# 금융투자상품의 위험등급 산정 방향*

연구위원 이성복

금융소비자가 금융투자상품의 원금손실 위험을 직관적으로 이해할 수 있도록 금융투자상품의 위험등급 설명의무 제도가 새롭게 도입되었다. 이를 위해 금융투자업자는 금융투자상품의 위험등급을 사전에 산정해야 한다. 그러나 현재 금융투자업자는 객관적이고 합리적인 산정방식이나 평가절차 없이 사전에 정한 금융투자상품의 유형별 예시에 따라 위험등급을 형식적으로 분류하고 있는 실정이다. 따라서 현행 위험등급 산정방식을 그대로 사용하기보다는 구체적이고 객관적인 위험등급 산정방식을 규정한 EU 사례를 참고하여 국내 실정에 맞는 위험등급 산정방식을 마련할 필요가 있다.

2020년 3월 금융소비자보호법 제정으로 금융상품판매업자등은 2021년 3월부터 금융투자상품의 핵심 설명사항으로 위험등급을 설명해야 하고, 금융상품직접판매업자는 시행령에서 정하는 기준에 따라 금융투자상품의 위험등급을 사전에 산정해야 한다.[1] 한편 금융투자업자는 금융투자협회에서 정한 「표준투자권유준칙」에 따라 2009년 2월 4일부터 금융투자상품의 위험등급을 산정하여 왔다. 그러나 현행 산정방식에는 여러 문제점들이 내포되어 있어 이를 그대로 따르기에는 무리가 있어 보인다. 이러한 배경을 바탕으로 본고에서는 현행 산정방식의 문제점과 EU의 산정방식을 살펴보고, 이를 토대로 금융투자상품의 위험등급 산정 방향을 제시하고자 한다.

## 현행 위험등급 산정방식과 실태

현재 금융투자상품의 위험등급 산정은 「표준투자권유준칙」 제16조에 근거하고 있다. 이에 따라 금융투자업자는 「표준투자권유준칙」에서 제시하는 평가요소를 고려하여 금융투자상품 위험등급 분류기준을 마련해야 하고, 그 기준에 따라 금융투자상품의 위험등급을 분류해야 한다.[2] 평가요소는 정량적 요소와 정성적 요소로 나뉘며, 정량적 요소로는 기초자산 가격의 변동성, 원금손실가능 정도, 기초자산의 종류 및 구성 비중, 신용등급, 잔존만기, 파생상품의 편입비율, 위험조정 성과척도, 레버리지 정

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

1) 금융소비자보호법에서는 '금융상품판매업자등'을 '금융상품판매업자 또는 금융상품자문업자'로, 금융상품판매업자는 금융상품직접판매업자와 금융상품판매대리·중개업자로 구분하여 정의하고 있다.

2) 여기서 금융투자업자는 고객에게 금융투자상품을 투자권유하는 자를 의미하며, 금융소비자보호법에 따르면 금융상품직접판매업자에 해당된다.

도, 금융투자상품의 목표 투자기간 등이, 정성적 요소로는 상품의 구조, 수익률 계산의 명료성, 이해의 난이도, 거래상대방 위험, 구조화된 상품의 특정위험, 조기상환 가능성 및 유동성 등이 제시되어 있다.

그러나 2020년 6월 기준으로 7개 증권사와 4개 은행의 위험등급 분류기준을 살펴보면, 「표준투자권유준칙」의 규정을 거의 그대로 인용하고 있을 뿐 위험등급 산정방식을 구체적으로 마련한 곳은 발견되지 않는다. 더구나 〈그림 1〉에서 살펴볼 수 있듯이 이들 금융투자업자는 별도의 평가절차 없이 사전에 정한 예시를 활용해 금융투자상품의 위험등급을 형식적으로 분류하고 있는 것으로 조사된다. 이는 상기 준칙에서조차 구체적인 산정방식을 제시하지 않았고, 금융투자업자는 2010년 8월 27일에 상기 준칙의 개정으로 삭제된 금융투자상품의 유형별 위험등급 분류 예시를 준용해왔기 때문인 것으로 판단된다.

**〈그림 1〉 금융투자상품의 유형별 위험등급 분류 예시**

(a) A은행

| 구분 | | 매우 높은 위험 | 높은 위험 | 다소 높은 위험 | 보통 위험 | 낮은 위험 | 매우 낮은 위험 |
|---|---|---|---|---|---|---|---|
| 채권 | | 투기등급 포함(BB 이하) | | | 회사채 BBB+~ BBB-) | 금융채 회사채 (A-이상) | 국고채 통안채 지방채 보증채 특수채 |
| 파생결합증권 | (ELS, DLS) | 원금비보장형 | | | 원금부분 보장형 | 원금보장형 | |
| | ELW | ELW | | | | | |
| 주식 | | 신용거래, 투자경고종목, 투자위험종목, 관리종목 | | 주식 | | | |
| 집합투자증권 | | 파생상품펀드 | 주식형펀드 | 혼합형펀드 | 혼합형펀드 | 채권형펀드 | MMF |
| 선물옵션 | | 선물옵션 | | | | | |

(b) B증권사

| 구분 | | 초고위험 | 고위험 | 중위험 | 저위험 | 초저위험 |
|---|---|---|---|---|---|---|
| 채권 | | 민평사에서 평가 안되는 채권 해외채권 | BB+ 이하 채권 | 회사채 (BBB+~BBB-) | 특수채 금융채 회사채 (A-이상) | 국고채 통안채 지방채 보증채 |
| CP 전자단기사채 | | 신용등급이 없거나 B이하 등급 | | A3-~A3+ | A1+~A2- | |
| RP | | | | | 외화 RP | 국내 RP |
| 파생결합증권 | | 원금 비보장형 | | 원금부분지급형 | 원금지급형 | |
| 주식/ELW ETF/ETN | | 주식 신용거래, 투자경고종목, 투자위험종목, 관리종목, ELW, ETF, ETN, 해외주식 | 초고위험에 미포함된 국내주식종목 | | | |
| 파생상품 | | 장외파생상품, 국내 선물/옵션, 해외 선물/옵션, FX 마진 | | | | |
| 퇴직연금상품 | 원리금 보장형 | | | | 퇴직연금전용 ELB | 정기예금 퇴직연금전용 RP 퇴직연금이율 보증형보험 GIC |
| | 원리금 비보장형 | 파생결합상품(ELS/DLS)/주식/채권/집합투자증권 등 해당 금융상품의 위험등급 분류기준에 따름 | | | | |

따라서 현행 위험등급 산정방식을 그대로 사용해 금융투자상품의 위험등급을 산정하고 핵심 설명사항으로 설명하도록 하기에는 무리가 있어 보인다. 이보다는 금융투자업자에게 금융투자상품의 위험등급 산정방식을 구체적으로 제시할 필요가 있어 보인다. 또한 금융소비자가 금융투자상품의 원금손실 정도를 직관적으로 이해할 수 있도록 위험등급을 핵심 설명사항으로 규정한 금융소비자보호법의 취지를 고려할 때 금융투자상품의 위험등급이 객관적으로 산정될 필요성도 제기된다.

### EU의 위험등급 산정방식과 특징

EU는 금융투자상품의 핵심설명서(Key Information Document: KID) 규정을 제정하면서 핵심설명서에 기재할 위험등급(Summary Risk Indicator: SRI)을 객관적이고 합리적으로 산정토록 지도하기 위해 금융투자상품의 위험등급 산정방식을 구체적으로 제시하고 있다.[3] 먼저 금융투자상품의 위험등급은 시장위험과 신용위험을 고려해 산정한다. 시장위험은 금융투자상품의 추천된 보유기간 동안 97.5% 신뢰구간에서 발생가능한 최대손실액(value-at-risk: VaR)을 1년 기준으로 환산한 변동성(VaR-equivalent volatility: VEV)으로 측정하고, 〈표 1〉과 같이 금융투자상품의 변동성에 따라 시장위험등급을 부여한다. 다만 금융투자상품별 특성을 고려하여 금융투자상품을 네 가지 유형으로 분류하고 각 유형에 따라 변동성 평가방법을 다르게 규정하고 있다. 예를 들어, 파생상품의 경우 시장위험등급을 변동성 평가 없이 항상 7등급으로 산정하도록 규정하고 있다.

**〈표 1〉 EU의 금융투자상품 시장위험등급 산정기준**

| 구분 | MR1 | MR2 | MR3 | MR4 | MR5 | MR6 | MR7 |
|---|---|---|---|---|---|---|---|
| VEV | 〈 0.5% | 0.5%-5.0% | 5%-12% | 12%-20% | 20%-30% | 30%-80% | 〉 80% |

신용위험은 유럽증권시장위원회(European Securities and Markets Authority: ESMA)에 등록한 외부신용평가회사(External Credit Assessment Institutions: ECAI)에 의해 평가되어야 하고, 그렇지 못할 경우 동 규정에서 제시한 기본방법에 따라 평가되어야 한다. 금융투자상품의 신용위험이 평가되면 그 정도에 따라 〈표 2〉의 (a)와 같이 신용상태단계(credit quality step)를 부여하고, 금융투자상품의 만기 또는 추천된 보유기간에 따라 〈표 2〉의 (b)와 같이 신용상태단계를 조정한다.예를 들면, 금융투자상품의 신용등급이 A이고 보유기간이 1년 이하이면 신용상태단계는 2에서 1로 조정된다. 그리고 조정된 신용상태단계에 따라 최종적으로 〈표 2〉의 (c)와 같이 금융투자상품의 신용위험등급을 부여한다. 한편 금융투자상품의 시장위험등급이 7등급이면 신용위험을 평가하지 않아도 된다.

**〈표 2〉 EU의 금융투자상품 신용위험등급 산정기준**

(a) 신용등급별 신용상태단계 예시

| 신용등급 | AAA | AA | A | BBB | BB | B | CC |
|---|---|---|---|---|---|---|---|
| 신용상태단계 | 0 | 1 | 2 | 3 | 4 | 5 | 6 |

3) 더 자세한 내용은 EU의 '패키지 소매 및 보험기반 투자상품(Packaged Retail and Insurance-based Investment Products: PRIIPs) 핵심설명서(Key Information Document) 규정'(No. 1286/2014)과 이를 보충하는 위원회 위임 규정(No. 2017/653)을 참고한다.

(b) 보유기간별 신용상태단계 조정

| 신용상태단계 / 보유기간 | 0 | 1 | 2 | 3 | 4 | 5 | 6 |
|---|---|---|---|---|---|---|---|
| 1년 이하 | 0 | 1 | 1 | 2 | 3 | 4 | 6 |
| 1년~12년 | 0 | 1 | 2 | 3 | 4 | 5 | 6 |
| 12년 초과 | 0 | 1 | 2 | 3 | 5 | 6 | 6 |

(c) 조정 신용상태단계별 신용위험등급 산정기준

| 조정 신용상태단계 | 0 | 1 | 2 | 3 | 4 | 5 | 6 |
|---|---|---|---|---|---|---|---|
| 신용위험등급 | CR1 | CR1 | CR2 | CR3 | CR4 | CR5 | CR6 |

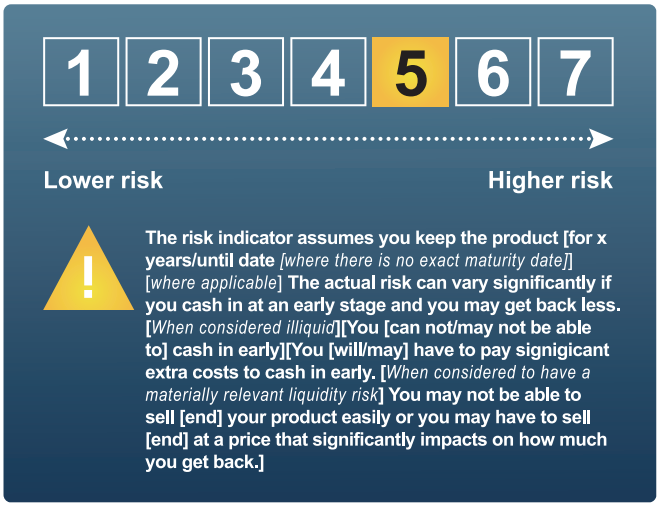
이렇게 산정된 금융투자상품의 시장위험등급과 신용위험등급을 토대로 금융투자상품의 위험등급은 〈표 3〉의 산정방식에 따라 최종적으로 산정된다.

**〈표 3〉 EU의 금융투자상품 위험등급 산정방식**

| 구분 | | 시장위험등급 | | | | | | |
|---|---|---|---|---|---|---|---|---|
| | | MR1 | MR2 | MR3 | MR4 | MR5 | MR6 | MR7 |
| 신용위험등급 | CR1 | 1 | 2 | 3 | 4 | 5 | 6 | 7 |
| | CR2 | 1 | 2 | 3 | 4 | 5 | 6 | 7 |
| | CR3 | 3 | 3 | 3 | 4 | 5 | 6 | 7 |
| | CR4 | 5 | 5 | 5 | 5 | 5 | 6 | 7 |
| | CR5 | 5 | 5 | 5 | 5 | 5 | 6 | 7 |
| | CR6 | 6 | 6 | 6 | 6 | 6 | 6 | 7 |

EU는 우리나라와 달리 금융투자상품 제조업자에게 위험등급 산정 의무를 부과하고 있다. 또한 위험등급은 원금손실 위험에 비례하여 반드시 아라비안 숫자 1부터 7로 구분하여야 하고, 핵심설명서에 금융투자상품의 위험등급이 부각될 수 있도록 〈그림 2〉의 형식을 참고하여 표기해야 한다. 그 외 작성지침에 따라 위험등급에 대한 기술적 설명(narrative explanation)과 기타 유의사항을 핵심설명서에 기재하여야 한다. 특히 기술적 설명에는 금융투자상품의 유동성위험에 관한 사항이 반드시 기재되어 있어야 한다.

〈그림 2〉 EU의 금융투자상품 핵심설명서 위험등급 표기 예시




### 위험등급 산정방식 개선 방향

현재 금융당국에서는 금융소비자보호법 시행령 제정안에 금융투자상품의 위험등급 산정기준을 규정하는 작업을 진행하고 있다. 앞서 살펴본 바와 같이 금융투자업자의 금융투자상품 위험등급 산정 실태를 고려했을 때 현행과 같이 위험등급 산정방식을 금융투자업자에게 위임하여 마련토록 하는 것보다는 시행령과 감독규정에서 구체적인 위험등급 산정방식을 제시하는 것이 바람직할 것으로 판단된다. 다만 EU의 위험등급 산정방식을 그대로 차용하기보다는 국내 실정에 맞는 위험등급 산정방식을 마련하는 것이 필요할 수 있다. 이를 위해 금융소비자보호법이 2021년 3월 25일부터 시행되더라도 감독적 유예기간을 갖고 전문가의 의견을 수렴하고 숙의하는 과정을 거치는 것도 필요해 보인다.

또한 현행 금융소비자보호법에서는 금융투자상품 판매업자가 금융투자상품의 위험등급을 산정하도록 하고 있는데, 금융투자상품 제조업자가 제공하는 자료에 기초하여 금융투자상품의 위험등급을 산정하도록 규제할 필요가 있어 보인다. 이는 금융투자상품 판매업자가 수익과 위험의 구조가 복잡한 금융투자상품의 위험을 제대로 평가하지 못하는 경우를 방지하고 금융투자상품 제조업자의 책임도 강화할 필요가 있기 때문이다. 마지막으로 금융투자상품의 위험등급이 핵심 설명사항으로 금융소비자에게 설명되어야 하는 만큼 금융소비자가 원금손실 위험을 직관적으로 이해할 수 있도록 EU와 같이 금융투자상품의 위험등급은 원금손실 위험에 비례하여 표기되고 설명될 필요도 있다.

# 최근 국내 OCIO 시장 확대에 관한 소고*

연구위원 남재우

대형 공적기금을 중심으로 형성된 국내 OCIO 시장에 최근 들어 민간 기업이나 대학기금 같은 다양한 특성의 자금이 유입되고 있다. 또한 최근 관련 법안이 재발의된 기금형 퇴직연금제도 역시 OCIO 시장 활성화의 기폭제가 될 것으로 기대된다. 하지만 한국형 OCIO라 불리는 다소 왜곡된 운용 체계는 OCIO 시장 확대의 걸림돌이 될 수 있다. 대형 공적기금의 전담운용기관이라는 역할로 특징되는 국내 OCIO 시장은 해외사례와 비교해 볼 때 위임되는 업무의 범위와 운용의 재량이 지나치게 제한적이기 때문이다.

전문성이 부족한 내부 인력으로 대규모 자금을 운용해야 하는 자산보유자가 OCIO 시장의 잠재적 고객이다. 이러한 잠재 수요가 성공적으로 시장에 진입하기 위해서는 상이한 자금 특성에 부합하는 목표지향적 OCIO 체계를 확립하는 것이 무엇보다 중요하다. 국내 OCIO 체계의 일반적인 관행인 독점적 전담운용은 외부의 우수한 전문성을 상대적으로 작은 비용으로 활용하겠다는 제도 도입의 근본 취지를 희석시키고 퇴직연금기금과 같은 소규모 자금의 시장 유입을 가로막는 제약요인이 된다. 규모의 경제를 이루기 위한 자금의 집합운용(pooling)과 개별 자금의 상이한 특성이 반영되는 맞춤 운용, 이를 동시에 구현하는 유연성이 OCIO 제도의 차별적 경쟁력이다.

## 들어가는 말

외부최고책임투자자 또는 총괄외부위탁운용 등으로 불리는 OCIO(Outsourced Chief Investment Officer) 제도는 전략적 의사결정을 포함하여 자산운용의 전반을 포괄적으로 외부에 위탁하는 운용 체계를 의미한다.[1] 최근 들어 국내 OCIO 시장이 두터워지고 있다. 전통적인 위탁운용 방식에서 OCIO 체계로 전환을 모색하는 자산보유자(asset owner)가 늘어나고 있으며, 이에 대응하는 OCIO 운용기관[2]의 관심과 역량 확대도 가시적이다. 건전한 시장 생태계 구축이라는 측면에서 매우 긍정적인 양상으로 평가된다. 또한 이미 200조원을 상회하고 있는 국내 퇴직연금제도에 기금형 지배구조가 도입되면 국내 OCIO 시장이 획기적인 성장세를 보일 수 있을 것으로 기대된다.

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

1) 외부의 자산운용자가 수탁자로써 자산보유자의 자금을 위탁받아 자산운용 업무의 전부 또는 일부를 대행해주는 전략적 일임위탁 서비스로 정의

2) 해외에서는 투자자문회사(consulting company)가 OCIO 시장의 주요 공급자인 반면, 국내에서는 증권회사와 자산운용회사를 중심으로 시장이 형성됨

하지만 한국형 OCIO 제도라고도 불리는 국내 OCIO 시장의 다소 왜곡된 구조를 감안하면 기금형 퇴직연금제도의 도입이 국내 OCIO 시장 활성화의 기폭제가 되리라는 기대에 부정적인 전망도 제기될 수 있다. 대표적인 글로벌 OCIO 운용기관에 대한 사례조사[3] 결과, 국내 OCIO 시장은 20년 가까운 연혁에도 불구하고 역할 및 권한, 자금의 집합(pooling)에 의한 규모의 경제, 수수료 체계 등 많은 부분에서 해외시장과는 상이한 구조인 것으로 파악된다. 이는 '다수의 기업연금에 대한 전략적이고 개별적인 총괄관리(total solution) 제공'이라는 개념으로 성장한 해외 OCIO와 달리 우리나라는 제도 도입 초기부터 지금까지 '대형 기금의 집행기능(execution function)을 전담하는 외부 전담조직' 정도로 그 역할과 위상이 매우 제한적이었기 때문이다. 시장조사 기관인 Chief Investment Officer(2019)의 서베이에 의하면 OCIO 제도를 활용하는 가장 주된 사유는 '복잡한 시장 환경에서 전략적으로 자산을 운용하기에 절대적으로 부족한 내부 역량'이다. 전략적이고 총괄적인 접근이 어려운 한국형 OCIO 제도는 위탁자의 이러한 요구에 부응하기 힘든 구조이다.

100조원에 달하는 국내 OCIO 시장은 전체 운용자산의 80% 이상이 5개 대형 공적기금[4]에 집중되어 있으며, 이를 5개 OCIO 운용사[5]가 안분하고 있어 공급과 수요 양면에서 과점시장의 양상을 보이고 있다. 이러한 시장 구조는 경쟁에 의한 진입과 퇴출이라는 시장 원리가 원활히 작동하기 어려운 제약요인이 된다. 원가에도 미치지 않는 비합리적인 수수료 체계나 일 년에 한두 번 이벤트 성격으로 개최되는 운용사 선정 과정에서 나타나는 혼탁한 유치 경쟁의 문제 등은 모두 과점 체계라는 얇은 시장에 기인한다. 따라서 보다 다양한 운용규모와 상이한 자금 특성을 갖는 자산보유자가 자금의 위탁 방식으로 OCIO 제도를 채택할 수 있도록 제도적 제약 요인을 제거하는 것이 무엇보다 중요하다.

퇴직연금뿐만 아니라 공적기금, 공제회, 그리고 최근 사내유보금이 늘고 있는 기업 등 전문성이 부족한 내부 인력으로 많은 자금을 운용해야 하는 자산보유자가 OCIO 시장의 잠재적 고객이다. 이러한 잠재 수요를 원활히 시장으로 유입시키기 위해서는 여러 측면에서 제도적 개선과 시장 참여자의 인식 변화가 수반되어야 하겠으나, 그 중에서 가장 시급하고 중요한 과제로 목표지향적인 OCIO 위탁 체계 확립과 과도한 전담운용체계의 지양을 제기한다. OCIO 제도를 채택하는 모든 자금은 상이한 조성 목적과 다양한 운용규모를 갖는다. 개별적인 자금 특성을 고려한다는 측면에서 목표지향적 OCIO 운용의 중요성을 논의하고, 특히 중소형 자금의 시장 진입에 걸림돌이 되는 전담운용체계의 비효율성을 살펴본다.

---

3) 운용규모 기준 상위 5개사 중 Mercer, Russell investment, Wills Towers Watson, Blackrock 등을 대상으로 심층면담(focus interview) 방식으로 조사하였으며, 자세한 내용은 남재우(2019, 국내 OCIO 제도 정착을 위한 개선과제, 자본시장연구원 이슈보고서 19-05) 참조

4) 주택도시기금, 산재보험기금, 고용보험기금, 공적연기금투자풀, 민간연기금투자풀

5) 미래에셋자산운용, 삼성자산운용, 한국투자신탁운용, NH투자증권, 한국투자증권

### 목표지향적 OCIO 운용의 중요성

기존의 위탁운용방식[6]과 비교하여 OCIO 체계가 갖는 가장 중요한 차이는 위탁운용의 포괄성이다. 여기에서 포괄성이란 분산된 포트폴리오를 구성하는 투자 대상 자산군(asset class)의 다양성뿐만 아니라, 자산운용에 수반되는 단계별 투자의사결정(investment decision making)의 모든 과정을 포함한다. 전통적 위탁운용에 비해 OCIO 방식은 위임되는 업무의 범위가 포괄적이며 그로 인하여 OCIO의 운용 재량(discretion)이 확대된다는 점이 특징이다. 이름에서 알 수 있듯이, 펀드매니저가 아닌 최고책임투자자(CIO)를 외주한다는 것은 실행 단계의 의사결정을 포함하여 보다 상위의 전략적인 의사결정을 외부 전문가에게 위임함을 의미한다. 달리 말하면, 전략적 의사결정의 상당 부분이 위임되지 않는 OCIO 체계는 기존의 전통적 위탁운용의 문제점을 완화하고자 하는 제도 전환의 목적을 달성하기 어렵다는 뜻이다.

OCIO 제도는 운용 방식이나 투자 자산에 있어 매우 유연한 구조를 갖는다. 자금의 위탁자와 수탁자가 체결하는 계약관계에 따라 운용자산의 전부 또는 일부를 위탁할 수 있다. 일반적으로는 모든 금융 자산을 대상으로 하나 대체투자 또는 해외투자와 같이 특정 유형의 자산군으로 한정하여 위탁하는 것도 가능하다. OCIO에게 위임되는 업무의 범위 역시 다양하게 설정될 수 있다. 하지만 어느 경우이든 전략적 의사결정의 상당 부분이 위임되고 그로 인하여 OCIO의 운용 재량이 충분히 확보되는 것이 중요하다. 예를 들면, 단일 자산군에 대해 복수의 OCIO를 선정하여 균등하게 자금을 배분하고 동일한 투자 전략을 요구하는 경우 자산군 단위의 전략적 의사결정은 여전히 위탁자에게 남을 수밖에 없다. 이러한 OCIO 체계는 결과적으로 기존의 재간접펀드와 무차별한 위탁 구조가 된다. 전통적 위탁운용에 비해 고비용인 OCIO 체계가 정당성을 갖기 위해서는 기존 방식과는 차별적인 목표와 운용 구조가 제시되어야 한다.

목표지향적 관계 설정의 출발점은 OCIO 운용사 선정을 위하여 위탁자가 제시하는 제안요청서(Request For Proposal: RFP)이다. 공적기금이든 민간기업이든 모든 운용자산은 자금의 조성 목적과 운용 목표가 상이하다. OCIO 제도를 도입하려는 위탁자는 먼저 충분한 시간과 노력을 들여 자금의 특성에 부합하는 위탁운용의 방식과 목표를 설정하고 그 결과를 충분히 반영하여 제안요청서를 작성하여야 한다. 제안요청서에는 OCIO 위탁운용의 목표와 이에 상응하는 OCIO의 역할이 명확하게 기술되어야 한다. 또한 이러한 목표를 달성할 가능성을 극대화한다는 관점에서 OCIO 운용사 선정기준과 평가표, 보수수준, 선정된 OCIO에 대한 관리방안 등이 제시되어야 한다. 예를 들면, 동일한 중장기 자산이라 하더라도 대기 자금 성격의 사업성 기금과 확정된 부채의 초장기 완충 기금에는 상이한 운용전략이 요구되며, 이를 구현하기 위한 OCIO의 역할과 역량도 다를 수밖에 없다.

6) 사모펀드 형태의 수익증권 또는 일임운용과 같은 위탁운용 체계를 의미함

이러한 제안요청서를 바탕으로 선정된 우선협상대상자와의 기술협상 과정에서 별도의 위탁운용 투자정책서(Investment Policy Statement: IPS)가 작성될 필요가 있다. 이는 제안요청서에 담긴 내용이 온전히 구현될 수 있도록 OCIO가 특정 위탁자의 자산을 운용하는데 있어 최상위 운용지침으로 기능한다. 현재 OCIO 제도를 채택하고 있는 대부분의 공적기금은 기금 자체의 투자정책서를 OCIO에게 동일하게 적용하고 있다. 하지만 기금의 조성 목적을 달성하기 위한 투자정책서와 자금의 전부 또는 일부에 대한 위탁운용의 목적을 달성하기 위한 투자정책서는 동일하지 않다. 수탁자인 OCIO 운용사는 일반적인 내부 운용규정을 투자정책서로 준용하고 있으나, 여기에는 위탁자의 개별적인 특성이 반영되어 있지 않은 한계가 있다. OCIO 체계에서 제기될 수 있는 대리인 문제(agent problem)를 최소화하고 다양한 이해상충(interest conflict) 가능성을 차단하며, 자금을 위탁하는 기관의 기대와 목표가 전 운용 기간에 걸쳐 온전히 유지되기 위해서는 위탁자와 수탁자 간의 목표지향적 관계 설정과 이를 명확한 문장으로 문서화하는 것이 중요하다.

### 전담운용의 비효율성

현재 국내 OCIO는 대부분 전담운용체계이다. 여기에서 전담운용이란 운용인력과 운용시스템에 있어 물리적으로 분리된 독점적 구조를 의미한다. 즉, 계획(plan)-실행(do)-평가(see)라는 자산운용의 전 과정에 소요되는 운용인력을 타 업무에서 배제하여 독립된 공간에서 해당 위탁자산의 운용 업무만 수행토록 하며, 위험관리시스템 같은 필수적 운용시스템 역시 모 회사의 전산 시스템과 물리적으로 분리된 환경을 갖추어야 한다. 하지만 이러한 전담운용체계는  내부 역량의 부족을 OCIO라는 방식으로 외주하여 해소하고자 하는 제도 도입의 근본 동인과 부합하지 않는다.

먼저 직접운용과의 비용 효율적인 측면이다. OCIO 제도를 도입하는 자산보유자는 동일한 인력과 시스템을 조직 내부에 직접 확보하는 것보다는 외주하는 것이 비용 효율적인 측면에서 유리하다고 판단하였을 것이다. 하지만 완전한 전담운용체계는 내부 조직을 신설하는 것과 동일한 구성을 외부에 설치한다는 것으로 결국 동일한 비용을 발생시키게 된다. 체계화된 자산운용에는 규모에 상관없이 최소한의 필수인력과 운용시스템이 요구된다. 1조원 미만의 중소형기금이라 하더라도 최소 1본부 4개팀의 운용조직은 필요하며, 여기에 독립된 사무공간과 전산 시스템 등을 확보하려면 최소 15억원 이상의 연간 운영비용이 발생하게 된다. 수탁수수료가 3bp를 하회하는 상황에서 15억원 이상의 운영비용을 감당하려면 운용규모가 최소한 5조원은 되어야 한다는 계산이다. 기금형 퇴직연금제도가 도입된다 하더라도 단일형과 연합형 모두 단일 기금의 운용규모가 5조원을 넘기는 어렵다. 중소형 규모의 자금운용에 보다 의미가 있는 OCIO 제도가 대형기금만 접근할 수 있게 된 데는 전담운용체계에 대한 요구가 주요 원인으로 작용하고 있다.

다음은 외부의 전문성 활용이라는 측면이다. 전담인력의 배치는 지속적으로 양질의 서비스를 제공한다는 OCIO 운용사의 약속에 대한 제도적 보증이다. 하지만 자산운용의 전문성이 단순히 운용인력의 숫자로 담보되지는 않는다. OCIO 선정 과정에서 운용 역량과 전문성을 모회사 전체의 인적 구성으로 평가하는 것도 전담운용체계와는 부합하지 않는 부분이다. OCIO 모회사의 인력 활용 측면에서도 단일 업무에 전속되어야 하는 자리에 탁월한 역량의 사내 인력을 배치하기는 어려울 것이다. 위탁운용에서 양질의 서비스 제공은 수탁자의 기본적인 신의성실의무에 해당하며, 이를 담보할 제도적 장치는 합리적인 성과평가체계가 유일하다.

전담운용의 다른 한 축인 독립된 운용시스템은 위탁자의 민감한 정보가 외부로 유출되는 것을 차단하기 위한 보안 목적이다. 하지만 물리적으로 차단된 방화벽(Chinese wall)은 OCIO 운용사가 보유하고 있는 전사적 네트워크와 고비용의 전산 인프라를 활용하는데 있어 커다란 제약요인이 된다. 특히 최근 강조되고 있는 해외투자 또는 대체투자 분야에서 이러한 정보 제약은 수익성과에 보다 직접적인 영향을 미칠 수 있다. 투자자 정보 보안은 굳이 전담운용체계가 아니더라도 타인의 자산을 운용하는 수탁자에게는 사업을 영위하기 위한 기본 의무이다.

전담운용과 연관된 보다 중요한 문제는 자금의 집합(pooling) 운용에 대한 부정적 인식이다. 국내 OCIO는 채권, 주식, 대체투자 등 모든 자산군에 대해 위탁자 별로 별도의 하위운용사와 하위펀드를 구성하고 있다. 다수의 위탁자산을 집합하여 운용함으로써 규모의 경제를 달성할 목적으로 설립된 기획재정부 산하의 연기금투자풀조차도 예외가 아니다. 일정 수준 이상의 운용규모가 되면 집합 운용의 합동펀드보다는 단독펀드가 절대적으로 선호된다. 하지만 연기금투자풀이 제공하는 단일 자산군의 단독펀드는 감독 당국이 규제하고 있는 일반 단독 사모펀드와 경제적 실질이 다르지 않다. 자금의 집합운용에 의한 규모의 경제는 OCIO 위탁 방식의 우월적인 경쟁 요인이다.

이러한 관점에서, 최근 연기금투자풀이 추진하고 있는 소규모 기금의 완전외부위탁체계는 복수의 고객에 대한 온전한 형태의 OCIO 운용이라는 시범적인 의미가 있다. 여기에 자산을 위탁하는 소형기금은 전략적자산배분을 포함하여 포트폴리오 구성과 성과평가 및 위험관리 등 기금운용의 모든 과정을 포괄적으로 OCIO에게 위임하게 된다. 국내 OCIO 운용사로서는 지금까지 경험해보지 못한 운용체계이다. OCIO는 복수의 기금으로부터 자금을 집합하여 운용함에도 불구하고, 기금 입장에서는 자신이 개별적인 전담운용서비스를 받고 있는 것으로 느낄 수 있어야 한다. 향후 퇴직연금 시장에서 복수의 퇴직연금기금에 대한 OCIO 서비스 역시 이와 유사한 구조가 될 것으로 전망된다. 이러한 유형의 OCIO 체계 수립에 네덜란드 공적연기금의 운용전문기관인 APG(All Pension Group)[7] 사례를 벤치마킹할 수 있다. 자금 성격이 상이한 다수의 연기금에 포괄적 OCIO로 기능하기 위하여 APG는 상당한 규모의 대 고객서비스(customer service) 부서를 운영하는 것으로 알려져 있다.

7) 2008년 네덜란드 공무원연금(ABP)의 운용전문기관으로 설립되어 현재는 건강보험기금과 같은 네덜란드 주요 공적기금의 공공 OCIO로 기능하고 있음

### 맺음말

국내 OCIO 시장은 수요와 공급 양면에서 빠른 성장세를 보일 것으로 기대된다. 운용규모에 비해 지배기능(governing function)이 취약한 것으로 평가되는 다수의 국내 자산보유자에게 OCIO 제도는 운용 전반을 총괄적으로 위탁할 수 있는 효과적인 대안으로 인식되고 있다. 자금의 수탁자인 운용사 입장에서도 기금형 퇴직연금제도의 도입으로 국내 OCIO 시장이 크게 확대될 것으로 기대하고 전사적 역량을 집중하고 있는 상황이다. 이렇게 시장의 수요와 공급이 모두 양호함에도 불구하고 현재 국내 OCIO 시장은 구조적인 비효율성으로 인하여 시장참여자 모두의 기대에 부응하지 못하고 있는 것이 현실이다.

불합리한 시장구조의 개편은 대부분 위탁자인 자산보유자가 주도해야 할 사안이다. 하지만 민간기업을 포함하여 기금형 퇴직연금과 같은 중소 규모의 자금이 폭넓게 시장에 유입될 것을 감안하면 이에 대비한 수탁자의 선제적인 운용 역량 강화도 중요한 시점이다. 지금까지 한국형 OCIO 체계에서는 전략적 의사결정은 여전히 비전문가인 위탁자에게 남아있고 OCIO는 자문의 형식으로 이를 보조하는 수준에 머물렀으나, 앞으로는 이에 대한 OCIO의 역할과 책임이 보다 강조될 것으로 전망된다. OCIO의 본원적인 경쟁력은 다수의 고객을 대상으로 운용 전반에 걸친 포괄적인 업무 위임에 있음을 강조한다.

# 세계 인프라펀드 시장의 성장과 특징

□ 초저금리 기조로 인한 풍부한 유동성으로 인해 상대적으로 높은 수익률을 제공하는 인프라펀드가 계속해서 투자자들에게 선호되며 전 세계 인프라펀드에 대한 자금유입이 지속

□ 전 세계적으로 인프라투자에 대한 정부의 재정여력은 충분하지 않은 상황이므로 이러한 부족분을 채워주기 위해 PPP를 활용한 전 세계 인프라투자 규모는 2012년까지 가파르게 증가하였으나 하락세로 전환한 이후 정체된 상황

□ 주요국들은 낙후된 인프라 시설의 재건 및 환경보전 등의 목표를 위해 PPP 방식의 정책형펀드와 시민참여형 인프라펀드 등을 조성하여 민간자금을 유치하기 위해 노력

□ 국내의 경우 민간자금을 유치하기 위해 인프라펀드를 설립, 지원하는 등 제도적 노력을 해온 가운데 국내 인프라펀드 시장은 주로 사모형태로 발전해 옴

□ 최근 정부가 공모형 인프라펀드인 뉴딜 인프라펀드 설립을 추진함으로써 향후 공모형 인프라펀드 설립이 증가할 것으로 예상됨

□ **전 세계 비상장 인프라펀드의 자금모집[1] 금액은 인프라자산에 대한 지속적인 투자 수요로 인해 2010년 340억달러를 기록한 이후 14%의 연평균 성장률을 기록하며 장기적으로 빠른 성장세를 보임**

— 전 세계 비상장 인프라펀드의 자금모집 금액은 2010년 340억달러를 기록한 후 지속적으로 증가세를 보이며 2019년 980억달러로 최고치를 경신

— 2020년 2분기에는 covid19에 의한 영향으로 신규 자금모집이 전분기대비 감소세를 보였으나 그럼에도 불구하고 전년동기대비 유사한 수준을 기록하였으며 동기간 큰 폭의 감소세를 보인 다른 대체투자시장 대비 견조한 흐름을 보임

- 총 운용자산은 2019년 기준 5,800억달러로 최고치를 도달하며 covid19로 인한 경기침체에도 불구하고 이러한 견조세가 유지된다면 운용자산은 역대 최고치를 기록할 것으로 예상
- 지역별 자금모집으로는 북미와 유럽지역 중심으로 집중되는 모습을 보였으며 이들 지역에 투자하는 대형규모의 펀드 설립에 기인

— 비상장 인프라펀드의 투자규모는 장기적으로 증가세를 보인 후 2017년 하락세로 전환하였으나 2019년까지 다시 상승세를 보이다가 최근 covid19발 경기충격에 의한 유럽에서의 투자 감소로 둔화세

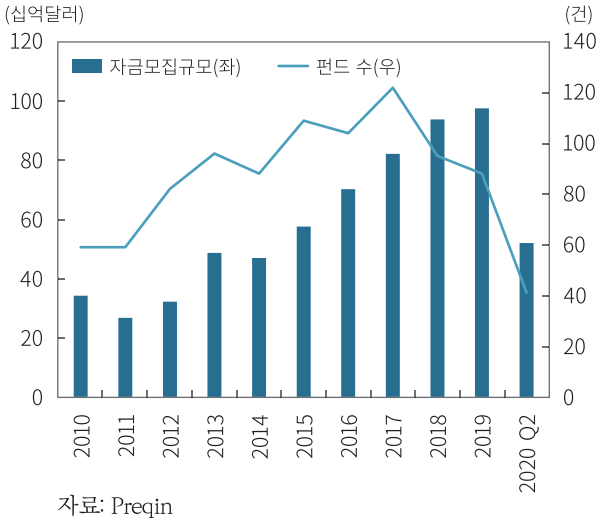
1) Preqin

— 지역별 투자 비중은 유럽과 북미지역에 대한 투자 비중이 약 70%를 기록하며 대부분을 차지한 것으로 나타나며 업종별로는 신재생에너지가 계속해서 가장 높은 비중을 기록하고 있는 가운데 최근 통신 분야 성장 확대

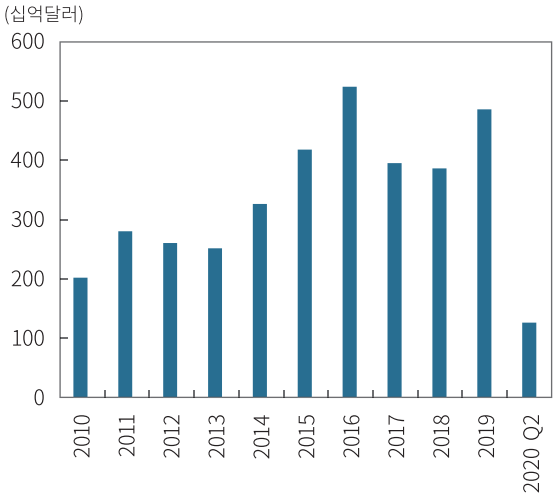
- 유럽을 중심으로 한 신재생에너지 분야의 투자가 절반 이상의 비중을 유지하고 있으며 EU차원에서 유럽지역의 재생에너지 비중을 확대시키기 위해 보조금 형태의 정책금융 규모가 확대됨에 따라 유럽 국가별로 태양광 및 풍력발전 등에 대한 투자 수요가 계속해서 증가하는 것에 기인
- 그간 전통에너지, 운송, 유틸리티에 대한 투자 비중이 높게 나타났으나 최근에는 유가폭락으로 인해 전통에너지 분야는 감소한 반면 covid19로 인한 비대면 문화 확산 등에 따른 통신 관련 사업이 주목받으며 데이터 기지국, 5G 인프라 구축 등에 대한 수요증가로 북미 지역을 중심으로 한 통신 및 사회적인프라에 대한 투자 비중이 증가하는 추세

**전 세계 비상장 인프라펀드 추이**

자금모집 추이




투자규모 추이




자료: Preqin

□ **전 세계 상장 인프라펀드는 2006년 20개에 불과하였으나 꾸준한 증가세를 보이며 현재 286개가 상장되어 있으며 글로벌 인프라 총 수익지수 또한 장기적으로 상승세를 기록[2)]**

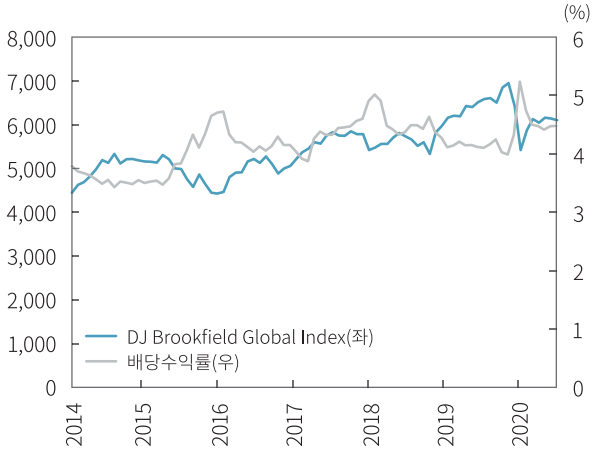
— 주식시장에 상장된 인프라펀드는 뮤추얼펀드의 유형으로 인프라자산의 주식, 지분, 채권 등을 매입하거나 경영권을 확보

— 기본적으로 채권수익률보다 높고 장기적으로 투자했을 경우 주식수익률보다 높으며 꾸준한 배당수익을 제공하여 투자자들이 선호

— 그리하여 전 세계 상장 인프라펀드의 수는 투자자들의 꾸준한 유입으로 현재 286개, 시가총액은 약 2.5조달러를 기록

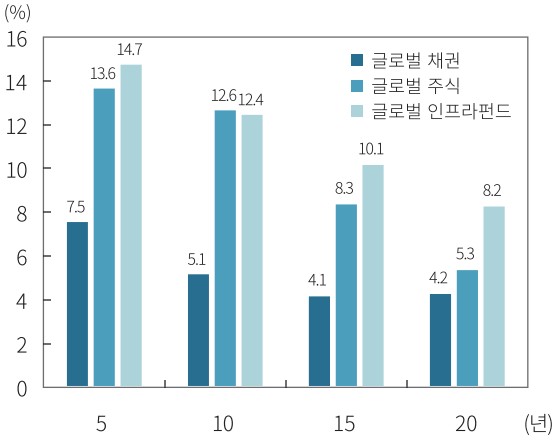
2) Bloomberg, EDHEC

상장 인프라펀드의 수익률 추이




자료: Bloomberg

상장 인프라펀드, 채권, 주가지수의 총 수익률 비교




주: 1) 글로벌 채권은 Bloomberg barclays aggregate bond Index, 글로벌 주식은 MSCI world equity index, 글로벌 인프라펀드는 UBS global infrastructure & utilites 50/50 Index 기준
2) 2001년 9월부터 2015년 3월까지 집계한 수치

□ **초저금리 기조로 인한 풍부한 유동성으로 인해 상대적으로 높은 수익률을 제공하는 인프라펀드를 투자자들이 선호**

— 인프라펀드는 경제에 근간이 되는 필수자산 또는 서비스에 투자하므로 경기변동이나 충격에 상대적으로 덜 민감하기 때문에 장기적으로 안정적인 수익률을 제공하는 것으로 나타남

- 비상장 인프라펀드의 경우 2019년말 기준 설정 1, 3, 5, 10년 이후의 내부수익률이 각각 8%, 12.5%, 11.7%, 10.6%를 기록하며 주요 대체투자 유형인 사모대출 및 부동산 투자의 수익률보다 대체적으로 높은 수준을 보임[3)]
- 상장 인프라펀드 또한 3~5% 수준의 꾸준한 배당수익률을 제공하고 있으며 총 수익률은 5년, 10년, 15년 이후에 각각 14.7%, 12.4%, 10.1%로 15년 이후에는 주식수익률보다 높은 것으로 나타남[4)]

— 최근 covid19에 의해 경기변동성이 큰 상황에서 인프라펀드는 다른 대체투자 자산에 비해 중위험-중수익의 안전한 투자처로 선호되고 인플레이션 방어 수단으로서 활용되고 있으며 전 세계적으로 디지털 인프라 및 환경문제 해결을 위한 그린뉴딜 정책 기조와 맞물려 자금유입 추세는 지속될 것으로 예상

□ **전 세계적으로 민관협력사업(Public-Pritave Partnership: PPP) 형태를 활용한 인프라투자 규모는 2012년까지 가파르게 증가하였으나 하락세로 전환한 이후 정체된 상황**

— 인프라 프로젝트의 경우 대규모 자금이 필요로 하므로 정부의 재원마련 부담을 경감시키기 위해 민간자금을 유치하는 방식인 민관협력사업 형태의 인프라투자가 1990년 이후부터 국제적으로 논의와 준비를 해오며 글로벌 민간금융회사의 참여가 꾸준히 이루어짐

3) Preqin, 2020. 7. 15, Unlisted Infrastructure Industry Slows in Q2 2020, Press Release.
4) UBS, 2019, The rise of global listed infrastructure.

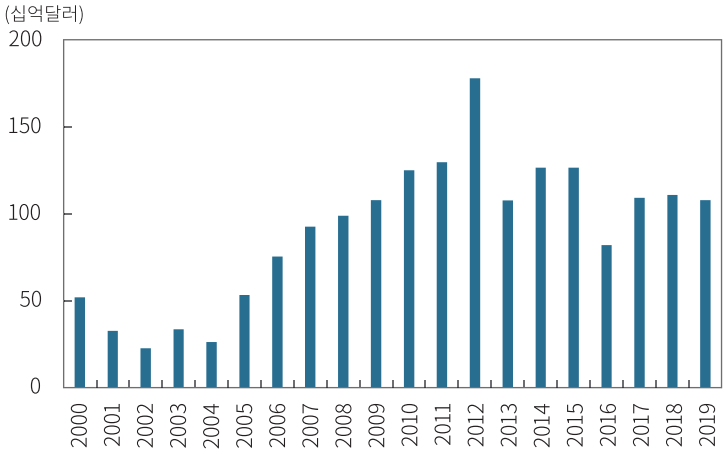
— 2010년 이후에는 G20 차원의 국제적 공조를 기반으로 인프라투자를 위해 PPP 방식의 민간금융 참여 확대가 핵심적 과제라는 것을 밝히고 세계은행 및 아시아개발은행, 아시아인프라투자은행 등 다자개발은행의 역할을 강조하고 민간금융회사의 투자 촉진을 위한 정책개발을 지속적으로 추진

— 그리하여 개발도상국 및 신흥국에 대한 인프라투자 수요가 확대되면서 에너지, 운송, 물과 상하수도 등에 대한 PPP 인프라투자는 2000년 464억달러에서 2012년 1,599억달러까지 급증하였으나 하락세로 전환한 이후 정체

- PPP 추진 시 체계적 정보 부족으로 인한 증거기반 결정 어려움, 단년도 정규예산 편성에 따른 장기사업 관리 어려움, 사업의 복잡성(기술, 금융, 이해관계자등), 정치적 역학 관계 변화로 인한 변동성, 범정부적 코디네이션 체계 부재 등의 문제점이 존재[5)]

— 전 세계 필요 인프라투자 수요에 미치지 못하는 공급 간의 격차인 인프라투자 갭이 2040년까지 약 15조달러에 이를 것이라고 추정되며 이러한 갭을 메꾸기 위해서는 민간부분의 역할을 강조[6)]

**전 세계 PPP 인프라투자 규모 추이**




자료: world bank

□ **주요국들은 낙후된 인프라 시설의 재건 및 사회기반시설 수요 해결, 환경보전 등의 목표를 위해 PPP 방식의 정책형펀드와 시민참여형 인프라펀드 등을 조성하여 민간자금을 유치하기 위해 노력해 옴**

— 미국은 대형 교통인프라 건설사업에 민간자금의 유입을 촉진하기 위한 목적으로 1998년 운송인프라금융 및 혁신법(TIFIA)을 제정하여 공공 또는 민간이 신청한 각종 교통인프라 프로젝트에 연방정부가 직접대출, 대출보증, 신용지급보증의 형태로 지원하는 프로그램을 운영

- 대표적인 민관합동방식의 인프라투자 금융지원 프로그램으로 민간투자 촉진을 목표로 한정된 연방정부 재원이 마중물 역할을 하여 5천만달러 이상인 대형 교통건설 사업에 필요한 자금을 유리한 조건으로 대출 또는 지급보증해 줌

5) OECD 정책 동향, 2016, 인프라 투자 관련 혼합금융의 도전과제와 기회.

6) Global Infrastructure Outlook, Global Infrastructure Hub, July, 2017

— 영국은 민관펀드인 디지털인프라투자펀드(DIIF)와 전기차충전소인프라투자펀드(CIIF)를 2017년과 2019년에 각각 설립하고 정부재원과 민간자금을 매칭하여 초고속 광역 네트워크 설립과 전기차충전소 설립에 채권 또는 지분투자 방식의 투자를 진행 중

— 독일은 시민주도의 인프라투자의 한 형태인 에너지협동조합이 활발히 운영되고 있으며 민관합동방식으로는 국책은행인 KfW가 디지털인프라에 투자하는 민간자금에 대해 신용보강 또는 대출을 제공하는 프로그램을 설립

**주요국 인프라투자 사례**

| 국가 | 유형 | 펀드명 | 내용 | 실적 |
|---|---|---|---|---|
| 미국 | 민관합동 | 운송인프라금융 프로그램 (1998~현재) | 민관합동방식의 금융지원프로그램: 교통건설사업에 필요한 자금을 유리한 조건으로 대출 또는 지급보증<br>정책자금은 사업비의 33% 미만으로 제한 | · 총 14.35억달러 예산 승인 ('16~'20)<br>· 74개 프로젝트에 320억달러의 정책자금 투입<br>· 총 가치 1,170억달러 |
| 영국 | 민관합동 | 디지털인프라 투자펀드 (2017~2022) | 5G, 교외지역 광영 네트워크 구축을 위해 총 8억파운드 규모의 정책자금 투입 | · 현재까지 10만채 가구에 초고속 네트워크망 구축을 위해 정책자금 약 6,700만파운드 투입, 총 25억파운드 이상의 민간부문 추가투자 유발 |
| | | 전기차충전소 인프라 투자펀드 (2019~2025) | 전기차급속충전소 설치를 위한 총 4억파운드 규모의 펀드로 민간자금과 5대 5로 매칭하여 투자 | · 1차적으로 전국에 5천개의 급속충전소 (DC형) 설치 예정 |
| | | 런던그린펀드 (2012~) | · 저탄소 프로젝트에 투자하기 위한 3개의 하위 도시개발펀드(UDF)로 구성된 1억 2,500만유로 규모의 펀드<br>· 정책자금에 맞춰 민간자본을 유치하여 지분투자, 대출/보증의 형태로 투자 | · 18개의 프로젝트에 1억 200만파운드 투자<br>· 약 2천개의 일자리를 창출<br>· 34%의 에너지 사용을 절약, 61MW 에너지를 생성 |
| | 시민참여형 펀드 | 런던시 도시재생 크라우드펀딩 (MCCP) | · 시장(mayor)이 지원하는 크라우드펀딩 도시재생 사업<br>· 시민들을 대상으로 도시재생 프로젝트에 대한 아이디어를 모집<br>· 플랫폼을 통해 일반 대중들에게 자금을 모집, 런던시는 선정된 프로젝트당 최대 5만파운드를 지원 | · 2014년 MCCP설립 이후 총 134개의 도시재생 프로젝트에 총 1만 6천명이 약 440만파운드를 지원<br>· 런던시 내에 까페, 도서관, 어린이 운동장, 공원 등이 설립 |
| 독일 | 민관합동 | 디지털인프라 투자 프로그램 (2020~2025) | 독일 전역의 초고속 네트워크망 구축을 위해 KfW와 민간부분이 투자하는 형태로 KfW는 민간투자에 대해 신용보강과 융자를 제공 | · 진행 중 |
| | 시민참여형 | 협동조합 | · 독일 지방도시를 중심으로 태양력, 풍력발전 사업에 해당 지역주민들이 지분투자하고 수익을 분배받는 형태의 협동조합을 구성 | · 재생에너지 발전시설의 약 31.5%가 개인, 10.5%가 농민, 태양광설비의 약 49.1%가 개인/농민 소유권 기록(2018년 기준) |

**주요국 인프라투자 사례(계속)**

| 국가 | 유형 | 펀드명 | 내용 | 실적 |
|---|---|---|---|---|
| 한국 | 민관합동 | 녹색펀드 (2009~) | · 정부와 민간투자자가 함께 출자하여 녹색기업, 녹색 · 신성장동력산업 영위 중소·벤처기업 등에 투자<br>1) 녹색산업투자회사: 총 500억원<br>2) 신성장동력산업육성펀드: 총 3조원<br>3) 중소벤처투자조합: 총 3,250억원 | · 총 12개 펀드 설립<br>· 펀드 조성액 총 5조 654억원<br>· 총 투자 1조 7209억원, 집행률 33.3% 기록 (2012년 기준) |
| | 시민참여형 공모펀드 | 녹색펀드 (2009~) | · 녹색기업, 친환경기업 등에 대해 개인투자자를 유치하여 주식이나 채권 등에 투자하고 수익을 실적에 따라 분배하는 간접투자방식 | · 총 42개 펀드 설립<br>· 총 설정액 약 3천억원 (2012년 기준)<br>· 현재 11개 운용 중 |
| | | 서울시 지하철9호선 특별자산펀드 (2013~) | · 개인투자자에게는 세제혜택 지원 (배당소득 비과세, 소득공제)<br>· 수익성 부족분 발생시 1차적으로 서울시에서 자금보전, 2차적으로 금융기관이 지급보증 | · 총 설정액 약 251억원 (2020년 기준) |

□ **해외의 정책형 인프라펀드 사례를 통한 특징을 간단히 살펴보면 다음과 같음**

— 미국은 주정부의 재정여건이 계속해서 악화됨에 따라 TIFIA의 공적금융은 평균 28% 수준으로 높지 않음에도 불구하고 FAST Act 시행을 통한 강력한 입법조치를 통해 민간자본을 유치하여 재정지출(deficit neutral)을 최소화하는 방식을 추진

- 최대 35년의 상환기간이라는 혜택과 주정부, 지방자치단체, 사업체 간 원활한 투자지원을 위한 원스톱 기구인 교통투자센터(BATIC)를 설치하여 TIFIA 기능을 확장하는 등 장기적 투자재정의 창구로서 적절한 역할

— 영국은 이니셔티브에 따른 EU차원의 기금을 적극적으로 활용하여 보조금 형태뿐만 아니라 우선손실보증(first loss guarantee)을 통해 승수효과를 발생시켜 대규모의 추가적인 민간투자를 유발

- 런던그린펀드의 경우 도시재생을 위해 펀드 수익을 재생에너지 프로젝트 등에 재투자하는 자금 회전구조를 형성
- 또한 정부 차원의 인프라 전담기관인 인프라 프로젝트 기구(IPA) 설립을 통해 국가 차원의 중요 인프라 프로젝트에 대한 사업계획 또는 투자계획을 수립하고 원활한 자금조달 방안을 제시하고 있으며 DIIF와 CIIF도 IPA의 전략 하에 민관협력 펀드를 조성

— 독일은 오래전부터 협동조합의 형태로 지역주민이나 시민이 주체가 되어 사업결정에 참여하고 출자금을 통해 재생에너지 시설 지분을 소유하게 되며, 시설 설립으로 생산되는 전력을 소비함으로써 투자금액에 대한 수익을 창출

- 자체 조합비와 나머지 지역은행 또는 연방주정부 보조금 등으로 투자가 이루어지며 독일재건은행(KfW) 및 지역은행들은 재생에너지 설비 투자를 위해 장기 저금리로 융자를 지원

□ **국내의 경우 국가재정운용계획 중 사회간접투자(SOC) 예산에 대한 정부 재정이 최근까지 꾸준히 감소함에 따라 그간 민간자금을 유치하기 위해 인프라펀드를 설립, 지원하는 등 제도적 노력을 해온 가운데 국내 인프라펀드 시장은 주로 사모형태로 발전**

— 경기가 지속적으로 침체되고 재정투자 여력이 감소됨에 따라 사회간접투자에 대한 민간투자사업의 중요성은 계속해서 확대되고 있으나 신규 민간투자사업은 감소추세를 보임

— 정부는 민간투자사업의 자금조달 활성화를 위한 일환으로 1999년 민간투자법에 근거한 인프라펀드[7]를 설립하였으나 2009년 최소수입보장제도(Minimum Revenue Guarantee: MRG) 전면 폐지 등으로 인해 이후 해당 법에 근거한 인프라펀드의 신규 설립은 없음

— 현재 운용 중인 국내 인프라펀드는 총 402개[8]인 가운데 민간투자법에 의해 설립된 인프라펀드는 10개이며 공모형은 1개, 상장된 펀드는 1개[9]가 유일하고 대부분 사모형태로 설립

- 공모형 인프라펀드는 폐쇄형을 제외하면 인프라 투자관련 해외기업의 주식 매입이나 해외 공모 인프라펀드에 재투자하는 재간접펀드가 주로 차지
- 국내 공모형과 사모형 인프라펀드의 설정액은 각각 28조 1,790억원과 251억원으로 외형적으로 큰 차이를 보임

— 공모형 인프라펀드가 주는 제약 때문에 사모형태로 주로 설립되어 오면서 개인투자자들이 선택할 수 있는 인프라펀드는 제한적이었음

- 공모형의 경우 공시 및 투자자보호를 위해 자산운용사의 역할이 요구되고 인프라자산에 대한 투자는 대부분 10년 이상의 장기투자가 많으며 주로 환매금지형 펀드로 설정
- 또한 사업 시행 전에 확정된 투자금액을 모아 운용이 이루어지므로 운용사 측면에서도 개인투자자 보다는 수요가 있는 대규모 기관투자자 자금을 활용해 옴

— 국내 공모형 인프라펀드와 사모형 인프라펀드의 기간별 누적수익률은 큰 차이가 없는 것으로 나타남

- 공모형과 사모형의 최근 3개월 수익률은 각각 1%, 0.9%를 기록한 후 최근 5년의 수익률은 23.1%, 24%로 유사한 성과 추이를 기록하였으며, 전반적으로 두 유형간 누적수익률의 차이는 크지 않은 것으로 나타남

□ **최근 정부가 공모형 인프라펀드인 뉴딜 인프라펀드 설립을 추진함으로써 향후 공모형 인프라펀드 설립이 증가할 것으로 예상됨**

— 올해 9월 뉴딜정책의 일환으로 3가지 유형의 뉴딜펀드 조성계획을 발표하였으며 그 중 일반 개인들도 투자할 수 있는 공모펀드 형태의 뉴딜 인프라펀드에 대한 지원정책을 제시함으로써 향후 공모형 인프라펀드 설립이 증가할 것으로 예상

- 투자금액 최대 2억원까지 배당소득세율을 14%에서 9%로 낮추고 분리과세를 적용

---

7) 이는 자본시장법의 규제를 받으나 민간투자법에서 일부 특례를 인정하였으며 이후 개정을 통해 인프라펀드를 지원

8) 펀드닥터에서 9월 17일 기준 운용 중인 국내에 투자하는 특별자산펀드 중 실물자산 유형을 기준

9) 2006년 투자자의 자금을 모아 민자사업에 투자하는 인프라펀드인 맥쿼리인프라투융자회사(MKIF)가 LSE와 KRX에 상장되었으며 이는 국내 최초의 인프라펀드 상장 사례로, 2002년 설정 초기에는 사모형태였으나 국내 민자사업에 대한 투자를 활성화시키기 위해 공모펀드로 전환하였음

— 공모형 인프라펀드의 경우 장기적으로 투자가 이루어지므로 대부분 추가설정이 불가능한 단위형 또는 중도환매가 불가능한 폐쇄형으로 설정되기 때문에 상장을 통해 투자자금의 환금성을 확보할 수 있는 상장 공모형 인프라펀드도 향후 증가할 수 있을 것으로 기대

— 단 공모형 인프라펀드 설립이 활성화되기 위해서는 세제혜택을 통한 개인투자자의 참여 유인 이외에도 정부 및 기업, 금융투자업계 간의 협력을 통해 다양한 인프라펀드가 개발 및 출시될 필요

- 영국이나 미국과 같이 인프라프로젝트 및 프로그램에 대한 사업계획과 투자계획을 수립하는 인프라전담 정부기구 또는 정부, 민간금융기관과 사업체 간 효율적인 파트너십을 위한 원스톱 기구 설립 사례를 참조할 필요
- 투자자에게는 인프라투자 관련 프로젝트에 대해 객관적으로 선별할 수 있는 분류체계와 인증제도를 갖춰 제공할 필요[10)]
- 그리하여 일반 개인투자자들이 다양한 인프라 프로젝트에 투자할 수 있는 공모형 인프라펀드가 출시될 수 있도록 이해당사자 간(정부, 금융투자업계, 기업 등) 협력을 강화시키는 것이 중요할 것으로 판단

선임연구원 안유미

10) 이효섭, 2020. 9. 7, 20조 투자처, 민간경쟁 통해 사업성 높은 프로젝트 발굴해야, 중앙일보 outlook.

# 스가 내각 출범과 아베노믹스의 자본시장 주요정책

□ 아베노믹스의 자본시장 정책은 첫번째, 금융완화가 국내외 투자자 유치로 이어지는 정책으로 거래소가 글로벌 시장에서 경쟁력을 갖추기 위한 개편을 실시

□ 두번째는 기업의 재무체질 개선을 위하여 스튜어드십 코드, 기업지배구조 코드를 성장전략의 핵심으로 삼았으며 세번째는 개인 투자환경 조성을 목표로 NISA, iDeCo 두가지의 투자우대 제도를 도입

□ 차기 총리로 선출된 스가 내각의 자본시장 정책은 전반적으로 아베노믹스와 연속성을 가지고 있으나 구체적인 청사진은 아직 제시되지 않음

□ **아베노믹스의 세 개의 화살을 주요 시책으로 삼았으며 자본시장 정책은 제3의 화살로 거래소 경쟁력 강화, 스튜어드십 코드·기업지배구조 코드 및 NISA·iDeCo 도입으로 요약**

— 아베노믹스는 세 개의 화살을 통해 잃어버린 20년을 탈피하는데 주력

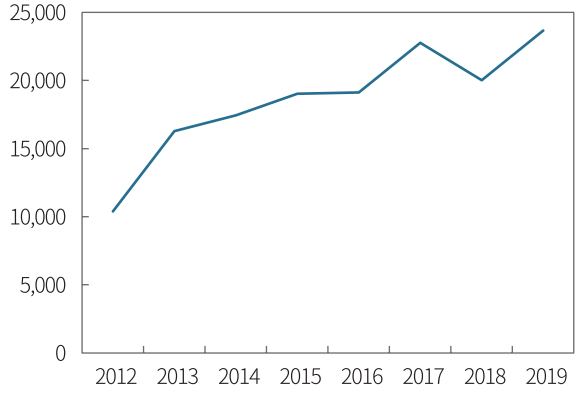
- 제1의 화살인 금융정책은 시장에 자금을 늘려 디플레이션을 탈피하고자 하였으며 닛케이 지수는 아베 집권 전에 비해 2배 이상 상승, 그러나 2% 물가상승률의 목표 달성에는 실패
- 제2의 화살은 디플레이션 탈피를 원활하게 하기 위한 재정정책으로 유효수요를 창출하고 지속가능한 성장에 기여하는데 중점
- 제3의 화살인 성장전략은 민간투자를 촉진하고 생산성을 높이는 것이 목표

— 결과적으로 목표를 달성하지는 못하였으나 임기 중 71개월간 회복세를 보여 경제를 소생시키는데 일조하였으며, 생산성은 미국보다 더 빠른 속도로 증가하였다는 평가를 받음[1)]

— 자본시장 정책은 시장 환경 개선(거래소 시장 개편), 기업의 재무체질 개선(스튜어드십 코드 및 기업지배구조 코드), 개인의 투자환경 조성(NISA 및 iDeCo 도입) 방향으로 추진

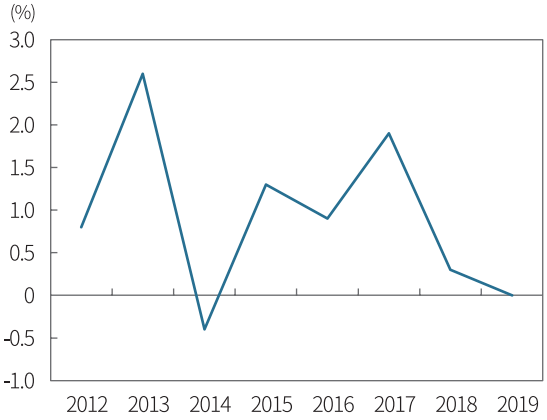
1) The Economist,2020. 9. 3, Abe Shinzo's legacy is more impressive than his muted exit suggests.

닛케이 225 지수 추이




자료: Bloomberg

실질 GDP 성장률 추이




자료: 일본 내각부

□ **금융완화가 국내외 투자자 유치로 이어지도록 성장산업에 리스크 머니 공급을 주요 정책으로 삼고 거래소가 글로벌 시장에서 경쟁력을 갖추기 위한 개편을 실시**

— 2014년 일본거래소그룹의 탄생, 신시장 구조 개편, 현물시장과 파생시장의 통합으로 종합거래소 구축과 경쟁력 강화를 목표[2)]

— 자본의 효율적인 활용, 투자자 중심의 경영관점, 글로벌 투자 기준 요구사항을 충족하여 투자매력이 높은 기업으로 구성한 새로운 주가지수 JPX 닛케이 400을 2014년 신설

- 기존 닛케이 225가 소수 및 시장 영향력이 큰 종목으로 구성되어 시장전체의 움직임을 나타내지 못하고 있다는 점과 외국인 투자자로부터 지적된 낮은 ROE 및 기업지배구조 불신이 이유
- TOPIX와 같이 시가총액을 기준으로 계산되지만 TOPIX와의 차이는 ROE, 영업이익, 시가총액 3가지를 주요 기준으로 상장기업 400개 종목을 골라 매년 교체하는 것으로 건실한 기업에 의한 주가지수 설정을 목표[3)]
- 일본 공적연금(GPIF)이 2014년 4월 주식 패시브 운용에 JPX 닛케이 400을 벤치마크 지수로 채택하였으며 관련 상품은 2014년 8개(순자산액 230억엔)에서 2016년 36개(순자산액 3,200억엔)로 증가[4)]

□ **스튜어드십 코드, 기업지배구조 코드를 기업 성장전략의 핵심으로 삼았으며 기업의 지속적인 성장에 대한 초석을 다짐[5)]**

---

2) 자세한 내용은 여밀림, 2020, 일본거래소그룹의 경쟁력 제고 전략과 시사점, 자본시장연구원 자본시장포커스 2020-03호 참고.

3) 적격기준: 상장후 3년 이상, 과거 회계3개년간 채무초과, 영업적자, 최종적자가 아닌 기업, 정리종목에 해당하지 않은 기업/시장 유동성 지표(최근 3년간 매매기준, 선정기준일 시점의 시가총액)에서 상위 1,000개 종목 선정, 이중 3년 평균 ROE 40%, 3년 누적 영업이익 40%, 시가총액 20%의 가중치로 계산한 종합점수 산출 후 독립 사외이사 선임, IFRS 채택, 영문공시자료 공개 시 가점

4) 三菱アセットブレインズ, 2016.10.14, 2016年 10月 今月のトピック.

5) 자세한 내용은 여밀림, 2020, 일본 주주행동주의와 상장기업의 지배구조 개선, 자본시장연구원 자본시장포커스 2020-07호 참고.

— 기관투자자의 영향력이 증가하는 가운데 기업 성장 속도의 둔화 속에 세계 경쟁력에서 뒤쳐진 상황을 돌파하기 위한 방안으로 2014년 스튜어드십 코드를 도입[6]

- 도입전 ROE가 10% 이상인 상장기업은 25%에 불과하였으나 도입 1년만에 33%로 증가
- 2020년 7월 31일 기준으로 GPIF를 비롯한 285개 기관이 수용을 표명[7]

— 기업지배구조 코드는 상장기업을 대상으로 지속적인 기업가치 향상을 위한 체제정비

- 일본 기업의 수익 개선 기대로 해외 투자자의 매수세가 증가하며 외국인 투자자의 일본주식 보유비율은 2014년 말 31.7%를 기록

— 상기 두 정책은 상장기업 및 기관투자자가 주주가치 향상을 위해 건설적인 대화를 목표로 하여 명확한 재무목표, 배당증가, 자사주 매입 등 주주 우선주의의 자세가 확산되어 기업가치 향상의 초석

□ **개인의 투자환경 조성을 위해 NISA, iDeCo 2개의 투자 우대 제도를 도입하였으며 젊은층의 투자환경 조성측면에서는 고무적인 성과**

— 2012년 가계금융자산 중 현금 및 예금의 비중이 55.7%에 이를 정도로 투자에 소극적이고 안전자산을 선호하는 경향이 강했음

— 일본재흥전략 중 중장기적 일본 주식시장의 안정에 이바지하기 위해 가계자산을 투자로 전환하는 정책을 담았으며 이 중 NISA(Nippon Indinvidual Saving Account), 개인형 확정기여연금(individual type Defined Contribution pension plan: iDeCo)이 대표적

— NISA는 2014년 도입으로 주식 및 펀드를 구입할 경우 연간 120만엔 한도로 배당, 양도차익이 비과세 혜택을 받을 수 있으며 이후 주니어 NISA(미성년자 대상), 장기투자에 적합한 적립형 NISA 신설[8]

- 2014년 3월 650만 계좌(납입액 1조 34억엔)에서 2020년 3월 1,406만 계좌(납입액 19조 5,439억엔)까지 증가

---

6) 영국 스튜어드십 코드를 기반으로 제정되었지만 7번째 원칙인 『기관투자자는 투자 대상기업의 지속적인 성장에 도움이 되도록 투자기업과 사업환경 등에 관한 깊은 이해를 바탕으로 해당 기업과의 상호작용과 스튜어드 활동에 따른 판단을 제대로 할 수있는 실력을 갖춰야한다.』는 영국에도 없는 원칙으로 일본 기관투자자의 성장을 촉진하는 조항으로 보임

7) 글로벌 투자자들의 관심 급상승으로 TOPIX지수는 2013년 51% 상승했지만 연초 이후 8% 하락하면서 일본은 다시 글로벌 투자자들의 매도 대상이 되었다. 일본기업의 장기적인 개혁의 큰 모자이크 중 하나로써, 아베총리의 제3의 화살 중 가장 강력한 구성요소인 스튜어드십 코드에 담겨 있다. 특히 주목해야 할 것은, 이것이 투자자와 기업 간의 「목적을 가진 대화」를 장려하고 있는 것이다. 정부가 주주와 기업 간의 대화(engagement)를 압박하고 있다는 사실은 중요한 진전이다. 제2차 세계대전 이후 일본 기업의 스타일은 주주지향이 아니라 놀랍게도 종업원 지향이었다. 복수의 헤지펀드가 2000년대에 실행하려고 한 주주행동주의는 대부분 실패로 끝났으며 외국인들의 일본 기업경영자에 대한 깊은 의심을 강화시켰다. 스튜어드십 코드는 이를 바꾸고 기업 지배력을 향상시킴과 동시에 지배구조 프로세스를 활성화시키려 하고 있다. 금융청이 공표한 스튜어드십 코드에서 기관투자가는 기업의 지속적인 성장에 기여해야 한다고 밝혔다. (WallStreet Journal, 2014. 5. 29, Shinzo Abe's Quiet Breakthrough.)

8) 2024년 개정에서는 중장기운용에 적합한 저위험 상품에 우선적으로 투자하는 환경 조성을 위해 1층: 적립 NISA 대상 상품(주식형·밸런스형 인덱스펀드, 액티브 운용펀드 등)과 2층: 상장주식·ETF·REITs 등(레버리지형은 제외) 2개로 나누어 1층을 구입한 투자자만이 2층 상품을 구입할 수 있도록 개정. 1,2층 합쳐 연간 최대 122만엔, 5년간 최대 610만엔 운용이익 비과세, 적립NISA 비과세 기간을 5년 연장(2042년까지)

- 적립 NISA는 2018년 3월 50만 계좌(납입액 111억엔)에서 2020년 3월 220만 계좌(납입액 3,733억엔)으로 증가

— 장기운용을 통한 노후자금 마련 측면에서 사적연금인 iDeCo를 2017년 개정

- 60세까지 연간 14만~82만엔 투자상한으로 예금, 투자신탁, 보험 상품 등 운용상품을 선택할 수 있으며 기여 및 수급시 전액 소득공제, 운용이익 비과세 혜택
- 가입자 수는 2015년 21만명에서 2019년 121만명으로 증가

— 저축에서 투자로의 슬로건은 한계점을 노출하였으나 젊은층의 투자환경 조성 확대라는 점에서 일정부분 성과를 거둠

- 가계금융자산의 현금 및 예금의 비중은 2020년 2분기 54.2%로 투자에 대한 인식 전환에서는 큰 변화가 없음
- 2020년 3월 적립 NISA의 2-40대 비중이 67.8%이며 전년대비 10만 계좌, 납입액 평균 17만엔이 증가하여 다른 연령층에 비해 증가폭이 큼
- 또한 iDeCo 자산구성 중 투자상품의 비중은 2018년 33%에서 2019년 44.2%로 확대

□ **차기 총리로 선출된 스가 내각의 자본시장 정책은 전반적으로 아베노믹스와 연속성을 가지고 있으나 구체적인 청사진은 아직 제시되지 않음**

— 코로나 19의 대응과 내년 9월까지의 임기로 정책을 대폭 수정하기보다는 기존의 아베노믹스 정책의 틀을 유지하면서 추가적으로는 디지털 관련 정책을 강조

- 9월 2일 출마회견에서 일본은행의 정책변경을 강요하고 있지는 않으며 필요에 따라 추가 완화를 촉구할 가능성을 시사하고 있어 구로다 일본은행 총재의 금융완화 정책은 유지
- 소비세 인상 유예 등 재정정책으로 경기를 끌어올리기보다 구조개혁을 통해 효율성을 높이고자 할 것
- 디지털청의 신설을 검토하고 있으며 마이넘버 보급 확대와 경제, 의료·복지, 교육 등 사회 다양한 분야에서 디지털화 추진을 목표

— 아베노믹스가 금융정책을 중심으로 한 거시경제 정책을 주목적으로 하는 반면 스가총리는 규제완화와 구조개혁을 중심으로 한 미시적 산업 정책이 될 것

- 2020년 5월 통과한 지방은행 합병을 위한 독점금지 적용제외 특례법을 통해 지역 금융기관의 경쟁력 강화를 위한 조직 개편이 이루어질 가능성[9)]
- 중소기업기본법 개정 검토에 착수 중이며 세제상 우대조치나 보조금을 받게되는 중소기업의 정의를 바꾸고 경영통합을 통해 생산성을 높이려는 의도[10)]

9) 예를 들면, SBI 홀딩스가 시마네은행이나 후쿠시마 은행과의 제휴, 치바은행 등을 중심으로 지방은행 기간 시스템 공동화 프로젝트 'TSUBASA 얼라이언스'와 같은 움직임들이 가속화될 것으로 보임

10) 일본의 중소기업은 전체 기업의 99.7%를 차지하고 있으며 중소기업 백서에 따르면 종업원 1인당 부가가치액을 나타내는 노동생산성의 중앙값은 대기업 585만엔에 비해 중소기업은 174만엔으로 기업규모가 작아질수록 생산성이 떨어짐. 또한 세금우대를 이유로 규모 확대 등을 기피하는 경향이 있음을 지적(日本経済新聞, 2020. 9. 6, 菅氏、中小企業の再編促す 競争力強化へ法改正検討)

- 기업지배구조 개혁에서는 환경, 사회를 반영하여(ESG) 기업가치를 높이는 지속가능성 중시 흐름으로 갈 것

— 최근 주식시장에서 버크셔 헤서웨이의 일본 5대 상사 63억달러 투자를 통해 살펴보면, 향후 일본기업의 주주 환원 잠재력과 수익성 및 기업가치 향상의 여지가 있음을 시사

**2012. 12~2020. 8 아베 내각의 주요 정책 흐름**

| 일자 | 정책사항 | 내용 |
|---|---|---|
| 2012년 12월 26일 | 제2차 아베내각 출범 | 총선거 결과 민주당 정권에서 자민당 정권으로 교체. 닛케이지수는 출범시점에서 1만엔대에 진입한 데 이어, '세개의 화살'등의 시책이 발표되면서 기대가 반영, 다음 해 5월에는 1만 5천대까지 상승 |
| 2013년 1월 1일 | 일본거래소그룹 발족 | 도쿄증권거래소그룹과 오사카증권거래소와의 경영통합 |
| 2013년 4월 4일 | 일본은행, '양적·질적금융완화' 도입 | 2013년 1월 22일 정부와 일본은행은 소비자물가상승률 2%의 물가목표 하의 금융완화에 합의. 금융정책결정회의에서 2년 동안 전년대비 2%의 물가상승률을 목표로 하는 양적·질적 금융완화를 도입하기로 결정 |
| 2013년 6월 14일 | '일본재흥전략-Japan is Back-' 발표 | 제3의 화살인 일본 재흥 전략 발표. 이후 3차례 개정되었으며 산업부흥, 미래 산업 육성, 일본 경제의 국제화 발전 지원 3개 목표로 구성. 같은 해 일본판 스튜어드십 코드, 기업지배구조 코드의 검토 지시 |
| 2014년 1월 1일 | 개인 상장주식의 배당·양도소득에 관한 경감세율 종료 | 전년말까지의 경감세율(10.147%) 적용을 종료, 20.315%(소득세 15%, 주민세 5%, 부흥 특별 소득세 0.315%)의 세율 적용 |
| 2014년 1월 1일 | NISA 도입 | 소액투자자를 위한 비과세 제도. 1년에 원금 100만엔(5년간 500만엔)까지 주식이나 주식투자신탁에 대한 배당금과 매매차익이 비과세가 되는 제도로 이후 120만엔(5년에 600만엔)으로 증액 |
| 2014년 2월 26일 | 일본판 스튜어드십코드 도입 | 기업의 지속적 성장을 촉진하고 수익자의 중장기적 투자수익의 확대를 도모하기 위해 7가지 원칙을 제정 및 공표. 법령이 아니라 각 기관투자가의 운용방침에 따라 받아들일 용의가 있는 경우에는 그 취지를 표명 혹은 실시가 적절하지 않다고 생각하는 원칙이 있으면 실시하지 않는 이유를 설명하는 comply or explain방식을 채택 |
| 2014년 4월 1일 | 소비세율 5%에서 8%로 17년만에 세율 인상 | 민주당 정권(노다 내각) 하인 2012년 8월, 민주·자민·공명 3당 합의로 소비세율 10%로 인상 법안이 통과된 것을 계기로 아베 내각 하에서 8%로 인상 실시 |
| 2015년 5월 1일 | 회사법 개정 시행 | 지배주주의 이동에 따른 신주발행 절차의 재검토, 특별지배주주에 의한 주식매도 청구(캐쉬아웃) 제도의 도입 등 |
| 2015년 6월 1일 | 기업지배구조 코드 도입 | 일본재흥전략 개정 2014에 근거해 성장전략의 일환으로 도쿄 증권거래소가 유가증권 상장규정의 별첨으로서 정한 것으로써 회사가 주주를 비롯한 직원·지역사회 등의 입장을 감안한 투명·공정하고 신속·과단성 있는 의사결정을 행하기 위한 원칙이 포함. 스튜어드십 코드와 마찬가지로 처벌의 대상은 아니지만 comply or explain방식을 채택 |
| 2016년 1월 29일 | 일본은행, 마이너스 금리정책 발표 | 유럽 중앙은행에서는 이미 적용되고 있었던 민간은행으로부터의 초과지급준비금에 대해 -0.1%의 금리를 부과, 2월 16일부터 시행. 실질적으로는 큰 영향이 없었지만 마이너스 금리를 도입한 영향이 크며 듀레이션이 더 긴 마이너스 국채 금리가 출현하는 계기가 됨 |

## 2012. 12~2020. 8 아베 내각의 주요 정책 흐름(계속)

| 일자 | 정책사항 | 내용 |
|---|---|---|
| 2018년 1월 | 적립 NISA 도입 | 비과세 투자액 연간 40만엔, 최장 20년간 비과세 적립 NISA 개시. 구입가능 상품이 금융청의 기준을 충족한 투자신탁, ETF로 한정이나 원금보장이 아님(기존 NISA와 같음), 손익통산할 수 없는 등 이전 NISA와는 구조가 다른 점도 있음 |
| 2018년 6월 | 기업지배구조 코드 개정 | 상호보유 주식의 절감을 추진, 경영진의 선임 · 해임 절차의 투명성, 여성과 외국인의 선임에 의한 이사회의 다양화를 요구 |
| 2019년 3월 27일 | 소비세율 10% 인상 관련 조치를 포함한 2019년도 예산 성립 | 소비침체에 따라 소비세율 10% 인상은 두 차례에 걸쳐 연기되었으나 10월 1일자로 소비세율 10%로 인상 확정, 동시에 필요한 부담경감조치 등 및 경감세율 제도를 포함 |
| 2020년 2월 5일 | 상장 자회사의 지배구조 규정 개정 | 2020년 2월 7일 시행. ① 독립임원의 독립성 기준 강화(과거 10년 이내에 모회사 또는 형제회사에 소속되어 있던 자는 불가), ② 그룹 경영의 방침 등 공개의 충실화(기업지배구조에 관한 보고서)가 포함 |
| 2020년 2월 20일 | 거래소 시장 구조 개편 발표 | 신시장은 현재의 4개 시장을 ① 프라임 시장(현재 1부시장에서 기준 조정) ② 스탠다드 시장(중견기업), ③ 그로스 시장(이머징 마켓)으로 재구성. 뿐만 아니라 TOPIX의 재검토에 대한 향후 대응 방침도 공표 |
| 2020년 3월 6일 | 파생상품 및 청산기관 관련 개정 | 장외파생상품 거래정보의 보고처 단일화에 관한 금융상품거래법 개정도 포함. 구체적으로는 금융상품거래 청산기관에 의한 청산집중 등 거래정보의 보고, 금융상품거래업자에 의한 비청산집중 거래정보의 보고 모두 일원화 |
| 2020년 3월 24일 | 스튜어드십 코드 개정 | ① ESG를 포함한 지속가능성의 고려 ② 적용대상의 확대(채권 등 「기타의 자산」에 투자하는 기관투자가 등), ③ 운용기관에 의한 공개·설명의 확대, ④ 기업연금 등에 의한 스튜어드십 활동의 명확화, ⑤ 기관투자가를 위한 서비스 제공자(의결권행사 자문회사, 운용 컨설턴트 등)에 대한 규율 정비 |
| 2020년 4월 10일 | 펜데믹 상황을 적용한 금융상품거래업 자율규제 개정 | 사내 규칙에 의한 유동성 리스크 관리 태세(스트레스 테스트 포함)의 정비와 사업설명서에 유동성 리스크의 주의 환기를 기재. 스트레스 테스트에 코로나19와 같은 팬데믹 포함이 필수. 2022년 1월 적용 |
| 2020년 6월 | 핀테크 금융법제 재검토 | 암호화 자산 교환업체에 대한 규제의 재검토(수탁업체(지갑업체)에 대한 등록 의무, 광고·권유 규제, 분별 관리 강화 등), 암호화 자산 파생상품 거래, ICO 대한 규제 정비(암호화 자산 파생상품을 금융상품거래법에 근거하는 규제의 대상으로 포함 등) |
| 2020년 6월 12일 | 금융서비스 중개업 신설 | 은행·증권·보험으로 구분된 기존 중개업을 통합하였으며 하나의 등록에 모든 분야의 서비스가 중개 가능한 원스톱 제공에 최적화 |
| 2020년 7월 1일 | 상장회사의 소수주주 보호 방침 검토 | 지배주주·지배력을 가진 주주가 소수주주의 이익에 반하여 소수주주의 이익이 침해될 우려, 소수주주 보호의 틀이나 적용범위에 대하여 정보공개, 수속, 지배구조, 적용범위를 기준으로 검토 및 정리 |
| 2020년 8월 5일 | 초고령사회에서의 금융업무 방향성 발표 | 인지판단 능력 등이 저하된 고객에 대한 대응, 디지털 기술을 활용한 개별 인지판단 능력이나 상황에 따라 제도의 정교화, 본인 이외(가족이나 유족 등)에도 금융거래의 유무를 조회할 수 있는 시스템 검토 |

선임연구원 여밀림