

## 자산유동화제도 종합 개선방안의 의미\*

선임연구위원 김필규

정부는 투자자 신뢰 속에 성장하는 효율적인 자산유동화시장을 재구축하기 위해 자산유동화에 관한 법률 개정을 포함한 자산유동화제도의 종합 개선방안을 발표하였다. 자산유동화제도 개선은 기업 및 금융기관의 자금조달이 원활히 이루어질 수 있도록 등록유동화제도를 개선하고, 자산유동화증권 구조의 이해상충 문제를 해결하기 위한 자산보유자 위험보유제도를 도입하며, 유동화시장의 투명성을 제고하기 위해 유동화증권 전반의 정보제공을 강화하는 것을 주요 방향으로 하고 있다. 이러한 제도 개선은 자산유동화증권시장의 당면한 문제점을 개선하여 시장 활성화를 도모하고, 시장의 투명성을 높이며, 투자자의 자산유동화증권에 대한 신뢰도를 제고한다는 측면에서 의의를 지니고 있다.

향후 자산유동화제도 개선이 기대하는 효과를 거두기 위해서는 자산유동화에 관한 법률이 신속하게 개정되고, 시장을 위축시키지 않고 건전성을 제고하는 탄력적이고 정교한 위험보유제도가 마련되어야 한다. 또한 다양한 참가자들의 적극적인 정보제공을 통한 효율적인 통합정보 시스템을 구축하고, 자산유동화증권시장의 거래 관행을 개선하고 효율적인 구조를 도입하려는 시장참여자의 적극적인 노력도 필요하다.

자산유동화증권은 기업 및 금융기관의 주요한 자금조달 수단 중에 하나이다. 국내 자산유동화증권 시장은 비등록유동화시장의 투명성이 낮고, 시장제도의 국제적 정합성이 미흡하며, 다양한 기업의 자금조달 수단의 기능이 저하되는 문제를 지니고 있다. 이에 정부는 5월 18일 자산유동화제도의 종합 개선방안을 발표하였다. 투자자 신뢰 속에 성장하는 효율적인 자산유동화시장을 재구축하기 위해 법률 개정을 포함한 시장 전반의 제도 개선을 추진하고 있다. 이러한 제도 개선은 그동안 제기되었던 다양한 문제점을 개선하고, 자산유동화증권시장의 효율성을 제고하며, 투자자의 신뢰를 제고하는 효과를 거둘 것으로 기대된다. 그러나 시장참여자들은 일부 추진방안이 발행자의 부담을 증가시키고 시장을 위축시킬 가능성이 있다는 우려를 제기하기도 한다. 이에 본고에서는 자산유동화제도 개선과 관련한 주요 내용과 쟁점을 살피고, 자산유동화증권시장을 활성화하는 한편 시장의 건전성을 제고하기 위한 바람직한 추진 방안을 살펴본다.

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

## 국내 자산유동화증권 제도 개선의 배경과 내용

국내 자산유동화증권시장은 자산유동화에 관한 법률에 근거한 등록유동화와 동법에 적용을 받지 않는 ABCP와 AB전단채와 같은 비등록유동화로 구분된다. 국내 자산유동화증권의 잔액은 등록유동화와 비등록유동화가 각각 200조원 내외로 비슷한 규모를 차지하고 있다. 등록유동화의 경우 모기지, 자동차할부, 신용카드 이용대금, 단말기 할부채권과 같은 집합채권의 유동화와 기업이 발행한 채권을 풀링하여 발행되는 CDO(Collateralized Debt Obligation) 등이 주로 발행되고 있다. 반면, 비등록유동화는 양도특례의 적용을 받을 필요가 없는 정기에금이나 부동산 PF 등을 기초로 발행되고 있다.

자산유동화에 관한 법률에 근거한 등록유동화의 경우 자산보유자 요건, 연속 및 추가 발행 금지와 같은 유동화법상 다양한 제약조건이 존재할 뿐만 아니라 유동화계획에 대한 금융감독원의 승인도 필요하다. 이로 인해 보다 간편한 방식으로 유동화의 효과를 거둘 수 있는 비등록유동화의 발행 수요가 크게 늘어났다. 등록유동화증권시장은 시장여건이 크게 변화하였음에도 불구하고 대폭적인 제도 개선이 이루어지지 않아 시장의 다양한 유동화 수요를 반영하지 못하고 있고, 비등록유동화증권시장은 발행증권에 대한 정보가 미흡하고 느슨한 규제로 잠재적 리스크 요인이 존재한다는 문제점을 지니고 있다. 이에 따라 정부는 법 개정을 포함한 자산유동화제도의 전반적인 개선을 통해 시장을 활성화하고, 투명성을 제고하는 방안을 마련하였다.

우선 기업 자금조달 활성화를 위한 기반 마련을 위해 유동화거래 참여자를 확대하고, 다양한 자산의 활용도를 제고하며, 다양한 유동화 구조를 허용하고, 자산관리자 자격도 정비할 예정이다. 또한 지식재산권의 유동화 활성화 기반을 마련하고, 등록절차의 간소화 방안도 마련할 계획이다.

한편 자산유동화증권시장의 건전성 제고를 위한 방안도 추진된다. 유동화거래 이해상충을 방지하는 위험보유 규제를 도입하고, 유동화증권의 신용평가 품질을 제고하기 위해 신용평가사의 공시를 강화하고 신용평가 기초자료의 정확성을 제고하는 방안이 도입된다. 또한 자산유동화증권시장의 투명성 제고를 위해 비등록유동화를 포함하여 통합정보시스템을 구축할 예정이다.

## 등록유동화제도의 개선

자산유동화제도 개선방안은 등록유동화증권시장의 활성화를 위해 법 개정을 포함한 다양한 방안을 마련하고 있다. 우선 자산보유자의 자격을 확대한다. 자산보유자(originator)는 유동화 대상 자산을 보유한 기관으로 보유자산을 유동화하여 실질적으로 자금을 조달하는 기관이다. 자산유동화에 관한 법률에 따른 유동화증권의 자산보유자는 법과 시행령에 열거되어 있는 적격 기관에 한정하고 있다. 개선방안에서는 자산보유자의 자격요건을 확대하여 일반법인에 대한 일률적인 신용도 요건을 폐지하고, 국가·지자체, 서민금융기관 등에 대해 자산보유자 자격을 부여하는 등 자산보유자 자격을 확대할

예정이다. 한편 다수의 자산보유자가 자산을 양도하여 유동화증권을 발행하는 구조가 허용되는 등 다양한 유동화 구조 도입을 촉진하는 제도도 마련된다.

다양한 자산의 유동화를 촉진하는 방안도 추진된다. 자산유동화에 관한 법률상 유동화 대상이 될 수 있는 자산은 채권, 부동산 및 기타 재산권으로 포괄적으로 규정되어 있다. 법률상으로는 재산권 행사를 할 수 있는 대부분의 자산들이 유동화의 대상이 된다. 그러나 실제에 있어 유동화자산은 매매나 교환 방식의 양도가 가능해야 하고, 규제기관에 양도등록을 해야 하기 때문에 양도 및 등록이 가능한 재산권으로 한정이 된다. 즉 자산의 가치를 산정하고 자산의 소유권을 유동화회사로 양도할 수 있으며, 현금흐름이 어느 정도 예측 가능한 자산이 주로 유동화된다. 이에 따라 무체재산권과 미래 매출채권 등의 경우 자산 요건에 대한 다양한 쟁점이 존재하였고 이를 우회하기 위해 브리지론 구조가 도입되기도 하였다. 이번 제도 개선방안에는 무체재산권과 미래 매출채권 등이 유동화대상으로 폭 넓게 활용될 수 있도록 자산의 정의를 재정비하는 내용이 포함되어 있다. 또한 지식재산권의 유동화가 가능하도록 유권해석을 통해 지적재산권 유동화의 법률적 불확실성을 해소하고, 지식재산권 유동화 시범사업도 추진할 예정이다.

이와 같은 제도 개선이 이루어질 경우 등록유동화증권시장의 다양성이 제고되고 시장규모가 증가하는 효과를 거둘 것으로 예상된다. 우선 자산보유자의 자격 요건이 확대되면 국가·지자체 및 신용도가 낮은 기업 등이 자산유동화 구조를 도입한 자금조달이 확대될 것이다. 특히 신용도가 낮은 기업의 경우 보유한 자산을 활용한 자금 조달의 기회가 확대될 것으로 보인다. 다수의 자산보유자가 참여하는 유동화구조를 허용하게 되면 다수 기업들의 매출채권을 모아서 유동화하는 멀티셀러 ABCP와 같은 구조의 도입이 가능하며, 이를 통해 중소기업의 자산유동화증권을 통한 자금조달이 원활하게 이루어질 수 있다. 또한 지적재산권을 보유한 혁신기업들이 동 자산의 현금흐름을 활용한 자금조달도 가능해질 수 있다.

### 위험보유규제의 도입

이번 개선방안에는 자산유동화증권의 구조상 발생하는 이해상충의 문제를 해결하고, 시장의 신뢰를 높이며, 글로벌 정합성을 제고하기 위해 자산보유자 위험보유제도를 도입할 예정이다. 자산보유자 위험보유제도는 글로벌 금융위기의 과정에서 자산보유자의 위험이 시장에 모두 이전됨으로써 적정한 자산관리의 유인이 낮아지는 문제를 해결하기 위해 도입된 제도이다. 신용위험 이전거래에서 모든 신용위험이 투자자로 이전되면 자산보유자는 여신심사를 제대로 할 유인이 낮아지고, 수익을 확대하기 위해 공격적인 대출을 통해 유동화 규모를 확대시킬 가능성이 높아지며, 자산의 사후 관리 유인도 크게 감소할 수 있다. 이에 따라 미국, 유럽 및 일본 등 자산유동화시장이 활성화되어 있는 대부분의 국

가들은 자산보유자가 일정 수준의 위험을 보유하는 제도를 도입하였다. 그러나 위험보유와 관련한 세부적인 규제방식은 국가마다 상이한 모습을 보이고 있다. 미국은 다양한 보유방식을 허용하였고, 특정한 요건에 부합하는 주택담보대출, 상업용 부동산, 상업용대출 및 자동차할부 등의 적격 자산과 주택저당공사가 인수한 주택담보대출 등에 대해 위험보유 요건을 완화하거나 면제해주는 제도를 도입하였다. 일본도 비교적 탄력적인 위험보유규제를 도입하고 있다. 반면 유럽은 자산보유자가 적어도 5% 이상의 위험을 인수하였음을 확약한 경우에만 투자를 할 수 있도록 보다 강화된 위험보유규제를 도입하였다.

위험보유규제가 시장에 미치는 영향은 국가마다 커다란 차이를 보이고 있다. 미국의 경우에는 최근 자산유동화증권시장이 다시 활성화되는 모습을 보이는 데 반해 유럽은 글로벌 금융위기 이후 자산유동화증권시장이 지속적인 침체를 보이고 있다.

그동안 우리나라는 위험보유제도의 도입을 미루었다. 위험보유제도가 자산보유자의 부담을 증가시켜 자산유동화증권시장을 위축시킬 가능성이 있기 때문이다. 그러나 국내에 자산유동화의 이해상충 문제를 적절하게 통제하는 수단이 존재하지 않아 글로벌 표준과의 차이가 존재하고, 국내 자산보유자가 해외에서 유동화증권을 발행하는 경우 준거 규제에 대한 혼란이 발생할 가능성이 있으며, 글로벌 표준과의 차이로 인한 불이익도 일부 발생하고 있기 때문에 더 이상 위험보유제도를 미루기 어려운 상황이다. 이에 따라 정부는 시장의 충격을 최소화하는 방식으로 위험보유규제의 도입을 추진할 계획이다. 위험보유규제 방식을 보면 자산보유자·주간사 등에게 규제 의무를 부여하고 세부 정보를 공개하도록 하고, 다양한 위험보유 구조를 허용하며, 위험보유비율은 명목가치를 기준으로 산정하는 방식을 도입할 예정이다. 신용위험이 낮거나 이해상충 여지가 적은 유동화구조, 기초자산 등에 대해서는 미국과 같이 규제를 면제 또는 완화하는 제도의 도입을 추진하고 있다.

이와 같은 탄력적인 제도를 도입할 경우 위험보유규제가 자산유동화증권시장에 미치는 영향은 제한적일 것으로 예상된다. 일단 국내 집합채권 유동화의 경우 대부분 자산보유자가 일정 수준의 위험을 보유하고 있기 때문에 추가적인 자산보유자의 부담은 크지 않을 것이다. 또한 신용도가 높은 자산이나 자산보유자의 이해상충이 낮은 경우에는 예외를 적용하여 규제 도입이 자산보유자의 높은 부담으로 작용할 가능성은 낮다.

### 자산유동화 통합 정보제공 체계의 도입

국내 자산유동화증권 관련 정보제공은 등록유동화와 비등록유동화 간에 커다란 차이를 보이고 있다. 등록유동화의 경우 유동화계획등록 등에서 세부적인 공시기준이 도입되어 있고, 유통시장 공시는 유동화회사의 사업보고서 공시를 통해 이루어지고 있다. 유동화계획등록은 거래참여자, 자산의 특성,

유동화구조, 신용보강 등 자산유동화증권의 특성과 위험을 파악할 수 있는 구조로 구성되어 있다. 그러나 유동화계획등록의 내용이 일부 중복되거나 불필요한 내용이 포함되어 있고, 자산보유자의 과거 유동화실적과 같은 중요 사항이 공시 대상에 포함되지 않고 있다는 문제가 있다. 한편 비등록유동화의 경우에는 임의적 정보제공에 의존하여, 발행 증권에 기초적인 정보조차 공개되지 않고 있다. ABCP와 AB전단채는 일정한 요건을 만족시키는 경우 사모로 취급되기 때문에 유동화계획등록 및 증권신고 등을 면제하고 있으며, 한국예탁결제원의 세이브로(SEIBro)를 통해 ABCP 및 AB전단채의 일반적인 발행 정보가 제공되고 있으나 전반적인 유동화구조를 파악하는 데에는 미흡한 상황이다.

이에 따라 한국예탁결제원을 통해 일원화된 유동화증권 통합정보시스템을 도입하는 방안이 추진된다. 통합정보시스템은 등록유동화와 비등록유동화를 모두 포함한 유동화증권시장 전반의 정보를 구축하며, 발행 정보, 자금조달 주체, 기초자산, 신용보강 등과 같은 유동화 관련 핵심정보를 통일된 기준으로 수집하여 제공한다. 유동화관련 정보는 관련 정보의 접근성이 높은 금융감독원, 신용평가사, 한국예탁결제원, 주관증권사 및 금융투자협회 등으로부터 수집하며, 한국예탁결제원이 동 정보를 통합하여 단일 플랫폼으로 정보를 제공할 예정이다.

이와 같은 정보체계 구축을 통해 자산유동화 관련 정보 투명성이 크게 제고되는 효과를 거둘 수 있다. 특히 비등록유동화에 대한 정확한 정보를 빠짐없이 수집하여 제공함으로써 시장의 위험을 정확히 파악하고 대처하는 능력을 제고할 수 있을 것이다. 또한 비등록유동화의 기초자산 특성, 거래참여자 정보 및 신용보강 정보 등이 제공됨으로써 투자자의 유동화증권에 대한 합리적인 투자판단에 도움이 되고, 유동화증권에 대한 신뢰가 제고될 것으로 기대한다.

### 자산유동화제도 개선의 성공요인

현재 추진되는 자산유동화제도의 종합 개선방안은 그동안 미루어왔던 자산유동화제도의 문제점을 개선하여 기업 및 금융기관의 자산유동화증권을 통한 자금조달을 활성화하고, 시장의 투명성을 제고하여 자산유동화증권에 대한 투자자의 신뢰도를 제고한다는 측면에서 의의를 지니고 있다고 볼 수 있다.

향후 자산유동화제도 개선이 기대하는 효과를 거두기 위해서는 법 개정이 원활히 이루어져야 한다. 자산보유자의 확대, 다수의 자산보유자 구조의 도입 및 자산의 정의에 대한 정비 등은 법·시행령의 개정이 전제되기 때문이다.

자산보유자의 위험보유의 경우에는 다양한 시장참여자의 의견을 반영하여 탄력적인 제도가 마련될 필요가 있다. 유럽의 사례와 같이 획일적이고 강화된 규제가 도입될 경우 자산보유자의 유동화증권 발행 유인이 크게 낮아져서 전체 유동화증권시장을 위축시키는 결과를 초래할 수도 있다. 따라서 제도 도입에 앞서 개별 자산보유자와 자산별 현황을 파악하고 시장에 미치는 영향을 검토하여 탄력적이고

정교한 위험보유규제를 도입할 필요가 있다.

자산유동화 통합정보 구축이 기대하는 성과를 거두기 위해서는 다양한 참여자들이 보유한 정보를 적시에 정확하게 구축하고 이를 효율적으로 제공하는 방안이 마련되어야 한다. 이를 위해 정보를 보유한 기관들의 정보제공 근거 규정을 정비해야 한다. 또한 이해관계자의 수요에 부합하는 유동화증권 관련 정보를 정교하게 정의하고, 동 정보가 효율적으로 전달될 수 있는 플랫폼을 구축해야 한다.

이와 더불어 자산유동화증권시장 관련 인프라가 개선되어야 한다. 예를 들어 다수 기업의 매출채권을 통한 자금조달을 활성화하기 위해서는 멀티셀러 ABCP 프로그램이 마련되어야 하며, 금융회사가 상시적으로 매출채권을 할인하여 유동화하기 위한 시스템을 구축할 필요가 있다. 또한 지적재산권 유동화가 성공을 거두기 위해서는 다수의 지적재산권을 모으고 현금흐름을 통제하며, 효율적인 지적재산권을 관리하는 기구의 도입도 검토될 필요가 있다.

이와 같이 유동화제도 개선이 성공을 거두기 위해서는 법과 제도의 개선과 더불어 유동화구조가 원활하게 작동할 수 있도록 유동화증권 시장의 관행이 개선되고 시장 활성화를 위한 인프라 구축도 필요하다.

## 저금리 시대의 퇴직연금\*

연구위원 홍원구

저금리가 퇴직연금에 미치는 영향은 연금의 단계와 유형에 따라 달라진다. 퇴직자산 인출 단계에서 저금리는 연금 금액을 낮춰 퇴직자의 노후소득 안정성에 직접적이고, 치명적인 영향을 미친다. 퇴직자산 적립기에 금리가 낮아지면 확정급여형(Defined Benefit: DB) 퇴직연금의 부채 비율이 높아진다. 증가한 부채와 자산의 차이를 메우기 위해 DB형 퇴직연금 가입 기업은 추가적인 비용을 부담한다. 이에 비해 확정기여형(Defined Contribution: DC) 퇴직연금 가입자는 모든 위험을 직접 부담한다. 저금리와 동반하는 경기 침체로 고용이 악화될 경우 퇴직소득 안정성은 급격히 악화될 수 있으며, 저금리가 장기적으로 지속되면 퇴직연금 제도의 유효성이 악화될 수 있다. 저금리로 인한 기업의 부담을 평준화, 완화하는 노력과 함께 DC형 퇴직연금의 제도 개선을 시작해야 한다.

최근 미국 생명보험사 중 일부가 연금 판매를 중단하였다.<sup>1)</sup> 금리가 급격히 낮아지고 최근 경기 후퇴와 맞물려 저금리가 상당기간 지속될 것으로 생명보험사들이 예상하기 때문이다.<sup>2)</sup> 외국의 DB형 퇴직연금은 종신연금을 지급한다. 따라서 DB형 퇴직연금을 도입한 기업은 생명보험사와 유사한 입장에 서게 되고, 급증하는 연금 부채를 줄이기 위한 행동을 취하고 있다. 2019년 10월 미 GE사는 약 20,000명의 종업원들에 대한 연금을 동결하고, 100,000여명의 전직 직원들에 대한 연금 지급의무를 보험사에게 이전시킨다고 발표하였다. 2012년 이후 신규 직원에 대한 연금 동결에 이어 기존 직원에 게도 연금 동결 조치가 확대되는 것이다.<sup>3)</sup> 우리나라의 퇴직연금도 금리의 영향을 강하게 받는다.

저금리는 퇴직연금 도입 기업과 가입자의 재무적 측면에 직접적인 영향을 미친다. 나아가 금리가 낮아지는 경제 상황에서 오는 간접적인 영향도 무시할 수 없다. 그리고 저금리가 지속되면 연금 제도의 의미와 필요성에 대한 의문이 제기될 수 있다. 저금리가 퇴직연금에 미치는 영향을 살펴보고, 대응 방향에 대해 알아본다.

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

1) Scism, L., 2020. 5. 10, Some Americans are being turned away trying to buy life insurance, Wall Street Journal.

2) 생명보험사는 보험금을 지급할 때까지 보험사가 받은 보험료를 채권에 투자한다. 보험료를 책정할 때 보험료 투자에서 얻을 수 있는 수익률에 대한 가정을 한다. 이 예상 수익률이 낮을수록 보험료가 높아진다.

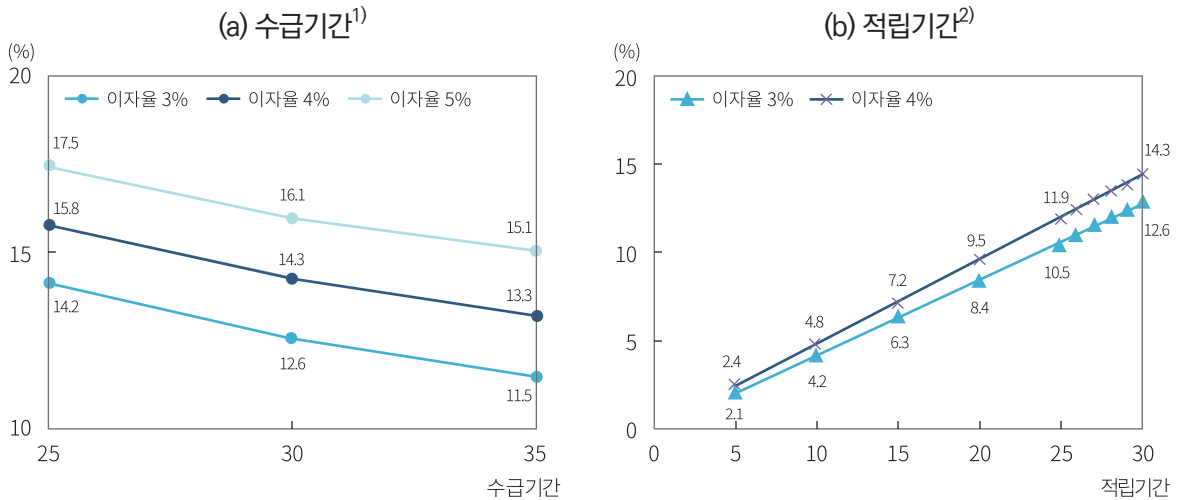
3) Gryta, T., 2019. 10. 7, GE freeze pensions for 20,000 workers, Wall Street Journal.

1. 퇴직자산 인출기의 영향

금리가 퇴직연금에 미치는 영향을 살펴보기 위해 우리나라 퇴직연금 제도에 내재한 기본 모형을 살펴보자. 현행 퇴직연금 제도는 기존의 퇴직금 제도를 이어 받아 퇴직자가 최종연도의 월급여와 재직하 근무연수를 곱한 금액을 퇴직급여로 받도록 설계되었다(DB형 퇴직연금). 예를 들어 30년 근무한 퇴직자는 최종 급여 30개월분을 퇴직급여로 받는다. 한편 DC형 퇴직연금은 매년 1개월 급여가 퇴직계좌에 적립되도록 설계되어 있다. DC형 퇴직연금의 적립금이 임금상승률과 동일한 투자수익률로 운용하면 DB형 퇴직연금과 동일한 수준의 퇴직급여에 도달한다.

퇴직자는 퇴직급여로 받은 일시금을 연금화할 수 있다. 매달 받는 금액은 기간과 이자율에 따라 달라지는데, 예를 들어 30개월분의 퇴직급여를 30년간 매월 균등하게 나누어 받는 것으로 하고, 이자율이 5%일 경우 연금액은 마지막 해 받던 월급의 16.1%이다.<sup>4)</sup> 이자율이 4%, 3%로 내려가면 연금액도 14.3%, 12.6%로 내려간다(〈그림 1〉 (a) 참조). 이자율에 따라 퇴직소득이 달라진다.<sup>5)</sup> 금리의 영향과 함께 평균 수명의 증가로 연금 수급기간이 길어져야 할 것이므로 연금액은 더욱 줄어들 수 있다. 한편 근로기간이 짧아지면 퇴직자산도 줄게 되어 연금액도 낮아진다(〈그림 1〉 (b) 참조). 대부분의 퇴직자들이 퇴직급여를 일시금으로 수령하기 때문에 저금리의 영향이 퇴직자의 퇴직자산 전체에 바로 미친다. 다만 현 단계에서는 퇴직급여의 금액이 너무 작아 그 영향도 작다. 즉 2018년 인출된 29만여 일시금 수령 계좌의 평균 금액은 1,597만원이므로 금리의 영향도 미미하다. 한편 상대적으로 소수이기는 하지만 2018년 인출을 시작한 6천여 연금 계좌의 평균 금액은 2억 575만원에 달해 금리의 영향이 상당할 것이다.

〈그림 1〉 수익률과 수급기간/적립기간에 따른 소득대체율



주: 1) 적립기간 30년 가정  
2) 수급기간 30년 가정

4) 퇴직급여 30을 연금현가(연금현가 =  $[1 - 1/(1+i)^N]/i$ ,  $i$  이자율,  $N$  지급기간)로 나누면 매월 받는 금액을 얻을 수 있다. 2018년 50대 근로자의 평균 임금 약 400만원(50세 이상~54세 이하 417만원, 55세 이상~60세 이하 376만원, 고용노동부)을 기준으로 하면 약 64.4만원이다.

5) 퇴직급여를 개인이 직접 인출하는 경우를 상정하였지만, 금융회사와 계약을 통해 이자율을 확정하면 이자율 변동에 따른 위험은 금융회사로 이전된다.



2. 퇴직자산 적립기의 영향

저금리가 퇴직연금에 미치는 영향은 연금의 유형에 따라 달라진다. 연금 유형에 따라 약속한 내용이 달라지기 때문이다. 금리가 낮아지면 DB형 퇴직연금의 부채가 증가하며<sup>6)</sup>, 기업이 퇴직자산으로 보유한 채권의 가치도 상승한다. 부채와 자산의 가치가 동시에 높아지지만 일반적으로 퇴직연금 부채의 만기가 기업이 보유한 채권의 만기보다 훨씬 길어 전체적으로 연금의 적립 비율이 낮아진다.<sup>7)</sup> 한편 이자율이 주식 가격에 미치는 영향은 채권 가격에 미치는 영향만큼 직접적이지는 않지만 대체로 금리가 내릴 때 주가를 상승시키는 효과가 있다. 따라서 기업이 보유한 주식의 가격이 오른다면 연기금 자산이 증가한다. 주식 보유 비중이 높고 가격 상승 폭이 커서 기업이 보유한 주식의 상승효과가 매우 크다면 연금 부채의 증가를 상쇄할 수도 있다. 그러나 저금리와 동반하는 경기 침체의 효과가 강하다면 주식 가격도 동반 하락할 수 있다.

국내 퇴직연금은 자산 구성이 외국의 DB형 퇴직연금과 많이 다르다. 퇴직연금 유형에 관계없이 대부분의 퇴직연금 자산이 원리금보장 상품에 투자되어 있어, 자산운용 수익률이 금리와 직접적으로 연계되어 있다. 현재 퇴직연금 자산의 대부분은 단기 원리금보장 상품에 투자되어 있다. 원리금이 보장되기는 하지만 그 보장 기간이 짧다. 따라서 금리 인하의 효과는 곧 자산운용 수익률에 반영된다. 퇴직연금 자산 내 주식의 비중이 낮아서, 주식 시장의 변동성에 대해서는 덜 민감하다. 금리가 낮아질 때 주식 가격 상승으로 퇴직자산이 늘어날 가능성도 낮다. 다른 조건이 일정할 때 퇴직연금 수익률이 낮아지면 기업은 추가적인 비용을 부담해야 한다. 퇴직연금 부채는 임금상승률에 따라, 퇴직연금 적립자산은 자산운용 수익률에 따라 증가하거나 감소하며, 임금상승률과 퇴직연금 수익률의 차이만큼의 퇴직연금 부채와 자산의 차이가 발생하기 때문이다.<sup>8)</sup> 퇴직연금 자산의 수익률이 임금상승률보다 낮았던 2018년의 경우 DB형 퇴직연금 도입 기업에 3.3조원의 추가 비용이 발생한 것으로 추정된다.<sup>9)</sup>

DC형 퇴직연금은 약속한 기여금을 매년 지급하면 퇴직급여 지급이 종료되기 때문에 기업 입장에서 볼 때 금리에 따른 영향이 거의 없다. 매년 지급된 퇴직급여가 적립과정을 거쳐 퇴직소득으로 인출될 때까지 모든 투자위험을 가입자가 부담한다. 퇴직금이라는 동일한 조건하에 있던 근로자들이 DC형 퇴직연금을 선택하면서 DB형 퇴직연금을 선택한 근로자와 전혀 다른 부담을 지게 된다.

6) 퇴직연금을 지급하기로 약속한 기업 입장에서 보면 부채이지만 퇴직연금을 받기로 예정된 가입자 입장에서는 자산이다. 연금 지급자와 수급자의 입장이 다르다.

7) 미국 100대 연기금의 기금의 적립율을 20년째 조사하고 있는 Milliman사는 연금 부채 평가시 참조하는 회사채 이자율의 감소로 미국 100대 DB형 퇴직연금의 적립율이 지난해 말 89%에서 2020년 1월말 85.7%로 낮아졌으며, 연기금의 적립 부족액이 730억 달러 늘어난 2,730억 달러에 이른다고 발표하였다. 할인율이 2019년 1월 4.06%였는데, 2020년 1월 2.85%로 121 베이스스 포인트 하락한 결과이다. (<https://us.milliman.com/en/insight/pension-funding-index-february-2020>)

8) 퇴직급여가 임금과 근무연수를 기준으로 결정되기 때문에 퇴직급여 부채는 임금상승률에 따라 상승한다.

9) DB형 퇴직연금의 추가 비용 규모는 임금상승률과 수익률의 차이와 평균 적립금의 곱으로 추정하였다. 2018년 DB형 퇴직연금 추가 비용 규모는  $(4.30\% - 1.46\%) * (121.2\text{조원} + 110.9\text{조원}) / 2 = 3.3\text{조원}$ 이다. 한편 성격은 다르지만 DC형 퇴직연금의 상대적 손실은  $(4.3\% - 0.5\%) * (49.7\text{조원} + 42.3\text{조원}) / 2 = 1.7\text{조원}$ 이다.

**3. 경기 침체와 저금리의 장기적 영향**

저금리는 대개 경제 침체기와 겹쳐진다. 따라서 저금리가 퇴직연금에 미치는 영향과 함께 저금리와 동반하는 경제적 상황이 퇴직연금과 퇴직소득 안정에 지대한 영향을 미친다.

2019년 들어 실직자가 급증하고 있다. 퇴직연금 가입 기간은 실직 기간만큼 짧아지며, 그에 비례하여 퇴직급여, 퇴직소득이 줄어든다(그림 1) (b) 참조). 실직까지는 아니더라도 월급이 덜 오른다든지, 동결, 심지어는 감축될 가능성도 있다. 이 역시 퇴직소득 불안으로 바로 연결된다.

금리는 소비를 미룬 대가를 포함한다. 따라서 일반적으로 장기 금리가 단기 금리보다 높다. 퇴직연금 은 가장 장기적인 저축이기 때문에 가장 높은 이자가 지급되어야 한다. 금리가 낮아진다는 것은 이연 소비에 대한 대가가 낮아진다는 의미이고, 연금에 대한 가치가 낮아진다는 것을 의미한다. 생애주기 가설에 기초한 소비이론에 따르면 이연 소비에 대한 대가인 이자율과 현재 소득에 대한 선호를 반영하는 할인율이 같을 때 합리적인 개인은 평생 소득의 일정 비율을 소비한다. 연금은 근로시기의 소득을 퇴직 후 소비에 사용하기 위한 가장 적합한 도구이다. 그런데 이자율이 낮아지면 현재 소비에 대한 선호가 높아지고<sup>10)</sup>, 연금 제도의 기반이 약화된다. 퇴직연금을 포함하여 개인연금 등 퇴직소득 준비 제도는 납입액과 이자소득에 대한 과세혜택을 받는데 이자율이 낮아지면 이자소득도 줄어 세제 혜택을 받는 저축 수단으로서 연금의 가치도 줄어든다.<sup>11)</sup> 앞서 보았듯이 저금리는 퇴직자산에 의존하여 생활하는 퇴직자에게 가장 큰 영향을 미친다. 금리가 낮아질 경우 퇴직소득의 감소로 연결되며, 퇴직연금 제도의 유효성이 약화될 수 있다. 퇴직연금의 유효성이 약화될 때 주택연금 등 주택(아파트)을 통한 퇴직소득 준비는 퇴직연금을 대체하는 대안이 될 수 있다.<sup>12)</sup> 저금리와 동반한 경기 침체로 부동산 경기에 대한 전망도 엇갈리고 있지만 저금리는 주택 수요를 지탱하는 주요 변수이기 때문에 주택 가격을 자극하고, 퇴직연금에 영향을 미칠 가능성이 상존한다.

**4. 대응 방향**

저금리와 경기 침체에 따른 퇴직연금 관련 비용 상승에 대응하기 위해 퇴직연금 도입 기업과 가입자들은 다양한 노력을 하고 있다. 외국의 경우 많은 기업들이 DB형 퇴직연금을 포기하고 있다. 신규 채용자에게 DB형 퇴직연금을 제공하지 않고, DC형 퇴직연금만을 제공하는 방식이 주로 사용된다. 국내 DB형 퇴직연금은 퇴직 시 일시금을 지급하기 때문에 제도 유지비용이 훨씬 적게 들지만 퇴직연금

10) Scott, J. S., Shoven, J. B., Slavov, S. N., Watson, J. G., 2020, Can low retirement savings be rationalized?, NBER Working Paper No. 26784.  
 11) Horneff, V., Maurer, R., Mitchell, O. S., 2017, How persistent low expected returns alter optimal life cycle saving, investment and retirement behavior, Wharton Pension Research Council Working Paper No. 2017-09.  
 12) 2018년 기준 퇴직연금 중도인출 인원은 전년 대비 38.1% 증가한 72,000명이고, 인출금액은 51.4% 증가한 2조 6천억원이었다. 이 중 주택구입, 주거임차 등 주택 관련 중도인출이 50%를 넘는다.

제도 도입 이후 낮은 수익률 등으로 지속적인 추가 비용이 요구되고 있다. 2020년 현재 DB형 퇴직연금은 90% 이상의 적립률을 유지해야 한다. 현재까지 대부분의 기업들이 적립 목표를 향해 꾸준히 적립률을 높여왔지만 2018년 국내 상장기업의 적립률이 60% 정도에 머물고 있다. 저금리와 경기 침체에 따른 여파로 비용 부담이 가중되면 적립 속도가 늦추어질 가능성이 높다. 적립률 제고와 함께 속도 그리고 퇴직연금 미 도입 기업과의 형평성 등에 대한 정책적 고려가 있어야 한다.<sup>13)</sup>

저금리가 지속되면 퇴직연금 자산운용 수익률 제고를 위해 장기자산, 위험자산에 대한 투자 비중을 높여야 한다. 그에 따른 추가적 위험을 통제하며 자산운용을 담당할 조직과 능력이 요구되는데, 그에 따라 기금형 퇴직연금의 도입 요구가 높아질 것이다. 기금형 퇴직연금을 통해 운용자산의 대형화와 운용능력의 전문화가 가능해질 것이다. 이와 함께 이미 퇴직자산이 모여 있는 퇴직연금사업자 단위로 집합적으로 자산운용이 가능하도록 일임형 제도도 활성화될 것으로 예상된다. 한편 어떤 경우에도 개인의 자율성을 선호하는 가입자와 퇴직자의 퇴직자산 관리를 위해 자문서비스 강화도 요구된다.

DB형 퇴직연금을 운영하는 기업은 많은 추가적 비용을 부담한다. 그러나 이 비용의 대부분은 퇴직금 제도를 운영할 때도 부담해야 했던 비용들이다. 퇴직급여 부채의 결정방식이 달라지지 않았기 때문이다. 퇴직연금을 도입하면서 DC형 퇴직연금을 선택한 경우도 있는데, 기업 입장에서 보면 매년 퇴직급여를 지급하면 추가적인 비용이 들지 않기 때문에 퇴직연금 부채에 대한 부담을 낮춘 측면도 있다. 따라서 기업이 향후 예상되는 DB형 퇴직연금 추가 비용의 전부 또는 일부를 신규 DC형 퇴직연금 또는 기존 DC형 퇴직연금의 기여금에 추가한다면 기업과 근로자 모두에게 유리할 수 있다.

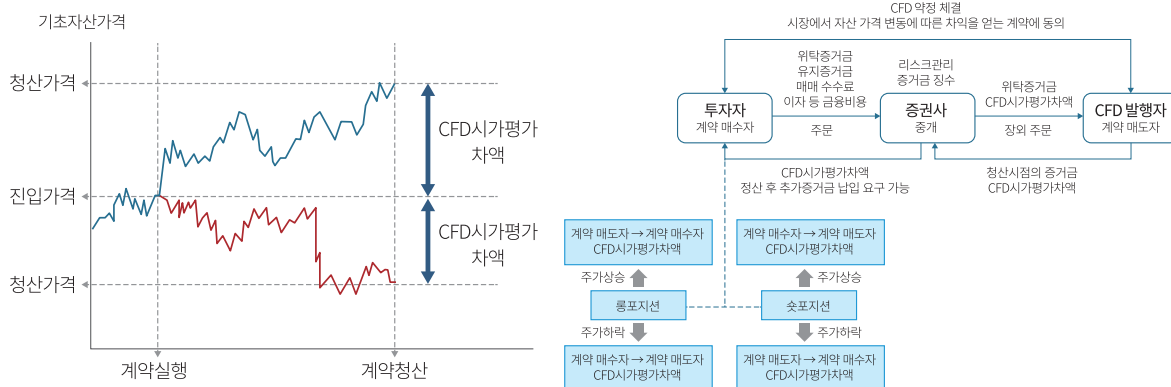
13) 영국의 경우 최근 경기 침체의 영향으로 적립비율 강화 방안의 시행을 늦추자는 요구가 높아지고 있다. 영국 연금감독기관(The Pension Regulator)은 지난 3월 3일 DB형 퇴직연금 적립 강화 방안에 대한 의견 수렴(Defined benefit funding code of practice consultation)을 시작하였는데 의견 제출은 9월 2일로 마감될 예정이다(Cumbo, J., 2020. 5. 5, Pension Regulator urged to abandon funding review, FT). 한편 코로나19로 인한 경기 악화 속에서 많은 기업들이 퇴직연금 기여액에 대한 납부 유예를 원하고 있으며, 그 금액이 10억파운드에 달할 것으로 예측된다(Cumbo, J., 2020. 4. 26, Suspended UK pension could total £1bn, FT).

## 차액결제거래(CFD) 시장 현황 및 특징

- 차액결제거래(Contract for Difference: CFD)란 실제 기초자산을 보유하지 않고, 가격변동을 이용한 차익을 목적으로 매매하며, 진입가격과 청산가격의 차액을 당일 현금 정산하는 장외 파생상품 거래를 의미
- CFD를 최초 도입한 영국을 비롯하여 독일, 호주 등 해외 주요국에서는 거래가 활발하게 진행
- 국내에서도 개인전문투자자 자격 요건의 완화 등으로 최근 들어 주요 증권사들이 경쟁적으로 CFD 서비스를 도입하는 모습
- 다만, CFD 시장 활성화는 높은 투자위험도, 세금 회피 수단으로 활용 가능성 등의 부작용이 우려됨에 따라 구체적인 관련 제도를 만들고 영업행위, 위험관리 등에 대한 세부적 지침을 제시할 필요

- 차액결제거래(Contract for Difference: CFD)란 실제 기초자산을 보유하지 않고, 가격변동을 이용한 차익을 목적으로 매매하며, 진입가격과 청산가격의 차액을 당일 현금 정산하는 장외 파생상품 거래를 의미
  - 국내 서비스의 경우 기초자산은 서비스를 제공하는 증권사별로 차이가 존재하지만 유가증권 및 코스닥 시장 상장 주식 2,300여개 종목 및 미국, 홍콩 등 해외주식으로 구성
  - 매수 및 매도 양방향 포지션 보유가 가능하고, 진입시점의 가격과 청산시점의 가격 간의 차이에 CFD 계약 수량을 곱해 이익 및 손실 금액을 계산

### CFD 거래 구조



- 매수 또는 매도하려는 주식의 약정금액 일부인 증거금만으로 거래가 가능하며, 증거금률은 기업의 신용도에 따라 등급을 나눠 10~100%로 차등 산정
  - CFD 거래 주문을 위한 위탁증거금을 예탁해야 하고, 위탁증거금의 80%이상의 유지증거금이 추가적으로 필요
- CFD 거래에서 발생할 수 있는 손실규모는 증거금을 초과 가능
  - 증권사는 시장 마감 기준 종가로 보유포지션을 평가해 추가증거금 납입을 요청할 수 있으며, 추가증거금 미납 시 반대매매를 집행해 계약을 강제 청산 가능
  - 시장 급변동 등의 이유로 계좌에 마이너스(-) 잔고가 발생했을 경우 캐쉬콜(미수)이 발생되며 미수 발생 시 미수금액 해소가 필요
  - 미납된 미수 금액에 대해서는 발생일로부터 해소 전까지 미수이자 발생하며, 해당 원리금이 회수되지 않을 경우 강제 추심이 진행
- 레버리지 활용이 가능하기 때문에 금융투자상품에 관한 전문성을 보유하고 투자의 위험감수 능력이 있는 전문투자자에 한하여 거래를 허용

CFD의 주요 특징

| 구분   | 내용             |
|------|----------------|
| 상품   | 주식 가격변동에 대한 계약 |
| 상품분류 | 장외파생상품         |
| 증거금  | 10~100%        |
| 레버리지 | 최대 10배         |
| 매도진입 | 가능             |
| 이자비용 | 발생             |
| 만기   | 없음             |
| 손실   | 원금 초과 손실 가능    |
| 결제   | 현금             |
| 증거금  | 있음             |
| 거래자격 | 전문투자자          |

- CFD는 레버리지 활용 및 롱, 숏 포지션을 모두 활용할 수 있다는 점에서 선물과 비슷하나 만기가 없다는 장점을 보유
  - 만기일에 구매받지 않고 원하는 포지션에 대한 보유기간을 자유롭게 설정할 수 있어 거래자유가 보장

- 다만, 레버리지를 활용하는 상품이기에 때문에 매수 미결제 약정 대금에 대한 이자 비용<sup>1)</sup> 및 매도 미결제 약정 대금에 대한 주식 차입 비용(종목별 상이)이 보유일수에 따라 발생하며, 투자자는 이를 부담해야 거래가 유지

**주식, 선물 및 CFD 상품 비교**

| 구분            | 주식    | 선물    | CFD   |
|---------------|-------|-------|-------|
| 레버리지          | △     | ○     | ○     |
| 양방향거래(매수, 매도) | △     | ○     | ○     |
| 만기            | ×     | ○     | ×     |
| 투자자격          | 일반투자자 | 적격투자자 | 전문투자자 |

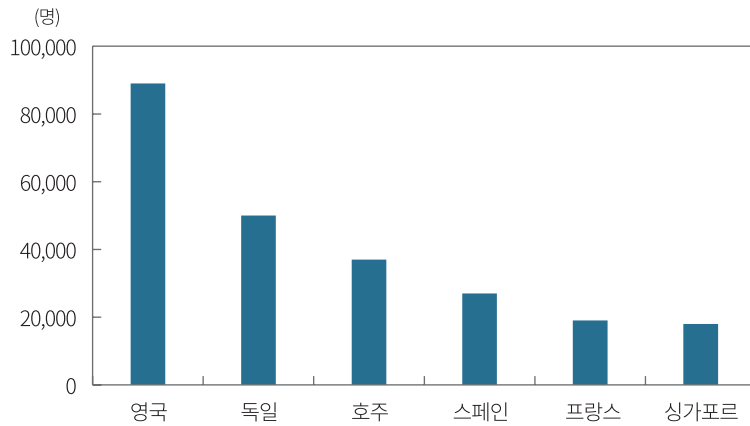
- 주: 1) 주식 레버리지의 경우 신용거래 용자 등 제한적 레버리지 사용  
 2) 주식 양방향거래의 경우 기관투자자에 한해 공매도를 허용  
 3) 적격투자자는 기본예탁금을 예납하고, 사전교육 및 모의거래 등의 제도를 이수한 개인투자자

**□ 해외에서는 CFD를 최초로 도입한 영국을 비롯하여 독일, 호주 등 전 세계 20여개국으로 확산되며 거래가 활발하게 진행**

- 1990년대 초기 영국에서 장외거래 및 주식 스왑의 한 형태로 거래되다 헤지펀드가 런던거래소에 상장된 주식현물 포지션에 대한 헤지를 하면서 본격적으로 거래가 시작되었으며, 2008년 금융위기 이후 글로벌 시장에서 외환 거래를 대체하는 상품으로 부상
  - 해외에서는 기초자산이 주식뿐 만아니라 지수, 상품, 통화, 채권 등 다양한 종목으로 거래가 가능<sup>2)</sup>
- 2007년~2011년중 글로벌 거래량은 연평균 20% 증가하였으며<sup>3)</sup>, 영국, 독일, 호주 등에서 거래가 활발하게 진행
  - 영국의 경우 개인투자자들의 CFD는 영국 전체 주식 거래의 약 30%를 차지하고 있으며<sup>4)</sup>, 독일은 2018년 3월 기준 CFD 고객수가 전년대비 23% 증가한 7만 6,000명가량으로 급속한 성장세를 시현하였고<sup>5)</sup>, 호주의 경우 호주거래소의 거래량 1/3 이상이 CFD를 통해 진행<sup>6)</sup>
- 다만, 미국의 경우 증권거래위원회(SEC)의 장외 금융상품에 대한 규제조치로 인해 미국 내 거주자 및 미국시민은 CFD 거래가 금지<sup>7)</sup>

1) 국내 CD금리(거래 체결일 또는 체결일 부근 일자, 정산 일자의 금리)기준으로 가산금리가 적용되어 일일 변동 적용, 통상 신용거래 용자 이자율과 비슷한 수준  
 2) AFM, 2015, Contracts for Difference Product Review.  
 3) METIS, 2012, Contract for Difference(CFD) Trading-snapshot Market Study.  
 4) Essvale Corporation Limited, 2008, Business Knowledge for It in Prime Brokerage.  
 5) Finance Magnates, 2019. 5. 15, How has ESMA Changed the FX Industry in Germany?.  
 6) <https://www.daytrading.com/cfd/australia>  
 7) <https://www.contracts-for-difference.com/USA-restrictions.html>

주요국 CFD 시장 거래자 현황(2016년 기준)



자료: Contracts-For-Difference.com

□ 국내에서는 2015년 교보증권이 처음으로 CFD를 도입한 이후 서비스 제공이 제한적이었으나, 최근 들어 주요 증권사들이 경쟁적으로 서비스를 도입

- 2019년 6월 키움증권, DB투자증권, 2019년 10월 하나금융투자, 2020년 한국투자증권, 신한금융투자, 유진투자증권이 서비스를 도입하였으며, NH투자증권, 미래에셋대우, 삼성증권 등도 서비스 도입 여부를 검토
- 증권사들은 외국계 증권사와 협업을 통해 CFD 서비스를 진행
  - 투자자가 국내 증권사에 주문을 하면 외국계 증권사를 통해 한국거래소에 실제 주문을 실행하는 방식
  - 교보증권은 CGS-CIMB증권, 키움증권은 모건스탠리, 하나금융투자는 소시에테제네랄 등과 협업<sup>8)</sup>
- 현재 형성된 국내 CFD 시장은 아직 초기 단계로 시장규모에 대한 공식적인 통계는 제공되고 있지 않으나, 2019년 10월 국정감사 자료에 따르면 교보증권, 키움증권, DB투자증권의 일평균 거래액 합계는 339억원 수준

국내 CFD 거래 현황(2019년 8월 기준)

(단위: 개, 억원)

|        | 계좌수 |     | 잔고    | 일평균거래액 |
|--------|-----|-----|-------|--------|
|        | 법인  | 개인  |       |        |
| 교보증권   | 52  | 411 | 2,331 | 284    |
| 키움증권   | 2   | 41  | 70    | 24     |
| DB투자증권 | 5   | 10  | 119   | 31     |
| 합계     | 59  | 462 | 2,520 | 339    |

자료: 이학영 더불어민주당 의원실

8) The bell, 2019. 10. 21, 첫 포문 연 교보증권, 대형사들도 도입 채비 '분주'.

## □ 개인투자자들의 관심 증대 및 개인전문투자자 자격 요건의 완화 등이 국내 증권사들의 CFD 서비스 도입 확대에 주요인으로 작용

- 진입가격과 청산가격의 차액을 현금으로 결제하기 때문에 주식 없이도 매도를 할 수 있다는 점에서 공매도와 같은 효과를 낼 수 있어 공매도 활용에 제약이 있는 개인투자자들의 CFD에 대한 관심이 증대
- 개인전문투자자 자격 요건을 완화하는 개정안이 시행(2019.11.21)<sup>9)</sup>됨에 따라 CFD 투자가 가능한 자격을 갖춘 전문투자자 수가 증가
  - 국내 개인전문투자자 제도는 해외에 비해 요건이 엄격하여 효과적으로 활용되지 못하고 있다는 지적이 있었으며, 이에 정부는 모험자본 공급 활성화를 위해 개인전문투자자 제도의 개선을 추진
  - 개정에 따라 개인전문투자자의 자격은 금융투자상품 잔고 기준이 기존 5억원 이상에서 5,000만원 이상으로 하향되었으며, 소득 기준도 기존 본인 소득액 1억원 이상에서 본인 및 배우자의 합산 소득액이 1억 5,000만원 이상인 경우도 개인전문투자자로 인정
  - 전문투자자 수는 2018년말 기준 2,648명(개인 1,943명 및 법인 704개)에서 기준 요건 완화로 향후 약 37~39만명으로 증가할 것으로 추산<sup>10)</sup>
- 증권업계에서도 CFD 서비스를 통해 일반 주식 거래 대비 상대적으로 높은 수수료 및 금융 이자 수익 등을 얻을 수 있어 새로운 수익원으로 기대
  - 주요 증권사들의 주식 거래수수료는 신규고객 유치를 위해 경쟁적으로 인하하여 무료인 곳도 있는 반면, CFD 거래 수수료는 0.1~0.7% 수준

## □ CFD 시장 활성화는 높은 투자위험도, 세금 회피 수단으로 활용 가능성 등 부작용이 우려됨에 따라 구체적인 관련 제도를 만들고 영업행위, 위험관리 등에 대한 세부적 지침을 제시할 필요

- 높은 레버리지를 사용해 거래하는 경우 기초자산 가격 또는 관련 시장 요인이 조금만 변해도 평가 금액은 크게 변해 투자위험도가 증대
  - FCA가 CFD 거래에 대한 샘플 분석을 한 결과, 82%의 투자자가 손실을 본 것으로 분석<sup>11)</sup>
- 세법개정으로 상장주식 양도소득 과세대상 대주주의 범위가 단계적으로 확대되어 과세 기준이 강화됨에 따라 고액투자자들이 세금 회피 수단으로 CFD를 악용할 가능성
  - 대주주 요건이 지난 4월 코스피 및 코스닥 상장사 보유 지분 금액 15억원에서 10억원으로 하향 조정되었으며, 2021년 4월 이후에는 3억원으로 재조정될 예정<sup>12)</sup>

9) 금융위원회, 2019. 11. 20, 새로운 개인전문투자자 기준을 투자자 보호방안과 함께 시행합니다. - 「금융투자업규정」 및 「증권의 발행 및 공시 등에 관한 규정」 개정안 금융위 의결, 보도자료.

10) 금융위원회, 2019. 1, 개인 전문투자자 진입요건 개선방안, 보도자료.

11) FCA, 2016. 12. 6, FCA proposes stricter rules for contract for difference products.

12) 기획재정부, 2017. 8. 2, 2017년 세법개정안, 보도자료.

- CFD는 매매에 따른 이익 및 손실이 투자자에게 귀속되나 소유권이 부여되지 않기 때문에 주주로서의 권리 및 의무는 지지 않음
- 국내에서 CFD 시장이 확대되고 있지만 아직까지 CFD에 대한 세부적 규제 방안은 마련되지 않은 상황
- 국제증권거래위원회(IOSCO)에서 CFD 등 장외거래 레버리지 상품에 대해 지나친 거래 위험 등을 지적하고 투자자 보호 강화를 위해 규제를 권고한 바 있음<sup>13)</sup>

선임연구원 장효미

---

13) IOSCO, 2018. 9, Report on Retail OTC Leveraged Products.

## 영국의 기후관련 정보 공시 규정 강화 및 이슈

- 영국 금융감독청은 런던 증권거래소 프리미엄 부문에 상장된 기업들이 TCFD의 2017년 권고안에 따라 기후변화 대응 노력과 사업에 미치는 영향 등을 평가하고 이를 재무보고서 등에 공개하도록 하는 규칙 개정안을 발표
- 영국과 달리 미국은 기관투자자와 자산운용업계의 요구에도 불구하고 ESG 정보 공시 관련 법안을 부결하는 등 정부 차원의 대응은 현재까지 다소 미온적인 상태
- 현재 국내 ESG 정보 공개는 기업지배구조 공개를 중심으로 전개 중이며, 각종 규정에 기후관련 정보 공개에 대한 사안이 마련되어 있으나 여러 관점에서 미흡한 수준
- 최근 코로나 바이러스로 인한 펜데믹 상황이 전 세계적인 경기불황으로 이어질 것이라는 전망들이 발표되는 가운데 경기부양이 우선시 되어 기후관련 정보 공시와 같은 논의들이 후퇴할 수 있다는 우려 섞인 전망들이 보고

- 글로벌 ESG 시장이 성장<sup>1)</sup>하는 가운데 기업의 ESG 역량을 측정하고 이를 기업의 외부 이해관계자들에게 전달할 수 있는 공시방법의 필요성이 꾸준히 제기됨. 특히 최근에는 기업이 기후변화(E)문제를 어떻게 대처하고 있는가를 기업의 외부 이해당사자들에게 효과적으로 전달하는 방법의 필요성이 논의 중
  - 기업의 지배구조(G) 공시에 대한 논의는 이미 오래 전부터 진행되어 어느 정도 시장에 정착되었으나, 기업의 기후변화 리스크 공시가 국가 차원에서 논의된 것은 2015년 G20 국가들의 제안으로 재무정보 공개 태스크포스(Task Force on Climate-related Financial Disclosures: TCFD)가 설치되면서부터 본격적으로 시작
    - G20은 금융안정위원회(FSB)에 기후변화 관련 이슈들이 경제적 의사결정에 어떻게 반영될 수 있을 것인지 검토하도록 요청하였고, 이에 따라 2015년 12월 TCFD가 설립
  - TCFD는 2017년 G20 정상회담에서 기후변화 정보 공개 방법에 대한 권고안이 담긴 최종보고서를 전달함. 권고안의 핵심은 외부 이해관계자들이 기업의 기후변화 리스크 대응 수준을 판단할 수 있도록 재무보고서를 통해 표준화된 기후변화 관련 정보를 공시하도록 하는 것
  - 이러한 기후관련 정보 공개방식의 표준화 움직임에도 여전히 국가마다 상이한 방법, 국가 내에서도 각종 법률과 규정에 기후관련 정보 공개 방법을 개별적으로 규정

1) 글로벌지속가능투자연합(Global Sustainable Investment Alliance: GSIA)에 따르면 2018년 글로벌 ESG 투자 규모는 약 30.7조 달러로 2016년 22.8조달러에서 약 34% 증가함. 지역별로는 유럽과 미국이 글로벌 전체 ESG 투자의 85% 이상을 차지하며 ESG 투자를 주도하고 있으며, 캐나다, 호주/뉴질랜드에서도 전체 운용자산 대비 ESG 투자 비중이 50%이상을 기록함. 아시아 지역의 경우 일본이 급속히 성장 중. 일본은 2014년 스튜어드십 코드 도입과 2015년 일본공적연금(GPIF)의 UN PRI 서명 이후 ESG 투자 규모가 급격히 증가, 최근 2년간 연성장률 307%를 기록함(박혜진, 2020, 글로벌 ESG 투자의 최근 동향과 주요 논점, 자본시장연구원 자본시장포커스 2020-05호)

- G20 국가들도 자신들의 논의에 의해 탄생한 TCFD의 권고안에 대해 정부차원의 지지를 표명하는 수준에 그치고 있으며, 법령이나 가이드라인을 통해 TCFD의 권고안을 적극적으로 이행하는 국가는 극히 일부에 그침<sup>2)</sup>
- 금융 선진국으로 꼽는 미국의 경우 TCFD의 권고안을 지지하고는 있으나 현재 개별 사안별로 관련법에서 ESG 정보공개 내용을 규정하고 있어 공시 표준화가 어려운 상황<sup>3)</sup>

□ 표준화된 기후관련 정보 공시의 필요성이 제기되는 가운데 2020년 3월, 영국 금융감독청(Financial Conduct Authority: FCA)은 런던 증권거래소(London Stock Exchange: LSE) 프리미엄 부문<sup>4)</sup>에 상장(premium listings)된 기업들<sup>5)</sup>이 2017년 TCFD가 제안한 권고안에 따라 기후변화 대응 노력과 사업에 미치는 영향 등을 평가하고 이를 연간 재무보고서 등에 공개하는 것을 주요 내용으로 하는 규칙 개정안을 발표하고 현재 업계와 협의 중<sup>6)</sup>

- 그 동안 영국 기업들의 기후관련 정보 및 ESG 관련 공시는 활발히 진행되고 있었으나 여러 법률과 규정에서 다양한 기준에 의해 산발적으로 이루어지고 있었음
  - FCA 핸드북 및 EU 법률: 주식의 상장 또는 거래에 필요한 ESG 요소 등이 포함된 다양한 공시 요건을 제시
  - 2018 영국 기업지배구조 코드(UK Corporate Governance Code 2018): 기업들이 ESG와 관련하여 발생할 수 있는 기회와 위험을 어떻게 고려하고 대처하고 있는지 보고할 것을 추가로 권고
  - 영국 기업법(UK Companies Act): 연간 재무보고서 및 기후관련 영향 보고와 관련된 다수의 요건 존재
- LSE 상장회사들 간에도 기후관련 정보의 공개 여부와 범위가 각기 상이한 것으로 조사됨
  - LSE의 조사<sup>7)</sup>에 따르면 프리미엄 상장회사들은 이미 TCFD 권고안과 일치하는 기후관련 정보를 공개하고 있음. 그러나 TCFD가 권장하는 11개 항목을 모두 공개하는지에 대해서는 평균적으로 표본의 약 3분의 1만이 11개 권장항목을 모두 공개하고 있음

2) 2018년 보고에 따르면 G20 국가 중 TCFD 권고안을 법안으로 이행중인 국가는 1개국(프랑스), 가이드라인으로 이행중인 국가는 2개국(EU 의장국, 일본)이었음. 무대응인 나라는 6개국으로 조사됨(더불어민주당 국정감사 보도자료, 2018. 10. 22)

3) 도드-프랭크 금융개혁법(Dodd-Frank Wall Street Reform and Consumer Protection Act) 분쟁광물 조항: 2013년부터 시행되었으며, 미국 상장기업은 콩고 등 10개국의 분쟁지역에서 생산된 4개의 분쟁광물, 파생물 사용 여부를 SEC에 보고할 것, 캘리포니아 공급망 투명성법(California Transparency in Supply Chains Act): 캘리포니아에서 사업중인 소매, 제조업자 중 연간 1억달러 이상의 수입이 발생하는 회사들은 홈페이지 또는 문서를 통해 공급망에서 발생할 수 있는 현대노예제 및 인신매매의 근절을 위해 어떠한 노력을 기울였는지를 공개할 것(공익법센터 어필, 2019, 해외 주요국의 ESG 공시 의무 법제)

4) LSE는 1) 중대형, 우량기업 위주의 시장인 Main Market, 2) 중소형 벤처, 성장형 기업 중심의 시장인 AIM(Alternative Investment Market), 3) 전문 기관투자자들만을 대상으로 자금을 조성하고자 하는 기업들에게 적합한 시장인 PSM (Professional Securities Market)으로 구성되어 있으며, 프리미엄 상장은 Main Market에 상장하는 방법 중 하나임. 2020년 기준 LSE에 상장된 1,140개 기업 중 480개 기업이 프리미엄 부문에 상장되어 있으며, 이들 기업의 자본총액은 2조 3천억파운드에 이르는 전체 상장기업 자본총액의 60%에 해당

5) 이번 개정에 따르면 국가가 경영권을 가진 기업도 LSE에 상장하기 위해서는 이와 같은 조건을 충족해야 함

6) FCA, 2020, Proposals to enhance climate-related disclosures by listed issuers and clarification of existing disclosure obligations.

7) LSE는 영국 프리미엄 상장기업 480개 중 100개 기업을 표본으로 조사함. 본 연구는 LSE 프리미엄 상장회사들의 기후관련 정보 공개를 80개로 구분하고 이를 TCFD 권고안이 제시하는 11개의 항목으로 대응한 후 기후관련 정보 공개를 평가함. LSE가 제시한 80개 항목 중 66개가 TCFD의 11가지 권장 공개 항목에 대응되었음(FCA, 2020, Proposals to enhance climate-related disclosures by listed issuers and clarification of existing disclosure obligations, Appendix 2)

- 산업별로도 기후관련 정보 공개 범위에 차이를 보이는데, 에너지, 의료, 공공요금, 부동산 분야 회사들의 기후관련 정보 공개가 가장 광범위한 것으로 나타남
- TCFD가 제안한 권고안은 기후변화와 관련된 기회 및 위험요인이 기업의 재무상황에 미치는 영향에 대해 공시할 것을 요구하고 있으며, 권고사항은 지배구조, 전략, 위험관리, 측정기준 및 목표라는 4가지 영역, 11개 항목으로 구성됨
  - FCA는 TCFD 권고안에 따른 기후관련 정보 공개를 원칙으로 하되, 현 단계에서 기업마다 TCFD 권고 준수 역량이 상이하므로 권고안에 따라 기후관련 정보를 공개하지 못하는 기업들에 대해서는 그 이유를 기술하도록 함
- TCFD로 기후관련 정보 공시 방법을 통일하여 기후관련 정보에 대한 기업간, 국가간 비교 가능성을 개선하고 투자자들이 개별 기업의 공시자료에서 기후변화와 관련된 양질의 정보를 입수하여 기업분석 및 가치평가에 활용할 것으로 기대
  - 영국 내 여러 규정에서 이미 TCFD 권고안이 도입되어 사용 중에 있어 곧바로 시장에 적용하기에 용이하며, TCFD 권고안은 G20의 논의에 의해 탄생한 것으로 국제적 합의를 내포하고 있어 TCFD 권고안을 사용할 경우 향후 국가간 비교 편의성도 높을 것으로 예상

**TCFD의 기후관련 정보 공시 권고사항**

| 핵심요소(4개 영역) |  | 공시 권고사항(11개 항목)   |
|-------------|--|---|
| 지배구조        | 기후변화 관련 위험과 기회에 대한 조직의 지배구조                          | a. 기후변화 관련 기회 및 위험요인에 대한 이사회와 감독 관련 사항을 서술할 것<br>b. 기후변화 관련 기회 및 위험요인을 평가하고 대처하는 경영진의 역할을 설명할 것   |
| 경영전략        | 기후변화 관련 위험 및 기회가 조직의 사업, 전략 및 재무계획에 미치는 실질적 및 잠재적 영향 | a. 단기·중기·장기적으로 조직이 직면하는 기후변화 관련 기회 및 위험요인을 공시할 것<br>b. 기후변화 관련 위험이 조직의 사업, 전략, 재무계획에 미치는 영향을 설명할 것<br>c. 기후변화 관련 시나리오 분석을 통해 조직차원 전략의 적정성에 대해 설명할 것   |
| 위험관리        | 기후변화 관련 위험을 파악, 평가, 관리하기 위해 기관이 사용하는 프로세스            | a. 기후변화 관련 위험요인에 대한 조직의 인지, 평가 관련 프로세스 공시<br>b. 기후변화 관련 위험요인에 대처하는 조직 차원의 프로세스를 설명할 것<br>c. 기후변화 관련 위험요인 관련 인지, 평가, 대응 프로세스가 다른 위험관리 프로세스와 통합되는지 설명할 것  |
| 측정기준 및 목표   | 해당 기후변화 관련 위험 및 기회를 평가, 관리하는데 사용되는 지표 및 감축 목표        | a. 조직 전략과 위험관리와 측면에서 기후변화 관련 기회 및 위험요인을 평가하는 측정 방식에 대해 공시할 것<br>b. 온실가스의 직접배출(Scope 1), 간접배출(Scope 2)과 그에 따른 위험을 공시할 것<br>상황에 따라 필요한 경우 기타간접배출(Scope 3)도 공시<br>c. 기후변화 관련 기회· 위험요인에 대응하는 조직 차원의 목표와 성과를 설명할 것 |

자료: TCFD, 2017, Overview of Recommendations.

- FCA는 LSE 프리미엄 부분에 상장된 자산운용회사(asset manager)<sup>8)</sup>로 기후변화 관련 정보 공개를 확대하는 방안을 검토
  - FCA는 강제적인 정보 공개보다는 자산운용회사들이 TCFD 권고안에 따라 자발적으로 기후관련 정보를 공개할 것을 권장
    - 자산운용회사의 기후관련 정보 공개의 이해당사자로는 자산운용회사의 주주와 자산운용회사 고객이 있으며, TCFD는 자산운용회사 고객을 위한 정보 제공을 강조
    - TCFD는 자산운용회사가 고객들에게 포트폴리오의 '탄소 발자국(carbon foot-print)<sup>9)</sup>'에 대해 보고할 것을 권고
    - TCFD는 또한 자산운용회사가 기존 보고채널을 사용하여 고객에게 기후관련 금융정보를 제공할 것을 권고
  
- 기후변화 관련 정보 공개에 적극적인 영국과 달리 미국은 기관투자자와 자산운용업체의 요구에도 불구하고 정부 차원의 대응은 현재까지 다소 미온적인 상태
  - 미국의 기관투자자와 자산운용회사들은 ESG 정보<sup>10)</sup> 공개의 중요성<sup>11)</sup>을 인지하고 통합 법률에 따른 종합적인 ESG 정보 공개를 요구
    - 2018년 10월, 주요 기관투자자(운용자산 5조달러 이상)들은 증권거래위원회(SEC)에 ESG 정보 공시에 대한 규제 마련을 촉구하는 청원을 제출
    - 자산운용회사들은 ESG 정보 의무보고에 관한 법안 부재가 미국과 유럽 간 상이한 ESG 공시 수준으로 인해 비교가능성을 저하시키고 투자자들의 ESG 등급 통합 노력에 반하는 행위로 인식될 것을 우려
  - 그러나 미국 의회는 의무적인 ESG 정보 공개를 골자로 하는 ESG 보고 기준을 부결한 바 있으며, 최근 SEC가 ESG 등급과 관련된 위험을 지적함에 따라 당분간 ESG 정보 공개 이슈가 다소 더디게 진행될 것으로 예상
    - 2019년 7월에 상정된 해당 법안은 SEC에 ESG 공시 규칙을 작성하도록 요구하였으나 ESG 정보를 공개하는 것은 관련 항목에서 약점을 가지는 기업의 이름을 공개할 뿐이며 기업 자원의 낭비일 수 있다는 의견에 의해 최종적으로 부결
    - SEC 의장은 개별적인 환경(E), 사회(S), 지배구조(G) 정보를 단일 ESG 등급으로 결합한 것은 부정확하며 의미 있는 투자분석이 불가능하다고 경고<sup>12)</sup>

8) 여기서 자산운용회사는 자산관리서비스를 제공하는 모든 금융서비스회사(자산운용회사, 보험회사 등)를 지칭

9) 온실효과를 유발하는 이산화탄소의 배출량

10) ESG는 기업의 비재무적 요소인 환경(Environment), 사회(Social), 지배구조(Governance)를 뜻하며, 기후관련 정보를 포함하는 개념

11) Sustainability Accounting Standards Board는 미국 주식시장의 79개 산업 중 93%에 해당하는 72개 산업에서 기후변화가 중요한 요소임을 분석(FCA, 2020, Proposals to enhance climate-related disclosures by listed issuers and clarification of existing disclosure obligations 2.4)

12) Financial Times, 2020. 5. 28, SEC chair warns of risks tied to ESG rating.

- 현재 국내 ESG 정보 공개는 기업지배구조 공개를 중심으로 전개 중이며, 각종 규정에 기후관련 정보 공개에 대한 사안이 마련되어 있으나 여러 관점에서 미흡한 수준
- 우리나라는 2017년 3월부터 경영 투명성 및 시장 견제 기능 강화를 위해 지배구조 핵심원칙 10개 항목의 준수 여부에 대해 자율적으로 설명하는 방식으로 기업지배구조 공시제도가 도입되었으며, 2019년 1월부터 자산 2조원 이상의 유가증권시장 상장기업부터 단계적으로 기업지배구조 공시를 의무화<sup>13)</sup>
    - 거래소 규정 개정을 통해 단계적으로 공시 의무화, 가이드라인 제공, 미공시 및 허위공시에 대한 제재의 내용으로 제도 개선
  - 국내 기후관련 정보 공시에 관한 법률 및 규정은 투자자 관점에서 한계점을 가지고 있으며, TCFD 권고안에 비해 제한적인 정보만을 공시하도록 규정하고 있음
    - 국내 기업들의 기후관련 정보 공시를 규정하고 있는 법률 또는 규정은 유가증권시장 공시규정, 증권의 발행 및 공시 등에 관한 규정, 환경기술 및 환경산업 지원법, 저탄소 녹색성장 기본법 등이 있으며 해당 법률 또는 규정의 강제성, 대상회사, 세부공시내용, 공시매체 등에서 서로 상이. 현재 국내 법률 및 규정의 제한적인 공시로는 다양한 이해관계자들이 원하는 수준의 기후변화 관련 정보 공개가 어려운 상황
    - 이번 FCA가 제안하는 공시체계와 국내 상황을 비교하면 정보 이용자들이 접근할 수 있는 기후 관련 정보 수준이 제한적이며, 필요한 상황에 따라 개별법 또는 규정을 찾아야 하는 불편함이 존재
  - 향후 국민연금과 같은 기관들이 스투어드십코드에서 기후관련 정보 공개 요구 정도에 따라 기후 정보 공개 수준과 속도가 결정될 것으로 예상
    - 국내 상황에 맞추어 국제기준을 받아들고 기후위험과 같은 신종 위험을 주요 의사결정에 선제적으로 반영함으로써 제도 도입이 시장에 주는 충격을 완화할 수 있을 것

13) 홍지연, 2019, 국내 기업지배구조 공시 의무화 배경 및 현황, 자본시장연구원 자본시장포커스 2019-23호.

국내 기후변화 및 환경 관련 공시 법령과 FCA의 개정안 비교

| 국내    |  |   |  |                                     | 영국   |
|-------|--|---|--|-------------------------------------|--|
| 구분    | 유가증권시장 공시규정 시행 세칙                        | 증권의 발행 및 공시등에 관한 규정   | 환경기술 및 환경산업 지원법  | 저탄소 녹색성장 기본법                        | FCA 규정(안)  |
| 의무 여부 | 자율공시                                     | 의무  | 의무   | 의무                                  | 의무<br>(단, 준수하지 못하는 경우 그 이유를 기재)                      |
| 공시 대상 | 유가증권시장 주권상장법인                            | 사업보고서 제출 대상 법인 중 저탄소 녹색성장 기본법에 따른 관리업체<br>녹색기술 녹색산업 인증법인 및 환경기술 및 환경산업 지원법에 따른 녹색기업 | 환경기술 및 환경산업 지원법상 녹색기업과 대통령령으로 지정하는 공공기관 및 환경영향이 큰 기업   | 저탄소 녹색성장 기본법 상 관리업체                 | LSE 프리미엄 부문 상장회사                                     |
| 공시 사항 | 녹색경영정보와 관련된 사항                           | 온실가스 배출량 및 에너지 사용량에 관한 사항,<br>녹색기술 녹색산업 등에 대한 인증사항,<br>녹색기업 지정에 관한 사항 등             | 환경보호, 자원절약, 환경오염물질배출 저감 등의 관리를 위한 목표 및 주요활동 계획<br>환경관리를 위한 제품 및 서비스의 개발·활용에 관한 사항,<br>환경관리 성과에 관한 사항 등 | 온실가스 배출 현황 및 에너지 소비량 등              | TCFD 권고안에서 제안하는 4개 항목 (지배구조, 경영 전략, 위험관리, 측정기준 및 목표) |
| 공시 매체 | 전자공시시스템, 증권정보단말기, 증권시장지                  | 사업보고서 (전자공시시스템)   | 환경정보공개·검증 시스템  | 부문별 관장기관의 홈페이지 및 센터의 온실가스 종합정보 관리체계 | 사업보고서  |
| 한계점   | 자율공시사항으로 공시 건수가 적음<br>비상장법인의 경우 해당 되지 않음 | 온실가스 배출량 정보로는 기업의 리스크 규모에 대한 판단이 어려움  | 일반 재무공시정보 이용자(주주, 채권자, 규제기관 등)에게 공시대상 매체의 인지도가 낮으며, 금액으로의 환산이 어려움                                      |                                     | 기업마다 표준화된 공시 방법을 충족시킬 역량이 상이                         |

자료: 한국거래소 법규 사이트, 국가법령정보센터, 세계자연기금(World Wide Fund for Nature)(2018)을 바탕으로 저자 재구성

- 최근 코로나 바이러스로 인한 팬데믹 상황이 전 세계적인 경기불황으로 이어질 것이라는 전망들이 발표되는 가운데 경기부양이 우선시되어 기후관련 정보 공시와 같은 논의들이 후퇴할 수 있다는 우려 섞인 전망들이 보고되고 있음
- IMF는 ‘4월 세계경제전망’을 통해 세계경제성장률을 -3.0%로 하향 조정하고 1930년 대공황 이후 최악의 경기침체를 겪을 것이라고 전망
    - 과거 충격과 달리 팬데믹은 노동공급이 감소하고 사업장 폐쇄에 따라 공급망 혼란과 생산성 저하가 발행했으며, 금융시장 충격과 실업률 상승으로 디폴트 리스크가 상승하였고 국제금융 시장 연계를 통해 증폭했다고 설명
  - 이러한 경기불황이 예측되는 가운데 시장 참여자들이 윤리적 원칙보다 기업의 비즈니스 기능 회복에 우선순위를 둘 것이라는 전망들이 보고되고 있으며, 영국 금융 규제당국은 내년에 계획된 이니셔티브의 3분의 2가 코로나 바이러스에 의해 지연되었고 Brexit 준비, 은행 자본 규칙 등이 환경 표준 준수보다 우선한다고 밝힘
    - 전문투자자의 92%가 ESG에 대한 노력보다 주요 비즈니스 능력을 우선시할 것이라고 응답<sup>14)</sup>
    - 영란은행, 건정성감독청, 금융감독청, 지급경제감독기관, 경쟁관리당국으로 구성된 영국 규제 포럼이 발표한 일정에 따르면 80개 이니셔티브 중 52개가 전염병 대응을 위해 타이밍을 수정하였으며, 특히 기업의 기후 위험 공개 강화, 강화된 소비자보호 표준에 대한 논의 등이 지연되었다고 설명<sup>15)</sup>

선임연구원 공경신

14) Financial Times, 2020. 5. 7, Investors row back on ethical principles, research shows.

15) Financial Times, 2020. 5. 7, UK regulators delay two-thirds of new measures in response to Covid-19.