

## OPINION

연구위원  
노성호

## SI의 시대에 기업 재무 공시의 구조화가 가지는 의미\*

상장기업과 투자자 간의 소통 경로 중 가장 기초가 되는 재무 공시는 제도적인 검증 절차를 거쳐 기업의 재무 상태에 대한 포괄적이고 신뢰성 있는 정보를 제공한다는 점에서 그 중요성은 크다. 그러나 공시자료의 양적 성장과 복잡화 추세에 비추어 보았을 때 투자자가 방대한 양의 정보를 효율적으로 처리하여 의사 결정에 반영하기는 매우 어려운 과제이다. 이에 대응하여 자연어 처리 모형 등 AI 기술을 활용한 공시자료의 수집 및 처리의 자동화 경향은 지난 수 년간 빠르게 진행되고 있다.

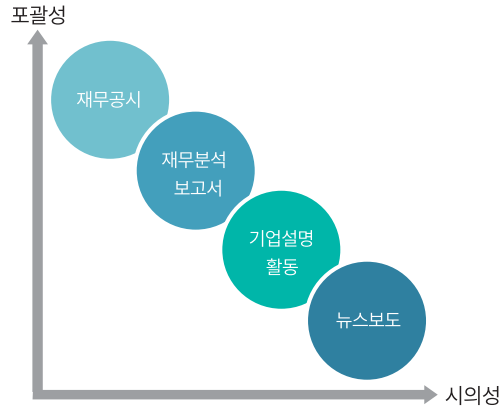
재무 공시의 구조화 및 디지털화 노력은 이와 같은 '기계' 독자의 증가와 무관하지 않다. XBRL 도입은 복잡한 재무 계정과 주석을 일관된 체계로 분류하여 기계 가독성을 높이고 있으며 더불어 선진국 자본시장을 중심으로 디지털 공시자료에 대한 접근성을 강화할 수 있는 아카이브 등의 인프라 구축 노력도 지속적으로 이루어지고 있다. 이와 같은 노력은 궁극적으로 재무 공시의 구조화가 정착하고 디지털 접근성을 제고하여 재무 정보를 투자자가 효율적으로 소비하여 시의성 있게 활용하도록 하는데 기여할 것으로 기대한다. 이를 실현하기 위하여 기계 가독성(machine readability)에 대한 이해를 바탕으로 재무 공시에 대한 온라인 접근성을 강화하는 것과 더불어 재무 공시의 유의성을 높이는 노력이 지속되어야 한다. 더불어 디지털 구조화 공시 도입 초기에 집중되는 비용과 비대칭적인 정보의 확산을 최소화하기 위하여 투자자와 기업의 적극적인 소통과 정책적 지원이 필요할 것이다.

### 기업 재무 공시의 복잡화

상장기업이 투자자와 만나는 다양한 방식 중에서 가장 기본이 되는 것은 재무 공시(financial disclosure)일 것이다. <그림 1>은 투자자가 상장기업에 대한 정보를 얻는 네 가지 대표적인 경로인 재무 공시, 기업설명활동, 재무분석 보고서, 뉴스 보도를 포괄성과 시의성의 관점에서 비교하고 있다. 다른 경로들과 비교하였을 때 재무 공시는 기업의 현황에 대한 정보를 포괄적으로 조망하며 공시제도에 근거한 절차에 따라 검증된 자료라는 점에서 중요도가 매우 높다. 그러나 필연적으로 정보의 양이 방대하고 검증에 시간이 소요되는 만큼 정보의 생산에서 소비까지 오랜 시간이 걸리게 되어 시의성 면에서 다소 약점을 가질 수 있다.

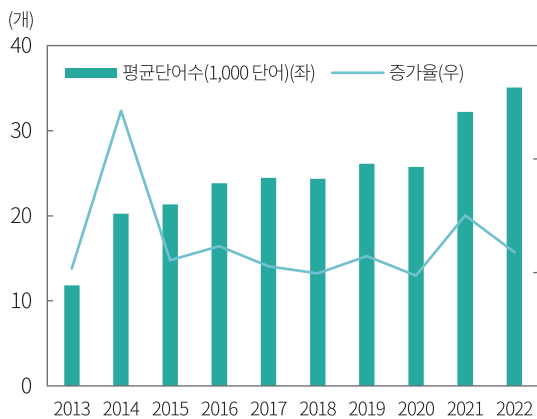
\* 본고의 견해와 주장은 필자 개인의 것이며, 자본시장연구원의 공식적인 견해가 아님을 밝힙니다.

〈그림 1〉 기업 정보 공시의 종류

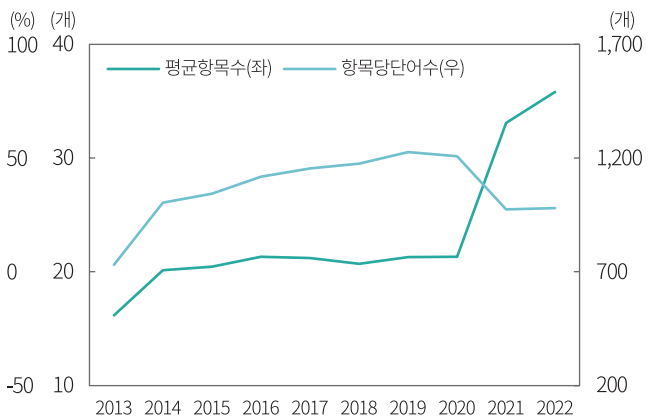


기업 운영 방식과 재무 구조의 복잡화에 따라 공시 정보의 밀도가 높아지고 관련 규제가 세밀하게 발전할수록 공시자료를 독해하는 어려움 또한 가중될 것이다. 회계연도 기준 2013년부터 2022년 사이 금융감독원 전자공시시스템(Data Analysis, Retrieval and Transfer system: DART)에 업로드된 모든 상장기업의 연간 사업보고서를 분석한 결과 문서당 평균 단어 수는 2013년 약 12,000단어에서 2022년 약 35,000단어로 연평균 11% 증가하였다(〈그림 2〉 참조). 더불어 같은 기간 동안 사업보고서의 세부 항목 개수는 평균 16개에서 35개로 2배 이상 증가하였으며 항목당 분량도 약 730단어에서 980단어로 증가하였다(〈그림 3〉 참조). 이는 지난 10여 년간 기업의 재무 공시가 양적으로만 성장한 것이 아니라 다층적인 정보를 높은 밀도로 제공하는 형태로 발전하였음을 보여주고 있다.

〈그림 2〉 사업보고서 분량



〈그림 3〉 사업보고서 항목 수



자료: 금융감독원 전자공시시스템 및 저자 계산

### 재무 공시의 구조화 및 디지털화 노력

재무 공시의 양적 성장과 복잡화에 대응하여 AI 등을 활용하여 정보 처리의 효율성을 제고하려는 노력이 활발하게 이루어지고 있다. 자연어 처리 모형의 대두와 Loughran and McDonald(2011)의 금융 및 재무 용어 사전 연구 등의 성과가 기반이 되어 EDGAR<sup>1)</sup>에 대한 기계적인 접근(예를 들어 웹 스크래핑)이 2000년대 초반 이후 급증하였다(Cao et al., 2023). 이는 실무 차원에서 기업이 실적 발표에서 기계 독자까지 고려하여 단어를 선택하고(Wiggleworth, 2020), 재무분석사(financial analyst)가 구조화된 재무 공시의 항목별 태그(tag)를 활용해 예측 정확도를 높이고(Felo et al., 2018), 감독 기관이 업무에 필요한 대량의 정보를 알고리즘을 통해 효과적으로 수집하는(SEC, 2023) 변화로 나타나고 있다.

재무 공시의 구조화 및 디지털 접근성 강화는 이를 통해 기계적인 방식으로 대량의 공시자료를 분석하는 작업의 효율성과 신뢰성을 높일 수 있다는 점에서 중요성을 더하고 있다. <표 1>은 주요국의 공시자료 구조화 및 디지털 접근성에 대한 현황을 요약한 것이다. XBRL의 도입은 유럽을 제외하고 2000년대에 이미 이루어져 재무 공시의 국제적 정합성을 높이려는 노력이 일찍이 진행되었음을 알 수 있다. 반면, 아카이브 및 API(Application Program Interface) 구축을 통하여 공시자료에 대한 디지털 접근성을 강화하는 것은 여전히 많은 나라에서 과제로 남아있다고 볼 수 있다. 국내의 경우 금융감독원에서 2023년 3월 상장기업의 재무제표에 대한 XBRL의 단계적 도입 계획을 발표하였다.<sup>2)</sup> 이는 공시자료의 디지털 구조화를 통해 국제적 정합성을 제고한다는 측면에서 긍정적인 변화일 것이다.<sup>3)</sup> 더불어 금융감독원의 DART는 공시자료의 체계적인 검색과 더불어 API를 활용하여 자동화된 자료 검색 및 수집 기능을 제공한다는 점에서 디지털 접근성 또한 해외 주요국 대비 높은 수준이라고 볼 수 있다.

1) Electronic Data Gathering, Analysis, and Retrieval system의 약자로 미국 증권거래위원회(U.S. Securities and Exchange Commission)에서 상장기업에 대한 공시자료의 수집, 검증, 분류 및 배포를 자동화하기 위하여 구축한 디지털 아카이브이다.

2) 금융감독원(2023)

3) 기존 XBRL 관련 규정은 비금융업 상장법인, 그리고 재무제표 본문에만 제한적으로 적용되어 효율성에 대한 의문이 제기되었다(홍지연, 2023).

〈표 1〉 국가별 공시자료 구조화 및 디지털화 현황

구분	세부	미국	유럽	일본	한국
		구조화 공시	XBRL 도입 시기	2009년	2020년 <sup>1)</sup>
	XBRL 적용 범위	재무제표 본문과 주석 일부	재무제표 본문과 주석 일부	재무제표 본문과 주석 일부	재무제표 본문과 주석 일부
	태그(tag) 작성 방식	세부항목 단위 (Detailed Tagging)	목차 단위 (Block Tagging)	세부항목 단위 (Detailed Tagging)	세부항목과 목차 단위 혼합
디지털 접근성	디지털 아카이브	EDGAR		EDINET	DART
	API 도입 여부	사용가능 (2021. 9.)		사용가능	사용가능 (2013. 8.)
	API 사용 가능 항목	기업현황 정기보고서 계정항목		정기보고서	기업현황 정기보고서 재무제표 등

주 : 1) 재무제표 주석에 한하여 2022년 시행으로 도입 시기를 2년 유예하였다.

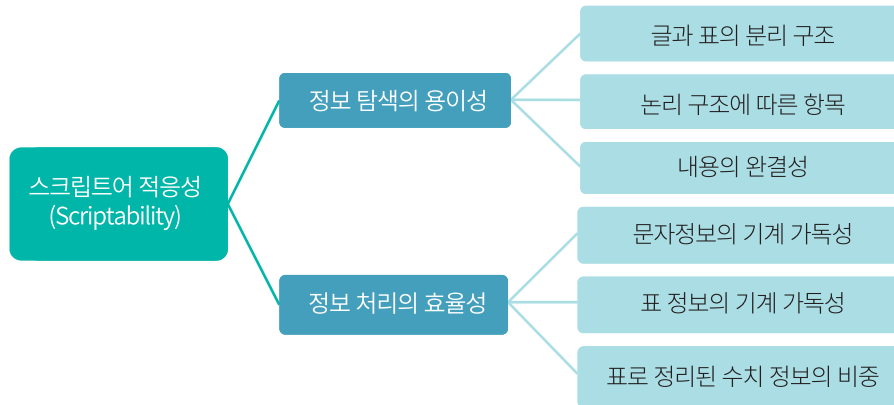
2) 2007년 K-GAAP기반 XBRL의 도입 이후 2010년 IFRS기반 공시시스템을 구축하였으며 2023년부터 금융업 상장법인, 재무제표 주석으로 XBRL 적용 범위를 확대할 예정이다.

자료: 금융감독원(2023), 홍지연(2023), EDGAR, EDINET, DART 홈페이지를 참고하여 작성하였다.

**공시자료의 가독성: 인간의 관점과 기계의 관점**

공시자료의 구조화 정도가 높아질수록 상대적으로 인간 독자보다 기계의 독해력만 높아질 것인가에 대한 의문이 제기될 수 있다. 이에 대한 답변에 앞서 공시자료의 가독성(readability)에 대하여 기계의 관점에 대한 정의가 필요할 것이다. Allee et al.(2018)은 기계의 입장에서 공시자료의 가독성을 정의하는 지표로서 스크립트어 적응성(scriptability)을 제안하였다(그림 4) 참조.

〈그림 4〉 스크립트어 적응성의 개념



자료: Allee et al.(2018)을 바탕으로 재구성

스크립트어 적응성은 크게 정보 탐색의 용이성과 정보 처리의 효율성을 포괄하는 개념으로서 제시되었다. 밀도가 높은 문서에서 알고리즘을 통하여 빠르게 원하는 정보를 찾을 수 있다면(정보 탐색의 용이성), 해당 공시자료의 유용성은 그렇지 않은 문서보다 높을 것이다. 정보의 탐색을 쉽게 하기 위한 세부 과제로는 (1) 항목 사이의 논리적 구조와 제목의 연관성을 강화하고, (2) 서술형 정보와 표를 문서에서 쉽게 분리할 수 있도록 하며, (3) 외부 링크 또는 첨부 문서에 의존하지 않고 문서 안에서 서술된 정보가 완결성을 가지도록 작성할 필요가 있다. 두 번째로 방대한 문서에서 필요한 정보를 기계적으로 빠르게 읽고 처리하여(정보 처리의 효율성) 독자가 소화하기 쉬운 형태로 가공할 수 있는 체계를 문서 파일에 심어놓을 필요가 있다. 이를 위해서는 표준 한국어 인코딩(encoding) 체계에 포함되지 않은 특수문자 등의 사용을 줄여 기계 가독성(machine readability)을 높이고, 수치 정보를 문장에서 서술하기보다 표로 정리하는 비중을 높이는 것을 고려할 필요가 있다.

스크립트 언어에 대한 적응도를 높인 공시자료는 다시 말하면 개별 항목들이 찾기 쉽도록 체계적으로 분류되어 있고 항목 사이의 논리적 연계성이 뚜렷한 문서이다. 이는 인간의 관점에서도 그렇지 않은 문서와 비교하였을 때 상대적으로 빠르게 읽고 이해할 수 있을 것이다. 실제로 Allee et al.(2018)의 연구에 따르면 스크립트어 적응성이 높은 공시자료를 배포한 기업일수록 새로운 정보의 확산 속도가 빨라 가격이 효율적으로 조정되는 경향을 보였다. 더불어 XBRL의 도입으로 재무 공시의 스크립트 적응성이 높아짐에 따라 영업이익 발표 이후 주가의 지연반응(post-earnings announcement drift)이 줄어들고(Efendi et al., 2014) 재무분석가의 예측 정확도가 향상하여(Felo et al., 2018) 기계 가독성이 높은 문서에서 인간 독자들도 빠르게 정보를 습득할 수 있다는 점을 시사하고 있다.

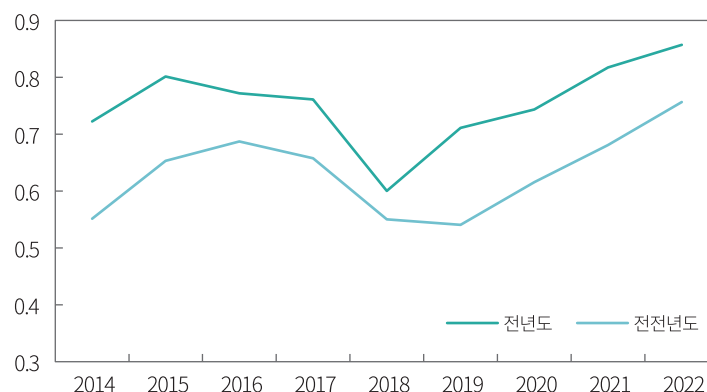
## 정보 기반 투자 활성화에 대한 시사점

재무 공시의 존재 이유가 투자자에게 포괄적이고 검증된 정보를 전달하는 것인 만큼 구조화 공시와 이에 대한 디지털 접근성을 높이는 것은 정보의 부재 또는 비대칭을 해소하고 가치에 기반한 투자를 활성화하는 것에 궁극적인 목표를 두어야 한다. 이러한 관점에서 AI의 시대에 디지털 구조화 공시제도의 발전 방향에 대한 시사점을 크게 세 가지로 제시해 볼 수 있다.

첫 번째는 온라인 접근성의 제고가 반드시 기계 가독성의 향상을 의미하지는 않는다는 사실이다. 앞서 설명하였듯이 가독성 높은 공시자료란 내용의 논리적 구조가 명확하여 정보의 탐색과 처리가 쉽도록 다층적으로 구획된 문서를 의미한다. 공시자료에 쉽게 접근할 수 있도록 온라인 아카이브에 저장하고 API를 통해 배포하는 등의 인프라는 효과적으로 구조화된 공시자료에 대한 접근성을 높일 뿐, 공시자료의 가독성을 높이는 문제와는 별개의 과제로 보아야 할 것이다.

두 번째로 기계 가독성이 높은 공시 문서가 반드시 정보의 효율적인 확산을 보장하지는 않는다는 점이다. 국내 상장기업의 사업보고서 중 (연결)재무제표 및 주석에 포함된 정보는 지난 회계연도와 비교하였을 때 유사성<sup>4)</sup>이 매우 높은 것으로 보인다(〈그림 5〉 참조). 일반적이고 중복되는 정보(boilerplate)가 많아 전년도 공시와 내용이 비슷할수록 투자자는 이를 새로운 정보로 받아들이지 않고 따라서 시장가격의 반응성 또한 낮은데(Brown & Tucker, 2011), 이는 투자자가 재무 공시에서 새롭거나 유용한 정보를 추출하는 비용이 지나치게 높아지기 때문이다(Blankespoor et al., 2020). 따라서 불필요하게 반복되는 정보가 많은 재무 공시는 정보의 효율적인 확산이라는 디지털 구조화 공시의 지향점에 반한다고 볼 수 있다.

〈그림 5〉 사업보고서의 연도별 유사도



주 : 연결재무제표 및 주석에 포함된 단어를 분석하여 직전 1~2 회계연도 대비 자카드 유사도(Jaccard Similarity)를 측정하였으며 90% 이상의 문서에서 사용된 단어(예를 들어 '총자산')는 배제하였다.

자료: 금융감독원 전자공시시스템 및 저자 계산

4) 두 문서의 유사성을 측정하는 지표로 자카드 유사도(Jaccard Similarity)를 사용하였다. 예를 들어 올해 사업보고서에 포함된 단어의 집합을 A, 전년도를 B라고 했을 때, 자카드 유사도는 A와 B의 교집합에 포함된 단어의 수를 합집합에 포함된 단어의 수로 나눈 비율로 정의된다. 두 보고서가 완전히 같은 경우 자카드 유사도는 1, 완전히 다른 경우 0의 값을 가지며 공통으로 사용된 단어의 비중이 높을수록 1에 가까운 값을 가지게 된다.

마지막으로 공시자료의 정보성과 접근성 개선에 투자되는 비용은 초기에 발생하나 그 효용은 장기에 걸쳐서 실현된다는 점이다. 미국의 사례에서 볼 수 있듯이 XBRL 도입 초기 기업은 규정을 준수하는데 큰 비용을 부담할 수 있으며 이는 특히 관련된 경험과 기술적 지원이 부족한 중소기업에 게 가증되는 경향을 보인다(SEC, 2023). 더불어 XBRL 도입 초기에는 구조화된 정보를 효율적으로 처리할 수 있는 자원이 풍부한 대규모 기관 투자자를 중심으로 비대칭적인 정보의 확산이 발생할 수 있다(Blankespoor et al., 2014). 따라서 단기적인 비용과 수혜의 불일치 및 비대칭성을 해소하기 위하여 투자자, 기업, 정부 사이의 지속적인 소통과 정책적 지원으로 공시자료의 활용도를 높일 필요가 있을 것이다.

## 참고문헌

- 금융감독원, 2023. 3. 31, 사업보고서 등을 통해 공시되는 상장사 및 비상장사의 재무정보가 국제표준 (XBRL) 데이터 기반으로 전면 개편됩니다, 보도자료.
- 홍지연, 2023, 국내 기업의 XBRL 재무공시 의무화 확대 의의와 과제, 자본시장연구원 『자본시장포커스』 2023-10.
- Allee, K. D., DeAngelis, M. D., Moon Jr, J. R., 2018, Disclosure “scriptability”, *Journal of Accounting Research* 56(2), 363-430.
- Blankespoor, E., deHaan, E., Marinovic, I., 2020, Disclosure processing costs, investors’ information choice, and equity market outcomes: A review, *Journal of Accounting and Economics* 70(2-3), 101344.
- Blankespoor, E., Miller, B.P., White, H.D., 2014, Initial evidence on the market impact of the XBRL mandate, *Review of Accounting Studies* 19, 1468-1503.
- Brown, S.V., Tucker, J.W., 2011, Large-sample evidence on firms’ year-over-year MD&A modifications, *Journal of Accounting Research* 49(2), 309-346.
- Cao, S., Jiang, W., Yang, B., Zhang, A. L., 2023, How to talk when a machine is listening: Corporate disclosure in the age of AI, *The Review of Financial Studies* 36(9), 3603-3642.

- Efendi, J., Park, J.D., Smith, L.M., 2014, Do XBRL filings enhance informational efficiency? Early evidence from post-earnings announcement drift, *Journal of Business Research* 67(6), 1099-1105.
- Felo, A.J., Kim, J.W., Lim, J.H., 2018, Can XBRL detailed tagging of footnotes improve financial analysts' information environment? *International Journal of Accounting Information Systems* 28, 45-58.
- Loughran, T., McDonald, B., 2011, When is a liability not a liability? Textual analysis, dictionaries, and 10-Ks, *The Journal of finance* 66(1), 35-65.
- U.S. Securities and Exchange Commission, 2023. 12, Semi-annual Report to Congress Regarding Public and Internal Use of Machine-Readable Data for Corporate Disclosures.
- Wiggleworth, R., 2020. 12. 5, Robo-surveillance shifts tone of CEO earnings calls, *Financial Times*.

금융감독원 전자공시시스템(DART)      <https://dart.fss.or.kr>

EDINET      <https://disclosure2.edinet-fsa.go.jp/>

SEC EDGAR      <https://www.sec.gov/edgar>

## OPINION

선임연구위원  
황세운

## 개인투자용국채 도입의 의미와 시장영향\*

2023년 국채법 개정을 통해 제도 도입이 확정된 개인투자용국채의 발행이 시작될 예정이다. 개인투자용국채는 국채의 수요기반을 확대함과 동시에 국민들에게 안정적인 투자수단을 제공하기 위한 목적으로 도입되었다. 안정적인 재정자금의 조달을 위해 변동성이 낮은 투자자 기반을 확보하고, 국민들이 노후소득 확보를 위해 활용할 수 있는 유용한 투자수단을 제공한다는 점에서 개인투자용국채의 의의를 찾을 수 있을 것이다.

개인투자용국채는 매입자격을 개인으로 제한하여 발행하는 국채이다. 채권유통시장에서 거래가 가능한 일반국채와 달리 개인투자용국채는 타인에게 이전하거나 질권 등 담보권의 목적으로 사용할 수 없다. 만기는 10년물과 20년물 두가지로 구성된다. 만기까지 이자를 전혀 지급하지 않다가 만기일에 원금과 이자를 일괄 지급한다. 발행주기는 연 11회로 예정되어 있다. 발행방법은 판매대행기관을 통해 청약방식으로 모집하여 발행된다.

개인투자용국채는 만기보유에 대해 상당한 혜택을 부여하고 있다. 혜택은 크게 금리산정의 혜택과 세제혜택으로 구분된다. 개인투자용국채를 만기까지 보유할 경우 투자자는 발행시에 정해지는 표면금리에 가산금리를 더하여 이자를 지급받으며, 이자의 계산은 연복리가 적용된다. 만기까지 보유할 경우 매입액 총 2억원까지의 이자소득에 대해 14% 분리과세도 허용된다. 다만, 금리산정의 혜택과 세제혜택은 만기까지 보유한 경우에만 허용되며, 중도환매에 대해서는 허용되지 않는다.

개인투자용국채라는 새로운 국채상품의 도입은 정부의 재정자금 조달행태와 투자자들의 자산형성 행태에 유의적인 영향을 미칠 것으로 예상된다. 가산금리와 복리방식의 이자계산은 장기보유할 경우 그 효과가 특히 두드러진다. 장기투자의 관점에서 개인투자용국채에 대한 판단이 이루어질 필요가 있을 것이다. 개인투자용국채는 국가가 발행하는 채권이기에 때문에 원금이 보장되는 안전한 상품이다. 그렇지만 보유한 개인투자용국채를 중도환매할 경우 가산금리의 지급, 복리방식의 이자계산, 분리과세의 세제혜택은 주어지지 않는다는 점을 투자자들은 사전적으로 충분히 이해한 상태에서 투자의사결정을 내려야 할 것이다. 제도 도입 초기에서 나타날 수 있는 시행착오를 최소화시키고 개인들이 장기적 관점에서, 특히 노후소득 확보차원에서 유용하게 활용할 수 있도록 개인투자용국채제도를 일관성 있게 발전시켜 나가야 할 것이다.

2024년 상반기(6월)부터 개인투자용국채가 발행될 예정이다. 2021년 국고채 2년물 도입, 2024년 2월 국고채 30년 선물의 도입에 이어 국채시장에 또 하나의 신상품이 소개되는 것이다. 개인투자용

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

국채의 도입은 2023년 4월 국채법 개정을 통해 그 제도적 기반을 마련하였고, 2023년 9월 국채법 시행령 및 시행규칙 개정을 통해 운영과 관련된 구체적인 설계가 시작되었다. 이후 기획재정부는 '개인투자용국채의 발행 및 상환 등에 관한 규정(기획재정부고시 제2023-45호)'을 제정하여 세부적인 상품 특성과 운영방식을 확정지었고, 올해 상반기부터 본격적으로 발행을 시작할 것으로 보인다.

개인투자용국채는 국채의 수요기반을 확대함과 동시에 국민들에게 안정적인 투자수단을 제공하기 위한 목적으로 도입되었다. 꾸준히 증가하고 있는 정부의 재정정책을 안정적으로 뒷받침하기 위해서는 국채의 수요기반을 확대할 필요가 있다. 국내 금융기관에 치중되어 있는 국채의 수요기반을 개인으로 다양화함으로써 국채시장의 안정적 성장을 제고할 수 있을 것이다. 또한 고령화의 진행에 따라 은퇴 이후의 시기에 대비하여 개인의 중장기 자산형성을 위한 안정적인 투자수단을 제공할 필요성도 점점 커지고 있다. 주식과 같은 위험자산 활용도 필요하지만, 안전하지만 예적금보다 다소간 높은 수익률을 제공할 수 있는 금융상품에 대한 수요도 크다. 개인투자용국채는 우리나라가 당면한 이러한 경제적 현실을 개선하고자 하는 목적에서 오랜 준비를 거쳐 도입된 결과물이다. 본고는 상반기부터 도입될 개인투자용국채의 주요 특징을 살펴보고, 해외에서 운용되고 있는 개인투자용국채제도와 비교해 보고자 한다. 이를 통해 개인투자용국채의 도입이 가지는 의미를 파악하고, 향후 시장에 미치는 영향에 대해서 살펴보고자 한다.

### 개인투자용국채의 주요 특성

개인투자용국채는 매입자격을 개인으로 제한하여 발행하는 국채이다.<sup>1)</sup> 일반적인 국채는 매입자격을 제한하지 않으며 기관, 개인 등 모든 투자자들이 매입할 수 있다. 이와는 대조적으로 개인투자용국채는 개인만 매입할 수 있다. 개인투자자가 개인투자용국채를 매입하기 위해서는 개인투자용국채 판매대행기관에서 개인투자용국채 전용계좌(1인 1계좌)를 개설한 후 전용계좌를 통해서만 매입할 수 있다. 최소 매입단위는 10만원이며, 10만원의 정수배로 매입을 증액할 수 있다. 연간 매입한도는 총 1억 원이다.

개인투자용국채의 중요한 상품특성으로 매매가 금지된다는 점을 들 수 있다.<sup>2)</sup> 채권유통시장에서 거래가 가능한 일반국채와 달리 개인투자용국채는 타인에게 이전하거나 질권 등 담보권의 목적으로 사용할 수 없다. 다만 상속, 유증(遺贈) 및 강제집행의 경우에 대해서는 예외를 인정한다. 개인투자용국채의 만기는 10년물과 20년물 두가지로 구성된다.<sup>3)</sup> 만기전에 주기적으로 이자를 지급하는 일반국채와 달리 개인투자용국채는 만기까지 이자를 전혀 지급하지 않다가 만기일에 원금과 이자를 일괄 지급

1) 국채법 제4조(국채의 종류 등) 제1항 제1호 나목

2) 국채법 제9조(등록국채의 이전 등) 제3항

3) 개인투자용국채의 발행 및 상환 등에 관한 규정 제4조(종목) 제1항

한다. 발행주기는 연 11회로 예정되어 있는데, 1월에서 11월까지 매월 20일에 액면발행이 이루어진다. 12월에는 국채발행한도 관리 등의 이유로 개인투자용국채가 발행되지 않는다. 연간 발행규모는 올해가 도입 원년이라는 점을 감안하여 2024년에는 약 1조원 수준으로 발행하되, 수요에 따라 점진적으로 발행이 확대될 것으로 예상된다.

발행방법은 판매대행기관을 통해 청약방식으로 모집<sup>4)</sup>하여 발행하며, 기획재정부는 최근 국가계약 법령에 따른 공개경쟁입찰을 통해 미래에셋증권을 판매대행기관으로 선정하였다. 청약 기간은 발행일의 5영업일 전부터 3영업일 전까지로 하고, 청약 시간은 매 영업일의 09:00부터 15:30까지이다. 다만, 금융기관 휴무일이나 법정공휴일 등을 고려하여 청약 기간을 변경할 수 있다. 전용계좌를 보유한 개인은 해당 계좌를 관리하는 판매대행기관에 청구 신청 또는 온라인 신청의 방법으로 청약하며, 청약 기간 내에는 청약을 철회하거나 청약액을 변경할 수 있다. 청약을 통해 개인이 연간 매입할 수 있는 금액은 종목과 상관없이 1인당 총 1억원을 초과할 수 없다. 청약자는 청약 시 판매대행기관에 청약액 전액을 청약증거금으로 납입하여야 한다.

청약에 대한 배정은 월간 발행한도 내에서 실시한다. 종목별 청약 총액이 해당 월의 종목별 발행한도 이내일 경우 해당 종목의 모든 청약에 대해 해당 청약액을 배정한다. 종목별 청약 총액이 해당 월의 종목별 발행한도를 초과하는 경우 청약에 대한 배정 기준금액은 300만원으로 하고, 해당 종목의 모든 청약에 대해 기준금액을 우선 배정한다. 다만, 청약액이 기준금액 미만일 경우에는 해당 청약액을 배정한다. 우선 배정한 종목별 총액이 해당 월의 종목별 발행한도를 초과하는 경우 기획재정부장관은 해당 종목의 기준금액을 10만원 단위로 조정할 수 있다. 다만, 기준금액을 10만원으로 조정하였음에도 불구하고 해당 월의 종목별 발행한도를 초과하는 경우 해당 종목은 추첨을 통해 배정한다. 우선 배정 후 해당 월의 종목별 발행한도 내에서 남은 물량은 각 청약액에서 기준금액을 차감한 금액에 비례 배분하여 배정하되, 10만원 미만의 금액은 절사한다. 배정한 결과 해당 월의 총 월간 발행한도 내에서 남은 물량은 종목과 상관없이 익월로 이월할 수 있다.

이상에서 설명한 발행과정을 간략히 정리하면 아래의 표와 같다.

4) 개인투자용국채의 발행 및 상환 등에 관한 규정 제8조(모집 방법)

〈표 1〉 개인투자용국채의 발행절차

절차	내용
① 발행계획 공표(전월 말일까지)	• 월간 발행계획: 종목별 발행한도, 금리, 청약 일정 등
② 청약계획 공고(청약 3일전까지)	• 청약계획: 신청방법 등 구체적 사항
③ 청약(D-5~3영업일)	<ul style="list-style-type: none"> <li>• 신청요건: 전용계좌 보유, 1인당 1계좌만 개설 가능</li> <li>• 신청방법: 창구 또는 온라인 신청</li> <li>• 신청기간 및 시간: 3일, 09:00~15:30</li> <li>• 신청 최저금액: 10만원(10만원의 정수배로 증액)</li> <li>• 연간 매입한도: 1인당 총 1억원</li> <li>• 청약증거금: 청약액 전액을 청약증거금으로 납부</li> </ul>
④ 배정(D-3영업일)	<ul style="list-style-type: none"> <li>• 월간 발행한도 내에서 배정 실시</li> <li>• 배정기준: 청약총액이 월간 발행한도 이내일 경우 전액 배정 월간 발행한도 초과 시에는 소액청약(300만원 기준)을 우선으로 배정</li> </ul>
⑤ 배정결과 고지(D-2영업일)	• 판매사는 청약신청자에게 배정결과 고지, 미배정 청약증거금 반환
⑥ 등록(발행)(D-day)	<ul style="list-style-type: none"> <li>• 판매사는 고객계좌부에 발행내역 등록</li> <li>• 발행자금 이체(판매사 → 예탁결제원 → 공공자금관리기금(한국은행))</li> </ul>
⑦ 결과 공표(D-day)	• 예탁원 발행결과 기획재정부에 보고 → 기획재정부는 발행결과 공표

개인투자용국채는 개인들의 중장기 자산형성을 촉진하려는 목적을 가지고 있기 때문에 만기보유에 대해 상당한 혜택을 부여하고 있다. 혜택은 크게 금리산정의 혜택과 세제혜택으로 구분된다. 개인투자용국채를 만기까지 보유할 경우 투자자는 발행시에 정해지는 표면금리에 가산금리를 더하여 이자를 지급받는다. 이때 이자의 계산은 표면금리와 가산금리의 합을 연복리로 적용하여 이루어진다. 표면금리는 직전월 동일 연물의 국고채 최고 낙찰금리로 결정되고, 가산금리는 기획재정부장관이 재정자금 수요 및 국채시장 상황 등을 고려하여 매월 결정한다.<sup>5)</sup> 세제혜택으로는 개인투자용국채를 만기까지 보유할 경우 매입액 총 2억원까지의 이자소득에 대해 14% 분리과세가 허용된다. 이는 개인투자용국채의 경우 만기가 긴 데다 이자를 만기에 일괄로 수령함에 따라 중·서민층도 만기연도에 이자소득이 연 2천만원을 초과하여 금융소득종합과세 대상이 될 우려가 있기 때문이다. 다만, 금리산정의 혜택과 세제혜택은 만기까지 보유한 경우에만 허용되며, 중도환매에 대해서는 허용되지 않는다. 중도환매의 경우 가산금리를 합산하지 않은 채 표면금리를 단리방식으로 적용하여 이자가 지급되며, 이자소득에 대해서는 분리과세 혜택도 주어지지 않는다. 상속·유증·강제집행으로 이전받은 자가 만기 보유시

5) 개인투자용국채의 발행 및 상환 등에 관한 규정 제5조(금리) 제1항 및 제2항

가산금리·복리·세제혜택이 허용되지만, 개인이 아닌 법인이나 단체 등이 이전받은 경우에는 가산금리·복리·세제혜택이 적용되지 않는다. 중도환매는 매입 1년 후부터 신청할 수 있으나, 이 경우 금리산정의 혜택과 세제혜택을 받을 수 없다는 점을 개인들은 가입전에 반드시 이해해야 할 것이다. 중도환매는 해당 월 중도환매 한도금액 내에서 신청을 접수하며, 매월 20일 일괄 상환된다. 중도환매 한도금액이 소진될 경우 환매신청이 조기마감될 수 있다.

### 해외의 개인투자용국채제도: 미국과 싱가포르 사례를 중심으로

개인들에게만 접근이 허용되는 개인투자용국채제도를 도입하고 있는 주요 국가들로는 미국, 일본, 싱가포르, 영국 등이 있다. 본고는 이중 국내 개인투자용국채제도 도입에 주요한 참고사례가 되었던 미국과 싱가포르의 사례를 소개한다. 미국은 개인투자용국채를 제일 먼저 도입한 국가로 1935년 대공황 시기에 ‘Series A’ 개인투자용국채를 최초로 발행하였다. 현재 미국의 개인투자용국채는 고정금리를 지급하는 ‘Series EE’와 물가상승률에 연동하여 변동금리를 지급하는 ‘Series I’ 2종류가 발행되고 있다. Series EE의 만기는 30년이며 발행금리는 매년 5월 1일과 11월 1일에 Treasury Direct 홈페이지를 통해 6개월 단위로 공시된다. Series EE의 발행금리는 코로나19 팬데믹 이전에는 저금리 기조로 인하여 장기간 0.1%에 머물러 있었으나, 2022년 이후에는 진행된 급격한 시장금리 상승에 영향을 받아 2024년 2월 기준 2.70%로 발행되고 있다. Series EE의 중요한 특징으로는 발행 이후 20년간 보유할 경우 발행금리에 상관없이 20년간 총수익률 100%를 보장한다는 점을 들 수 있다. 20년 이상의 장기보유에 대한 강력한 유인을 제공하고 있는 것이다. Series I는 Series EE와 동일하게 30년 만기로 발행되는데, 고정금리와 물가상승률을 기반으로 산정된 변동금리를 지급한다. 2023년 2월 기준 Series I 지급금리는 5.27%인데, 이중 고정금리는 1.3%이며 3.97%가 물가상승률 반영분이다. Series I의 고정금리는 Series EE와 동일하게 매년 5월 1일과 11월 1일에 공시되며, 발행 당시 공시된 금리가 만기까지 적용된다. 세제혜택, 이자지급방식, 만기이전 환매에 대한 처리는 Series EE와 Series I에 대해 동일하다. 이자소득은 연방소득세 과세대상이나 주·지방소득세(state and local income tax)에 대해서는 비과세된다. 만기 이전에 환매가 가능하지만 보유기간 5년 이내 환매시 환매 시점 마지막 3개월에 해당하는 이자를 지급하지 않는 페널티를 부여한다.

개인투자용국채를 1930년대부터 발행해 온 미국과는 달리 싱가포르는 비교적 최근인 2015년에 개인투자용국채 발행을 시작했다. 10년 만기 1종류로만 발행되고 있으며, 우리나라와 유사하게 국채 소유자의 사망 등 특수한 상황을 제외하고는 양도를 허용하지 않는다. 유통시장을 통한 매매를 금지하고 있으며, 담보로도 사용할 수 없다. 매월 1회 연간 총 12회 개인투자용 국채를 발행하는데, 매월 초 모집기간, 모집금액, 보유기간에 따른 지급금리를 공개한다. 이후 개인의 신청금액을 바탕으로 매월 말 모집금액을 배정한 후, 익월에 발행되는 종목으로 발행한다. 개인투자용국채에 대한 투자를 장려하기

위하여 개인투자용국채로부터 발생하는 이자소득은 비과세 혜택이 허용된다. 이자소득에 대한 비과세가 허용되기 때문에 보유현도에 대한 제한이 설정되어 있는데, 매입기간에 상관없이 개인당 총 보유현도는 20만싱가포르달러이다. 중도환매에 대한 페널티는 부과하지 않는다. 싱가포르 개인투자용국채의 중요한 특징중의 하나는 보유기간에 따른 수익률이 각 연물별 국채 수익률 수준에 부합하도록 기간이 경과함에 따라 지급금리가 점진적으로 상향되는 'step-up' 방식의 이자지급이 이루어진다는 점이다. 이로 인해 10년 만기 개인투자용국채를 매입하는 개인은 첫 번째 연도에 지급되는 이자율보다 두 번째 연도에 더 높은 이자율을 적용받아 이자를 지급받는다. 만일 채권시장에서 수익률 곡선이 역전되는 상황이 발생하더라도 금리산정 방식을 조정하여 보유기간에 따라 지급금리가 단조증가하도록 설계되어 있다. 우리나라 개인투자용국채와는 달리 만기보유시 적용되는 가산금리는 없다. 이는 개인투자용국채를 만기까지 보유하도록 유도하는 강력한 유인으로 작용한다.

### 개인투자용국채 도입에 따른 시장영향과 유의사항

개인투자용국채는 국채에 대한 수요기반을 확대하고, 개인의 중장기 자산형성 지원을 위한 안정적인 투자수단을 제공하려는 목적에서 도입되었다. 개인투자용국채의 발행은 개인들의 국채보유를 촉진함으로써 자본시장의 재정자금 공급기능을 강화시킬 것으로 예상된다. 도입초기에는 완만한 속도로 시장이 성장할 것으로 예상되며, 여러 가지 혜택을 감안할 때 시장금리의 변동성이 증가하는 시기에도 꾸준한 자금유입이 이루어질 수 있을 것으로 보인다. 그 규모가 크지는 않더라도 안정적인 국채수요를 확보한다는 것은 재정자금 조달에 있어 중요한 의미를 가진다고 볼 수 있다.

수요기반 확대와 더불어 국민들의 중장기 자산형성을 지원하는 기능도 중요한 의의가 있다고 할 것이다. 개인투자용국채는 만기까지 보유할 경우 가산금리의 지급, 복리방식의 이자계산, 세제혜택이라는 강력한 인센티브 체계를 갖추고 있다. 2024년 2월말 기준 국고채 10년물과 20년물의 시장금리는 3.4%대에서 형성되고 있다. 여기에 가산금리가 적용될 경우 20년물 개인투자용국채의 만기보유 금리는 3.5%에 도달할 수 있을 것으로 예상된다. 동시점 기준 수시입출금 방식인 CMA 금리가 3.5% 내외에서 형성되고 있고, 1년만기 예금 금리가 4% 내외에서 형성되고 있다는 점과 비교할 때 세제혜택까지 주어지는 개인투자용국채를 만기까지 보유할 유인은 상당하다고 평가할 수 있다. 금리상의 유인과 세제상의 유인이 안전성이 높은 일반 금융상품과 비교해 충분히 경쟁력 있는 수준이라 할 것이다.

가산금리와 복리방식의 이자계산은 장기보유할 경우 그 효과가 특히 두드러진다. 개인투자용국채에 10만원을 투자하여 가산금리 포함 3.5%의 최종금리로 10년간 보유했을 경우 원리금 합계는 141,060원이다. 10년간 단순연평균금리가 4.11%인 것이다. 반면 동일한 금리로 20년간 보유했을 경우 원리금 합계는 198,979원이다. 20년간 단순연평균금리는 4.95%이다. 20년간 보유했을 때 처음 10년동안은 41,060원의 이자소득이 발생한 반면, 후반 10년동안 발생한 이자소득은 57,919원으로

처음 10년보다 무려 16,859원 더 많다. 장기투자의 관점에서 개인투자용국채에 대한 판단이 이루어질 필요가 있을 것이다.

개인투자용국채가 가진 여러 가지 혜택으로 인해 도입 이후 개인투자용국채에 대한 투자자들의 관심은 꾸준할 것으로 전망된다. 개인투자용국채는 국가가 발행하는 채권이기 때문에 원금이 보장되는 안전한 상품이다. 투자손실로 인한 투자자피해가 발생할 가능성은 희박하다고 할 것이다. 그렇지만 보유한 개인투자용국채를 중도환매할 경우 가산금리의 지급, 복리방식의 이자계산, 분리과세의 세제혜택은 주어지지 않는다는 점을 투자자들은 사전적으로 충분히 이해한 상태에서 투자의사결정을 내려야 할 것이다. 사전에 계획된 금액만큼만 중도환매가 허용되기 때문에 중도환매 신청이 조기에 마감될 경우 해당월에 중도환매를 신청하지 못하는 상황이 발생할 수도 있다. 발행시에도 청약방식으로 신청을 받아 발행예정금액 한도내에서 배정이 이루어지기 때문에 원하는 만큼의 금액을 배정받지 못할 가능성도 존재한다. 투자자들이 개인투자용국채 투자에 있어서 유의해야 할 부분들이다. 개인투자용국채를 판매하는 판매대행기관도 이러한 유의사항을 판매과정에서 투자자들에게 충실히 고지해야 할 것이다.

개인투자용국채라는 새로운 국채상품의 도입은 정부의 재정자금 조달행태와 투자자들의 자산형성 행태에 유의적인 영향을 미칠 것으로 예상된다. 정부는 변동성이 상대적으로 낮은 꾸준한 자금유입원을 확보하고, 개인투자자들은 장기적 관점에서 활용할 수 있는 안정적이고 매력적인 운용상품을 가지게 될 것이다. 제도 도입 초기에서 나타날 수 있는 시행착오를 최소화시키고 개인들이 장기적 관점에서, 특히 노후소득 확보차원에서 유용하게 활용할 수 있도록 개인투자용국채제도를 일관성 있게 발전시켜 나가야 할 것이다.

ZOOM  
-IN

## 일본의 중장기 기업가치 성장전략과 시사점

- 도쿄증권거래소(이하 동증)는 기업가치 향상 동기와 투자자 신뢰 제고를 위한 중장기 전략으로 자본비용과 주가를 의식한 경영, 기업지배구조 질(quality)의 향상, 영문공시 확대, 투자자와 대화 실효성 향상 등 4가지 대책을 2023년 3월 추진하였음
- 장기간의 양적완화에도 박스권에 갇혔던 Nikkei 225 지수는 동증의 중장기 전략 발표 이후 상승세를 이어가고 있으며 PBR이 1배 미만인 기업도 발표 후 감소함
- 이러한 배경에는 장기 저금리와 엔저에 따른 수출증가와 같은 거시경제적 요인과 더불어 내수시장 활성화를 위한 다양한 부양책들의 성과가 맞물림
- 최근 일본 증시의 활황은 시장재편 이후 정책적 요구가 기폭제가 되었으나 그 배경에는 2013년 아베정부로부터 이어진 일본 재흥전략의 결과로 중장기적 관점을 갖고 지속적인 개혁이 필요함을 보여주고 있음

- 도쿄증권거래소(이하 동증)는 기업가치 향상 동기와 투자자 신뢰 제고를 위한 중장기 전략으로 자본비용과 주가를 의식한 경영, 기업지배구조 질(quality)의 향상, 영문공시 확대, 투자자와 대화 실효성 향상 등 4가지 대책을 2023년 3월 추진하였음

— 자본비용과 주가를 의식한 경영 (프라임시장 및 스탠다드시장) : 기업의 자본비용과 수익성을 경영진과 이사회가 투자자의 시점에서 파악하여 경영자원을 적절히 배분하는 것으로 현황분석, 계획수립과 공시, 계획의 실행 3단계로 추진함

- 현황분석 : 기업의 자본비용과 수익성에 대한 현황을 파악하고 이사회에서 시장가치에 대해 분석·평가를 실시함<sup>1)2)</sup>
- 계획의 수립과 공시 : 이사회에서 중장기적 계획, 목표, 기간 등을 구체적으로 검토 후 현황분석과 같이 공시함<sup>3)</sup>

- 1) 동증에서는 투자자의 관점에서 자본비용을 파악하고 다면적으로 분석·평가할 것을 요청하고 있는데 자본비용을 추산하는 방법으로 CAPM, WACC, 복수의 매개변수 사용 등을 예로 들었음. 또한 단순히 PBR이 1배 이상인지, ROE가 8% 이상인지를 목표로 삼기보다 수익성(ROE, ROIC 등)과 시장가치(PBR, PER 등)에 관한 매트릭스 분석을 하거나 업종별, 타사와의 비교 등을 통한 현황분석 방법을 제시하고 있음
- 2) 특히 PBR이 1배 이하나 ROE가 8% 이하인 기업에 대해서는 구체적인 개선방침이나 대응방안의 공개를 강력히 요구하고 있음
- 3) 중장기적 기업가치 실현을 위해 단순히 수익성 향상에 중점을 두는 것이 아닌, 자본비용을 줄이기 위한 방안을 고려해야 하며 연구개발 투자, 인적자본에 대한 투자나 설비투자, 임원보수제도의 정비, 사업 포트폴리오 재검토 등을 통해 정보비대칭을 낮춰 투자자의 신뢰를 확보하여 대화할 것을 요구하고 있음

- 주주·투자자와의 대화 : 계획 추진 후 경영진 및 이사회가 주주·투자자와 적극적으로 소통하고 결과를 공시함
- 기업은 이러한 진행과정을 1년에 1회 이상 공시해야 함
- 기업지배구조 질(quality)의 향상(프라임시장 및 스탠다드시장) : 원칙준수 또는 예외 설명(comply or explain)의 실행 촉구, 지명위원회 및 보수위원회의 역할·기능 등의 명확화<sup>4)</sup>
  - 원칙준수 또는 예외 설명의 재 주지와 동시에 부적절한 사례 명시, 미흡한 기업에는 개별적으로 개선 촉구 및 지명위원회, 보수위원회의 활동 상황을 공시함
- 영문공시 확대(프라임시장) : 결산정보, 수시공시 등 모든 공시자료를 영어 및 일본어로 동시 공개를 의무화함<sup>5)</sup>
- 투자자와 대화 실효성 향상(프라임시장) : 사외이사 역할 확립 및 경영진과 주주·투자자와 대화 실시 상황 등에 대하여 투자자가 알기 쉽게 공시함
  - 주주와의 대화시 참여한자, 주주개요, 주요주제나 주주의 관심사항 및 의견, 경영진과 이사회에 대한 피드백 내용 등을 공시함<sup>6)</sup>

**<표 1> 자본비용과 주가를 의식한 경영 정리**

현황분석	<p style="text-align: center;">〈투자자의 관점에서 자본비용을 파악〉</p> <p>투자자의 기대수익률인 주주자본비용을 CAPM 등의 모델을 사용하여 산출할 뿐만 아니라 투자자와 자본비용의 인식이 맞아야 한다는 점이 중요함</p>
	<p style="text-align: center;">〈투자자의 관점을 근거로 다면적으로 분석·평가〉</p> <p>PBR이 1배를 넘거나 자본수익성의 수준이 충분하다고 생각되는 경우에도 국내외의 동업 타사와의 비교나 사업부문별로 자본비용이나 자본수익성을 분석하는 것이 유용함</p>
	<p style="text-align: center;">〈대차대조표가 효율적인 상태인지 점검〉</p> <p>기존의 매출이나 영업이익 등 손익계산서상의 지표 설명에 치중하지 않고, 사업 운영이나 성장투자를 추진함에 있어 과도한 현금과 예금을 안고 있지 않은지 등 투자자가 중시하는 자본수익성이나 성장성 등의 지표를 이용한 분석·목표 설정을 도입한 대응이 중요함</p>
계획의 수립과 공시	<p style="text-align: center;">〈경영자원의 적절한 배분을 의식한 근본적인 대책을 실시〉</p> <p>자본비용이나 자본수익성을 충분히 의식한 후에 근본적인 대책을 추진하여 경영자원의 적절한 배분을 실시함. 예를들어, 미래의 현금흐름도 포함하여 자본을 성장투자나 주주환원에 어떻게 배분해 나갈 것인지, 자산배분 방침을 책정하는 것 등을 고려할 수 있음</p>

4) 일본의 회사법 제2조 12호에 정의된 주식회사는 각각 3명 이상의 이사로 구성된 감사위원회, 지명위원회, 보수위원회를 두어야 함. 감사위원회는 이사 및 회계 감사인을 감사하는 역할, 지명위원회는 이사의 선임과 해임을 결정하는 역할, 보수위원회는 이사·임원 등의 보수 내용을 결정하는 역할을 함

5) 현재는 공시자료 범위에 대한 단계적 확대를 추진하고 있으며 2025년 4월부터 모든 공시자료를 영어 및 일본어로 동시에 공개해야 함. 다만 필요할 경우 구체적인 실시 예정 시기를 기재하여 서면으로 제출하면 1년간 유예기간이 적용되며 유예기업은 2025년 3월부터 거래소 홈페이지에 공표할 예정임

6) 공시 형식에 대한 규정은 없으나 연차보고서나 자사 웹사이트에 게시하는 것을 권유하고 있으며 기업지배구조 보고서의 '기업지배구조 코드 각 원칙에 근거하는 공시' 기재란에 기재할 것도 요청하고 있음

**〈표 1〉 자본비용과 주가를 의식한 경영 정리 (계속)**

계획의 수립과 공시	<p>〈자본비용 절감〉</p> <p>자본비용을 상회하는 자본수익성을 달성하고, 그 차이를 확대시켜 나갈 필요가 있지만 자본수익성의 향상뿐만 아니라 자본비용을 절감시키는 대응도 중요함. 투자자와의 정보 비대칭성 해소, 투자자의 경영에 대한 신뢰나 수익의 안정성·지속성에 대한 확신도를 높이는 방법 등을 수단으로 생각할 수 있음</p>
	<p>〈중장기적인 기업가치 향상의 인센티브가 되는 임원 보수제도를 설계〉</p> <p>경영자 스스로 기업가치 향상을 자신의 일로 보는 것이 중요하며, 경영진의 보수가 지속적인 성장을 위한 건전한 인센티브가 될 수 있도록 보수설계를 실시함</p>
	<p>〈중장기적 목표와 연계하여 대책을 설명〉</p> <p>단순히 대책을 나열하는 것이 아니라 중장기적으로 목표로 하는 모습을 실현하기 위해 어떤 의도로 각 대책을 실시하는지, 각 대책이 어떻게 과제 해결로 이어지는지, 목표로 하는 경영지표를 몇 가지 요소로 분해한 후 요소별로 개선을 위한 대책을 나타내는 등 알기 쉽게 공시함</p>
주주·투자자와의 대화	<p>〈경영진·이사회가 주체적이고 적극적으로 관여〉</p> <p>많은 투자자가 대화 내용이 경영진에 도달하지 않았다고 느끼고 있음. 주주·투자자와의 지속적인 신뢰 관계를 구축하고 대화를 실효적으로 해 나가기 위해서는 경영진이나 이사회가 대화의 중요성을 충분히 이해한 후 주체적으로 관여해 나가는 것이 중요함</p>
	<p>〈주주·투자자의 속성에 따른 접근을 실시〉</p> <p>주주·투자자와의 대화 실효성을 향상하기 위해서는 대화 상대방의 속성(액티브/패시브의 구별, 성장/가치/배당 중시 등)이나 상대방의 중요과제를 충분히 이해한 다음 타입에 따른 접근을 실시함</p>
	<p>〈대화의 실시 상황을 공개하고 한층 더 대화·인게이지먼트로 연결〉</p> <p>대화를 통해서 주주·투자자로부터의 평가나 피드백을 얻으면서, 대응을 가속해 나가는 선순환을 만들어 가기 위해서는 대화 실시 상황이나 실제 예, 거기서 얻은 인풋이 어떻게 경영의 의사결정에 도입되고 있는지 등에 대해서 주주·투자자에게 나타냄으로써 한층 더 대화·인게이지먼트의 심화로 연결시키는 것이 유효함</p>

자료: 도쿄증권거래소

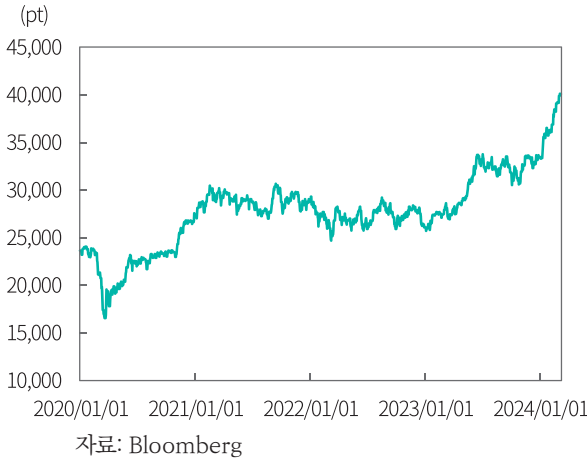
□ 장기간의 양적완화에도 박스권에 갇혔던 Nikkei 225 지수는 동종의 중장기 전략 발표 이후 상승세를 이어가고 있으며 PBR이 1배 미만인 기업도 발표 후 감소함

- 2009년 3월 7,059.77까지 떨어졌던 Nikkei 225 지수는 지속적인 양적완화 정책에 2만대까지 상승하였으나 박스권에 갇혀 답보상태였음
- 2023년 3월 동종의 발표 이후 5월 17일 3만대를 기록하였으며 2024년 3월 4일 4만대로 돌파, 3월 6일 기준 40,090.78로 상승세를 이어가고 있음
  - 버블경제시기 1989년 12월 29일 38,957.44였던 최고치를 35년후인 2024년 2월 22일 경신함
- 2022년 6월 PBR 1배 미만 기업은 프라임시장 50.1%, 스탠다드시장 62.7%였으나 2024년 3월 프라임 시장 40.7%, 스탠다드 시장 56.3%로 감소함<sup>7)</sup>

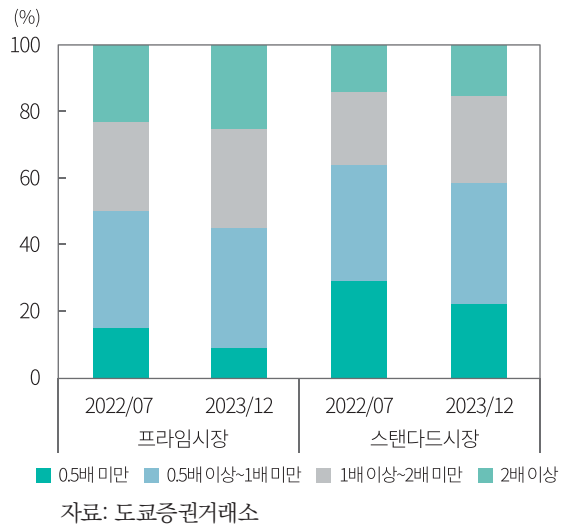
7) bloomberg 데이터 검색기준(2022. 6. 1 및 2024. 3. 7)

- PBR이 낮고 시가총액이 큰 기업일수록 기업가치 제고방안을 공개하였으며 PBR이 1배 미만 이면서 시가총액 1,000억엔 이상의 프라임시장 상장회사의 기업가치 제고 방안 공시 비중은 2023년 7월 45%에서 2023년 12월 78%로 증가함
- 동증은 2023년 7월 JPX 프라임 150지수, 2024년 3월 JPX 프라임 150지수 선물을 도입하였으며 기업들의 자발적인 기업가치 제고 노력을 촉진할 수 있도록 하는 것이 목적인
  - 주식 스프레드(ROE-주주 자본비용), PBR(주가÷기말 BPS) 두 개의 지표를 이용하여 경영 효율성이 높고 시장에서 가치를 창출할 수 있는 우량기업 150사(주식 스프레드 상위 75개사, PBR 상위 75개사)로 구성됨

〈그림 1〉 Nikkei 225 주가지수 추이



〈그림 2〉 상장시장별 PBR 비교



□ 이러한 배경에는 장기 저금리와 엔저에 따른 수출증가와 같은 거시경제적 요인과 더불어 내수시장 활성화를 위한 다양한 부양책들의 성과가 맞물림

- 일본은행의 장기적인 마이너스 금리 유지로 엔화 유동성이 늘어나 해외 투자자의 일본 주식 투자를 이끈 배경이 되었으며 엔저로 인해 일본 수출기업의 실적이 호조를 이루었음
  - 또한 최근 일본은행 금융정책결정회의에서 우에다 총재는 마이너스 금리를 해제해도 완화적 금융완화책 추진을 밝혔기에 이러한 기조는 유지될 것으로 보임<sup>8)9)</sup>
  - 2023년 경상수지 흑자는 20조 6,295억엔으로 전년대비 92.5% 증가하였으며 수출기업도가 높은 자동차, 반도체, IT 기기 등의 제조업의 회복세가 견인<sup>10)</sup>

8) 日本銀行, 2024. 1. 31, 金融政策決定会合における主な意見 (2024 年 1 月 22, 23 日開催分).

9) 춘계생활투쟁(노사협상)에서 대폭적인 임금상승이 확인되면 3월 이후 금융정책결정회의에서 마이너스 금리가 해제될 가능성이 높다는 관측이 있음(日本經濟新聞, 2024. 3. 2, 日銀のマイナス金利解除 3月論、4月と拮抗 市場観測、総裁は「好循環の確認続ける」.)

10) 財務省, 2024. 2. 8, 令和5年12月中 国際収支状況 (速報) の概要.

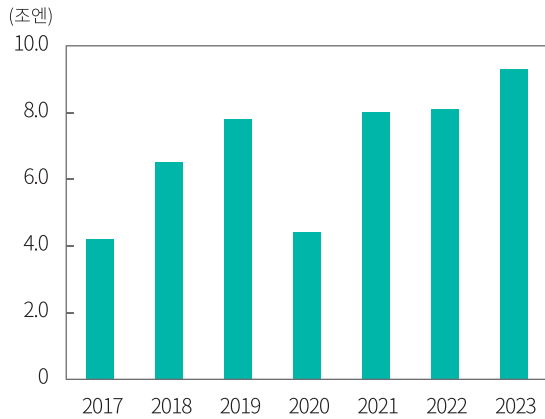
- 또한 외국인 관광객의 증가로 여행수지 흑자가 확대되면서 서비스수지는 전년보다 감소함
- 중국의 경제 및 지정학적 우려와 부동산 시장 침체가 이어지는 가운데 해외 투자자들의 자금이 일본 주식시장에 몰리면서 큰 폭의 상승세를 보이고 있음
  - 중국 역외펀드가 2023년 4월 이후 약 65억 9,000만달러가 순유출된 반면 일본 역외펀드는 2023년 78억 4,000만달러, 2024년 1월에는 63억달러가 순유입됨<sup>11)</sup>
- 1980년대 일본 부동산 버블 시기 이루어졌던 주택담보대출이 만기됨에 따라 여유자금이 생긴 고령층도 자산형성을 위해 투자로 관심을 돌림
  - 부동산 버블 당시 주택담보대출의 최장기간은 35년이었으며, 고령화 가속화에 따른 정년연장으로 고령층의 자산형성에 관한 관심이 형성됨
  - 2023년 9월 기준 전체 NISA 계좌수의 34.4%가 60세 이상의 고령층이며 전체 매입금액 비중의 53.5%를 차지하고 있음<sup>12)</sup>
- 기업지배구조 코드 개정, 스톱워드십코드 제정, 거래소 증장기 전략 등을 배경으로 2012년부터 나타난 주주행동주의 펀드의 요구로 주주가치 제고에 대한 환경이 조성됨
  - 2012년 148건이었던 주주행동주의 펀드의 제안 수는 2023년 344건으로 최다 기록을 경신함
  - TOPIX 구성종목 기업의 자사주 매입금액 또한 최근 3년간 꾸준히 증가하여 2023년에는 9조 3,000억엔으로 10년 이래 최고치를 기록함
- 최근에는 ‘자산소득배증계획’, ‘자산운용입국실현 플랜’ 등을 통해 저축과잉을 해소하고 개인투자자의 활성화를 이끌고자 하였음
  - 일본 개인금융자산의 반 이상이 현금과 예금인 상황에서 투자로 전환하고자, 기시다정부의 자산소득배증플랜은 NISA, iDeCo 등의 세제 우대 제도를 통해 적극적인 투자를 촉진시키는 것임
  - 2014년부터 도입된 NISA는 2024년 1월부터 국내외 주식 및 배당금의 비과세 기간을 무기한으로 늘리고 연간 투자한도(적립 NISA 40만엔 또는 일반 NISA 120만엔 → 최대 360만엔)와 비과세 투자한도(적립 NISA 800만엔 또는 일반 NISA 600만엔 → 1,800만엔)를 확대함
  - 자산운용입국실현 플랜은 앞서 언급한 자산소득배증계획, 기업지배구조 개혁과 더불어 일본 정부의 주요 정책으로 자산운용업의 고도화를 통해 경제성장과 국민의 자산소득 증가로 이어지는 선순환 계획임
- 장기간 저임금에 따른 비용 절감으로 생산성을 높여왔으나 고령화, 저출산으로 인한 인구문제로 임금인상 세제를 도입하였음
  - 임금인상시 세액공제폭을 대기업 20%에서 30%로, 중소기업 25%에서 40%로 인상하여 기업의 자발적인 참여를 독려했으며, 임금인상으로 가계소득을 확대시켜 내수경기를 회복시키고자 하였음

---

11) Reuters, 2024. 2. 27, Soaring Japanese equities offer investors cozy distance from troubled China.

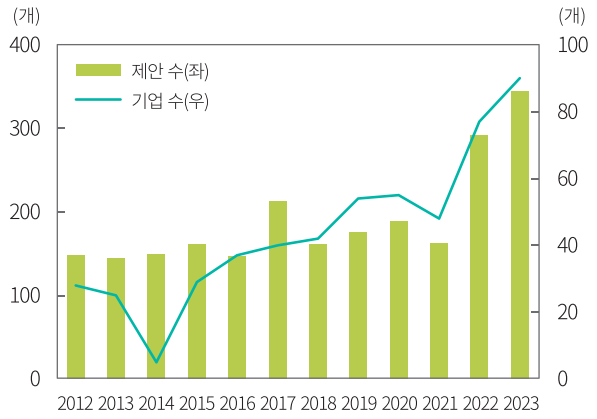
12) 金融庁, 2023. 12. 22, NISA・ジュニアNISA利用状況調査 令和5年9月末時点.

〈그림 3〉 TOPIX 기업의 자사주 매입금액



자료: QUICK

〈그림 4〉 일본 내 행동주의 펀드의 활동



자료: 미쓰비시UFJ 신탁은행

□ 최근 일본 증시의 활황은 시장재편 이후 정책적 요구가 기폭제가 되었으나 그 배경에는 2013년 아베정부로부터 이어진 일본 재흥전략의 결과로 중장기적 관점을 갖고 지속적인 개혁이 필요함을 보여주고 있음

— 일본정부는 국가 성장전략에서 기업의 성장을 통한 국민 자산형성을 중요하게 생각하였으며 현금과 예금의 비중이 높은 일본 국민들의 의식을 투자로 전환시키기 위한 노력을 지속하였음

- 기업의 성장을 위한 기업지배구조 개선, 스튜어드십 코드 책정 등을 통해 국내외 투자자에게 기업 투자 매력을 높였음
- NISA, iDeCo 등 개인의 투자와 연금에 대한 기틀을 마련하였으며 고령자가 보유한 자산을 현역세대에게 조기 이전하여 유효한 활용을 도모할 수 있도록 증여세 비과세제도 등을 도입하였음

— 기시다 정부로 이어진 ‘새로운 자본주의’ 정책에서는 기업가치 제고를 위한 제도 개편을 단행하였음

- 복잡한 상장시장 구조를 프라임, 스탠다드, 그로스 3개의 시장으로 단순화하였으며 각 시장의 컨셉을 명확히 잡아 국내외 투자자의 접근성을 높이고자 하였음
- 중장기 전략과 자체·정부의 모니터링을 통해 지속적인 기업가치 제고를 시장에 전달하고자 하였음

— 이번 금융위원회에서 발표한 ‘기업 밸류업 프로그램’도 단기적 성과중시가 아닌 중장기적 관점에서 바라봐야 하며 기업의 노력과 정책적 지원을 통해 주주가치 제고를 위한 자유로운 소통의 문화로 자리잡는 것이 중요함

선임연구원 여밀림

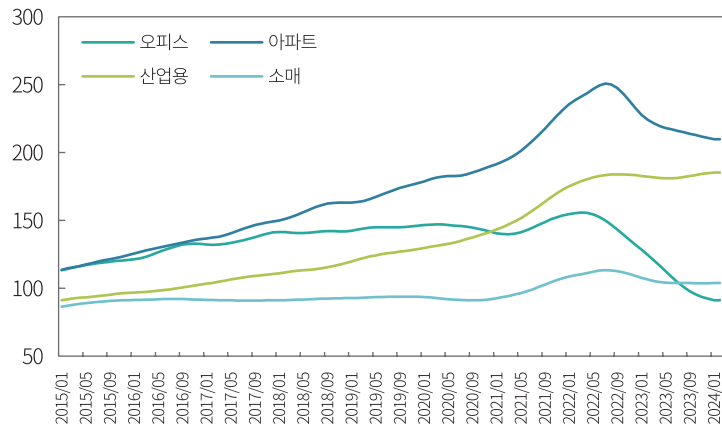
## ZOOM -IN

# 미국 상업용 부동산시장 위기와 그에 따른 영향

- 미국 상업용 부동산시장은 높은 공실률과 고금리 지속 등의 요인으로 인해 가격이 하락하며 위기가 지속
- 상업용 부동산 가격의 하락세로 인해 부동산시장의 위기가 지속되는 데에는 오피스의 높은 공실률과 고금리 기조에 기인하며, 만기 도래 예정인 부동산 대출 규모를 고려하면 위기 상황은 당분간 지속될 전망
- 이와 같은 상업용 부동산시장의 위기가 부동산 대출을 실행한 금융기관에 영향을 미치게 되면서 미국뿐 아니라 유럽, 아시아 지역의 금융기관에도 손실에 본격적으로 반영되기 시작
- 국내 금융사도 해외 부동산 투자가 확대된 상황에서 손실이 불가피하며 해외부동산펀드 시장에도 영향
- 이처럼 금융기관의 손실이 가시화되면서 만기가 도래하는 부동산 담보대출의 규모와 고금리가 계속되는 상황을 고려하면 금융시장 충격이 확대될 가능성이 있으므로 그에 따른 영향을 주시할 필요

- 미국 상업용 부동산시장은 높은 공실률과 고금리 지속 등의 요인으로 인해 가격이 하락하며 위기가 지속
  - 미국 상업용 부동산 가격은 오피스를 중심으로 수요가 크게 감소하면서 하락세를 보이며 지난 2년동안 부동산시장은 침체기를 겪음
    - 상업용 부동산 가격은 전체적으로 하락 추세를 보이고 있고 그중에서도 오피스 및 산업용 부동산과 아파트의 가격 하락세가 두드러짐
    - 2024년 2월 미국 상업용 부동산 가격은 2022년 4월 대비 23% 하락했으며 그중에서도 오피스 부동산 가격은 41% 하락하며 급락세를 시현

〈그림 1〉 미국 상업용 부동산 가격지수(CPII) 추이



주 : 2006.12=100

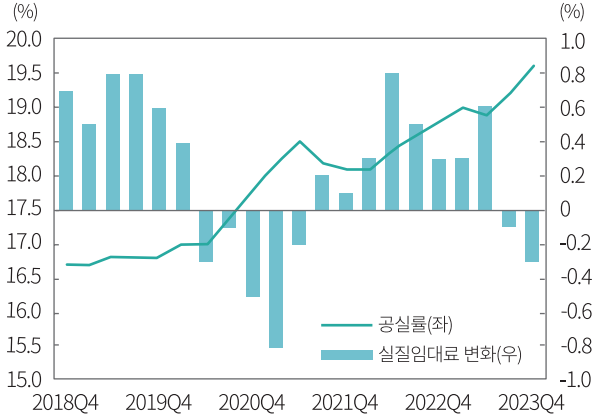
자료: Bloomberg

□ 상업용 부동산 가격의 하락세로 인해 부동산시장의 위기가 지속되는 데에는 오피스의 높은 공실률과 고금리 기조에 기인하며, 만기 도래 예정인 부동산 대출 규모를 고려하면 위기 상황은 당분간 지속될 전망이다

- 2020년 코로나19 팬데믹으로 인해 재택근무가 증가하면서 오피스에 대한 수요가 감소했고, 이에 따라 공실률이 증가하며 가치가 하락
  - 공실률은 팬데믹 기간 이전에는 16%대였으나 급격하게 증가하여 2024년 1월에는 19.7%까지 증가
  - 오피스의 실질임대료(effective rent)도 높은 공실로 인해 감소
- 또한 고금리가 지속됨에 따라 변동금리로 자금을 조달한 상업용 부동산 담보대출에 대한 이자 비용이 커지면서 연체율도 증가
  - 특히 소형은행은 부동산 대출 규모를 급격하게 확대해오며 2조달러에 달하는 규모의 대출을 실행하였으며 이는 전체 부동산 대출의 70%에 해당
  - 2023년말 상업용 부동산 담보증권(CMBS)의 연체율은 4.51%로 연초 2.94% 대비 증가했고 오피스 담보 대출의 연체율은 6.5%에 달함<sup>1)</sup>

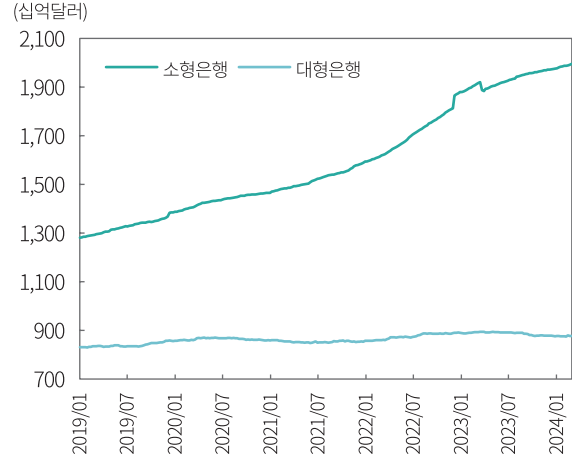
1) Investopedia, 2024. 2. 2, U.S. Commercial property delinquency rate up by more than half in past year: Mortgage Banking Association, 2024. 1. 16, Delinquency rates for commercial properties increased in fourth-quarter 2023.

〈그림 2〉 미국 상업용 부동산 공실률 및 실질임대료 변화 추이



자료: Moody's

〈그림 3〉 미국 상업용 부동산 대출 규모



자료: FRED

— 이에 더해 앞으로 만기가 다가오는 상업용 부동산의 대출규모가 상당하므로 고금리와 공실률 증가가 지속되는 경우 이와 같은 위기 상황이 지속될 전망

- 2025년말 만기가 돌아오는 미국의 상업용 부동산 담보대출 규모는 5,600억달러로 전체 부동산의 절반 가량이며<sup>2)</sup> 2027년까지는 2조 2천억달러 이상의 담보대출 만기가 도래할 예정<sup>3)</sup>
- 상업용 부동산 대출 금리에 대해 금리가 안정적으로 유지되더라도 상업용 부동산에 대한 신규 대출 금리는 기존 금리보다 높을 것으로 예상되기 때문에 상업용 부동산 대출의 상당 부분을 차지하는 소규모 은행은 이런 상황에 취약할 것으로 예상되어 금융 불안정으로 이어질 수 있음을 우려<sup>4)</sup>

□ 이와 같은 상업용 부동산시장의 위기가 부동산 대출을 실행한 금융기관에 영향을 미치게 되면서 미국뿐 아니라 유럽, 아시아 지역의 금융기관에도 손실에 본격적으로 반영되기 시작

— 지난 2월 미국 지역은행인 뉴욕커뮤니티뱅크(NYCB)는 상업용 부동산 담보로 실행한 대출이 부실화됨에 따라 2023년 4분기 예상보다 10배 이상의 대손충당금 설정을 발표하면서 주가 하락세를 시현

- 실적 발표 이후 뉴욕 증시에서 주가가 전일대비 37.7% 하락했고 다음날도 전일대비 11.1% 하락하며 이를 만에 주가가 50%가량 하락
- 신용등급도 피치는 BBB등급에서 BBB-등급으로 내렸고, 무디스도 Baa3등급에서 Ba2(정크 등급)로 두 단계 강등

2) Bloomberg, 2024. 1. 31, NY Community Bancorp flashes a \$560 billion real estate warning for banks.

3) WSJ, 2024, 1. 16, The bill is coming due on a record amount of commercial real estate debt.

4) Reuters, 2023. 10. 19, Banks report continued pain on commercial real estate loans.

- 일본에서도 아오조라은행(Aozora Bank)이 미국 상업용 부동산에 투자했다가 대규모 손실을 입은 이후 1분기 예상 실적을 흑자에서 적자로 수정 발표하면서 발표 후 주가가 15.5% 하락하며 하락세를 지속
  - 2024년 3월말(회계연도말) 280억엔의 순손실을 예상했고 미국 오피스 부동산에 대한 대출로 324억엔의 손실을 예상한다고 밝힘
  - 이는 15년 만에 첫 순손실을 나타낸 것으로 은행장은 책임을 지고 사임을 발표
- 유럽에서도 미국 상업용부동산 위기의 영향이 유럽 은행에까지 미치자 ECB는 유럽지역 은행의 리스크관리에 대해 경고<sup>5)</sup>
  - 방코 산탄데르(Banco Santander)와 도이체뱅크(Deutsche Bank) 등의 유럽 은행들이 부동산 위기상황임에도 불구하고 2023 상반기 6조달러 규모의 미국 상업용 부동산에 대한 대출을 늘려 부실대출 위험이 확대<sup>6)</sup>
  - 도이체뱅크는 미국 상업용 부동산 투자에 대한 손실 예상으로 대손충당금 규모를 두배 가량 확대한 것을 밝히자 주가 하락
  - 스위스의 3대 은행인 율리우스베어(Julius Baer)도 대출을 실행한 부동산기업 시그나그룹의 파산으로 7억달러 규모의 대손충당금 설정 이후 실적 악화에 책임을 물어 CEO를 교체하고 대출을 결정한 부서도 폐쇄 조치
- 미국 상업용 부동산 위기에 따른 금융기관의 손실은 대형은행보다 대출 규모가 큰 소규모 은행이 더 큰 영향을 받을 것으로 예상
  - 소규모 은행 관련 ETF인 SPDR S&P Regional Banking ETF 수익률과 KBW Nasdaq Regional Banking Index 등도 모두 주가 하락세를 보임<sup>7)</sup>

#### □ 국내 금융사도 해외 부동산 투자가 확대된 상황에서 손실이 불가피하며 해외 부동산펀드 시장에도 영향

- 국내 금융사들은 그동안 수익 다각화 기조에 따라 해외부동산에 대한 투자를 확대해 왔으며 국내에서 거래되는 해외 부동산펀드 규모도 매년 확대
  - 금융기관 중에서는 보험사(56.6%), 은행(17.9%), 증권사(14.9%) 순으로 투자 비중이 높으며 지역별로는 북미지역이 61.1%로 가장 큰 비중을 차지하고 있고 유럽 19.2%, 아시아는 4.4%의 비중으로 투자가 이루어짐<sup>8)</sup>
  - 투자 대상으로는 오피스가 7조원의 규모로 52%의 비중이며 숙박시설 16%, 주거용 10%의 순임<sup>9)</sup>

5) Bloomberg, 2024. 2. 9, ECB warns banks of consequences for poor property risk management.

6) S&P Global, 2023. 8. 22, European banks get deeper into US commercial property as worries mount.

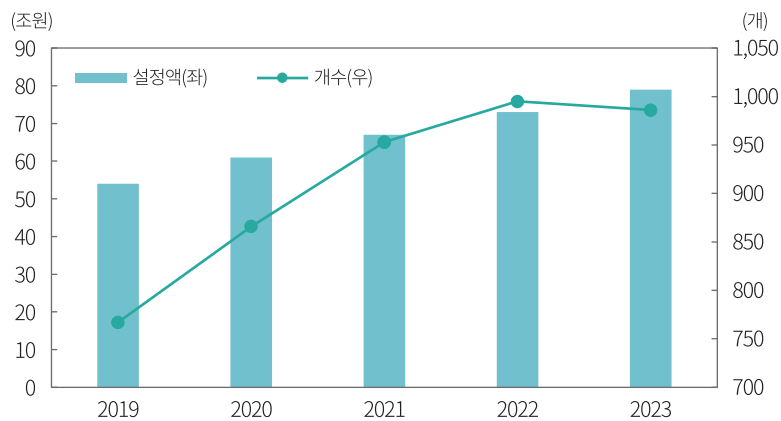
7) WSJ, 2024. 2. 1, Commercial property losses hammer banks on three continents.

8) 금융감독원, 2024. 2. 22, '23.9월 기준 금융회사 해외 부동산 대체투자 현황.

9) 한국신용평가, 2023, 국내 증권사/보험사의 해외 CRE 리스크 및 대응력 점검.

- 금융투자협회에 따르면 국내의 해외부동산 펀드 설정 규모는 매년 확대되며 2019년 54조원 대비 2023년말 79조원으로 증가<sup>10)</sup>
  - 이전 저금리 상황에서 미국 상업용 부동산 투자확대로 해외 부동산펀드에 투자한 개인투자자가 2만 3천여명에 달함<sup>11)</sup>
- 이처럼 매년 해외 부동산에 대한 투자가 확대되고 있는 상황에서 해외 상업용 부동산 가치 하락으로 해외 부동산펀드에 투자한 기관투자자 및 개인투자자의 손실이 불가피
- 국내 금융기관의 해외 부동산 대체투자 규모 56.4조원 중 22.5%는 2024년 만기를 앞두고 있으며 해외 부동산펀드도 올해 11.6조원 규모의 상품이 만기가 도래할 예정<sup>12)</sup>
  - 국내에서 거래되는 해외 부동산펀드의 수익률은 2021년에 연초대비 평균 16.24%까지 기록했으나 2022년에는 0.45%, 2023년에는 -11.91%로 마이너스 수익률을 기록<sup>13)</sup>

〈그림 4〉 국내 해외부동산펀드 설정 규모



자료: 금융투자협회

- 이처럼 금융기관의 손실이 가시화되면서 만기가 도래하는 부동산대출의 규모와 고금리가 계속되는 상황을 고려하면 금융시장 충격이 확대될 가능성이 있으므로 그에 따른 영향을 주시할 필요
- 미국 및 아시아, 유럽 은행들의 손실이 가시화되면서 글로벌 부동산시장의 침체가 장기화될 경우 미국 상업용 부동산시장 영향에 대한 우려가 확대
- 미국뿐 아니라 유럽과 중국에서도 상업용 부동산시장의 위기가 지속되며 전 세계적으로 부동산 위기가 확산

10) 금융투자협회 통계(<https://freesis.kofia.or.kr/>)

11) 연합뉴스, 2023. 12. 26, 해외부동산 공모펀드 리파이낸싱 논의 지지부진...업계서도 난색.

12) 금융감독원, 2024. 2. 22, '23.9말 기준 금융회사 해외 부동산 대체투자 현황'; 삼성증권, 2024. 2. 16, 미국 CRE 시장 점검: 감내 가능하나 2024년 손실 현실화.

13) 제로인 펀드닥터Pro 유형별 수익률

- 이에 대비하기 위해 해외 금융당국의 정책적 노력과 부동산 대출 금융기관의 손실 발생가능성에 따라 대손충당금을 늘리는 등의 조치를 취하고 있음
- 국내에서도 기관 및 개인투자자의 손실위험이 확대될 가능성에 대비할 필요
  - 금융당국은 해외부동산 투자 내역을 점검하여 손실흡수 능력을 확충하는 등 관리를 강화하고 금융기관의 손실 발생 시 보고체계를 마련하는 등 모니터링을 강화할 예정<sup>14)</sup>
  - 금융기관도 해외 부동산펀드의 펀드 만기를 연장하는 방법으로 대응하며 투자자 손실 유예 노력

선임연구원 홍지연

---

14) 금융감독원, 2024. 3. 5, 2024년도 금융투자 부문 감독, 검사방향.