CEO LETTER 2023-15

CAPITAL MARKET FOCUS

자본시장포커스 Webzine

Opinion

주가급락 사태에 대한 소고

(선임연구위원 김준석)

미국 바이든 정부의 퇴직연금 개혁과 시사점

(선임연구위원 송홍선)

Zoom-in

영국의 집합적 확정기여형(CDC) 퇴직연금 제도 시행 및 시사점

헤지펀드, PEF의 정보 보고 강화를 위한 Form PF 개정의 주요 내용

자본시장연구원
Korea Capital Market Institute

OPINION

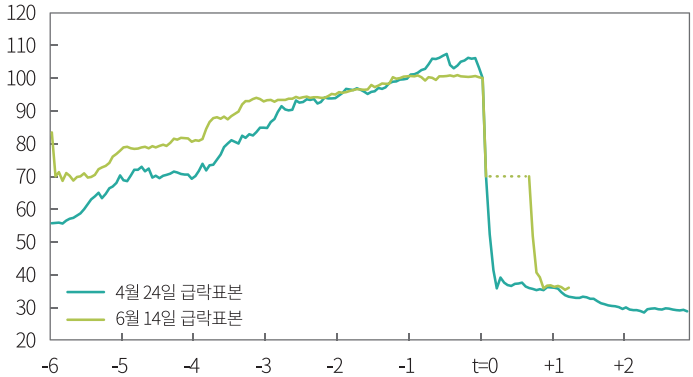
선임연구위원
김준석

주가급락 사태에 대한 소고*

최근 발생한 주가급락 사태가 시세조종과 연관된 것으로 알려지면서, 금융당국은 시세조종 등 불공정 거래행위를 근절하기 위한 대책을 내놓았고 국회는 불공정 거래행위에 대한 처벌을 강화하는 자본시장법 개정안을 통과시켰다. 그러나 시세조종이 근절된다 하더라도 주가급락 가능성이 사라지는 것은 아니다. 기업에 대한 부정적 정보가 적시에 공개되지 않고 장기간 누적되거나, 투자자가 수익률 상승추세를 추종하는 경우 주가는 과대평가되고 주가급락이 발생할 수 있다. 회계투명성이 낮을수록, 기관투자자, 애널리스트, 공매도 투자자 등 부정적 정보를 생산할 수 있는 시장참여자 기반이 취약할수록 주가의 과대평가 가능성이 커지며, 동시에 시세조종을 용이하게 하는 조건으로 작용한다. 투자자의 재산상 손실 이상으로 주식시장에 부정적인 영향을 미치는 주가급락과 시세조종 가능성을 줄이기 위해서는 주식시장의 정보효율성을 강화하는 것이 보다 근본적인 과제다.

지난 4월 24일 장기간 주가상승 추세가 이어지던 8개 종목의 주가가 동시에 하한가를 기록하는 사건이 발생하였다. 장기간의 주가상승은 시세조종에 의한 것이었고, 금융당국의 조사가 시작되자 투자자의 매도가 이뤄지면서 주가급락이 나타난 것으로 알려졌다. 아울러 시세조종 과정에서 활용된 CFD(contract for difference)에 대한 반대매매에 의해 주가하락이 가속화된 것으로 추정되고 있다. 6월 14일에도 5개 종목이 동시에 하한가를 기록하였는데, 4월 24일 사례와 유사하게 시세조종과 연관된 것으로 보인다. 4월 24일 급락한 8개 종목은 평균적으로 급락 직전일 대비 70% 하락한 수준에서 거래되고 있으며, 6월 14일 급락한 5개 종목의 주가 역시 급락 직전일 대비 65% 하락한 상황이다.

〈그림 1〉 주가급락 종목의 주가 변화



주: 급락직전일(t=0)의 주가를 100으로 표준화하였으며, 기간은 월간(20거래일) 단위이다.

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

주가급락 사태 이후 금융당국은 재발 방지를 위한 대책을 신속하게 내놓았다. 불공정 거래행위의 적발과 대응을 위한 관련기관간 협업체계를 강화하고 시장감시 기능의 고도화를 추진하기로 하였으며 시세조종 수단으로 활용된 CFD 제도를 개선하기로 하였다. 또한 국회는 3년간 통과되지 않았던 자본시장법 개정안을 본회의에서 통과시켰다. 부당이득의 산정기준을 법률에 명시하고 부당이익의 최대 2배를 환수하는 과징금을 신설하였다. 불공정 거래행위를 자진신고 또는 내부제보하는 경우에는 처벌을 감면할 수 있도록 하였다.

이와 같이 주가급락 사태와 관련된 후속 논의는 시세조종 등 불공정 거래행위의 근절에 집중되어 있는 것으로 보인다. 시세조종은 그 자체로 범죄행위이기 때문에 반드시 근절되어야 하나, 간과하지 말아야 할 지점은 주가급락으로 많은 투자자들이 큰 손실을 보았다는 사실이다. 불공정 거래행위는 그 결과가 어떻든 문제이며 주가급락은 그 원인이 무엇이든 문제이다. 이번 사건은 이 두 가지가 결합된 사례로서 큰 주목을 받게 된 것이다. 불공정 거래행위가 근절된다면 주가가 급락하는 현상이 사라질까? 그렇지 않기 때문에 이번 사건을 불공정 거래의 관점에서만 파악하기 보다는 주가급락의 관점에서도 접근할 필요가 있다.

주가급락 위험

예상하지 못한 주가의 급락 가능성은 투자자의 재산상 손실 이상으로 주식시장에 부정적인 영향을 미친다. 이러한 급락위험(crash risk)에 대해 투자자가 프리미엄(premium)을 요구하게 되면 주식 평가가치의 하락과 기업의 자본비용 증가로 이어질 수 있으며, 일부 종목의 급락이 어떤 경제적 혹은 행태적 경로를 통해 다른 종목으로 전이될 경우 시스템 위험으로 확산될 가능성도 배제할 수 없다. 주가급락으로 큰 손실을 본 투자자가 주식투자 규모를 줄이거나 주식시장을 떠날 가능성이 높다고 할 때 급락위험은 주식시장의 투자자 저변을 약화시키는 요인으로 작용한다. 주가급락 사태에 연루된 13개 종목은 급락 이후에도 부진한 추세가 이어지고 있는데, 해당 종목에 대한 투자수요의 위축, 투자자 신뢰의 저하를 보여주는 현상으로 이해할 수 있을 것이다.

한국 주식시장에서 주가급락은 어느 정도의 빈도로 발생하는지 살펴보자. 개별주식의 5거래일 수익률에서 같은 기간 시장수익률[1]을 차감한 값이 −50% 이하인 극단적인 경우를 주가급락으로 정의하고, 지난 10년간 전체 상장주식[2]의 수익률을 분석해보면, 수익률 측정 기간이 겹치지 않는 주가급락 사례는 모두 119건, 매달 1건 꼴로 관찰된다. 주가급락을 경험한 상장기업은 모두 103개사로 상당한 숫자다. 주가급락의 기준을 완화하여, 20거래일 수익률에서 같은 기간 시장수익률을 차감한 값이 −50% 이하인 경우로 정의하면, 주가급락 사례는 320개사에서 418건이 확인된다. 이 기간 상장기업 8개사 중

1) KOSPI지수 수익률과 KOSDAQ지수 수익률을 가중평균하여 계산한다.

2) 코넥스 상장기업, 관리종목, SPAC을 제외한다.

1개사가 주가급락을 경험했다는 다소 놀라운 결과다.

주가급락의 배경과 영향요인

거시경제적 충격이나 주가조작에 의한 과대평가의 결과로 발생하는 명백한 사례를 제외하고, 개별 상장기업의 주가급락은 어떠한 이유로 나타나는지 검토해보자. 지금까지 축적된 연구결과를 토대로 볼 때 가장 유력한 가설은 장기간 누적된 부정적 정보가 일시에 시장에 공개되면서 나타나는 현상이라는 설명이다(Jin & Myers, 2006). 경영자는 경력관리의 목적 또는 금전적 · 비금전적 보상을 확보할 목적으로 부정적 정보를 은폐하거나 공개를 지연할 유인을 갖는다. 또한 경영자가 과신성향(overconfidence)을 갖는 경우 부정적 정보의 의미를 축소하고 긍정적 정보를 과장할 수 있다. 이는 주가의 과대평가를 일으키며, 부정적 정보를 더 이상 은폐하기 어려운 시점에 도달하면 누적된 부정적 정보가 일시에 시장에 알려지면서 주가급락이 발생하게 된다. 2000년대 초 발생한 엔론 · 월드콤 사건이 대표적인 사례이며, 경영자(특히 CFO)에 대한 주가연계 보상이 클수록, 경영자가 젊을수록 주가급락 위험이 높아진다는 실증분석 결과가 보고되고 있다(Kim et al., 2011; Andreou et al., 2017).

또 다른 가설은 투자자의 행태적 편의(behavioral biases)에 의해 나타날 수 있다는 설명이다. 투자자가 과거의 수익률 추세가 이어질 것이라고 믿거나 다른 투자자의 거래전략을 추종하는 경우 주가의 과대평가가 유발되고 결국 주가급락으로 귀결된다. 소위 테마주에서 관찰되는 급등 후 급락 현상이 여기에 해당한다. 실증적으로 개인투자자는 주가가 상승하는 주식에 관심을 기울이는 경향이 있으며 개인투자자의 관심이 급증할 때 급락위험이 증가한다는 결과가 제시되고 있다(Cheng et al., 2021; Cui et al., 2022).

다음으로 주가급락의 발생 가능성에 영향을 주는 기업 내외부의 조건들을 살펴보자. 첫째, 기업의 회계투명성이다. 회계투명성이 낮을수록 기업성과와 관련된 부정적 정보가 숨겨져 있을 가능성이 높고 따라서 주가급락 위험이 증가한다(Hutton et al., 2009). 이익조정(earnings management) 수준이 높을수록, 회계 보수주의 수준이 낮을수록, 회계정보의 가독성과 비교가능성이 낮을수록 주가급락 가능성이 커지며, IFRS 도입 이후 주가급락 가능성이 줄어드는 것으로 나타난다.

둘째, 기관투자자의 역할이다. 기관투자자는 기업의 의사결정을 감시하고 기업정보의 투명성을 강화할 역량과 유인을 가지고 있다. 이를 통해 부정적 정보의 발생을 사전적으로 통제하고 동시에 부정적 정보의 은폐를 방지함으로써 주가급락 위험을 줄인다. 이러한 효과는 연기금과 같이 기업경영을 감시할 유인이 높은 장기투자자에서 강한 것으로 보고되고 있다(An & Zhang, 2013).

셋째, 애널리스트의 역할이다. 애널리스트는 다양한 정보원천과 분석기법을 동원하여 공시정보 이상의 정보를 생산함으로써 기업과 투자자 사이의 정보비대칭을 해소하는 역할을 수행한다. 실증적으로 애널리스트 분석이 감소할 경우 주가급락 가능성이 커지는 것으로 나타난다(Kim et al., 2019).

유사한 맥락에서 개인투자자와 미디어의 관심(attention)도 주가급락을 낮추는 요인으로 제시되고 있다(Xu et al., 2021). 많은 시장참여자가 기업활동에 관심을 갖고 지켜볼수록 부정적 정보가 드러날 가능성이 높아지고 주가급락 가능성을 낮출 수 있다는 의미다. 다만 애널리스트가 낙관적인 전망으로 편향된 경우에는 오히려 주가급락 가능성을 확대시키는 요인으로 작용할 수 있으며(Xu et al., 2013), 개인투자자의 관심이 단기간에 급증하는 것은 행태적 편의와 연관된 것으로 과대평가와 주가급락의 원인이 될 수 있다.

넷째, 공매도의 역할이다. 잘 알려진 바와 같이 공매도 투자자는 부정적 정보를 발굴하고 주가에 반영되도록 함으로써 부정적 정보의 누적 가능성을 낮추는 역할을 수행한다. 공매도는 주가급락에 대한 예측력을 보유한 것으로 나타나며 공매도 제약을 완화하는 경우 주가급락 가능성이 감소하는 것으로 분석되고 있다(Callen and Fang, 2015; Deng et al., 2020)[3]

한국 주식시장의 평가 및 시사점

이상에서 논의한 영향요인을 토대로 평가할 때 한국 주식시장은 주가급락 위험에 취약한 특성을 가지고 있다고 판단된다. 먼저 회계투명성 측면에서 한국은 회계투명성이 높다고 평가하기 어렵다. 한국의 감사 및 보고 기준(strength of auditing and reporting standard)은 141개국 중 37위(2019년 기준)(Schwab, 2019)이며, 국내 상장기업의 이익조정 수준은 42개국 중 27위(2021년 기준)(김준석 · 강소현, 2023)이다. 장기적으로 개선되는 추세를 보여주고는 있으나 북미 · 유럽의 주요국과 비교할 때 여전히 미흡한 수준이다. 기관투자자 측면에서도, 한국 주식시장의 기관투자자 주식보유 비중은 18%에 불과하여 OECD 평균 30%와 격차가 크다(OECD, 2022). 공적연금, 국부펀드 등 공공부문의 주식보유를 포함할 때 격차는 더 커진다. 애널리스트 측면도 다르지 않다. 전체 상장기업 중에서 최근 1년간 애널리스트 투자의견이 단 한건도 제시되지 않은 상장기업 비중은 72%이다. 코스닥시장의 경우 이 비율은 81%이다. 게다가 애널리스트 투자의견의 92%가 매수의견으로 부정적 정보의 발굴과는 거리가 멀다.[4] 마지막으로 공매도는 현재 KOSPI200과 KOSDAQ150 구성종목 이외의 종목에 대해 금지되어 있는 상황이다. 공매도가 허용된 종목에서도 주요국과 비교할 때 공매도 거래가 활성화되어 있다고 보기는 어렵다.

다시 최근의 주가급락 사태로 돌아가보자. 시세조종을 행한 이들은 시세조종을 통해 과대평가를 일으켰을 때 주가가 적정한 수준으로 신속하게 조정되지 않을 종목을 대상으로 선정했을 가능성이 크다. 기관투자자 비중이 작고, 애널리스트의 분석대상이 아니고, 투자자와 미디어의 관심이 적고, 공매도가

3) 이 밖에, 경영권 위협, 사회적 책임활동 등의 규율 메커니즘, 종교, 사회적 신뢰 등 문화적 요인, 무형자산, 혁신전략 등 정보비대칭 요인 등이 주가급락 위험과 관련이 있는 것으로 보고되고 있다.

4) 경향신문, 2023. 7. 16, '매도의견'은 0.15%에 불과...여전히 매수 일색인 증권사 리포트.

불가능한 주식으로 범위를 좁혔을 것이다. 이는 앞서 검토한 주가급락 가능성이 높은 주식의 특성과 동일하다. 과대평가를 일으킨 주체가 기업 내부의 경영자든, 외부의 주가조작 세력이든, 행태적 편의에 노출된 개인투자자든, 과대평가가 적시에, 효과적으로 해소되지 않고 누적된다면 주가급락 가능성은 불가피하다. 회계, 공시와 같은 정보비대칭 해소를 위한 제도적 기반과, 기관투자자, 애널리스트, 공매도 투자자와 같이 부정적 정보를 적극적으로 발굴할 수 있는 시장참여자의 역할을 강화하는 것이 주가급락 위험을 줄이기 위한 근본적인 과제라 할 것이다. 또한 주가급락의 토양은 시세조종의 토양이기에 이러한 노력은 시세조종을 근절하는 데에도 기여할 수 있다.

참고문헌

김준석 · 강소현, 2023, 『코리아 디스카운트 원인 분석』, 자본시장연구원 이슈보고서 23-05.

An, H., Zhang, T., 2013, Stock price synchronicity, crash risk, and institutional investors, *Journal of Corporate Finance* 21, 1-15.

Andreou, P.C., Louca, C., Petrou, A.P., 2017, CEO age and stock price crash risk, *Review of Finance 21*(3), 1287-1325.

Callen, J.L., Fang, X., 2015, Short interest and stock price crash risk, *Journal of Banking & Finance* 60, 181-194.

Cheng, F., Wang, C., Chiao, C., Yao, S., Fang, Z., 2021, Retail attention, retail trades, and stock price crash risk, *Emerging Markets Review* 49, 100821.

Cui, X., Sensoy, A., Nguyen, D.K., Yao, S., Wu, Y., 2022, Positive information shocks, investor behavior and stock price crash risk, *Journal of Economic Behavior & Organization* 197, 493-518.

Deng, X., Gao, L., Kim, J.B., 2020, Short-sale constraints and stock price crash risk: Causal evidence from a natural experiment, *Journal of Corporate Finance* 60, 101498.

Hutton, A.P., Marcus, A.J., Tehranian, H., 2009, Opaque financial reports, R2, and crash risk, *Journal of financial Economics* 94(1), 67-86.

Jin, L., Myers, S.C., 2006, R2 around the world: New theory and new tests, *Journal of financial Economics* 79(2), 257-292.

Kim, J.B., Li, Y., Zhang, L., 2011, CFOs versus CEOs: Equity incentives and crashes, *Journal of financial economics* 101(3), 713-730.

Kim, J.B., Lu, L.Y., Yu, Y., 2019, Analyst coverage and expected crash risk: Evidence from exogenous changes in analyst coverage, *The Accounting Review* 94(4), 345-364.

OECD, 2022, *Corporate Ownership and Concentration: Background note for the OECD-Asia Roundtable on Corporate Governance* (October 2022).

Schwab, K., 2019, *The Global Competitiveness Report* 2019, World Economic Forum.

Xu, N., Jiang, X., Chan, K.C., Yi, Z., 2013, Analyst coverage, optimism, and stock price crash risk: Evidence from China, *Pacific-Basin Finance Journal* 25, 217-239.

Xu, Y., Xuan, Y., Zheng, G., 2021, Internet searching and stock price crash risk: Evidence from a quasi-natural experiment, *Journal of Financial Economics* 141(1), 255-275.

OPINION

선임연구위원
송홍선

미국 바이든 정부의 퇴직연금 개혁과 시사점*

금융위기 이후 가장 큰 변화로 평가받는 바이든 정부의 2022년 퇴직연금 개혁은 2006년 운용 개혁 성공에 대한 자신감을 바탕으로 장수위험관리와 사각지대 해소에 초점을 두고 있다. 월연금수령액 고지 의무화, 종신연금 편입 유인 확대, 종신연금사업자 수탁자책임 면제, 최소의무인출완화 등은 우리나라 연금화 논의가 IRP 인출 제한에 머물지 않고 보다 다각적으로 이루어져야 함을 시사한다. 또한 시간제 근로자의 퇴직연금 가입 대폭 허용, 신규 401(k) 강제 자동가입제도, 고용주에 대한 전폭적인 세제혜택 등은 우리나라 사각지대 해소정책에서 가입요건 완화와 고용주 보상의 병행 필요성을 함의한다. 한편 미국의 연금개혁 경험은 운용 개혁의 선행적 성공이 중요함을 시사한다. 미국이나 한국 같은 임의 제도 아래서는 운용수익률에 대한 신뢰가 없으면 연금화와 사각지대 해소정책은 동력을 가질 수 없다. 아울러, 사회보장기금 고갈과 고령화, 인플레이션으로 높아진 노후 불안도를 정치적 합의가 어려운 공적연금 개혁 대신 초당적 지지가 가능한 퇴직연금 개혁에 동력으로 활용하며 퇴직연금에서 먼저 비전을 제시하는 미국의 연금개혁전략은 우리나라 연금개혁 방법론과 관련하여 시사점을 준다.

알다시피 미국은 퇴직연금 소득대체율(42%)이 세계에서 가장 높은 퇴직연금 강국이다. 높은 수익률이 높은 소득대체율로 이어지는 제도적 성과에도 불구하고 미국의 퇴직연금 개혁은 계속되고 있다. 멈추지 않는 미국의 연금 개혁 속에서 현재 영미형 연금제도가 직면한 개혁 기조와 방향성을 확인할 수 있으며 최근 바이든 정부의 퇴직연금제도 개혁은 영미형 퇴직연금제도의 길을 걷고 있는 우리나라에도 의미 있는 시사점을 제공할 것이다.

1. 개혁 배경과 방향

미국에서 퇴직연금 개혁은 사회보장제도(social security) 개혁과 달리 정파를 넘어 대체로 초당적 지지 속에 이루어진다. 바이든 정부의 퇴직연금 개혁 SECURE 2.0 of 2022 역시 마찬가지였다. 그러다 보니 개혁의 기조에서 지난 정부와의 연속성과 정합성이 확인된다. SECURE 2.0이라는 닉네임에서 짐작할 수 있듯이 바이든 정부의 퇴직연금 개혁은 트럼프 정부의, 그렇지만 의회 다수당이던 민주당의 연금개혁 기조가 강하게 반영된 SECURE 1.0을 확대 강화한 것이다.

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

특이한 점은 개혁안에서 수익률 제고와 관련된 내용은 찾아볼 수 없다는 점이다. 높은 소득대체율이 말해 주듯 오랜 기간 다듬어진 기금형 지배구조와 10여년간 운영된 디폴트옵션으로 DC형이 DB형에 대해 가지던 상대적 수익률 핸디캡은 극복한 것이다. 그 때문에 퇴직연금 개혁은 자연스럽게 가입 사각지대 해소와 장수위험 관리에 맞추어져 있다. 이 중에서 장수위험 관리는 호주, 영국 등 영미형 퇴직연금이 공통으로 직면한 난제인 반면, 가입 사각지대 이슈는 의무가입의 호주나 자동가입의 영국과 달리 우리나라처럼 임의 가입을 택한 미국에 고유한 의제라고 할 수 있다.

초당적인 퇴직연금 개혁이 두 정부에서 연속으로 일관된 기조 아래 지속되고 있는 배경은 다음과 같다. 첫째, 사회보장기금은 우리나라 국민연금처럼 고갈이 예정되어 있음에도 퇴직연금과 달리 개혁을 위한 초당적 공조가 쉽지 않다. 그 때문에 부과방식 공적연금인 사회보장기금의 고갈 시점이 2030년대 중반이라는 재정추계에도 불구하고 바이든 정부도 개혁안을 제시하지 못하고 있다. 이런 와중에 팬데믹 이후의 글로벌 인플레이션과 2022년 자산시장 폭락으로 사회보장기금의 고갈이 당겨지고 퇴직연금 자산가치가 하락하는 등 저축갭(savings gap)이 확대되고 장수위험에 대한 불안도가 높아졌다.

둘째, 그럼에도 401(k)로 대표되는 미국 퇴직연금은 연금자산의 효율적 운용에 최적화된 모델이지 본래 장수위험 관리에는 많은 약점이 있는 제도이다. 근로자가 자발적으로 평생소득(lifetime income)을 위해 연금화하도록 하고 있으며, 제도적으로는 연금자산이 생활자금으로 소진되지 않도록 조기 일시금 인출에 대해 페널티를 부과하는 최소개입주의를 택하고 있기 때문이다. 유럽식의 연금화 의무화를 택하지 않았다는 점에서 이런 정책 흐름이 여전히 401(k)의 중요한 특징이라고 할 수는 있으나, 장수위험 관리에 대한 정책적 고려가 2010년대 들어 강화되고 있는 것 또한 사실이며 바이든의 퇴직연금 개혁에서도 중요한 특징을 구성하고 있다.

셋째, 미국 퇴직연금의 성과가 미국민 전체로 확산되지 않고 있다. 미국 노동부에 따르면 전체 사적부문 근로자 중에서 퇴직연금에 가입한 근로자 비중은 2022년 기준 52%로 우리나라와 비슷한 수준이다. 또한 미국은 퇴직연금 도입이 의무가 아닌 선택이기 때문에 고용주가 퇴직연금제도를 도입해야 해당 사업장 근로자가 가입할 수 있다. 퇴직연금제도를 도입한 사업장에 근무하는 근로자는 2022년 기준 전체 사적부문 근로자의 69% 수준이다. 즉, 많은 고용주들이 아직까지 퇴직연금제도를 도입하지 않고 있고, 고용주가 퇴직연금을 도입한 경우에도 많은 근로자가 가입(take-up rate 75%)을 하지 않고 있다. 정부의 정책 방향이 사각지대 해소에 맞춰질 수 밖에 없음을 짐작할 수 있다.

이하에서는 사각지대 해소와 장수위험 관리 등을 위해 SECURE 법이 구체적으로 어떤 제도를 개선했는지 살펴보기로 한다. 사실 SECURE 2.0의 제도 개선 항목은 조문으로 92조에 걸쳐 광범위하기 때문에 사각지대 해소와 장수위험 관리 주제로 분류되지 않는 많은 내용을 포함하고 있다는 점에 유의하자.

2. 가입자 요건 완화 및 세제혜택 확대

가입제도 관련 가장 큰 변화는 시간제 근로자(hourly employee)의 가입 허용이다. 앞서 근로자의 가입률이 52%에 머문 것도 광범위하게 존재하는 시간제 근로자(노동부, 2021년 16세 이상 근로자의 55.8%)는 퇴직연금에 가입이 제한되어 있었기 때문이다. 제도 개혁 대상은 파트타임 근로자계약 중 어디까지를 연금가입 대상자로 정할 것인가 하는 점이었는데, SECURE 1.0에서는 소위 장기파트타임 근로자로 범위를 넓혔다. 즉, 기존의 12개월 연속 1,000시간 근로 요건에서 3년 연속 500~999시간 근로 요건으로 완화한 것이다. 그리고 SECURE 2.0은 이 요건을 한층 완화하여 21세 이상의 근로자 중에서 2년 연속 500시간 이상 근로를 한 경우 세제적격 퇴직연금에 가입을 2025년부터 허용하도록 했다. 비교적 단기의 시간제 근로자도 포함되도록 한 것이다.

둘째, 시간제 근로자로 가입 요건을 확대함과 동시에 2006년 도입한 자동가입제도(autoenrollment)를 고용주의 자율 도입에서 의무 도입으로 전환하였다. 사실 자동가입 강제는 민간 자율을 중시하는 미국 시장환경에 볼 때 매우 획기적인 변화라고 할 수 있다. 다만, 강제 자동가입제도는 2025년 이후 고용주가 신규로 설립하는 401(k) 대상 근로자들부터 적용하게 되며, 기존 퇴직연금은 해당하지 않는다. 자동가입제도에 따라 고용주는 임금의 3~10%를 자동으로 근로자 퇴직연금계좌로 기여하게 된다. 다만 근로자는 자동가입으로 납부된 기여금에 대해서는 불이익 없이 탈퇴(opt-out)할 수 있도록 하였다.

셋째, 근로자의 세제혜택 기여 한도를 높였다. 원래 기여금은 매년 소득공제와 일부 자격자에 대해 세액공제 혜택을 주고 있는데, SECURE 2.0은 글로벌 인플레이션으로 저축갭 확대를 우려하는 50대 이상에 주어지는 추가(catch-up) 납입한도를 2025년부터 10,000달러로 확대하고, 매년 인플레이션에 연동하여 상향하도록 했다. 또한 연봉이 145,000달러 이상인 근로자에 대해서는 우리나라 ISA와 유사한 Roth IRA로 추가 납입을 허용하여 세제혜택을 누리도록 했다.

마지막으로, 고용주가 근로자의 연금 기여금에 매칭을 할 수 있는 대상을 학자금대출(student loan) 상환까지 확대하였다. 이는 MZ세대 근로자들이 학자금대출 상환 부담 때문에 퇴직연금 기여금에 소극적이라는 판단에 따른 조치이다. 앞으로는 MZ 근로자가 급여 일부로 학자금대출을 상환하는 경우에도 고용주는 상환액을 적격연금 기여금으로 간주하여 퇴직연금 매칭이 가능하게 되었기 때문에 MZ 근로자의 연금자산 축적을 촉진할 수 있게 되었다.

3. 401(k) 신규 도입 고용주에 대한 인센티브

앞서 가입 사각지대 해소를 위해 도입한 시간제 근로자 가입 허용, 강제 자동가입제도는 근로자에게는 편익이지만 고용주에는 상당한 부담과 비용일 수 있다. 따라서 SECURE 2.0은 민간 자율을 중시하는 미국의 정책 환경에 따라 고용주에 대해서도 퇴직연금 관련 비용을 줄이도록 상당한 인센티브를

제공하고 있다.

대표적인 것이 퇴직연금을 신규로 설립한 고용주의 비용 세액공제(tax credit)이다. 고용주에 대해 정부가 비록 직접 현금 지원을 하지는 않지만 세액공제를 통해 비용을 보전해 주고 있다. 세액공제 대상은 고용주 매칭과 운영비이다. 먼저, 운영비의 경우 SECURE 2.0 이전에도 근로자가 100인 이하인 고용주에 한 해 퇴직연금 도입 첫 3년 동안 퇴직연금 운영비의 50%까지 연간 5,000달러 한도로 세액공제를 해주었는데 SECURE 2.0은 2023년부터 50인 이하 사업장에 대해서는 연간 5000달러 한도 내에서 퇴직연금 신규 설립 첫 3년 동안 운영비의 100%를 세액공제해 주도록 했다. 51~100인 근로자 사업장은 이전과 동일하다.

둘째, 50인 이하 퇴직연금 신규 도입 고용주를 위해서는 근로자에 대한 고용주 기여금(매칭 혹은 Roth IRA)에 대해 근로자당 최대 1,000달러까지 세액 공제를 허용했다. 설립 후 2년까지는 근로자당 최대 1,000달러까지 100% 세액공제 해주고, 3년차에는 75%, 4년차에는 50%, 5년차에는 25%를 세액공제 해주게 된다. 51~100인 근로자를 가진 고용주의 경우 50명을 초과하는 근로자당 2%p씩 세액공제한도가 줄어들며, 10만달러 이상의 임금 근로자의 경우 세액공제를 받을 수 없다.[1)]

4. 장수위험 관리 유인 강화

장수위험 관리는 가입 사각지대 해소와 함께 SECURE 법이 강조하는 제도 개혁의 방향인데, 크게 세 가지 개혁안이 주목할 만하다. 첫째, 근로자가 스스로 장수위험을 관리할 때 가장 중요한 정보는 노후에 필요한 생활비 규모와 실제 적립한 연금자산을 노후에 월소득으로 환산하면 얼마나 되는가 하는 점일 것이다. 미국도 한국처럼 사회보장기금의 경우 노후에 얼마나 받는지 정보가 제공되지만, 퇴직연금의 경우 그런 정보를 알 수 없었다. 그래서 SECURE 1.0에서 도입한 제도가 연금수령액 공지제도이다. 모든 연금사업자들은 근로자별로 현재의 연금자산 축적액과 그것을 종신연금(lifetime income)으로 환산한 월 추정연금수령액을 개별 근로자에게 의무적으로 공지해야 한다. 일종의 알람기능을 의무화한 것으로 연금자산 축적과 장수위험 관리에 대한 경각심을 높이기 위해 도입한 것이다. 우리나라 금융당국이 운영하는 연금포탈보다 알람기능으로서 실효성이 매우 클 것으로 판단된다.

둘째, 적격종신보험(QLAC) 제도를 확대했다. QLAC는 퇴직연금에 있는 펀드를 보험회사가 판매하는 연금(annuity)으로 이전할 수 있도록 하는 연금 계약으로 2014년부터 법 개정으로 도입하였다. SECURE 2.0은 사회보장기금 위기와 글로벌 인플레이션 등에 따른 노후 불안 확대에 대응하여 이전 한도를 20만달러로 확대하는 동시에 전체 연금 자산에서 QLAC 이전 한도인 25% 룰을 폐지하였다.

---

1) 참고로, 우리나라는 운영비의 경우 중소기업퇴직연금기금에 한해 도입 초기 3년 동안 근로자당 기여금의 10%를 지원해 주고 있으며, DC형 기여금 세제 혜택의 경우 근로자가 아닌 고용주가 100% 손비인정을 받고 있다.

이 같은 QLAC 한도 확대는 장수위험 관리라는 정책 목적으로 보면 의미 있는 개혁으로 볼 수도 있지만, 제도적으로는 큰 논란 거리를 만들었다. 수익률 관점에서 보면 QLAC 확대가 수탁자책임에 부합하지 않을 수 있기 때문이다. 그럼에도 불구하고 SECURE 1.0은 QLAC를 공급하는 보험회사를 선정하는 과정에서 다른 투자상품과 달리 수탁자책임을 적용하지 않도록 면제규정(safe harbor)을 둔 것이다. 생애소득을 강화하려는 미국 정부의 의지를 보여주는 사례로 평가되기도 하나, 수탁자책임을 외면한 데 대해 시장의 반응은 대체로 비판적이다.

마지막으로 최소인출제도(Required Minimum Distribution: RMD)를 완화했다. 미국은 퇴직연금을 59.5세부터 자유롭게 가산세 없이 인출할 수 있지만, 일정한 연령(기존에는 70.5세, SECURE 1.0에서는 72세)부터는 의무적으로 최소 금액을 인출(일시금 혹은 연금)하도록 강제하고 있다. 이 때부터는 추가 적립도 허용되지 않는다. 제도의 취지는 과도한 부의 세대 이연방지와 세수 등인데, SECURE 2.0은 의무 인출 연령을 2023년부터 73세, 2033년부터 75세로 늦추었다. 아울러 RMD를 규정대로 수령하지 않을 경우 가산세도 50%에서 25%, 그리고 요건에 정한 때까지 수령한 경우 10%까지 인하하도록 했다. 취지는 그만큼 근로와 기여금 적립을 지속하여 기대수명 연장에 따른 저축갭과 장수위험을 관리하라는 것이다.

5. 유동성정책 발상 전환: 비상저축계정 도입

SECURE 2.0에서 특이한 개혁 포인트를 들라면 일시금 인출을 완화한 규정일 것이다. 다른 나라와 마찬가지로 연금자산의 조기인출을 제한해 온 것이 미국 정부의 기본 정책 기조였기 때문이다. 미국은 조기인출에 대해 가산세를 부과하고, 주택구매 등 일부 요건을 충족한 경우에만 우리나라처럼 긴급인출제도에 따라 가산세 없는 조기인출을 허용하였다. 대신 미국 가계의 일시적인 유동성 수요를 연금자산을 통해 조달할 수 있도록 연금 대출을 활성화하는 정책을 견지해 왔고, 실제 연금 대출은 우리나라와 달리 보편화되어 있다.

그럼에도 SECURE 2.0에서 조기인출 관용정책으로 선회한 배경은 팬데믹과 인플레이션 등으로 가계의 유동성 압박이 높아진 상황과 무관하지 않다. 다만, 관용정책의 핵심은 조기 인출의 무분별한 허용보다는 비상저축계정(Emeregncy Savings Acount: ESA)라는 새로운 제도의 도입에 있다. 퇴직연금을 가입한 근로자가 비교적 자유롭게 인출 할 수 있는 퇴직연금 연계 저축계정이다. 고용주가 반드시 개설할 의무는 없으나 DC형 근로자 급여의 3% 이내에서 기여할 수 있으며 고용주는 세제적격 매칭이 가능하다. 다만, 기여는 세전이 아닌 세후 기여금으로 근로자는 비과세 혜택을 받게 되며, 계정잔고 한도는 2,500달러이다. 근로자는 4회까지 수수료 없이 자유 인출이 가능하다. 시장 전문가들은 연금 조기 인출을 줄이는 효과가 있을 것으로 평가하고 있으며, 연금 자산을 지키기 위해 연금자산이 아닌 비상저축에 세제 혜택을 주는 제도라는 점에서 일종의 역발상 정책이다. 그 외에도 출산 등 긴급

자금수요에 대해서는 연금계좌로부터 연간 1,000달러까지 가산세 없는 조기인출을 허용하는 완화정책을 도입했다.

국내 시사점

우리나라 퇴직연금은 영미형을 향하고 있지만 깊이나 역사에서 미국과 격차가 있다. 급격한 저출산·고령화와 노후소득 환경 악화를 고려할 때 퇴직연금제도의 압축 발전이 필요한 상황이다. 앞서 살펴본 미국 제도 개혁의 흐름과 내용으로부터 얻을 수 있는 시사점은 다음과 같다.

첫째, 개혁의 우선순위에 주목하자. 미국은 수익률 제고를 위한 운용 개혁을 먼저하고 가입 및 연금화 개혁이 뒤따르고 있다. 호주 같은 의무 가입 국가라면 순서는 의미 없을 것이나, 임의 가입 제도의 미국과 우리나라는 순서가 중요하다. 높은 수익률에 대한 신뢰가 만들어져야 사각지대 해소/연금화 정책이 설득력이 있기 때문이다. 퇴직연금을 도입하지 않아도 퇴직금이 임금상승률 만큼 매년 수익을 내는 우리나라의 경우 운용 개혁을 통한 수익률 우위 입증이 퇴직연금 확산의 전제 조건이다. 낮은 수익률로는 사각지대 해소를 설득할 수 없고, 연금화의 공감대를 만들어 낼 수 없다. 이런 점에서 디폴트옵션은 퇴직연금의 한 단계 도약을 위해 매우 중요하다. 다행히 6개월 수익률이 과거 연간 수익률보다 갑절 이상 높은 점은 고무적이다. 그렇지만 디폴트옵션 원리금보장상품 비중이 디폴트옵션 도입 이전 DC와 IRP 원리금보장상품 비중보다 높은 점은 심각하게 볼 필요가 있다. 시장 스스로 압도적인 운용 역량을 통해 수익률 신뢰를 회복하는 시장규율의 중요성이 절실한 시점이며, 정책당국은 한국형 디폴트옵션의 몇몇 핸디캡을 극복할 수 있도록 제도에 대한 모니터링을 강화할 필요가 있다.

둘째, 장수위험 관리를 위한 종합적 접근이 필요다. 미국 연금화정책은 인출제도나 상품 단위 (종신연금, TDF)에 머물지 않고 근로자 고지제도나 긴급저축제도 등 종합적이다. 특히, 연금사업자에 대한 연금수령액 고지 의무화는 근로자 각성을 통해 더 많은 자산을 쌓고 더 오래 은퇴소득화를 유도하는 의미있는 넛지(nudge)로서 평가할 만하다. 우리나라도 감독당국 포탈사이트가 아닌 연금사업자의 운용통지서에 수익률과 예상 월연금수령액을 함께 고지한다면 근로자의 연금운용과 연금화에 대한 인식이 많이 달라질 것으로 기대된다. 이와 함께 TDF에 연금상품을 편입하거나, 은퇴 후에도 자산배분을 유지하는 TDF 글라이드패스 등의 상품 혁신이 만들어져야 할 것이다. 연금자산을 지키기 위한 역발상 정책인 비상저축계정 역시 이직 과정에서 연금자산을 대부분 인출하는 우리의 실정을 고려할 때 적용 가능성과 방법을 고민해 볼 필요가 생각한다.

마지막으로, 미국 퇴직연금 개혁은 공적연금과의 개혁 우선순위에 대한 시사점을 제공한다. 미국 바이든 정부는 정치적 합의가 어려운 사회보장기금 개혁 대신 초당적 합의가 용이한 퇴직연금 개혁을 결과적으로 먼저 이루었다. 미국 사회보장기금은 비록 부과식 기금으로 고갈시 충격이 우리나라 국민연금보다는 덜하지만, 고갈 시점은 우리나라보다 빠른 2030년대 중반이다. 시급성 면에서 우리나라

못지않은 미국은 공적연금 고갈과 그에 따른 노후소득 불안을 공적연금이 아닌 퇴직연금 개혁의 동력으로 활용한 것이다. 퇴직연금 개혁이 노후소득 안정에 주는 기여도가 사회보장기금에 못지않기 때문일 것이다. 우리나라도 공적연금이 지속적으로 소득대체율을 줄여왔기 때문에 퇴직연금의 노후소득 안정 효과는 점점 커질 것이다. 따라서, 정치적으로나 경제적으로 한계효과가 큰 퇴직연금 개혁을 공적연금 개혁보다 덜 중요하다고 보는 것은 타당하지 않다. 개혁의 우선순위는 효과성과 실행가능성을 동시에 고려하며 전략적으로 이루어져야 할 것으로 판단된다.

ZOOM -IN

영국의 집합적 확정기여형(CDC) 퇴직연금 제도 시행 및 시사점

□ 집합적 확정기여형(CDC) 퇴직연금 제도는 확정급여형(DB) 제도가 쇠퇴하고 확정기여형(DC) 제도 가입자가 증가하며 개인이 모든 운용 위험을 부담해야 하는 문제를 개선하기 위해 제안된 것으로 DB와 DC의 일부 요소가 결합된 형태이며, 영국에서는 2021년 연금제도법을 통해 도입 후 2023년 4월 최초의 CDC 퇴직연금 플랜이 승인됨

□ CDC 제도는 자산을 집합적으로 운용하는 특성으로 인해 개인이 투자 판단을 할 필요가 없고, 가입자 간에 장수 위험을 공유하며, 장기적인 투자 전략이 가능하고, 규모의 경제를 통해 더 낮은 비용으로 운용할 수 있는 등의 장점이 있으나, 퇴직 소득이 보장되지 않으며, 전통적인 퇴직연금에 비해 복잡하고, 이전 시 가치 평가, 세대 간 공정성 등에서 문제가 발생할 수 있다는 우려도 있음

□ 현재 영국에서는 더 많은 고용주들이 CDC 플랜을 운영할 수 있도록 적용을 확대하는 방안에 대해 논의가 이루어지고 있으며 CDC 제도가 기존의 DC 제도에 대한 유용한 대안으로 자리잡을 경우 자산운용업계에 미치는 영향이 중대할 수 있으나, 궁극적으로 CDC 제도의 성공 여부는 투자 전략, 가입자의 인구 통계학적 특성, 규제 환경 등 다양한 요인에 따라 달라질 수 있음

□ **영국의 '집합적 확정기여형(Collective Defined Contribution: CDC)' 퇴직연금 제도는 2021년 연금제도법을 통해 도입되었으며, 2023년 4월 연금 규제기관인 TPR(The Pensions Regulator)은 영국 최초의 CDC 퇴직연금 플랜으로 RMCPP(Royal Mail Collective Pension Plan)을 승인**

— 영국에서 CDC 제도는 산업 혁신을 가능하게 하고 고용주와 근로자 간의 위험 공유를 장려하는 방법의 일환으로 검토되었으며, '2015년 연금제도법(Pension Schemes Act 2015)'에 정부가 CDC 제도[1]를 만들 수 있도록 허용하는 조항이 포함되었으나 해당 조항은 시행되지 않음

— 2018년 2월 우편서비스 회사인 Royal Mail이 기존의 DB형 플랜을 폐기하기로 결정한 후 회사와 노동조합(Communication Workers Union)은 CDC 플랜을 도입하기로 합의하였으나 당시 규정에서는 CDC 제도가 허용되지 않아 도입하지 못함

— CDC 제도를 입법화해야 한다는 요구에 따라 '2021년 연금제도법(Pension Schemes Act 2021)'은 CDC 제도 관련 규정을 포함하였고, 2022년 8월에 해당 규정이 시행되면서 고용주는 TPR에 플랜 승인을 신청할 수 있게 됨

— 2023년 4월 13일 TPR은 영국 최초의 CDC 퇴직연금 플랜으로 Royal Mail의 RMCPP(Royal Mail Collective Pension Plan)를 승인

1) 당시에는 defined ambition pension schemes라고 지칭

— 한편 네덜란드, 덴마크, 캐나다 등 CDC 제도가 이미 시행되고 있는 나라도 있음

□ **CDC 제도는 DB 제도가 쇠퇴하고 DC 제도 가입자가 증가하며 개인이 모든 운용 위험을 부담해야 하는 문제를 개선하기 위해 제안되었으며 DB와 DC의 일부 요소가 결합된 형태**

— 2021년 연금제도법에 의해 CDC 제도가 도입되기 이전 영국의 퇴직연금 제도에는 DB형과 DC형이 있었으나 DB형은 고용주가 부담해야 하는 위험과 비용으로 인해 쇠퇴하고 개인의 운용실적에 따라 퇴직 소득이 변동되는 DC형이 증가

- DB 퇴직연금은 급여 및 근속연수와 같은 요소에 따라 약속된 연금을 지급하고 일반적으로 고용주는 약속된 퇴직급여가 지급되도록 보장
- DC 퇴직연금은 보장된 연금을 제공하지 않고 연금 자산의 가치는 투자수익 및 기여금을 포함한 요인에 따라 증가하거나 감소할 수 있음

— CDC 제도에서 고용주와 직원은 모두 퇴직 소득을 제공하는 집합적 기금에 기여하게 되는데, DB형과 달리 고용주는 약속된 퇴직급여를 보장할 필요가 없고 대신 목표 연금을 제시하며, 플랜에 자금이 부족(또는 초과)하면 지급하는 연금이 감소(또는 증가)할 수 있음

〈표 1〉 DB 및 DC와 CDC 제도 비교

유형	목적	적립금 운용 방식	퇴직 소득 보장 여부
DB	퇴직 소득	풀링	보장 & 고용주가 위험 부담
DC	퇴직 시 저축 잔액(인출하거나 연금을 구입하는 데 사용할 수 있음)	개인	비보장 & 개인이 위험 부담
CDC	퇴직 소득	풀링	비보장 & 모든 가입자가 위험 공유

자료: Charles et al.(2021)[2)]

□ **CDC 제도는 자산을 집합적으로 운용하는 특성으로 인해 개인이 투자 판단을 할 필요가 없고, 가입자 간에 장수 위험을 공유하며, 장기적인 투자 전략이 가능하고, 규모의 경제를 통해 더 낮은 비용으로 운용할 수 있다는 등의 장점이 있음[3)]**

— (편의성) CDC 플랜 가입자는 단일 패키지 내에서 연금을 적립 및 인출할 수 있으며, 플랜 자체적으로 투자 의사결정을 하므로 복잡한 재정적 결정을 내리는 것이 불편한 이들에게 매력적인 대안일 수 있음

— (위험 프리미엄 없음) CDC 제도는 퇴직 소득을 보장하지 않기 때문에 가입자나 고용주가 그 소득을 보장하는 데 드는 추가 비용이 없음

2) Charles, E.F.M, David, P., Angela, M.A., 2021, Securing a Reliable Income in Retirement, Georgetown University Center for Retirement Initiatives Policy Report 21-03.

3) James, M.D., 2022, *Pensions: Collective Defined Contribution (CDC) schemes.*

— (장수 위험 완화) CDC 제도는 가입자 간에 장수 위험을 공유할 수 있으므로 각 개별 가입자에게 보험사의 자본 완충액과 이익마진을 커버하는 비용 없이 장수 보호 요소를 제공할 수 있음

- DC 제도 가입자들은 자신들이 얼마나 오래 살 것인지를 정확하게 예측할 수 없기 때문에 과소 지출(자금을 사용하지 않고 사망)하거나 과다 지출(자금 고갈)할 위험이 있는 반면 CDC 제도는 자산 풀링을 통해 위험을 효율적으로 집합적으로 관리

— (투자 전략) CDC 제도는 가입자가 혼합되어 있기 때문에 일반적인 DC 제도보다 장기적인 투자 전략을 취할 수 있다는 주장이 있음

- DC 제도의 경우 은퇴 시점에 갑자기 자산가치가 하락할 위험을 낮추기 위해 은퇴가 가까워질수록 보수적으로 자산을 운용하게 되나 CDC는 장기적으로 균형 잡힌 수익 추구 자산 포트폴리오에 집합적으로 투자할 수 있음

— (규모의 경제) CDC 제도는 비풀링 제도보다 더 큰 규모를 달성할 수 있으며 결과적으로 이러한 규모의 경제를 사용하여 더 낮은 비용으로 투자할 수 있음

- 한편으로 이는 CDC 플랜의 규모가 충분하지 않으면 세대 간 위험을 관리할 수 없고 관리 비용이 높아질 수 있음을 의미

□ **그러나 CDC 제도가 퇴직 소득을 보장하지 않으며, 전통적인 퇴직연금에 비해 복잡하고, 이전 시 연금 가치 평가, 세대 간 공정성 등에서 문제가 발생할 수 있다는 우려도 있음**

— (소득 감소 위험) CDC 제도의 퇴직 소득은 보장되지 않으며, 이는 연금 자산의 가치가 하락하거나 연금 제공 비용이 증가하는 경우(예: 기대 수명 증가) 가입자에게 지급되는 연금이 감소할 수 있음을 의미

— (커뮤니케이션) CDC 제도는 약속된 급여를 주는 DB 또는 가입자가 스스로 무엇을 해야 할지 결정해서 연금 자산을 쌓는 DC 제도보다 설명하기가 더 어려울 수 있음

- 이에 정부는 CDC 가입자와의 효과적인 의사소통이 가입자가 자신들의 퇴직급여를 이해하는 데 중요하다고 판단함에 따라 CDC 플랜 승인에 최소한의 의사소통 요건을 도입

— (이전 시 연금 가치) CDC 플랜 가입자가 이전을 원하는 경우 연금 가치 평가에 기여금 및 투자수익에 수명 프로필까지 고려

- 기대 수명이 낮은 가입자가 이전할 때 기여금에 투자수익을 더한 총가치를 이전할 수 있다면 다른 가입자에 대한 지급이 감소하고 CDC 제도가 DC 제도 대비 장수 위험 공유로 인한 이점이 감소할 위험이 있음

— (세대 간 공정성) CDC 가입자가 자본완충 장치에 의해 소득 변동으로부터 보호되는 경우 기여금과 급여가 가입자 세대 간에 동일하지 않을 수 있음

- 예를 들어, 이전 세대는 다음 세대의 소득 감소를 방지하기 위해 사용되는 자본완충을 제공하거나, 후세대는 이전 세대의 소득 감소를 방지하기 위해 사용되는 자본완충을 보충해야 할 수 있음

• 다만 영국의 경우 세대 간 공정성이 CDC 제도의 주요 문제임을 네덜란드의 사례를 통해 경험함에 따라 2018년 노동연금부(Department for Work and Pensions: DWP)의 문제 제기 후 자본완충이 없는 최선 추정의 접근 방식에 합의하였으며, 가입자의 급여를 매년 조정되도록 함으로써 예측 가능성은 감소하지만 제도의 투명성이 제고되는 방향을 선택

— 또한 장수 위험 공유로 인해 일부 가입자의 경우 DC 제도보다 더 불리할 수 있으나 이는 위험을 풀링함에 따른 필연적인 결과이며, 따라서 가입자들이 CDC 제도의 본질을 이해할 수 있도록 소통하는 것이 중요

〈표 2〉 CDC 제도의 장단점

장점	단점
• 단일 패키지 내 연금의 적립과 인출이 가능 • 위험 프리미엄 없음 • 장수 위험 완화 • 장기적인 투자 전략 • 규모의 경제	• 소득 감소 위험 • 커뮤니케이션 어려움 • 이전 시 연금 가치 평가 • 세대 간 공정성

□ **영국의 CDC 제도가 기존의 DC 제도에 대한 유용한 대안으로 자리잡을 경우 자산운용업계에 미치는 영향이 중대할 수 있으나 궁극적으로 CDC 제도의 성공 여부는 투자 전략, 가입자의 인구 통계학적 특성, 규제 환경 등 다양한 요인에 따라 달라질 수 있음**

— 영국에서 CDC 제도는 아직까지 첫 번째 플랜만을 승인한 초기 단계에 있으나 최근 고용주의 10%가 참여한 조사에서 10%는 이미 CDC를 추진중이며 14%는 검토할 계획이라고 응답[4)]

— 또한 현재 영국에서는 단일 또는 둘 이상의 계열사 등 상호 관련된(connected) 고용주만 CDC 플랜을 운영할 수 있으나 2023년 1월 30일부터 노동연금부는 복수의 비관련(non-connected) 고용주들도 운영할 수 있도록 CDC 적용을 확대하는 방안에 대해 협의하고 CDC 플랜을 '디큐뮬레이션 전용(decumulation only)' 옵션으로도 허용하는 방안에 대해서도 검토

— CDC 제도가 확대되고 성공적으로 자리잡을 경우 고용주들에게 기존의 DC 제도에 대한 유용한 대안이 되어 개별 DC 제도에서 벗어나는 전환점으로 이어질 수 있으므로 자산운용업계에 미치는 영향이 중대할 수 있음

— 다만 CDC 제도 또한 모든 고용주 또는 모든 근로자에게 적합한 만능 솔루션은 아니며, 궁극적으로 CDC 제도의 성공 여부는 투자 전략, 가입자의 인구 통계학적 특성, 규제 환경 등 다양한 요인에 따라 달라질 수 있음에 유의

선임연구원 심수연

4) Pensionsage, 2023. 4. 14, First CDC authorisation a 'landmark moment' for UK pensions.

ZOOM -IN

헤지펀드, PEF의 정보 보고 강화를 위한 Form PF 개정의 주요 내용

□ 2023년 5월, SEC는 공개회의를 열고 시장 모니터링과 투자자보호를 위해 헤지펀드, PEF의 정보 보고 강화를 내용으로 하는 Form PF의 개정안 채택을 발표

□ 대형 헤지펀드 운용사는 비정상적인 투자손실 등이 발생한 경우 이를 72시간 이내에 SEC에 보고해야 하며, PEF 운용사들은 사모펀드 운용사 주도의 세컨더리 거래 등에 대해 보고해야 하고, 대형 PEF 운용사들은 추가적으로 투자전략, 차입 여부와 같은 펀드에 대한 상세 정보 및 운용사 관련 클로백 현황을 보고해야 함

□ 헤지펀드 업계와 일부 SEC 커미셔너는 펀드에 대한 스트레스 강화와 이에 따른 투자자에 대한 부정적 영향, 특정 사모펀드에 대한 표적조사를 시작하는 계기 등의 이유로 이번 개정안 채택을 우려하는 내용의 성명을 발표

□ **2008년 글로벌 금융위기 이후 금융시스템 개혁 요구에 따라 제정된 도드-프랭크법은 미국 금융안정성 증진, 금융소비자보호 등을 목적으로 2010년 7월에 발효되었으며, 도드-프랭크법 1호에 의해 설립된 금융안정감시위원회(Financial Stability Oversight Council: FSOC)는 법 제정 직후부터 시장의 시스템 리스크를 분석할 수 있는 정보가 담긴 보고양식을 SEC와 상품선물거래위원회(Commodity Futures Trading Commission: CFTC)에 요청**

— FSOC의 구체적인 목표는 어느 사모펀드(private fund) 또는 사모펀드 운용사가 시장 시스템 리스크에 기여도가 높은지(systemically important)를 판단하는 것

— 2011년 1월, SEC와 CFTC는 FSOC와의 논의를 거쳐 사모펀드 정보 보고 양식 Form PF를 제안하였으며, 같은 해 10월에 최종안을 채택

- Form PF 이전까지 사모펀드 관련 정보는 SEC와 CFTC가 규제 수단(조사, 감독 등)을 통해 수집하여 이용
- Form PF는 SEC 및 FSOC에 의해 기밀로 유지되며 대중에게 공개되지 않음

— Form PF는 소형 사모펀드 보고 사항(섹션 1), 대형 헤지펀드 보고 사항(섹션 2), 대형 유동성펀드 보고 사항(섹션 3), 대형 PEF[1] 보고 사항(섹션 4)과 보고 면제 요청서(섹션 5)로 구성

1) Form PF는 PEF를 헤지펀드, 유동성펀드, 부동산펀드, 증권화자산펀드(securitized asset fund), 벤처캐피털펀드를 제외한 투자자에게 환매 권한을 부여하지 않는 모든 사모펀드로 정의

- 섹션 1 보고 사항: 소형 사모펀드 운용사[2]가 보고 주체이며, 운용사는 운용하는 사모펀드 유형, 해당 펀드의 일반사항(펀드명, 순자산가치(Net Asset Value: NAV), 투자자 정보, 운용성과 등) 등을 회계연도 종료 후 120일 이내에 보고해야 하며, 헤지펀드의 경우 전략, 거래상대방 신용위험, 청산방식 등을 추가로 기재하여 함께 보고
- 섹션 2 보고 사항: 대형 헤지펀드 운용사가 보고 주체이며, 운용사는 자신들이 운용하고 있는 전체 헤지펀드(aggregated hedge fund) 단위에서의 지역별 투자집중도, 자산 유형별 회전율 등의 정보를 회계분기 종료 후 60일 이내에 보고해야 하고, 개별 헤지펀드가 적격헤지펀드(qualifying hedge fund)[3]로 분류되는 경우 개별 펀드 단위에서의 지역별 투자집중도, 자산 유형별 회전율 등의 정보도 함께 보고
- 섹션 3 보고 사항: 대형 유동성펀드 운용사가 보고 주체이며, 운용사는 개별 펀드의 자산 익스포져, 지역별 투자집중도, 자산 유형별 회전율, 펀드 단위에서의 직간접적 차입 등을 회계분기 종료 후 15일 이내에 보고
- 섹션 4 보고 사항: 대형 PEF 운용사가 보고 주체이며, 운용사는 개별 PEF의 직간접적 차입, 금융기관에 대한 투자 정보 등을 회계연도 종료 후 120일 이내에 보고

□ **2023년 5월, SEC는 공개회의를 열고 헤지펀드, PEF의 정보 보고 양식 Form PF의 개정안을 3대 2로 채택한다고 발표**

— 채택된 개정안의 주요 내용은 시장에 중대한 영향을 미칠 것으로 판단되는 사건들을 규정하고, 이들 사건이 발생한 경우 빠른 시간 내에 SEC에 보고하도록 하는 것

- 코로나19, 광범위한 시장 변동성 등 최근 시장에서 발생하는 다양한 현상들을 경험한 SEC는 시장참여자로부터 최신의 정보를 받는 것이 중요한 사안임을 인지
- 기존 Form PF는 제출 주기가 분기 또는 연간인 관계로 실시간으로 시장 위험을 모니터링하는 것이 불가능

□ **대형 헤지펀드 운용사에 실시간 보고의무를 부과하여 다음의 사항이 발생한 경우 해당 사항이 발생한 날로부터 72시간 이내에 수시보고서(current report)[4]를 작성하여 SEC에 보고하도록 함**

— 대형 헤지펀드 운용사(large hedge fund advisers)는 헤지펀드 운용자산이 15억달러 이상인 운용사

2) 소형 사모펀드 운용사는 헤지펀드 운용자산(Asset Under Management: AUM)이 15억달러 미만 또는 유동성펀드 및 MMF AUM이 10억달러 미만 또는 PEF(Private Equity Fund) AUM이 15억달러 미만인 운용사이며, 대형 사모펀드 운용사는 소형 사모펀드 운용사 AUM 기준 이상을 운용하는 운용사임

3) NAV가 5억달러 이상인 헤지펀드

4) 수시보고서는 정기보고서 이후에 중요한 변경사항이 발생한 경우 이를 보완하기 위한 성격의 보고서임. Form PF는 섹션 5에 대형 헤지펀드 운용사가 작성해야 하는 수시보고서가 포함되어 있음

— (중대한 투자손실) 10영업일 동안 매일 손실[5]이 발생하고, 누적 손실액이 보고 대상 펀드 총계산가치(Reporting Fund Aggregate Calculated Value: RFACV)[6]의 20%를 초과한 경우 RFACV, 손실액 등의 정보를 제출

— (증거금 증가 및 마진콜 대응 실패) 1) 10영업일 동안 보고 대상 펀드의 증거금 또는 담보 증가가 같은 기간 동안 보고 대상 펀드의 일별 총계산가치의 평균(average daily RFACV)의 20% 이상이거나, 2) 운용사가 보고 대상 펀드가 마진콜 불이행 상태라는 통지를 받은 경우 보고 대상 펀드의 일별 총계산가치의 평균, 증거금 증가액 등의 정보를 제출

— (펀드 또는 거래상대방 디폴트) 1) 보고 대상 펀드의 거래상대방이 증거금 또는 담보에 대한 요구사항을 충족하지 않거나 지불(payment)을 적정 시간 및 계약에서 요구하는 형식으로 이행하지 않고, 2) 해당 금액이 RFACV의 5%를 초과하는 경우 디폴트 날짜, 금액 등의 정보를 제출

— (프라임 브로커와의 관계 변화) 펀드와 하나 이상의 프라임 브로커 간의 관계가 종료된 경우 종료 날짜 등의 정보를 제출

— 펀드, 운용사, 서비스 제공자에게 운용상 중요한 사건이 발생한 경우 사건 발생일, 회생 가능 여부 등의 정보를 제출

  • 운용상 중요 사건을 '보고 대상 펀드의 운용 중단 또는 중대한 성능 저하'로 정의

  • 2022년 제안에는 보고 대상 펀드의 거래량이 일반적인 펀드 거래량의 20% 이하인 경우를 펀드의 운용 중단 또는 중대한 성능 저하로 본다고 하였으나 채택된 안에는 구체적인 숫자와 관련된 기준을 제시하지 않음

— (인출 및 환매 관련 중요 사건) 보고 대상 펀드가 펀드 NAV의 50% 이상에 해당하는 금액의 인출 또는 환매 요청을 받은 경우 환매 요청 금액이 펀드 NAV의 50%를 초과한 날짜, 환매 요청 금액이 펀드 NAV에서 차지하는 비중, 펀드 청산 여부 등의 정보를 제출

— (환매 이행 불가) 보고 대상 펀드가 환매 요청에 응할 수 없거나, 최소 5영업일 연속으로 환매를 중단하는 상황이 발생한 경우 해당 사건이 발생한 날짜, 환매가 요청되었지만 지급되지 않고 있는 금액, 운용사의 투자자들에 대한 펀드 청산 고지 여부 등의 정보를 제출

— 한편 2022년 제안에서는 헤지펀드가 암호화폐 투자에 관한 정보를 별도의 범주를 통해 보고하게 함으로써 SEC가 헤지펀드의 암호화폐 보유 내역을 파악하도록 하였으나 최종안에는 해당 내용이 포함되지 않음

□ 모든 PEF 운용사는 다음 사항이 발생한 경우 회계분기 종료 후 60일 이내에 해당 사항 SEC에 보고해야 함

— 1) 운용사 주도의 세컨더리 거래가 발생한 경우 거래 종료일 및 거래 내용 관련 정보를 제출

5) Form PF는 손실 여부를 판단할 때 RFACV를 기준으로 측정한 수익률인 holding period return을 사용하도록 하고 있음

6) 보고 대상 펀드의 총계산가치(RFACV): 보고 대상 펀드 포트폴리오가 보유한 자산(현금 및 현금 등가물, 차입 등)의 총가치를 계산한 값으로 가장 최근에 해당 자산 운용 시 이용했던 가격 또는 가치를 기준으로 계산함. 펀드 포트폴리오에 속한 자산들의 시장공정가치(market fair value)를 별도로 계산하여 산출하는 순자산가치(NAV)에 비해 계산이 단순하기 때문에 SEC는 Form PF 작성 시 NAV 대신 RFACV를 사용하도록 하였음. 단, 매일 NAV를 산출할 수 있는 경우 RFACV 대신 NAV를 사용할 수 있으며, 이 경우 보고 시기별 비교가 가능하도록 지속적으로 NAV를 기준으로 손실을 측정해야 함

• 운용사 주도의 세컨더리 거래란 ① 사모펀드 투자자들에게 사모펀드에 대한 운용사 지분 전부 또는 일부를 매도하거나, ② 사모펀드에 대한 운용사 지분의 전부 또는 일부를 운용사 또는 그 관련자가 운용하는 다른 투자수단의 지분으로 전환 또는 교환하는 거래

— 2) 펀드 업무집행사원(General Partner: GP) 해임, 펀드 종료 또는 펀드 투자기간 종료를 위한 투자자 투표가 이루어진 경우 해당 사건의 효력이 발생하는 날짜 및 관련 내용 등의 정보를 제출

□ **대형 PEF 운용사의 경우 다음의 사항을 해당 회계연도 종료 후[7] 추가적으로 SEC에 보고해야 함**

— 대형 PEF 운용사는 PEF 운용자산이 20억달러 이상인 운용사

— 펀드 관련 사항: 투자전략, 차입, 펀드 또는 피지배 포트폴리오 회사(Controlled Portfolio Companies: CPC)의 채무 불이행, CPC에 제공되는 브릿지 파이낸싱, 순자산가치 기준 백분율 표기된 펀드의 국가별 익스포져

— 운용사 관련 사항: 모든 GP 클로백(clawback)[8], 출자약정액(aggregate commitment)의 10%를 초과하는 유한책임사원(Limited Partner: LP) 클로백

〈표〉 Form PF 개정안 채택에 따른 헤지펀드, PEF의 추가 보고 사항

개정 전(2011년 Form PF)				개정 후 추가 보고 사항(2023년 Form PF)			
대상펀드	보고서	보고 시기	보고 내용	대상펀드	보고서	보고 시기	추가 보고 사항 → 보고 내용
소형 사모펀드	Form PF 섹션 1	회계년도 종료 후 120일 이내	- 펀드 유형 및 펀드 관련 일반사항주) - 헤지펀드는 전략, 거래상대방 신용위험, 청산방식 등을 추가 기재	소형 사모펀드	추가 사항 없음		
대형 헤지펀드	Form PF 섹션 2	회계분기 종료 후 60일 이내	- 운용사의 총 헤지펀드 운용자산 단위에서의 자산 익스포져, 지역별 투자집중도, 자산 유형별 회전율 등 - 적격해지펀드의 경우 개별펀드 단위에서도 위와 동일한 수준의 정보를 추가 기재	대형 헤지펀드	수시보고서 (Form PF 섹션 5에 포함)	보고사항 발생 후 72시간 이내	- 특별손실 → RFACV, 손실액 등 - 증거금 증가 → 일별 RFACV 평균, 증가액 등 - 마진콜 불이행 → 운용사의 인지 날짜, 마진콜 금액 등 - 거래상대방 디폴트 → 디폴트 날짜, 금액 등 - 프라임브로커 해임 → 효력 발생일 등 - 운용상 중요 사건 → 발생일, 회생가능성 등 - 환매 불이행 관련 → 발생일, 요청 금액 등

7) Form PF를 통한 연간 보고의 경우 회계연도 종료 후 120일까지 보고

8) 투자손실로 인해 운용사들의 기존 보너스 중 일부 또는 전부를 환수하는 행위. 약속한 목표수익률로 회복할 때까지 모든 보너스 지급이 중지됨

〈표〉 Form PF 개정안 채택에 따른 헤지펀드, PEF의 추가 보고 사항(계속)

개정 전(2011년 Form PF)				개정 후 추가 보고 사항(2023년 Form PF)			
대상펀드	보고서	보고 시기	보고 내용	대상펀드	보고서	보고 시기	추가 보고 사항 → 보고 내용
대형 유동성펀드	Form PF 섹션 3	회계분기 종료 후 15일 이내	- 개별 펀드의 자산 익스포져, 지역별 투자집중도, 자산 유형별 회전율, 펀드 단위에서의 직간접적 차입 등	대형 유동성 펀드	추가 사항 없음		
대형 PEF	Form PF 섹션 4	회계년도 종료 후 120일 이내	- 개별 PEF의 직간접적 차입, 금융기관에 대한 투자 정보 등 - 개별 PEF의 직간접적 차입, 금융기관에 대한 투자 정보 등	대형 PEF	Form PF 섹션 4	회계년도 종료 후 120일 이내	- 운용사 관련 사항 → GP, LP 클로백 - 펀드 관련 사항 → 펀드의 투자전략, 차입, 채무불이행 등
				모든 PEF	Form PF 섹션 6	회계분기 종료 후 60일 이내	- 운용사 주도의 세컨더리 거래 발생 → 거래 종료일, 거래 내용 등 - GP 해임 → 효력 발생일, 관련 내용 등

주: 펀드 관련 일반사항에는 펀드명, NAV, 차입과 같은 정보가 포함되며, 모든 유형의 펀드들은 해당 정보를 공통적으로 기재하여 보고해야 함

□ **SEC는 새로운 보고 요건이 시장 시스템 리스크에 대한 FSOC 모니터링과 투자자보호라는 SEC의 목표 달성을 촉진할 것으로 기대**

— 헤지펀드의 경우 사실상 실시간 감독이 가능해졌다고 평가

— 사모펀드 운용사, 특히 위험 상황 발생을 보고하는 운용사에 대한 SEC의 조사가 증가할 것으로 예상

□ **이번 개정에 대해 헤지펀드 업계는 부정적인 입장을 취하고 있으며, 일부 SEC 커미셔너도 우려가 섞인 성명을 발표**

— 헤지펀드를 대표하는 Managed Funds Association의 회장 Bryan Corbett는 "금융시스템 전반에 걸쳐 리스크를 모니터링하려는 노력에 공감한다."면서도 "새로운 규칙은 펀드에 대한 스트레스를 강화시키고, 이러한 스트레스가 투자자들에게 부정적인 영향을 미칠 것이며, 왜 72시간 내 보고해야 하는 것인지에 대한 기준이 모호하고[9], 손실 시점을 특정하기 어려울 수 있다."라는 내용의 성명을 발표[10]

— SEC 커미셔너 Mark Uyeda는 이번에 채택된 개정안에 Form PF 데이터 중 구체적으로 어떠한 데이터가 시스템 리스크 감지 및 투자자보호와 관련이 있는지에 관한 구체적인 설명이 존재하지 않으며, 시스템 리스크, 투자자보호가 무엇인지도 명확하게 규정하고 있지 않다고 지적

9) 수시보고서는 보고 대상 사건 발생 시 4영업일 이내에 제출(http://www.sec.gov/answers/form8k.htm)

10) https://www.managedfunds.org/statement/mfa-statement-in-reponse-to-sec-finalizing-the-form-pf-rule

- SEC와 FSOC가 더 많은 정보를 더 빈번하게 받는 것이 시스템 리스크 감지와 투자자보호에 어떠한 방식으로 기여할 수 있는지에 대한 설명이 필요함을 언급하면서 Form PF에 보고된 정보는 기밀로 하여 SEC에 보고되므로 현 상황에서 Form PF 정보가 투자자가 사모펀드 및 헤지펀드 시장의 위험을 평가하고 투자에 활용하는데 사용할 수 있는 수단이 아님을 지적
- 또한 정보 보고를 위해서는 추가 비용이 예상되는 바, 해당 비용이 투자자에게 전가될 수 있으며, 특정 사모펀드에 대한 표적조사를 시작하는 계기가 될 수 있다는 우려를 표명[11)]

선임연구원 공경신

11) https://www.sec.gov/news/statement/uyeda-statement-form-pf-050323

〈 최근 오피니언 목록 〉

발간번호	제 목	저 자	발간년월
23-14	공모펀드시장 경쟁력 제고를 위한 과제	김재칠	23.07
	한 · 미간 금리차 역전 현상 및 영향에 대한 소고	이승호	23.07
23-13	시장금리 측면에서 살펴본 한미 기준금리 인상 영향 비교 및 시사점	백인석	23.06
	최근 벤처투자 감소의 원인 진단과 향후 모험자본시장의 발전과제	박용린	23.06
23-12	주요국 개인투자자 최선집행(Best Execution)의무 규정과 시사점	강소현	23.06
	미국 실물경제의 금리 민감도 하락 및 시사점	강현주	23.06
23-11	금리 상승에 따른 기업 부채구조의 변화	김필규	23.05
	대출 비교 플랫폼의 대환대출 서비스 성공을 위한 고려사항	정수민	23.05
23-10	CFD 등 장외파생상품 연계 불법 거래행위 근절을 위한 과제	이효섭	23.05
	3월 미국의 금융불안, 그 이후	장보성	23.05
23-09	금융투자상품 포괄주의 하에서 디지털자산의 증권성에 관한 소고	김갑래	23.05
	현행 주식매수청구권제도의 한계와 주주 보호를 위한 개선과제	황현영	23.05
23-08	Credit Suisse의 위기 발생 및 코코본드 상각의 이해와 시사점	장근혁	23.04
	탄소중립 이행을 위한 전환금융의 역할	이인형	23.04
23-07	'2050 탄소중립' 달성을 위한 국내 ESG 채권시장의 활성화	최순영	23.04
	퇴직급여 부채 규모와 적립률 공시의 필요성	홍원구	23.04
23-06	실리콘밸리은행(SVB) 파산이 국내 금융시장에 미치는 영향 및 시사점	황세운	23.03
	최근 기업 자금조달 여건 평가	정화영	23.03
23-05	외국인의 투자 활력 제고와 주식시장의 국제정합성	남길남	23.03
	금융 분야에서 인공지능의 역할과 과제	이성복	23.03
23-04	국내 액티브 ETF의 활성화 가능성 및 향후 과제	김민기	23.02
	부동산 그림자금융의 리스크 진단 및 대응 방향	이효섭	23.02
23-03	재무적 중요성 기반 ESG 공시의 유용성	이상호	23.02
	디폴트옵션 적격 상품 사전 승인과 금융기관의 역할	남재우	23.02
23-02	대체거래시스템의 거래대상 확대 필요성	김준석	23.01
	기후리스크 대응을 위한 시나리오 분석의 중요성	박혜진	23.01
23-01	탄소중립을 위한 EU의 배출권거래제 개편과 국내 시사점	송홍선	23.01
	2023년 우리 경제의 하방리스크에 대한 소고	이승호	23.01
22-25	국채금리 상승세 평가 및 시사점	백인석	22.12
	최근 인플레이션 특성과 주식 · 채권 분산투자 효과에 대한 시사점	장근혁	22.12
22-24	벤처캐피탈의 ESG 도입 현황과 시사점	박용린	22.12
	한국의 인구 고령화 위기와 장기 경제성장	강현주	22.12
22-23	일본의 최선집행원칙(Best Execution Policy) 개정과 시사점	강소현	22.11
	스테이블 코인의 역설: 리스크와 정책 과제	장보성	22.11
22-22	디지털자산 불공정거래규제의 조속한 입법 필요성	김갑래	22.11
	세계국채지수(WGBI) 편입의 의미 및 기대효과	김한수	22.11

KCMI

자본시장연구원
Korea Capital Market Institute
서울시 영등포구 의사당대로 143
T 02.3771.0600 www.kcmi.re.kr