

## 공적기금 자산배분체계에서 레퍼런스포트폴리오의 의미와 시사점\*

연구위원 남재우

레퍼런스포트폴리오는 기금의 위험성향을 표방하는 저비용의 패시브 포트폴리오를 의미한다. 일반적으로 위험자산과 안전자산의 단순 조합으로 설정된다. 최근 국민연금기금은 전략적자산배분(SAA)과 전술적자산배분(TAA)으로 구성된 기존의 2단계 자산배분체계를 레퍼런스포트폴리오를 기준으로 하는 3단계 자산배분체계로 개편하는 방안을 모색 중이다. 국민연금기금의 레퍼런스포트폴리오 체계 개편은 유사한 자산배분체계를 따르고 있는 다양한 규모의 국내 공적기금에 중요한 시사점을 갖는다.

기금운용에 있어 가장 중요한 투자 판단은 SAA의 결정이다. SAA로 운용성과의 대부분이 결정되기 때문이다. 이러한 SAA 활동은 단순히 주어진 자산군에 목표 비중을 할당하는 것만을 의미하지는 않는다. 시장수익( $\beta$ ) 원천에 대한 탐색을 바탕으로 자산군(asset class)을 정의하고, 이에 부합하는 벤치마크를 설정하며, 최적 배분 비중을 결정하는 일련의 운용 프로세스로 해석되어야 한다. SAA를 고도의 투자 판단과 일련의 프로세스로 이해한다면, 이러한 SAA 활동의 적절성은 반드시 사후적으로 평가되고 그 결과는 운용에 피드백 되어야 한다. 레퍼런스포트폴리오는 이러한 평가에서 SAA의 적절성을 판단할 수 있는 기준이 된다.

효율적인 기금운용 지배구조 측면에서 투자 의사결정의 결과는 해당 의사결정의 주체에 직접적으로 귀속되는 것이 중요하다. 기금운용에서 가장 중요한 의사결정인 SAA 역시 예외는 아니다. 이러한 측면에서 기금의 SAA 활동을 온전히 운용조직의 역할과 책임으로 부여하는 방안을 고려해 볼 수 있다. 이는 3단계 자산배분체계에서 레퍼런스포트폴리오의 설정은 운용위원회의 역할로 두고, SAA를 포함한 하위의 모든 배분 활동은 운용조직의 역할과 책임으로 설정되는 구조를 의미한다. 이러한 자산배분체계 개편은 국민연금뿐만 아니라 OCIO 방식으로 운용되는 다양한 규모의 국내 공적기금에도 적용될 수 있다. 이러한 레퍼런스포트폴리오 체계가 제대로 작동하기 위해서는 운용조직에 대한 평가체계 개편과 함께 자산배분에 대한 운용조직의 전문성 및 역량 강화가 필수적 전제조건임을 강조한다.

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

들어가는 말

국민연금기금은 운용자산 규모 1,000조 원 시대<sup>1)</sup>를 대비하여 기금의 자산배분(asset allocation) 체계 개편을 모색하고 있다. 개편의 주요 골자는 현재 전략적자산배분(Strategic Asset Allocation; 이하 SAA)과 전술적자산배분(Tactical Asset Allocation; 이하 TAA)에 의한 3단계 포트폴리오<sup>2)</sup> 체계에서 최상위에 레퍼런스포트폴리오(reference portfolio)라 불리는 기준 포트폴리오(norm portfolio)를 도입하고자 하는 것이다. 레퍼런스포트폴리오는 형식상 단순 저비용의 패시브 포트폴리오를 의미하며, 그 역할은 기금운용에서 가장 중요하다고 알려진 SAA 설정의 기준이 된다. 따라서 레퍼런스포트폴리오를 통한 자산배분 체계의 개편은 국내에서 ‘시스템적으로 중요한 금융기관(SIFI)’이라 할 수 있는 국민연금의 운용성과에 직접적인 영향을 미칠 뿐만 아니라, 국민연금의 운용 체계를 벤치마킹하는 다수의 국내 공적기금에도 중요한 시사점을 갖는다.

국민연금기금이 레퍼런스포트폴리오 체계를 도입하고자 하는 직접적인 이유는 자산군(asset class) 설정을 포함한 SAA 실행의 어려움 때문이다. 기금의 운용성과는 대부분 SAA에 의해 결정된다. 하지만 국민연금기금의 SAA에는 ‘장기적인 운용 목표 없이 비전문가에 의해 결정’된다는 비판이 제기된다. 자산부채종합관리(Asset Liability Management; 이하 ALM) 측면에서 기금의 목표수익률과 허용 위험한도가 설정되지 않으며, 전문가가 아닌 대표자 집단으로 구성된 기금운용위원회에서 SAA를 결정하기 때문이다. 기금 입장에서 이는 단기적으로 해소되기 어려운 사안이다. 공적연금제도의 합리적인 부채(liability) 규모를 산정하기는 매우 어려우며, 특히 부분적립(partially funded system)이라는 국민연금의 재정방식에서는 부채를 고려하는 ALM 기반 자산배분이 온전히 실현되기 어렵기 때문이다.<sup>3)</sup> SAA의 효율성 제고라는 측면에서 최고의사결정기구인 기금운용위원회를 전문가 집단으로 재편하는 방안도 제기되나, 공공부조가 포함된 공적연금제도인 국민연금의 역할과 위상을 고려하면 기금운용위원회의 대표성을 약화시키는 지배구조 개편의 부정적 측면도 무시할 수 없는 상황이다.

이런 이유에서 국민연금기금의 SAA는 그 중요성에도 불구하고 지금까지 자산배분 결과의 적절성에 대하여 어떠한 사후적 평가나 검토(review)가 이루어지지 않고 있다. 기금운용위원회 산하 성과평가보상전문위원회에서는 SAA의 적절성에 대한 평가 필요성을 지속적으로 제기하고 있으나, 이를 판단할 수 있는 기준이 부재한 상황에서는 정량적이든 정성적이든 합리적인 평가체계를 모색하기는 어려운 상황이다. 이는 SAA에서부터 시작되는 다단계 자산배분체계를 따르는 모든 국내 공적기금에 공통된 사안이다. 레퍼런스포트폴리오는 이러한 SAA의 적절성 또는 방향성에 대한 기준이 될 수 있다. 레퍼런스포트폴리오가 기준포트폴리오라 불리는 이유이다.

1) 2018년 4차 재정재계산에 의하면 2022년에 기금 규모가 1,000조 원을 넘어설 것으로 전망된다.  
 2) 전략(SAA) 포트폴리오, 전술(TAA) 포트폴리오, 실현(Actual) 포트폴리오  
 3) 연금의 재정방식은 적립방식(funded system)과 부과방식(pay-as-you-go system)으로 나뉘는데, ALM에 의한 기금운용은 적립 방식에서만 의미가 있다.

본고에서는 기금 운용에서 SAA의 의의와 역할을 재조명하고, 이러한 SAA를 효율적으로 설정하기 위한 자산배분체계 구축이라는 관점에서 레퍼런스포트폴리오의 의의와 도입 필요성을 제시하고자 한다. 레퍼런스포트폴리오 체계로 유명한 해외 연기금은 캐나다의 국민연금기금인 CPPIB(Canada Pension Plan Investment Board)이다. 그 외에 뉴질랜드의 연금 관련 국부펀드인 NZSF(New Zealand Superannuation Fund) 사례 등이 참조되나, 이러한 벤치마킹 과정에서 개별 기금마다 레퍼런스포트폴리오의 역할과 목적이 매우 상이하다는 점을 유념하여야 한다. 국민연금을 비롯한 국내 공적기금에 적합한 레퍼런스포트폴리오의 역할과 실행 체계를 논의하고자 한다.

### 전략적자산배분(SAA)과 기준포트폴리오

장기에 걸쳐 다양한 금융자산을 운용하는 연기금은 대부분 다단계 자산배분전략을 실행한다. 최상위에 전략적자산배분(SAA)이 있으며, 이를 기준으로 전술적자산배분(TAA)과 그 하위 다양한 운용 유형에 대하여 단계적으로 자금을 배분하는 체계이다. 적극적인 액티브운용 전략을 구사하는 기금이 아니라면 대부분의 실현 포트폴리오(actual portfolio)는 SAA의 목표 비중에서 크게 벗어나지 않는다. 따라서 기금운용의 최종 성과는 대부분 SAA에 의해 결정될 수밖에 없다.<sup>4)</sup> 기금운용에서 가장 중요한 의사결정이 SAA이며, 운용 역량의 상당 부분이 SAA 설정에 집중되어야 하는 이유이다.

SAA의 시작은 수익의 원천(return source)으로서 시장을 탐색하고 정의하는 것이다. 투자 가능한 개별 시장은 하나의 자산군(asset class)으로 정의되며<sup>5)</sup>, SAA는 이렇게 설정된 자산군에 대한 배분 비중을 의미한다. 자산군은 대부분 해당 시장을 대표하는 시장지수(market index)를 벤치마크로 설정한다. 이렇게 설정된 벤치마크가 운용의 계획(plan) 단계에서는 자산배분의 지표가 되며, 평가(see) 단계에서는 초과수익(excess return) 측정의 기준이 되는 구조이다. 따라서 SAA는 주어진 자산군에 대한 배분 비중을 결정하는 단일의 의사결정이 아니라 수익의 원천에 대한 탐색을 바탕으로 자산군을 정의하고, 이에 부합하는 벤치마크를 설정하며, 이에 대한 최적 배분 비중을 결정하는 일련의 운용프로세스를 의미한다. 자산운용에서 이러한 프로세스가 효율적으로 작동하기 위해서는 의사결정의 최종 결과가 해당 의사결정의 주체에게 직접적으로 귀속되어야 한다. 운용의 비전문가이며 성과에 대한 책임이 귀속되지 않는 기금운용위원회가 SAA에 관련된 모든 의사결정을 승인하는 구조에서는 근본적인 효율성 제고를 기대하기 힘든 이유이다. 이는 비상근의 외부 전문가로 구성된 위원회 구조에 의존하는 국내 대부분의 공적기금에 공통된 문제이다.

4) '2019년도 국민연금기금 성과평가'에서는 국민연금의 3년 평균 수익률에서 SAA의 기여도는 96.3%이며, 5년 평균에서는 99.2%로 보고하고 있다. 이를 10년 평균 장기수익률로 확장하면 SAA의 수익기여도는 100.3%에 이르러, 사실상 기금의 수익성과는 모두 SAA에 기인하는 것으로 해석된다.

5) 예를 들면, 국민연금기금은 국내주식, 해외주식, 국내채권, 해외채권, 대체투자라는 5개의 전략 자산군(strategic asset class)을 설정하고 있다.

SAA를 고도의 투자 판단과 일련의 운용 프로세스로 인식한다면, 그 의사결정의 적절성은 사후적으로 어떤 식으로든 평가되어야 한다. 이러한 SAA에 대한 평가는 단순히 자산군별 배분 비중이 전체 수익 성과에 미치는 영향뿐만 아니라 시장에 대한 탐색과 자산군 및 벤치마크의 설정이 적절하였는지를 모두 포함하여야 한다. 예를 들면, 공모시장(public market)을 통한 지분 투자를 ‘국내주식’이라는 자산군으로 분류하고 이를 ‘KOSPI’라는 시장지수로 벤치마크를 설정한 일련의 의사결정이 적절하였는가에 대한 평가가 이루어져야 한다는 의미이다.<sup>6)</sup> 하지만 현행 기금운용 체계에서 이러한 모든 SAA 활동은 기금운용위원회의 역할이며, 기본적으로 위원회의 의사결정은 성과평가의 대상이 아니다. 한편, SAA의 적절성에 대한 객관적인 평가를 위해서는 구체적인 판단 기준이 있어야 하는데, 본고에서 논의하는 레퍼런스포트폴리오가 평가의 기준이 된다. 레퍼런스포트폴리오 체계에서 SAA는 장기적으로 레퍼런스포트폴리오가 제시하는 기금의 전반적인 위험수익특성에 부합하도록 작성되어야 하기 때문이다.

**레퍼런스포트폴리오의 역할과 실행**

해외 연기금의 사례를 살펴보면 레퍼런스포트폴리오의 성격과 역할이 매우 상이함을 알 수 있다. CPPIB는 레퍼런스포트폴리오를 ‘기금의 목표 위험을 표방하는 저비용의 국제적으로 분산된 공모자산 포트폴리오’로 정의하고 있다.<sup>7)</sup> 이와 유사하게 NZSF는 ‘기금의 투자시계와 위험 성향에 부합하는 공모자산의 저비용 패시브 포트폴리오’로 정의한다.<sup>8)</sup> 두 기금에서 레퍼런스포트폴리오의 역할은 상이하나, 개념 정의에 있어서는 상당 부분 공통점을 보인다. 우선, 레퍼런스포트폴리오를 저비용의 패시브 포트폴리오로 설정하고 있다는 점이 공통적이다. 레퍼런스포트폴리오의 목적에 있어서는 기금의 위험 한도를 표방하기 위함임을 분명히 하고 있다. 이러한 일련의 정의는 SAA 작성 및 평가의 기준이라는 국민연금 레퍼런스포트폴리오의 역할에 있어서도 동일하게 적용될 수 있다.<sup>9)</sup>

레퍼런스포트폴리오 체계 도입을 모색하는 과정에서 주요하게 참조되는 해외사례가 캐나다의 국민연금 전담운용기관인 CPPIB이다. 하지만 CPPIB의 레퍼런스포트폴리오 체계는 우리와는 제도 도입의 목적 자체가 상이함에 유의하여야 한다. 국민연금의 레퍼런스포트폴리오는 전체 자산배분체계를 정교하게 하여 SAA 포트폴리오가 추구하는 장기적인 시장수익( $\beta$ )을 극대화하기 위한 목적인 반면, CPPIB는 정형화된 자산배분체계에 구속되지 않는 유연한 액티브운용을 통하여 유의미한 초과수익( $\alpha$ )

6) 국민연금 국내주식의 전략 벤치마크는 해당 포함 KOSPI로 설정되어 있다. 이로 인해 KOSDAQ은 벤치마크 외종목(off-benchmark)으로 시장수익( $\beta$ )이 아닌 초과수익( $\alpha$ )의 원천이 되며, 결과적으로 시장비중보다 과소투자된다. 이러한 일련의 의사결정이 기금의 장기적 성과에 미치는 영향이 정량적으로 평가되고, 운용에 피드백되어야 한다.

7) CPPIB Annual Report, 2020, Globally diversified portfolio of publicly traded securities, that could be invested in at very low cost, to express the risk target.

8) NZSF Annual Report, 2020, A shadow or notional portfolio of passive, low-cost, listed investments suited to the fund’s long term investment horizon and risk profile.

9) 국민연금기금은 레퍼런스포트폴리오를 ‘장기투자의 기준으로 단순 저비용 패시브 포트폴리오 또는 자산군의 조합’으로 정의하는 방안을 검토하고 있다.

을 달성하기 위함이라 할 수 있다. 이러한 차이는 근본적으로 기금에 부여된 운용 목표(mandate)의 상이함에 기인한다. 레퍼런스포트폴리오는 수사적으로 표현된 기금의 운용 목표와 실현 포트폴리오(AP)를 연결하는 가교의 역할이기 때문이다. CPPIB에 부여된 운용 목표는 ‘과도한 손실 위험 없이 최대 수익을 추구’인 반면, 국민연금기금의 운용 목표는 ‘장기적으로 경상경제성장률 이상의 수익 달성’이다. CPPIB는 초과수익 창출을 위한 액티브운용에 매우 적극적인 투자신념(investment belief)을 표방하고 있으며, 이를 통하여 기금에 부여된 임무를 달성하기 위한 목적으로 레퍼런스포트폴리오 체계를 구축한 것으로 알려져 있다.

〈표〉 CPPIB의 자산배분 체계

|                                | 포트폴리오의 역할  | 투자시계              | 수립주체    |
|--------------------------------|--|-------------------|---------|
| 레퍼런스 포트폴리오                     | 공모자산으로 구성된 단순 저비용의 패시브 포트폴리오로서 기금의 위험선호도(risk preference) 또는 위험감내도(risk tolerance) 표방                                  | 20년<br>(3년 단위 검토) | 기금운용위원회 |
| 전략포트폴리오 (Strategic portfolio)  | 운용 방향성을 나타내는 중기(5년) 포트폴리오로서 레퍼런스포트폴리오 대비 시장수익원천( $\beta$ source)의 다양화와 레버리지를 통한 기대수익 증대                                | 5년<br>(3년 단위 검토)  | 기금운용위원회 |
| 전술포트폴리오 (Target portfolio)     | 전략포트폴리오 대비 허용된 범위 내에서 1년 단위의 전술적 비중 조절(tilting)  | 1년                | 집행조직    |
| 투자포트폴리오 (Investment portfolio) | 레퍼런스포트폴리오 대비 초과수익( $\alpha$ ) 창출을 위한 액티브 포트폴리오와 액티브운용에 따른 목표 위험(factor exposure)과의 차이를 조절하기 위한 밸런싱 포트폴리오로 구성된 실현 포트폴리오 | -                 | 집행조직    |

자료: CPPIB annual report(2020)

레퍼런스포트폴리오 체계에서 CPPIB는 표에서와 같은 다층의 포트폴리오를 구성하게 된다. 국민연금이 레퍼런스포트폴리오를 포함한 3단계 자산배분체계로 개편하는 경우 외형적으로는 이와 동일한 상황이 되나, 단계별 포트폴리오의 실체와 의미는 매우 상이하다. 예를 들면, 국민연금의 경우에는 실현포트폴리오를 제외한 나머지는 벤치마크와 목표비중으로 구현되는 가상의 포트폴리오인 반면, CPPIB의 레퍼런스포트폴리오는 실제 공모자산으로 구성된 패시브 포트폴리오이다. 국민연금의 포트폴리오는 단계별로 층위(hierarchy)를 갖는 순차적인 포트폴리오 구성인데 반하여, CPPIB는 사실상 레퍼런스포트폴리오와 실현 포트폴리오의 2단계 구조이며 전략과 전술 포트폴리오는 이사회와의 의사소통을 위해 추가적으로 설정되는 가상의 포트폴리오이다. 전략(SAA) 포트폴리오가 액티브운용의 준거로 기능하지 않으며, 개별 액티브 프로그램이 아닌 자산군 단위에서 이사회와 의사소통하기 위한 제도적 장치라는 점도 국민연금과는 상이한 부분이다. CPPIB의 레퍼런스포트폴리오는 ‘기금의 장기적 운용 방향을 제시하는 적정 위험 수준의 표현’이라는 점에서는 국민연금의 경우와 동일하나, 그 역

할에 있어서는 ‘액티브운용에 의한 초과수익의 측정 및 관리 수단’임을 분명히 하고 있다. 정리하면, CPPIB를 포함한 다수의 해외사례를 벤치마킹하여 자산배분체계 개편을 모색하는 과정에서 레퍼런스 포트폴리오의 역할과 목적을 정의함에 있어서는 기금의 성격과 상황을 반영한 차별화가 필요하다는 의미이다.

국민연금을 포함한 국내 공적기금의 레퍼런스포트폴리오는 기본적으로 ‘위험자산(글로벌주식)과 안전자산(국내채권)<sup>10)</sup>의 정태적 배분으로 기금의 위험성향 표방’이라는 목적을 분명히 하는 것이 중요하다. 레퍼런스포트폴리오가 표방하는 위험성향이 운용 단계에서 유의미하게 작동하기 위해서는 반드시 ALM 기반이 아니더라도 어떤 식으로든 제도 변수와의 논리적 연결이 있어야 한다. 위험자산의 비중으로 표현되는 기금의 위험성향은 기금의 확장기 또는 수축기와 같은 장기 재정 상황을 반영하여 결정되어야 한다. 이 과정에서 CPPIB의 경우와는 다르게 레퍼런스포트폴리오 체계 도입이 액티브운용의 강화를 의미하지는 않음을 강조한다.

**결론 및 시사점**

국내 공적기금은 대부분 5년 단위 중장기자산배분을 실행하고, 이에 대한 1년 단위의 이행 포트폴리오를 기금의 SAA로 정의하고 있다. SAA의 설정은 고정된 자산군에 대한 단순한 배분 비중을 의미하며, 이에 대한 의사결정은 외부 전문가로 구성된 위원회의 몫이다. 하지만 SAA의 작성과 실행은 주어진 자산군에 대한 배분 비중의 결정만을 의미하는 것은 아니다. 시장수익원천에 대한 탐색을 바탕으로 투자 가능 자산군(asset class)을 정의하고, 벤치마크 설정으로 시장을 정의하며, 이에 대한 최적 비중을 설정하고, 이를 상시적으로 리밸런싱(rebalancing)하는 일련의 운용 프로세스로 이해하여야 한다.

효율적인 SAA 활동을 위해서는 고도의 전문성과 실질적인 독립성<sup>11)</sup> 확보가 필수적이다. 기금운용의 효율적인 지배구조 관점에서 보면, SAA에 관한 투자 판단의 결과는 긍정적이든 부정적이든 의사결정 주체에 직접적으로 귀속되는 구조가 중요하다. 외부 전문가로 구성된 운용위원회는 SAA로 인해 결정되는 운용성과에 책임을 지지 않는다. SAA에 관한 의사결정 주체가 아닌 운용조직에 그 책임을 묻는 것도 합리적이지 않다. SAA라는 기금운용에서 가장 중요한 투자 의사결정에 기금운용 주체의 운용역량과 개선 노력이 항상 과소 투입되는 근본 이유이다. 이러한 측면에서 기금의 SAA 활동은 온전히 운용조직의 역할과 책임으로 설정되는 의사결정체계를 제안한다. 자산배분 관련 의사결정체계에서 레퍼런스포트폴리오의 설정은 운용위원회의 역할로 남겨 두고, SAA를 포함한 하위의 모든 배분 활동은 운용조직의 역할과 책임으로 부여되는 구조를 의미한다.<sup>12)</sup>

10) 환위험(currency risk) 측면에서 안전자산은 국내채권(domestic bond)으로 설정하는 것이 일반적이다.  
 11) 일반적으로 ‘정부로부터의 독립성’을 의미하나, 최근에는 ‘시장으로부터의 독립성’도 현안 과제이다.  
 12) 대형 공적기금에 대한 OCIO 위탁운용 방식에서 운용조직은 OCIO 운용사를 의미한다. 즉, 자산보유자인 기금은 레퍼런스포트폴리오를 설정하여 이를 OCIO 운용사에 운용목표(mandate)로 부여하고, OCIO 운용사는 이에 기반하여 전략적자산배분을 포함한 모든 배분 전략을 구사하는 완전위임(full discretion)을 의미한다.



이러한 의사결정체계가 제대로 작동하기 위해서는 운용조직에 대한 성과평가도 함께 개편되어야 한다. TAA를 포함한 액티브운용에 의한 초과수익 성과로 한정되던 운용조직의 성과는 시장수익을 포함한 기금의 전체 수익성과로 확대되어야 한다. SAA에 의한 전략적자산배분 효과 역시 성과평가의 대상에 포함되며, 자산군 분류의 적절성과 벤치마크 효과 등이 모두 평가에 반영되어야 한다. 이러한 성과평가 결과는 운용조직의 성과보수에 반영됨으로써, 기금운용 지배구조에 있어 가장 중요한 요인인 이해관계 정렬(interest alignment)을 도모할 수 있다. 이에 앞서 SAA 활동에 관련된 운용조직의 전문성 및 역량 강화 역시 필수적인 전제조건이라 하겠다.

## 국내 장외주식시장 현황과 활성화를 위한 과제\*

연구위원 김민기

직접투자 열풍, IPO 활황으로 정규 주식시장뿐만 아니라 장외주식시장에 대한 관심도 고조되고 있다. 하지만 현재 국내 장외주식거래는 법적 테두리 밖에서 이루어지는 경우가 대부분일 것으로 추정되고, 시장의 다양한 수요를 충족시킬 조직화된 장외시장이 활성화되지 못하고 있다. 장외주식시장의 활성화는 중장기적으로 모험자본의 선순환, 부실상장기업의 신속한 퇴출, 공모시장의 효율성에 기여할 수 있어 적절한 정책적 대응이 요구된다.

단기적으로 사설중개업체에 대한 단속을 강화하고, 정보의 접근성이 높은 비상장주식의 경우 제도권 시장에서 활발히 거래될 수 있도록 정책적 배려가 필요하다. 또한 비상장주식의 적법한 유통을 제한하는 규제를 개선하여, 중장기적으로 혁신적인 장외거래 플랫폼의 출현을 장려해야 한다. 또한 시장 양성화를 위해 비상장주식 관련 세제를 보완하고, 중소·벤처기업 및 장기투자자에 대한 세제혜택을 강화할 필요가 있다. 그리고 무엇보다 시장 활성화 이후 대두될 수 있는 투자자 보호 문제를 최소화하기 위해 관련된 규제체계를 꼼꼼하게 정비해야 한다.

직접투자 수요 증가, IPO 시장 활황으로 인해 정규 주식시장뿐만 아니라 장외주식시장에 대한 투자자들의 관심도 높아지고 있다. 대형 증권사와 핀테크 업체간의 협업을 통한 장외주식 거래 플랫폼이 잇달아 출시되고 있으며, 향후 장외주식시장의 규모와 잠재적 수요는 점차 확대될 것으로 예상된다. 시장의 여러 이해관계자들의 관심이 고조된 만큼 장외주식시장 활성화에 대한 세심한 논의가 필요한 시점이다.

### 국내 장외주식시장의 현황과 특징

장외주식시장은 본질적으로 사적(private) 자본시장의 영역이기 때문에 정확한 규모를 추정하는 것은 불가능하다. 다만 예탁결제원에서 공개하는 비상장 유통 추정정보<sup>1)</sup>에 따르면 2020년 비상장주식 계좌대체 규모는 대략 30억주에 달한다. 같은 기간 제도권 장외시장의 거래규모가 3억주(거래금액 기준 약 1.3조원)임을 감안했을 때, 비제도권 시장에서 거래되는 국내 장외주식의 규모가 상당할 것으로

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

1) 예탁결제원에서 제공하는 정보는 산출시점 기준 '비상장' 종목에 대한 유통자료이며, 타증권사 간 거래만 포함한다는 점에서 실제 장외거래 규모와 차이가 있을 수 있음을 밝힌다.

로 예상해볼 수 있다.

이처럼 우리나라 장외주식시장의 특징은 법적 테두리 밖에서 이루어지는 거래비중이 높다는 점인데, 이는 자본시장법상 증권회사의 중개업무에 대한 좁은 해석으로 인해 장외주식의 적법한 유통이 어렵기 때문이다.<sup>2)</sup> 결국 38커뮤니케이션, Pstock 등 직거래를 기반으로 한 사설주식거래사이트가 난무하는 결과를 초래했고, 최근에는 비상장주식 거래 업무에 대한 규제특례를 받은 모바일 거래 플랫폼<sup>3)</sup>이 출시되면서 결제불이행 위험을 최소화하고 일반 투자자의 거래 편의성을 제고한 서비스가 등장하고 있다. 하지만 근본적으로 장외시장은 공시의무가 없는 비공개기업이 다수 거래되는 정보 비대칭성이 높은 시장으로, 투자자의 각별한 주의가 요구된다. 또한 비상장주식 거래에 부과되는 양도세와 상장주식 대비 높은 거래세는 여전히 투자자를 사설중개업체로 유인하는 요소로 작용하고 있다.

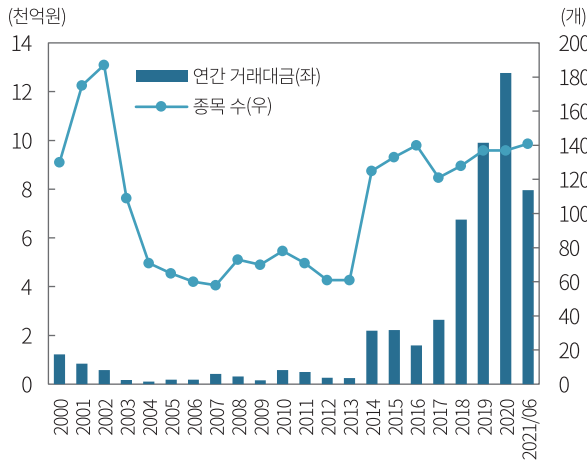
국내에서 시장 기능을 수행하는 대표적인 제도권 장외주식시장으로 K-OTC를 들 수 있다. 과거 제3시장, 프리보드에서 현재의 구조로 변모된 K-OTC는 유일하게 다자간 상대매매방식 허용된 장외시장이며, 거래소시장에 비해 낮은 수준이지만 공시의무와 등록요건이 있어 현재 소수의 기업만 거래되고 있다. 이 외에 별도의 진입요건이 없는 K-OTCBB와 거래소가 운영하는 KSM, 전문투자자를 중심으로 한 K-OTC Pro와 벤처캐피탈협회의 구조유통망이 있지만, K-OTC를 제외하면 대부분의 장외거래 플랫폼의 활성화는 매우 저조한 편이다.

중소기업 자금조달 개선을 위해 2018년 이후 세제혜택이 확대되면서 K-OTC 거래체결 실적이 증가했지만(그림 1) 참고), 이러한 K-OTC의 외형적 성장은 혁신벤처기업 중심의 성장이라고 보기에는 무리가 있다. <그림 2>에 따르면 K-OTC 시장 내 벤처기업의 비중은 최근 소폭 증가하긴 했지만 지속적으로 감소했으며, 마찬가지로 기술(tech)중심 업종인 IT·의료 섹터의 비중 또한 꾸준히 감소했다. 2020년 기준 K-OTC 내 벤처기업의 거래대금 비중이 85%, IT·의료 섹터의 거래비중은 79%인 점을 고려하면, 시장 내 투자자의 거래수요를 충족시키지 못하는 방향으로 시장이 변화해왔다고 볼 수 있다.

요약하면 규제의 틀 내에서 시장의 수요를 적절히 소화할 수 있는 조직화된 장외주식시장이 국내에서 활성화되었다고 평가하기는 어려울 것이다.

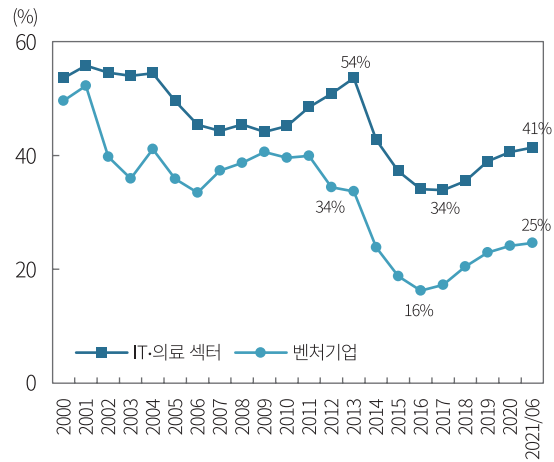
2) 가령 거래소 외 무허가 시장개설행위 금지, 자기계약금지, 다자간매매체결회사(대체거래시스템, ATS)의 제한적 허용 등을 들 수 있으며, 비상장증권 유통을 제한하는 증권규제에 대한 보다 자세한 내용은 남재우·박용린·천창민 (2015)의 보고서를 참조한다.  
3) 대표적으로 삼성증권과 연계하는 '증권플러스 비상장'이 있다. 사설거래사이트와 달리 혁신금융서비스 지정 거래 플랫폼은 비상장주식 거래 전반에 걸친 과정을 시스템화하여 거래의 안정성과 편의성을 확보했다는 점에서 고무적이라 할 수 있다.

〈그림 1〉 K-OTC 종목 수 및 거래대금



자료: K-OTC, 자본시장연구원

〈그림 2〉 K-OTC 기술·벤처기업 비중



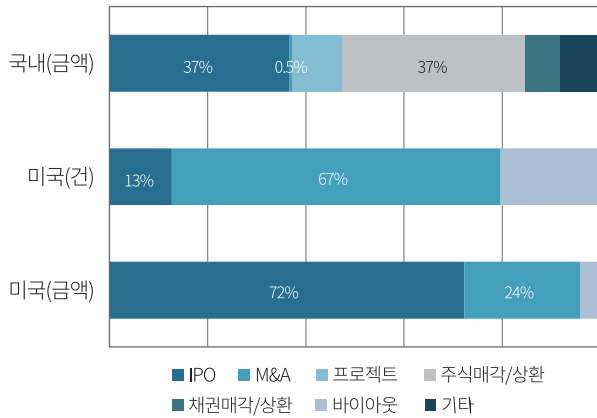
### 국내 장외주식시장의 활성화 필요성

조직화된 장외주식시장의 필요한 이유 중 하나는 ‘자금조달-투자-회수-재투자’로 이어지는 벤처시장의 선순화 구조를 활성화하기 위함이다. 해외 벤처캐피탈(VC) 시장의 경우 성공적인 회수 경로라 할 수 있는 IPO와 M&A가 모두 활성화되어 있지만, 국내 VC 시장은 주로 IPO에 의존하고 있는 실정이다(〈그림 3〉 참고). 또한 국내 IPO 소요기간은 점차 장기화되고 있어<sup>4)</sup> 자금회수 불확실성이 점차 확대되고 있다. 이는 향후 벤처투자에 대한 기피요인이 될 수 있으며, 엔젤(angel), 시드(seed), 시리즈A와 같은 초기 모험자본 공급을 저해할 수 있다.

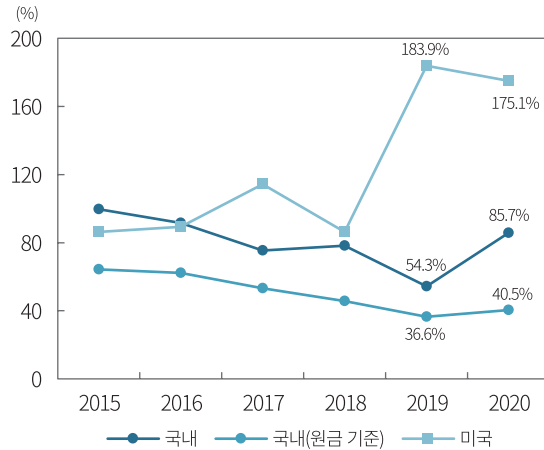
〈그림 4〉는 미국 및 국내 VC 신규투자 대비 회수금액 비율(=회수/투자)을 나타낸다. 미국의 VC 시장과 비교했을 때, 우리나라 VC 신규투자 대비 회수비율은 점차 감소하고 있는 것을 알 수 있다. 이러한 결과는 회수시점의 수익률도 영향을 미치지만, 해외 VC 시장에 비해 국내 회수시장의 활성화가 저조하기 때문이기도 하다. 국내 M&A 시장이 미비한 점, 장외매각을 통한 회수 비중이 높은 점(〈그림 3〉)을 고려하면, 조직화된 장외시장을 통한 회수경로의 다양화가 필요한 시점이다.

4) 한국벤처캐피탈협회 자료에 따르면, 코스닥 시장 IPO 소요기간은 2020년 기준 16.4년으로 점진적으로 증가하는 추세로 나타난다.

〈그림 3〉 VC 회수 유형별 비중



〈그림 4〉 VC 신규투자 대비 회수금액 비율

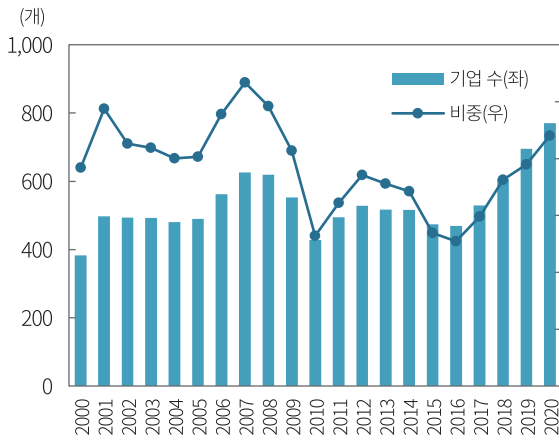


주 : 확보 가능한 자료에 따라 〈그림 3〉의 유형별 비중은 국내의 경우 2019년, 미국은 2020년 기준  
 자료: KVCA, Pitchbook NVCA Venture Monitor

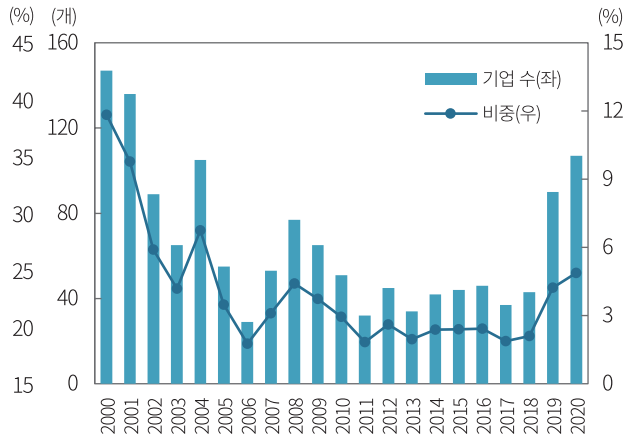
활성화된 장외주식시장은 정규 주식시장의 건전화에도 기여할 수 있다. 강소현(2020)에 따르면, 국내 제도권 장외시장인 K-OTC 및 K-OTCBB는 각각 높은 진입요건 또는 시장미시구조 요인으로 인해, 거래소에서 퇴출된 기업에 거래의 연속성을 제대로 부여하지 못하는 것으로 확인되었다. 성장성이 저하된 기업 입장에서 주식시장에 남아 높아진 상장비용을 감당하기보다는 비상장 상태로 전환하여 재기의 기회를 모색하는 것이 합리적일 수 있지만, 이는 활성화된 하위 시장이 전제되어야 가능한 이야기다. 공모시장에 진입하게 되면 여러 주주 및 투자자의 유동성 수요가 증가하기 때문이다.

우리나라 정규 주식시장은 진입(entry) 대비 매우 낮은 퇴출(exit) 비중으로 인해 부실화된 상장기업이 점차 늘어나고 있다. 특히 만성적 한계기업의 증가(〈그림 5〉), 관리종목 지정기업의 증가(〈그림 6〉)는 향후 잠재적 퇴출기업이 늘어날 것을 예상케 하는 대목이다. 상장기업 부실화에 따른 정규시장의 건전성을 제고하고 투자자 보호 문제를 최소화하기 위해서라도 상장기업이 선택할 수 있는 대안적 장외시장이 필요하다.

〈그림 5〉 연도별 한계기업 수



〈그림 6〉 연도별 관리종목 지정기업 수



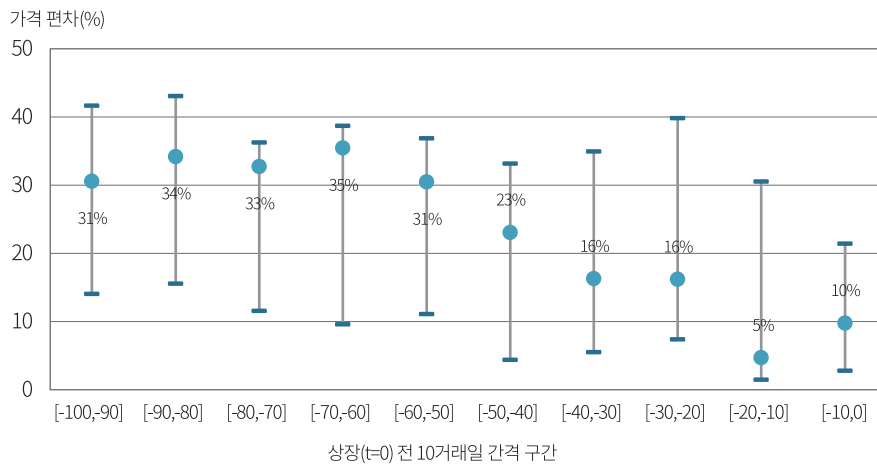
주 : 한계기업은 주재무제표 기준 이자보상배율 1미만 기업(금융업 제외)으로 정의, 관리종목 지정 여부는 연말 기준  
 자료: DataGuide, 자본시장연구원

마지막으로 상장 전 단계 시장으로서 장외시장의 활성화는 신규공모 시장의 효율성을 제고할 수 있다. 정보 비대칭성이 높은 장외주식시장에는 정보거래자의 참여 유인이 상대적으로 높을 수 있어, 이들 투자자가 제시하는 가격(bid)이 기업가치를 적절히 반영한다면 IPO 주관회사는 수요예측(bookbuilding) 과정에서 관찰 가능한 기업의 거래가격 정보를 활용할 수 있을 것이다. 상장 전 단계의 시장(pre-market)이 발달된 해외 사례를 기반으로 한 다수의 연구에서도 장외시장에서 형성된 가격의 정보성은 공모가 저평가(IPO underpricing)와 같은 비효율성을 완화하는 데 도움이 될 수 있음을 제시한 바 있고<sup>5)</sup>, 우리나라의 경우 코넥스를 통한 이전상장의 공모가 저평가 수준이 다른 상장 경로에 비해 낮은 것으로 알려져 있다.<sup>6)</sup> 이러한 공모시장의 효율성 제고는 결과적으로 무정보거래자(uninformed investor)에 불리한 정보 비대칭을 개선하고 기업의 자금조달 효율성을 높이는 데 기여할 수 있을 것이다.

국내 신규상장 중 K-OTC에서 거래된 종목이 신규상장된 경우를 살펴보면 〈그림 7〉에서 알 수 있듯이, 상장시점이 다가올수록 상장 전 장외거래가격이 대체로 상장 이후의 시장가격에 수렴하는 것으로 나타난다. 특히 상장 10~20거래일 전 K-OTC 평균 기준가<sup>7)</sup>는 상장 이후 시장가격과의 괴리가 5~10%(중앙값 기준) 수준으로 분석 구간 중 가장 낮다. 물론 표본 수의 제약과 K-OTC 시장의 특성으로 인한 선택 편향(selection bias)이 존재할 수 있지만, 장외시장에서 형성된 가격은 상장 이후의 시장가격과 연관되어 있음을 짐작할 수 있다.

5) Derrien & Kecskes (2007)은 영국의 AIM(Alternative Investment Market), Cole et al. (2019)은 미국 OTC Markets 자료를 활용하여, pre-IPO 시장의 가격 정보가 IPO 시장의 효율성을 제고할 수 있음을 실증분석을 통해 밝힌 바 있다.  
 6) 엄밀하게 코넥스 시장은 장외시장이 아닌 정규 주식시장으로 이해할 수 있으나, 상위 시장으로의 진입 전 하위 시장의 정보 효율성의 예시로 적절하다고 판단된다. 자세한 내용은 강소현·김준석 (2018)을 참조한다.  
 7) K-OTC 시장의 기준가격은 거래량가중평균 가격(volume-weighted average price)으로 산출한다.

**<그림 7> K-OTC 기업의 상장 전(pre-IPO) 가격 편차 추이**



주 : 1) 상장 전 평균 거래 기준가( $P_t$ )와 상장 후 5거래일 평균가( $P_M$ )를 활용하여 다음과 같이 정의 (Chang et al., 2017)

$$: \text{가격 편차}(\%) = \left| \frac{P_t - P_M}{P_M} \right|$$

2) 위 그림의 상단, 중앙점, 하단은 각 구간별 상위 25%, 중위수(median), 하위 25%를 나타냄

자료: DataGuide, K-OTC, 자본시장연구원 (분석 표본: 2014년 이후 K-OTC 기업이 신규상장한 경우)

### 국내 장외주식시장 활성화 방안

전술한 바와 같이 장외주식시장의 활성화로 자본시장의 효율성 제고를 통한 여러 긍정적 효과를 기대할 수 있다. 다만 장외주식은 근본적으로 정보 비대칭성이 높은 ‘고위험-고수익’ 투자대상이기 때문에 면밀한 검토가 요구되며, 법적 테두리 밖에서 주로 이루어지는 장외주식거래를 양성화할 방안을 모색해야 한다.

먼저 단기적으로는 사설중개업체에 대해서는 단속을 강화하는 한편, 비상장이지만 정보 비대칭성이 상대적으로 낮은 기업은 제도권 장외시장에서 활발히 거래될 수 있도록 유도할 필요가 있다. 가령 외감기업을 포함한 일정 규모 이상의 사업보고서 제출기업, 최근 공시자료가 풍부한 상장폐지기업 중 충분히 존속 가능하다고 판단되는 기업, 자발적으로 정보를 공개한 기업을 예로 들 수 있다. 특히 상장을 준비하는 비상장기업은 시장에 정보를 공개할 유인이 높거나 사전에 공개기업일 가능성이 있다. 이러한 비상장주식의 유통에 대해서는 매출규제 등 유통규제를 합리적으로 완화하여 상장 전 유동성 수요를 충족시킬 필요가 있다. 대만의 경우 2002년 ESM(Emerging Stock Market)을 개설하여 IPO를 하고자 하는 기업은 최소 6개월간 ESM 등록을 의무화하여 상장 전 정보 투명성과 투자자 접근성을 제고하고 있다.

반면 정보 환경이 열악한 비공개기업 주식 유통시장은 전문투자자를 기반으로 육성하는 것이 바람직한데, 일반투자자의 접근성 제고를 위해 VC가 투자한 비상장기업을 중심으로 한 다양한 벤처 펀드

를 출시하는 것이 대안이 될 수 있다. 그리고 중장기적으로 ATS 규제 등 비상장증권 유통시장 활성화에 제약요인이 되는 여러 제도를 개선하고 증권회사의 중개 역량을 강화하여, 혁신적인 장외중개 플랫폼이 출현할 수 있도록 장려할 필요가 있다. 미국의 대표적인 전문투자자 중심의 장외거래 플랫폼인 NPM(Nasdaq Private Market)은 투자중개업자로서 대체거래소로 등록되어 있는데, 전문적인 투자자에 한해서 비공개기업의 정보 유출 위험을 최소화함과 동시에 투자 및 자본조달 수요를 충족시키고 있다.

또한 장외주식거래의 양성화를 위해 거래 플랫폼에 따라 상이한 비상장주식 관련 세제를 일원화하고, 벤처기업 및 보유기간에 대한 조세특례를 유지, 보완할 필요가 있다. 현행 비상장주식 거래세와 양도소득세는 K-OTC에 탄력세율을 적용하고 있는데<sup>8)</sup>, 2023년부터 확대되는 금융투자소득세도 이러한 기조를 그대로 반영하고 있다. 개정된 소득세법에 따르면 금융투자소득세는 상장주식, 집합투자기구, K-OTC 중소·중견기업의 경우에만 양도세 기본공제 5천만원이 부여되고, 그 외 비상장주식, 채권, 해외주식, 파생상품은 합산 공제가 250만원이다. 또한 금융투자소득에 대한 과세방안에 벤처기업 및 장기투자자에 대한 조세특례는 반영되지 않는다. 상장주식 대비 비상장주식에 대한 미흡한 세제혜택과 현재 K-OTC 투자가능기업 집합이 협소한 점을 고려하면, 세제차의 존재에 따른 음성화된 시장의 형성이 지속될 가능성이 있다. 따라서 비상장주식에 대한 기본공제와 중소·벤처기업 육성을 위한 세제혜택을 확대하고, 장기투자를 장려하기 위해 양도소득세율을 차등 부과하는 방식을 고려할 필요가 있다.

마지막으로 비상장증권 불공정거래에 대한 사후적 규제를 꼼꼼히 설계할 필요가 있다. 현행 자본시장법상 시세조종, 미공개중요정보이용 및 시장교란행위는 상장증권과 이를 기초자산으로 하는 파생상품에 대해서만 적용된다. K-OTC의 경우 부정거래행위에 대한 조치가 운영규정에 마련되어 있지만, 그 외 장외거래 플랫폼은 사전적 위험고지를 제외하면 별도의 투자자 보호 장치가 미흡하다. 시장의 활성화는 자칫 투자자 보호 문제로 이어질 수 있으므로 사전에 규제체계를 개선하여 불공정거래에 대해 엄격히 대처할 필요가 있다.

8) 비상장주식 거래세는 0.43%로 K-OTC, KSM만 코스닥시장과 동일한 0.23%가 부과된다. 또한 K-OTC의 경우 소액주주가 중소·중견기업의 주식을 양도할 시 상장주식처럼 양도세가 면제되지만, K-OTCBB를 포함한 여타 장외거래 플랫폼에는 적용되지 않는다.

### 참고문헌

강소현, 2020, 『상장폐지종목의 장외거래 특성 분석』, 자본시장연구원 이슈보고서 20-05.

강소현 · 김준석, 2018, 『코스닥시장 신규상장경로 비교분석』, 자본시장연구원 이슈보고서 18-11.

남재우 · 박용린 · 천창민, 2015, 『미국의 비공개주식 유통플랫폼 현황과 시사점』, 자본시장연구원 조사보고서 15-02.

Chang, C., Chiang, Y.M., Qian, Y., Ritter, J.R., 2017, Pre-market trading and IPO pricing, *Review of Financial Studies* 30(3), 835-865.

Cole, R.A., Floros, I.V., Ivanov, V., 2019, US exchange upgrades: Reducing uncertainty through a two-stage IPO, *Journal of Financial Intermediation* 38, 45-57.

Derrien, F., Kecskes, A., 2007, The initial public offerings of listed firms, *Journal of Finance* 62(1), 447-479.

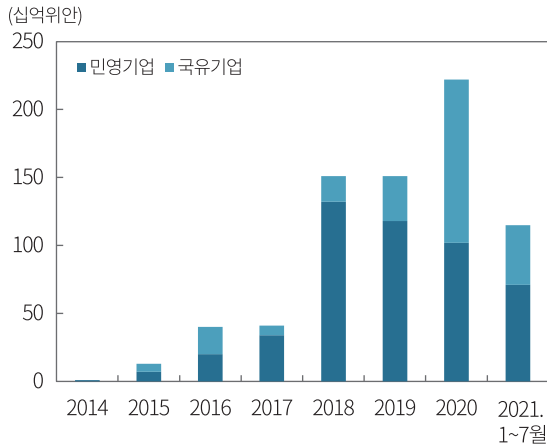
## 최근 중국의 회사채 디폴트 현황과 전망

- 중국 회사채 디폴트(채무불이행)가 2020년 하반기부터 민영기업에서 국유기업 중심으로 확대되기 시작한 가운데, 올해 들어 대형 부동산 개발기업들의 신용 위험까지 더해지면서 채권시장 불안이 가중
- 2020년 하반기 이후 코로나19에서 정상화가 진행되는 과정에서 중국당국이 국유기업에 대한 디폴트 용인 정책 스탠스로 선화하면서 회사채 디폴트가 확대됨
- 또한 중국 채권시장의 점진적인 개방 및 효율적인 채권시장 구축과 투명성 개선을 위해 부실 국유기업을 포함한 기업들의 채권 디폴트를 용인
- 한편, 정부의 부동산 규제가 강화되면서 역외시장에서도 대형 부동산 기업들의 달러채 신용 위험이 부각
- 하반기에도 부동산, 공급과잉 업종의 민영기업과 부실 국유기업을 중심으로 디폴트가 지속될 것으로 예상되지만 제어 가능한 수준이며, 국유기업에 대한 지원은 선별적으로 진행

- 중국 회사채 디폴트(채무불이행)가 2020년 하반기부터 민영기업에서 국유기업 중심으로 확대되기 시작한 가운데, 올해 들어 대형 부동산 개발기업들의 신용 위험까지 더해지면서 채권시장 불안이 가중
  - 2020년 중국 역대 회사채 디폴트 규모는 전년대비 47% 증가한 2,220억위안으로 사상 최대치를 기록한 이후 2021년에는 7월말 기준 1,150억위안의 디폴트가 발생
  - 2014년 중국의 첫 회사채 디폴트 발생 이후 회사채 디폴트는 민영기업 위주로 발생하였지만 2020년 하반기부터 국유기업 비중이 크게 확대
    - 2014~2019년 국유기업 디폴트 비중은 21.4%에서 2020년 이후 48.6%까지 상승
    - 2020년 하반기부터 칭화유니그룹(Tsinghua Unigroup), 화천자동차(Huachen Auto), 용청석탄(Yongcheng Coal), 허난에너지(Henan Coal Chemical Industry Group), 하이난항공(HNA Group) 등의 대형 국유기업 회사채 디폴트가 이어짐
  - 또한 부동산 개발기업들의 자금조달 여건 악화로 2021년 상반기 부동산 업종 디폴트율은 평균 회사채 디폴트율인 0.5%를 크게 상회한 1.8%를 기록
    - 올해 들어 화샤상푸(China Fortune Land Development), 쓰촨관광(Sichuan Languang) 등 대형 부동산 개발기업의 디폴트가 발생

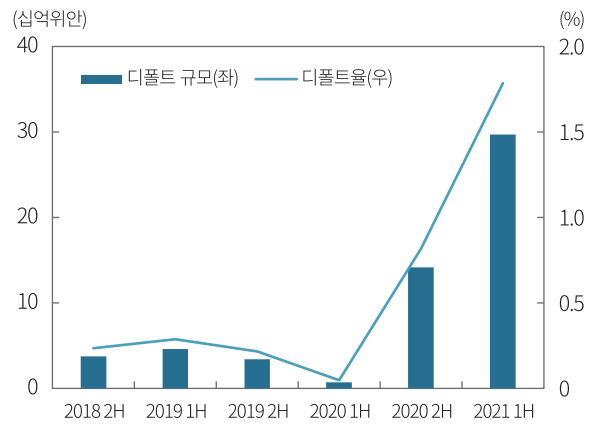
- 부동산 관련 기업은 올해 상반기 디폴트의 약 25.7%를 차지했으며 역내 및 역외 채권에서 76억달러의 미납금이 발생<sup>1)</sup>

〈그림 1〉 중국 역내 회사채 디폴트 규모



자료: J.P.Morgan

〈그림 2〉 부동산 개발기업 디폴트 규모



자료: Sinolink Securities

□ 2020년 하반기 이후 코로나19에서 정상화가 진행되는 과정에서 중국당국이 국유기업에 대한 디폴트 용인 정책 스탠스로 선회하면서 회사채 디폴트가 확대됨

- 2018~2019년 기간 동안의 회사채 디폴트 증가는 기업의 과도한 레버리지에 대한 중국당국의 디레버리징과 금융리스크 방지 정책 및 미중 무역분쟁으로 인한 기업들의 자금조달 여건 악화에 기인
  - 2015~2016년 완화된 통화정책하에서 기업들은 저금리 채권 혹은 대출을 통해 사업을 확장해왔으며 주요 사업분야 뿐만 아니라 부동산, 금융업무 등으로 확대
  - 2017년 금융 디레버리징 정책 시행 및 통화 긴축정책하에서 기업의 신규 채권 발행을 통한 차환방식에 제약을 가져옴
  - 특히 자산관리 규제안이 통과된 이후 은행 등 금융기관의 그림자금융 감소를 위한 부외자산 축소가 지방정부와 민영기업의 자금조달 압력으로 작용하면서 전통산업 공급과잉 업종을 중심으로 디폴트가 발생
- 2020년은 코로나19로 지방정부 재정이 악화되고 지방정부의 자금지원 규모 여력 제한으로 국유기업에 대한 정부의 암묵적 지원 기조가 변화
  - 최근 몇 년간 국유기업들은 과도한 투자로 부채가 증가하고 영업이익률이 하락하는 가운데 2020년 코로나19로부터 정상화가 진행되는 과정에서 긴축정책 실시 및 대량의 국유기업 채무 만기가 도래

1) Bloomberg News, 2021. 7. 16, How Defaults in China Are Reshaping Its Credit Market: QuickTake.

- 일반적으로 국유기업이 재정적 어려움에 처하는 경우 정부 또는 모회사가 궁극적인 보증을 제공할 것으로 기대하지만 코로나19로 인한 지방정부 재정 악화와 부실기업 정리 및 효율적 시장배분을 위해 국유기업 회사채 디폴트를 용인
- 2020년 11월 류허 부총리가 국유기업의 연이은 채무불이행 여파로 기업의 허위정보 공시, 불법 자산 이전, 고의부도 등의 불법 행위에 대해 ‘무관용’이 될 것이라고 경고

#### □ 또한 중국 채권시장의 점진적인 개방 및 효율적인 채권시장 구축과 투명성 개선을 위해 부실 국유 기업을 포함한 기업들의 채권 디폴트를 용인

- 중국은 은행간 채권시장에서의 외국인 투자 확대, 채권통 출범, 글로벌 채권지수 편입 등을 통해 채권시장을 점진적으로 개방해옴
  - 2016년 중국인민은행은 일반 외국인 기관투자자들에게 은행간 채권시장을 개방하고 투자 한도 제한을 폐지했으며, 2017년에는 중국 본토와 홍콩간 채권시장을 연결하는 채권통 출범
  - 또한 중국 국채는 글로벌 3대지수인 블룸버그-바클레이즈 글로벌 종합지수(2018년)와 JP모건 글로벌 신흥시장 국채지수(2019년), FTSE 글로벌 국채지수(2020년) 편입이 결정
- 중국 회사채 시장은 신용등급에 대한 투명성과 신뢰성 문제가 제기되어 왔으며, 최근 들어 중국당국은 신용시장의 위험을 줄이기 위해 신용평가 문제 개선을 위해 노력
  - 부풀려진 신용등급은 국유기업들의 도덕적 해이를 초래하여 좀비기업이 양산되고 기업부문 부채가 크게 증가하여 잠재적인 리스크로 작용
  - 이에 따라 2019년부터 신용평가시장을 외국계 신용평가회사에 개방하는 한편, 2021년 4월 자국내 채권평가사에 대한 감독 강화 정책안을 발표<sup>2)</sup>
  - 2021년 1~4월 366개 채권의 등급이 하락하여 전년동기대비 109개 채권이 하향 조정됨<sup>3)</sup>

#### □ 한편, 정부의 부동산 규제가 강화되면서 역외시장에서도 대형 부동산 기업들의 달러채 신용 위험이 부각

- 중국당국은 부동산 기업 부채비율 상승으로 인한 금융시스템 전반으로의 리스크 확대 방지를 위해 규제를 강화하여 부동산 개발업체가 보다 많은 대출을 원할 경우 충족해야 하는 부채와 관련된 지표인 ‘3개의 레드라인(三条红线)’을 도입하여 부채가 부풀려진 부문의 차입을 억제
  - 또한 올해초부터 은행들의 부동산 대출 상한제를 시행하여 대출을 억제하고 경영 관련 대출 자금의 부동산 분야 불법 유입을 방지
- 이에 따라 중국 전역의 많은 도시에서 주거용 부동산 건설 자금 마련을 위해 막대한 부채를 보유한恒大그룹(Evergrande) 등 부동산 개발업체들은 자금조달 곤경에 처하고 역외 채권 수익률이 급등

2) 이종은, 2021, 중국의 자국내 채권 신용등급평가 규제 개선발표, 자본시장연구원 자본시장포커스 2021-11호.

3) Financial Times, 2021. 5. 17, Corporate bond downgrades by China rating agencies triple.

- ICE BofA Indices에 따르면 중국기업의 투기등급 달러채 평균 수익률은 7월말과 8월초에 14%를 돌파했으며, 이는 미국 기업이 발행한 정크 본드의 평균 수익률보다 약 10%p 높은 수준<sup>4)</sup>
- 중국기업의 역외 달러채 발행 규모 중 부동산 업종은 27%로, 부동산 업종 디폴트 비중은 2020년의 17.3%에서 2021년 50.2%로 급증<sup>5)</sup>

〈표 1〉 최근 중국 부동산 대출 규제 주요 내용

| 날짜        | 발표기관              | 주요 내용   |
|-----------|-------------------|---|
| 2020년 8월  | 주택건설부, 인민은행       | 다음과 같은 세 개의 '레드라인'을 설정하고 기업별 차별화 등급을 부여하여 등급별 차기 연도 부채 증액 한도 설정<br>- 선수금을 제외한 자산부채비율 < 70%<br>- 순부채비율 < 100%<br>- 현금성자산 대비 단기부채 비율 > 100% |
| 2020년 12월 | 인민은행, 은보감회        | 은행에 대한 부동산 대출 집중 관리제도를 실시하여, 유형별 부동산대출 및 개인 주택담보대출 비중 상한선 제시  |
| 2021년 3월  | 인민은행              | 인민은행은 금융기관의 부동산 대출 증가속도와 비율을 합리적으로 조절할 것을 요구하고, 소비대출 및 경영 관련 대출의 부동산 시장 유입 방지   |
| 2021년 3월  | 은보감회, 주택건설부, 인민은행 | 경영 관련 대출자금의 부동산 분야 불법 유입 방지   |

자료: 인민은행, 주택건설부, 은보감회

□ 하반기에도 부동산, 공급과잉 업종의 민영기업과 부실 국유기업을 중심으로 디폴트가 지속될 것으로 예상되지만 제어 가능한 수준이며, 국유기업에 대한 지원은 선별적으로 진행

- 하반기 채권 만기도래 규모를 감안할 경우 유동성이 악화된 부실 지방국유기업의 상환압력은 여전히 클 전망
  - 중국당국은 효율적 채권시장 구축을 위해 채권시장 개방 등을 통해 부실기업 정리는 지속할 것이며 지방정부 채무 확대 억제, 국유 좀비기업 퇴출을 위한 디레버리징 정책은 유지될 전망
  - 디레버리징 추진 및 중립적 통화정책 환경에서 지방정부의 암묵적 지원규모가 제한되어 국유기업을 위주로 한 한계기업의 디폴트가 지속적으로 발생 가능
- 그러나 중국이 과학기술 자립을 선언<sup>6)</sup>한 가운데 전략적으로 중요한 기업들에 대한 지원은 계속될 예정이며, 회사채 디폴트율도 주요국 대비 낮은 수준을 유지하고 있어 대규모 디폴트 발생 가능성은 제한적

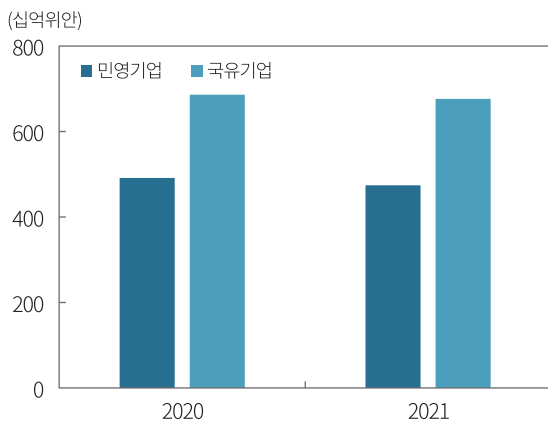
4) WSJ, 2021. 8. 15, China's Corporate Crackdown Adds to Junk-Bond Distress.

5) Bloomberg, 2021년 8월 25일 기준

6) 2021년 3월에 열린 전국인민대표대회에서 리커창 총리는 향후 5년간 반도체, 인공지능(AI), 5G 네트워크 분야에 대한 투자를 확대하고 연구 추진에 관한 과학기술 자립 청사진을 제시

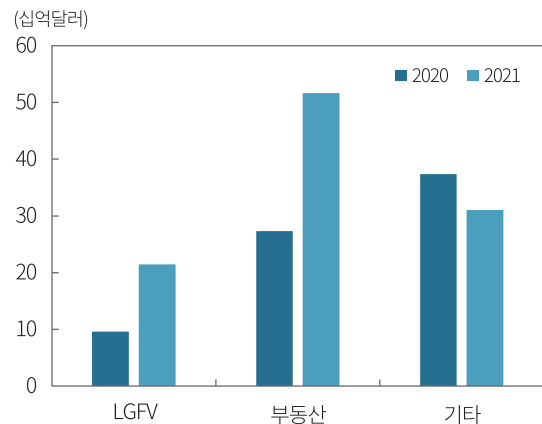
- 향후 중국당국은 채권 디폴트를 용인하더라도 특정 과학기술 자립이라는 국가 목표아래 전략적으로 중요한 기업에 대한 정부의 구제금융은 선택적으로 계속될 것으로 보임
- 한편, S&P가 평가한 기업 기준 중국의 디폴트율은 2020년 기준 0.9%로 주요국 대비 낮은 수준을 유지하고 있음
- 역외시장에서도 중국기업의 투기등급 달러채 가격은 올해 7월 이후 급격히 하락하였다가 최근 들어 소폭 상승하면서 안정세를 시현

〈그림 3〉 중국기업의 국내 회사채 만기도래 규모



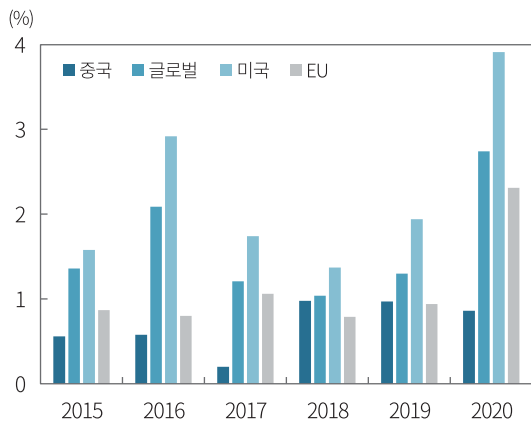
자료: Fitch Ratings

〈그림 4〉 중국기업의 역외 달러채 만기도래 규모



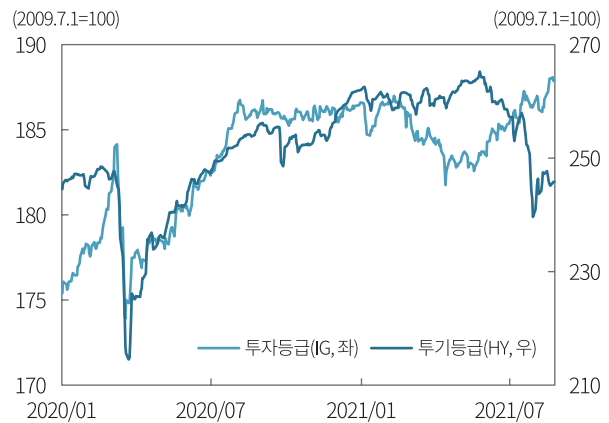
자료: Fitch Ratings

〈그림 5〉 S&P 신용평가 기업 디폴트율



자료: S&P Global

〈그림 6〉 중국기업의 역외 달러채 가격 추이



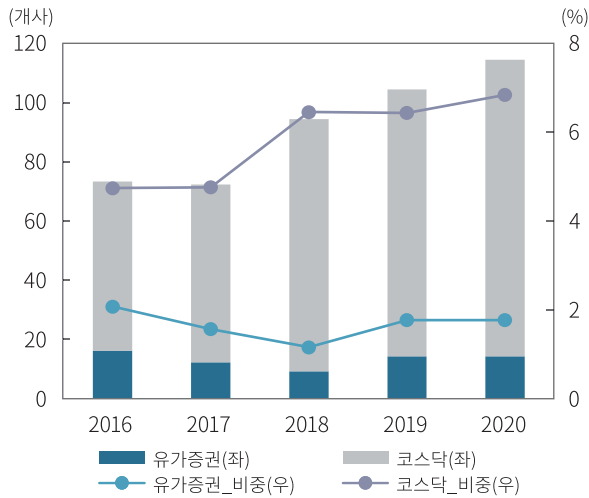
자료: Bloomberg

선임연구원 김은화

## 국내 상장기업의 공시위반 및 제재 현황과 시사점

- 국내 상장기업의 공시위반 건수는 코스닥 상장기업을 중심으로 지속적인 증가추세
  - 기업이 공시불이행, 공시반복 및 공시변경 등의 공시의무를 위반하여 불성실공시법인에 지정되면 거래소는 벌점 및 공시위반제재금을 부과
  - 그동안 투자자 보호를 위해 불성실공시에 대한 제재 강화 방안이 지속적으로 마련되어 왔으나 공시위반 건수는 계속 증가
  - 기업공시의 정확성에 대한 요구가 더욱 확대되고 있는 가운데, 공시가 책임 있게 이루어지기 위해서는 규제 당국의 제재뿐 아니라 기업 내부의 공시전문인력 확보 및 체계화된 내부 공시시스템을 갖춰야 할 필요
- 
- 국내 상장기업의 공시위반 건수는 증가하고 있으며 코스닥 시장에서 특히 많이 발생하고 있고 공시반복과 공시불이행 사례가 빈번하게 발생함
    - 거래소에 의하면 공시위반 기업은 2016년 73개에서 2020년 114개로 증가하였고 2021년 8월 현재까지도 72개 기업이 공시규정을 위반한 것으로 나타남
      - 특히 전체 불성실공시법인 중 80% 이상이 코스닥 상장기업으로 매년 상장기업 수가 증가하는 것을 감안하더라도 전체 코스닥 상장기업 대비 공시를 위반하는 기업의 비중이 2016년 4.7%에서 2020년 6.8%로 증가함
      - 코스닥 상장기업의 공시위반 건수는 2016년 82건에서 2020년 177건으로 2배 이상 증가하였고 2021년 8월 현재까지 94건의 공시위반이 이루어짐
    - 동일한 기업이 공시위반을 반복적으로 하는 기업도 2016년 16개사에서 2020년 36개사로 증가함
      - 반복적으로 공시규정을 위반하는 기업은 2회 이상 반복하는 기업이 가장 많고 4회 이상 공시위반을 반복하는 기업도 매년 증가함

〈그림 1〉 공시위반 기업 수 추이



주 : 비중은 시장별 상장기업 대비 불성실공시지정법인의 비중을 의미함

자료: 한국거래소 공시시스템(KIND)

〈표 1〉 상장기업의 공시위반 반복 현황

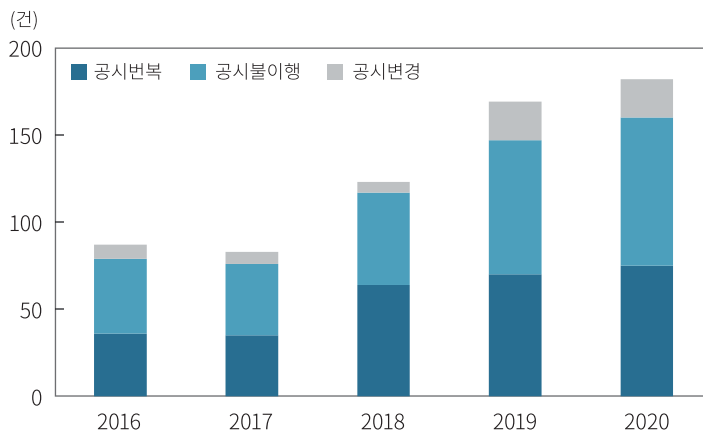
(단위: 개사)

|      | 2회 | 3회 | 4회 | 5회 | 6회 | 7회 | 8회 | 9회 |
|------|----|----|----|----|----|----|----|----|
| 2016 | 9  | 3  | 4  |    |    |    | 1  |    |
| 2017 | 16 | 1  | 2  |    |    |    |    |    |
| 2018 | 21 | 4  | 3  |    |    |    |    |    |
| 2019 | 23 | 10 | 3  | 3  |    | 2  |    |    |
| 2020 | 21 | 4  | 5  | 2  | 1  | 1  | 1  | 1  |

자료: 한국거래소 공시시스템(KIND)

- 코스닥 상장기업의 공시위반은 모든 유형<sup>1)</sup>에서 증가하고 있으며, 공시반복, 공시불이행, 공시변경의 순으로 많이 발생함
  - 이미 신고한 공시를 취소하는 공시반복과 공시규정에 따른 의무 공시 사항을 이행하지 않은 경우가 대부분을 차지함

〈그림 2〉 코스닥 상장기업의 공시위반 유형



자료: 한국거래소 공시시스템(KIND)

1) 불성실공시법인 지정 사유는 공시불이행, 공시반복, 공시변경의 세 가지 유형으로 구분됨

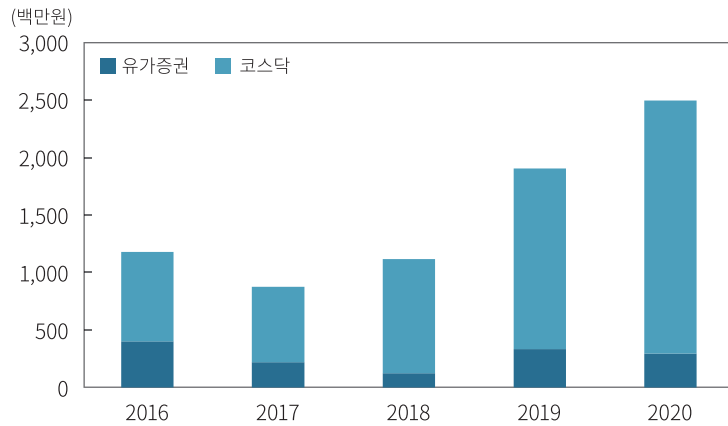
공시불이행: 주요경영사항 등을 공시기한 이내에 신고하지 아니한 때, 주요경영사항 등을 거짓으로 또는 잘못 공시하거나 중요사항을 기재하지 아니하고 공시한 경우, 확인절차 면제 공시에 대한 거래소의 정정요구에도 불구하고 정정시한까지 공시내용을 정정하여 공시하지 아니한 경우

공시반복: 이미 신고·공시한 중요 내용에 대한 전면취소, 부인 또는 이에 준하는 내용을 공시한 경우

공시변경: 기공시한 사항 중 중요한 부분에 대해 변경이 발생한 경우

- 거래소는 공시규정을 위반한 상장기업에 대해 불성실공시법인으로 지정하고 정도에 따라 벌점이나 공시위반 제재금을 부과하고 있으며 공시위반 건수 증가에 따라 제재금 부과 규모도 매년 확대됨
- 상장기업이 자본시장법과 공시규정에 따른 공시의무를 위반하면 거래소는 해당 기업을 불성실공시법인으로 지정하여 벌점이나 제재금을 부과함
    - 불성실공시에 해당되면 거래소가 먼저 지정예고를 하고, 지정 예고된 기업은 7일 이내에 이의를 신청할 수 있으며 이의신청기간이 종료된 후 심의를 거쳐 불성실법인으로 지정되어 정도에 따라 부과되는 벌점 및 제재금이 결정됨
  - 불성실공시법인으로 지정된 상장기업에 대해서는 고의, 증과실, 과실, 단순착오 등 위반동기와 중대한 위반, 통상의 위반, 경미한 위반 등 위반의 경중을 고려하여 벌점이 0~10점까지 차등적으로 부과됨
    - 벌점 5점 미만은 1주일, 벌점 5점 이상 10점 미만은 2주일, 벌점 10점 이상은 한달 간 불성실공시법인으로 증권시장지나 단말기에 표시되고 벌점이 10점 이상인 경우에는 매매거래일 기준으로 불성실공시법인 지정일 당일 1일간 매매거래가 정지됨
    - 벌점이 15점 이상이 되면 재발방지를 위한 개선 계획서 제출을 요구할 수 있고, 요청을 받은 기업은 10일 이내에 제출해야 함
    - 과거 1년 이내의 누적 벌점이 15점 이상일 때에는 관리종목으로 지정되고 지정 후 1년 이내 벌점 누계가 15점 이상이 되거나 증과실 등으로 공시의무를 위반하여 불성실공시법인으로 지정되면 상장적격성 실질심사를 실시함
  - 또한 벌점 외에도 부과된 벌점이 8점 이상인 경우와 공시의무 위반행위의 상습성 및 동기를 고려하여 필요하다고 인정되면 제재금을 추가로 부과하거나 기업이 원하는 경우 일정한 요건을 충족하면 벌점에 대한 대체 제재금을 부과할 수 있음
    - 벌점에 대한 대체부과는 해당기업의 신청으로 가능하며 관리종목 지정법인이 아니고 최근 2년 동안 불성실공시법인으로 지정된 이력이 없으며 부과벌점이 8점 미만인 세 가지 요건을 충족해야 함
  - 공시위반 건수 증가에 따라 제재금 규모도 확대되어 2016년 11.9억원에서 2020년 25억원으로 증가하였고 그중에서도 코스닥 상장기업의 제재금은 22억원에 달하며 크게 증가함

〈그림 3〉 제재금 부과 현황



자료: 한국거래소 공시시스템(KIND)

- 그동안 투자자 보호를 위해 기업 공시의 질을 높이는 방안으로 기업의 공시부담을 완화하는 대신 제재는 강화하는 방안을 마련해 왔으나 공시위반 건수는 줄어들지 않아 실효성 문제가 꾸준히 제기되어 옴
  - 투자자가 기업 정보를 효과적이고 용이하게 습득할 수 있도록 공시의 질을 높이기 위해 기업의 공시부담은 경감시켜주는 대신 제재 규정은 강화하는 방향으로 규정이 마련됨
    - 공시위반이 발생하는 이유는 여러 가지가 있으나 그 중에서도 가장 큰 어려움이 기업의 공시 관련 법규에 대한 이해 부족, 공시전문인력 부족에 따른 업무 부담의 과중 등인 것으로 나타나면서 기업의 공시 부담을 완화하는 방안이 마련됨<sup>2)</sup>
    - 거래소는 기업의 공시위반을 줄이기 위해 공시 담당자 교육 프로그램을 마련하고 위반에 대한 제재 조치를 강화하며 우수법인 대해서는 인센티브를 부여하는 방식도 도입하는 등 성실한 공시가 이루어지기 위한 노력을 지속함

〈표 2〉 공시 강화를 위한 방안

| 시기       | 주요 내용   |
|----------|---|
| 2015년 6월 | <ul style="list-style-type: none"> <li>• 효율성: 기업공시종합시스템 구축, 중복공시 완전 통폐합, 기업측 공시부담 완화</li> <li>• 자율성: 자율적 해명공시제도 도입을 통한 기업측 변론권 강화, 공시 사전확인제도 운영방식 개선, 단계적 포괄주의 공시 도입</li> <li>• 책임성: 투자자보호를 위한 공시항목 보완, 공시 담당자 등에 대한 교육 등 책임성 강화, 허위공시 등에 대한 제재 실효성 제고</li> </ul> |
| 2016년 5월 | <ul style="list-style-type: none"> <li>• 정기보고서 작성부담 대폭 완화: 기간이 많이 경과한 재무정보 기재 삭제</li> <li>• 주요 내용만을 담은 핵심투자설명서 제도 도입</li> <li>• 공시우수법인 상장수수료 1년 간 전면 면제</li> <li>• 기업공시종합시스템의 편의성 제고</li> </ul>   |

2) 320개 기업이 참여한 설문조사에 의하면 공시업무 중 가장 어려운 점은 공시업무 수행에 있어 가장 큰 어려움이 공시 관련 법규에 대한 이해 부족(70.6%)과 인력부족에 따른 업무부담 과중(47.2%)인 것으로 나타남(금융위원회, 2019. 5. 2, 코스닥 시장의 공시 건 전화를 위한 노력을 지속하겠습니다, 보도자료)

〈표 2〉 공시 강화를 위한 방안 (계속)

| 시기        | 주요 내용  |
|-----------|--|
| 2016년 11월 | <ul style="list-style-type: none"> <li>기술이전 등에 관련된 공시의 제출 기한 단축: 자율공시 정정공시 기한 단축, 자율공시 중 중요한 정보 의무공시로 전환</li> <li>진행단계별 정보제공 확대: 계약진행 현황 공시 의무화</li> <li>적시 공시에 대한 기업 책임성 제고: 공시 위반에 대한 제재금 상한을 상향 (유가증권 상장기업 2억원→10억원, 코스닥 상장기업 1억원→5억원)</li> </ul>   |
| 2018년 4월  | <ul style="list-style-type: none"> <li>불성실공시 별점 15점 이상인 경우 상장적격성 실질심사를 실시</li> </ul>   |
| 2019년 5월  | <ul style="list-style-type: none"> <li>신규 상장법인, 중소기업의 경우 전문성을 갖춘 공시대리인을 지정하여 외부조력을 용이하게 받을 수 있도록 허용</li> <li>중소·혁신기업에 특화된 공시체계 구축 모델 개발, 방문 컨설팅 등을 통해 상장법인의 자체 공시 역량 강화를 지원</li> <li>‘올빼미 공시’나 상습·고의적 공시의무 위반 등 불건전 공시행태에 대한 조치를 강화</li> </ul>   |
| 2021년 1월  | <ul style="list-style-type: none"> <li>투자자의 공시정보 이용 편의 제고<br/>: 사업보고서 체계와 공시항목을 쉽게 개편, 금감원 전자공시시스템(DART) 체계를 이용하기 편리하게 정비</li> <li>기업의 공시부담을 합리적으로 경감<br/>: 분기보고서 서식을 핵심정보 중심으로 개편(공시항목 40% 감소), 소규모기업 공시부담 경감을 위해 대상기업 및 생략항목 확대, 투자설명서 전자교부 활성화, 소액공모 결산서류 면제기준 마련</li> <li>ESG 책임투자 활성화를 위한 제도적 기반 마련<br/>: ESG 정보의 자율공시를 활성화하고 단계적 의무화 추진</li> </ul> |
| 2021년 5월  | <ul style="list-style-type: none"> <li>집합투자증권 관련 증권신고서 미제출, 5% 대량보유 미보고, 정기보고서 상습 미제출 시 과징금 부과기준을 상향조정(2021년 1월 기업공시제도 개선 방안의 후속조치)</li> </ul>   |

자료: 금융위원회 각 보도자료

- 이와 같이 공시 강화를 위한 여러 조치에도 불구하고 공시위반 사례가 줄어들지 않는 이유는 여전히 공시과정이 복잡하고 이에 대응할 공시전문인력의 부족과 시스템 미비에 기인함<sup>3)</sup>
  - 특히 코로나 19로 인한 영향으로 재무 상태의 급격한 변동으로 인해 공시를 번복하거나, 기업의 자금 사정이 악화되면서 비용을 수반하는 공시 역량도 약화되어 공시규정을 위반하게 될 가능성도 존재

□ 해외 주요 거래소의 경우 공시규정을 위반한 경우 개선 요구 및 벌금을 부과하는 방식으로 이루어지고 있으나 대상이나 방법 등에 차이가 있음<sup>4)</sup>

- 미국 거래소의 공시규정을 위반한 경우에는 금융산업규제기구인 FINRA의 감독 및 징계를 받는데 잘못된 공시에 대한 정정요구 및 벌금이 부과되고 허위공시에 대해서는 민형사상 처벌이 가능함
  - 미국에서는 공시규정을 위반한 경우 공시담당자는 벌금과 같은 금전적 제재조치 뿐 아니라 업계 퇴출 등의 인적 제재조치도 가능함

3) 연합인포맥스 2020. 10. 5, 김병욱 의원, 불성실공시 기업 중 40%는 두 번 이상 위반.

4) 서완석, 2020, 해외 주요 거래소의 포괄주의 공시제도-공시위반에 대한 제재제도를 중심으로-, 증권법연구 21(2), 31-85.

- 홍콩증권거래소(HKEx)는 공시가 지체되거나 불이행하는 경우 매매거래 정지 및 벌금과 같은 제재를 가함
  - 기업 정보에 대한 공시의무를 위반한 경우에는 기업과 이사들에 대해 최고 800만홍콩달러까지 벌금을 부과할 수 있음
- 일본 도쿄증권거래소(TSE)는 공시규정을 위반한 기업에 대해 관리종목으로 지정 및 개선보고서 제출, 벌금 부과 등 기업에 제재조치를 취함
  - 적시 공시의무를 위반한 경우 관리종목으로 지정될 수 있고, 경과 및 개선조치를 기재한 보고서를 제출해야 하는데, 개선이 이루어지지 않으면 상장폐지도 가능함
  - 상장기업이 적시공시 의무를 위반하면 '상장계약위약금' 제도에 따라 1,000만엔을 벌금으로 부과할 수 있음
- 호주에서는 ASX의 공시규정을 위반한 기업과 관련 임원에 대한 벌금을 부과하고 공시위반으로 피해를 입은 경우 손해를 배상할 의무를 규정하고 있음
  - ASX의 상장규정과 기업법에서 공시위반에 대한 제재 조치를 규정하고 있으며 기업에게 형사범죄 및 민사 제재벌(civil penalty) 조항을 통해 벌금을 부과할 수 있고 이와 관련된 임원에도 최고 20만호주달러의 벌금을 부과할 수 있음

□ 기업공시의 정확성에 대한 요구가 더욱 확대되고 있는 가운데, 책임 있는 공시가 이루어지기 위해서는 규제 당국의 제재뿐 아니라 기업 내부의 공시전문인력 확보 및 체계화된 공시시스템을 갖추는 것이 중요함

- 공시는 투자자에게 기업의 중요한 정보를 전달하는 행위로서 최근 ESG 경영의 강조와 투자자 증가로 기업정보의 적시 공시 및 정확성이 더욱 요구되고 있으므로 공시위반을 줄여나갈 노력이 필요함
  - 투자자가 정보내용을 온전하게 이해하고 의사결정을 할 수 있도록 기업의 정보는 모든 투자자에게 신속하고 공평하게 전달되어야 함
  - 최근 증시 변동성이 확대되고 경영환경이 급변하는 상황이 지속됨에 따라 투자자가 기업 정보를 얻는 통로인 기업공시의 중요성은 더욱 확대될 전망이다
- 국내의 공시위반에 대한 제재조치가 있음에도 불구하고 공시위반 건수가 증가하는 원인을 분석하고 해외의 사례를 참고하여 추가적인 조치를 고려할 필요가 있음
  - 지속적으로 기업의 공시 부담을 줄여주고 제재를 강화하는 방향의 개선이 이루어졌으나, 여전히 공시위반이 많이 발생하고 있으므로 이에 대한 문제를 분석하고 해결을 위한 방안 모색이 중요한 시점임
- 규제 당국의 제재 뿐아니라 기업 내부의 공시전문인력의 확보 및 공시담당자에 대한 실질적인 교육을 강화하여 성실한 공시가 이루어지도록 지속적으로 모니터링할 필요가 있음
  - 한국거래소는 지난 4월 코스닥 상장기업의 공시역량 강화를 지원하기 위해 '공시체계 구축 컨설팅'을 실시할 계획임을 밝히며 공시체계 구축이 필요한 신규상장기업과 개선의지가 있는 중소·혁신기업을 대상으로 실시할 예정임

선임연구원 홍지연