

코로나19 감염확산에 대응한 통화 및 재정정책*

연구위원 강현주

코로나19의 감염확산에 따른 금융시장 및 실물경제 충격을 막기 위해 정부 및 한국은행이 신속하게 대응하고 있는 가운데 본고에서는 기업 자금시장 안정을 위한 한국은행의 역할, 한국은행 기준금리의 추가 인하 및 양적완화 도입 여부 그리고 시급한 재정수요와 장기적 재정건전성의 조화에 관해 논의한다. 우선, 주요국 중앙은행들과 달리 한국은행은 법적 제약으로 CP와 회사채를 매입할 수 없는 만큼 단기적으로는 정부의 시장안정대책을 지원하기 위해 유동성을 확대하는 한편 장기적으로 최종대부자로서의 기능을 충분히 발휘할 수 있도록 법적 근거를 마련할 필요가 있다. 향후 통화정책 방향과 관련하여 실물경제의 둔화정도가 심화될 것으로 우려되는 만큼 기준금리를 추가로 인하하고 양적완화를 도입할 필요가 있다. 끝으로 구조적 재정수요가 아닌 일시적 충격에 대응한 단발성의 재정확대에 대해서는 재정당국이 전향적인 자세를 취할 필요가 있으며 재정건전성에 대한 논란보다는 위기에 처한 가계와 산업을 어떻게 효율적으로 지원할 수 있는가에 대해 논의가 집중되어야 할 것이다.

3월 들어 코로나19가 전 세계적으로 빠르게 확산되면서 각국이 전염차단을 위해 연쇄적으로 이동제한 조치를 도입하고 있다. 이에 따라 생산 교란 및 수요 위축에 따른 기업실적에 대한 우려가 확대되면서 글로벌 증시가 큰 폭으로 조정되는 한편 회사채 시장을 둘러싼 불안감도 증폭되고 있다. 다행히 각국 정부 및 중앙은행은 글로벌 금융위기 당시의 대책을 신속하게 도입하며 시장 불안을 차단하기 위해 노력하고 있다.

한국의 거시안정화 정책 또한 글로벌 정책대응 기조에 보조를 맞추고 있다. 한국은행 기준금리가 인하되었고 지역사회 감염확산에 따른 피해를 수습하기 위해 추가경정 예산이 통과된 데 이어 금융시장 안정 및 자영업자 지원 등을 위한 대규모 자금지원 계획과 함께 한국은행의 유동성 지원방안¹⁾이 발표되었다. 적극적인 정책 대응 필요성에 대한 사회적 공감대가 형성되어 있으므로 큰 틀에서의 정책방향과 관련된 논의에 새로 추가할 것이 많지 않으나 향후 국내 경제의 성장경로에 대한 불확실성과 맞물려 통화 및 재정정책에 대해 제기되고 있는 몇 가지 논점에 대해 논의해보고자 한다.

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

1) 3월 26일 한국은행이 도입한 전액공급방식의 유동성 지원제도는 언론에서 '한국형 양적완화'라고 기사화되었으나, 해당 제도는 중앙은행이 국채 등을 매입하는 양적완화와 달리 제도의 명칭에서 드러나듯 RP매입을 통해 금융기관에 유동성을 공급하는 수단으로 미 연준의 국고채전문딜러 자금대출제도(Primary Dealer Credit Facility: PDCF)와 성격이 유사하다.

1. 기업 자금시장 안정화를 위한 한국은행의 역할

코로나19에 따른 충격으로 기업실적 악화에 대한 우려가 커지면서 각국이 내놓은 경기 대응책은 기업들의 자금조달 및 고용유지를 지원하는 데 초점을 맞추고 있다. 특히, 중앙은행들은 기업 자금시장 안정화를 위해 기업어음(CP)이나 회사채 매입 또는 이와 관련된 신용공여에 적극 나서고 있다. 연준은 기업어음자금대출제도(Commercial Paper Funding Facility: CPFF)를 도입하여 적격기업의 CP를 매입하고 있다. 유럽중앙은행(ECB) 또한 자산매입규모를 확대하면서 매입대상 자산에 비금융기업 어음을 포함하였으며 일본은행은 회사채 매입한도를 증액하였다.²⁾

국내 역시 영세 자영업자 및 중소기업 뿐만 아니라 항공, 호텔, 석유화학 부문의 대기업들조차 자금사정에 어려움을 겪을 수 있는 만큼, 일각에서는 한국은행이 금융안정 차원에서 기업어음이나 회사채 매입에 적극 나설 것을 주문하고 있다. 그러나 주요국 중앙은행들과 달리 한국은행은 법적 제약으로 비금융기관의 부채를 직접 매입하는 것이 불가능하다. 미국의 연방준비은행법은 금융위기 상황에서 정부의 승인을 얻어 적격 담보에 대한 제한 없이 대출할 수 있는 권한을 연준에 부여하고 있다. 이에 따라 연준이 설립한 특수목적기구(SPV)가 CP를 매입하고 연준은 CP를 담보로 SPV에 대출을 제공함으로써 사실상 CP를 직접 매입할 수 있다.³⁾ ECB의 공개시장운영 대상증권의 범위는 유럽중앙은행법이 아닌 ECB의 통화정책 규정⁴⁾에 위임되어 있는 만큼 금융위기 대응과정에서 매입대상 증권 범위를 ECB가 신속적으로 조정할 수 있다.⁵⁾ 일본은행은 공개시장운영 대상증권으로 열거되어 있지 않은 자산에 대해서도 정부의 승인을 얻어 매입⁶⁾할 수 있어 CP와 회사채 뿐만 아니라 ETF와 J-REITs도 매입하고 있다.

반면 한국은행은 시장의 기대와 달리 정부의 보증 없이 비금융기업의 CP나 회사채를 매입할 수 없다. 한국은행법은 비금융기업의 채무증권 매입을 금지하는 한편 공개시장운영 대상증권의 범위도 국채 외에 정부가 원리금 상환을 보장한 유가증권 등으로 규정하고 있다.⁷⁾ 이러한 제도적 한계 때문에 과거에도 기업 자금시장 안정화를 위해 은행권의 자본확충을 통해 간접적으로 지원하거나 국책은행에 대한 특별대출⁸⁾을 실시한 바 있다. 따라서 즉각적 시장불안에 대해서는 한국은행이 최근 도입한 무제

2) 연준, 유럽중앙은행 및 일본은행의 이러한 조치는 3월 16~18일 사이에 도입되었다.

3) 연방준비은행법 13(3)조에 근거한 것으로 CPFF를 비롯하여 글로벌 금융위기 당시 도입된 다양한 신용시장 지원제도 및 AIG에 대한 구제금융이 해당 조항을 바탕으로 하고 있다. SPV가 매입한 CP의 손실은 연준에 귀속되는 만큼 미 재무부는 외환안정기금(ESF)을 통해 신용보증을 제공한다.

4) Guideline of the European Central Bank on the implementation of the Eurosystem monetary policy framework

5) 유로지역은 미국과 같은 단일한 국채시장이 없어 회원국별로 자본시장이 단절되어 있는 만큼 ECB는 금융기관들이 개별 회원국 금융시장에서 거래하는 다양한 형태의 자산들을 차별 없이 공개시장운영 대상 증권으로 인정하고 있다.

6) 일본은행법 43조

7) 한국은행법 68조(공개시장 조작) 및 79조(민간과의 거래 제한)에 해당된다.

8) 2015년 8월 한국은행은 산업은행에 저리(0.5%)로 3.43조원을 대출하는 동시에 3.45조원의 통화안정증권(금리 2.0%)을 발행함으로써 회사채 시장 안정에 사용할 목적으로 사실상 금리차 만큼의 자금을 산업은행에 지원한 바 있다.



한 RP 매입 등을 통해 유동성을 공급하는 한편 정부가 조성한 채권시장 안정펀드를 통해 대응해야 한다. 다만, 채권시장 안정펀드는 대부분 금융기관들이 재원을 부담하는 만큼, 코로나19 확산에 따른 금융불안의 장기화에 대비하여 연준과 같이 금융위기 상황에서 한국은행이 최종대부자의 기능을 충분히 발휘할 수 있도록 법적 근거를 조속히 마련할 필요가 있다.

2. 한국은행 기준금리의 추가 인하 및 양적완화 도입 여부

결론부터 말하자면 향후 국내 성장경로 및 금융시장 안정을 위해서는 한국은행 기준금리를 0%에 근접한 수준으로 내리고 양적완화를 도입할 필요가 있다고 판단된다. 코로나19 충격의 실물경제 영향은 최근 파월(Powell) 연준 의장 또한 “unknowable”이라고 평가할 정도로 불확실성이 큰 것이 사실이나, 최근 발표된 경제지표 및 주요국 상황을 통해 대략적인 성장경로를 예상해 보면 1분기에는 국내 지역사회 감염에 따른 민간소비 부진, 중국발 생산교란 및 수요둔화 등의 영향으로 성장률이 큰 폭으로 둔화될 것으로 보인다. 2분기부터는 중국의 생산재개로 공급교란의 영향은 점차 개선되는 반면, 내수 부진의 영향이 지속될 것으로 예상되는 데다 미국과 유로지역 등의 대외수요 부진에 따른 수출 둔화가 3분기까지 이어질 것으로 판단된다. 따라서 본격적인 회복세는 감염확산의 우려가 종식된 4분기 이후 대외수요가 회복되고 관광 등 취약산업이 반등하는 시점에나 가능할 것으로 예상된다. 이러한 성장경로 하에서 금년 경제성장률이 0% 중반 수준인 경우를 가정⁹⁾하여 과거 데이터로부터 추정된 한국은행의 통화정책 반응함수에 대입해보면 2분기 중 기준금리는 0% 수준에 근접할 것으로 시산된다.

실물경기 부양을 위한 통화정책 완화의 당위성에도 불구하고 초저금리하에서 통화정책 파급경로의 작동여부에 대한 의문이 제기되고 있으며 실효하한에 대한 제약으로 금리를 얼마나 더 추가로 낮출 수 있는지에 대해서도 논란이 큰 상황이다. 그러나 2차 추경을 비롯한 대규모 재정확대에 관한 의사결정이 적시성 있게 내려지기 어려운 점을 감안하면 금리인하는 대내외 부정적 충격에 즉각적으로 대응할 수 있는 사실상 유일한 거시안정화 수단이다. 특히 기준금리는 CP를 비롯한 단기 신용물에 대한 하한으로 작용하는 만큼, 비록 금융불안으로 신용경로가 원활하게 작동하지 않더라도 기준금리 인하를 통해 기업 자금조달 안정화에 일정 부분 기여할 수 있다. 또한 최근 기준금리의 추가 인하 기대감이 크지 않아 국채를 비롯한 장기채권의 금리하락을 제약하고 있을 가능성도 고려될 필요가 있다. 실효하한(effective lower bound)¹⁰⁾과 관련하여 내외금리차 축소에 따른 자본유출 우려가 꾸준히 제기되고 있으며 특히 최근 원달러 환율의 변동성 확대로 이러한 우려가 더욱 커진 것 또한 사실이다. 그러나 코로나19 위기 발생 이전까지 한·미 간 내외금리차가 역전되었음에도 채권시장을 중심으로 자본유입이 지

9) 이해를 돕기 위한 하나의 예시적 시나리오이며 구체적인 전망은 연구원의 5월 수정전망에서 다루질 예정인 만큼 해석에 유의할 필요가 있다.
 10) 중앙은행이 경기침체에 대응하여 금리를 인하하더라도 일정 수준 이하에서는 통화정책의 유효성이 급격히 저하되거나 자본유출 등 금리인하의 부정적 효과가 급증하게 되는데, 이를 기준금리의 실효하한이라고 부른다.

속되었을 뿐만 아니라 통계적으로도 내외금리차와 자본유출간의 관계가 유의하지 않다는 문헌연구 결과들을 감안하면 기준금리차 축소에 따른 자본유출 우려는 적절치 않은 것으로 판단된다.

기준금리 인하로 실물경제의 부정적 충격에 대한 대응이 충분치 않은 상황에서 다음으로 고려할 수 있는 통화정책 수단은 양적완화이다. 특히, 최근 정치권을 중심으로 취약 부문에 대한 다양한 지원 방안들이 논의되고 있는 만큼 총선 이후 대규모 재정지원책이 마련된다면 재원 조달을 위한 국채발행 확대가 현실화될 것으로 보인다. 이미 대규모 재정지원책을 발표한 주요국에서 국채금리가 상승하고 있는 것과 마찬가지로 우리나라 국채금리 또한 부분적으로는 이러한 가능성을 감안하여 큰 폭의 기준금리 인하에도 불구하고 오히려 상승하는 모습을 보이고 있다. 이러한 시장 흐름에 대응하기 위해 한국은행은 3.19일 국채 단순매입을 실시한 바 있다.

코로나19 충격으로 기업의 자금사정 우려와 함께 임금근로자의 실직이나 자영업자의 파산 등을 통해 가계부채의 부실화 가능성이 커질 수 있다는 점을 감안하면 양적완화 도입을 통해 회사채 및 은행채 시장의 안정을 도모할 필요가 있다. 장기간 재정건전성을 유지하여 우리나라 국채시장이 실물경제 규모에 비해 크지 않은 만큼 주요 선진국 중앙은행처럼 대규모 국채매입을 통해 금융시장에 유동성 공급을 늘려 신용제약을 완화시키거나 민간의 포트폴리오에 대한 영향을 기대하기는 어려운 상황이다.¹¹⁾ 그럼에도 불구하고 양적완화 도입 선언으로 중앙은행이 장기금리를 안정적으로 유지할 것이라는 신호를 시장에 명확히 전달하는 효과는 클 것으로 판단된다. 앞서 기준금리와 마찬가지로 국채금리 하락은 회사채와 은행채의 하단(floor)을 낮추는 역할을 하게 될 것이다. 이와 관련하여 일본은행이나 호주중앙은행(RBA)에서 도입한 수익률곡선 관리정책(yield curve control: YCC)을 참고해 볼 만하다. 수익률곡선 관리정책은 국채의 매입규모를 설정하는 양적완화와 달리 매입가격을 설정하여 국채금리가 목표수준을 벗어나지 않도록 관리하는 방식이다.¹²⁾ 수익률곡선 관리정책은 국채금리를 직접 타게팅하는 만큼 국채금리와 연계성이 높은 은행채 및 회사채 시장의 변동성을 줄일 수 있다. 또한 기준금리의 실효하한 제약으로 국채금리도 사실상의 하한에 봉착함에 따라 발생할 수 있는 금리상승 위험을 차단하는 효과를 기대할 수 있다. 최근 RBA는 호주 금융시장의 조달금리 구조상 중요한 3년물 국채금리를 0.25% 수준에서 통제하기로 결정했다. 마찬가지로 국내의 경우에도 기업 자금시장을 나타내는 지표물인 3년물 회사채나 가계대출의 준거금리가 되는 5년물 은행채를 감안하여 특정 만기의 국채금리를 타게팅하는 방안을 고려할 필요가 있다. 물론, 수익률곡선을 중앙은행이 명시적으로 관리하게 될 경우 금리의 가격결정이 왜곡되고 국채를 목표수준에서 제한 없이 매입하는 과정에서 중앙은

11) 2019년말 기준 우리나라 국채발행잔액은 696조원으로 명목GDP의 36.4%에 해당한다. 한편 글로벌 금융위기에 대응하는 과정에서 주요 선진국 중앙은행들의 자산규모는 크게 늘어나 금융위기가 일단락된 2015년 기준 연준, ECB 및 영란은행(BOE)의 자산규모는 GDP대비 25% 수준으로 확대되었으며 금융위기 이전부터 양적완화를 단행했던 일본은행의 자산규모는 GDP의 77%까지 늘어났다.

12) 연준의 글로벌 금융위기 기간중 3차 양적완화나 최근(3월 23일) 발표한 무제한 양적완화의 경우에도 기한을 한정하지 않아 총 매입규모가 무제한이라는 뜻일 뿐 월별로는 매입한도가 설정된다.



행의 자산규모가 크게 확대될 위험이 존재한다. 다만, 글로벌 금융위기 수준의 경기침체에 대응하고자 대규모 재정을 편성하고 그 부작용으로 국채금리가 상승해 정책효과가 반감되고 기업 및 가계부채의 안정성이 위협받는 상황에서 고려해 볼 수 있는 정책대안이라고 판단된다.

3. 시급한 재정수요와 장기적 재정건전성의 조화

최근 추경이 도입되는 과정에서 추경 규모의 적절성과 관련하여 재정책대를 주장하는 측과 재정건전성을 살펴야 한다는 견해가 대립하면서 논란이 발생한 바 있다. 코로나19에 대한 각국의 대응 및 피해상황은 역설적이게도 재정건전성의 중요성을 잘 보여주고 있다. 재정건전성이 악화된 남유럽 국가들이 보건의료 예산을 크게 줄인 가운데 폭증하는 환자에 대처하지 못해 의료시스템이 붕괴되고 있기 때문이다.

우리 경제는 그동안 균형재정을 지향하여 국가채무가 GDP의 40%를 하회하고 있으나 예산정책처에 따르면 경제성장률 둔화 및 인구 고령화로 2028년에는 GDP대비 56.7%로 가파르게 상승할 전망이다.¹³⁾ 또한 국가채무에서 제외되어 있는 공기업 부채(2019년 3분기 기준 613조원, GDP의 32.0%)까지 고려하면 광의의 국가채무 규모는 더욱 늘어난다.

그럼에도 불구하고 재정 당국은 장기화된 사회적 거리두기로 발생한 서비스업 부문의 경제적 손실에 대해 주의깊게 살펴볼 필요가 있다. 사회적 격리에 의해 영향을 받는 서비스 부문은 대략적으로 2019년기준 GDP의 20%, 고용의 40%에 해당되는 것으로 추정된다. 글로벌 금융위기 당시 우리 경제는 대외 수요 둔화로 제조업에 피해가 집중된 반면, 금번에는 고용 비중이 큰 서비스업 부진으로 소비둔화가 장기화되는 등 경제적 충격이 확산될 우려가 큰 상황이다. 코로나19로 사회적 격리가 도입되면서 동일한 경제적 위협에 직면한 주요국들이 대규모 재정지원 방안을 쏟아대는 이유이기도 하다.

〈표 1〉 코로나19 취약 부문의 경제적 비중(2019년 기준)

주요 산업	GDP(조원)	비중(%)	취업자(만명)	비중(%)
도소매	135.8	7.1	366	13.5
숙박 및 음식	44.5	2.3	230	8.5
운수	59.2	3.1	143	5.3
교육	93.7	4.9	188	6.9
문화 및 여가	20.2	1.1	50	1.8
개인서비스	24.5	1.3	123	4.5
소계	378.0	19.7	1,101	40.6

자료: 한국은행, 통계청

13) 예산정책처, 2019, 『2019~2028 NABO 중기 재정전망』.

이와 같이 코로나19의 실물경제에 대한 영향이 클 것으로 우려되는 가운데 외생 충격에 대응하기 위해 재정 수요가 일시적으로 크게 늘어날 수 있겠으나 구조적으로 확대되는 것은 아니라는 점에 유의할 필요가 있다. IMF의 수석 경제학자를 역임한 올리비에 블랑샤(Olivier Blanchard)나 클린턴 행정부에서 재무장관을 지낸 로렌스 서머스(Lawrence Summers)는 명목 경제성장률보다 국채금리가 낮은 상황에서 재정정책의 적극적 역할을 강조한다. 구조적 재정수요가 아닌 단발성의 재정확대로 국가부채/GDP가 일시적으로 늘어나더라도 경제성장률(분모의 증가율)이 국채금리(분자의 증가율)보다 높은 경우 국가부채 비율이 장기적으로 안정될 수 있기 때문이다. 또한 최근과 같은 저금리 상황에서 금리에 대한 기업투자의 민감도가 줄어든 데다 기대 인플레이션도 낮아 재정정책이 갖는 부작용인 투자의 구축효과가 줄어들어 정책효과를 높이는 방향으로 작용한다는 점 또한 염두에 둘 필요가 있다. 따라서 지금과 같은 상황에서는 재정건전성보다는 위기에 처한 가계와 산업을 어떻게 효율적으로 지원할 수 있는가에 대해 논의를 집중하는 것이 바람직할 것으로 판단된다. 이러한 논의의 시발점으로 글로벌 금융위기에 대응한 재정지출의 원칙으로 인용된 바 있는 ‘적시성, 특정성 및 일시성’(timely, targeted and temporary)이 금번 위기 상황에서도 유용한 지침이 될 것으로 판단된다.

〈그림 1〉 경제성장률 및 국채금리 추이



결론

유럽재정위기 당시 마리오 درا기(Mario Draghi) ECB 총재는 유로화 붕괴를 막기 위해 “무엇이든 하겠다(whatever it takes)”고 천명한 후 유로지역의 최대 경제권인 독일의 반대를 무릅쓰고 대규모 자산매입 등을 도입하여 위기를 성공적으로 극복한 바 있다. 최근 위기 국면에서 각국의 정책대응 모토 또한 자연스레 무엇이든 하겠다는 것이다. 단호한 정책대응 의지를 피력함으로써 경제주체들의 불안을 조기에 안정시키는 것이 정책비용을 오히려 줄일 수 있다고 판단하기 때문이다. 이러한 점은 전 세계의 일본화(Japanification)에 대한 우려가 커지는 가운데 소극적인 정책대응의 반복으로 국가부



채 및 중앙은행의 양적완화 규모가 크게 확대된 일본의 사례로부터 얻을 수 있는 중요한 교훈이기도 하다. 단호한 통화 및 재정정책이 우리 가계 및 기업들을 코로나19 확산 이후의 세상으로 안전하게 인도할 수 있는 가교 역할을 할 수 있기를 바란다.

코로나19 대응 소상공인 · 자영업자 지원정책 방향*

선임연구위원 박창균

코로나19 사태로 인하여 금융시장 불안이 확대되고 실물경제가 심각하게 위축되는 사태에 직면하여 정책당국이 전면적이고 전향적인 조치를 취하고 있다. 특히 생존의 기반을 위협받고 있는 소상공인·자영업자를 대상으로 58.3조원에 달하는 금융지원 정책이 발표되었는데 여기에는 장기적으로 소상공인·자영업자의 과잉부채라는 부작용이 발생할 가능성을 배제할 수 없다는 점과 용자를 실행하는 과정에 내재하는 시차로 인하여 긴급한 자금 수요에 대응하기 힘들 것이라는 문제점이 존재한다. 이러한 문제점에 대응하기 위하여 보완조치가 취해질 필요가 있다. 금번 정책에 의하여 공급되는 자금을 별도의 계정으로 관리하고 여기에서 발생하는 손실에 대해서는 집행기관의 고의나 중과실이 발견되지 않는 한 재정이 부담한다는 원칙을 확립하여 집행기관이 자금 공급에 적극적으로 임할 수 있도록 유인을 제공할 필요가 있다. 더하여 긴급한 상황에서 제공된 자금이 향후 차주의 상환부담 가중으로 귀착되는 부작용을 완화하기 위하여 현재 적용되는 저금리를 유지한 상태에서 5년 이상의 장기에 걸쳐 원리금을 분할하여 상환할 수 있도록 하는 등 정책의 미세조정이 이루어질 필요가 있다. 한편 소상공인·자영업자에 대한 금융지원이 현재의 어려움을 미래로 이연하는 부작용을 초래할 가능성을 감안하여 이들의 비용부담을 완화하기 위한 지원정책을 검토할 필요가 있다. 임대료 일부를 재정으로 지원하거나 매출감소에도 불구하고 고용을 유지하는 경우 인건비의 일정 부분을 정부가 보전하는 등의 지원정책 시행을 고려할 수 있을 것이다.

1. 코로나19 대응 소상공인 · 자영업자 지원 정책

정부는 코로나19로 어려움에 직면한 기업의 긴급한 자금수요를 지원하기 위하여 총 58.3조원의 자금을 지원할 것임을 발표하였다. 3월 19일 『제1차 비상경제회의』를 통하여 소상공인과 자영업자를 포함하는 영세기업과 중소기업을 대상으로 29.2조원을 공급할 것이라는 계획을 발표하였으며 이어 3월 24일에는 금융지원의 범위를 중견기업으로까지 확대하여 29.1조원을 추가로 제공할 것임을 약속하였다. 자금 지원에는 재정은 물론 공적 보증기관, 국책은행과 시중은행이 모두 참여할 예정이다.

코로나19로 인하여 특히 큰 어려움을 겪고 있는 영세기업에 대해서는 20.6조원 규모의 지원이 이루어질 예정이다. 소상공인시장진흥기금이 2.7조원, 기업은행이 5.8조원 규모의 대출을 확대하고 지

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

역신용보증재단(지역신보)과 신용보증기금, 기술신용보증기금 등 공적 보증기구가 6.6조원의 대출 보증을 제공함으로써 은행의 대출 확대를 지원한다. 더하여 영세기업 대상 저금리 대출 프로그램에 참여하는 시중은행의 금리 손실을 보전하기 위하여 3.5조원의 자금이 배정되어 있으며 소상공인의 연체채권을 매입과 채무 조정을 통하여 2조원이 지원될 예정이다.

이상과 같은 금융지원에 더하여 국세 및 지방세를 일부 감면하거나 납부기한을 연장하고 체납처분을 유예하고 상가 임대인이 임대료를 감면하는 경우 50%까지 세액공제 혜택을 제공하는 등 재정을 동원한 지원이 이루어지고 있으나 지원대책의 포괄범위나 규모에 있어 금융지원에 비할 바는 아닌 것으로 보인다.

코로나19 대응 기업부문 금융지원

(단위: 조원)

	구분		영세기업	중소기업
제1차 비상경제 회의 (3. 19)	대출	소상공인시장진흥기금 대출	2.7	
		기업은행 초저금리 대출	5.8	
	보증	긴급 소액자금 전액보증	3.0	
		특례 보증	3.6	1.9
	이자보전	시중은행 이차보전 대출	3.5	
	기타	연체채권 매입, 채무조정	2.0	
회사채 발행 지원			6.7	
금융시장 안정화 방안 (3. 24)	대출	정책금융기관 대출		21.2
	보증	보증		7.9
합계			20.6	37.7

주 : 1) 영세기업은 소상공인·자영업자

2) 중소기업에는 중견기업까지 포함

자료: 관계부처합동, 2020. 3. 24, 코로나19 관련 금융시장 안정화 방안, 보도자료.

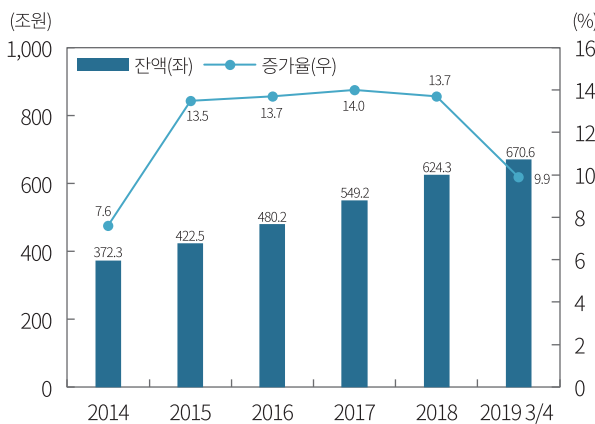
2. 용자 위주 소상공인·자영업자 지원 정책의 한계

대출과 보증 확대를 통한 용자자금 공급을 내용으로 하는 금융지원에는 소상공인·자영업자의 부채 부담이 가중되어 장기적으로 과잉부채의 부작용이 발생할 가능성을 배제할 수 없다는 점과 금융지원 정책 집행에 내재하는 시차로 인하여 긴급한 자금 수요에 신속하게 대응하기 힘들 것이라는 두 가지 정도의 문제점이 존재한다.

먼저 소상공인·자영업자 부문의 부채 부담이 이미 상당한 수준에 도달하여 있으므로 비록 최고 1.5% 수준의 파격적으로 낮은 금리가 부과되어 있으나 상환을 전제로 하는 용자자금을 추가적으로 공

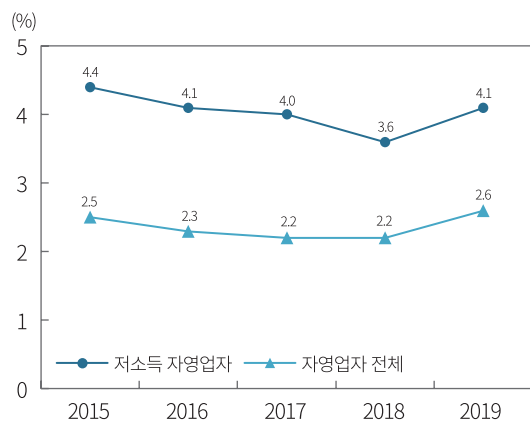
급하는 정책은 장기적으로 부담으로 작용할 수 있다. 한국은행(2019)¹⁾에 따르면 2019년 9월말 자영업자 대출 잔액은 671조원에 달하고 있는데 이는 2015년 이래 지난 5년 기간 연평균 13% 가량 증가한 금액이다. 동 기간 동안 연평균 명목 성장률이 4% 남짓에 불과하였던 점에 견주어 볼 때 상당히 빠르게 증가하였음을 확인할 수 있다. 자영업자 여신심사 가이드라인 도입을 중심으로 하는 정책당국의 강력한 억제정책에 따라 최근 증가세가 꺾이었고 연체율도 낮은 수준에서 안정적인 추이를 보이고 있으나 금융부채를 보유한 자영업자의 경상소득 대비 금융부채 비율은 2018년 230%를 기록하였으며 가처분 소득 대비 원리금 상환 비율은 39%에 달하는 등 자영업자의 부채부담은 상당한 수준이다. 구조적 측면에서도 우려를 불러일으킬 수 있는 측면이 존재한다. 외부 충격에 특히 취약한 연소득 3천만원 이하 자영업자 대출이 전체 자영업자 대출의 25%²⁾ 가량을 차지하고 있을 뿐 아니라 극심한 경쟁과 저생산성으로 인하여 만성적인 어려움에 처해있는 것으로 지목받고 있는 음식점업과 소매업 부문에 저소득 자영업자가 집중적으로 분포하고 있다. 한편 최근 하향 안정세를 보이던 자영업자 대출 연체율이 2019년 들어 다시 상승하는 모습을 보이고 있으며 특히 저소득 자영업자 대상 대출의 연체율은 4%대를 유지하고 있는 등 여러 측면에서 구조적으로 취약한 영역을 찾아볼 수 있다.

자영업자 대출 잔액



주 : 2019년 증가율은 2018년말 이후 증가액을 연률로 표시
 자료: 한국은행

자영업자 대출 연체율



주 : 1) 연말 잔액 기준(2019년은 3/4분기 말)
 2) 가계대출 5일 이상, 사업자대출 10일 이상 연체
 자료: 한국은행

부채부담이 이미 상당한 수준인 상황에서 코로나19 대책으로 20조원이 넘는 자금이 자영업자와 소상공인을 대상으로 추가 공급되는 경우 우선의 어려움을 피해가는 데는 도움이 될 것이나 장기적으로 부채 부담을 가중시키고 나아가 과잉부채라는 부작용이 발생할 가능성을 배제하기 힘들다. 유동성

1) 한국은행, 2019. 12, 금융안정보고서.
 2) 차주 수 기준

공급을 목적으로 하는 금융지원은 원칙적으로 지불가능성(solveny)에는 문제가 없으나 일시적인 유동성(liquidity) 부족에 시달리는 기업을 대상으로 긴급하게 자금을 공급함으로써 유동성 위기가 부도로 이어지는 사태를 방지하기 위한 것이다. 정부의 지원으로 유동성 위기를 넘긴 기업은 이후 정상적인 영업 활동을 통하여 획득한 현금흐름을 활용하여 부채를 상환한다. 따라서 긴급 자금지원은 향후 채무상환 부담에 대응할 수 있다는 전망이 확보되는 기업을 대상으로 이루어짐을 전제로 한다. 그러나 소상공인·자영업자 부문의 경우 미래 현금흐름에 대한 전망이 극히 불확실한 경우가 상당수에 달할 뿐 아니라 이미 부채부담이 과중한 상황에 처한 차주도 무시할 수 없을 정도로 존재하므로 적절한 보완 조치가 수반되지 않는 이상 사태가 진정된 이후 더 큰 어려움에 직면할 가능성을 배제할 수 없다.

융자 위주 지원정책의 또 다른 한계로 자금이 실제로 집행되어 의도한 정책효과가 실현될 때까지 상당한 시차가 존재할 것이라는 점을 지적할 수 있다. 이미 3개월째로 접어든 코로나19로 인한 경기 침체로 인하여 소상공인·자영업자 부문은 이미 생계 기반의 붕괴를 우려할 정도의 어려움에 처해 있으므로 소기의 정책 목표를 달성하기 위해서는 신속한 자금지원이 무엇보다도 중요하다. 정책당국이 신속한 자금집행을 강력하게 독려하고 있음에도 불구하고 자금 집행을 위한 절차와 보증기관이나 국책은행 등 자금 공급에 동원되는 기관이 직면하고 있는 유인 구조를 감안할 때 실제 자금 집행이 이루어지기까지는 상당한 시간이 소요될 것임은 충분히 예견할 수 있을 것이며 실제로 시장에서는 자금 집행이 지체되는데 대한 비판이 이미 제기되고 있다. 융자과정에서 신용위험 관리를 위하여 차주의 상환능력 파악을 위한 심사가 이루어지는데 비록 융자가 정책 당국의 지원을 받아 긴급하게 이루어진다고 하더라도 이 과정을 생략할 수는 없다. 따라서 대출신청이 접수된 이후 실제로 자금이 기업에 제공될 때까지는 상당한 시간이 존재할 수밖에 없다.

물론 이러한 점을 감안하여 정책 당국은 대출 요건을 완화한 재정 자금을 직접 공급하거나 보증 비율을 확대함으로써 자금집행에 이르는 시간을 단축하기 위하여 노력하고 있다. 그러나 이러한 조치들은 필연적으로 부실로 인한 손실 가능성 상승으로 이어질 것이며 이는 궁극적으로 정책금융기관이나 공적 보증기관의 부담으로 귀착될 것이다. 따라서 손실의 책임소재에 대한 정부차원의 명확한 원칙 표명이 없다면 정책금융기관이나 공적 보증기관이 신속한 자금 제공이라는 요구에 소극적으로 임할 수밖에 없을 것이다.

3. 정책 효과 제고를 위한 보완조치

대규모 융자 자금을 신속하게 공급하면서도 향후 부작용을 최소화하기 위하여 보완조치가 취해질 필요가 있다. 먼저 정책금융기관이나 공적 보증기관이 신용심사 등 대출 절차에 소요되는 시간을 최대한 단축하고 신속하게 자금을 집행하는데 보다 적극적으로 임하도록 유인을 제공할 필요가 있다. 구체

적으로 금번 정책에 의거하여 공급되는 자금을 별도의 계정으로 관리하고 여기에서 발생하는 손실에 대해서는 집행기관의 고의나 중과실이 발견되지 않는 한 재정이 부담한다는 원칙을 확립함으로써 이들 집행기관이 향후 책임추궁에 대한 부담 없이 자금 공급에 적극적으로 임할 수 있도록 유인을 제공할 필요가 있다. 긴급한 상황에 대응하기 위하여 제공된 용자자금이 사태 진정 후 과도한 부담으로 작용하는 부작용의 출현을 방지하기 위하여 이번 조치에 의거하여 제공되는 용자 자금에 대해서는 현재 적용되는 저금리를 유지한 상태에서 5년 이상의 장기에 걸쳐 원리금을 분할하여 상환할 수 있도록 하는 등 부채부담 완화를 위한 추가적인 지원이 이루어질 필요가 있다.

사업 전망이 밝지 않은 상당수 소상공인·자영업자의 경우 상환을 전제로 하는 금융지원에 대하여 기대할 수 있는 효과가 현재의 어려움을 미래로 이연시키는 정도에 불과하다는 점을 감안한다면 소상공인·자영업자의 비용, 특히 고정비용을 정부가 일정 부분 지원하는 방안을 검토할 필요가 있다. 노동연구원이 수행한 조사³⁾에 따르면 자영업자의 영업비용은 재료매입비 61.8%, 인건비 23.8%, 임차료 7.4%, 카드 수수료 1.9%, 공과금 2.7% 등으로 구성된다. 이 중 임대료는 고정비용으로서 급격한 매출 감소에도 지출이 불가피한 항목이며, 인건비의 경우 비록 고정비용은 아니지만 매출감소에 대응하여 단기간에 신속적으로 조정하기 힘든 측면이 존재한다. 따라서 임대료와 인건비가 코로나19로 인한 자금의 어려운 상황에서 상대적으로 큰 부담으로 작용할 것이다. 따라서 소상공인·자영업자를 대상으로 임대료의 일정 부분을 재정으로 지원하거나 매출감소에도 불구하고 고용을 유지하는 경우 인건비의 일정 부분을 정부가 보전하는 등 소상공인·자영업자의 비용 부담 완화에 직접적으로 나서는 정책을 검토할 필요가 있다.

3) 홍민기, 2019, 자영업자 경영실태조사, 한국노동연구원 월간 노동리뷰 2019년 6월호(7-18).

코로나19 극복을 위한 적극적 재정정책 필요성¹⁾

- 2019년 12월 중국 후베이성 우한을 시작으로 발현된 코로나바이러스감염증-19(이하 코로나19)가 아시아에 이어 최근 유럽 및 미주 지역 등 전 세계로 확산되는 모습
- 세계 각국은 코로나19 확산 차단을 위해 사회적 거리두기, 격리 등과 같은 억제정책을 시행
- 다만, 억제정책의 시행은 신규 확진자를 감소시키는 긍정적인 효과와 동시에 경제활동 위축도 함께 수반해 글로벌 경기침체 우려가 증대
- 각국의 정부는 코로나19 사태가 경제에 미치는 피해를 최소화하기 위해 적극적인 경기부양책을 펼치고 있는 가운데, 사태 극복을 위해서는 재정정책을 비롯하여 다양한 분야에서 정책적 공조가 필요

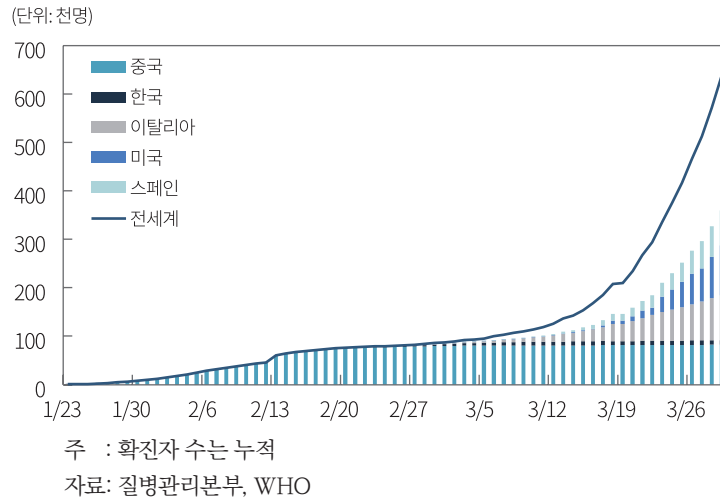
- 2019년 12월 중국 후베이성 우한을 시작으로 발현된 코로나바이러스감염증-19(이하 코로나19)가 아시아에 이어 최근 유럽 및 미주 지역 등 전 세계로 확산되는 모습
 - 세계보건기구(World Health Organization: WHO)는 3월 11일 코로나19에 대해 전염병 경보단계 중 최고 위험등급에 해당하는 ‘팬데믹(pandemic)’을 선언
 - 팬데믹은 전 세계적으로 감염병이 유행하는 상황을 일컫는 말로, WHO는 위험수준에 따라 1~6단계의 경보 단계를 나누고 마지막 단계를 전면적인 팬데믹으로 설정
 - 과거 발생하였던 주요 팬데믹은 1918년 스페인독감(H1N1), 1957년 아시아독감(H2N2), 1968년 홍콩독감(H3N2), 2009년 신종플루(H1N1) 등 총 4차례²⁾
 - 코로나19의 글로벌 확산 속도는 급격하게 빨라지며 상황이 악화되는 모습
 - WHO 통계에 따르면 확진자는 발병 초기 10만명에 이르기까지 67일이 걸렸으나 이후 20만 명이 되기까지 11일이 소요됐고 30만명을 넘기는데 불과 4일 소요³⁾
 - 3월 29일 기준 전 세계 코로나19 확진자수는 638,146명으로 202개국에서 발병하였고 30,105명이 사망
 - 미국 확진자 103,321명(사망자 1,668명), 이탈리아 확진자 92,472명(사망자 10,023명), 중국 확진자 82,356명(사망자 3,306명), 스페인 확진자 72,248명(사망자 5,690명), 한국 확진자 9,583명(사망자 152명)

1) 최근 CEPR에서 발간 된 Richard Baldwin and Beatrice Weder di Mauro의 페이퍼 ‘Mitigating the COVID Economic Crisis: Act Fast and Do Whatever It Takes’의 introduction 파트 내용을 중심으로 작성

2) Wang-Shick Ryu, 2017, Influenza Viruses in Molecular Virology of Human Pathogenic Viruses.

3) <https://twitter.com/WHO/status/1242117911306698752>

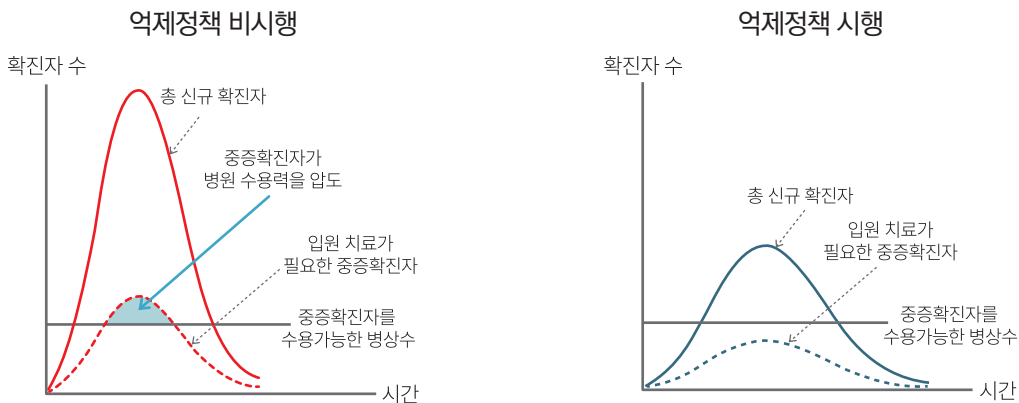
주요국 코로나19 확진자 추이



□ 세계 각국은 코로나19 확산 차단을 위해 사회적 거리두기, 격리 등과 같은 억제정책(containment policy)을 시행

- 다중이용시설을 통한 집단감염이 지속적으로 발생함에 따라 각국의 정부는 사회적 거리두기, 이동 제한, 격리, 휴업, 국경 봉쇄 등의 방역 조치를 시행
- 이와 같은 억제정책은 신규 확진자 증가 곡선을 평탄화시키고 각국의 보건의료체계가 감당 가능한 수준에서 중증 확진자의 통제가 가능

억제정책 효과 비교



자료: Baldwin(2020)⁴⁾

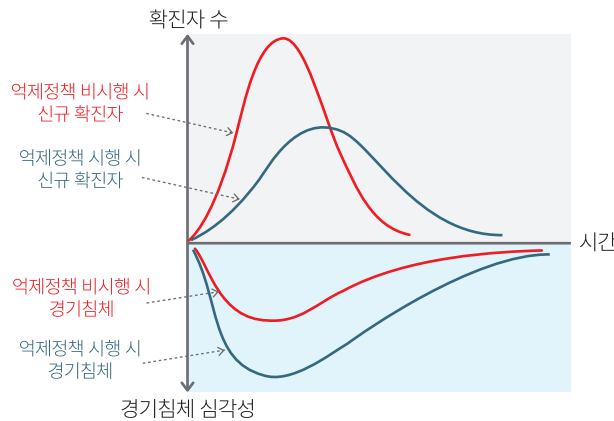
4) Baldwin, R, 2020, The COVID-19 upheaval scenario: Inequality and pandemic make an explosive mix, VoxEU.org, CEPR.

- 특히, 코로나19에 대한 치료제가 아직 개발되지 않은 현재의 상황에서 개인 또는 집단 간 접촉을 최소화하여 감염병의 전파를 감소시키는 ‘사회적 거리두기’가 가장 효과적인 억제정책인 것으로 평가
 - 사회적 거리두기는 치료제나 백신을 사용한 중재전략과 구분되는 비약물적 중재조치(Non-pharmaceutical Intervention, NPI)의 일종으로 개인과 개인의 접촉을 최소화하는 규모부터 고위험군과 저위험군 인구집단을 분리시키는 방법까지 다양한 층위 방식이 존재
 - 워싱턴 포스트는 시뮬레이션을 통해 사회적 거리두기가 전염병 확산 속도를 감소시킴을 확인하였고, 코로나19 확진자 증가세를 완화할 유일한 해결책으로 사회적 거리두기를 제시⁵⁾
 - 국내에서도 코로나19 확산 차단에 사회적 거리두기가 효과를 나타내고 있다고 평가하였으며, 15일(3.22일~4.5일)간 강도 높은 사회적 거리두기 실천을 권고함으로써 감염병 예방에 노력⁶⁾

□ 다만, 억제정책의 시행은 신규 확진자를 감소시키는 긍정적인 효과와 동시에 경제활동 위축도 함께 수반해 글로벌 경기침체 우려가 증대

- 억제정책 시행은 소비 위축, 노동생산성 정체, 수요 및 생산 감소, 공급망 붕괴 등 다양한 경로를 통해 경제에 충격을 주고, 이는 사회·경제적 손실을 발생시켜 경기침체곡선을 가파르게 만들어 심각한 경제위기 상황을 초래

억제정책 시행으로 인한 경기침체 심화



자료: Baldwin and di Mauro(2020)⁷⁾

- 세계 주요 기관들은 코로나19의 영향으로 발생할 글로벌 경기침체에 대해 우려를 표명
 - IMF 총재는 올해 경기침체를 예상하고, 이는 2008년 글로벌 금융위기 이상의 경제적 피해를 야기할 것이라고 언급⁸⁾

5) <https://www.washingtonpost.com/graphics/2020/world/corona-simulator/>

6) 보건복지부, 2020. 3. 21, 종교시설, 실내 체육시설, 유흥시설에 대한 15일 간 운영 중단 권고, 보도자료.

7) Baldwin, R. and di Mauro B.W., 2020, Mitigating the COVID Economic Crisis: Act Fast and Do Whatever It Takes, VoxEU.org, CEPR.

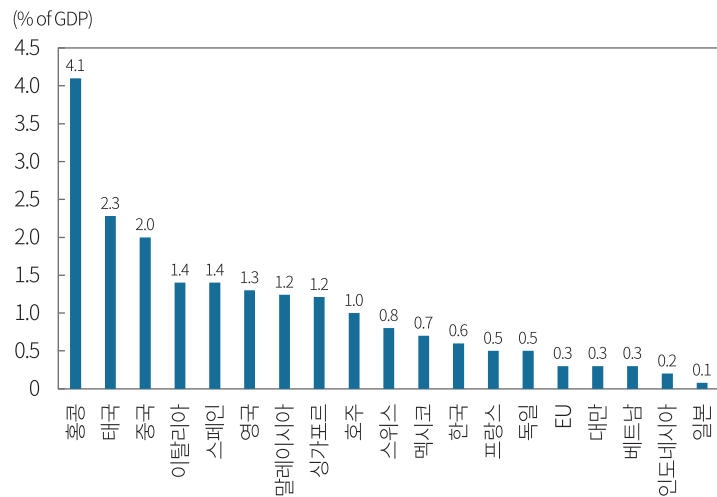
8) Bloomberg, 2020. 3. 24, IMF Sees a Recession at Least as Bad as Global Financial Crisis.

- 국제신용평가사 S&P는 시장의 변동성과 신용불안이 확대됨에 따라 글로벌 성장률을 1.0~1.5% 수준으로 하향조정하고, 올해 글로벌 경기침체가 예상된다고 전망⁹⁾
- 미국 브루킹스 연구소는 과거 팬데믹 상황을 기반으로 다양한 시나리오를 설정해 코로나19가 글로벌 거시경제에 미치는 영향을 분석하였는데, 2020년중 세계 GDP가 최소 2조 3,300억달러 및 최대 9조 1,700억달러 감소할 것으로 추정¹⁰⁾

□ 각국의 정부는 코로나19 사태가 경제에 미치는 피해를 최소화하기 위해 긴급자금 투입 등 적극적인 경기부양책을 펼치고 있는 가운데, 사태 극복을 위해서는 재정정책을 비롯하여 다양한 분야에서 정책적 공조가 필요

- Baldwin and di Mauro(2020)는 주요 충격이 실물경제에서 비롯되기 때문에 재정정책이 우선적으로 실시되어야 한다고 강조
 - 지금까지 발표 된 가장 큰 자금 투입 규모는 홍콩에서 154억달러로 GDP의 4%에 해당되며, 이탈리아, 스페인, 영국은 모두 GDP의 약 1.5%에 해당하는 규모의 자금을 지원
 - 블룸버그에 따르면 세계 각국의 코로나19 대응을 위한 재정 투입 규모는 약 540억달러에 달하는 것으로 조사(3/5일 기준)¹¹⁾되었으며, 추가적으로 재정 투입을 시행할 국가가 늘어날 것으로 예상되어 관련 예산 규모는 더욱 확대될 전망

주요국 코로나19 대응 재정 지원 현황



자료: Baldwin and di Mauro(2020)¹²⁾

9) S&P Global Ratings, 2020. 3. 17, Economic Research: COVID-19 Macroeconomic Update: The Global Recession Is Here And Now.
 10) McKibbin, W.J. and Fernando R., 2020, The Global Macroeconomic Impacts of COVID-19: Seven Scenarios, BROOKINGS.
 11) Bloomberg, 2020. 3. 5, Here's How Much Money Countries Have Pledged for Virus Relief.
 12) Baldwin, R. and di Mauro B.W., 2020, Mitigating the COVID Economic Crisis: Act Fast and Do Whatever It Takes, VoxEU.org, CEPR.



- 투입된 자금은 대부분 가정과 기업의 재정 안정을 목표로 근로자에 대한 소득보조금, 기업에 대한 신용보증 및 대출, 세금 유예 등으로 사용
- 한편, 경기침체 극복을 위해서는 재정정책과 함께 글로벌 금융위기 및 유럽재정위기 때처럼 통화정책 활용 또한 필요하고 금융, 사회적 보험, 산업, 무역 등의 다양한 분야에서 무엇이든 할 (do 'whatever it takes') 준비가 필요

선임연구원 장효미

일본 주주행동주의와 상장기업의 지배구조 개선

- 일본의 주주행동주의는 2000년 시작되었으며 회사법, 기업지배구조 코드, 스투어드십 코드 개정과 같이 2014년부터 이어진 제도적 기반에 따라 글로벌 주주행동주의 펀드의 캠페인 전개, 기관투자자의 의결권행사 활성화로 이어짐
- 일본 상장기업은 기관투자자 주주비율이 증가하고 있으며 성과측면에서는 사외이사 선임비율, 주주환원, 수익률 및 투자지표 개선이 이루어지고 있는 추세
- 장기 경제불황과 저성장에서 벗어나기 위한 노력으로 일본기업은 중장기적 기업가치 향상과 주주가치 극대화의 분위기가 정착, 현재 일본에 집중된 주주행동주의 펀드들의 국내 활동 확산이 예상되며 향후 국내 투자자들과 함께 적극적인 주주활동이 이루어질 것으로 전망

- 일본의 주주행동주의¹⁾는 2000년 시작되었으며 회사법, 기업지배구조 코드, 스투어드십 코드 개정과 같이 2014년부터 이어진 제도적 기반에 따라 글로벌 주주행동주의 펀드의 캠페인 전개, 기관투자자의 의결권행사 활성화로 이어짐
 - 2000년 무라카미 펀드가 쇼우에이에 실시한 적대적 공개매수(Take over bid)가 시초로 알려져 있으며²⁾ 이후 SteelPartners II, L.P., Dalton Investments 등 글로벌 주주행동주의 펀드도 일본에 진출
 - 당시 사업에 대한 이해보다 기업의 자본효율성 개선을 통한 기업가치 향상만을 호소하는 등 다소 강압적인 투자 방식은 경제계와 여론에서 수용되지 못하였으며 글로벌 금융위기로 침체기에 빠져 주주행동주의는 진정되는 양상
 - 2010년 미국을 중심으로 주주행동주의가 활발해진 흐름에 따라 일본에 진출한 글로벌 주주행동주의 펀드의 투자가 활발히 이루어지고 있으며 기업지배구조 코드 도입 이후 5년간 약 2배로 증가
 - 3,700여개 상장사 중 절반가량이 장부가치 이하로 거래되고 있고 기업지배구조 개선에 대한 국가적 지원 등으로 글로벌 주주행동주의 펀드들의 투자 선호지역 중 미국에 이어 두번째로 높은 우선순위의 시장이 됨³⁾
 - Third Point LLC.의 2013년 소니 엔터테인먼트의 분리상장 제안, 2015년 화낙의 주주환원 정책 요구, 2020년 2월 Elliott Management의 소프트뱅크 자사주매입 및 사외이사 증원 요구가 주목을 받음

1) ACGA는 주주행동주의를 “소수의 주주가 투자기업의 지배구조 개선을 요구하고, 전체 주주의 공평한 취급을 요구하거나 장기적이고 지속적인 기업가치 향상을 추구하기 위한 모든 행동을 포함한다”로 정의(Allen, J., 2005. 11, Asian Corporate Governance Association)

2) 무라카미 펀드는 유휴 부동산과 주식의 활용을 요구하였으나 호응을 얻지 못해 적대적 공개매수를 시도, 당시 최대주주인 후지은행과 캐논이 응하지 않아 실패로 종결되었으나 당시 ‘기업은 과연 누구의 것인가’라는 관점에서 큰 반향을 일으킴

3) Financial Times, 2020. 2. 3, How Japan Inc became a target for activist investors.

- 2019년말 글로벌 주주행동주의 펀드의 일본주식 보유액은 약 3조 4,000억엔으로 2015년 6월 기업지배구조 코드 도입 당시 1조 5,000억엔 이후 5년간 2배 이상 증가
- 2013년 6월 공표된 일본재흥전략 이후 일본기업의 생산성 향상 실현을 위해 회사법, 스튜어드십 코드, 기업지배구조 코드의 개정이 이루어졌으며 주주행동주의가 가속화되는 기반이 됨⁴⁾
 - 2014년 6월 회사법 개정으로 사외이사 도입의 필요성, 상장기업의 감사등위원회 설치가 주요 내용이며 2019년 개정으로 상장기업의 사외이사 선임이 의무화
 - 2014년 4월 도입된 기업지배구조 코드는 상호출자주식⁵⁾과 같은 정책보유주식의 목적과 합리성에 대한 설명을 요구하고 있으며 이사회 등의 검증내용을 기재⁶⁾
 - 2014년 2월 제정된 일본판 스튜어드십 코드에 따라 기관투자자는 적절한 의결권을 행사하도록 요구⁸⁾되고 있으며 2017년 개정에서 개별 투자기업의 의안별 의결권행사 결과의 공표가 필요⁹⁾하게 되어 의결권행사가 증가하게 된 환경이 조성¹⁰⁾
 - 주주행동주의 펀드들이 중장기적 기업가치 향상에 이바지하는 주주제안을 할 경우 기관투자자들의 동의를 얻을 수 있는 환경이 점차 갖추어지고 있음
- 최근 일본의 주주행동주의는 투자방식의 변화, 투자대상의 대형화가 진행되어 사회적인 주목도도 높아지고 있음
 - 주주행동주의 펀드들은 적은 지분으로 참여(engagement)하며 동의를 얻지 못할 경우 주주행동주의 캠페인을 실시하여 다른 투자자와 이해관계자의 호응을 얻는 방법을 전개¹¹⁾
 - 위와 같이 의결권 활용(leverage)으로 자금부담이 적어지기 때문에 대기업의 투자가 가능해졌으며 사회의 주목도가 높아져 이해관계자에 대한 주지가 용이

4) 당시 마이너스 금리와 높은 유동성으로 기업이 주식 및 채권시장으로 자금을 조달할 수 있게 되면서 아베총리는 기업지배구조 개혁을 산업정책으로 내세우며 은행과 기업의 상호출자주식의 공개 및 설명하도록 압력을 가함(Economist, 2019. 5. 28, Japan toys with shareholder capitalism just as the West balks)

5) 순수 투자가 아닌 거래처나 관련회사간의 관계유지 및 인수 방어 등 경영전략적으로 보유하고 있는 주식

6) 원칙1-4. 정책보유주식: 상장기업이 정책보유주식으로 상장주식을 보유하는 경우에는 정책보유주식의 감축에 관한 방침·생각 등, 정책보유에 관한 방침을 분명히 나타내야 한다. 또한 매년 이사회에서 개별 정책보유주식에 대해, 보유목적이 적절한지, 보유에 수반하는 편익이나 위험이 자본비용에 알맞은지 등을 구체적으로 정밀 조사하여 보유의 적부를 검증하는 것과 동시에 그러한 검증의 내용에 대해 설명해야 한다. 상장기업은 정책보유주식과 관련된 의결권행사의 결과에 대해서 적절한 대응을 확보하기 위한 구체적인 기준을 책정·공개하고, 그 기준에 따른 대응을 해야 한다.

7) 상호출자주식을 가진 안정주주의 영향력 감소로 이는 주주행동주의가 확산될 수 있는 제도적 뒷받침이 마련

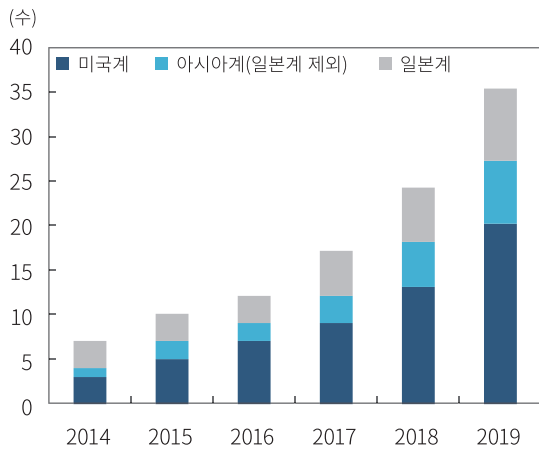
8) 원칙5: 기관투자자는 의결권행사와 행사결과 공표에 대해 명확한 방침을 갖고 의결권행사 방침에 대해서는 단순히 형식적인 판단 기준에 그치는 것이 아니라 투자기업의 지속적 성장에 기여하도록 해야 한다.

9) 원칙5 방침 5-3: 기관투자자는 의결권행사 결과를 적어도 의안의 주요 종류별로 정리, 집계하여 공표해야 한다. 또한 기관투자자가 책임을 다하기 위한 방침에 따라 적절한 의결권을 행사하고 있는지 여부에 대한 가시성을 더욱 높인다는 관점에서 의결권행사 결과를 개별 투자기업 및 의안별로 공표해야 한다. 기관투자자가 처한 상황에 따라 개별 투자기업 및 의안별로 의결권행사 결과를 공표하는 것이 반드시 적절하지 않다고 여겨지는 경우에는 그 이유를 적극적으로 설명해야 한다. 의결권행사 결과를 공표할 때 기관투자자가 의결권행사 찬반 이유에 대해 대외적으로 명확히 설명하는 것도 가시성을 높이는 데 기여할 것으로 보인다.

10) 기관투자자의 주주제안을 받은 기업수는 2014년 이후 꾸준히 증가(2014년 30개사 → 2015년 45개사 → 2016년 50개사 → 2017년 52개사 → 2018년 58개사 → 2019년 65개사), 또한, 도쿄증권거래소에서는 주주총회 활성화 및 의결권행사의 원활화에 대한 방안으로 의결권 전자행사 플랫폼을 운영하고 있으며 기관투자자용 의결권 전자행사 플랫폼을 이용하고 있는 기업은 31.4%로 이중 제1부 기업 45.3%가 이용, 넷케이 400기업은 85%가 이용(JPX, 2019. 6. 25, 東証上場会社 コーポレートガバナンス白書2019)

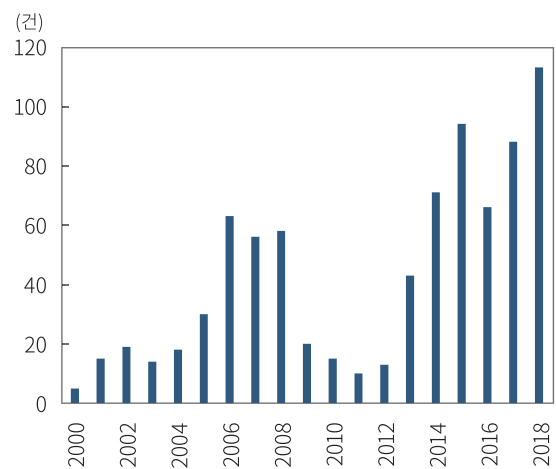
11) 과거에는 영향력을 높이기 위해 대상기업 주식보유 비율을 10%이상, 많게는 과반수까지 높이는 것이 일반적이었으므로 시가총액이 큰 대기업이 주주행동주의의 대상이 되는 경우는 드물었음

일본 내 주주행동주의 펀드 수 추이



주 : 일본 주식에 투자한 국내의 활동실적이 있는 펀드 수
(주주제안제출, 서신, 캠페인사이트, 언론을 통한 요구 등)
자료: IR-JAPAN

주주행동주의 관련 기사 게재 건수 추이



주 : 검색어는 액티비스트(주주행동주의자)
자료: 미즈호 은행

□ 일본 상장기업은 기관투자자 주주비율이 증가하고 있으며 성과측면에서는 사외이사 선임비율, 주주 환원, 수익률 및 투자지표 개선이 이루어지고 있는 추세

- 과거 안정주주를 다수로 한 주주구성에서도 변화가 생겼으며, 은행과 사업법인이 감소하는 한편 국내 및 해외 기관투자자 비율이 크게 증가
 - 신탁은행, 보험사, 증권사 등의 국내 기관투자자와 외국법인인 해외 기관투자자의 주주구성 비율의 합은 1990년 33.7%에서 2018년 57.9%로 증가하였으며 이는 주주총회에서 상당한 영향력을 행사할 수 있는 수준
- 이사회에서 독립 사외이사비율이 3분의 1 이상 선임하는 기업의 증가, 여성이사 선임의 증가가 눈에 띄며 기관투자자에 대해서도 감사위원회, 지명위원회, 독립 사외이사 등 의결권행사 기준 변경에 따른 움직임이 파악
 - 2018년 6월 개정된 기업지배구조 코드 원칙 4-8¹²⁾에 따라 2명 이상의 독립 사외이사를 선임하고 있는 상장기업은 2011년 15%에서 2019년 93.4%로 증가¹³⁾
 - 또한 원칙 4-11¹⁴⁾에 따라 여성임원 또는 이사 선임도 진행되고 있으며 2014년 29.9%에서 2019년 73.4%로 증가¹⁵⁾

12) 원칙 4-8 독립 사외이사의 유효한 활용: 독립 사외이사는 기업의 지속적인 성장과 중장기적인 기업가치 향상에 기여하도록 역할 및 책무를 다해야하며, 상장기업은 그러한 자질을 충분히 갖춘 독립 사외이사를 적어도 2명 이상 선임해야 한다. 또한 업종, 규모, 사업특성, 기관, 회사를 둘러싼 환경 등을 종합적으로 감안하여 적어도 3분의 1 이상의 독립 사외이사를 선임할 필요가 있다고 생각하는 상장기업은 상기와 관계없이 충분한 인원의 독립 사외이사를 선임하여야 한다.

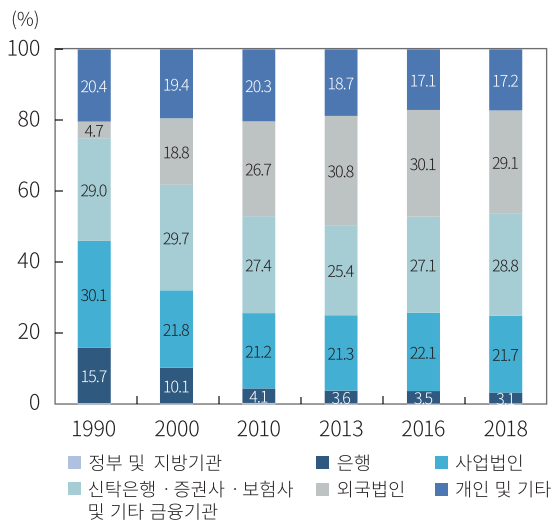
13) 도쿄증권거래소 독립임원의 선임 상황 (<https://www.jpx.co.jp/listing/others/ind-executive/index.html>)

14) 원칙 4-11 이사회·감사역회의 실효성 확보를 위한 전제조건: 이사회는 그 역할·책무를 실효적으로 다하기 위한 지식·경험·능력을 전체적으로 균형있게 갖추어 성별, 국제성을 포함한 다양성과 적정규모를 양립시키는 형태로 구성되어야 한다.

15) 여성이사의 선임은 사회적책임투자(ESG)의 일환으로 보고 있으며 2017년 일본 공적연금(GPIF)은 여성인력 활용기업으로 구성된 MSCI 일본주 활약지수에 투자하겠다고 발표(홍지연, 2020, 이사회 성별 구성 관련 각국의 규제와 국내현황, 자본시장연구원 자본시장포커스 2020-02호.)

- 2019년 상장기업의 배당 및 자사주매입 금액의 합은 25조엔에 이르며 주주환원은 꾸준히 증가하는 추세
 - 주주환원이 강화되는 추세이지만 그 수준에 만족하지 않고 절반이상의 투자자는 30%이상의 배당성향을 요구하고 있으며 이러한 주주의 요구를 배경으로 배당성향을 높이는 기업이 증가¹⁶⁾
- 상장기업의 ROE(자기자본이익률)는 2014년 8.2%에서 2019년 10.3%로 증가하였으며 투자한 자금에 대한 수익률을 측정하는 ROIC(투자자본이익률)도 2014년 5.8%에서 2018년 6.8%로 상승
 - 도쿄증권거래소는 2018년 상장기업의 기업지배구조 코드를 개정하여 자사의 자본비용 파악을 요구¹⁷⁾하고 있으며 이를 계기로 ROIC를 도입한 기업의 증가, 일본경제신문에 따르면 WACC(가중평균자본비용)를 상회하는 ROIC 상승을 목표로 한 기업은 전체의 약 70%로 추정¹⁸⁾

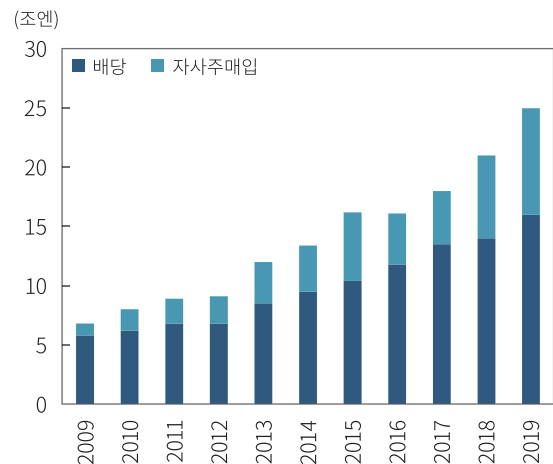
일본 상장기업의 주주구성 추이



주 : 신탁은행·증권사·보험사 및 기타 금융기관은 신탁은행, 증권사, 생명보험사, 손해보험사, 기타 금융기관의 합산

자료: JPX

일본 상장기업의 주주환원 추이



주 : 자사주매입은 일본 내 상장 보통주 기준

자료: 일본경제신문

□ 장기 경제불황과 저성장에서 벗어나기 위한 노력으로 일본기업은 중장기적 기업가치 향상과 주주가치 극대화의 분위기가 정착, 현재 일본에 집중된 주주행동주의 펀드들의 국내 활동 확산이 예상되며 향후 국내 투자자들과 함께 적극적인 주주활동이 이루어질 것으로 전망

- 1990년대 버블경제 붕괴와 장기 저성장이 이어지면서 정부에서는 대외적인 경기부양책과 더불어 대내적으로는 기업의 생산성 향상을 위해 구조개혁의 필요성을 관련 제도 개정으로 시장에 끊임없이 전달하였으며 이는 주주권리를 중요시하는 환경 조성으로 이어짐

16) 生命保険協会, 2018. 4. 20, 株式価値向上に向けた取り組みについて.

17) 원칙 5-2. 경영전략 및 경영계획의 책정·공표: 경영전략이나 경영계획의 책정·공표에 있어서는 자사의 자본비용을 정확하게 파악한 후 수익계획이나 자본정책의 기본적인 방침을 제시하는 동시에 수익력·자본효율 등에 관한 목표를 제시하고, 그 실현을 위해서 사업 포트폴리오의 재검토나, 설비투자·연구개발 투자·인재 투자 등을 포함한 경영자원의 배분 등에 관해 구체적으로 무엇을 실행하는지에 대해서 주주에게 알기 쉬운 말·논리로 명확히 설명해야 한다.

18) 日本経済新聞, 2019. 4. 16, 企業の7割, ROICが資本コスト上回る.

- 국내에서 글로벌 주주행동주의 펀드는 행동주의 전략에 우호적이지 않은 분위기로 뚜렷한 족적을 남기지 못하였으나 2016년 12월 스투어드십 코드를 도입하면서 주주행동주의의 전환점을 제공
- 2019년 글로벌 주주행동주의 펀드는 일본 58건에 비해 국내는 6건으로 상대적으로 확산되지 않은 편¹⁹⁾, 일본의 예처럼 기업지배구조 개선, 주주가치 향상을 위한 제도적 기반과 여론이 형성되면서 국내에 진출하는 사례가 늘어날 것으로 전망
 - Dalton Investmets는 2019년 초에 국내에 캠페인을 시작하였으며 국민연금, 정부, 국회에 주주성과 개선을 위한 서한을 보냈음을 밝힘²⁰⁾
- 기관투자자는 주주관여정책에 대한 점진적인 접근이 필요하며 기업은 주주와 적극적으로 소통하기 위한 기업 내 체계적인 대응방안 마련이 중요
 - 주주관여정책은 기관투자자 유형별로 차이가 있으며 이해관계자와 이해상충을 해소할 수 있는 의지와 정책이 필요²¹⁾
 - 투자자들의 적극적인 의결권행사와 기업과 주주와의 건설적인 대화의 환경이 조성되면 장기적인 투자로 이어져 자본시장의 효율성을 증가시킬 것이며 이를 통해 국내 상장기업의 지배구조 개선을 기대

선임연구원 여밀림

19) Activist Insight, 2019. 11. 20, SHAREHOLDER ACTIVISM IN 2019.

20) Activist Insight, 2020. 2. 19, THE ACTIVIST INVESTING ANNUAL REVIEW 2020.

21) 국민연금은 지배구조 개선을 통해 주주권 행사에 따른 이해상충을 사적연금은 계열회사나 거래기업과의 이해상충을 그리고 대기업 계열 자산운용회사는 계열기업과의 이해상충을 해소할 수 있는 의지와 정책이 필요(송홍선, 2018, 스투어드십코드와 기관투자자의 주주권 행사, 자본시장연구원 조사보고서 2018-03호.)