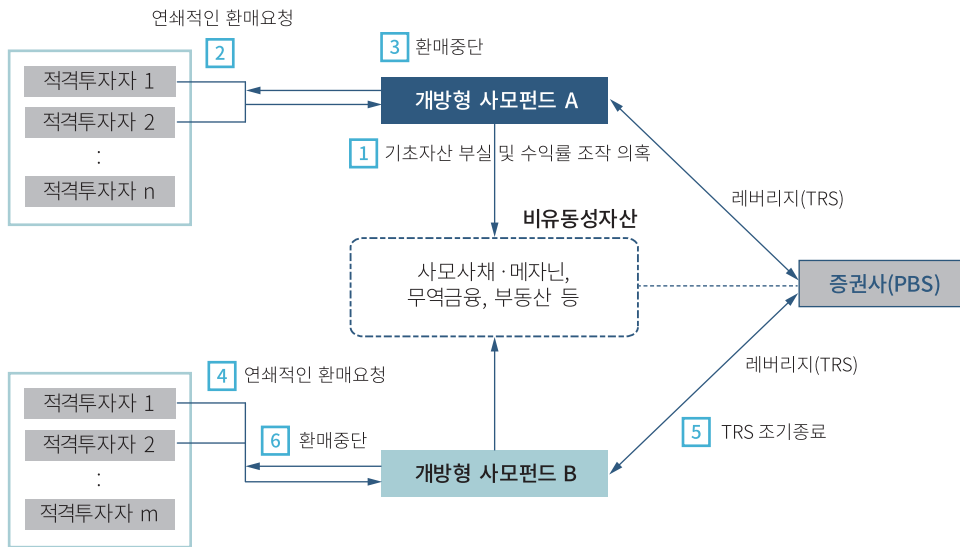
글로벌 금융위기 이후 국내 펀드시장에서 가장 주목할 만한 특징은 사모펀드 시장의 급성장이다. 2008년 기준 사모펀드 설정규모는 127조원으로 공모펀드의 절반 수준이었으나, 2019년에는 412조원으로 237조원 수준인 공모펀드를 크게 상회한다. 2011년말 설정금액 기준 약 1,500억원 규모로 시작된 국내 헤지펀드 시장 역시 2019년말에는 34조원 규모의 시장으로 성장하였다. 특히, 2015년 사모펀드 제도개편 이후 전문투자형 사모펀드 운용사가 급증하고, 2017년 이후에는 채권형, RP전략형 및 코스닥벤처형 헤지펀드로 신규자금이 집중되면서 국내 헤지펀드 시장은 빠른 성장세를 기록하였다. 그러나 지난 해 10월 이후 라임자산운용과 알펜루트자산운용의 환매중단이 이어지면서 국내 사모펀드, 특히 헤지펀드 시장은 그 성장세가 꺾였음은 물론 투자자들의 신뢰도 크게 훼손된 상황이다.

리스크 측면에서 보면, 일련의 사모펀드 환매중단 사례는 사모펀드에 내재되어 있는 리스크의 발현과정을 집약적으로 보여주고 있다. 이 과정은 <그림>과 같이 단순화된 사례를 통해 그 일단을 엿볼 수 있다. 우선, (1) 사모사채·메자닌 등 비유동성자산에 투자하는 펀드 A에서 기초자산 부실 및 수익률 조작의혹 등이 불거지면, (2) 해당 펀드 투자자들은 투자손실을 우려하여 환매요청을 하게 된다. (3) 그러면 기초자산의 부실 및 불법행위 등으로 인해 이에 응할 수 없는 운용사는 환매를 중단할 수밖에 없다. 이와 유사한 이유로 환매를 중단한 라임자산운용의 사모사채·메자닌 펀드와 무역금융 펀드 규모는 약 1.7조원 수준이다. (4) 그 결과 펀드 A와 비슷한 자산에 투자한 펀드 B 투자자들 역시 손실을 우

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

려하여 환매를 요청하게 된다. (5) 한편, 펀드 A에 레버리지를 제공했던 증권사는 펀드 A의 부실 및 환매중단으로 손실을 입게 되자, 리스크 관리 차원에서 펀드 B와 맺었던 TRS 계약을 조기종료하게 된다. (6) 이에 따라 펀드 B는 펀드 A와는 달리 투자 자산에서 부실이 발생하지 않더라도 환매를 중단할 수 있다. 펀드 환매중단 규모가 약 1,108억원인 알펜투자자산운용의 사례가 이와 유사하다.

〈그림〉 개방형 사모펀드의 유동성리스크 예



따라서 최근 발생한 환매중지 사례는 레버리지를 활용하면서 비유동성자산에 투자하는 사모펀드가 개방형으로 운영될 때 유동성리스크가 어떻게 불거지고 확산될 수 있는지 여실히 보여주고 있는 것이다. 또한, 라임자산운용의 수익률 조작행위, 펀드자금 부정사용 의혹 등에서 사모펀드의 운영리스크 및 판매과정에서 나타날 수 있는 문제점을 확인할 수 있다.¹⁾ 이에 본고에서는 글로벌 금융위기 이후 미국과 유럽에서 강화된 사모펀드 리스크 규제 및 유동성리스크에 대한 국제적인 논의를 살펴본다. 그리고 이를 바탕으로 최근 국내에서 불거진 사모펀드 리스크를 관리하기 위한 대응방향에 대해 논의하고자 한다.

글로벌 금융위기 이후 강화된 사모펀드 규제의 주요 특징

일반적으로 사모펀드는 금융지식이 있고 투자위험 감수능력을 갖춘 전문투자자 또는 적격투자자를 대상으로 한다. 이에 따라 사모펀드는 투자자보호 필요성이 낮아 글로벌 금융위기 이전만 하더라도 미국과 유럽에서는 사모펀드에 대한 규제를 하지 않거나, 하더라도 매우 느슨한 규제를 적용하였다. 그러나 글로벌 금융위기를 거치면서 사모펀드 특히, 대형 사모펀드가 시스템리스크를 전파할 수 있는 매개체로 작동할 수 있는 가능성이 제기되면서 규제가 도입되었다.

1) 이외에도 2017년 이후 국내 헤지펀드가 Repo시장에 직접 참여하여 자금을 조달하는 사례가 늘면서 헤지펀드 시장과 단기자금 시장과의 연계성이 높아지고 있음을 유의할 필요가 있다.



예를 들면, 미국은 운용규모가 1.5억달러 이상인 대형 사모펀드 운용업자의 SEC(Securities and Exchange Commission) 등록을 의무화하였고, 유럽은 대형 사모펀드와 그 운용업자를 규제하기 위해 AIFM(Alternative Investment Fund Managers) 지침을 신설하였다. 그리고 미국과 유럽은 공통적으로 사모펀드 운용업자에게 위험포지션 보고 및 정보제공 의무 등을 부과하여 시스템리스크의 사전 인지 가능성을 높이는 체계를 마련하였다. 또한, 이들 국가들은 수탁자로서의 의무(fiduciary duty)를 강조하면서 운영리스크 및 이해상충을 방지하기 위한 조직, 내부통제 및 위험관리체계, 영업행위 원칙 등을 규정하였다. 반면, 미국과 유럽은 사모펀드의 특성을 감안하여 사모펀드에 대해서는 명시적인 투자운용규제를 배제하고 있다.

〈표 1〉 미국과 유럽의 사모펀드 규제체계의 주요 특징

구분	내용
규제 목적	<ul style="list-style-type: none"> · 시스템리스크 관리 목적의 대형 운용업자 규제 · 리스크포지션 및 정보제공 의무에 초점 · 잠재적인 시스템리스크 요인에 대한 사전 인지 가능성 제고
진입 규제	<ul style="list-style-type: none"> · 인적요건 중심의 (대형) 운용업자 진입규제 · 포괄적인 등록·인가단위 · 상세한 규정보다는 인적요건에 대한 원칙 위주로 규정
건전성 규제	<ul style="list-style-type: none"> · 시스템리스크 및 운영리스크 방지 목적의 규제 · 재무건전성 요건은 없거나, 있더라도 낮은 수준 · 수탁자로서의 의무(fiduciary duty), 이해상충 방지체계 및 조직, 내부통제 및 리스크관리, 영업행위 원칙 등을 규정
투자운용 규제	<ul style="list-style-type: none"> · 투자운용에 대한 명시적인 규제 없음 · 사모펀드 투자운용의 자율성 보장

주: 신보성 외(2015)의 내용을 바탕으로 재정리²⁾

개방형펀드 유동성리스크에 대한 논의 및 규제

FSB, IOSCO, IMF 등 국제기구들은 글로벌 금융위기 이후 비유동성자산에 투자하는 펀드 특히, 개방형펀드(open-ended funds)의 규모가 크게 늘면서 이들 펀드의 유동성리스크 관리 필요성을 제기하였다.³⁾ 예를 들어, 비유동성자산에 주로 투자하는 개방형펀드에서 대규모 환매요청이 있으면, 운용사는 보유자산이 부실화되지 않더라도 대규모 환매요청에 응하기 위해 보유자산을 헐값에 매각할 수밖에 없다. 이로 인해 펀드의 자산가치는 하락하게 되며, 이는 다시 투자손실을 우려한 투자자들의 연

2) 신보성·권재현·김종민·이효섭·천창민, 2015, 글로벌 금융규제 흐름과 우리나라 금융규제개혁의 바람직한 방향, 자본시장연구원 연구총서 15-02.

3) 여기서 유동성리스크는 펀드 보유자산의 유동성이 낮아 헐값매각(fire sale) 등의 방식이 아니면 투자자들의 환매요청에 응할 수 없는 위험을 지칭한다. 그리고 이러한 논의의 배경에는 글로벌 금융위기 이후에도 꾸준한 펀드산업의 성장과 저금리 기조로 인한 대체투자의 증가가 자리하고 있다.

쇄 환매요청으로 이어질 수 있다. 또한, 펀드가 환매요청에 응할 수 없어 환매를 연기하거나 중지하면, 유동성리스크는 다른 펀드 내지 운용사로 확산될 수 있으며, 관련 자산시장이나 금융기관에도 부정적인 영향을 미쳐 금융시스템의 안정성을 해칠 수 있다. 물론 이런 유동성리스크는 펀드 보유자산이 부실화되거나 펀드운영이 투명하지 않은 경우 또는 펀드의 레버리지가 높을수록 증폭될 수밖에 없다. 이에 IOSCO는 투자자간 형평성과 금융시스템의 안정성을 제고하기 위해 개방형펀드의 유동성 불일치(liquidity mismatch)를 해소할 수 있는 방안 마련을 권고하였다.

〈표 2〉 IOSCO의 유동성리스크 관리 권고 사항

구분	IOSCO의 정책권고 내용
펀드 설계	<ul style="list-style-type: none"> · 효율적인 유동성리스크 관리체계 마련 · 펀드 환매요건에 부합하는 적절한 유동성 임계치(thresholds) 설정 · 펀드 특성에 부합하는 환매주기 설정 · 펀드 투자전략 및 자산의 특성에 부합하는 가입 및 환매정책 수립
유동성 관리 수단	<ul style="list-style-type: none"> · 판매채널이 펀드유동성에 미치는 영향 고려 · 유동성 관리에 적합한 정보의 가용성 및 효과적인 추정방법 마련 · 효과적인 유동성리스크 공시체계 마련
일일 유동성 관리	<ul style="list-style-type: none"> · 유동성리스크 관리체계를 뒷받침하는 효율적인 지배구조(governance) 확립 · 효율적인 유동성리스크 관리체계 수행 및 유지 · 정기적인 자산의 유동성에 대한 평가 · 투자 의사결정과 부합하는 유동성 관리체계 마련 · 유동성리스크의 사전식별이 가능한 유동성리스크 관리체계 수립 · 적절한 데이터 및 리스크요인을 감안한 유동성리스크 관리체계 수립 · 다양한 시나리오(스트레스 테스트 포함)를 감안한 지속적인 유동성 평가 · 적절한 기록 보관· 관리 및 공시체계 마련
비상 계획	<ul style="list-style-type: none"> · 비상계획(contingency plan) 마련 및 정기적인 테스트 수행 · 비상시 추가적인 유동성 관리수단 실행계획 마련

주: IOSCO(2018)의 정책권고 사항을 바탕으로 작성⁴⁾

〈표 2〉는 IOSCO의 정책권고 내용을 보여주고 있는데, 이는 크게 세 가지로 나누어 정리할 수 있다. 첫째, 운용사는 유동성리스크를 주요 투자위험 중 하나로 인식하여 이에 대응할 수 있는 내부 조직 체계 및 위험관리체계를 갖추어야 한다. 둘째, 펀드설계 단계에서부터 펀드 특성에 부합하는 환매정책과 유동성 관리수단(liquidity management tools)을 갖추고 지속적인 모니터링 및 스트레스 테스트 등을 통해 유동성리스크를 관리해야 한다. 셋째, 투자자간 형평성 제고 및 시스템리스크 관리라는 규제목적에 부합하도록 유동성리스크에 대한 감독당국 보고 및 투자자 공시체계를 갖춰야 한다. 즉, 개방형펀드 운용사는 펀드의 특성에 적합한 유동성 관리 조직 및 체계, 유동성 관리수단을 갖추고, 정기

4) IOSCO, 2018, Recommendations for Liquidity Risk Management for Collective Investment Schemes, Final Report.

적으로 유동성리스크를 평가·관리하며, 이를 적절하게 투자자 및 감독당국에 공시·보고하는 체계를 마련해야 한다는 것이다. IOSCO의 정책권고 이후 호주, 홍콩, 싱가포르 등의 감독당국은 유동성리스크 관련 위험관리체계 확립, 정기적인 유동성 스트레스 테스트, 투자자 공시 강화 등을 주요 내용으로 하는 개방형펀드의 유동성리스크를 규제하는 방안을 발표하였다.⁵⁾

유동성리스크 규제는 사모펀드를 비롯한 대체투자펀드(Alternative Investment Fund)를 규율하는 AIFM 지침에서도 확인할 수 있다. AIFM 지침은 시스템리스크 관리 차원에서 위험관리에 대한 사항을 매우 상세하게 규정하고 있다. 예를 들면, 운용사는 운영조직과는 별도로 위험관리 조직을 갖추고, 투자전략과 관련된 모든 위험을 파악하고 측정하며, 감시·감독하는 데 적절한 위험관리시스템을 갖추어야 한다.⁶⁾ AIFM 지침은 또한 개방형펀드의 유동성리스크를 관리하기 위해 운용사의 유동성 관리시스템 구비, 적정 유동성 유지 및 모니터링, 정기적인(연간 1회 이상) 스트레스 테스트 실시, 보고 및 공시요건 등을 규정하고 있다.⁷⁾

한편, 영국 FCA는 2016년 브렉시트에 대한 국민투표 직후 발생한 일부 개방형 부동산펀드의 거래중단을 계기로 유동성리스크 규제방안을 2019년 9월 발표하였다. 이 규제는 NURS(Non-UCITS retail scheme)라고 불리는 비유동성자산에 투자하는 일반 투자자 대상 개방형펀드에 적용되는데, AIFM 지침의 유동성리스크 규제를 보완하는 역할을 한다. 그 주요 내용은 다음과 같다. 우선, 운용사가 비유동성자산의 가치에 중대한 불확실성(material uncertainty)이 생겼다고 판단한 경우 펀드의 거래를 중지하도록 의무화하였다. 단, 거래중지가 투자자의 최선의 이익에 부합하지 않는다는 합리적인 근거가 있다면 수탁사(depositary)의 동의를 얻어 거래중지를 하지 않을 수 있다.⁸⁾ 또한, 영국 FCA는 수탁사에 유동성리스크 감독의무를 부과하여 유동성리스크 관리의 효율성을 도모하고자 하였다. 이외에도 운용사는 유동성리스크 관련 예외적인 상황에 대비한 비상계획을 수립하고 이를 투자설명서에 공시하도록 규정하였다. 마지막으로 FCA는 펀드의 잠재적인 유동성리스크를 투자자에게 알리고, 위험문구를 투자설명서에 포함하도록 하였다.

5) 이에 대한 내용은 다음의 문서를 참고하기 바란다. ASIC(호주), 2017, Regulatory Guide 259: Risk management systems of responsible entities. SFC(홍콩), 2016, Circular to management companies of SFC-authorized funds on liquidity risk management. MAS(싱가포르), 2018, Guidelines on Liquidity Risk Management Practices for Fund Management Companies. 한편, 미국은 개방형펀드의 유동성리스크에 대한 국제적인 논의를 고려하여 2016년 10월 개방형 공모펀드인 뮤추얼펀드의 정기적인 유동성리스크 관리 프로그램(Liquidity Risk Management Program)을 의무화하는 방안(22e-4 rule)을 발표하였다.

6) AIFM 지침 15조

7) AIFM 지침 16조. 여기서 유동성리스크와 관련하여 투자자에게 공시되는 정보는 비유동성자산 비중, 유동성 관리 목적의 신규 계약, 리스크 프로파일 및 위험관리 시스템에 관한 정보, 환매권한 및 유동성 관리수단에 대한 사항 등이다(AIFM 지침 23조).

8) 시장상황이 어려운 상황에서 거래중지 대신 헐값매각을 통해 환매에 응할 수 있음을 투자설명서에 공시한 경우 거래중지 대신 헐값매각을 선택할 수 있다.

〈표 3〉 영국 FCA의 유동성리스크 규제 개요

구분	내용
대상	<ul style="list-style-type: none"> · 비유동성자산(IIA)에 주로 투자하면서 개방형으로 개인에게 판매되는 펀드 · 재간접펀드 등 비유동성자산(IIA)를 간접적으로 보유하는 펀드에도 적용 · UCITS 펀드는 규제대상에서 제외
거래중지 의무화	<ul style="list-style-type: none"> · 비유동성자산(IIA) 가치에 중대한 불확실성이 생겼을 때 거래중지를 의무화 · 단, 거래중지가 투자자 이익에 반할 경우 수탁사 동의를 얻어 거래지속 가능
유동성 리스크 관리	<ul style="list-style-type: none"> · 비상계획 수립 및 공시 의무화 · 사전에 공시(투자설명서)된 경우 거래중지 대신 할값매각 선택 가능 · 수탁사의 유동성리스크 감독의무(정기평가, 감독절차 마련) 강화
공시요건 강화	<ul style="list-style-type: none"> · 유동성리스크의 공시(투자설명서 등) · KIID 및 투자설명서 등에 투자위험을 경고하는 문구 삽입

주: FCA(2019)의 내용을 바탕으로 작성⁹⁾

시사점 및 대응방향

이상의 논의로부터 글로벌 금융위기 이후 미국과 유럽에서 사모펀드에 잠재된 시스템리스크 및 운영리스크를 관리하기 위해 규제가 강화되었음을 알 수 있다. 특히, 최근에는 비유동성자산에 대한 투자가 늘면서 개방형으로 운영되는 공·사모펀드의 유동성리스크 규제가 국제적인 화두임을 알 수 있다. 따라서 감독당국은 국내 사모펀드에 내재된 리스크에 대한 면밀한 검토를 거쳐 현행 사모펀드 규제체계를 개선할 필요가 있다.

예를 들어, 국내에서도 개방형 사모펀드의 운영리스크와 유동성리스크가 불거진 만큼 이와 관련된 사모펀드 운용사의 위험관리 조직 및 체계, 내부통제에 관한 요건 등을 재정비해야 한다. IOSCO의 권고를 감안하여 개방형으로 운영되는 사모펀드에 대해 유동성리스크 관리요건과 정기적인 유동성 스트레스 테스트 수행 의무, 유동성리스크 관련 보고요건 등을 명시적으로 부과할 필요가 있다. 이와 함께 환매중지 이외에도 운용사가 사용할 수 있는 다양한 유동성 관리수단의 범위, 사용 조건 및 공시요건 등에 대해서도 면밀한 검토가 필요하다. 감독당국은 사모펀드 기본정보 이외에도 레버리지, 위험 익스포져, 비유동성자산 현황 및 유동성 스트레스 테스트 결과 등 시스템리스크와 운영리스크 관리 차원에서 필요한 데이터를 수집하여 모니터링할 필요가 있다. 또한, 운용사의 불법 영업행위에 대한 감독기능 및 처벌규정을 강화하는 것도 필요하다.

자산운용의 속성상 평판(reputation)이 중요한 만큼 국내 운용업계는 투자자의 신뢰를 회복하기 위해 규제여부와는 상관없이 자체적인 위험관리 조직 및 체계, 내부통제 기준 등을 재정비하여 역량을 강화할 필요가 있다. 그리고 개방형으로 사모펀드를 운영하고자 한다면, 운용사는 투자전략, 투자자

9) FCA, 2019, Illiquid assets and open-ended funds and feedback to Consultation Paper, CP 18/27, PS 19/24.



유형, 자산 등 펀드의 특성에 부합하는 환매정책과 유동성 관리수단을 갖추고, 유동성 스트레스 테스트 등 사전에 설계된 위험관리 방법론에 의해 유동성리스크를 적정수준으로 관리해야 할 것이다. 헤지 펀드 시장의 한 축을 담당하고 있는 전담중개업자(Prime Broker) 또한 위험관리 기능을 강화하여 시장 발전에 기여할 필요가 있다. 마지막으로 투자자의 유형이 다양한 만큼 사모펀드 판매사 역시 불안 전판매 여지는 없는지 판매과정을 점검·개선해야 할 것이다.

투자자의 행태적 편익과 파생결합증권 투자자보호*

선임연구위원 김준석

파생결합증권과 같이 복잡한 금융상품에 대한 투자의사결정에 있어 투자자는 주어진 모든 정보를 활용하기보다는 정보를 선별적으로 활용하거나, 어림짐작에 기대거나, 혹은 판매자 권유에 의존할 가능성이 높으며, 파생결합증권을 발행하고 판매하는 금융회사는 이러한 투자자의 행태적 편익을 활용하여 자사의 이익을 극대화할 유인을 갖는다. 따라서 복잡한 금융상품에 대한 투자자보호 정책의 실효성을 제고하기 위해서는 기존 정책수단의 규제공백을 제거함과 동시에 투자자의 행태적 편익을 최소화할 수 있는 방안을 강구할 필요가 있다. 투자자의 행태적 편익을 유도하는 판매관행을 근절해야 하며, 파생결합증권의 위험-수익 특성을 정확히 이해할 수 있도록 정보제공 형식을 개선해야 한다. 아울러 금융회사가 투자자의 행태적 편익을 활용할 유인을 강화하는 선취수수료 중심의 수수료체계를 개선해야 한다.

한국시장에서 ELS, DLS 등 파생결합증권은 2003년부터 발행되기 시작하여 현재 발행잔액이 106조 원에 이르는 금융투자상품으로 성장하였다. 파생결합증권 발행잔액은 주식형 공사모펀드의 순자산총액을 넘어서며, 신규발행액 기준으로 세계에서 가장 큰 규모를 기록하고 있다. 그러나 파생상품이 내재된 상품의 속성상 일반적인 투자자가 이해하기 어렵고, 손실이 발생할 가능성은 낮지만 손실이 발생할 경우 손실규모가 큰 상품의 비중이 크다는 점에서 투자자보호 문제가 꾸준히 지적되어 온 상품이기도 하다. 지난해 일부 해외금리 연계상품에서 대규모 손실이 발생하면서 크게 이슈가 되었으며 금융당국의 조사결과 불완전판매가 이루어진 것으로 드러나면서 파생결합증권 투자자보호 수준을 강화하기 위한 논의가 진행되고 있는 상황이다.

파생결합증권 투자자보호 정책의 한계

파생결합증권에 대한 투자자보호 정책은 투자자 제한, 정보공개 강화, 이해상충 방지로 요약할 수 있다. 투자자 제한은 금융상품에 대한 이해도가 낮거나 투자위험을 감당할 수 없는 투자자가 투자할 수 없도록 제한하는 것으로 적합성 원칙을 통해 구현되며¹⁾, 정보공개 강화는 금융상품에 대한 투자자의 이해

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

1) 투자자 숙려제도도 투자자 제한 방식의 일환으로 간주할 수 있다.

도를 높이기 위한 것으로 설명의무 또는 상품설명서 제공 등을 통해 구현된다. 이해상충 방지는 금융회사가 자사의 이익을 위해 투자자의 이익을 침해할 수 없도록 하는 것으로 부당권유 금지, 수수료 규제 등이 해당된다. 지난해 해외금리 연계상품 손실 사태 이후 금융당국이 내놓은 개선안은 기존 투자자보호 정책수단의 규제공백을 제거하여 실효성을 높이는 데 초점을 맞추고 있는 것으로 보인다.

그러나 최근 파생결합증권과 같은 복잡한 금융상품일수록 전통적인 투자자보호 정책만으로는 정책 목표 달성에 한계가 있으며, 투자자의 행태적 편의를 고려한 정책수단의 설계가 필요하다는 견해가 힘을 얻고 있다. 투자자는 본인의 투자 목적, 재무적 여건, 금융상품 특성을 완전히 이해하고 의사결정을 내리는 합리적 주체이기보다는 선별된 정보에 의존하거나 감정·심리상태에 영향을 받아 의사결정을 내리는 주체이기 때문에 합리적 투자자를 가정한 투자자보호 정책수단의 실효성은 제한될 수밖에 없다는 것이다. 예를 들어, 복잡한 금융상품에 대한 정보공개 강화 정책은 정보량의 증가를 의미할 수 있는데 과도한 정보에 노출된 투자자는 정보를 선별적으로 활용하거나, 어림짐작에 기대거나, 판매자의 권유에 의존할 가능성이 높아진다. 정보공개 강화가 정보비대칭에 따른 역선택 위험을 줄이는 것이 아니라 행태적 편의를 유발하고 이해상충 가능성을 증가시키는 결과를 초래할 수 있다는 것이다.

파생결합증권 투자자의 행태적 편의

국내외 파생결합증권시장에서 실증적으로 관찰되는 투자자의 행태적 편의를 정리해 보면 다음과 같다. 첫째, 투자수익을 과대평가하는 경향이다. 영국 FCA(Financial Conduct Authority)는 개인투자자를 대상으로 주가지수의 기대수익률 분포와 해당 주가지수를 기초자산으로 이용한 파생결합증권의 기대수익률을 조사하였는데, 응답자가 제시한 파생결합증권 기대수익률은 응답자가 제시한 기초자산 기대수익률 분포를 바탕으로 계량적으로 산출한 파생결합증권 기대수익률보다 높은 것으로 나타난다. 그 차이는 평균 연 1.9% 수준으로 조사에 활용한 다섯 가지 상품유형에서 일관되게 관찰된다. 개인투자자들은 기초자산 성과와 파생결합증권 성과의 관계를 정교하게 파악하지 못할 뿐 아니라 파생결합증권 투자성과에 대해 과도한 기대를 갖는다는 의미이다.

둘째, 투자위험을 과소평가하는 경향이다. Rieger(2012)와 Kunz et al.(2017)은 기초자산이 여러 개인 BRC(Barrier Reverse Convertible)형 파생결합증권²⁾의 투자위험에 대한 투자자 인식을 분석하였다. 기초자산이 여러 개인 BRC형 상품은 기초자산 중 어느 하나라도 가격이 일정수준 하락할 때 손실이 발생하는 구조이기 때문에 위험수준과 상관없이 기초자산이 추가될수록 투자위험은 증가한다. 그러나 투자자들은 복수 기초자산 BRC형 상품의 투자위험을 과소평가하는 것으로 나타났다. 위험도가 상대적으로 낮은 기초자산이 추가됨으로써 위험도가 높은 기초자산의 위험을 상쇄한다고 오해하거나, 잘 알려진

2) 이 상품은 한국에서 가장 일반적인 파생결합증권과 유사한 수익구조를 갖는다.

기초자산이 여러 개일 때 더 안전하다고 인식하는 것으로 해석되며³⁾, 결국 투자위험이 높은 파생결합증권을 선호하는 현상이 나타난다.

셋째, 투자자 스스로의 투자능력을 과신(overconfidence)하거나 상품의 최근성과가 앞으로도 지속될 것이라고 믿는 경향(over-extrapolation)이다. 금융상품과 금융시장 이해도에 대한 주관적 평가가 객관적 평가에 비해 높은 과신 성향의 투자자일수록 파생결합증권에 투자하는 빈도가 높고, 기초자산 또는 동일 유형 파생결합증권의 최근 성과가 좋을수록 신규투자가 증가하는 것으로 나타난다.⁴⁾

행태적 편익과 금융회사의 이익극대화

이와 같이 파생결합증권 투자자의 행태적 편익이 존재할 때, 파생결합증권을 설계·발행·판매하는 금융회사는 이러한 행태적 편익을 활용하거나 강화하여 이익을 극대화할 유인을 갖는다. 파생결합증권 투자자가 수익을 과대평가하고 위험은 과소평가한다는 것은 본질가치보다 높은 가격에 상품을 판매할 수 있다는 것을 의미하는데 이는 실제 한국을 포함한 많은 국가에서 광범위하게 관찰되는 현상이다. 관련 실증연구결과를 종합해 보면, 분석 대상과 기간에 따라 다소 차이가 있으나 파생결합증권은 이론가 대비 1~8% 과대평가된 가격에 판매되는 것으로 나타나며 결국 투자자의 수익률 손실로 이어진다. 특히 수익 구조가 복잡할수록, 기초자산 변동성이 높을수록, 원금비보장형일수록, 쿠폰수익률이 높을수록 과대평가가 크게 나타난다는 점이 주목된다. 파생결합증권의 위험-수익 특성에 대한 투자자의 편향된 인식이 존재하는 동시에 금융회사는 이러한 편향을 가격결정에 반영하고 있음을 명확히 보여주기 때문이다.

지난해 해외금리 연계상품 손실사태에 대한 금융당국의 조사결과⁵⁾에 따르면, 해당 상품을 원금손실 없는 안전한 상품으로 판매하거나 금융회사 내부적으로 목표고객층을 정기예금 선호고객으로 선정했던 것으로 나타난다. 이는 사실상 투자위험을 과소평가하도록 유도하는 행위로 간주할 수 있다. 현재에도, 파생결합증권의 손실발생 조건이 충족되지 않았을 경우 달성할 수 있는 수익률을 예상수익률이나 기대수익률로 강조하여 표기하는 사례는 쉽게 찾아볼 수 있다. 손실발생 가능성을 고려한 기대수익률은 이보다 낮지만 이러한 사실을 명확히 제시하지 않음으로써 기대수익의 과대평가를 유도하는 것이다.

복잡하고 투자위험이 높은 파생결합증권일수록 가격이 과대평가되고, 금융이해도가 낮은 투자자기반을 가진 금융회사에서 더 복잡한 파생결합증권을 판매한다는 분석결과⁶⁾를 종합적으로 고려할 때, 파생결합증권의 복잡성은 단지 금융혁신의 결과물이 아니라 투자자의 이해력 한계와 행태적 편익을 이용하여 수익을 극대화하기 위한 금융회사의 전략적 선택일 가능성을 배제할 수 없다.

3) 전자는 “dieter’s paradox”, 후자는 “conjunction fallacy”와 연관된다.

4) Bergstresser(2008), Abreu & Mendes(2018), Shin(2019)

5) 금융감독원(2019. 12. 5)

6) Celerier & Vallee(2013)

행태적 편의를 고려한 투자자보호 정책

국내 파생결합증권 투자자에게 나타나는 행태적 편의에 대한 체계적인 분석은 아직 부족한 상황이나, 행태적 편의와 연관된 비효율적 투자의사결정이 나타날 가능성은 높은 것으로 판단된다. 그 근거로, 우선 파생결합증권에 대한 투자자의 이해도가 매우 낮다는 점을 들 수 있다. 박주현·차경욱(2017)의 파생결합증권 투자자 조사에 따르면, '기초자산'의 개념을 모른다고 응답한 비율이 37%, '행사가격'의 개념을 모른다고 응답한 비율이 57%, 'knock-in barrier'의 개념을 모른다고 응답한 비율이 73%에 이른다. 많은 투자자가 파생결합증권 수익구조와 관련된 핵심개념을 모른 채 투자하고 있는 것이 현실이다. 둘째, 파생결합증권의 복잡성이 증가하고 있다는 점이다. 파생결합증권의 복잡성은 기초자산과 상환조건 수를 통해 가늠해 볼 수 있는데, ELS와 DLS의 기초자산 수는 2011년 각각 평균 1.7개, 1.2개에서 2019년 각각 평균 2.9개, 2.1개로 증가하였고 상환조건 수 역시 2011년 각각 평균 7.0개, 2.4개에서 2019년 각각 평균 8.1개, 3.8개로 증가하였다. 국내 파생결합증권은 더 복잡하고 더 많은 위험요인에 노출된 상품으로 변화하는 상황이다. 마지막으로, 투자의사결정에 있어 자발적 판단보다는 판매자 권유나 광고·홍보에 대한 의존도가 높은 고령투자자의 비중이 크다는 점이다. 2018년 6월말 기준으로 60대 이상 투자자가 파생결합증권 투자금액에서 차지하는 비중은 42% 수준이며, 80대 이상 투자자의 비중도 4%에 이른다.

이러한 상황을 고려할 때, 파생결합증권 투자자보호의 실효성을 확보하기 위해서는 적합성원칙 강화, 설명의무 강화, 금융회사 내부통제 강화 등 기존 정책수단의 규제공백을 제거하는 것에서 나아가 투자의사결정 과정에서 행태적 편의의 영향을 최소화할 수 있는 방안을 강구할 필요가 있다. 첫째, 투자자의 행태적 편의를 강화하는 판매관행을 근절해야 한다. 파생결합증권을 예금의 대체재로 인식하도록 하는 행위, 손실가능성을 축소하고 기대수익률을 과장하는 행위, 과거성과 또는 판매성과를 강조하는 행위, 기초자산의 위험성과 파생결합증권의 위험성을 등치시키는 행위 등을 제한할 필요가 있다. 둘째, 파생결합증권에 대한 정보를 투자자에게 제공하는 방식을 개선해야 한다. 파생결합증권과 같이 복잡한 금융상품에 대한 이해도를 제고하기 위해서는 정보를 선별적·요약적으로 제공할 수밖에 없는데, 어떤 정보를 어떤 방식으로 제시하느냐에 따라 투자자의 선택이 달라질 수 있다. 상품의 위험-수익 특성을 정확하게 인지할 수 있는 효과적인 정보제공 방식을 도출해야 하며, 이를 위해서는 면밀한 실증연구가 뒷받침되어야 한다. 셋째, 투자비용의 투명성을 제고하고 선취수수료 체계를 개선할 필요가 있다. 현재와 같은 선취수수료 체계에서 금융회사는 수수료가 높은 고위험 상품을 위험을 과소평가하는 투자자에게 권유할 가능성이 높다. 만약 금융회사의 수익 또는 성과평가기준이 모든 투자비용을 반영한 투자자의 사후 수익률과 연동되어 있다면 투자자의 행태적 편의를 활용하거나 유도할 유인은 낮아질 것이다. 따라서 금융회사와 투자자의 이해상충을 줄일 수 있는 수수료 체계 또는 성과평가 체계의 도입을 고려할 필요가 있다.

결어

저금리, 저성장 기조에서 투자수익률 제고를 위한 파생결합증권 투자수요는 앞으로도 지속될 것으로 보인다. 외국주식, 실물상품 등 개별 투자자가 접근하기 어려운 자산에 대한 투자기회를 제공하고, 전통적 자산만으로 구현하기 어려운 수익구조를 제공한다는 점에서도 파생결합증권의 효용성이 존재한다. 파생결합증권 수익구조의 복잡성으로 인해 나타나는 투자자의 행태적 편이가 비합리적 투자의사 결정으로 이어지지 않도록 투자자보호 환경이 조성되어야 하며, 이것이 투자자와 금융회사 모두에게 장기적으로 바람직한 방향이라는 사실을 인식해야 한다.

참고문헌

- 금융감독원, 2019. 12. 5, 금융분쟁조정위원회, DLF 투자손실 40%~80% 배상 결정, 보도자료.
- 박주현·차경욱, 2017, ELS(추가연계증권) 투자행동과 보유유형 분석: 원금보장여부에 따른 보유유형 비교, 『소비자학연구』 28(2), 227-250.
- Abreu, M., Mendes, V., 2018, The investor in structured retail products: Advice driven or gambling oriented? *Journal of Behavioral and Experimental Finance* 17, 1-9.
- Bergstresser, D., 2008, The retail market for structured notes: Issuance patterns and performance, 1995-2008. Harvard Business School, Boston MA.
- Célérier, C., Vallée, B., 2013, What drives financial complexity? A look into the retail market for structured products, Paris December 2012 Finance Meeting EUROFIDAI-AFFI Paper.
- Hunt, S., Stewart, N., Zaliauskas, R., 2015, Two plus two makes five? Survey evidence that investors overvalue structured deposits, FCA Occasional Paper (9).
- Kunz, A.H., Messner, C., Wallmeier, M., 2017, Investors' risk perceptions of structured financial products with worst-of payout characteristics, *Journal of behavioral and experimental finance* 15, 66-73.
- Rieger, M.O., 2012, Why do investors buy bad financial products? Probability misestimation and preferences in financial investment decision, *Journal of Behavioral Finance* 13(2), 108-118.
- Shin, D., 2018, Extrapolation and complexity, Working paper.

한 · 미 · 일 금융회사의 핀테크기업 투자 제도 비교

- 지난해 9월, 정부는 금융회사의 출자가 가능한 핀테크기업을 negative 방식으로 폭넓게 확대하는 내용이 포함된 금융회사의 핀테크 투자 가이드라인을 발표함
- 2010년 이후 빅테크기업의 성장 등 빠르게 진행되는 금융의 디지털화에 대응하기 위해 각국은 금융회사의 자회사 범위를 확대하여 기술기업을 포함시켰고 금융회사의 비금융회사 투자 지분제한 예외조항 등 관련 규제를 완화하여 핀테크 투자 확대를 적극 지원
- 우리나라도 금번 규제 완화로 향후 금융회사의 핀테크기업 투자가 확대되며 금융기관의 경쟁력이 한층 높아질 것으로 예상

- 정부는 지난해 9월 금융회사의 핀테크 투자 등에 관한 가이드라인을 발표함에 따라 금융회사는 보다 적극적인 형태로 핀테크기업과 협업이 가능해 짐¹⁾
 - 이미 2015년 한차례 규제 완화를 시행하여 금융 관련법령상 출자 가능 범위에 핀테크가 포함될 수 있게 유권해석이 적용 가능한 일부 업종에 대해 positive 방식의 제한적 출자를 허용²⁾
 - 금융지주법(기타 금융기관의 고유업무와 직접 관련되는 회사), 은행법(그 밖의 이에 준하는 것으로 금융위가 인정하는 업무), 금산법(금융기관의 효율적 업무수행에 필요한 경우) 등에서 출자 가능 범위에 유권해석을 적용하여 전자금융업, 금융전산업, 최근의 경향을 반영한 신사업 부문 등으로 금융회사가 출자 가능한 사업 범위를 열거³⁾
 - 그러나 출자가능 업종을 positive 방식으로 인정함에 따라 최신 디지털 기술의 발전, 핀테크 · 금융산업의 변화 양상 등을 충분히 반영하기 어려움
 - 또한 금융회사는 리스크관리 차원에서 해당 기관의 업무와 직접적인 관련성이 없으나 미래의 효율적 업무 수행을 위해 핀테크기업에 적극적인 투자를 확대하지 않았음
 - 이후 국내 금융회사는 디지털 전환 흐름에 대응하기 위해 핀테크기업과 다양한 형태로 협업을 추진하였으나 제한적으로 허용되는 핀테크기업의 업종에 대한 법적 불확실성으로 출자 혹은 내부화 등 강한 형태의 협업은 불가
 - 핀테크 랩, Open API, 핀테크 제휴 등은 전 금융사에서 활발히 진행 중
 - 그러나 비금융회사에 대한 출자는 개별 금융업법령 외에 「금산법」 및 「금융지주회사법」 등의 적용을 받아 엄격히 제한⁴⁾

1) 금융위원회 금융혁신기획단, 2019. 9. 4, 금융회사의 핀테크 투자 가이드라인, 금융위원회 보도자료.

2) 금융위원회, 2015. 5. 6, 금융기관의 핀테크기업 출자 활성화를 위한 유권해석 추진, 금융위원회 보도참고자료.

3) 보험업법은 업무 범위를 한정(전산시스템 · 소프트웨어 등의 대여 · 판매 및 컨설팅 업무, 인터넷 정보서비스의 제공업무)하고 있어 법령 개정이 필요하며 자본시장법은 주식소유제한 규정이 없음

4) 은행 및 보험사는 은행법(제37조) 및 보험업법(제109조)에 따라 원칙적으로는 해당 금융업과 관련이 없는 다른 회사 지분을 15%

- 정부는 국내 금융회사가 디지털 금융으로의 전환에 능동적으로 대응하고 핀테크 투자를 활성화시키기 위해 규제 개선안을 마련하고 법령 개정을 전제로 2년간 한시적으로 가이드라인을 운영
 - (핀테크 기업 출자) 기존 유권해석에 기술과 변화를 반영하여 금융회사가 출자 가능한 금융업과 직접 관련이 있거나 효율적 업무수행에 기여할 것으로 인정되는 핀테크 업종을 확대, 또한 열거된 업종이 아니더라도 금융위원회가 인정하는 업종에 대해서는 출자 가능
 - (부수업무 관련) 금융업법령상 금지대상⁵⁾이 아닌 경우, 금융회사가 별도의 인허가 없이 직접 부수하는 업무로 영위할 수 있는 원칙을 제시
 - (그외) 출자신청에 대해 30일 이내 회신을 원칙, 핀테크 투자실패시 고의 중과실이 없는 경우에도 적극적으로 제재를 감경·면책 등

□ 이미 전세계적으로 빅테크(big-tech) 기업이 금융서비스 시장에 진출하여 시장을 빠른 속도로 잠식하는 등 금융환경은 급변⁶⁾

- 현재 빅테크의 핵심사업 중 금융서비스가 차지하는 비중은 11%에 불과하나 고객 정보네트워크, 데이터 등을 기반으로 향후 금융시장을 빠르게 변화시킬 잠재력을 가짐
 - 빅테크(big-tech)는 구글, 아마존, 페이스북, 애플 등과 같은 인터넷 플랫폼을 기반으로 금융서비스 또는 금융상품과 매우 유사한 제품을 직접 제공하는 대형 IT 기업
 - 신용카드 네트워크 등 기존 인프라를 활용하거나 자체 플랫폼을 통해 송금 및 지급결제, 보험상품, 대출 등의 금융서비스를 제공할 뿐만 아니라 보험 등 관련 기업에 투자 및 지분매입 등을 통해 직접 진출
- 금융산업에서 후발주자이나 고객 및 인지도를 바탕으로 틈새시장에서 우위를 확보하며 진출범위를 확대하는 등 향후 기존 금융기관과의 경쟁이 불가피할 것으로 예상

□ 빅테크 기업의 성장 등 다방면으로 빠르게 진행되는 금융환경의 변화에 대응하기 위해 미국과 일본 등은 은행 및 은행금융지주의 비금융회사 투자 규제를 일부 완화하여 금융회사와 기술회사의 겸업화를 허용하는 방향으로 핀테크 투자 확대를 적극 지원

- 전통적으로 미국과 일본은 은행 및 은행지주회사에 대해서는 비금융회사 지배를 엄격하게 제한하고 있었음
 - 미국은 은행지주회사법(12 U.S.C. §1842, §1843)에서 은행지주회사는 은행업과 밀접한 관련이 있는 회사만 자회사로 둘 수 있으며, 은행지주회사의 일반회사 의결권 주식 보유 한도를 5%로 제한
 - 일본은 은행법(제16조의 2)에서 자회사의 범위를 금융업종으로 제한하고 있으며 은행법(제16조의 4) 및 독점금지법(제11조)에서 은행의 일반기업 주식소유를 5%로 제한

이상 출자가 불가능하며, 금융지주회사는 금융지주회사법(제6조의3)에 따라 비금융회사 주식소유가 금지됨. 금융업법령 외에 금산법(제24조)에서는 금융기관이 비금융회사의 지분을 5% 이상 취득하고 사실상 지배하거나 20%를 초과하여 소유 시 금융위원회의 사전 승인 요구. 또한 개별 금융업법령, 금산법, 금융지주회사법은 출자가 허용되는 경우에도 출자할 수 있는 업종을 금융회사의 고유업무와 직접(밀접) 관련 업종, 효율적 업무수행에 기여하는 등 금융위가 인정하는 업종으로 제한하고 있음.

5) 경영건전성을 해치거나 이용자의 보호에 지장을 주거나, 금융시장 등의 안정성을 해치는 경우 등 개별 법령상의 제한이 있는 경우에만 부수업무 영위 제한.

6) 여밀림, 2019, 빅테크의 금융산업 진출현황과 대응방향, 자본시장연구원 자본시장포커스 2019-16호.

- 2005년 이후 미국에서 은행지주회사의 핀테크 업종 진출 시 제약에 대한 이슈가 제기되자, FRB는 2008년 은행지주회사법(Bank Holding Company Act)의 일부 해석을 확대하여 은행의 핀테크기업 투자가 가능해 짐
 - 2008년 연준은 미국 은행지주회사법이 허용하고 있는 지주회사의 비지배투자(non-controlling investments)에 대한 추가적 해석을 제공하여 은행지주회사의 핀테크 관련 업종 투자에 유연성을 확대⁷⁾
 - 또한 은행지주회사법상 지주회사가 수행 가능한 관련 업무(permissible closely related activities)에 데이터 프로세싱 등을 포함하여 허용 범위를 폭넓게 설정하여 수행 가능한 비즈니스 영역이 확대⁸⁾
- 일본은 변화된 금융환경에 대응하기 위해 2015년부터 기존 규제의 재검토에 들어갔고 2018년 은행법 개정을 통해 은행 및 은행지주회사의 IT 기업 등 비금융기업으로의 투자를 가능하게 함⁹⁾
 - 일본은 은행법(제16조의 2)을 일부 수정하여 은행의 자회사 범위에 정보통신기술 및 기타 기술 등을 활용하여 은행의 업무 효율에 기여하거나 기여할 것으로 예상되는 업무를 영위하는 회사를 포함
 - 또한 은행법 제16조의 4에서는 위의 범위에 포함되는 자회사의 경우, 은행의 비금융회사 주식 보유한도(5%)를 초과하여 보유할 수 있으며, 이 경우 내각 수상의 인가가 필요함

주요국의 금융회사의 비금융회사 출자 규제 및 자회사 범위

	한국	미국	일본
금융지주회사	5% (금지되는 계열회사 주식소유가 아닌 경우)	제한 없음 (금융업무를 수행한다고 볼 수 있는 회사)	각금융권역별 법령을 따름
증권 및 증권지주	20% (사실상 지배시 5%) (금융위 사전승인시 핀테크 등에도 20% 초과출자 가능)	제한 없음	제한 없음
은행 및 은행지주	15% (금융위 인정시 핀테크 등에도 15% 초과출자 가능)	· 은행: 금지 · 은행지주회사: 5% (FRB에서 허용한 데이터프로세싱 등 은행업과 밀접한 관련이 있는 업무를 영위하는 회사)	· 은행: 5% (내각부 인가를 받을 경우 핀테크 등 주식 초과 보유 가능) · 은행지주회사: 15%
보험 및 보험지주	15% (금융위 사전승인시 핀테크 등에도 15% 초과 출자 가능)	제한 없음	생명보험사: 10% (금융업종만 가능)

주 : 1) 일반회사의 의결권 있는 발행주식 소유 한도

2) 사실상 지배란 i) 동일계열 금융기관(금융기관 및 금융기관과 같은 기업집단에 속하는 금융기관)이 비금융회사의 최대주주가 되거나, ii) 일정한 지배관계 형성시 '사실상 지배'에 해당

7) FRB, 2008. 9.22, Policy statement on equity investments in banks and bank holding companies, FRB press release.

8) 12 CFR § 225.28 - List of permissible nonbanking activities.

9) 일본 은행법(elaws.e-gov.go.jp)

□ 주요국의 관련법 개정 등으로 2015년을 전후로 글로벌 금융회사들의 핀테크 투자가 크게 확대

- 은행에 비해 비금융회사 투자 제약이 거의 없는 글로벌 투자은행을 중심으로 전사적으로 디지털 혁신을 추구¹⁰⁾¹¹⁾
 - 핀테크 스타트업과의 전략적 제휴를 통해 혁신 금융서비스를 저렴하게 제공하며 자기매매, 리서치 등 전사적 핵심업무의 비용 절감을 위해 핀테크 투자를 확대 및 미래 성장 잠재력이 높은 핀테크 기업을 적극적으로 발굴하여 자기자본투자 및 지분증개 서비스를 제공
 - 골드만삭스는 핵심사업 모델을 전통적인 투자은행 업무에서 플랫폼 비즈니스로 변화
 - 골드만삭스, JP모건 등은 전체 인력의 10~25%를 ICT 전문인력으로 채용
 - 노무라는 혁신신사업 자회사로 N-Village 설립('17년), 디지털 커스터디 솔루션 개발을 위해 코마이노와와 협력, 미국의 스마트 컨트랙트 감사 회사인 Quantstamp에 투자('19. 5월)
- 반면 상업은행들은 빅데이터 기반의 맞춤형 고객 서비스 제공 및 플랫폼 경쟁력 강화를 위한 핀테크 투자에 집중
 - 일본의 상업은행인 미즈호, 미쓰이스미모토 은행은 IT 전문인력을 전체 인력의 20% 수준으로 대거 확충할 계획
 - 미쯔비시-도쿄 UFJ은행은 AI, 빅데이터 분석을 중소기업 여신심사 등에 활용하기 위해 인공 지능 기반 데이터분석에 특화된 기업인 Xenodata Lab에 지분 참여('17. 2월)

글로벌 금융회사의 핀테크 투자 현황

	자산관리	매매체결 위험관리	데이터분석	레그테크	소매대출	기업솔루션
골드만삭스	· Motif · Folio · Honest · Vestwell	· Symphony · Tradeshift · Plaid · Curveglobal	· Dataminr · Plaid · Visiblealpha · Datafox	· Acadia · Droit · Digital Reasoning	· Marqueta · NAV	· Carta · Divvy · Nyshex
JP 모건	· Motif	· Symphony · Openfin · Curveglobal · Investcloud	· Plaid · Mossaic	· Acadia · Cloud9	· Prosper	
모건스탠리		· Symphony · Eris · Elini · Icapital	· Dataminr · Visiblealpha	· Acadia	· Lu.com	
미쯔비시-도쿄 UFJ			· Xenodata Lab			
노무라						· Quantstamp

자료: 이효섭(2019b)에서 인용 및 보완

10) 이효섭, 2019a, 글로벌 투자은행(IB)의 핀테크 투자전략 및 정책 시사점, 자본시장연구원 자본시장포커스 2019-12호.

11) 이효섭, 2019b, 디지털 혁신을 위한 한국 금융투자업계의 과제, 자본시장연구원 이슈보고서 19-12.

- 현재 국내 시중은행, 초대형 IB, 보험사 등이 추진중인 핀테크기업과의 협업이 금번 법안 개정을 계기로 핀테크기업으로의 출자 및 내부화 등 보다 강한 형태로 가능해지며 우리 금융기관의 미래 경쟁력이 한층 높아질 것으로 예상
 - 금융회사 중심의 IT 핀테크 기업 인수는 빅테크보다 상대적으로 금융서비스의 본질을 이해하고 관련 리스크를 통제할 수 있는 인프라가 구축되어 있는 장점을 가짐¹²⁾
 - 일선 업무 기능뿐만 아니라 레그테크 등에 특화된 핀테크 기업의 투자를 통해 그룹 통합 위험 관리 및 내부통제 업무의 효율성을 증대하고 관련 비용 절감이 가능
 - 금번 규제 완화로 핀테크기업으로의 투자가 확대될 경우 우리 금융기관도 빅테크 등에 대응할 수 있는 플랫폼 비즈니스 구축 등 경쟁력 강화로 이어질 것으로 예상

선임연구원 김보영

12) 이시연, 2018, 국내 금융지주 그룹의 새로운 겸업화 기반 마련을 위한 정책 과제, 금융연구원 금융브리프 27권 12호.

미국 연금법 개정(SECURE Act)의 특징과 의미

- 미국은 10여년 만에 Setting Every Community Up for Retirement Enhancement(이하 SECURE Act)라고 지칭하는 연금관련 법안을 개정하였으며, 대부분의 규정이 2020년 1월부터 효력을 발휘하고 있음
- 이번 법 개정의 배경은 법안의 이름에서도 알 수 있듯이 현재 많은 미국인들이 은퇴 후 수입 절벽에 떨어지는 문제를 해소하고자 하는 것으로 노후를 위해 연금에 가입하는 사람들이 더욱 늘어날 수 있도록 연금 가입을 유도하고자 하는 취지
- 보다 많은 사람들의 연금가입을 독려하기 위해 기업연금 가입을 위한 접근성을 높여주었고, 개인 연금에 대한 가입나이 제한 완화 및 최소인출에 대한 수령 나이 제한을 완화
- 선진국을 위시한 많은 나라들은 연금재정에 어려움을 겪고 있으며, 고령화에 따른 노인빈곤 문제가 대두되면서 재정확보 및 연금 가입자를 보다 넓게 확대하고자 하는 움직임은 일반적인 현상으로 수월확보에 고심을 기울이고 있음

□ 미국은 10여년 만에 Setting Every Community Up for Retirement Enhancement(이하 SECURE Act)라고 지칭하는 연금관련 법안을 개정하였으며, 대부분의 규정이 2020년 1월부터 효력을 발휘하고 있음

- 2006년 Pension Protection Act 이후 가장 큰 개혁이라고 하는 이 법안은 2018년 상원에서 Retirement Enhancement and Savings Act(이하 RESA)란 이름으로 발의된 이후 같은 해 하원에서 Setting Every Community Up for Retirement Enhancement Act로 발의
- 이듬해인 2019년 2월 하원에서 마련한 공청회를 시작으로 같은 해 5월, 하원에서 통과되었으며, 상원에서의 RESA법안은 통과되지 못함
- 이후 수정된 SECURE Act가 하원에서 12월 17일 통과된 후, 상원에서 12월 19일에 통과하게 되면서 2019년 12월 20일 대통령이 사인으로 최종 마무리되었음
- 새로 변경된 퇴직연금법의 주요 내용은 퇴직연금의 수혜범위를 소규모 업장으로까지 넓혀 가입범위를 늘린 것과 개인연금 가입을 위한 연령제한을 높였다는 것 등을 골자로 하고 있음

□ 이번 법 개정의 배경은 법안의 이름에서도 알 수 있듯이 현재 많은 미국인들이 은퇴 후 수입 절벽에 떨어지는 문제를 해소하고자 하는 것으로, 노후를 위해 연금에 가입하는 사람들이 더욱 늘어날 수 있도록 연금 가입을 유도하고자 하는 취지¹⁾

1) House of Representatives, 2019, Report of the Committee on ways and means house of representatives on

- 개정의 대상에서 크게 차지하는 것은 기업연금과 개인연금인데, 이를 선택한 이유는 여러 가지 연금 상품 중 미국인들이 가장 접근하기 쉬운 은퇴준비 방법이기 때문
 - OECD가 발표한 2016년 기준 66세이상 노인빈곤률을 보면 미국은 7위(우리나라의 경우 1위)로, 미국정부는 10여년만의 연금법 개정으로 인해 국민들의 연금가입률과 중도 누수를 줄이고자 하는 시도임
 - 미국의 근로가능연령 층 중 40%는 은퇴 대비를 위한 연금계좌를 전혀 가지고 있지 않다고 응답²⁾

□ 기업연금에서의 개정 내용은 동일 회사에 근무하지 않더라도, 퇴직연금 가입이 가능하도록 multiple employer plans(MEPs)의 가입 문턱을 낮추어 소규모 사업자들도 401k³⁾에 가입이 가능하도록 하였음

- 기존에는 직원들의 참여율이 100%가 아닌 경우 은퇴계좌를 만드는 것이 어려웠으나, 해당 법안 통과 후에는 2가지 플랜을 제공 가능
 - 개정 전 Multiple Employer Plan에서는 은퇴플랜에 참여하는 직원 중의 하나라도 연체하거나 가입 조건에서 벗어나게 되는 경우 전체 가입자가 불이익을 받게 되는 소위 “one bad apple rule”이 있었으나, 이를 폐지
 - 개정 후 추가적으로 제공되는 두 가지 안은 PEPs(pooled employer plans)와 ARPs(association retirement plans)로 ARP는 노동부(Department of Labor, DOL) 규정에서 최근에 도입된 제도⁴⁾
 - PEP의 경우 업종이나 회사가 전혀 다른 경우에도 가입이 가능하며, ARP는 가입자들끼리 비슷한 직군 또는 업계, 같은 근거지 등의 공통점(예를 들면 전문직 등)을 가지고 있어야 함
- 해당 법안의 통과로 401k에 가입할 수 있는 방법이 완화되어 여러 회사의 근로자가 모여 PEPs(pooled employer plans) 연금상품에 가입함으로써 수수료와 관리 비용을 낮출 수 있음
 - 이 경우 해당 상품을 관리하는 수탁관리자는 국세청(Internal Revenue Services, IRS)과 노동부에 등록하여야 하며 재무부(Treasury Department)와 노동부의 감사를 받아야 함
- 또한, 일정조건을 충족하는 1년에 500시간이상 근무하는 장기근속 파트타임 근로자에게 회사의 퇴직연금제도에 가입할 수 있도록 허용
 - 예전에는 1년간 1,000시간 미만 근무한 근로자는 가입대상에서 제외되었으나 이제는 3년 연속으로 1년에 500시간 이상 근무한 파트타임근로자 또한 401k 플랜에 가입시켜야 함
 - 시행예정은 2021년 1월 1일부터이며, 가입대상이 되는 근로자의 3년 연속기간의 산정 또한 2021년 1월 1일부터 시작됨

H.R.1994, REPT.116-65.

2) Economist, 2019. 1. 16, America's pensions system is now less of a mess.

3) 미국 근로자들을 위한 퇴직연금제도로 1978년 Internal Revenue Code 401조 k항에 언급되어 있어 통상 401k라고 부르고 있음

4) Department of Labor, 2019. 7. 29, U.S. Department of Labor announces rule to strengthen retirement security for millions of american workers, News Release.

- 자동연계제도(automatic enrollment) 가입을 독려하기 위해, 소규모 기업의 대표가 신규 근로자에게 해당제도를 가입하게 하는 경우 향후 3년간 매년 500달러의 세금 크레딧을 제공
 - 5,000달러 미만의 소규모 계좌인 경우 가입자들은 회사를 이직하면서 퇴직연금의 해지가 가능하여 저소득 근로자일수록 누수 확률이 높음
 - 자동연계제도에 가입하면 회사 이직 시 자동으로 신규 회사 계좌로 퇴직금이 이동하게 되어 누수를 방지
 - 2019년 말 기준으로 자동연계제도 가입자는 48%이나, 가입자가 1,000~5,000명 정도인 기업플랜의 경우 가입률은 69%에 이르고 있음⁵⁾
 - 자동연계제도는 401k 및 IRA에서도 가입이 가능한데, 자동연계 IRA의 경우 6개의 주(Oregon, California, Connecticut, Illinois, Maryland, New Jersey)에서 이미 시행 중이며 다른 주들도 도입을 검토 중

- 개인연금과 관련하여서는 70.5세부터 존재하였던 최소의무인출제(Required Minimum Distribution)를 72세로 상향하고, 70.5세로 제한을 두었던 IRA(Individual Retirement Account: 개인연금계좌)의 가입연령제한을 폐지하였으며, 조기수령에 대한 페널티 면제 대상을 신설
 - 최소의무인출제란, 일정연령 이상이 되면 연금 계좌에서 최소로 인출해야 하는 금액이 있었는데, 이를 70.5세에서 72세로 상향하였음
 - 고령화시대에 나이가 들어서도 일하는 사람이 늘어나고 있어, 의무인출을 해야 하는 나이가 기준에 머무를 경우 근로소득과 연금소득이 합쳐져 소득의 증가로 세 부담이 늘어나는 것을 방지
 - 또한 개인연금계좌의 경우 가입최고연령을 70.5세로 제한하였으나 72세까지도 가입할 수 있게 되어, 연금납입으로 인한 세금혜택을 받을 수 있으며 연금수혜기간이 그만큼 늘어나게 되는 효과가 발생
 - DC플랜 또는 개인연금인 IRA계좌에서 자녀의 탄생 후 또는 입양 후 1년 이내의 기간에는 5,000달러까지 연금 조기 수령에 대한 페널티 부과를 면제⁶⁾해 주는 법안을 신설
 - 단 배우자 자녀의 입양 시에는 해당되지 않으며, 조기 인출에 대해서는 통상 10%의 페널티를 부과하고 있음

- 이번 법안의 개정 과정 중 반발이 있었던 조항으로는 상속 연금에 대한 제약인데, 이는 자신의 연금을 자녀들에게 상속하고자 하는 자산가들에게 단점이 될 것으로 예상됨
 - 그동안 상속받은 IRA의 경우 이에 대한 연장 제한이 존재하지 않았으나, 원 IRA 소유자의 사망 이후 10년 이내에 받은 IRA를 다 인출해야 하는 제한이 신설

5) Vanguard, 2019, How America Saves 2019.

6) Code Section 72(t)

- 변경 전에는 자신의 연금을 자녀나 손자 또는 다른 수혜자들에게 상속하고, 상속인은 이를 절세 또는 자금계획에 맞추어 기간의 제약 없이 기간을 늘려 수령할 수 있었음(stretch IRA)
- 단, 2020년 1월1일 이전에 피상속인이 사망한 경우 변경된 법안의 제약을 받지 않으며, 배우자가 사망하여 혼자 남겨진 경우, 미성년자 자녀, 장애 또는 만성질환을 앓는 경우, 피상속인과 나이차이가 10살 미만인 경우에도 예외를 적용

SECURE ACT의 주요 내용

적용대상	주요 내용
개인연금관련	<ul style="list-style-type: none"> - 개인연금(IRA)가입 제한연령을 72세로 상향 - 연금 최소인출의무가 적용되는 나이를 72세로 상향 - 자녀의 탄생 또는 입양에 대해 연금 조기수령 가능 - 상속받은 연금의 10년 이상 이연을 제한
기업연금관련	<ul style="list-style-type: none"> - 기업연금 가입 제한을 완화하여 소규모 기업에게도 가입을 허용 - 시간제 근로자에게도 기업퇴직연금의 가입을 허용

- 선진국을 위시한 많은 나라들은 연금재정에 어려움을 겪고 있으며, 고령화에 따른 노인빈곤 문제가 대두되면서 재정확보 및 연금 가입자를 보다 넓게 확대하고자 하는 움직임은 일반적인 현상으로, 가입률을 높이기 위해 고심을 기울이고 있으나 쉬운 일은 아님
 - 프랑스에서는 2019년 연금개혁안을 추진하였으나 퇴직연령이 62세 이상으로 늦춰지는 것 등에 반발하여 격렬한 시위를 벌임
 - 2010년에 이미 퇴직연령을 60세에서 62세로 상향조정하 바 있음
 - 켄터키 및 뉴저지주는 연금재원 문제가 심각하며, 일리노이주는 2017년에 61.6%의 미 연금 부채를 보유하고 있음

선임연구원 이종은