

## 기업역동성 제고를 위한 한계기업 구조개혁 필요성\*

연구위원 이상호

기업부문의 역동성 제고가 시급한 가운데 재무구조가 부실하고 영업능력의 근본적 개선을 기대하기 어려운 한계기업들이 만성적으로 시장에 잔존하는 경향이 확대되고 있다. 한계기업의 가파른 증가 추세는 우리 경제의 잠재성장률을 직접적으로 저해하는 한편, 산업 내 희소한 자원이 한계기업으로 과다 배분됨에 따라 정상적인 기업의 고용과 투자를 저해하는 경로로 작용할 가능성이 높다. 코로나 19 확산에 따른 방역 조치가 장기화되면서 한계기업의 좀비화(zombification) 현상은 당분간 지속될 전망이다. 한계기업 종목군에 대한 투자자들의 보수적인 위험관리가 필요하며, 정책당국은 금융안정 차원을 넘어서서 보다 적극적인 대응을 요하는 시기가 올 위험성에 대비할 필요가 있다.

기업 활동의 기초여건이 지속적으로 악화되면서 영업이익으로 이자비용을 감당하지 못하는 한계기업 비중이 가파르게 증가하고 있다. 2020년 3분기 유가증권·코스닥시장 상장기업의 결산내역을 분석한 결과, 이자보상배율 1미만 기업 비중이 글로벌 금융위기 이후 처음으로 40%를 넘어섰다.<sup>1)</sup> 코로나19 확산 여파로 항공운수 업종에 해당하는 모든 기업들이 한계상황에 직면해있고, 조선업, 호텔·레저업 등에서도 한계기업 비중이 60%를 넘어선 상황이다.<sup>2)</sup> 초저금리 기조 하 기업의 이자부담이 줄어드는 속도보다 기업의 영업능력이 더욱 빠른 속도로 저하되고 있어 한계기업의 구조개혁은 예정된 미래일 가능성이 높다.

한계기업 구조개혁에 대한 사회적 논의가 필요한 상황임에도 관련 논의는 다소 더딘 실정이다. 구조개혁 과정에서 필연적으로 발생할 수밖에 없는 대규모의 실업, 투자자 피해 등 해결이 어려운 난관이 도사리고 있을 뿐더러, 외관상 식별이 용이한 영화 속 좀비와 달리 기업 좀비는 판단의 기준이 모호하다는 점도 발전적 논의를 어렵게 한다.<sup>3)</sup> 본고에서는 최근 한계기업의 특성을 살펴보고, 만성적인 한계기업이 우리 기업부문 전반에 미치는 악영향을 진단하고자 한다. 특히, 기업부문의 역동성 제고 관점에서 초저금리 환경을 감안한 한계기업의 새로운 판별 기준을 제안하며, 이를 바탕으로 투자자, 연구자, 정책당국 등 주요 이해관계자 입장에서 고려해볼 수 있는 대응과제를 제시하고자 한다.

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

- 1) 자본시장연구원 “2021년 자본시장 전망 및 주요 이슈” 참조
- 2) FnGuide 산업분류 기준
- 3) 자본시장연구원, 「기업부문 취약성: 진단과 과제」 심포지엄.

**한계기업의 재무적 특성**

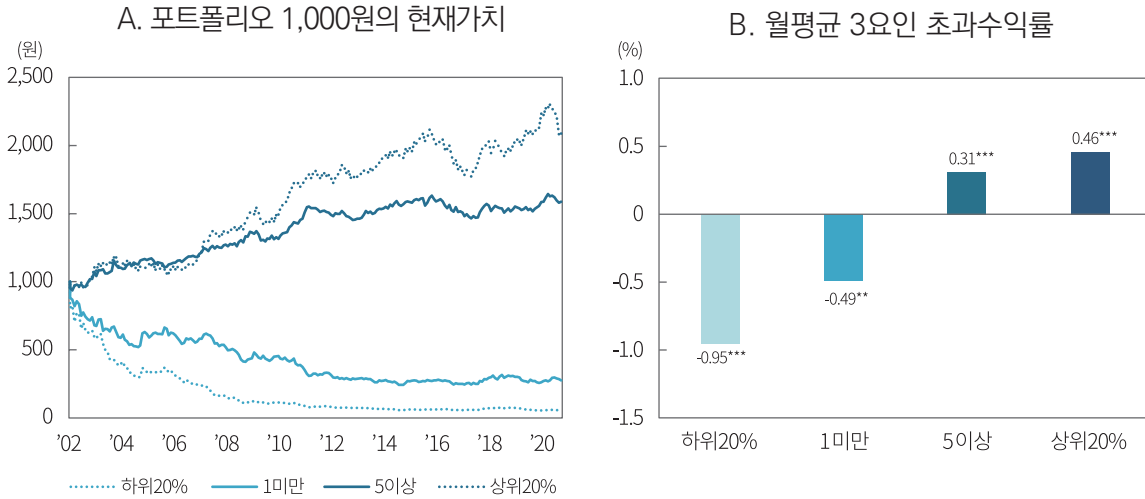
한계기업은 이를 정의하는 연구자들마다 일부 표현의 차이는 있으나 대체로 핵심 영업능력의 저하에 따라 정부·은행으로부터 신용 지원 없이 파산을 면하기 어려운 기업을 의미한다. 따라서 영업이익을 이자비용으로 나눈 이자보상배율이 1미만일 경우 영업활동으로 부채조달비용조차 충당하지 못하는 한계상황으로 간주한다. 다만, 대외의존도가 높고 경기순환형 기업이 큰 비중을 차지하는 우리나라 경제구조의 특성을 감안하면<sup>4)</sup>, 단순히 이자보상배율의 1미만 여부로 기업의 한계 상황을 판단하는 것은 적합하지 않을 수 있다. 영업변동성이 높은 경기순환형 산업이 하강국면에 진입할 경우 일시적으로 영업이익이 급감하여 보유현금 여력이나 사업 역량과는 무관하게 이자보상배율이 1미만을 기록할 수 있기 때문이다.<sup>5)</sup>

그러나 이자보상배율을 구간별로 나누어 기업 특성을 살펴보면, 이자보상배율 지표는 기업의 한계 상황에 대해 비교적 유용한 정보를 제공하는 것으로 확인된다. 이자보상배율이 낮은 기업일수록 기업 규모는 작고, 수익성은 매우 열악한 반면, 부채비율은 높아 소규모·저수익·고차입 특성을 보인다.<sup>6)</sup> 가격지표 측면에서도 시장심리에 민감하고, 고유변동성이 큰 것으로 나타나 정보비대칭성 매매 비중이 높을 것으로 예상되며, 이는 상대적으로 정보열위에 있는 개인투자자들이 이자보상배율이 낮은 한계기업 종목군에서 투자성과를 내기 어려울 가능성을 시사한다. 한편, 이자보상배율 1미만의 기업들은 운영자금 확보를 위한 유상증자 빈도가 높아 장기투자 시 주주가치의 희석도 우려되는 수준이다.

특히, 2002년 4월 초부터 2020년 12월 말까지 225개월 동안 이자보상배율 구간별 포트폴리오 성과를 분석해보면, 이자보상배율이 낮은 기업일수록 흑자전환과 같이 영업환경의 즉각적인 개선보다는 기업이 만성적으로 한계상태에 머무르는 좀비화 가능성이 높아 보인다. 2002년 4월 초, 이자보상배율 1미만 포트폴리오에 1,000원을 투자한 경우 2020년 12월 말 현재 시장수익률 대비 가치는 275원에 불과하다. 반면, 이자보상배율 5이상 포트폴리오의 현재가치는 1,587원을 기록하여 5.8배의 격차를 보인다(〈그림 1A〉). 시장 요인 외에 규모·성장성 요인을 추가로 통제한 경우에도 이자보상배율 1미만 기업은 월평균 0.49%의 초과손실을 기록했다(〈그림 1B〉). 아울러, 이자보상배율이 1미만인 기업은 승률(hitratio)이 41.5%에 불과하여, 시장평균 대비 저조한 투자성과를 보일 가능성이 높다.

4) 강현수, 2011, 한국의 무역의존도와 경제성장에 대한 인과관계 분석, 『산업경제연구』 24(4), 2135-2153.  
 5) 한계기업 증가의 대응과제를 논의한 「기업부문 취약성: 진단과 과제」 심포지엄에서도 한계기업에 대한 새로운 정의가 필요함이 제기된 바 있다.  
 6) 2001년 4분기부터 2020년 3분기까지 최근 4분기 합산 기준 이자보상배율 1미만·5이상 기업의 시가총액 평균은 각각 2,084억원, 6,296억원이고, 자기자본수익률 평균은 각각 -22.9%, 11.4%이며, 부채자본비율 평균은 각각 138.7%, 61.0%로 나타났다.

〈그림 1〉 이자보상배율 구간별 포트폴리오 수익률 분석

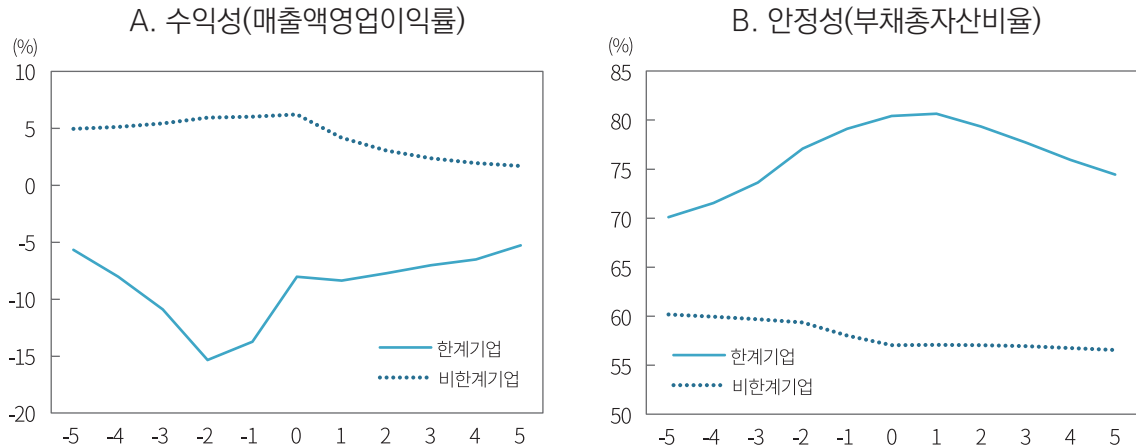


주: 1) 유가증권·코스닥시장 상장 비금융업종, 12월말 결산법인 대상  
 2) 분석대상기간은 2002년 4월 1일부터 2020년 12월 31일로 직전 4분기 이자보상배율 정보를 기초로 분기별 규모가중 포트폴리오를 재구성하며, 포트폴리오의 현재가치는 시장수익률을 조정한 값  
 3) \*\*\*, \*\*은 각각 1%, 5% 수준에서 통계적으로 유의함을 의미  
 자료: Dataguide, 자본시장연구원

한계기업의 재무적 특성을 장기 시계열로 살펴보더라도, 한계기업은 재무구조의 부실화가 심각하고 영업활동 경쟁력의 근본적인 개선이 요원하여 자체역량으로 한계상황을 탈피하기는 어려워 보인다. 2001년부터 2019년까지 외부감사대상 비금융업종을 대상으로 이자보상배율이 3년 연속 1미만인 기업의 특성을 살펴보면, 한계기업으로 분류되기 5년 전부터 지속적인 수익성·안정성·이자상환능력의 악화가 예견된다. 구체적으로 한계기업은 한계상태의 판별 5년을 전·후로 전 기간에 걸쳐 적자마진 구조에서 벗어나지 못하고 있고(〈그림 2A〉), 고차입 재무구조가 장기간 유지되는 경향을 관찰할 수 있다(〈그림 2B〉). 비한계기업과 질적으로 현격한 차이를 보이며, 그러한 차이는 지속적으로 좁혀지지 않는다.

투자자 입장에서는 생산성이 낮은 한계기업을 투자 포트폴리오에서 적극적으로 배제하여 수익률 제고와 위험관리에 집중할 필요가 있다. 반면, 시장 전체의 효율성 제고를 도모하는 정책당국자 입장에서는 한계기업이 시장에서 퇴출되지 않고 만성적으로 한계 상태에 머물러 있는 원인에 대해 좀 더 관심을 가질 필요가 있다. 한계기업이 유발하는 혼잡효과(congestion effect)에 대한 심층적인 분석결과를 바탕으로 시장의 비효율성을 완화하는 정책적 대응에 방점을 둘 필요가 있는 것이다.

〈그림 2〉 한계기업 판별 전·후 수익성·안정성 추세



주 : 1) 2001~2019년 외부감사대상 비금융업종 12월말 결산법인 99,667 기업-연도 대상  
 2) 0시점은 3년 연속 이자보상배율 1미만을 기록한 회계연도  
 자료: Dataguide, 자본시장연구원

**초저금리 환경을 감안한 한계기업 식별의 필요성**

최근의 한계기업 퇴출 지연은 2008년 글로벌 금융위기 이후 지속된 저금리 기조에 따라 저비용 차입자본이 증가한 현실과 무관하지 않을 것으로 판단된다. 초저금리 기조로 기업의 이자상환 부담이 경감됨에 따라, 한계기업이 희소한 자원을 더욱 과도하게 점유할 가능성이 확대되고 있어, 이자비용을 상쇄하는 영업이익 달성 여부만으로 한계기업의 혼잡효과를 파악하면 경제적 실질에 비해 매우 제한적인 효과만을 포착할 수 있다.

그럼에도 불구하고, 국내 학계의 경우 대다수가 3년 연속 이자보상배율 1미만 기업(이하 장기영업활동 한계기업)을 한계기업의 정의로 활용하고 있다. 금융당국 역시 장기영업활동 기준으로 한계기업을 판별, 금융안정·부실기업 관리의 판단 지표로 활용한다. 초저금리 환경을 감안한 한계기업 관리의 필요성이 점차 증대되는 현실을 고려하여 한계기업 문제의 분석이 필요하며, 이를 위해서는 전통적인 한계기업뿐만 아니라 취약한 재무건전성에도 불구하고 저비용·고차입 특성을 보이는 한계기업에 대하여 종합적인 분석이 요구된다.

최근 유럽 국가를 대상으로 한 연구의 경우 저금리 기조 하에 매우 저렴한 비용으로 차입자본을 조달하는 한계기업이 증가하는 추세를 고려하여 혼잡효과를 분석한 바 있다.<sup>7)</sup> 본고에서도 초저금리 환경을 감안한 혼잡효과의 검증을 위해 해당 연구의 한계기업 판별 기준을 차용한다. 낮은 수익성에 재

7) Acharya, V. V., Crosignani, M., Eisert, T., Eufinger, C., 2020, Zombie credit and (dis-) inflation: evidence from Europe (No. w27158). National Bureau of Economic Research.

무적 어려움이 예상되는 기업임에도 비정상적으로 저렴한 대출 금리를 적용받아 시장에서 청산되지 않는 기업을 특정하고자, (i) 이자보상배율이 산업 내 하위 50%로 이자상환능력이 제한적임에도, (ii) 순유동자산을 제외한 부채총자산비율이 산업 내 상위 50%로 고차입 특성을 보이면서, (iii) 저금리 기조 하 금융기관의 관대한 대출관행 및 공적 신용보증으로 이자발생부채에 대하여 신용등급 ‘AA-’ 이상 우량등급 기업이 부담하는 평균차입이자율보다 낮은 비용으로 부채를 조달한 기업을 저금리·고차입 한계기업으로 판별하였다.

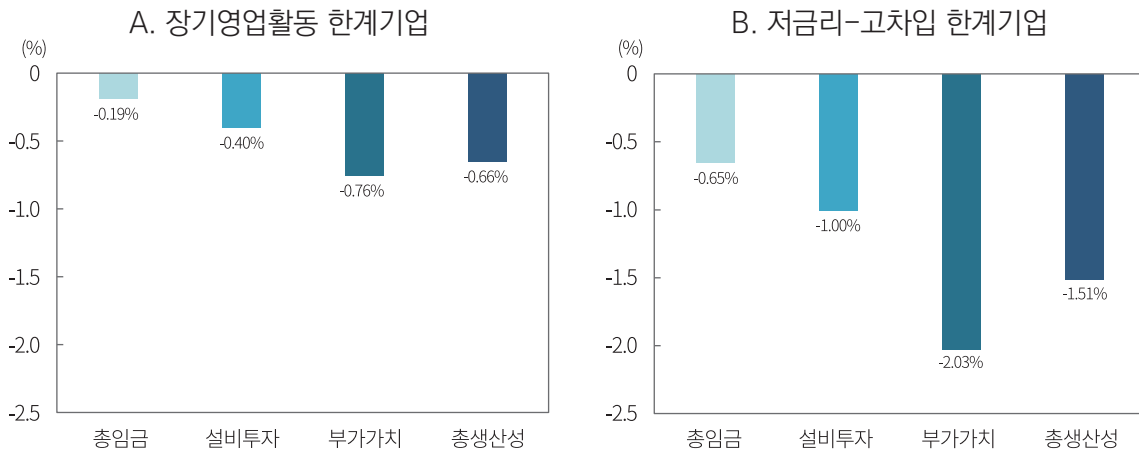
전통적 한계기업 정의에 해당하는 3년 연속 이자보상배율이 1미만인 기업들에 대해서도 비교목적의 분석을 수행하여 국내학계 및 금융당국에서 널리 활용하고 있는 장기영업활동 한계기업 기준과 초저금리 환경을 감안한 저금리·고차입 한계기업 기준 간 혼잡효과에 차별적인 특성이 있는지도 살펴본다.

**저금리·고차입 한계기업은 정상기업의 영업활동에 비효율성을 유발**

2001~2019년 외부감사대상 비금융업종 99,667개 기업-연도 표본을 대상으로 국내 기업 부문에서 한계기업이 유발하는 혼잡효과를 분석한 결과, 한계상황에 직면한 기업 비중의 증가는 기업부문 전반에 걸쳐 고용과 설비투자를 위축시키는 것으로 나타났다. 만성적인 한계기업이 산업 내 한정된 희소자원을 과다 점유하면서 정상기업의 인적·물적 자원 활용에 제약요인이 되기 때문이다. 아울러, 초저금리 환경 하에서 저비용 차입자본을 활용한 한계기업의 저마진 구조는 시장의 가격경쟁 구조를 왜곡하여 정상기업의 부가가치 창출에도 악영향을 미치고, 전반적인 생산성 제고에도 부정적인 영향을 미치는 것으로 확인된다.

특히, 저비용으로 차입자본을 점유하고 있는 저금리·고차입 한계기업이 영업이익창출 능력 저하로 한계상황에 직면한 장기영업활동 한계기업보다 정상기업의 생산활동에 더욱 부정적인 영향을 미치는 것으로 나타났다(그림 3)). 이는 저금리·고차입 한계기업이 균형 수준을 초과하여 인적·물적 자원을 점유함에 따라 한계기업과 정상기업 간 자원의 배분효율성을 크게 악화시키고 있을 가능성을 시사한다. 즉, 건전한 기업들에 미치는 부정적 전이효과 측면에서는 저금리·고차입 특성의 한계기업에 대한 문제해결이 더욱 시급할 것으로 판단된다.

〈그림 3〉 2020년 한계기업 혼잡효과의 추정치



주 : 외부감사대상 비금융업종 12월말 결산법인  
 자료: Dataguide, 자본시장연구원

**결론 및 시사점**

본고에서는 최근 한계기업의 재무적 특성을 살펴보고, 만성적인 한계기업이 우리 기업부문 전반에 미치는 악영향을 종합적으로 진단하였다. 지속적으로 악화되고 있는 기업부문의 역동성을 제고하기 위해서는 생산성 제고의 제약요인으로 작용하는 한계기업 문제에 대해 보다 거시적이고 선제적인 차원에서 대응방안을 모색할 필요가 있다. 코로나19의 여파가 장기화될 경우 그 동안 누적된 한계기업의 퇴출이 산발적으로 가속화될 수 있기에 효과적인 한계기업 구조개혁 방안에 대해 사전적인 대비가 필요하다.

한계기업의 경우 청산가치가 낮고 소규모 기업 비중이 높아 시장중심 구조조정 유인을 기대하기 어려운 측면이 있다. 효과적인 부실채권 정리와 기업 경쟁력 회복을 위해서는 구조조정 전담기구의 설치를 검토해 볼 수 있다. 아울러, 실업급여 수급기간을 확대하고 전직훈련을 강화하는 등 구조조정 사유에 한해 고용 안전망을 확충하여 대규모 실업에 대한 우려로 기업구조조정이 지연되는 현상을 완화할 필요성도 제기된다.<sup>8)</sup>

한편, 저금리·고차입 특성의 한계기업이 자원배분의 효율성을 악화시키는 영향이 크다는 점을 미루어 볼 때 그간 전통적인 한계기업 기준에 국한하여 기업 여신의 부실화 문제를 분석, 관리·감독 방안을 마련해온 학계 및 금융당국은 연구목적이나 정책목표에 부합하는 한계기업 특성을 보다 적극적으로 고안할 필요가 있다.

코로나19 이후 기업의 지속가능성에 대한 관심이 뜨겁다. 사회적 충격을 최소화하고 기업 생태계의 지속가능성을 제고하는 관점에서 한계기업의 구조개혁이 이루어질 수 있도록 지혜를 모아야 한다.

8) 박창균·정화영, 2020. 12. 7, 한계기업 현황과 자원배분 효율성 제고를 위한 과제, 자본시장연구원 심포지엄.

## 중앙은행 디지털화폐(CBDC)의 의의, 영향 및 시사점\*

선임연구위원 이승호

최근 많은 나라에서 관심을 보이고 있는 중앙은행 디지털화폐(CBDC)는 기존의 실물 화폐와 달리 가치가 전자적으로 저장되며 이용자간 자금이체 기능을 통해 지급결제가 이루어지는 화폐를 말한다. 중앙은행이 발행하는 법정통화로서 가상화폐와 달리 기존의 화폐와 동일한 교환비율이 적용되어 가치변동의 위험이 없다. 중앙은행 디지털화폐의 발행은 일반 경제주체들의 지급 편의를 증진시킬 것으로 예상되나 새로운 금리체계의 형성과 은행 예금의 감소 등으로 통화정책의 유효성과 금융안정성에 광범위한 영향을 미칠 것으로 보인다. 이의 발행을 추진하는 과정에서도 기술적, 법률적으로 해결해야 할 문제점들이 적지 않으므로 성급히 추진하기보다는 다른 나라의 논의 과정이나 도입에 따른 영향 등을 면밀히 분석한 후 신중히 접근할 필요가 있다.

최근 IT기술의 발전과 더불어 화폐의 디지털화에 대한 논의가 국내외에서 활발히 이루어지고 있다. 2009년 비트코인을 비롯한 다양한 가상화폐(cryptocurrency)가 처음 등장한 이후 가파른 가격 상승을 보이며 세간의 주목을 받았으나 극심한 가격변동성과 화폐가 갖는 지불수단으로서의 한계 등이 노정된 바 있다. 2019년에는 전 세계 25억명의 사용자를 보유하고 있는 페이스북(facebook)이 가상화폐와 달리 명목가치가 상대적으로 안정되어 있는 새로운 디지털화폐인 리브라(libra)의 발행 계획을 발표하였다. 이에 따라 전통적인 화폐의 개념과 관행에 변화가 예상되면서 각국 화폐발행 주체인 중앙은행들도 우려와 관심을 나타내는 계기가 되었다. 이후 우리나라를 포함한 주요국 중앙은행들은 전자적 형태의 화폐 발행에 대한 연구를 다양하게 진행하고 있으며 2020년에는 국제결제은행(BIS)을 중심으로 6개 선진국 중앙은행이 이에 관한 경제적, 기술적 지식과 경험을 공유해 나가기로 발표하기도 하였다.

이런 점을 배경으로 본고에서는 중앙은행 디지털화폐의 의의와 현황, 도입시 영향 및 위험요인을 살펴본 후 향후 디지털화폐의 발행과 관련한 시사점을 간략히 기술하였다.

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

### 중앙은행 디지털화폐의 의의 및 현황

각국 중앙은행이 발행을 검토하고 있는 디지털화폐(Central Bank Digital Currency: CBDC)란 기존의 실물 화폐와 달리 가치가 전자적으로 저장되며 이용자간 자금이체 기능을 통해 지급결제가 이루어지는 화폐를 말한다. 이는 민간에서 발행하는 가상화폐와 구별되는 법정통화(legal tender)로서 실물화폐와 동일한 교환비율이 적용되어 가치변동의 위험이 없고 중앙은행이 발행하므로 화폐의 공신력이 담보된다.

중앙은행이 발행하는 디지털화폐는 은행 등 예금취급 금융기관에 대해서만 발행하는 '도매 디지털 화폐'와 개인 등 민간 경제주체들에게도 발행하는 '소매 디지털화폐'로 나눌 수 있다. 전자의 경우 개인은 중앙은행으로부터 디지털화폐를 공급받은 은행을 통해 간접적으로 디지털화폐를 획득하게 된다. 개인이 중앙은행 디지털화폐를 보유하는 경우 화폐발행액에는 기존의 구성 요소인 민간보유 실물화폐와 은행의 시재금과 더불어 디지털화폐 발행액도 포함하게 된다. 이는 은행이 중앙은행에 전자적으로 예치 또는 처리하는 지급준비금과 마찬가지로 개인 등 민간경제주체들도 전자적 형태의 디지털화폐를 실물화폐와 함께 보유하고 이를 지불수단으로 사용할 수 있게 됨을 의미한다.

아직까지 중앙은행 디지털화폐를 구현하기 위한 실질적인 방안이 구체화된 상황은 아니나 다양한 기술적인 대안들이 제시되고 있다. 지급결제의 중앙집중 혹은 분산 형태에 따라 지급결제 관련 정보의 보관과 관리를 중앙은행 또는 위임받은 은행이 운영하는 단일원장방식(계정형)과 블록체인기반에 의거하여 거래정보가 다수에 의해 분산되어 관리되는 분산원장방식(Distributed Ledger Technology, 일명 토큰형)으로 나눌 수 있다. 분산원장방식의 경우 중앙은행을 포함한 다수의 보유자가 전자지갑을 활용하여 잔액을 보관하고 거래할 수 있어 익명성을 기반으로 한 실물화폐와 유사한 특성을 갖는다. 분산원장방식은 다시 허가형과 비허가형으로 나눌 수 있는데 거래취소 등에 따른 지급결제의 안정성 확보를 위해 허가형이 바람직한 것으로 인식되고 있다.

주요 선진국의 경우 아직까지 디지털화폐의 발행을 공식화한 나라는 없으나 다양한 형태의 실험과 연구를 진행하고 있다. 스웨덴의 경우 경제내 현금 이용 비중이 하락함에 따라 중앙은행 디지털화폐(e-krona)의 발행 여부를 금년중 여론수렴을 거쳐 결정할 계획인 것으로 알려지고 있으나 미국, 일본, 영국 등 대부분의 선진국은 아직까지 발행계획이 없는 것으로 전해지고 있다. 다만, 캐나다와 싱가포르 등 도매 디지털화폐 발행을 거액지급결제시스템의 효율성 제고로 연계하기 위한 방안을 강구하고 있다.

신흥국의 경우에는 인구가 적고 현금이용이 감소추세인 경우나 지급결제서비스 등 금융서비스가 미흡한 나라(우루과이, 튀니지 등)에서 이를 보완하기 위한 목적으로 중앙은행이 디지털화폐의 발행을 시도하고 있다. 특히 중국은 블록체인기술을 이용한 디지털화폐를 이용하여 은행간 결제에 시험성공한 것을 바탕으로 중국인민은행이 중앙은행-상업은행-일반고객으로 이어지는 2단계 디지털화폐의 유통을 적극적으로 추진하고 있는데 이를 국경간(cross-border) 거래에 활용하여 위안화의 국제화를 촉진하려는 의도가 깔려 있는 것으로 평가된다.

### 디지털화폐 발행시 영향 및 리스크

중앙은행이 은행에 대해서만 디지털화폐를 보급하는 도매 디지털화폐의 경우에는 디지털화폐와 지급준비금간의 전자적 교환을 통해 거래가 이루어질 것으로 예상되므로 디지털화폐가 발행되더라도 경제내의 통화총량이나 금융부문에 새로운 영향을 주지는 않을 것으로 보인다. 그러나 일반 경제주체들에게 디지털화폐가 보급되는 소매 디지털화폐의 경우에는 지급결제의 편의성은 물론 통화정책의 효율성과 금융안정성 등에 미치는 영향이 적지 않을 것으로 예상된다. 소매 디지털화폐의 보급 확산시 금융분야 전반에 미칠 영향을 예상해 보면 아래와 같다.

첫째, 우선 지급결제와 관련하여 편의성과 효율성이 향상될 것으로 전망된다. 최근 많은 나라에서 현금의 보유나 이를 이용한 결제비중이 대체로 줄어들고 있는 상황을 감안할 때 디지털화폐의 보급은 현금사용에 따른 도난 및 분실 위험을 줄이고 거래의 신속성 및 편의성은 높여 지급결제의 효율화에 기여할 것으로 보인다. 더욱이 중앙은행이 발행하는 디지털화폐는 민간이 발행하는 전자결제수단과는 달리 중앙은행의 공신력을 바탕으로 하고 있으므로 일반 경제주체들에게 편리하고 안전한 새로운 결제수단으로 역할을 할 수 있을 것으로 보인다. 또한 은행에 대한 계좌개설이나 전자적 거래에 취약한 일부 금융소외계층에 대해 중앙은행의 디지털화폐는 효율적인 지급결제수단을 확보하게 해주는 측면이 있다.

그러나 분산원장방식 하에서 익명성을 바탕으로 한 운영체계가 도입될 경우 개인정보보호 측면에서는 유리하나 불법 및 지하경제 자금의 유통이 용이해질 수 있는 부작용이 있을 것으로 보인다. 또한 전자적 형태의 지급수단을 다양하게 도입하고 있는 민간부문의 은행 인터넷뱅킹이나 전자지급 및 송금업무 등을 담당하는 전자금융업자와의 경합이 불가피하므로 지급서비스 업계에도 큰 변화가 나타날 가능성이 있다.

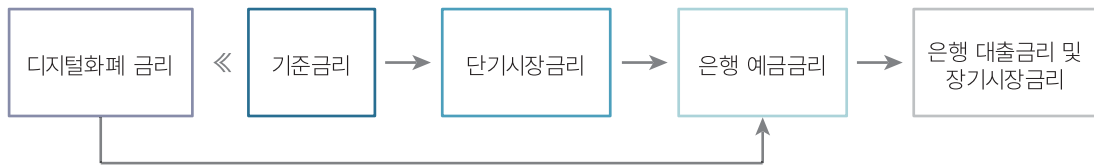
둘째, 통화정책의 파급경로 및 유효성에 변화가 예상된다. 우선 긍정적 측면으로는 중앙은행이 디지털화폐를 이용할 경우 민간 경제주체에 양적완화(quantitative easing)와 같은 신속한 유동성 공급수단을 확보할 수 있다. 예를 들어 금번 코로나19에 대응하기 위한 정부의 긴급재난지원금 지급시의 경우 실물화폐의 공급이 금융중개기관을 거쳐 통화승수효과가 발휘되는 데 소요되는 시간을 단축할 수 있을 것으로 예상된다. 더욱이 금융불안 확대와 같은 특수한 상황에서는 중앙은행이 음(-)의 디지털화폐 금리를 부과함으로써 통화정책의 효과 제고가 용이해질 것으로 생각된다.

그러나 한편으로 중앙은행이 디지털화폐에 금리를 부여하는 경우 금리전달경로에 의한 통화정책 파급경로에 변화가 예상된다. 디지털화폐에 대해 지급하는 금리는 기준금리에서 디지털화폐 유통에 따른 편의성을 차감한 수준에서 결정<sup>1)</sup>될 것으로 보이므로 「디지털화폐 금리 < 기준금리 < 단기시장금

1) 이에 관해서는 Meaning, J., Dyson, B., Barker, J., Clayton, E., 2018, Broadening Narrow Money: Monetary Policy with a Central Bank Digital Currency, Bank of England, 참조

리 < 은행 예금금리 > 의 순으로 금리체계가 형성되고 디지털화폐 금리는 단기금융시장에서 금리의 하한 역할을 담당할 것으로 보인다. 이 경우 디지털화폐에 부과된 무위험 금리수준에 따라 은행 예금금리도 직접적인 영향을 받으면서 장기 시장금리 및 은행대출금리 변화를 통해 실물경제에 영향이 나타나는 통화정책의 금리파급경로가 현재보다 복잡다기화되고 새로운 금리체계로 단기금융시장에도 변화가 예상된다.

**디지털화폐 발행시 통화정책의 금리경로**



또한 양(+의) 금리가 부여된 디지털화폐는 중앙은행이 발행하는 무위험 금융자산으로 인식되면서 금리수준이나 경제주체들의 안전자산 선호 등에 따라 은행 예금중 일부가 디지털화폐로 대체될 것으로 보인다. 이 경우 은행의 신용창출을 통한 통화정책 파급경로가 약화될 가능성이 있을 것으로 보인다.

셋째, 은행의 금융중개기능 및 금융안정성에 부정적 영향을 미칠 수 있다. 은행예금의 일부가 디지털화폐에 대한 수요로 전환될 경우 민간의 은행예금 감소요인으로 작용하면서 은행의 자금조달 비용이 커지고 대출여력이 감소하는 등 전반적인 은행의 금융중개기능 및 수익성 약화를 초래할 것으로 보인다. 특히 금융불안 등 위험회피성향이 큰 상황에서는 이러한 디지털화폐에 대한 수요가 더욱 커지면서 은행예금이 급격히 줄어드는 이른바 ‘디지털 런(digital run)’에 대한 우려도 제기되고 있다. 은행이 이에 대응하여 R/P나 콜차입과 같은 단기시장성 수신을 증가시켜 나가는 경우 금융기관간 상호연계성이 커지게 되므로 외부충격 발생시 금융안정성에 미치는 부정적 영향도 증가할 가능성이 있다.

이러한 은행의 자금여력 감소에 대해 중앙은행이 공개시장조작 등으로 국공채를 매입 하거나 은행에 대한 대출을 늘려 유동성을 추가로 공급하는 경우 중앙은행의 대차대조표가 확대되므로 통화정책 운영에 부담이 될 수 있다. 결국 이러한 영향은 디지털화폐에 대한 민간 경제주체들의 수요 정도와 이에 따른 은행 예금기반의 감소 정도에 좌우될 것으로 보인다.

**시사점**

중앙은행의 디지털화폐 발행은 전통적인 화폐의 개념과 관행에 변화를 가져올 뿐만 아니라 중앙은행 본연의 업무인 지급결제의 안정성, 통화정책의 유효성, 금융안정 유지 등에 광범위한 영향을 미칠 것으로 예상된다. 디지털화폐의 발행을 통해 지급결제의 효율성과 통화정책의 유효성을 증진시켜 나가면서 금융안정성에 미치는 부정적 영향을 최소화하기 위해서는 다음과 같은 점에 유의할 필요가 있다.

첫째, 지급결제의 효율성을 제고하기 위해서는 무엇보다 새로운 결제시스템의 안전성에 우선하여 세부적인 발행형태를 설계하여야 한다. 블록체인 등 새로운 운영체계가 아직 완전히 검증되지 않은 점을 감안하여 사이버 공격에 대한 대비를 철저히 할 필요가 있다. 지급 편의성을 위한 출발이 결제시스템의 안전성을 침해하는 일이 있어서는 안 될 것이다.

둘째, 통화정책의 유효성 제고 및 금융안정성 유지에 각별히 유념하여야 한다. 디지털화폐에 대한 금리수준 부과시 장단기금융시장에 영향을 주면서 통화정책의 파급경로에도 변화가 불가피하고 은행의 자금조달 기반인 예금 감소로 은행의 자금증개기능 및 수익성 약화가 나타날 가능성이 있는 점에 유의하여야 한다. 따라서 새로운 금리체계 하에서 현금 및 디지털화폐에 대한 수요 변화나 은행의 신용창출 저하 가능성을 면밀히 분석하여 금융안정성이 손상되지 않도록 정책적 노력을 기울여나가야 한다.

셋째, 향후 중앙은행의 디지털화폐가 발행될 경우 다양한 전자금융업자 등 민간부문과의 경합으로 지급서비스 업계에 큰 변화가 예상되는 만큼 디지털화폐에 대한 기술적인 접근과 아울러 금융관련 법률의 정비도 중요한 과제이다. 무엇보다 화폐의 발행과 지급결제의 안전성을 최종적으로 관장하는 한국은행법의 정비를 기반으로 하여 은행법 및 전자금융거래법 등 관련 법률에 대한 금융당국자간 긴밀한 협조와 조율이 필수적이다.

중앙은행의 디지털화폐 발행은 국민경제에 미치는 영향이 광범위하고 추진 과정 또한 생각보다 복잡하므로 다른 나라의 논의 과정이나 도입에 따른 영향 등을 보아가며 매우 신중히 접근할 필요가 있다.

## 일본 SBI 홀딩스의 성장전략과 시사점

- 전세계적으로 온라인 증권사가 급속히 성장하는 가운데 일본도 비슷한 환경으로 변하고 있으며 SBI는 일본에서 급성장한 대표적 금융그룹임
- SBI는 지주회사인 SBI 홀딩스를 중심으로 금융서비스, 자산관리, 바이오 사업을 핵심 사업부문으로 구성하였으며 수익구조는 금융서비스의 비중이 가장 높음
- 1999년 설립 직후에는 성장중심으로 사업을 전개하였고 이후 중점사업을 축으로 선택과 집중을 통한 수익성 중시 경영전략을 택하였으며 최근에는 블록체인을 핵심기술로 완전한 블록체인 금융 생태계를 지향
- 국내에서도 온라인 및 모바일 중심의 거래가 증가하고 혁신금융서비스가 출시되는 가운데 SBI의 사업간 연계와 핀테크 융합 촉진 사례는 금융투자업계의 새로운 수익모델 창출과 차별화에 참고가 될 것

### □ 전세계적으로 온라인 증권사가 급속히 성장하는 가운데 일본도 비슷한 환경으로 변하고 있으며 SBI는 일본에서 급성장한 대표적 금융그룹임

- SBI 홀딩스의 시가총액은 노무라 홀딩스 1조 8,192억엔, 다이와증권그룹 8,492억엔에 이어 6,524억엔으로 3위
- 핵심 자회사인 SBI 증권은 계좌수는 2020년 9월 말 기준으로 약 596만계좌를 기록하여 가장 많은 고객을 보유하고 있으며 온라인 증권사 중 주식 위탁매매 거래대금 점유율이 가장 높음
  - 대형증권사인 노무라 증권은 약 532만계좌, 다이와 증권은 약 302만계좌, SMBC닛코 증권은 약 345만계좌이며 온라인 증권사인 라쿠텐 증권은 약 440만계좌, 마넉스 증권은 약 190만계좌
  - 대형증권사의 계좌수가 연평균 1%대로 증가하는 가운데 SBI 증권은 연간 약 10%의 성장률로 고객기반을 확대
  - 온라인 증권사의 주식 위탁매매 거래대금 점유율은 SBI 증권 40.3%, 라쿠텐 증권 27.1%, 마쓰이 증권 10.3%, au카부콤 증권 9.3%, 마넉스 증권 5.4%, 기타 증권사 7.6%
- 온라인 전업은행인 주신SBI넷 은행의 예금잔고 및 FX 마진거래 서비스를 제공하는 SBI 리퀴디티마켓의 계좌수 및 보유잔고는 업계 최고 수준
  - 주신SBI넷 은행의 예금잔고는 약 5조 4,000억엔이며 동종업인 다이와 닉스트 은행의 예금잔고는 약 4조 600억엔, 라쿠텐 은행의 예금잔고는 약 3조 6,000억엔
  - SBI 리퀴디티마켓의 FX 계좌수는 2019년도 기준 128만계좌, FX 보유잔고는 2,487억엔이며 2위인 GMO 클릭증권은 85만계좌, FX 보유잔고 1,936억엔을 기록

- SBI는 지주회사인 SBI 홀딩스를 중심으로 금융서비스, 자산관리, 바이오 사업을 핵심 사업부문으로 구성하였으며 수익구조는 금융서비스의 비중이 가장 높음
- 금융서비스는 중간지주회사인 SBI 파이낸셜 서비스즈 산하에 증권, 은행, 보험산업의 자회사가 존재<sup>1)</sup>
    - 2019년 기준 금융서비스 부문의 영업이익 비중은 67.3%
    - SBI 증권의 영업이익은 1,245억엔으로 SBI 홀딩스 총수익의 33.5%를 차지
  - 자산관리는 중간지주회사인 SBI 캐피탈 매니지먼트<sup>2)</sup>와 SBI 글로벌 에셋 매니지먼트<sup>3)</sup>를 주축으로 벤처기업 투자육성 및 자산운용 서비스 사업을 진행
    - 주로 해외 VC 투자 및 핀테크 펀드나 블록체인과 관련된 사업을 진행
    - SBI 그룹 내 인큐베이터 인프라를 통해 투자기업의 사업단계에 따라 영업지원 전략수립, 인원 등 인력파견, 내부관리 체제 정비, 해외진출 지원 등 지원을 실시
    - 지역 금융기관과 연계한 사업을 전개하고 있으며 컨설팅, 운용상품 개발 담당을 통해 지역 경제 활성화에 일조
  - 바이오는 중간지주회사인 SBI ALA 파마를 주축으로 의약품, 건강식품 및 화장품 사업을 추진<sup>4)</sup>
    - 증권산업보다 경기의 영향을 덜 받고 업종별 영업이익률이 높아 바이오 산업을 신사업부문으로 택함<sup>5)</sup>

1) 증권사업: SBI 증권, SBI 리쿼티마켓, SBI FX 트레이드, SBI VC 트레이드(가상자산 교환·거래), SBI 베네팩 시스템즈(DC 연금 운영관리, 인사복지후생 업무 및 시스템 아웃소싱), SBI 머니플라자(은행·보험·주택담보대출 대리업), SBI BITS(정보통신기기 및 컴퓨터 소프트웨어 개발, 운용, 리스, 판매 등), SBI 프라이머리증권(법인), SBI 네오투레이드 증권, SBI 네오 모바일증권, 재팬넥스트 증권(PTS)

은행사업: 주신SBI넷 은행

보험사업: SBI 인슈어런스 그룹, SBI 손해보험, SBI 생명보험, SBI 생생 소액단기보험(사망, 의료 등), SBI 리스타 소액단기보험(지진), SBI 일본 소액 단기보험(임대주택 임대용 보험, 오토바이, 자전거 차량보험), SBI 프리즘 소액 단기보험(반려동물)

기타: SBI 핀테크 솔루션, SBI 리밋(국제송금), 레오스 캐피탈 워크스, SBI 소셜렌딩(P2P 대출), SBI 비즈니스 솔루션(백오피스 지원 서비스 제공), SBI 네오파이낸셜 서비스(핀테크 신기술 도입 지원), SBI AntWorks Asia(업무자동화 플랫폼 제공), SBI 원커넥트 재팬(일본내 핀테크 서비스 플랫폼 제공), SBI PayKey 아시아(PayKey 솔루션 판매), SBI 리플아시아(블록체인을 활용한 각종 핀테크 솔루션 개발, 판매, 컨설팅), FX클리어링 신탁, SBI 아트 경매, SBI 인슈어런스 랩, SBI 펀드 클라우드, SBI 오토 서포트, SBI 소셜렌딩(P2P), SBI 비즈니스 서포트(교육연수, BPO 서비스), SBI 프로세스 이노베이터(RPA·AI-OCR 등 기술을 활용한 업무 개선 컨설팅)

2) 벤처캐피탈 사업: SBI 인베스트먼트, SBI 인베스트먼트 코리아, SBI 벤 캐피탈

해외금융서비스 사업: SBI 홍콩 홀딩스, SBI & TH(베이징) 벤처 캐피탈 매니지먼트, SBI 벤처스 말레이시아, SBI 은행(러시아), BNI 증권(인도네시아), SBI 은행(러시아), SBI 리호 은행(캄보디아), SBI 타이 온라인 증권(태국), SBI 저축은행(한국), SBI 로열증권(캄보디아)

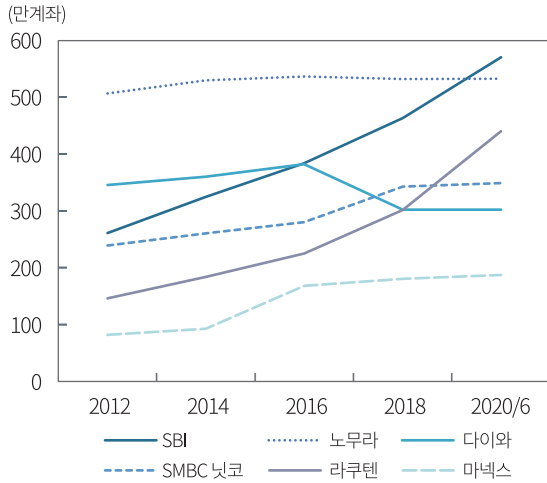
기타: SBI 핀테크 인큐베이션, SBI 에스테이트 파이낸스, SBI 에너지, SBI 개런티, SBI 리싱 서비스

3) 자산운용서비스 사업: 모닝스타, SBI 에셋 매니지먼트, 모닝스타 에셋 매니지먼트, SBK얼터너티브 인베스트먼트, SBI 지방창생 홀딩스, Carret 애셋 매니지먼트, SBI 본드 인베스트먼트 매니지먼트

4) SBI 제약, SBI ALA 프로모(화장품 및 건강식품 개발), SBI 바이오텍(의약품 연구개발)

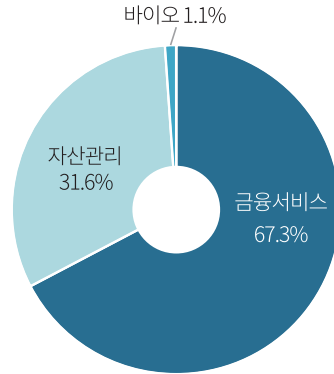
5) 2010년 기준 전산업 평균 영업이익률 3.21%에 비해 의약품은 13.76%(경제산업성, 2012. 8. 8, 2011년 기업활동기본조사-2010년도 실적-)

주요 증권사 계좌수 추이



자료: 각 사 IR자료

사업부문별 영업이익 비중 (2019년)



자료: SBI

□ 1999년 설립 직후에는 성장중심으로 사업을 전개하였고 이후 중점사업을 축으로 선택과 집중을 통한 수익성을 중시하는 경영전략을 택하였으며 최근에는 블록체인을 핵심기술로 완전한 블록체인 금융생태계를 지향

- 2000년부터 2000년대 중반까지는 일본내 점유율 확대와 아시아 지역을 중심으로 성장 잠재력이 높은 신흥국가에 투자하며 규모를 확대
  - 설립 초기 거래량은 온라인 증권사 중 4위로 이를 타개하고자 위탁매매 수수료 업계 최저 전략을 택하였으며 이는 대형증권사 대비 1/3 수준
  - 추첨을 통해 IPO 종목에 개인투자자에 공평하게 배정하는 등 타사에 없는 독자성을 갖추
  - 2007년 설립한 주신SBI넷 은행은 높은 예금금리, 이체수수료 무료, 편의성에 중심을 둔 주택 대출상품 개발로 온라인 전문은행 중 선두를 차지
  - 2005년 일본의 소득수지가 무역수지를 앞지른 것을 배경으로 투자환경의 급격한 성장속에 아시아 신흥국가에 대한 본격적인 투자 사업을 개시<sup>6)</sup>
  - 말레이시아, 대만, 홍콩, 베트남, 캄보디아 등 조인트벤처 펀드 설립을 통해 해외 PE투자를 전개하였으며 지분투자를 통해 각국 금융업계에 진출
- 2000년대 후반 이후부터는 경제 환경 악화를 배경으로 선택과 집중을 통한 수익성 중심의 경영으로 전환
  - 부동산 사업 등 5개 사업부를 매각하는 등 효율성 중시 전략으로 방향을 바꿈에 따라 은행, 손해보험, 생명보험, 결제서비스를 5대 핵심사업으로 정하고 상호 시너지를 발휘하는 전략을 택함

6) 일본의 경상수지는 무역·서비스수지, 1차 소득수지(직접투자 수익, 증권투자수익, 기타투자수익), 2차 소득수지(민관 무상자금 협력, 기부, 증여 등)로 구분

- SBI 증권외의 경우 SBI 리퀴디티마켓에서는 FX거래 관련 시장 인프라 정보, 모닝스타에서는 투자신탁 평가 및 금융정보, SBI 펀드뱅크에서는 펀드 분석정보를 받고, 재팬넥스트 증권과는 PTS 시장 운영을 통해 증권부문을 중심으로 각 사업체의 지원을 통해 효율성과 전문성을 갖춘 서비스를 투자자에게 제공
  - 주신SBI넷 은행의 'SBI 하이브리드 예금'은 저축과 투자를 동시에 할 수 있는 상품으로 예탁금은 SBI 증권 계좌의 매수 여력에 자동으로 반영되어 일부러 자금을 송금하지 않고도 주식이나 펀드, 채권 등의 증권거래에 이용 가능<sup>7)</sup>
  - 구조가 복잡하고 위험성이 높은 금융상품, 생명보험, 주택대출 등 대면상담이 필요한 부분은 SBI MONEY PLAZA를 통한 온라인과 오프라인 융합을 추진
- 2010년 중반부터는 금융서비스, 자산관리, 바이오 사업을 축으로 그룹 조직 체제를 개편하였으며 블록체인 사업에 중점을 두어 핀테크 진화과정을 자사 사업과 관련지어 3단계로 구분
- 블록체인을 핵심으로 하는 새로운 금융생태계로의 진화를 목표로 그룹 금융서비스에 핀테크 기술 도입과 블록체인(분산원장) 기술을 이용한 디지털 자산 관련 사업의 전개를 가속화
  - (핀테크 1.0) 은행, 증권, 생명·손해보험 등 인터넷 금융 서비스를 하나의 기업 생태계에서 영위함으로써 시너지 효과를 창출
  - (핀테크 1.5) 블록체인과 AI 등의 다양한 신기술을 현재의 온라인 사업에 포함하여 서비스를 개선<sup>8)</sup>
  - (핀테크 2.0) 블록체인을 가상통화뿐만 아니라 다양한 금융거래에 활용하고 혁신적인 서비스를 제공
- 향후 지역 경제 주체와의 협업 강화, 오픈얼라이언스 추진, 디지털 트랜스포메이션의 가속화를 목표
- 지역 금융기관 사업 환경이 어려움을 겪는 가운데, 지역 금융기관과의 제휴를 통해 새로운 비즈니스 모델을 그릴 필요가 있다고 판단
  - 오픈 얼라이언스는 디지털 영역과 대면영역을 포함한 각종 사업영역에서 강점을 활용하면서 경쟁업체와 협력을 추진하며 고객 편의성 향상을 도모<sup>9)</sup>
  - 매매 수수료 무료, 투자자 부담 비용의 일부 무료화를 통한 네오뱅크, 네오증권화를 구상<sup>10)</sup>

7) SBI 은행 사이트 또는 앱에서도 SBI 증권외의 자산현황을 조회할 수 있으며 반대의 경우도 가능

8) 현재 핀테크 1.5단계에 속해 있음

9) 2020년 4월 SMBC그룹과 전략적 제휴 체결이 있으며 SMBC닛코증권과 스마트폰 증권 서비스 공동개발, SBI 인베스트먼트의 벤처 캐피탈펀드에 SMBC그룹이 LP 출자로 참여, 증권시스템 및 업무분야 제휴가 이에 해당

10) SBI 증권: 야간 PTS 수수료 무료화 및 현물거래, 신용거래 수수료 무료화 추진

네오모바일 증권 2019년 4월 일부 조건부로 월정액 200엔으로 주식거래 횟수에 상관없이 이용가능한 서비스 개시, 향후 수수료 무료화 계획, 또한 프리미엄 고객을 위한 서비스로 2020년 9월 SBI 프라임 증권을 설립하여 차별화를 꾀하고 있는데 보관자산 1,000만엔 이상 주요 고객(가입 조건으로 개인: 20세이상 및 주식거래 경험 1년 이상, 법인: 국내 주식거래 경험 1년 이상)에게 SBBO-X(다크폴 거래)를 제공, 등급별 주식거래 수수료 할인(플래티넘 등급은 무료)

- 국내에서도 온라인 및 모바일 중심의 거래가 증가하고 혁신금융서비스가 출시되는 가운데 SBI의 사업간 연계와 핀테크 융합 촉진 사례는 금융투자업계의 새로운 수익모델 창출과 차별화에 참고가 될 것
- 인터넷 산업의 성장과 더불어 중복사업의 최소화 및 계열사 간 연계를 통한 원스톱 체제로 차별화하였으며 신기술을 접목한 새로운 서비스를 개발하여 경쟁력을 제고
    - 2008년 금융위기 이후에도 타 증권그룹이 사업 모델의 큰 변화를 추구하지 않는 가운데 SBI는 증권사, 은행, 보험사 등을 금융지주회사 산하에 두어 인터넷을 이용한 금융상품 서비스를 원스톱으로 설계하여 투자자의 니즈를 충족시키며 성장
    - 계열사 간 긴밀한 연계에 기반한 사업전략으로 차별화된 사업모델을 구축하였으며 경쟁력을 제고함으로써 수익 극대화를 도모
  - 또한 그룹중심의 시너지를 발휘하는 관계를 구축한 성장전략과 핀테크 중심의 방향성은 급속한 디지털화, 치열해지는 경쟁, 개인투자자의 급속한 성장 등과 같은 환경 변화에 직면해 있는 국내 증권업 성장전략 수립에 시사점을 줄 수 있을 것

선임연구원 여밀림

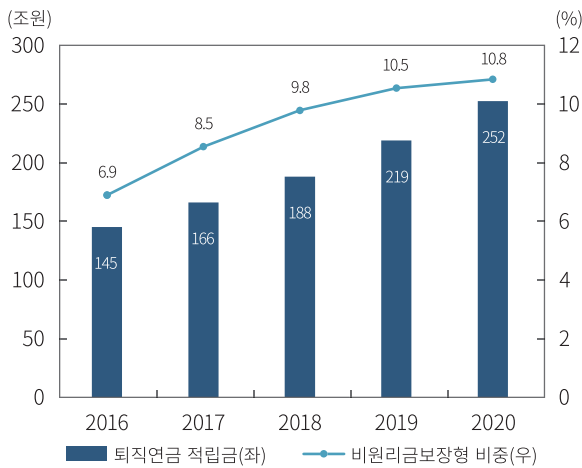
## 최근 국내 퇴직연금시장 동향

- 2020년말 기준 퇴직연금 적립금 규모는 252.3조원으로 확정기여형(DC) 및 개인형퇴직연금(IRP)을 중심으로 성장세가 지속되고 있으며, 비원리금보장형 상품에 대한 운용비중이 꾸준히 확대되는 모습
- 2020년 퇴직연금 연간수익률을 보면 비원리금보장형 상품 운용비중이 높은 증권회사 DC형 및 IRP가 상대적으로 높은 수익률을 기록했으나, 이는 2020년 하반기중 국내 및 글로벌 증시 급등에 주로 기인
- 2019년 11월 개인형IRP간 이전, 개인형IRP-연금저축간 이전 간소화 시행에 이어, 올해 1월 4일 퇴직연금제도간 이전 간소화도 시행됨에 따라 DC형 및 IRP의 적립금 증가폭 확대는 지속될 것으로 전망

- 2020년말 기준 퇴직연금 적립금 규모는 252.3조원으로 은행 및 증권회사의 확정기여형(DC) 및 개인형퇴직연금(IRP)을 중심으로 성장세 지속
  - 2020년말 기준 퇴직연금 적립금 규모는 전년(218.6조원) 대비 33.7조원 증가(15.4%)한 252.3조원 기록
    - 전체 적립금 중 원리금보장형 상품이 225조원(89.2%), 비원리금보장형 상품이 27.3조원(10.8%)으로 여전히 원리금보장형이 높은 비중을 차지하고 있으나, 비원리금보장형 비중이 매년 꾸준히 확대되는 추세
  - 제도유형별로는 확정급여형(Defined Benefit: DB) 153.9조원(61.0%), 확정기여형(Defined Contribution: DC) 64.0조원(25.4%), 개인형퇴직연금(Individual Retirement Pension: IRP) 34.4조원(13.6%)으로 구성
    - 가장 큰 비중을 차지하고 있는 DB형은 2020년중 11.5% 증가하는 데 그친 반면, DC형은 16.0%, IRP는 35.5% 증가함에 따라 DC형과 IRP의 적립금 비중이 증가
  - 특히 IRP 적립금 증가율은 전년(32.3%)에 이어 30%를 상회하는 높은 성장세를 지속하며 2016년말(12.4조원) 대비 4년 만에 시장 규모가 세 배 가까이 증가
    - IRP는 연간 납입액 700만원(연금저축 최대 400만원 포함) 한도로 세액공제(총급여 5,500만원 초과 13.2%, 이하 16.5%) 혜택이 있는 절세상품으로서, 근로자들에게 한정됐던 IRP 가입 자격이 2017년 7월에는 자영업자와 공무원·군인 같은 직역연금 가입자 등 소득이 있는 모든 취업자로 대거 확대

- 금융권역별로는 보험회사의 퇴직연금 적립금 증가가 둔화한 반면 은행 및 증권회사의 적립금은 높은 증가율을 나타내며 시장점유율 확대 지속
  - 2020년말 기준 시장점유율은 은행 51.7%, 생보사 22.6%, 증권회사 20.5%, 손보사 5.3%로 나타나 2016년말 대비 은행과 증권회사의 점유율은 각각 1.5%p, 2.3%p 증가하고, 생보사 및 손보사의 점유율은 각각 2.1%p, 1.5%p 감소

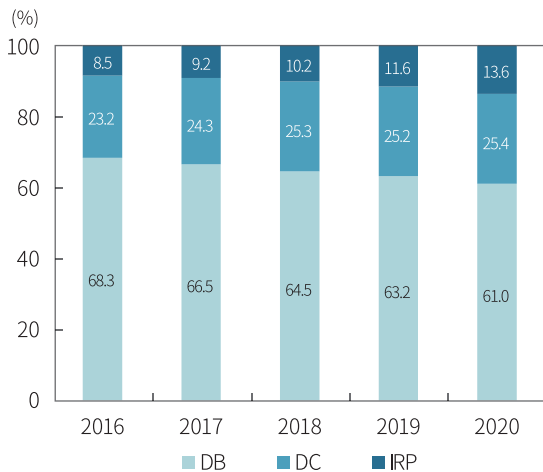
국내 퇴직연금시장 적립금 규모 추이



	퇴직연금 적립금(조원)			증감률 (%)
	원리금 보장	비원리금 보장	합계	
2016	135	10	145	13.9
2017	152	14	166	14.4
2018	170	18	188	13.3
2019	196	23	219	16.3
2020	225	27	252	15.4

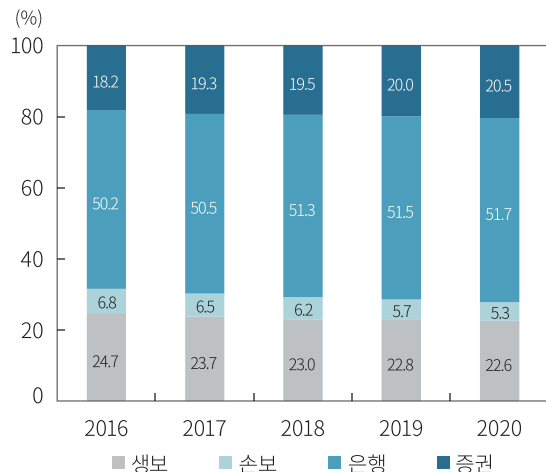
자료: 각 금융권역별 협회 및 금융감독원 연금포털

퇴직연금 제도유형별 적립금 비중



자료: 각 금융권역별 협회 및 금융감독원 연금포털

금융업권별 퇴직연금 적립금 비중



□ 최근 적립금 증가폭이 확대되고 있는 확정기여형(DC) 및 개인형퇴직연금(IRP)의 경우 비원리금보장형의 운용비중이 높게 나타나는 것이 특징

- DB형의 경우 퇴직급여가 확정급여 산출공식<sup>1)</sup>에 의해 사전에 결정되는 제도로 기업이 운용 방식을 결정하고 자산운용 결과에 대한 책임을 지게 되기 때문에 원리금보장형 위주로 운용
  - 2020년말 기준, 보험회사의 경우 DB형 퇴직연금 적립금의 97%, 은행 95%, 증권회사 91% 이상을 원리금보장형으로 운용
- 반면 근로자가 스스로 운용 방식을 지시하고 수익률에 따라 퇴직급여가 결정되는 DC형 및 IRP의 경우 상대적으로 비원리금보장형의 운용비중이 높게 나타남
  - 은행의 IRP 적립금의 비원리금보장형 비중은 2020년말 기준 23.0%로 매년 증가하고 있으며, 특히 증권사의 경우 DC형과 IRP 각각 비원리금보장형 비중이 48.7%, 44.6%로 적립금의 절반 가까운 비중이 비원리금보장형 상품에 투자되고 있음
- 또한 같은 DC형이나 IRP 중에서도 증권사의 경우 ETF나 리츠(REITs) 등 투자대상의 선택의 폭이 상대적으로 넓어 은행 및 보험회사 대비 비원리금보장형 상품 투자에 보다 유리한 측면이 있음<sup>2)</sup>
  - 퇴직연금으로 ETF 투자를 할 경우 분배금에 대한 배당소득세(15.4%)와 매매차익에 대한 과세(15.4%)를 하지 않고 연금 수령시(연금소득세 3.3~5.5%) 또는 중간 인출시(기타소득세 16.5%) 세금이 부과되어 과세이연에 따른 절세 효과를 기대할 수 있음
  - 다만 증권회사별로 투자 가능한 상품이 다르며 안정적 노후자금 마련이라는 연금의 취지를 감안하여 레버리지/인버스 ETF, 파생상품이 기초자산인 ETF 투자는 불가능

퇴직연금 제도유형 및 금융권역별 적립금 규모 추이

(단위: 조원, %)

	생보			손보			은행			증권		
	DB	DC	IRP	DB	DC	IRP	DB	DC	IRP	DB	DC	IRP
2016	29.7	4.6	1.6	8.6	1.0	0.3	42.2	23.1	7.9	19.1	5.0	2.5
	(1.3)	(20.7)	(11.5)	(0.5)	(8.0)	(2.2)	(2.1)	(9.8)	(13.7)	(3.7)	(49.3)	(36.9)
2017	32.1	5.6	1.8	9.2	1.2	0.4	46.8	27.5	9.9	22.7	6.2	3.2
	(1.9)	(19.7)	(12.5)	(0.3)	(7.4)	(3.0)	(4.4)	(10.1)	(17.8)	(4.9)	(49.2)	(41.6)
2018	34.4	6.8	2.1	9.8	1.4	0.4	51.3	32.1	12.9	25.6	7.3	3.8
	(2.6)	(16.5)	(11.1)	(0.3)	(6.7)	(3.3)	(6.3)	(9.8)	(21.0)	(6.5)	(48.2)	(44.4)
2019	39.7	7.9	2.3	10.5	1.5	0.4	57.8	37.2	17.6	30.0	8.5	5.1
	(3.0)	(15.4)	(11.5)	(0.3)	(6.6)	(3.5)	(6.9)	(9.7)	(22.5)	(7.6)	(47.9)	(44.0)
2020	45.3	9.1	2.5	11.2	1.7	0.5	63.9	42.7	23.9	33.6	10.5	7.5
	(2.7)	(16.1)	(12.1)	(0.3)	(7.5)	(3.9)	(4.7)	(10.4)	(23.0)	(8.2)	(48.7)	(44.6)

주 : 괄호 안은 비원리금보장형 비중

자료: 각 금융권역별 협회 및 금융감독원 연금포털

1) 퇴직 시점 평균 임금 × 근속연수

2) ETF나 리츠(REITs) 등은 주식과 마찬가지로 거래소에 상장되어 증권회사를 통해서만 매매 가능

- 2020년 퇴직연금 연간수익률을 보면 비원리금보장형 상품 운용비중이 높은 증권회사 DC형 및 IRP가 상대적으로 높은 수익률을 기록했으나, 이는 2020년 하반기중 국내 및 글로벌 증시 급등에 주로 기인
  - 금융회사별 적립금 규모로 가중평균하여 계산한 2020년 퇴직연금 연간수익률을 보면 증권회사 DC형 7.43%, 증권사 IRP 6.58%, 생보사 DC형 4.0%, 은행 IRP 3.5% 등의 순으로 높게 나타남
    - 비원리금보장형 상품 운용비중이 수익률에 영향을 크게 미친 것으로 추정되는 가운데, 비원리금보장형 상품의 수익률만 보면 DC형 및 IRP가 11~14%, DB형은 3~7% 수준
  - 다만 이는 2020년 하반기중 국내 및 글로벌 증시 급등에 주로 기인한 것으로 최근 몇 년간 원리금보장형 상품이 1~2%의 낮은 수익률에도 불구하고 변동성은 매우 낮은 반면, 비원리금보장형 상품의 경우 원리금보장형에 비하여 평균적 수익률은 높지만 개별 연도별로는 낮은 수익률을 나타낸 경우도 여러 차례 있는 등 변동성이 매우 크게 나타난다는 점에 유의해야 함
    - 또한 사용자가 운용지시를 내리는 DB형 비원리금보장형 상품 대비 근로자가 직접 운용지시를 내리는 DC형 비원리금보장형 상품의 연간수익률의 변동성이 더욱 크게 나타나고 있음

2020년 퇴직연금시장 연간수익률

전체 시장 연간수익률

	DB	DC	IRP
생보	2.05	4.00	2.96
손보	1.91	2.94	2.24
은행	1.59	2.74	3.50
증권	2.20	7.43	6.58

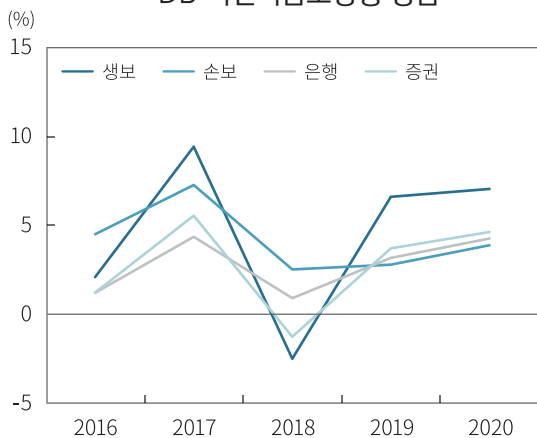
비원리금보장형 연간수익률

	DB	DC	IRP
생보	7.05	14.14	13.22
손보	3.87	13.79	14.24
은행	4.26	12.56	11.18
증권	4.63	13.50	13.08

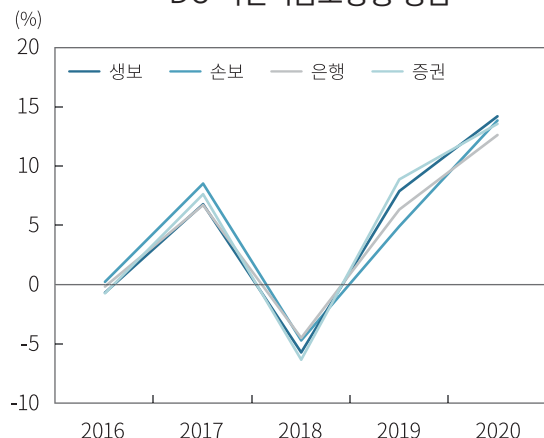
주 : 적립금 규모로 가중평균한 연간수익률  
 자료: 금융감독원 연금포털

비원리금보장형 연간수익률 추이

DB 비원리금보장형 상품



DC 비원리금보장형 상품



주 : 적립금 규모로 가중평균한 연수익률  
 자료: 각 금융권역별 협회 및 금융감독원 연금포털

□ 올해 들어 시행되고 있는 퇴직연금제도간 이전 간소화 등에 힘입어 DC형 및 IRP의 적립금 증가폭 확대는 지속될 것으로 전망

- 2019년 11월 개인이 이전업무를 처리하는 개인형IRP간 이전, 개인형IRP-연금저축간 이전을 간소화한 데에 이어, 올해부터는 근로자를 대신하여 기업이 이전업무를 처리하는 DB간, DC간, 기업형IRP간 이전도 이전받을 신규 금융회사만 1회 방문·신청하면 이전이 가능하도록 간소화
  - 기업이 DB, DC, 기업형IRP를 다른 금융회사로 옮기고자 할 때, 이전받을 신규 금융회사만 방문·신청하면 이전되도록 절차를 간소화하고, 제출하는 서류도 최대 7개에서 1~2개로 최소화
- 소비자(기업·근로자)의 편의성이 제고되고, 소비자가 수익률 비교 등을 통해 본인이 거래하고자 하는 금융회사로의 이전이 크게 증가할 것으로 전망
  - 2019년 11월 25일부터 시행된 개인형IRP간, 연금저축-개인형IRP간 이전 간소화로, 2020년 상반기중 개인형IRP·연금저축 이전 규모가 전년동기대비 급증한 것으로 나타남(12,054건 → 30,917건, 4,694억원 → 8,622억원)<sup>3)</sup>

선임연구원 심수연

3) 금융감독원, 2020. 11. 2, 내년 1월, 동일한 퇴직연금제도간 이전이 금융회사 1회 방문으로 가능해지고, 구비서류도 대폭 축소됩니다. 보도자료.