

IPO 시장의 개인투자자 증가와 적정 공모가의 중요성*

선임연구위원 이석훈

최근 IPO 시장에서 개인투자자들이 증가하고 있다. 이에 지난 11월 금융위원회는 IPO 공모주 일반청약자 참여기회 확대방안을 발표하였는데, IPO 시장의 건전화를 위한 방안들도 마련할 필요가 있다. 본고는 IPO 시장에서 개인투자자들이 증가하는 원인을 진단하고 긍정적인 영향과 부정적 측면을 검토하였다. 특히 IPO 시장에서 투자자를 보호하고 공모주 투자수요가 안정적으로 형성될 수 있는 적정 공모가의 결정이 더욱 중요해지고 있음을 확인하였다. 건전한 IPO 시장을 위한 구체적인 방안으로 적정 공모가 발견에 효과적인 방향으로의 수요예측제도 개선, 초과배정옵션의 적극적 활용, 주관회사 평판시장의 조성을 제시하였다.

최근 카카오게임즈 IPO에서 청약증거금이 무려 58조원을 넘으며 역대 최고치를 기록하였다. 이는 IPO 시장에서 개인투자자들이 증가한 상황을 보여주는 사례이기도 하지만 개인투자자의 공모주배정 이슈를 촉발한 계기가 되었다. 지난 11월 금융위원회는 「IPO 공모주 일반청약자 참여기회 확대방안」을 발표하였다. 본 개선방안은 개인들의 공모주 참여기회를 확대하여 공모주배정의 형평성 이슈를 완화할 것으로 기대된다. 다만 개인투자자들이 증가하고 있는 상황에서, IPO 시장의 건전화를 위한 방안들도 마련될 필요가 있다. 이에 본고는 IPO 시장에서 개인투자자가 증가한 원인을 진단하고 이로 인한 긍정적인 영향과 부정적인 측면을 검토해본다. 또한 이러한 논의를 바탕으로 적정 공모가의 중요성을 확인하고 건전한 IPO 시장을 위한 방안을 제시한다.

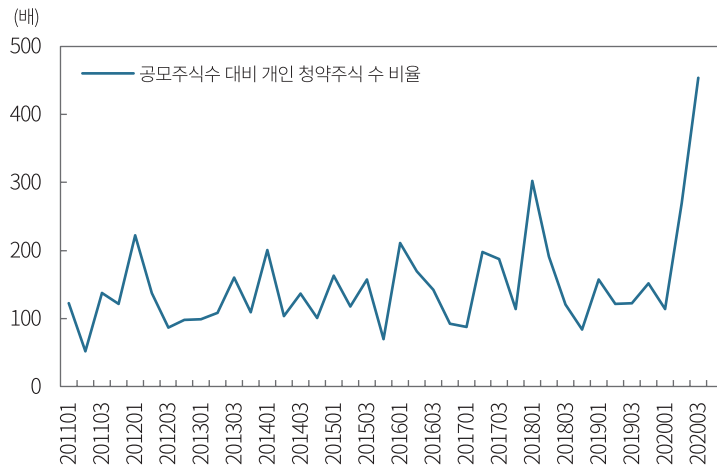
IPO 시장에서 개인투자자 증가의 원인과 영향

〈그림 1〉에서 볼 수 있듯이, 공모주식수 대비 개인투자자 청약주식수의 비율은 지난해까지만 해도 대체로 100~200배를 보이는데 그쳤으나 2020년 3분기에는 450배로 나타나 최근 10년 간 최고 수준을 보였다. 이와 같이 IPO 시장에서 개인투자자들이 가파르게 증가하게 된 요인으로는 두 가지를 생각해볼 수 있다. 첫째로 최근 IPO 공모주의 상장첫날 수익률이 매우 높았다는 점이다. 지난 3분기 IPO 공모주의 상장첫날 수익률이 평균 49%였으며 100% 이상의 수익률을 보인 공모주도 적지 않았다. 이러한 이유로 주식투자에 경험이 적었던 개인들도 IPO 공모주 투자에 대한 기대심리가 높았을 것으로

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

보인다. 사실 개인들의 공모주 투자 열기는 때때로 공모주의 높은 상장첫날 수익률과 관련이 높다. 금년과 같이 2018년 1분기에도 공모주의 상장첫날 수익률과 개인투자자의 청약률이 동시에 높았으며 이와 같은 양상이 예외적인 수준이었던 사례로는 1990년대 말 IT 버블 시기의 IPO 시장을 들 수 있다.

〈그림 1〉 개인투자자들의 공모주 투자수요



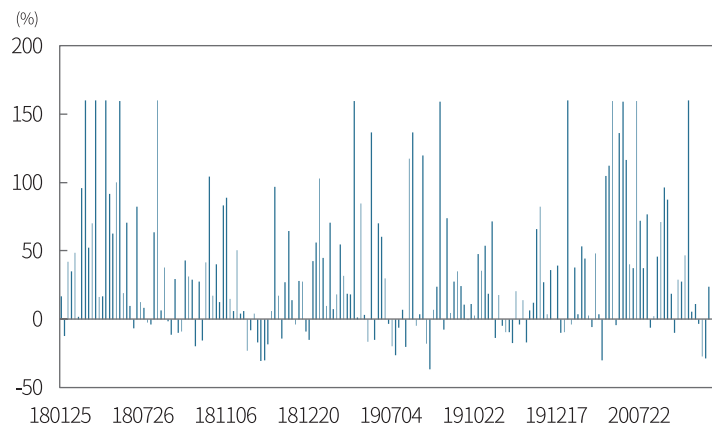
주: 개인투자자의 공모주 투자수요는 공모주식수 대비 개인 청약주식 수 비율을 나타냄

둘째는 IPO 시장에 참여하는 개인투자자의 풀(pool) 자체가 커졌다는 점이다. 코로나19 이후 주식 시장에 신규로 진입한 개인투자자들이 많았을 뿐 아니라 개인투자자들의 주식시장 거래 규모도 큰 폭으로 증가하였다. 개인투자자들 중에서는 IPO 기업이 영위하고 있는 비즈니스에 대한 깊은 이해를 바탕으로 기업을 적절하게 평가하고 투자할 수 있는 역량을 가진 투자자가 상당히 존재한다. 또한 IPO 공모주 투자 경험이 많아 증권신고서를 통해 기업의 재무성과나 사업의 성장성 등을 면밀하게 분석하는 개인투자자들도 많다. 다양한 정보 제공 채널들은 개인투자자들이 공모주의 진정한 가치를 평가할 수 있는 창구로 작용하고 있다. 이러한 개인투자자들은 IPO 기업의 장기성과를 보고 투자할 가능성이 높다. IPO 시장에 참여하는 개인투자자의 풀이 커졌다는 것은 이와 같은 투자자의 저변이 확대되어 IPO의 성공 가능성을 높이고 시장에 활력을 줄 수 있다는 점에서 긍정적인 측면이 있다.

반면 개인투자자 풀의 확대에는 높은 수익률만을 바라보고 IPO 시장에 참여하는 개인투자자가 과도하게 많아질 수 있다는 부정적 측면도 존재하며, 이는 IPO 시장이 과열될 때 더욱 심화된다. 공모주에 대해 막연히 높은 수익률을 기대하거나 주위의 투자 결정을 따라 투자하는 개인투자자들이 지나치게 증가하면 IPO 공모주의 주가는 기업의 본질가치보다 과도하게 높아질 수 있다. 빅히트 엔터테인먼트 IPO 사례에서와 같이 기대한 수익률을 충분히 실현한 투자자들이 주식을 대거 매도할 수 있는데, 이 경우 상장 후 공모주의 시장가격이 급락할 위험이 있다. 공모주 수익률만 바라보고 투자하는 개인들은 시장 상황에 따라 공모주 시장에 일시적으로 몰리기도 하지만 한꺼번에 빠져나가는 경우도 많다.

이러한 유형의 투자자들이 일시적으로 공모주 시장에 몰리게 되면 기업의 장기성과를 보고 참여하는 투자자들이 높은 청약경쟁률로 인해 공모주를 배정받기 어려워진다. 반대로 투자자들이 단기간에 빠져나가는 경우에는 IPO 시장의 투자 수요가 불안정하게 되어 우량한 IPO 기업들도 투자 유치에 고전할 수 있다. <그림 2>는 IPO 공모주 상장 첫날 수익률이 시계열적으로 과도히 높아졌다가 다시 낮아지는 등의 급변하는 모습을 보여주고 있는데, 이는 우리나라 IPO 시장이 이러한 투자자들로부터 많은 영향을 받고 있음을 보여주는 것이라고 생각된다.

<그림 2> 개별 공모주의 상장첫날 수익률 (2018.01~2020.09)



적정 공모가의 중요성

우리나라 IPO 시장에서 개인투자자들은 공모주 청약에서 뿐 아니라 상장 직후 공모주의 거래에서도 상당한 비중을 차지하고 있다. 최근 IPO 시장에서 개인투자자들의 참여가 증가하면서 시장이 활성화되는 긍정적인 영향이 기대되지만 시장이 과열되거나 냉각될 수 있는 위험도 커질 것이다. 앞서 언급하였듯이, 지속적인 IPO 공모주의 저평가는 개인투자자들의 과도한 쓸림을 초래할 수 있으며 빈번한 공모주의 고평가는 투자위험을 부각시켜 이들을 급속히 빠지게 만들 수 있다. 따라서 개인투자자들이 많이 참여하는 IPO 시장에서는 적정 공모가의 형성이 매우 중요하다. 기대컨대, 적정 공모가를 통해 IPO 시장의 변동성이 완화된다면 공모주에 대한 이해가 높고 투자경험이 많은 투자자들이 공모주 시장을 주도할 가능성이 높아질 것이다. 이러한 시장에서는 IPO 기업들도 안정적인 투자자 기반과 적정 공모가를 통해 보다 저렴한 비용으로 자금을 조달할 수 있게 될 것이다.

최근 공모주의 개인투자자 배정의 형평성 이슈는 개인들의 공모주에 대한 높아진 관심과 투자 수요에서 비롯되었다. 더불어 우리나라 많은 IPO 공모주에서 상장한 이후 매입하는 주체가 주로 개인투자자라는 점도 고려되었다고 생각된다. 그러나 수요예측제도에서 기관투자자의 가격발견 기능을 고려하여 이들에 대한 우호적인 배정이 중요하다는 견해도 충분히 일리가 있다. 이는 지난 11월 금융투자협

회 토론회에서 개인투자자 배정 비율과 관련하여 논쟁이 있었던 부분이기도 하다. 다만 IPO 시장에서 적정 공모가가 잘 형성된다면 투자자들이 공모주를 배정받지 않더라도 상장된 후에 공모가보다 그리 높지 않은 가격에서 공모주를 매입할 수 있다. 이 경우 공모주 배정의 이슈는 지금과 같이 불거지지 않을 것이다.

건전한 IPO 시장을 위한 과제

이상의 논의로 볼 때, 향후 과제의 핵심은 적정 공모가를 통해 투자자들을 안정적으로 유치하고 또 이들을 보호할 수 있는 건전한 IPO 시장을 조성하는 것이라고 판단된다. 여기서는 몇 가지 구체적인 방안들을 제시해본다.

첫째, 수요예측제도는 효과적으로 적정 공모가를 발견할 수 있는 방향으로 개선될 필요가 있다. 수요예측제도는 본래 주관회사의 주도적인 역할을 중시하는 공모가 결정방식이다. 그러나 이러한 제도가 도입될 당시 투자자보호가 강조되면서 배정을 비롯하여 공시 및 절차상의 많은 세부규정들이 마련되었다. 문제는 이러한 세밀한 규정들이 적정 공모가를 찾는 데 중요한 주관회사의 자율성을 제한하고 있다는 점이다. 즉 현재의 수요예측제도는 공정하고 투명한 절차를 제공하고 있지만 가격발견에 다소 효율적이지 못한 측면이 있다. 앞서 논의한 바와 같이, IPO 시장에서 적정 공모가의 형성이 중요해지고 있다는 점에서 수요예측제도는 투명성보다는 주관회사의 자율성과 역할이 강조되는 방향으로 개선될 필요가 있다. 또한 가능하다면 주관회사가 개인투자자의 수요를 반영하여 공모가를 결정할 수 있는 방안도 검토해 볼 수 있다.

둘째, 주관회사들은 초과배정옵션을 적극적으로 활용할 필요가 있다. 초과배정옵션을 계약한 주관회사는 최대주주로부터의 차입을 통해 애초에 계획한 공모주 물량보다 15%를 초과하여 배정할 수 있다. 상장 후부터 1개월 간 초과배정 물량 내에서 공모주를 매입할 수 있기 때문에 주관회사는 이를 통해 공모주의 가격 하락을 저지할 수 있다. 마지막으로 주관회사는 상장 후 1개월이 지난 시점에 최종 매입한 공모주와 그 외 신주로 주식을 발행하여 차입한 15%의 공모주를 최대주주에게 되갚게 된다. 이와 같은 방식의 초과배정옵션은 주관회사가 상장 직후 공모주의 가격 하락을 완화할 수 있는 시장조성활동을 가능케 해준다. 주관회사는 공모주의 수요를 정확하게 예측하기가 어려우며, 이러한 이유로 시장수요보다 높게 공모가를 책정할 수 있다. 즉 고평가된 공모주는 때때로 나타날 수 있다. 초과배정 옵션을 계약한 주관회사는 상장 초 시장조성활동을 통해 고평가된 공모가로 인한 투자자 손실의 문제를 완화할 수 있다. 또한 이 때문에 주관회사는 수요예측 과정에서 얻은 시장수요의 정보를 보다 적극 반영하여 공모가를 결정할 수 있다.

셋째, IPO 주관업무에 대한 평판시장을 만들 필요가 있다. 우리나라 주관회사들은 IPO 공모 실적을 중심으로 평가받는 측면이 많은데, 이는 수수료 경쟁을 유도할 뿐 양질의 서비스 경쟁을 유도하는



데는 효과적이지 못하다. 특히 건전한 IPO 시장을 위해서는 공모가의 적정성, 투자자보호를 위한 주관 회사의 역할, 공모주의 장기성과 등이 강화되어야 하는데, 평판시장은 주관회사로 하여금 이에 필요한 서비스를 향상하도록 유도할 것이라고 본다. IPO 주관업무의 평판시장이 조성되기 위해서는 주관회사에 대한 질적 평가기준과 이를 주기적으로 시장에 알릴 수 있는 채널 등이 마련되어야 할 것이다.

경기회복의 리스크 요인과 시사점*

연구위원 정화영

코로나19로 인해 상반기 크게 위축되었던 국내외 경제는 3분기 이후 회복세를 기록하였다. 그러나 그 과정에서 위험요인이 누적되었는데, 경기회복이 지연될수록 취약 요인이 부각될 가능성이 크다. 기업신용이 가파르게 증가하고 수익성이 악화됨에 따라 비우량 기업을 중심으로 신용위험이 확대될 수 있다. 민간부문 서비스업의 부진 지속으로 고용이 크게 감소함에 따라 경제의 회복력이 약화될 가능성이 있다. 경제가 안정적인 성장경로에 진입할 때까지 잠재리스크가 확대되지 않도록 적극적인 정책 대응이 필요하다. 신용리스크가 확대되지 않도록 금융지원 프로그램을 면밀하게 점검하고, 필요시 기업유동성지원기구의 매입기간 연장 등을 고려해야 한다. 고용이 빠르게 악화되고 있는 서비스업에 대해서는 재정지원을 통해 소비둔화의 장기화로 이어지지 않도록 대응할 필요가 있다.

글로벌 경제는 상반기중 코로나19 충격으로 크게 위축되었다가 하반기 이후 성장세로 전환하였다. 주요국들의 경제성장률은 2분기 저점을 기록한 후, 3분기부터 반등세를 나타내고 있다(〈표 1〉). 충격 초기 큰 혼란을 겪었던 세계 금융시장도 각국 중앙은행과 정부가 그 어느 때보다도 적극적인 시장안정화 조치를 시행함에 따라 안정세를 나타내고 있다.

〈표 1〉 주요국 GDP 성장률

(단위: %, 전기대비)

| | 20.Q1 | 20.Q2 | 20.Q3 |
|------|-------|-------|-------|
| 미국 | -1.3 | -9.0 | +7.4 |
| 유로지역 | -3.7 | -11.8 | +12.7 |
| 일본 | -0.6 | -8.2 | +5.0 |
| 한국 | -1.3 | -3.2 | +2.1 |

자료: 각국 GDP 발표 기관

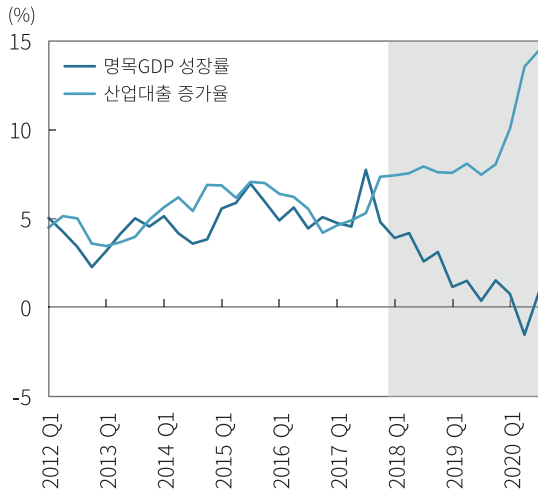
* 본고의 견해와 주장은 필자 개인의 것이며, 자본시장연구원의 공식적인 견해가 아님을 밝힙니다.

우리나라도 코로나19 이후 기준금리 인하, 금융시장 안정화 프로그램¹⁾ 운영 등으로 금융시장이 대체로 안정을 되찾은 가운데, 3분기 GDP도 수출을 중심으로 성장세를 기록하였다. 적극적인 정책 대응으로 국내경제의 단기적인 위험은 크게 낮아졌으나, 코로나19 재확산 가능성 등으로 향후 성장경로의 불확실성은 여전히 높은 상황이다. 이에 본고에서는 코로나19 이후 금융시장과 실물경제에 잠재된 위험요인을 살펴보고자 한다.

기업신용의 가파른 증가 및 기업실적 악화

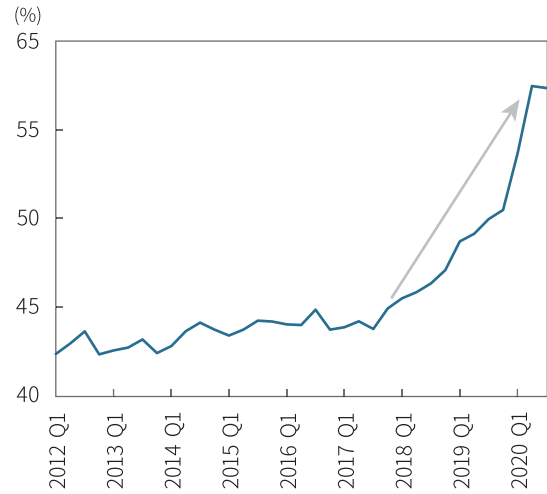
코로나19 이후 기업신용은 경제활동에 비해 가파른 증가세를 나타내고 있다. <그림 1>은 명목 GDP와 산업대출금(금융업, 공공행정 제외)의 증가율을 나타내는데, 2012~2017년중에는 비슷한 증가세를 기록하며 안정적인 관계를 유지하였다. 그러나 미중 무역갈등, 글로벌 경제 성장세 둔화 등으로 2018년 이후 명목 성장률이 산업대출 증가율을 지속적으로 하회하였다. 코로나19 충격 이후에는 정책금융 프로그램이 적극적으로 운영됨에 따라 경제활동과 산업대출 증가율 간의 괴리가 더욱 확대되고 있다. 이에 따라 명목GDP 대비 산업대출금의 비율은 2017년말 49.9%에서 2020. 9월말 62.4%로 빠르게 증가하였다(<그림 2>).

<그림 1> 명목GDP와 산업대출 증가율



주 : 명목GDP와 예금취급기관 산업대출금(금융업, 공공행정 제외)의 전년동기대비 증가율
 자료: 한국은행 ECOS

<그림 2> 명목GDP 대비 산업대출금 비율

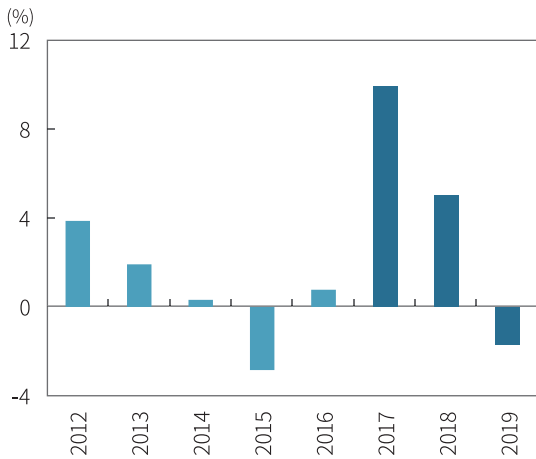


주 : 예금취급기관 산업대출금(금융업, 공공행정 제외)/명목GDP(분기 GDP를 연율화)
 자료: 한국은행 ECOS

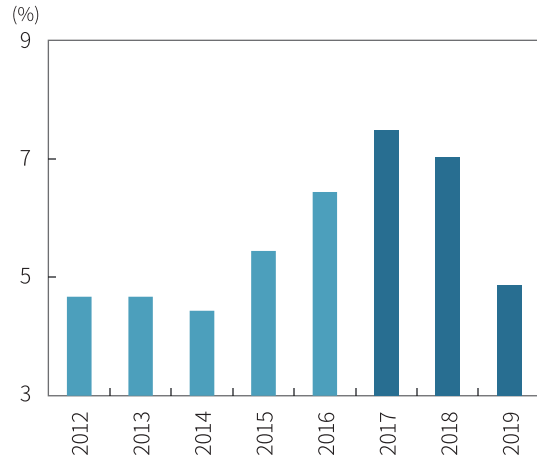
1) 한국은행 RP매입을 통한 전액공급방식의 유동성 지원, 채권시장안정펀드 및 증권시장안정펀드 조성, 회사채 신속인수제도 및 회사채·CP 차환발행 프로그램(산업은행), 코로나19 피해 대응 P-CBO보증(신용보증기금), 기업유동성지원기구(SPV) 설립을 통한 저신용 회사채·CP매입 지원 등

기업의 성장성과 수익성은 무역분쟁에 따른 대외 여건 악화 등으로 코로나19 이전부터 둔화되었다. <그림 3>과 <그림 4>는 각각 12월 결산 외감법인(금융업 제외)의 매출액증가율과 매출액영업이익률 추이를 나타낸다. 매출액증가율은 2017년 9.9%에서 2019년 -1.7%로 크게 감소하였으며, 매출액영업이익률 역시 같은 기간 중 7.5%에서 4.9%로 감소하였다. 이러한 여건 하에서 수익성이 크게 낮은 기업이 증가하고 있는데, 3년 연속 이자보상배율(영업이익/이자비용)이 1을 하회하는 한계기업의 비중(기업수 기준)은 2017년 11.4%에서 2019년 14.3%로 상승하였다.²⁾ 한계기업의 재무적 안정성은 크게 낮은 수준³⁾을 기록하고 있는데 경제회복이 지연될 경우 한계기업을 중심으로 경제 전반의 신용위험이 확대될 가능성이 크다.

<그림 3> 외감법인 매출액증가율



<그림 4> 외감법인 매출액영업이익률



주 : 12월 결산 외부감사대상회사(금융업 제외)를 대상으로 분석
 자료: DataGuide, 저자계산

비우량물을 중심으로 신용경계감 상존

금융상황이 크게 완화되었음에도 불구하고 채권시장에서는 비우량물에 대한 신용경계감이 여전히 높은 수준을 기록하고 있다. 코로나19의 전세계적 확산으로 신용스프레드는 모든 등급에서 3~4월중 크게 확대되었다. 글로벌 금융시장의 안정, 시장안정화 조치 등으로 6월 이후 신용스프레드가 축소세로 전환되었으나, 그 속도는 등급별로 차별적인 모습을 나타내고 있다(<그림 5, 6>).

AA등급 이상 우량물의 경우, 6월 이후 신용스프레드가 지속적으로 축소되며 신용경계감이 크게 완화되는 모습을 나타내었다. 반면 A등급 이하 비우량물의 스프레드는 8월 이후부터 축소되기 시작하였으며 그 속도도 느리게 진행되고 있다. 11월말 AA+와 AA-의 신용스프레드는 2019년말 대비 각각

2) 2019년 한계기업의 비중은 자산기준으로는 9.1%, 부채기준으로는 13.5%를 기록하였다.
 3) 2019년 비한계기업의 총자산부채비율(부채/총자산) 중위수가 60.8%인데 반해, 한계기업은 이보다 크게 높은 83.3%에 이르는 것으로 나타났다.

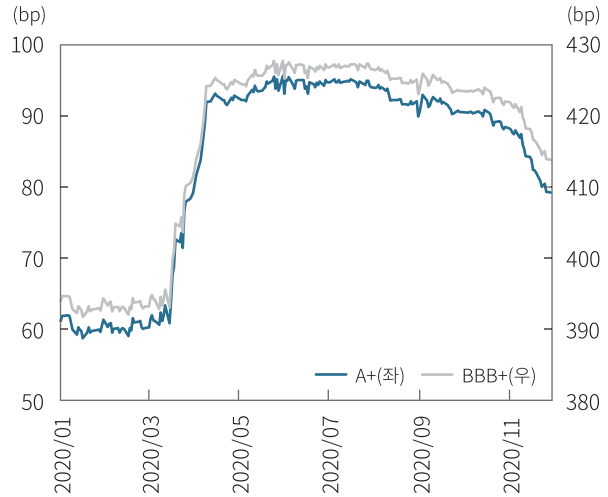
1bp, 7bp 확대된 데 반해, A+와 BBB+의 신용스프레드는 각각 18bp, 20bp 확대된 수준을 기록하는 등 비우량물에 대한 신용경계감은 크게 해소되지 않은 모습을 나타내고 있다.

〈그림 5〉 우량물 스프레드 추이



주 : 국고채대비, 3년물 회사채기준(민평균)
자료: 금융투자협회

〈그림 6〉 비우량물 스프레드 추이



이에 따라 낮은 신용등급을 가진 기업은 공모시장에서 회사채 발행에 어려움을 겪고 있으며, 정책 프로그램의 지원을 받고 있다. 3월 이후 비우량물을 중심으로 회사채 수요경쟁률이 하락하고 미매각 비율이 증가하였다(〈표 2〉). 특히 BBB등급 이하의 경우 수요경쟁률이 100%이하를 기록하며 미매각 비율이 큰 폭 증가하였다. 이에 따라 저신용 기업들은 기업유동성지원기구(SPV) 등 정책금융 프로그램을 통한 미매각분 인수에 의존하고 있는 상황이다.

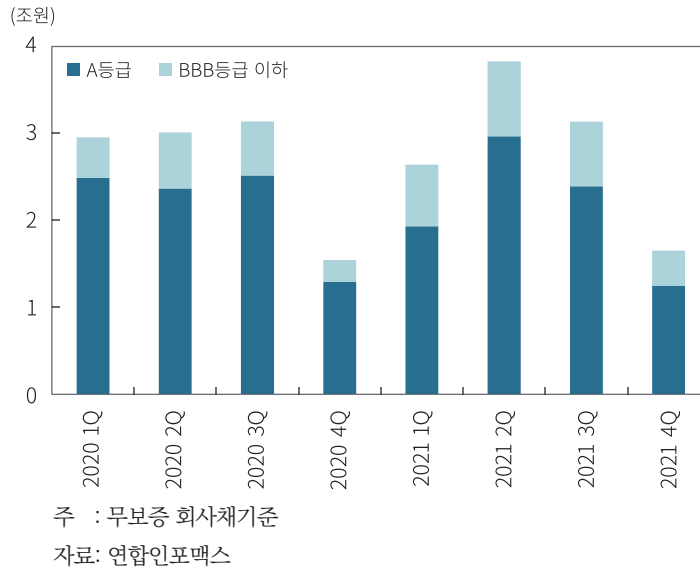
〈표 2〉 신용등급별 회사채 수요예측 결과

| | | (단위: %) | | | |
|-----------------------------|--|---------|-------|-----------|------------|
| 수요경쟁률 ¹⁾ | | 2018년 | 2019년 | 2020.1-2월 | 2020.3-10월 |
| 전 체 | | 339 | 399 | 380 | 293 |
| AA등급 이상 | | 336 | 400 | 408 | 316 |
| A등급 | | 358 | 430 | 274 | 218 |
| BBB등급 이하 | | 300 | 232 | 197 | 69 |
| 수요예측대비 미매각 비율 ²⁾ | | 2018년 | 2019년 | 2020.1-2월 | 2020.3-10월 |
| 전 체 | | 0.5 | 1.5 | 0.6 | 7.0 |
| AA등급 이상 | | 0.2 | 0.1 | 0.2 | 1.9 |
| A등급 | | 1.2 | 1.9 | 2.2 | 23.5 |
| BBB등급 이하 | | 2.8 | 19.4 | 0.0 | 51.6 |

주 : 1) 참여금액/수요예측금액
2) 미매각금액/수요예측금액
자료: 금융투자협회, 장외채권시장 동향 각호, 보도자료.

한편, 기업유동성지원기구의 증권 매입 기간은 설립일로부터 6개월 후인 내년 1월 13일 종료 예정이다. 비우량채권의 만기도래규모는 2020년 10.6조원에서 2021년 11.2조원으로 소폭 확대되는데 (<그림 7>), 현재와 같이 비우량물에 대한 신용경계감이 지속될 경우 차환발행의 어려움으로 인해 신용위험이 실현될 가능성이 크다. 한편 취약업종을 중심으로 기업들의 신용등급이 하향될 경우, 신용리스크가 증대될 수 있다.

<그림 7> A등급 이하 회사채 만기도래규모



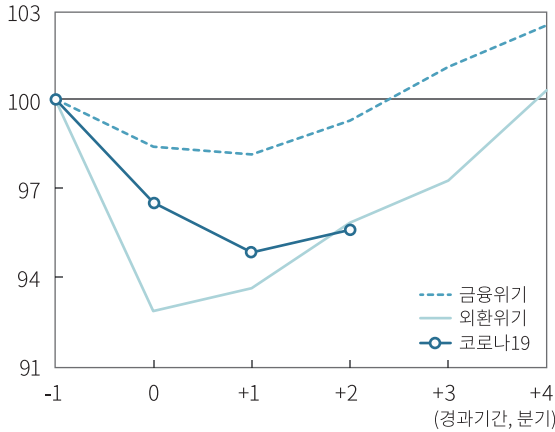
서비스업의 부진 및 고용감소

사회적 거리두기 시행으로 대면 업종을 중심으로 서비스업이 크게 위축되었다. 1분기 서비스업(금융업 및 공공행정 제외)은 3.5% 감소하였는데, 이는 외환위기(1998. 1분기 -7.2%) 이후 가장 큰 감소폭이다. <그림 8>을 통해 외환위기, 금융위기, 코로나19 이후 서비스업의 추이를 비교해보면, 2008년 금융위기 당시보다 코로나19에 의해 더 큰 충격을 받았음을 확인할 수 있다. 한편, 코로나19의 산발적 재확산으로 사회적 거리두기가 지속됨에 따라 서비스업의 회복이 더디게 진행되고 있다. 코로나19 충격 이후 2분기 경과한 현재 서비스업은 충격 이전 수준의 95.6%에 그치고 있다. 이는 과거 위기기간과 비교해도 회복세가 크게 지연되는 모습인데, 민간부문 서비스업의 취약한 복원력을 나타낸다.

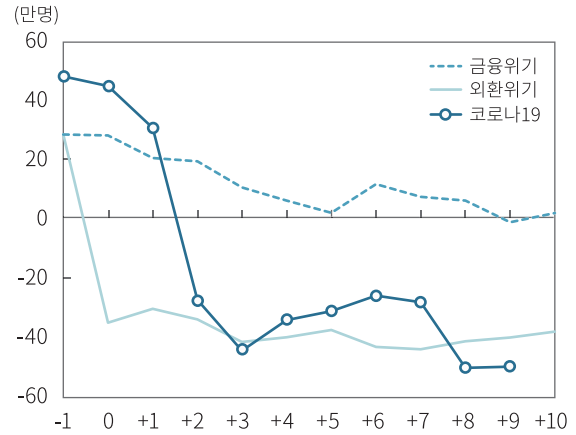
코로나19 이후 서비스업을 중심으로 고용이 크게 감소하며 소득여건이 악화되고 있다(<그림 9>). 10월 서비스업(금융업 및 공공행정 제외) 취업자수는 전년동기대비 50.4만명 감소하며 외환위기 당시 수준을 기록하고 있다.⁴⁾ 서비스업이 국내경제에서 차지하는 중요성⁵⁾을 감안할 때, 서비스업의 회복 지연에 따른 소득 여건 악화로 경제 전반의 회복세가 악화될 위험에 유의해야 한다.

4) 취업자수 규모가 외환위기 당시보다 크게 증가한 데서 기인하는 영향도 있으므로 이에 유의해서 비교해야한다. 서비스업(금융업 및 공공행정 제외)의 취업자수는 1997년말 1,094.7만명에서 2019년말 1,722.3만명으로 증가하였다.
5) 서비스업(금융업 및 공공행정 제외)은 우리나라 고용(2019년말 취업자수 기준)의 63.5%, 국내총생산(2019년 기준)의 49.4%를 차지하고 있다.

〈그림 8〉 각 충격¹⁾ 이후 서비스업 추이²⁾



〈그림 9〉 각 충격¹⁾ 이후 서비스업 고용 추이³⁾



주 : 1) 각 충격시 서비스업(금융업 및 공공행정 제외)의 부가가치가 감소하기 시작한 시점을 기준시점(0)으로 설정
 2) 충격 발생 직전 시점(-1)의 서비스업(금융업 및 공공행정 제외) 부가가치를 100으로 표준화
 3) 서비스업(금융업 및 공공행정 제외) 취업자수의 전년동기대비 증감

자료: 한국은행 ECOS, 통계청 KOSIS, 저자계산

정책적 시사점

하반기 이후 국내외 경제는 반등하였으나, 금융시장과 실물경제의 잠재리스크가 상존하며 경기회복의 불확실성이 큰 상황이다. 민간신용의 가파른 증가, 서비스업의 부진 등 코로나19 대응 과정에서 누증된 위험요인은 경기회복이 지연될수록 취약성이 빠르게 증대될 수 있다. 백신 및 치료제가 상용화되어 본격적인 성장세에 진입할 때까지 리스크 요인들이 확대되지 않도록 적극적인 정책 대응이 필요하다. 저신용 기업을 중심으로 신용리스크가 확대되지 않도록 금융지원 프로그램을 면밀하게 점검하고, 필요시 기업유동성지원기구의 매입기간 연장 등을 검토해야 한다. 한편, 고용 위축이 빠르게 진행되고 있는 서비스업에 대해서는 소비둔화 등 경제 회복력 약화로 이어지지 않도록 재정지원을 통해 대응할 필요가 있다.

일본의 새로운 금융서비스중개업 도입

- 일본에서는 금융상품판매법이 금융서비스제공법으로 개정되면서 업권별 규제를 중복으로 적용받지 않는 금융서비스중개업이 신설
 - 업태별 종적관계였던 기존의 중개업과 달리, 하나의 등록으로 은행, 증권, 보험 모든 분야의 서비스 중개가 가능하도록 원스톱 시스템 제공
 - 우리나라도 금융소비자보호법의 제정으로 '동일기능-동일규제'가 적용되는 금융상품판매대리·중개업자제도가 도입
 - 다양한 금융 거래 요구에 부응하는 새로운 금융사업이 활성화 될 것으로 예상
-
- 일본에서는 2020년 6월 5일 '금융 서비스 이용자의 편의 향상 및 보호를 도모하기 위한 금융 상품의 판매 등에 관한 법률 등의 일부를 개정하는 법률'이 성립되고 동월 12일에 공포되었음¹⁾
 - 2019년 12월 20일에 공표된 금융청 금융심의회의 '결제법제 및 금융서비스중개법제에 관한 워킹그룹' 보고에서 ① 캐쉬리스 시대의 이용자 요구에 따른 편리성을 높이고 안전한 결제서비스를 실현하기 위한 유연하고 과부족 없는 규제 정비 및 ② 다양한 금융서비스 제공을 원스톱으로 받을 수 있는 편의성 높은 금융중개서비스를 실현하고자 하는 중개업자에게 적합한 업종을 창설하는 것이 제안됨
 - 이에 금융청은 정보통신기술의 발전을 배경으로 이노베이션 촉진을 통해 이용자 편의 향상과 이용자 보호의 균형에 유의한 제도를 정비하기 위해 2020년 3월 6일 은행, 증권, 보험 분야 횡단적인 금융서비스 중개를 하나의 라이선스로 실시할 수 있는 금융서비스중개업의 창설 등을 내용으로 하는 금융상품판매법, 자금결제법 등의 개정법안을 국회에 제출
 - 개정 법률에 따라 '금융 상품의 판매 등에 관한 법률'이 '금융 서비스 제공에 관한 법률'로 변경되고 업권별 규제를 중복으로 적용을 받지 않는 '금융서비스중개업'이 신설
 - 현재 일본은 은행업, 증권업, 보험업의 경우 각각의 대리인으로 상품·서비스의 중개를 영위하는 중개업자가 존재하며, 특히 보험업에서 중개업은 매우 활발하여 전국에 10만개 이상의 기관이 존재
 - 반면, 은행업, 증권업, 보험업의 모든 금융 상품·서비스를 원스톱으로 중개하는 업체는 5개사(2019년 12월 말 기준)에 불과하여 이용자 편의 면에서 충분하지 못한 상황

1) 시행일은 공포일로부터 기산하여 1년 6개월을 초과하지 않는 범위 내에서 정령으로 정하는 날

- 이용자가 다양한 금융서비스 중에서 자신에게 적합한 것을 선택하는 것이 중요해지고, 정보통신 기술의 발전으로 온라인 금융서비스의 제공이 가능해지면서 새로운 금융거래 요구에 부응하기 위해 금융서비스중개업이 창설됨
 - 금융서비스중개업은 예금 등 매개업무, 보험매개업무, 유가증권 등 중개업무, 대부업 대출매개업무 중 어느 하나를 업으로 하는 것을 말함(금융상품판매법 개정안 제11조)

일본의 중개업자의 수

| | | |
|--------------------------|----------------------|----------|
| 은행(은행대리업자) | 79명 (2019년 12월말 기준) | |
| 증권(금융상품중개업자) | 888명 (2019년 12월말 기준) | |
| 보험 | 생명보험(법인·개인)(생명보험대리점) | 8만5,862명 |
| | 손해보험(손해보험대리점) | 18만319명 |
| (2019년 3월말 기준) | | |
| 은행·증권·보험 모든 서비스를 중개하는 업자 | 5명 (2019년 12월말 기준) | |

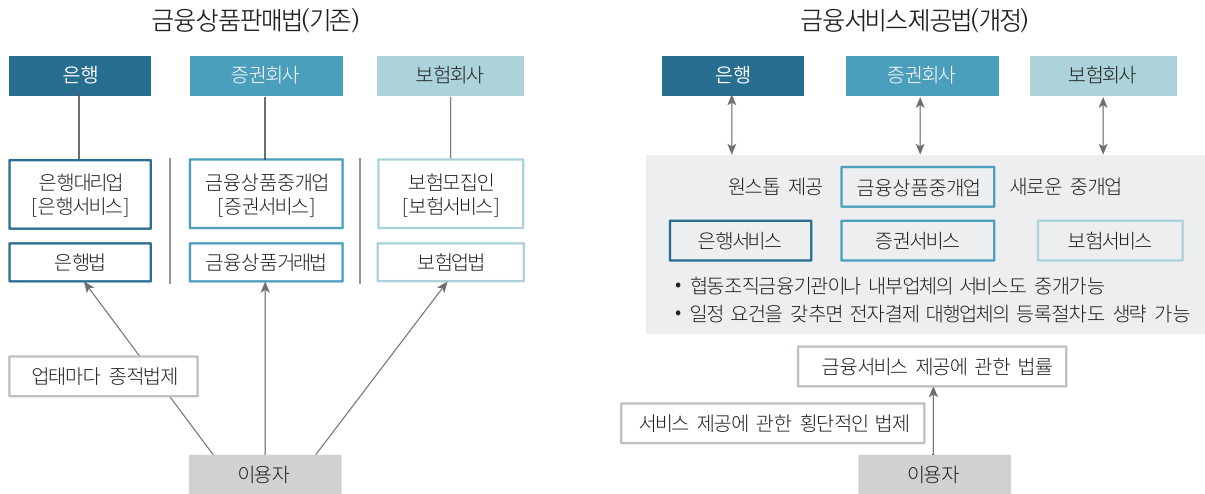
자료: 金融庁, 2020. 3, 金融サービスの利用者の利便の向上及び保護を図るための金融商品の販売等に関する法律等の一部を改正する法律案, 説明資料

□ 금융서비스중개업의 구조

- 업태별 종적관계였던 기존의 중개업과 달리, 하나의 등록으로 은행, 증권, 보험 모든 분야의 서비스 중개가 가능하도록 원스톱 시스템 제공
- 현행 제도에서 복수업종(은행, 증권, 보험)에 걸쳐 다수의 금융기관이 제공하는 금융서비스를 중개하려는 경우, 사업자에게 다음과 같은 부담이 존재한다는 것이 지적됨²⁾
 - ① 이용자와 금융기관 사이에 개재하는 중개업자에 관한 현행 규제는 은행법의 은행대리업자나 전자결제 등 대행업자, 금융상품거래법에서의 금융상품중개업자, 보험업법에서의 보험모집인이나 보험중개인 등과 같이 '기능'별로 분류되기 때문에 사업자가 '기능'을 넘어 상품·서비스를 취급하는 경우에는 각각 업종별 규제에 따라야 했으며, 중개하고자 하는 분야에 따라 각각의 라이선스를 개별적으로 취득하고, 복수의 등록이 요구되는 등 규제가 중첩적으로 적용
 - ② 현행 규제상 소속제하에서 사업을 하는 중개업자가 다수의 금융기관이 제공하는 상품·서비스를 취급하려는 경우 특정 금융기관에 소속되어 있어야 하며, 소속 금융기관이 각각 실시하는 지도·감독을 받고, 중개업자가 고객에게 손해를 입힌 경우 소속 금융기관이 책임을 지게 되어 있어 부담이 큼
- 개정 법률에 의해 ① 업종별 복수 등록 등을 받지 않고 새로운 중개업으로의 진입시 복수 업종을 아우르는 상품·서비스를 중개할 수 있게 되며, ② 새로운 중개업자에게는 소속제를 적용하지 않고 취급 가능한 상품·서비스의 한정, 이용자 자금의 수용 제한, 재무면의 규제적용 등을 통해 이용자를 보호함

2) 2019년 7월 26일 공포된 금융심의회 금융제도 스터디 그룹 결재법제 및 금융서비스중개법제에 관한 제도정비 보고에 대한 기본방침

금융서비스제공법상 금융서비스중개업

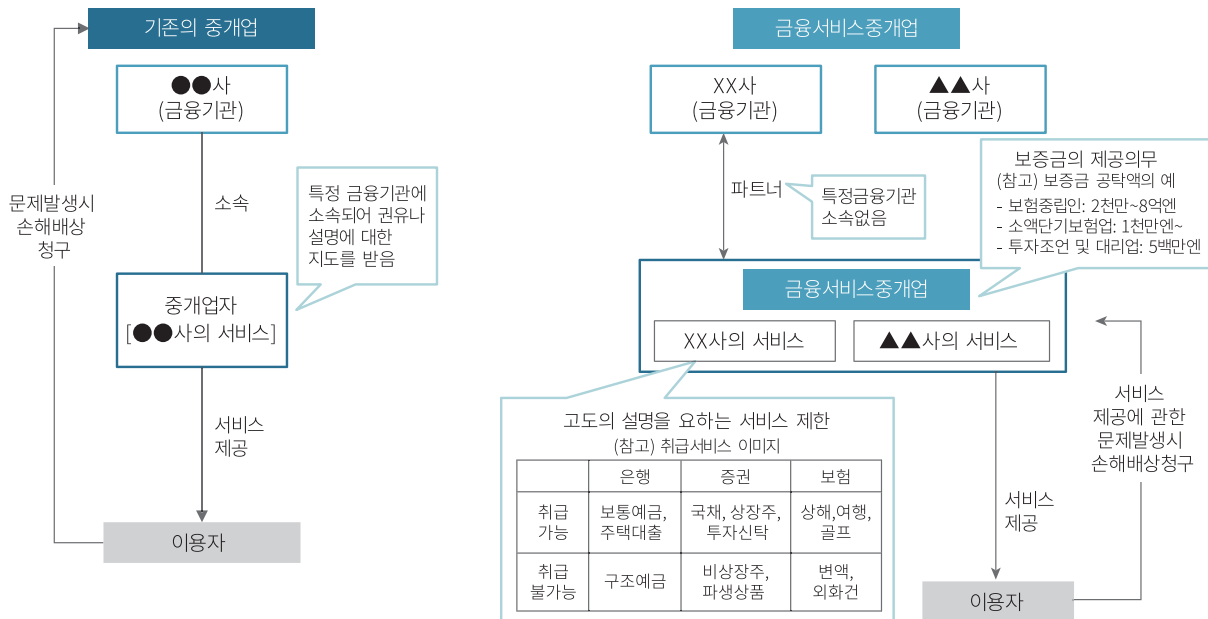


자료: 金融庁, 2020. 3, 金融サービスの利用者の利便の向上及び保護を図るための金融商品の販売等に関する法律等の一部を改正する法律案, 説明資料

□ 금융 서비스 이용자의 입장에서 은행, 증권, 보험을 원스톱으로 중개업자에게 상담을 받아, 다양한 금융 상품과 서비스를 일괄적으로 비교 검토할 수 있기 때문에 편리성이 높음

- 금융서비스중개업은 특정 금융기관의 소속을 요구하지는 않는 대신, 취급 가능한 서비스의 제한이나 이용자 재산(서비스 구입 대금 등)의 수입 금지, 보증금의 공탁의무 등을 통해 이용자 보호를 도모

금융서비스중개업 구조



자료: 金融庁, 2020. 3, 金融サービスの利用者の利便の向上及び保護を図るための金融商品の販売等に関する法律等の一部を改正する法律案, 説明資料

□ 금융서비스중개업자에 대한 규제 사항

— 공통규제

- 건전하고 적절한 운영을 확보하기 위한 조치(고객 자산의 예탁 수용 금지, 고객에 대한 정보 제공, 고객 정보의 적정한 취급 등)
- 성실의무
- 금융기관으로부터 받는 수수료 등의 공개
- 명의대여 금지 표지(標識)의 게시의무

— 분야별 규제

- 은행: 정실대출(거래처와의 관계에 따라 적절한 리스크 판단을 하지 않고 대출하는 것)의 매개 금지 등 금융서비스중개업자가 대부업체의 대출을 매개하는 경우에 대하여 과대광고 금지, 추심행위 규제를 조치
- 증권: 내부자 정보를 이용한 권유 금지, 손실보전 금지, 고객의 주문 동향 등의 정보를 이용한 자기매매 금지 등
- 보험: 자기계약 금지, 고지방해 금지, 부적절한 환승 모집 금지

- 금융서비스중개업을 하고자 하는 업자는 일정요건이 충족되면 전자결제 등 대행업자로 등록을 하지 않아도 전자결제대행업을 영위할 수 있음

□ 우리나라의 경우 금융소비자보호법³⁾이 제정되면서 금융상품판매 대리·중개업자에 대한 규정이 도입

— 우리나라는 개별업권별로 금융상품판매 대리·중개업자에 대해 규정되어 있음

- 금융투자상품의 경우에는 투자권유대행인, 보험상품은 보험설계사, 보험대리점, 보험중개사가 판매를 대리·중개
- 신용카드 및 대출의 경우 신용카드모집인, 대출모집인, 그리고 대부중개업자 등이 판매를 대리·중개
- 대표적 대리·중개업자인 보험설계사·대리점·중개사, 투자권유대행인, 카드모집인 제도는 각각의 법령에서 규정하고 있으며, 대출모집인제도는 행정지도(모범규준)에 따라 운영 되고 있음

업권별 금융상품판매대리중개업자 근거법

| 구분 | 투자권유대행인 | 신용카드모집인 | 보험설계사 | 대부중개업 | 대출모집인 |
|-----|---------|---------|-------|-------|-------|
| 근거법 | 자본시장법 | 여전법 | 보험업법 | 대부업법 | 모범규준 |

- 금융소비자보호법에서는 ‘동일기능 - 동일규제’ 원칙이 적용될 수 있도록 금융상품 및 판매업 등의 유형을 재분류

3) 금융소비자 보호에 관한 법률(법률 제17112호) 2020년 3월 24일 공포, 2021년 3월 25일 시행

금융소비자보호법상 금융상품의 분류

| 구분 | 개념 | 대상(예시) |
|-----|--|----------------|
| 예금성 | 은행법상 예금 및 이와 유사한 것으로서 대통령령으로 정하는 것 | 예금, 적금 등 |
| 투자성 | 자본시장법상 금융투자상품 및 이와 유사한 것으로서 대통령령으로 정하는 것 | 펀드, 신탁 등 |
| 보장성 | 보험업법상 보험상품 및 이와 유사한 것으로서 대통령령으로 정하는 것 | 생명보험, 손해보험 등 |
| 대출성 | 은행법상 대출 및 이와 유사한 것으로서 대통령령으로 정하는 것 | 주택담보대출, 신용카드 등 |

자료: 금융위원회, 2020. 3. 17, 금융소비자보호에 관한 법률 공포안 국무회의 의결, 보도자료

□ 금융소비자보호법에서는 금융상품판매업자도 금융상품직접판매업자와 금융상품판매대리·중개업자로 분류

금융소비자보호법상 금융상품판매업자의 분류

| 구분 | 개념 | 대상(예시) |
|-----------|--|--------------------------------------|
| 직접판매업자 | 자신이 직접 계약의 상대방으로서 금융상품에 관한 계약체결을 영업으로 하는 자(투자중개업자 포함) | 은행, 보험사, 저축은행 등 |
| 판매대리·중개업자 | 금융회사와 금융소비자의 중간에서 금융상품 판매를 중개하거나 금융회사의 위탁을 받아 판매를 대리하는 자 | 투자권유대행인, 보험설계·중개사, 보험대리점, 카드·대출모집인 등 |
| 자문업자 | 금융소비자가 본인에게 적합한 상품을 구매할 수 있도록 금융상품의 가치 또는 취득·처분결정에 관한 자문을 제공 | 투자자문업자 |

자료: 금융위원회, 2020. 3. 17, 금융소비자보호에 관한 법률 공포안 국무회의 의결, 보도자료

- 금융상품판매대리·중개업을 하고자 하는 자는 개별 금융업법에 따라 인허가를 받거나 또는 금융위에 등록을 하여야 함
 - 금융상품판매대리·중개업자는 금융상품판매 대리·중개 업무를 수행할 때 금융소비자에게 업무내용, 직접판매 또는 중개업자인지 여부, 계약체결권을 부여받았는지 여부 등을 고지할 의무가 있음
- 금융상품판매대리·중개업자에게도 소비자보호를 위한 내부통제기준 마련의무를 부과
 - 대출모집인이 금융사 한 곳의 상품만을 판매할 수 있도록 한 1사(社) 전속의무제도의 개선하여 대출성 상품을 취급하는 대리·중개업자 중 오프라인 사업자는 원칙적으로 1사(社) 전속의무를 적용하나, 은행 등 직접판매업자가 대리·중개하는 경우는 법 적용에서 제외. 온라인 사업자도 온라인 채널의 특수성 등을 고려해 1사(社) 전속의무를 적용하지 않음

□ 금융상품판매대리·중개업자의 금지행위

- 금융상품판매대리·중개업자는 다음의 행위를 금지하고 있음
 - 금융소비자로부터 투자금, 보험료 등 계약의 이행으로서 급부를 받는 행위
 - 금융상품판매대리·중개업자가 대리·중개하는 업무를 제3자에게 하게 하거나 그러한 행위에 관하여 수수료·보수나 그 밖의 대가를 지급하는 행위
 - 금융상품판매대리·중개업자는 금융상품판매 대리·중개 업무를 수행할 때 금융상품직접판매업자로부터 정해진 수수료 외의 금품, 그 밖의 재산상 이익을 요구하거나 받는 것을 금지
- 금융상품판매대리·중개업자의 '금융상품' 광고 원칙적 금지
 - 광고 규제: 대리·중개업자의 '금융상품' 광고는 원칙 금지하되 직판업자의 승인이 있는 경우에 한해 허용되고, '업무(사업분야 등) 광고'는 원칙 허용
 - 대리·중개업자 또는 연계·제휴서비스업자 등을 부각시켜 금융소비자가 직접판매업자로 오인하게끔 만드는 행위는 금지되며, 금융업권 협회의 광고 심의대상에 대리·중개업자 광고 포함
 - 예를 들어, 네이버, 카카오 등 빅테크 기업들도 금융상품을 판매하거나 대리·중개할 경우 금융소비자보호법의 적용을 받음⁴⁾
- 위반행위에 대한 과징금
 - 금융상품직접판매업자가 금융상품계약체결등을 대리하거나 중개하게 한 금융상품판매대리·중개업자가 설명의무위반, 불공정영업행위 금지위반, 금융상품등에 관한 광고 행위 등을 위반한 경우에는 그 금융상품직접판매업자에 대하여 그 위반행위와 관련된 계약으로 얻은 수입 등의 100분의 50 이내에서 과징금을 부과
 - 다만, 금융상품직접판매업자가 그 위반행위를 방지하기 위하여 해당 업무에 관하여 적절한 주의와 감독을 게을리하지 아니한 경우에는 그 금액을 감경하거나 면제할 수 있음

□ 일본의 금융서비스중개업과 우리나라의 금융상품판매대리·중개업은 다양한 금융서비스 제공을 통한 이용자의 편의와 금융소비자 보호라는 관점에서는 그 도입취지가 유사함

- 다만, 일본의 경우 새로운 중개업자에 대해 특정 금융기관의 소속제를 적용하지 않아 소속 금융기관의 책임 부담을 덜고, 보증금 공탁의무등을 통해 소비자보호를 실현하고 있는 반면,
- 우리나라의 경우 직접판매업자가 대리·중개하거나 온라인 사업자인 경우를 제외하고는 1사(社) 전속의무를 부과하고 있다는 점에서 차이가 있음
 - 직판업자에게 대리·중개업자에 대한 관리 책임을 부여하고, 위반시 과징금 또는 과태료, 손해배상 책임을 부과하고 있음

4) '네이버통장' 처럼 직접판매업자가 아닌 업자가 직판업자로 소비자가 오인하게 하는 광고 행위는 금지. 네이버는 미래에셋의 종합자산관리계좌(CMA) 상품의 가입채널·제휴서비스제공자에 불과함에도 '네이버가 선보이는 상품'이라는 내용으로 광고하여 문제가 됐음

- 일본은 금융서비스중개업의 도입으로 다양한 금융 거래 요구에 부응하는 새로운 금융사업이 활성화 될 것으로 예상됨
- 예를 들어, 스마트폰을 응용하여 자신의 예금 등의 잔액과 수치를 이용자가 쉽게 볼 수 있는 서비스를 제공하고, 그 서비스를 통해 파악한 이용자의 자금 수요나 자산 상황을 바탕으로 가능한 대출 소개와 개인의 라이프 플랜에 맞는 금융 서비스의 비교·추천 등을 하는 등
 - 예를 들어, (클라우드)회계 소프트웨어나 앱에서 사업자의 회계 장부 및 납세 절차를 지원하는 서비스를 제공하여, 이 서비스를 통해 파악한 사업자의 거래 및 재무 정보를 바탕으로 자금 수요 등을 파악하고, AI를 활용한 모델 등으로 여신 심사를 실시하여 여러 은행 및 대금업자 대출 상품 중에서 당해 사업자에 적합한 것을 권장하거나 또는 복리 후생을 위한 단체 보험과 사업 위험 감소를 위한 손해보험(배상 책임 보험 등)을 제안하는 등 사업상의 각종 금융 거래 요구에 부응 사업
 - 부동산업자가 물건과 함께 주택 담보 대출이나 지진 보험을 제공하는 케이스
 - 다만, 개정된 금융서비스제공법에서 금융서비스중개업자는 ‘고도의 전문적인 지식을 요하는 것으로서 내각부령으로 정하는 것’은 중재할 수 없다고 규정하고 있음
 - 고도의 전문적인 지식을 요하는 것은 곧 판매가능 상품·서비스에서 제외되는 항목에 해당되어, 제외 항목이 많아질수록 고객의 편의성은 떨어질 수 있지만, 고객 보호라는 관점에서 제한의 필요성을 규정한 것으로 보임

연구원 신경희

미국 노동부의 퇴직연금 관련 규제 동향

- 2008년 금융위기 당시 발생한 미국 DC형 퇴직연금 자산의 가치 하락, 2017년부터 시작된 베이비붐 세대의 퇴직연금 의무인출로 인해 발생할 미국 DC형 퇴직연금의 재원 안정성 문제는 근로자의 지속적인 퇴직연금 가입이 이루어져야 해결이 가능하며, 이를 위해서는 무엇보다 퇴직연금 가입자가 만족할 수준의 수익률을 달성해야 하지만 현 상황에서 미국 DC형 퇴직연금의 수익률은 장기투자 관점에서는 만족스럽지 못한 수준
- DC형 퇴직연금의 사모펀드 투자가 가능함을 확인하는 정보서한 및 퇴직연금 운용 시 ESG와 같은 비재무적 정보를 이용하는 것에 대해 이러한 투자가 연금의 수익률을 저해하는 경우 해당 투자를 할 수 없다는 발표, 퇴직연금 가입자의 경제적 이익에 기여하지 않는 입장에 찬성하는 퇴직연금 수탁자의 주주권 대리행사를 제한하는 규제안은 수익률 확보가 연금 운용의 최우선 원칙임을 명시한 것
- 연이어 발표되고 있는 미국 노동부의 퇴직연금 관련 규정 개정안 등은 전반적으로 퇴직연금 관련 규제 완화 조치이며, 일련의 규제안들이 퇴직연금 가입자에게 다양한 투자 옵션을 제시하고 수익률 증진을 달성할 수 있게 한다는 희망적인 해석에도 불구하고 일각에서는 퇴직연금가입자 보호에 있어 후퇴한 조치라는 비판도 제기

- 2008년 발생한 금융위기와 2017년부터 시작된 베이비붐 세대의 퇴직연금 의무인출로 인해 미국 DC형 퇴직연금은 재원 안정성에 대한 고민이 현실적 문제로 대두
 - 2008년 발생한 금융위기 당시 급격한 주가 하락으로 미국 401(k) 자산의 대규모 손실이 발생
 - 청년, 단기 가입자(25~34세, 가입기간 5~9년)를 제외하고 모두 -25%~-15%의 401(k) 자산의 가치 손실을 경험하였으며¹⁾, 특히 퇴직연금 수급이 가장 임박한 고령, 장기 가입자(55~64세, 가입기간 30년 이상)의 경우 한 해 동안 약 24%의 401(k) 자산의 가치 하락이 발생
 - 2017년은 미국 베이비붐 세대²⁾의 401(k) 및 IRAs 의무인출이 시작
 - 베이비붐 세대들이 절세와 연계된 401(k) 가입을 수용하면서 1980년대와 1990년대에는 은퇴계좌로의 유입자산이 유출자산을 초과하였으나 이러한 흐름은 10여년 전부터 역전
 - 노동부에 따르면, 2013년 직장 퇴직저축계획으로 90억달러의 자산 순수입이 있었으나 2014년에는 인출액이 249억달러로 급증하였으며, 2015년의 경우 정확한 정보가 제공되지는 않았지만 대규모의 미국 퇴직자산을 관리하는 대형 뮤추얼펀드 회사들은 유출이 지속적으로 증가하고 있다고 밝힘³⁾

1) OECD, 2009, OECD Private pensions outlook 2008.

2) 미국 베이비붐 세대는 제2차 세계대전이 끝난 직후인 1946~1964년 사이에 태어난 약 7,700만명으로 전체 인구의 30%를 차지(박태정, 2013, 베이비부머 세대들의 삶을 통해 본 일과 은퇴의 경험적 의미에 대한 연구, 노동정책연구 13(3), 29-57)

3) Wall Street Journal, 2017. 1. 16, Pulling Retirement Cash, but Not by Choice.

- 지금까지의 인출은 미국 tax-deferred 퇴직연금계획에 유치된 15조달러에 비하면 아직은 적은 수준이나, 세수 감소를 막기 위해 연방법이 개정된 1986년의 변화⁴⁾로 인해 향후 20년 동안 분배금은 크게 늘어날 것으로 예상
- 퇴직연금의 기금을 안정적으로 관리하기 위해서는 지속적으로 근로자의 퇴직연금 가입이 이루어져야 하며, 이를 위해서는 무엇보다 퇴직연금 가입기간 전반에서 가입자가 만족할 수준의 수익률을 달성하여야 하지만 현재 미국 DC형 퇴직연금의 장기 수익률은 단기 성과에 비해 낮은 수준을 보이고 있으며 변동성도 높아 장기투자가 기본이 되는 퇴직연금의 특성 하에서 현재의 상황은 노후의 안정적인 수익 확보를 기대하는 퇴직연금 가입자의 요구를 만족시키기 어려운 상황
- 미국 DC형 퇴직연금은 장기투자자 갈수록 낮은 수익률과 높은 변동성을 보임⁵⁾
 - 최근 3년(2015~2017년), 5년(2014~2017년) 수익률은 각각 7.6%, 9.5%였으나, 10년(2008~2017년), 20년(1998~2017년) 수익률은 모두 5.8%
 - 표준편차로 측정한 변동성 역시 장기투자자 갈수록 큰 것으로 나타남(운용기간 3년, 5년, 10년, 20년 표준편차는 각각 6.0, 5.5, 11.0, 10.1)
 - 이러한 상황은 장기투자자 기본으로 하고 있는 퇴직연금의 특성을 고려할 때 장기적으로 안정적인 수익 창출을 기대하는 퇴직연금 가입자에게 매력적이지 않은 결과
- 2020년 6월, 미국 노동부는 401(k)와 같은 DC형 퇴직연금의 private equity 투자가 가능함을 확인하는 정보서한(information letter)을 발표하여 DC형 퇴직연금 가입자의 수익률 향상 기회를 확대⁶⁾
- 미국의 공적연금들은 오랫동안 private equity에 투자하고 있었으나 고위험, 낮은 유동성, 제한적인 정보공개와 같은 private equity의 특징들로 인해 개인이 보유한 연금자산을 private equity에 투자하는 것을 제한
 - 이번 노동부 발표로 약 6조달러에 달하는 401(k) 자산을 대형 사모펀드 전문 운용사(블랙스톤, 칼라일, KKR 등)가 운용하는 사모펀드에 투자할 수 있게 될 것으로 예상⁷⁾
 - 단, 퇴직연금자산을 private equity에 단독으로 직접투자 하는 것은 금지되며, 수탁자는 해당 투자안을 신중하게 선정·감시해야 하고, 이러한 의무를 이행하지 못하여 발생하는 손실에 대해 책임을 져야 함
 - 세계적인 대형 사모펀드 운용사들을 회원으로 두고 있는 미국 사모펀드 관련 로비단체 미국 투자위원회(American Investment Council)는 노동부 서한에 대해 “더 많은 미국인들이 최고의 성과를 낼 수 있는 자산인 사모펀드에 접근하는 것을 돕기 위한 긍정적인 조치”라며 환영⁸⁾

4) 70%세가 된 은퇴자의 경우 반드시 tax-deferred 은퇴계좌에서 인출을 시작해야 하는데, 구체적으로 살펴보면 70%이 된 퇴직자는 다음 해 4월까지 IRA와 401(k)에서 약 3.65%를 인출 할 수 있으며, 이후 매년 IRS의 수식에 따라 자산의 증가 부분을 인출해야 함

5) DOL, 2019, Private Pension Plan Bulletin Historical Tables and Graphs 1975-2017.

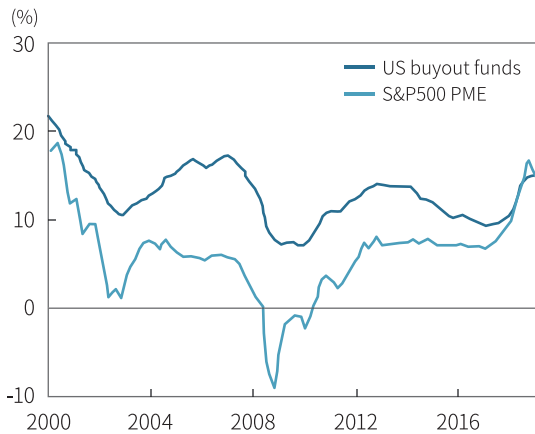
6) <https://www.dol.gov/agencies/ebsa/about-ebsa/our-activities/resource-center/information-letters/06-03-2020>

7) BloombergQuint, 2020. 6. 26, Private Equity Abuzz Over Access to \$6 Trillion 401(k) Market.

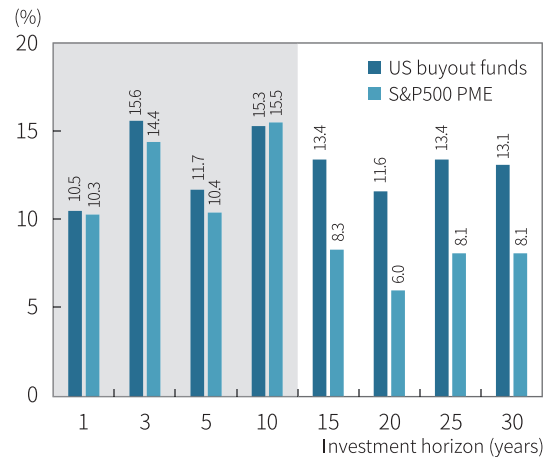
8) The New York Times, 2020. 6. 3, 401(k) Plans Move a Step Closer to Pooling With Private Equity.

- 미국 private equity는 금융위기 당시에도 약 10%의 수익률을 보임으로써 꾸준한 수익 창출을 보인 바 있음⁹⁾
- 최근에는 미국 private equity와 S&P500 수익률이 수렴하는 현상을 보이고 있으나, 장기 투자자의 관점에서 보면 투자 기간이 길어질수록 private equity 수익률이 S&P500 수익률을 크게 상회¹⁰⁾

Private equity와 S&P500의 연간 수익률 비교



Private equity와 S&P500의 투자기간별 수익률 비교



주 : 바이아웃펀드는 내부수익률(IRR), S&P500은 상장시장등가(PME) 사용
 자료: State Street Private Equity Index, Bain and Company(2020)에서 재인용

— 이번 조치에 반대하는 입장에서는 “트럼프 행정부의 노동부가 미국인들의 연금을 늑대들에게 던졌다”며 강하게 비판하였으며¹¹⁾, 미국 소비자 연맹(Consumer Federation of America and Public Citizen)을 비롯한 노조, 소비자, 투자자 옹호 단체는 노동부장관에게 “투자자 보호에 허점을 두었다”며 해당 지침 취하를 촉구하는 서신을 송부

- 같은 달 미국 노동부는 종업원퇴직연금보장법(Employee Retirement Income Security Act: ERISA)에 따른 퇴직연금 운용 시 ESG와 같은 비재무적 정보를 이용하는 것에 대해 이러한 투자자 연금의 수익률을 저해하는 경우 해당 투자를 할 수 없다고 발표하였으며, 9월에는 퇴직연금 가입자의 경제적 이익에 기여하지 않는 사회적, 정치적 입장에 찬성하는 퇴직연금 수탁자의 주주권 대리행사(proxy voting)를 제한하는 규제안을 발표하여 수익률 확보가 연금 운용의 최우선 원칙임을 명시
- 비재무적 정보를 이용에 대한 발표의 내용은 1) ESG 요소를 투자안 선택에 반영 시 연금계획 수탁자에게 새로운 투자의무를 부과하고, 2) 금전적 요인과 비금전적 요인의 평가 기준을 제시하게 하는 것

9) Bain and Company, 2020, 2020 Global Private Equity Report.
 10) S&P500은 지난 140년 동안 평균 8%의 수익을 기록했으며 31%의 시간 동안 마이너스 영역에 있었음(Bain and Company, 2020)
 11) Forbes, 2020. 6. 13, Trump DOL Throws 401k Investors To The Wolves.

- 연금자산 투자안이 ESG 요소를 반영할 경우 ESG 요소 반영으로 연금 가입자에게 경제적 손실이 발생하는 것은 아닌지를 면밀히 검토하도록 하는 것을 의무사항으로 지정
- ‘금전적 요인’은 퇴직연금 투자에 존재하는 위험 및 수익에 중요한 영향을 미치는 요인으로 정의되며, ESG 또는 기타 비재무적 사항은 자격을 갖춘 투자전문가가 일반적으로 인정되는 투자이론에 따라 중요한 경제적 위험 또는 기회를 제시하는 경우에만 금전적 요인으로 인정함
- 미국 상공회의소, 플랜 스폰서 협회는 이번 제안이 안정적인 퇴직자산 확보라는 퇴직연금의 근본 취지를 되찾게 하였으며, 플랜 스폰서와 참여자가 사용할 수 있는 다양한 투자 옵션이 제시될 수 있다는 찬성의견을 발표
- BlackRock, Fidelity Investments, State Street Global Advisors, Vanguard와 같은 주요 자산운용회사들은 본 제안에 대해 대부분 부정적인 의견을 제시하였으며¹²⁾, 이번 노동부의 제안에도 불구하고 DC형 퇴직연금 운용사들은 여전히 ESG 관련 투자를 지속할 것이라는 입장을 피력¹³⁾

□ 연이어 발표되고 있는 미국 노동부의 퇴직연금 관련 규정 개정안 등은 전반적으로 퇴직연금 관련 규제 완화 조치로 볼 수 있음

- 발표된 일련의 규제안들이 퇴직연금 가입자에게 다양한 투자 옵션을 제시하고 수익률 증진을 달성할 수 있게 한다는 희망적인 해석에도 불구하고 일각에서는 퇴직연금가입자 보호에 있어서는 후퇴한 조치라는 비판도 제기
- 또한 규제안에 대한 찬반 논란은 업계와 정부 간의 가치관 충돌로 이해하기보다는 기후변화 협약 탈퇴, 화석연료 발전 지원, 업계 친화적인 트럼프 행정부의 정책 지향의 한 부분으로 해석할 수 있을 것
- 단, 바이든 행정부가 출범하게 됨에 따라 이러한 정책방향이 바뀔 가능성도 존재

선임연구원 공경신

12) <https://www.dol.gov/agencies/ebsa/laws-and-regulations/rules-and-regulations/public-comments/1210-AB95>

13) Pension&Investment, 2020. 10. 1, DC asset managers continue ESG efforts despite DOL proposal-report.