

OPINION

선임연구위원
이성복

국내 자본시장의 클라우드 전환 과제*

디지털경제가 확장될수록 또는 비대면 금융거래가 뉴노멀이 되어가면서 클라우드 전환은 선택(option)이 아니라 필수(necessity)가 되었다. 해외 자본시장도 클라우드 전환이 활발하다. 우리나라 자본시장은 2000년대 초반부터 비대면 금융거래를 원활하게 지원할 수 있는 IT인프라와 서비스를 자체적으로 구축해 오면서 다른 금융업권에 비해 클라우드 전환 속도가 상대적으로 늦다. 그러나 이제는 우리나라 자본시장도 다른 금융업권처럼 클라우드 전환에 박차를 가할 때다. 이를 위해 다른 금융업권에 비해 자본시장 IT인프라와 서비스가 구조적으로 복잡하고 시스템적으로 민감한 점을 고려하여 자본시장의 클라우드 전환을 촉진하면서도 거래 안정성을 확보할 수 있는, 자본시장에 특화된 클라우드 관리서비스사업자(MSP)가 필요하다.

금융의 디지털화가 빠르게 진전하는 가운데 금융산업과 금융시장의 클라우드 전환도 빠르게 진행되고 있다. 그러나 국내 자본시장과 금융투자업권은 다른 금융업권에 비해 IT와 데이터에 대한 의존도가 월등히 높음에도 불구하고 클라우드 도입률이 상대적으로 낮다. 이에 본 고에서는 국내 자본시장과 금융투자회사의 클라우드 전환 필요성을 논하고 해외 사례를 참고해 성공적인 클라우드 전환을 위한 전략과 과제를 제시한다.

클라우드 기본 개념

클라우드(Cloud)는 제4차 산업혁명을 이끄는 핵심기술인 ABCD(AI, Blockchain, Cloud and Data) 중 하나다. 클라우드가 대중적으로는 데이터(data)를 저장하고 백업하는 데 사용되는 기술로 인식되고 있으나, 전문적으로는 데이터와 인공지능(AI)의 활용성을 높이는 기술로 평가받고 있다.

클라우드의 기술적 특징을 한마디로 요약하자면 클라우드는 인터넷을 통해 컴퓨팅 서비스를 제공하는 기술이다.¹⁾ 클라우드가 소개되기 이전에 개인은 개인컴퓨터에서, 기업은 자체적으로 구축한 IT인프라를 통해 전산 업무를 처리하였다.²⁾ 이와 달리 클라우드는 개인컴퓨터나 자체 구축한 IT인프라를 대신하여 인터넷을 통해 제공되는 IT인프라에서 개인이나 기업이 전산 업무를 처리할 수 있도록 돕는다.

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

- 1) 클라우드컴퓨팅법 제2조에 따르면 '클라우드 컴퓨팅'이란 집적·공유된 정보통신기기, 정보통신설비, 소프트웨어 등 정보통신자원을 이용자의 요구나 수요 변화에 따라 정보통신망을 통하여 신축적으로 이용할 수 있도록 하는 정보처리체계를 말한다.
- 2) 기업이 자체적으로 구축하고 운영하는 IT인프라는 온프레미스(on-premise)라고 불린다.

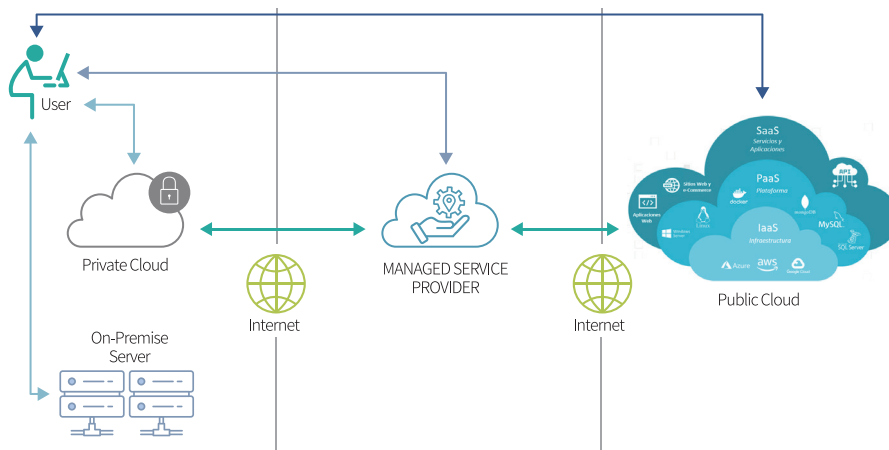
클라우드가 컴퓨팅 서비스를 제공하는 방식은 <그림 1>에 나타난 바와 같이 세 가지 유형으로 구분하여 살펴볼 수 있다. 첫 번째 유형은 인프라형 서비스(Infrastructure as a Service: IaaS)다. 인터넷을 통해 접근하고 이용할 수 있는 IT서버, 데이터 저장소, 네트워크 등 다양한 IT인프라를 논리적으로 할당하여 제공하는 서비스다.

두 번째 유형은 플랫폼형 서비스(Platform as a Service: PaaS)이다. 인프라형 서비스가 제공하는 IT인프라 위에서 프로그램(program) 또는 애플리케이션(application)을 개발하고 구동할 수 있는 환경 또는 플랫폼을 제공하는 서비스다.

세 번째 유형은 소프트웨어형 서비스(Software as a Service: SaaS)다. 인프라형과 플랫폼형 서비스가 제공하는 IT인프라와 플랫폼 위에서 프로그램 또는 애플리케이션을 직접 이용할 수 있도록 제공하는 서비스다.

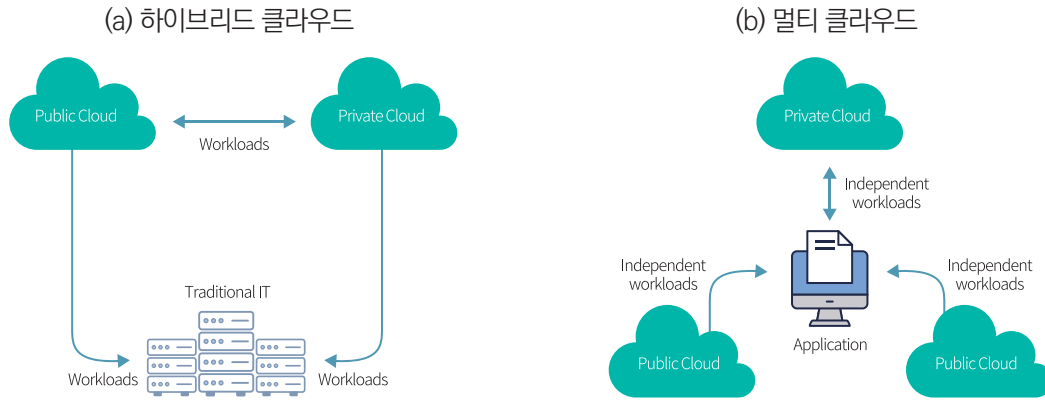
클라우드는 구축 주체에 따라 공용(Public)과 사설(Private) 클라우드로 구분되기도 한다. 공용 클라우드는 클라우드서비스사업자(Cloud Service Provider: CSP)가 IT자원, 플랫폼, 소프트웨어를 직접 소유하고 관리하는 클라우드를, 사설 클라우드는 개별 기업이 자신의 IT인프라에 클라우드 환경을 직접 구축하고 사용하는 클라우드를 일컫는다.

<그림 1> 클라우드 구축과 서비스 방식



클라우드를 구축하는 방식도 다양하다. <그림 2>에서 살펴볼 수 있듯이 공용과 사설 클라우드를 병행한 하이브리드(Hybrid) 클라우드 또는 3개 이상의 공용 또는 사설 클라우드로 구성된 멀티(Multi) 클라우드를 구축할 수 있다. 특히 기업들이 하이브리드 또는 멀티 클라우드를 구축하는 것은 클라우드 서비스사업자에 대한 종속성 문제를 해소하고 클라우드에 대한 통제권한을 확보하기 위함이다.

〈그림 2〉 하이브리드와 멀티 클라우드 비교



자료: orientsoftware.com

또한 효율적인 클라우드 유지·관리를 위해 클라우드 관리서비스사업자(Managed Service Provider: MSP)를 활용하기도 한다. 클라우드 관리서비스사업자는 클라우드 도입 컨설팅부터 기존 IT인프라에서 클라우드로의 이전, 클라우드 운영 및 관리 등의 서비스를 제공한다. 특히 기업들이 하이브리드와 멀티 클라우드를 구축할 때 클라우드 관리서비스사업자를 활용한다.

클라우드 전환 필요성

클라우드 전환의 장점은 효율성(efficiency), 민첩성(agility), 확장성(scalability) 측면에서 살펴볼 수 있다. 첫째, 빅데이터와 인공지능 시대에 개별 기업이 직접 대규모 컴퓨팅 자원을 구매하고 IT인프라를 구축하고 유지하는 것은 경제적이지 않다. 특히 자본력이 부족한 중소기업이나 창업기업이 자체적으로 경쟁력 있는 IT인프라를 구축하고 유지하는 것은 사실상 어렵다. 이와 달리 클라우드는 경제적으로 매우 효율적이다(강명수, 2019; 조윤정, 2021). 저렴한 가격으로 강력한 컴퓨팅 파워를 가진 IT인프라를 이용할 수 있고 IT인프라의 유지·보수 비용도 절감할 수 있기 때문이다.

둘째, 전통적으로 기업들은 새로운 기술 변화에 대응하기 위해 IT인프라를 확충하거나 교체해 왔다. 그러나 IT인프라를 확충하거나 교체하기 위해서는 많은 시간과 자원이 소요된다. 이 때문에 적시에 다양한 IT서비스 개발 니즈를 소화하지 못하거나 포기해야 하는 경우가 많다. 이와 달리 클라우드는 새로운 기술 변화와 다양한 IT서비스 개발 니즈에 민첩하게 대응할 수 있도록 지원한다(Deloitte, 2019). 클라우드는 활용 가능한 모든 IT인프라와 서비스뿐 아니라 필요에 따라 선택적으로 IT인프라와 서비스를 사용할 수 있도록 지원하기 때문이다.

셋째, 기업들이 자체적으로 구축한 IT인프라와 서비스는 상호 호환성이 전제되어야 새로운 IT서비스를 접목할 수 있다. 또는 상호 호환성을 갖추기 위해 많은 시간과 자원을 투입해야 할 수 있다. 이와 달리 클라우드는 기업의 IT 작업 특성과 니즈에 맞춰 자유롭게 확장할 수 있도록 지원한다. 클라우드가

제공하는 IT인프라와 서비스의 호환성이 기본적으로 탁월하기 때문이다. 또한 필요에 따라 다양한 확장 패키지를 구매하여 사용할 수도 있기 때문이다.

물론 클라우드 전환에 따른 단점도 존재한다. 네트워크 의존성과 단일점 실패(single point of failure) 위험, 클라우드 종속성과 통제권한 부족, 사이버보안 위협과 복원 불가능성, 자체 IT인프라와의 통합 제약, 예기치 못한 비용 발생 등 여러 단점도 뒤따른다.³⁾ 그럼에도 불구하고 클라우드 전환에 따른 기대편익이 기대비용에 비해 절대적으로 크다. 디지털경제 시대에 클라우드 전환이 선택(option)이 아닌 필수(neccesity)라고 평가하는 이유도 이 때문이다(Deloitte, 2019).

해외 자본시장의 클라우드 전환 동향

CSA(2023)의 설문조사 결과에 따르면 2023년 조사 대상 금융회사의 98%가 클라우드 서비스를 이용하고 있다고 답변할 정도로 전 세계 금융회사들은 클라우드를 매우 활발하게 이용하고 있는 것으로 파악된다. 또한 PwC(2023)의 조사에 따르면 조사 대상 금융회사의 66%가 성장과 혁신을 위해 클라우드 전환을 추진하고 있는 것으로 나타난다.

해외 자본시장의 클라우드 전환 동향을 살펴보면 다음과 같은 세 가지 특징을 발견할 수 있다. 첫째, 자본시장 참여자에 따라 클라우드 전환 목적이 다소 다르다(Accenture, 2020). 자본시장 참여자에 따라 데이터 관리와 분석에 대한 수요가 증가하면서 비용 절감을 목적으로, 디지털 경험에 대한 고객의 수요를 만족하기 위해, 새로운 수익 기회를 창출하기 위해 클라우드 전환을 추진하고 있다.

둘째, 기업규모가 클수록 클라우드 전환 비율이 상대적으로 높다(Broadridge, 2020). <표 1>에서 살펴볼 수 있듯이 자본시장 참여자의 클라우드 전환 단계별 비중을 기업규모별로 비교해 보면 기업규모가 커질수록 고급 또는 중간 단계 비중이 상대적으로 더 크다는 것을 확인할 수 있다.

<표 1> 자본시장 참여자의 클라우드 전환 단계별 비중

(단위: %)

구분	소형	중형	대형	초대형
계획 단계	12	9	-	-
초기 단계	50	35	19	6
중간 단계	19	23	36	41
고급 단계	18	34	46	53

주 : 반올림으로 합계가 100%를 미달하거나 초과 가능

자료: Broadridge(2020)

3) 단일점 실패 위험은 IT인프라를 구성하는 하나의 시스템의 실패가 IT인프라 전체의 실패로 이어져 정상적인 전산 업무와 디지털 서비스를 중단시키는 위험을 말한다.

셋째, 해외 증권거래소들이 클라우드 전환 계획을 수립하고 자본시장의 클라우드 전환을 선도하고 있다. 예를 들어, 미국의 나스닥(Nasdaq)은 2008년부터 전사적 차원에서 클라우드 전환을 계획하였고 2020년 4월부터 아마존웹서비스(AWS)를 통해 나스닥 클라우드 데이터 서비스(Nasdaq Cloud Data Service)를 출시하였으며 2021년부터 클라우드 여정을 본격적으로 시작하였다.

캐나다의 토론토증권거래소(TSX)도 2019년 12월부터 아마존웹서비스(AWS) 기반의 데이터 레이크(data lake)를 구축하여 제공하고 있다. 영국의 런던증권거래소(LSE) 그룹은 2021년에 빅데이터 기업인 Refinitive를 인수하고 자본시장 참여자에게 클라우드 기반의 Refinitive Data Platform을 제공하고 있다. 독일의 독일증권거래소(Deutsche Börse)는 2017년에 클라우드 전환 기본계획을 수립하는 등 클라우드 전환을 가장 적극적으로 추진하는 것으로 알려져 있다.

일본의 일본거래소(JPX)도 2015년에 JPX Data Cloud를 개발하여 운영하고 있고 2020년에 아마존웹서비스(AWS)와 제휴하여 클라우드 기반 접속 서비스인 Arrownet를 서비스 중이다. 호주의 호주거래소(ASX)는 클라우드 관리서비스사업자(MSP)로서 ASX CloudConnect 서비스를 자본시장 참여자에게 공급하는 역할을 수행하고 있다.

국내 금융분야의 클라우드 전환 환경

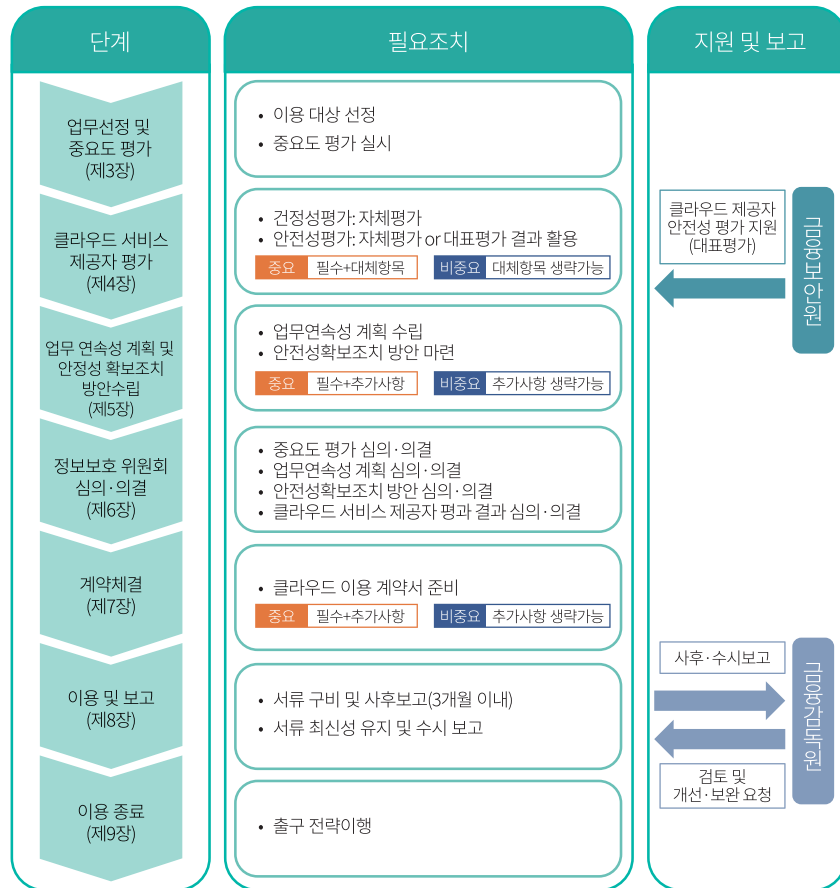
우리나라의 금융분야 클라우드 규제는 해외와 비교할 때 상대적으로 엄격하다. 이 때문에 금융회사와 핀테크기업들이 디지털 신기술을 도입·활용하는 데 어려움이 있다는 의견을 지속적으로 제기해 왔다. 금융당국도 금융분야의 디지털 전환을 뒷받침하기 위해 클라우드 규제를 완화할 필요성을 인식하고 단계적 규제완화를 추진하고 있다(금융위원회, 2022. 4. 15).

금융분야 클라우드 규제는 기본적으로 금융보안 규제다. 금융회사 입장에서 클라우드 전환의 기대편익이 아무리 크더라도 한 번의 크고 작은 금융보안사고가 발생하게 되면 금융소비자의 대규모 피해가 발생할 수 있을 뿐 아니라 금융시스템 전반의 신뢰가 훼손될 수 있기 때문이다.

이 때문에 <그림 3>에서 살펴볼 수 있듯이 금융보안사고 위험이 상대적으로 낮은 비중요업무의 클라우드 전환은 용이하고, 중요업무의 클라우드 전환은 까다롭다.⁴⁾ 하지만 금융회사의 클라우드 전환이 금지된 업무는 없다. 금융보안 측면에서 중요하다고 판단되는 중요업무에 대해 더 까다로운 절차와 방법을 요구할 뿐이다.

4) 전자금융감독규정 제14조의2에 따라 규모, 복잡성 등 클라우드컴퓨팅서비스를 통해 처리되는 업무의 특성, 클라우드컴퓨팅서비스 제공자로부터 제공받는 서비스가 중단될 경우 미치는 영향, 전자적 침해행위 발생 시 고객에게 미치는 영향, 여러 업무를 같은 클라우드컴퓨팅서비스 제공자에게 위탁하는 경우 해당 클라우드컴퓨팅서비스 제공자에 대한 중속 위험, 클라우드컴퓨팅서비스 이용에 대한 금융회사 또는 전자금융업자의 내부통제 및 법규 준수 역량 등을 종합적으로 고려하여 중요업무 여부를 평가한다.

〈그림 3〉 금융회사의 클라우드 이용 절차



자료: 금융보안원(2023)

자본시장의 경우에도 마찬가지다. 클라우드 전환이 금지된 업무가 없다. 특히 자본시장은 금융분야 중에서 IT인프라와 서비스에 대한 의존도가 가장 높고 데이터 생산량도 다른 금융업권과 비교할 수 없을 정도로 매우 크다. 또한 한국거래소, 한국예탁결제원, 코스콤 등이 제공하는 자본시장 IT인프라와 서비스 현황을 자세히 살펴보면 비중요업무에 해당될 수 있는 서비스가 상당한 비중을 차지한다. 예를 들어, 각종 자본시장 데이터 서비스는 비중요업무 영역에 해당된다. 이 점에서 자본시장은 다른 금융업권에 비해 클라우드 전환이 더 용이하고 수월할 수 있다.

자본시장 클라우드 전환 전략과 과제

제4차 산업혁명에 따른 디지털경제가 확장될수록 데이터와 인공지능 기술의 중요성이 커지면서 금융업권의 클라우드에 대한 수요가 급증하는 추세다. 이와 달리 우리나라 자본시장은 2000년대 초반부터 비대면 금융거래를 원활하게 지원할 수 있는 IT인프라와 서비스를 자체적으로 구축해 오면서 다른 금융업권에 비해 클라우드 전환 속도가 상대적으로 늦은 측면이 있다(금융감독원, 2023. 3. 21).

그러나 자본시장도 이제는 다른 금융업권처럼 클라우드 전환에 더 적극적일 필요가 있다. 특히 데이터와 인공지능 기술의 발전 정도를 고려할 때 또는 자본시장의 가격발견 기능을 지금보다 더 향상하기 위해 클라우드 전환을 통해 자본시장 데이터의 접근성과 활용성을 제고해야 한다. 또한 최근 금융업권의 전산사고 추세를 살펴볼 때 클라우드 전환을 통해 동시접속 과부하 등 전산장애 위험을 경감해야 한다(금융감독원, 2022. 4. 25, 2023, 9. 6).

이를 위해 자본시장과 금융투자업계는 효과적이고 안정적인 클라우드 전환을 위한 전략을 체계적으로 수립하고 클라우드 전환 과제를 발굴하여 추진할 수 있어야 한다. 특히 다른 금융업권에 비해 자본시장 IT인프라와 서비스가 구조적으로 복잡하고 시스템적으로 민감한 점을 고려할 때 자본시장의 클라우드 전환을 촉진하면서도 거래 안정성을 확보할 수 있는, 자본시장에 특화된 클라우드 관리서비스사업자(MSP)가 출현할 수 있도록 공동의 노력을 다할 필요가 있다.

참고문헌

- 강맹수, 2019, 클라우드 컴퓨팅 시장 동향 및 향후 전망, KDB 미래전략연구소 『산은조사월보』 제758호.
금융감독원, 2022. 4. 25, 2021년도 전자금융사고 발생현황 및 대응방안, 보도자료.
금융감독원, 2023, 9. 6, 2023년 상반기 전자금융사고 발생 현황 및 대응방안, 보도자료.
금융감독원, 2023. 3. 21, 2023년 디지털금융 감독방향, 금융감독 업무설명회 자료.
금융보안원, 2023, 『금융분야 클라우드컴퓨팅서비스 이용 가이드』.
금융위원회, 2022. 4. 15, 금융분야 클라우드 및 망분리 규제 개선방안, 보도자료.
조운정, 2021, 디지털뉴딜의 핵심인프라, 클라우드 산업 생태계 동향, KDB 미래전략연구소 『산은조사월보』 제782호.

Accenture, 2020, *The New Cloud Imperative in Capital Markets*.

Broadridge, 2020, *The Broadridge Next-Gen Technology Pulse Survey*.

Cloud Security Alliance (CSA), 2023, *State of Financial Services in Cloud*.

Deloitte, 2019, *The Wisdom of Clouds: Four Compelling Reasons to Adopt the Cloud*.

PwC, 2023, *Cloud is the Engine Required to Drive the Next Wave of Innovation within Financial Services*.

OPINION

연구위원
홍원구

TDF의 현황과 퇴직연금 자산운용 체계*

목표일펀드(Target Date Funds: TDF) 규모가 2021년말 정점에 도달한 후 2023년말까지 정체를 보이고 있다. 2022년 수익률 악화가 주요 원인이다. 그리고 사전지정운용제도의 효과가 현재까지는 기대에 미치지 못하고 있으며, ETF 등 경쟁 상품의 활성화도 그 요인이라 할 수 있다. TDF는 투자자의 개별적인 투자지시가 없어도 자산의 구성을 조정한다. 따라서 TDF는 확정기여형(Defined Contribution: DC) 퇴직연금 자산운용에 있어 매우 중요한 의미가 있다. 기금형 퇴직연금 등 본격적인 집합적 투자가 가능한 퇴직연금 자산운용 체계가 활성화되기까지는 TDF의 역할이 매우 중요하다. 비용 인하 등 자산운용 업계의 부단한 상품 개선이 요구된다.

급성장하던 목표일펀드(Target Date Funds: TDF)의 증가 속도가 느려지고 있다.¹⁾ TDF의 순자산액이 2021년말 정점에 도달한 이후 감소 추세를 보이다가 2023년말에서야 그 이전 수준으로 회복되었다. 2022년 수익률 악화가 TDF 성장률 저하의 주요 원인이겠지만, ETF 등 대체 투자상품의 등장, 그리고 사전지정운용제도 제도의 미흡한 효과 등 다양한 요인으로 인해 TDF의 성장률이 낮아지고 있다. TDF에 유입되는 자금의 주요 원천은 DC형 퇴직연금 자산인데, TDF는 DC형 퇴직연금 자산운용에 있어 매우 중요한 의미가 있다. 자산운용사가 시장 상황에 맞추어 자산배분을 조정해주는 TDF는 자산운용에 익숙하지 않은 많은 퇴직연금 가입자에게 적합한 상품이다. 따라서 TDF의 성장은 DC형 퇴직연금의 안정적 발전에 매우 중요하다.

TDF의 성장률이 낮아지고 있는 시점에서 TDF의 현황과 성과를 점검해 보는 작업은 퇴직연금 제도의 발전을 위해서 의미 있는 작업이라 생각한다.²⁾

TDF의 규모

TDF의 성장세가 2021년말을 정점으로 둔화되고 있다. 2023년말 기준 TDF 설정액은 8.6조원, 순자산액은 11.0조원에 이르렀다(〈그림 1〉 (a) 참조). TDF 순자산액은 2021년말 기준 10.9조원에서 1,000억원도 증가하지 않았고, TDF 설정액은 2021년말 8.1조원에서 2023년말 8.6조원으로 5,000

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

1) 목표일펀드는 목표일이 가까워질수록 자산배분이 보수적으로 조정되는 펀드이다. 이때 목표일은 투자자의 자산 필요 시점, 대개 퇴직 시점을 기준으로 하며, 자산배분곡선(glide path)에 따라 자산배분이 이루어진다.

2) 분석 작업에는 제로인, FnGuide, 금융투자협회의 데이터가 사용되었다.

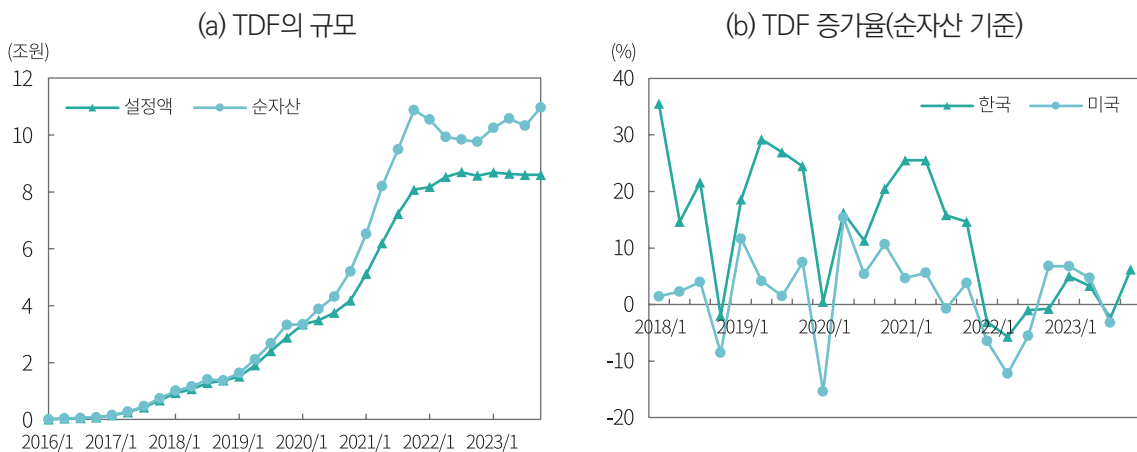
억원 정도 증가하였다. 2020년말 기준 4.2조원이었던 TDF 설정액이 2021년말 8.1조원으로 2배 가까운 성장을 하였을 때와 비교해 보면 성장세의 둔화를 실감할 수 있다. 주가 하락에 따른 TDF의 성장률 저하는 미국 TDF에서도 나타난다(<그림 1> (b) 참조).³⁾

목표일을 기준으로 보았을 때 2023년말 현재 TDF2030의 규모가 가장 크다(<그림 2> (a) 참조). TDF2025는 목표일에 가까운 펀드이기 때문에 2021년을 정점으로 감소 추세를 보인다. TDF2015, TDF2020의 추세를 보면 더욱 급격한 감소 추세가 보인다. 이에 비해 목표일이 2030년 이후인 TDF 들은 증가 추세에 있다. 목표일에 따른 TDF의 규모 변화를 보았을 때 TDF의 증가세가 약해지는 배경에는 베이비 붐 세대들의 퇴직과 그에 따른 펀드의 인출도 작용하고 있다 볼 수 있다. 이에 대응하여 향후 목표일 이후에도 가입자가 부분인출을 하면서 나머지 부분은 지속적으로 운용하는 상품 개발이 필요하다.

2023년말 기준 TDF에 투자된 퇴직연금 자산은 8.0조원으로 TDF 순자산의 72.5%에 해당한다(<그림 2> (b) 참조).⁴⁾ 그리고 2023년말 기준 퇴직연금 외에 개인연금 TDF가 1.8조원(17.2%), 일반 펀드 TDF가 1.2조원(11.2%)을 차지하고 있다. 2016년 50%를 넘던 일반 펀드 TDF의 비중이 급격히 줄고, TDF가 연금 펀드의 투자상품으로 자리 잡고 있음을 알 수 있다.

TDF 시장의 성패는 자산운용사의 경쟁 구도에 결정적인 영향을 미칠 것으로 예상된다. 2023년말 기준 20개의 운용사가 TDF를 출시하고 있는데, 운용사별 TDF 설정액을 살펴보면 상위 3사의 점유율이 72.4%, 상위 5사의 점유율이 91.8%에 이른다. TDF 상위 운용사들은 상대적으로 TDF 출시가 빨랐고 펀드 수도 많았다(<표 1> 참조).

<그림 1> TDF의 규모와 증가율

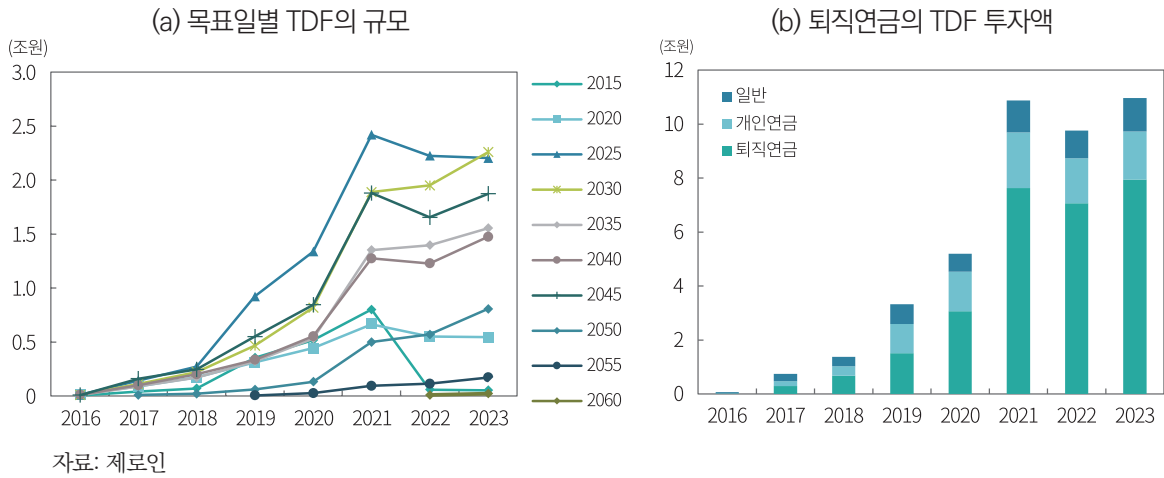


자료: 제로인, ICI

3) 2022년 국내 TDF의 벤치마크인 MSCI ACWI지수는 19.8% 하락하였다.

4) TDF 내 퇴직연금 펀드의 비율은 2016년말 24.7%, 2017년말 39.5%, 2018년말 49.6%, 2019년말 45.6%, 2020년말 58.9%, 2021년말 70.2%, 2022년말 72.4%, 2023년말 72.5%로 매년 TDF 내 퇴직연금 펀드의 비중이 높아졌다.

〈그림 2〉 TDF의 원천별 규모



〈표 1〉 TDF 운용회사와 점유율

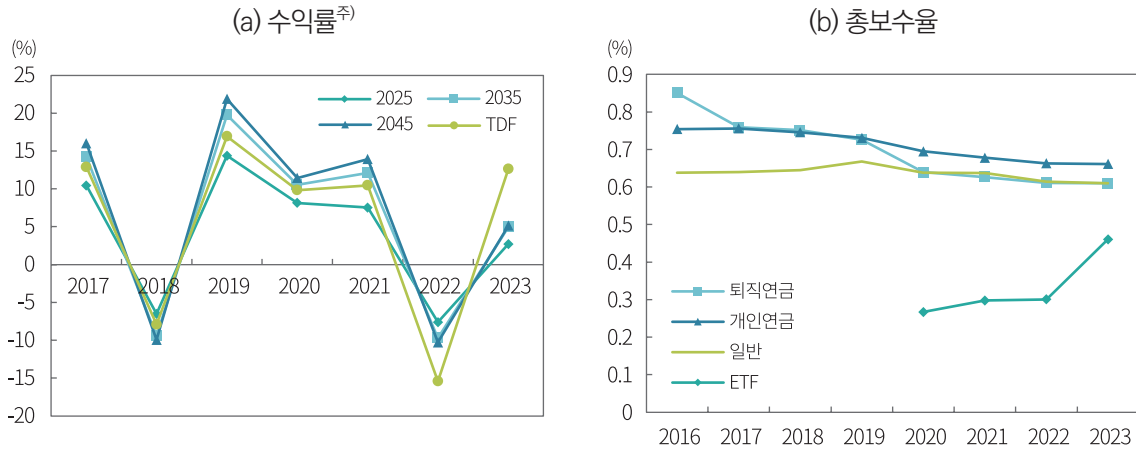
	2019	2020	2021	2022	2023
운용회사수(개)	10	12	16	19	20
펀드수(개)	641	921	1,057	1,150	1,239
상위 5개사 점유율(%)	94.8	95.1	93.5	92.6	91.8

자료: 제로인

TDF의 수익률과 비용

2018년 이후 2021년까지 안정적이었던 TDF 수익률은 2022년 주가 하락 등의 영향으로 크게 낮아졌다. 2021년 11.2%대에 머물던 TDF의 수익률은 2022년 -15.4%로 대폭 낮아졌다(〈그림 3〉 (a) 참조). 목표시점별 수익률을 비교해 보면 수익률이 높았을 때는 목표일이 멀수록 수익률이 높았으며, 2022년처럼 주식시장이 하락기일 때는 반대의 경향이 나타났다. TDF의 목표일이 멀수록 주식 비중이 높기 때문이다.

〈그림 3〉 TDF의 수익률과 총보수율



주 : 목표일별 순자산 가중 평균 수익률, TDF는 전체 TDF의 평균 수익률
 자료: 제로인

퇴직연금 TDF의 총보수율은 2016년 평균 0.85% 수준에서 2023년 0.61%로 낮아지는 추세이다 (〈그림 3〉 (b) 참조). 그리고 초기에는 일반 TDF보다 수수료율이 높았다. 평균적으로 퇴직연금 펀드의 보수율이 일반 펀드의 보수율보다 낮은 점을 고려하면 초기 퇴직연금 TDF의 총보수율은 상대적으로 높았다고 할 수 있다.⁵⁾ ETF에 투자하는 TDF는 2020년 3월 처음 출시되어, 2023년말 기준 순자산 규모는 1,400억원(1.3%) 정도인데, 보수율은 일반 TDF의 2/3 수준이다. ETF가 지속적으로 활성화되고 있는 상황에서 TDF의 비용 인하 압력이 더욱 높아질 것으로 예상된다.

TDF와 퇴직연금 자산운용 체계

국내 DC형 퇴직연금은 미국 401(k)형 퇴직연금처럼 가입자가 자산운용을 주도한다. 미국 401(k)형 퇴직연금이 개인이 주도하는 형태를 취하게 된 이유는 401(k)형 퇴직연금의 자금 출처가 가입자 개인의 급여이기 때문이다. 미국의 경우 401(k)형 퇴직연금 이전의 퇴직연금은 확정급여형(Defined Benefit: DB) 퇴직연금은 물론이고, DC형 퇴직연금도 사용자의 기여금으로 조성되었기 때문에 기업, 기금이 자산운용을 주도하였다. 그러나 401(k)형 퇴직연금의 자산은 기본적으로 개인이 매년 받을 급여에서 일부를 연금 계좌에 넣고, 그에 대해 사용자가 일부 대응 기여하는 방식으로 조성된다. 따라서 가입자 '개인의 돈'이기 때문에 가입자가 직접 운용하는 방식이 채택되었다. 401(k)형 퇴직연금의 경우와 비교해 볼 때 국내 퇴직연금 제도는 퇴직금 제도를 바탕으로 하고 있으며, 퇴직금은 임금의 일부로 보기 때문에 개인 주도의 자산운용 방식이 채택되었다고 볼 수 있다. 401(k)형 퇴직연금이든 국내 DC형 퇴직연금이든 개인이 주도하는 자산운용 방식은 논리적으로 보면 타당하지만 퇴직연금 가입자

5) 2022년말 기준 퇴직연금 펀드의 연간 평균 총보수율은 0.82%, 일반 펀드의 연간 평균 총보수율은 1.04%이다(제로인).

가 자산운용의 전문가가 아니기 때문에 의사결정이 어려울 수밖에 없다.⁶⁾ 또한 개인 퇴직자산 규모의 한계로 인해 적절한 분산투자가 불가능하다. TDF는 이러한 개인투자자의 한계를 보완할 수 있는 상품이다. 기금형 퇴직연금이 활성화되지 않은 상황에서 가입자의 투자지시 없이 자산구성을 조정할 수 있는 유일한 상품이기 때문이다.

가입자가 겪는 투자 의사결정의 어려움, 결정 지체 등을 고려하여 사전지정운용제도가 2022년 7월 시행되었고, TDF는 기본 상품에 포함되었다. 그러나 사전지정운용제도 자체의 한계와 2022년 주식시장의 침체와 맞물려 사전지정운용제도가 아직은 TDF의 증가 추세로 이어지지 못하고 있다.⁷⁾

향후 DC형 퇴직연금 자산운용의 개선을 위해 기금형 퇴직연금, 집합적 DC형(Collective DC) 퇴직연금 등 다양한 방식이 모색될 수 있다. 그러나 그 이전까지는 TDF가 역할이 여전히 중요하며, 그 역할을 다하기 위해 목표일 이후를 염두에 둔 상품 개발, ETF의 활성화에 대응, 비용 인하 등 TDF의 지속적인 개선이 요구된다.

6) 동일한 논리에서 보면 국내 DB형 퇴직연금도 가입자가 자산운용을 주도해야 한다. 그런데 DB형 퇴직연금에서는 사용자가 적립금에 대해 임금 상승률만큼의 수익률을 보장한다. 따라서 사용자 주도의 투자도 타당성을 갖는다.

7) '사전지정운용제도'라는 명칭으로 도입된 디폴트 투자 옵션(Default Investment Alternatives)이란 가입자의 명시적인 의사표시가 '없을' 때 퇴직연금 적립금이 투자되는 기본 투자상품을 말한다. 그런데 국내 사전지정운용제도는 가입자에게 사전에 디폴트 투자 옵션을 선택하도록 함으로써 이미 의사표시가 '있는' 투자상품이 되었다. 특히 디폴트 옵션에 원리금보장형 상품이 포함됨으로써 원리금보장형 상품에 집중된 기존의 투자방식이 지속될 가능성이 높아졌다. 또한 사전지정운용제도의 특성상 적격상품에 포함되기 위해서는 심사를 받아야 하는데, 이는 TDF 설계 경험이 적은 소규모 회사에게 진입 장벽으로 작용할 가능성이 높다.

ZOOM
-IN미국의 부실 자산 구제 프로그램(TARP)
요약 및 평가

- 미국 정부는 2008년 글로벌 금융위기에 대응하여 주택 및 경제 회복법(HERA)과 긴급 경제 안정화법(EESA)을 제정하고 부실 자산 구제 프로그램(TARP)을 실시함
- 2023년 9월 30일 부실 자산 구제 프로그램(TARP)이 종료됨에 따라 미 재무부는 구제금융에 투입된 최종 비용과 성과를 보고함
- 부실 자산 구제 프로그램(TARP)에 지출된 총비용은 4,434억 달러이며, 총비용 대비 117%를 회수하고 이자 비용 등을 고려한 최종 누적 순 비용(lifetime cost)은 311억 달러인 것으로 나타남
- 신속한 정책 결정과 대규모 금융 지원으로 금융시스템 안정과 신뢰 회복에 기여했다는 평가와 대마불사(too big to fail) 문제 등을 더욱 심화시켰다는 평가가 양립함
- 대마불사는 앞으로도 반복될 수 있는 문제이므로 시스템적으로 중요한 기관의 실패 시 나타날 파급 효과를 감소시키고 제어할 수 있는 수단을 마련해야 함

- 2008년 미국 정부는 글로벌 금융위기에 대응하여 주택 및 경제 회복법(HERA)과 긴급 경제 안정화법(EESA)을 제정하고 구제금융 실시
 - 주택 및 경제 회복법(Housing and Economic Recovery Act of 2008: HERA)
 - 정부 후원 기업(Government Sponsored Enterprise: GSE)으로 주택시장에 용자를 담당하는 패니 메이(Fannie Mae)¹⁾와 프레디 맥(Freddie Mac)²⁾의 우선주 매입 등 구제금융³⁾ 실시
 - 긴급 경제 안정화법(Emergency Economic Stabilization Act: EESA)
 - TARP 승인 및 기타 조치를 통해 금융시스템의 안정성과 유동성 증진을 목적으로 제정됨
 - 궁극적으로 주택가치, 대학자금, 은퇴계좌 및 생활저축 보호, 주택소유권 보존, 일자리와 경제 성장 촉진, 납세자 보호 등을 추구⁴⁾
 - 부실 자산 구제 프로그램(Troubled Asset Relief Program: TARP)
 - 긴급 경제 안정화법(EESA)에 따라 재무부가 실행한 7,000억 달러 규모⁵⁾의 구제금융 프로그램

1) 연방주택저당공사(Federal National Mortgage Association)

2) 연방주택금융저당회사(Federal Home Loan Mortgage Corporation: FHLMC)

3) Fannie and Freddie Bailout(191.5 billion dollars), Preferred Stock Investments

4) US Government Publishing Office (GPO), 2008, Emergency Economic Stabilization Act of 2008, p.2

5) 2010년 도드 프랭크법(Dodd-Frank Wall Street Reform and Consumer Protection Act)에 의해 4,750억 달러로 축소

- 부실 자산 구제 프로그램(TARP)을 통해 금융시스템 안정, 경제 성장, 압류 방지 등 5가지 목적에 부합하는 프로그램 실행

□ 부실 자산 구제 프로그램(TARP) 투자, 관리 및 회수

- 미 재무부는 4,434억 달러 규모의 부실 자산 구제 프로그램(TARP) 구제금융을 실시
 - 원활한 구제금융을 실행하기 위해 금융안정국(Office of Financial Stability: OFS) 설립하고 전반적인 구제금융을 관리함
- 긴급 경제 안정화법(EESA)의 '감독 및 보고 사항'에 관한 조항⁶⁾
 - 월, 분기, 연간 및 종합보고서를 발간하여 프로그램별 성과와 비용 등을 공개하여 지원금에 대한 관리 감독과 투명성을 보장해야 함
 - 월 보고서: 배당금 및 이자 보고서, HAMP 및 MHA 프로그램 활동 보고서, 의회보고서 등
 - 분기 보고서: HHF 프로그램 성과 요약, HFA 종합보고서, MHA 프로그램 성과보고서 등
 - 연간 보고서: 재무보고서, 시민 보고서(Citizens' Report), 회고록(Retrospectives) 등
- 2023년 9월 30일 부실 자산 구제 프로그램(TARP) 종료
 - 2023년 12월 7일 GAO는 'TROUBLED ASSET RELIEF PROGRAM: Lifetime Cost' 보고서를 통해 TARP 프로그램이 시작된 이후부터 종료 시점까지 프로그램별 누적 비용 및 성과를 보고함

6) Emergency Economic Stabilization ACT of 2008(EESA), SEC. 102. ISURANCE OF TROUBLED ASSETS. (b) REPORTS., p.5

〈표 1〉 부실 자산 구제 프로그램(TARP) 연간 누적 순 비용

(단위: 십억달러)

TARP 프로그램	'09	'10	'11	'12	'13	'14	'15	'16	'17	'18	'19	'20	'21	'22	'23
은행투자															
CPP	(14.6)	(11.2)	(13.0)	(14.9)	(16.1)	(16.1)	(16.3)	(16.3)	(16.3)	(16.3)	(16.3)	(16.3)	(16.3)	(16.3)	(16.3)
TIP	(1.9)	(3.8)	(4.0)	(4.0)	(4.0)	(4.0)	(4.0)	(4.0)	(4.0)	(4.0)	(4.0)	(4.0)	(4.0)	(4.0)	(4.0)
AGP	(2.2)	(3.7)	(3.7)	(3.9)	(4.0)	(4.0)	(4.0)	(4.0)	(4.0)	(4.0)	(4.0)	(4.0)	(4.0)	(4.0)	(4.0)
CDCI	0.4	0.3	0.2	0.2	0.1	0.1	0.1	0.1	0.1	0.1	0.1	0.1	0.1	0.1	0.1
신용시장															
PIP	1.4	(0.7)	(2.4)	(2.4)	(2.7)	(2.7)	(2.7)	(2.7)	(2.7)	(2.7)	(2.7)	(2.7)	(2.7)	(2.7)	(2.7)
TALF	(0.3)	(0.4)	(0.4)	(0.5)	(0.6)	(0.6)	(0.6)	(0.6)	(0.6)	(0.6)	(0.6)	(0.6)	(0.6)	(0.6)	(0.6)
SBA 7(a)	N/A	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
기타															
AIFP	34.5	14.7	23.6	24.3	14.7	12.2	12.1	12.2	12.2	12.2	12.1	12.1	12.1	12.1	12.1
AIG	56.8	36.9	24.3	15.3	15.2	15.2	15.2	15.2	15.2	15.2	15.2	15.2	15.2	15.2	15.2
부분합계	74.1	32.1	24.6	14.1	2.6	0.1	(0.2)	(0.2)	(0.3)	(0.3)	(0.3)	(0.3)	(0.3)	(0.3)	(0.3)
주택	50.0	45.6	45.6	45.6	37.7	37.4	37.4	34.7	32.6	32.5	32.8	32.4	32.3	32.2	31.4
총계	124.1	77.7	70.2	59.7	40.3	37.5	37.2	34.5	32.3	32.3	32.4	32.1	32.0	31.8	31.1

주 : TARP 프로그램을 시행하는 동안 수익이 난 구제금융 프로그램의 경우 수익금을 (괄호)로 표시

자료: U.S. Department of The Treasury, GAO

□ 부실 자산 구제 프로그램(TARP) 개요

— TARP은 크게 은행, 자동차 산업, 신용 시장, 주택, 기타 프로그램으로 나뉨

- 은행 지원 프로그램(Bank Investment Programs)은 미국의 은행 시스템을 안정화하려는 목표를 달성하기 위해 실시되었으며 크고 작은 은행 기관 모두에 투자함
- 자동차 산업(Auto Industry)은 자동차 제조업체와 자동차 산업에 의존하는 공급업체 및 기타 업체의 연쇄적인 파산을 방지하기 위해 프로그램을 도입함
- 신용 시장 프로그램(Credit Market Programs)은 소비자와 기업이 대출받기 매우 어려운 상황에서 개별 신용 흐름을 회복하고 신용 시장을 개선하는 목적으로 실시됨
- 주택(housing) 프로그램은 무너진 주택시장을 개선하고 어려움을 겪고 있는 주택 소유자들의 압류를 방지할 수 있는 프로그램을 시행함

— 구체적인 프로그램 내용은 〈표 2〉 참고

〈표 2〉 부실 자산 구제 프로그램(TARP) 개요 및 지출액

TARP 프로그램	프로그램 및 이니셔티브	프로그램 목적 및 개요	지출액	회수율
은행 지원 프로그램 (Bank Investment Programs)	자산 보증 프로그램 (Asset Guarantee Program, AGP)	Citi 및 BofA 손실 제한	-	112 %
	감독 자본 평가 프로그램 (Supervisory Capital Assessment Program, SCAP)	적절한 자본 완충 장치 - 미국 대형 은행 지주회사 대상, '스트레스 테스트' ^{주)}	-	
	자본 지원 프로그램 (Capital Assistance Program, CAP)	적절한 자본 완충 장치 - 민간자본 조달이 어려운 은행에 추가 지원 목적	-	
	자본 매입 프로그램 (Capital Purchase Program, CPP)	은행 건전성 회복	\$ 200B	
	지역사회 개발 자본 이니셔티브 (Community Development Capital Initiative, CDCI)	지저소득 및 중산층, 소수민족, 기타 소외된 지역사회 자금 제공	\$ 570M	
	목표 투자 프로그램 (Targeted Investment Program, TIP)	금융 시스템의 기능에 중요한 기관에 신규 자금 제공 - Citi 및 BofA	\$ 40B	
자동차 산업 (Auto Industry)	자동차 산업 금융 프로그램 (Automotive Industry Financing Program, AIFP)	미국 자동차 산업 붕괴 방지	\$ 79B	88 %
	자동차 공급업체 지원 프로그램 (Auto Supplier Support Program, ASSP)	자동차 부품업체에 대한 보증 및 자금 제공	\$ 410M	
신용 시장 프로그램(Credit Market Programs)	공공-민간 투자 프로그램 (The Legacy Securities Public-Private Investment Program, PPIP)	기존 모기지 담보 증권 시장 회복	\$ 22B	126 %
	SBA 7(a) 증권 구매 프로그램 (SBA 7 (a) Securities Purchase Program)	중소기업의 신용 확보	\$ 368M	
	정기 자산 담보 대출 제도 (Term Asset Backed Loan Facility, TALF)	소비자와 중소기업에 신용제공 - 자산유동화증권(ABS) 시장 재개	\$ 100M	
주택 (Housing)	주택시장 안정화 프로그램 (Making Home Affordable, MHA)	주택 소유자의 압류 방지	\$ 22B	0 %
	Hardest Hit Fund(HHF)	주택 압류 방지, 지역 안정화, 모기지 지원	\$ 10B	
	연방주택청 재융자 프로그램 (FHA Short Refinance)	주택의 가치보다 모기지 규모가 더 큰 주택 소유자 지원	\$ 20M	
SSFI	AIG 지원 (Investment in American International Group)	금융 시스템적으로 중요한 기관의 실패를 방지 - AIG 구제금융	\$ 68B	107 %
기타 (Others)	임원 보상 (Executive Compensation)	TARP 수혜자의 임원 보상 제한	-	-

주 : Board of Governors of the Federal Reserve System, 2009, The Supervisory Capital Assessment Program: Overview of Results

자료: propublica, U.S. Department of The Treasury, GAO

□ 부실 자산 구제 프로그램(TARP) 비용 및 지출 비중

— 세부 프로그램에 따라 지출된 총비용과 회수 금액

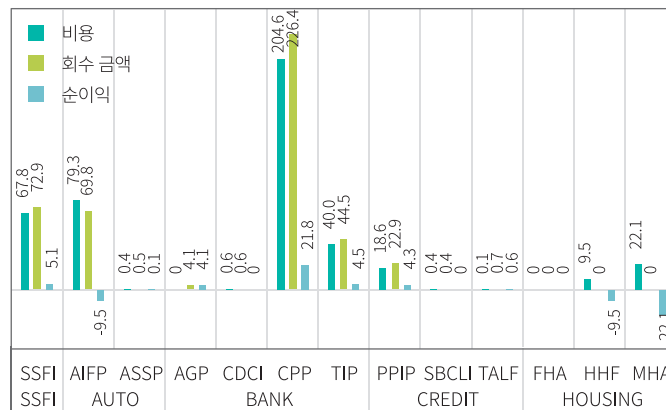
- 지출된 총비용 4,434억 달러, 원금 상환과 주식 수익금 포함 4,431억 달러 회수
- 매출과 배당금, 이자, 기타 소득, 이자 비용을 고려했을 때 프로그램의 누적 순 비용(lifetime cost)은 311억 달러⁷⁾

— 프로그램 분야별 구제금융 비중

- 프로그램 분야별 구제금융 비중은 은행(55%), 자동차 산업(18%), AIG 구제금융(15%) 주택(7%), 신용시장(4%) 순서로 은행 비중이 가장 높음
- 원금 회수에 실패한 프로그램은 주택분야(77%), 자동차산업(23%) 순서로 주택분야 비중이 매우 높음

〈그림 1〉 TARP 프로그램별 누적 비용과 회수 금액

(단위: 십억달러)



자료: U.S. Department of The Treasury

□ 기업 분류별 구제금융 현황

- 은행, 보험, 펀드 등에 대한 구제금융 프로그램에서 비용 대비 1,090억 달러를 초과 회수함
 - 은행 분야는 758개 기업이 2,362억 달러의 구제금융을 받으며 가장 많은 지원을 받음
- 정부 후원 기업(GSE)인 Fannie Mae와 Freddie Mac은 개별기업 기준으로 가장 많은 금액 (1,915억 달러)을 지원받았으며, 가장 많은 금액을 회수함(3,010억 달러 회수, 회수율 157%)
- 주택분야(FHA RF, Mortgage Service, State Housing Orgs.)에 대한 지원금은 ‘압류 방지를 위한 상환액 삭감 프로그램(HAMP)’에 기인하여 회수율이 0%를 보임

7) U.S. Department of The Treasury, 2023, *TARP Lifetime Costs*.

〈표 3〉 기업 분류별 구제금융 성과표

기업 분류	수혜 기업 수 (건)	총지원금 (십억달러)	회수 금액 (십억달러)	순수익 (십억달러)	지원금 회수율 (%)
Auto Company	4	61.9	49.5	-12.4	80
Bank	758	236.2	264.7	28.5	112
FHA Refinance Fund	1	0	0	0	0
Financial Services Company	4	22.4	26.1	3.7	117
Gov.-Sponsored Enterprise	2	191.5	301	109.5	157
Insurance Company	3	72.2	78.3	6.1	108
Investment Fund	9	18.6	23	4.4	124
Mortgage Service	189	22.1	0	-22.1	0
SBA Security Purchases	1	0.4	0.4	0	102
State Housing Orgs.	19	9.5	0	-9.5	0
TALF	1	0.1	0.7	0.6	749
계	991	634.9	743.8	108.9	117

자료: propublica

□ 부실 자산 구제 프로그램(TARP)에 대한 평가

— 긍정적 시각: 미국의 금융시스템 안정화와 신뢰 회복에 기여⁸⁾

- 2008년 9월 글로벌 금융위기 이후 약 500개 이상의 은행이 파산⁹⁾하고 매달 80만 개의 일자리가 사라지는 등¹⁰⁾ 미국의 사회·경제 시스템이 붕괴되기 시작
- 신용카드, 학자금 대출, 모기지 대출, 자동차 대출, 중소기업 대출 및 기타 유형의 금융에 대한 자금 조달을 제공하는 신용 시장이 작동을 멈춤
- 금융시스템의 안정성과 유동성 증진을 목적으로 부실 자산 구제 프로그램(TARP)을 도입
- 학자금 및 기업 대출 등 금융시장 회복 등을 통해 금융시스템 안정화와 은행 산업 붕괴 예방, 중소기업과 소비자에 대한 대출 활성화를 통한 경제 성장 촉진 등의 기여를 함

— 비판적 시각: 암묵적 보증 보조금(Implicit guarantee subsidy), 대마불사(too big to fail) 등

- 위기 시, 대형은행의 예금과 부채 전액을 정부가 실질적으로 보장해 줄 것이라는 암묵적 믿음은 대형은행에게 일종의 보증 보조금 형태로 작용¹¹⁾

8) U.S. Department of The Treasury, About TARP

9) FDIC, Bank Failures in Brief - summary(2008-2014)

10) Bureau of Labor Statistics, 2011, Employment Loss and the 2007-09 Recession: An Overview.

11) Douglas J. Elliott, 2014, Implicit subsidies for very large banks: A primer, *Economic Studies at Brookings*.

- 암묵적 보증 보조금은 예금자와 투자자에게 중·소형은행보다 대형은행에 예금하는 것이 더 안전한 투자로 생각하게 만들고, 은행의 자금 조달 비용과 투자 위험 측면에서 차이를 만들어 내며 불공정한 경쟁을 조장¹²⁾
- 대마불사는 도덕적 해이를 발생시켜 기업으로 하여금 과도한 위험을 감수하게 하며, 투자 왜곡과 경제적 효율성, 금융 안정성에 해를 끼침¹³⁾
- 금융위기를 해결하는 과정에서 정부가 세금을 통해 해결했기 때문에 납세자들을 희생시켜 문제를 유발한 은행을 구제한 조치라는 비판이 존재함

— 대마불사 문제 해결을 위한 노력

- 상호 연결성이 높은 대규모 기업집단의 실패는 사회적·경제적으로 엄청난 비용을 수반하기 때문에 정부가 앞으로 대마불사 기업을 지원하지 않을 것이라는 선언은 신뢰하기 어려움
- 대마불사를 위한 정부의 구제금융은 앞으로도 계속될 것이고 대마불사 문제는 계속될 것임
- 따라서, 대규모 기업 집단의 실패가 경제에 미칠 파급력을 효과적으로 조절할 수 있는 규제와 제도가 필요함

연구원 김민

12) Dean Banker and Travis McArthur, 2009, *The Value of the "Too Big to Fail" Big Bank Subsidy*, Center for Economic and Policy Research (CEPR); Ben S. Bernanke, 2010, *Causes of the Recent Financial and Economic Crisis*.

13) Ben S. Bernanke, 2010, *Causes of the Recent Financial and Economic Crisis*.

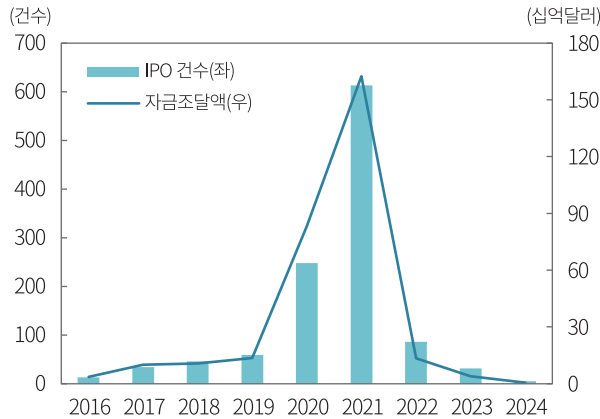
ZOOM
-IN미국 SPAC 시장 부진에 따른 투자자 보호
및 시장 신뢰 구축을 위한 SEC의 규제안

- 미국 SPAC 시장은 2020년 전후로 주식시장에서 인기를 얻으며 한때 크게 성장하였으나, 기존 IPO보다 손쉬운 상장 절차로 인해 규제의 사각지대에 놓이게 되면서 투자자 피해가 지속적으로 발생하고 법정 분쟁이 증가, 현재 해당 시장에 대한 신뢰가 매우 떨어진 상태
- 이에 SEC는 SPAC 시장의 신뢰도를 높이고 투자자를 보호하기 위해 스폰서에 지불하는 비용, 예상되는 이해상충요소, 지분 희석 여부 등에 대한 공시 요건을 강화하고, 예측치 산정에 있어서 기존 IPO시와 마찬가지로 법적 책임을 강화
- 우리나라의 경우 몇년 전까지만 해도 SPAC이 이슈가 되었으나, 최근에는 대형 SPAC이 잇따라 상장폐지되면서 금감원은 투자자 주의를 당부하였으며, 관련 기업공시기준을 강화할 예정

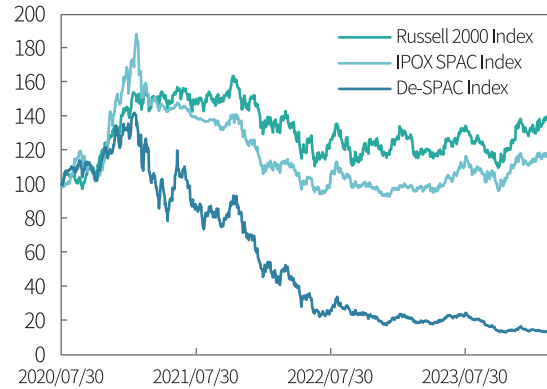
- 미국은 2020년 전후로 SPAC 시장이 과열되면서 투자자 피해가 지속적으로 발생하였으며, 투자자들의 집단 소송으로 이어지면서 시장 자체에 대한 신뢰가 매우 떨어진 상태
 - SPAC(Special Purpose Acquisition Company)은 합병을 위한 페이퍼컴퍼니로 발기인(sponsor)들이 자금을 모아 주식시장에 상장을 한 이후 적절한 비상장 기업을 모색 후 해당 기업과 합병을 통해 수익을 내는 구조
 - 2020년 기준 미국의 SPAC 상장건수는 248건, 2021년에는 613건이 상장, 한때 미국 전체 상장건수의 63%를 차지할 정도로 성행하였으나, 2022년에는 86건, 2023년에는 31건만이 상장¹⁾
 - 전기차 업체 루시드, 공유오피스 업체인 위워크 등 합병에 성공한 SPAC기업들의 주가가 폭락하거나 파산 신청에 이르는 경우가 많았으며, 이로 인해 투자자들 큰 손실을 기록
 - SPAC의 상장을 주선하는 은행의 입장에서도 투자자들에 의한 법정 다툼에 휘말리는 등 위험이 증가함에 따라 이를 기피
 - SPAC 시장이 크게 하락하자 SPAC 관련 ETF 상품의 가격 또한 하락하였으며, 2021년 중순에는 SPAC지수의 하락에 따라 수익이 올라가는 구조인 Short De-SPAC ETF(티커: SOGU) 상품이 출시되었음
 - IPOX사의 SPAC지수는 2021년 2월의 고점 대비 2024년 3월 말 현재 36.5% 하락(940.33 → 597.46)하였으며, SPAC 합병에 성공한 25개 회사를 추종하는 De-SPAC지수는 2021년 2월 고점 대비 91.0%하락(1,598.20 → 143.51)

1) Mackintosh, P., 2024. 1. 11, IPO market remained muted in 2023, but Tailwinds are expected this year, Nasdaq.

〈그림 1〉 미국 내 SPAC IPO 규모



〈그림 2〉 SPAC 관련 지수의 추이



주 : SPAC지수의 시작인 2021년 7월30일을 100으로 기준, 비교를 위해 소형주 지수인 Russell 2000지수를 사용
 자료: SPACInsider, Bloomberg

□ 미국 증권거래위원회(SEC)는 SPAC 시장에 대한 신뢰회복을 위해 투자자 보호를 강화한 SPAC 및 De-SPAC 관련 법제를 재정비²⁾하여, 기존 IPO 수준과 비슷한 수준의 공시를 요구하고 있으며, De-SPAC 시 예측치에 대한 법적 책임을 강화

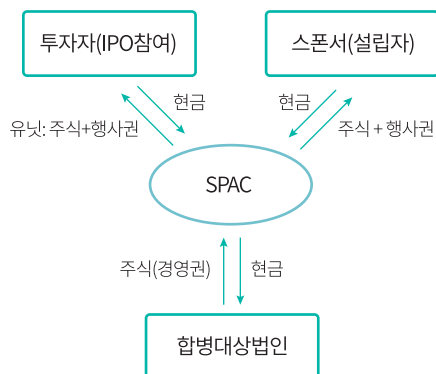
- SPAC을 설립한 발기인(sponsor)에 지불하는 비용, 예상되는 이해상충요소, 합병 시 발생할 수 있는 기존 주주 지분을 감소에 따른 지분 희석 여부 및 SPAC상장과 De-SPAC(대상기업을 찾아 합병절차를 밟는 것) 시 투자자에게 중요한 내용 등에 대한 공시 요구
- 발기인과 관련 회사(affiliate, 주로 회계법인이 되는 외부평가법인 등), SPAC 기업, 합병 주관사가 일반 주주와 분쟁이 생길 경우 공시 의무화
 - 발기인의 경우 공모시장을 통해 SPAC 주식을 취득한 일반투자자보다 주식 취득 단가가 낮으며, 합병에 성공하는 경우에는 보통 더 많은 주식을 배당 받을 수 있는 권리 조항이 존재
 - 외부평가법인의 경우 SPAC 상장 법인으로부터 외부평가업무를 수입하기 위해 관대하게 평가할 가능성 존재³⁾
- 특정 상황에서 De-SPAC 거래 시 타겟기업은 SPAC 기업과 공동등록인이되어 해당 거래와 관련된 공시 사항에 대한 책임을 지게 됨
- SPAC을 포함한 페이퍼컴퍼니와 관련된 합병 거래는 주주들의 유가증권 판매로 간주
- SPAC의 피인수 기업에 대한 전망 근거를 명확히 하고, 기업의 매출 및 영업이익에 대한 추정치를 높게 잡아 고평가하려는 관행을 없애기 위해 합병시 예측치에 대한 법적 책임을 기존 IPO와 같은 수준으로 강화

2) Gensler, G., 2024. 1. 24, Statement on final rules regarding special purpose acquisition companies (SPACs), shell companies, and projections.

3) 김갑원, 2023. 12. 7, 스펙상장 기업의 미래 영업실적 추정 현황 및 제도개선 추진, 보도자료.

- 그간 SPAC은 기업간 합병으로 간주되어 피합병 기업의 실적이나 이익 추정(forward-looking statement)에 대해 법적 책임을 면제 받을 수 있었으나 해당 면책조항(Public Securities Litigation Reform Act(PSLRA) safe harbor)을 더 이상 받을 수 없게 되어, 전통적인 IPO시와 마찬가지로 기업 가치평가에 대한 책임을 지게 됨

〈그림 3〉 미국 SPAC의 구조



- SEC의 규제 강화 조치는 발표된 후 5개월 안에 효력을 발휘하게 되는데, 이에 대한 시장의 반응은 매우 비판적으로, SPAC 시장의 침체를 더욱 가속화 시키는 조치라는 주장⁴⁾⁵⁾
 - 이번 조치는 2022년 3월에 처음 규제안이 나온 지 2년만에 통과된 것으로, 중소증권사를 대표하는 단체인 ASA(American Securities Association)에서도 이번 조치는 사기업들의 상장시장으로의 접근을 막는 정책이라고 비판
 - 또한 시장이 너무 망가지기 전에 시의적절히 대응책이 나와 자정작용을 도왔어야 하나, 시장에 대한 신뢰가 떨어지고 시장 침체가 된 2024년에야 관련 규제가 통과되어 다소 늦은 감이 있다는 의견
- 2009년에 SPAC을 도입한 우리나라의 경우에도 한때 많은 인기를 누렸으나, 최근에는 대형 SPAC이 잇따라 상장폐지되면서 금감원은 투자자 주의를 당부⁶⁾하였으며, 기업공시기준을 강화할 예정
 - 최근 시가총액 3,895억원의 대규모 합병상장을 시도하던 크리에이츠가 고평가 논란 등으로 상장이 무산되면서 해당 SPAC의 주가는 하락⁷⁾
 - 금감원은 2023년 신규 상장 SPAC의 상장일 주가 급등에 대해 투자자들이 주의할 것을 당부하였으며 2023년 12월 관련 기업공시기준을 강화 내용을 예고하고 시행할 예정⁹⁾

4) FT., 2024. 1. 29, New SEC rules on Spacs shut the barn door after horses have bolted.

5) FT., 2023. 1. 24, SPAC mania is dead. The SEC wants to keep it that way.

6) 금감원, 2023. 7. 27, 신규 상장 스펙(SPAC)의 상장 주가 급등 관련 투자자 유의사항, 보도자료.

7) 파이낸셜뉴스, 2024. 2. 22, 공모금액 300억 이상 메가스팩, 합병하려니 '고평가 논란'.

8) 금감원, 2023. 7. 27, 신규 상장 스펙(SPAC)의 상장 주가 급등 관련 투자자 유의사항, 보도자료.

9) 금감원, 2023. 12. 7, 스펙상장 기업의 미래 영업실적 추정 현황 및 제도개선 추진, 보도자료.

- 금감원에 따르면 국내 SPAC 상장 기업의 매출액과 영업이익의 추정치가 실제치와의 괴리가 있으며, 그 괴리는 1차년도에 대한 추정을 할 때보다 5차년도에 대한 추정치가 실제치와의 괴리가 커져, 추정 연차가 높아질수록 그 괴리는 더 커지는 경향이 있음을 지적
- 회계법인의 SPAC 상장 기업 외부평가 이력 및 외부평가업무 외 타 업무 수입내역 등을 증권 신고서 공시항목으로 추가
- SPAC 상장 기업의 영업실적 사후정보가 충실히 공시되도록 작성양식 개선 등

선임연구원 이종은