

라임사태와 헤지펀드 지배구조 개선에 대한 소고*

선임연구위원 박용린

라임사태 관련 감독당국의 조사결과 라임사태는 투자자산의 비유동성, 개방형 펀드구조 및 레버리지 투자가 결합된 펀드 유동성 위기이며 내부통제장치의 부재로 반복적 위법행위가 발생한 사례인 것으로 나타났다. 이와 관련하여 4월 27일 발표된 정책당국의 사모펀드 제도개선 방안 최종안은 시장 참여자가 주도하는 시장규율을 통한 위험관리 강화와 투자자보호 강화를 위한 유동성관리 등 펀드 운용 체계개선 그리고 감독·검사 강화를 핵심 정책방향으로 설정하고 있다. 해외에서는 투자자의 기관화 그리고 금융위기 시 대규모 손실과 환매지연을 계기로 헤지펀드 투자자의 펀드 지배구조 개선 요구가 높아졌으며 독립적 서비스 제공자를 통한 시장규율 역할에 대한 인식이 높아졌다. 전문적인 시장참여자의 자율을 전제로 규제를 최소화하는 것이 헤지펀드 본래의 정신인 만큼 시장참여자 모두가 평판 자본의 축적을 통하여 각자 독립성을 발휘하고 투명성을 제고할 때 헤지펀드의 긍정적 기능이 극대화 될 것이다.

최근 라임자산운용 사태와 사모펀드 제도개선 방안

지난 2월 14일 금융감독원은 라임자산운용의 환매중지 사태의 중간조사 결과를 발표하였다. 조사 결과, 라임사태는 라임자산운용이 유동성이 낮은 메자닌 증권, 사모사채 등 비시장성 자산에 투자함에도 개방형 또는 단기 폐쇄형 구조를 채택한 펀드 만기불일치 문제와 총수익스왑(Total Return Swap: TRS)의 레버리지가 결합되면서 발생한 펀드 유동성 위기인 것으로 발표되었다. 또한, 라임자산운용의 투자 의사결정 과정에서 엄격한 내부통제 및 심사절차가 없는 등 적절한 내부통제장치가 구축되어 있지 않아 핵심운용역 1인의 독단적 의사결정에 의한 위법행위가 반복적으로 발생하였음이 드러났다. 이와 관련하여 4월 27일 금융위원회는 금융감독원과 공동으로 「사모펀드 현황평가 및 제도개선 방안」의 최종안을 확정·발표하였는데, 동 최종안은 시장참여자가 주도하는 시장규율을 통한 위험관리 강화와 투자자보호 강화를 위한 유동성관리 등 펀드운용 체계개선 그리고 감독·검사 강화를 핵심으로 하고 있다.

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

헤지펀드 지배구조에 대한 해외 논의

이번 라임사태와 같은 대형 헤지펀드의 실패 사례는 국내에서는 처음 발생한 일이지만 대형 헤지펀드의 실패 사례는 헤지펀드가 활성화된 미국의 경우에도 주기적으로 발생하고 있는데, 잘 알려진 예로는 2008년 Madoff의 폰지(Ponzi) 사기가 있을 것이다. 이러한 헤지펀드 실패의 원인은 다양하나 기본적으로는 내부통제 및 외부통제가 작동하지 않는 가운데에서 발생하는 핵심운영역의 도덕적 해이가 직접적인 원인인 경우가 많다. 본질적으로 투자자(LP)와 운용사(GP)와의 파트너십을 통해 투자자가 운용사에게 투자행위를 위임하는 구조를 가지고 있는 사모펀드는 대리인 문제, 그리고 운용사와 투자자 간 및 투자자 간 이해상충 문제가 발생할 소지를 가지고 있다. 잠재적인 이해상충 요소로는 기준가(Net Asset Value: NAV) 산정과 관련된 이해상충, 운용보수 관련 과도한 위험을 추구할 이해상충, 동일 운용사가 동일 전략을 구사하는 복수의 펀드운용 시 발생할 수 있는 투자자 간 이해상충 등 다양하다.

해외에서는 금융위기를 거치면서 대규모의 헤지펀드 투자손실과 환매 지연, 그리고 전술한 Madoff 사기 사건을 겪으면서 투자자들이 헤지펀드 운용의 투명성과 독립성 강화를 요구하기 시작하며 헤지펀드 지배구조라는 개념이 확산되었다. 헤지펀드 지배구조는 투자자, 운용사, 규제당국, 서비스 제공기관 등 상호 연계된 헤지펀드 시장참여자 각자의 책임으로 이루어지는 헤지펀드 생태계의 자율 통제 시스템이라고 정의할 수 있다.¹⁾ 이러한 관점에서 헤지펀드 지배구조 개선은 헤지펀드의 독립성(independence)과 투명성(transparency) 제고를 통한 시장규율(oversight) 기능 강화로 집약된다.

해외에서 투자자의 헤지펀드 지배구조 개선 요구가 증가한 것은 헤지펀드 투자자의 기관화와 밀접한 관련이 있다. 전통적으로 헤지펀드는 고액자산가 중심으로 투자가 이루어졌으나 1990년대 말 이후 헤지펀드가 연기금과 같은 기관투자자들에게 대체투자의 주요 대상으로서 부상하기 시작하면서 급속한 기관화가 진행되었다. 2017년말 기준 미국 헤지펀드 투자자 구성은 재단 21.0%, 재간접펀드 19.8%, 공·사적연금 18.7%, 기금 13.0%, 자산운용사 2.7% 등 기관투자자가 총 75.2%를 차지하고 있는 반면, 기타 고액자산가 관련 패밀리오피스와 자산관리회사는 20.6%를 차지하고 있다.²⁾

펀드 지배구조 관점의 헤지펀드와 PE 비교

투자위험(investment risk)은 모든 사모펀드에 공통적으로 내재하는 위험이므로 헤지펀드의 투자 실패사례는 본질적으로 다른 사모펀드 유형과 다르다고 할 수 없다. 그러나 운영위험(operational risk)의 경우 국내외에서 헤지펀드의 실패사례가 나타나는 것과 비교하면 프라이빗에쿼티(PE)의 운영 위험은 국내외에서 상대적으로 크게 부각된 사례가 드문 듯하다. 이는 사모펀드 유형별 경제적 기능

1) Scharfman, J., 2015, Hedge Fund Governance, Elsevier.

2) Preqin, 2018. 7, Preqin Special Report: Hedge Funds in the US.



의 우열이 아니라 사모펀드 투자대상의 차이, 좀 더 구체적으로는 투자대상의 유동성 차이에서 발생한다고 할 수 있다. 대상 자산의 유동성은 해당 자산이 거래되는 시장의 깊이에 따라 결정된다. 대표적인 PE 투자방식 중 하나인 바이아웃의 투자대상은 기업의 경영권 지분으로서 이러한 지분이 거래되는 시장은 유동성이 매우 낮은 시장이다. PE의 경우 이러한 자산의 유동성 부재에 상응하는 만기를 가진 폐쇄형 펀드구조와 자산평가 방식이 아닌 실현 손익에 기초한 보수결정 방식, 그리고 만기 도래 전 투자 회수에 대한 압박을 통하여 운용사의 대리인 비용을 감소시킬 수 있는 기제를 가지고 있다고 평가할 수 있다. 또한 PE의 경우 초기부터 기관투자자 중심으로 시장이 형성되어 향후 펀드결성을 통한 GP 통제 기제가 좀 더 잘 작동하는 측면도 있다.

반면 헤지펀드는 구사하는 투자전략에 따라 투자자산의 유동성은 다양한 수준이나, 평균적으로 투자자산의 유동성이 낮은 편이다. 미국 증권거래위원회(SEC)의 자료에 의하면, 운용자산 규모가 1억 5천만달러 이상인 미국 헤지펀드의 경우 투자자산 유동성이 투자자(즉, 환매 가능성) 및 채권자 부채(즉, 레버리지)의 유동성보다 낮은 경우가 운용자산의 14%인 것으로 나타났다.³⁾⁴⁾ 헤지펀드 고수익의 상당 부분이 투자자산의 낮은 유동성에 수반되는 유동성 프리미엄이므로 투자자의 환매 성향과 관계

〈표〉 헤지펀드와 PE의 비교

구분		헤지펀드	PE
펀드 유동성	펀드 존속기간	제한없음	10년 + 1~2년
	투자자 환매 가능성	주기적(예: 분기별) 환매	없음(세컨더리 매각 가능)
투자자산 유동성	투자전략/유동성	다양	낮음
	분산투자	일반적으로 높음	일반적으로 낮음
	거래빈도	일반적으로 높음	낮음
운용사 (GP) 인센티브 구조	운용보수	펀드 순자산가치(NAV) 대비 1~2%	출자 약정액 대비 2%
	성과보수	(평가)수익의 20%, high-water mark 및 기준수익률(hurdle rate)	(실현)수익의 20%, 기준수익률(hurdle rate)
	GP 공동투자	일부 GP가 실행	펀드결성 규모의 1% 이상
주요 출자자		공·사적연금, 재단, 기금, 재간접펀드, 국부펀드(역외), 고액자산가 등	공·사적연금, 재단, 기금, 재간접펀드, 국부펀드 등
주요 서비스 제공기관		프라임브로커(PBS), 사무관리회사 (일부), 수탁기관 회계법인, 법률사무소	투자은행(IB), 수탁기관, 회계법인, 법률사무소

3) Aragon, G.O., Ergun, T., Getmansky, M., Girardi, G., 2017, Hedge Funds: Portfolio, Investor, and Financing Liquidity, U.S. SEC White Paper.

4) 동 보고서는 2012년 중반부터 미국 SEC에 등록된 운용규모 1억 5천만달러 이상의 모든 사모펀드(private fund: PF)가 분기별로 의무적으로 SEC에 제출하는 비공개자료인 Form PF의 2013~2015년간 자료를 기초로 작성되었다. 헤지펀드 투자자산의 34%는 1일 내 시장충격 없이 매각 가능하며, 전체 포트폴리오의 경우 시장충격 없는 매각을 위해 필요한 평균 일수는 71일인 것으로 분석되었다.

없이 운용전략 상 투자자산의 유동성 여부에 따라 펀드구조를 폐쇄형으로 설계하거나 개방형으로 설계하되 유동성 위험관리를 할 필요가 있다. 또한 일반적으로 펀드의 존속기간이 불확정적인 중도 판매와 환매가 가능한 헤지펀드의 경우 운용사 보수결정이 실현손익이 아닌 보유자산 평가에 기초할 수밖에 없는데 투자자산의 유동성이 낮은 경우 다양한 가치평가 문제가 발생할 수 있다. 그러나 한편으로 투자자의 주기적 환매 가능성은 운용사에 대한 강력한 통제장치로서 성과보수와 더불어 헤지펀드 운용사가 최선의 투자성적을 창출하도록 하는 중요한 기제라고 할 수 있다.

시장규율을 통한 헤지펀드 지배구조 개선

미국에서의 헤지펀드 지배구조 개선은 헤지펀드 운용의 독립성과 투명성 강화를 통한 시장규율 및 감독을 강화하는 방향으로 전개되었다. 헤지펀드의 독립성 강화와 관련하여 나타난 현상 중 하나는 제3자 헤지펀드 서비스 제공자를 통한 견제와 균형의 확대였다. 특히, 프라임브로커와 전문 사무관리회사(administrator)의 역할이 확대되었다. 프라임브로커는 헤지펀드의 거래현황과 거래상대방에 대한 정보 집중, 그리고 헤지펀드 레버리지 제공에 따른 담보관리 과정을 통해 과도한 위험추구를 하는 헤지펀드를 견제하는 역할을 할 수 있음을 인식하기 시작했다. 또한 전통적으로 헤지펀드에서는 사무관리 기능을 활용하지 않았지만, 헤지펀드 내부에서 이루어지던 기준가 산정, 회계, 준법관리, 판매 및 환매 업무처리, 투자자 의사소통 등의 업무를 독립적인 제3자 기관에 아웃소싱하면서 전문 사무관리회사 역할이 확대되었다. 헤지펀드의 투명성 강화는 헤지펀드 정보공개(disclosure)의 확대 요구로 나타났는데 이러한 관점에서 전문 사무관리회사는 월별 기준가 산정, 주기적 투자자 보고서 발행 등을 통해 헤지펀드에 대한 투자자 신뢰도 향상에 기여하는 것으로 평가되고 있다.

한편 독립적인 제3자 서비스 제공자들이 평판자본을 바탕으로 헤지펀드에 대한 견제 역할을 할 수 있는 중요한 시장규율 주체임에도 불구하고 궁극적으로 시장규율을 주도하는 주체는 결국 투자자일 수밖에 없다. 헤지펀드의 내부통제 강화도 그냥 이루어지는 것이 아니라 투자위험과 운영위험에 대한 투자자의 꼼꼼한 투자 실사(due diligence)와 지속적 모니터링이 이루어질 때 가능할 것이다. 해외에서 운용 투명성의 확대와 독립적 감시를 통한 헤지펀드 지배구조의 개선을 요구한 투자자는 바로 자신들도 수탁자 의무(fiduciary duty)를 부담하는 연기금과 같은 기관투자자였음을 유념할 필요가 있다.

국내 라임사태의 시사점

정책당국의 평가대로 일부 헤지펀드의 투자실패로 인해 헤지펀드 시장에 대한 과도한 규제 강화가 이루어진다면 이는 헤지펀드 본연의 순기능을 훼손시키고 규제비용에 따른 수익률 저하로 귀결되므로 규제 일변도의 제도 개편은 바람직하지 않다. 오히려 정부 규제를 대체하여 시장참여자가 견제와 균형



을 통해 스스로 위험을 관리하고 장기적으로 평판시장을 형성하여 시장참여자 모두가 상생할 수 있는 헤지펀드 시장을 조성해 나갈 필요가 있다.

헤지펀드가 활성화되어 있고 기관투자자들이 주도하는 미국에서도 헤지펀드의 실패사례가 반복되고 있음을 고려하면, 향후에도 국내에서 헤지펀드의 투자실패나 부당행위가 사라질 것이라고 볼 수는 없다. 그럼에도 불구하고, 국내에서도 헤지펀드가 급속한 성장을 이루는 과정에서 불가피하게 나타나는 성장통이 헤지펀드 시장의 위축을 가져와서는 안 될 것이다. 시장효율성 제고와 모험자본 공급 기능이 원활히 발휘할 수 있도록 전문적인 시장참여자의 자율을 전제로 규제를 최소화하는 것이 헤지펀드 본래의 정신이다. 따라서 프라임브로커, 수탁기관, 회계법인, 판매사 등이 평판자본의 축적을 통해 각자 독립성을 발휘하며 투명성을 제고하여 헤지펀드 시장 전체가 투자위험 관리와 운영위험 관리의 중심이 될 때 헤지펀드의 긍정적 기능이 극대화될 것이다.

2020년 정기주주총회 단상: 경영권보호 정관조항에 대한 우려*

선임연구위원 남길남

2020년 정기주주총회에서는 여러 기업이 황금낙하산과 초다수결의제 등의 경영권보호 정관조항을 채택하였으며 일부 기업은 경영권보호 정관조항의 효력을 둘러싸고 갈등을 빚기도 하였다. 그런데 국내 상장기업의 19.8%인 405개 기업이 1개 이상의 경영권보호 정관조항을 채택하고 있고 기업수도 10년 전에 비해 121개나 증가하고 있어 경영권보호 정관을 선호하는 것은 더 이상 소수 기업만의 현상이라고 할 수 없다. 특히 조건 충족이 지나치게 까다로운 경영권보호 정관조항들이 별도의 제약 없이 채택되는 상황을 고려할 때 그 적정성에 대한 검토가 필요하다.

12월 결산법인의 2020년 정기주주총회가 코로나바이러스 확산이라는 전례 없는 난관 속에서도 지난 3월말 전반적으로 큰 사고 없이 마무리되었다. 그런데 올해 상장기업의 정기주주총회 기간 중에는 적대적 M&A에 맞서 경영권을 보호하기 위해 정관을 변경¹⁾하거나 또는 관련 정관조항의 효력을 둘러싼 갈등이 곳곳에서 나타났다. 본고에서는 국내 상장기업들의 경영권보호 정관조항 채택 현황과 그에 따른 문제점을 살펴보고자 한다.

2020년 정기주주총회의 경영권보호 정관변경 안건들

2020년 정기주주총회에 상정된 국내 상장기업의 정관변경 안건을 보면 일부 기업은 적대적 M&A 방어를 명분으로 매우 높은 수준의 경영권보호 수단을 정관조항으로 채택하고 있음을 알 수 있다. 코스닥 제약회사 D기업은 대표이사가 임기 중 적대적 인수합병으로 인하여 실직하거나 대표이사직과 이사직을 수행하지 못하는 경우 퇴직금 이외에 퇴직 보상액으로 대표이사에게 100억원을 퇴직 후 7일 이내에 지급한다는 정관조항을 채택하였다. 골재채취를 하는 유가증권시장의 N기업은 적대적 M&A로 인한 최대주주변경 이후의 이사해임 및 이사선임과 정관변경시 결의조건을 출석주주 의결권의 4분의 3이상과 발행주식총수 3분의 2이상 찬성으로 높이는 정관조항을 채택하였다. 여기서 D기업이 채택

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

1) 한국기업지배구조원에 따르면 2020년 1분기 정기주주총회 의안분석 대상 353개 상장기업의 2,460개 안건 중 정관변경은 167건에 이르렀다(한국기업지배구조원, 2020. 4. 10, 2020년 1분기 정기주주총회 의안분석 결과, 보도자료).

한 경영권보호 수단은 황금낙하산(golden parachute)으로 대표이사 등 이사의 중도 퇴임시 상당한 액수의 금전적 보상을 정관으로 규정함으로써 적대적 인수합병을 어렵게 만드는 방식이다. N기업이 채택한 방식은 초다수결의제(super-majority voting rule)로 상법에서 규정되어 있는 주주총회 가중결의방식인 특별결의(출석주주의 2/3 이상과 발행주식총수의 1/3 이상) 보다도 조건이 더 가중된 방식으로 대표적인 경영권보호 수단으로 활용되고 있다.

그런데 2020년 정기주주총회에서 황금낙하산 또는 초다수결의제를 채택한 기업들은 한 가지 수단에만 한정하지 않고 경영권보호 수단을 복수로 채택하는 특징도 나타나고 있다. 위에서 언급한 N기업은 초다수결의제 도입 이전부터 이미 황금낙하산을 정관조항으로 두고 있었으며 이번 주주총회에서 초다수결의제 도입과 함께 기존 황금낙하산 조건도 대폭 인상²⁾하였다. 코스닥 S기업은 기존 초다수결의제 조항에 추가로 적대적 M&A로 임기 중에 사임하는 대표이사에게 200억원 및 이사에게 50억원을 지급하는 황금낙하산 조항을 채택하였다. 유가증권시장에 상장된 Y기업은 이번 정기주주총회에서 황금낙하산과 초다수결의제 조항을 동시에 추가하였다. 즉, 2020년 주주총회에서 적대적 M&A의 방어를 명분으로 경영권보호 수단을 채택하는 기업들은 복수 조항을 채택하는 경향이 있다고 할 수 있다.

한편으로 2020년 정기주주총회를 앞두고 기존 경영권보호 정관조항의 효력을 정지하기 위한 다른 주주들의 시도들도 나타났다. 2020년 3월 코스닥 K기업의 소액주주 측이 초다수결의제의 정관변경 효력을 정지해 달라는 가처분 신청을 청구하였으나 기각³⁾되었으며, 코스닥 F기업의 경우 2대 주주가 기존 황금낙하산 및 초다수결의제 조항을 폐지하는 안건을 주주제안 형식으로 정기주주총회의 안건으로 채택하는데 성공하였으나 결국 주주총회에서 부결되었다.

상장기업의 경영권보호 정관조항 채택 현황

그런데 상장기업의 경영권보호 정관조항 선호는 비단 2020년 정기주주총회에서만 나타난 현상은 아니다. 남길남(2020)⁴⁾의 분석에 따르면 2019년 기준(2018 사업보고서 기준)으로 전체 상장기업 2,049개(유가증권 769개, 코스닥 1,280개) 중 405개(유가증권 89개, 코스닥 316개) 기업이 1개 이상의 경영권보호 정관조항⁵⁾을 채택하고 있음이 드러났다. 이는 전체 상장기업의 19.8%(유가증권 11.6%, 코스닥 24.7%)에 이르는 것으로 경영권보호 정관조항을 채택하는 기업 수도 10년 전에 비해 121개나 증가하였다.

2) 적대적 M&A로 중도에 퇴임하는 대표이사에게 30억원 지급과 이사에게 20억원 지급 조건을 각각 100억원 지급과 30억원 지급으로 인상하였다.
 3) 재판부는 사적자치의 원칙과 다수의 기업이 초다수결의제 정관조항을 채택하고 있는 현실 등을 고려해서 가처분 신청을 기각함으로써 초다수결의제 채택을 위한 정관변경의 효력을 인정(2020카합20005 결정)하였다.
 4) 남길남, 2020, **상장기업의 경영권보호 정관조항 채택 현황과 시사점**, 자본시장연구원 이슈보고서 20-10.
 5) 남길남(2020)에서는 경영권보호 정관조항으로 황금낙하산과 초다수결의제 이외에 동일한 사업연도에 정당한 사유 없이 해임될 수 있는 이사의 비율 상한을 설정하는 이사해임비율제한과 기업이 보통주로의 전환권을 갖는 종류주식발행을 포함하고 있다.

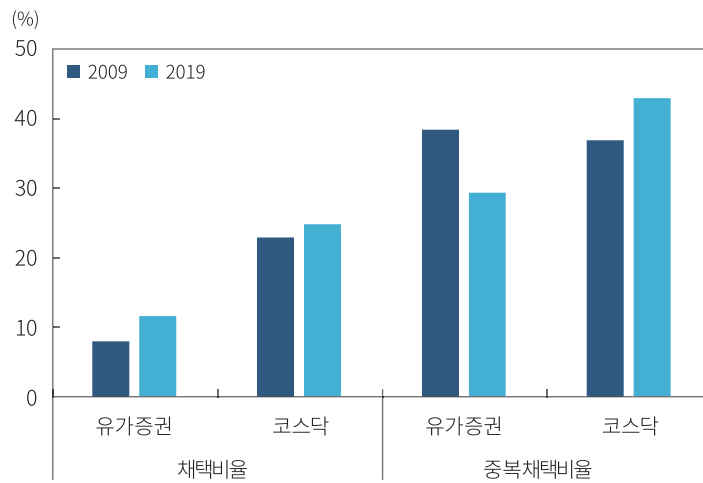
〈표 1〉 경영권보호 수단 채택 기업 수와 비중

	초다수결의제	황금낙하산	이사해임비율 제한	종류주식발행	채택 기업	전체
유가증권	56(7.3%)	30(3.9%)	5(0.7%)	28(3.6%)	89(11.6%)	769
코스닥	226(17.7%)	177(13.8%)	37(2.9%)	43(3.4%)	316(24.7%)	1,280
전체	282(13.8%)	207(10.1%)	42(2.0%)	71(3.5%)	405(19.8%)	2,049

자료: 남길남(2020)

또한 2020년 정기주주총회에서 경영권보호 정관조항을 채택한 기업들의 사례에서 볼 수 있듯이 경영권보호 수단을 중복적으로 확보하려는 경향이 크다고 할 수 있다. 특히 코스닥기업의 경우 2019년 기준으로 경영권보호 정관조항 채택 기업의 42.7%가 2개 이상의 수단을 채택하고 있으며 10년 전 37.7%에 비해서도 5%p나 증가함으로써 중복채택 비율이 38.2%에서 29.2%로 감소한 유가증권기업과 대조적인 모습을 보였다.

〈그림 1〉 경영권보호 수단 채택비율 및 중복채택비율 비교(2009 vs. 2019)



자료: 남길남(2020)

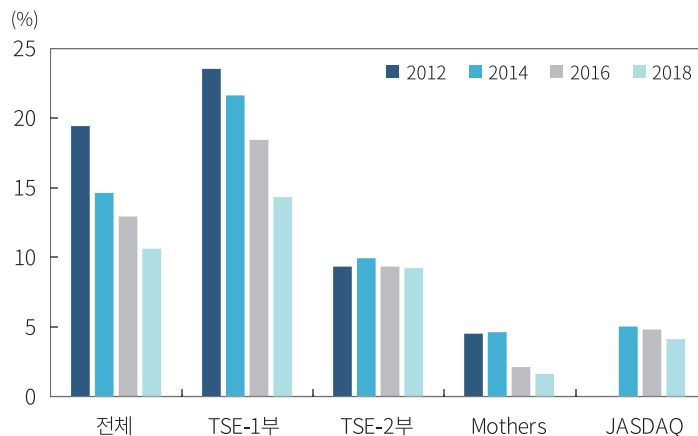
무엇보다도 현재의 경영권보호 정관조항 중에는 현실적으로 조건을 충족하기 어려운 극단적인 경우가 적지 않다는 점이 문제이다. 2020년 정기주주총회에서 적대적 M&A로 중도에 퇴직하는 대표이사에게 100억원을 지급하기로 한 코스닥 D기업의 경우 시가총액은 1,900억원(4월 17일 기준) 규모이고 당기순이익 및 현금및현금성자산(2019 사업연도말)은 각각 91억원과 27억원에 불과하여 황금낙하산 조건을 마련하기는 기업 여건상 매우 어렵다고 할 수 있다. 평균적으로도 황금낙하산을 채택한 기업의 최대지급금액은 203억원으로 현금및현금성자산의 4.2배와 시가총액의 27.4%에 이르고 있다(남길남, 2020).

초다수결의제를 채택한 기업 중에서도 최대주주등 보유비율로 인해 현실적으로 가중된 결의조건을 충족할 수 없는 경우가 다수 존재하였다. 예를 들어 발행주식총수 80% 이상의 찬성을 요구하는 초다수결의제를 채택한 총 16개 기업 중에서 9개 기업은 최대주주등 보유비율이 20% 이상이어서 외부 세력이 80% 이상의 의결권을 확보하는 것이 실질적으로 불가능한 실정이다. 이와 같이 일부 경영권보호 정관조항들은 지나치게 요건이 까다롭다 보니 일반주주의 권리를 제한하고 지배주주의 권한을 과도하게 보호한다는 비판에서 자유롭지 못한 것이 현실이다.

정관조항의 적정성에 대한 검토 필요성

상장기업들이 채택하는 경영권보호 정관조항 중에 조건이 지나치게 과도한 조항들이 존재하는 이유 중 하나는 상장기업의 정관조항에 대해 상법을 제외하고 별도의 규제가 존재하지 않기 때문이다. 아무리 상장기업의 정관이 주주총회를 통과한 자율적 규약이라고 해도 일반주주의 권리가 지나치게 제한되는 경우 이를 견제할 수 있는 적절한 제도적 장치가 필요하다. 정관자치주의가 뿌리를 내려 정관조항 내용에 특별한 제한이 없는 미국의 경우에도 캘리포니아 주회사법은 300인 이상의 기업에 대해 발행주식총수의 2/3 이상을 초과하는 초다수결의제를 금지하고 있으며, 일본 도쿄증권거래소는 경영권보호 정관조항에 독소조항이 있는지를 거래소가 검토하여 상장신청 기업의 경우 상장 신청을 거절하거나 상장기업에게는 상장폐지 등의 제재⁶⁾를 가하고 있다. 또한 일본 최대 연금펀드인 GPIF는 투자자의 지침이 되는 ESG 지수 계산시 소수주주의 보호를 위해 기업의 경영권보호 수단을 평가하고 있다. 이런 변화 속에 도쿄증권거래소 상장기업의 경영권보호 수단 채택 비율은 1부 상장기업의 경우 2012년 23.5%에서 2018년 14.3%로 크게 감소하였다.

〈그림 2〉 일본 상장기업의 경영권보호 수단 채택 비율



자료: 남길남(2020)

6) 상장기업이 포이즌필 조항을 채택하는 경우 과도하게 낮은 신주인수 가격을 설정하거나 포이즌필 철회가 불가능한 이른바 'dead hand 조건'을 부여하게 되면 상장을 거절하고 있으며 상장기업은 상장폐지가 가능하도록 제재하고 있다. 또한 상장기업이 경영권보호 정관조항을 도입하는 경우에는 충분한 공시, 투명성, 유통시장 충격 효과, 주주의 가치 존중의 4가지 원칙을 준수하도록 하고 있다.



물론 국내 상장기업의 경영권보호 정관조항 채택 현상을 무조건 부정적 현상으로 단정할 수는 없다. 특히 코로나바이러스의 확산으로 주가가 급락하는 상황에서 경영진의 경영권보호에 대한 불안감은 비단 국내에 한정되지 않고 있다. 그럼에도 점점 증가하고 있는 경영권보호 정관조항 채택 추세와 극단적인 조건들이 포함되는 상황을 고려할 때 정관조항의 적정성에 대한 검토 필요성은 크다고 할 수 있다.

코로나19로 인한 전자주주총회의 활성화

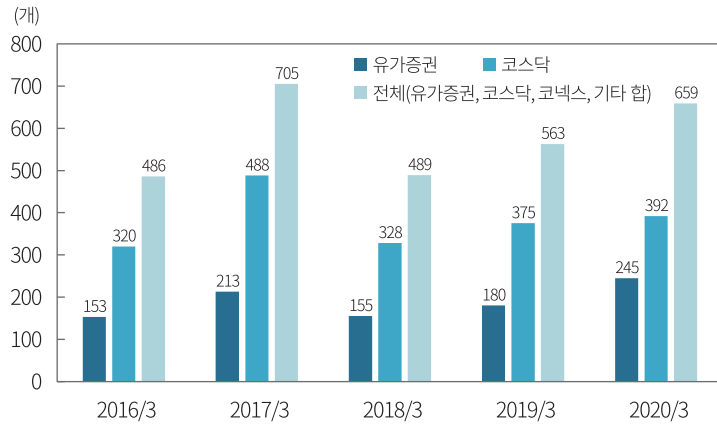
- 코로나19 확산으로 세계적으로 전자투표를 수행하거나, 온라인으로 실시간 주주총회를 중계하는 등 '전자주주총회'를 활용하는 사례가 증가하고 있음
- 주주총회에서 활용되고 있는 전자 방식으로는 전자투표제도, 전자위임장제도, 전자주주총회 방식 등이 있음
- 최근 전자투표제도, 전자주주총회 이용이 증가하면서 관련 플랫폼 서비스를 개발 및 제공하는 기업도 늘어나고 있음
- 코로나19로 국내 기업들도 전자주주총회에 대한 관심이 더욱 높아질 것으로 전망

- **코로나19 확산이 지속되면서 국내외 기업 중 전자투표를 수행하거나, 온라인으로 실시간 주주총회를 중계하는 등 '전자주주총회'를 활용하는 사례가 증가하고 있음**
 - 주주총회는 상법상 기업의 최고 의사결정기구에 해당하며, 임원의 임면, 정관변경, 합병, 해산, 재무제표 승인 등 기업의 주요 사항을 의결함
 - 연 1회 진행되는 정기주주총회와 수시로 진행되는 임시주주총회로 구분(상법 제365조)
 - 주주총회는 기업의 본점소재지 또는 인접한 곳에서 진행되어야 하며(상법 제364조), 국내 주주총회 장소는 서울, 경기 등 수도권에 집중되어 있고 정기주주총회 개최 시기도 3월 하순에 몰려 있음
 - 코로나19의 장기화로 사람 간 접촉 및 원활한 이동이 어려워지면서 전자 방식으로 주주총회를 실시하거나 해당 방식을 도입하려는 기업이 증가하고 있음
 - 국내 정기주주총회에서 전자투표(한국예탁결제원 K-eVote)를 이용한 발행회사는 2020년 3월말 기준 659개사로 전년 대비 약 17% 증가
 - 미국의 경우 올해까지 약 920개의 기업이 전자주주총회를 실시했으며, 이는 2019년 대비 283개 증가한 규모에 해당²⁾

1) 비대면으로 이루어지는 주주총회를 의미하며, 온라인(online), 디지털(digital), 사이버(cyber) 등의 용어로 표현되기도 함.

2) WSJ, 2020. 4. 14, Companies Move Shareholder Meetings Online Amid Coronavirus Lockdown.

국내 전자투표이용 발행회사 현황



주 : 예탁결제원 K-eVote 이용자 기준
 자료: 한국예탁결제원

- 실제 최근 미국, 캐나다, 브라질, 이탈리아 등 주요국은 코로나19로 주주총회 개최에 어려움을 겪는 기업을 지원하기 위한 목적으로 전자주주총회를 허용하는 지침서 또는 규제를 발표함
 - 국내 금융당국도 안전하고 원활한 정기주주총회 개최를 위해 전자투표·서면투표 활용을 적극 활용하고, 전자 위임장 제도를 활용하여 의결권 대리행사를 권유³⁾

코로나19에 따른 주요국 주주총회 관련 규제 변화

국가	주요 내용
독일	- 정부는 전자주주총회 관련 내용이 포함된 법률(COVID-19-PG)을 발표(3.27) <ul style="list-style-type: none"> · 기업 정관에 별도 규정이 없는 경우에도 전자 방식의 회의(virtual general meetings) 가능 · 주주총회 통지 기간을 주주총회 전 30일에서 21일로 단축 · 정기 주주총회 개최 기간을 기존 회계년도 종료 후 8개월에서 회계년도 말까지 연장
미국	- SEC(증권거래위원회)는 주주총회 방법에 유연성을 허용하는 지침(Staff Guidance for Conducting Shareholder Meetings in Light of COVID-19 Concerns)을 발표(3.13) <ul style="list-style-type: none"> · 기업이 이미 의결권 대리행사 서류를 발송한 상태에서 변경사항이 생기는 경우 보도자료를 EDGAR에 제출하고, 관련 필요 조치를 취한다는 전제 하에 추가 자료를 발송할 필요 없음 · 본 지침으로 미국 내 하이브리드·버추얼 방식의 전자주주총회 개최가 가능해진 주(state)가 확대
브라질	- CVM(증권감독기구)은 전자주주총회를 허용하는 지침(ICVM 622)을 발표(4.17) <ul style="list-style-type: none"> · 전자주주총회를 개최하고자 하는 기업은 주주가 어떻게 참여하고 투표할 수 있는지 명시해야 하고, 회의 중 제안된 문서를 확인할 수 있는 전자 시스템을 사용해야 함
영국	- FRC(재무보고위원회), ICSA(국제증권업협회협의회), Slaughter & May는 주주총회 관련 옵션을 제안하는 지침(AGMs and impact of Covid-19 Guidance note)을 발표(3.17) <ul style="list-style-type: none"> · 정기주주총회를 계획 중인 기업은 COVID-19 확산에 따라 비상계획을 세워야 함 · 기업은 주주총회 보류, 연기, 온라인 방식의 Q&A, 하이브리드 주주총회 등을 고려해야 함

3) 금융위원회, 2020. 2. 26, 코로나19 확산에 대응한 정기주주총회 안전 개최 지원 방안, 보도자료.

코로나19에 따른 주요국 주주총회 관련 규제 변화(계속)

국가	주요 내용
일본	<ul style="list-style-type: none"> - METI(재무성)는 하이브리드 방식의 주주총회 수행에 대한 지침(Guidelines on Approaches to Hybrid Virtual Shareholder Meetings)을 발표(2.26) · 기업은 두 가지 유형으로 전자주주총회를 진행할 수 있는데, 주주가 온라인으로 참여하되 실시간 투표나 질문은 할 수 없는 '참여 유형(사전투표 실시)'과 온라인으로 참여하며 투표나 질문을 할 수 있는 '출석 유형'으로 구분
이탈리아	<ul style="list-style-type: none"> - 정부는 Law Decree No.18/2020을 발표했으며(3.17), 이중 Article 106은 주주총회 관련 규정 · 주주총회 소집기간을 회계연도 말일부터 180일 이내로 연장(기존 120일) · 전자투표, 전자주주총회를 허용하되 참석자 식별, 투표권 등을 보장해야 함 · 해당 규정은 코로나19 비상상황이 종료될 때까지 또는 올 7월 31일까지 적용
캐나다	<ul style="list-style-type: none"> - CSA(증권감독위원회)는 주주총회 관련 기업 지원을 위한 지침(Guidance conducting Annual General Meetings during COVID-19 outbreak)을 발표(3.20) · 기업이 비휴얼 방식과 하이브리드 방식의 주주총회를 실시할 계획인 경우 관련 세부사항에 대한 명확한 지침을 포함해 주주에게 알려야 함 · 기업이 이미 의결권 대리행사 서류를 발송하거나 제출한 경우 전자주주총회 개최에 대한 추가 자료를 발송할 필요 없음
프랑스	<ul style="list-style-type: none"> - 정부는 French Ordinance No. 2020-321을 발표(3.25) · 건강상 사유로 기업의 대규모 회의가 제한을 받거나 취소되는 경우 주주가 실제로 참여하지 않고도 다른 방법을 통해 참여 및 투표할 수 있음 · 해당 규정은 3월 12일에서 7월 31일 내에 열리는 주주총회에 적용
한국	<ul style="list-style-type: none"> - 금융위원회는 정기주주총회 안전 개최 지원 방안을 발표(2.26) · 코로나19 등으로 불가피하게 사업보고서 등을 기한 내 제출하지 못할 경우 행정제재 면제 · 정기주주총회 개최일을 변경하는 경우 인센티브 제공 · 기업은 주주의 서면투표, 전자투표, 전자 위임장제도 사용을 적극적으로 권유

주 : 국가명 순, 괄호 날짜는 규제 또는 지침 발표일에 해당

자료: GlassLewis, ISS Corporate, 각 기관 홈페이지

□ 주주총회에서 활용되고 있는 비대면 방식으로는 전자투표제도, 전자위임장제도, 전자주주총회 방식 등이 있음

- 전자투표제도는 전자 방식의 의결권 행사 제도로 주주가 주주총회에 직접 참석하지 않고 인터넷을 통해 전자투표시스템에 접속하여 의결권을 행사할 수 있음
- 전자위임장제도는 전자 방식의 위임장 수여 제도로 위임장 권유자(발행회사)가 인터넷 홈페이지에 위임장을 게시하고, 피권유자(주주)는 해당 홈페이지에 접속 후 공인전자서명을 통해 위임장을 수여할 수 있음
- 전자주주총회는 현장 주주총회와 인터넷 생중계를 병행하는 하이브리드(hybrid) 방식과 현장 주주총회 없이 인터넷으로만 주주총회를 진행하는 비휴얼(virtual) 방식이 대표적인

- 이러한 전자 방식은 주주의 접근성 및 사용 편리성을 높이고, 주주총회 관련 비용(인쇄물, 회의 장소 대여, 출장 등)을 감소시킬 수 있는 특징이 있음

□ 최근 전자투표제도, 전자주주총회 이용이 증가하면서 관련 플랫폼 서비스를 개발 및 제공하는 기업도 늘어나고 있음

- 국내에서는 2010년부터 전자투표제도가 시행되었으며, 현재 한국예탁결제원, 미래에셋대우, 삼성증권이 전자투표 및 전자위임장 서비스 플랫폼을 제공하고 있음
 - 한국예탁결제원의 'K-eVote'는 2010년에 도입된 이후 현재 가장 많은 기업이 이용하고 있으며, 최근 주주총회 집중지원회사⁴⁾를 대상으로 의결권행사에 필요한 정보를 안내하는 전자고시서비스(시범)를 실시⁵⁾
 - 미래에셋대우의 '플랫폼V'는 2019년 2월에 도입된 증권사 1호 전자투표 플랫폼으로 미래에셋대우 고객의 경우 HTS, MTS에서 바로 플랫폼 접속이 가능하며, 카카오톡과 문자메시지 등을 통해 주주와의 소통이 가능하도록 함
 - 삼성증권의 '온라인주총장'은 2019년 11월에 도입되었고, 금융감독원 전자공시 시스템에 있는 기업 공시자료가 해당 플랫폼으로 자동 연결되며, 비주주인 경우에도 본인인증 후 주총 정보를 일부 확인할 수 있게 함
 - 신한금융투자도 전자투표 플랫폼을 개발했으나, 현재 내부 테스트 및 금융감독원 보안성 검증 신청 이전 단계임
- 미국의 경우 2000년대 초부터 각 주의 회사법에 따라 전자투표 및 전자주주총회가 허용되어 왔으며, 다양한 형태의 전자주주총회 서비스 플랫폼이 제공되고 있음
 - Broadridge Financial Solutions는 미국에서 가장 많이 사용되는 플랫폼 기업 중 하나이며, 발행회사 주주총회 지원, 주주총회 안내 관련 통지 및 의결권 행사 지원, 전자주주총회 서비스 등을 제공하고, 매년 전자주주총회 분석 보고서(Virtual shareholder meetings-facts and figures)를 발간
 - Say Technologies는 주주 커뮤니케이션 플랫폼 개발 기업으로 전자주주총회, 전자투표, 기업 및 주주 간 Q&A 서비스 등을 제공하고 있으며, 4월 30일 이전 가입 기업은 올해까지 무료로 서비스를 이용할 수 있음⁶⁾
 - ShareholderApp은 모바일 전용 투자자 서비스 개발 기업으로, 모바일앱(app)을 통해 전자주주총회 개최 및 참여가 가능하고 기업의 IR 프로그램과 연동되어 추가정보, 차트, 뉴스 등을 쉽게 확인할 수 있으며, 현재 NYSE, NASDAQ, TSX 등 주요 거래소의 상장기업 및 비상장기업을 대상으로 서비스를 제공

4) 의결정족수 확보가 곤란할 것으로 예상되는 발행회사 중 예탁결제원의 전자투표·전자위임장 서비스를 이용하고 주주총회 집중 지원을 신청한 회사

5) 한국예탁결제원, 2020. 3. 9, 한국예탁결제원, 주주총회정보 전자고시서비스 조기 시행, 보도자료.

6) Laura Weiss, 2020. 3. 25, Shareholder polling service free during coronavirus pandemic, CQ Roll Call Washington Corporate Governance Briefing, WESTLAW, REUTERS.

국내외 전자투표 및 전자주주총회 플랫폼 서비스

서비스명	K-eVote	플랫폼V	온라인주총장
제공기관	한국예탁결제원	미래에셋대우	삼성증권
주요서비스	전자투표, 전자위임장	전자투표, 전자위임장	전자투표, 전자위임장
개시일	2010년 8월	2019년 2월	2019년 11월
이용기업	659개 (2020.3.31.기준)	약 180개 (2020.2.19.기준)	약 200개 (2020.2.19.기준)
이용수단	PC, 모바일	PC, 모바일	PC, 모바일
수수료	한시적 무료(올해 주총까지)	무료	무료
이용화면			
서비스명	VSM	SAY	ShareholderApp
제공기관	Broadridge Financial Solutions	Say Technologies	ShareholderApp
주요서비스	전자주주총회, 전자투표, 통지	전자주주총회, 전자투표, Q&A	전자주주총회, IR프로그램
개시일	2009년 4월	2017년	2014년
이용기업	326개 (2019년말기준)	Tesla, Intel, Paypal 등 다수	NYSE, NASDAQ, TSX 등의 상장기업 및 비상장기업
이용수단	PC, 모바일	PC, 모바일	모바일
수수료	유료	한시적 무료(올해 주총까지)	유료
이용화면			

주 : HTS는 Home Trading System, MTS는 Mobile Trading System의 약자
 자료: 각 기관 홈페이지

□ 코로나19로 국내 기업들도 전자주주총회에 대한 관심이 더욱 높아질 것으로 전망

- 국내 기업의 전자투표 이용도는 높아진 반면 실제 주주 행사율(총 발행주식 수 대비 행사주식 수)은 2020년 3월 기준 4.67%로 아직까지 저조한 상태
 - 한국예탁결제원 정기주총 전자투표(전자위임장 수여 실적 포함, 총 발행주식 수 기준) 행사율 추이: 2018년 3월 3.92%, 2019년 3월 5.04%, 2020년 3월 4.67%⁷⁾
- 2001년 전자투표제도를 도입한 일본의 경우 주주총회일의 특정일 집중 현상이 완화되고, 기관 투자자의 전자투표 참여율이 증가하는 등 구체적인 성과가 나타나고 있음⁸⁾
- 전자주주총회는 주주총회 활성화, 기업지배구조개선 달성에 효과적이며, 주주들의 낮은 참석률 및 무관심으로 발생 가능한 문제를 해결할 수 있는 중요한 대안 중 하나임⁹⁾

연구원 정지수

7) 한국예탁결제원, 2020. 4. 2, 2020년 정기주주총회 개최 발행회사의 전자투표 이용현황, 보도자료.

8) 박혜진, 2019, 일본의 전자투표 운영 현황 및 시사점, 자본시장연구원 자본시장포커스 2019-02호.

9) 자본시장연구원, 2018, 주주총회 활성화를 위한 전자투표 중장기 발전방향 연구, 연구용역보고서.

코로나 사태로 인한 국가부채 증가에 대한 우려

- 코로나 바이러스 사태로 인하여 전세계 국가들은 자국민의 의료지원과 구호, 타격이 큰 산업에 대한 지원 등으로 많은 비용을 지출하고 있으며, 장기 경기 침체에 빠지지 않도록 부양계획을 세우고 있음
- 최근 IMF의 발표에 따르면 코로나 사태를 대응하기 위해 G20국가들은 이미 GDP 대비 3.5% 규모의 지출을 하였으며, 이는 2008년 금융위기 대응 수준을 상회하고 있음
- 재정취약국가들의 경우 코로나 사태 수습을 위한 무리한 재정확대, 관광 수익의 감소, 위기 상황에서 안전자산 선호에 따른 달러의 강세로 인하여 이들 국가들의 어려움이 가중되고 있음
- 코로나 사태가 장기화될 경우 무리한 재정확대와 부채규모의 증가는 추가 신용등급 하락으로 이어질 수 있으며 IMF에서도 국가의 재정위기 가능성에 미치는 가장 큰 요인의 하나로 국가 부채를 들고 있으나, 이러한 우려에도 불구하고 국가들의 단기 부채의 경우 코로나 사태 확산을 위해 불가피한 성격의 것이라고 언급

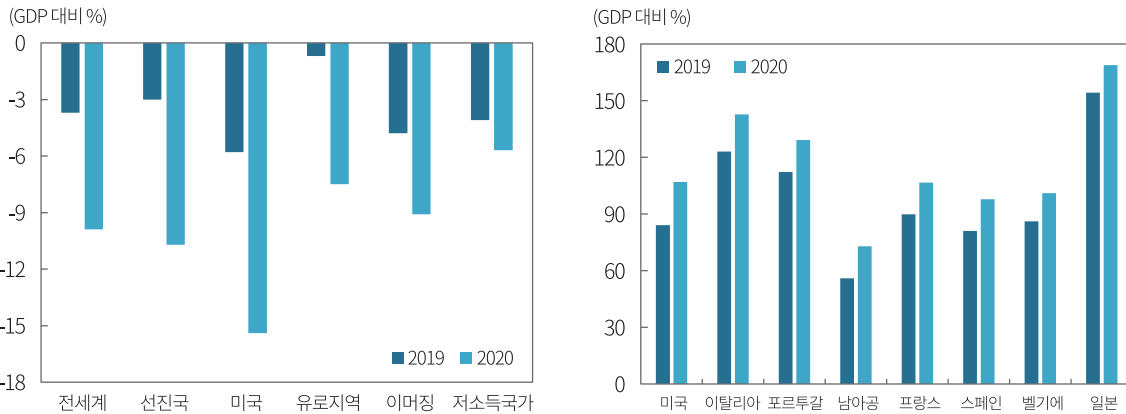
- 코로나 바이러스 사태로 인하여 전세계 국가들은 자국민의 의료지원과 구호, 타격이 큰 산업에 대한 지원 등으로 많은 비용을 지출하고 있으며, 장기 경기 침체에 빠지지 않도록 부양계획을 세우고 있음
 - 의료 지원과 같은 직접적인 방법에서부터 자산투입이나 부채 매입과 같은 간접적인 방법 및 정부 보증 등을 포함하여 미국은 2조2,540억달러 규모의 부양계획을 세우고 있으며, 독일은 1조 2,310억달러, 일본은 1조 450억달러, 우리나라는 1,250억달러 규모를 예상¹⁾
- 최근 IMF의 발표에 따르면 코로나 사태를 대응하기 위해 G20국가들은 이미 GDP 대비 3.5% 규모의 지출을 하였으며, 이는 2008년 금융위기 대응 수준을 상회하고 있음²⁾
 - 유동성 공급을 위한 지출과 대출 및 보증을 포함하여 GDP의 10% 이상을 계획하고 있는 G20 국가들도 상당수(프랑스, 독일, 이탈리아, 일본, 영국)
 - 재정수지 규모의 경우 전세계 국가들은 2019년 GDP대비 -3.7%에서 2020년 -9.9%까지 적자가 증가할 것으로 예상되며, 선진국의 경우 -10.7%, 이머징마켓의 경우 -9.1%, 저소득국가의 경우 -5.7%까지 적자가 확대될 것으로 예상

1) IMF, 2020, Fiscal Monitor.

2) 각주 1 상동.

- GDP대비 순부채의 경우 2019년 글로벌 국가들은 69.4%수준이었으나 2020년 들어 85.3%까지 증가할 것으로 예상하고 있으며, G20국가들의 순부채는 83%에서 101%로 증가 예상
 - 일본의 경우 2019년 154%에서 2020년 168%로 증가할 것으로 예상되며, 이탈리아의 경우 123%에서 142%, 한국의 경우 10%에서 5.8%로 IMF는 전망하고 있음

GDP 대비 재정수지 규모(좌) 및 순부채 규모(우) 전망



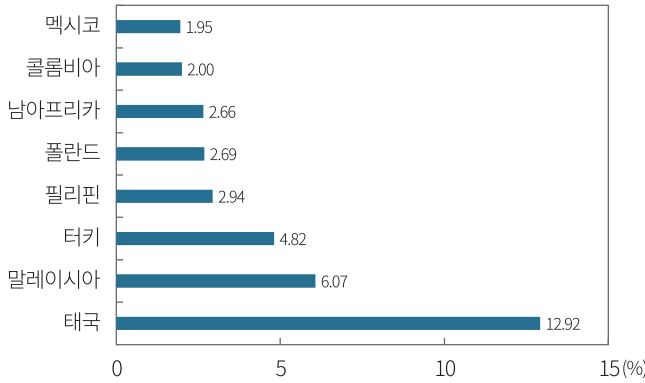
자료: IMF

□ **신흥국위주인 재정취약국가들은 어려움이 가속화되고 있는데, 코로나 사태로 인한 무리한 재정확대와 여행의 급감으로 인한 관광 수익의 감소, 위기 상황에서 안전자산 선호에 따른 달러의 강세로 인하여 이들 국가들의 어려움이 가중되고 있음**

- 태국의 경우 GDP의 3% 규모인 518억바트에 이르는 재정 부양책을 승인하였으며, 약31억달러(1,000억바트) 규모의 회사채권 안정화 기금을 설립
- 남아프리카의 경우 긴급 기준금리 인하 및 무제한 국채매입 발표하였고, 콜롬비아 중앙은행은 25억달러의 채권매입을 결정하였으며³⁾, 필리핀 중앙은행은 60억달러 국채매입을, 터키는 143억달러(1,000억리라) 규모의 경기부양책을 발표하였음
- 아르헨티나의 경우 최근 국채 상황에 대해 지불연기결정인 모라토리움을 선언하였으며, 브라질은 그간 계속된 재정악화상태에서 코로나 사태 대응을 위한 2,330억달러(1.2조헤알) 규모의 자금투입계획 발표하며 재정적자가 최대 규모로 늘어날 전망⁴⁾
- IMF와 World Bank에 재정지원을 요청하는 국가들의 수가 증가하고 있는데, IMF의 경우 중남미 14개국이 48억달러의 규모 지원을 요청⁵⁾하였으며, 약 80개국이 IMF에 긴급자금을 요청⁶⁾
 - 인도는 World Bank를 통해 코로나바이러스 대응을 위한 10억달러를 지원 받을 예정⁷⁾

3) FT, 2020. 3. 26, South Africa launches bond purchases after coronavirus roils markets.
 4) FT, 2020. 3. 30, Emerging market central banks embark on radical stimulus policies.
 5) FT, 2020. 4. 5, 14 Latin American nations seek IMF help to combat big recession.
 6) WSJ, 2020. 4. 5, Emerging-Market Economies Brace for Coronavirus Hit.
 7) WSJ, 2020. 4. 9, IMF, World Bank Face Deluge of Aid Requests From Developing World.

GDP대비 관광 수익이 차지하는 비중

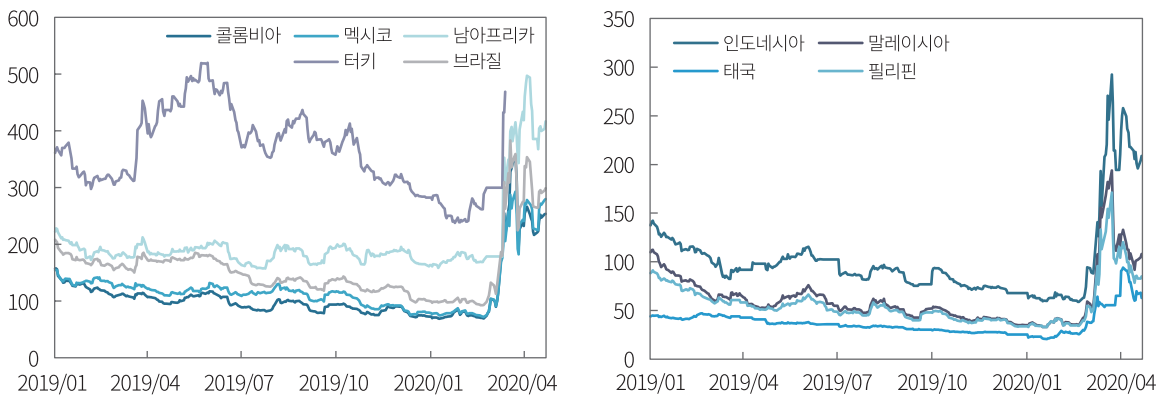


신용등급 현황

	Moody's	S&P
남아프리카	Baa3 → Ba1	BB
멕시코	A3 → Baa1	BBB+ → BBB
브라질	Ba2	BB-
아르헨티나	Caa2 → Ca	CCC- → SD
인도네시아	Baa2	BBB
터키	B1	B+

주 : SD는 선택적 디폴트(selective default), 신용등급 변화는 2020년의 변화 반영
 자료: Refinitive, Bloomberg

신흥국의 5년만기 CDS 추이



주 : 터키의 경우 3월 13일 이후로 데이터 없음
 자료: Bloomberg

□ 코로나 사태가 장기화로 이어질 경우 무리한 재정확대와 부채규모의 증가는 추가 신용등급 하락으로 이어질 수 있으며 IMF에서도 국가의 재정위기 가능성에 미치는 가장 큰 요인의 하나로 국가 부채를 들고 있으나⁸⁾, 이러한 우려에도 불구하고 국가들의 단기 부채의 경우 코로나 사태 확산을 위해 불가피한 성격의 것이라고 언급⁹⁾

— 국가의 경제위기에 영향을 주는 요인이 무엇인지 살펴본 기존 연구들¹⁰⁾ 중 국가부채위기(sovereign debt crisis)에 영향을 주는 요인 중의 하나로 국가부채를 들고 있음

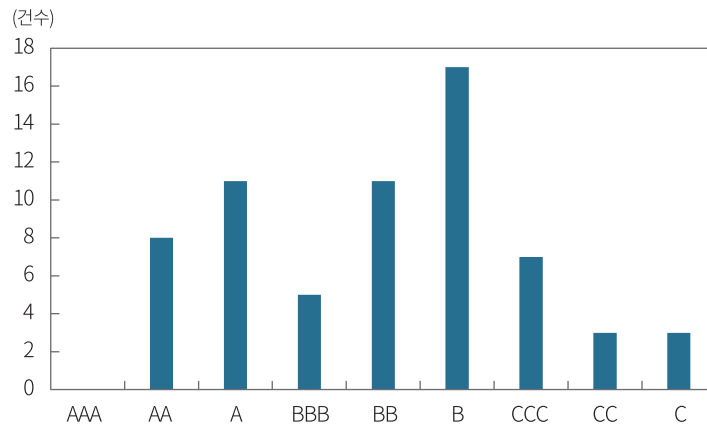
8) Badia, M.M., Medas, P., Gupta, P., Xiang, Y., 2020, Debt is not free, IMF Working paper, WP/20/1.

9) FT, 2020. 4. 15, Governments face 'massive' rise in public debt, IMF warns.

10) Reinhart, C.M., Rogoff, K.S., 2011, From financial crash to debt crisis. *American Economic Review* 101(5), 1676-1706; Manasse, P., Roubini, N., 2009, "Rules of thumb" for sovereign debt crises, *Journal of International Economics* 78(2), 192-205; Dawood, M., Horsewood, N., Strobel, F., 2017, Predicting sovereign debt crises: An early warning system approach, *Journal of Financial Stability* 28, 16-28.

- 반면 IMF 수석경제학자였던 Blanchard는 최근 저금리 상황에서 경제성장률 보다 이자율이 더 낮은 경우 적극적인 재정정책으로 인한 높은 국가부채는 그리 나쁘지 않다고 주장¹¹⁾
- 무리한 재정확대로 인한 신용등급 하락 및 재정위기의 가능성은 선진국보다는 신흥 국가 및 저소득 국가에서 더욱 높은 가능성이 있음
 - Rowland(2004)¹²⁾에 따르면 신흥국(emerging market)에 대한 신용등급과, 기관투자자들의 신뢰도, 스프레드의 결정요인들 중의 하나로 GDP대비 부채비율을 들고 있음
- 신용평가회사인 Fitch의 경우를 보면 신용등급 강등이 많았던 대상은 주로 BB 등급 이하의 부실 국가들에 편중되어 있어 재정취약국가들이 위기에 더욱 크게 노출
- IMF는 최근 보고서¹³⁾에서 공공부채가 재정위기의 가장 중요한 예측변수이며, 일정 수준이상 부채수준이 증가하는 경우 이자율상승속도와 상관없이 경제위기확률이 높아진다는 결론을 도출
 - 선진국그룹보다는 신흥국과 저소득국가그룹으로 갈수록 국가부채비율이 경제위기에 미치는 영향이 더 크다고 하였음

등급별 국가신용등급 강등 건수



주 : 1995년 1월부터 2020년 4월까지의 집계
 자료: Fitch Ratings

선임연구원 이종은

11) Market Watch, 2019. 1. 7, Leading economist says high public debt 'might not be so bad'. 이와 관련한 논문은 Blanchard, O., 2019, Public debt and low interest rates, PPIE.를 참조
 12) Rowland, P., 2004, Determinants of Spread, Credit Ratings and Creditworthiness for Emerging Market Sovereign Debt: A Follow-Up Study Using Pooled Data Analysis, Banco de la Republica Colombia, Working Papers.
 13) 각주 6 상동.