

OPINION

연구위원  
장보성

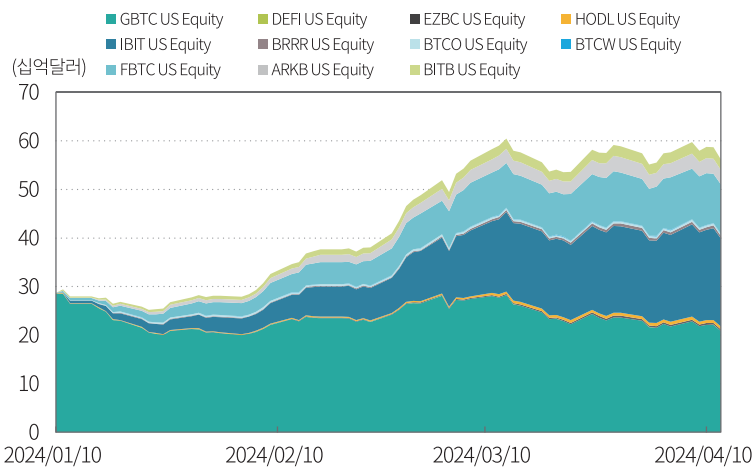
가상자산 현물 ETF의 리스크\*

최근 가상자산 현물 ETF의 국내 출시가 필요하다는 목소리가 높아지고 있다. 현물 ETF의 효과에 대한 기대감이 존재하기는 하지만, 그 리스크에 대해서도 진지하게 논의할 필요가 있다. 가상자산 현물 ETF 출시는 기초자산에 내재된 기존 리스크를 확대할 뿐만 아니라, 추가적인 리스크를 유발할 수 있다. 기존 리스크 확대는 가상자산 시장의 팽창으로 비효율적 자원 배분, 가격 위험, 예금 변동성, 외부 요인에 대한 취약성 등 가상자산에 내재된 문제가 심화된다는 점이다. 그리고 추가적인 리스크로는 인식 왜곡, 금융불안 경로 증가, 자본 유출, 정책 딜레마 등이 수반된다는 점을 들 수 있다.

가상자산의 혁신성에 대한 기대가 높지만, 실제 유용성을 입증해야 하는 과제가 아직 남아 있다. 그리고 각국의 시장 규율이 정립되는 데에도 많은 시간이 필요해 보인다. 이러한 여건을 고려할 때, 주요국들의 선례와 그 명암에 대해 충분한 평가가 이루어진 이후에 현물 ETF 출시 여부와 관련된 제도적 검토를 시작하는 것이 바람직하다고 생각된다.

금년 1월 SEC의 승인 직후, 미국 내에 11개의 비트코인 현물 ETF가 일제히 상장되었다. 미국 비트코인 현물 ETF 시장 규모(순자산 기준)는 이전까지 1위였던 캐나다를 바로 추월하였고, 대규모 자금 유입의 영향으로 기초자산인 비트코인 가격이 7만 달러를 넘어서기도 하였다.

〈그림 1〉 미국 비트코인 현물 ETF 시장 규모



자료: Bloomberg

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

비트코인 현물 ETF는 캐나다에서 최초로 출시(21년 2월)되었는데, 24년 3월말 기준으로 미국, 독일, 브라질 등 총 7개국과 3개의 영국령(버뮤다, 건지, 저지)에 상장되어 있다.<sup>1)</sup> 미국은 글로벌 비트코인 현물 ETF 시장에서 80% 이상의 비중을 차지하는 한편, 미국 내에서는 Grayscale의 ETF가 가장 큰 규모를 나타내고 있다(<그림 1>의 GBTC US Equity).

미국 내 비트코인 현물 ETF 상장을 계기로 국내에서도 가상자산<sup>2)</sup> 현물 ETF의 발행과 증개를 허용해야 한다는 목소리가 높아지고 있다. 이는 가상자산 현물 ETF 출시를 통해 인프라 선진화, 시장 접근성 개선, 신규 투자 기회 창출 등의 효과를 기대할 수 있으므로 세계적 추세에 보조를 맞추어야 한다는 시각을 바탕으로 한다. 반면, 사회적 효용성 측면에서 가상자산과 가상자산 현물 ETF에 대해 비판적인 의견<sup>3)</sup>도 지속적으로 제기되고 있다. 여기에는 가상자산의 내재가치나 사회적 순편익(net benefit)이 빈약한 상황에서 현물 ETF가 출시될 경우 여러 경로를 통해 금융·경제적 리스크가 확대될 수 있다는 우려가 자리하고 있다.

시가총액 기준으로 글로벌 가상자산 시장은 S&P500의 약 6%(24년 3월말 기준) 수준이므로 전통적인 금융시장과 비교할 때 규모 면에서 아직 큰 격차가 있다. 하지만 ETF와 같은 연관 시장을 촉매로 가상자산 시장이 크게 팽창하면서 불안 요인이 표면화될 가능성을 무시할 수 없다. 특히, 가상자산 현물 ETF 출시를 통해 기초자산(가상자산)에 내재된 리스크가 확대될 뿐만 아니라, 추가적인 리스크가 수반될 수 있다. 이하에서는 이러한 두 가지 측면에서 가상자산 현물 ETF에 잠재된 금융·경제적 리스크에 대해 논의하고자 한다.

### 가상자산의 기존 리스크 확대

국내에서 가상자산 현물 ETF 출시가 허용된다면 수요와 공급 요인을 모두 자극하여 가상자산 투자가 상당폭 증가할 것으로 예상된다. 수요 측면에서 보면, 가상자산 거래 플랫폼을 사용하지 않거나 이에 익숙하지 않은 잠재 투자자들이 ETF를 통해 가상자산 투자에 참여할 것으로 생각된다. ETF가 출시된다면 기존 MTS(mobile trading system)나 HTS(home trading system)를 이용하여 쉽게 거래할 수 있어 진입 장벽이 낮아지고, 투자자 기반도 확대될 수 있다. 두 시장의 투자자 현황을 보면, 상장법인 주식 소유자는 1,403만명(중복 제외 개인, 2023년말), 가상자산 투자자는 606만명(개인, 2023년

- 
- 1) 7개국은 미국, 캐나다, 독일, 브라질, 호주, 스위스, 리히텐슈타인이며 4월 15일에는 홍콩에서 비트코인과 이더리움 현물 ETF의 상장이 승인되었다.
  - 2) 본고에서의 가상자산은 실물 및 유가증권 등 기초자산이 존재하지 않거나 준비금을 적립하지 않는 가상자산(unbacked cryptocurrencies)을 의미한다. 스테이블 코인, 토큰 증권 등은 제외되며 통상 코인으로 지칭되는 비트코인, 이더리움, 리플 등이 이에 해당된다.
  - 3) 대표적으로 Acemoglu(2021. 10. 5), Bill Gates(2022), Greenspan(2023), ECB의 Bindseil & Schaaf(2024), 박선영(2024) 등을 들 수 있다.

상반기말)으로 나타난다. 집계 기준에 차이<sup>4)</sup>는 있지만, 전반적으로 주식 시장의 투자자 기반이 넓기 때문에 주식 계좌를 통해 가상자산 시장에 진입할 수 있는 잠재 투자자가 상당수 존재하는 것으로 판단된다. 한편 공급 측면에서는, 자산운용사 등 금융기관들이 수익원 확대를 위해 ETF 상품을 적극적으로 출시·홍보할 것으로 예상된다. 최근 가상자산에 대한 관심이 높아졌을 뿐만 아니라 ETF 시장 자체도 성장 추세를 보이고 있다. 이러한 우호적인 여건이 가상자산 현물 ETF 출시 유인을 높임으로써 가상자산 시장이 확대되는 데 영향을 미칠 것으로 판단된다.

가상자산 시장의 팽창은 비효율적 자원 배분, 가격 위험, 예금 변동성, 외부 요인에 대한 취약성 등 기초자산에 내재된 기존의 문제를 심화시킬 수 있다. 첫 번째로 언급한 비효율적 자원 배분은 가상자산 시장으로의 자금 유입이 비생산적 부문으로의 저축 이동에 그칠 수 있다는 점을 뜻한다. 기업이 주식이나 회사채 등 유가증권을 발행하여 조달한 자금은 투자와 연구개발 등에 활용되어 고용과 성장 등 실물경제에 기여할 수 있다. 반면 가상자산의 경우, 채굴이나 발행(initial coin offering)을 통해 산출하는 경제적 편익이 불분명하거나 크지 않다는 점이 계속 지적되어 왔다.<sup>5)</sup> 그러한 우려처럼 가상자산 인프라나 관련 성과의 기술적인 기여가 낙관론에 부응하지 못하는 수준이라면, AI나 로봇, 대체에너지 등 첨단기술 기업에 대한 투자에 비해 상당히 비효율적인 자원 배분이 될 수 있다. 아울러 이기광 등(2019)의 실증분석에 따르면, 비트코인 가격 상승시 개인투자자의 KOSPI 주식 순매수가 감소하는 것으로 나타나므로 이러한 구축(crowd-out) 효과가 기업의 자본 조달을 저해할 가능성에 유의할 필요가 있다.

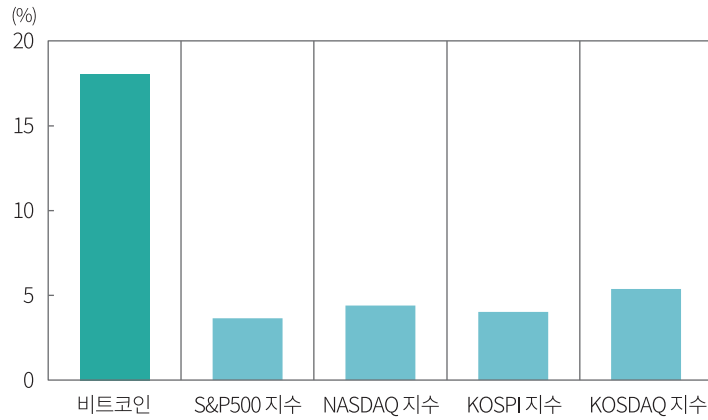
다음으로 가격 위험은 내재가치와 무관하게 가상자산의 가격이 결정되어 높은 변동성이 수반된다는 점을 의미한다. ECB의 Bindseil et al.(2022)은 비트코인에는 내재가치가 존재하지 않는 것으로 평가하였고, Bill Gates<sup>6)</sup>나 Greenspan (2023) 등은 실제 효용과는 무관하게 기대감만이 계속 더해지면서 가상자산 가격이 유지되고 있다는 견해를 표명한 바 있다. 이처럼 자산 가격이 펀더멘털과 무관하게 결정된다면 그 가격은 임의성을 가지게 되며, 작은 유동성의 변화가 큰 충격으로 작용하는 특징이 있다(Gabaix & Koijen, 2022). 실제로 <그림 2>와 같이 비트코인 가격의 변동성은 주식 등 전통적 금융자산에 비해 매우 커서(S&P500의 약 5배, KOSPI의 약 4.5배) 상당한 가격 위험이 관측되고 있다.

4) 가상자산 투자자수는 고객확인 의무를 완료한 이용자이며 각 거래 플랫폼별 이용자수를 단순 합산한 수치이므로 중복(동일한 개인이 복수의 플랫폼에 계좌를 보유한 경우)이 포함되어 있다.

5) 예컨대, 가상자산 투자자들은 비트코인이 블록체인을 통해 경제적 가치를 창출할 것으로 보고 있지만, 다수의 연구자들은 이에 대해 회의적인 의견을 표명하였다. Catalini & Gans(2019)는 상당히 제한적인 조건이 충족되는 경우가 아니면, 블록체인은 편익보다는 비용이 더 커서 현재의 중앙화된 시스템을 대체할 수 없을 것으로 판단하였다. Abadi & Brunnermeier(2022)도 비트코인 기반의 블록체인이 중앙화된 원장 시스템을 크게 대체하기 어렵다는 이론적 결과를 제시하였다. 비트코인의 내재가치가 0이라고 본 ECB의 Bindseil et al.(2022)의 견해는 이러한 맥락과 상통한다.

6) Wall Street Journal, 2022. 6. 15, Bill Gates says NFTs and crypto are '100%' based on greater fool theory.

〈그림 2〉 비트코인과 주가 수익률의 변동성 비교



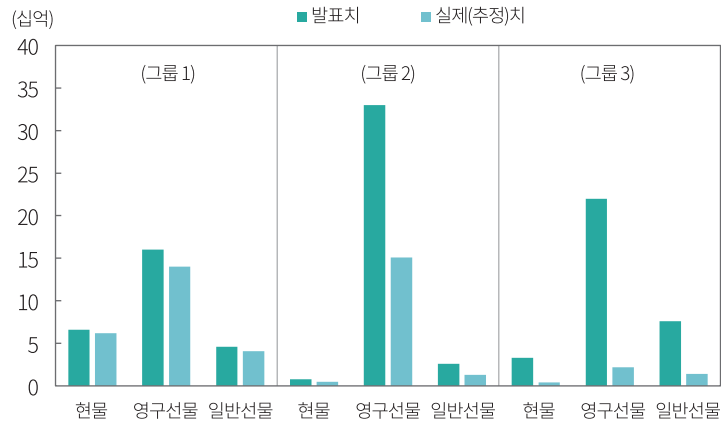
주 : 1) 수익률의 월 변동성 기준(비트코인은 달러 수익률)  
 2) 대상기간은 2015년 1월 ~ 2024년 2월  
 자료: Bloomberg, CoinMarketCap, 자본시장연구원

예금 변동성은 가상자산 투자 자금이 은행 계좌를 통해 입출금되면서 발생할 수 있는 문제이다. 가상자산 시장은 탈중앙화를 표방하고 있지만, 현실적으로는 은행 계좌가 연동된 중앙 플랫폼을 통해 주로 거래되는 등 궁극적으로 은행 시스템을 매개로 자금이 유출입되고 있다. 이로 인해 가상자산 시장의 높은 변동성이 예금 잔액의 변동성을 확대시키는 요인으로 작용할 수 있다. 즉, 상승기에는 가상자산 투자 목적의 유휴 및 레버리지 자금이 이체되면서 예치금 유입이 증가하지만, 하락기에는 투자가 축소되거나 여타 자산에 대한 투자로 전환되면서 예치금 유입이 감소하거나 순유출이 발생할 수 있다. 이로 인해 예금의 변동성이 커질 경우 은행의 유동성 관리에 문제가 생길 수 있다. 특히, 미국의 주요 감독 당국은 중소은행 파산 사태(23년 3월) 이전에 가상자산 시장 불안에 따른 예금 유출 위험에 대해 경고한 바 있는데<sup>7)</sup>, 실버게이트 은행이 실제로 그러한 위기를 겪고 파산하였다.

마지막으로 외부 요인에 대한 취약성은 해외 시장 상황이 국내 가상자산 가격에 큰 영향을 미치면서 불안이 전이될 수 있다는 점이다. 즉, 글로벌 가상자산인 비트코인, 이더리움 등과 관련된 해외 시장의 불안이 국내 가상자산 가격에 직접적으로 영향을 미칠 수 있다. 특히, 시장 규율이나 보안 체계 마련에 국가별로 속도 차이가 존재하기 때문에 허점이 큰 국가에서 발생한 시장 교란이 국내 가격에 그대로 파급될 우려가 있다. 특히, 글로벌 비트코인 시장에서 거래 플랫폼들이 발표한(self-reported) 거래량 중 51%가 가장매매(wash trading) 또는 데이터 조작에 해당(Forbes, 2022)할 정도로 규제가 미비한 국가들이 다수 존재한다. 〈그림 3〉은 플랫폼들이 발표한 거래량과 Forbes(2022)가 추정한 실제 거래량을 플랫폼의 신뢰도별(그룹 1·2·3은 고·중·저신뢰도 그룹)로 비교하고 있다. 이에 따르면 총 155개 플랫폼 중 108개에서 자체 발표치와 실제(추정)치가 평균 2배 이상의 차이를 나타낸다.

7) 2023년 1월과 2월 미 연준과 통화감독청, 연방 예금보험공사는 공동 성명을 통해 이를 적시하였다.

〈그림 3〉 거래 플랫폼 발표 비트코인 시장 거래량과 실제 거래량(추정치) 비교



주 : 1) 거래소의 신뢰도 그룹별로 합산한 일별 거래량(그룹 1: 고, 2: 중, 3: 저)

2) 거래소 수: (그룹 1) 47개, (그룹 2) 73개, (그룹 3) 35개

자료: Forbes(2022)

### 추가적인 리스크

가상자산 현물 ETF 출시로 가상자산에 내재된 기존의 리스크가 심화될 뿐만 아니라 추가적인 금융·경제적 리스크가 수반될 가능성에도 유의할 필요가 있다. 그러한 리스크로는 인식 왜곡, 금융불안 경로 증가, 자본 유출, 정책 딜레마 등을 들 수 있다. 먼저 인식 왜곡은 가상자산의 위험이나 가치 등에 대해 상당한 오해를 유발할 수 있다는 점이다. 즉, 현물 ETF 허용에 따라 가상자산이 적합한 투자수단으로 인정받았고, 가상자산이 정책 당국에 의해 제도적으로 관리되는 금융상품이라 인식될 소지가 있다. 아울러 ARK Investment의 Wood와 같은 이해당사자들은 비트코인 투자를 안전 및 질적 선호(flight to safety, flight to quality) 현상이라 표현해<sup>8)</sup> 왔는데, 현물 ETF 출시를 계기로 이러한 상업적 수사가 국내에서도 쉽게 수용·확산될 우려가 있다.

금융불안 경로 증가는 가상자산 시장 불안이 금융 시스템으로 전이되는 연결점이 확대됨을 의미한다. 이는 가상시장 불안시 관련 예금 의존도가 큰 은행들이 뱅크런 위험에 직면하는 것과는 별개로 발생하는 문제이다. 먼저, 직접적으로는 가상자산 ETF에 투자한 금융기관에 가상자산 가격 급락으로 인한 불안이 전이될 수 있다. 또한, 극심한 충격 발생시 ETF 시장이 경색되면서 유동성 공급자(liquidity provider: LP) 등을 통해 그 영향이 파급될 소지가 있다. 예컨대, 가상자산 가격 급락으로 ETF 환매가 급증하고 가상자산 현물이 대량 매도되면서 가격이 다시 추가 하락할 수 있다. 이 과정에서 LP의 헤지 실패로 시장 패닉이 발생하거나 LP가 대규모 손실과 유동성 부족을 겪을 가능성이 있다. 가상자산은

8) <https://www.bloomberg.com/news/videos/2023-08-07/cathie-wood-on-bitcoin-etf-tesla-and-china-market-video>

가격 변동성이 매우 높아 LP의 헤지에 어려움이 따를 수 있다고 평가<sup>9)</sup>되므로 이와 같은 위험에도 유의해야 할 필요가 있다.

자본 유출은 ETF 발행을 계기로 가상자산 현물이 해외에서 대규모로 조달될 때 우려되는 문제이다. 이는 법령 제·개정을 통해 국내 금융기관의 가상자산 해외 조달이 허용되는 경우를 가정할 때 예상되는 시나리오라 할 수 있다. 비트코인 등 글로벌 가상자산의 현물 ETF가 발행된다면 기초자산 확보를 위해 현물의 해외 조달 필요성이 공론화될 가능성이 크다. 따라서 위의 가정이 현실화되는 상황을 염두에 둘 필요가 있다. 잘 알려진 바와 같이, 비트코인의 경우 국내 공급 부족 등으로 통상 7~8%의 가격 프리미엄<sup>10)</sup>이 존재한다. 금융기관 입장에서는 부족한 현물 확보뿐만 아니라 비용 절감을 위해서도 해외에서 가상자산을 조달할 유인이 존재하므로 이에 따른 자본 유출 위험을 간과하기 어렵다.

마지막으로 정책 딜레마는 현물 ETF 출시를 계기로 가상자산 시장이 크게 팽창한다면 효율적인 정책 수행에 상당한 제약이 따를 수 있다는 점이다. 즉, 경제 주체들의 포트폴리오에서 가상자산이 높은 비중을 차지할 경우, 부정적 파급효과를 유발할 수 있다는 우려로 인해 필요 규제를 적기에 시행하기 어려워질 소지가 있다. 아울러 가상자산 시장의 충격으로 금융기관의 부실이 발생한다면, 높은 사회적 비용을 감수하면서 정책 지원이 뒤따라야 하는 상황이 발생할 가능성도 고려해야 할 것이다.

## 맺음말

가상자산 현물 ETF는 기초자산에 내재된 리스크를 확대하고 추가적인 리스크를 유발할 수 있다. 가상자산의 혁신성에 대한 기대가 높지만 실제 유용성을 입증해야 하는 과제가 아직 남아 있다. 만약 가상자산의 기술적 기여가 크지 않다면, 가상자산 현물 ETF 출시는 기회비용이 크고 공익 효과가 부족한 재분배 수단이 증가하는 결과에 그칠 것이다. 그리고 글로벌 가상자산 시장이 빠르게 성장하고는 있지만, 각국의 시장 규율이 정립되는 데에는 많은 시간이 필요한 것으로 보인다. 이러한 여건을 고려할 때, 주요국들의 선례와 그 명암에 대해 충분한 평가가 이루어진 이후에 현물 ETF 출시 여부와 관련된 제도적 검토를 시작하는 것이 바람직하다고 생각된다.

9) 매일경제, 2023. 11. 8, 「비트코인 ETF 신세계? '시기상조'...“언제 가능할지 가늠 어려워”

10) 해외 비트코인 가격(달러)을 원화로 환산하여 비교했을 때의 격차이다.

## 참고문헌

박선영, 2024. 1. 24, 비트코인 ETF 국내 상륙, 생각해볼 점, 중앙일보.

이기광 · 조수지 · 민경수 · 양철원, 2019, 비트코인 가격의 결정요인: 한국시장에 대한 실증분석, 『한국증권학회지』 48(4).

Abadi J., Brunnermeier, M., 2022, Blockchain economics, NBER Working Paper, 25407.

Acemoglu, D., 2021. 10. 5, The bitcoin fountainhead, Project Syndicate.

Bindseil, U., Papsdorf, P., Schaaf, J., 2022, The encrypted threat: Bitcoin's social cost and regulatory responses, SUERF Policy Note Issue No 262.

Bindseil, U., Schaaf, J., 2024, ETF approval for bitcoin—the naked emperor's newclothes, ECB Blog.

Board of Governors of the Federal Reserve System, Federal Deposit Insurance Corporation and Office of the Comptroller of the Currency, 2023. 1. 3, Joint statement on crypto-asset risks to banking organizations.

Board of Governors of the Federal Reserve System, Federal Deposit Insurance Corporation and Office of the Comptroller of the Currency, 2023. 2. 23, Joint statement on liquidity risks to banking organizations resulting from crypto-asset market vulnerabilities.

Catalini, C., Gans, J. S., 2020, Some simple economics of the blockchain, NBER Working Paper, 22952.

Forbes, 2022, *More than Half of All Bitcoin Trades are Fake*.

Gabaix, X., Koijen, R. S. J., 2022, In the search of the origins of financial fluctuations: The inelastic markets hypothesis, NBER Working Paper, 28967.

Greenspan, A. 2023, *Year end Q&A*, Advisors Capital Management.

## OPINION

연구위원  
황현영

## 2024년 주주총회를 통해 살펴본 주주권의 보호 현황과 과제\*

기업가치 제고와 주주권의 보호에 대한 정부와 자본시장의 관심이 높아지고 있는 상황에서 2024년 정기주주총회 시즌이 마무리되었다. 본 글에서는 2024년 2월과 3월에 정기주주총회를 개최한 2,480개 상장회사의 주주총회 관련 공시를 분석하여, 주주권의 보호의 관점에서 문제점을 지적하고 향후 과제를 제안하였다.

먼저 주주총회 개최일을 보면, 3월 하순인 20일부터 29일 사이에 2월과 3월에 주주총회를 개최한 상장회사의 97.2%가 집중적으로 주주총회를 개최한 것으로 나타났다. 주주들이 주주총회 현장에 가지 않고 전자적으로 의결권을 행사할 수 있도록 전자투표를 채택한 회사는 유가증권시장 상장회사의 72.3%인 586개사, 코스닥시장 상장회사의 55.9%인 931개사이다. 상장회사에 대하여 주주총회 분산 개최나 전자투표 채택을 법으로 강제할 수는 없지만, 주주의 권익을 보호하기 위한 회사의 자발적 노력이 필요하다. 이런 관점에서 기업가치 제고 가이드라인이나 기업의 ESG 평가 항목으로 주주총회 분산 개최를 통한 주주의 의결권 행사 보장 여부, 전자투표 채택 여부도 포함할 수 있을 것이다.

주주총회 세부 안건 및 감사보고서 공시 현황을 보면, 약 80%의 상장회사가 법에서 정한 최소 기한에 맞추어 소집공고와 감사보고서를 공시하는 것으로 나타났다. 주주총회 세부 안건 및 감사보고서 공시 기준일을 각각 2주와 1주로 규정한 법령을 개정하여 주주총회 3주전으로 연장하는 것을 고려해야 한다. 또한 주주제안권 행사가 가능한 주주총회 6주 전에 배당공시를 하도록 하고, 주주총회 이후에는 주주의 참석율과 안건에 대한 찬반비율을 구체적으로 공시하도록 하는 것이 필요하다. 이를 통해 주주들의 주주총회 참여율이 높아지고, 결과적으로 이사들이 주주들을 의식하며 주주들을 위해 충실하게 업무집행을 하도록 하는 유인이 될 것이다.

2024년을 시작하며 ‘주주의 이익 제고’가 중요한 자본시장 정책 이슈로 부각되고 있다. 1월 2일에 개최된 ‘2024년도 증권·파생상품시장 개장식’에서도 소액주주의 이익 제고를 위한 법 개정이 강조되었고, 2월 6일에 금융위원회는 ‘자본시장 정책과제’를 발표하며 일반주주를 보호하고 기업가치가 제고될 수 있는 제도개선 과제를 추진하겠다고 밝혔다. 더불어 현재 추진되고 있는 「기업 밸류업 프로그램」과 관련하여 기업지배구조 개선과 주주 보호가 중요한 기업가치 제고 방안이 될 수 있다.

기업가치 제고와 주주권의 보호에 대한 정부와 자본시장의 관심이 높아지고 있는 상황에서 2024년 정기주주총회 시즌이 마무리되었다. 정기주주총회는 회사의 1년 사업을 결산하고 임원을 선임하며

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

선임한 임원의 보수를 결정하는 회의로, 주주가 자신의 권리를 행사할 수 있는 중요한 기회이기도 하다. 우리나라의 경우 대부분의 상장회사들은 12월말 결산법인으로 2월과 3월에 정기주주총회를 개최하고, 정기주주총회에서는 재무제표의 승인, 임원 선임, 임원보수한도 승인 등 평균적으로 3~5개 안건이 다루어진다.

본 글에서는 2024년 2월과 3월에 정기주주총회를 개최한 2,480개 상장회사(유가증권시장 810개사, 코스닥시장 1,670개사)의 주주총회 관련 공시를 분석하여,<sup>1)</sup> 주주권의 보호의 관점에서 문제점을 지적하고 향후 과제를 제안하고자 한다.

### 주주총회 개최일과 전자투표 채택 현황

우리나라의 경우 과거 ‘슈퍼 주총데이’라는 신조어가 만들어질 정도로 주주총회의 특정일 집중도가 매우 높았고,<sup>2)</sup> 이로 인해 주주들의 의결권 행사에 제약이 있다는 문제가 오랫동안 지적되어 왔다.<sup>3)</sup> 이를 분산하기 위한 정부 정책이 추진되고 상장회사들의 자발적인 주주총회 분산프로그램이 운영되었으나, 2024년 주주총회 개최일 분석 결과 여전히 특정일에 집중되어 있는 현실이다.

〈그림 1〉을 보면, 가장 집중된 날은 3월 28일로, 2월과 3월에 주주총회를 개최한 2,480개사 중 32.3%에 해당하는 802개의 상장회사(유가증권시장 217개사, 코스닥시장 585개사)가 동일한 날에 주주총회를 개최하였다. 3월 29일에는 27.4%에 해당하는 679개의 상장회사(유가증권시장 172개사, 코스닥시장 507개사)가 주주총회를 개최하였고, 3월 26일에는 10.3%인 255개의 상장회사(유가증권시장 87개사, 코스닥시장 168개사)가 주주총회를 개최하였다. 3월 22일에 180개사, 21일에 160개사를 더하면, 83.7%에 해당하는 상장회사의 주주총회일이 5개 날짜에 집중되어 있다. 3월 27일에 141개사, 25일 134개사, 20일 60개사를 합산하면, 3월 하순인 20일부터 29일 사이에 2월과 3월에 주주총회를 개최한 상장회사의 97.2%가 집중적으로 주주총회를 개최한 것이다. G7 국가나 다른 아시아 국가들과 비교할 때도, 우리나라의 주주총회 개최 집중도는 지나치게 높다.<sup>4)</sup>

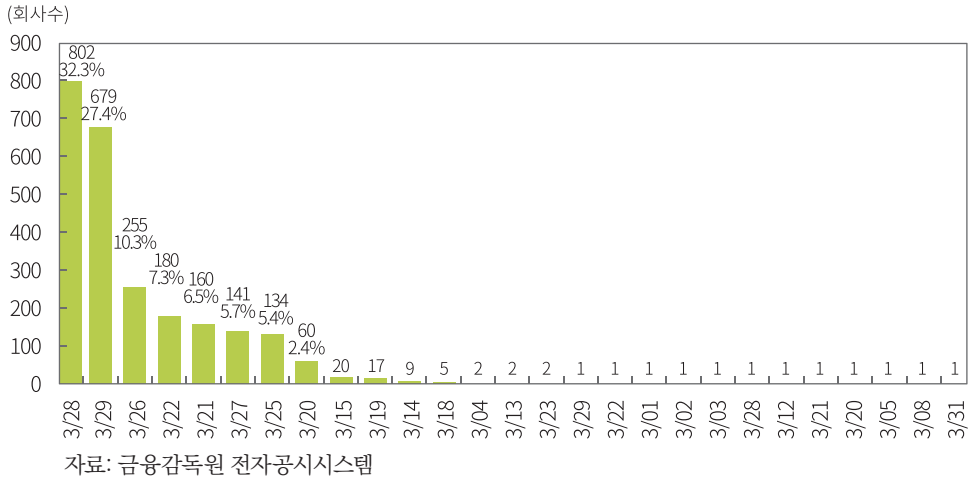
1) 금융감독원 전자공시시스템에 공시된 자료를 토대로 분석하였다.

2) 2017년에는 12월말 결산 상장회사의 44.64%가 하루에 주주총회를 개최하였다.

3) 금융위원회, 2018. 2. 1, 상장회사 주주총회 활성화 방안 마련, 보도자료.

4) 황현영, 2015, 상장회사의 정기주주총회 현황 및 시사점, 국회입법조사처, 「지표로 보는 이슈」 제 32호.

〈그림 1〉 2024년 주주총회 개최일 현황



주주총회 개최일이 집중될 경우, 여러 회사에 투자하는 주주들이 주주총회 현장에 직접 참여하는 것은 물리적으로 어려울 뿐 아니라 각 회사의 주주총회 안전을 충분히 검토하기 어렵다는 문제가 있다. 여러 차례 법 개정을 통해 3월 말까지 정기주주총회를 개최해야 하는 제도적 걸림돌이 사라졌음에도, 여전히 3월 하순에 개최되는 관행은 달라지지 않고 있는 현실이다.

전자투표는 주주들이 주주총회 현장에 가지 않고 의결권을 행사할 수 있는 좋은 제도인데, 이를 위해서는 먼저 회사가 전자투표를 채택하여야 한다. 2024년 2월과 3월에 주주총회를 개최한 2,480개사 중에 전자투표를 채택한 회사는 유가증권시장 상장회사의 72.3%인 586개사, 코스닥시장 상장회사의 55.9%인 931개사이다. 과거보다는 전자투표 채택율이 많이 증가하였으나, 여전히 유가증권시장 상장회사의 27.7%와 코스닥시장 상장회사의 44.1%에 해당하는 회사는 전자투표를 채택하지 않고 있다. 그로 인해 해당 회사에 투자하는 주주들은 전자적으로 의결권을 행사할 수 없는 상황이다.

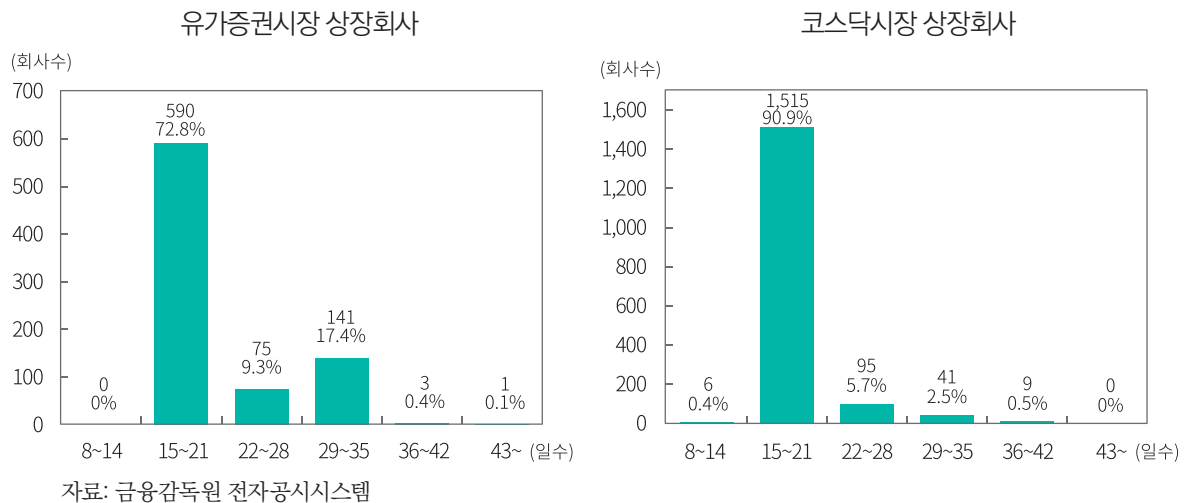
상장회사에 대하여 주주총회 분산 개최나 전자투표 채택을 법으로 강제할 수는 없지만, 주주의 권익을 보호하기 위한 회사의 자발적 노력이 필요하다. 이런 관점에서 기업가치 제고 가이드라인이나 기업의 ESG 평가 항목으로 주주총회 분산 개최를 통한 주주의 의결권 행사 보장 여부, 전자투표 채택 여부도 포함할 수 있을 것이다.

### 주주총회 세부 안전 및 감사보고서 공시 현황

주주들이 자신의 권리인 의결권을 제대로 행사하기 위해서는 구체적인 정보가 사전에 충분한 검토의 시간을 두고 주주들에게 제공되어야 한다. 3월 하순(20~29일)에 97.2%의 상장회사가 집중적으로 주주총회를 개최하는 상황에서 소집통지라도 미리 이루어져야 안전에 대한 세부적인 검토가 가능한데, 상당수의 상장회사가 법에서 요구하는 기한에 맞춰서 안전을 통지하고 있다.

법에서는 주주총회일 2주 전에 각 주주에게 서면으로 주주총회 소집을 위한 통지를 발송하거나 주주의 동의를 받아 전자문서로 통지를 발송하도록 정하고 있다(상법 제363조 제1항). 1% 이하의 주식을 소유한 주주들에게는 금융감독원의 공시사이트 등에 공시하는 것으로 통지를 갈음할 수 있다(상법 제542조의4 제1항). 2024년 2월과 3월의 주주총회 관련 공시를 분석한 <그림 2>를 보면, 법에서 요구한 주주총회 2주 전에 맞추어 소집공고를 한 회사의 비중은 유가증권시장의 경우 72.8%, 코스닥의 경우 90.9%이다. 법에서 정한 기한보다 훨씬 앞서 3주전, 4주전에 공시한 경우도 있으나,<sup>5)</sup> 대다수의 회사가 법에서 정한 시점에 맞추어 공시를 하는 것을 볼 수 있다.

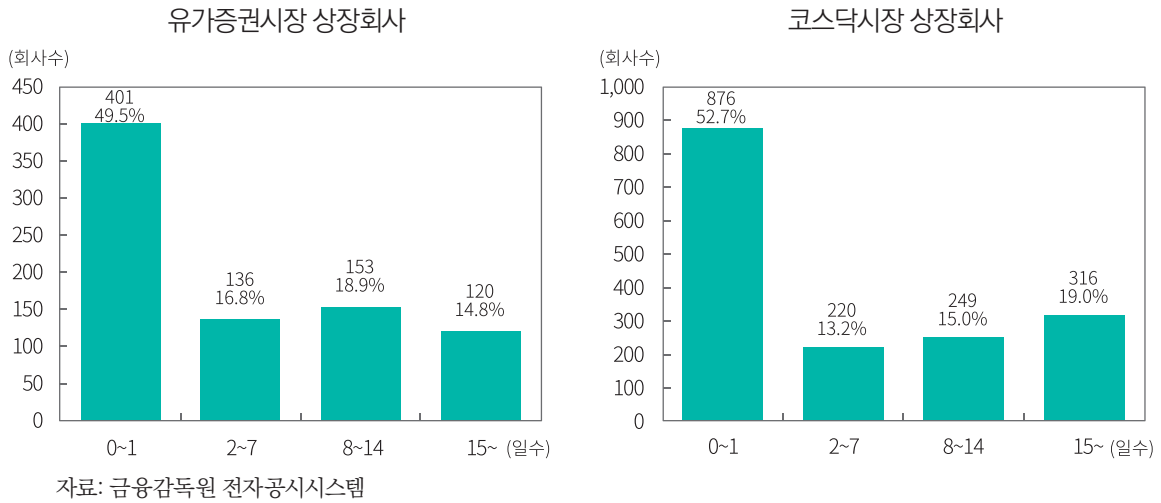
**<그림 2> 주주총회일과 소집공고일의 차이**



그런데 소집공고일 기준이 아니라 회사에서 주주총회 개최를 위하여 이사회 결의를 한 소집결의일 기준으로 보면, 이러한 공고 시점을 더 앞당길 수 있을텐데 실무에서는 법에서 정한 날짜를 기준으로 공고가 이루어지는 실정이다. <그림 3>을 보면, 소집결의일과 소집공고일의 차이가 1주 이상 되는 상장회사가 유가증권시장 상장회사의 경우 33.7%, 코스닥시장 상장회사의 경우 34%이다.

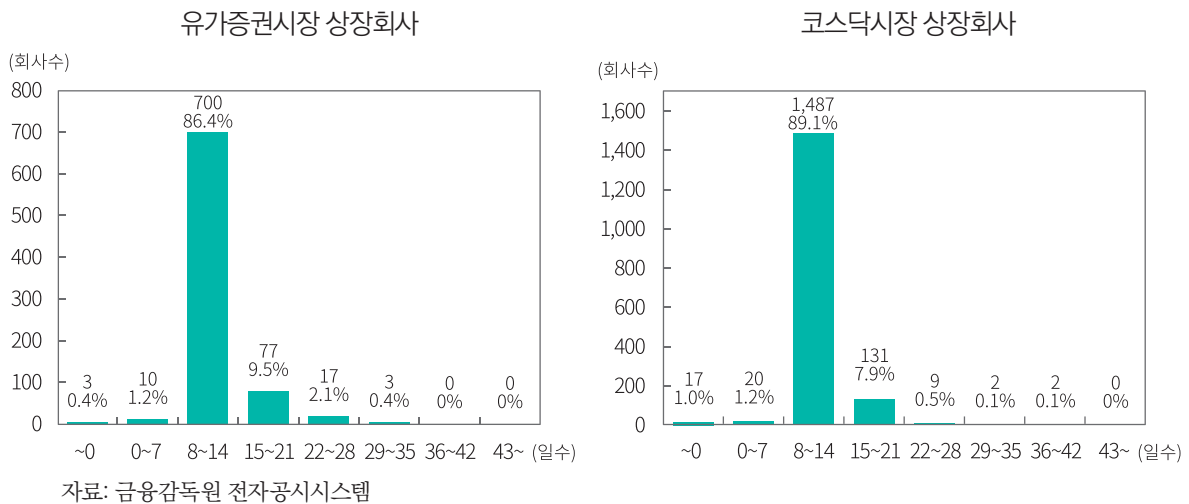
5) 연결재무제표 기준 자산총액 5천억원 이상인 상장회사는 매년 5월 31일까지 기업지배구조 보고서를 거래소에 신고하여야 하고, 보고서 항목 중에 주주총회 소집 '공고' 일로부터 주주총회일까지의 기간이 4주를 초과하지 못한 경우 그 사유 및 향후 계획을 설명하도록 하고 있다(세부원칙 1-①).

〈그림 3〉 소집공고일과 소집결의일의 차이



회사의 재무상태를 파악할 수 있는 외부감사인의 감사보고서 공시 시점은 주주총회 소집통지일보 다 더 늦다. 법에서 주주총회 1주 전까지 공시하도록 하고 있다 보니(상법 시행령 제31조 제4항 제4호, 외부감사법 시행령 제27조 제1항 제1호), 〈그림 4〉를 보면 약 90%의 회사가 법에서 정한 기준에 맞추어 공시를 하고 있다. 여러 회사에 투자하는 개인 및 기관투자자의 경우 3월 하순 주총을 위해 3월 중순에 몰려서 나오는 감사보고서를 검토해야 하니 충실한 검토가 어려운 것이 현실이다.

〈그림 4〉 주주총회일과 감사보고서의 공시일 차이



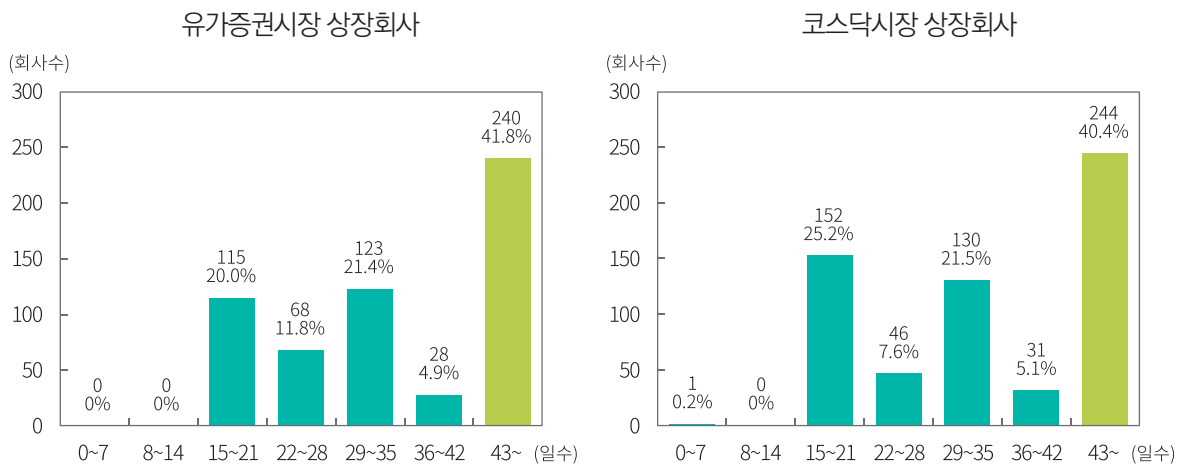
12월말 결산 상장회사가 반드시 3월까지 정기주주총회를 개최해야 했던 과거와 달리 이제는 법 개정을 통해 4월 주총도 가능해진 상황에서, 결산의 어려움 때문에 감사보고서를 늦게 제출할 수 밖에 없다는 주장도 설득력이 없다. 그러함에도 기업 실무에서는 법에서 정한 기한에 맞추어 소집통지와 감사보고서를 공시하고 있는 상황이므로, 주주의 권익보호를 위해서는 회사의 자발적인 노력을 강조하기

보다 제도 개선이 필요하다. OECD 국가중 39%는 사전통지 기간이 22일 이상이고 51%는 15일에서 21일이며, 우리나라를 포함한 5개 국가<sup>6)</sup>(10%)만이 15일 미만이다.<sup>7)</sup> 주주들이 회사의 결산서류와 주주총회 안건에 대해서 사전에 충분히 검토할 수 있도록 주주총회 소집통지 및 공고시기와 감사보고서 제출시기를 주주총회 3주전으로 앞당기도록 상법과 외부감사법 시행령을 개정해야 한다.

### 배당 및 주주총회 결과 공시 현황

주주환원에 대한 관심이 높아지고 있지만, 2024년 주주총회에서 유가증권시장 상장회사의 28.8%(234개사)와 코스닥시장 상장회사 63.8%(1066개사)가 배당을 하지 않았다. 회사의 이사회에서 무배당을 결정할 경우, 주주들은 회사에 대해 배당을 요구할 수 없을 뿐만 아니라 회사가 배당하지 않는 이유조차 알 수 없다. 더욱이 현행법상 주주가 배당에 대한 주주제안을 하기 위해서는 주주총회 6주 전까지 회사에 배당안을 제안해야 하는데, 2024년 주주총회에서 주주제안권을 행사할 수 있는 기한 내에 회사의 배당결정을 공시하는 회사가 절반도 채 되지 않는다. <그림 5>를 보면, 유가증권시장 상장회사의 경우 41.8%인 240개사, 코스닥시장 상장회사의 경우 40.4%인 244개사만이 주주제안이 가능한 주주총회 6주 전에 배당결정을 공시하였다.

<그림 5> 배당결정 공시일



자료: 금융감독원 전자공시시스템

회사의 배당 관련 정보를 기존 주주나 신규 투자자들이 사전에 충분히 알고 의사결정을 할 수 있도록, 결산일 이후 주주총회일 6주 전에 이사회의 승인을 받은 재무제표를 감사에게 제출할 때 배당 관련 내용은 별도로 공시하도록 하는 제도 개선이 필요하다. 해당 공시에서는 배당정책, 배당 여부, 배당

6) 한국, 일본, 칠레, 뉴질랜드, 싱가포르이다. 일본도 우리나라처럼 2주전 소집통지이나 감사보고서 제출 역시 2주전으로 우리나라보다 통지기간이 길다.

7) OECD, 2023, OECD Corporate Governance Factbook 2023, p. 70.

결정에 대한 이사회 의견, 배당가능이익한도, 배당금액 등 배당과 관련한 주요 정보가 포함되도록 한다. 이를 통해 주주들에게 배당에 대한 주주제안을 할 수 있는 기회를 제공할 수 있고, 배당에 대한 예측가능성도 제고할 수 있어 주주권의 보호와 기업가치 제고에 도움이 될 것이다.

또한 주주총회 이후에 결과를 공시해야 주주들의 정확한 의사를 알 수 있는데, 현재 우리나라는 글로벌 스탠다드와 달리 ‘원안대로 승인’이라고만 공시하고 있다. 최근 금융감독원에서 주주총회 논의 결과가 투자자에게 적시에 충실히 제공될 수 있도록 개선한다고 발표하였으나,<sup>8)</sup> 여전히 찬반 비율에 대해서 구체적으로 공시하도록 하지 않고 안건의 가결여부와 논의 내용에 대해서만 공시하도록 하고 있다. 미국, 일본, 독일, 프랑스 등 해외 주요국에서는 찬반 비율까지 공시하도록 의무화하고 있는 상황에서,<sup>9)</sup> 우리나라 역시 주주들에게 주주총회의 정확한 결과를 알릴 수 있는 찬반 비율 공시하는 것이 필요하다. 「금융회사의 지배구조에 관한 법률」 제41조에 따르면 금융회사는 주주총회와 관련하여 주주의 참석율, 안건에 대한 찬반비율 등을 공시하도록 하고 있고, 연결기준 자산총액 5천억원 이상의 회사가 거래소에 신고하는 기업지배구조보고서에도 주주총회 찬반비율을 구체적으로 기재하도록 하고 있다. 이러한 제도가 상장회사 전체가 적용되도록, 상법이나 기업공시서식을 개정하여 주주의 참석율과 안건에 대한 찬반비율을 공시하도록 하는 것이 필요하다.

### 향후 과제

최근 기업가치 제고를 위한 지배구조 개선과 주주권의 보호가 이슈가 되고 있는 현 시점에서 주주들이 경영에 참여할 수 있는 중요한 기회인 주주총회의 현실을 진단하고 향후 과제를 제시하였다. 기업들 스스로 노력을 통해 주주총회 개최일을 분산하고 전자투표를 채택할 수 있도록 기업가치 제고 가이드라인이나 ESG 평가 항목 등에 이를 반영할 것을 제안한다. 또한 주주총회 세부 안건 및 감사보고서 공시 기준일을 각각 2주와 1주로 규정한 법령을 개정하여 주주총회 3주전으로 연장하는 것을 고려해야 한다. 마지막으로 주주제안권 행사가 가능한 주주총회 6주 전에 배당공시를 하도록 하고, 주주총회 이후에는 주주의 참석율과 안건에 대한 찬반비율을 구체적으로 공시하도록 하는 것이 필요하다. 이를 통해 주주들의 주주총회 참여율이 높아지게 되고 결과적으로 이사들은 주주들을 의식하며 주주들을 위해 충실한 업무집행을 하는 유인이 될 것이다. 더불어 기업지배구조 개선을 통한 코리아 디스카운트 해소 및 기업 가치 제고에도 기여하게 될 것이다.

8) 금융감독원, 2024. 4. 11, 주주제안권 행사현황 및 주주총회 논의 결과가 투자자에게 적시에 충실히 제공될 수 있도록 개선된다. 보도자료.

9) OECD, 2023, OECD Corporate Governance Factbook 2023, p. 98~99.

ZOOM  
-IN

## 영국의 DB 연금 슈퍼펀드 도입 및 시사점

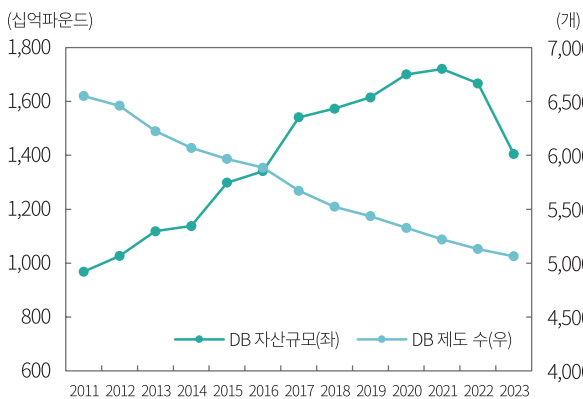
- '클라라 연금'은 2021년 11월 영국 연금규제기관(TPR)의 평가를 완료한 최초의 슈퍼펀드가 된 이후 현재까지 유일한 슈퍼펀드로서 2건의 계약을 체결하였으며, 이를 통해 클라라 연금은 가입자 2만명이 완전한 연금을 지급받을 가능성을 높임
- 연금 슈퍼펀드는 여러 기업으로부터 확정급여(DB) 연금제도를 이전받아 통합함으로써 규모의 경제를 얻는 것을 목표로 하는 새로운 유형의 연금기금
- 영국의 DB 제도 시장은 제도 수와 액티브 가입자 수 등이 수년에 걸쳐 크게 감소하였으며 대부분의 DB 제도는 신규 가입이나 추가 적립이 폐쇄된 상태. 전통적으로 연금 보장 책임을 종료하고자 하는 고용주는 보험 바이아웃(buyout) 방식을 택할 수 있으나 높은 비용으로 인해 보험 바이아웃이 불가능한 경우 슈퍼펀드가 대안을 제시할 수 있음
- 영국에서는 연금시장이 성숙해 감에 따라 연금제도를 통합하는 여러 방안이 논의되고 있으며 이러한 추세는 지속될 것으로 전망되므로 국내 퇴직연금 시장에서도 국내 시장의 현실을 고려하여 향후 도입 가능성 등을 면밀히 검토해 볼 필요가 있을 것으로 보임

- 영국의 연금 슈퍼펀드(Superfund)는 여러 기업으로부터 확정급여(Defined Benefit: DB) 연금제도를 이전받아 통합함으로써 규모의 경제를 얻는 것을 목표로 하는 새로운 유형의 연금기금
  - 슈퍼펀드는 기존 고용주로부터 사적 DB 제도를 이전받는 새로운 유형의 연금기금으로 자산과 부채를 모두 이전함으로써 기존 고용주의 책임은 종료됨
  - 슈퍼펀드는 여러 기업의 DB 제도를 통합함으로써 개별 제도일 때보다 규모의 경제를 얻는 것을 목표로 함
  - DB 퇴직연금 제도는 급여 및 근속기간과 같은 요인에 따라 약속된 연금을 지급하며 고용주는 약속된 연금 급여가 지급될 것이라고 보장하는데, 이러한 DB 제도는 평생 연금을 지급하기 때문에 기존의 고용주가 존재하지 않게 된 후에도 연금을 계속 제공해야 할 수 있음
  - DB 연금제도의 자산이 가입자의 연금을 충분히 보장하지 못할 때, 연금 슈퍼펀드가 이전 받아 완전한 연금이 지급될 가능성을 높일 수 있으며 슈퍼펀드는 자체 자산인 자본완충장치(capital buffer)를 사용
    - 자본완충장치는 이익을 추구하는 외부 투자자들의 투자와 해당 연금제도에 대한 책임을 종료하는 고용주의 기여금으로 구성될 수 있음

□ 영국의 DB 제도 시장은 제도 수와 액티브 가입자<sup>1)</sup> 수 등이 수년에 걸쳐 크게 감소하였으며 대부분의 DB 제도는 신규 가입이나 추가 적립이 폐쇄되어 있는 상태

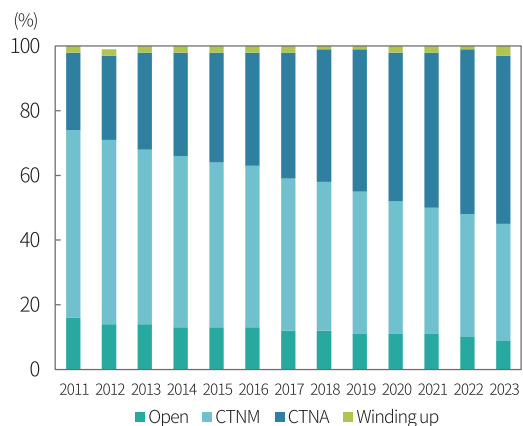
- <그림 1>에서 보면 영국의 DB 제도는 2006년 7,751개에서 2022년 3월말 5,131개, 2023년 3월말에는 5,063개로 꾸준히 감소하고 있으며 이는 많은 제도들이 청산(winding up) 중이거나, 합병 및 연금보호기금(Pension Protection Fund: PPF) 평가에 진입하고 있는데 기인
- DB 제도 자체도 감소하고 있으나 <그림 2>에서 각 제도의 신규 가입 또는 추가 적립 가능 여부를 보면 2023년 3월말 기준 신규 가입 가능(open) 9%, 신규 가입 금지(close to new member) 36%, 신규 가입 및 기존 가입자의 추가 적립 모두 금지(closed to new benefit accrual) 52%, 청산중(winding up) 3% 등 기존 DB 제도로의 신규 가입과 추가 적립이 모두 어려워지고 있음을 알 수 있음
- 또한 <그림 3>에 따르면 DB 제도 액티브 가입자 수는 계속 감소하여 2023년 3월말 현재 74만 명 수준이며 이는 2006년 액티브 가입자 수의 20%에 해당
  - 전체 DB 가입자 수에서 액티브 가입자 수가 차지하는 비중도 2023년 3월말 8%로 지속적으로 감소하고 있으며, 급여가 더 이상 발생하지 않거나 현재 연금을 수급중인 사람은 증가
- 이에 따라 영국 DB 제도 자산의 시장가치는 2021년 1.7조파운드 규모까지 증가한 후 감소하기 시작하여 2023년 3월말 기준 1.4조파운드를 기록
- 반면 <그림 4>에서 볼 수 있듯이 영국의 DC 제도 시장은 지속적인 성장세를 나타내고 있는데, 2023년 3분기말 기준 DC 자산규모는 2,490억파운드로 DB 시장 대비 아직 작은 수준이지만 꾸준히 증가하고 있으며, 액티브 가입자 수 또한 현재 1,116만명으로 증가세를 나타냄

<그림 1> DB 자산규모 및 제도 수



주 : 각 연도의 3월말 기준  
 자료: Purple Book(2023)

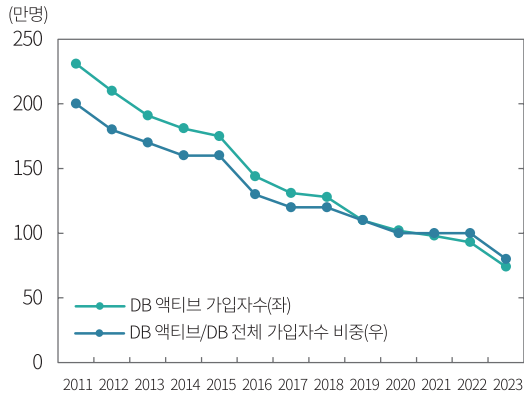
<그림 2> DB 제도의 신규 가입 및 추가 적립 가능 여부



주 : CTNM=closed to new member, CTNA=closed to new benefit accrual  
 자료: Purple Book(2023)

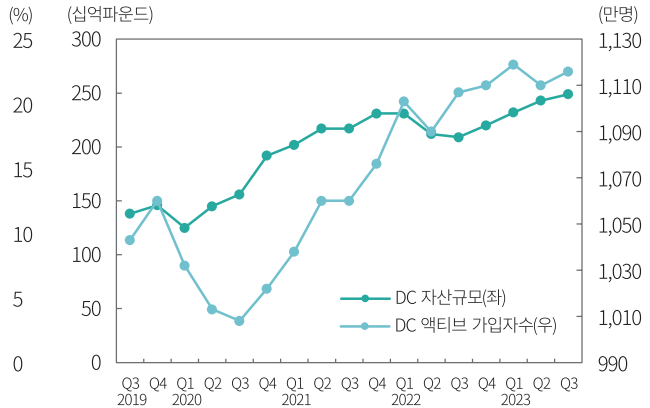
1) 고용주에게 고용되어 해당 연금제도에 따라 급여를 받을 수 있는 자격을 갖추고 급여가 계속 발생하는 사람

〈그림 3〉 DB 액티브 가입자 수



자료: Purple Book(2023)

〈그림 4〉 DC 자산규모 및 액티브 가입자 수



자료: ONS

□ 전통적으로 연금 보장 책임을 종료하고자 하는 고용주는 보험 바이아웃(buyout) 방식을 택할 수 있으나 높은 비용으로 인해 보험 바이아웃이 불가능한 고용주의 경우 슈퍼펀드는 가입자가 급여를 전액 받을 가능성을 높이는 대안을 제시할 수 있음

- 대부분의 DB 제도는 신규 가입이나 추가 적립이 폐쇄되어 있으나 폐쇄된 제도의 경우에도 약 속된 기간은 계약에 따라 연금이 지급되어야 함
- 연금 지급 약속을 이행하기 위해 연금제도는 투자수익과 고용주의 기여금에 의존하나 투자 성과가 예상에 미치지 못하는 등의 상황에서는 고용주가 추가로 비용을 지불해야 함
- 전통적으로 연금제도가 제공하는 연금 보장 책임을 종료하고자 하는 고용주는 보험상품을 구매해야 했으며, 보험회사는 연금제도의 급여를 보장하는 데 전체 또는 부분적인 책임을 부담
- 또한 고용주 파산 시에도 보험 바이아웃을 위한 충분한 자원이 없을 가능성이 높는데, 이런 경우 해당 연금제도는 법정 연금보호기금(PPF)에 의해 평가
  - PPF 평가 이후 연금제도의 가입자는 PPF로부터 연금을 지급받을 수 있으며, 이는 기존 연금 제도가 약속한 것보다 일반적으로 적은 액수임
- 가까운 미래에 보험 바이아웃이 불가능한 고용주에 대해 슈퍼펀드는 가입자가 급여를 전액 받을 가능성을 높이는 동시에 고용주에게 기존 연금 부채를 관리할 수 있는 새롭고 상대적으로 저렴한 대안을 제공할 수 있음
- 현재 영국 DB 제도 중 슈퍼펀드로 이전하기에 적합한 제도는 약 500여개로 총자산 1,000억파운드 규모에 달하는 것으로 나타남<sup>2)</sup>
  - 2023년 3월말 기준 1.4조파운드 규모의 전체 DB 연금 시장 대비 작은 규모이지만 이를 통해 잠재적으로 슈퍼펀드로부터 급여를 받을 수 있는 가입자가 약 75만명 수준

2) <https://www.pwc.co.uk/press-room/press-releases/PwC-comments-on-the-completion-of-the-first-pension-superfund-transaction.html>

**〈표 1〉 DB 제도 고용주가 연금 보장 책임 종료 시 선택 가능한 옵션**

	고용주 자체 운영 유지	슈퍼펀드	보험 바이아웃
바이아웃 대비 적합한 자금조달 수준	무관	85~90%	100%
현재 제도와 신탁관리자 유지 여부	○	×	×
신탁관리자의 연금제도 자산운용에 대한 통제권 양도 여부	×	○	○
완충자본 사용 가능성 여부	×	○	○
연금 급여 보장 여부	×	×	○
구현을 위한 자문 비용	낮음	높음	낮음
예시	현재 대부분의 DB 제도	클라라 연금	영국 내 다수의 보험회사

□ 슈퍼펀드는 영국의 연금규제기관(The Pensions Regulator: TPR)에서 규제하며, 2023년 8월에는 TPR의 슈퍼펀드 지침 개정안이 발표됨

- 현행 법제상 슈퍼펀드는 다른 신탁기반 DB 연금제도와 다르게 취급되지 않으며 영국의 연금 규제기관 TPR에서 기존 권한을 사용하여 규제
- 정부는 2018년 12월 협의를 통해 슈퍼펀드 규제에 대한 세부 방안을 내놓았으며, 2023년 7월 맨션 하우스 연설에서 총리는 정부가 ‘영구적인 슈퍼펀드 규제 체제 도입 계획’을 수립할 것이라고 밝힌 바 있음
- TPR은 2020년 6월 DB 연금 슈퍼펀드에 대한 지침을 발표했으며 2023년 8월에 개정됨<sup>3)</sup>
- TPR의 지침에 따라 슈퍼펀드는 TPR의 평가를 완료한 후에 DB 제도를 이전하는 거래를 할 수 있으며, TPR의 슈퍼펀드 평가는 인사, 거버넌스, 시스템 및 프로세스, 재정적 지속가능성의 영역에 명시된 기대에 대한 검토와 이와 관련된 증거로 구성
  - ‘클라라 연금(Clara Pensions)’은 2021년 11월 TPR의 평가를 최초로 완료하였으며 현재까지 유일한 슈퍼펀드임
- 슈퍼펀드나 수익 창출 방법에 대한 구체적인 법적 승인 체계는 없으나 자금조달, 인사 또는 거버넌스가 목적에 적합하지 않을 경우 TPR은 기존 권한을 사용할 수 있음

□ 클라라 연금은 운영을 중단한 기업과 파산하여 PPF 평가에 들어간 기업의 DB 제도를 이전받는 두 번의 슈퍼펀드 거래를 통해 가입자 2만명의 연금 지급 보장을 강화

- 클라라 연금은 규모의 이점을 활용함으로써 비용을 절감하고 가입자들의 급여에 대한 보장을 강화하는 것을 목표로 2017년에 설립되었고 2021년 11월 TPR의 슈퍼펀드 평가 프로세스를 완료하였음

3) <https://www.thepensionsregulator.gov.uk/en/document-library/scheme-management-detailed-guidance/db-superfunds>

- 2023년 11월 6일, 클라라 연금은 가입자 9,600명, 5억 9천만파운드 규모의 Sears 소매연금제도(Retail Pension Scheme)와 영국 최초의 슈퍼펀드 거래를 완료<sup>4)</sup>
  - Sears 소매연금제도는 전직 영국 패션 소매업체 Sears의 전직 직원 9,600명을 위한 DB 연금 제도로 Sears가 운영을 중단한 이후로 이 제도를 후원하는 고용주가 없는 상태였으며, The Times는 Sears 소매연금제도가 보험회사에 이 제도를 이전하는 데 필요한 자금보다 6,700만 파운드가 부족하다고 보도<sup>5)</sup>
  - 이 거래로 Sears 연금제도 가입자는 클라라 연금으로부터 추가로 3천만파운드의 링펜스 자금<sup>6)</sup>을 지원받게 되며, 이는 5~10년내에 보험 바이아웃으로 가는 목표에 대한 확실성을 높여줄 수 있음
    - 슈퍼펀드는 완전한 급여를 받을 가능성을 높여주는 하나 보험과 달리 연금 보장을 제공하지는 않으므로 여전히 가입자 입장에서 가장 최종적인 목표는 보험 바이아웃이 될 수 있음
  - 2024년 3월 14일, 클라라 연금과 Debenhams 신탁관리자는 Debenhams 퇴직제도(Retirement Scheme) 가입자 10,400명을 클라라 연금으로 이전하여 PPF 평가에서 제외하기로 합의<sup>7)</sup>
    - Debenhams 제도는 파산 이후 2019년 4월 PPF 평가에 들어간 바 있음
  - 클라라 연금은 Debenhams 제도 가입자에게 지급해야 할 연금 급여 전액을 확보하기 위해 3,400만파운드의 새로운 자본을 제공하게 되며, 이 거래를 통해 Debenhams 제도는 PPF 평가에서 제외
  - PPF 보상 수준에 맞춰 조정되어 평가기간 동안 감소된 급여를 받은 Debenhams 제도 가입자에게 클라라 연금은 거래 조건에 따라 400만파운드를 소급 지불
  - 첫 번째 슈퍼펀드 거래를 완료한 후 4개월 만에 두 번째 거래에 합의함으로써 클라라 연금은 2만명의 가입자와 10억파운드를 상회하는 자산 기반을 확보하게 됨
- 연금 슈퍼펀드는 가입자가 완전한 급여를 지급받을 가능성을 높여주고, 고용주에게는 선택의 폭을 넓혀주고, 연금자산이 더욱 생산적인 곳에 투자될 가능성을 높여주는 등 이점이 많으므로 적합한 상황에서는 매력적인 옵션이 될 수 있음
- 최근 영국의 퇴직연금 시장은 DB 제도가 쇠퇴하고 새로운 제도가 대부분 DC 제도로 설립되고 있으나, 1.4조파운드에 달하는 영국 DB 제도 자산규모는 2023년 영국 GDP 대비 62%에 이를 정도로 여전히 경제에서 차지하는 비중이 상당한 수준
  - 슈퍼펀드는 자본 완충, 규모의 경제 및 개선된 거버넌스 등을 통해 가입자가 완전한 급여를 지급받을 가능성을 높여주고, 고용주에게는 연금 보장 책임에서 벗어날 수 있는 선택의 폭을 넓혀주고, 대체투자 등 더욱 생산적인 곳에 투자될 가능성을 높여주는 등 가입자, 구성원 및 경제에 도움을 줄 수 있음

4) <https://clara-pensions.com/news/clara-pensions-announces-uks-first-pension-superfund-transaction/>

5) The Times, 2023. 11. 6, Clara superfund to take on Sears pensioners

6) 링펜스 펀딩은 조달된 자금이 사용 용도로 지정한 목적 이외에는 쓰이지 않게 제한을 걸어두는 것

7) <https://clara-pensions.com/news/clara-pensions-secures-full-benefits-for-debenhams-retirement-scheme-members/>

- 다만 자금조달 수준에 따라 모든 제도가 슈퍼펀드에 이전하기에 적합한 것은 아니며, 보험 바  
이아웃의 경우처럼 연금 보장이 제공되는 것은 아니라는 것에 유의
- 영국에서는 연금시장이 성숙해 감에 따라 연금제도를 통합하는 여러 방안이 논의되고 있으며  
이러한 추세는 지속될 것으로 전망되므로 국내 퇴직연금 시장에서도 국내 시장의 현실을 고려  
하여 향후 도입 가능성 등을 면밀히 검토해 볼 필요가 있을 것으로 보임

선임연구원 심수연

ZOOM  
-IN

## ChatGPT 활용 증가에 따른 자본시장 이슈

- OpenAI가 개발한 생성형 AI인 ChatGPT는 높은 접근성과 뛰어난 성능으로 큰 인기를 끌었으며, AI의 일상화를 앞당겼다는 평가를 받고 있음
- 자본시장에서의 ChatGPT 활용은 기업 분석과 고객 지원 등 다양한 영역에서 가능하며, 금융 상품의 수익률 예측에도 일부 효과가 있으나 아직까지 기술적인 한계가 많음
- 주요 투자은행이나 증권사들은 투자 관련 자문서비스, 리서치, 리스크 관리 등에 ChatGPT를 주로 활용하고 있음
- 향후 ChatGPT가 맞춤형 서비스에 폭넓게 활용될 것으로 예상되는 가운데, 리스크 관리를 위한 거버넌스 수립이 구체화되어야 하며, 사용자의 디지털 리터러시 교육과 전문인력 양성이 수반될 필요

□ OpenAI가 개발한 생성형 AI인 ChatGPT(이하 챗GPT)는 높은 접근성과 뛰어난 성능으로 큰 인기를 끌었으며, AI의 일상화를 앞당겼다는 평가를 받고 있음

- ChatGPT(Generative Pre-trained Transformer)는 미국 OpenAI가 개발한 생성형 AI<sup>1)</sup>로, 주어진 텍스트의 다음 단어를 예측하는 태스크(task) 학습을 통해 사용자의 질문에 확률적으로 가장 적절한 답변을 생성할 수 있음<sup>2)</sup>
- 적용 모델은 무료 버전인 GPT-3.5와 유료 버전인 GPT-4(월 \$20)가 대표적이며, 이 밖에도 개발자가 API를 통해 유료로 사용할 수 있는 GPT-3.5-Turbo, GPT-4-Turbo 등이 있음
  - 2023년 3월에 공개된 GPT-4 모델은 기존 버전인 GPT-3.5 모델보다 인식 및 추론 능력이 향상되고, 이미지나 음성 등 다양한 형태로 대화가 가능한 멀티모달(Multi-modal) 기능이 추가되면서 주목을 받음
  - GPT-3.5는 한 번에 처리할 수 있는 토큰(token)<sup>3)</sup>이 영어 기준으로 3,000개이나, GPT-4는 이보다 8배 이상 큰 25,000개를 처리할 수 있어 더욱 정교한 언어 이해와 처리가 가능해짐
- 현재 개인용 2가지(Free, Plus), 기업용 2가지(Team, Enterprise) 유형의 서비스를 제공하고 있으며, 2024년 1월에는 GPT 모델을 기반으로 개발한 맞춤형 챗봇인 GPTs를 공유 및 판매할 수 있는 GPT Store를 공개

1) 사용자의 요구에 따라 결과를 생성하는 인공지능 기술을 의미하며, 축적된 데이터에 따라 패턴 등을 스스로 학습해 새로운 창작물을 생성

2) 이를 대규모 언어 모델(Large Language Model: LLM)이라고 함

3) ChatGPT와 같은 언어 모델에서 사용되는 데이터 처리의 기본 단위를 의미

- ChatGPT는 2022년 11월 30일 출시 이후 5일 만에 100만 명의 사용자 수를 기록했고, 2개월 만에 MAU(Monthly Active Users) 기준 1억 명을 돌파<sup>4)</sup>
  - 다른 IT업체의 경우 1억 명의 사용자 수를 달성하기까지 TikTok은 9개월, Instagram은 30개월이 소요됨
- 최근 OpenAI는 ChatGPT를 통해 연간 약 16억 달러의 수익을 기록했다고 밝혀졌으며, 이는 2022년 연매출 2,800만 달러의 57배에 해당<sup>5)</sup>
- ChatGPT에 대한 관심이 높아진 이유는 누구나 손쉽게 접근이 가능하며, 이전에 사용되었던 대화형 AI 서비스와 달리 월등한 성능을 가진 것으로 평가받기 때문<sup>6)</sup>

〈표 1〉 ChatGPT 서비스 유형

구분	서비스명	출시 시기	1인 월 사용료	주요 특징
개인	Free	2022년 11월	무료	<ul style="list-style-type: none"> <li>• GPT-3.5 모델 기반</li> <li>• 무제한 채팅, 기록 가능</li> </ul>
	Plus	2023년 3월	\$20	<ul style="list-style-type: none"> <li>• GPT-4 모델 기반</li> <li>• 고급 데이터 분석 가능</li> </ul>
법인	Enterprise	2023년 8월	기업별 상이	<ul style="list-style-type: none"> <li>• GPT-4 모델 기반</li> <li>• 150명 이상의 대규모 기업 대상</li> <li>• ChatGPT가 기업 데이터를 학습 및 저장할 수 없는 데이터 보안 가능</li> </ul>
	Team	2024년 1월	\$25(연간 구독) \$30(월별 구독)	<ul style="list-style-type: none"> <li>• GPT-4 모델 기반</li> <li>• 2인 이상 150명 미만 기업 대상</li> <li>• Enterprise 서비스의 축소형</li> </ul>
GPT Store		2024년 1월	\$20 (유료 가입 시 이용 가능)	<ul style="list-style-type: none"> <li>• 유료 회원 대상</li> <li>• 기업 및 개인이 GPT 모델 기반으로 개발한 맞춤형 챗봇(GPTs) 거래 가능</li> </ul>

자료: OpenAI

□ 자본시장에서의 ChatGPT 활용은 기업 분석과 고객 지원 등 다양한 영역에서 가능하며, 금융상품의 수익률 예측 측면에서도 일부 효과가 있으나 아직까지 기술적인 한계가 많음

- ChatGPT의 등장 이후 Google의 Gemini(전 Bard), Microsoft의 Bing, Meta의 LLaM 등 주요 기업에서 생성형 AI를 접목시킨 서비스를 출시하였으나, 현재는 ChatGPT가 가장 많이 활용되고 있음<sup>7)</sup>

4) REUTERS, 2023. 2. 3, ChatGPT sets record for fastest-growing user base - analyst note.

5) The Information, 2023. 12. 30, OpenAI's Annualized Revenue Tops \$1.6 Billion as Customers Shrug Off CEO Drama.

6) 이성복, 2023, 금융 분야에서 인공지능의 역할과 과제, 자본시장연구원 『자본시장포커스』 2023-05호.

7) Similarweb, 2024. 3. 8, ChatGPT, Custom GPTs, and AI Chat Challengers: CoPilot, Gemini, Perplexity, and More.

- ChatGPT 활용 시 아래와 같은 영역에서 효율성 및 생산성 향상을 가져올 수 있음<sup>8)</sup>
  - (기업 분석) 시장 데이터 및 뉴스 분석을 기반으로 기업의 잠재적인 기회와 위험을 파악하는데 활용 가능
  - (리스크 관리) 투자자별 투자 목표 및 리스크 허용 범위를 충족할 수 있는 맞춤형 투자 포트폴리오 생성 가능
  - (고객 지원) 챗봇을 통해 고객 응대의 자동화 및 실시간 지원 서비스 제공 가능
  - (지표 생성) 필요한 기술 지표 또는 전략에 대한 코드를 생성해 투자 의사결정에 필요한 가격 패턴과 추세를 식별하는데 활용 가능
  - (사기 예방) 금융거래 이상 행동과 사기 패턴 등을 감지해 금융범죄 예방 가능
- ChatGPT는 금융상품의 수익률 예측 측면에서도 일부 효과가 있는 것으로 나타났으나, 투자와 관련된 직접적인 업무를 처리하는 데는 기술적인 한계가 많은 것으로 평가
  - 2023년 4월에 발표된 논문에 따르면, ChatGPT로 5만개 이상의 뉴스 헤드라인 분석 후 해당 뉴스가 특정 주식에 미치는 영향을 분석한 결과 점수가 높은 종목일수록 수익률이 높게 나타남<sup>9)</sup>
  - 하지만 본 연구에는 수학적 가정이 제외되고, 종목에 대한 목표 주가가 포함되지 않은 등 여러 한계가 있으며, 더 많은 사용자들이 주가 예측에 ChatGPT를 활용할 경우 예측 정확도가 낮아질 수 있음<sup>10)</sup>

□ **국내의 주요 투자은행이나 증권사들은 투자 관련 자문서비스, 리서치, 리스크 관리 등에 ChatGPT를 주로 활용하고 있음**

- Morgan Stanley는 월가 투자은행 최초로 GPT-4 기반의 맞춤형 AI 모델인 AI@Morgan Stanley Assistant를 공개함<sup>11)</sup>
  - 해당 모델을 통해 약 10만 개의 연구보고서 및 관련 문서에 빠르게 액세스하여 최적의 고객 자문서비스를 제공할 계획
  - 또한 시장 동향과 투자 정보, 내부 프로세스 등 고객의 질문을 AI가 대신 소통함에 따라 고객 서비스 시간을 단축할 것으로 기대
- JP Morgan은 GPT-4를 활용해 연방준비은행의 정책 방향을 예측하는 Hawk-Dove Score(이하 HDS)를 자체 개발하였으며, 향후 30개 이상의 중앙은행에 이를 확대할 것으로 발표<sup>12)</sup>
  - 지난 25년간 발표된 연준 성명과 총재 연설 등을 학습시켜 완화부터 억제까지 등급을 매김

---

8) THE ECONOMIC TIMES, 2023. 12. 6, How ChatGPT can empower stock market research?

9) Lopez-Lira, A., and Tang, Y., 2023, Can ChatGPT Forecast Stock Price Movements? Return Predictability and Large Language Models, Working Paper.


10) CNBC, 2023. 4. 12, ChatGPT may be able to predict stock movements, finance professor shows.

11) CNBC, 2023. 9. 18, Morgan Stanley kicks off generative AI era on Wall Street with assistant for financial advisors.

12) Bloomberg, 2023. 4. 26, JPMorgan Creates AI Model to Analyze 25 Years of Fed Speeches.

- 우리나라의 경우 증권사를 중심으로 ChatGPT 기반의 투자정보, 해외자료 번역, 주요 종목 관련 뉴스 등 다양한 분야의 서비스를 제공하고 있음
  - 미래에셋증권은 ChatGPT를 활용한 종목 시황 요약(고객 대상), AI 고객맞춤 인포메이션 제공(PB 대상) 서비스 등을 제공하고 있으며, 추후 애널리스트 리포트 작성에도 적용할 것으로 예상
  - NH투자증권은 GPT뉴스레터 서비스를 오픈하여 투자자들이 쉽고 정확하게 투자 정보를 파악할 수 있게 했으며, 향후 사용자의 피드백을 분석해 서비스 개선에 적극 반영할 계획
  - KB증권은 맞춤형 투자 정보를 제공하는 Stock GPT 서비스를 임직원들에게 먼저 공개하였고, 올 3월 이를 고도화시킨 Stock AI 서비스를 일반 고객 대상으로 오픈
  - 유진투자증권은 AI기업 두물머리와 협업해 종합자산관리 지원 플랫폼인 유진AI애널리스트 개발을 완료했으며, PB가 고객상담 시 이를 활용하도록 함
  - 핀테크 기업 (주)이노핀은 ChatGPT를 활용한 AI 자문서비스를 개발 중이며, 2023년 3월 유네비스트투자자문을 인수해 본격적인 서비스 출시 준비<sup>13)</sup>

〈그림 1〉 국내 증권사 ChatGPT 적용 사례

미래에셋증권	NH투자증권	KB증권
		

자료: 각 증권사 홈페이지 및 언론 보도자료

13) INNOFIN, 2023. 3. 31, 이노핀, AI운용 및 ChatGPT 자문서비스 박차.

□ 향후 ChatGPT가 맞춤형 서비스에 폭넓게 활용될 것으로 예상되는 가운데, 리스크 관리를 위한 거버넌스 수립이 구체화되어야 하며, 사용자의 디지털 리터러시(literacy) 교육과 전문인력 양성이 수반될 필요

— ChatGPT로 AI의 일상화가 본격화되면서 안전한 AI 활용을 위한 움직임이 국내외적으로 활발히 이뤄지고 있음

- UN 총회에서는 2024년 3월 부적절한 AI 개발 위험을 막고, 디지털 격차 해소를 위한 국제적 합의를 조속히 마련해야 한다는 내용이 담긴 결의안을 채택<sup>14)</sup>
- 국내에서는 ‘인공지능 산업 육성 및 신뢰 기반 조성에 관한 법률안(이하 AI 기본법)’이 국회에서 논의 중이며, 고위험 영역(국민의 안전, 건강, 기본권 보호에 중대한 영향을 미칠 수 있는 사항)에서의 신뢰성 및 안전성을 확보하는 방안이 중요 사안으로 포함되어 있음<sup>15)</sup>
- 국가정보원은 2023년 6월 ‘ChatGPT 등 생성형 AI 활용 보안 가이드라인’과 11월 미국 CISA, 영국 NCSC 등 주요국 정보기관들과 함께 ‘Guidelines for Secure AI System Development’를 발간
- 공정거래위원회는 AI 시장 실태조사에 착수하였으며, ChatGPT, Gemini 등 국내에서 많이 사용되고 있는 글로벌 AI 서비스를 집중적으로 살펴볼 계획<sup>16)</sup>

— 한편, 국내 자본시장에서는 ChatGPT 관련 기술의 활용이나 개발에 주로 초점이 맞춰져 있고 리스크 관리를 위한 거버넌스는 구체화 되지 않은 상태

- 여기서 거버넌스란, ChatGPT와 같은 AI 시스템이 지닌 위험을 사전적으로 평가하고 이를 체계적으로 관리하기 위한 절차를 마련하는 것을 의미

— 특히 ChatGPT가 향후 맞춤형 서비스에 폭넓게 활용될 것으로 예상되는 가운데, 개인 및 기업 정보가 노출되거나 악용되지 않도록 명확한 리스크관리 체계가 필요

- 정보 노출뿐 아니라 기존 분석 자료를 악용해 거짓 보고서나 기사가 만들어지는 경우도 나타날 수 있음

— 아울러 사용자의 디지털 리터러시(literacy) 교육과 전문인력 양성도 필요

- ChatGPT가 제공하는 정보 중에는 잘못된 사실이나 편향된 정보가 존재하며, 이를 이용하여 피해가 발생하는 경우 책임소재가 불분명하여 선의의 이용자나 제3자에게 또다른 피해가 갈 수 있음
- 따라서 데이터를 올바르게 이해하고 판단할 수 있도록 사용자의 디지털 리터러시 교육이 우선되어야 하며, 관련 전문인력 양성이 수반되어야 할 것

선임연구원 정지수

---

14) United Nations, 2024. 3. 21, General Assembly adopts landmark resolution on artificial intelligence, UN News.

15) 법률신문, 2023. 4. 24, 「AI(인공지능)산업 육성 및 신뢰 기반 조성에 관한 법률」 제정 동향 및 사업자가 주의해야 할 사항.

16) 조선비즈, 2024. 4. 8, “ChatGPT 무섭게 떠오르니”... AI 시장 실태조사 착수한 공정위.