

OPINION

연구위원
김민기

테마형 ETF의 성장과 위험요인*

ETF 10조달러 시대를 맞아 공모펀드 시장을 주도하고 있는 ETF는 최근 테마형 ETF를 필두로 시장의 외연 확대와 다양화를 꾀하고 있다. 2021년에 국내 신규 상장된 주가지수 ETF 중 테마형 상품은 77%라는 압도적인 비중을 차지했고 주식형 ETF 내 운용자산 및 거래대금 비중 또한 지속적으로 증가하고 있다. 테마형 ETF는 상품 차별화 경쟁 속에서 등장한 틈새 상품으로 투자자의 수요를 적시에 소화하고 투자자의 선택의 폭을 넓히는 측면에서 긍정적인 면이 분명 존재한다.

하지만 당대 유행하는 테마를 쫓아 상품을 출시할 경우, 상장 당시 ETF에 편입된 종목은 시장의 관심을 과도하게 받아 결과적으로 고평가될 위험이 존재한다. 실제 국내 테마형 ETF의 상장 이후 수익률은 벤치마크 대비 저조한 반면, 상장 전 테마형 ETF가 추종하는 기초지수의 수익률은 벤치마크 대비 높게 나타나 예상과 부합하는 결과로 판단된다. ETF 투자자는 이러한 테마형 ETF의 위험요소에 주의를 기울일 필요가 있으며, 향후 ETF 상품 공급자는 간접투자상품으로서 ETF의 장기적인 성과와 지속가능성을 제고하기 위한 노력을 경주해야 할 것이다.

성공적인 금융혁신 중 하나로 회자되는 상장지수펀드(ETF)는 2000년대 공모펀드 시장의 성장을 견인했다고 해도 과언이 아니다. 코로나19로 경제가 흔들리는 와중에도 ETF의 성장세는 지속되었고 전 세계 ETF 운용자산규모는 2021년 중 10조달러 고지를 돌파했다.¹⁾ 복잡하지 않은 전략 구조, 저비용 분산투자, 높은 환금성 등 여러 장점을 보유한 ETF는 많은 투자자들에게 환영 받았고 국내에서도 선호되는 투자상품으로 자리매김했다. 우리나라의 경우 ETF 순자산 총액은 약 74조원으로 작년 한 해 동안 42%라는 높은 성장률을 기록하며 국내 공모펀드 시장의 외형 확대에 크게 기여하고 있다.²⁾

최근 ETF 시장의 화두는 테마형(thematic) ETF로 글로벌 ETF 시장의 외연 확대에 증추적인 역할을 수행하고 있다. 테마형 ETF는 섹터(또는 업종) ETF와 유사한 특화(specialized) ETF의 한 종류로, 특정 주제(theme)나 트렌드(trend)와 연관된 자산으로 지수를 구성하여 추종하는 ETF를 통칭한다. 우리나라에서는 전기차, 메타버스, 기후변화, ESG 등 장기적인 성장이 예상되고 시장의 관심이 집

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

1) www.etfgi.com

2) 자본시장연구원, 2022, 2022년 자산운용산업 전망 및 주요 이슈.

중된 영역의 테마형 ETF가 출시되고 있으며, 해외의 경우 무역전쟁, 대마초(cannabis), 채식주의자(vegan), 코로나19 백신 등 더욱 세분화된 테마형 ETF도 등장하고 있다.

이에 본 고에서는 국내 테마형 ETF의 성장과 더불어 테마형 ETF의 수익률 특성에 내포된 위험요인에 대해 다루고자 한다. 자료의 특성상 본 고에서 다루는 테마형 ETF는 주가지수를 추종하는 상품으로 한정한다.³⁾

국내 테마형 ETF의 성장

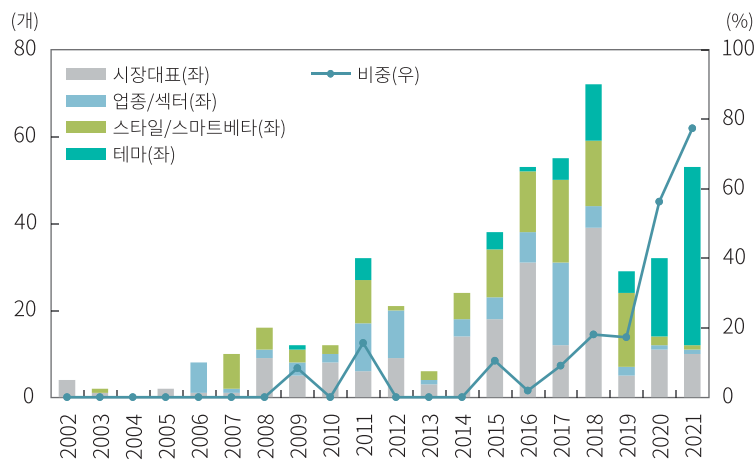
<그림 1>은 주가지수를 추종하는 ETF를 크게 네 가지 유형으로 분류하여 신규상장 추이를 나타낸 것이다. 시장대표 ETF는 코스피200, S&P500, 코스닥150과 같이 주식시장을 대표하는 지수를 추종하는 상품으로 주식시장 내 시가총액이 큰 종목에 대한 투자비중이 높다. 한편 스타일, 스마트베타 ETF는 가치, 성장, 대형주식 등 종목의 특성을 바탕으로 지수를 구성하여 운용하는 전략형 상품이며, 업종(또는 섹터) ETF는 미리 정의된 산업 기준에 따라 분류된 주가지수를 추종하는 상품이다. 테마형 ETF는 섹터 ETF와의 경계가 모호하지만, 2차전지, 전기차, 5G, 메타버스 등 상품명 속 키워드(keyword)⁴⁾에서 알 수 있듯이 시장의 관심이 집중된 분야 또는 상품명에 '테마'가 포함된 상품으로 정의한다.

<그림 1>에서 보여주듯 비교적 최근에 상장된 주가지수 ETF 중 대부분은 테마형 ETF임을 알 수 있다. 연도별 신규 출시된 주가지수 ETF 중 테마형 ETF가 차지하는 비중은 2020, 2021년 각각 56%(18개), 77%(41개)로 매우 높은 수준이다. 국내지수, 해외지수를 막론하고 최근 신규상장 상품 중 테마형 상품이 주를 이루고 있다. 코로나19 이전 테마형 ETF의 운용자산(AUM) 및 거래대금 규모가 주식형 ETF 내 2%에 불과했으나 2021년 말 그 비중이 약 25%로 급성장했다.

3) ETF의 분류체계(taxonomy)상 테마형 ETF의 정의 자체는 명확하지 않은 것으로 생각된다. 본 고에서 다루는 테마형 ETF는 특정 '테마'와 연관된 주가지수를 추종하는 ETF로 한정하나, 테마형 ETF는 탄소배출권, 가상자산과 같은 주식 외 자산에 투자하는 상품도 포괄하는 개념으로 쓰이기도 하며 섹터(업종) ETF도 광의의 테마형 ETF로 볼 수 있다.

4) 이 외에도 태양광, 게임, ESG, 사회책임투자, 수소 경제, K-뉴딜, 신재생에너지, 웹툰, K-POP, 골프 등이 있다.

〈그림 1〉 주가지수 유형별 ETF 신규상장 추이



주 : 주가지수를 추종하는 ETF 중 기초지수의 유형을 네 가지로 분류 (액티브 ETF 제외)

자료: DataGuide, KRX, 저자 집계

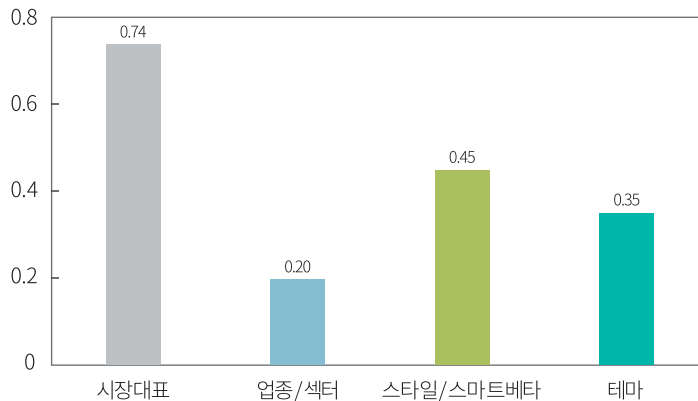
테마형 ETF가 급성장한 데에는 운용사 간 경쟁과 상품 특성에서 그 원인을 찾을 수 있다. 본래 ETF는 기초지수를 추종하는 방식의 패시브(passive) 펀드라는 점에서 태생적으로 펀드 매니저의 재량과 역량이 발휘되기 어려운 구조를 갖고 있다. 또한 시장 대표지수를 추종하는 ETF의 경우 미리 시장을 선점한 상품에 비해 경쟁력을 확보하기 어려운 것이 일반적이다. 물론 펀드 보수를 낮추는 방법으로 접근할 수 있으나 ETF 비용 수준이 전반적으로 저렴한 점을 고려하면 이마저도 쉽지 않다. 따라서 ETF 공급 시장에 진입한 후발주자 입장에서는 어느 정도 수익을 유지하면서 남들과 차별화된 요소를 갖추기 위해 새로운 형태의 상품을 개발하는 전략을 취할 수밖에 없다. 이러한 차별화 과정 속에서 투자자의 수요에 적시에 부응할 수 있는 상품은 바로 테마형 ETF인 것이다.

테마형 ETF는 분명 상품의 공급자 측면에서 ETF 시장의 외연을 확장하고, 상품 다양성 측면에서 투자자의 선택의 폭을 넓혀주는 긍정적인 기능을 수행한다고 볼 수 있다. 〈그림 2〉는 전술한 유형별 주가지수 ETF가 출시된 시점을 기준으로 신규 상장된 상품의 기존 ETF 시장과의 유사한 정도를 정량적으로 산출하여 비교한 것이다. 계산을 위해 새로 상장된 개별 ETF 포트폴리오 구성과 상장 전 ETF 전체 시장의 포트폴리오 구성과의 코사인(cosine) 유사도를 산출한다.⁵⁾ 산출된 값이 1에 가까울수록 새로 상장된 ETF와 기존 ETF 시장의 투자 포트폴리오가 유사하다고 볼 수 있다. 산출 결과 출시 시점에 따라 차이가 있으나 전반적으로 테마형 ETF는 기존 ETF 시장과의 유사도가 시장대표 또는 전략형(스타일.스마트베타) ETF에 비해 낮은 것을 알 수 있다. 섹터 ETF는 유사도의 평균이 0.2로 가장 낮은데 이는 상대적으로 출시된 시점이 ETF 시장이 비교적 덜 성장한 과거에 집중되어 있기 때문인 것으로

5) 코사인 유사도(cosine similarity)는 본래 두 벡터(vector) 간의 유사한 정도를 수학적으로 측정하는 방법으로, 본 고에서는 ETF를 구성하는 종목에 대한 투자비중 벡터와 ETF 전체 시장의 각 종목에 대한 투자비중 벡터간의 유사도를 계산한다. 계산을 위해 자료 확보가 가능한 국내 주식형 실물 ETF로 한정한다.

로 사료된다. 요약하면 최근 성장하고 있는 테마형 ETF는 펀드 투자자의 투자기회집합(investment opportunity set) 확대에 기여했다고 평가할 수 있다.

〈그림 2〉 신규상장 ETF의 기존 ETF 시장과의 유사도 비교



주 : 1) ETF 상장 당시 해당 ETF의 구성종목 비중과 ETF 시장 전체 종목별 투자비중의 코사인(cosine) 유사도의 평균 산출

2) ETF 구성종목 자료 수집이 가능한 국내 주식형 실물 ETF로 대상으로 비교

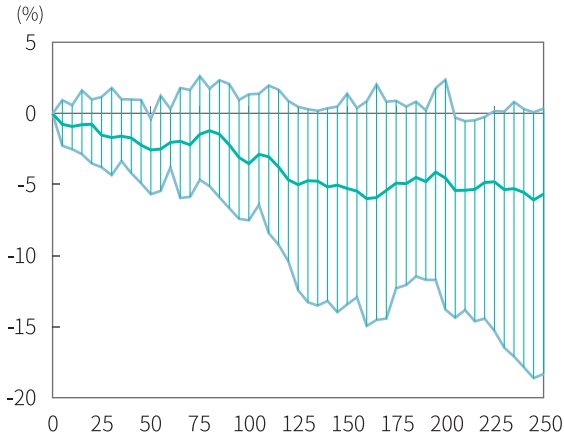
자료: DataGuide, KRX, 저자 계산

국내 테마형 ETF의 수익률 특성

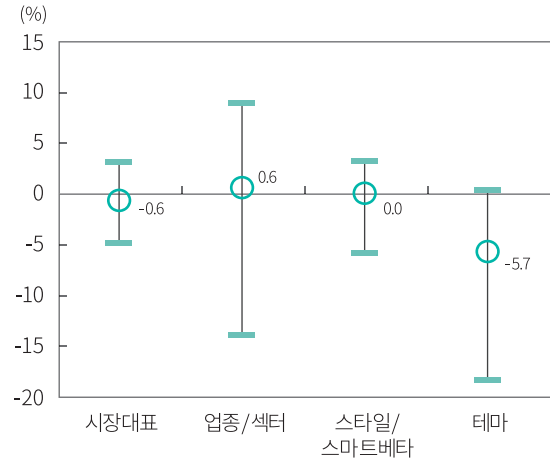
테마형 ETF는 분명 투자자의 수요에 적시에 부응하고 상품군을 다양화했다는 점에서 긍정적이라 볼 수 있으나, 테마형 ETF는 상장 이후 만족할 만한 성과를 시현하지 못한 것으로 나타난다. 〈그림 3〉은 비교 가능한 국내 주식형 테마 ETF의 상장 이후 평균 누적초과수익률을 보여준다.⁶⁾ 수익률 자료 확보를 위해 상장 이후 최소 1년 이상 지난 상품을 대상으로 하며, 벤치마크 수익률은 국내 주식시장 수익률(코스피·코스닥 합산)을 사용한다. 산출 결과에 따르면 테마형 ETF는 상장 이후 250거래일(약 1년) 동안 평균 누적초과수익률이 -5.7%로 동기간의 주식시장을 하회했다. 상위 25%의 누적초과수익률은 0.4%이며 하위 25%의 경우 -18.3%로 성과가 저조하다. 다른 유형의 주가지수 ETF의 경우 편차가 존재하나 평균적으로 누적초과수익률이 거의 0%에 근접해 벤치마크와의 차이가 크게 발생하지 않았으나, 유독 테마형 ETF의 상장 이후 수익률이 낮음을 알 수 있다(〈그림 4〉 참고).

6) 벤치마크를 국내 주식시장으로 동일하게 설정하기 위한 것이며, 동 시점에 상장하고 동일한 주가지수를 추종하는 ETF(중복)는 제거하고 산출한다.

〈그림 3〉 상장 이후 테마형 ETF
누적초과수익률



〈그림 4〉 ETF 유형별 상장 이후
누적초과수익률 비교



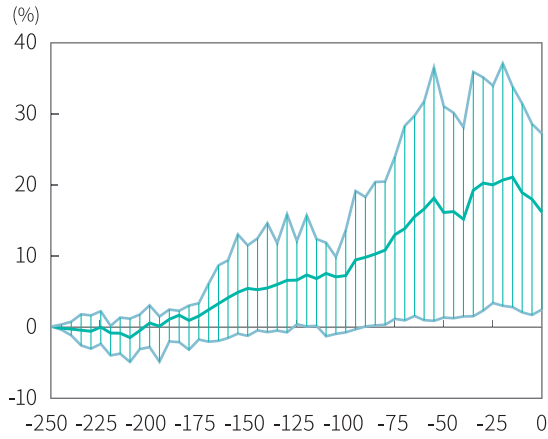
주 : 1) 상장 이후 최소 250 거래일 이상의 수익률 자료가 존재하고 비교 가능한 국내 주식형 실물 ETF를 대상으로 분석
 2) 초과수익률은 동시점 코스피, 코스닥 가중평균 수익률(벤치마크)을 차감하여 계산
 3) 그림 상단, 중앙, 하단은 각각 상위 25%, 평균, 하위 25%를 나타냄

자료: DataGuide, 저자 계산

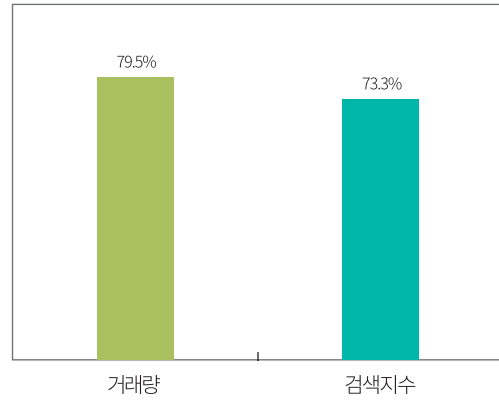
그렇다면 왜 이러한 현상이 발생했을까? 여러 요인을 떠올릴 수 있겠으나 테마형 ETF가 상장할 당시 구성종목의 고평가(overvaluation)를 토대로 설명하고자 한다. 테마형 ETF는 말 그대로 당대 유행하는 ‘테마’와 연관된 종목을 편입하여 구성한 지수를 추종한다. 해당 지수에 편입된 종목은 당시 많은 투자자의 수요가 받쳐주는 종목일 가능성이 높고 그러한 종목은 이미 시장에서 높은 평가를 받을 가능성이 존재한다. 본 고에서 살펴본 테마형 ETF 중 기초지수 자료가 확보 가능한 상품을 대상으로 테마형 ETF가 상장하기 전 기초지수의 초과성과를 계산하면 〈그림 5〉와 같다. 앞선 〈그림 3〉과 동일한 방법으로 상장 전 250거래일간 벤치마크 대비 누적초과수익률 산출해보면 평균 16.2%로 같은 기간 주식시장을 훨씬 상회하는 것으로 나타난다. 앞서 살펴본 상장 이후 음(-)의 초과성과를 고려하면 테마형 ETF가 출시 당시 시장 수요로 인해 고평가된 종목의 편입 비중이 높다는 것을 의미한다.

실제로 테마형 ETF에 편입된 종목에 대한 투자자의 수요가 높은 것을 몇 가지 지표를 통해 확인할 수 있다. 〈그림 6〉은 테마형 ETF를 구성하고 있는 종목의 월간 거래량과 검색빈도를 투자비중으로 가중 평균하여, 상장 직전 월별 거래량과 검색지수의 1년 전 동월 대비 변화율을 보여준다. 그 결과 상장 1년 전과 비교했을 때 평균적으로 거래량은 약 80%, 검색빈도는 약 73% 증가하여 테마형 ETF의 편입 종목은 상장 전에 이미 시장의 뜨거운 관심을 받은 종목이라는 것을 예상할 수 있다.

**〈그림 5〉 상장 이전 테마형 ETF 기초지수
누적초과수익률**



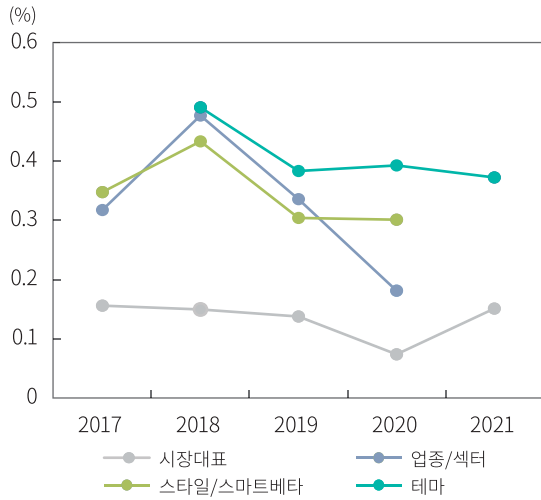
**〈그림 6〉 테마형 ETF 편입종목에 대한
투자자 관심도 변화**



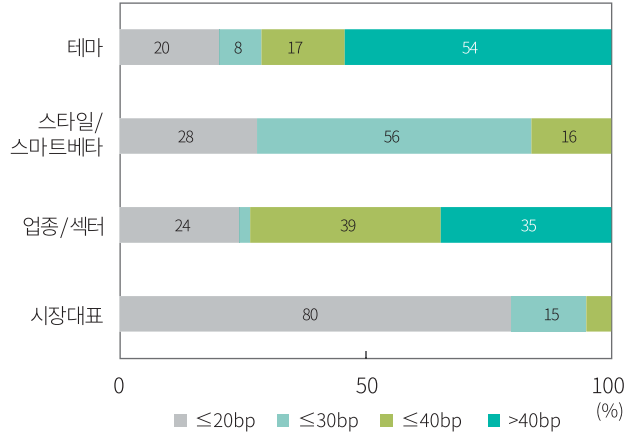
- 주 : 1) 기초지수 수익률, 구성종목 자료가 확보 가능한 국내 주식형 실물 ETF를 대상으로 분석
 2) 〈그림 5〉의 초과수익률은 동시점 코스피, 코스닥 가중평균 수익률(벤치마크)을 차감하여 계산, 그림 상단, 중앙, 하단은 각각 상위 25%, 평균, 하위 25%를 나타냄
 3) 〈그림 6〉은 테마형 ETF 구성종목의 상장 직전 월별 가중평균 거래량 및 검색지수의 1년 전 동월 대비 변화율
 자료: DataGuide, 네이버 데이터랩, 저자

이와 같은 분석 결과는 ETF에 포함된 비용(cost)에 따른 결과는 아닌 것으로 예상된다. 〈그림 7〉에서 알 수 있듯이 최근에 상장된 주식형 ETF 중 테마형 ETF의 운용보수가 상대적으로 높은 것으로 나타나, 수익률의 유의미한 차이를 야기할 만큼의 수준은 아니다. 다만 ETF 시장에서 새로운 영역을 개척하려는 경쟁으로 인해 차별화된 상품을 출시하다 보니 기존 상품에 비해 운용보수가 높게 설정된 것은 사실이다(그림 8) 참고). 결과적으로 상장 초기 테마형 ETF에 투자한 사람들은 높은 비용을 지불함에도 불구하고 만족할만한 성과를 시현하지 못했을 것이다.

〈그림 7〉 주식형 ETF 유형별 평균 보수



〈그림 8〉 주식형 ETF 유형별 보수 분포



주 : 국내 주식형 실물 ETF를 대상으로 총 운용보수 자료를 취합하여 산출
 자료: DataGuide, 개별 상품설명서, 저자 취합

시사점

최근 성장하고 있는 테마형 ETF는 운용사 간 차별화 경쟁 속에서 틈새 시장을 공략한 특화 ETF로 시장 전반의 다양성 확보와 외연 확장 측면에서 긍정적으로 작용한 점은 주지의 사실이다. 또한 시장의 투자 수요를 적시에 반영한 상품들이 많아 투자자의 운신의 폭을 넓히는 데 기여했다고 볼 수 있다. 하지만 본 고에서 분석한 바와 같이 테마형 ETF에 편입된 종목의 고평가로 인해 상대적으로 상장 이후 수익률이 저조하게 나타난다. 이는 테마형 ETF가 당시 시장의 주된 관심을 받는 종목에 주로 투자하다 보니, 상장 전 이미 시장에서 높은 평가를 받는 종목이 ETF에 많이 편입되어 있기 때문인 것으로 사료된다. 뿐만 아니라 테마형 ETF에 투자하는 입장에서는 낮아진 수익률 외에도 차별화된 상품에 부과되는 높은 운용보수를 감당해야 하며, 초과수익률(alpha)의 크기가 유의미한 것으로 보아 테마형 상품의 분산투자 효과 또한 낮을 것으로 예상된다.

전반적으로 테마형 ETF의 운용 실적(track record)이 짧아 앞으로의 장기 수익률은 지켜봐야 알 수 있을 것이다. 다만 시간이 흐름에 따라 당대 유행하는 ‘테마’는 변화하고 차별화된 상품을 출시하려는 경쟁이 지속된다면 새로 상장될 테마형 ETF에서도 위와 같은 현상이 반복될 가능성이 존재한다. 투자상품의 다양화와 혁신을 위한 경쟁은 때로는 예기치 않은 결과를 초래하기도 하며 그로 인한 피해는 온전히 투자자가 감수해야 하는 몫이라는 점을 잊어서는 안 된다. 투자자는 이러한 테마형 ETF의 위험 요인에 대해 주의 깊게 접근할 필요가 있으며 ETF 상품 공급자는 간접투자상품으로서 ETF의 장기적인 성과와 지속가능성을 제고하기 위한 노력을 경주해야 할 것이다.

OPINION

선임연구위원
조성훈

빅테크에 대한 공정경쟁 규제 동향 및 금융산업 진출 관련 이슈*

디지털 플랫폼을 보유하고 운영하는 대형 기술 기업을 의미하는 빅테크(Bigtech)의 금융산업 진출이 활발해짐에 따라 금융산업에서도 빅테크와 관련된 공정경쟁 이슈의 중요성이 점차 부각되고 있다. 플랫폼 참여자 간 상호작용의 결과로 생산되는 데이터, 그리고 플랫폼의 네트워크 효과에 경쟁력의 원천을 두고 있는 빅테크의 특성상 기존의 공정경쟁 규제는 효과적이지 않다는 비판이 제기되면서, 미국, EU에서는 규제 대상 플랫폼 사업자를 지정하고, 해당 사업자의 의무와 금지 사항을 규정하는 기관별·사전적 규제를 도입하고 있다. 또한 빅테크와 같은 대형 플랫폼 사업자에 의한 데이터의 독점적 사용 방지가 규제의 또 다른 핵심 축을 이루고 있다.

우리나라에서 빅테크의 금융산업 진출과 관련하여 효과적인 공정경쟁 규제가 마련되고 집행되기 위해서는 첫째 금융 당국과 경쟁 당국 간 긴밀한 협력관계가 구축되고 명확한 영역이 설정되어야 한다. 둘째 데이터 통제(data governance) 문제가 충분히 고려되어야 한다. 또한 공정경쟁 규제가 금융 혁신을 저해하는 방향으로 작용하지 않도록 균형 잡힌 접근이 필요하다.

금융산업에서 규제의 핵심 이슈는 전통적으로 금융소비자 보호 및 영업행위, 건전성과 금융안정성이었으며, 공정경쟁 또는 반독점은 중요한 규제 이슈가 아니었다. 금융결제망, 자본시장의 예탁·청산·결제와 같이 자연독점적 필수설비(essential facility)의 성격을 가진 소수의 금융인프라 서비스를 제외한, 소비자 또는 기업 고객을 직접 대하는 전선(front office)업무는 고도로 경쟁적인 비즈니스로서, 독점 방지보다는 금융소비자 보호, 금융안정성 유지가 보다 우선적 과제로 인식되었기 때문이다. 그런데 전 세계적으로 빅테크(Bigtech)라고 일컬어지는 거대 디지털 플랫폼 기업들의 금융산업 진출이 점차 활발해지고, 시장에서 차지하는 비중이 커지면서 빅테크와 관련된 공정경쟁 이슈의 중요성이 점차 부각되고 있다. 빅테크가 주로 진출하고 있는 금융 서비스 영역이 지급(payment)과 같은 전선업무임에도 불구하고, 네트워크와 데이터를 기반으로 하는 강력한 경쟁력 요소를 보유한 빅테크에 의한 과도한 시장지배 가능성에 대한 우려가 제기되고 있다. 미국, EU 등 주요국의 경쟁 당국은 빅테크의 시장 지배를 방지하기 위한 공정경쟁 규제를 마련하고 있으며, 금융산업에서 빅테크와 관련된 공정경쟁 문제에 관한 논의 역시 활발하게 이루어지고 있다.

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

본고에서는 빅테크가 갖는 특성 및 이에 따른 공정경쟁 이슈의 내용이 무엇인지 알아보고, 주요국 경쟁 당국의 대응 현황을 정리한다. 그리고 빅테크의 금융산업 진출에 따른 공정경쟁 문제에 대한 효과적 대응을 위한 몇 가지 고려사항을 제시한다.

빅테크의 의의 및 특성

빅테크 문제를 다룬 다수의 문헌¹⁾들에 의하면 대체로 빅테크라 하면 ‘디지털 플랫폼을 보유하고 운영하는 대형 기술 기업’을 의미하는 것으로 정리할 수 있다. ‘플랫폼을 보유·운영’하는 ‘gatekeeper’로서 빅테크는 이용업체(business user)와 소비자의 플랫폼 참여를 통제·관리한다. 또한 빅테크는 금융 비즈니스 영위를 목적으로 설립된 것이 아니고, 비금융 주력사업²⁾이 있으며, 이 사업을 통하여 구축된 데이터 및 네트워크를 기반으로 금융산업에 진출한 기업이라는 점에서 핀테크와 구별된다. 이들 문헌들이 공통적으로 빅테크에 해당한다고 보는 기업으로는 미국의 Google, Apple, Amazon, Facebook, 중국의 Alibaba, Tencent 등이 있으며, 국내의 경우 카카오와 네이버가 빅테크에 가장 근접한 기업으로 언급된다.³⁾

빅테크의 경쟁력의 핵심 원천은 플랫폼 참여자의 상호작용과 이 상호작용의 결과로 생산되는 데이터이다. 플랫폼이 클수록(즉 참여자가 많을수록) 상호작용은 급격하게 증가하고, 그에 따라 생산되는 데이터 역시 증가한다. 빅테크는 이 데이터를 분석하여 플랫폼 참여자의 니즈에 보다 정밀하게 맞춤형 상품·서비스를 제공할 수 있으며, 그에 따라 플랫폼 참여자는 더욱 증가하게 되고, 다시 더욱 많은 데이터가 생산되는 ‘DNA(Data-Network-Activities) loop’가 형성된다(Shin, 2019; Carstens et al., 2021). 또한 양면시장이라는 플랫폼의 특성에 따른 교차 네트워크 효과로 인하여 DNA loop를 통한 규모 및 범위의 경제 효과는 더욱 배가된다.

한편 방대한 데이터를 정교하게 분석함으로써 소비자와 공급자 간 미스매치가 크게 줄어들게 됨에 따라 후발 신생기업들이 진입할 수 있는 틈새시장이 점차 없어지는 효과도 발생하며, 디지털 기술

1) Bains, P., Sugimoto, N., Wilson, C., 2022, BigTech in financial services: Regulatory approaches and architecture, Fintech note 2022/002, IMF.

Shin, H.S., 2019, Big tech in finance: opportunities and risks, *BIS Annual Economic Report*.

Boissay, F., Ehlers, T., Gambacorta, L., Shin, H.S., 2021, Big techs in finance: on the new nexus between data privacy and competition, BIS working papers No.970.

Carstens, A., Claessens, S., Restoy, F., Shin, H.S., 2021, Regulating big techs in finance, BIS Bulletin No.45.

Crisanto, J.C., Ehrentraud, J., Lawson, A., Restoy, F., 2021, Big tech regulations: what is going on? FSI insights on policy implementation No.36, BIS.

손상호, 2022, 『금융혁신 8대 과제』, 한국금융연구원.

2) 인터넷검색, 온라인쇼핑, 사회관계망 등

3) Google과 Facebook은 각각 Alphabet과 Meta라는 모기업(지주회사) 산하로 재편되었으나, 본고에서는 익숙한 이름이라는 점을 고려하여 이 명칭을 사용한다.

산업에서 무형자산의 비중이 커짐에 따라 후발 신생기업들은 무형자산 투자에 있어 높은 재무적 제약(financial constraint)에 직면하게 되기도 한다.⁴⁾

빅테크 관련 공정경쟁 이슈와 주요국의 대응

디지털 플랫폼을 운영하는 빅테크와 관련된 반경쟁 또는 불공정행위는 크게 다음과 같은 세 가지 측면에서 나타날 수 있다. 첫째는 양면시장인 플랫폼에서 한쪽 면의 참여자인 소비자와 빅테크 간에 나타나는 불공정행위와 소비자 피해 문제이다. 둘째로 플랫폼의 다른 한쪽 면의 참여자인 이용업체와 플랫폼의 gatekeeper인 빅테크 간에 발생하는 불공정행위의 문제이다. 빅테크는 이용업체들이 의존할 수밖에 없는 플랫폼의 운영자이면서 gatekeeper로서 지배력을 행사하는 동시에, 이용업체와 동일한 비즈니스에서 경쟁하는 기업인 경우도 있다. 이것은 온라인 쇼핑 오픈마켓과 같은 플랫폼에서 이른바 ‘갑-을 관계’의 양상으로 나타나는 매우 중요한 공정경쟁 이슈이다. 셋째는 플랫폼 사업자 간 또는 플랫폼 사업자와 타 기업 간 경쟁에서 DNA loop를 비롯한 경쟁우위 요소를 활용하여 경쟁사업자를 시장에서 배제한 뒤, 타 플랫폼 사업자 또는 기업의 영역으로 지배력을 확대할 가능성에 관한 문제이다.

미국 연방거래위원회(FTC)의 Lina Khan 위원장은 약탈적 가격설정(predatory pricing)⁵⁾과 수직적 통합(vertical integration)⁶⁾이 대표적 빅테크인 Amazon의 성장 전략의 핵심이며, 기존의 소비자 후생과 가격 중심의 사후적 규제체계에서는 Amazon과 같은 디지털 플랫폼 기업의 경우 시장의 획정이 어렵고, 기업의 행위가 반경쟁적인지의 여부를 판단하는 것도 매우 어렵다고 주장한다. 따라서 사후적 규제는 불공정행위가 발생한 후 처벌에 이르기까지 상당한 시간이 소요되며, 이미 상당한 시장지배력을 확보한 후에는 원상회복이 불가능할 가능성이 높다.⁷⁾

이와 같은 빅테크 관련 공정경쟁 이슈의 특성을 고려하여 경쟁정책의 유효성을 높이기 위하여 미국, EU 등이 취하고 있는 정책 방향의 특징은 크게 두 가지로 나누어 볼 수 있다. 첫째로 앞에서 서술한 바와 같은 이유로 사후적 규제의 효과가 제한적이라는 점에 대한 대응으로 기관별(entity-based) 규제, 사전적 규제를 도입하고 있다. 즉, 플랫폼의 크기 등을 기준으로 규제의 대상이 되는 플랫폼 사업자를 사전적으로 정해 놓고, 해당 사업자의 의무와 금지 사항을 규정하는 것이다. 미국의 경우 2021년 6월 플랫폼 기업 규제를 위한 5개의 패키지 법안⁸⁾이 하원 법제사법위원회를 통과하였는데, FTC

4) 박용린, 2018, 무형자산의 대두와 자본시장의 역할, 자본시장연구원 『자본시장포커스』 2018-20호.

5) 플랫폼의 크기가 중요하기 때문에, 초기에 당장의 이익 대신 공격적 가격 설정을 통하여 외형의 확대를 추구한다. 그리고 경쟁자가 제거된 뒤에도 그 서비스의 가격을 올리지 않을 수 있다. 다른 부분에서 창출되는 이익으로 보전이 가능하기 때문이다.

6) 다양한 비즈니스 라인을 자사 플랫폼으로 통합한다.

7) Khan, L., 2017, Amazon's antitrust paradox, *Yale Law Journal* 126, 710-805.

8) 미국 온라인 시장 선택과 혁신 법률(American Choice and Innovation Online Act)
플랫폼 독점 종식 법률(Ending Platform Monopolies Act)
서비스 전환 활성화를 통한 경쟁과 호환성 증진 법률(Augmenting Compatibility and Competition by Enabling Service Switching (ACCESS) Act)

와 법무부(DOJ)가 월간 활성 사용자·이용업체 수, 순매출 또는 시가총액 등의 규모 기준을 충족하면서 핵심 거래 파트너(critical trading partner)⁹⁾인 온라인 플랫폼 기업을 지정 플랫폼(covered platform)으로 지정한다. 지정 플랫폼 사업자는 자사우대(self-preferencing) 성격의 차별적 행위, 이 해상충을 일으킬 만한 사업의 영위, 상업적 목적으로 소비자 정보를 수집·활용·공유하는 행위 등이 금지된다.¹⁰⁾ EU 집행위원회가 2020년 12월에 발표한 「디지털시장법」(Digital Market Act: DMA)에서도 특정 규모 기준을 넘어서는 플랫폼 사업자를 ‘gatekeeper’로 추정(presume)하고, 시장의 경쟁성(contestability)에 영향을 미칠 수 있는 각종 행위에 대한 의무 및 금지 사항을 명시하고 있다.¹¹⁾

빅테크 경쟁정책 방향의 두 번째 특징은 데이터 통제(data governance)에 관한 것으로 지정 플랫폼 또는 gatekeeper로 지정된 대형 플랫폼 사업자에 의한 데이터의 독점적 사용을 막는 것이다. 데이터가 플랫폼 이용자들의 상호작용의 결과로 발생하는 것임에도 불구하고 그 데이터에 대한 통제권을 플랫폼 사업자가 독점적으로 보유하는 것은 플랫폼 간 전환비용을 높여 독점적 지위를 강화한다는 인식을 바탕으로, 플랫폼 간 데이터 이동이 원활하게 이루어지도록 보장함으로써 플랫폼 사업자를 규율하고자 하는 것이다. EU는 이미 2015년 ‘Revised Directive on Payment Services(PSD2)’와 2018년 ‘General Data Protection Regulation(GDPR)’을 통하여 데이터 주체로서 이용자 개인의 자신의 데이터에 대한 통제 권리를 규정하였으며, 이용자의 요구가 있을 때 데이터 보관기관은 제3자에게 활용도 높은 방식으로 데이터를 전송해야 한다.¹²⁾ 미국의 패키지 법안 중 「서비스 전환 활성화를 통한 경쟁과 호환성 증진 법률」도 지정 플랫폼이 상업적 목적으로 이용자 정보를 수집·활용·공유하는 것을 금지하고, 지정 플랫폼에 데이터 이동성(portability)과 호환성(interoperability)을 보장할 의무를 부과하는 내용을 담고 있다.

빅테크의 금융산업 진출에 대한 효과적 대응을 위한 고려 사항

앞에서 언급한 빅테크와 관련된 반경쟁 또는 불공정행위가 나타날 수 있는 세 가지 측면을 금융산업의 관점에서 볼 때, 첫 번째 측면, 소비자와 빅테크 간에 나타나는 불공정행위와 소비자 피해 문제는 공정경쟁 또는 반독점의 문제라기보다는 소비자 보호 문제의 성격에 보다 가까운 것으로 보인다. 두

플랫폼 경쟁과 기회 법률 (Platform Competition and Opportunity Act)
기업인수합병 신청비용 현대화 법률(Merger Filing Fee Modernization Act)

- 9) 핵심 거래 파트너는 gatekeeper와 상통하는 개념으로 플랫폼 참여를 통제할 능력을 보유하고 있음을 의미한다.
- 10) 양용현·이화령, 2021, 『미국의 플랫폼 반독점법안 도입과 시사점』, KDI Focus 109호, 1-8.
장효미, 2021, 플랫폼 기업에 대한 글로벌 규제 강화 기초 확산, 자본시장연구원 『자본시장포커스』 2021-22호.
- 11) gatekeeper를 우회하는 탈중개(disintermediation) 보장, gatekeeper의 이용업체에 대한 비차별적 대우 금지, 수직적으로 결합된 gatekeeper의 자기 서비스·제품 우대 금지 등이 포함된다.
최계영, 2021, 『유럽연합 디지털 시장 법안(Digital Market Act: DMA) 주요 쟁점 분석』, KISDI Premium Report 21-02.
홍지연, 2021, 글로벌 빅테크에 대한 규제 강화 추세, 자본시장연구원 『자본시장포커스』 2021-02호.
- 12) 권민경, 2019, 『국내의 마이데이터 도입 현황 및 시사점』, 자본시장연구원 이슈보고서 19-02.

번째 측면, 플랫폼 이용업체와 플랫폼의 gatekeeper인 빅테크 간에 발생하는 불공정행위 문제는 금융회사가 플랫폼 이용업체로서 자신의 상품이나 서비스를 플랫폼에 올려놓고, 플랫폼이 이를 소비자에게 중개하는 형태의 비즈니스가 아직까지 눈에 띄게 나타나고 있지 않다는 점에서 오픈마켓과 같은 플랫폼에 비하여 그 중요성에서 차이가 있다. 세 번째 측면, 플랫폼 사업자 간의 경쟁 또는 플랫폼 사업자와 기존 금융회사 간에 발생하는 불공정행위 및 시장지배의 문제가 현재 빅테크의 금융산업 진출과 관련된 공정경쟁 이슈의 핵심이라고 생각된다.

우리나라에서 빅테크에 대한 일반적인 공정경쟁 규제가 아닌, 금융산업 진출과 관련된 효과적인 공정경쟁 규제가 마련되고 집행되기 위해서는 몇 가지 사항에 대한 충분한 고려가 필요하다. 첫째, 규제를 담당하는 주체에 관한 문제이다. 다수 국가들과 마찬가지로 우리나라에서도 금융소비자 보호, 영업행위, 건전성 등과 같은 금융산업 고유의 사항에 대한 규제는 금융 당국(금융위원회)이 담당하고, 공정경쟁 규제는 경쟁 당국(공정거래위원회)이 담당하고 있다. 빅테크의 금융산업 진출과 관련하여 금융소비자 보호, 영업행위, 건전성에 대해서는 '동일기능-동일규제'의 큰 틀에서 금융 당국이 규제를 담당하는 것이 자연스럽다. 그러나 공정경쟁에 대해서는 미국이나 EU와 같이 규제 대상 플랫폼 사업자를 지정하는 사전적·기관별 규제 방향을 취하게 될 경우¹³⁾, 그 규제를 어느 기관이 담당할 것인지가 명확하지 않다. 또한 공정경쟁 규제 중에는 금융소비자 보호나 건전성 규제와 완전히 분리하기 어려운 부분도 있다.¹⁴⁾ 금융 당국과 경쟁 당국 간 긴밀한 협력관계의 구축 및 명확한 영역 설정이 필요할 것이다.

둘째, 빅테크가 금융 비즈니스에서 시장지배력을 키워나갈 수 있는 잠재력은 기존 사업에서 형성·축적된 데이터를 금융 비즈니스에 활용할 수 있다는 점에 기반을 두고 있다. 이 데이터는 기존 금융회사가 자사 고객으로부터 축적한 데이터가 갖지 못하는 차별화된 정보를 제공하며, 기존 금융회사의 접근이 제한된다. 이러한 데이터 문제는 비단 금융산업 뿐 아니라 빅테크의 사업 전반과 관련된 공정경쟁 이슈이며, 빅테크에 의한 데이터의 독점적 지배를 막는 것이 미국과 EU에서 나타나고 있는 규제의 핵심 축의 하나라는 점에서 우리나라도 여기에 주목하여 데이터 통제(data governance) 문제를 충분히 고려할 필요가 있다.

셋째, 빅테크의 금융산업 진출 전략 또는 형태와 관련하여 전술한 바와 같이 금융회사가 플랫폼의 이용업체로 들어오는 사례는 거의 없다. 그런데 공정거래위원회가 입법을 추진 중인 「온라인플랫폼 공정화법」은 플랫폼 사업자와 이용업체 간의 공정거래 확보가 핵심이다. 금융산업의 경우 특정 금융상품·서비스 시장에서 빅테크(플랫폼 사업자)와 금융회사 간 직접적 경쟁의 양상으로 전개될 가능성이 높다. 또 많은 경우 빅테크가 기존 금융회사와의 제휴를 통하여 진출하기도 하는 만큼 경쟁은 한층 복잡한 양상을 띠게 될 것이다. 우리나라의 빅테크와 금융회사 간 경쟁에서 아직까지는 빅테크가 시장지

13) 공정거래위원회가 입법예고한 「온라인 플랫폼 중개거래의 공정화에 관한 법률」(온라인플랫폼 공정화법)은 법 적용 대상이 되는 플랫폼 사업자의 요건을 규정함으로써 사전적 규제의 방향을 취하고 있다.

14) 예를 들어 빅테크의 과도한 시장지배력은 'too-big-to-fail' 문제를 초래하여 금융안정성에 대한 위협요인이 될 수 있다.

배력을 가진 기존 사업자(incumbent)가 아니라 신규 진입자의 입장이다. 현재의 시장지배력이 아니라 미래의 잠재적 시장지배 가능성에 대한 규제라는 점에서 공정경쟁 규제가 자칫 기존의 금융산업 구조를 고착화하거나 빅테크 또는 핀테크가 가져올 수 있는 금융 혁신을 저해하는 방향으로 작용하지 않도록 균형 잡힌 접근이 필요하다.

ZOOM
-IN글로벌 공급망 차질 지속에 따른
경기 하방 위험 확대

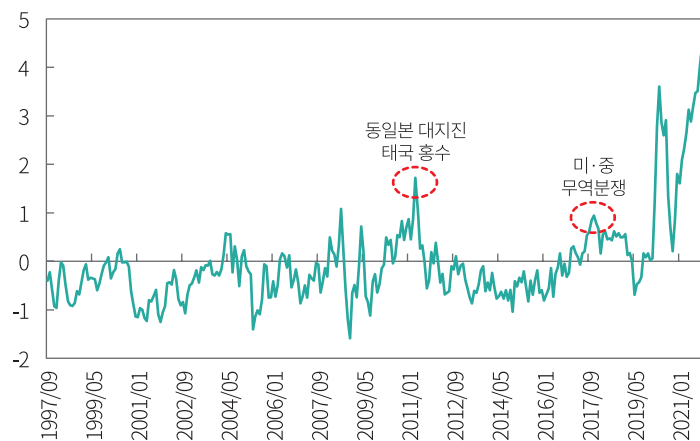
- 코로나19 변이 바이러스인 오미크론의 급격한 확산세에 글로벌 공급망 차질 해소가 지연되고, 글로벌 공급망 혼란이 역사적으로 높은 수준
- 또한, 최근 주요 원자재 생산국인 러시아와 우크라이나의 갈등 및 서방 국가들의 러시아에 대한 제재 등으로 위기가 고조되며 이미 타격을 입은 글로벌 공급망에 혼란이 가중
- 공급망 차질은 인플레이션, 경기 둔화 등으로 연결되기 때문에 차질 완화 여부가 2022년 글로벌 경기 모멘텀에 가장 큰 변수로 작용
- 글로벌 공급망 차질 개선 조짐이 일부 지표에서 가시화되고 있으나 러시아와 우크라이나의 지정학적 리스크로 재악화될 가능성이 높아 정상화까지는 다소 시간이 소요될 것으로 전망

- 세계 경제가 팬데믹으로 인한 충격으로부터 점진적으로 회복하며 총 수요가 빠르게 증가하는 반면, 노동력 부족 등으로 생산 및 공급 측면에서 문제가 발생¹⁾
 - 봉쇄에 따른 경제활동 위축, 각국 정부의 대규모 부양정책 등으로 전 세계 가계저축액이 크게 증가하며 소비여력이 축적되고, 단계적 일상회복 전환 움직임에 이연소비 수요가 가세하며 위축되었던 소비가 활성화
 - 그러나 팬데믹 장기화에 따른 노동력 부족으로 주요 원자재 생산이 감소하고, 선적 및 하역 등 항만 전체의 효율성이 약화되며 물품 운송 및 수입 지연 등이 발생해 공급망 문제를 야기
 - 경제가 회복되는 과정에서 노동력 수요가 확대되고 있음에도 불구하고 감염 우려, 아동 보육 부담, 관대한 실업 급여에 따른 구직 유인 하락 등으로 노동시장 정상화가 지연
 - 자동차부터 생필품에 이르기까지 다양한 산업에 전방위적으로 생산 및 공급 차질이 발생하였고 특히, 제조업의 핵심을 이루는 반도체 부족 현상이 심각한 수준
- 코로나19 변이 바이러스인 오미크론의 급격한 확산세에 글로벌 공급망 차질 해소가 지연되고, 글로벌 공급망 혼란이 역사적으로 높은 수준을 기록
 - 오미크론 확산으로 ‘글로벌 생산 시설의 재봉쇄 → 공급 체계 회복 지연 → 공공의료 등 물류 수송난 가중 → 팬데믹 대응력 약화 → 공급 체계 회복 지연’의 악순환이 이어지며 전 세계적으로 공급 병목현상이 장기화

1) 자본시장연구원, 2021. 12, 경제 및 자본시장 전망: [Box 1] 글로벌 공급망 왜곡 현황 및 전망.

- 미 연방준비제도 산하 뉴욕연방은행에서 글로벌 공급망 압력 지수(Global Supply Chain Pressure Index: GSCPI)를 새롭게 개발하였으며, 2021년 12월 GSCPI가 4.5수준까지 상승하며 분석 기간 시작한 1997년 이후 가장 극단적인 수치를 시현²⁾
 - GSCPI는 운송 비용, 국가별 제조 비용 등을 반영해 공급망 혼란이 얼마나 심각한지를 계량화한 지표로, 발틱운임지수와 하펙스지수, 노동부 물가지수 중 항공 화물수송비용 등 국가 간 운송비용을 보여주는 지표에 수요 요인을 제거한 제조업 구매관리자지수 등을 추가해 산출
 - GSCPI는 2019년말 중국의 경제봉쇄 조치로 본격화된 팬데믹 초창기 급등하였고, 이어서 지난 2020년 4월 이후 글로벌 생산 활동이 정상화되며 잠시 하락했다가 2020년 10월 이후 코로나19 재확산과 함께 다시 급등
 - 현재 공급망 차질 상황은 2011년 동일본 대지진과 태국 홍수 때보다 심각한 수준인 것으로 분석

〈그림 1〉 글로벌 공급망 압력 지수(GSCPI)



자료: New York Fed

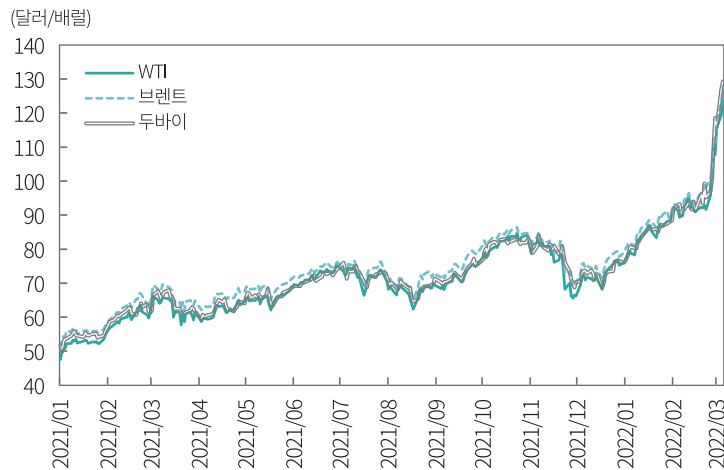
- 또한, 최근 주요 원자재 생산국인 러시아와 우크라이나의 갈등 및 서방 국가들의 러시아에 대한 제재 등으로 위기가 고조되며 이미 타격을 입은 글로벌 공급망에 혼란이 가중
 - 미국, 캐나다, 이탈리아, 호주, 중국 등 전 세계적으로 최소 37만 4,000개의 기업이 러시아 공급 업체에 의존하고 있고, 최소 24만 1,000개 기업이 우크라이나 공급 업체에 의존³⁾
 - 특히, 코로나19 팬데믹 영향으로 이미 심각한 공급 부족 문제를 겪고 있던 반도체 산업의 공급 불균형 현상이 심화될 전망
 - 상당수 반도체 생산업체들은 반도체 제조공정 상 핵심 소재인 네온 및 팔라듐 등의 수입을 러시아와 우크라이나에 의존하고 있어 생산 차질이 불가피한 상황

2) New York Fed, 2022. 1. 4, A new barometer of global supply chain pressures.

3) Dun&Bradstreet, 2022. 3, Russia-Ukraine Crisis - Implications for the global economy and businesses.

- 미국은 네온 공급을 전적으로 러시아와 우크라이나에 의존하고 있으며, 러시아는 전 세계 팔라듐 수요의 약 33%를 담당⁴⁾
 - 반도체를 제때 공급받지 못한 업체들은 생산량을 줄이는 등 차질이 예상되며, 생산 차질의 범위가 자동차, 스마트폰, 전자기기 등 다양한 연관 산업군으로 확대될 전망
- 주요 7개국(G7) 및 유럽연합의 러시아 은행에 대한 국제은행간통신협회(Society for Worldwide Interbank Financial Telecommunications: SWIFT) 결제 시스템 배제⁵⁾, 미국의 러시아산 에너지 수입 금지 결정⁶⁾ 등 국제 사회의 러시아에 대한 제재 수위가 강화됨에 따라 에너지 공급 차질 우려가 부각
- SWIFT는 유럽과 북미의 240여개 금융회사가 회원사 간 자금 이동 및 결제 업무를 위해 만든 지급결제망으로 2022년 현재 11,000개에 달하는 금융회사와 기업을 연결
 - 러시아는 세계 최대 천연가스 수출국이자 주요 원유 공급국으로, 특히 유럽의 천연가스 수요 40%를 러시아에서 충당⁷⁾하고 있는 가운데 SWIFT 배제 시 사실상 국제 자금거래가 불가능해져 러시아의 주요 수익원인 원유, 천연가스 등의 무역결제가 봉쇄
 - SWIFT 제재, 러시아산 석유 수입 금지 발표 등의 여파로 원유 수급 차질이 우려되며 원유 가격이 배럴당 120달러를 돌파(3월 8일 종가 기준 WTI유 배럴당 123.70달러, 브렌트유 배럴당 127.98달러)하는 등 국제유가가 급등
 - 국제유가의 상승은 운송과 생산비용을 증가시킬 것이며, 분쟁으로 인해 이미 전 세계 선박 운송에 차질이 생기기 시작⁸⁾

〈그림 2〉 국제유가



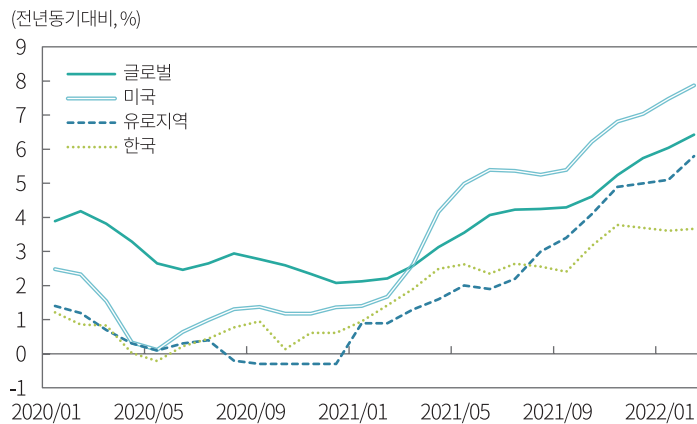
주 : WTI는 NYMEX 근월물 가격, 브렌트유는 ICE 근월물 가격, 두바이유는 현물가격
 자료: Bloomberg

4) Techcet, 2022. 2. 1, Supply-chain threats from Russia-US tensions.
 5) The Wall Street Journal, 2022. 2. 25, World leaders divided on whether to eject Russia from Swift payments system.
 6) White House, 2022. 3. 8, FACT SHEET: United States bans imports of Russian oil, liquefied natural gas, and coal.
 7) Reuters, 2022. 2. 24, Explainer: Why Russia drives European gas prices.
 8) The Wall Street Journal, 2022. 3. 1, Ukraine War's impact on manufacturers is foggy.

□ 공급망 차질은 인플레이션, 경기 둔화로 연결되기 때문에 차질 완화 여부가 2022년 글로벌 경기 모멘텀에 가장 큰 변수로 작용

- 공급망 훼손으로 물가가 상승하고 이는 소비 위축, 기업의 생산 및 투자활동 저해 등으로 이어져 경제 성장이 둔화
 - IMF에 따르면 공급체계 병목이 2021년 근원물가를 1.0%p 상승시켰고, 세계경제 성장률을 0.5~1.0%p 하락시킨 것으로 분석⁹⁾
- 전 세계적으로 이미 강한 물가오름세가 나타나고 있는 현재의 상황에서 공급망 차질의 장기화로 기업의 부담이 소비자에게 전가되어 추가 물가 상승 압력으로 작용
 - 미국의 2월 소비자물가는 전년대비 7.9% 상승으로 40년 만에 최대 상승폭을 기록했고, 동월 유로지역의 소비자물가도 5.8% 상승하며 1997년 통계 작성 이래 최고치를 기록
 - 미 컨설팅사 앨릭스 파트너스가 미국, 캐나다, 영국 등 9개국의 기업 임원 3,000여명을 대상으로 설문 조사를 실시한 결과, 58%가 공급망 차질 문제에 대해 제품 가격 인상 등 소비자 부담으로 이어지는 단기 조치로 대응한다고 응답¹⁰⁾
- 또한, 러시아의 우크라이나 침공으로 공급망 혼란 및 글로벌 인플레이션 압력이 더욱 커지며 세계 경제는 스태그플레이션 우려가 확대¹¹⁾
 - IMF는 러시아-우크라이나 전쟁으로 인한 식량 및 에너지가격 급등, 글로벌 교역에 미치는 부정적 영향 등을 감안해 2022년 세계 경제성장률 전망을 기존 4.4%(2022년 1월 전망치)에서 하향 조정할 계획¹²⁾

〈그림 3〉 글로벌 및 주요국 물가상승률



자료: FRED, Bloomberg, 한국은행

9) IMF, 2022. 1, *World Economic Outlook*.

10) AlixPartners, 2022, *2022 Disruption Index*.

11) The Wall Street Journal, 2022. 3. 2, Ukraine Crisis raises concerns about stagflation potential. Bloomberg, 2022. 3. 7, Surging price of everything spells stagflation, risks recessions.

12) CNBC, 2022. 3. 10, IMF expects to cut global growth forecast in response to Russia-Ukraine war, managing director says.

□ 글로벌 공급망 차질 개선 조짐이 일부 지표에서 가시화되고 있으나 러시아와 우크라이나의 지정학적 리스크로 재악화될 가능성이 높아 정상화까지는 다소 시간이 소요될 것으로 전망

- 글로벌 공급망의 중요 축을 담당하고 있는 아세안 5개국(인도네시아, 태국, 말레이시아, 필리핀, 베트남)의 산업생산이 양호한 증가세를 보이고, 제조업 PMI가 기준치를 지속적으로 상회하는 등 생산 차질이 완화되는 모습¹³⁾
- 뉴욕 연은이 집계하는 GSCPI는 여전히 높은 수준이나 2021년 12월 정점에 도달한 이후, 배송 시간 개선 및 해운 운송비용 감소 등의 영향으로 2개월 연속 하락 추세(〈그림 1〉참고)¹⁴⁾
- 미국 2월 신규 고용이 67만 8,000명으로 시장 예상치(43만명)보다 큰 폭으로 개선되었으며, 동월 경제활동 참가율도 62.3%로 상승해 팬데믹 이후 최고치를 기록하는 등 공급망 문제의 주요 요인으로 지적되던 노동력 부족 문제도 회복 신호
- 다만, 러시아와 우크라이나 갈등에 따른 에너지 및 원자재 가격 폭등 등을 고려할 때 공급망 차질 개선 추세가 지속되지 않을 가능성이 높아 시장에서 예상했던 공급망 차질 해소 시점이 당초 예상보다 늦춰질 소지
 - 우크라이나 전쟁 발발 전 당초 시장에서는 글로벌 공급망 혼란이 2022년 하반기~연말 중 정상화될 것으로 보는 시각이 지배적¹⁵⁾
 - 국제신용평가사 무디스는 러시아의 우크라이나 침공이 팬데믹보다 글로벌 공급망에 더 큰 악재로 작용할 것이라고 평가¹⁶⁾

선임연구원 장효미

13) 한국은행, 2022. 2. 경제전망보고서.

14) New York Fed, 2022. 3. 3, Global supply chain pressure index: March 2022 update.

15) Financial Times, 2022. 2. 9, Maersk expects supply chain problems to ease this year.

Morningstar, 2022. 2. 14, Supply chain disruption could ease in 2022.

Morgan Stanley, 2022. 2. 17, Global supply chains: Risks, repair and restructuring.

16) CNN, 2022. 3. 4, Russia-Ukraine crisis replaces Covid as top risk to global supply chains, Moody's says.

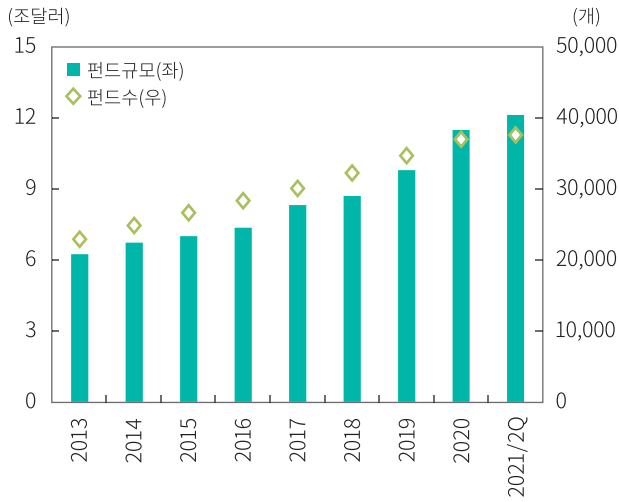
ZOOM
-IN

미국 사모펀드 시장 감독강화 움직임

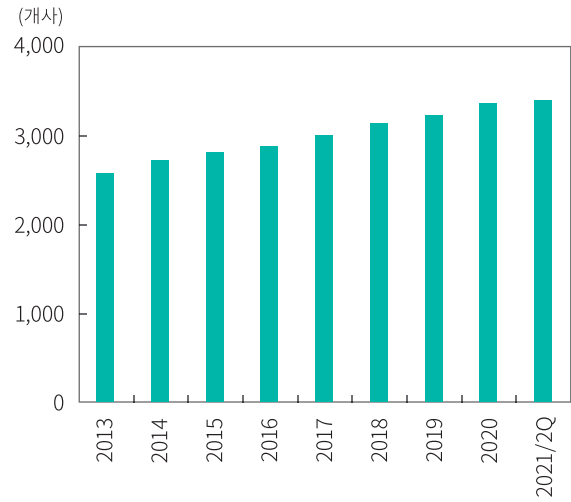
- 미국의 사모펀드 시장 규모는 2013년 이후 지속적으로 증가하였으며, 이러한 규모 확대는 최근 미국의 퇴직연금 자산의 PE 부문 투자 비중 확대에 일부 기인
- PE 투자 규모 증가는 사모펀드자문업의 신용전략(credit strategy) 확대에 연계되어, 이에 따른 시스템 리스크 증가, 투자자와 자문업자 간에 이해상충 문제 및 정보 비대칭으로 인한 투명성 약화 문제가 제기
- 이에 미국 증권거래위원회는 사모펀드자문업을 대상으로 시스템 리스크 모니터링 및 투자자 보호를 중점으로 감독을 강화하고자 관련 규제안을 발표

- 미국의 사모펀드 시장 규모는 2013년 이후 지속적으로 증가하였으며, 이러한 규모 확대는 최근 미국의 퇴직연금 자산의 PE(Private Equity) 부문 투자 비중 확대에 일부 기인
 - 전체 사모펀드 시장 규모 및 펀드 수는 2013년부터 2021년 2/4분기까지 각각 94%, 64% 확대되었으며, 특히 2019년부터 전년대비 10%를 상회하는 수준으로 시장 규모가 확대
 - 전체 사모펀드 순자산가치(net asset value)는 2013년 6.2조달러에서 2021년 2/4분기에는 12.1조달러로 증가하였으며, 펀드 수는 2013년 기준 2만 2,882개에서 2021년 2/4분기에 3만 7,531개로 증가
 - 특히 2019년 및 2020년에 사모펀드 순자산가치가 각각 전년대비 12.5%, 17.4%로 큰 폭 확대
 - 사모펀드자문업자(private fund adviser)의 경우에도 2013년 이후 최근까지 점진적으로 증가
 - 2021년 2/4분기 기준 사모펀드자문업자 수는 3,389개사로 2013년말 대비 30% 증가

〈그림 1〉 미국 사모펀드 시장 규모 추이



〈그림 2〉 미국 사모펀드자문업자 수 추이

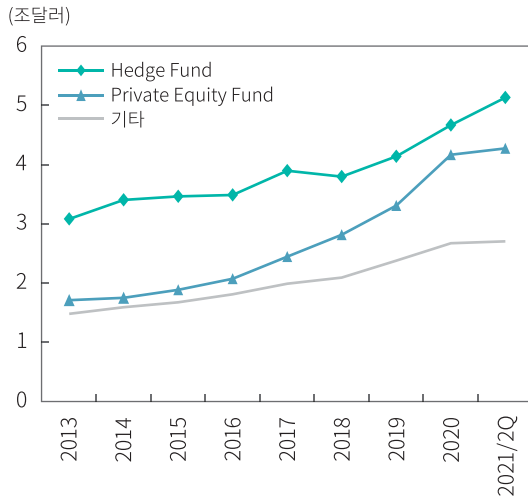


주 : 1) 각 연도 4/4분기 기준이며, 2021년은 2/4분기 기준
 2) 사모펀드 시장 규모는 순자산가치(net asset value) 기준
 자료 : SEC

- 유형별로는 PEF(Private Equity Fund) 규모가 크게 증가하였으며, 이러한 규모 확대는 미국의 퇴직연금 자산의 PE 부문 투자 비중 확대에 일부 기인
 - 2022년 2/4분기 기준 전체 사모펀드 규모 대비 헤지펀드(hedge fund) 및 PEF의 비중은 각각 42.4%(5조 1,320억달러), 35.3%(4조 2,700억달러) 수준
 - PEF의 규모는 2017년 이후 최근까지 급격한 증가세를 보이고 있으며, 특히 2020년말에는 전년말 대비 26% 증가
 - 저금리 기조가 계속되는 가운데 미국의 연금(pension fund) 시장에서 고수익을 찾는 투자자들로 인해 PE 부문에 자산 배분 비중이 확대되는 추세
 - 미국 공적 퇴직연금(public pension fund)의 PE 자산 배분 비중은 2018년 6.99%에서 2021년에는 8.94%수준까지 확대¹⁾

1) WSJ, 2022. 1. 10, Retirement Funds Bet Bigger on Private Equity.

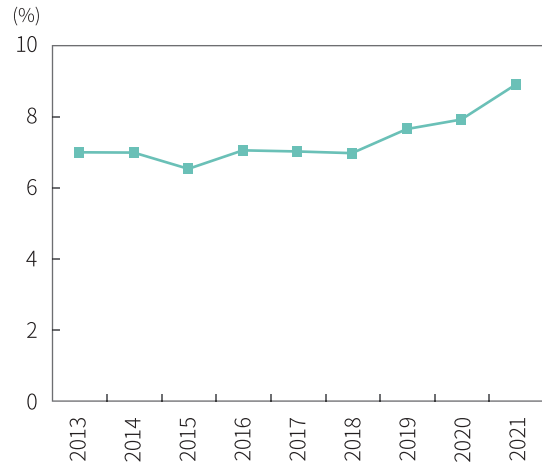
〈그림 3〉 미국 사모펀드 유형별 규모



주 : 1) 각 연도 4/4분기 기준이며, 2021년은 2/4분기 기준
 2) 순자산가치(net asset value) 기준
 3) 기타는 real estate fund, securitized asset fund, liquidity fund, venture capital fund 등을 포함

자료: SEC

〈그림 4〉 미국 퇴직연금 PE 자산 배분 비중



자료: Preqin

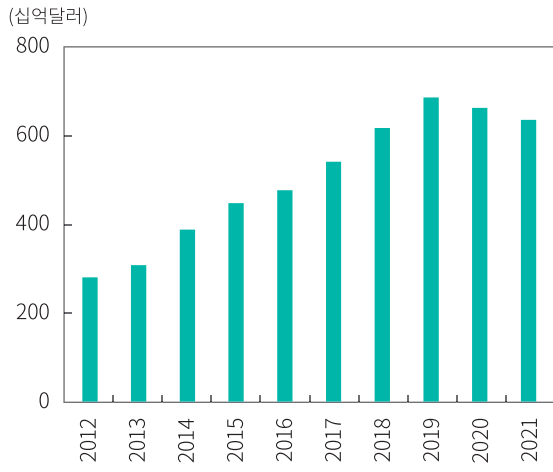
□ 미국 증권거래위원회(U.S. Securities and Exchange Commission: SEC)는 사모펀드 시장 규모 확대와 이에 따른 시스템 리스크 증가, 투자자와 자문업자 간에 이해상충 문제 및 정보 비대칭에 따른 투명성 악화 문제 등을 제기²⁾

- 사모펀드의 투자 전략 중 사모신용(private credit) 투자가 증가하였으며, 이에 따라 대출채권 담보부증권(Collateralized Loan Obligation: CLO) 규모가 확대되면서 시스템 리스크가 증가
 - SEC에 따르면 사모펀드의 경우 대체로 낮은 등급(lower rated tranches)의 CLO를 보유하고 있어 높은 신용 위험이 존재
 - 또한 CLO는 상품 특성상 익스포져(exposure) 연계성 측면에서 위험 전이 가능성이 큰 상품으로 CLO 규모가 작을 경우에도 높은 시스템 리스크가 존재
- 미국의 CLO 발행 규모는 2021년 기준 전년대비 두 배 확대되었으며, CLO 발행 규모 기준 상위 5개사는 모두 대형 사모펀드 운용사가 차지
 - 2021년말 기준 미국의 CLO 발행 규모는 1,852억달러 수준으로 2020년(935억달러)대비 두 배 가량 확대되었으며, CLO 잔액은 2021년말 기준 6,357억달러 수준
 - Blackstone 등 CLO 발행 규모 상위 5개 발행사의 총 발행 규모가 전체 CLO 발행 규모의 18% 비중을 차지

2) SEC, 2022, Amendments to Form PF to require current reporting and amend reporting requirements for large private equity advisers and large liquidity fund advisers.

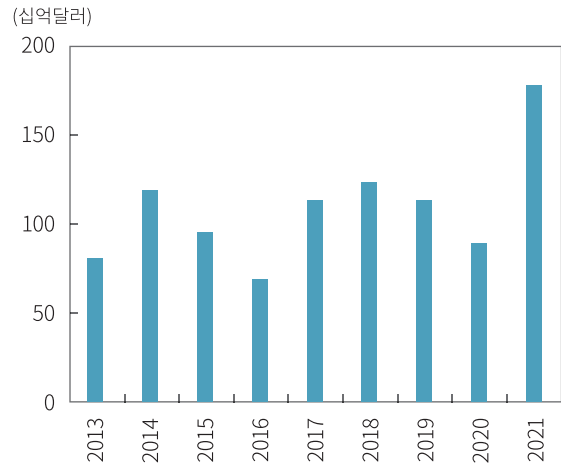
SEC, 2022, EXAMS National Examination Program Risk Alert: Observations from Examinations of Private Fund Advisers.

〈그림 5〉 미국 CLO 잔액 추이



자료: SIFMA

〈그림 6〉 미국 CLO 발행 규모 추이



자료: S&P Global

〈표 1〉 상위 5개 CLO 발행사

(단위: 건/십억달러)

운용사	발행 건수	규모
Blackstone Group	17	9.5
Carlyle CLO Management	11	5.9
KKR Credit Advisors	9	5.1
GC Investment Management	9	6.1
Palmer Square Capital Management	8	5.7
합계	54	32.3

주 : 2021년 기준

자료: S&P Global

- 또한 SEC는 지난 2022년 1월 사모펀드자문업자(private fund adviser)와 관련된 위험 평가 보고서를 발표하였으며, 자문업자와 투자자 간에 정보 비대칭 문제, 공시 내용과 실제 투자 성과 간에 상이한 결과, 오도(misleading) 소지가 있는 공시 내용 등을 주요 문제점으로 지적
 - 1) 공시 내용과 다른 업무 이행, 2) 성과 및 마케팅과 관련 오도되는 공시, 3) 투자 또는 서비스 제공자와 관련된 실사 실패, 4) 잠재적으로 오도 여지가 있는 헤지 조항(hedge clause) 이용 등

<표 2> 미국 사모펀드자문업자(private fund adviser)관련 위험 주요 평가 내용

주요 문제점	주요 내용
공시 내용과 다른 업무이행 (conduct inconsistent with disclosures)	<ul style="list-style-type: none"> · 기존 공시 내용과 상이한 수수료, 유한책임사원조항(limited partnership agreements)과 관련된 정보 변경 · 자금 청산 및 기간 연장 등의 변경 · 투자전략에 관한 펀드 공시를 기반으로 투자하지 않은 경우
성과 및 마케팅과 관련된 오도되는 공시(misleading disclosure)	<ul style="list-style-type: none"> · 운용성과(track record)와 관련된 정보의 오도(misleading) · 투자자에게 부정확한 성과 측정 지표 제시
투자 또는 서비스 제공자와 관련된 실사(due diligence)	<ul style="list-style-type: none"> · 투자 또는 펀드에 대한 합리적인 조사(reasonable investigation) 부족 · 투자 실사와 관련된 부적절한(inadequate) 정책 및 과정
헤지 조항(hedge clause)	<ul style="list-style-type: none"> · 자문업법(Advisers Act)상 자문업자(adviser)의 중대 과실, 고의적 위법 행위 또는 사기 등에 항소 할 수 없는 사법적 판결을 면제 또는 제한한다는 오도의 소지가 있는 헤지 조항 존재

자료: SEC

□ 이에 SEC는 사모펀드자문업자³⁾를 대상으로 시스템 리스크 모니터링 및 투자자 보호 목적으로 감독을 강화하고자 관련 규제안을 발표

- 헤지펀드 및 PEF를 대상으로 특정 이벤트가 발생한 경우 영업일 1일 이내에 보고하도록 Form PF에 관련 추가 항목 개설
 - 대형 헤지펀드는 특별 투자손실(extraordinary investment losses), 특정 증거금(margin) 및 거래상대방(counterparties) 부도, 인출 및 환매 관련 이벤트 등이 발생할 경우 이벤트가 발생한 영업일 1일 이내로 보고하도록 함
 - PEF의 경우 자문업자 주도 세컨더리 거래 시행(execution of adviser-led secondary transactions), GP(General Partner) 또는 LP(Limited Partner)의 반환(clawbacks) 실행, GP 철회(remove), 펀드 투자기간 종료 등의 이벤트 발생 시 보고
- 대형 PE 자문업자의 감독당국 보고 대상 기준 요건을 강화하고, 대형 PE 자문업자가 운용하는 PEF에 대한 추가적 정보를 감독당국에 제공하도록 함
 - 보고 대상을 운용자산(assets under management) 규모를 기준으로 기존의 20억달러에서 15억달러로 조정
 - 초기 Form PF 시행 당시 적용된 전체 시장 대비 보고 대상기업 비중(75%)⁴⁾에 준하는 수준으로 SEC 및 금융안정위원회(Financial Stability Oversight Council: FSOC)가 대형 PE 자문업자 보고서(reporting)를 보고 받고자 함

3) SEC에 등록된 투자자문업자(SEC-registered investment advisers) 중 Form PF를 제출하는 Private Fund 투자자문업자를 의미
 4) SEC에 따르면 Form PF가 처음 채택된 2011년 기준 운용자산 규모가 20억달러 이상인 운용사는 전체 미국 private equity 산업의 75% 수준이었으며, 최근 운용자산 규모가 20억달러 이상인 운용사의 비중은 67% 수준에 그침. 운용자산 규모 기준을 15억달러로 조정할 경우 보고 대상기업의 비중이 75% 수준에 준하게 됨

- 해당 보고서는 사모 신용(private credit) 등을 포함한 PEF 투자전략을 보고(현재 Form PF에는 보고되지 않음)하도록 하여, 각 전략별로 발생 가능한 리스크를 모니터링하고 금융안정을 도모하고자 함
- 또한 대형 유동성펀드(Large Liquidity Fund) 부분에서도 보고 대상 자산 규모를 조정하고, Form PF의 세부정보를 보완하여 보고하도록 함
 - 보고 대상 운용자산 규모를 15억달러로 조정하고, 현재 Form PF의 보고 내용 중 순자산가치 안정성 유지와 관련된 운영 정보(operational information), 자산 및 포트폴리오 정보(assets and portfolio information), 재무 정보(financing information) 등의 부분을 보완하여 보고하도록 규제 개편안을 제안
- 그 밖에 지난 2월 9일 등록된 사모펀드 자문업자(SEC-registered investment advisers to private funds)를 대상으로 주요 이벤트 및 운영 세부사항에 대한 정보를 투자자에게 제공하는 내용의 규제를 추가적으로 제안
 - 사모펀드 자문업자가 펀드 수수료, 비용 및 성과에 관한 세부 정보를 분기별로 투자자에게 제공하여 투명성(transparency) 제고
 - 등록된 사모펀드 자문업자(registered private fund advisers)는 매년 감사를 받아야 하며, 해당 감사인은 특정 사건에 대해 SEC에 알려야 함

선임연구원 이정은