

상장기업 감사보수 상승 요인과 시사점*

연구위원 이상호

외부감사인의 독립성 강화·회계투명성 제고를 위한 여러 개혁 조치들이 시행되면서, 최근 2년 간 상장기업의 총 감사보수 지출은 57.2% 늘었다. 감사보수 상승의 주요인은 표준감사시간제 시행에 따른 감사 투입시간 증가로 판단되며, 이는 감사절차의 충실한 이행을 담보하는 기틀을 마련했다는 점에서 긍정적이다. 단, 이행부담의 증가속도에 대해서는 점검이 필요해 보인다. 코로나19 이후 비대면 경제의 부상을 비롯한 기업생태계의 재편 과정에서 인수·합병, 구조조정 등 자본시장 내 다양한 의사결정에 재무제표 정보가 이용되는 만큼 회계투명성에 대한 요구는 지속될 것이다. 주주 가치를 저해하지 않는 선에서 개혁제도가 안착되고 이행될 수 있도록 장기적이고 세심한 접근이 필요하다.

2020년은 회계신뢰도 제고를 위한 핵심 개혁 조치들이 본격적으로 시행되는 시기임과 동시에 코로나19 확산으로 기업들의 실적 악화·경영상 어려움이 증대될 것으로 예상되는 시기이다. 주기적 감사인지정제, 표준감사시간제, 내부회계관리제도 외부감사 등 중요 개혁안들의 근본 취지를 살리면서도 관련 이행비용이 편익을 넘어서지 않도록 정책당국의 조율이 중요한 시점이다. 본고에서는 감사보수를 중심으로 개정 외부감사법에 대한 기업의 이행부담을 점검해보고 후속 조치의 필요성에 대해 논의하고자 한다.

대규모 기업 감사보수 큰 폭으로 증가

2018년 11월, 오랜 기간 반복된 대규모 회계부정의 재발을 방지하고 회계신뢰도를 제고하기 위해 ‘주식회사 등의 외부감사에 관한 법률’(이하 개정 외부감사법)이 시행되었다. 이후 외부감사인의 독립성 강화와 실효적인 감사절차 수행 측면에서 긍정적인 변화를 가져왔다는 평가와 함께, 감사보수의 인상으로 기업 이행비용의 증가를 억제할 필요성이 있다는 지적이 상존한다.

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

〈표 1〉 개정 외부감사법 적용 전·후 상장기업 감사보수 및 감사시간(합산)

| 항목 | 사업연도 | 2017 | 2018 | 2019 | 2017~2019 | |
|-----------|------|-----------|-----------|-----------|-----------|-------|
| | | | | | 증가분 | 증가율 |
| 피감기업 자산규모 | | 3,451 | 3,307 | 3,484 | 33 | 1.0% |
| (조원) | 4대법인 | 3,265 | 3,088 | 3,224 | △41 | △1.2% |
| | 그 외 | 186 | 219 | 259 | 73 | 39.5% |
| 감사보수 | | 243,487 | 284,666 | 382,849 | 139,362 | 57.2% |
| (백만원) | 4대법인 | 172,550 | 198,942 | 274,625 | 102,075 | 59.2% |
| | 그 외 | 70,936 | 85,724 | 108,224 | 37,288 | 52.6% |
| 감사시간 | | 3,292,561 | 3,713,462 | 4,544,276 | 1,251,715 | 38.0% |
| (시간) | 4대법인 | 2,395,673 | 2,640,190 | 3,200,154 | 804,481 | 33.6% |
| | 그 외 | 896,888 | 1,073,272 | 1,344,122 | 447,234 | 49.9% |
| 시간당감사보수 | | 73,951 | 76,658 | 84,249 | 10,298 | 13.9% |
| (원) | 4대법인 | 72,026 | 75,351 | 85,816 | 13,790 | 19.1% |
| | 그 외 | 79,092 | 79,871 | 80,517 | 1,425 | 1.8% |

주 : 1) 유가증권·코스닥시장 상장기업(상장폐지 기업 포함) 대상 각 항목을 연도별 합산
 2) 4대법인은 삼일, 삼정, 한영, 안진회계법인(2017~2019 법인별 감사보수 총액의 역순)
 3) 자산규모는 직전연도 개별(별도)재무제표 기준

자료: TS2000, FnGuide, 저자 가공

〈표 2〉 개정 외부감사법 적용 전·후 자산규모별 감사보수 및 감사시간(평균)

| 항목 | 사업연도 | 2017 | 2018 | 2019 | 증가율 | |
|----------|---------|--------|--------|--------|-----------|-----------|
| | | | | | 2017~2018 | 2018~2019 |
| 감사보수 | | 123 | 137 | 179 | 11.7% | 30.3% |
| (백만원) | 2조원 이상 | 563 | 629 | 978 | 11.8% | 55.5% |
| | 5천억원 이상 | 171 | 194 | 235 | 13.3% | 21.3% |
| | 1천억원 이상 | 85 | 96 | 113 | 13.2% | 18.0% |
| | 1천억원 미만 | 64 | 71 | 78 | 10.9% | 10.4% |
| 감사시간 | | 1,664 | 1,793 | 2,125 | 7.8% | 18.5% |
| (시간) | 2조원 이상 | 7,485 | 8,029 | 11,321 | 7.3% | 41.0% |
| | 5천억원 이상 | 2,441 | 2,675 | 2,891 | 9.6% | 8.1% |
| | 1천억원 이상 | 1,172 | 1,296 | 1,388 | 10.5% | 7.1% |
| | 1천억원 미만 | 824 | 869 | 905 | 5.5% | 4.2% |
| 시간당감사보수 | | 78,480 | 79,476 | 85,347 | 1.3% | 7.4% |
| (원) | 2조원 이상 | 75,313 | 76,863 | 85,012 | 2.1% | 10.6% |
| | 5천억원 이상 | 71,155 | 73,390 | 81,514 | 3.1% | 11.1% |
| | 1천억원 이상 | 75,356 | 75,904 | 82,476 | 0.7% | 8.7% |
| | 1천억원 미만 | 84,407 | 85,552 | 89,808 | 1.4% | 5.0% |
| 판매관리비 대비 | | 0.101% | 0.117% | 0.148% | 0.016%p | 0.032%p |
| (%, %p) | 2조원 이상 | 0.046% | 0.053% | 0.080% | 0.007%p | 0.027%p |
| | 5천억원 이상 | 0.140% | 0.166% | 0.203% | 0.027%p | 0.037%p |
| | 1천억원 이상 | 0.289% | 0.332% | 0.390% | 0.044%p | 0.058%p |
| | 1천억원 미만 | 0.643% | 0.670% | 0.776% | 0.027%p | 0.106%p |

주 : 1) 유가증권·코스닥시장 상장기업(상장폐지 기업 포함) 각 항목의 연도별·그룹별 평균
 2) 자산규모는 직전연도 개별(별도)재무제표 기준

자료: TS2000, FnGuide, 저자 가공

실제 유가증권·코스닥시장 상장기업의 전체 감사보수는 개정 외부감사법 도입 이전인 2017년 대비 최근 2년 간 57.2% 상승했다(〈표 1〉). 산술평균으로 보더라도 2018년 11.7%, 2019년 30.3%의 증가율을 보인다(〈표 2〉). 2018년의 경우 자산규모 2조원 이상 기업에 대해서만 핵심감사제를 적용했고, 전체 상장기업을 대상으로 한 제도적 변화는 2019년부터 이루어진 것을 감안하면(〈표 3〉), 2019년 감사보수 증가의 상당부분은 표준감사시간제에 기인한 것으로 볼 수 있다.¹⁾ 특히, 자산규모 2조원 이상의 대기업에서 감사보수가 큰 폭으로 상승하여 평균 41%의 상승률을 보인다(〈표 2〉).²⁾ 대규모 기업부터 내부회계관리제도의 인증수준이 검토에서 감사로 상향됐고, 표준감사시간제 역시 표준시간의 100%를 적용함에 따라, 표준시간의 85%·80% 이상 적용을 목표로 하는 자산규모 2조원 미만 중견·중소기업 대비 대기업의 보수 상승폭이 컸다.

〈표 3〉 주요 회계개혁 제도의 사업연도별 적용 시기 및 적용 대상

| 제도 | 대상 (자산규모) | 사업연도 | | |
|-------------|--------------|------|--------|--------|
| | | 2018 | 2019 | 2020 |
| 핵심감사사항 기재 | 2조원 이상 | ○ | ○ | ○ |
| | 1천억원 이상 | | ○ | ○ |
| | 1천억원 미만 | | | ○ |
| 내부회계관리제도 감사 | 2조원 이상 | | ○ | ○ |
| | 5천억원 이상 | | | ○ |
| 표준감사시간제 | 2조원 이상 | | 100% | 100% |
| | 1천억원 이상 | | 85% 이상 | 90% 이상 |
| | 1천억원 미만 | | 80% 이상 | 85% 이상 |
| 감사인 지정제도 | | | | |
| 직권지정 요건 신설 | 해당기업 전체 | | | ○ |
| 주기적 지정제 | 해당기업 전체 | | | ○ |

주: 1) 유가증권·코스닥시장 상장기업 대상
 2) 자산규모는 직전연도 개별(별도)재무제표 기준
 3) 내부회계관리제도 감사는 개별(별도) 기준 일정
 4) 표준감사시간제의 %는 표준산정시간의 목표 적용 비율

감사보수 증가의 주요인은 표준감사시간제 도입에 따른 감사 투입시간 증가

단, 이와 같은 보수 상승이 과도한 수준인지에 대해서는 다양한 각도에서 논의가 필요하다. 기업의 부담이 증가한 것은 사실이지만, 외부감사인이 감사절차에 투입한 시간도 상당히 증가했기 때문이다. 결과적으로 시간당감사보수의 상승 추세는 완만하게 나타난다. 2018년과 2019년 시간당감사보수는

1) 표준감사시간제는 감사인으로 하여금 회계감사기준을 충실히 준수하고 적정 감사품질을 유지할 수 있도록 일정 수준의 감사투입 시간을 보장하고자 통계적 모형에 기반, 기업 특성에 맞는 표준감사시간을 산정하는 제도이다.
 2) 표준시간 산정 시 핵심감사제 및 내부회계관리제도 감사의 가산율은 각각 10%, 30%이므로, 2019년도 자산규모 2조원 이상 기업의 표준감사시간은 산술적으로 40%의 가산 요인이 있다.

각각 1.3%, 7.4% 상승한 것으로 확인된다(〈표 2〉).³⁾ 한편, 2018년은 개정 외부감사법 시행과 함께 감사품질 제고를 위해 회계법인의 소송부담을 강화한 시기이기도 하며, 주52시간제를 비롯한 노동관련 제도에도 외생적 충격이 있었던 시기인 만큼, 연평균 4.35% 수준의 임금률 상승에는 다른 외부적 요인도 영향을 미쳤을 것으로 판단된다.

표준산정시간이 감사계약에 상당 부분 반영되면서 감사인이 감사절차에 더 많은 노력을 투입하는 환경이 조성되었고, 그러한 과정에서 감사보수가 상승한 영향이 큰 것으로 판단된다. 표준시간 산정방식의 적합성과 이의 적용방안에 대해서는 발전적인 논의가 필요할 수 있으나, 큰 틀에서 감사보수와 감사시간이 비례하여 증가한 점은 회계투명성 제고를 위한 개혁조치들이 의도한 정책 목표를 달성해 나가는 것으로 볼 수 있다.

한편, 최근 2년 간 큰 폭의 감사보수 상승에도 불구하고 감사보수가 기업들의 판매관리비에서 차지하는 비중은 2019년 기준 0.148% 수준이다(〈표 2〉). 미국 상장기업⁴⁾의 경우 SOX법 도입이 감사계약에 반영되기 이전인 2002년에도 해당 비중이 0.228%였고, SOX법 도입 이후인 2004년에는 0.458% 수준까지 상승하여 2010년대에는 0.3% 중후반대를 꾸준히 유지하고 있다.⁵⁾ 양국 간 감사보수 비용구조의 격차에 대해서는 회계감사업무에 대한 소비자의 지불의사나 최종가치에 대한 인식 수준 등 시장 특성 차이를 감안하여 해석하되, 감사위험 측면에서 우리나라 기업의 고유위험 및 통제위험이 미국 기업보다 현저히 낮은 수준인지에 대해서도 논의가 필요할 것이다.

소규모 기업의 이행비용 증가에 대한 속도조절은 필요

기업들의 이행부담이 빠른 속도로 증가할 가능성은 예의주시할 필요가 있다. 2020년에는 자산규모 1천억원 미만 기업에 대해서도 핵심감사제가 적용되어 표준시간의 10% 가산요인이 있고, 85% 이상 목표치를 적용할 경우 산술적으로 감사투입 시간은 대략 8.5% 이상 늘어날 수 있다. 자산규모 5천억원 이상 2조원 미만 기업은 내부회계관리제도에 대한 감사 첫 해 표준시간의 30% 가산요인이 있고, 90% 이상 목표치를 적용하면 약 27% 이상 감사시간이 늘어날 가능성이 있다(〈표 3〉).

특히, 자산규모 1천억원 미만의 소규모 기업들은 2019년 기준 감사보수가 판매관리비에서 차지하는 비중이 0.776%로(〈표 2〉), 이는 감사보수 자료의 입수가 가능한 2002년 이래 최대치이며, R&D비용의 판매관리비 비중 대비 6배를 능가한다. 3년 연속 영업손실 등 감사인 직권지정 사유가 확대 적용되고, 주기적 감사인지정제가 처음 적용되는 2020년도에는 감사비용 부담이 더욱 증가할 가능성이 있

3) 고용노동부의 「임금결정현황조사」에 따르면, 상용근로자 100인 이상 사업장의 2018년, 2019년 협약임금인상률은 각각 4.2%, 3.9%이다.
 4) NYSE, AMEX, NASDAQ 상장 보통주 기준
 5) 총자산·매출액·총자산매출액·총비용 대비 감사보수 비중을 비교해도 유사한 격차가 확인된다.

어 소규모 기업의 이행부담 증가 속도에 대해서는 점검이 필요해 보인다.⁶⁾

코로나19 이후 기업생태계의 변화와 회계개혁의 필요성

코로나19 이후 더욱 악화될 것으로 예상되는 기업의 수익성·성장성을 회복하려면 기업생산성을 중심으로 효율적인 자원배분이 이루어질 필요가 있다. 금융위기 이후 지속된 기업부문의 성장세 둔화는 코로나19로 인해 더욱 가속화될 전망이다. 경기부양을 위한 금리 인하는 필수불가결한 조치임에도 불구하고 한계기업을 양산하는 부작용이 예상된다.

2001~2019년 외부감사대상 12월말 결산법인(금융업 제외)을 대상으로 한계기업이 우리나라 기업 부문에 미치는 영향을 살펴보면, 산업 내 저금리·고차입 한계기업 비중이 5%p 증가할 경우⁷⁾ 건전한 기업의 인건비, 설비투자, 부가가치가 각각 -1.58%, -1.44%, -4.35% 감소하는 것으로 나타난다. 전통적 생산요소인 노동과 자본을 제외한 기술 진보(지식·특허·영업권 등)의 부가가치 창출 효과를 의미하는 총요소생산성(이하 생산성)⁸⁾ 역시 -3.43% 하락한다. 이는 미국, 일본을 비롯한 주요 선진국에서도 공통적으로 관측되는 결과로 산업 내 한정된 노동과 자본이 한계기업으로부터 신속하게 이탈하지 못하면서 건전한 기업의 고용과 투자가 위축될 수 있음을 시사한다.⁹⁾

악화된 생산성을 회복·개선하여 궁극적으로 경제 성장률을 끌어올리기 위해서는 급변하는 기업 환경에서도 고부가가치 창출이 가능한 기업을 중심으로 기업생태계의 재편이 필요하다. 이를 효율적으로 달성하기 위해서는 기업의 생산성에 비례하여 적정 수준의 자본이 신속하게 공급될 수 있도록 자본시장의 가격발견 기능을 강화할 필요가 있다.

시장 본연의 역할이 중요한 상황임에도 그 동안 국내 자본시장의 기업생산성에 대한 가격평가는 효율적이지 못했다. 전반적으로 소규모 기업의 생산성을 과대평가하는 가운데 대규모 기업의 생산성에 대해서는 과소평가하는 경향이 관찰된다.

2002년 5월 초부터 2020년 4월 말까지 216개월 동안 대규모 기업군에서 생산성 상위 20% 기업

6) 금융감독원 「2019년 외부감사대상 회사 및 감사인 지정 현황」에 따르면, 2019년 상장기업의 외부감사인 지정비율은 12.7%이나, 2020년에는 지정감사 확대에 따라 34.7%의 기업이 외부감사인을 지정받은 상황이며, 향후 지정비율은 50% 이상으로 확대될 전망이다.

7) 2019년 외부감사대상기업 중 이자발생부채의 평균차입이자율이 신용등급 'AA-' 이상 기업 평균인 2.37%보다 낮은 기업(저금리) 이면서, 순유동자산을 제외한 부채총자산비율이 산업 내 상위 50%(고차입)이고, 이자보상배율이 산업 내 하위 50%인 저금리-고차입 한계기업 비중은 5%에 해당한다.

8) Olley, G. S., Pakes, A., 1996, The Dynamics of Productivity in the Telecommunications Equipment Industry, *Econometrica* 64(6): 1263-1297.

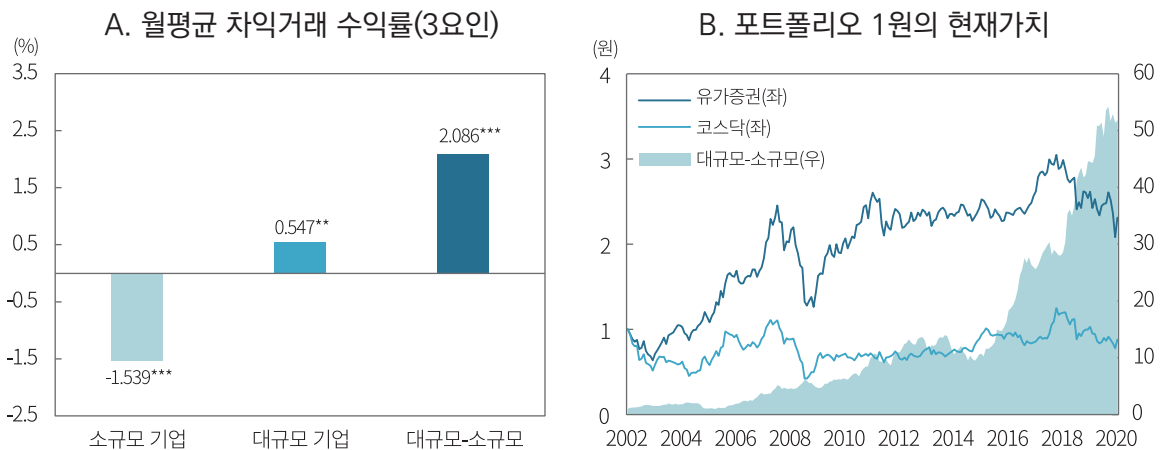
9) Caballero, R. J., Hoshi, T., Kashyap, A. K., 2008, Zombie lending and depressed restructuring in Japan. *American Economic Review* 98(5): 1943-77.

Banerjee, R., Hofmann, B., 2018, The rise of zombie firms: causes and consequences, *BIS Quarterly Review*, September.

을 매수하고, 생산성 하위 20% 기업을 매도하는 경우 시장·규모·성장성 요인 대비 월평균 0.547%의 양(+)의 초과수익률을 기록했다. 반면, 소규모 기업군에서는 -1.539%의 음(-)의 초과수익률이 관측된다(〈그림 1A〉). 거래비용이 없는 상황을 가정하면 대규모-소규모기업 생산성 헤지 전략에 2002년 5월 초 1원을 투자한 포트폴리오는 2020년 4월 말 현재 51.8원의 평가금액을 기록한다(〈그림 1B〉).

기업규모에 따라 생산성에 대한 평가 양상이 달라지는 모습은 기업별 생산성 정보가 자산가격에 일관성 있게 반영되지 않고 있음을 의미한다. 특히, 소규모 기업일수록 규모의 경제 효과나 고도화된 무형자산이 부가 가치 창출에 기여하는 비중이 낮음에도 불구하고 이에 대한 과대평가가 나타나는 현상은 전술한 소규모 기업의 이행부담 고려 필요성과 함께 소규모 기업에 대한 정보비대칭성 해소 역시 시급한 과제일 수 있음을 시사한다.

〈그림 1〉 고생산성기업 매수-저생산성기업 매도 포트폴리오 수익률 분석



주 : 1) ***, **은 각각 1%, 5% 수준에서 통계적으로 유의함을 의미
 2) 유가증권, 코스닥은 개별지수를 2002년 5월 초 1원 기준으로 환산
 자료: FnGuide, 저자 분석

결론 및 시사점

부정적발도 회계감사의 주요 기능이지만 경영진이 작성한 재무제표에 대해 합리적 수준의 확신을 제공함으로써 내부경영진과 외부투자자 간 정보비대칭 완화에 기여하는 것 또한 회계감사가 창출할 수 있는 확증가치(assurance value)에 해당한다. 최적 수준의 자원 투입에 대한 의사결정은 경영진 역량에 달려있으나, 그 의사결정을 평가하고 적정 수준의 자본을 공급하는 기능은 자본시장의 역할이다. 코로나19 이후 비대면 경제의 부상을 비롯한 기업생태계의 재편 과정에서 기업구조조정, 인수·합병 등 여러 의사결정에 재무제표 정보가 이용될 것이므로 이에 대한 투명성 요구는 지속될 것이다.

회계투명성 향상이 시장규율 체계를 공고히 하여 자원의 효율적 배분에 기여하는 간접적인 순기능이 있음은 다양한 실증연구를 통해 확인된 바 있다. 최근 회계개혁 조치들의 영향으로 충실한 감사절



차 수행 여건이 확보된 만큼 자본시장의 건전한 활성화를 기대해볼 수 있는 기틀이 마련되었다.

다만, 관련 이행비용이 기대편익을 넘어서지 않도록 정책당국의 지속적인 관심이 필요하다. 우선적으로 2020년 반기보고서 공시 이후 감사보수·감사시간 변동 효과를 세밀하게 조사해볼 필요가 있다. 직권지정 사유로 인한 지정감사는 피감기업의 고유위험에 대하여 정당한 보상이 이루어져야하지만 주기적 지정은 원론적으로 감사인 교체에 불과하며 초도감사 요인 외에는 감사인이 추가적인 보상을 요구할 이론적 근거가 부족하다. 독립성 강화로 향상된 감사인의 지위는 보수협상력 제고가 아닌 감사품질 제고의 지렛대로 활용되어야 하는 바, 표준산정시간이 기계적으로 적용되는 측면은 없는지도 점검이 필요할 것이다. 주주가치를 저해하지 않는 선에서 제도가 안착되고 이행될 수 있도록 장기적이고 세심한 접근이 요구된다.

금융중심지 기능과 증권거래소의 경쟁력*

선임연구위원 남길남

홍콩보안법 시행으로 홍콩의 금융중심지 지위에 대한 불확실성이 커지고 있는데 뉴욕과 런던의 금융중심지 도약 과정에서 알 수 있듯이 금융중심지의 핵심적 인프라는 증권거래소로 홍콩거래소의 경쟁력이 유지되는 한 홍콩의 금융중심지 역할에는 큰 변화가 없을 가능성이 크다. 홍콩거래소는 잠재적 가치가 큰 중국 테크기업의 IPO를 계속 유치하면서 상장기업수의 증가는 물론 거래소 자신의 기업가치도 크게 늘어나면서 세계 1위 거래소로 올라섰다. 이에 비해 경쟁관계에 있는 싱가포르 거래소는 상장기업수가 감소하고 거래소의 주가가 하락하면서 싱가포르가 홍콩을 근본적으로 대체하는 데는 한계를 나타냈다. 홍콩거래소와 싱가포르거래소의 경쟁에서 볼 수 있듯이 최근 주요 거래소들은 유니콘 기업을 유치하기 위해 치열하게 경쟁하고 있으며 그 결과에 따라 해당 거래소가 위치한 도시나 국가의 금융경쟁력에도 영향을 미칠 전망이다. 마찬가지로 국내 금융서비스 역량을 높이기 위해서는 적극적인 유니콘 기업 유치를 통한 거래소 인프라의 경쟁력 제고가 필요한 상황이다.

홍콩은 그동안 아시아의 금융중심지 지위를 공고히 유지해왔으나 2020년 7월 중국 당국의 홍콩보안법 시행으로 홍콩의 미래에 대한 부정적 전망이 대두되고 있다. 더욱이 미국을 선두로 서방 국가의 제재안이 발표되자 홍콩에 진출한 글로벌 기업들 중에는 홍콩 이외의 지역으로 아시아 지역 본부를 이전하려는 움직임도 나타나고 있다. 이에 인접 국가들은 브렉시트 여파로 런던을 떠나는 금융기업들을 유치하기 위해 세제혜택 등 유인책을 내거는 유럽 국가들처럼 홍콩 이탈 기업 유치에 적극 나서고 있다. 그러나 다른 한편에서는 홍콩의 금융경쟁력은 중국의 관문 역할에 기초하고 있으며 중국 금융시장의 대외 개방이 아직 제한적인 상황에서 홍콩을 근본적으로 대체할 다른 도시를 찾기는 힘들 것이라는 상반된 전망을 내놓고 있다.

그런데 전통적으로 금융중심지라고 하면 증권거래소가 핵심적 기능을 수행하였다고 할 수 있다. 런던과 뉴욕이 금융중심지로 자리를 잡는데 있어서 런던증권거래소(LSE)와 뉴욕증권거래소(NYSE)의 역할은 필수적이었다고 할 수 있다. 따라서 홍콩의 운명을 가늠하고 역내 아시아 국가의 금융경쟁력을 따지는데 있어서 각국의 대표 증권거래소의 현황과 한계를 살펴볼 필요가 있다. 본고에서는 금융중심지와 증권거래소의 역사적 관계를 런던과 뉴욕의 사례를 통해 살펴보고 홍콩거래소(HKEX)를 중심으

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

로 동아시아 거래소의 경쟁력을 비교함으로써 더욱 치열해지는 증권거래소 간 경쟁의 의미를 파악하고자 한다.

런던과 뉴욕의 금융중심지 등극과 증권거래소의 역할¹⁾

흔히 최초의 증권거래소가 17세기 증권시장이 최초로 태동되었던 암스테르담에서 등장했다는 주장이 있지만 보다 전문적 의미²⁾로 증권거래소를 규정해 보면 최초의 증권거래소는 1724년 서로 뜻을 같이한 증권중개인들이 증권 거래에 대해 행동강령을 제정했던 파리증권거래소라고 할 수 있다. 그런데 암스테르담이나 파리는 그 후 런던과의 경쟁에서 밀려나 국제적인 금융중심지로 큰 두각을 나타내지는 못하였다. 후발 주자였던 런던이 금융중심지로 부상한 데는 18세기말과 19세기초에 걸쳐 유럽 대륙의 잇따른 전쟁과 정정불안으로 상당수 금융인들이 런던으로 몰려온 것이 큰 계기가 되었다고 할 수 있다. 덕분에 1801년에야 근대적인 형태를 갖추었던 런던증권거래소는 선발 주자였던 암스테르담과 파리의 증권거래소를 손쉽게 제칠 수 있었다.

한편 1792년 ‘버튼우드 합의서(Buttonwood Agreement)’까지 그 기원이 거슬러 올라가는 뉴욕증권거래소도 19세기 중엽까지는 세계 금융은 물론 미국 안에서도 금융중심지 역할을 수행하지 못하였다. 당시 미국의 금융중심지는 초기 중앙은행인 미합중국은행(Bank of the United States)이 소재한 필라델피아였으며 뉴욕증권거래소는 필라델피아증권거래소의 경쟁상대가 되지 못하였다. 뉴욕증권거래소가 필라델피아증권거래소와의 경쟁에서 승리할 수 있었던 배경으로는 1836년 제2합중국은행(Second Bank of the United States)이 폐지된 것을 빼놓을 수 없겠으나 뉴욕 내 증권거래소 간 통합을 통한 자구노력, 대서양 횡단 전신케이블의 부설로 인한 뉴욕의 정보 우위도 주요한 요인으로 손꼽히고 있다.

그런데 뉴욕과 런던의 세계 금융중심지 지위가 확고하게 굳어진 데는 뉴욕증권거래소와 런던증권거래소로부터 시작된 대대적 금융규제완화가 공통적으로 존재하였다. 뉴욕증권거래소는 미국 대표 기업 주식의 상장과 유통을 독점하다시피 하였는데 특히 폐쇄적 회원제로 운영되다 보니 비회원과의 거래에 대한 강제적인 최소수수료(고정 커미션) 설정이나 뉴욕증권거래소 상장주식의 장외거래 금지는 신생 기업의 자본시장 접근을 제약하고 기관투자자의 거래비용을 높이는 매우 비효율적인 규제였다. 결국 1975년 5월 1일 뉴욕증권거래소의 최소수수료는 폐지되었는데 이를 두고 ‘월스트리트 메이데이 개혁’으로 부르며 이때부터 미국의 증권거래가 본격적인 경쟁체제로 접어들었다. 특히 컴퓨터의 도입으로 거래비용이 급격히 하락하면서 미국 증권시장의 효율성은 크게 향상되었다.

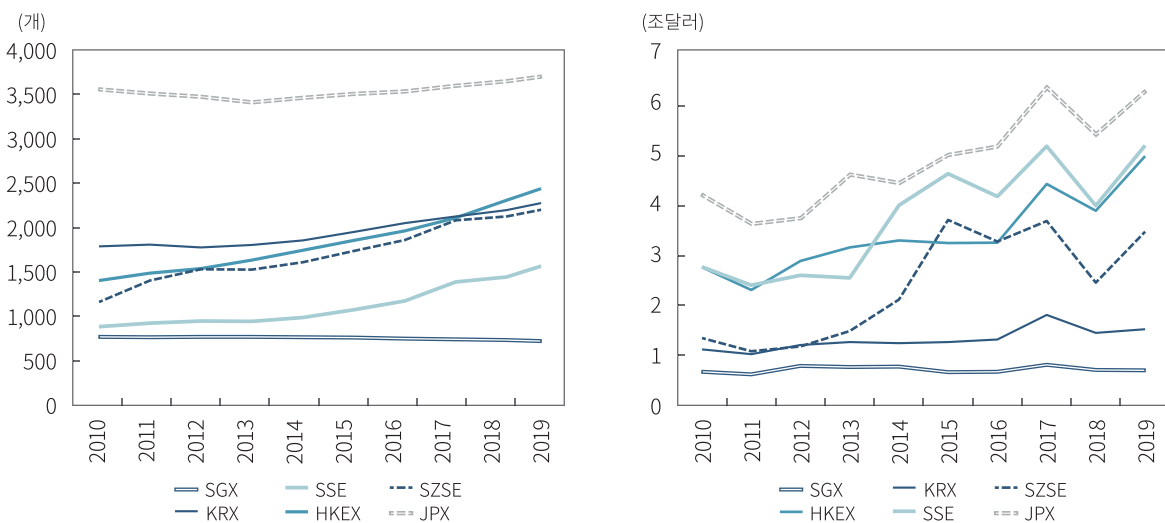
1) 런던과 뉴욕의 금융중심지 기원에 대한 보다 자세한 내용은 ‘남길남, 2017, 세계 거래소 산업의 변화와 특징, 자본시장연구원 조사보고서 17-01’을 참조한다.
 2) 학술적으로는 전문화된 증권중개인들이 공통의 규칙과 감독을 받아가며 폐쇄적 시스템을 통해 증권의 매도와 매수를 벌이는 시장으로 정의할 수 있다(남길남, 2017).

런던증권거래소의 경우 2차 세계대전 이후부터 높은 수준의 공적 규제를 받고 있었기에 폐쇄적 회원제와 최소수수료가 1975년 미국의 개혁 조치 이후에도 한동안 유지되었다. 그러나 유럽 경제의 부흥으로 런던이 국제 금융거래의 중심지로 다시 부상하면서 후진적인 자본시장 제도와 높은 거래비용은 금융서비스 확장의 중대한 걸림돌이 되었다. 결국 1986년 10월 27일 ‘금융 빅뱅 개혁’으로 불리는 대대적 금융규제 완화 조치를 통해 런던증권거래소의 최소수수료가 폐지되고 동시에 폐쇄적 회원제 외부에 개방되면서 런던은 명실상부한 국제 금융중심지로 발돋움할 수 있었다. 뉴욕증권거래소와 런던증권거래소의 규제개혁의 공통점은 기존 기득권 세력에 절대적으로 유리했던 증권거래 환경을 컴퓨터의 도입과 기관투자자 및 외국투자자의 등장이라는 변화를 반영하여 개편하였다는 점으로 두 개혁이 없었다면 두 도시의 금융중심지 기능 수행은 제한적이었을 것이다. 두 개혁 조치는 금융중심지와 증권거래소의 관련성을 확인해주는 사건들이었다고 할 수 있다.

홍콩거래소의 굳건한 경쟁력

금융중심지와 증권거래소의 유기적 관계를 고려하여 홍콩거래소의 최근 상황을 살펴보면 홍콩보안법의 시행과 미·중 갈등 심화에도 불구하고 홍콩거래소의 경쟁력은 더 강해지고 있다. 양적 측면에서 홍콩거래소의 상장기업수는 가파르게 증가하면서 한국거래소(KRX)를 추월하여 일본거래소(JPX)와 격차를 줄이고 있다. 특히 홍콩의 금융중심지 기능을 대체할 유력한 후보로 거론되던 싱가포르의 경우 싱가포르거래소(SGX)의 상장기업수가 계속 감소하면서 홍콩거래소와 대조적인 모습을 보이고 있다. 전체 상장기업의 시가총액도 홍콩거래소는 2010년대 후반부터 급격히 증가하면서 정체상태에 머물고 있는 싱가포르거래소와 차이가 커지고 있다.

〈그림 1〉 동아시아 거래소의 상장기업수(좌)와 전체 상장기업 시가총액(우) 추이



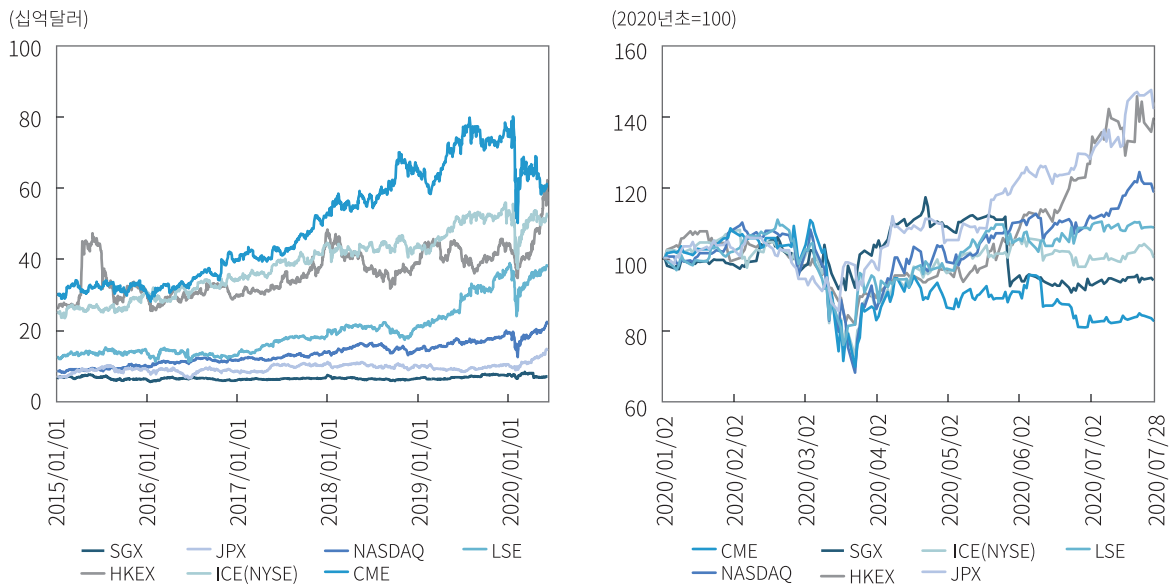
주 : 홍콩거래소(HKEX), 싱가포르거래소(SGX), 일본거래소(JPX), 상하이증권거래소(SSE), 선전증권거래소(SZSE), 한국거래소(KRX)

자료: WFE

홍콩거래소의 성장은 무엇보다 선진자본시장에 접근하려는 중국 테크기업의 유입³⁾이 계속 이어지기 때문인데 2020년 상반기 IPO 실적은 홍콩거래소가 112억 달러로 53억 달러의 뉴욕증권거래소를 제쳤고 170억 달러의 나스닥 뒤를 쫓고 있다. 2020년 하반기는 초대형 IPO가 될 알리바바의 모바일 결제 자회사인 앤트테크놀로지의 상하이와 홍콩 증시에 복수상장이 예정되어 있어 홍콩거래소의 IPO 실적이 나스닥을 추월할 것으로 전망된다.

상장기업의 수나 전체 시가총액뿐만 아니라 홍콩거래소의 경쟁력 개선은 탈상호화(demutualized)를 거쳐 영리기업으로 전환한 글로벌 거래소의 시가총액 비교에서도 잘 드러나고 있다. 홍콩거래소 자신의 시가총액은 2020년 7월 600억 달러를 넘어서면서 시카고의 파생상품거래소 CME 그룹을 제치고 세계 1위 거래소가 되었다. 2020년 초부터의 주가 변동에서도 홍콩거래소 주가는 39.5%가 상승하여 나스닥의 18.9%를 크게 앞서며 42.5%의 일본거래소 다음으로 좋은 성과를 보이고 있다. 이에 비해 1위 시가총액 거래소를 내준 CME는 -17.8%, 싱가포르거래소는 -6.3%로 연초 대비 주가가 하락하였다.

〈그림 2〉 글로벌 거래소 시가총액(좌)과 2020년 주가 변동(우)



자료: Bloomberg

글로벌 거래소 간 경쟁이 주는 시사점

제반 상황을 종합해볼 때 홍콩의 미래에 대한 불확실성이 증가하고, 실제로 일부 글로벌 기업의 이탈이 가시화되고 있음에도 금융중심지 본연의 기능은 홍콩거래소의 위상이 유지되는 한 큰 변화가 나타나지 않을 가능성이 크다. 오히려 유망한 중국 테크기업의 홍콩거래소 상장이 증가하면서 홍콩거래소의 경쟁력은 더 높아질 것으로 전망된다. 물론 중국 본토의 양대 거래소인 상하이증권거래소(SSE)와

3) 홍콩거래소의 중국 기업 시가총액 비중은 2000년 27%에서 2020년 6월말 77.8%로 급증하였다.

선전증권거래소(SZSE)가 IPO 규제를 완화하며 가파르게 성장하고 있기에 중국 테크기업의 홍콩거래소의 상장이 감소할 가능성이 있지만 아직까지 유력 테크기업들은 외부 자본의 접근이 자유로운 홍콩거래소의 단독 상장 또는 본토와 홍콩의 복수상장을 선호하고 있다. 홍콩거래소는 이러한 자신감을 바탕으로 공격적인 경영전략을 취하고 있다. 비록 실패하였지만 2019년에는 유럽의 대표 증권거래소인 런던증권거래소를 인수하여 글로벌 네트워크를 구축하려고 하였다. 2020년 5월말에는 세계 최대 지수사업자(index provider)인 MSCI와 37개의 주가지수에 대한 파생상품 기초지수 사용에 합의했는데 이는 싱가포르거래소가 23년이나 유지해오던 서비스로 홍콩거래소의 승리가 보도되자 싱가포르거래소의 주가는 당일 12%나 급락하였다.

홍콩거래소뿐만 아니라 주요 글로벌 거래소는 경쟁력 강화를 위해 공세적으로 테크기업의 유치에 나서고 있으며 변화된 환경에 적응하기 위해 인수합병에도 적극적이다. 나스닥은 2019년부터 IPO 실적에서 7년 만에 뉴욕증권거래소를 앞질렀으며, 홍콩거래소, 싱가포르거래소, 상하이거래소(STAR market)는 유니콘 기업을 유치하기 위해 앞다투어 상장기업의 1주 1의결권 조건을 완화하였으며 동시에 이미 미국에 상장된 중국 테크기업의 2차상장을 적극 유도하고 있다. 런던증권거래소는 정보사업부문을 키우기 위해 금융시장정보회사인 Refinitiv의 인수 협상을 마치고 당국의 최종 승인을 기다리고 있다.

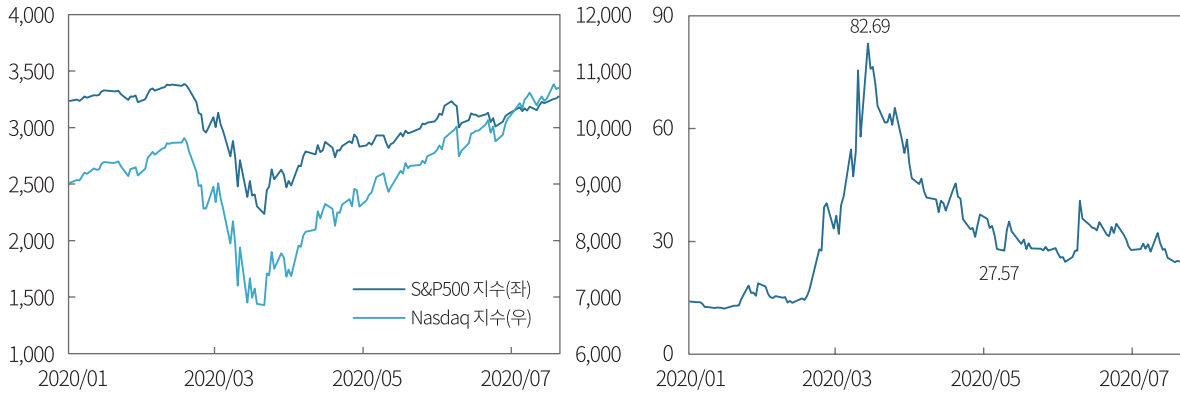
결과적으로 유니콘 기업을 더 유치하고 신규 업무영역을 개척하기 위한 세계 주요 거래소들의 경쟁은 홍콩거래소와 싱가포르거래소의 엇갈린 성과에서 볼 수 있듯이 점점 더 치열해질 가능성이 크다. 또한 거래소 간 경쟁의 승자와 패자는 해당 거래소가 위치한 도시나 국가의 금융경쟁력에 적지 않은 영향을 미칠 것이며 한국도 예외가 아니라고 할 수 있다. 그럼에도 거래소 간 유니콘 기업 유치 경쟁에 대비한 국내 전략은 구체화되지 못하고 있는 상황이다. 따라서 국내 거래소 인프라 발전 전략 마련을 위한 사회적 논의가 필요하다고 하겠다.

비대면 선호에 따른 미국 IPO 시장의 변화

- 코로나로 인한 장기간 락다운에도 불구하고 미국 주식시장은 상승세를 이어나가고 있으며 변동성 지수 또한 안정을 찾아가고 있는데, 이러한 시장상황에 힘입어 자금조달시장의 실적도 호조를 보임
- 가장 높은 코로나 감염자수를 기록한 미국에서 지속적인 IPO딜이 가능한 이유는 주식시장상황의 회복 및 전반적인 비대면 기술의 발달, 가을·겨울에 예상되는 불확실성 요인을 피하고자 하는 시기적인 조건 등이 맞았기 때문
- 비대면 방식의 가상투자설명회는 물리적으로 이동하고 직접 대면하는 전통적 방식보다 시간과 비용을 절감할 수 있고, 투자설명회와 가격책정 사이의 시간차를 줄일 수 있어 위험을 낮출 수 있다는 장점이 있음
- 기업들은 코로나로 인한 새로운 상황에 적응하기 위해 가상 투자설명회 방식을 적극적으로 채택하고 있으며, 앞으로도 이러한 방식의 투자설명회는 지속될 것으로 예상되나 시장에서 잘 알려지지 않은 기업인 경우에는 비대면 방식만으로 투자자를 모집하기 쉽지 않을 것

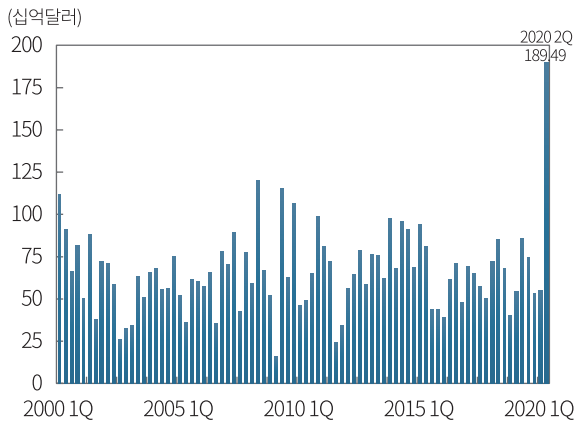
- 코로나로 인한 장기간 락다운에도 불구하고 미국 주식시장은 충격에서 회복하여 호조를 보이고 있으며 변동성 지수 또한 안정세를 보이고 있는데, 이러한 시장상황에 힘입어 자금조달 시장의 규모도 증가하는 모습을 보임
 - 상장기업들의 유상증자 규모는 2020년 상반기 2,442.9억달러를 기록 하였는데 이 규모는 닷컴버블 직전인 2000년 상반기의 유상증자규모(2,026.5억달러)를 뛰어 넘는 규모의 발행량으로 20년 이래 최고의 수준
 - 유상증자 뿐만 아니라 IPO를 통한 자금조달 또한 코로나를 감안하면 매우 견조한 모습을 보이고 있음
 - 2020년 상반기의 IPO실적은 2019년과 비교해 볼 때 이미 50% 이상을 달성

미국의 주가지수(좌) 및 변동성(VIX) 지수(우)



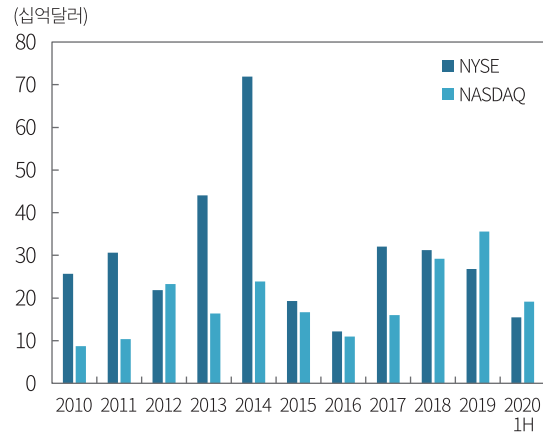
자료: Bloomberg

미국 상장사의 분기별 증자규모



자료: Dealogic(wsj에서 재인용)¹⁾

NYSE와 NASDAQ의 IPO 규모



□ 가장 높은 코로나감염자수를 기록한 미국에서 지속적인 IPO딜이 가능할 수 있었던 이유는 시장상황의 호전 및 비대면 커뮤니케이션 기술의 전반적 발달, 시기적인 조건 등이 맞았기 때문

- WHO의 판데믹선언 전후로 급증했던 시장의 변동성이 정부의 여러 가지 대응책으로 인해 안정을 찾아가면서 주가지수의 전반적인 상승으로 인해 투자심리가 회복
 - VIX지수는 3월 16일 82.69에서 5월말 부터는 20대 수준으로 낮아짐
- 이러한 투자심리 회복으로 인한 신규 투자에 대한 수요의 증가와 함께 테크놀로지를 이용한 가상 투자설명회(virtual roadshow)를 적극 활용하여 현 사태를 해결하고자 하였기 때문
- 또한 시기적으로 코로나의 증가세가 둔화되었고, 가을·겨울에 들어서면서 예상되는 코로나 2차 파동(second wave) 및 11월 대통령 선거로 인한 불확실성 증가를 피하고 싶기 때문²⁾

1) WSJ, 2020. 7. 9, Companies Raised Record Amounts by Selling Stock During Covid-19 Crisis 및 WSJ, 2020. 7. 2, Companies Find a Lot to Like About Virtual IPOs.

2) WSJ, 2020. 7. 9, Companies Raised Record Amounts by Selling Stock During Covid-19 Crisis.

- **코로나감염자수 폭증으로 인해 비대면 IPO를 단행하고 있는 미국의 경우, 가상 투자설명회를 통해 투자유치를 성공적으로 마친 기업들이 늘어나면서 이러한 방식을 통한 IPO에 대해 투자자와 기업 모두 적응**
 - Zoom이나 WebEx 등을 통해 기업들과 투자자들은 굳이 만나는 위험을 감수하지 않고도 가상 투자설명회를 해야 하는 현실을 받아들이게 되었으며, 코로나를 이유로 IPO를 연기해야 할 요인이 감소
 - 지난 3월 상장예정이었으나 코로나로 인해 자본시장이 안 좋아지자 상장일정을 연기하였던 보험플랫폼회사인 SelectQuote는 가상설명회를 통해 5월 성공적으로 IPO를 단행
 - 예전과 같으면 8일로 예상했던 대면 투자설명회 대신 전화와 화상통화를 통해 4일만에 가상으로 투자설명회를 마치고 6.65억달러의 금액을 조달
 - 온라인 자동차딜러인 Vroom은 235명의 투자자들을 비대면으로 7일동안 투자설명회를 개최한 후 6월 4일 NASDAQ에 상장하여 4.7억달러를 조달
 - 코로나 이전이었다면 통상 3주의 기간이 소요되는 투자설명회기간을 7일로 단축
 - 상장일에도 뉴욕에서 하는 오프닝벨 행사 대신 원격으로 벨을 울리고, 직원들이 자신들의 사진을 업로드할 수 있도록 한 후 NASDAQ은 이를 타임스퀘어 전광판에 송출

- **상장절차를 위해 투자은행이나 거래소에 지불해야 하는 수수료 체계는 이전과 변함이 없으나 기업들은 전통적인 방식의 투자설명회를 위해 소요되는 시간과 비용을 절감할 수 있고, 투자설명회와 가격책정 사이의 시간차를 줄일 수 있어 시장위험을 낮출 수 있다는 장점이 있음**
 - 국내에서 이동해야 하는 시간과 비용(호텔 및 비행기)을 줄일 수 있고, 프린팅 비용 및 이 모든 것을 관리하기 위해 투입해야 하는 인력 수 자체가 감소하기 때문에 많은 부분에서 절감가능
 - 또한 빠른 시간 내에 다수의 투자자에게 투자설명회를 하는 것이 가능해져, 기업은 물론 투자자들 입장에서도 투자설명회와 주가가격 산정의 시간을 단축시킬 수 있어 시장 위험을 보다 낮출 수 있음
 - 주식발행(유상증자 및 IPO)과 채권발행의 증가로 글로벌 투자은행들의 2020년 상반기 수수료 수익은 570억달러를 기록하였으며 이는 2019년 상반기 대비 9% 증가한 금액이며, 2007년 상반기 수수료 수익인 539억달러보다 높은 수치³⁾

3) FT, 2020. 6. 29, Wall street banks net record fees for pandemic fundraisings.

미국 내 IPO 부분에서의 투자은행 수수료

| 2020년 상반기 순위 | 투자은행 | 딜 평균 수수료율(%) | |
|-----------------|-----------------|--------------|-------|
| | | 2020년 | 2019년 |
| 1 | Credit Suisse | 5.287 | 5.091 |
| 2 | Goldman Sachs | 4.811 | 4.943 |
| 3 | Citi | 4.556 | 4.433 |
| 4 | BofA Securities | 5.374 | 4.813 |
| 5 | Morgan Stanley | 5.360 | 4.511 |

자료: Bloomberg

□ 코로나로 인한 비대면 방식의 투자설명회 및 상장축하연은 기업들의 상장거래소 선택에도 영향을 주고 있는데, 미국 2020상반기 IPO시장에서 NASDAQ이 NYSE를 추월⁴⁾

- NYSE는 그간 우량기업들의 상장시장으로 명성을 유지해 왔으나 코로나로 인해 기업들이 비용에 민감해지면서 상대적으로 저렴한 NASDAQ에서의 상장을 고려
 - 상장에 따른 수수료는 기업의 상장규모에 따라 차등적이거나 NASDAQ의 경우 최대 159,000달러인데 반해 NYSE는 500,000달러
- 또한 상장 당일 Floor에서 이루어지는 오프닝 벨 행사는 NYSE에서 IPO를 하는 기업들이 가질 수 있는 상징적인 행사로, 상장당일 미디어를 통해 큰 홍보를 할 수 있는 기회가 되었으나, 코로나로 인해 이러한 모임을 금지 또는 대폭 축소하며 NYSE가 가지는 상대적 이점이 사라짐
 - 지난 3월 NYSE는 객장 내 직원 중 코로나 확진자가 발생하자 두달간 폐쇄조치를 하였으며, 5월 26일부터 재개장하였으나 IPO시의 축하행사는 거리두기의 일환으로 극히 제한적인 사람만 참석 가능⁵⁾

2020년 상반기(1H) 거래소별 IPO 순위

| 순위 | 거래소명 | 규모(십억달러) | 비중 |
|----|-------------------------|----------|-------|
| 1 | NASDAQ | 17.0 | 24.5% |
| 2 | Shanghai Stock Exchange | 15.8 | 22.8% |
| 3 | Hong Kong Exchange | 11.2 | 16.1% |
| 4 | NYSE | 5.3 | 7.7% |
| 5 | Shenzhen Stock Exchange | 3.9 | 5.7% |

주 : Shanghai(Main Board, STAR Market), Hong Kong(Main Board, GEM), Shenzhen(Main Board, SME, ChiNext)

자료: Ernst & Young Global IPO trends

4) WSJ, 2020. 6. 8, Nasdaq overtakes NYSE in coronavirus-era IPOs.

5) Shift4Payments의 NYSE거래소 상장일에는 코로나 이전의 북적이는 모습과는 달리 CEO와 투자자1명, NYSE 대표 1명만 참가하여 상장행사를 진행



- 기업과 투자은행들은 코로나로 인한 새로운 상황에 적응하기 위해 가상 투자설명회를 활발히 진행하고 있으며, 앞으로도 이러한 방식의 투자설명회는 지속될 것으로 예상되나 시장에서 잘 알려지지 않은 기업인 경우에는 비대면 방식만으로 투자자를 모집하기 쉽지 않을 것
- Warner Music이나 Zoominfo, SelectQuite 등의 경우에는 코로나 이전부터 인지도가 높았던 회사로, 가상 설명회를 한다고 해도 투자자들의 거부감이 상대적으로 낮아 투자유치가 수월
 - 코로나가 장기화될수록 상대적으로 인지도가 낮은 회사에 대해서는 가상 설명회만으로는 투자자들이 선뜻 투자에 나서기는 쉽지 않을 것이며⁶⁾, 상장을 준비하는 기업의 입장에서는 상장 전 사이버상의 보안이슈도 고려해야 함⁷⁾
 - 또한 기업의 입장에서 그동안 투자유치를 위한 로드쇼에 대한 재고를 하는 계기가 되었는데, 직접 만나는 시간과 비용의 효과에 대한 검토를 하게 됨⁸⁾

선임연구원 이종은

6) Reuters, 2020. 6. 5, Virtual certainty? Bankers ask if success of remote roadshows will last.

7) EY, 2020. 6. 24, How to address cybersecurity in the time of COVID-19 and beyond.

8) WSJ, 2020. 7. 2, Companies Find a Lot to Like About Virtual IPOs.

영국의 퇴직연금(DB형) 개혁안 논의 및 시사점

- 고령화로 연금 수요는 증가하는 반면 저성장, 저금리는 지속되며 연금 부족 현상이 심화되고 있는 가운데, 최근 코로나바이러스의 전세계적 확산으로 주요국 연금시장은 자산가치가 하락하고 적립금 인출 요구가 증가
- 연금의 재정 건전성 개선 필요성이 커짐에 따라 영국 연금규제당국(TPR)은 2020년 3월 3일 DB형 퇴직연금의 적립체계 개선을 위한 법률 개정 협의안을 발표
- 협의 시점이 코로나바이러스 대유행에 따른 경기침체와 맞물리며 TPR은 기업에 퇴직연금 적립 부담을 높이는 이번 개정안을 포기 또는 연기해야 한다는 업계 반발에 직면
- 미국의 경우에도 금융시장 불안의 영향으로 주정부 연금플랜을 비롯한 공적연금 등의 재정상태가 매우 취약한 상태인 것으로 보고되는 등 국내외 주요 공적·사적 연금의 재정 안정성에 부담이 가중되고 있음

- 고령화로 인해 연금에 대한 수요는 증가하는 반면 저성장, 저금리 등이 지속되며 선진국을 중심으로 연금 부족 현상이 심화되고 있는 가운데 최근 코로나바이러스의 전세계적 확산으로 주요국 연금시장은 자산가치가 하락하고 적립금 인출 요구 또한 증가
 - 인구 고령화가 빠르게 진행되며 연금 수요는 급증하고 있는 반면 저성장과 저금리가 장기간 지속됨에 따라 선진국을 중심으로 연금 부족이 공통적인 문제로 떠오르고 있음
 - 국제 경제 및 금융 전문가그룹인 G30(Group of Thirty)에서 2019년 11월에 발표한 보고서¹⁾에 따르면 주요 21개국²⁾의 연금 부족 규모는 2017년 1.1조달러에서 2050년 15.8조달러로 증가할 것으로 추정
 - 공적연금뿐만 아니라 기업이 운용책임을 부담하는 DB형 퇴직연금의 경우에도 경기침체와 저금리의 지속에 따른 연금부채 증가가 주요 해결 과제로 부각되면서 연금을 동결하거나 DB형 퇴직연금을 포기하는 등의 대책을 마련하는 기업이 늘어나는 것으로 알려짐³⁾
 - 이처럼 각국의 연금 부족 현상이 심화되고 있는 시점에 최근 코로나바이러스의 대유행이 발생하여 주요 연금시장은 자산가치 하락 및 적립금 인출요구에 따른 압박이 가중
 - 자산규모 2조달러가 넘는 세계 4위의 연금시장을 보유하고 있는 호주에서는 재정난에 처한 사람들이 퇴직연금(Superannuation) 계좌에서 향후 6개월 동안 최대 2만호주달러를 인출할 수

1) G30, 2019, Fixing The Pensions Crisis - Ensuring Lifetime Financial Security.

2) 전세계 GDP의 90%, 인구의 60%를 차지하는 나라들(호주, 브라질, 캐나다, 중국, 덴마크, 프랑스, 독일, 인도, 인도네시아, 이탈리아, 일본, 한국, 멕시코, 러시아, 싱가포르, 남아프리카공화국, 스페인, 스웨덴, 터키, 영국, 미국)로 구성

3) 홍원규, 2020, 저금리 시대의 퇴직연금, 자본시장연구원 자본시장포커스 2020-13호.

있도록 허용⁴⁾

- 긴급 인출 규모가 전체 자산규모의 1%에 못 미치는 270억호주달러 수준으로 예측되었으나 연금업계는 총 인출액이 정부 전망치의 두 배 이상일 수 있다고 경고
 - 연금플랜 대부분은 그 정도의 인출 요청을 감당할 수 있는 반면 코로나에 의한 영향을 크게 받는 부문에 가입자가 집중된 연금의 경우 유동성 문제에 직면하여 시장의 저점에서 자산을 매각하게 될 수 있음
- 일본 또한 고령화 인구가 빠르게 증가하여 연금제도에 심각한 부담이 되는 상황에서 코로나로 인한 대규모 손실까지 기록
- 일본은 인구의 4분의 1 이상이 65세 이상일 정도로 고령화가 많이 진행된 상태로 현재 이들 베이비붐 세대가 연금제도에 심각한 부담을 주고 있음
 - 세계 최대 규모 연금인 정부연금투자기금(GPIF)은 수익률 제고를 위해 2010년 이후 주식에 대한 자산배분 비중을 획기적으로 늘려옴
 - GPIF의 주식비중 확대는 코로나바이러스의 여파에 영향을 미쳐 지난 1~3월에 1,710억엔의 손실(-11%)을 기록한 것으로 나타나고 있으며 그로 인해 주식과 채권에 편중된 자산배분의 변화 필요성이 제기되기도 함⁵⁾

□ 연금의 건전성 개선이 요구되면서 영국 연금 규제당국(The Pension Regulator: TPR)에서는 2020년 3월 3일 DB형 퇴직연금의 적립체계 개선을 위한 법률 개정 협의안을 발표

- 영국 정부는 2018년 발표한 백서 'DB형 퇴직연금 제도 보호'⁶⁾에서 DB형 퇴직연금 적립체계가 대체로 의도한 대로 작동하고 있다고 판단했으나 일부 개선 필요성도 제기한 바 있음
- DB형 퇴직연금의 위험관리에 대해 투명성과 책임성을 강화하고, 연금이 성숙함에 따라 신탁 관리자(trustees)가 장기 전략적인 문제에 더욱 중점을 두어야 한다고 판단
 - 또한 기존 체계에서 DB형 퇴직연금의 책임준비금(Technical Provisions: TP) 및 정상화 계획(Recovery Plan: RP) 설립과 관련하여 명확하지 못한 영역이 있음을 지적
- 이러한 문제들을 해소하고 2020년 1월 의회에서 마련한 연금법안(Pension Schemes Bill)의 조치들도 이행하기 위해 TPR은 'DB형 퇴직연금 적립체계 및 코드 개정에 대한 협의안(Defined benefit funding code of practice consultation)'을 두 번에 걸쳐 발표할 계획
- 이번에 발표된 첫 번째 협의안에서는 새 규제안의 접근법, 새로운 체계의 기반이 되어야 하는 핵심 원칙들, 더욱 명확한 지침을 제공하기 위해 실무에 어떻게 적용해야 하는지를 중점적으로 고려
 - 2차 협의안은 2020년 하반기중 발표 예정이며, 코드 초안 자체와 현재의 협의에 대한 피드백, 영향 평가 및 법률 변경(연금법안 및 규정들)을 반영한 최종 가이드라인에 초점을 맞출 계획

4) Financial Times, 2020. 4. 2, How the coronavirus threatens Asia-Pacific's \$7tn pensions market.

5) 서울경제, 2020. 7. 6, 코로나로 최악의 성적표 받아 든 일본 연기금, 부동산 투자 확대할까.

6) UK Department for Work & Pensions, 2018, Protecting Defined Benefit Pension Schemes.

- TPR은 첫 번째 협의안에서 DB형 퇴직연금 적립금 가치평가 시 적용되어야 하는 핵심 원칙들과 함께 규제 준수 여부 입증을 위해 선택 가능한 두 가지 접근법을 제시
- 신탁관리자와 고용주는 연금플랜별 적립금 및 투자위험을 이해하고 이를 완화하거나 관리하는 방법을 입증할 수 있어야 함
 - 연금플랜이 성숙할수록 고용주에 대한 의존을 낮추고 시장 상황에 따른 대응이 용이한 투자로 전환되도록 장기목표(Long Term Objective: LTO)를 설정해야 함
 - 신탁관리자는 연금의 LTO 달성을 위한 이행계획을 설계하고, 책임준비금은 향후 LTO에 도달 가능한 수준으로 설정되어야 하며, 시간이 흐름에 따라 이행계획에 맞게 LTO에 수렴해야 함
 - 투자전략 및 자산배분은 연금플랜의 펀딩 전략과 일관성 있게 수립되어야 하며, 투자 접근법은 기대 현금흐름을 충족하기에 충분한 안전성, 품질 및 유동성을 확보해야 함
 - 책임준비금 부족 시, 고용주의 지속 가능한 성장에 미치는 부정적인 영향을 최소화하되 경제적 상황이 허락하는 대로 즉시 부족분이 회복되어야 함
 - TPR은 또한 신탁관리자들의 규제 준수 여부 입증을 위해 선택 가능한 접근법으로 패스트 트랙(Fast Track)과 맞춤형(Bespoke) 접근법 등 두 가지 옵션을 제안
 - 패스트 트랙: 신탁관리자의 적립금 가치평가가 법률을 준수한다고 간주할 것인지를 평가하기 위해 간단한 정량적 준수 지침을 설정⁷⁾
 - 맞춤형: 맞춤형 옵션은 신탁관리자와 고용주에게 연금플랜 및 고용주 고유의 상황을 설명할 수 있는 더 많은 유연성을 제공하나 더욱 엄격한 규제 개입을 수반할 수 있음⁸⁾
- 코로나바이러스 대유행으로 자금난이 악화됨에 따라 영국 연금 규제당국은 고용주들에게 퇴직연금에 더 많은 현금을 투입하도록 요구하는 이번 개정안을 포기해야 한다는 업계 반발에 직면⁹⁾
- 이번 협의는 코로나바이러스에 따른 금융시장 붕괴로 인해 많은 영국 퇴직연금제도의 자금난이 악화되고 있는 시점에 이루어짐
 - Mercer¹⁰⁾에 따르면 영국 350대 상장기업의 DB형 퇴직연금에 대한 부채 가치는 4월말 기준 8,970억파운드로 3월말 7,950억 파운드에 비해 1,020억파운드가 증가, 이는 주식시장과 금리가 기록적인 하락을 겪은 데 따른 현상
 - 영국 규제당국은 고용주들에게 코로나바이러스로 인해 심각한 타격을 입었을 경우 최대 3개월 동안 연금 기여금 납입을 중단할 수 있도록 규정을 완화한 바 있으며 서베이 결과 약 10%(약 10억파운드 규모)의 고용주가 납입 중단을 신청할 것으로 예상¹¹⁾

7) 모든 지정된 기준을 충족하는 경우(예: 장기 할인율은 일정 수준 이하, TP는 특정 패턴의 LTO에 수렴해야 하며 투자위험은 일정 수준 이하 등)에 한해 최소한의 규제 적용

8) 모든 패스트트랙 기준이 충족되지는 않지만, 신탁관리자가 추가 위험을 적절하게 관리할 수 있다는 증거를 완전히 명확하게 제공할 수 있는 경우 선택 가능한 옵션으로 더욱 엄격한 규제 개입을 수반할 수 있음

9) Financial Times, 2020. 5. 5, Pension Regulator urged to abandon funding review.

10) Mercer, 2020. 5. 1, FTSE 350 pension position returns to deficit as COVID-19 continues to impact.

11) Financial Times, 2020. 4. 26, Suspended UK pension contributions could total £1bn.

- 그러나 전 연금장관인 Steve Webb경은 현재의 상황은 3개월 만에 정상으로 돌아가지 않으며 적어도 중기적으로 우리는 다른 세계에 있다고 생각해야 한다고 현재 환경에서 협의를 계속하는 것은 적절하지 않다고 언급
- 현재 협의안의 의견수렴 기간도 9월초까지로 3개월 연장한 상황임에도 불구하고 규제당국은 개선안은 장기적인 목표(계획) 설정과 이행에 관한 것이므로 2022년 1월로 예정되어 있는 개선안 시행을 강행해야 한다는 입장

□ 미국의 경우에도 금융시장 불안의 영향으로 주정부 연금플랜을 비롯한 공적연금의 재정상태가 매우 취약한 상태인 것으로 보고되고 있음

- 코로나바이러스 전염병으로 인한 시장 혼란으로 인해 미국 주정부 연금제도의 재정상태는 지난 30년 동안 가장 취약한 수준에 도달¹²⁾
 - 투자자문 및 리서치 제공업체 Wilshire Consulting에 따르면 미국 주정부 연금플랜에 대한 총 적립비율(funded ratio)은 1/4분기중 12.2%p 하락한 62.6%(전년대비 9.3%p 하락)를 기록
 - 이는 3월중 130개 대형 주정부 연금제도가 보유한 자산가치가 평균 15.7% 감소한 반면 부채 가치는 0.7% 감소에 그친 것에 주로 기인
- 또한 BlackRock의 분석¹³⁾에 따르면 70개 미국 공적연금의 평균 적립비율은 2019년 12월말 71.7%에서 올 3월말에는 52.1%로 하락
 - BlackRock은 2019년 4/4분기에 연간 공적연금 위험 연구의 일환으로 약 70개의 미국 공적연금 데이터를 수집하였는데, 2019년 평균 공적연금의 적립비율은 약 72% 수준이었음
 - 최근 시장 변동성 확대로 인해 1/4분기 공적연금의 자산가치는 20~40% 하락하고 적립비율은 9~32%p 하락한 것으로 나타남

□ 고령화가 급속히 진행되며 연금자산을 통한 노후대비의 중요성은 점차 커져가고 있으나 저성장, 저금리의 지속과 함께 예상치 못한 전염병의 대유행으로 국내외 주요 공적·사적 연금의 재정 안정성에 부담이 가중되고 있음

- OECD의 최근 발표¹⁴⁾에 따르면, 전세계 연기금 자산규모는 2019년말 기준 32.3조달러로 전년(28.3조달러) 대비 14.1% 증가하였으나 코로나바이러스의 영향으로 2020년 1/4분기말 기준 29.8조달러로 7.7% 감소한 것으로 나타남
- 국내 국민연금의 경우에도 올해 1/4분기 수익률이 -6.08%를 기록하며 기금적립금이 지난해 말 736.7조원에서 698.3조원으로 감소

선임연구원 심수연

12) Financial Times, 2020. 5. 3, US state pension system hit hard by coronavirus pandemic.

13) BlackRock, 2020, Assessing the impact of recent market volatility on U.S. public pensions.

14) OECD, 2020, Pension Funds in Figures.