

테크기업이 주도하는 세계 증권거래소의 변화와 차등의결권 이슈*

선임연구위원 남길남

쿠팡의 뉴욕증권거래소 상장으로 테크기업의 외국상장과 차등의결권 이슈에 대한 관심이 커지고 있다. 정부도 벤처기업법 개정을 통해 비상장 벤처기업에게 제한적으로나마 차등의결권 주식의 발행을 허용하려고 하고 있어 차등의결권 도입 관련 논의가 확대되고 있다. 국제적으로 보면 테크기업들이 세계 기업공개 시장을 주도하는 상황에서 유력 테크기업을 유치하기 위한 경쟁에 직면한 주요 증권거래소들이 차등의결권 기업에 문호를 개방하고 있는 추세이다. 다만 차등의결권 구조의 기업공개에 대한 기관투자자의 반발과 규제당국의 견제 움직임이 나타나면서 미국에서는 평균적으로 10년 수준의 일몰조항을 채택하는 기업들도 증가하며 시장의 균형을 모색하고 있다. 그런데 국내 입법논의는 벤처기업 육성에만 초점이 맞추어져 있어 증권거래소의 경쟁력 확보 및 투자자보호가 중심인 국제적 논의와 거리가 있다. 이미 국내투자자들도 차등의결권을 채택한 해외 유력 테크기업들에 투자하고 있고 국내 테크기업의 투자회수 전략도 현실화되고 있기에 한국거래소의 경쟁력 확보의 관점에서 차등의결권 논의가 진행될 필요가 있다.

지난 3월 뉴욕증권거래소에 상장된 쿠팡은 국내 벤처업계와 자본시장에 몇 가지 숙제를 남겼다. 먼저 국내에 영업기반이 있는 유니콘 기업이 국적 논란에도 불구하고 미국에 상장하였고 이를 따라 다른 유니콘 기업도 해외상장을 선택할 가능성에 대한 사회적 우려가 나타났다. 또한 쿠팡 창업주가 보유한 클래스 B 주식이 29개의 의결권을 행사할 수 있는 차등의결권 주식으로 알려지면서 차등의결권의 국내 도입 논란이 가열되었다. 본고에서는 쿠팡의 뉴욕증권거래소 상장과 관련한 여러 논의에서 상대적으로 큰 주목을 받지 못하고 있는 세계 증권거래소 간 경쟁 심화와 이에 따른 국내 증권거래소 산업의 경쟁력 강화에 대해 논의해보고자 한다.

차등의결권 기업에 투자하는 국내투자자

쿠팡의 뉴욕증권거래소 상장은 차등의결권 도입 논의를 격화시켰다. 현재 상법에서는 1주 1의결권을 강행조항으로 두고 있기에 의결권이 1개보다 많은 복수의결권 주식의 발행은 금지되고 있다.¹⁾ 차등

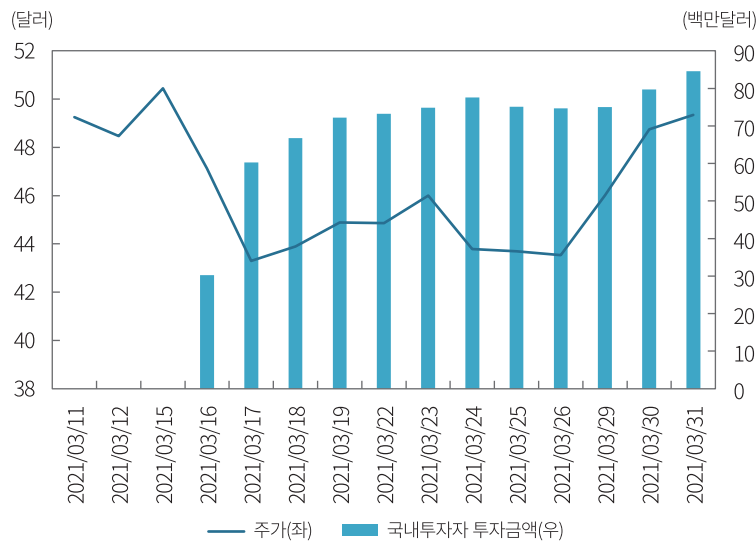
* 본고의 견해와 주장은 필자 개인의 것이며, 자본시장연구원의 공식적인 견해가 아님을 밝힙니다.

1) 상법 제369조 제1항, 의결권은 1주마다 1개로 한다.

의결권 도입이 필요하다는 측에서는 쿠팡이 뉴욕증권거래소에 상장한 것은 차등의결권이 허용되었기 때문이었다고 주장하며 조속한 도입을 강조하고 있다. 반면에 차등의결권 도입을 반대하는 측에서는 그렇지 않아도 기업지배구조가 후진적인 상황에서 차등의결권은 부의 세습과 집중을 더욱 악화시킬 것이며 쿠팡은 외국기업으로 국내 상장을 준비하지도 않았다고 맞서고 있다.

그런데 비록 쿠팡이 미국에 상장되었다고 해도 쿠팡의 주된 사업장이 국내인 상황에서 국내투자자의 관심을 끄는 것은 자연스러운 일이라고 할 수 있다. 국내투자자들은 쿠팡 상장 이후²⁾ 3월 31일까지 9,211만달러의 쿠팡 주식을 순매수함으로써 같은 기간 국내투자자가 미국 주식에 투자한 종목 중 3위를 차지하였다.

〈그림 1〉 쿠팡 주가와 국내투자자 투자금액



자료: 한국예탁결제원과 Bloomberg 자료를 이용하여 계산

국내투자자들은 쿠팡 이외에도 차등의결권 구조의 미국 기업에 적지 않은 금액을 투자하고 있다. 3월 31일 투자금액 기준으로 국내투자자가 가장 많이 투자한 미국 상장 기업 50개 중에는 8개의 차등의결권 기업이 포함되어 있는데 총 투자금액은 28.5억달러에 이르고 있다(〈표 1〉 참조). 8개 기업 중 1위 투자기업은 구글에서 이름을 바꾼 알파벳으로 10대 1의 차등의결권 주식을 발행하였다. 2위 팔란티어는 전체 의결권의 49.99%를 가지고 있는 매우 강력한 차등의결권 주식을 발행하였으며, 3위 버크셔 해서웨이는 1만개의 복수의결권 주식(정확히는 1/10,000의 부분의결권 주식)을 발행하였다. 4위와 5위 종목은 중국 테크기업으로 미국에 상장된 바이두와 알리바바이다.

2) 구체적 시점은 한국예탁결제원이 쿠팡의 결제내역을 파악하기 시작한 3월 16일부터이다.

결과적으로 국경 간 자본이동이 자유로워지면서 차등의결권 주식 발행이 국내에서 금지되었다고 하여도 국내투자자들은 이미 다양한 구조의 차등의결권 기업 주식에 투자를 해왔다고 할 수 있다. 따라서 차등의결권 기업의 지배구조 이슈³⁾에도 불구하고 적지 않은 국내투자자들은 쿠팡을 비롯해 미국에 상장된 차등의결권 기업에 대해 긍정적인 평가를 하고 있다고 볼 수 있다.

<표 1> 국내투자자 보유 상위 50위 미국 주식 중 차등의결권 주식

종목	투자금액(달러)	주요 차등의결권 구조
알파벳	1,043,287,523	10:1 의결권
팔란티어	487,690,689	49.99% 의결권
버크셔 해서웨이	336,781,410	1/10000 부분의결권
바이두	231,730,581	10:1 의결권
알리바바	222,390,611	과반이사 선임권 등 중층적
페이스북	200,152,068	10:1 의결권
스퀘어	174,894,968	10:1 의결권(75% 이사 선임권)
나이키	154,270,527	75% 이사 선임권
합	2,851,188,377	

주 : 2021년 3월 31일 기준
 자료: 한국예탁결제원 자료를 이용하여 계산

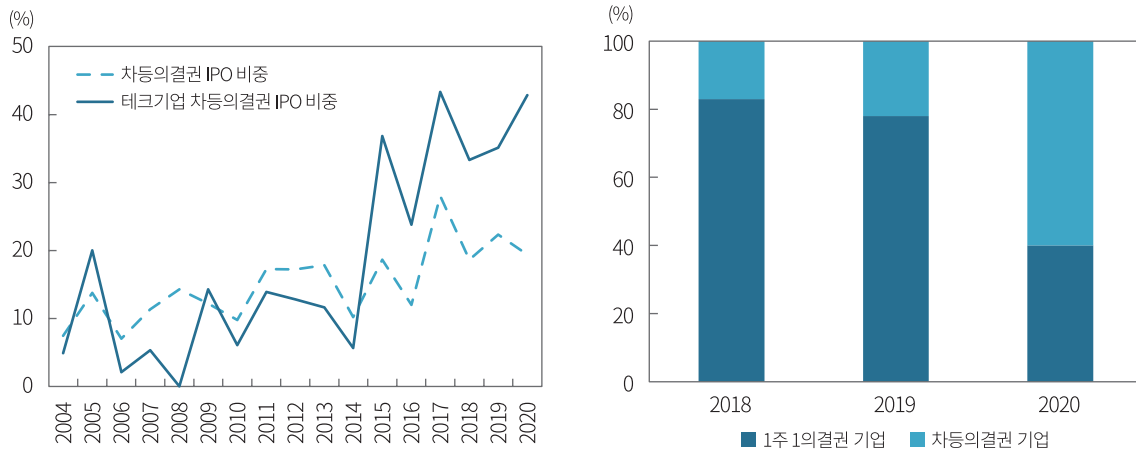
테크기업이 바꾸어 놓고 있는 세계 거래소 산업

2020년 미국에서 기업공개(IPO)를 한 기업 165개 중 차등의결권 구조를 가진 기업은 32개로 19.4%를 차지하고 있다.⁴⁾ 특히 42개의 테크기업 기업공개 중 차등의결권 기업은 18개로 42.9%에 이르고 있으며 이 비중은 2004년 구글이 테크기업의 차등의결권 구조의 기업공개 흐름을 선도한 이후로 계속 상승하고 있다. 특히 2015년부터는 전체 차등의결권 기업공개 of 절반을 테크기업이 차지할 정도로 테크기업의 차등의결권 기업공개 건수가 증가하고 있다. 더욱이 차등의결권 기업은 규모 면에서 1주 1의결권 기업공개 기업을 능가하고 있는데 대형 기관투자자들의 단체인 CII(Council of Institutional Investors) 집계 따르면 2018년에는 시가총액 기준으로 차등의결권 기업의 비중이 전체 기업공개 중 17%였으나 2019년에는 22%, 그리고 2020년에는 60%로 크게 증가하였다.

3) 차등의결권 기업의 경영진은 기업의 실적이 저조해도 교체될 위험에서 벗어나기에 외부투자자들은 경영진이 계속 남아있으려는 참호구축 리스크(entrenchment risk)에 노출된다고 할 수 있다. 그리고 참호구축에 성공한 경영진은 기업의 실적을 높이기 위해 노력하기보다 사적이익을 추구(expropriation risk)하려고 할 가능성이 크다. 차등의결권에 대한 보다 자세한 내용은 '남길남, 2019, 차등의결권 논쟁의 주요 흐름과 시사점, 자본시장연구원 이슈보고서 19-07'을 참조한다.

4) 미국 기업공개 통계는 Jay R. Ritter 교수의 IPO 데이터베이스에 근거하고 있다.

〈그림 2〉 미국의 차등의결권 IPO 비중: 개수(좌), 시가총액(우)



자료: Jay R. Ritter 교수의 IPO Data(좌)와 CII(우) 자료를 참조하여 재구성(단, 두 통계에서 기업공개 및 차등의결권 기업은 분류 기준 차이로 동일하지 않음)

세계적인 테크기업의 인기 속에 미국 테크기업뿐만 아니라 세계 각국의 테크기업들도 미국 상장을 선호하고 있는 상황이다. 바이두, 알리바바 등 중국 테크기업은 물론 유럽과 아시아의 테크기업들도 미국 상장을 선택하고 있다.⁵⁾ 테크기업 상장이 미국으로 집중되면서 자국 또는 역내 테크기업을 붙들 어 두기 위한 각국 금융당국과 증권거래소의 노력도 잇따르고 있다. 2018년 중국 테크기업을 유치하 기 위해 홍콩거래소와 싱가포르거래소가 각각 상장규정을 개정하여 차등의결권 기업의 상장을 제한적 으로 허용하였고, 2019년 상하이거래소가 STAR market을 개설하면서 홍콩, 싱가포르와 마찬가지로 차등의결권을 도입하였으며, 인도의 증권거래소도 뒤를 따랐다. 2021년에는 인도네시아 증권거래소 IDX가 6월까지 상장규정을 개정하여 차등의결권과 SPAC 제도를 도입할 예정임을 밝혔으며, 브렉시 트 이후 글로벌 거래소의 입지는 물론 암스테르담 증권거래소와도 역내 경쟁에 직면한 런던증권거래 소마저 그동안 블루칩 시장인 프리미엄 세그먼트와 블루칩 주가지수인 FTSE100 편입이 불가능했던 차등의결권 기업에 대해 이를 허용하기 위해 상장규정 개정을 적극적으로 검토 중이다.

새로운 변화들

테크기업이 세계 주요 증권거래소의 상장원칙을 변경하도록 만든 데는 글로벌 벤처캐피털로부터 풍부한 자금을 투자받게 되어 자금여력이 향상된 것과 함께 투자자들로부터 매력적인 투자 대상으로

5) 2014년 홍콩거래소의 조사에서는 미국 증권거래소에 상장하는 중국 테크기업의 약 1/3이 차등의결권 구조를 채택하는 것으로 드러났다. 유럽과 호주의 테크기업들도 자국 증권거래소보다 뉴욕증권거래소나 나스닥을 선호하는 경향이 커지고 있는데 2018년 스웨덴 테크기업 스포티파이가 차등의결권 구조로 뉴욕증권거래소에 상장하였으며, 2015년 호주 테크기업 Atlassian도 차등의결권 구조로 나스닥에 상장한 것이 대표적 사례이다.

인기를 받으면서 기업공개에 있어서 과거에 비해 매우 유리한 지위를 차지했기 때문이라고 할 수 있다. 반면에 세계 주요 증권거래소들은 2000년대부터 본격화된 탈상호화(demutualization)로 영리기업으로 바뀌었고 통신회사의 발달과 사적시장의 발달 속에 상장기업의 감소세가 이어지면서 시장의 관심이 집중된 유력 테크기업을 유치하기 위한 극심한 경쟁에 직면하고 있다. 따라서 현재의 증권거래소 간 역학관계에서 테크기업의 우위가 지속되는 한 테크기업이 원하는 형태로 기업공개 시장이 재편될 가능성이 크다.

최근에는 테크기업들이 단순히 차등의결권의 관철에 머물지 않고 기업공개 과정에서 투자은행의 역할이 상당히 축소된 직상장(direct listing)⁶⁾을 추진⁷⁾하거나 아예 단기성과를 지양하고 장기성과와 장기투자를 독려하기 위해 창업주에 친화적인 증권거래소를 설립하는 단계에 이르고 있다. 월스트리트의 영향력에서 벗어난 증권거래소를 지향하는 LTSE(Long-Term Stock Exchange)는 2020년 9월 출범하면서 상장기업이 장기성과에 보다 집중하도록 일반적인 복수의결권 주식의 발행은 물론 보유기간이 길어질수록 의결권이 가중되는 테뉴어 보팅(tenure voting) 주식의 발행을 환영하고 있다.

물론 미국 자본시장에서도 차등의결권 기업의 증가를 모두가 반기는 것은 아니다. 기관투자자들은 일반적으로 차등의결권에 대해 반대하고 있는데 이들을 대변하는 CII는 회원들이 1주 1의결권 기업에만 투자할 것을 요구하고 있으며 규제당국은 물론 주요 주가지수 관리회사들을 압박하여 차등의결권 기업의 상장과 지수편입을 제한하도록 하고 있다. 특히 CII는 차등의결권 채택이 어쩔 수 없다면 일몰조항을 통해 영구화되는 것을 방지하도록 하고 있으며 기업공개로부터 7년 후 효력이 사라지는 일몰조항을 권고하고 있다. 미국의 증권거래위원회(SEC)도 최근 들어 차등의결권 상장기업의 증가에 대해 우려하다 보니 바이든 정부에서는 관련 규제가 나타날 가능성도 있다.

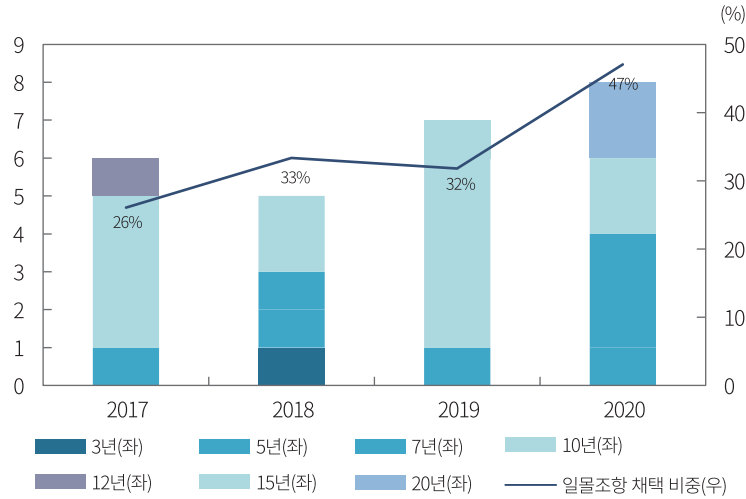
이와 같은 기관투자자의 견제 속에 미국의 차등의결권 기업공개 기업 중 일몰조항을 채택하는 비중은 꾸준히 증가하고 있다. 2020년에는 거의 절반의 기업이 소멸시한이 있는 차등의결권 주식을 발행하였다. CII에 따르면 미국의 2017~2020년 기간동안 기업공개 기업 중 26개 기업이 일몰조항이 있는 차등의결권을 채택하였으며 기업공개 후 평균 소멸기한이 9.6년으로 나타나고 있는데 이는 차등의결권을 둘러싼 찬반 양측의 힘이 균형에 이른 값으로 해석할 수 있다.⁸⁾ 한편으로는 런던증권거래소가 차등의결권 기업에 대한 전향적인 조치를 고려중인 상황에서 음식 배달 업체 딜리버루가 차등의결권 구조의 기업공개를 시도했지만 주요 기관투자자의 외면 속에 가격이 급락한 상황은 단순히 차등의결권만 허용한다고 해서 시장의 기대를 충족하는 것이 아님을 보여준다고 할 수 있다.

6) 최근 미국의 직상장 제도 변화에 대해서는 '조성훈, 2020, NYSE의 직상장(direct listing) 규칙 개정과 시사점, 자본시장연구원 자본시장포커스 2020-23'을 참조한다.

7) <표 1>의 팔란티어는 차등의결권과 직상장을 동시에 추진한 사례라고 할 수 있다.

8) 참고로 런던증권거래소의 차등의결권 확대 적용과 관련해서는 5년의 일몰조항 설정이 논의되고 있다.

〈그림 3〉 미국 차등의결권 기업공개 기업 중 일몰조항 채택 추이



자료: CII 자료를 참조하여 재구성

국내 거래소의 경쟁력 확보 관점의 논의 필요성

테크기업이 기업공개 시장을 주도하면서 해외 주요 증권거래소들이 기존 1주 1의결권 원칙에서 후퇴하는 현상은 국내에도 영향을 미치고 있다. 현재 비상장 벤처회사에게 제한적으로 차등의결권 주식의 발행을 허용하는 ‘벤처기업육성에 관한 특별조치법 일부개정법률(안)’이 정부 주도로 만들어져 국회에서 논의 중에 있다.⁹⁾ 다만 국내 입법 논의는 벤처기업의 육성이라는 관점에서만 진행되고 있다 보니 테크기업 유치 경쟁이 격화되고 있는 세계 주요 증권거래소의 변화 흐름과는 거리가 있다. 벤처기업의 성장이 차등의결권 구조에서만 가능한지 여부에 대한 다소 소모적인 논쟁보다는 차등의결권으로 인한 소유와 지배의 괴리로 인해 직접적 피해를 받을 수 있는 소액투자자를 어떻게 보호할 수 있는지¹⁰⁾와 한국거래소의 경쟁력을 어떻게 확보할 수 있는지에 논의의 초점이 맞추어질 필요가 있다.

특히 후자와 관련해서 증권거래소의 사회적 임무가 우수한 기업을 지속적으로 유치하고 그 성장의 과실을 다수의 투자자가 함께 누릴 수 있도록 기회를 제공해야 하는 것이라고 했을 때, 국내 테크기업의 투자회수 전략이 현실화되고 있고 해외 차등의결권 기업 주식에 적지 않은 금액을 투자하고 있는 다수의 국내투자자들이 있는 상황에서 한국거래소의 역할 확대 필요성은 크다고 할 수 있다. 만약 정부가 추진하는 벤처기업법 개정을 통해 차등의결권이 도입될 경우 한국거래소는 이들 기업의 상장조건과 투자자보호 방안을 마련해야 한다. 또한 홍콩거래소의 사례에서 볼 수 있듯이 이미 차등의결권

9) 벤처기업법 정부 입법안에 대해서는 ‘남길남, 2020, 벤처기업법 개정을 통한 복수의결권 도입안에 대한 소고, 자본시장연구원 자본시장포커스 2020-25’를 참조한다.

10) 따라서 일반적으로 주식이 분산되어 있지 않은 비상장기업의 차등의결권 주식 발행의 부작용은 제한적이며 국제적으로도 비상장기업에 대해서는 정관에 따른 자율적 결정을 대부분 인정하고 있다.



구조로 외국에 상장된 테크기업들이라도 이차상장(secondary listing)의 기회를 제공할 필요도 있다. 이뿐만 아니라 직상장이나 차등의결권 기업의 SPAC 합병¹¹⁾ 등 테크기업에 친화적인 상장제도에 대해서도 면밀한 검토가 필요하다.

11) 싱가포르의 유니콘 기업 그룹은 차등의결권 구조로 SPAC과의 합병을 통한 나스닥 우회상장을 추진 중이다.

영국 퇴직연금 자유화 정책의 영향과 시사점*

연구위원 홍원구

영국 정부는 확정기여형(Defined Contribution: DC) 퇴직연금 자산으로 종신연금을 구입하도록 강제하였던 정책을 완화하여 2015년 4월부터 퇴직자들이 자신의 소득세율에 따라 세금을 납부하면 원하는 만큼의 금액을 원하는 시기에 인출하도록 허용하였다.

이러한 정책 변화는 그동안의 연금화 정책 속에서 불편을 느꼈던 퇴직자들에게 선택의 폭을 넓혀 주려는 의도로 도입되었는데, 의도했던 효과 외에도 다양한 변화를 가져왔다. 우선 DC형 퇴직연금 퇴직자들이 구입하는 종신연금이 크게 줄어들었다. 또한 이러한 유연성 제고 정책은 DC형 퇴직연금을 대상으로 한 것이었지만, 확정급여형(Defined Benefit: DB) 퇴직연금 제도에 포함되어 있던 연금 전환 선택권을 이용한 일시금의 인출도 증가하였다. 그 과정에서 근로자에게 불리한 선택이 사회문제가 되기도 하였고, 적립금의 인출과 운용에 대한 자문 서비스의 필요성이 더욱 높아지고 있다.

영국의 정책 변화는 연금화의 확산을 통해 퇴직소득 안정을 추구해야 하는 우리나라 퇴직연금 정책의 좋은 사례가 사라졌음을 의미하며, 향후 퇴직자산의 인출이 늘어나면서 발생할 수 있는 문제점과 정책 대응 방향을 보여주고 있다.

영국 정부는 2015년 4월 이후 DC형 퇴직연금 자산으로 종신연금 구입을 강제하였던 정책을 변경하여, 퇴직자가 자신의 한계 소득세율에 따라 세금을 납부하면 원하는 만큼의 금액을 원하는 시기에 인출할 수 있도록 허용하는 연금자유화(pension freedom) 정책을 시행하였다.¹⁾

이러한 정책 변화는 퇴직자산의 인출과 퇴직연금 시장에 심대한 영향을 미치고 있다. 예상했던 대로 대규모 인출이 있었고, 인출금으로 종신연금을 구입하는 비율이 대폭 감소하였다. 한편 정책 변화의 직접 대상이 아니었던 DB형 퇴직연금에도 영향을 미쳐 DB형 퇴직연금의 일시금 인출도 확대되었는데 이 과정에서 근로자에게 손실이 발생하는 사례도 많았다. 인출 방식의 변경에 대해 퇴직연금의 유연성을 높였다는 평가도 있지만 퇴직소득의 안정성을 해치는 연금정책의 자동차 사고(policy car

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

1) 홍원구, 2014, 영국 DC형 퇴직연금 인출정책의 변화와 시사점, 자본시장연구원 자본시장 Weekly 2014-32.

crash)라는 의견도 있다.²⁾ 한편 세금을 통하여 DC형 퇴직연금 자산으로 종신연금을 구입하도록 유도하는 영국의 방식은 DC형 퇴직연금을 통해서도 퇴직소득을 안정시킬 수 있는 대표적인 방식으로 인식되어 왔기 때문에 영국의 정책 변화는 우리나라를 포함하여 다른 나라의 퇴직연금 설계와 정책 수립에도 영향을 미칠 수 있다.

영국의 퇴직자산 연금화 정책의 변화가 영국의 퇴직연금 시장에 미친 영향을 살펴보고, 우리의 퇴직연금 정책에 주는 시사점을 찾아본다.

DC형 퇴직연금의 인출

영국 정부는 DC형 퇴직계정에 적립된 자산으로 종신연금(life annuity)을 구입하도록 함으로써, 퇴직자산을 퇴직소득으로 전환시키는 정책을 유지해왔다.³⁾ 영국의 경우 우리나라처럼 퇴직연금 납입액에 대해서는 인출할 때까지 과세가 이연되며, 자산 적립기의 투자수익에 대해서도 과세가 이연된다. 퇴직연금 인출 시에 세금이 부과되는 데, 2015년 4월 이전에는 일시금이나 분할 인출에 대해 55%의 세율을 적용하여 종신연금을 구입하도록 유도하였다.⁴⁾ 연금 강제화 정책은 퇴직연금 소득이 퇴직자의 여생 동안 지속될 수 있도록 하는 효과가 있었다. 2014년 제도 개혁이 발표되기 전인 2013년의 경우 35만개의 신규 연금 계약이 체결되었으며, 600만개의 연금 계좌에서 133억 파운드의 연금 급여가 지급되고 있었다.

그런데 2010년 5월 집권한 보수당과 자유민주당 연립정권(Conservative-Liberal Democrat Coalition)은 퇴직자에게 유연성을 제고한다는 목표를 가지고 '75세 룰(Age 75 Rule)'로 불리던 75세 전 연금 구입 정책을 2011년 4월부터 변경하기 시작하였으며, 2015년 4월 이후 55세 이상의 모든 퇴직자에게 일시금 인출을 허용하였다.⁵⁾

자유로운 인출이 허용된 2015년 4월 이후 2020년말까지 약 160만명이 1,190만개의 계좌에서 424억 파운드를 인출하였다.⁶⁾ 인출액이 급격히 늘어남에 따라 세금 또한 늘어났는데, 2018년말까지 20억 파운드 가량 세수가 늘었으며 그 이후에도 매년 4억 파운드 가량 세수가 늘 것으로 전망되었다.⁸⁾

2) Cumbo, J., 2019. 2. 22, What price pension freedoms?, Financial Times.

3) 연금자산의 종신연금 구입 방식은 1921년 재정법(Finance Act)에서 시작되었으며, 1956년 재정법은 60세에서 70세 사이에 연금화를 강제하였다. 1976년 재정법은 연금화 상한 연령을 75세로 조정하였다.

4) 퇴직자산의 25%까지는 세금을 내지 않고 인출할 수 있다.

5) Thurley, D., 2019, Pension flexibilities: The 'freedom and choice' reforms, UK Parliament, Briefing Paper, CBP-6891.

6) HM Revenue & Customs, 2021, Number and value of flexible payments made from pensions since April 2015.

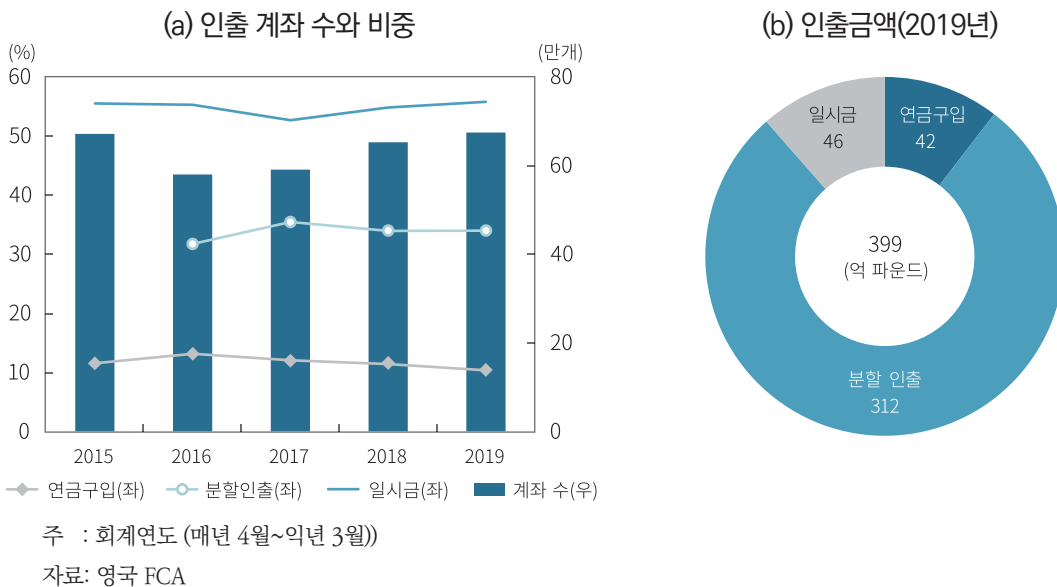
7) 2020년말 9월말 DC형 퇴직연금의 적립액은 1,610억 파운드이다.

8) Office for Budget Responsibility, 2020, Economic and fiscal outlook.

<https://www.moneymarketing.co.uk/news/budget-2020-pension-freedoms-tax-revenues-continue-to-surprise/>

제도 변경은 퇴직소득 시장의 경쟁 구도에 큰 영향을 미치고 있다.⁹⁾ 2018년 FCA의 퇴직소득시장 조사에 따르면 2015년 제도 변화 이후 2년간 100만개 이상의 DC형 퇴직연금 계좌에서 인출이 이루어졌는데, 72%의 계좌에서 제도 변경 이전보다 이른 연령인 65세 이하의 연령에서 인출이 시작되었고, 53%의 계좌에서 전액 인출이 있었다. 부분 인출 계좌로 이동한 비율이 종신연금 구입에 비해 두 배 정도로 많았는데, 제도 변경 이전에는 90% 이상이 종신연금 구입에 사용되었다. 신규 종신연금 구입 건수가 인출 계좌의 10% 정도로 감소하였고(〈그림-1(a)〉 참조), 금액 기준으로도 전체 인출액의 10% 수준으로 감소하였다(〈그림-1(b)〉 참조).¹⁰⁾ 한편 일시금으로 인출되는 계좌의 비중이 50%를 넘고 있지만 금액 비중으로는 10%를 조금 넘고 있어 일시금 인출이 소액 계좌에 집중되고 있음을 알 수 있다.¹¹⁾

〈그림 1〉 영국 DC형 퇴직연금의 인출 방식의 변화



DB형 퇴직연금의 이전

연금 자유화(pension freedom) 정책은 DB형 퇴직연금 가입자를 대상으로 취해진 정책은 아니었으며, 그들의 대부분은 DB형 퇴직연금에 머무는 것이 이익에 부합될 것으로 보였다.

그러나 DB형 퇴직연금 가입자들은 자신의 퇴직급여를 다른 연금 제도로 이전할 권리를 가지고 있다.¹²⁾ DB형 퇴직연금은 퇴직급여를 달돈¹³⁾으로 지급하기 때문에 다른 퇴직연금으로 이전하려면 이 달

9) FCA, 2020, Retirement income market data 2019/20.

10) 저금리 지속에 따른 연금 지급율 하락, 연금 판매와 관련된 다양한 민원 발생 등으로 인출 제도 변경 이전부터 종신연금 판매가 감소하고 있었다.

11) FCA가 인출금액 통계를 발표한 2018년, 2019년 모두 유사한 양상을 보이고 있다.

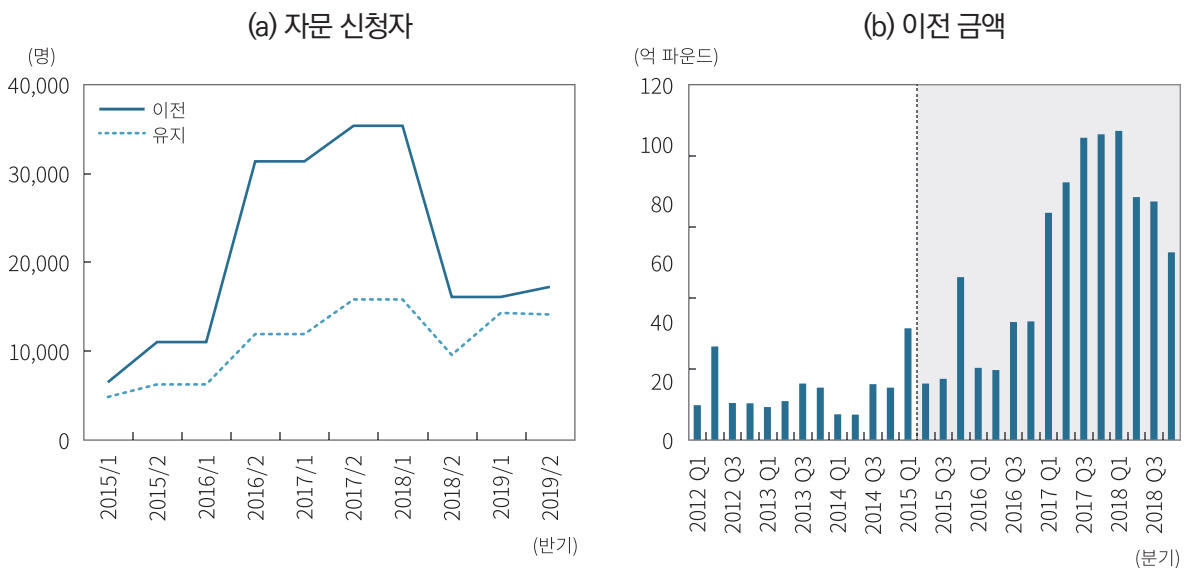
12) 연금 급여를 이전할 수 있는 권리는 1993년 연금법에 의해 도입되었다. Thurley, D., 2020, Pension freedoms: transfers from defined benefit pension schemes, UK Parliament, Briefing Paper, CBP-8382.

13) 매달 지급되는 돈, 즉 연금(annuities)을 의미한다. 연금으로 표현할 경우 연금(pension)과 혼동할 수 있고, 종신연금으로 표현

돈을 일시금, 즉 현금 환산 이전 가치(cash equivalent transfer value)로 환산하여야 하며, DB형 퇴직연금의 가입자들은 이 금액을 DC형 퇴직연금으로 이전한 후 연금 자유화에 의해 허용된 방식으로 일시금 또는 분할하여 인출할 수 있다. 영국 정부는 연금 자유화 정책이 DB형 퇴직연금에서 DC형 퇴직연금으로의 이전을 촉진할 가능성이 있음을 인식하고, 그러한 권리를 폐지하는 방안도 고려했었으나, 각계의 의견 수렴 과정을 거쳐 민간 부문의 DB형 퇴직연금과 공공 부문의 적립형 퇴직연금에서 가입자의 이전 권리를 유지하기로 결정하였다.¹⁴⁾

이와 함께 3만 파운드 이상의 퇴직급여를 이전하거나 DC형 퇴직급여로 전환할 경우 독립적인 자문(independent advice)을 받도록 하였다. 이때 자문에 필요한 비용은 근로자가 부담한다. ‘자문 의무(advice requirement)’를 부과한 이유는 퇴직급여를 이전하려는 근로자들이 자신이 포기하려는 DB형 퇴직연금의 안정성과 보장 가치를 이해하고 있는지 확인하기 위해서였다. 연금 자유화 조치 이후 DB형 퇴직연금에서 DC형 퇴직연금으로의 전환이 꾸준히 증가하고 있다. 이전을 위한 자문 신청자 중 대부분이 전환을 권유 받았으며, 이전에 따른 문제점들이 알려지기 시작하면서 2018년 하반기 이후 이전 건수가 급격히 줄어들고 있다(〈그림-2(a)〉 참조). 제도가 바뀐 2015년 2분기 이후 2018년 4분기까지 DC형 퇴직연금으로 이전된 DB형 적립금은 920억 파운드를 넘고 있다(〈그림-2(b)〉 참조).¹⁵⁾

〈그림 2〉 DB형 퇴직연금에서 DC형 퇴직연금으로 이전



자료: FCA, 영국 통계청(Office for National Statistics: ONS)

할 경우 생보사의 상품을 의미하는 것으로 오해할 수 있어 이 글에서는 ‘달돈’ 또는 ‘해돈’을 사용한다. 한편 연금(pension)이란 퇴직 후 평생 ‘달돈’을 지급하는 퇴직소득 마련 방식을 의미하는데, 때로는 퇴직 후 소득을 만들어 내기 위한 퇴직자산 형성 방식을 의미하기도 한다.

- 14) 중앙 정부의 공적 연금은 비적립형 연금이며, 연금 이전을 허용할 경우 일시금을 지급하기 위한 재정적 부담이 증대할 수 있기 때문에 연금 이전이 허용되지 않았다.
- 15) 이전된 금액이 일시에 인출되는 것이 아니기 때문에 영국 국세청에서 발표한 연금 자유화 이후 인출된 금액보다 크다. 한편 DB형 퇴직연금의 적립액은 2018년말 1.9조 파운드, 2019년말 2.2조 파운드, 2020년 9월말 2.4조 파운드에 이르고 있다.

금융감독청(Financial Conduct Authority: FCA)은 연금 전환 과정에서 자문이 제대로 이루어지고 있는지를 우려하고 있다. 자문 제공자들은 연금 급여의 이전이 적절치 않을 것이라는 입장에서 출발해야 한다는 지침에도 불구하고, 2015년 4월에서 2018년 9월 사이에 자문을 구한 근로자 중에서 대부분(69%)의 근로자들에게 연금을 이전하는 방향으로 조언을 하였다.¹⁶⁾ 즉, 234,951명의 DB형 가입자가 연금 이전을 신청하여 이중 162,047명(69%)이 이전하는 쪽으로, 72,904명(31%)이 기존 제도에 머물도록 조언을 받았다. 기존 제도에 머물도록 조언을 받은 가입자 중에서도 9,534명(13%)은 최종적으로 연금을 이전하였다. FCA는 상당수의 자문이 적절하지 않은 것으로 보고 있으며, FCA는 이 분야에서 감독 활동을 강화하고 있다.

DB형 퇴직연금 가입자들의 연금 전환과 관련하여 우려가 높아지는 가운데, British Steel Pension Scheme(BSPS)의 많은 가입자들이 제대로 된 정보 없이 부적절하게 연금을 이전한 것으로 알려져 조사와 관심의 대상이 되고 있다.¹⁷⁾ BSPS는 2017년 12월부터 3개월 동안 가입자들에게 새로운 제도로 이전하든지 또는 기존의 퇴직연금을 유지할 수 있는 선택권을 주었다("Time to Choose Exercise").¹⁸⁾ 조사 결과 상당수의 가입자들이 부적절한 선택을 후회하고 있었으며, 이전 과정에서 금융감독청의 대응이 거의 없었으며, 그나마 너무 늦은 것으로 지적되고 있다. 이러한 사태에 대응하여 연금감독청, FCA 등 연금 관계 기관들은 공동의 대응 원칙과 행동 계획을 발표하고 DB형 연금금이 우려스러운 연금 이전을 추진할 경우 조기에 개입하기로 결정하였다.

우리나라 퇴직연금 정책에 주는 시사점

우리나라 퇴직연금은 '연금'이라는 명칭과 달리 퇴직급여가 일시금으로 계산되고, 지급된다. 퇴직소득 안정화라는 퇴직연금의 목적을 달성하기 위해서는 퇴직자산의 연금화 과정이 필수적이다. 그런데 현실은 거의 대부분의 퇴직자가 일시금으로 퇴직자산을 인출한다. 2020년 중 만 55세 이상 가입자가 퇴직연금 수급을 개시한 계좌(374,357좌, 8조 3,048억원)에서 연금을 선택한 비율은 3.3%(12,404좌)이었으며, 금액 기준으로는 전체 8조 3,048억원 중 28.4%(2조 3,565억원)가 연금으로 수령되었다.¹⁹⁾ 일시금 수령(361,953좌, 5조 9,483억원) 비율이 높은 이유는 일시금 수령 계좌의 평균 수령액이 1,643만원으로 적립금이 연금으로 받기에는 너무 적기 때문으로 보인다. 이 금액은 2019년 50~54세의 평균

16) FCA의 조사 결과 이전이 적절하다고 조언한 비율이 높았던 배경에는 고객의 이익과 상충하는 조언을 유인하는 자문사들의 수수료 체계와 상담자의 평가 능력 부족이 주요한 역할을 한 것으로 나타났다. FCA, 2019, DB pension transfers: market wide data results.

17) 2016년 3월 Taha Steel UK사는 5년간 20억 파운드에 이르는 누적 적자로 인해 영국내 제철 사업의 철수를 발표하였다. 이로 인해 이미 적자 상태인 BSPS의 미래가 더욱 불확실해졌다.

18) 연금감독청은 Caroline Rookes에게 독립적인 검토를 요청하였고, 2019년 1월에 발표된 검토 결과에 따르면 이전 신청 자격자 44,000명 중 8,000명이 제도 이전을 하였다.

19) 고용노동부, 금융감독원, 2021, 2020년도 퇴직연금 적립금 운용현황 통계.

임금이 431만원이므로 3.8개월분 급여에 해당한다. 전체 근로자의 평균 근속 기간이 6.7년임을 고려할 때 일시금을 수령하는 퇴직자의 최종 퇴직자산 적립기간이 매우 짧음을 알 수 있다.²⁰⁾

우리나라는 퇴직연금 자산을 연금으로 인출하면 일시금으로 인출하는 경우에 비해 세금을 줄여 주는 방식으로 연금 인출을 권장하고 있다.²¹⁾ 이와 같은 정책은 퇴직연금 도입 초기인 우리나라의 경우 퇴직소득 준비가 퇴직연금 도입 역사가 오래된 나라들에 비해 부족하기 때문에 세금 부담을 늘려서라도 연금화를 후원하겠다는 취지로 이해할 수 있다. 그러나 기존의 퇴직금 제도와 비교할 때 동일한 금액을 받으면서도 퇴직연금이 도입되면서 세금이 늘었다는 불만이 있을 수 있다.

현재 퇴직연금 자산의 운용에 대한 관심이 높지만, 그 관심의 초점이 주로 퇴직자산의 적립기에 맞추어져 있다. 향후 퇴직연금 자산의 인출이 증가할 것이므로 퇴직후 퇴직자산 관리에 대한 관심을 가져야 할 것이다. 영국 사례에서 볼 수 있듯이 퇴직연금이 일시금으로 인출된다고 해서 퇴직자산이 즉시 소비되지는 않는다. 과거처럼 종신연금을 통해 퇴직소득을 마련하는 비율이 줄어들었을 뿐이며, 인출 시작 후 부분 인출을 하며 나머지 금액을 운용해야 하므로 퇴직자의 금융자산을 운용하고, 그에 대한 자문을 제공하는 사업이 성장할 수 있다. 우리나라는 영국처럼 DB형 퇴직급여가 달돈으로 지급되거나 DC형 퇴직연금 자산으로 종신연금을 구입하는 관행이 없었기 때문에 퇴직연금 자산으로 종신연금을 구입하는 사례는 매우 적을 것으로 예상된다. 현재 3% 정도인 연금 수령자들도 영국의 분할 인출 방식처럼 연금 계좌의 금액을 자신의 계산에 따라 일정 금액을 인출하는 방식을 따르고 있을 것이다. 따라서 이들에게는 퇴직 후에도 지속적인 자산운용 서비스가 필요하다. 연금 방식 수령자가 4만명을 넘고 있어 이미 적은 숫자가 아니다.²²⁾

오랜 역사와 전통을 가진 영국의 퇴직연금이 근로자의 선택 폭을 넓히기 위해 취한 인출 방식의 최종 모습이 국내 퇴직연금 제도와 매우 유사하다. 우리나라 퇴직연금이 가입자에게 상당한 선택의 폭을 제공하고 있다. 다만 가입자의 선택의 결과가 퇴직소득 안정이라는 퇴직연금의 최종 목표로 연결되지 못하였던 현실적 결과를 개선하기 위한 정책적 노력이 기존의 혜택들과 충돌할 때 어려움이 생길 수밖에 없다. 퇴직 전 중간 인출을 제한한 것, 그리고 연금화를 촉진하기 위해 일부 계층의 퇴직일시금에 대한 과세를 강화한 것이 그러한 예이다. 영국 정부가 2015년 취한 연금 자유화 정책은 가입자에게 선택의 폭을 넓혀 주지만, 퇴직소득 안정화에 부담을 줄 수 있다. 퇴직소득 준비가 미흡한 우리나라의 경우 퇴직자산이 퇴직소득으로 연결될 수 있도록 연금 선택을 촉진하는, 예를 들어 연금 인출에 대한 추가적인 감세 등의 정책적 노력이 지속적으로 필요하다.

20) 중도인출 등으로 기존의 퇴직연금 적립금을 모두 소진한 경우 그 이후의 적립기간을 의미한다. 가입 기간 10년을 채우지 못해 일시금으로 인출하는 경우도 많을 수 있다.

21) 2014년 세법 개정을 통해 연금으로 수령할 경우 일시금으로 수령하는 경우에 비해 세금부담을 30% 경감해주고, 고액 퇴직급여자에게 유리했던 퇴직일시금에 대한 과세 체계를 개편하였다.

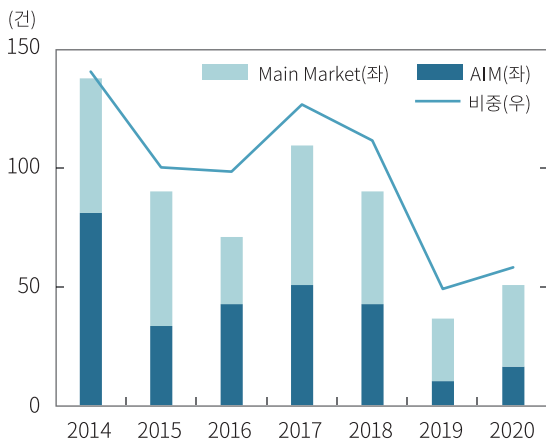
22) 연금 수령 계좌 수는 2020년말 기준 44,404개이며, 이들 중 대부분인 39,108(88.1%)개가 매월 수령 방식을 선택하고 있다. 이들 중 종신연금을 선택한 비율에 대한 통계는 발표되지 않는다.

영국의 상장 제도 개혁 움직임

- 영국의 IPO 규모는 과거에 비해 크게 축소된 가운데 전 세계 IPO 금액 대비 비중도 감소 추세를 나타냄
- 일반기업의 IPO 뿐 아니라 미국 거래소를 중심으로 SPAC IPO가 급격하게 증가하는 상황에서 런던증권거래소에서의 SPAC IPO는 거의 진행되지 않음
- 이에 영국 재무부는 글로벌 기업 및 SPAC의 상장 유치를 통해 브렉시트로 인한 금융허브로서의 위상 변화에 따른 경쟁력 향상을 도모하고자 차등의결권 허용 확대 및 유동주식비율 축소, SPAC 제도 개선 등 상장 규제 완화 방안을 발표함
- 영국의 상장 규제 완화는 시장 경쟁력을 높이는데 효과적일 것으로 기대되지만 차등의결권으로 인한 지배구조 약화 가능성과 SPAC 증가에 따른 투자자보호 문제에 대한 우려도 있음

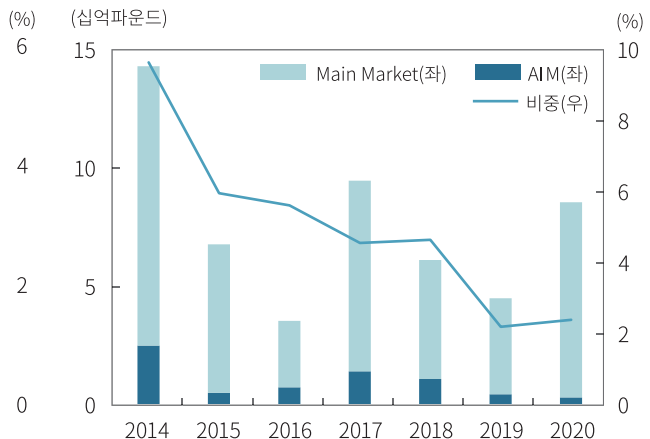
- 영국의 IPO 규모는 2014년 이후 크게 축소된 가운데 전 세계 IPO 금액 대비 비중도 감소하며 주식 거래도 부진한 모습
 - LSE¹⁾의 IPO 건수 및 금액은 2015년 감소한 이후 2017년을 제외하고 100건을 넘지 못하고 있고, IPO 금액도 지속적으로 100억파운드를 하회하며 이전 수준을 회복하지 못함²⁾
 - 전세계 IPO 건수 및 금액 중 LSE의 IPO가 차지하는 비중도 2014년에는 각각 5.6%, 9.6%였으나 점차 축소되어 2020년에는 건수 및 금액 모두 약 2.3%에 불과함

영국의 IPO 건수



주 : 비중 = LSE, AIM의 IPO 건수/전 세계 IPO건수
 자료: Bloomberg, LSE

영국의 IPO 금액

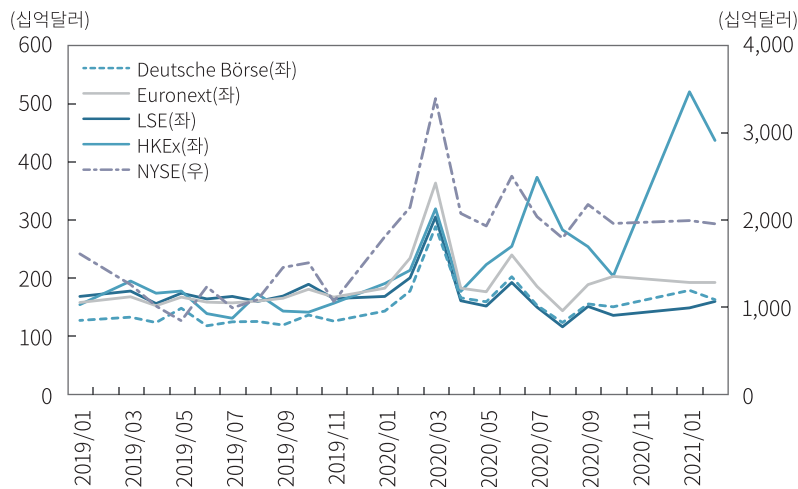


주 : 비중 = LSE, AIM의 IPO 금액/전 세계 IPO 금액
 자료: Bloomberg, LSE

1) 런던증권거래소(London Stock Exchange)로 Main market과 신생·벤처기업 등 중소기업을 위한 시장인 AIM이 있음
 2) LSE statistics 참조

- IPO뿐 아니라 거래도 미국, 유럽, 홍콩 등 다른 거래소에 비해 적은 규모로 이루어짐
 - 지난해 LSE와 암스테르담(Euronext Amsterdam)의 일평균 주식 거래금액이 각각 175억유로, 26억유로였는데 반해, 브렉시트가 발효된 올해 1월 LSE에서의 거래는 일평균 86억유로 규모에 그치며 암스테르담 거래소의 92억유로를 하회함³⁾
 - 2020년초까지 유사한 거래규모를 나타내던 홍콩증권거래소(HKEx)보다 적은 거래금액을 기록하며 격차는 더욱 확대됨

거래소별 거래 규모 비교



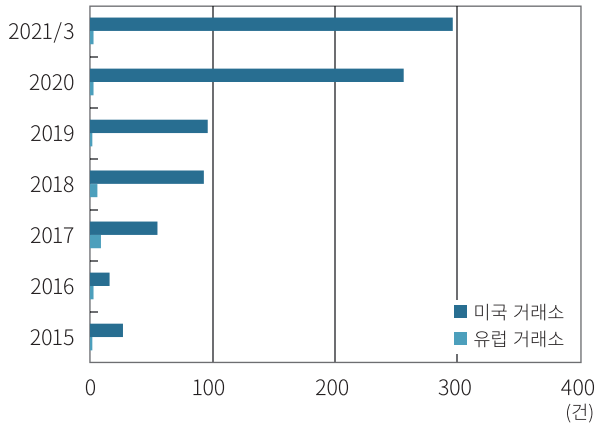
주 : 해당 거래소에 상장된 월별 거래금액 기준, LSE: 런던증권거래소, HKEx: 홍콩증권거래소, Euronext: 암스테르담, 파리, 브뤼셀, 리스본, 더블린, 오슬로거래소, Deutsche Börse: 독일증권거래소, NYSE: 뉴욕증권거래소
 자료: WFE

- 특히, NYSE, Nasdaq 등 미국 거래소를 중심으로 SPAC IPO가 급증하고 있지만, LSE를 통한 SPAC IPO는 거의 진행되지 않음
 - 2021년 1분기에만 SPAC IPO 건수가 2020년 전체 규모를 넘어설 정도로 미국 증권시장을 중심으로 SPAC IPO가 급증하고 있고, 암스테르담 거래소에서도 2020년부터 4개의 SPAC IPO가 진행된 반면, LSE에서는 단 1건의 SPAC IPO가 이루어짐
 - LSE 및 유럽 지역의 거래소에서는 SPAC의 인수합병 대상이 결정되면 SPAC 주식 거래를 중단해야하는 규제환경으로 인해 유럽의 SPAC조차 유럽이 아닌 투자자가 인수합병 대상 기업을 원하지 않는 경우 SPAC 주식을 매도할 수 있는 미국 증권시장에 상장하는 사례가 많음⁴⁾

3) Financial Times, 2021. 2. 11, Amsterdam ousts London as Europe's top share trading hub.

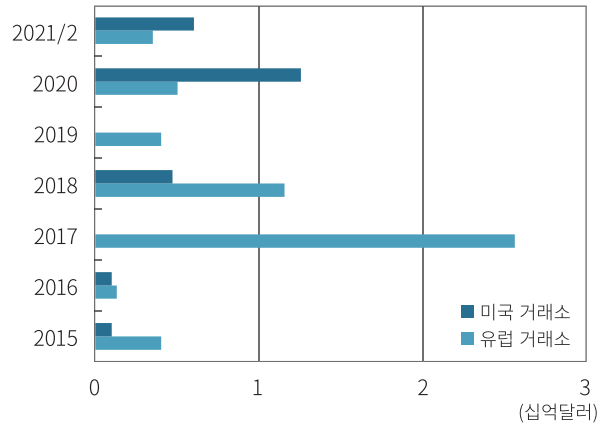
4) Financial Times, 2021. 2. 17, European bankers set sights on Amsterdam as regional Spac capital.

미국과 유럽 거래소의 SPAC IPO 건수



자료: SPAC Insider, Bloomberg

미국과 유럽 거래소의 유럽 SPAC IPO 금액



주 : 유럽의 SPAC만을 대상으로 한 SPAC IPO 금액임
 자료: Financial Times(2021. 2. 17)

□ 이에 영국 재무부(HM Treasury)는 글로벌 기업 및 SPAC 상장 유치를 통해 브렉시트로 인한 금융중심지 위상 변화에 따른 경쟁력 향상을 도모하고자 거래소 상장 규제를 완화하는 방향의 개선 방안을 보고함

- 지난 3월 영국 재무부는 거래소 경쟁력을 향상시키기 위한 상장 규정 개정안으로 차등의결권의 허용 확대, 유동주식수 비율 축소 및 SPAC에 대한 거래중단 제도 개선 등에 관한 방안을 담은 상장검토 보고서(UK Listing Review)를 발표함⁵⁾
- 이 보고서는 영국이 미국, 유럽 및 아시아와의 경쟁 구도에서 지속적인 IPO의 감소 및 SPAC IPO의 부진 등을 언급하며 고성장 혁신기업의 자금을 지원하여 미래지향적인 글로벌 상장 시장으로의 도약을 위한 목적임을 언급함
 - 상장 규정의 검토는 현행 상장제도의 복잡하고 중복적인 측면으로 인한 유연성 부족으로 경쟁에서 뒤쳐질 수 있다는 점에서 시작되었으며, 글로벌 기업과 SPAC의 상장 유치를 통해 브렉시트에 따른 금융중심지로서의 약화된 위상 회복을 위함임⁶⁾

□ 상장규정 개정 방안의 주요 권고 사항은 차등의결권의 허용 확대, 유동주식수 비율 축소, SPAC 주식에 대한 거래중단 제도 개선 등임

- LSE Main market에서 프리미엄(premium listings) 상장 기업의 차등의결권을 허용할 것을 권고⁷⁾

5) UK HM Treasury, 2021. 3. 3, UK Listings Review, 2020년 11월 영국 재무부가 자본시장의 경쟁력 향상을 위한 방안을 금융전문가인 Lord Jonathan Hill에게 의뢰하여 작성한 보고서(Lord Hill's Review)

6) 2018년 9월 영국의 컨설팅그룹 Z/YEN의 국제금융센터 지수에서 1위를 유지하던 런던이 뉴욕 다음으로 2위로 하락함(Z/YEN은 매년 3월과 9월 금융 산업 종사자 2500여 명을 대상으로 전 세계 금융 중심지의 인프라, 우수 인력 접근성 등의 요소를 평가함)

7) 현재 영국에서는 프리미엄 상장 기업에게는 차등의결권을 허용하지 않고 AIM 상장 및 표준상장(Standard listing) 기업에게만 허용된다. 따라서 프리미엄 상장 주식 중 대표지수인 FTSE100을 선정하고 있기 때문에 차등의결권 기업은 주요 벤치마크 지수에서도 제외된다(남길남, 2019, 차등의결권 논쟁의 주요 흐름과 시사점, 자본시장연구원 이슈보고서 19-07)

- 차등의결권 보유는 5년의 제한을 두고 최대로는 20:1까지 허용하며 차등의결권 보유자가 이사가 되도록 함으로써 경영권 위협을 최소화하여 안정적인 경영이 가능하도록 함
- SPAC제도와 관련하여 인수합병 대상 기업이 결정되면 주식 거래를 중단하는 규정 폐지를 고려
 - 영국에서는 SPAC의 인수합병 대상 기업이 결정되면 SPAC 주식 거래를 중단함으로써 가격변동으로부터 투자자를 보호할 수 있지만, 만약 투자자가 제안된 대상 기업과 인수합병하길 원하지 않더라도 거래 중단이 되면서 매도할 수 없다는 문제가 있음
 - SPAC에 대한 투자자보호 장치로 SPAC의 인수합병(De-SPAC 거래)에 대한 주주 투표 요건, SPAC의 인수합병 완료 전 투자자의 매도 권리, 대상 기업에 대한 정보 요구 사항 등을 마련함
- 또한 프리미엄 상장 기업의 최소 유동주식비율을 전체 발행주식 수의 25%에서 15%로 축소
 - 전체 발행주식 수의 25% 이상 상장 요건은 유동성 확보를 위한 것이지만, 상장 이전 투자를 통해 주식이 분산되어 있는 기업에게는 충족하기 어려운 측면이 있음
- 이 외에도 투자설명서의 작성부담을 완화하고 상장요건 적용 및 문서 제출 등 효율적인 절차가 되도록 권고

상장 규정 개정을 위한 권고 사항

방안	내용
차등의결권 허용	<ul style="list-style-type: none"> · 상장 후 5년 제한 · 최대 20 : 1의 비율 · 차등의결권 보유자가 이사(director)가 되도록 요구 · 특정 문제에 대해서는 의결권 행사 제한(예: 이사 증임 및 통제권 변경 등) · 제3자에게 양도 제한
SPAC에 관한 규정 개정	<ul style="list-style-type: none"> · SPAC의 인수합병 대상 기업이 결정되면 SPAC 주식 거래가 중단되는 조항을 폐지 · SPAC 투자자보호 장치 마련 <ul style="list-style-type: none"> — SPAC의 인수합병(De-SPAC 거래)에 대한 주주 투표 요건 — SPAC의 인수합병 완료 전 투자자의 매도 권리 — 인수합병 대상 기업에 대한 정보 요구
유동주식비율 (free float) 변경	<ul style="list-style-type: none"> · 상장기업의 최소 유동주식비율을 현행 25%에서 15%로 축소 · 전체 발행주식 수에서 보호예수 등에 따른 거래불가능한 주식은 제외하여 유동주식(free float) 비율 산정 고려 · 유동성을 입증을 위한 다른 측정치 사용 가능(예: 최소 주주 수 또는 최소 시장 가치)
투자설명서에 대한 근본적인 검토	<ul style="list-style-type: none"> · 현재 투자설명서 제도는 EU Prospectus Directive와 Prospectus Regulation에 기반한 것으로 영국의 자본시장에 적합하게 제공할 필요가 있으며 다음 사항을 고려 <ul style="list-style-type: none"> — 면제 또는 대체 가능한 경우 문서 제출 요건 변경 <ul style="list-style-type: none"> · 자금모집 유형(공모 또는 거래승인)에 따른 투자설명서의 선택적 면제 적용 · 상장 이후 추가 자금조달 시 최초 상장 문서 사용 · 이미 상장된 국가의 거래소 규정에 따라 제출된 문서 허용(예: 2차 상장(Secondary listing))

상장 규정 개정을 위한 권고 사항(계속)

방안	내용
투자자 요구에 적합한 정보 제공	<ul style="list-style-type: none"> · 미래 예측 가능한(Forward-Looking) 재무 정보를 제공 · 프리미엄 상장(premium listing)에 대한 3년 이익 요건에서 고성장 혁신 기업은 면제 · 프리미엄 상장기업 사업의 75%이상 포괄하는 과거 재무정보에 대한 요건을 최근 회계 기간에 만 적용되도록 수정
기타	<ul style="list-style-type: none"> · 표준 상장(standard listings)상장기업이 특정 지수(index)에 적합하도록 표준 상장 환경을 개선 (Rebranding and repositioning) · 기업과 투자자 모두에게 이익이 되도록 자본조달 프로세스의 효율성 향상 · 기업 활동 및 관리에 개인투자자의 참여를 장려

자료: UK HM Treasury

□ 영국의 적극적인 상장 규정 개정 움직임은 글로벌 상장 거래소로서 경쟁력 향상을 기대할 수 있으나 차등의결권에 따른 지배구조 약화 문제, SPAC 유치로 인한 투자자보호 문제에 대한 우려도 있음

- 재무부가 발표한 권고사항은 FCA(Financial Conduct Authority)와 협의 및 수정을 거쳐 올해 말까지 논의를 마칠 계획이며 FCA는 우선적으로 SPAC 관련 새로운 규칙 및 지침 마련을 위한 계획을 추진함⁸⁾
- 차등의결권으로 경영권을 방어할 수 있다는 장점은 신생·혁신 기업에게 매력적인 요소가 될 것으로 예상되며, SPAC 제도 개선을 통해 SPAC 관련 규제가 비교적 강한 유럽지역의 SPAC 상장 수요를 LSE로 집중시킬 가능성을 기대해 볼 수 있음
 - 현재 SPAC 상장이 미국 증권시장에 집중되고 있으므로 SPAC 규제의 완화는 현재 영국과 유사한 제도를 운영하는 유럽의 SPAC IPO 수요를 영국 증권시장으로 이동할 유인이 됨
- 하지만 차등의결권의 허용은 창업 경영자의 경영권 장악으로 인한 지배구조 약화 가능성이 존재함
 - 차등의결권을 보유한 경영진이 저조한 경영성과에도 불구하고 교체될 위협에서 벗어날 수 있어 계속 남아있으려는 참호구축리스크(entrenchment risk)에 노출되고 사적이익 추구 가능성으로 인해 외부투자자 피해가 우려됨⁹⁾
- 또한 SPAC의 문제점인 간단한 절차로 인한 정보 제공의 미비와 투자자의 불명확한 정보파악에 따른 투자자 피해가 있을 수 있음¹⁰⁾
 - 지난해 SPAC과 관련하여 Nikola가 존재하지 않는 제품으로 투자자를 오도하는 혐의로 범죄 수사에 직면함에 따라 SPAC 투자자보호 문제가 대두됨

선임연구원 홍지연

8) FCA, 2021. 3. 31, Future consultation on strengthening investor protections in Special Purpose Acquisition Companies (SPACs).

9) 남길남, 2019, 차등의결권 논쟁의 주요 흐름과 시사점, 자본시장연구원 이슈보고서 19-07.

10) International Adviser, 2021. 3. 4, Review sparks concerns over loosening of UK listing rules.

부동산신탁업 현황 및 시사점

- 부동산신탁 수탁고 규모는 2013년 저점을 기록한 이후 토지신탁과 담보신탁을 중심으로 지속적인 성장세를 이어옴.
- 부동산신탁업에 10년만에 신규 진입사가 등장하면서 현재 14개 부동산신탁사가 영업 중
- 2019년을 제외하고 전년대비 증가율이 꾸준히 상승했던 수탁고와 다르게 차입형 토지신탁 의존도가 높은 부동산신탁보수는 2018년 이후 증가율이 크게 감소하였으며 이후 하락세를 이어감
- 차입형 토지신탁 부문은 자본력을 겸비한 대형사 점유율이 매우 높은 부문으로 2017년까지 시장 파이가 크게 확대되었고 기업들이 적극적으로 사업에 참여하면서 시장집중도가 하락하였으나 여전히 높은 수준을 유지
- 관리형 토지신탁 시장점유율은 대형사의 점유율이 감소하고 소형사 및 금융지주계열사의 점유율은 증가하는 추세이며 2015년 시장집중도가 대폭 감소한 뒤 비슷한 수준을 유지
- 비토지신탁 부문은 경쟁도가 높은 부문으로 시장집중도는 추세적으로 커다란 변화가 없었으며 대형사 및 금융지주계열사에 비해 중소형사의 점유율이 높은 구조
- 향후, 부동산 경기 및 정책 리스크로 차입형 토지신탁 부문의 단기간 수익 개선은 어려울 것으로 보이며 관리형 토지신탁을 비롯한 비차입형 신탁 부문에서는 경쟁심화가 예상되므로 부동산신탁 사들은 전통적인 부동산신탁업 이외의 사업 영역 확대 등 수익 다각화를 위해 노력할 것으로 전망

- 부동산신탁 수탁고 규모는 2013년 저점을 기록한 이후 토지신탁과 담보신탁을 중심으로 지속적인 성장세를 이어옴
 - 전업 부동산신탁사 기준 2014년말 125조원이었던 부동산신탁 수탁고는 2020년 말 277조원으로 약 2.2배 상승하여 연평균(CAGR) 14.2%씩 성장
 - 전년대비 증가율도 2019년(11.5%)을 제외하고는 지속적으로 상승하여 2014년 5.1%에서 2020년 20.3%를 기록
 - 부동산신탁은 토지신탁과 담보신탁을 중심으로 발전하였으며 전업 부동산신탁사 기준 2014년말 전체 부동산 수탁고에서 88.7%를 차지했던 토지신탁 및 담보신탁 비율은 2020년말 94.4%를 기록하며 규모뿐만 아니라 수탁고 비중도 꾸준히 증가
 - 토지신탁 수탁고는 2014년 31조 1,467억원에서 2020년말 77조 8,964억원으로 약 2.5배 증가하였으며 동기간 전체 수탁고에서 차지하는 비중도 3.1%p 증가하여 28.1%를 기록

- 차입형 토지신탁 수탁고는 2017년부터 증가율이 감소하다 2019년에는 전년대비 규모도 감소했으나 관리형 토지신탁 수탁고 증가로 전체 토지신탁 수탁고는 꾸준히 증가
- 담보신탁 수탁고는 2014년 79조 9,118억원에서 2020년말 184조 1,423억원으로 약 2.3배 증가하였으며 동기간 전체수탁고에서 차지하는 비중도 2.6%p 증가하여 66.4%를 기록

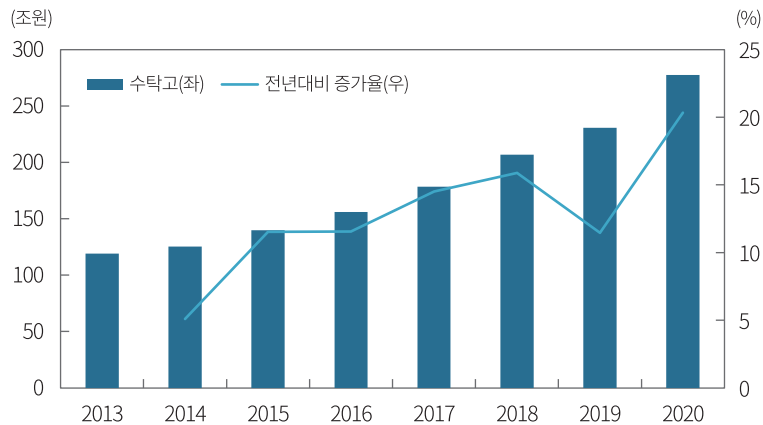
부동산신탁회사 수탁고 현황

(단위: 조원)

구분	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020
토지 신탁	차입형	3.0	3.7	5.3	7.6	8.4	8.7
	관리형	28.1	34.6	41.8	48.4	56.5	62.4
	소계	31.1	38.3	47.1	56	64.9	77.9
담보신탁	79.9	86.1	91.7	105.2	125.0	144.2	184.1
분양관리신탁	4.9	6.3	7.8	8.8	8	6.8	6.1
처분신탁	6.3	6.2	6.8	5.8	6.2	6.1	6.5
관리신탁	3.0	2.6	2.5	2.7	2.7	2.7	2.8
합 계	125.3	139.5	155.9	178.5	206.8	230.6	277.4

자료: 금융감독원

부동산신탁회사 수탁고 추이 및 증가율



자료: 금융감독원

- 부동산신탁업에 10년만에 신규 진입사가 등장하면서 현재 14개 부동산신탁사가 영업 중이며, 신규 진입사 등장에 따른 영향 진단을 위해 현재 부동산신탁업 수익 구조 및 경쟁도를 분석
 - 전업 부동산신탁사는 2009년 이후 별도의 진입 및 퇴출 없이 2018년까지 11개사 체제를 유지
 - 부동산신탁 시장 규모가 성장함에 따라 금융당국은 경쟁 촉진 방안으로 2018년 5월 ‘금융업 진입규제 개편방안’을 발표하고 제도개선 추진의 일환으로 부동산신탁사 신규 진입을 허용

- 2019년 3월 사업계획 평가 결과 한국투자, 신영, 대신 3개사가 예비인가를 취득하였으며 2019년 10월 ‘신영부동산신탁’과 ‘한국투자부동산신탁’이 본인가를 받으며 신규 3개사의 출범이 완료
 - 토지신탁 중 상대적으로 리스크가 높은 차입형 토지신탁은 본인가 2년 후부터 업무 영위가 가능하도록 제한

□ 2019년을 제외하고 전년대비 증가율이 꾸준히 상승했던 수탁고와 다르게 차입형 토지신탁 의존도가 높은 부동산신탁보수는 2018년 이후 증가율이 크게 감소하였으며 이후 하락세를 이어감

- 2014년 9.2%였던 부동산신탁보수 증가율은 2017년 45.2%에 도달, 전년대비 5.1%p 증가하며 가파르게 상승했으나 2018년은 12.8%로 전년대비 32.34%p 감소하였고 2019년에는 1.5%의 증가율을 기록하며 성장이 정체

부동산신탁회사 신탁보수 및 ROE 현황

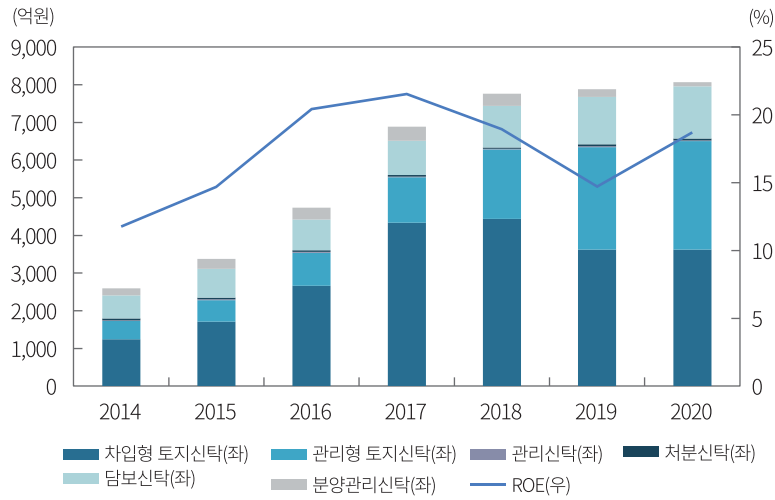
(단위: 억원)

구 분		2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020
토지 신탁	차입형	1,248	1,708	2,660	4,339	4,444	3,625	2,629
	관리형	478	577	883	1,205	1,841	2,721	3,879
	소계	1,726	2,285	3,543	5,544	6,285	6,346	6,508
담보신탁		608	764	818	911	1097.0	1,262	1,384
분양관리신탁		187	265	319	368	328	200	114
처분신탁		51	43	42	44	35	52	47
관리신탁		21	24	18	17	19	21	17
합 계		2,593	3,381	4,740	6,884	7,764	7,881	8,069
ROE(%)		11.8	14.7	20.4	21.5	18.9	14.7	18.7

자료: 금융감독원

- 부동산신탁 신탁보수에서 토지신탁의 비중이 매우 높아 신탁보수 성장률 둔화는 토지신탁 성장률 둔화에 기인
 - 신탁보수에서 토지신탁이 차지했던 비중은 2014년 66.6%에서 2020년 80.7%까지 증가
 - 신탁보수에서 차입형 토지신탁의 비중은 2014년 48.1%에서 2017년 63%까지 증가했으나 이후 지속적으로 하락, 2020년에는 32.6%로 감소

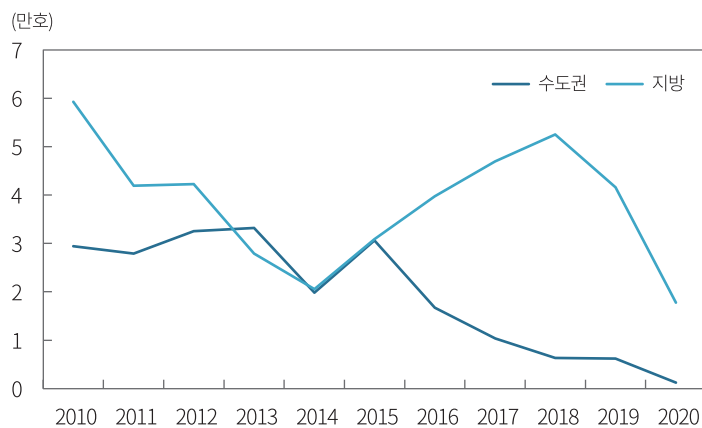
부동산신탁회사 신탁보수 및 ROE 추이



자료: 국토교통부

- 2017년까지 차입형 토지신탁에서 발생하는 신탁보수가 영업수익 확대를 주도하였으나 이후 지방분양 경기 침체에 대한 우려가 높아지면서 부동산신탁사는 리스크 관리를 위해 차입형 토지신탁 신규수주를 줄이고 관리형 토지신탁의 비율을 높임
 - 차입형 토지신탁은 다른 부동산신탁과 비교하여 수수료율이 높은 고수익 상품이나 분양실적이 저조하거나 공사지연 등으로 부동산신탁사의 유동성문제가 단기간에 악화될 수 있음
 - 지방 미분양주택 수가 2015년(30,875호)부터 2018년(52,519호)까지 가파르게 증가하면서 지방 주거용 개발사업 비중이 높은 차입형 토지신탁 사업에 대한 부실화 우려 증가
 - 경기 침체에 따른 부동산 경기 불황과 기존 차입형 토지신탁에 대한 리스크 관리 차원에서 관리형 토지신탁을 늘리고 차입형 토지신탁을 감축하는 추세

주택 미분양 수 추이



자료: 금융투자협회

- 2017년 이후 관리형 토지신탁의 신탁보수 수익이 증가했음에도 차입형 토지신탁의 신탁보수 감소로 전체 수익 증가가 미미했으며 2020년에는 차입형 토지신탁과 관리형 토지신탁의 수수료수익이 처음으로 역전
- 담보신탁관련 신탁보수는 2014년 이후 꾸준히 상승하여 2014년 608억원에서 2020년 1,384 억원으로 약 2.3배 증가하였으나 토지신탁에 비해 수수료율이 낮아 전체 신탁보수에서 차지하는 비중은 17% 수준
- 토지신탁과 담보신탁 이외의 신탁사업은 처분신탁, 분양관리신탁이 있으나 2020년말 기준 전체 신탁보수의 2.2%로 매우 작은 비중을 차지
- ROE도 2017년까지 증가하다 이후 감소 추세를 보이고 있으며 2019년에는 신규 진입사의 영향으로 더 크게 감소
 - 2019년에는 3개 신설사 진입으로 영업수익(852억원) 증가폭보다 영업비용 증가폭(1,211억원)이 크게 증가하여 당기순이익 감소폭이 증가

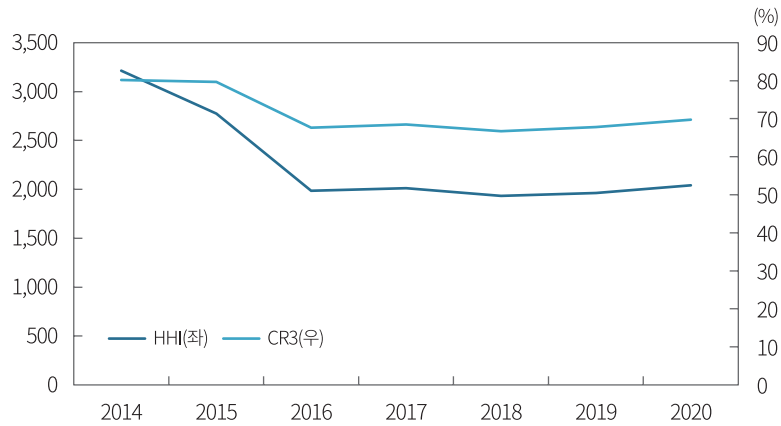
□ 차입형 토지신탁 부문은 자본력을 겸비한 대형사¹⁾ 점유율이 매우 높은 부문으로 2017년까지 시장 파이가 크게 확대되었고 기업들이 적극적으로 사업에 참여하면서 시장집중도가 하락하였으나 여전히 높은 수준을 유지

- 차입형 토지신탁은 자기자본 투입을 통해 수익이 창출되는 구조이므로 자본력을 확보한 대형사 중심으로 사업이 주도되어 왔으며 중소형사의 영업확대가 어려운 구조
 - 중소형사의 차입형 토지신탁 수탁고 시장점유율은 2014년 2.7%에서 지속적으로 상승했으나 2020년에도 12.2%로 차입형 토지신탁에서 차지하는 비율은 작음
 - 금융지주계열사는 부동산시장 경기에 따른 리스크 고려 등 지주회사 차원에서의 리스크 관리에 영향을 받으므로 시장 성장에 따라 빠른 사업 확장에 한계가 있음
- 수탁고 기준 HHI²⁾ 2014년에 3,211로 매우 높은 수준이었으나 점차 감소하여 2016년에는 2,000선 아래인 1,986까지 떨어졌으며 이후 1,900후반 ~ 2,000초반대를 유지
 - CR3는 2014년 80%에서 점차 하락하였으나 2020년 현재 70%로 여전히 시장집중도가 높음
- 2014년에는 상위 1개사에서 차입형 토지신탁 수탁고의 52%를 점유하는 등 시장 집중도가 높았으나 대형사 사이에서 점유율 조정이 이루어지고 중소형사의 시장점유율도 소폭 늘어나며 집중도가 하락

1) 금융지주계열사를 제외한 부동산신탁사에서 자기자본 기준 상위 4개사로 한국토지신탁, 한국자산신탁, 코람코신탁, 대한토지신탁이 해당

2) 허쉬만-허핀달지수(Hirschman-Herfindahl Index)는 시장집중도를 나타내는 하나의 지표로서 시장내 모든 사업자의 각 시장 점유율(%)을 제곱하여 합한 값

차입형 토지신탁 HHI 및 CR3 추이

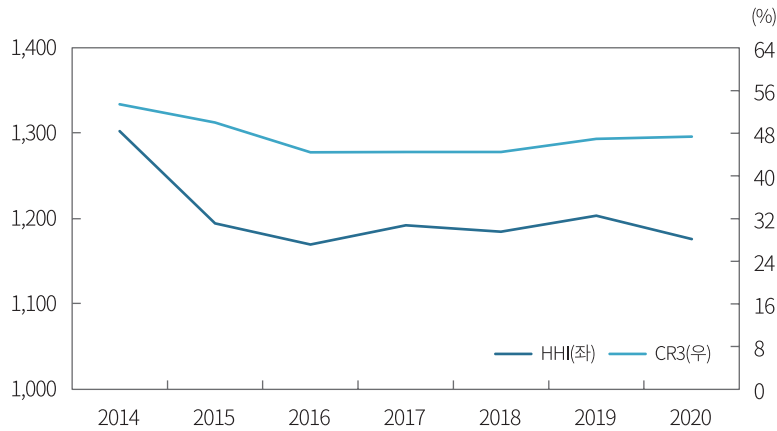


자료: 금융투자협회

□ 관리형 토지신탁 시장점유율은 대형사의 점유율이 감소하고 소형사 및 금융지주계열사의 점유율은 증가하는 추세이며 2015년 시장집중도가 대폭 감소한 뒤 비슷한 수준을 유지

- 관리형 토지신탁은 중위험·중수익 상품으로 차입형 토지신탁과 비교하여 중소형사의 신규 진입 및 사업 확대가 용이하고, 금융지주계열사는 리스크 관리 수단으로 점유율을 확대하면서 대형사의 시장점유율은 지속적으로 하락
 - 대형사의 관리형 토지신탁 수탁고 비중은 2014년 39%에서 2020년 19%까지 감소하였으며 2020년 기준 한국자산신탁(10%)을 제외하고는 5%미만으로 신규 진입한 3개사 다음으로 낮은 수준
 - CR3는 2014년 53.4%에서 2020년 CR3는 47.4%로 4%p하락 하였으며 2014년에는 점유율이 가장 높았던 대형사에서 전체 점유율의 23.5%를 차지했던데 반해 2020년에는 시장점유율 상위 3개사도 소형사 및 금융지주계열사로 구성
- 수탁고 기준 HHI는 2014년에 1,303에서 2015년 이후 대폭 감소한 뒤 1170 ~ 1200대 사이를 유지
 - 한국토지자산신탁의 점유율이 2014년 대비 2015년에 4.8%p 감소한 반면 중소형사와 금융지주계열사의 점유율은 증가하였고 이후 비슷한 추세가 지속

관리형 토지신탁 HHI 및 CR3 추이

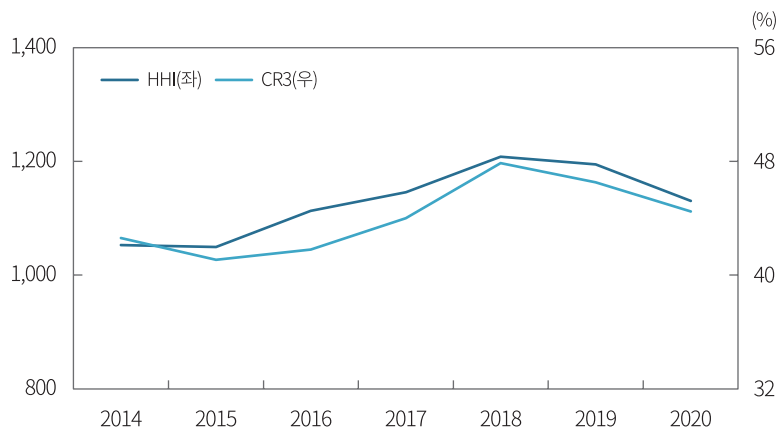


자료: 금융투자협회

□ 비토지신탁 부문은 경쟁도가 높은 부문으로 시장집중도는 추세적으로 커다란 변화가 없었으며 대형사 및 금융지주계열사에 비해 중소형사의 점유율이 높은 구조

- 비토지신탁은 담보신탁, 관리신탁, 처분신탁, 분양신탁을 포함하며 토지신탁에 비해 수수료가 낮고 담보신탁을 제외하고는 신탁보수 및 수탁고에서 차지하는 비중도 매우 낮은 수준
 - 관리신탁, 처분신탁, 분양신탁은 전체 부동산 신탁보수의 2.2%, 전체 부동산 수탁고의 5.5%를 차지
- 비토지신탁은 중소형사의 시장점유율이 높은 부문으로 2014년 44.6%였던 시장점유율은 지속적으로 상승하여 2020년에는 67.8%를 기록
- 수탁고 기준 HHI는 1,000 ~ 1,200대 사이에서 비교적 큰 변화가 없었으며 CR3도 41~46%대를 유지

비토지신탁 HHI 및 CR3 추이



- 향후, 부동산 경기 및 정책 리스크로 차입형 토지신탁 부문의 단기간 수익 개선은 어려울 것으로 보이며 관리형 토지신탁을 비롯한 비차입형 신탁 부문에서는 경쟁심화가 예상되므로 부동산신탁사들은 전통적인 부동산신탁업 이외의 사업 영역 확대 등 수익 다각화를 위해 노력할 것으로 전망
- 차입형 토지신탁 부문은 주택인허가 물량, 지방 미분양주택 수, 부동산 정책 등에 영향을 크게 받으므로 단기간에 회복은 어려울 것으로 전망되며 신규 진입사도 영업이 제한된 상태이므로 현재 시장집중도 수준도 유지될 것으로 예상
 - 2018년까지 증가하던 지방 미분양주택수가 2019년 이후 감소하는 등 부동산 경기 회복 요인도 있으나 2016년 이후 꾸준히 하락세인 주택인허가 실적 등은 부정적으로 작용
 - 비차입형 토지신탁 부문은 수수료율이 낮은 상황에서 신규 진입사도 본격적으로 사업을 확장하면서 경쟁도가 증가될 것으로 보이며, 새로운 수익원 창출을 위해 리츠, 신탁방식 정비사업 등 수익 다각화를 위해 노력할 것으로 전망
 - 2019년 9월 ‘공모형 리츠 활성화 방안’이 발표되면서 부동산신탁사 중 현재 리츠관리 회사 인가를 받은 회사는 8개사이며 7개사에서 운영을 시작, 전문 인력 확충 등 전문성 및 경쟁력 강화를 위해 노력
 - 증권계 신규 진입사는 부동산 PF 사업과 연계하는 등 독립부동산신탁사와 비교하여 관련 업계의 이점을 활용할 것으로 기대
 - 2016년 ‘도시 및 주거환경 정비법’이 재정되면서 부동산신탁사도 도시정비사업 참여가 가능하게 되었고 2019년 6월 가로주택정비사업의 사업시행사가 신탁업자인 경우 기금 용자가 가능하도록 제도가 개편됨에 따라 부동산신탁업자들의 관련사업 참여가 확대될 것으로 전망

연구원 한아름