

금융회사의 고객 적합성 평가 실태 점검과 제도 보완 필요성*

연구위원 이성복

고객 적합성 평가 제도는 고객의 자기책임과 자기보호 역량을 제고하고, 금융회사에게 불완전 판매에 대한 경각심을 갖게 하는 역할을 한다. 그러나 평가의 기준, 방식, 절차에 따라 고객 적합성 평가에 오류가 발생할 수 있고, 그 결과도 조작될 수 있다. 실제 최근의 DLF, 라임펀드 등 불완전판매 사건에서도 금융회사가 고객 적합성을 제대로 평가하지 않고 임의 조작한 사례가 다수 발견되었다. 따라서 고객 적합성 평가 제도의 실효성을 진단하기 위한 차원에서 금융회사의 고객 적합성 평가 실태를 전반적으로 점검할 필요가 있다. 또한 코로나19의 장기화로 언택트 금융 시대가 빠르게 도래할 것에 대비하여 비대면 환경에 맞게 고객 적합성 평가 제도를 보완할 필요도 있다. 이에 더해 고객 적합성 평가의 정확성을 높이기 위해 금융회사가 고객의 본인신용정보(마이데이터)를 제공받아 이용할 수 있도록 허용할 필요가 있다.

코로나19의 장기화로 언택트 금융 시대가 예상보다 빠르게 도래하고, 저금리 기조 강화로 예·적금 금리가 더 낮아질 경우 비대면에서의 금융투자상품 판매가 이전보다 크게 증가할 것으로 보인다. 그러나 최근의 DLF, 라임펀드 등 불완전판매 사건을 살펴봤을 때 은행이나 증권사가 금융투자상품을 권유하거나 판매하기 전에 고객의 적합성을 제대로 평가하고 있는지에 대한 의문이 제기되고 있다. 이에 따라 비대면에서의 금융투자상품 판매가 증가하는 만큼 불완전판매도 증가할 가능성이 커 보인다. 이에 본고에서는 금융상품 불완전판매를 사전에 차단하기 위한 노력으로 금융회사의 고객 적합성 평가 실태를 점검하고 언택트 시대에 대비하여 고객 적합성 평가 제도를 보완할 필요성을 제안하고자 한다.

고객 적합성 평가 제도의 의의

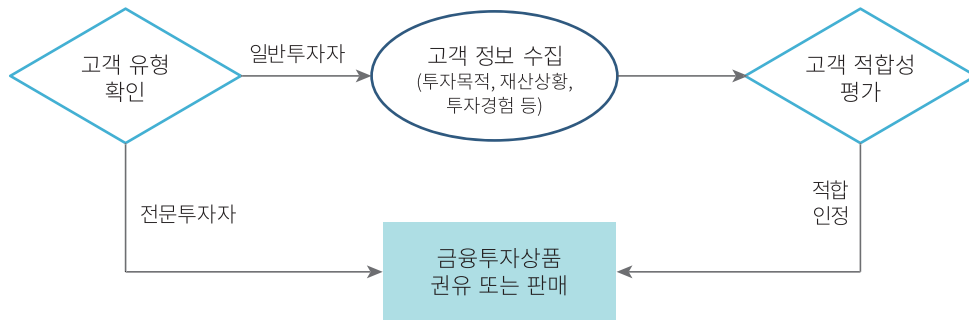
금융회사는 자본시장법 제46조에 따라 금융투자상품을 권유하거나 판매하기 전에 <그림 1>에 나타난 바와 같이 적합성 원칙(suitability principle)을 준수하여야 한다.¹⁾ 먼저 고객이 일반투자자인지

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

1) 2020년 3월 금융소비자보호법 제정으로 자본시장법의 적합성 규제가 2021년 3월 25일부터 금융소비자보호법으로 이관될 예정이다.

전문투자자인지를 확인해야 한다. 다음으로 고객이 일반투자자에 해당되면 금융투자상품을 권유하기 전에 면담·질문 등을 통해 투자목적, 재산상황 및 투자경험 등의 정보를 파악하여야 한다. 마지막으로 고객의 투자목적, 재산상황 및 투자경험 등에 비추어 고객의 적합성을 평가한 결과, 고객에게 적합하다고 인정되는 경우에 한하여 해당 금융투자상품을 권유하거나 판매할 수 있다. 그렇지 않다면 해당 금융투자상품을 권유하거나 판매할 수 없다.

〈그림 1〉 금융회사의 고객 적합성 평가 절차



고객 적합성 평가 제도는 세 가지 측면에서 중요한 의미를 갖는다. 첫째, 고객에게 투자성향을 알려줌으로써 고객이 금융투자상품 소비와 관련하여 합리적으로 의사결정할 수 있도록 돕는다. 둘째, 고객이 자신의 투자성향에 맞지 않게 금융회사가 금융투자상품을 권유하거나 판매하는지를 인지할 수 있도록 한다. 셋째, 금융회사가 금융투자상품 불완전판매로 금융당국의 제재를 받을 수 있다는 경각심을 갖게 한다. 결과적으로 고객 적합성 평가 제도는 고객의 자기책임과 자기보호 역량을 제고하고, 금융투자상품 권유나 판매에 대한 금융회사의 책임을 강화하는 역할을 한다고 볼 수 있다.

고객 적합성 평가의 문제점

고객 적합성 평가 제도는 좋은 취지로 도입되었음에도 불구하고 금융회사의 금융투자상품 불완전 판매를 사전에 차단하기보다는 불완전판매에 대한 금융회사의 책임을 면피하는 수단으로 활용되기도 한다. 이는 고객 적합성 평가의 기준, 방식, 절차에 따라 평가 오류와 조작의 가능성이 내포되어 있고, 고객이 제공한 정보를 토대로 고객 적합성이 평가되어 제3자가 사후적으로 검증하기도 쉽지 않기 때문이다. 이러한 이유로 일본의 금융청은 고객 적합성 평가 제도가 형식만 남아 있고 실질적으로 작동하지 않고 있다고 평가한 바 있다.²⁾

고객 적합성 평가의 오류 가능성은 세 가지 원인에서 비롯된다. 첫째, 금융회사가 면담 또는 질문 등을 통해 고객의 적합성에 영향을 미칠 수 있는 모든 정보를 정확하게 수집하는 것이 쉽지 않다. 특히

2) 金融庁, 2018. 12. 17, 「高齢社会における金融サービスのあり方」等の議論に関連して これまでいただいた意見等の整理, 事務局説明資料.

비대면에서 온라인 질문으로 고객의 정보를 수집하는 것은 더욱더 어려울 수 있다. 예를 들면, 금융회사는 금융투자협회의 「표준투자권유준칙」에 따라 최소 27개의 질문을 통해 고객 정보를 수집해야 하나, 이 중에는 고객이 정확하게 답변하기 어려운 질문도 다수 포함되어 있다.³⁾ 특히 고객의 금융자산 구성 등 재산상황은 고객의 답변만으로 정확하게 파악할 수 없는 한계가 있다.

둘째, 고객의 모순되거나 비일관적인 답변을 어떤 기준으로 조정하느냐에 따라 평가 결과가 달라질 수 있다. 예를 들면, 고위험·고수익 원칙에 따라 금융투자상품에 대한 기대 투자수익은 자신의 손실감내 수준과 비례하도록 답변하는 것이 가장 정상적일 수 있다. 그러나 2016년에 금융투자협회가 실시한 설문조사한 결과에 따르면, <표 1>에서 살펴볼 수 있듯이 유효 응답자 2,375명 중 45.8%(1,089명)가 기대 투자수익을 자신의 손실감내 수준보다 높게, 15.5%(368명)가 낮게 답변한 것으로 조사된다.⁴⁾ 이 경우 고객의 답변을 기대 투자수익을 기준으로 조정하느냐 아니면 손실감내 수준으로 조정하느냐에 따라 고객의 적합성 평가 결과는 달라질 수 있다.

<표 1> 개인투자자의 손실감내 수준 대비 기대 투자수익 비교

(단위: %)

구분		기대 투자수익					합계
		예금금리	예금금리+	예금금리++	시장수익률±	시장수익률+	
손실 감내 수준	완전보전	3.5	7.2	3.5	2.0	1.8	18.1
	손실최소	2.2	17.6	11.9	5.3	3.2	40.2
	약간감수	1.3	7.0	13.9	7.2	2.6	31.9
	상당감수	0.6	1.3	1.8	2.1	1.2	6.9
	적극감수	0.3	0.1	0.3	0.5	1.6	2.9
합계		8.0	33.2	31.4	17.1	10.3	100.0

주 : ■를 기준으로 오른쪽 칸의 숫자는 손실감내 수준보다 기대 투자수익을 높게, 왼쪽 칸의 숫자는 반대로 낮게 답변한 응답자의 비중

자료: 금융투자협회, 2016, 개인의 금융투자 실태 분석, 연구용역 보고서.

셋째, 고객의 적합성을 어떤 평가 기준과 방식으로 평가하느냐에 따라서도 평가 결과가 달라질 수 있다. 금융투자협회의 「표준투자권유준칙」에서는 고객 적합성 평가 방식으로 점수화(scoring) 방식, 추출(factor-out) 방식, 혼합(mixed) 방식을 제시하고 있다.⁵⁾ 그러나 점수화 방식의 경우 점수 배점에

3) 고객과의 면담 또는 질문을 통해 고객의 재산상황, 투자경험, 일반적인 투자목적과 수익에 대한 태도, 금융지식 수준·이해도, 손실감내 수준, 가족관계, 과세형태, 연령, 취약투자자 여부, 현재 투자목적과 수익에 대한 태도, 투자예정기간, 투자희망 상품, 투자 규모에 관한 정보를 수집해야 한다.

4) 동 설문조사는 2016년 7월에 한국갤럽과 5개 증권사를 통해 전국 7대 지역의 30세 이상 개인투자자 2,399명을 대상으로 실시되었다.

5) 점수화 방식은 각 질문 항목별 점수를 합산한 총점으로 고객의 투자성향을 평가하는 방식이고, 추출방식은 각 질문 항목별 답변에 따라 권유나 판매에 부적합한 금융투자상품을 추려내는 방식이며, 혼합 방식은 점수화 방식과 추출 방식을 혼합하여 활용하는 방식이다.

따라, 추출 방식의 경우 부적합한 금융투자상품을 추려내는 질문의 기준에 따라 평가 결과가 확연하게 달라질 수 있다. 예를 들면, 점수화 방식에서 고객의 연령에 대한 점수 배점을 낮게 설정하거나, 추출 방식에서 고객의 연령을 비중 있게 고려하지 않을 경우 고령 금융소비자에게 부적합한 고위험 금융투자상품이 권유되거나 판매될 수 있다.

더 심각한 문제는 고객 적합성 평가의 조작 가능성에 있다. 이는 금융회사 임직원 등이 고객 적합성을 정확하게 평가하기 어려울 뿐만 아니라 사후적으로도 제3자가 그 적정성을 검증하기가 쉽지 않기 때문이다. 실제 2019년 12월에 금융분쟁조정위원회가 DLS 불완전판매를 이유로 두 곳의 은행에게 고객의 손실의 일부를 배상하도록 결정한 6건 중 4건에서 은행 직원이 고객의 투자성향을 적극투자형 또는 공격투자형으로 임의의 상향 조정하는 등 고객 적합성 평가를 조작한 것으로 밝혀졌다.⁶⁾ 그 외에도 언론 등을 통해 금융회사 임직원 등이 고객의 적합성 평가를 조작한 사례가 여러 차례 보고되었다.

실태 점검과 제도 보완 필요성

우선 고객 적합성 제도의 실효성을 진단하기 위한 차원에서 금융회사의 고객 적합성 평가 실태를 전반적으로 점검할 필요가 있다. 미국의 SEC나 영국 FCA는 매년 또는 주기적으로 중점 검사항목 또는 테마 점검사항으로 지정하여 금융회사의 고객 적합성 평가 실태를 점검하고 지도하고 있다.⁷⁾⁸⁾ 이와 달리 우리나라의 경우 금융투자상품 불완전판매 사고가 터지면 사고 금융회사에 국한하여 고객 적합성 평가의 적정성을 살펴보고 이후 제도 개선에는 소홀했던 측면이 강하다. 이보다는 체계적으로 금융회사 전반의 고객 적합성 평가 실태를 점검하고 제도 개선사항을 발굴하는 노력이 필요해 보인다.

또한 언택트 금융 시대가 빠르게 도래할 것에 대비하여 고객 적합성 평가 제도를 보완할 필요도 있다. 금융투자협회의 「표준투자권유준칙」에서는 고객과의 대면(face-to-face)을 전제로 고객의 정보를 수집하고 고객의 적합성을 평가하도록 지도하고 있다. 그러나 앞으로 비대면 금융거래가 빠르게 증가할 것에 대비하여 비대면에서도 금융회사가 고객의 적합성을 적정하게 평가하도록 지도하는 가이드라인을 마련할 필요가 있다. 예를 들면, 대면에서와 달리 비대면에서는 고객과의 상호작용이 부족한 만큼 연령 등 고객의 특성을 고려하여 고객에게 추가적인 설명을 제공하거나 고객의 모순되거나 비일관적 답변을 조정하도록 지도하는 기준이 필요하다. 또한 금융회사가 레그테크(RegTech) 등을 활용해 시스템적으로 임직원 등의 부적절한 고객 적합성 평가를 감시할 수 있는 체계도 갖추도록 해야 한다. 이를 통해 비대면에서 금융투자상품 판매가 증가하더라도 부적합한 권유로 금융투자상품이 판매되지 않도록 사전에 차단하는 것이 필요하다.

6) 금융감독원, 2019. 12. 5, 금융분쟁조정위원회 DLF 투자손실 40%~80% 배상 결정, 보도자료.
 7) SEC, 2019, How the SEC Works to Protect Senior Investors, Office of the Investor Advocate.
 8) 영국 FCA는 2015년 12월에 15개의 자산관리회사와 PB(private banks)로부터 150개의 적합성 평가 파일을 받아 점검하였고, 2016년 2월에 투자자문사가 적합한 투자자문을 제공하는지 여부를 테마 점검하였으며, 2017년 5월에는 656개 금융회사를 대상으로 1,142개 투자자문의 적합성과 공시의 적정성을 점검하였다.



금융당국의 제도적 지원도 요구된다. 예를 들면, 2020년 1월에 신용정보법 개정으로 마이데이터(MyData) 제도가 도입되었다. 마이데이터 제도는 고객이 요청하거나 동의하면 다른 금융회사로부터 고객의 거의 모든 금융정보가 담긴 본인신용정보를 제공받아 이용할 수 있는 제도다. 만약 금융회사가 고객의 본인신용정보를 활용할 수 있다면, 고객의 재산상황을 정확하게 파악할 수 있고 고객의 적합성도 적확하게 평가할 수 있다. 그러나 개정 신용정보법에 따르면 마이데이터업자가 아닌 경우 대통령령에서 별도로 정한 금융회사만 고객의 본인신용정보를 제공받을 수 있도록 규정하고 있다. 현재 대통령령 개정 작업이 진행 중인 만큼 고객 적합성 평가를 목적으로 금융회사가 고객의 본인신용정보를 제공받아 이용할 수 있도록 허용하는 것이 필요해 보인다.

유니콘 기업가치 평가에 대한 논의와 시사점*

선임연구위원 조성훈

상장된 유니콘 중 일부는 상장 후에도 상당 기간 이익을 창출하지 못하고 있으며, 매우 저조한 주가 성과는 이를 반영한다. 이러한 배경에서 일각에서는 사적시장에서의 스타트업 기업가치의 과대평가 가능성과 타당성에 대한 의문을 제기하고 있다. 동일한 스타트업에 대한 사적시장과 공적시장의 평가가 상이한 원인으로는 공적시장 투자자들의 상대적 단기투자성향, 스타트업 가치평가 방식과 글로벌 벤처캐피탈 시장의 풍부한 유동성이 결합할 때 발생할 수 있는 과대평가 가능성, 기업지배구조 및 회계처리에서의 불투명성 등이 거론된다.

스타트업 역시 기업으로서 이익을 창출해야 하고, 특히 공적시장에 진입한 스타트업은 빠른 시간 내에 흑자로 전환되어 현금흐름을 만들어 낼 수 있어야 한다. 사적시장에 투자자금 공급이 많으면 과대평가로 이어질 가능성이 높은 만큼, 정부의 혁신벤처기업 육성 정책이 자칫 평가상으로는 존재하는 유니콘을 만들어내지 않도록 냉철하고 신중한 접근과 집행이 필요하다. 코로나19 사태는 글로벌 벤처시장에서 과대평가된 유니콘이 드러나고 합당한 가치를 찾아가도록 하는 계기를 제공할 것으로 보인다.

유니콘(unicorn)은 기업가치가 10억달러 이상인 비공개 스타트업을 가리키는 말로서 성공적인 스타트업을 상징하는 용어가 되었다.¹⁾ 모든 스타트업 창업자들은 자신의 기업이 빠른 시일 내에 유니콘의 반열에 오르기를 기대하고, 그렇게 되기 위하여 노력한다. 정부의 벤처기업 육성 정책에서도 언제까지 몇 개의 유니콘이 탄생하도록 하겠다는 목표가 제시되기도 한다.²⁾

세계적으로 유니콘의 수는 지속적으로 증가하고 있으며, 이 증가세는 2018년 이후 더욱 두드러진다. <그림>에서 볼 수 있듯이 CB Insights에 의하면 2015년 6월에 149개였던 유니콘은 2018년 3월에는 233개, 2019년 3월에는 341개, 다시 2020년 3월에는 464개로 늘어났다.³⁾ 이 유니콘들의 총 기업가치 역시 크게 증가하여 2020년 3월에는 1조 4천억달러에 육박하고 있다.

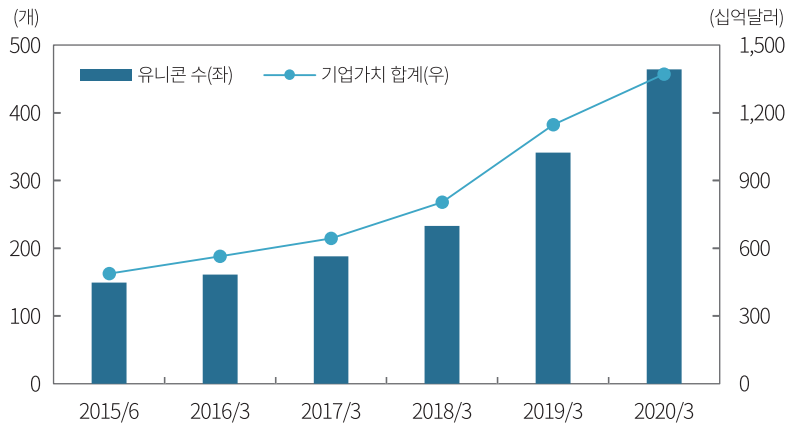
* 본고의 견해와 주장은 필자 개인의 것이며, 자본시장연구원의 공식적인 견해가 아님을 밝힙니다.

1) 유니콘은 미국의 벤처캐피탈리스트 Aileen Lee가 2013년에 처음 사용한 용어이다.

2) 중소벤처기업부, 2020. 4. 9, 벤처 4대 강국을 향한 비상, K-유니콘 프로젝트, 보도자료.

3) 464개 유니콘 중 우리나라 기업은 10개이다.

〈그림〉 유니콘 수 및 총 기업가치 추이



자료: CB Insights

그런데 시장의 기대를 받으며 IPO 또는 직상장(direct listing)을 통하여 공적시장(public market)에 진입한 유니콘 중 상당수는 영업으로부터 이익을 내지 못하는 가운데 투자, 사업경비 등으로 현금을 계속하여 투입하면서 양(+)의 현금흐름을 창출하지 못하고 있다. 그리고 이와 같은 현실을 반영하여 일부 기업들은 상장 후 매우 부진한 주가 성과를 보이고 있으며, 그 결과 상장 후 시가총액이 상장 전 평가된 기업가치를 하회하는 경우도 나타나고 있다. 〈표〉는 2018년 이후 상장된 대표적 유니콘들의 상장 후 6개월 동안의 주가 성과를 같은 기간의 시장성과 비교하여 보여준다. 이 중에서 차량공유서비스로 널리 알려진 Uber와 Lyft의 상장 후 6개월 주가수익률은 각각 -35.03%와 -47.18%로 같은 기간 동안 시장수익률이 양(+)이었던 것과 비교하면 매우 저조하다. 극단적으로는 WeWork과 같이 추진하던 IPO를 철회하는 사례도 등장하였다. 그리고 이러한 배경에서 일각에서는 사적시장(private market)에서의 스타트업 기업가치 평가의 타당성에 대한 의문 그리고 이에 따른 과대평가 가능성을 제기하고 있다.⁴⁾

4) 예를 들면 Forbes, 2019. 10. 7, The unicorn bubble is bursting.

Gornall and Strebulaev(2020)에 의하면 대외적으로 발표된 유니콘들의 기업가치(reported valuation)는 이들이 계산한 공정가치(fair value)보다 평균 48% 높은 것으로 나타났다.

Gornall, W. Strebulaev, I. A., 2020, Squaring venture capital valuations with reality, *Journal of Financial Economics* 135, 120-143.

〈표〉 주요 유니콘의 상장 후 주가 성과

기업명	시장	최초거래일	상장 후 6개월 수익률(%)	상장 후 6개월 시장수익률(%)
Spotify	NYSE	2018. 4. 3	18.75	6.85
Lyft	Nasdaq	2019. 3. 29	-47.18	2.72
Zoom	Nasdaq	2019. 4. 18	6.58	1.14
Pinterest	NYSE	2019. 4. 18	3.73	2.79
Uber	NYSE	2019. 5. 10	-35.03	7.35
Luckin Coffee	Nasdaq	2019. 5. 17	32.58	9.27
CrowdStrike	Nasdaq	2019. 6. 12	-18.45	11.86
Peloton	Nasdaq	2019. 9. 26	-0.04	-2.90

주 : 시장수익률은 같은 기간 중 S&P500(NYSE) 및 Nasdaq Composite(Nasdaq) 지수를 이용하여 계산
 자료: Bloomberg

이와 같은 현상, 즉 사적시장에서 높게 평가된 기업이 공적시장에서 그렇게 평가받지 못하는 원인으로 몇 가지 가능성을 생각해 볼 수 있다. 첫째로 벤처캐피탈과 같은 사적시장 투자자들은 전문적·장기적 투자자로서 당장의 현금흐름보다 장기적 성장성을 중요하게 생각하고, 성공확률이 낮더라도 성공할 경우 잠재적 이익규모가 충분히 큰 사업모델을 가진 기업을 높게 평가한다. 반면 공적시장의 투자자들은 사적시장 투자자들에 비하여 단기적 투자자이다. 따라서 가시적인 현금흐름 창출능력을 상대적으로 더 중요하게 생각할 가능성이 있다. Uber와 Lyft는 상장 후에도 여전히 이익을 내지 못하는 기업들이다. 그리고 이는 국내에서도 상장요건의 완화 등에 힘입어 공적시장에 진입하기는 했지만 여전히 이익을 내지 못하는 스타트업들은 투자자들로부터 외면받을 가능성이 높음을 시사한다.

둘째로는 사적시장에서 대외적으로 발표되는 기업가치 평가 방식이 갖는 내재적 한계로 인하여 과대평가가 이루어질 가능성이 존재한다는 점을 들 수 있다. 사적시장에서 대외적으로 발표되는 비공개 스타트업의 기업가치 평가는 벤처캐피탈 등 외부로부터의 투자가 이루어질 때 결정되는 것이 일반적이다. 단순화된 예를 들면, 창업자가 100% 소유하고 있는 스타트업에 벤처캐피탈이 200만달러를 투자하면서 그 대가로 전체 지분의 20%를 받기로 한다면, 그 스타트업의 기업가치는 1,000만달러가 되는 것이다. 자신의 스타트업이 빠른 시간 내에 유니콘의 반열에 오르기 원하는 창업자는 투자 유치를 위하여 무리를 하게 되고, 동시에 투자자는 자신이 부담하는 위험에 대한 안전장치로 대개의 경우 보통주가 아닌 전환우선주, 또는 상환전환우선주를 받으며, 구체적인 청구권 구조 역시 투자유치 시리즈 별로 달라진다.⁵⁾ 그러나 현재의 기업가치 평가 방식은 청구권이 다른 종류주식의 존재를 고려하지 않는다.⁶⁾

5) 전환우선주와 같은 주식은 보통주에 비하여 선순위로서 IPO나 M&A를 통한 자금회수(exit) 시점에서 기업가치가 일정 수준을 넘지 못하는 경우 창업주에게 귀속되는 차익이 없거나 제한적이 되는 결과를 초래한다.

6) Gornall and Strebulaev(2020)에 의하면 유니콘들은 평균적으로 8종(class)의 종류주식을 발행한다.

한편 스타트업의 과대평가에는 현재 글로벌 벤처캐피탈 시장의 풍부한 유동성이 또 하나의 원인으로 언급되고 있다. 글로벌 벤처캐피탈 시장의 미투자자금(dry powder) 규모는 2016년 말 1,460억달러에서 2018년 말 2,430억달러로 증가하였다.⁷⁾ 따라서 벤처캐피탈이 투자대상기업을 찾아 투자를 실행하는 것이 스타트업이 투자 유치를 하는 것보다 더 어려울 수도 있는 상황이 전개되고 있으며, 이러한 상황 하에서 이루어지는 투자 실행 경쟁, 그리고 기업가치 평가의 과정에서 과대평가가 이루어질 가능성이 존재하는 것이다.⁸⁾⁹⁾

물론 투자자들은 자신의 전문성을 활용하여 정말로 성공 가능성이 있는 스타트업과 그렇지 않은 스타트업을 최대한 가려내고자 하는 노력을 경주할 것이며, 따라서 이러한 방식으로 기업가치를 10억달러 이상으로 부풀린 스타트업은 많지 않을 것이다. 그러나 일부 사례는 유망한 스타트업을 가려내는 사적시장 투자자들의 전문성에 대한 의구심을 불러일으키고 있는 것도 사실이다.¹⁰⁾ 또한 다수의 스타트업이 창업주의 보유지분에 대해 차등의결권을 부여하고 있는 것과 같은 기업지배구조상의 불투명성, Luckin Coffee에서 드러난 바와 같은 회계처리의 불투명성 역시 공적시장에서의 기업가치 평가에 부정적으로 작용한다.¹¹⁾

이상의 논의는 스타트업 및 벤처캐피탈의 생태계, 그리고 정책과 관련하여 몇 가지의 시사점을 제공한다. 우선 스타트업 역시 기업으로서 이익을 창출해낼 수 있어야 한다는 것이다. 기업의 본질적 가치는 그 기업이 창출해낼 것으로 기대되는 미래 현금흐름의 현재가치로 정의된다. 모든 기업은 창업 후 얼마동안은 적자가 불가피하다. 특히 최근 스타트업들은 네트워크 효과 등으로 인하여 최대한 빨리 충분한 시장점유율을 확보하는 것이 중요하다는 판단에서 대규모의 자본을 투자하면서 이익 창출보다는 외형(매출) 확대를 우선하는 전략을 구사하는 경우가 많다.¹²⁾ 그러나 공적시장의 투자자들, 특히 단기 투자 위주의 거래자(trader)적 성격의 투자자들이 그러한 상태를 무한정 인내할 수는 없을 것이다. 공적시장에 진입한 스타트업들은 빠른 시간 내에 흑자로 전환되어 현금흐름을 만들어 낼 수 있어야 한다.

전술한 바와 같이 비공개 스타트업의 기업가치 평가 방식은 투자를 기다리고 있는 자금이 과도하게 많아 투자 유치를 위한 경쟁보다 투자 실행을 위한 경쟁이 더 치열할 경우 쉽게 기업가치 거품으로 연결될 수 있는 가능성을 내포하고 있다. 이는 정부의 혁신벤처기업 육성 정책에 따라 공공부문으로부터 모험자본이 공급될 때에도 마찬가지로, 외적으로 보여지는 유니콘의 수와 같은 목표에 과도하게 집

7) Preqin, Global venture capital perspectives: A Preqin & Vertex Study.

8) Economist, 2020. 4. 4, Exit unicorns, pursued by bears.

9) 사적시장 투자자들은 IPO를 통해 자신의 투자 위험을 공적시장 투자자들에게 전가할 수 있다는 기대가 있기 때문에 스타트업에 투자할 가능성도 있다(Forbes, 2019. 10. 7).

10) 예를 들어 WeWork은 SoftBank Vision Fund의 투자 실패 사례로 언급되고 있다.

11) Luckin Coffee의 회계부정이 드러나고 채무불이행을 선언한 후 주가는 2020년 4월 1일 26.2달러에서 다음날 6.4달러로 하락하였다.

12) 'blitzscaling'이 이러한 전략을 일컫는 용어로 등장하였다.



착한다면 실제 현금흐름을 만들어내지 못하면서 평가상으로만 존재하는 유니콘을 만들어낼 수 있다는 점에서 냉철하고 신중한 접근과 집행이 요구된다.

경제에 위기상황이 도래하면 거품은 꺼지고 과대평가는 조정된다. 현재의 코로나19 사태는 과대평가된 기업 뿐 아니라 건실한 기업까지도 큰 어려움에 처하게 할 수 있는 정도의 매우 심각한 위기이긴 하지만, 그 가운데서도 글로벌 벤처시장에서 과대평가된 유니콘이 드러나고 합당한 가치를 찾아가도록 하는 계기를 제공할 것으로 보인다.

코로나-19 이후 국내 증권업 수익구조 변화 분석: 위탁매매의 약진과 PI 부문의 부진

- 2020년 1/4분기 실적은 그동안 국내 증권업 수익 구조의 추세와 다르게 성장세를 보이던 PI 부문 수익이 순손실로 전환, 감소 추세였던 위탁매매 부문의 순영업수익 및 비중은 크게 증가
- 위탁매매 부문의 약진은 코로나-19의 확산에 따른 급격한 증시하락이 국내에서는 매수요인으로 작용하면서 주식거래대금 증가, 주식관련 수탁수수료 수익이 크게 증가한 데에서 기인
- 반대로 자기매매 부문의 순손실 전환은 동기간 증시하락으로 ELS/DLS 등 파생상품과 관련된 파생상품 평가손실이 크게 증가한 것이 주요 원인으로 작용
- 향후 주요 증시 회복, 금융시장 계약 현황, 주식거래규모, 자금조달 리스크 특성 등의 변화가 증권업 부문별 수익에 상이한 영향을 미칠 것으로 전망

- 코로나-19 발발 이후 처음 발표된 2020년 1/4분기 실적에 따르면 국내 증권업 성과는 악화되었으나 사업 부문별 영향은 상이하여 위탁매매부문은 크게 증가, 자기매매 부문에서는 큰 손실을 기록
 - 2020년 1/4분기 국내 증권사¹⁾ 실적이 발표됨에 따라 각 증권사 재무데이터를 기초로 국내 증권업 수익 현황 및 사업 부문별 성과를 분석하였음
 - 2020년 1/4분기 순영업수익은 2조 8,710억원을 기록하였으며 전분기 대비 21.4%, 전년 동분기 대비 29.8%감소
 - 동분기 영업이익도 6,817억원을 기록하여 전분기 대비 47.9%, 전년 동분기 대비 63.2% 감소
 - 동분기 ROE는 0.85%로 전분기 대비 0.8%p, 전년 동분기 대비 0.9%p 감소
 - 사업부문별 순영업수익은 위탁매매 부문에서는 크게 증가, 투자은행 및 자산관리 부문은 감소, 자기매매는 순영업손실을 기록하는 등 코로나-19는 사업 부문별로 상이한 영향을 미침
 - 위탁매매, 상품판매 부문의 순영업수익은 전분기 대비 각각 40.6%, 4% 증가한 반면 투자은행, 자산관리는 각각 10%, 1.8% 감소하였고, 자기매매는 대폭 감소하여 순손실을 기록

1) 외국계 지점 및 법인 포함 국내 56개 증권사 기준

국내 증권사 손익 현황

(단위: 억원, %, %p)

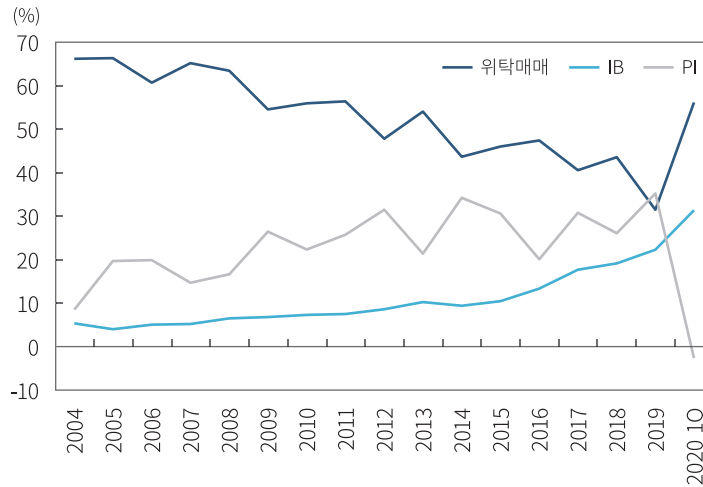
	2019		2020	증감율	
	1Q	4Q	1Q	전기대비	전년동기대비
순영업수익	40,899	36,512	28,710	-21.4	-29.8
위탁매매	12,441	11,466	16,115	40.6	29.5
투자은행(IB)	7,634	10,054	9,044	-10.0	18.5
자산관리	1,166	1,160	1,139	-1.8	-2.3
상품판매	1,380	1,305	1,357	4.0	-1.7
자기매매(PI)	17,417	1,0829	-660	순손실전환	순손실전환
기타	860	1,698	1,715	1.0	99.4
판매비와 관리비	22,090	23,238	21,793	-6.2	-1.3
인건비	14,819	14,790	13,945	-5.7	-5.9
영업이익	18,809	13,273	6,917	-47.9	-63.2
당기순이익	14,602	10,721	5,247	-51.1	-64.1
자기자본이익률(ROE)	2.57	1.73	0.85	-0.8	-0.9

주 : 1) 순영업수익 = 영업수익 - (판매비와 관리비 제외 영업비용)
 2) 당기순이익 = 영업이익 + 영업외수익 - 영업외비용 - 법인세비용 - 중단사업손익
 자료: 자본시장연구원

□ 그동안 국내 증권업 수익구조에서는 IB 및 PI 비중이 확대되어 왔으나, 2020년 1/4분기에는 전통 증권업 사업 부문이었던 위탁매매의 순영업수익이 크게 증가하여 기존의 수익구조 추세와 다른 결과를 보임

- 과거 증권업의 주요 수익원이었던 위탁매매 부문은 증권사간 할인 경쟁 및 신규 플랫폼의 구축으로 위탁매매 수수료율이 낮아지면서 순영업수익에서 차지하는 비율이 크게 감소
 - 2004년 국내 증권업 순영업수익에서 위탁매매 비중은 66.1%로 과거 증권업의 주요 사업부문이었으나 지속적인 하락 추세를 보이며 2019년에는 31.6%까지 하락
- 반면, 증권사들은 자기자본 증가로 인수역량이 강화되고 사업 다각화 및 수입원을 확대하면서 IB, PI 등의 사업 부문이 성장, 순영업수익에서 차지하는 비중도 증가
 - 2004년 순영업수익에서 IB와 PI부문의 비중은 각각 5.6%, 8.7%이었으나 IB부문은 지속적으로 성장하여 2019년 22%까지 비중이 증가하였고, PI는 등락을 반복하였으나 상승 추세로 2019년 35.3%의 높은 비중을 차지
- 2020년 1/4분기 손익 현황은 2000년 초반부터 2019년까지 이어오던 수익구조 변화에 역행하는 양상으로 하락추세였던 위탁매매 비중은 크게 증가, PI는 크게 감소하며 순손실을 기록
 - 2020년 1/4분기 순영업수익에서 위탁매매 비중은 56.1%로 전년 대비 24.5%p 증가하였고 전년 35.3%였던 PI는 37.6%p 감소하여 순손실을 기록, IB 순영업수익은 감소하였으나 PI의 대폭 감소로 인해 비중은 9%p 증가

순영업수익에서 위탁매매, IB 및 PI 부문 비중 추이



자료: 자본시장연구원

□ 위탁매매 부문 순영업수익의 대폭 상승은 코로나-19의 영향으로 인한 급격한 증시하락이 국내에서는 매수요인으로 작용하면서 주식거래 대금이 증가함에 따라 주식관련 수탁수수료 수익이 크게 늘어난 것이 주요 요인으로 작용

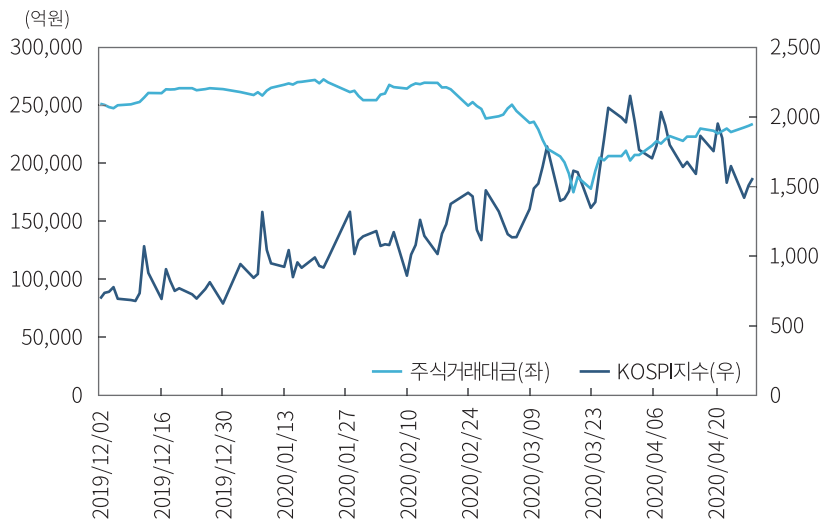
— 코로나-19 확장 국면에 따라 KOSPI지수는 3월에 급감하였으며 반대로 동기간 거래규모는 크게 증가하는 양상

- 2019년 12월 말 2,197.7이었던 KOSPI지수는 2020년 3월 10일 1,900대 선까지 내려갔으며 3월 19일에는 1,457.6을 기록한 뒤 점차 회복세를 보임
- 반면, 2019년 12월 일평균거래대금은 9조 1634억원이었으나 코로나-19 위기 발발에도 꾸준히 증가하여 18조 2,354억원을 기록, 2019년 12월 대비 약 2배 수준으로 대폭 증가

— 위탁매매부문의 순영업수익증가는 주로 유가증권시장 및 코스닥시장 등 주식관련 수탁수수료수익 증가에서 기인하며 신용공여이자 등의 수탁수수료의 증가는 미비

- 2020년 1/4분기 수탁수수료수익 중 위탁매매수수료 수익은 1조 3,815억원으로 전분기 대비 61.3% 증가하였는데 유가증권 및 코스닥시장의 수탁수수료 수익이 각각 전분기 대비 63.3%, 36.2% 증가한 것이 주요 요인
- 동분기 수탁수수료 수익에서 주식관련 수수료수익의 비중도 75.4%를 기록, 전분기 67.9% 대비 7.5%p 증가
- 반면, 대고객 부문에서 높은 비중을 차지하는 신용공여이자수익은 3,858억원으로 전분기 대비 2% 증가에 그침

KOSPI지수, 일일주식거래대금 추이



자료: 금융투자협회 종합통계서비스

□ 자기매매 부문의 순손실 전환은 코로나-19 확산에 따른 세계 주요 증시의 하락으로 ELS/DLS 등 파생상품과 관련된 파생상품 평가손실이 증가한데서 기인

- 블룸버그에 따르면 2020년 1/4분기 세계 주요 주가지수는 평균 22% 하락하였으며 S&P, 다우존스 산업평균지수, 유로Stoxx50지수, 프랑스 CA40지수, IBEX35지수는 각각 20.0%, 23.2%, 25.6%, 26.5%, 28.9% 감소하는 등 대부분의 주요 주가 지수가 하락
- 2020년 1/4분기 파생상품 관련하여서는 6,716억원의 순영업손실을 기록, 전분기 대비 8,284억원 감소하였으며 파생상품평가에서 큰 폭의 손실이 주요 요인
 - 동분기 파생상품평가이익, 파생상품평가손실, 파생상품평가 순영업손실은 각각 13조, 1,270억원, 22조 7,921억원, 9조 6,651억원을 기록하였으며 파생상품평가 순영업수익은 전분기 대비 10조 4,032억원의 대폭 감소로 인해 순손실로 전환
 - 파생상품평가손실에서는 주식평가관련손실이 가장 큰 비중을 차지하여 전분기 대비 10조 8,125억원이 증가, 11조 1,338억원을 기록하였고 이자율관련평가손실, 통화관련평가손실이 그 다음으로 각각 3조 6,590억원 3조 6,183억원을 기록
 - 펀드부분은 집합증권처분손실 및 평가손실이 모두 크게 증가하여 순영업손실은 1조 6,326억원을 기록, 전기 대비 3배의 하락폭을 보임

□ 동분기 IB 부문은 주식시장 불확실성 증가로 IPO 시장의 거래 축소, M&A 계약 체결 지연 등 시장 환경에 대한 영향으로 순영업수익이 감소하였으나, 시장의 우려만큼 손실 정도가 크지 않았음

- 코로나-19 팬데믹으로 증시 변동성이 확대되면서 투자심리가 위축되고 IPO 시장의 거래감소에 따라 2020년 1/4분기 IPO 부문 ECM발행액은 2,267억원을 기록, 작년 동분기 대비 71% 감소

- 2020년 1/4분기 완료 기준 M&A 거래규모는 14조 5716억원, 거래수는 89건으로 작년 동분기와 비슷한 수준이었으나 발표 발준 M&A 거래규모와 거래건수는 각각 5조 2330억원, 70건으로 작년 동분기 대비 50.1% 감소²⁾
 - 코로나-19 등의 확대에 금융시장의 불안정성 확대, 거래 및 계약이 지연되면서 신규 M&A 계약 체결에도 영향을 미침
- IB부문의 순영업수익은 전분기 대비 10% 감소하였으나 전년 동분기 대비 18% 증가한 수치로 2020년 영업실적 발표 전 시장의 우려보다 손실 정도가 크지 않았음
 - 인수부문은 IPO 딜 감소로 전분기 대비 및 작년 동분기 대비 각각 26.6%, 11.4% 감소하여 2020년 IB 부문 순수익 감소의 주요 원인
 - M&A자문은 전분기 대비 감소했지만 작년 동기와 비슷한 수준으로 2020년 1/4분기 실적에는 신규 계약 체결 감소가 반영되지 않은 상황

□ 2020년 1/4분기 국내 증권업 실적은 사업 부문별로 코로나-19의 영향의 정도와 방향이 다른 특징을 보였으며 향후 주요 증시 회복, 1/4분기 금융시장 계약 현황 반영, 주식거래증가, 자금조달 리스크 특성 등이 부문별로 수익에 상이한 영향을 미칠 것으로 전망

- 위탁매매 부문 실적은 3월 중순 이후 감소했던 신용거래용자금¹⁾이 지속적으로 상승, 일평균 주식 거래대금도 3월 이후 증가함에 따라 당분간 증가 추세일 것으로 보이나 위탁매매 미수금 증가도 동시에 나타나고 있으므로 리스크 관리에 주의할 필요
 - 2020년 3월 10일 신용거래용자액은 10조 1,873억원까지 증가하고 위탁매매미수금은 2,154억원 수준이었으나 3월 23일 신용거래용자액은 6조 7,672억원까지 하락한 반면 위탁매매미수금은 3,872억원까지 상승
 - 신용거래용자액이 줄어들고 위탁매매미수금이 증가할 경우 지수 하락시 반대매매가 늘어날 가능성이 있고, 이후 주가의 급격한 하락을 발생시킬 수 있으므로 리스크 관리에 주의
- 세계주가 지수 급락에 크게 영향을 받았던 자기매매 부문과 주시시장 변동성 증가로 위축되었던 IPO 부문은 세계 주가 지수의 상승 및 변동성 감소에 따라 회복세를 보일 것으로 보이며, M&A 부문은 1/4분기의 신규 계약체결 감소가 2/4분기 이후의 실적에 반영되어 악화될 가능성이 있음

연구원 한아름

2) 2020년 1/4분기 더블 리그테이블

미국 주주제안의 최근 변화와 시사점

- 국내 2020년 정기주주총회에 상정된 주주제안 안건 수는 총 119건으로 역대 최고치를 기록하였으나 안건 통과율은 여전히 낮은 수치를 기록
- 미국은 최근 주주제안의 남용을 방지하기 위한 제도 개정안을 발표함과 동시에 기업이 주주제안을 거부하는 경우 절차적 투명성을 강화하기 위해 배제조항의 해석 지침을 발표
- 미국의 주주제안 안건 수는 감소세를 보이고 있으나 환경 및 사회(E&S) 관련 주주제안 안건 비중이 크게 확대되었으며 기업과 주주 간 대화 등을 통해 사전 철회율이 높아지는 추세
- 국내와 미국 주주제안 제도의 주요 차이점으로는 주주제안권의 자격 요건, 배제조항의 구체화 정도 및 배제조항 적용 시 기업에게 요구되는 절차상의 요건 등이 있음
- 국내의 경우 주주제안을 통해 건설적인 주주관여가 이루어질 수 있도록 실효성을 높이는 제도적 보완이 필요할 것으로 판단

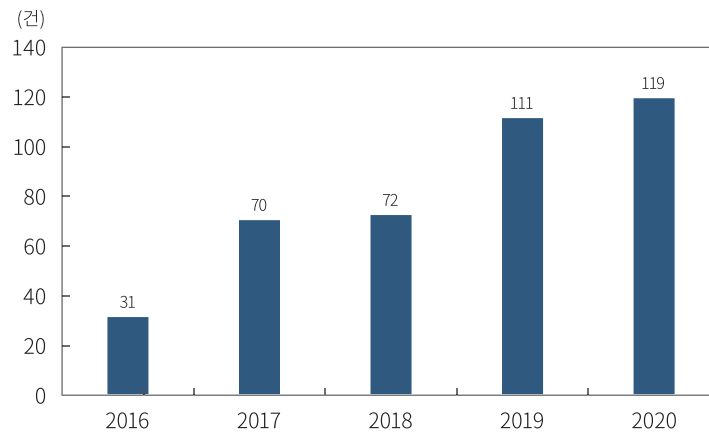
- 국내 2020년 정기주주총회에 상정된 주주제안 안건 수는 총 119건으로 역대 최고치를 기록하며 적극적으로 주주제안권을 활용한 것으로 나타남
 - 2020년 정기주주총회에서 총 119건의 주주제안 안건이 상정되며 2016년 31건을 기록한 이후 대폭 증가하였으나, 주주제안이 받아들여진 기업은 단 2개사, 안건은 3건에 불과하며 주주제안 안건의 대부분은 부결된 것으로 나타남¹⁾²⁾
 - 이번 주주총회 시즌에 유가증권시장 상장기업에 주주제안을 실시한 기관투자자의 수는 3곳으로 지난해 7곳에 비해 절반 수준으로 감소³⁾한 반면 소액주주들의 주주제안 활동은 확대된 것으로 보임
 - 주주제안 안건 수의 증가세에서 볼 수 있듯이 기업경영과 주주총회에 대한 소액주주들의 관심이 증대된 것은 긍정적 의미가 있으나 주주제안의 낮은 통과율로 인해 주주제안의 실효성은 아직까지 크지 않은 것으로 판단

1) 대신지배구조연구소, 2019, 2019년 정기주주총회 주주제안 분석.

2) 한국경제, 2020. 3. 31, 주주제안 119개 쏟아졌지만... 통과된 안건은 3개 불과.

3) 한국기업지배구조원, 2020, 2020 주주총회 리뷰(3)-기관투자자의 주주관여 현황 및 해외 사례.

국내 주주제안 안건 수 추이



주 : 2020년의 경우 3월 기준 잠정치

자료: 대신지배구조연구소, 한국경제

□ 미국의 주주제안 제도는 증권거래법의 Rule 14a-8에 규정되어 있으며 2019년 11월에는 SEC가 주주참여를 촉진하고 주주제안 절차의 오용을 방지하기 위한 목적으로 주주제안의 절차를 현대화시키기 위한 개정안⁴⁾을 발표

- 미국 주주제안 제도는 1934년 증권거래법(Securities Exchange Act) Rule 14a-8에 근거하여 해당 자격 요건을 만족하는 주주들은 정기주주총회에 위임장권유자료에 주주제안 내용을 작성하여 제출
- 2019년 11월 SEC에 의해 발표된 개정안에는 주주제안을 위한 자격 요건과 절차 및 주주제안서의 재제출 기준을 변경하는 내용을 담음
- 기존의 주주제안 자격 요건인 1% 또는 시가 2,000달러 이상의 의결권 있는 주식을 1년 이상 보유하는 것에서 1% 요건을 삭제함과 동시에 주식 보유기간과 규모를 고려하여 3가지 요건으로 구분하여 이 중 1가지를 충족하는 경우 주주제안권을 행사할 수 있도록 변경
 - 이는 주주가 주주제안을 하기 위해서는 해당 기업에 대해 의미 있는 수준의 경제적 지분 또는 투자지분을 보유하고 있는지 판단하기 위한 목적
- 또한 대리인(proxy)을 통한 주주제안의 경우 기존에는 요구되지 않았던 주주의 진술서 등 특정 내용을 담은 문서를 추가적으로 제출하도록 요구
 - SEC는 이는 주주제안자가 기업의 경영활동에 대해 의미 있는 수준으로 관심을 갖고 있는지 여부와 기업과 주주제안자 사이의 관계를 명확하게 하기 위해 요구하는 것이라고 밝힘
- 또한 한 명의 주주제안자가 동일한 주주총회에서 동시에 다른 주주를 대리하여 복수의 주주제안서를 제출하는 것을 방지하기 위한 목적으로 기존 주주제안의 한도인 동일한 주주총회에서의 '각 주주(each shareholder)' 당 1건에서 '각 개인(each person)' 당 1건으로 요건을 개정

4) SEC, 2019. 11. 5, SEC Proposes Amendments to Modernize Shareholder Proposal Rule, Press Release.

- 주주제안의 배제조항에 따라 거부된 안건의 재제출 시 충족해야 하는 투표 찬성율의 임계값 기준을 상향시켰으며 이는 승인될 가능성이 없는 안건이 매년 주주제안으로 포함되는 것을 제외시키고 실질적으로 의미 있는 안건만을 다루기 위한 목적
- 마지막으로 주주제안을 제출한 후 주주와 기업이 안건에 대해 건설적으로 논의할 수 있도록 특정 시간을 마련하도록 제안
 - 주주의 능동적인 참여를 권장하기 위해 주주제안서를 제출 한 후 10~30일 동안 기업과 직접 또는 원격회의를 통해 의견을 교류하도록 하며 이를 위해 주주제안자의 연락처 정보와 회의 날짜를 제공할 것을 권고

□ 주주제안 제도에 명시된 배제조항에 따라 기업은 주주제안을 배제할 수 있는 가운데 최근 새롭게 발표된 배제조항의 해석 지침에 의해 기업이 주주제안을 배제하는 경우 절차적 투명성을 높임

- 주주제안의 상정을 기업이 거부할 수 있도록 일정 사항을 명시하고 있으며 만일 기업이 배제조항에 따라 주주제안을 거부하는 경우에는 이사회에서 충분한 심의절차를 진행해야 함
- 그리하여 이사회는 논의와 분석 결과, 배제 사유를 자세하게 명시하여 주주총회 부속서류를 공시하기 80일 전까지 SEC에 제출하고 주주제안자에게도 이를 공시해야 함
 - 이사회가 해당 사안을 배제하기 위해 여러 가지 요소를 충분히 고려하여 평가 분석하였다는 것을 SEC에 입증해야 하며, 주주제안자가 이를 수용하지 않을 경우 SEC에 이의를 제기할 수 있음
- 2019년 10월에는 SEC는 특정 배제조항에 대한 해석을 구체화하는 지침을 발표⁵⁾한 가운데 이와 동시에 주주제안을 배제하기 위해서는 이사회가 충분한 심의절차를 통해 적절하고 합리적인 분석 절차를 마련하도록 하는 내용을 포함시켜 주주제안 대응에 있어 이사회 역할과 책임 강화를 요구
 - SEC는 Rule 14a-8(i)(7)에 해당하는 '일상적인 영업활동' 요건이 배제 사유로 가장 많이 적용되고 있으므로, 이에 해당하는 요건을 좀 더 구체화할 필요성이 있다고 발표
 - 첫 번째로 일상적인 영업활동을 초월하는 중요한 정책적 문제에 해당하는 주주제안은 배제할 수 없으며, 두 번째로는 지나치게 규범적인 것을 요구하는 세부경영(micromanagement)에 관한 주주제안의 경우 기업은 이를 배제시킬 수 있음
 - 단 SEC는 배제사유서를 평가할 때 사업 연관성을 고려한 기업별 맞춤형 접근 방식을 채택하는 것을 강조하였으며, 일상적인 영업활동과 관련한 주주제안을 배제하기 위해서 경영진과 이사회는 특정 실질적인 요소(specific substantive factor)를 고려하여 경영능력을 부당하게 제한할 수 있는 내용 등을 담은 자세한 분석을 제공해야 한다고 명시

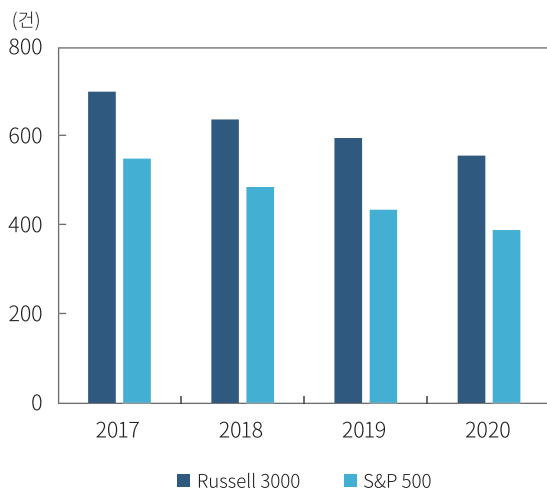
□ 미국의 주주제안 안건 수는 최근 완화된 배제조항 요건 등으로 인해 점진적 감소 추세를 보이고 있으나, 안건 통과 비율은 높아지고 있으며 안건의 내용이 점차 다양하고 구체적으로 변화한 것으로 나타남

- 2020년 주주총회 프리뷰 자료에 따르면 주주제안 건수는 Russell 3000 기업은 557건, S&P 500은 389건으로 2015년 이후 점진적 감소세를 보임

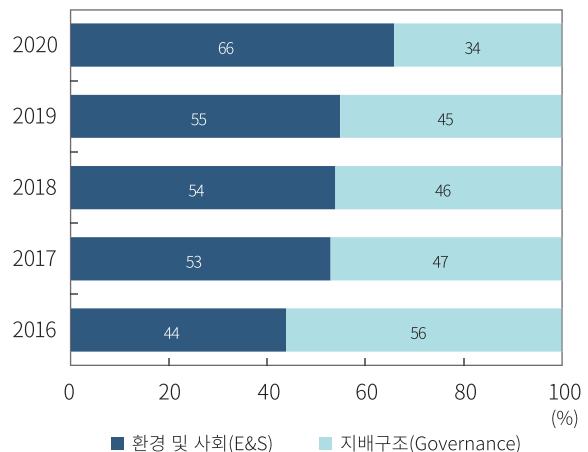
5) SEC, 2019, Staff Legal Bulletin(SLB) No. 14K.

- 헤지펀드 및 투자자문사의 주주제안 비중은 감소한 반면 기타 이해관계자(개인투자자, 노동조합, 종교단체 등)들의 비중은 증가
- 주주제안이 표결된 비율은 전체의 54.7%로 나타났으며 이 중 통과된 안건의 비율은 14%로 전년도대비 4.6%p 증가
- 최근 주요 특징으로는 환경 및 사회(Environmental and Social: E&S) 문제와 관련된 주주제안 안건 비중이 계속해서 확대되었으며, 이는 보다 넓은 범위에서 모든 이해관계자들의 이익을 위해 기업의 변화를 유도하기 위한 목적으로 주주와 기업 모두 관련 문제에 대한 관심이 증가
 - 안건의 구체적인 내용을 살펴보면 정치·로비 자금의 공개 및 감시가 가장 많이 제안된 가운데 환경(기후변화) 관련이 2위, 이사회 독립성이 3위를 기록하였으며 이 외에도 인적자본 관리, 이사회 다양성 및 역량 확대, 인권·노동 문제 등에 대한 안건의 비중이 증가
 - 2020년 기준 환경 및 사회 관련 주주제안 비중은 66%, 지배구조 관련은 34%로 나타났으며, 이는 2016년에 각각 44%, 56%를 기록한 이후 환경 및 사회 관련 비중이 계속해서 확대되며 지배구조 비중을 크게 상회
- 환경 및 사회(E&S)와 관련된 안건의 철회율은 꾸준한 증가세를 보이며 2020년에는 48%로 높게 나타난 가운데 미국의 이러한 높은 비율의 사전 철회는 주주와 기업 간 성공적인 협상을 통해 기업이 자발적으로 공시함으로써 주주총회의 표결까지 부치지 않고 안건을 철회하는 것에 기인⁶⁾
 - 환경 관련 주주제안의 경우 주주들은 단순한 공시보다 기업의 적극적인 행동 공개를 요구하며 기후변화와 관련해서는 위험을 평가하는 시나리오 분석 보고서 등을 요구함에 따라 기업이 이러한 요구에 자발적으로 대응함으로써 주주들은 사전에 주주제안을 철회

미국 주주제안 안건 수 추이



미국 주주제안 안건별 비중



자료: Harvard Law School Forum on Corporate Governance

6) Harvard Law School Forum on Corporate Governance, 2020, 2020 Proxy Season Preview.

- 미국의 주주제안은 법적 구속력이 없음에도 불구하고 기업 경영에 대한 효율적인 모니터링 수단으로 작용하고 있는 것으로 판단
 - Russell 3000에 속한 기업 중 지배구조와 관련한 주주제안을 채택한 기업의 비중을 내용별로 살펴보면 임원 선임 49%, 임원 선임의 과반수투표제 40%, 이사회의 독립성 39%, 단순다수투표제 34% 등의 순으로 나타남⁷⁾
 - 또한 2009~2017년 동안 ESG 관련한 주주제안 결의안의 35%가 해당 기업이 특정 행동을 취하도록 하였으며 주주제안을 철회하도록 주주와 기업 간 사전 협상한 경우에는 70% 이상이 구체적인 변화를 가져왔다고 분석⁸⁾

- 국내 주주제안은 상법 상 명시되어있는 소수주주권의 일종으로 일정 요건을 갖춘 주주가 주주총회에서 상법 및 정관에서 정하는 사항에 한하여 결의할 권한을 갖는 구속적 성격의 제도로 법적 구속력이 없는 미국 주주제안의 권고적 성격과는 다소 차이가 있음
 - 국내 주주제안 제도는 상법 363조의2에 주주제안권을 명시하고 있으며 발행주식총수의 3% 이상을 보유한 주주가 주주총회 6주 전까지 서면이나 전자문서로 기업에 주주제안을 할 수 있음
 - 이사회가 주주제안을 거부할 수 있는 배제조항이 상법 상 명시되어 있으며 이사회는 주주제안이 법령 또는 정관을 위반하거나 배제조항에 해당되지 않는 경우에는 주주제안을 주주총회의 목적사항으로 하여야 하므로 국내 주주제안은 주주총회 결의에 따른 법적 구속력이 있다고 볼 수 있음
 - 단, 주주제안에서 결의할 수 있는 안건은 상법 및 정관에서 정하는 사항으로 한정되어 있으므로 주주제안의 안건 내용이 제한되어 있음
 - 미국의 주주제안 또한 기업은 배제조항에 따라 주주제안을 거부할 수 있는 권한이 있으나, 주주제안이 가결되었다고 하더라도 이사회 또는 경영진은 이를 반드시 이행할 의무가 없으므로 미국의 주주제안 제도는 법적 구속력이 없는 권고적인 성격을 가진다고 볼 수 있음
 - 미국은 주주제안의 내용이 기업의 신인의무(fiduciary duty)에 부합하는지의 여부와 이사회와 경영진이 합리적으로 경영 판단할 수 있다는 것에 근거를 두고 있음

- 또한 국내와 미국 주주제안 제도는 주주제안권의 자격 요건과 배제조항 적용 시 기업에게 요구되는 절차상의 요건 등에 차이가 존재함
 - 국내 주주제안 자격 요건에는 보유 지분율 기준만 두고 있는 반면 최근 개정된 미국 주주제안 자격 요건에서는 1% 보유 지분율 요건을 삭제하고 시가의 일정 금액만을 기준으로 하고 있는 것에 차이가 존재
 - 또한 미국의 배제조항은 국내에 비해 훨씬 더 다양하고 구체적으로 명시되어 있어 기업의 근거 마련이 비교적 명확하다고 볼 수 있음
 - 마지막으로 기업이 이러한 배제조항을 적용하여 주주제안을 거부하는 경우 이사회와 경영진은 배제사유와 관련하여 충분한 심의절차를 거쳐 분석한 내용을 SEC에 제공해야 하나 국내의 경우 배제조항 적용 시 기업에 대해 특별히 요구되는 절차가 없음

7) ISS Analytics, 2019, The Long View: The Role of Shareholder Proposals in Shaping U.S. Corporate Governance (2000-2018).

8) Ceres, 2019, The Role of Investors in Supporting Better Corporate ESG Performance.

우리나라와 미국의 주주제안 제도

구분	우리나라	미국
관련 법률	상법 제363조의2	Rule 14a-8 under Securities Exchange Act 1934
자격 요건	1) 발행주식총수의 100분의 3 이상 보유 또는 2) 상장회사의 경우 지분 1% 6개월 이상 계속 보유, (자본금 1천억원 이상 기업은 0.5%)	다음 세 가지 중 최소 한 가지를 충족 1) 2,000달러 이상 지분을 최소 3년 동안 보유 2) 15,000달러 이상 지분을 최소 2년 동안 보유 3) 25,000달러 이상 지분을 최소 1년 동안 보유
제안 시기	6주 전	120일 전
제안 형태	서면 또는 전자문서로 일정한 사항 전달하며 글자 수 제한 없음	목적사항 및 부연설명 뿐만 아니라 그래프 또는 이미지 등을 모두 포함하여 500단어 미만
배제조항	<ul style="list-style-type: none"> · 상법 시행령 제12조(주주제안의 거부) 1) 주주총회에서 의결권의 100분의 10 미만의 찬성 밖에 얻지 못하여 부결된 내용과 같은 내용의 의안을 부결된 날부터 3년 내에 다시 제안하는 경우 2) 주주 개인의 고충에 관한 사항인 경우 3) 주주가 권리를 행사하기 위하여 일정 비율을 초과하는 주식을 보유해야 하는 소수주주권에 관한 사항인 경우 4) 임기 중에 있는 임원의 해임에 관한 사항인 경우 5) 회사가 실현할 수 없는 사항 또는 제안 이유가 명백히 거짓이거나 특정인의 명예를 훼손하는 사항인 경우 	<ul style="list-style-type: none"> · 17 CFR 240. 14a-8 Shareholder proposal 1) 주법을 위반하는 사항 2) 제안이 이행될 경우 주법, 연방법, 외국법을 위반하는 결과를 초래하는 사항 3) SEC의 위임장규칙을 위반하는 사항 4) 개인적인 요구 또는 고충 및 주주개인의 이익을 위한 사항 5) 사업 내용과 증대한 관련이 없거나 총자산, 순이익, 매출액의 5% 미만에 해당하는 영위에 관한 사항 6) 회사의 권한 또는 능력으로 이행할 수 없는 사항 7) 회사의 일상적인 영업활동에 관련한 사항 8) 이사 선임에 관한 사항 9) 회사가 제안한 안전과 상충되는 사항 10) 회사가 이미 이행하고 있는 사항 11) 다른 주주제안과 중복되는 사항 12) 지난 5년 내에 상정된 동일한 내용의 안전이 다음에 해당하는 경우(3년간 배제 가능) <ul style="list-style-type: none"> (i) 1회 상정되어 5% 미만의 찬성을 얻은 사항 (ii) 2회 상정되어 마지막 상정 시 15% 미만의 찬성을 얻은 사항 (iii) 3회 이상 상정되어 마지막 상정 시 25% 미만의 찬성을 얻은 사항 13) 특정 배당금과 관련된 사항
배제 절차	특별한 절차 없음	주주제안 거부 시 SEC에 배제사유서(no action request)를 주주총회 80일 전까지 제출, 주주에게도 사본 제공
구속성	구속력 있음	구속력 없는 권고적 형태

주: 미국의 경우 2019년 11월 개정안 내용을 포함

- 국내의 주주제안의 안전 수가 최근 증가세를 보이는 것은 적극적인 주주관여 활동을 보여주는 측면에서 긍정적으로 보이나, 주주제안을 통해 건설적인 주주관여가 이루어질 수 있도록 실효성을 높이는 제도적 보완이 필요할 것으로 판단
 - 국내의 경우 주주제안에 대응하는 기업의 진행 절차나 제안 거부에 대한 구체적인 규정이 없어 이사회가 주주제안을 정당한 사유 없이 거절하는 경우가 발생할 수 있으며, 이에 따라 주주가 주주제안권이 부당하게 침해되었다고 여겨지더라도 이에 대한 적절한 구제수단이 없으므로 관련 제도의 보완이 필요할 것으로 판단
 - 또한 국내의 배제조항 요건도 미국과 비교하여 모호하게 명시되어 있어 기업이 주주제안을 배제하는데 있어 다의적으로 해석할 가능성이 있으므로 그 내용을 구체적이고 명확하게 할 필요성이 있음
 - 마지막으로 현재 집중되어 있는 지배구조와 관련된 안전⁹⁾ 이외에도 제안 가능한 안전을 ESG 등으로 다양화시켜, 주주제안이 단순히 주주총회에서 상정되는 수단으로만 활용하는 것이 아닌 주주와 기업 간 건설적인 대화를 기반으로 하는 주주관여 활동이 될 수 있도록 해야 함

선임연구원 안유미

9) 2019년 주주총회의 주주제안 안전의 내용을 살펴보면 주로 '임원의 선임·해임 또는 직무의 정지'가 64%로 가장 많이 상정되었으며, 이 외에 '회사 배당 결정'(16.2%), '이사회 등 회사의 기관과 관련된 정관의 변경'(8.1%), '자본금의 변경'(2.7%) 등이 나머지를 차지한 것으로 나타남.