

OPINION

연구위원
남재우

국민연금 장기재정추계와 기금운용체계 개편*

국민연금 1,000조원 시대가 도래할 전망이다. 현행 기금운용체계는 운용규모 160조원 수준에 국내채권 중심의 단순한 자산구성이었던 2005년에 설계되었다. 1,000조원의 운용규모는 단순히 비례적인 양적 확대가 아니라 포트폴리오의 구성과 투자전략의 고도화라는 질적인 변화를 요구한다. 따라서 기금은 대체투자 비중을 확대하고 자국편의(home bias)를 축소하여 분산된 글로벌 포트폴리오를 구축한다는 장기운용전략을 수립하고 있으나, 전략의 집행은 더디고 목표 달성은 계속해서 지연되고 있다. 운용 고도화에는 효율적 의사결정체계와 역량 있는 운용조직이 필수적이다. 대표자 중심의 현행 위원회 구조는 고도화된 자산운용에는 적합하지 않은 의사결정체제로 평가되며, 공단 산하 집행조직은 전략적 의사결정을 제대로 실행하기 어려운 조직적 한계를 노정하고 있다.

해외 연기금의 앞선 개혁 사례는 전문가 집단으로 구성된 최고이사결정기구와 독립적인 전문운용기관이 바람직한 공적연기금 지배구조임을 시사하고 있다. 이로 인해 지적될 수 있는 정부의 책임성 및 제도와 운용의 연결 문제는 ALM 체계의 강화로 풀어야 한다. 제도운영위원회에 ALM위원회의 기능을 부과함으로써 기금운용과 연금제도의 명시적 연계를 강화하고, 급여 지급의 최종 의무자인 정부의 책임성을 담보할 수 있다. 지배구조 개편에 조응하여 운용의 집행조직은 독립적인 집행이사회(CxO)를 갖는 국제적 위상의 전문운용기관으로 재편하는 방안을 모색할 필요가 있다.

2023년 제5차 국민연금 재정계산을 앞두고 연금제도 개혁과 함께 기금운용체계 개편이 논의되고 있다. 연금제도의 장기적 재정안정을 달성하기 위한 제도개혁은 운용의 효율화와 함께 논의되어야 한다. 운용수익률 제고가 재정안정화에 미치는 영향이 지대할 뿐만 아니라, 효율적 기금운용은 가입자에게 불리한 제도개혁이 사회적으로 합의되기 위한 전제조건이 되기 때문이다. 장기적이고 안정적인 운용수익 제고를 위한 근본적인 기금운용체계 개편 방안이 논의되어야 할 시점이다.

재정계산과 기금운용체계 개편

국민연금은 5년마다 연금의 장기 재정 상태를 점검하고 그 결과를 바탕으로 연금제도와 기금운용의 방향을 재정립할 것을 법에 명시하고 있다. 2003년에 첫 번째 재정계산이 실행된 이후 내년 2023년은 제5차 국민연금 재정계산의 해다. 재정계산에서는 흔히 장기 재정추계라 불리는 연금 계리를 통하여 70년 동안 국민연금의 재정 상태를 전망한다. 지난번 4차 재정계산(2018년)에서는 2045년까지 기금 적립금이 2,500조원 이상으로 증가하였다가 15년 내로 빠르게 소진된다는 추계 결과를 제시하

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

였으며, 이러한 기금 고갈 시나리오는 이번 5차 재정계산에서 보다 악화될 것으로 전망된다. 재정계산에 따른 기금 소진의 경고에도 불구하고 지난 5년 동안 재정안정화를 위한 제도개혁과 운용체계 개편이 범 정부적 차원에서 제대로 논의되지도, 적극적으로 추진되지도 않았기 때문이다.¹⁾

국민연금과 같이 재정안정성 확보를 위한 자동조정장치²⁾가 부재한 확정급여형(DB)의 공적연금제도에 있어, 주기적인 재정계산에 따른 보험료율 및 급여율 조정 등의 모수적 개혁은 상시적이고 당위적인 제도 환경이라 할 수 있다. 그럼에도 불구하고 재정안정화를 위해 필요한 연금개혁은 매번 '사회적 합의의 부재'를 이유로 좌절되거나 지연되었다. 공적연금의 개혁 방안은 어떤 식으로든 애초에 국가가 약속했던 노후소득보장이라는 복지 혜택의 축소일 수밖에 없기 때문이다. 이른바 현세대의 양보 또는 희생이 요구되는 부분이다. 가입자에게 불리한 방향으로 추진되는 제도개혁이 사회적 합의에 도달하기 위해서는 기금운용의 효율성에 대한 국민적 신뢰가 수반되어야 한다. 1995년 재앙에 가까운 재정추계 결과에 대응하여 CPPIB(Canada Pension Plan Investment Board)라는 세계에서 가장 효율적인 공적연금 전문운용기관을 설립함으로써 연금 보험료를 6.6%에서 9.9%까지 올릴 수 있었던 캐나다 국민연금(CPP)의 사례가 이를 방증한다.³⁾ 공적연금의 장기적인 운용수익률 제고는 그 자체로 연금제도의 재정안정화에 직접적인 기여를 할 수 있을 뿐만 아니라, 간접적으로 효율적인 기금운용에 대한 국민적 신뢰를 바탕으로 연금 가입자에게 불리한 방향으로 추진되는 모수적 개혁에 대한 사회적 저항을 완화할 수 있는 전제조건이 되기 때문이다. 5차 재정계산을 앞두고 1,000조원 규모의 거대 적립금 운용을 위한 최고 의사결정위원회와 집행조직의 전문성 및 독립성 강화를 위한 기금운용체계 개편은 필수불가결하고 시급한 과제이다.

현재 기금운용체계는 적립금 규모가 160조원 수준이던 2005년에 설계된 운용구조로, 그때에 비하여 자산구성이 고도로 다변화된 오늘날 비효율적인 기금운용 지배구조로 인한 많은 문제점이 노정되고 있다. 정부 및 가입자 대표로 구성된 기금의 최고 의사결정기구(기금운용위원회)는 독립성 결여 및 전문성 부족이 지적되고 있으며, 이를 보완하기 위해 설치된 하위 위원회는 옥상옥의 비효율적 의사결정체제로 평가된다. 전략적 의사결정을 바탕으로 투자를 집행하는 국민연금공단 산하 기금운용본부는 1,000조원의 거대 자금을 전 세계에 투자하는 유니버설 오너(universal owner)로의 운용 역량을 확보하기에는 어려운 구조적 제약에 직면해 있다. 최고 의사결정기구인 기금운용위원회를 전문가 집단으로 구성하여 온전히 자산운용의 관점에서 기금운용의 안정성 및 수익성을 극대화하도록 재편하고, 집

- 1) 국민연금의 재정계산은 일반적으로 3개의 위원회를 중심으로 실행된다. 장기재정추계를 도출하기 위한 재정추계위원회와 추계 결과를 바탕으로 모수적 개혁을 추진하기 위한 제도발전위원회, 그리고 기금운용체계 개편을 위한 기금발전위원회가 구성되어 논의 결과를 당해연도 10월까지 국회에 보고하는 구조이다.
- 2) 공적연금체계에서 연금급여, 은퇴연령, 보험료 등이 재정 상황을 반영하여 자동적으로 조절되는 방식
- 3) 1996년 캐나다 공적연금(CPP) 개혁의 핵심은 기존의 부과방식에서 보험료를 인상을 통한 적립방식으로서의 제도 전환과 함께 기금운용의 목적으로 '캐나다 사회에 기여한다'와 같은 정부 개입의 가능성을 원천적으로 차단하고 '위험 대비 수익 극대화를 유일한 법적 책무'로 명시하는 연금법 개정을 통해 기금운용의 전문성과 독립성이 확보된 전문운용기관인 CPPIB를 설립한 부분이라 할 수 있다.

행조직은 이에 부합하는 연기금 전문운용기관으로서 글로벌 투자 역량을 확보하기 위한 기금운용체계 개편 방안을 제안한다.

기금운용 최고의사결정기구 재편

기금의 운용 규모가 1,000조원에 육박하고 투자 포트폴리오가 다변화됨에 따라 안정성 및 수익성 원칙뿐만 아니라 독립성 및 공공성 측면에서도 현행 기금운용 지배구조하에서는 해결하기 어려운 구조적 난제가 부각되고 있다. 2021년 말 기준 국민연금기금 금융부문 운용규모는 924조원으로 2018년 말 639조원 대비 매년 100조원씩 증가하였다. 현행 기금운용체계가 설계된 2005년 당시 국내채권 비중이 90%를 상회하던 자산 구성에 비하면, 기금의 현재 투자 포트폴리오는 주식(45%)과 대체투자(12%) 등 이른바 위험자산 비중이 52%를 상회하고 있으며, 지역별로도 해외투자 비중이 40%에 이른다. 거대 기금의 초장기 운용에 따르는 자산배분전략 고도화의 어려움, 적극적 주주권 행사의 제약, 정부 및 시장으로부터 독립성 확보가 어려운 운용 여건, 거대 공적연기금으로서 국가경제 및 자본시장 발전에 기여해야 한다는 공공성 확대 요구, 핵심 운용인력 유지 및 관리의 어려움 등 현행 체계로는 기금운용의 기본 원칙을 준수하기 어려운 다양한 난제에 노출되어 있는 상황이다.

기금운용체계 개편 논의가 시급함을 시사하는 최근 사례 하나를 살펴보자. 기금운용 원칙 중 독립성은 수익성과 안정성을 담보하기 위한 필수적인 전제조건이다. 일부 공공성 원칙과 배치되는 논란이 있을 수 있으나, 공공성과 다른 운용 원칙과의 조화를 논의하는 과정에서도 독립성 원칙이 우선적으로 고려되어야 한다. 기금의 모든 투자의사결정은 오롯이 기금의 관점에서 독립적으로 이루어질 수 있어야 함을 의미한다. 독립성 원칙과 관련하여 최근에는 ‘정부로부터의 독립성’ 뿐만 아니라 ‘시장(업계 및 투자자)으로부터의 독립성’ 문제도 부각되고 있다. 예를 들면 국내주식 부문에 있어 정부 차원의 국내 주식시장 부양 필요성, 일부 개인투자자의 민원 또는 집단행동 등으로 인하여 국내주식에 대한 중장기 목표비중을 기금의 관점에서 독립적으로 설정하기 어려운 환경이 확대되고 있다.

투자 의사결정에서 가장 중요한 부분이 전략적자산배분(SAA)이며, 국내주식에 대한 중장기 목표비중은 시장 여건과 타자산군과의 관계, 기금의 장기 재정추계 등을 종합적으로 고려하여 결정되는 핵심적인 운용전략이다. 국민연금은 국내주식의 위험수익특성(risk return profile)과 타자산군 간의 상관관계뿐만 아니라 장기재정추계에 따른 수지차 역전에 대비한 유동성 관리 등 다양한 요인을 고려하여 국내 비중을 일정 수준 이하로 낮추는 전략을 시행 중이다. 그러나 국내투자 비중에 대한 정부 및 시장의 압력은 중장기자산배분의 실질적인 제약요인으로 작용하게 된다. 이러한 문제는 400조원 규모로 확대된 국민연금 해외투자에서 가장 중요한 운용전략이라 할 수 있는 환정책(currency policy)에서도 동일하게 나타난다.⁴⁾ 재무이론에 따르면 제약 하의 자산배분은 무제약 하의 자산배분에 비해 열위에

4) 국민연금은 모든 외환 익스포저에 대해 헤지하지 않는 환정책을 수립하고 있으나, 최근 급격한 원달러 환율 상승과 이로 인한 외

있다. 운용전략 수립에 대한 독립성 훼손은 어떤 식으로든 기금의 손실로 연결될 수밖에 없음을 의미한다.

현행 지배구조에서 가입자 대표로 구성된 기금운용위원회는 정부로부터의 독립성을, 전문가 집단인 전문위원회는 시장으로부터의 독립성을 확보하기 위한 목적으로 설계되었다. 하지만 결과적으로 기금운용위원회는 시장의 불합리한 요구에 대해 전문성이 떨어지며, 전문위원회는 정부로부터의 독립성이 취약한 문제점만이 부각되고 있다. 고도의 전문성이 요구되는 운용전략에 대한 이해가 부족한 기금운용위원은 시장의 부당한 요구 및 압력에 대응하기 어려우며, 선임 및 임기 연장 권한이 정부에 있는 전문위원은 정부 부처 차원의 정무적 판단에 대항하기 어려운 구조이기 때문이다. 국민연금이 당면하고 있는 여러 현실적 난제를 해결하기 위한 기금 차원의 노력과 활동에 있어 최고의사결정기구와 집행조직의 지배구조가 근본적인 걸림돌로 작용하는 것으로 평가된다. 연기금 지배구조 연구로 저명한 Kieth Ambachtsheer는 연기금 지배구조의 개선이 2%p 이상의 수익률 제고 효과를 가져올 수 있음을 주장하였다.⁵⁾

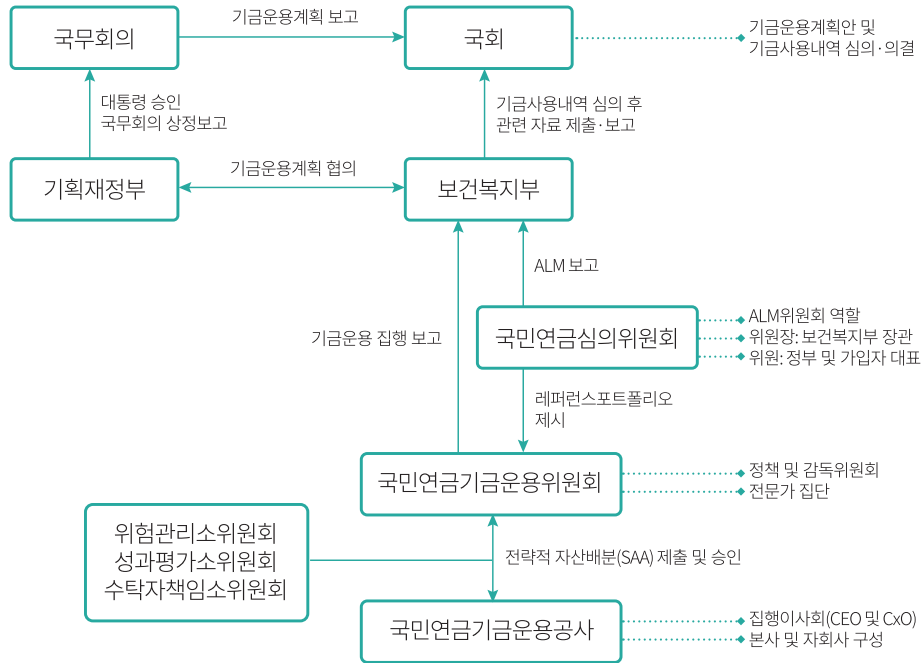
지배구조 측면에서 연금제도 운영으로부터 기금운용을 분리하기 위해서는 역설적으로 운용의 시작 단계에서부터 제도 특성을 반영하는 기금운용 체계가 확립되어야 한다. 이른바 ALM(Asset Liability Management) 운용체계의 필요성이다. 제도 특성을 반영한 운용 목표를 설정하고 이에 대한 정부의 책임성을 담보하기 위하여 정부 내에 연금제도와 기금운용을 포괄하는 가입자 대표 성격의 ALM위원회의 설치가 요구된다. 전문가에 의한 독립적인 기금운용이 지향 또는 준수해야 할 목표수익률과 허용위험한도 등은 재정방식 및 재정목표 같은 제도 특성으로부터 도출되어야 하기 때문이다. 부채를 고려한 자산운용으로 정의되는 ALM 체계에서 ALM위원회는 장기재정추계를 통한 기금의 부채 규모를 파악하고, 이로부터 적정 적립비율(funding ratio)을 관리하며, 기금운용의 장기적 방향성을 제시하는 레퍼런스 포트폴리오(reference portfolio)⁶⁾를 설정하는 역할을 수행하게 된다. 현재 법상 기구인 국민연금심의위원회를 가입자 대표성 및 정부의 책임성을 담보할 수 있는 국민연금제도운영위원회로 격상시키고, 여기에 ALM위원회의 기능을 포함하는 방안을 강구할 수 있다. 연금 개혁을 포함한 제도운영 전반은 정부와 국회로 구성된 현행 틀을 유지하고 기금의 운용은 ALM위원회 및 레퍼런스 포트폴리오를 가교로 전문가 집단으로 구성된 기금운용위원회에 부여하는, 아래 그림과 같은 국민연금기금 지배구조를 고려할 수 있다.

국민 투자 유출 등을 이유로 기금의 해외투자 확대 전략 또는 환헤지 정책의 수정에 대한 정부 및 시장의 요구가 큰 상황이다.

5) Ambachtsheer, K. P., 1998, *Pension fund excellence*, John Wiley & Sons. 참조

6) 기준 포트폴리오(norm portfolio) 또는 준거포트폴리오로 불리는 레퍼런스 포트폴리오(RP)는 위험자산과 안전자산의 단순한 구성비로 표현되며, 기금 운용의 장기적 방향성을 제시하고 전략적자산배분(SAA)의 적절성에 대한 판단 기준이 됨. 국민연금은 2020년부터 기금의 자산배분 방식을 기존의 2단계에서 레퍼런스포트폴리오를 포함하는 3단계 자산배분체제로 개편하는 방안을 모색하고 있다.

〈그림〉 ALM 체계에서 국민연금기금 지배구조



기금운용 집행조직 분리

기금운용위원회의 지배구조를 민간전문가 집단으로 재편하는 것을 가정한다면, 하부 집행조직 역시 이에 상응하는 공사(또는 공기업) 형태의 독립기구로 재편하는 것이 바람직하다. 캐나다 국민연금(CPP)의 전문운용기관으로 출범한 CPPIB와 네덜란드에서 공무원연금(Algemeen Burgerlijk Pensioenfonds: ABP)을 포함한 공적연기금 전문운용기관으로 기능하고 있는 APG의 사례를 참조할 수 있다. CPPIB 및 APG 사례는 전문성이 강조된 공적연기금 전문운용기관이 안정성과 수익성을 동시에 추구하는 방향으로 기금운용의 효율성을 제고함으로써 결과적으로 연금제도의 재정안정화에 기여할 수 있음을 보이고 있다. 한편, 세계 최대 공적연기금 운용기관인 일본의 GPIF(Government Pension Investment Fund)는 공무원 중심의 비전문가 조직으로 설립되어 지금까지도 운용조직이 아닌 관리조직이라는 한계를 노정하고 있다. 국민연금의 벤치마킹 대상으로 자주 거론되는 미국의 직역연금 CalPERS(The California Public Employees' Retirement System)는 제도운영과 기금운용이 분리되지 않음으로 인하여 상기 전문운용기관에 비해 기금운용의 효율성이 상대적으로 떨어지는 것으로 평가된다.

공적연기금 전문운용기관으로 신설되는 가칭 ‘국민연금기금운용공사’는 감독위원회 성격의 기금운용위원회(board)와 공사의 집행이사회⁷⁾를 포괄하는 조직으로, 일본 GPIF에 이어 세계에서 두 번째

7) 대표이사(CEO) 및 투자이사(CIO), 위험관리이사(CRO), 경영이사(COO) 등으로 구성되는 공사의 집행임원진을 의미한다.

큰 공적연기금 운용조직의 위상을 갖는다. 네덜란드 APG의 성장 과정을 참조하면, 독립된 전문운용기관은 탄력적인 조직 구성 및 운영이 가능함으로 글로벌 투자기관에 부합하는 해외법인의 적극적인 확대와 대체투자를 포함한 이질적 자산에 대한 자회사 형태의 분사 등을 효율적으로 추진할 수 있다.⁸⁾ 전문운용기관에 의한 기금운용이 장기적으로 바람직한 성과를 도출하기 위한 가장 중요한 요인은 역량 있는 운용인력의 확보와 유지라 할 수 있다. 이를 담보하기 위해서는 민간 시장과 경쟁할 수 있는 합리적인 채용 및 보상체계가 요구된다. 공기업 또는 공사의 형태로 신설되는 전문운용기관이 경쟁력 있는 운용조직을 구성하고 이를 유지하기 위해서는 전체 공공기관에 예외 없이 적용되는 「공공기관 운영에 관한 법률」을 완화 적용할 수 있는 방안이 강구될 필요가 있다.

거대 적립금이 단일 기관으로 운용됨으로 인해 발생할 수 있는 비효율성에 대한 우려가 있다. 경쟁구도 강화를 위하여 기금의 분할 운용이 제기되기도 한다. 협소한 국내 자본시장에 비해 지나치게 거대한 운용규모, 이른바 ‘연못 속의 고래’도 비효율성의 원인으로 제기된다. 하지만 장기적으로 해외투자 비중을 절반 이상으로 확대하려는 기금의 운용 기조를 감안할 때, 국내시장에서 거대 기금의 부정적 효과에 대한 우려보다는 해외시장에서 규모의 경제를 강화할 필요성이 오히려 커질 것으로 전망된다. 대형 연기금 또는 국부펀드의 글로벌 투자 양상을 살펴보면 국민연금의 운용 규모는 분할에 의한 축소보다는 오히려 단일 조직으로서의 규모 확대가 요구될 수 있기 때문이다. 성공적인 해외투자를 위해서 가장 중요한 부분은 투자의 현지화이다. 국민연금도 십여 년 전부터 뉴욕, 런던, 싱가포르 등지에 해외사무소를 설치하고 현지법인의 역할과 인력 구성을 적극적으로 확대하려고 노력하고 있으나, 준정부기관이라는 조직적 한계로 어려움을 겪고 있다. 전담운용기관의 설립은 이러한 측면에서 획기적인 진전을 기대할 수 있다.

결론 및 시사점

재정안정화를 통한 공적연금의 지속가능성 확보 측면에서 기금 적립금의 운용 효율화는 두 가지 의미가 있다. 먼저, 기금운용의 장기적이고 지속적인 수익률 제고는 복리효과를 통해 직접적으로 재정안정화에 기여한다. 1%p의 연간수익률 제고는 추가적인 보험료 부담 없이 연금고갈 시점을 5년 늦출 수 있다는 해석을 의미한다. 지금까지의 연금개혁 과정에서 운용수익률 제고를 통한 공적연금의 재정안정화는 위험한 접근이라는 인식이 일반적이었으나, 이는 자산운용에 수반되는 위험에 대한 잘못된 이해 때문이다. 연금자산의 운용에 있어 위험프리미엄 또는 비유동성프리미엄을 통한 장기수익률 제고는 구조적이고 체계적이다. 단순히 큰 위험으로 높은 수익을 추구하는 것이 아니라, 분산된 위험의 글로벌 투자 포트폴리오를 구축하는 것이 관건이다. 이를 위하여 현행 국민연금 기금운용체계의 전반적

8) CPPIB 및 APG는 해외자산을 중심으로 하는 글로벌 포트폴리오를 구축하고 있으며, 이를 위하여 절반 이상의 운용 인력이 해외 법인에 근무하고 있다. APG는 헤지펀드 투자를 위하여 New Holland Capital을 자회사 형태로 설립하기도 하였다.

인 개편이 요구되는 것이다.

간접적으로, 기금운용 효율화는 제도개혁의 추진 동력이 된다. 국민연금제도의 운영에 있어 보험료 및 급여율 등에 대한 모수적 개혁은 필수불가결한 요소이다. 인구구조 변화 같은 환경적 요인에 연동되는 자동조절장치가 부재한 확정급여형(DB) 연금제도이기 때문이다. 대부분의 모수적 개혁은 가입자에게 불리한 방향으로 추진됨으로 이에 대한 사회적 합의를 도출하는 과정은 늘 지난하다. 공적연금의 지체된 제도개혁은 세대 간 갈등의 근본 원인이 된다. 효율적인 기금운용은 불리한 모수적 개혁이 사회적으로 수용되기 위한 전제조건이라 할 수 있다. 연금제도에 대한 모수적 개혁과 함께 장기적이고 안정적인 운용수익 제고를 위한 기금운용체계 개편에 대한 논의가 수반되어야 하는 이유이다.

OPINION

연구위원
김민기

다이렉트 인덱싱과 패시브 투자의 개인화*

패시브 투자 방식의 새로운 패러다임으로 각광받고 있는 다이렉트 인덱싱은 패시브 투자의 개인화를 주도하고 있다. 투자자는 다이렉트 인덱싱 기술을 통해 자신만의 맞춤형 지수를 만들어 투자할 수 있고 패시브 투자의 장점을 누릴 수 있으며, 해외에서는 절세 전략 및 ESG 투자의 주요 수단으로 활용되고 있다. 다이렉트 인덱싱은 ETF 시장의 경직성과 상품간 유동성 격차 등 ETF의 한계점을 극복하고 중장기적으로 개인투자자의 투자행태를 개선할 수 있다는 점에서 패시브 투자의 새로운 장을 열 것으로 기대된다.

이러한 변화 가운데 해외의 주요 금융투자사는 다이렉트 인덱싱 시장을 선점하기 위해 발 빠른 행보를 보이고 있으며 각자만의 다이렉트 인덱싱 서비스를 선보이고 있다. 국내의 경우에도 ETF 시장의 성장과 직접투자의 대중화 속에서 향후 세제 개편과 소수점 거래 서비스로 인해 다이렉트 인덱싱의 활용도가 증가할 것으로 예상되는 만큼 다이렉트 인덱싱과 관련된 역량을 구축하고 대응 전략을 마련할 필요가 있다.

특정한 지수(index)를 추종하는 방식으로 잘 알려진 패시브(passive) 투자에 새로운 바람이 불고 있다. 통상 투자자는 이미 만들어져 있는 지수를 추종하는 ETF나 펀드에 투자하는 것이 일반적이거나 '다이렉트 인덱싱(Direct Indexing)'으로 불리는 서비스를 이용하면 기존에 없던 자신만의 지수를 구성하여 투자할 수 있다. 금융업은 물론이고 전 산업에 걸쳐 상품 및 서비스의 개인화가 확산되는 추세 속에서 패시브 투자도 더 이상 예외가 아닌 것이다.

다이렉트 인덱싱은 개인의 선호와 투자목적 등을 반영해 벤치마크 지수를 구성하고(indexing), 이를 고객의 계좌 내에서 개별 종목 단위로 직접(direct) 운용하는 기술과 서비스를 말한다. 투자자는 다이렉트 인덱싱 기술을 통해 기존의 인덱스 상품으로 커버할 수 없는 자신만의 맞춤형 포트폴리오를 구성할 수 있고, 투자자산이 패시브 방식으로 운용되기 때문에 불필요한 거래를 줄이며 장기성적을 추구할 수 있다. 패시브 투자의 확산과 직접투자의 대중화 속에서 다이렉트 인덱싱의 높은 성장이 예상되고 있는 만큼¹⁾ 본고에서는 패시브 투자의 새로운 패러다임으로 각광받고 있는 다이렉트 인덱싱의 확산 배경, 서비스 현황 및 기대효과에 대해 살펴본다.

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

1) 미국 주요 컨설팅 업체인 Oliver Wyman은 2020년 기준 약 3,500억 달러 규모의 다이렉트 인덱싱 운용자산(AUM)이 5년 뒤 약 1.5조 달러 규모로 성장할 것으로 보고 있으며, 시장 리서치 기관인 Cerulli Associates는 향후 다이렉트 인덱싱의 연간 성장률(12.4%)이 ETF(11.3%)와 뮤추얼 펀드(3.3%)의 성장률을 상회할 것으로 전망했다.

다이렉트 인덱싱의 등장과 확산 배경

장기적인 관점에서 다이렉트 인덱싱이 확산된 요인으로 소위 패시브 혁명(passive revolution)으로 일컬어지는 패시브 투자의 급성장과 개인화된 자산관리 서비스의 확산을 들 수 있다. 효율적 시장(efficient market) 하에서 일반적인 투자자는 시장 수익률을 초과하는 성과를 달성할 수 없고, 개인 투자자보다 우월한 정보와 역량을 갖췄다고 여겨지는 액티브 펀드 매니저의 수익률조차 비용을 차감하면 결국 시장을 하회하는 현상이 반복되면서 패시브 방식의 자산운용이 빠르게 성장하게 되었다. 이 과정에서 저렴한 비용으로 잘 분산된 포트폴리오에 투자가 가능한 ETF 시장이 급성장했는데, 2010년대 이후 로보어드바이저를 활용한 고객 맞춤형 저비용 EMP(ETF Managed Portfolio) 투자자문 서비스가 확대되면서 개인화된 자산 관리에 대한 수요가 증가했다. 길게 보면 다이렉트 인덱싱의 성장도 이러한 추세와 궤를 같이한다고 볼 수 있다.

본래 다이렉트 인덱싱은 과거 Parametric, Aperio Group 등을 중심으로 미국시장 내 SMA(Separated Managed Account)를 개설한 소수의 고액자산가를 대상으로 맞춤형 포트폴리오를 구성하고 투자하는 서비스로부터 출발했다. 당시에는 미국 내 투자자의 자본이득세(capital gain tax)를 최소화하기 위해 손익통산이나 손실 이월을 활용한 세금손실수집(tax loss harvesting) 전략이 주요 서비스였고, 이를 실행하기 위해 개별 종목에 투자하여 지수를 추종하되 자본이득세를 줄이기 위한 매매전략이 추가되었다. 과거에는 거래수수료가 비싸고 지수 추종에 필요한 최소 금액 규모가 컸으므로 어느 정도 규모의 경제를 달성할 수 있는 고객은 고액 자산가뿐이었다.

이후 찰스 슈왑(Charles Schwab), 로빈후드(Robinhood) 등 리테일 브로커리지사의 무료수수료 경쟁과 소수점 거래의 등장으로 소액 투자자도 다이렉트 인덱싱을 이용할만한 경제적 여건이 마련되었다. 또한 방대한 양의 정보를 효과적으로 분석하고 다수의 고객의 요구에 대응할 수 있는 IT 인프라의 성능 향상과 자동화 기술의 발전으로 다이렉트 인덱싱의 대중화가 비로소 가능해졌다. 패시브 투자의 전환과 개인화된 서비스의 확산, 그리고 누구나 서비스를 누릴 수 있는 환경이 조성되면서 다이렉트 인덱싱이 확산되었다고 볼 수 있다.

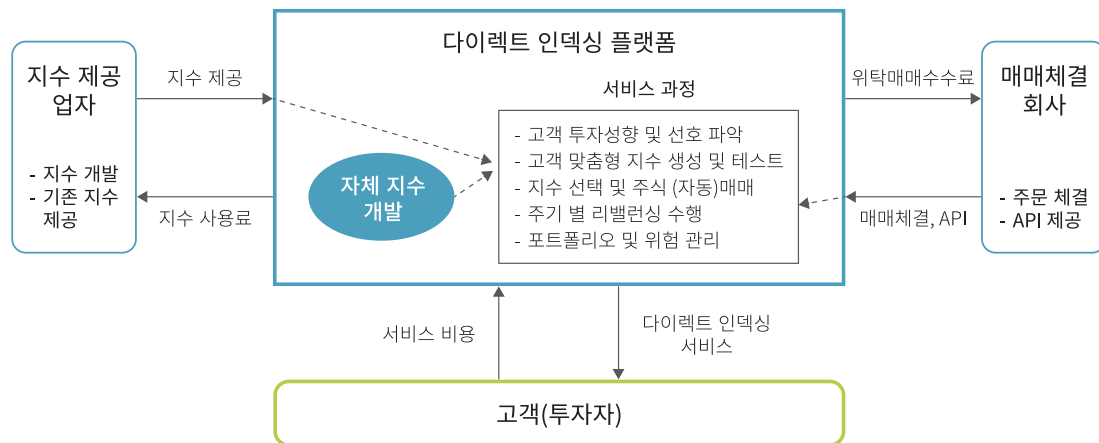
다이렉트 인덱싱의 주요 서비스 현황과 특징

다이렉트 인덱싱의 서비스 구조는 아래 <그림 1>처럼 플랫폼 사업자, 지수 제공업자, 매매체결회사, 고객으로 구분할 수 있는데²⁾, 서비스의 핵심은 다이렉트 인덱싱 플랫폼이며 지수 제공업자와 매매체결회사(위탁매매업자)가 서비스 구현을 돕는 방식이다. 먼저 지수 제공 측면에서는 기존의 지수 제공업자가 제공하는 지수를 활용할 수 있으나 다이렉트 인덱싱 플랫폼 사업자의 자체 개발도 가능하며,

2) 이현열(2022) 참조

다이렉트 인덱스 사업자는 고객의 성향과 기호를 파악한 뒤 고객이 입력한 정보와 플랫폼 내 데이터를 바탕으로 맞춤형 포트폴리오(지수)와 테스트 결과를 제시한다. 고객이 해당 지수에 투자를하기로 결정하면 연계된 매매체결회사를 통해 주문이 집행되는 방식이다. 이후 지수 편입 종목의 교체, 투자자금의 입출금이 발생하면 리밸런싱(rebalancing)이 가능하며, 소수점 거래와 증권사가 제공하는 API를 활용하면 투자자산의 규모와 상관없이 손쉽게 투자자 본인이 제작한 지수에 지속해서 투자할 수 있다. 이러한 플랫폼의 구현이 가능하기 위해서는 개별 종목 단위의 방대한 데이터의 수집 및 관리, 포트폴리오 최적화 및 테스트 모듈 등이 전제되어야 할 것이다.

〈그림 1〉 다이렉트 인덱싱 서비스 구조



자료: 이현열(2022) 참조

우리나라의 경우 핀테크 스타트업³⁾에서 개인고객을 대상으로 하는 다이렉트 인덱싱 투자 플랫폼을 출시한 만큼 아직 시작에 불과하나, 전술하였듯이 현재 미국을 중심으로 다이렉트 인덱싱의 활용이 증가하고 있다. 2021년 1분기 기준 미국 시장 내 다이렉트 인덱싱 운용자산규모(AUM)는 약 3,500억 달러로 추산되는데⁴⁾, 주요 시장 참여자는 패시브 시장 내 다이렉트 인덱싱 사업의 성장 잠재력을 인식하고 관련 기업을 인수하는 등 발빠르게 시장을 점유하기 위한 경쟁을 지속하고 있다.⁵⁾ 특히 세계 최초의 인덱스 펀드를 출시한 자산운용사인 밴가드(Vanguard)가 46년 역사상 최초로 다이렉트 인덱싱 솔루션 개발업체인 JustInvest를 인수한 사례는 관련 업계에 시사하는 바가 크다.⁶⁾

3) 두물머리가 국내에서 최초로 다이렉트 인덱스 사업을 시작했다(홈페이지 참고: www.doomoolmori.com).

4) 개인 맞춤형 자산관리 계좌인 SMA(separated Managed Account)를 통해 제공되는 다이렉트 인덱싱을 기준으로 산출한 결과이다(Oliver Wyman, 2021).

5) 삼성증권(2021) 참조

6) Financial Times, 2021. 7. 14, Vanguard makes first acquisition with JustInvest deal.

업권별로 다이렉트 인덱싱에 대한 대응과 양상이 조금씩 다른데 특징적인 점은 다음과 같다. 먼저 찰스 슈왓과 같이 주로 리테일 고객을 대상으로 하는 업체는 다양한 직접투자 톨을 제공하고 있으며 이와 함께 다이렉트 인덱싱(Schwab Personalized Indexing)이 제공되고 있다. 2020년 6월에는 다이렉트 인덱싱 관련 업체인 Motif를 인수하여 절세 전략을 고도화하고 있다. 또한 패시브 시장에서 경쟁력을 확보하고자 노력했으나 결실을 맺지 못했던 모건스탠리(Morgan Stanley)는 미국에서 가장 오랜 기간 다이렉트 인덱싱 서비스를 제공해온 Parametric의 모기업(Eaton Vance)을 약 70억 달러에 인수하며 그간 블랙록(BlackRock)과 뱅가드가 양분한 패시브 시장의 패권에 도전하고 있다. 뿐만 아니라 블랙록과 뱅가드도 각각 Aperio Group과 JustInvest를 인수하면서 패시브 시장의 변화에 적절히 대응하고 있다. 다이렉트 인덱싱의 서비스 수수료는 Schwab Personalized Indexing의 경우 35bp로 일반적으로 ETF보다는 높고 액티브 펀드에 비해 낮은 수수료로 알려져 있다.

미국 주요 금융투자사가 제공하는 다이렉트 인덱싱의 주요 서비스는 크게 절세 전략과 개인화 지수 투자로 나눌 수 있다. 특히 절세 전략은 모든 다이렉트 인덱싱에서 제공하는 서비스인데, 주식시장에 투자할 때 발생하는 자본이득세를 최소화하는 세금손실수집 전략이 핵심이다. 이는 자산 매각 시 발생한 수익과 손실을 통산함으로써 실현수익을 최소화하기 위해 손실이 난 종목을 미리 매도하고 유사한 자산을 편입하여 지수를 추종하는 방식이다. 세금손실수집 전략은 단순 지수 추종과 비교했을 때 연간 0.82~1.08%의 초과수익을 달성할 수 있는 것으로 알려져 있고(Chaudhuri et al., 2020), 다이렉트 인덱싱이 이를 실현할 수 있다고 검증된 바 있다(Sosner et al., 2021).

개인화 지수를 제공하는 것은 국내에서 출시된 서비스와 유사한 측면이 있으며, 일반적으로 팩터(factor)⁷⁾와 ESG를 혼합한 형태의 개인화된 지수를 선보이고 있다. 그 외에도 특정 업종이나 기업을 스크리닝(screening) 할 수 있고, 같은 종목군에 투자하더라도 비중을 변경하는 방식으로 지수를 변형할 수 있다. 무엇보다 일반적인 개인투자자는 ESG에 대해 무관심한 것으로 알려져 있는데(Moss et al., 2020), 해외 주요 다이렉트 인덱싱 서비스는 개인화된 지수를 생성할 때 ESG를 고려할 수 있는 다양한 옵션을 추가하여 개인투자자의 ESG 투자 활성화를 도모하고 있다.

다이렉트 인덱싱의 장점 및 기대효과

다이렉트 인덱싱의 가장 큰 장점은 개인화의 정도가 무궁무진하다는 점이다. 로보어드바이저가 ETF를 중심으로 투자자의 위험 성향에 맞는 ETF 포트폴리오를 제공했다면, 다이렉트 인덱싱은 투자자의 다양한 기호를 충족하는 지수를 구성하고 이를 개별 종목으로 구성된 포트폴리오를 통해 운용할 수 있다는 측면에서 더욱 유연한 패시브 투자가 가능하다. 예를 들어, 반도체 업종에 종사하는 사람은 반도체 업종의 비중을 낮춘 지수를 구성하여 투자함으로써 근로소득과 투자소득의 분산 효과를 누릴 수 있다.

7) 팩터(factor)는 전체 투자자산을 구분하는 주요 요소를 의미하는데, 주식시장에서는 기업의 규모(size), 가치(value), 수익성(quality), 배당(dividend) 등 다양하다.

또한 다이렉트 인덱싱 플랫폼 사업자가 제공하는 데이터를 통해 기업지배구조가 취약하거나, 상대적으로 고평가된 종목의 비중을 낮춤으로써 벤치마크 대비 강화된 지수(enhanced index)를 추종하는 패시브 투자도 가능하다(〈그림 2〉 참고). 이 외에도 코스피200과 같은 시장 대표지수 외 종목을 바탕으로 포트폴리오를 구성할 수도 있으며, 국내 주식뿐 아니라 해외주식을 혼합한 벤치마크 지수도 손쉽게 만들 수 있다.

이러한 다이렉트 인덱싱의 개인화 기술은 ETF 시장의 단점을 극복할 수 있는 방안이 될 수 있다. 최근 테마형, 액티브 ETF와 같이 다양한 형태의 ETF가 출시되고 있으나, 본질적으로 ETF는 개인 맞춤형 포트폴리오라고 보기는 어렵다. 기본적으로 투자자는 운용사가 제공하는 ETF에 투자해야 하며 상장된 ETF 중에서 투자자가 원하는 ETF가 없을 수도 있고, 설령 유사한 ETF가 상장되어 있어도 거래량이 적은 ETF도 많기 때문이다. 〈그림 3〉은 국내 상장된 ETF의 월간 거래회전율의 상·하위 25%의 추이를 보여주는데, ETF 간 유동성 격차가 꽤 큰 것을 알 수 있다. 상장된 ETF 중 월간 거래회전율 하위 25%는 대개 5% 미만으로 거래가 잘 이루어지지 않는 종목이다. 이처럼 투자자는 본인이 원하는 지수에 투자하고 싶어도 상품이 제공되지 않거나 ETF-편입 종목 간 유동성 불일치(liquidity mismatch)⁸⁾가 심할 경우 다이렉트 인덱싱을 활용하면 상대적으로 매매가 용이한 개별 종목을 바탕으로 원하는 지수를 구성하여 투자할 수 있게 된다.

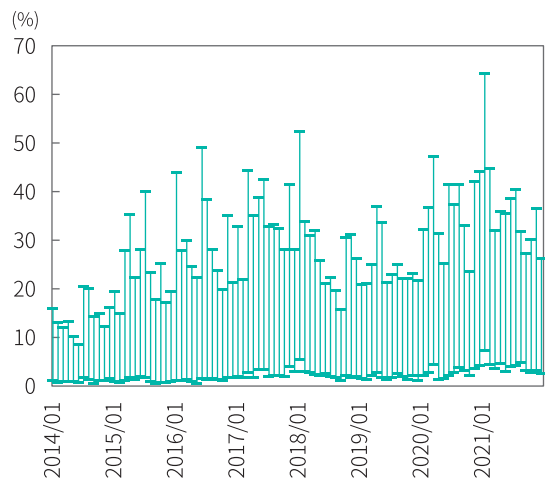
〈그림 2〉 코스피200 강화 지수 예시



주 : 벤치마크(코스피200)를 기준으로 각각 코스피 200 지수 내 1) 반도체 업종, 2) 지배구조 하위 등급(B 이하), 3) 상대적 고평가(PBR 상위 30%)에 해당하는 종목의 편입 비중을 절반으로 줄인 지수를 산출(2013. 12=100 기준)

자료: DataGuide

〈그림 3〉 국내 ETF 거래회전율 편차 추이



주 : 그래프의 상단과 하단은 각각 개별 ETF의 월간 거래회전율(=거래량/상장주식수) 상위, 하위 25%를 나타냄

자료: DataGuide

8) 본래 ETF 및 현물자산간 유동성 불일치(liquidity mismatch)는 현물자산의 유동성이 낮은 반면 ETF의 유동성이 높은 경우를 뜻하지만, 본고에서 언급한 유동성 불일치는 반대의 경우(ETF의 유동성이 낮은 경우)를 말한다.

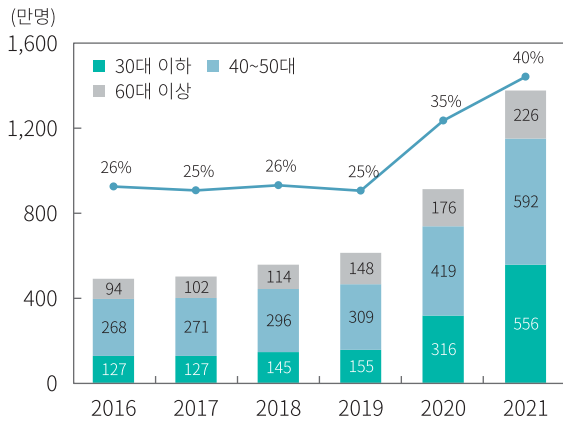
이 외에도 다이렉트 인텍싱을 통해 패시브 투자 생태계의 외연 확대와 업권 간 시너지 창출이 가능해진다. 새로운 ETF를 출시하는 데 상장심사 등 다소 시간이 소요되는 점과 대형 운용사가 시장을 선점하고 있는 상황에서 새로운 상품 공급자의 진입이 어려운 점을 감안하면, 다이렉트 인텍싱 기술은 이러한 패시브 투자 생태계의 경직성을 해소할 수 있는 방안이 될 수 있다. 또한 자산운용사 외에도 투자자문사, 증권사 등 금융투자업 전반에서 다이렉트 인텍싱 플랫폼을 활용할 수 있으며, 투자자문사의 자문 역량과 증권사 API와 같은 자동매매 기술이 결합되어 더욱 활용도 높은 패시브 투자 솔루션이 탄생할 수 있다.

마지막으로 다이렉트 인텍싱 기술의 중장기적인 기대효과는 개인투자자의 투자행태 개선이다. 김민기·김준석(2021)의 분석 결과에 따르면 국내 개인투자자는 과도한 거래와 위험 추구, 낮은 수준의 분산투자 경향이 있으며, 이러한 현상은 코로나19 국면에 신규로 진입한 투자자에서 강하게 나타났다. 향후 국내에서도 소수점 거래 기술과 결합될 수 있는 다이렉트 인텍싱은 투자자산의 규모와 상관없이 투자자로 하여금 분산된 포트폴리오 투자를 가능하게 하고 패시브 투자 방식으로 불필요한 거래를 최소화할 수 있어 개인투자자의 고질적인 투자행태를 개선할 수 있는 해결책이 될 가능성이 있다.

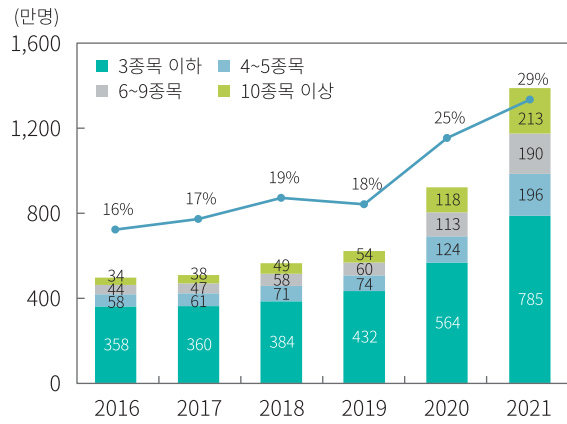
실제 코로나19 국면 주식투자 붐과 함께 새로 진입한 투자자 중에는 MZ세대의 비중이 높고, 자산 규모가 일정 수준 이상인 투자자가 꽤 늘어난 것으로 보인다. <그림 4>에서 알 수 있듯이 30대 이하의 투자자 비중이 2021년 말 40%로 코로나19 이전 25%(2019년)보다 크게 증가했고, 6종목 이상(또는 10종목 이상) 투자하고 있는 투자자 그룹이 여타 그룹에 비해 가장 증가율이 높다(<그림 5> 참고).⁹⁾ 자산규모가 큰 투자자일수록 분산투자에 대한 수요가 많을 수 있고, 특히 MZ세대는 비대면 플랫폼을 선호하고 디지털 기술에 익숙하기 때문에 다이렉트 인텍싱 서비스의 잠재 고객이 될 수 있다. 패시브 투자의 장점, 작동 방식에 대한 설명 및 관련 유용한 정보가 잘 제공된다면, 주식투자에 익숙하지 않은 신규 투자자 입장에서는 다이렉트 인텍싱을 통해 비효율적인 투자습관을 탈피하고 장기 투자수익률을 제고할 수 있을 것이다.

9) 보유 종목수가 투자자산 규모와 일치하는 것은 아니지만 상관관계가 높은 점을 고려한 것이다. 예탁결제원 보도자료(2020년 12월 결산 상장법인 개인투자자 보유금액 현황)에 따르면, 2020년 중 1인당 보유금액 1~10억원 사이의 투자자가 2019년 대비 가장 많이 증가했다.

〈그림 4〉 연령대별 주식투자자 수 추이



〈그림 5〉 보유종목수별 주식투자자 수 추이



주 : 각 그림의 실선은 30대 이하(그림 4) 및 6종목 이상 보유자(그림 5)의 비중(%)을 나타냄
 자료: 예탁결제원

결어

우리나라의 경우 여전히 증권거래세가 유지되고 있어 현재 다이렉트 인덱싱 기술의 사용 효과는 다소 절감될 수 있지만, 향후 금융투자소득세의 도입과 증권거래세의 폐지, 소수점 거래의 활성화 가능성을 고려하면 다이렉트 인덱싱의 활용도는 제고될 것으로 보인다. 또한 개별 종목단위의 거래를 통해 지수를 추종하기 때문에 슬리피지(slippage)¹⁰⁾와 같은 암묵적 거래비용을 최소화할 수 있는 매매전략의 고도화도 선행되어야 할 것이다. 향후 이러한 패시브 투자 환경의 변화를 주시할 필요가 있고, 국내 업계에서도 다이렉트 인덱싱과 관련된 역량을 구축하고 대응 전략을 마련해야 한다.

다이렉트 인덱싱은 패시브 투자 시장의 새로운 기회라고 생각된다. 특히 우리나라와 같이 개인투자자가 많고 직접투자가 대중화된 시장에서는 더욱 다이렉트 인덱싱의 기대효과가 클 것이며, ETF에 대한 선호도가 높은 점도 긍정적으로 작용할 것이다. 물론 다이렉트 인덱싱도 개인투자자가 직접 운용을 지시하는 것이기 때문에 과도한 위험을 추구하는 등 본래 예상했던 기대와 다른 현상이 나타날 수도 있고 다이렉트 인덱싱이 반드시 시장 수익률을 초과할 수 있는 만능의 투자방식은 아니기 때문에 인덱스 투자와 관련한 광범위한 연구의 축적과 홍보가 이루어질 필요가 있다.

10) 슬리피지(slippage)는 주문자가 매수 또는 매도를 할 때 원하는 매매가격과 실제 체결가격과의 차이로 정의된다. 특정 지수를 추종하는 전략을 테스트할 때 개별 종목의 수익률 산정에 가정한 벤치마크 가격(예: 시가 또는 종가 등)과 실제 전략을 수행할 때의 체결가격은 다를 수 있고, 거래량이 부족하거나 높은 가격 변동성을 보일 경우 슬리피지에 따른 암묵적 거래비용이 발생할 수 있다.

참고문헌

김민기 · 김준석, 2021, 『코로나19 국면의 개인투자자: 투자행태와 투자성과』, 자본시장연구원 이슈 보고서 21-11.

삼성증권, 2021, *Direct (Bespoke) Indexing*.

이현열, 2022, '다이렉트 인덱싱 서비스의 현황과 미래', 『자산운용연구』 10(1), 71-82.

Cerulli Associates, 2021, *Improving Client Experience: Customizing with Direct Indexing*.

Chaudhuri, S.E., Burnham, T.C., Lo, A.W., 2020, An empirical evaluation of tax-loss-harvesting alpha, *Financial Analysts Journal* 76(3), 99-108.

Moss, A., Naughton, J.P., Wang, C., 2020, The irrelevance of ESG disclosure to retail investors: Evidence from Robinhood, Working Paper.

Oliver Wyman, 2021, *Competing For Growth*.

Sosner, N., Gromis, M. Krasner S., 2021, The tax benefits of direct indexing, and How they are affected by the Biden tax plan, *Journal of Index Investing*, Forthcoming.

ZOOM
-IN글로벌 자산관리(WM)의 디지털 전환 추세 및
국내 현황

- 글로벌 금융사들은 미래성장이 기대되는 WM 사업을 확대하고 있는 가운데 IT 기반의 플랫폼을 통한 웰스테크 활용이 증가
- 코로나19의 영향으로 비대면 방식의 확산에 따라 금융 부문에서도 기술력을 기반으로 한 디지털 플랫폼의 활용이 증가하면서 기존의 부유층, 고령층이 주요 대상이었던 WM 서비스가 소액자산가, 젊은층 등으로 대상이 확대되며 대중화
- 해외 주요 금융사들은 WM 사업 차원에서 웰스테크 플랫폼을 출시하거나 핀테크 기업과의 인수·합병이나 제휴를 통해 웰스테크 서비스를 확대하는 추세
- 국내 금융사들도 수익구조 다변화가 이뤄지고 있는 국면에서 WM 서비스 강화 노력이 진행되고 있고, 마이데이터의 도입으로 이와 결합한 맞춤형 WM 서비스가 가능해지면서 WM 부문의 디지털 전환은 가속화될 전망

□ 글로벌 금융사들은 미래성장이 기대되는 WM(Wealth Management) 사업을 확대하고 있는 가운데 IT 기반의 플랫폼을 통한 웰스테크 활용이 증가

- 금융위기 이후 주요 글로벌 투자은행의 자산관리·운용 부문의 수익 비중이 높아지고 있는 추세
 - 주요 글로벌 투자은행의 수익 중 WM의 비중은 2008년 16.4%에서 2020년 22.1%까지 증가했고¹⁾, 맥킨지 보고서에 의하면 여전히 WM은 성장성이 높은 부문으로서 로보 및 하이브리드 어드바이저를 포함한 디지털 WM 부문이 향후 몇년간 빠르게 성장할 것으로 예상²⁾
 - 이는 WM의 사업 대상이 고액자산가 및 기관투자자에서 리테일 고객으로 확대되고 핀테크 기술이 발전하면서 일반 고객을 대상으로 한 자산관리·운용 시장의 진입장벽이 낮아진데 기인³⁾
- 특히, 자산관리의 디지털 전환이 이루어지면서 웰스테크(WealthTech) 개념이 탄생하였고 로보어드바이저뿐 아니라 온라인 전문펀드, 소액투자, 디지털 중개 등에서 디지털 금융 플랫폼의 활용이 증가
 - 웰스테크는 자산을 뜻하는 ‘웰스(Wealth)’와 기술인 ‘테크놀로지(Technology)’의 합성어로 자산관리와 IT를 결합한 디지털 자산관리를 의미

1) Bloomberg, 4개 글로벌 투자은행 대상임(JP모건, 모건스탠리, BOA, 웰스파코)

2) McKinsrey, 2022. 4. 16, US wealth management: A growth agenda for the coming decade.

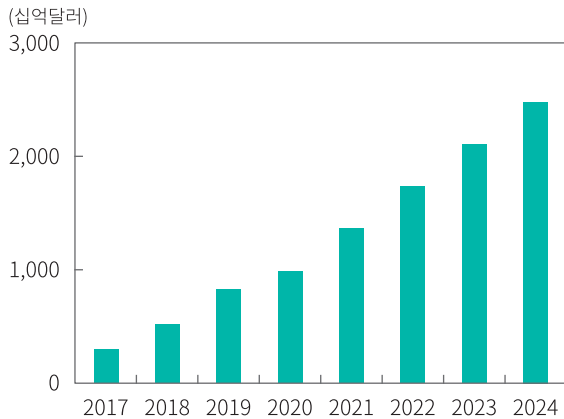
3) 최순영, 2021, 『글로벌 금융위기 이후 주요 투자은행의 변모』, 자본시장연구원 연구보고서 21-04.

- 가장 일반적인 웰스테크는 머신러닝 알고리즘을 이용하여 고객의 자산 및 투자 포트폴리오를 구성하여 온라인으로 제공해주는 로보어드바이저(RoboAdvisor)임
- 이밖에도 소액투자, 디지털 중개 서비스 등과 같은 웰스테크 플랫폼을 활용한 다양한 WM 서비스를 제공

□ 웰스테크를 활용한 WM 규모는 꾸준히 확대되고 있으며, 미국과 영국의 주도하에 웰스테크 부문의 투자도 증가하고 있어 웰스테크 시장은 더욱 커질 것으로 예상

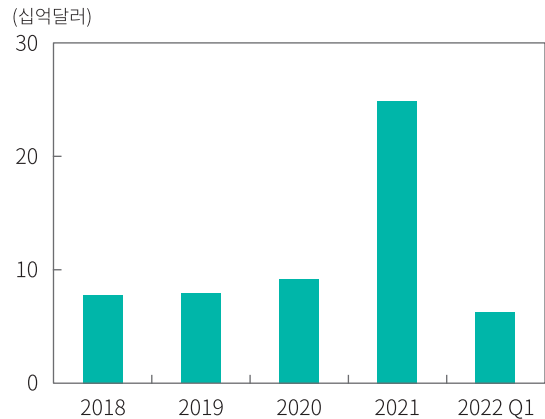
- 전 세계적으로 웰스테크를 활용한 자산운용 규모는 증가하고 있는 가운데 2017년 2,977억달러에서 2020년 9,875억달러로 3.3배 가량 확대되었으며 2024년에는 2억4,873억달러 규모까지 확대될 것으로 예상
 - 찰스슈왑의 분석에서는 2025년까지 미국인의 약 60%가 웰스테크를 통해 자산관리 서비스를 제공받을 것으로 전망⁴⁾
- 뿐만 아니라 웰스테크 부문에 대한 투자규모는 2020년 92억달러에서 2021년 249억달러로 2.7배 가량 증가했으며 2022년 1분기에만 63억달러를 기록
 - 2022년 1분기 웰스테크 부문의 투자는 영국이 19억달러로 전 세계 투자규모의 30%를 차지하며 가장 큰 비중을 나타냈고 미국은 28%를 차지하면서 영국과 미국이 주도하는 양상을 나타냄⁵⁾

〈그림 1〉 웰스테크를 활용한 WM 규모(AUM)



자료: 금융투자협회(2020) 재인용

〈그림 2〉 웰스테크 부문 투자 규모



자료: FinTech Global

4) Charlse Schwab, 2018. 10, Consumer Digital Demands.

5) Fintech Global, 2022. 6. 28, WealthTech deal activity on track to double in 2022.

□ **코로나19의 영향으로 비대면 방식의 확산에 따라 금융 부문에서도 기술력을 기반으로 한 디지털 플랫폼의 활용이 증가하면서 기존의 부유층, 고령층이 주요 대상이었던 WM 서비스가 소액자산가, 젊은층 등으로 대상이 확대되며 대중화**

- 코로나19 확산이 장기화되면서 금융 부문에도 비대면 방식의 활용이 더욱 확대되었고 이러한 상황에 대응하기 위한 디지털 기술 역량도 강화되면서 WM 부문의 디지털화도 빠르게 진행
 - 빅데이터, 인공지능 등의 기술력을 활용한 디지털금융 서비스가 확산되면서 디지털 채널에서 자산관리자와 고객 간 상호작용을 하는 WM 부문의 디지털 전환이 가속화
- 이로 인해 자산관리 서비스가 기존에는 부유층, 고령층을 중심으로 제공되는 경향이 강했으나 디지털 전환으로 진입장벽이 낮아지면서 소액자산가나 젊은층 등의 대상으로 확대되며 보다 대중화
 - WM은 고객 자산으로 다양한 포트폴리오를 구성하여 운용하고 금융사가 수수료를 수취하는 형태로 금융사와 고객 모두 일정규모 이상의 자산이 되어야 니즈가 발생하므로 주로 고액 자산가나 은퇴 후 자산관리가 필요한 퇴직자를 대상으로 상담을 통한 대면 서비스로 제공해 오⁶⁾
 - 하지만 자산관리의 디지털 전환은 비대면으로 인해 서비스 비용이 낮아지면서 디지털 플랫폼을 통한 서비스 제공이 용이해짐에 따라 소액자산가나 젊은층 등 자산관리 대상이 확대되며 대중화에 기여
- 또한 웰스테크의 등장은 WM의 대중화뿐 아니라 WM 산업에서 사이버보안의 중요성 강화⁷⁾
 - 웰스테크는 축적된 고객 정보의 분석을 통해 서비스를 제공하므로 사이버보안이 중요하며 이에 따라 미국, 유럽 등에서는 개인정보보호 및 사이버보안에 관한 규제를 강화하는 추세

□ **해외 주요 금융사들은 WM 사업 차원에서 웰스테크 플랫폼을 출시하거나 핀테크 기업과의 인수·합병이나 제휴를 통해 웰스테크 서비스를 확대하는 추세**

- WM 시장은 기술력을 바탕으로 한 웰스테크의 등장으로 초개인화(hyper-personalized) 및 원활한 사용자 경험(user experience: UX) 제공, 사이버보안 강화, 협업화 등의 추세를 나타냄⁸⁾
 - 고객의 자산 상황을 상세히 파악하여 맞춤형 서비스를 제공하는 것으로 고객의 니즈를 예측하지 못한 경험까지 아우르는 서비스를 제공하는 초개인화 추세
 - 장소와 시간의 제약 없이 많은 고객이 신속하게 편리하게 옵션을 선택하고 디지털 채널을 통한 자문 및 상호작용 경험이 원활하게 제공되도록 적절하게 설계된 UX가 중요
 - 금융서비스를 제공하기 위해 확보 및 관리하는 고객의 광범위하고 방대한 양의 데이터는 맞춤형 서비스를 제공할 수 있다는 장점 이면에는 기술혁신으로 인해 정교해지는 사이버범죄로 보안 관리가 더욱 중요해짐
 - WM 산업 내에서 금융사 및 기술 스타트업, 기업 간 협업을 통해 WM 서비스를 제공

6) 비즈니스위치, 2021. 3. 31, [웰스테크 시대]①자산관리(WM), 디지털을 만나다.

7) 금융투자협회, 2020, 『디지털 자산관리(웰스테크)의 글로벌 트렌드 및 사례조사』.

8) <https://surf.dev/what-is-wealthtech>

- 이러한 WM의 디지털 전환 추세에 맞춰 기존의 WM 산업을 주도하던 글로벌 금융사들은 자체적으로 플랫폼을 출시하거나 다른 기업과의 인수·합병 또는 제휴를 통해 웰스테크를 적극적으로 도입⁹⁾
 - 골드만삭스의 리테일금융 플랫폼 Marcus는 다양한 상품 출시 및 디지털 자산관리 제공으로 사업 영역을 확장하면서 다양한 핀테크 기업을 인수하여 기술력 및 전문인력을 확보하였고 애플, 아마존 등과 같은 빅테크 기업과의 제휴로 고객 범위를 넓힘
 - BoA는 온라인 자산관리 플랫폼인 Merrill Edge에서 고객군을 자산규모별로 구분하여 서비스를 제공하고 있으며 전문가의 지원도 차별화
 - 웰스파고는 온라인 투자자문 서비스를 제공하는 SigFig와 제휴하여 디지털 자산관리 서비스를 제공하고, 모건스탠리도 자산관리 플랫폼을 운영하는 웰스테크 업체인 Addepar과 제휴하여 성과보고 및 포털을 이용한 분석을 수행하여 서비스를 제공 중
 - JP Morgan은 2021년 런던의 자산관리 관련 기술 기업인 Nutmeg를 인수하여 장기적으로 자산관리 서비스의 디지털 기반을 형성할 것임을 밝힘¹⁰⁾

□ 국내 금융사들도 수익구조 다변화가 이뤄지고 있는 국면에서 웰스테크 서비스를 확대하며 WM 서비스를 강화

- 국내에서도 로보어드바이저 시장과 온라인 펀드 규모가 최근 3년간 크게 확대되며 디지털 자산관리 시장의 성장이 기대되는 가운데, 이에 따라 금융사의 관심이 증대됨¹¹⁾
 - 금융의 디지털화는 MZ 세대의 자산관리 시장 진출의 핵심 요인으로서 코로나19로 인한 비대면 수요 증가가 더해지면서 금융사는 IT 기술을 활용한 금융서비스의 디지털화 전략으로 플랫폼을 활용하여 고객을 끌어들이
- 국내 금융사들은 해외에 비해 WM 부문의 수익 비중 증가가 두드러지지 않지만 최근 들어 WM 부문의 서비스 강화 노력이 진행되고 있으며 일부 금융사는 WM의 고객군을 일반 대중으로 대상을 확대하며 웰스테크 플랫폼을 준비 중
 - 금융투자협회에 따르면 국내 금융사에서 위탁매매 비중이 감소하고 IB 비중이 확대되며 수익구조의 다변화가 진행되고 있지만 WM 부문은 2021년 기준 8%로 해외 금융사에 비해 낮은 비중을 나타냄
 - 하지만 금융사들은 지속가능한 수익창출을 위해 경쟁력 제고에 나서며 WM 부문 인력 및 부서를 확대 개편하여 WM 부문을 강화하는 추세¹²⁾
 - KB증권은 2020년 월 1만원에 자산관리 서비스를 제공하는 '프라임 클럽(Prime Club)'을 출시하여 고액자산가가 아닌 일반 대중을 대상 고객으로 하고 있으며, 우리금융도 MZ세대를 겨냥하여 주식, 부동산, 가상자산 등의 다양한 자산을 관리하는 '웰스테크' 플랫폼을 준비 중

9) 국제금융센터, 2021, 『글로벌 은행권 7대 트렌드② - 자산관리(WM) 비즈니스 점검』.

10) Fintech Futures, 2021. 6. 17, JP Morgan acquires digital wealth manager Nutmeg.

11) 매거진한경, 2022. 7. 27, 디지털 자산관리, 영토 확장 빨라져...규제 개선 필요.

12) 이코노믹 리뷰, 2021. 12. 31, 증권사, 2022년 IB·WM 강화에 '사활' 2022년 조직개편에 IB·WM부문 확대 등 역량 집중.

□ WM 부문의 디지털 서비스 강화로 인해 웰스테크의 활용은 더욱 확대될 것으로 예상되며, 마이데이터의 도입으로 WM의 디지털화는 가속화될 전망

- WM이 디지털화되면서 대상 고객군의 범위가 넓어짐에 따라 웰스테크의 활용이 더욱 증가할 것으로 예상
 - 금융사는 웰스테크 플랫폼을 구축 및 운영하는데 있어 기존 WM 사업을 영위하던 노하우 활용이 가능하며, 기존의 기업금융, 트레이딩에 비해 수익 비중이 낮았던 WM의 디지털화로 수익제고를 기대
- 2022년초 시작된 마이데이터 사업은 정보 관리 및 활용으로 빅데이터 분석을 통해 초개인화 자산관리 서비스를 제공할 수 있다는 점에서 마이데이터와 결합한 금융사의 웰스테크의 활용이 더욱 확대될 전망
 - 국내 증권사 중 마이데이터 라이선스를 취득한 증권사는 7개로 통합자산 및 신용점수 조회 등의 서비스를 제공
 - 마이데이터의 활용으로 사용자가 분산되어 있는 개인정보를 한눈에 파악할 수 있어 맞춤형 자산관리 서비스 제공이 가능해지므로 웰스테크를 활용한 WM 서비스를 통해 각 이용자가 자신의 신용도 및 자산 실태를 파악하기 용이할 전망

선임연구원 홍지연

ZOOM
-IN

인적자본의 가치 인식과 기업공시제도 논의

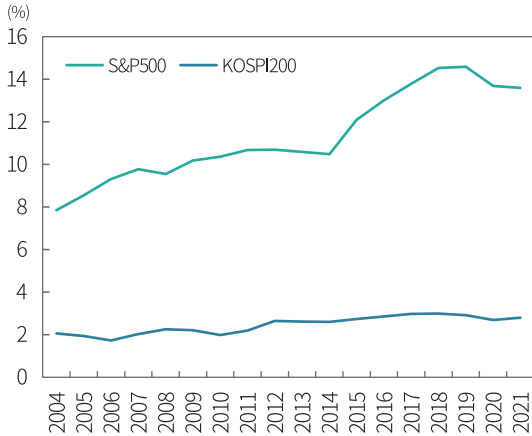
- 기업가치에 있어 무형자산의 비중이 오랜 시간 지속적으로 확대되고 있지만, 자본시장에 제공되는 회계공시는 무형자산의 가치를 인식하고 측정하는 데 어려움이 있음
- 최근 국내외에서 무형의 인적자본(human capital)이 기업의 가치와 주가 등에 중대한(significant) 영향을 미치는 이슈가 발생
- 전속 매니지먼트 계약의 형태로 이루어진 인적자본은 그동안 자본시장에서 인식해온 인적자원(human resource)과 다소 차이가 있기에 그 가치를 인식하는 데 더욱 어려움이 있음
- 국내의 기업공시제도는 미국식 기업공시제도와 유사한 체계를 따르고 있으나, 수시공시에 있어서 중요정보(material information) 여부의 판단이나 공시 채널 방식에서 차이가 있음
- 인적자본이 주가에 중대한 영향을 미치며 그 중요성이 확대되고 있는 만큼 인적자본의 중요정보를 적시(timely)에 공시할 수 있도록 수시공시와 관련한 제도적 보완이 필요
- 조회공시와 공정공시는 인적자본의 정보불균형 해소에 있어서 중요한 역할을 할 수 있으므로 해당 공시규제를 뒷받침하는 방안도 고려해 볼 수 있음

- 기업가치에 있어 무형자산의 비중이 오랜 시간 지속적으로 확대되고 있지만, 자본시장에 제공되는 회계공시는 무형자산의 가치를 인식하고 측정하는 데 어려움이 있음
 - 무형자산은 연구개발비로부터 창출되는 지식재산과 무형자산 대부분을 차지하는 브랜드, 인적자본, 조직자본 등을 포함한 광의의 개념¹⁾
 - 기업에서 무형자산의 비중이 점점 증가하고 있지만, 전체 상장기업의 시가총액 대비 무형자산의 비율은 낮아지는 추세
 - 이는 무형자산의 장부가치가 시장가치를 적절히 반영하지 못하고 있음을 의미²⁾
 - S&P500 기업의 2008년도 시가총액 대비 무형자산 비중은 30.51%로 전년 대비 54.21%의 증가세를 보이다가 2021년도에 약 13.53%까지 감소
 - KOSPI200 기업의 경우에도 2008년도 시가총액 대비 무형자산 비율이 13.01%로 전년 대비 139.15%를 넘는 증가세를 보였으나, 2021년도에 약 10.57%로 감소

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

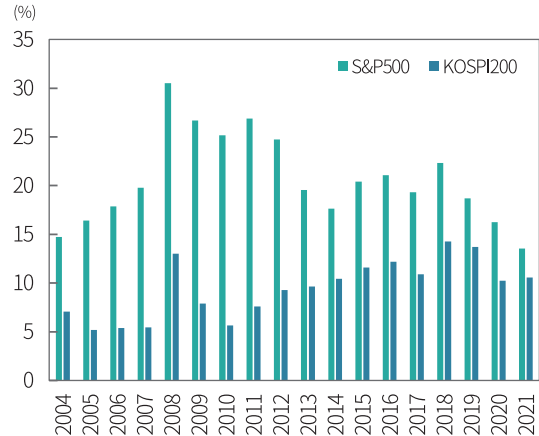
2) 정도진·박성환·김종현·강평경·정아름, 2020, 핵심무형자산의 개념과 측정 및 보고, 『회계저널』 29(4), 271-302.

〈그림 1〉 총자산 대비 무형자산 비율



자료: Bloomberg, 자본시장연구원

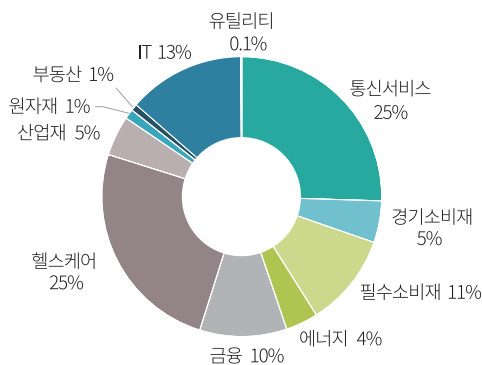
〈그림 2〉 시가총액 대비 무형자산 비율



자료: Bloomberg, 자본시장연구원

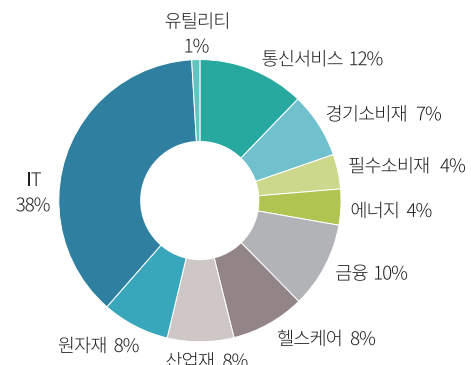
- 2021년도 시가총액 상위 150개 상장법인을 대상으로 한 미국과 국내 기업의 11가지 섹터별 무형자산의 비중은 상이한 것으로 나타남
- 미국은 헬스케어와 통신서비스의 부문에서 무형자산의 비중이 각각 25%에 달함
 - 이외에 IT(13%), 필수소비재(11%), 금융(10%), 경기소비재·산업재(5%), 에너지(4%), 원자재·부동산(1%), 유틸리티(0.1%) 순으로 나타남
 - 다만, 시가총액 1위(2021년 기준)인 애플³⁾의 경우는 2018년부터 무형자산을 회계공시에 보고하지 않는 것으로 드러남
- 국내의 경우 IT산업에서 무형자산 비중이 38%로 가장 높은 비중을 차지
 - 이외에 통신서비스(12%), 금융(10%), 헬스케어·산업재·원자재(8%), 경기소비재(7%), 필수소비재·에너지(4%), 유틸리티(1%) 순으로 나타남⁴⁾

〈그림 3〉 미국 기업의 산업별 무형자산 비중



주 : 2021년, 시가총액 상위 150개 상장법인 기준
자료: Bloomberg, 자본시장연구원

〈그림 4〉 국내 기업의 산업별 무형자산 비중



주 : 2021년, 시가총액 상위 150개 상장법인 기준
자료: Bloomberg, 자본시장연구원

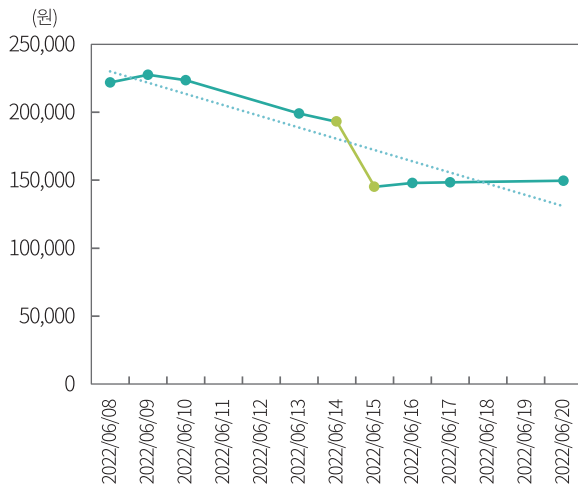
3) 애플(Apple Inc.)은 IT산업으로 분류

4) 시가총액 상위 150위 상장법인에 부동산 산업과 관련한 기업은 없었음; 통신서비스는 통신, 미디어, 엔터테인먼트 업종 등을 포함

□ 최근 국내외에서 무형의 인적자본(human capital)이 기업의 가치와 주가 등에 중대한(significant) 영향을 미치는 이슈가 발생

- 2022년 6월, 유명 가수의 활동 변화와 스타 강사의 퇴임 가능성 언급으로 각 소속 기업의 주가가 대폭 변동
 - 국내에서 그룹 방탄소년단(BTS)이 공개한 영상에서 BTS의 단체 활동의 잠정적 중단을 선언하면서 하이브의 주가는 전일 대비 24.87% 대폭 하락하였고, 시가총액은 약 2조원 감소
 - 또한, 인터넷강의 업체 메가스터디교육의 경우, 지난 6월 소속 유명 강사의 라이브 강의 중은 퇴사사 발언에 주가가 전일 대비 7.35% 하락하였고, 시가총액이 약 1,300억원 감소

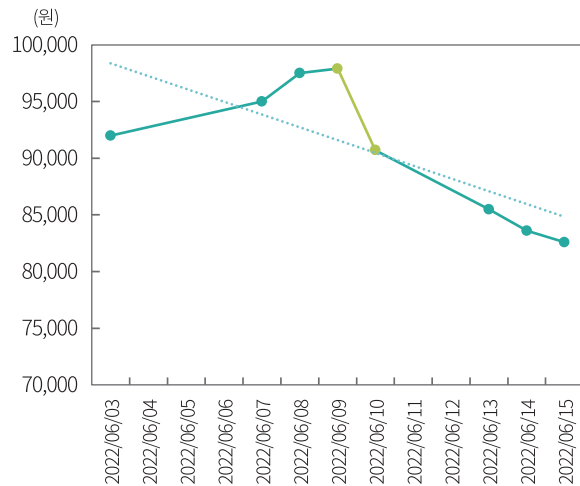
〈그림 5〉 2022년 6월 하이브 주가 추이



주 : 종가 기준

자료: FnGuide, 자본시장연구원

〈그림 6〉 2022년 6월 메가스터디교육 주가 추이



주 : 종가 기준

자료: FnGuide, 자본시장연구원

- 해외에서는 유명 축구선수의 이적 발표와 유명 연예인의 결혼 소식으로 주가가 대폭 변동
 - 2021년 8월 맨체스터 유나이티드(이하 맨유)가 구단 홈페이지를 통해 호날두 영입을 발표하였는데, 맨유의 주가는 최고 9.8%까지 상승하여 2억 1,200파운드의 시가총액이 증가⁵⁾
 - 해당 현상은 2018년 7월 유벤투스가 호날두를 영입하였을 때도 비슷하게 나타남
 - 또한, 2015년 10월 일본의 인기 배우이자 가수인 후쿠야마 마사루의 결혼 소식이 전해지자 그의 소속사인 아뮤즈의 주가가 전일 대비 8.28% 하락
- 이처럼 국내외에서 기업과 일종의 전속계약으로 관계로 이루어진 인적자본이 상장기업의 주가나 매출에 중대한 영향을 미치는 일이 발견됨

□ 전속 매니지먼트 계약의 형태로 이루어진 인적자본은 그동안 자본시장에서 인식해온 인적자원(human resource)과 다소 차이가 있기에 그 가치를 인식하는 데 더욱 어려움이 있음

5) 이데일리, 2021. 9. 10, [뉴스+] 12년 만에 친정팀 돌아온 호날두, 새 역사 쓸 준비 마쳤다.

- 기존에는 조직(기업)을 구성하고 있는 인적자원, 즉 주주, 경영진, 임직원 등과 관련한 인적자원이 중심이었으며, 대부분은 이러한 인적자원의 가치와 연관된 다양한 연구⁶⁾를 진행함
 - 최근 이슈가 되는 인적자본의 형태는 기업과 전속 매니지먼트 계약(이하 전속계약) 관계로 이루어지며 주로 엔터테인먼트 업종을 중심으로 분포
 - 국내에서 전속 매니지먼트 계약⁷⁾은 전속계약⁸⁾과 의미를 서로 구분하고 있지만, 전속계약이라 칭하며 서로 혼용하여 사용하기도 함⁹⁾
 - 전속 매니지먼트 계약이란 사업자에게 매니지먼트 권한을 위임하고 그 위임계약에 따른 수익을 분배하는 위임계약인 반면, 전속계약은 특정 사업자에게 일정한 노무를 제공하고 그 노무에 대한 대가를 받는 고용계약¹⁰⁾
- 미국 등 일부 국가에서는 인적자본-기업 간에 이러한 전속계약의 개념이 존재하지 않음
 - 미국은 에이전시(agency)¹¹⁾를 중심으로 매니지먼트 시스템이 구축되어 국내의 일반적인 연예엔터테인먼트(기획사)처럼 인적자본을 육성하거나 투자하지 않음
 - 이러한 에이전시는 콘텐츠 제작사와 감독, 작가, 배우 등의 사이에서 계약을 중개하는 역할을 하면서 계약이 성사되었을 때는 일정 비율의 수수료를 받음
- 따라서 현행 회계공시는 이러한 전속 매니지먼트 계약 형태의 인적자본 가치를 충분히 인식하고 반영하기에 어려움이 있음¹²⁾

□ 국내의 기업공시제도는 미국식 기업공시제도와 유사한 체계를 따르고 있으나, 수시공시¹³⁾에 있어서 중요정보(material information) 여부의 판단이나 공시 채널 방식에서 차이가 있음

- 국내와 미국의 수시공시의 중요정보 판단여부는 포괄주의 공시체계에 기반을 두고 있다는 점에서 서로 유사하지만, 협의 여부에 따른 차이가 있음

6) 오성호, 2006, 인적 자원 측정의 필요성과 방법에 대한 고찰, 『한국인사행정학회보』 5(1), 49-67.

7) 전속 매니지먼트 계약이란 매니지먼트회사 또는 매니저가 연예인의 출연 여부 및 출연료 등의 계약 조건에 관한 협상, 출연 일정의 조정, 대외 홍보 등 연예활동과 관련된 서비스를 제공하고, 연예인은 그 매니지먼트회사 또는 매니저를 통해서만 연예활동을 해야 하며 그를 통하지 않고 직접 또는 제3자를 통해서 연예활동을 하지 않을 의무를 부담하는 것을 내용으로 하는 계약을 지칭(서울고등법원 2006. 2. 8. 선고 2004나78754)

8) 전속계약이란 가수(가수지망생)가 연예기획사에게 대중문화예술용역에 대한 독점적인 매니지먼트 권한을 위임하고, 연예기획사는 이러한 매니지먼트 권한을 위임 받아 행사하는 계약을 지칭(대중문화예술인(가수중심) 표준전속계약서(문화체육관광부고시 제2018-0047호, 2018. 11. 28. 발령·시행) 제2조제1항 및 제4조제1항)

9) 공정거래위원회에서 마련한 「대중문화예술인(가수중심) 표준전속계약서」에서도 전속계약이라 혼용하여 사용함으로, 전속 매니지먼트계약을 전속계약으로 표현할 수 있음

10) 찾기쉬운 생활법령 정보 사이트 참고

11) 에이전시(agency)는 국내의 일반적인 연예 엔터테인먼트(기획사)처럼 인적자본을 육성하거나 투자하지 않으며, 단순히 콘텐츠 제작사와 감독, 작가, 배우 등의 사이에서 계약을 중개하는 역할을 함. 또한, 계약이 성사되었을 때 일정비율의 수수료를 지급받음

12) 최영문, 2019, 기업의 인적자원 정보의 기업가치 관련성 연구, 『국제회계연구』 88, 181-200.

13) 기업공시제도 중에서 수시공시는 기업의 경영활동과 관련된 사항 중 투자 의사 결정에 영향을 미치는 사실 또는 결정 내용을 즉시 신고하여 공시하도록 하는 제도, 정윤모·이주혜·박기령, 2004, 『수시공시제도의 개선방향연구 - 포괄주의 방식을 중심으로 -』, 한국증권연구원 연구보고서 04-07 참고

- 국내에서는 중요정보에 대하여 열거주의 방식을 기반으로 공시의무를 부여하였지만, 2016년 5월부터 포괄주의 방식의 공시규정을 도입
 - 이에 따라 국내 수시공시의 중요정보에 대한 공시여부 판단은 1차적으로 상장법인이 담당하며, 중요정보에 대한 판단이 스스로 어려울 경우 거래소와의 사전협의를 필요로 함¹⁴⁾
 - 반면에 미국의 경우 수시공시 이전에 거래소와 중요정보 여부에 대한 협의를 하지 않음
 - 다만, 기업은 공개 및 발표 10분 전까지 거래소에 전화로 수시공시 발표와 제공 방식 등을 알려야 하며, 이에 따라 거래소는 증권거래를 일시적으로 중지해야 할지를 결정¹⁵⁾
- 국내와 미국에서는 공통적으로 전자공시시스템을 통해 기업의 경영상태를 공시를 할 수 있으나 미국은 국내에 비해 더욱 다양한 채널을 활용
- 국내의 수시공시는 정기공시와 동일하게 금융감독원의 전자공시시스템(DART)을 통해서 기업의 중요정보를 공시할 수 있음¹⁶⁾
 - 반면에 미국은 SEC의 전자공시(EDGAR) 이외에도 보도자료, 기업 자사의 SNS¹⁷⁾, CEO의 인터뷰¹⁸⁾ 등 다양한 채널을 통한 수시공시를 인정하고 있음
 - 다만, 보도자료를 통한 공시일 경우에 최소한 다우존스앤컴퍼니(Dow Jones & Company), 블룸버그(Bloomberg), 로이터 통신(Reuters)을 포함하여 주요 뉴스 매체에 공시해야 함¹⁹⁾

□ 인적자본이 주가에 중대한 영향을 미치며 그 중요성이 확대되고 있는 만큼 인적자본의 중요정보를 적시(timely)에 공시할 수 있도록 수시공시와 관련한 제도적 보완이 필요

- 2021년 한국거래소는 제약·바이오 업종 공시 투명성 제고를 위한 포괄공시 가이드라인을 발표하였는데, 이와 유사하게 인적자본과 관련한 업종을 위한 포괄공시 가이드라인 마련이 필요
- 포괄주의 공시체계 하에서 기업이 스스로 포괄조항을 적용하여 중요정보를 신속하게 판단하는 데 어려움이 있을 수 있기에 기업 입장에서 공시부담이 큼²⁰⁾
 - 거래소가 포괄주의 공시체계를 도입할 당시에 다양한 업종에 대한 포괄조항 가이드라인을 제공한 바가 있으나, 엔터테인먼트 업종의 경우 전속계약과 관련한 소송 또는 중도해지와 활동장기중단(군입대 등)에 한하여 몇 가지 사례만 제시됨
 - 인적자원은 무형의 자산으로서 특성상 정보비대칭(information asymmetry)이 크기 때문에²¹⁾ 가급적 많은 사례를 반영한 포괄주의 가이드라인 마련이 필요

14) 코스닥시장 공시·상장관리 해설

15) 서완석, 2019, 해외 주요 거래소의 포괄주의 공시제도 - 공시위반에 대한 제재제도를 중심으로 -, 『증권법연구』 21(2), 31-85.

16) 상장법인이 금융감독원의 전자공시(DART)를 통해 공시내용을 제출하면, 자동으로 한국거래소의 전자공시(KIND)에도 제출

17) SEC, 2013, SEC Says Social Media OK for Company Announcements If Investors Are Alerted, Press Release.

18) SEC, 2017, Question and Answers of General Applicability, Security act rules.

19) 서완석(2019)

20) 서완석(2019)

21) 박종민·김보영, 2013, 한국상장 서비스기업의 주가와 재무정보를 활용한 무형자산가치 분해 - 기술가치, 브랜드가치, 인적자본 가치를 중심으로 -, 『대한경영학회지』 26(6), 1421-1448.

- 전자공시제도 이외에도 다양한 매체를 통해 수시공시를 허용하는 방안을 고려해 볼 수 있음
 - 전자공시시스템만을 이용하여 수시공시를 할 수 있는 국내의 경우에는 다양한 매체를 통한 수시공시를 허용하는 미국에 비해 정보 확산에 한계가 있을 수 있음²²⁾
- 인적자본의 전속 계약금액과 관련한 공시의무비율 적용에 대한 규제를 검토해 볼 수 있음
 - 현행 공시규정²³⁾에서는 연예·스포츠 매니지먼트 등 전속 계약금액이 자기자본의 10%(대규모 법인은 5%) 이상인 경우, 열거된 공시의무항목인 '시설외 투자 등'으로 공시
 - 이는 일정 규모 이상의 전속계약금을 지급할 경우 공시를 통해 투자자에게 알리기 위한 목적이²⁴⁾ 대다수의 엔터테인먼트 회사에서는 전속계약과 관련한 구체적인 정보를 공개하지 않고 있음²⁵⁾

□ **조회공시²⁶⁾와 공정공시²⁷⁾는 인적자본의 정보불균형 해소에 있어서 중요한 역할을 할 수 있으므로 해당 공시규제를 뒷받침하는 방안도 고려해 볼 수 있음**

- 앞서 언급한 BTS의 사례를 비추어 보았을 때, 조회공시와 공정공시는 인적자본의 중요정보 공시에 있어서 중요한 의미를 지님
- 기업이 투자 판단과 관련된 중요정보를 적시에 공시하지 않으면, 투자자는 해당 정보를 오인하는 사태가 발생할 수 있기에 조회공시가 필요할 수 있음
 - BTS의 경우에도 단체활동 잠정중단을 발표하였을 뿐인데, 여러 미디어와 투자자들 사이에서 팀 해체로 오해하는 경우가 발생²⁸⁾
 - 다만, 무분별한 조회공시는 기업의 경영활동을 위축시킬 수 있으므로 조회공시 대상을 중요정보로 국한하는²⁹⁾ 등 투자자를 보호할 수 있는 제도적 뒷받침이 필요
- 또한, 주요한 무형자산들은 대부분 기업 내부의 사적정보(private information)로 남기에³⁰⁾ 공정공시를 활용하는 방안을 고려해 볼 수 있음
 - BTS의 영상 공개 3일 전부터 하이브의 주가가 11%가 하락하였고, 여러 매체와 투자자 사이에서 BTS 활동과 관련한 정보가 내부에서 미리 제공되었다는 의혹이 제기됨³¹⁾

22) 서완석(2019)

23) 공시규정 제6조제1항제2호나목(4)

24) 해당 조항은 제이투엔터-비 사태로 불거진 엔터테인먼트 업계의 전속계약 문제를 개선하기 위해 2010년 한국거래소에서 발표한 공시제도이며, '머니투데이, 2010. 9. 2, 엔터업체, 연예인 전속계약 공시의무 신설' 참조

25) 에프엔씨엔터, 하이브, 에스엠, 와이즈엔터테인먼트, 제이와이피엔터테인먼트의 2021년 사업보고서 참고

26) 조회공시란 풍문·보도나 주가·거래량이 급변하여 투자자의 투자판단에 영향을 미칠 수 있는 중요정보가 있는지 여부를 거래소가 상장기업에게 확인하여 공시하도록 하는 제도

27) 공정공시란 기업이 증권시장을 통해 공시되지 않은 중요정보를 특정인에게 선별적으로 제공하고자 하는 경우 모든 시장참가자가 해당 정보를 알 수 있도록 특정인에게 제공하기 전에 중요정보를 공시하도록 하는 제도

28) 머니투데이, 2022. 6. 16, "해체한다고 난리 났던데..." BTS 정국, 500만 팬들에 해명.

29) 손성규·곽지영, 2008, 조회공시의 현황, 의미 및 주가반응, 『회계저널』 17(2), 65-95.

30) 정도진·박성환·김중현·강평경·정아름, 2020, 핵심무형자산의 개념과 측정 및 보고, 『회계저널』 29(4), 271-302.

31) 조선비즈, 2022. 6. 20, BTS 한 마디에 주가 무너졌는데...하이브는 뒷집만.

- 공정공시를 통해 사적인 정보의 선별적 제공을 제한함으로써 투자자가 인적자본에 대한 정보의 투명성을 제고하고, 나아가 시장의 효율성을 증진할 수 있음³²⁾

연구원 맹주희

32) 이세용·노밝은·이현경, 2011, 공정공시제도 도입으로 인한 회계이익의 가치관련성 변화에 대한 연구, 『회계학연구』 36(1), 37-70.