

공모펀드 판매시장에서 유인 구조 개편 필요성*

연구위원 권민경

공모펀드 판매사는 원칙상 고객의 입장에서 유리한 상품을 선정하고 추천해야 하지만, 다른 한편으로는 스스로에게 가장 이익이 되는 상품을 판매하려는 유인도 가지고 있다. 최근 연구 결과들은 판매사와 고객 간 이해상충 문제가 실제로 발생하고 있으며 이로 인해 고객의 투자 성과가 저하되었음을 지적하고 있다. 이와 관련하여 영국·네덜란드·호주·남아공 등 국가에서는 자사 이익을 위해 판매사들이 특정 상품을 선호하는 일이 발생하지 않도록 그들의 유인 구조를 개편하는 정책을 속속 도입하고 있다. 동 정책은 국내에서도 판매사와 고객 간 이해상충 문제를 즉각적으로 해결할 뿐 아니라 판매사 간 경쟁을 촉진하고 저비용상품에 대한 고객 접근성을 확대하는 등 긍정적인 영향을 가져올 것으로 예상되는 만큼 도입을 검토할 필요가 있다.

금융회사는 고객에게 유리한 상품을 판매하는가?

공모펀드의 판매는 대부분 은행과 증권사를 통해 이루어진다. 그 중에는 스마트폰 앱과 웹사이트 등 온라인 채널을 통해 공모펀드가 판매되는 경우도 있지만 아직까지 대다수의 고객들은 오프라인 점포를 통해 금융회사 직원을 마주하고 펀드에 가입하고 있다. 그 결과 지점과 고객을 많이 보유한 대형 은행·증권사일수록 많은 금액을 판매하며 이들이 추천하는 펀드에 고객들의 자금이 집중된다.

그렇다면 금융회사는 과연 고객에게 유리한 공모펀드 상품을 선정하여 판매할까? 법률에 의거하여 금융투자회사는 고객에 대해 신의성실의무를 다하고 이해상충방지원칙 등을 준수하도록 되어있으며 위반 시 금융당국으로부터 과징금 또는 책임자 제재 조치 등의 처벌을 받기 때문에 판매사는 고객의 입장에서 유리한 상품을 추천할 유인을 갖는다. 또한 고객에게 유리한 상품을 판매하지 않는다면 이에 불만을 품은 고객들이 다른 판매사로 옮겨갈 가능성이 커지므로 경쟁 논리에 의해서도 판매사는 고객을 위해 우수한 상품을 선정하고 판매할 유인을 갖게 된다.

그러나 다른 한편으로 금융회사와 임직원들은 스스로의 이익을 추구하기 때문에 고객과 이해상충 문제를 겪을 가능성이 있다. 금융회사는 주주 이익 제고 또는 임직원 보상 수준 확대를 위해 판매마진이 높거나 계열사에서 운용하는 상품을 취급할 유인을 지닌다. 또한 일선에서 고객을 응대하는 직원들은 성과목표 달성 등 개인적인 동기로 인하여 스스로에게 가장 유리한 상품을 고객에게 추천할 유인이

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

있다. 다시 말해, 금융회사들은 설령 상품 A를 판매하는 것이 고객에게 최선이라고 판단하였을지라도, 실제로는 그만큼 유용하지 않은 상품 B를 추천할 가능성이 존재한다.

고객과 판매사 간 이해상충 문제는 비단 공모펀드 뿐 아니라 모든 상품의 영역에서 공통적으로 발생할 수 있다. 그러나 대부분의 경우는 판매사 간 경쟁이 확대되거나 고객들이 상품의 유틸리티를 스스로 판단할 수 있게 되면서 큰 문제로 부각되지 않는다. 그러나 공모펀드에 대해서는 유독 문제 해결이 간단치 않은데 그 이유는 다음과 같다. 첫째, 공모펀드 판매사 간 경쟁의 강도가 제한적이다. 현 규제 하에서 판매사들은 동일한 펀드에 대해 동일한 판매보수를 받게 되어 있어 판매사 간 가격 경쟁이 나타나기 어려우며, 대부분의 공모펀드는 사모펀드·파생결합증권 등과 달리 공급량이 제한적이지 않아 희소성을 부각하는 전략도 펼치기 어렵다. 판매사가 적극적으로 프로모션을 벌일 수 있는 차별화 요인이 거의 없는 셈이다. 이에 따라 공모펀드 가입 고객들은 새로운 금융회사를 찾기보다는 가까운 곳에 지점이 있거나 기존에 익숙한 금융회사를 주로 찾게 된다. 둘째, 고객들은 개별 공모펀드의 유틸리티를 스스로 판단하기가 쉽지 않다. 상품 정보는 투자설명서와 운용보고서, 펀드 공시 등 다양한 경로를 통해 누구든지 접할 수 있지만 실제로 이를 가공·분석하여 어떠한 상품이 본인에게 유리한지 가려내는 작업은 상당한 금융 지식과 경험을 가지고 있어야만 가능하다. 일반적인 상품들과 달리 공모펀드는 개별 상품이 주는 효용(benefit) 수준을 측정하는 것이 매우 까다롭기 때문이다.

최근 연구 결과들은 공모펀드에 대해 고객과 판매사 간 이해상충 문제가 실제로 발생하고 있으며 이로 인해 고객 성과가 상당 부분 저하되고 있음을 지적한다. 김종민(2018)에 따르면 국내 공모펀드 판매사들은 판매보수율이 높거나 계열사에서 운용하는 펀드를 그렇지 않은 펀드보다 더욱 많이 판매하는 경향이 있으며 이러한 펀드의 미래 성과가 상대적으로 저조하였다. 이러한 이해상충 문제는 국내에서만 나타나는 현상이 아니다. Hoechle et al.(2018)은 스위스 사례를 분석하여 금융회사가 자사 이익에 도움이 되는 상품들을 고객에게 추천하였으며 이러한 상품에 투자한 고객의 성과가 상대적으로 저조하였음을 확인하였다. 고객과 판매사 간 이해상충 문제를 해결하려는 정부의 정책적 노력이 필요한 상황이다.

이해상충 문제를 어떻게 해결할 수 있을까?

정부는 고객과 판매사 간 이해상충 문제를 해결하기 위해 오랜 기간 노력을 기울여왔다. 특히 이해상충 소지가 없는 중립적인 판매채널을 새롭게 마련하기 위해 역량을 집중하였는데, 대표적인 예로 펀드슈퍼마켓과 독립투자자문 제도의 도입을 들 수 있다. 펀드슈퍼마켓은 시중에 출시되는 모든 공모펀드를 판매하는 것을 원칙으로 하며 다수의 자산운용사 등이 지분을 분산 소유함으로써 특정회사에 의한 지배가 불가능하도록 하여 중립적인 판매가 가능토록 설계되었다. 독립투자자문업자 역시 금융상품 제조·판매사와 계열관계가 있거나 겸직을 해서는 안 되며 이들로부터 자문 결과에 영향을 미칠 수

있는 도움을 받을 수 없게 하는 등 고객에게 중립적인 자문을 제공할 수 있도록 하였다. 문제는 이러한 중립적 판매채널이 기대만큼 원활하게 작동하고 있지 않다는 점이다. 2014년 4월 시작된 펀드슈퍼마켓 서비스는 전체 공모펀드 시장에서 0.6%만을 점유하고 있을 뿐이며 독립투자자문은 등록 자체가 전무한 상황이다. 이해상충 방지를 위한 정부의 노력이 결실을 맺지 못하고 있는 것이다.

최근 해외에서는 이해상충 방지를 위한 대안으로 기존 판매사들이 특정 상품을 선호하지 못하도록 그들의 유인 구조를 개편하는 방안이 부상하고 있다. 구체적으로는 판매사가 펀드 판매에 따른 대가를 해당 펀드로부터 수취하는 것을 금지하고 고객으로부터 직접 받도록 하는 것이다. 현재 국내 판매사의 주된 수입원은 펀드로부터 수취하는 판매보수다. 판매보수율은 펀드 운용사에 의해 결정되는데 개별 펀드마다 그 수준이 각기 다르다. 예를 들면 펀드 A는 판매잔액의 1.0%를 매년 판매사에 지불하는 반면 펀드 B는 0.5%만을 제공하는 식이다. 이러한 경우 판매사들은 자사 이익 증대를 위해 판매보수율이 높은 펀드 A를 판매할 유인이 크다. 만약 펀드로부터 판매보수를 수취하는 것이 금지되면 판매마진은 펀드 A·B가 아닌 고객과의 계약에 의해 별도 결정되므로 판매사가 특정 펀드를 선호할 유인이 사라진다. 즉, 고객과의 이해상충 문제가 해소되는 것이다.

펀드 측으로부터 대가 수취를 금지하는 정책은 영국에서 가장 먼저 실시되었다. 영국은 2012년부터 발효된 소매판매채널 개선방안(Retail Distribution Review: RDR)의 일환으로 자문업자 및 플랫폼 사업자로 하여금 펀드 운용사로부터 대가를 수취하는 것을 전면 금지하였다. 네덜란드 역시 투자회사가 제3자에게 대가를 주거나 받는 것을 2014년에 금지하였으며 판매사로 하여금 고객으로부터 직접 대가를 수취토록 하였다. 호주에서는 소매판매에 영향을 미치는 금융회사가 상품 제조사로부터 대가를 받는 것을 원칙적으로 금지하는 법안을 2013년부터 시행하였으며 최근 개정안을 통해 핵심 예외 조항을 폐지함으로써 2021년부터 전면 작동하게 되었다. 남아프리카공화국에서도 이와 유사한 정책이 2017년부터 실시되었다. 한편, EU에서는 MiFID II에 의거하여 2018년부터 투자일임업자로 하여금 펀드 측으로부터 대가를 수취할 수 없도록 하였다.¹⁾ 투자일임업자는 자사 이익에 도움이 되는 펀드를 고객의 포트폴리오에 담을 수 있다는 점에서 판매사와 마찬가지로 이해상충 문제가 발생할 수 있기 때문이다.

중립적인 판매채널을 새롭게 등장시킴으로써 문제를 해결하려는 정부의 기존 정책과는 달리 동 정책은 이미 시장을 장악하고 있는 판매사들의 유인 구조를 직접 개선하여 이해상충 소지를 원천 제거하는 방식을 채택하므로 정책 효과가 보다 즉각적으로 발생할 가능성이 높다. 더불어 다음의 효과들도 부수적으로 나타날 것으로 기대된다. 첫째, 판매사 간 경쟁이 촉진될 것이다. 동일한 상품이라도 판매마진을 서로 다르게 책정할 수 있게 되므로 프로모션 등을 통한 가격 차별화 시도가 나타날 것이고 이는 판매사 간 경쟁으로 이어질 전망이다. 이로 인해 고객들은 궁극적으로 비용 절감 및 서비스 혁신 등

1) 단, 투자일임을 제외한 자문과 단순중개 서비스에 대해서는 대가 수취를 계속해서 허용하였다. 전면 금지 시 일부 국가에서는 판매사들이 타사 상품을 꺼리고 자사 상품만 판매하는 배타적인 행태가 나타날 수 있다는 우려가 반영된 것으로 보인다(ESMA, 2020).

의 혜택을 누릴 수 있을 것이다. 둘째, 판매사에서 패시브펀드·ETF와 같은 저비용상품의 취급이 늘어날 것이다. 판매마진이 작아 그 동안 창구에서 외면받았던 저비용상품에 대해 판매사가 자체적으로 판매마진을 책정할 수 있게 되면서 이들을 취급할 유인이 증대될 것으로 예상된다. 이는 지속적으로 늘어나고 있는 고객들의 저비용상품 수요를 충족시키는데 도움이 될 것이다.

다만, 동 정책을 추진함에 있어 다음의 사항을 사전에 고려할 필요가 있다. 첫째, 판매사가 여전히 계열사 펀드를 선호할 유인이 남아있다는 점에서 고객과의 이해상충 문제가 완전히 해소되는 것은 아니다. 둘째, 사모펀드·파생결합증권 등 다른 소매상품의 취급 또한 판매사의 유인 구조 및 이해상충 문제에 복합적으로 영향을 미친다. 이러한 사항들은 동 정책의 효과를 반감시킬 가능성이 있으므로 그 영향을 심도 있게 검토해야 한다. 영국·네덜란드 등 일찌감치 정책을 시행 중인 국가들의 사례 분석을 통해 기대효과가 실제로 발생하였는지 여부를 확인하는 한편, 각국 정부에서 상기 사항들에 대한 보완책을 계속해서 논의하고 있는 만큼 국내 정책 수립 과정에서도 이를 참고할 필요가 있을 것이다.

참고문헌

김종민, 2018, 『국내주식형 공모펀드 판매양상의 특징 및 성과 분석』, 자본시장연구원 연구보고서 18-04.

ESMA, 2020, ESMA's technical advice to the Commission on the impact of the inducements and costs and charges disclosure requirements under MiFID II.

Hoechle, D., Ruenzi, S., Schaub, N., Schmid, M., 2018. Financial advice and bank profits. *The Review of Financial Studies* 31(11), 4447-4492.

국내 ELS 시장의 현황과 과제*

연구위원 장근혁

2017년부터 꾸준히 확장세를 이어오던 국내 ELS 시장은 2020년 코로나19로 인한 금융시장 불안 시기를 지나면서 위축되었다. 국내외 증시가 회복하면서 하반기 ELS 조기상환 규모가 증가하였지만, 금융당국의 규제방안과 발행사들의 위험관리 강화 등으로 ELS 신규 발행은 이전 대비 감소하면서 개별 발행사들의 운용 규모가 감소하였다. 향후 국내 ELS 시장은 이전보다 규모가 축소되겠지만, 현재와 같이 국내외 주가지수를 기초자산으로 사용하는 스텝다운 구조가 주류를 이루는 상황이 유지될 것으로 예상되며, 이를 감안한 시장 참여자들의 전략과 금융당국의 정책이 필요할 수 있다.

스텝다운 ELS는 오랜 기간 동안 발행되면서 익숙한 상품이 되었다는 장점이 있지만, 판매사는 투자 위험을 간과해서는 안되며 지속적인 투자자보호를 위한 점검을 하여야 한다. 개별 발행사는 각자 처해진 상황은 물론 시장 전체 상황을 고려하여 ELS의 규모 및 운용에 대한 계획을 세우고 체계적인 위험관리를 지속해 나가며 ELS 사업을 안정적으로 운용하도록 노력해야 한다. 금융당국도 ELS 시장 모니터링과 함께 유사시 시장 충격에 대비할 수 있는 전략 마련을 할 필요가 있다.

파생결합증권¹⁾ 규모는 금융위기 이후 꾸준히 증가세를 이어왔다. 저금리로 인하여 예금 같은 위험이 적은 금융상품의 수익률이 낮아지면서, 좀 더 높은 수익을 추구하는 수요와 함께 발행사들도 적극적으로 사업을 확장하였다. 파생결합증권 중에서 ELS가 가장 큰 비중을 차지하고 있으며 스텝다운 구조가 주류를 이루고 있다.²⁾ 금융위기 이후 개별종목 ELS에서 손실 상황이 발생한 영향으로 주로 국내외 주가지수들이 스텝다운 ELS의 기초자산으로 사용된다.³⁾

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

- 1) 본고에서는 ETN, ELW를 제외한 장외파생결합증권을 의미하며, 주가(주가지수연계) 여부와 원금보장 여부에 따라 ELS(주가연계, 원금비보장)와 ELB(주가연계, 원금보장), DLS(비주가연계, 원금비보장)와 DLB(비주가연계, 원금보장)로 구분된다. 본고에서는 주로 ELS를 대상으로 논의하려고 한다.
- 2) ELS는 잔액 기준으로 2015년부터 50% 정도 비중을 차지하고 있지만, ELB는 퇴직연금 상품으로 주로 사용되고, DLB는 기관투자자 상품으로 제한적으로 사용되므로 실질적인 시장 비중은 50%보다 크다고 볼 수 있다. 본고에서 스텝다운 구조는 조기상환 조건을 포함한 구조를 의미한다.
- 3) 2015년부터 발행 ELS의 98%가 국내외 지수형이다(금융투자협회). 주로 KOSPI200, EuroStoxx50, HSCEI, S&P500, Nikkei225 등이 사용된다.

파생결합증권 규모가 증가하면서 여러 문제점들이 발생하였지만, 스텝다운 구조의 ELS는 꾸준히 발행되고 있다. 스텝다운 구조의 ELS 사업이 확장되면서, ELS 운용 상황은 발행사들의 자기매매 부문 수익의 주요 요인이 되어왔으며, 코로나19 감염확산기 중 금융시장에 큰 영향을 주기도 하였다. 본고에서는 국내 ELS 시장에서 스텝다운 구조가 주류를 이루고 있는 여건들을 살펴보고, 향후 ELS 시장의 전망과 과제를 논의하려고 한다.

국내 ELS와 스텝다운 구조

스텝다운 구조는 국내 ELS의 대부분을 차지하고 있다. 세부 조건에 따라 다를 수 있지만, 기초자산 종류와 낙인(Knock-In)배리어 수준에 따라 ELS의 쿠폰이 정해지며 기초자산으로는 주로 2~3개의 주가지수가 사용된다. 개별주식을 기초자산으로 사용하는 상품들이 있었지만, 금융위기 이후 손실상환 사례가 발생하면서 그 비중이 감소하였다. 다른 구조의 ELS들도 발행되었지만, 국내의 주가지수를 사용하는 경우 손실 상환 경우가 거의 발생하지 않고 양호한 투자결과를 보이면서, 스텝다운 ELS는 꾸준히 발행되면서 국내 ELS 시장의 대표하는 구조가 되었다(노낙인이나 리자드 상품들도 스텝다운 구조의 일부로 구분할 수 있다).

이러한 국내 ELS 시장 현상과 관련하여, 과거의 투자 결과에 따라 금융상품의 투자 수요가 결정되는 경향을 보이는 연구 결과가 있다(Shin, 2019). <그림 1>은 미국의 주가연계 소매구조화상품 연간 판매액과 개별 상품 비중 추이를 나타내는데, 국내 스텝다운 ELS와 같은 구조인 ‘자동상환형(Autocall)’ 상품의 비중이 증가함을 볼 수 있다. 이러한 요인으로 논문(Shin, 2019)은 과거 투자 성과가 영향을 주었다는 분석 결과를 제시하고 있다. 결국 현재 지수형 스텝다운 구조가 국내 ELS시장에서 향후에도 주된 상품으로 유지될 가능성이 크다. 다만, 논문에서도 제시하고 있듯이, 과거의 성과가 미래의 성과를 보장하지 못한다는 점을 유의해야 하며, 이러한 이유로 인해 상품 판매시에 투자자보호가 필요하다.

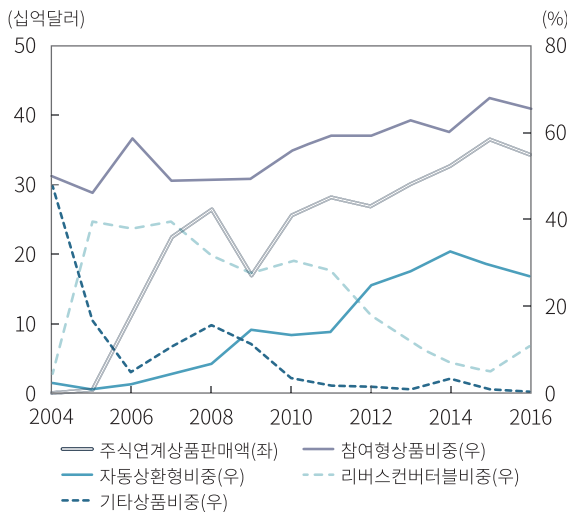
유럽의 경우 구조화상품들이 상장되어 있으므로 상장 구조화상품에 대한 통계를 살펴볼 수 있다. 유럽 구조화상품협회(European Structured Investment Products Association)는 세부 구조별로 상품명을 정의하고 상품의 특징을 요약하여 추가로 제공하고 있다.⁴⁾ <그림2>는 독일 상장구조화상품 시장에서 개별 구조별로 규모를 정리한 그래프이다. 국내 스텝다운 ELS와 비슷한 구조인 ‘Express certificate’가 ‘원금보장 쿠폰형’ 상품 다음으로 큰 비중을 차지하고 있으며, 원금비보장 상품들 중에서는 가장 큰 비중을 차지하고 있다.

4) 유럽 상장구조화상품들의 분류 체계와 상품별 수익 구조는 EUSIPA 사이트를 참고하면 된다(https://eusipa.org/wp-content/uploads/European_map_20200213_web.pdf, 장근혁(2020) 참고).

2016년 스텝다운 ELS의 쏠림(상품 및 기초자산) 문제가 불거진 이후 다양한 ELS와 DLS가 등장하였지만, 결과가 좋지 못했다. 해외 금리연계 DLS에서 대규모 원금손실이 발생하였다. 독일 헤리티지 DLS나 홍콩 채권형 펀드(젠투파트너스) 연계 DLS 사례처럼 비유동성 자산들을 기초자산으로 사용하여 만기 시점에 기초자산 문제로 DLS 상환이 연기되는 상황도 발생하였다. 최근에는 해외 대체투자 자산 연계 DLS들의 부실 우려가 불거지고 있다(금융감독원, 2021. 1. 4). 발행 후에는 새로운 상품 개발 및 판매 과정에서 미흡한 점이 다수 발견되기도 하였다.

이러한 점들을 감안하면, 주가지수는 기초자산으로서의 안정성과 투명성 측면에서 장점이 있으며, 스텝다운 ELS는 상대적으로 양호한 투자 결과가 실현되면서 규모는 감소하더라도 향후 지속적으로 국내 ELS 시장의 주요 상품으로 유지될 것으로 예상된다. 물론 ELS 시장의 안정을 위하여 시장 참여자들은 과거 시장혼란 시기의 상황을 점검하며 나타난 문제점들을 개선해 나갈 필요가 있다.

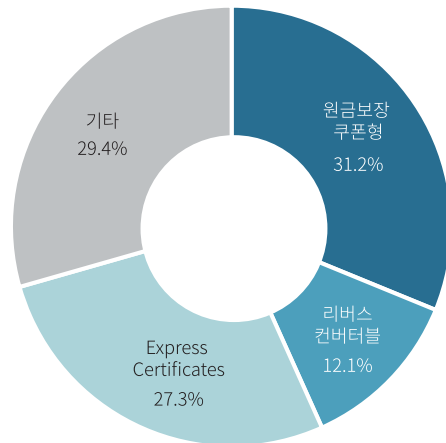
〈그림 1〉 미국 주식연계 소매구조화상품
연간 판매량 추이



주 : 참여형 상품이 비중이 가장 크고, 자동상환형 상품의 비중이 증가한다.

자료: Shin(2019) 인용

〈그림 2〉 독일 투자상품군 세부상품별
잔액 비중



주 : 2019년 6월말 기준, 투자상품군의 전체 규모는 655억유로

자료: DDV

파생결합증권 시장 이슈 발생과 규제

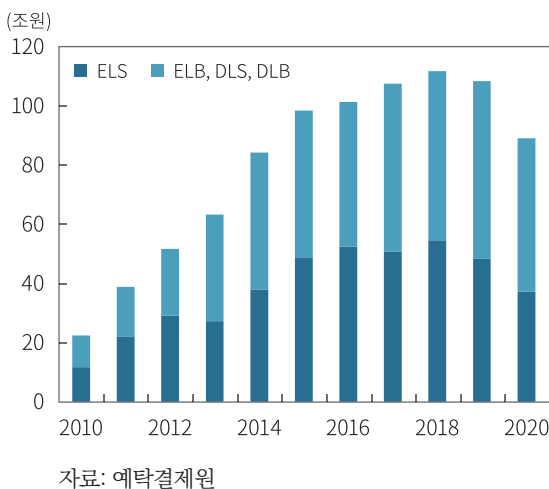
ELS를 포함한 파생결합증권의 규모가 급격히 증가하면서(〈그림 3〉) 투자자보호와 발행사들의 헤지 운용과 관련하여 문제가 발생하였다. 먼저 투자자보호와 연결된 문제에 대하여 살펴보자. 2015~2016년 홍콩 HSCEI지수 연계 ELS들의 원금 손실 우려가 불거지면서 판매과정에서 불완전판매가 부각되었다. 투자자보호 제도를 보완하기 위하여, 투자자숙려제도도 녹취의무가 시행되었다. 2019년 해외 금리연계 DLS의 대규모 투자 손실이 발생하면서, 복잡한 금융상품에 대한 차별화된 규제를 시행하기 위

하여 금융당국은 고난도 금융투자상품⁵⁾의 개념을 도입하였다. 고난도 금융투자상품에 대한 투자자 보호를 강화하는 등 판매과정을 정비하였으며, 은행에서 신탁을 통하여 판매할 수 있는 ELS 규모도 제한하였다. 추가로 상품 특성과 위험도에 따라 파생결합증권 유형 분류 체계를 개편하고 통합정보플랫폼 구축하는 계획을 발표하였다(금융위원회, 2020. 7. 31).

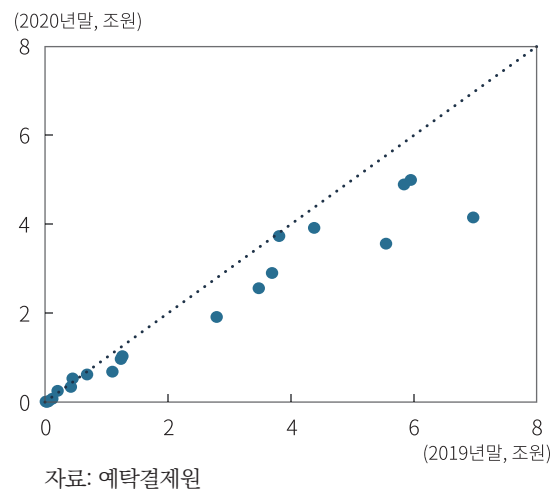
ELS 헤지운용 측면에서 보면, 2016년 발행사들의 헤지운용 손실이 발생하였지만, 시스템리스크 발생 우려까지 심화되지는 않았었다. 2020년 코로나19로 인한 금융시장 불안 시기에는 해외 파생거래 증거금 수요가 급증하면서 외환시장과 단기자금시장에 충격을 주었고, 시스템리스크 발생 우려가 부각되었다. 해외 주가지수를 포함한 스텝다운 ELS 규모가 컸던 영향이 있었다. 금융당국은 증권회사들의 건전성을 제고하고, 금융시장 시스템리스크 전이를 차단하기 위하여 유동성(원화, 외화) 및 레버리지 비율 관리를 강화하고 헤지자산 분산투자 제한을 도입하였다(금융위원회, 2020. 7. 31).

ELS 발행 잔액은 꾸준히 증가세를 이어오고 있었지만, ELS 헤지 시장 혼란을 겪으면서 2020년말 37.1조원으로 2019년말 대비 23%정도 감소하였다(〈그림 3〉). 〈그림 4〉는 개별 발행사별 잔액 변화를 나타낸 그래프로 대부분의 발행사들이 파란 점선 아래에 위치하고 있어 2020년 잔액이 감소하였음을 볼 수 있으며 규모가 큰 발행사들의 잔액이 전반적으로 많이 감소하였다. 금융당국의 규제 영향과 함께 위험관리에 비중을 두면서 하반기 조기상환이 증가함에도 불구하고 발행사들이 과거와 달리 신규 발행을 축소하는 영향으로 볼 수 있다. 〈그림 5〉에서 볼 수 있듯이 조기상환 규모와 신규발행규모는 비슷한 추이를 보이는데, 2020년 하반기는 주요국 증시의 회복으로 인하여 32.8조원의 ELS가 조기상환 되었음에도 ELS 신규발행은 18.8조원에 그쳤다.

〈그림 3〉 파생결합증권 잔액 추이



〈그림 4〉 2019~2020년 발행사별 ELS 잔액 비교



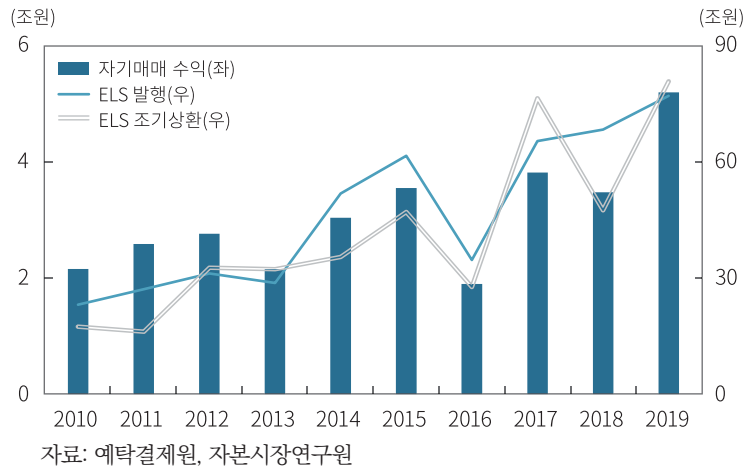
5) 고난도 금융상품의 판단기준으로 2가지 조건을 제시하였다. 첫째 조건은 파생상품 내재 등 가치평가방법 등에 대한 투자자의 이해가 어려운 상품. 둘째 조건은 최대 원금손실 가능비율이 20%를 초과하는 상품이다(금융위원회, 2019, 12, 12).

ELS시장 상황과 자기매매 부문 수익

ELS 발행 규모가 증가하면서, 실질적으로 ELS 발행 및 운용 수익이 자기매매 부문 영업수익 변동에 큰 영향을 끼칠 수 있다. 2015년부터는 50조원 내외로 ELS잔액이 유지되어 왔는데(2020년말은 37.1조원으로 축소), 2% 정도만 운용 손실이 발생한다고 가정하면 손실 규모가 1조원 정도 된다.⁶⁾ ELS 운용 과정에서 발생했던 손실은 2016년과 2020년 1분기에 국내 증권회사 자기매매 부문 수익 부진의 주요 원인으로 볼 수 있다.

국내 ELS는 주로 조기상환형 스텝다운 구조로, 기초지수들이 안정적으로 유지되는 가운데 조기상환이 발생하며, 이러한 상황에서 ELS 운용 수익이 양호하게 나타난다. 또한 조기상환이 잘 되는 시기에는 신규 발행도 활발하게 된다. 실질적으로 ELS 관련 수익이나 시장 상황을 추정하기 어려운 면이 있지만, 이러한 특징을 감안하면 ELS 조기상환 규모나 신규발행 규모를 ELS 관련 손익이나 시장 상황과 연관된 변수로 사용해 볼 수 있다. <그림 5>는 국내 증권회사 자기매매 부문 수익과 ELS 조기상환 및 신규발행 규모 추이를 나타낸 그래프이며, ELS 조기상환 및 신규발행 규모는 자기매매 부문 수익 변동과 비슷한 추이를 보인다. 즉, ELS 시장 상황과 연관된 ELS 조기상환 또는 신규발행 규모는 자기매매 부문 수익의 주요 요인으로 볼 수 있다.⁷⁾

<그림 5> ELS 발행 및 조기상환 규모와 국내 증권업 자기매매 부문 수익 추이



6) 2020년 1분기 파생결합증권 발행 및 운용손익은 -0.9조원이며(금융감독원, 2020. 7. 2), ELS 운용만 반영한다면 그보다 더 클 것으로 예상된다.

7) 자기매매 부문 수익을 종속변수로 설정하고 ELS 신규발행(또는 조기상환) 규모, 금리변화, 코스피 수익률, 자기자본 규모 등을 독립변수에 포함하여 회귀분석을 시행해 보면 ELS 신규발행(또는 조기상환) 규모와 금리 변화가 유의하게 나타난다(데이터 개수를 늘리기 위하여 반기 단위로 데이터 설정하여 분석).

맺음말

국내 ELS 시장은 국내외 주가지수들을 기초자산으로 사용하는 스텝다운 구조가 주류를 이루는 상황이 유지되며, 저금리가 지속되면서 ELS 투자 수요는 향후에도 꾸준할 것으로 예상된다. 이러한 ELS 시장을 감안한 시장 참여자들의 전략과 금융당국의 정책이 필요할 수 있다.

주가지수를 사용하는 스텝다운 ELS는 일부 지수 하락 구간에서 손실을 막아주는 효과가 있고 과거 투자 결과가 양호하게 실현되면서 꾸준히 발행되고 있지만, 꼬리위험(tail risk)이 존재하며 기초자산 가격이 크게 하락하면 기초자산에 직접 투자한 것과 같은 손실을 입을 수 있다. 투자자보호를 위한 제도 개선이 이어지고, 오랜 기간 동안 발행되면서 익숙한 구조의 상품이 되었다는 장점이 있지만, 판매사는 투자 위험을 간과해서는 안되며 지속적인 투자자보호를 위한 점검과 노력을 할 필요가 있다. ELS 투자자들도 상품의 특징과 위험에 대한 이해의 폭을 넓혀야 할 것이며 금융당국이 추진하고 있는 통합 정보플랫폼 구축은 이에 도움이 될 것으로 기대된다.

ELS 운용과정에서 발생할 수 있는 시스템리스크에 대한 문제도 해결해야 할 과제이다. ELS 시장 상황에 따라 발행사의 자기매매 부문 수익의 변동이 크며, 2020년과 같이 외환시장과 단기자금시장에 충격이 발생할 수 있다. 2020년 ELS 규모 감소는 향후 ELS 시장 안정에 도움이 될 것으로 기대된다. 개별 발행사는 각자 처해진 상황은 물론 시장 전체 상황을 고려하여 ELS의 규모 및 운용에 대한 계획을 세우고 체계적인 위험관리를 지속해 나가며 ELS 사업을 안정적으로 운용하도록 노력해야 한다. 예를 들면, 시장 상황을 보며 국내 지수나, 2개 이하의 기초자산을 사용하는 등 운용 부담이 적은 ELS를 적절히 활용해 볼 수 있다. 금융당국도 ELS 시장 모니터링과 함께 유사시 시장 충격에 대비할 수 있는 전략 마련을 할 필요가 있다.

참고자료

금융감독원 2020. 7. 2, '20.1분기 중 증권회사 파생결합증권 발행 운용 현황, 보도자료.

금융감독원 2021. 1. 4, 증권사의 해외 대체투자 현황 및 향후 대응방안, 보도자료.

금융위원회 2019. 12. 12, 고위험 금융상품 투자자 보호 강화를 위한 종합 개선방안, 보도자료.

금융위원회 2020. 7. 31, 파생결합증권시장 건전화 방안, 보도자료.

장근혁, 2020, 파생결합증권 위험등급 세분화에 대한 제안, 자본시장연구원 자본시장포커스 2020-3호.

Shin, D., 2019, Extrapolation and Complexity, working paper, University of North Carolina at Chapel Hill.

미국 주식형 액티브 ETF의 성장과 시사점

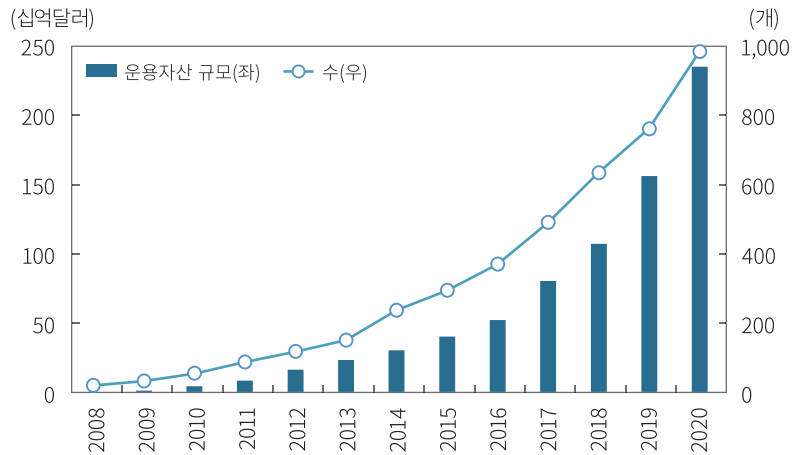
- 글로벌 ETF 시장에서 액티브 ETF는 지속적인 성장세를 보이며 2020년 운용자산 규모는 최고치를 기록
- 동기간 미국에서는 액티브 ETF 신규 상장 수가 패시브 ETF를 최초로 상회하며 액티브 ETF가 빠르게 성장
- 이는 2019년 9월 SEC가 자산구성내역(Portfolio Deposit File: PDF)을 비공개하는 액티브 ETF의 상장을 승인함에 따라 주식형 액티브 ETF 시장이 성장할 수 있는 제도적 환경이 뒷받침된 것에 기인
- 그리하여 2020년 주요 운용사들의 불투명/반투명 구조의 ETF의 상품 출시가 이어지며 액티브 ETF 시장의 영역이 확대
- 국내 주식형 액티브 ETF는 2020년 7월 최초로 도입되었으나 아직까지 시장 초기 단계이므로 향후 다양한 상품 출시를 위해 제도적 보완이 필요할 것으로 판단

- 글로벌 ETF 시장에서 액티브 ETF는 지속적인 성장세를 보이며 2020년 기준 운용자산 규모가 2,349억달러로 최고치를 기록
 - 글로벌 액티브 ETF¹⁾의 운용자산 규모는 2020년 10월 기준 2,349억달러로 최고치를 기록하였으며, 동기간 순유입된 자금은 586.9억달러로 전년도 대비 68% 증가하며 급증
 - 2010년 40억달러의 운용자산 규모를 기록한 글로벌 액티브 ETF는 약 50%의 연평균성장률을 기록하며 외형적으로 큰 폭의 성장세를 보임
 - 글로벌 금융위기 이후 ETF 시장은 대부분 패시브 전략을 중심으로 발전해왔으나 액티브 ETF로의 순유입 자금이 점차 증가함에 따라 전체 ETF 시장에서 액티브 ETF의 운용자산 규모가 차지하는 비중이 2010년 0.3%에서 2020년 3.6%까지 증가
 - 뮤추얼펀드에 비해 상대적으로 낮은 운용보수와 세금 등의 이점으로 운용사들의 참여가 확대되었으며 투자자 측면에서도 벤치마크 대비 초과 성과가 가능한 점을 선호
 - 뮤추얼펀드의 총 보수비용비율(Total Expense Ratio: TER)은 0.47~1.31%, ETF는 0.14~0.66% 수준으로 ETF가 비용 측면에서 상대적으로 우위²⁾

1) 액티브 ETF는 벤치마크(비교주가지수) 대비 초과수익을 추구하는 운용방식의 ETF

2) ICI, 2019, Trends in the expenses and fees of funds, 2019.

글로벌 액티브 ETF 시장 추이



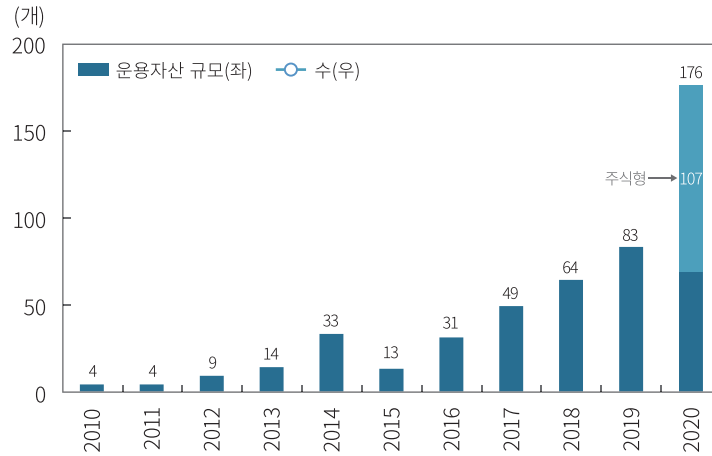
주 : 2020년은 10월까지 집계된 수치
자료: ETFGI

- 미국은 글로벌 ETF 시장의 66.2% 비중을 차지하며 전체 ETF 시장을 이끌고 있는 가운데, 2020년에는 액티브 ETF 신규 상장 수가 패시브 ETF를 최초로 상회하며 액티브 ETF가 급성장세를 시현
 - 2021년 1월 5일 기준³⁾ 미국 상장 ETF의 총 운용자산 규모는 4조 997억달러로 전체 ETF 규모의 66.2%, 종목 수는 약 54%의 비중을 기록하며 글로벌 ETF 시장을 주도
 - 2020년에만 5,074억달러의 자금이 순유입되면서 전년도 대비 55.5% 증가
 - 2020년 액티브 ETF의 신규 상장 수는 전년도 대비 2배 이상 증가한 176개로 급증하며 패시브 ETF 수를 최초로 상회
 - 동기간 액티브 ETF의 자금 순유입은 416.1억달러로 전년도 대비 2배 이상 증가하였으며 총 상장 종목 수는 486개, 총 운용자산은 1,728.1억달러로 액티브 ETF가 최초로 도입된 2008년 이후 지속적인 증가세를 기록⁴⁾
 - 그리하여 전체 ETF 운용자산 중 액티브 ETF가 차지하는 비중이 2018년 2%에 못 미쳤으나 2020년 4.3%까지 확대
 - 또한 2020년에 신규 상장된 ETF 중 액티브 ETF 수의 비중이 53%를 기록하며 처음으로 패시브 ETF를 추월⁵⁾
 - 투자자산별로 살펴보면, 주식형 상품 출시의 증가에 따른 대규모 자금 유입으로 주식형 액티브 ETF의 성장세가 두드러짐⁶⁾

3) ETF.com
4) ETFGI, ETF.com
5) ETF.com, 2020. 11. 17, ETFs Moving Beyond Passive Roots.
6) 삼성증권, 2020, 2020년 미국 신규 상장 ETF 분석.

- 액티브 ETF의 총 운용자산은 채권형 60.0%, 주식형 28.6%의 비중을 차지하며 채권형이 여전히 주도⁷⁾하고 있으나, 2020년 주식형에 대한 큰 폭의 자금 유입(fund flow) 증가세로 신규 상장 액티브 ETF 중 63%의 비중을 기록하며 채권형을 추월

미국 액티브 ETF 신규 상장 수 추이



자료: Bloomberg

□ 미국의 액티브 ETF의 성장세는 지난해 9월 SEC가 자산구성내역(Portfolio Deposit File: PDF)을 비공개하는 액티브 ETF의 상장을 승인함에 따라 주식형 액티브 ETF 시장이 성장할 수 있는 제도적 환경이 뒷받침된 것에 기인

— 2019년 9월 SEC의 투자회사법(Investment Company Act of 1940) Rule 6c-11 개정을 통해 액티브 ETF의 PDF 공개 의무를 면제해주는 제도적 요건⁸⁾이 마련됨에 따라 액티브펀드와 마찬가지로 편입종목을 매일 공개하지 않아도 되는 불투명 액티브 ETF(non-transparent active ETF) 출시가 가능해짐

- 2014년 BlackRock과 Precidian Investment는 ETF의 PDF 매일 공개 제도의 문제점을 지적하며 불투명 액티브 ETF의 상장을 요청했으나 SEC는 투명성 유지를 위해 제안을 거절
- 2019년 4월 Precidian Investment는 SEC에 PDF를 비공개로 운영하는 ETF를 허용해줄 것을 다시 요청했으며, SEC는 ETF 시장의 경쟁력 강화와 혁신을 목적으로 규정 개정을 통해 이를 허용하기로 결정함에 따라 같은 해 불투명 및 반투명(semi-transparent) 액티브 ETF의 5가지 운용모델이 최초로 승인
- 불투명/반투명 액티브 ETF의 주요 특징으로는 PDF 공개 주기를 매일 공개에서 매월 또는 매 분기에 지연 공개하도록 완화시킴으로써 운용사는 편입종목 및 투자전략 노출에 대한 부담이 크게 낮아짐

7) 채권형 또한 액티브 운용전략 시 자산구성내역 공개의무가 요구되나, 대부분 장외에서 거래되고 계약 당 기본 거래규모가 크기 때문에 상대적으로 추종매매 또는 선행매매가 어려운데 기인한 운용편의성의 이점이 있음

8) SEC, 2019. 9. 26, SEC Adopts New Rule to Modernize Regulation of Exchange-Traded Funds, Press Release.

- 과거 ETF의 투명성 규제로 인해 정해진 기초지수를 추종하여 PDF가 이미 노출되어 있는 패시브펀드를 중심으로 그간 발전해온 구조적인 배경이 있었으나, 최근 액티브 ETF의 규제 완화로 ETF 시장 환경의 변화를 가져옴

□ 그리하여 2020년 주요 운용사들의 불투명/반투명 구조의 ETF의 상품 출시가 이어지며 액티브 ETF 시장의 영역이 확대

- 2020년 4월 자산운용사 American Century는 Precidian 모델을 사용한 최초의 불투명 액티브 ETF 2종류를 신규 상장하였으며 이후 Legg Mason, Fidelity, T. Rowe Price, Invesco 등 운용사들의 불투명/반투명 ETF 상품 출시가 이어짐
 - 액티브 뮤추얼펀드 운용의 선두주자인 Invesco는 자체 개발한 새로운 구조의 불투명 액티브 ETF를 출시하였으며, 주요 패시브펀드 운용사인 BlackRock 또한 불투명 액티브 ETF 라이선스를 획득한 후 향후 액티브 ETF 상품 라인업을 확대할 계획을 밝힘⁹⁾
- 액티브 ETF의 성장세에 따라 향후 불투명/반투명 액티브 ETF 또한 운용사들의 참여가 더욱 확대되고 투자자들의 자금유입이 증가할 것으로 전망¹⁰⁾
 - Bloomberg에 따르면 2020년 불투명/반투명 액티브 ETF의 총 운용자산은 약 8억달러였으나, 2021년에는 80억달러에 이를 것으로 예상

□ 2020년 기준 일부 운용사의 주식형 액티브 ETF가 높은 초과 수익률로 상위권을 차지하며 전체 액티브 ETF의 수익률을 견인

- 주식형과 채권형의 평균 수익률(YTD 기준)은 각각 16.97%, 4.85%를 기록한 가운데, 수익률의 상위권 대부분을 주식형 액티브 ETF가 차지¹¹⁾
- 미국의 혁신기업 투자 운용사인 ARK Invest의 주식형 액티브 ETF에 대규모 신규 자금이 유입되면서 운용자산 기준 20.5%의 점유율을 차지하며 단기간 빠르게 성장하였으며, 해당 운용사의 주식형 액티브 ETF가 연초대비 180.82%의 수익률을 기록하는 등 상위 1~5위를 모두 차지함에 따라 전체 액티브 ETF의 수익률을 견인
 - 해당 운용사의 ETF는 혁신형 기업에 주로 투자하며 핀테크, 생명공학, AI, 로보틱스, 클라우드 컴퓨팅 분야에 주력
- 동 운용사의 높은 수익률 시현으로 주식형 액티브 ETF에 대한 경쟁력을 확보함으로써 시장 참여자들의 관심이 확대

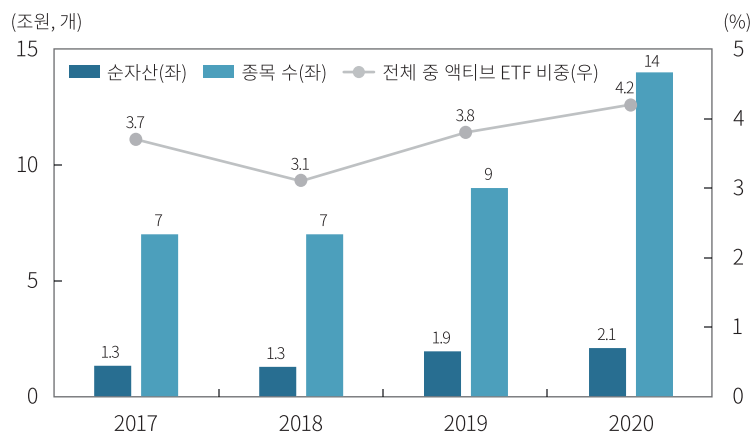
9) Bloomberg, 2020. 6. 4, BlackRock Files to License Active Non-Transparent ETF Structure.

10) ETF Trends, 2020. 12. 17, Big Growth Expected for ETFs that Don't Disclose Holdings Daily.

11) ETFdb.com

- 국내 액티브 ETF는 2017년 채권형이 최초로 상장된 후 2020년 7월 주식형이 새롭게 도입되었으나 총 상장 종목 수는 14개로 아직까지 시장 초기 단계
 - 2020년 12월말 기준 국내 ETF의 자산총액은 52조 365억원, 상장 종목 수는 468개로 2002년 시장 개설 당시 자산총액 3,444억원을 기록한 이후 지속적인 성장세를 보임
 - 유가증권시장 시가총액 대비 ETF의 자산총액 비중은 2.6% 수준이나 일평균거래대금은 유가증권시장 전체 거래대금의 25.8%로¹²⁾ ETF 거래가 활성화되어 있는 것으로 판단
 - 동기간 액티브 ETF는 자산총액 2조 934억원, 전체 ETF의 4.2%를 차지하며 아직까지 성장 초기 단계이나 2017년 처음 시장 개설 이후 약 1.6배 증가하며 외형적으로 점진적 확대
 - 국내 액티브 ETF는 2017년 6월 채권형에 한해 처음 허용되면서 당해 말 상장 종목 수 7개, 자산총액 1조 3,297억원(비중 3.7%)으로 시작하여 2021년 1월 기준 상장 종목 수 14개, 자산총액 2조 934억원으로 성장
 - 특히 2020년 7월 공모펀드 활성화 방안의 일환으로 거래소의 유가증권시장 상장규정 개정을 통해 채권형에만 허용되었던 액티브 ETF를 주식형으로 확대 허용함에 따라 국내에서도 주식형 액티브 ETF 3종이 신규 상장됨
 - 총 설정액은 289억원, 전체 액티브 ETF 자산총액의 1.5% 수준
 - 채권형과 주식형 액티브 ETF의 설정 이후 평균 수익률¹³⁾은 각각 4.06%, 19.44%로 주식형이 양호한 성과를 기록

국내 액티브 ETF 시장 추이



12) 비중 = ETF 일평균거래대금/유가증권시장 일평균거래대금
 13) FnSpectrum, 설정 후 수익률 기준

- 단, 국내 액티브 ETF의 경우 PDF 일간 공개 등 제약이 존재하므로 다양한 주식형 액티브 ETF의 상품이 출시될 수 있는 환경 조성을 위해 향후 제도적 보완이 필요할 것으로 판단
 - 현재 주식형 액티브 ETF의 도입 초기인 만큼 소수의 상품만이 시장에 출시되어 있으나, 향후 다양한 상품 출시를 위해서 제도적 뒷받침이 필요할 것으로 판단
 - 적극적이고 차별적인 운용을 위해 비교지수와와의 상관계수 유지 기준의 완화 필요성이 꾸준히 제기되고 있는 바 이와 관련하여 별도의 규정을 두고 있지 않은 미국의 사례를 참고할 필요
 - 거래소는 액티브 ETF의 상장폐지 요건으로 비교지수와와의 상관계수 0.7 미만 3개월 이상 지속되는 경우로 규정하고 있는 가운데 이는 기존 패시브 ETF에 적용된 상관계수 0.9보다 완화된 수준이나, 이와 관련하여 미국의 경우 별도의 규정을 두고 있지 않음
 - 국내의 경우 주식형 액티브 ETF도 기존 ETF와 동일하게 PDF를 매일 공개하도록 의무화하고 있는 바 최근 불투명/반투명 액티브 ETF 등장을 가능하게 한 SEC의 PDF 공개지연 모델이 참고가 될 수 있을 것임

미국과 한국의 주식형 액티브 ETF 모델 예시 비교

ETF 명	KODEX 혁신기술테마액티브	American Century Focused Dynamic Growth ETF
상장일	2020-09-28	2020-03-31
운용사	삼성자산운용	American Century Investment
벤치마크 지수	코스피	Russell 1000
운용자산 규모	89억원	2억 2,662만달러
투명성	투명	불투명(APR에게만 공개하나 기밀 유지)
PDF 공개 주기	매일	매분기 말 + 15일 이후 지연 공개
운용보수	0.30%	0.45%
운용전략	코스피 구성종목 70%+ 혁신기술 종목 30% (AI 기반 혁신기술 특허보유 기업 선별)	매출액, 현금흐름에 초점을 두어 미국 중대형 성장주에 투자(30~45개 선정)
3개월 수익률	25.15%	13.35%

선임연구원 안유미

글로벌 빅테크에 대한 규제 강화 추세

- 최근 EU 집행위원회는 빅테크 규제 강화 방안으로 불공정 행위에 대한 강력한 제재의 내용을 담은 디지털 시장법(Digital Market Act)과 디지털 서비스법(Digital Services Acts)안을 발표함
- 그동안 유럽 국가들은 소비자의 정보보호 및 빅테크 기업의 독점을 막기 위한 목적으로 개인정보 보호법(GDPR) 제정과 디지털세 도입 논의 등 적극적으로 규제 방안을 마련해 왔으며 이번 법안 발표는 빅테크 규제를 더욱 강화하기 위한 조치임
- 미국에서도 최근 반독점법을 근거로 대표적인 빅테크 기업들의 독점 행위에 대한 조사 실시 및 소송 제기로 규제가 본격화됨
- 일본에서는 지난해 빅테크 기업의 거래 투명성을 강화하는 내용의 新디지털법이 통과되었으며, 중국도 최근 대표적인 빅테크 기업에 대한 조사를 실시하면서 아시아 지역에서도 독점 행위에 대한 규제가 강화되는 추세를 보임
- 글로벌 빅테크에 대한 규제 강화 흐름 속에서 국내에서도 빅테크 기업에 대한 규제를 구체화하기 위한 법 제정을 추진 중임

□ 최근 유럽에서 글로벌 빅테크 규제를 위한 디지털 시장법(Digital Market Act: DMA)과 디지털 서비스법(Digital Services Acts: DSA)안이 발표됨에 따라 글로벌 빅테크 기업에 대한 제재가 강화될 것으로 예상됨

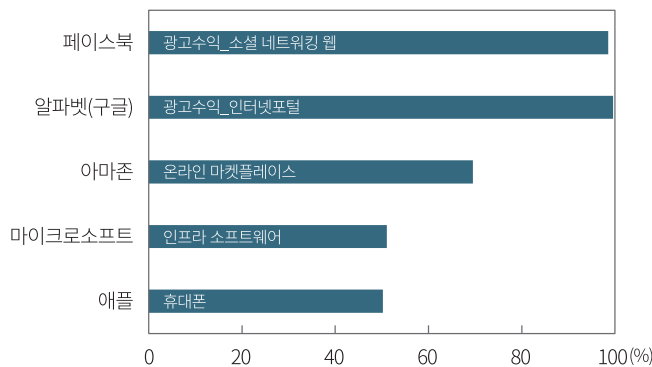
- EU 집행위원회는 지난해 12월 소비자보호 및 빅테크 기업의 독점 방지를 목적으로 공정한 디지털 시장 조성을 위해 온라인 사업자 규제를 강화하는 법안을 발표함¹⁾
 - DMA는 온라인 플랫폼 기업이 인수합병(M&A)을 할 때 EU에 사전 신고를 의무화하고, 수집된 정보를 독점하거나 불공정 행위를 하지 않도록 규제하는 내용이며, DSA는 유해 콘텐츠의 게재 행위를 규제하기 위한 법안임
 - 특히, 강력한 벌칙 조항이 마련되어 공정경쟁을 저해하는 경우 DMA와 DSA 각각 매출의 6%, 10%까지 벌금이 부과되거나 DMA는 플랫폼 운영이 중단될 수 있다는 강화된 제재 사항을 제시함
- 적용대상은 일정 요건을 충족하는 ‘gate keeper’²⁾로 대표적으로 미국 기업인 구글, 아마존, 페이스북, 애플, 마이크로소프트 등이 해당될 것으로 예상됨

1) EC, 2020. 12. 15, Europe fit for the Digital Age: Commission proposes new rules for digital platforms, Press release.

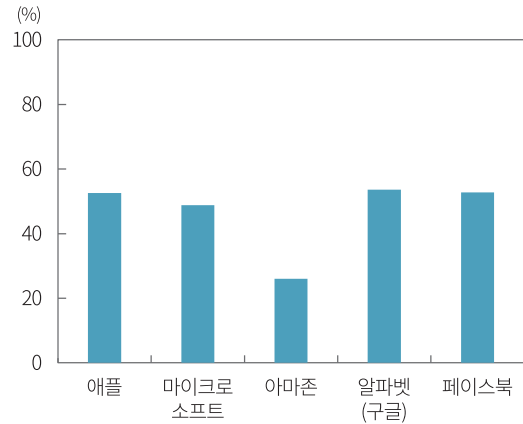
2) 적용대상은 gate keeper로 분류된 기업으로 자산가치가 650억유로 이상이거나 EEA(유럽경제지역)에서 매출이 65억유로 이상인 플랫폼 중 3개 이상의 회원국에서 서비스를 제공하며, 1만개의 사업 사용자와 4,500만명의 개인사용자를 최소 3년 이상 보유한 플랫폼임(EC, 2020. 12. 17, Digital Markets Act: Ensuring fair and open digital markets)

- 주요 빅테크 기업의 시장점유율은 미국 내 각 산업에서 50% 이상으로 높은 비중을 차지하고 있고, 특히, 구글과 페이스북은 99%에 육박하며 시장지배적 지위에 있으며, 페이스북 및 구글, 애플은 미국을 포함한 북미지역 뿐 아니라 해외 지역의 매출 비중도 50% 이상으로 높게 나타남

주요 빅테크 기업의 산업 내 시장점유율²⁾



주요 빅테크 기업의 북미지역 외 매출 비중³⁾



주 : 1) 2020년 3분기말 기준

2) 시장점유율은 미국에서 각 기업이 속한 산업 내 매출 비중을 의미

3) 각 기업의 전체 매출액 대비 북미지역 외에서 발생한 매출액(알파벳과 마이크로소프트는 미국 외 지역임)

자료: Bloomberg

□ 유럽에서는 개인정보보호법(General Data Protection Regulation, 이하 GDPR)의 제정 및 디지털세 도입 논의 등 소비자 정보를 보호하고 빅테크 기업의 독점을 막기 위한 노력이 있어왔으며, 빅테크 기업에 대한 조사 및 과징금 부과로 꾸준한 규제가 이루어짐

— 유럽에서는 개인정보보호의 목적으로 소비자의 정보권리를 강화하고 기업이 보유하고 있는 개인정보를 남용하는 피해를 방지하기 위해 PSD2 및 GDPR 등의 규제가 마련됨

- 2015년 10월 제정된 Revised Directive on Payment Services(PSD2)는 고객이 금융정보에 대한 자기 결정권을 확보하는 것으로 고객 동의하에 API(Application Programming Interface)를 통해 금융기관이 축적한 데이터를 제3자가 조회할 수 있고 고객 대신 제3자가 금융기관에 지급을 지시할 수 있게 한다는 내용임³⁾
- 후속조치로 마련된 개인정보보호법(GDPR)은 2016년 소비자 개인의 정보에 대한 통제 권리 확대를 목적으로 제정되었으며, 정보주체가 행사할 수 있는 권리를 규정하고 있음⁴⁾

3) 권민경, 2019, 국내외 마이데이터 도입 현황 및 시사점, 자본시장연구원 이슈보고서 19-02.

4) GDPR은 2018년 5월 시행되었으며, 통지받을 권리(right to be informed), 접근 권리(right of access), 삭제 권리(right of erasure) 등 정보 주체가 행사할 수 있는 권리를 규정하고 있고, 고객 요청 시 데이터 보관기관은 제3자에게 활용도 높은 형식으로 데이터를 전송해야 함(권민경, 2019)

- 또한 2019년 플랫폼 사업자와 상업적 이용자(중소기업) 간 거래의 투명성을 높이기 위해 공정성·투명성 규정인 '온라인 플랫폼 시장의 공정성 및 투명성 강화를 위한 EU 이사회 규칙'을 제정하여 시행함⁵⁾
 - 온라인 플랫폼을 이용하는 중소기업을 위해 예측가능하고 투명한 거래환경을 보장하고 분쟁해결 시스템을 도입하는 등 온라인 플랫폼 기업에 대한 규제 강화를 목적으로 함
- 이러한 규제 마련과 함께 EU는 빅테크 기업의 불공정한 독점 행위에 대해 꾸준히 조사하고 과징금을 부과해 옴
 - EU는 구글이 검색 분야의 독점적인 지위를 남용하여 온라인 쇼핑 서비스에서 수익을 창출한 것에 대해 2017년 24억유로의 과징금을 부과하였고, 2018년에도 안드로이드 운영체제에 앱 설치를 강제하는 것에 대해 43억 5천만유로의 과징금을 부과함
 - 특히, 2019년 프랑스가 구글이 개인정보 이용 계약을 명확하게 명시하지 않아 개인정보 제공 동의 절차를 투명하게 해야 한다는 규정을 준수하지 않았으며 5천만유로의 벌금을 부과한 것은 GDPR 시행 후 첫 위반 사례에 해당함
- 뿐만 아니라 공정한 경쟁을 위해 2018년에는 유럽 내 매출에 대한 세금을 부과하는 디지털세(Digital Tax)에 관한 논의가 시작되어 EU 차원의 도입은 되지 않았지만, 개별 국가의 도입 추진으로 프랑스와 이탈리아에서 먼저 도입됨
 - 디지털세는 빅테크 기업의 사업장 소재지가 유럽 내에 있지 않아 과세가 어렵다는 문제 제기에 따라 온라인 플랫폼 사업자가 서비스를 제공하는 국가에서 적정 수준의 세금을 부과해야 한다는 관점에서 도입됨

□ 유럽을 시작으로 확산된 빅테크 규제 움직임으로 미국에서도 지난해 반독점법을 근거로 빅테크 기업에 대한 조사에 착수하면서 독점 행위에 대한 규제가 본격화됨

- 미국 연방거래위원회(Federal Trade Commission: FTC)는 2019년 법무부와 합동으로 반독점법 조사반을 구성하여 구글의 모회사인 알파벳, 아마존, 애플, 페이스북, 마이크로소프트에게 2010년부터 최근 10년 간 소규모 기업과의 인수합병 자료를 제출하도록 하는 등 독점 행위에 대한 조사를 실시함
 - 구글은 검색시장에서 시장지배력을 남용한 불공정한 경쟁과 안드로이드 모바일 운영체제에서 앱 삭제를 막는 등 독점 행위에 대한 혐의이며, 페이스북은 수집한 소비자 정보의 무단제공과 소규모 경쟁기업 인수건에 대해 조사를 받음
 - 애플은 자사 앱스토어와 애플페이를 통한 경쟁 제한 행위에 대한 혐의가 있고, 아마존은 온라인 마켓 입점업체에 과도한 수수료 요구 등의 혐의로 조사를 받음
- 독점 행위에 대한 조사 결과로 대상 기업 중 구글과 페이스북은 반독점법 위반 혐의로 소송이 제기되어 진행 중임
 - 미 법무부는 구글이 검색엔진 독식과 스마트폰에 앱을 선택재시킨 후 삭제를 막아 독점을 했다는 이유로 연방법원에 제소하면서 지난해 세차례에 걸쳐 소송이 제기됨

5) Regulation 2019/1150 on promoting fairness and transparency for business users of online intermediation services.

- 페이스북은 최근 인스타그램, 왓츠앱과 같은 경쟁사들을 인수하여 시장 독점적 지위의 강화로 반독점법 위반에 따라 기업분할 명령이 청구됨
- 현재 미국에서는 기존의 반독점법에 근거하여 빅테크 기업을 규제하고 있으며, 유럽의 GDPR과 같은 연방정부 차원의 개인정보보호법은 부재한 상황임
 - 캘리포니아주에서만 빅테크 기업의 개인정보 이용 투명성 보장을 위해 기업의 개인정보보호 의무와 소비자의 개인정보보호 권리에 대한 규제가 존재함
 - 또한 빅테크의 영향력이 확대되고 있는 상황에서 수년전 제정된 반독점법보다는 보다 상세한 규제를 위해 별도의 규제조직이나 새로운 방안이 필요하다는 의견이 제기됨⁶⁾

□ 일본에서도 빅테크에 대한 규제책으로 新디지털법이 마련되었으며, 중국도 최근 대표적인 빅테크 기업에 대한 조사를 실시하면서 아시아 지역에서도 독점 행위 규제가 강화되는 추세임

- 일본 정부는 2020년 빅테크의 데이터 남용 우려와 독과점을 막기 위한 ‘특정 디지털 플랫폼 투명성 및 공정성 향상에 관한 법률(新디지털법)’을 발표하고 개인정보보호법 및 인수합병 지침에 대해서도 검토 중임⁷⁾
 - 유럽의 ‘온라인 플랫폼 시장의 공정성 및 투명성 강화를 위한 EU 이사회 규칙’과 유사하지만 일본법은 대상을 일정 규모 이상의 특정 사업자에게만 적용한다는 점에서 차이가 있으며, 이는 일본의 라쿠텐, 야후 뿐만 아니라 구글, 애플 등의 글로벌 빅테크 기업이 규제 대상이라는 것을 의미함
 - 新디지털법은 빅테크의 거래 상황 보고 의무화를 통해 투명성 및 공정성을 강화하는 취지로 도입되었고, ‘개인정보 이용정지권’의 도입 및 빅테크의 우월적 지위 남용으로 개인정보 취득 및 이용 방지, 빅테크 기업의 인수합병 자료 보고 의무화 등도 추진 중임
- 중국도 최근 알리바바, 텐센트와 같은 빅테크 기업에 대해 데이터 수집의 공정성 및 정보 공유, 인수합병 과정 등을 조사하며 규제를 강화하는 추세임
 - 기업의 독점적 지위 남용을 감독하기 위한 기구로 반부정경쟁 부처 의회를 설치하여 빅테크 기업의 정보 독점 행위 및 인수합병 과정에 대해 조사함
 - 중국의 강도 높은 조사 및 제재로 알리바바와 텐센트에게 반독점법을 위반한 인수합병 행위에 대해 각각 50만위안의 벌금이 부과되었고⁸⁾, 알리바바 그룹은 판테크 계열사인 앤트그룹의 지분을 넘기기로 발표함

□ 글로벌 빅테크 규제 강화 흐름 속에서 국내에서도 빅테크 기업에 대한 규제를 구체화하기 위한 법 제정을 추진 중임

6) The New York Times, 2020. 10. 22, Forget Antitrust Laws. To Limit Tech, Some Say a New Regulator Is Needed.

7) 주일대사관, 2019, 일본 경제 주간 동향 상세(12.16~12.22).

8) 国家市场监督管理总局, 2020. 12. 14, 市场监管总局反垄断局主要负责人就阿里巴巴投资收购银泰商业、腾讯控股企业阅文收购新丽传媒、丰巢网络收购中邮智递三起未依法申报案件处罚情况答记者问.

- 공정거래위원회는 지난해 빅테크 기업의 독점적 지위를 이용한 불공정 행위를 방지하기 위해 ‘온라인 플랫폼 공정화법’을 국회에 입법예고 함
 - 주요 내용은 일정 규모 요건⁹⁾을 충족한 플랫폼 기업을 대상으로 계약 상대방 업체에 거래조건을 투명하게 공개하고 계약 내용 변경은 사전 통지를 의무화하며, 거래상 지위를 남용한 불공정거래를 금지하는 것임
- 또한 개인정보보호를 강화하기 위해 ‘개인정보 이동권(전송요구권)’을 도입하고 기업의 개인정보보호법 위반 시 제재를 강화하는 방안을 검토함¹⁰⁾
 - 당사자의 개인정보 통제권을 강화하고 기업의 개인정보 침해 시 경제적 이득을 목적으로 한 다는 전제 하에 전제 매출액의 3%를 과징금으로 부과하는 방안을 논의함
- 국내에서는 글로벌 빅테크 기업보다는 카카오, 네이버 등의 국내 온라인 플랫폼 기업의 사용자가 많고, 이들 기업이 금융업으로 사업 영역을 확장하면서 금융서비스 이용자도 증가함에 따라 금융소비자보호에 관한 논의도 이루어짐
 - 포털 검색 부문에서 네이버의 시장점유율은 2020년 9월 기준 62.9%, 글로벌 빅테크인 구글은 29.9% 정도임¹¹⁾
 - 국내 대형 온라인 플랫폼 기업은 자사의 축적된 정보와 고객을 기반으로 금융업으로 진출하고 있는 가운데, 시장에서 플랫폼의 영향력이 강할수록 금융서비스 이용 고객이 많이 유입되고 마이데이터 산업의 본격화로 인해 대형 온라인플랫폼 기업과 금융사 간 경쟁은 더욱 심화될 것으로 전망됨
 - 이에 따라 빅테크가 금융상품을 판매하는 경우 빅테크와 규제 문턱이 높은 금융업 간의 규제 적용 차이로 인한 소비자보호 문제가 발생할 수 있으므로 금융소비자보호법 적용에 대한 논의가 진행 중임¹²⁾
- 국내에서는 여전히 국내 기업의 시장점유율이 높게 나타나지만, 글로벌 빅테크 기업의 시장점유율이 점차 확대되고 있으므로 국내 금융시장 진출에 대비하여 현재 추진 중인 과제 뿐 아니라 불공정 거래 및 금융데이터 무단활용 등에 대한 선제적 대책 마련이 요구됨¹³⁾
 - 포털 검색 부문에서 네이버의 시장점유율은 2016년 83.36%에서 2020년 62.93%로 감소한 반면, 구글은 2016년 0.94%에서 2020년 29.91%로 증가함¹⁴⁾

선임연구원 홍지연

9) 직전 사업년도에 온라인 플랫폼 중개서비스 및 부가서비스 제공을 통한 수수료 수입(매출액)이 100억원 이내의 범위에서 대통령령으로 정하는 금액 이상 또는 직전 사업년도에 온라인 플랫폼 중개서비스를 통해 판매가 이루어진 상품·용역 판매가액 합계액(중개거래금액)이 1,000억원 이내의 범위에서 대통령령으로 정하는 금액 이상인 기업(공정거래위원회, 2020. 9. 28, 공정위, 「온라인플랫폼 공정화법」 제정안 입법예고, 보도자료)

10) 개인정보보호위원회, 2020. 12. 23, 국민이 신뢰하는 데이터 시대, 개인정보 보호법 2차 개정으로 선도한다, 보도자료.

11) 파이낸스투데이, 2020. 9. 23, 네이버63% 구글30% 국내 포털 점유율 양강 체제.

12) 금융위원회, 2020. 10. 27, 「금융소비자보호법 시행령 제정안」 입법예고(10.28~12.6).

13) 금융보안원, 2020, 거대한 IT공룡, 빅테크의 금융권 본격 진출.

14) 각주 11)과 동일