

OPINION

연구위원
노성호

DeepSeek(深度求索) AI와 금융산업의 혁신*

최근 주목받고 있는 DeepSeek(深度求索) 인공지능(Artificial Intelligence: AI) 모형의 성공은 생성형 AI 개발 경쟁 구도뿐만 아니라 금융 산업의 연구개발(R&D) 전략에도 중대한 변화를 예고하고 있다. DeepSeek은 대형 언어 모형(Large Language Model: LLM)의 현재까지 가장 발전된 형태인 추론 모형(reasoning model)의 일종으로, 다양한 혁신 기술을 접목하여 높은 학습 효율성을 확보하고, 비교적 적은 비용으로도 뛰어난 추론 성능을 실현할 수 있음을 입증했다. 특히, 모형의 핵심 기술을 외부에 공개함으로써, 기존의 폐쇄적이고 고비용 구조를 유지해 온 선도 기업들과는 달리, 신생 모형들과의 경쟁을 활성화시키며 AI 생태계의 개방성과 역동성을 한층 강화하고 있다. 이러한 흐름은 향후 AI 개발 주기를 더욱 단축시키고, 혁신 기술의 상용화 및 관련 서비스 확산을 촉진하는 계기가 될 것으로 전망된다. 더불어, 금융기관이 기존에 축적한 IT 자산을 전략적으로 활용한다면 외부 기술에 대한 의존도를 줄이고, 디지털 전환에 능동적으로 대응할 수 있으며, 장기적으로는 금융업의 경쟁력 강화와 산업 전반의 부가가치 향상으로 이어질 수 있을 것이다.

지난 1월 발표된 DeepSeek(深度求索) 인공지능(Artificial Intelligence: AI) 모형이 기존의 고성능 AI 모형과 비교하여 저렴한 비용으로 비견할만한 성과를 보여주면서 생성형 AI(Generative AI: GenAI)와 대형 언어모형(Large Language Model: LLM) 개발 경쟁이 가속화되고 있다. 중국 헤지펀드 High-Flyer(幻方)에서 설립한 연구소 DeepSeek에서 개발한 AI 모형은 관련 시장의 선두 주자인 OpenAI에서 내세우는 대표적 모형보다 낮은 비용으로 비슷하거나 더 나은 성능을 얻고 있다고 주장하여¹⁾ 주목을 받았다. 이와 같은 성과는 미국 기업이 주도하는 AI 개발 경쟁 구도를 크게 변화시킬 수 있는 촉매제가 될 것으로 기대되고 있다.

본 고에서는 DeepSeek AI가 기존 언어모형 대비 우수한 성능을 얻게 된 기술적인 배경과 더불어 해당 모형의 성과가 내포하는 한계를 동시에 살펴보았다. 더불어 DeepSeek의 성공이 향후 AI 개발 경쟁 구도에 미치는 영향과 나아가 금융산업의 연구개발(R&D)을 통한 혁신과 가치 제고 가능성에 대하여 시사하는 바를 논의하고자 한다.

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

1) DeepSeek-AI, 2025, DeepSeek-R1: Incentivizing reasoning capability in LLMs via reinforcement learning.

DeepSeek AI 모형의 기술적 혁신

지난 1월 공개된 DeepSeek은 기반이 되는 LLM 모형인 DeepSeek-V3와 이를 바탕으로 논리적 사고 능력을 강화한 추론 모형(reasoning model) DeepSeek-R1을 공개했다.²⁾ 두 모형 중 성과와 활용도 면에서 우수한 결과를 보인 DeepSeek-R1의 기술적 혁신 요소는 크게 Chain of Thought(CoT: 생각의 사슬), Reinforcement Learning(RL: 강화학습), distillation(지식 증류)의 세 가지로 나누어 볼 수 있다(〈표 1〉 참고).

〈표 1〉 DeepSeek AI의 기술적 혁신 요소

문제점	기술 요소	결과
추론 과정 불분명 결과물의 논리적 연관성	Chain of Thought (CoT)	추론 과정을 명시 답변의 질적인 개선
학습 데이터의 양적, 질적인 부족	Reinforcement Learning (Group Relative Policy Optimization)	비교적 적은 데이터로 학습 효율성 제고
대형화로 인한 학습 시간 및 비용 증가	Distillation	성능을 유지하면서 소형화하여 비용 절감

기존의 LLM이 질문에 대한 답변을 작성하는 복잡하고 확률적인 과정은 외부로 드러나지 않아 사용하는 모형이 어떠한 ‘생각’을 거쳐서 결론에 도달했는지 알기 어려운 문제가 있었다. DeepSeek-R1은 이러한 한계를 극복하기 위하여 논리적 사고 과정을 단계별로 서술하도록 유도하는 CoT 방식을 사용하였다. 예를 들어, 수학 문제를 풀 때 단답형의 출력물을 작성하는 대신에 문제를 푸는 과정을 단계별로 서술하도록 유도하여 답변의 정확도를 높이면서 사용자가 모형의 추론 과정을 볼 수 있도록 하는 접근법이다.³⁾ DeepSeek-R1 모형은 CoT 방식을 적용하여 단순하게 정답을 출력하는 것을 넘어서 모형 스스로 사고 능력을 향상시켜 기존 언어모형 대비 수학, 논리 문제 등에서 높은 성과를 얻을 수 있었다.

CoT 방식은 이미 OpenAI의 o1 모형을 비롯한 추론 모형의 선두 주자를 통해서 효과가 입증되었으나 기존 언어모형과 비교해서도 더욱 많은 학습량이 필요하여 계산에 더 많은 시간과 비용이 소모된다는 점이 한계로 지적되었다. 이를 극복하기 위하여 DeepSeek은 RL의 일종인 Group Relative Policy Optimization(GRPO) 기법을 도입하였는데, 이는 모형이 동일한 과제를 반복적으로 수행하고

2) 생성형 AI 모형 개발을 선도하고 있는 OpenAI의 모형과 비교하면 전자는 GPT-4, 후자는 o1 모형과 경쟁 관계로 볼 수 있다.
3) Wei, J., Wang, X., Schuurmans, D., Bosma, M., Ichter, B., Xia, F., Chi, E.H., Le, Q.V., Zhou, D., 2022, Chain-of-thought prompting elicits reasoning in large language models. *Advances in neural information processing systems* 35, 24824-24837.

높은 빈도로 나온 (정답에 가까운) 답변을 스스로 학습하여 추론 능력을 향상시키는 방법이다. 예를 들어, 수학 문제를 채점할 때 미리 작성한 답안지가 없는 경우 여러 학생들의 답안을 비교하고 이를 종합하여 답안지를 스스로 작성하는 과정에 비유할 수 있다. 이와 같은 과정을 통하여 DeepSeek-R1은 인간의 개입을 최소화하여 비용을 절감하면서 모형의 추론 능력을 높여 시장을 선도하는 모형과 비슷하거나 나은 성과를 얻을 수 있었다.

마지막으로, 대형화된 생성형 AI 모형은 배포 및 활용 단계에서도 많은 연산 자원을 소모하기 때문에 비용이 높게 책정된다는 것이 제약 요인이었다. DeepSeek은 이를 초거대 모형의 학습된 지식을 작은 모형으로 전이하는 distillation 방법을 통하여 극복하였다. 해당 방법론은 모형을 경량화하면서도 성능을 유지하여 기존 추론 모형 대비 적은 연산 자원으로도 작동하도록 한다. 이를 통해서 성능이 입증된 Llama-3, Qwen 등의 경량화 모형을 구축해서 원본 대비 적은 비용으로도 우수한 성능을 보이는 모형을 배포하여 생성형 AI 활용에 따른 비용 부담을 크게 낮출 수 있었다.

DeepSeek AI 성공의 양면성

DeepSeek AI의 성과가 더욱 주목받는 이유는 해당 모형이 오픈소스(open source)로 공개되어 외부 연구진이 모형의 주요 요소를 직접 확인하고 개선할 수 있다는 점이다.⁴⁾ 이와 같은 개방성은 지금까지 대부분의 AI 선도 기업들이 자사의 모형에서 핵심적인 가중치와 학습 방법 등을 철저히 보호하던 방식과 극명한 대조를 이룬다. DeepSeek의 등장 이전까지는 OpenAI의 GPT, Anthropic의 Claude와 같이 미국에서 개발된 폐쇄적인 모형이 성능면에서 가장 앞서있으며 오픈소스 기반 모형은 다소 뒤처져 있다는 것이 일반적인 인식이었다. 그러나 DeepSeek의 사례는 AI 개발 경쟁에서 힘의 균형이 얼마나 빨리 바뀔 수 있는지를 보여주고 있다.

이와 같은 긍정적인 요소에도 불구하고 DeepSeek AI가 선도적인 지위를 오랜 기간동안 유지하기는 어려울 것으로 예상된다. DeepSeek은 Llama, OpenAI의 API와 같이 공개된 기술을 활용하면서 인간의 개입을 최소화하여 비용을 절감하였는데, 이는 해당 모형의 성공 요소에 더하여 인간의 개입을 통해 더욱 개선된 모형을 개발할 여지가 있음을 의미한다. 나아가, 외부 연구진이 공개된 모형을 분석하여 DeepSeek AI의 접근법을 응용할 경우, 더 효율적인 모델을 개발하거나 기존 모델의 성능을 크게 개선할 가능성이 있다.⁵⁾ 이는 역설적으로 AI 개발 경쟁을 심화시켜 DeepSeek AI는 선도적인

4) AI 모형을 공개하는 방식으로는 (1) 학습에 사용된 데이터와 학습 방식을 모두 공개하는 경우와 (2) 학습된 모형의 가중치(weights)를 공개하는 방식으로 나뉜다. 엄밀한 의미에서 전자가 후자보다 더 개방적이지만 메타(Meta)의 Llama가 후자의 방식을 채택한 이후로 두 가지 방식 모두 오픈소스로 흔히 불리고 있다. DeepSeek AI는 학습 자료를 공개하지는 않았다는 점에서 후자에 가까운 경우로 볼 수 있다.

5) 실제로 산업계(Criddle, C., 2025. 3. 2, AI companies race to use 'distillation' to produce cheaper models, Financial Times.)와 학계(Muennighoff et. al., 2025, sl: Simple test-time scaling, *arXiv preprint arXiv:2501.19393*.) 양면에서 모형의 비용 효율을 높이는 연구를 진행하고 있다.

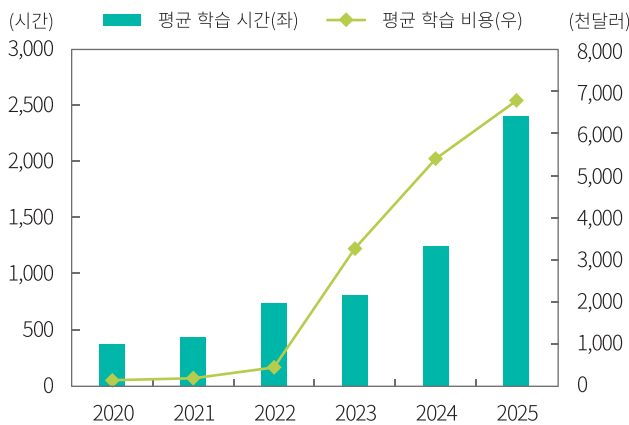
모형으로서 지위를 장기적으로 유지하기 어려울 것으로 예상할 수 있다.⁶⁾

DeepSeek AI가 보여준 성과의 이와 같은 양면성은 향후 생성형 AI 개발 경쟁 구도와 이를 활용하고자 하는 금융업계의 관점에서 중요한 시사점을 전하고 있다.

AI 개발 경쟁 구도의 변화

DeepSeek의 성공은 AI 업계의 경쟁 구도를 변화시킬 것으로 예상된다. 생성형 AI 개발 경쟁은 OpenAI, Google과 같은 선두 기업들이 막대한 투자 자원과 선점 효과로 시장 지배력을 유지할 것이라 예상되었으나,⁷⁾ DeepSeek은 적은 자원으로도 우수한 성능을 구현할 수 있음을 보여주었다. 특히 최신 GPU에 대한 접근이 제한적인 상황에서도 DeepSeek AI 연구진은 기존보다 훨씬 낮은 비용으로 대형 언어모형을 학습시킬 수 있는 방법을 제안하였는데, 이는 지난 수년간 기하급수적으로 증가하고 있는 개발 비용의 추세를(〈그림 1〉 참고) 반전시키는 계기가 될 수 있다. 실제로 DeepSeek-R1의 높은 가격 대비 성능은 이후 공개된 모형들이 경쟁적인 가격을 책정하도록 유도한 것으로 보인다(〈그림 2〉 참고).

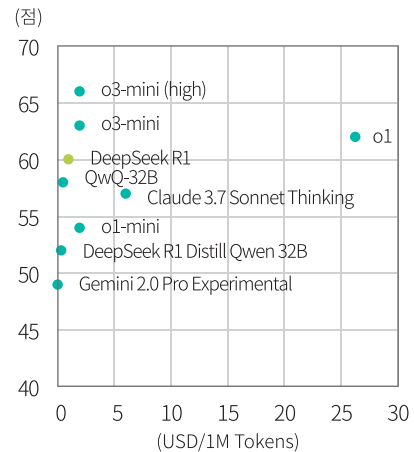
〈그림 1〉 생성형 AI 모형 학습 비용



주 : 해당 연도에 공개된 모든 생성형 AI 모형의 평균 학습 시간 및 비용, 학습 비용은 2023년 달러화 가치를 기준으로 환산하였다.

자료: Epoch AI

〈그림 2〉 모형의 가격과 성능 비교



주 : 2025. 3. 18. 기준 평가점수 상위 10개 모형의 토큰당 가격(가로축) 대비 점수(세로축)를 나타내었다.

자료: Artificial Analysis

6) 실제로, 지난 3월 공개된 LG의 생성형 AI 모형 EXAONE은 성능 면에서 DeepSeek-R1을 비롯한 기존의 추론 모형과 유사하거나 더 나은 성과를 보여서 주목을 받고 있다: LG AI Research, 2025, EXAONE Deep: Reasoning Enhanced Language Models, *arXiv Preprint arXiv:2503.12524*.

7) Korinek, A. & Vipra, J., 2024, Concentrating Intelligence: Scaling and Market Structure in Artificial Intelligence, *NBER Working Paper* no. 33139.

더불어, DeepSeek AI가 오픈소스 접근법을 채택하고서도 우수한 성과를 얻은 사례는 기술의 발전 속도를 더욱 빠르게 하는 계기가 될 수 있다. 오픈소스 모형의 성공은 이를 연구 및 개선하여 폐쇄적인 접근법을 선택한 모형을 성능면에서 빠르게 추격할 가능성을 열었다는 점에서 AI 개발 경쟁에서 후발 주자에 가까운 한국에도 시사하는 바가 크다. 후속 연구를 촉진한다는 측면에서 향후 주도적인 AI 기술은 단순히 우수한 성능을 증명하는 것을 넘어서 협업의 용이성 면에서도 평가받을 것으로 기대한다.

금융산업의 R&D와 혁신 전략

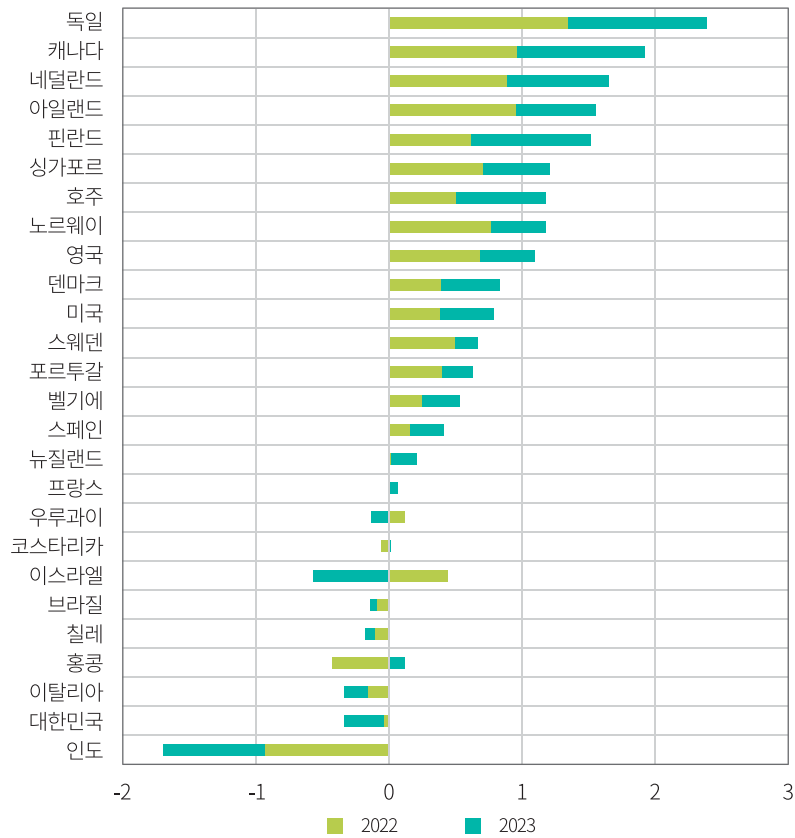
DeepSeek AI의 사례는 금융 기관의 전략적 R&D에 대한 관점의 변화가 필요함을 시사하고 있다. DeepSeek은 모기업인 High-Flyer에서 확보한 GPU 자원을 적극적으로 활용하여⁸⁾ 선진적인 AI 모형을 개발하였다. 특히, 미국의 대중국 수출 제재로 고성능 GPU를 대량으로 확보하기 어려운 상황에서 앞서 설명한 혁신 기술을 활용하여 고성능 모형을 개발할 수 있었던 배경에는 우수한 연구 인력⁹⁾에 더하여 단기적인 수익보다 장기적인 연구 성과를 지향한 점¹⁰⁾을 주목할 수 있다. 이는 금융기관에서 보유하고 있는 IT 인프라와 연구 인력 자원을 효과적으로 활용하여 시장 전반에 영향을 미칠 수 있는 성과를 얻은 사례로 볼 수 있다. 나아가 디지털 혁신의 시대에 금융기관이 외부 IT 솔루션을 활용하는 수동적인 대응을 넘어서 자체적인 기술 역량을 바탕으로 효율성과 안정성이 높은 맞춤형 서비스를 개발하여 시장을 선도하고 기업의 가치를 높일 수 있음을 시사한다.

8) Patel, D., Kourabi, A.J., O’Laughlin, D., Knuhtsen, R., 2025. 1. 31, DeepSeek Debate: Chinese Leadership on Cost, True Training Cost, Closed Model Margin Impacts, SemiAnalysis.

9) Chen, C., How a top Chinese AI model overcame US sanctions, MIT Technology Review.

10) Wu, Z., DeepSeek focuses on research over revenue in contrast to Silicon Valley, Financial Times.

〈그림 3〉 국가별 AI 인재 순유입



주 : LinkedIn 가입자 1만명당 한 해 동안 AI 기술을 보유한 인재의 순유입 비중을 나타내며 양의 값은 인재의 유입, 음의 값은 인재의 유출을 의미한다.
 자료: AI Index(2024), Stanford HAI 연구소

금융기관의 R&D를 통한 장기적인 가치 제고를 위해서는 분명한 목표의 설정과 인프라의 확보가 선행될 필요가 있다. 우선, AI가 가장 큰 영향을 미칠 수 있는 업무 분야를 파악하고, 문제점과 해결 방안을 포함하여 구체적인 목표를 설정해야 한다. 더불어, 전문가를 확보하고 스타트업 및 연구 기관과의 협력을 통해 기술 역량을 강화할 필요가 있다. 국내 금융기관의 IT 인적·물적 자원에 대한 투자는 점진적으로 증가하고 있으나 아직 선진국 대비 부족한 상황이다.¹¹⁾ 특히, 지난 수년간 미국, 캐나다, 유럽에서 AI 전문가 인력의 순유입이 있었던 반면 한국은 순유출 국가로 분류되고 있다(〈그림 3〉 참고).¹²⁾ 이와 같은 추세를 반전시키기 위하여 장기적인 관점에서 연구개발 자원에 대한 전략적인 투자를 지속할 필요가 있다.

11) 노성호, 2023, 생성형 AI에 의한 생산성 혁신과 금융업의 대응 방향, 자본시장연구원 『자본시장포커스』 2023-18.
 12) 해당 자료는 국내에서는 보급률이 상대적으로 낮은 네트워크 플랫폼인 LinkedIn을 통하여 수집되었다는 점에서 인력의 유입 대비 유출이 과도하게 측정되었을 가능성이 있다.

OPINION

연구위원
홍원구

연금 개혁기의 사적연금 세제 개선 방향*

국내 퇴직연금 세제는 퇴직연금 납입액과 투자수익은 과세하지 않고 인출 시에 퇴직소득에 대해서 과세한다. 국민연금과 같은 공적연금에도 동일한 방식이 적용된다. 한편 개인연금 등의 사적연금 납입액에 대해서는 세액공제 방식이 적용된다.

퇴직연금과 개인연금의 납입액에 대하여 세제상의 차이가 존재하여 사적연금 제도의 통합적 운용에 장애 요인이 되고 있다. 2010년대 중반의 세제 개선의 효과로 인출 단계에서 일시금 인출 시기가 늦추어지고, 연금화가 증가하고 있지만 연금화의 비율은 여전히 낮은 편이다.

개인연금과 퇴직연금을 포함한 사적연금 납입액에 대해 소득공제 방식을 적용하여 사적연금 제도의 효율성을 높이고, 인출 단계에서 일시금 인출시 면세 허용 한도를 신설하여 퇴직자의 연금 자산 인출 시 부담을 줄여야 한다.

국민연금 개정 작업이 마무리 단계에 접어들고 있다. 현재의 국민연금 개정안이 통과되면 국민연금 보험료율이 인상된다. 보험료율이 현재보다 40% 이상 인상될 예정이다. 국민연금 보험료율이 인상되면 자율적으로 가입하는 개인연금 등 사적연금의 가입 여력에 영향을 미쳐, 사적연금이 위축될 것으로 예상된다. 사적연금 납입액에 대한 세제 혜택을 높여, 개인연금 등 사적연금의 과도한 위축을 방지해야 한다. 국민연금의 보험료율이 높아져도, 연금액의 증가는 미미하므로 여전히 사적연금을 통한 노후 소득 보완이 필요하기 때문이다. 또한 국민연금 수급 연령 이전에 퇴직하는 경우가 많아 국민연금 수급 시기까지 생활자금은 사적연금을 통해 조달되어야 한다. 이러한 시점에서 퇴직연금 세제를 포함한 사적연금 세제의 현황과 주요 문제점을 검토해 보고, 개선 방향을 찾아본다.

사적연금 세제 현황

국내 퇴직연금 세제는 퇴직연금 납입액과 투자수익은 과세하지 않고 인출 시에 퇴직소득에 대해서 과세하는 방식이다. 즉 납입액 면세(Exempted), 투자수익 면세(Exempted), 퇴직소득 과세(Taxed) 방식(EET)이다. 이러한 방식은 많은 나라에서 퇴직연금에 적용하는 과세 방식이며, 국민연금과 같은 공적연금에도 EET 방식이 적용된다. 한편 개인연금과 개인형(Individual Retirement Pension: IRP) 퇴직연금에 대한 세제는 다소 차이가 있는데, 2014년 이후 납입액에 대해 세액공제하고, 투자수익은

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

면세, 연금소득에 과세한다. 현행 과세 체계에서는 누진 소득세율이 적용되므로 소득공제 방식은 고소득자의 세금 감액 효과가 커지고, 세액공제 방식은 소득의 고저와 관계없이 납입액의 일정액만큼 세금 감액 효과가 있다.

현재 사적연금에 대한 세액공제 한도는 900만원이며, 세액공제 비율은 12% 또는 15%이다. 세액공제 한도는 연금저축에 납입할 경우 600만원이며, IRP형 퇴직연금에 납입할 경우 900만원까지이다. 세액공제율은 근로소득만 있는 경우 총급여액 5,500만원 이하(종합소득금액이 4,500만원 이하) 15%, 근로소득만 있는 경우 총급여액 5,500만원 초과(종합소득금액이 4,500만원 초과) 12%로 소득에 따라 세액공제율이 달라진다.

연금의 인출 단계에서 현행 세법은 퇴직연금과 연금저축을 ‘연금계좌’에 통합하여 연금으로 인출할 경우 연금소득세를 과세하고, 연금외 인출시는 이연퇴직소득세나 기타소득세를 과세한다(임상엽·정정운, 2025, 『세법개론Ⅱ』, p.458). 이때 연금소득은 연금소득자의 나이에 따라 3~5%의 낮은 세율로 과세하나, 기타소득은 20%의 높은 세율로 과세한다. 즉 이연된 퇴직연금은 일시금 등 연금외 인출 시에는 이연된 퇴직소득세가 과세되며, 연금으로 인출될 경우 실제 연금수령 연차가 10년 이하일 때는 이연된 퇴직소득세의 70%(10년 초과일 때 60%)가 과세된다. 여기서 이연된 퇴직연금이란 근로자가 퇴직시 자신의 퇴직금 또는 퇴직연금을 인출하지 않고 IRP 계좌로 이체한 금액을 말한다. IRP 계좌로 이체되는 경우 퇴직소득세가 계산은 되지만 과세되지 않고, IRP 계좌에서 인출될 때까지 과세가 이연되는데 이를 이연 퇴직소득세라 한다.

납입 단계의 문제점과 개선 방향

유사한 역할을 하는 퇴직연금과 개인연금 납입액에 대한 세제 처리가 서로 다르다. 개인연금과 IRP에 대한 납입액에 대한 세제 처리 방식도 소득별, 계좌별로 공제율과 공제 한도가 달라 복잡하다. 소득공제 방식은 납입 단계에서 과세하지 않기 때문에 인출 단계에서 과세하는 방식이 합당하지만, 세액공제 방식은 납입 단계에서 일정 부분 세액을 덜어주는 셈이므로 인출 단계에서 과세할 때 이중과세의 문제가 있을 수 있다.

IRP는 근로자들이 퇴직시에 받는 퇴직연금 또는 퇴직금을 인출 시까지 운용하는 이전 계좌로서의 역할을 한다. 또한 근로자가 자발적으로 퇴직연금에 추가 납입을 하여, 퇴직자산을 늘리려 할 때 사용할 수 있다. 추가 납입액 운용 계좌로서 IRP는 개인연금과 동일한 역할을 하기 때문에 IRP와 개인연금의 구분이 실질적으로 무의미하다. 그리고 개인연금과 IRP를 구분하여 공제 한도를 달리하는 방식도 변경해야 한다. IRP 가입을 촉진하기 위해 IRP에 대한 납입 한도를 별도로 정한 것은 이해할 수 있으나, IRP에 납입할 때는 900만원 한도를 허용하고, 개인연금에 납입할 때는 600만원까지만 한도를 허

용하여 IRP를 우대하는 편향이 발생하였다. 즉 개인연금과 IRP를 동시에 가지고 있을 경우, IRP에 한 번에 납입하는 쪽이 더 편리하다.

현재의 퇴직연금은 자영업자를 포괄하지 못한다. 퇴직연금에 가입하지 않더라도 근로자들은 퇴직금 제도의 적용을 받기 때문에 퇴직금을 받는다. 따라서 퇴직연금이 없는 자영업자에게는 그에 상응하는 추가적인 연금 납입을 허용해야 하는데, 퇴직연금에 해당하는 납입액에는 소득공제(소득이연) 방식을 적용하고, 개인연금에 해당하는 납입액에 대해서는 세액공제 방식을 적용해야 하는지 의문이다. 2018년 이후 자영업자들의 IRP 퇴직연금 가입이 허용되었다. 이들은 별도의 퇴직연금이 없으므로 퇴직연금과 개인연금이 합쳐진 형태로 연금에 가입해야 하는데, 이 경우 퇴직연금과 개인연금은 동일한 세제 적용을 받아야 한다.

연금 납입액 사이의 균형을 맞추기 위해 현재 IRP와 개인연금 납입액에 대한 세액공제 방식을 2013년 이전처럼 소득공제 방식으로 변경할 필요가 있다. 또한 추가납입 금액 한도를 1개월분 소득으로 변경하여, 소득 수준에 따라 적절한 금액이 납입될 수 있도록 허용해야 한다. 자영업자의 경우 퇴직연금과 개인연금의 구분이 무의미하므로 2개월분 소득에 대해 소득공제 방식으로 연금에 납입하도록 허용하여야 한다. 이를 통해 국민연금, 퇴직연금, 개인연금의 납입액에 대한 세제의 일관성을 회복할 수 있다. 여기서 2개월분 소득을 사적연금 납입 한도로 설정하는 이유는 다음과 같다. 30년간 일한 근로자가 퇴직 후 30년간 연금을 받고, 그리고 연금을 받는 동안 투자수익률을 5%로 가정하면 소득대체율(=연금액/최종급여)은 16.1%이다.¹⁾ 여기에 세제혜택을 받는 개인연금 또는 IRP에 1개월분 급여를 추가 납입하여 퇴직연금 적립금과 비슷한 규모의 재원을 축적한다면 사적연금을 통해 30% 정도의 소득대체율을 확보할 수 있다.

캐나다의 퇴직저축 제도에 적용되는 방식이므로 현실적으로 큰 무리가 없을 것으로 예상된다. 캐나다는 1991년 이후 퇴직연금과 개인연금에 해당하는 RRSP(Registered Retirement Savings Plan)에 전년도 소득의 18%(2024년 31,560 캐나다 달러 한도)까지 납입할 수 있도록 허용하고 있다. RRSP 납입액은 퇴직연금과 합산하여 공제받는데, 퇴직연금이 없는 경우 RRSP에 전년도 소득의 18%까지 납입할 수 있다.

인출 단계의 문제점과 개선 방향

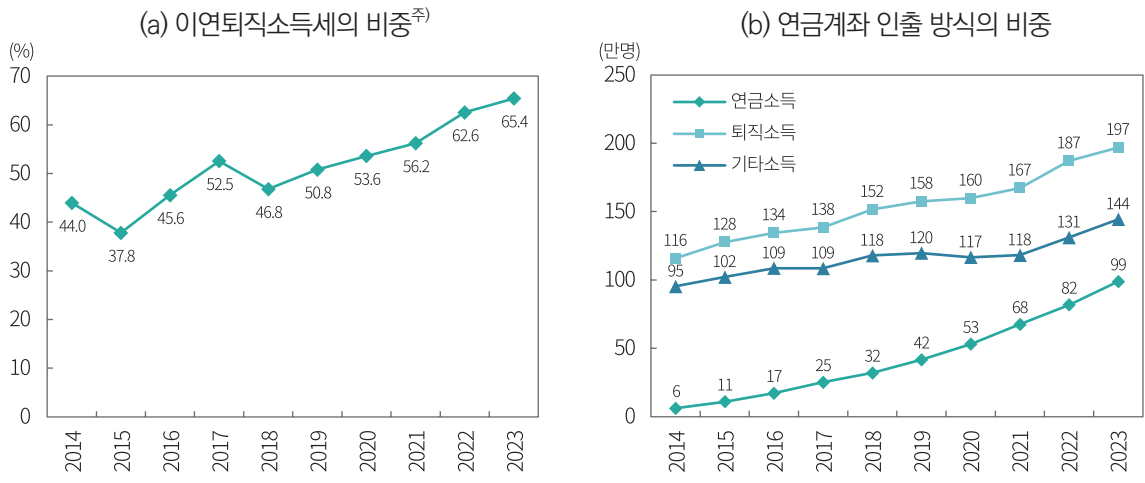
2014년 정부는 퇴직일시금 지급자의 세금 부담을 높이는 방향으로 퇴직소득세제를 개정하였으며, 급격한 세금 부담의 증가를 완화하기 위해 새로운 세금 계산 방식을 2016년부터 일부 적용하고, 2020년까지 매년 적용 비율을 높이며 적용하였다. 제도 개정의 핵심 내용은 근로자가 퇴직할 때 받은 퇴직

1) 월급여 30개월분의 퇴직일시금을 연금현가로 나누어 구할 수 있다(= 30 / 186.3). 30년, 투자수익률 연 5%, 매월말 지급 시 연금현가는 186.3이고, 다음 공식을 사용하여 구할 수 있다. 연금현재 = $[1 - 1 / (1 + i)^N] / i$, i = 투자수익률, N = 지급기간

소득 중 일부 또는 전부를 연금계좌에 이체하면 이연되는 퇴직소득에 해당하는 퇴직소득세도 이연해주는 것이다. 그리고 이연된 퇴직소득을 연금으로 수령하면 이연된 퇴직소득세의 30%(또는 40%)를 감면해 준다.

퇴직연금 일시금에 대한 과세 강화 이후 퇴직소득의 상당 부분이 연금계좌로 이체되고 있다. 퇴직연금 소득에 대한 과세는 퇴직급여를 연금계좌로 이체시키는 실질적인 수단이 되고 있다. 「근로자퇴직급여보장법」 개정(2012년 7월 26일)으로 퇴직연금 급여를 개인형퇴직연금(Individual Retirement Pension: IRP) 계정으로 이체하도록 하고 있다. 이때 퇴직자가 IRP를 해약하고 일시금으로 인출할 수 있지만, 퇴직소득 신고 대상세액 중 이연퇴직소득세의 비중이 점차로 증가하는 추세를 보면 퇴직 시 즉시 인출하는 추세가 다소 완화되고 있음을 알 수 있다(〈그림 1 (a)〉 참조).

〈그림 1〉 이연퇴직소득세와 연금계좌 인출 방식의 비중



주 : 퇴직소득 신고 대상세액 중 이연퇴직소득세의 비중
 자료: 국세청

연금계좌로 이체된 퇴직자산은 55세 이후 연금(달돈)으로 인출될 것으로 기대되지만, 실제 인출 상황을 보면 여전히 연금 이외의 인출이 많다. 연금계좌로 이체된 퇴직소득의 인출 상황을 살펴보기 위해 연금계좌 원천징수 신고 현황(국세통계연감 4-4-7 거주자의 연금계좌 원천징수 신고 현황)을 살펴보면 연금(달돈)이 아닌 일시금 또는 연금 한도 초과액 형태로 인출되는 금액이 상당히 많다는 것을 알 수 있다. 매년 연금소득 신고자가 늘고 있다. 2014년 6만명이던 연금소득 신고자가 2023년 99만명으로 증가하였다(〈그림 1 (b)〉 참조). 그러나 연금이 아닌 인출 방식의 비중이 여전히 높음을 알 수 있다.

연금계좌로 이체된 퇴직소득이 최종적으로 연금으로 수령될 수 있는 방안이 필요하다. 우선 고려해 볼 수 있는 방법은 정년 퇴직자의 경우(또는 55세 이후 등 특정 연령 이후) 퇴직소득의 40% 정도를 세금 없이 인출할 수 있도록 허용하는 방안을 고려할 수 있다. 즉 세액 계산 과정에서 40% 정률공제를

허용하는 방식 대신에 적립금의 40%를 세금 없이 인출할 수 있도록 허용하는 방안이다. 연금계좌에 이체된 이후에 연금외 인출되는 경우 중 상당 부분이 퇴직 후 긴급 자금이 필요하기 때문이다. 40%의 면세 인출이 허용된다면 퇴직자들은 우선 필요 자금을 충당할 수 있고, 긴급한 자금 인출로 인한 추가적인 세금 부담을 피할 수 있다. 영국의 경우 인출 방식에 대한 대대적인 변화에도 불구하고 25%의 면세 인출 한도를 유지하였다.

ZOOM
-IN퇴직연금 로보어드바이저 일임서비스
도입의 기대효과와 시사점

- 국내 퇴직연금 시장은 지속적으로 성장하고 있으나 여전히 원리금보장형 상품 중심으로 운용되어 적극적인 운용 전략이 부족한 상황
- 이에 2024년 12월 금융위원회는 퇴직연금 로보어드바이저 일임형 서비스를 혁신금융서비스로 지정
- 글로벌 로보어드바이저 시장 규모는 빠르게 확대되고 있으며, 주요국들은 우리나라보다 앞서 연금시장에도 로보어드바이저를 활발히 이용 중
- 해외사례를 참고하여 서비스 도입의 기대효과와 더불어 부작용과 제도적 과제도 함께 검토할 필요

- 국내 퇴직연금 시장은 지속적인 성장세를 보이고 있으나 여전히 원리금보장형 상품 중심으로 운용되고 있어 적극적인 운용 전략이 부족한 상황
 - 2023년말 기준 퇴직연금 총 적립금은 382.4조원으로 최근 10년간 연평균 16.4%의 성장률로 약진하고 있으며, 특히 IRP, DC형 퇴직연금 중심으로 시장 확대가 지속
 - 2014~2023년 기간 퇴직연금 적립금의 유형별 연평균 성장률은 DB형 13.1%, DC형 19.6%, IRP 27.8%로, 세액공제 확대와 퇴직금 이전 의무화 등 제도 변화에 힘입어 IRP의 성장이 다른 유형보다 두드러짐
 - 다만, 적립금 규모는 지속적으로 확대되고 있으나 퇴직연금 운용 방법이 원리금보장형 상품에 편중되어 수익률이 저조한 상황으로, 수익률 개선을 위한 방안이 필요한 실정
 - 2023년말 퇴직연금 적립금 중 원리금보장형 상품의 비중은 87.2%에 달하나 실적배당형은 12.8%에 불과해 연금 자산의 장기적 성장성이 제한
 - 최근 5년 및 10년 연환산 수익률도 각각 2.35%, 2.07%로 낮아, 노후자금 안정성 측면에서 우려가 제기됨
 - 가입자 스스로 투자 결정을 내려야 하는 IRP, DC형 퇴직연금이 빠르게 증가하고 있지만 많은 가입자는 금융·투자에 대한 전문성이 부족해 여전히 원리금보장형 상품에 의존하고 있으므로, 적립금 운용에 대한 체계적인 지원과 맞춤형 운용 전략 제시 필요

□ 이에 따라 금융위원회는 2024년 12월, 퇴직연금 수익률을 제고하고 근로자의 노후 소득 재원 확충에 기여할 것으로 기대되는 퇴직연금 로보어드바이저 일임형 서비스를 ‘혁신금융서비스’로 지정¹⁾

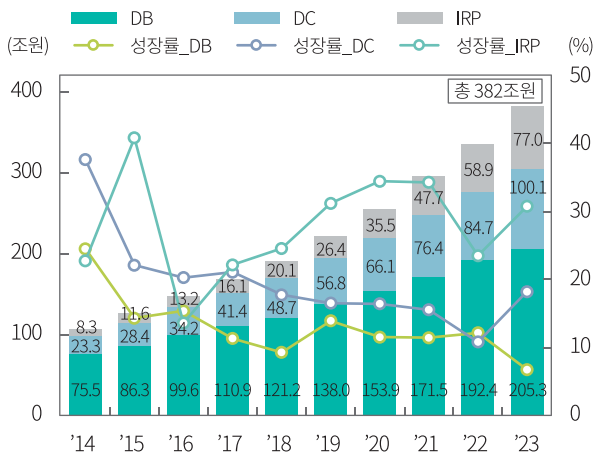
— 기존에는 퇴직연금 적립금의 운용 수단으로 투자일임이 허용되지 않아 퇴직연금에서는 로보어드바이저를 통한 투자자문 이상의 역할을 수행하기 어려웠으나, 이번 지정으로 규제 샌드박스를 통해 선정된 회사들이 일임형 로보어드바이저 서비스를 시범 운영할 수 있도록 허용

- 지정된 회사는 증권사 9개, 운용사 3개, 자문일임사 5개 등 총 17개사로, 가입자를 대신해 적립금의 운용 방법을 정할 수 있도록 규제 특례를 부여
- 다만 소비자 보호 조치를 이유로 로보어드바이저 서비스를 사용할 수 있는 퇴직연금 계좌 유형은 IRP(개인형 퇴직연금)로 한정

— 금융위원회는 로보어드바이저 도입에 따른 시스템 운영 문제, 수수료 체계, 규제 방향 등 세부적인 가이드라인을 업계와 논의 중이며, 샌드박스 사업자는 2025년 중 로보어드바이저를 활용한 서비스를 출시할 예정

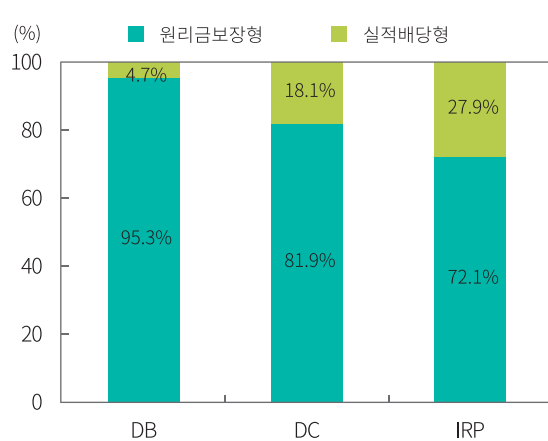
- 금융위원회의 보도자료에 따르면, 현재까지 금융당국이 제시한 주요 부가조건은 다음과 같음
- ① 신청기업 중 자본잠식인 신청사들은 자본건전성 개선 방안을 이행 완료하고 서비스를 개시할 수 있으며, ② 시장 안정성을 위해 동일상품 쏠림현상 등의 방지 장치를 사전에 마련해야 하고, ③ 투자자 보호를 위해 시장불안정성 확대시 투자자 보호방안을 마련하고 서비스 중단 시의 투자위험을 이용자들에게 사전 고지해야 함

〈그림 1〉 유형별 퇴직연금 적립금 추이



자료: 고용노동부 보도자료

〈그림 2〉 유형별 퇴직연금 적립금 운용방법



주 : 2023년 기준

자료: 고용노동부 보도자료

1) 금융위원회, 2024. 12. 24, 퇴직연금 로보어드바이저 일임서비스 등 신규 지정으로 금융규제 샌드박스 500건 돌파, 보도자료.

□ 글로벌 로보어드바이저 시장 규모는 빠르게 확대되고 있으며, 연금시장에서도 로보어드바이저를 활발히 이용 중

- 글로벌 로보어드바이저 시장 규모(AUM)는 2020년 975억 달러에서 2024년 10월 1.8조 달러로 크게 증가했으며, 2029년에는 2.4조 달러에 이를 것으로 전망²⁾
- 로보어드바이저 시장이 부상하게 된 배경에는 규제 변화, 금융시장 구조, 기술 발전 등의 흐름이 복합적으로 작용³⁾
 - 금융자문 서비스의 투명성 요구 강화로 소비자들은 자문 비용에 민감하게 반응하게 되었고, 자문사 역시 수익성이 낮은 저자산 고객을 기피하는 경향이 나타남
 - 또한 비대면 금융거래가 보편화되면서 모바일·온라인 채널을 통한 간편한 투자자문 수요가 증가
 - 그 결과 저비용·기술 기반 투자자문 모델인 로보어드바이저가 빠르게 확산되었으며, 극대화된 효율성과 낮은 수수료를 바탕으로 개인 맞춤형 투자 서비스를 제공
 - 초기에는 순수 로보어드바이저 업체들이 시장을 주도했으나, 최근에는 기존 대형 금융회사들이 강한 브랜드 인지도와 기존 고객 네트워크를 활용해 자체적으로 로보어드바이저 서비스를 개발하거나 IT 기업과의 협업을 통해 가격 경쟁력으로 시장에 대응⁴⁾
- 국내 로보어드바이저 시장도 2016년 금융당국의 테스트베드 도입 이후, 알고리즘 인증을 받은 다양한 금융기관과 핀테크 기업이 투자자문 및 자산운용 서비스를 제공 중
 - 로보어드바이저 관련 규제환경이 개선되고 코로나19 이후 MZ 세대를 중심으로 비대면 투자 수요가 확대되면서 국내 로보어드바이저 운용 금액과 계약자 수 크게 증가
 - 다만 2023년 6월 투자자보호를 위한 사후 운용심사 도입 후, 이에 부담을 느낀 일부 로보어드바이저 업체들이 서비스를 중단하며 운용자산 규모가 크게 축소되었으나⁵⁾, 이후 시장은 점차 회복세를 보이고 있으며 특히 일임형 서비스의 운용금액 및 고객 수가 꾸준히 증가⁶⁾
- 국내는 아직 로보어드바이저 기반의 퇴직연금 일임서비스가 본격 도입되기 전 단계에 있으나, 해외 주요국들은 이미 해당 서비스를 연금자산 운용에 활용 중

2) Statista Market Insights

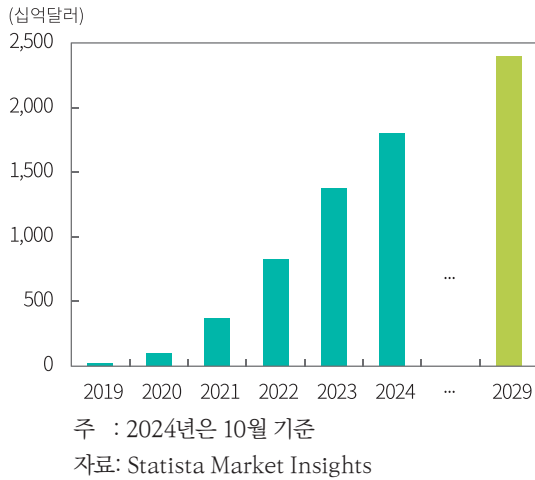
3) OECD, 2017, *Robo-Advice for Pensions*.

4) 류건식·김동경, 2018, 로보어드바이저를 활용한 퇴직연금 자산관리 사례 및 시사점, 보험연구원 포커스.

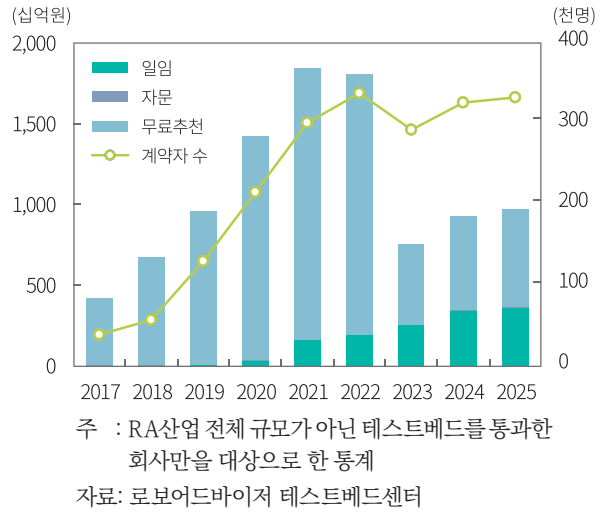
5) 특히 마케팅 차원에서 고객에게 무료로 로보어드바이저 서비스를 제공해 왔던 은행들이 대거 서비스를 철회하며 감소 폭 더욱 두드러짐

6) 주윤신, 2024, 퇴직연금의 혁신, RA 기반 투자일임 서비스, 하나금융경영연구소.

〈그림 3〉 글로벌 로보어드바이저 시장규모 추이



〈그림 4〉 국내 로보어드바이저 시장규모 추이



□ 미국은 로보어드바이저 시장이 가장 발전된 국가로, 퇴직연금 운용시장에서 다양하고 포괄적인 서비스를 제공 중

- 글로벌 로보어드바이저 시장에서 미국이 차지하는 비중은 80% 이상으로 미국은 로보어드바이저 도입 시기와 성장 속도 모두에서 시장을 선도하고 있음
- 미국 로보어드바이저 서비스는 초기 자산관리 분야에서 활용되기 시작하였으나 점차 퇴직연금(IRA, 401(k)) 운용 및 은퇴 관련 서비스 등으로 영역이 확장
 - 초기에는 Betterment, Wealthfront 등의 전문 로보어드바이저 업체가 서비스를 시작했으나, 이후 Vanguard, Schwab 등의 금융회사도 자체 로보어드바이저를 개발해 기존 퇴직연금 가입 고객을 대상으로 서비스를 제공하며 시장에 진출
 - Betterment는 기업형 401(k) 운용 서비스(Betterment for Business)를 출시했고, Bloom과 같이 퇴직계좌 관리에 특화된 로보어드바이저도 등장⁷⁾
 - 일반적인 운용 절차는, 설문을 통한 근로자의 투자 성향 및 재무 목표 파악 → 알고리즘 기반 포트폴리오 구성 및 운용 → 자동 리밸런싱을 통한 목표 자산 배분 유지의 방식으로 이루어짐
 - 일부 로보어드바이저는 Tax-loss Harvesting(절세 매매) 기능, 은퇴시점 설계, 인출 전략, 은퇴 자산 시뮬레이션 분석 등 포괄적 솔루션을 통합 제공하는 디지털 금융 플랫폼으로 진화 중⁸⁾
- 초기에는 완전 자동화 형태로 운용되어 고객과 운용 인력 간 직접 소통이 없는 구조였으나, 현재는 전화 상담 등 인력을 결합한 하이브리드 모델이 도입되어 자산관리사와의 병행 자문이 이루어지기도 함

7) Financial Advisor Transitions, 2024, Top 10 Robo-Advisors Ranked by Assets Under Management.

8) Morningstar, 2023, 2023 Robo-Advisor Landscape.

- 미국에서 로보어드바이저는 fiduciary duty를 지닌 SEC 등록 자문사이므로, 전통적 투자자문사와 동일한 법규와 함께 로보어드바이저의 특성에 맞춘 소비자 보호 지침이 적용됨⁹⁾
 - 로보어드바이저에 대한 별도의 수수료 상한 규제는 없으나, SEC 등록 투자자문업자로서 수수료 및 보수 체계에 대해 투명하게 공시하고 고객의 최선 이익에 부합하도록 운영할 의무를 가짐¹⁰⁾
 - 또한 계좌 운용에 알고리즘을 사용한다는 사실과 알고리즘의 주요 기능·가정·한계 등 알고리즘 및 서비스에 대해 고객에게 명확하고 충분히 설명할 것을 요구
 - 투자 목적, 투자 기간, 재무 상황 등을 종합적으로 고려하여 고객에게 적합한 포트폴리오를 제시할 수 있도록 고객에 대한 충분한 질문과 데이터를 활용해야 한다고 지침
 - 위험관리 측면에서 알고리즘을 개발·배포할 때 철저한 사전 테스트와 백테스트를 거쳐야 하며, 운용 중에도 지속적인 성과 모니터링을 통해 오류 여부를 검증해야 한다고 명시
 - SEC와 금융산업규제기구(FINRA)는 로보어드바이저 활용 가이드를 발간하여 투자자가 알고리즘 자문을 받을 때 반드시 확인해야 할 사항(서비스 범위, 알고리즘 한계, 수수료 구조 등)을 교육
- 이처럼 미국은 등록, 공시, 내부통제, 사후제재 등을 포함한 원칙 중심의 규제 체계를 통해 로보어드바이저의 성장과 소비자 보호를 병행

□ **운용규모는 미국 대비 작지만 영국·일본·호주 등 주요국에서도 로보어드바이저 시장이 꾸준히 성장하고 있으며 연금시장 내 활용도 역시 점차 확대되는 추세**

- 영국은 보수적인 금융문화와 엄격한 규제환경으로 로보어드바이저 도입이 비교적 늦었지만 ISA, SIPP(Self-Invested Personal Pensions) 등 다양한 계좌에 로보어드바이저를 활용 중
 - Nutmeg, Wealthify, Moneyfram 등이 대표적이며 ETF 기반의 자동 포트폴리오를 구성하여 SIPP 계좌에 투자자문 및 일임 서비스를 제공¹¹⁾
- 일본도 WealthNavi 등이 iDeCo(개인형 확정기여연금)와 연계하여 ETF 기반의 연금 포트폴리오를 구성하고 자동화된 리밸런싱 기능을 제공
- 호주 역시 퇴직연금인 Superannuation 및 SMSF(Self Managed Super Fund)에 로보어드바이저를 활용이 이루어짐
 - 대표적인 업체로는 Decimal, Stockspot, Six Park 등이 있으며, 고객의 투자성향과 목표를 기반으로 자동 포트폴리오를 구성하고 정기적인 리밸런싱을 통해 연금 자산을 관리
- 대부분의 국가들은 로보어드바이저에 대해 알고리즘의 투명성 확보, 지속적 모니터링, 포트폴리오 적합성 평가, 명확한 비용 공시 및 이해상충 방지 등 핵심 규제 원칙을 적용

9) SEC, 2017, *IM Guidance Update: Robo-advisers*.

10) 미국 로보어드바이저 수수료는 연 0.2~0.5% 수준으로 전통적인 인력 자문수수료에 비해 크게 낮음

11) Forbes, 2025, *Our Pick Of The Best Robo-Advisors In The UK*.

- 영국은 RDR(Retail Distribution Review) 기반의 수수료(commission) 금지 정책으로 로보어드바이저 업체들이 금융상품 공급자로부터의 수수료 수취를 금지하고 있으며, 대신 고객에게 직접 투명한 자문료를 청구하도록 의무화함으로써 이해상충 문제를 방지¹²⁾
- 호주는 개인 맞춤형 투자권유서(Statement of Advice: SoA)¹³⁾ 발행을 의무화해 로보어드바이저 업체의 책임과 신뢰를 강화하고, 고객이 금융회사의 투자권유가 본인에게 적합한지 판단할 수 있도록 지원¹⁴⁾

□ 퇴직연금 로보어드바이저 투자일임 서비스 도입에 따른 기대효과와 함께 발생 가능한 부작용과 향후 과제에 대한 종합적인 검토가 필요

- 퇴직연금 로보어드바이저 일임서비스 도입시 퇴직연금 수익률 개선, 개인 투자자의 운용 편의성 제고, 운용비용 절감, 노후 소득재원 확충, 퇴직연금 시장 활성화 등 긍정적인 효과 기대
 - IRP 가입자의 적립금 운용이 장기 수익률을 추구하는 실적배당형 상품으로 확대될 경우 퇴직연금 수익률 제고에 기여할 것으로 기대
 - 또한 낮은 수수료를 통한 운용비용 감소는 퇴직연금의 실질 수익률을 높이는데 기여
- 반면 알고리즘의 한계 및 예측 실패 가능성, 책임 소재 불명확성, 사이버 보안 문제, 이해상충 및 불완전판매 우려 등 복합적인 리스크도 존재
 - 특히 금융이해도가 낮은 가입자가 많은 IRP 시장에서, 부적절한 자문 제공 또는 알고리즘 운용에 대한 신뢰 부족으로 서비스 활용이 저조할 수 있다는 우려도 제기
- 또한 수수료 부과 방식을 업계 자율에 맡길 경우, 대형사를 중심으로 과도한 수수료 인하 경쟁이 전개될 수 있다는 우려도 제기¹⁵⁾
 - 대형사는 계열 운용사의 상품을 포트폴리오에 편입함으로써 간접적인 수익 확보가 가능하지만, 기술 기반의 소형 업체들은 운용 성과보수 외에 뚜렷한 수익원이 없어 수수료 경쟁이 심화될 경우 상대적으로 경쟁력이 약화될 가능성 존재
- 로보어드바이저 활용 과정에서 발생할 수 있는 문제점을 사전에 진단하고, 제도적으로 보완할 수 있는 규제 및 운영 기준 마련 필요
 - 알고리즘의 안정성과 신뢰성을 확보하기 위해, 예외적인 시장 상황에서도 알고리즘이 안정적으로 작동할 수 있도록 지속적인 검증 및 개선 체계가 필요
 - 로보어드바이저의 투자 결정에 따른 손실 발생 시 법적 책임 소재를 명확히 규정할 수 있는 규제 체계 정비 필요

12) FCA, COBS 6.1A: Adviser charging and remuneration, FCA Handbook

13) 금융회사가 개별 고객에게 연금 등 금융상품을 권유할 때, 고객의 투자목표·재무상황·위험성향 등을 종합적으로 분석한 후, 이에 기반한 맞춤형 투자 조언과 함께 수수료 구조 및 이해상충 요소 등 주요 내용을 문서로 작성해 고객에게 제공

14) ASIC, 2024, *Regulatory Guide 175: AFS Licensing: Financial Product Advisers-Conduct and Disclosure*.

15) 아주경제, 2025. 1. 12, '혁신' 내세운 퇴직연금 RA, 수익성 발목 잡는 규제는 '숙제'.

- 이해상충 방지 및 소비자 보호를 위해 수수료와 이익 구조를 투명하게 공시하고, 알고리즘 기반 의사결정에 대한 투자자의 불안감을 해소하기 위해 투자 결정 방식에 대한 충분한 설명 책임을 부여
 - 호주의 투자권유서(SoA) 사례를 참고하여, 고객에게 명확하고 신뢰할 수 있는 정보를 제공함으로써 로보어드바이저에 대한 투자자의 신뢰를 높이고 서비스 확산을 유도할 필요
- 국내 퇴직연금 로보어드바이저 투자일임 서비스는 도입 초기 단계로 해당 서비스에 익숙하지 않은 고객이 많을 것으로 예상되므로, 소비자의 금융이해도에 따른 맞춤형 가이드 및 금융교육 강화가 필요
- 향후 로보어드바이저를 통한 퇴직연금 일임서비스가 정착되면, 한국의 디지털 퇴직연금 시스템도 단순한 자산 배분을 넘어 은퇴 설계를 포함한 통합관리 모델로 발전할 필요
- 또한, 현재는 로보어드바이저 일임서비스를 사용할 수 있는 퇴직연금 계좌 유형을 IRP로 한정했지만, 제도가 잘 정착되면 DC형 퇴직연금도 서비스 대상에 포함할 필요
- 투자자들이 자동화된 자산관리 서비스에 대한 관심이 높아지고 있고, 기술 발전과 함께 로보어드바이저의 활용도가 더욱 확대될 것으로 예상되는 만큼, 금융소비자와 로보어드바이저 사업자 모두를 보호할 수 있는 균형 잡힌 규제 체계가 마련될 필요
- 소비자 보호를 강화하면서도 로보어드바이저 시장의 발전을 저해하지 않는 적절한 수준의 규율과 유연성이 동시에 고려되어야 할 것

연구원 박상연

ZOOM
-IN

일본의 주주총회 분산 개최에 관한 논의

- 해외 주요국과 달리 우리나라의 주주총회는 3월 말에 집중되어 있으며 일본도 이와 비슷한 상황이 지속되고 있음
- 일본의 주주총회 및 유가증권보고서 제출 집중도는 오랜기간 문제점으로 지적되어 10년 이상 다양한 논의와 대응을 해왔으나 여러 복합적인 요인으로 실효성은 미미하였음
- 금융청은 집중된 주주총회 관행을 개선하고 중복된 공시서류를 통합하는 방안을 검토 중이며 기업, 투자자, 감사법인 등을 대상으로 현재까지 2회 회의를 진행함
- 금융청의 이번 개혁은 일본 기업지배구조 개선의 중요한 시도로 평가되며 국내와 유사한 관행을 고려할 때 일본의 사례를 주시할 필요가 있음

- 해외 주요국과 달리 우리나라의 주주총회는 3월 말에 집중되어 있으며 일본도 이와 비슷한 상황이 지속되고 있음
 - 국내 매년 3월 말에 집중되는 ‘슈퍼주총데이’ 현상은 과거부터 지속되어 왔으며 최근 들어 심각성이 더욱 부각되고 있음
 - 2024년 주주총회 집중일은 3월 28일로 나타났으며, 과거 3월 말의 집중도는 2019년 90.4%였으나 2024년에는 94.2%에 이룸¹⁾²⁾
 - 이러한 문제를 해결하기 위해 2018년부터 ‘주주총회 분산 자율준수 프로그램’이 시행되었으며 2020년 상법 개정을 통해 주주총회 1주 전 사업보고서 및 감사보고서를 제출하도록 하였으나 주주총회 개최일은 여전히 특정기간에 집중되어 있음
 - 미국 및 유럽 주요국에서는 결산일로부터 4~5개월 후 주주총회를 개최하지만 일본과 우리나라는 결산일로부터 3개월 이내에 개최하고 있어 일정이 매우 촉박한 것으로 나타남
 - 미국 및 유럽 주요국은 결산일, 의결권행사 기준일, 배당기준일이 일치하지 않고 결산일부터 주총까지의 기간은 4~5개월 정도이며, 공시서류는 주총 1개월 전까지 공개되는 것이 일반적임
 - 그러나 일본과 우리나라는 결산일부터 주주총회 개최일까지의 기간이 짧고 의결권행사 기준일부터 주주총회 개최일까지의 기간은 외국에 비해 긴편임
 - 심지어 일본은 주주총회에서 결정된 사항을 반영하기 위해 유가증권보고서를 주주총회 이후에 제출하는 경우가 많음

1) 황현영, 2024, 2024년 주주총회를 통해 살펴본 주주권의 보호 현황과 과제, 자본시장연구원 『자본시장포커스』 2024-09.

2) 국회도서관, 2024. 3. 13, 데이터로 보는 전자주주총회.

〈표 1〉 주요국의 결산일부터 주주총회 개최일까지의 예시

기업명(국가)	결산일(A)	공시자료 제출일(B)	주주총회 개최일(C)	(B)-(A)	(C)-(B)	(C)-(A)
General Motors(미국)	2023-12-31	2024-01-30	2024-06-04	30일	126일	156일
Rolls Royce(영국)	2023-12-31	2024-02-22	2024-05-23	53일	91일	144일
Mercedes-Benz(독일)	2023-12-31	2024-02-21	2024-05-08	52일	77일	129일
도요타자동차(일본)	2024-03-31	2024-06-25	2024-06-18	86일	-7일	79일
현대자동차(한국)	2023-12-31	2024-03-14	2024-03-21	74일	7일	81일

□ 일본의 주주총회 및 유가증권보고서 제출 집중도는 오랜기간 문제점으로 지적되어 10년 이상 다양한 논의와 대응을 해왔으나 여러 복합적인 요인으로 실효성은 미미하였음³⁾

— 일본기업의 결산은 3월과 12월이 대다수인 가운데 주주총회 전 유가증권보고서 제출을 실시하고 있는 기업은 극소수임

- 2024년 3월 결산 상장사 2,297개사 중 1.4%의 기업만이 주주총회 전 유가증권보고서를 제출하였으며, 주주총회 당일 제출 기업은 48.7%, 익일 제출은 38.3%로 양일간 총 87%를 차지하였음⁴⁾

- 또한 약 70% 기업의 주주총회는 6월 25일~6월 27일에 집중되어 있는 상황⁵⁾

- 2023년 12월 결산기업 530개사를 대상으로 조사하였을 때 주주총회 개최일은 3월 26일~3월 28일에 약 80%의 기업이 몰려있었으며 유가증권보고서의 제출 비중은 3월 27일~3월 29일에 77%로 나타남⁶⁾

— 따라서 주주들은 짧은 시간에 많은 주주총회에 참석하며 제대로 내용을 확인하지 못한 채 의결권을 행사하는 어려움이 있음

— 이러한 문제점을 인식한 일본 정부는 그동안 여러 법적 정비와 완화책들을 통해 주주총회 분산과 유가증권보고서의 주주총회 전 제출을 유도하고자 하였음

- 과거에는 유가증권보고서를 주주총회 이후에 제출하는 것이 일반적이었으나 2009년 12월 『연결재무제표 등의 용어, 양식 및 작성방법에 관한 규칙 등의 일부를 개정하는 내각부령』 개정을 통해 주주총회 전 제출하는 것이 가능하도록 하였음

- 또한 2018년 투자자와 기업의 대화 가이드라인과 2021년 스투어드십 코드 및 기업지배구조 코드 수립으로 유가증권보고서의 주주총회 전 제출을 제안함

3) 일본의 유가증권보고서는 우리나라의 정기 사업보고서, 영국의 연차 재무보고서, 미국의 10-K에 해당함. 일본의 사업보고서는 과거 영업보고서라고 하였으며 정기주주총회에서 주주에게 제공되는 서류로 사업연도별 회사의 사업 내용이나 상황에 관한 사항이 담겨있음. 유가증권보고서는 금융상품거래법에 따라 제출하는 보고서로 사업보고서 보다 상세한 내용이 포함되어 있으며 중장기 경영계획, ESG 등 비재무적 정보까지 포함됨

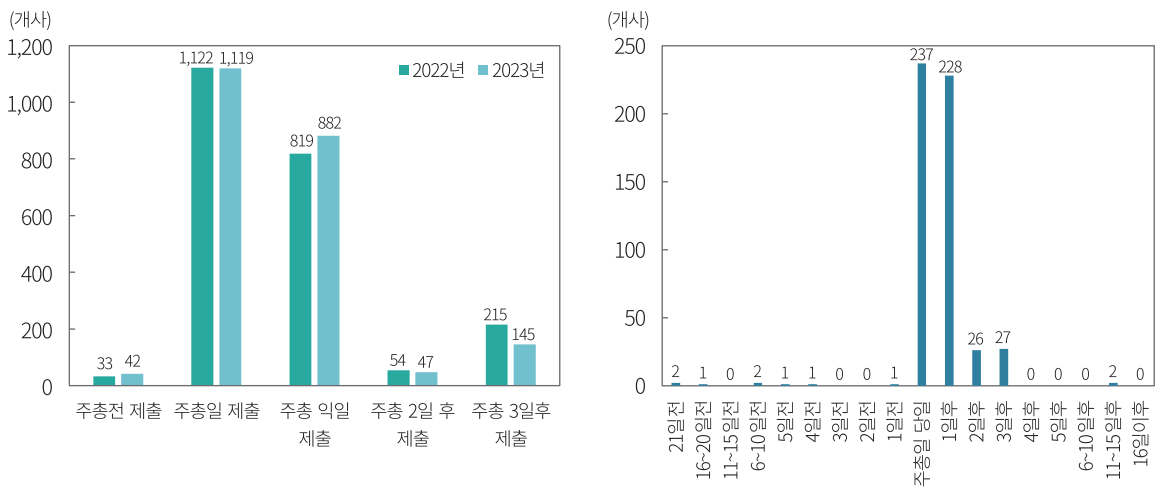
4) 旬刊経理情報, 2024, 『2024年3月期「有報」分析』, 中央経済社.

5) 金融庁, 2025. 3. 18, 事務局説明資料.

6) 大和総合研究所, 2024. 6. 28, 有価証券報告書の総会前提出の現状と課題.

- 2019년 회사법 개정으로 주주총회 3주 전 또는 소집 통지 발송일(주주총회 2주전) 중 빠른 날 자사 웹사이트에 주주총회 자료를 게시해야 하며 EDINET에 유가증권보고서를 제출할 경우 주주총회 자료의 웹사이트 게재는 하지 않아도 되는 특례가 마련됨
- 법적으로 문제가 없음에도 불구하고 여전히 특정기간에 집중되는 이유는 실무상 제약, 투자자 동향, 기업 문화 등 복합적으로 영향을 미치고 있기 때문으로 판단됨
- 일본 회사법상 주주총회는 결산 후 3개월 이내에 개최해야 하고 금융상품거래법 상 유가증권 보고서는 결산일로부터 3개월 이내 제출해야 하므로 자연스럽게 6월(3월 결산기업)과 3월(12월 결산기업)에 집중하게 됨
- 임원보수나 배당 등 중요한 사항이 결정되는 주주총회에 승인된 결의사항을 반영한 뒤 유가 증권보고서를 제출하는 것이 일반적임
- 기관투자자들이 주주총회 집중시기에 움직이는 경향이 많기 때문에 주주참여가 많은 대기업을 따라 중소기업도 이에 맞추는 경향이 있음
- EDINET 특례가 생겼음에도 기업 실무흐름과 일정이 크게 바뀌지 않아 유가증권보고서 제출 일에 큰 영향을 주지 않았음

〈그림 1〉 일본 기업의 유가증권보고서의 제출시기 (3월 결산 및 12월 결산기업)



주 : 주총 4일 이후부터는 집계에 포함하지 않음
 자료: 일본 금융청

주 : 2023년 12월 결산 기준
 자료: 다이와종합연구소

- 일본 금융청은 집중된 주주총회 관행을 개선하고 중복된 공시서류를 통합하는 방안을 검토 중이며 기업, 투자자, 감사법인 등을 대상으로 현재까지 2회 회의를 진행함⁷⁾⁸⁾
 - 2024년 4월 기사다 전 총리는 유가증권보고서의 공시가 주주총회 전 제출될 수 있도록 금융청을 중심으로 한 관계부처와의 검토 방침을 밝혔음⁹⁾

7) 金融庁, 2024. 12. 20, 第1回有価証券報告書の定時株主総会前の開示に向けた環境整備に関する連絡協議会事務局説明資料.
 8) 金融庁, 2025. 3. 18, 第2回有価証券報告書の定時株主総会前の開示に向けた環境整備に関する連絡協議会事務局説明資料.
 9) 首相官邸, 2024. 4. 3, コーポレートガバナンス改革の推進に向けた意見交換.

- 2024년 12월 금융청, 경제산업성, 법무성, 도쿄증권거래소와 신탁협회, 경제단체연합회, 공인회계사협회, 애널리스트협회가 참여한 ‘주주총회 환경정비에 관한 협의회’를 구성하였음
- 금융청은 1. 유가증권보고서의 주주총회 전 공시를 촉진, 2. 의결권행사 기준일의 유연화, 3. 보고서 일원화를 통한 기업 부담의 경감을 고려하고 있음
 - 지금까지 회의에서는 1. 유가증권보고서의 공시를 앞당김(결산일=기준일), 2. 주주총회를 뒤로 미루는 방안(결산일≠기준일), 3. 결산일을 앞당기는 방안(결산일≠기준일) 중 기업의 입장을 고려하여 택하는 방안을 제시하였음¹⁰⁾
 - 금융청은 2와 3을 우선적으로 고려하고 있으며 결산일과 주주총회 기간을 충분히 확보해 유가증권보고서를 주주총회 전까지 제출할 수 있는 방안을 고심하고 있음
 - 중복된 내용을 없애고 기업의 부담을 줄이기 위해 사업보고서와 유가증권보고서를 하나로 합쳐 주총 전에 공시하는 것을 고려하고 있으며 현행제도 상에도 가능한 방안임¹¹⁾
 - 실제로 경제산업성은 유가증권보고서, 사업보고서, 기업지배구조보고서 3개의 자료에 중복된 내용들이 많음을 언급하였으며 이에 대한 정부부처 간의 대책을 강구하기로 하였음¹²⁾
- 기업은 결산 일정 조정의 어려움과 실무 부담의 증가, 감사법인은 감사 일정 단축의 어려움, 감사 품질 저하 우려를 문제점으로 제기하고 있음
 - 금융청은 연결결산 및 내부통제 감사 절차의 효율화, 주주총회 일자 조정, 유가증권보고서의 정성적 정보 사전 작성, 모범사례 공유를 대안으로 제시하였음
 - 주주총회 전 유가증권보고서 공시가 ESG 투자관점에서 긍정적 요소로 작용할 수 있음을 경영진에게 주지하는 것을 고려하고 있음
 - 감사법인에 대해서는 결산일과 기준일의 조정을 통한 감사일정 확보, 회계 및 감사시스템의 디지털화를 통한 감사프로세스의 효율화, 유가증권보고서의 일부 정보 선(先)공개를 제시하였음
- 현재는 기업, 감사법인, 기관투자자 및 해외투자자와의 의견을 청취하는 단계로 금융청은 지속적인 의견 교환을 통해 구체적인 제도를 추진하고자 하며 2025년 중 개선안을 마련할 예정
 - 단기적으로는 주주총회 전 유가증권보고서 공시 기업에 대한 인센티브를 강화하고 중기적으로는 기준일의 유연화와 공시서류의 일원화, 장기적으로는 주주총회 개최 시기의 분산화를 추진하는 것을 목표로 함
 - 주주총회 전 자료를 공시한 기업의 목록을 공표하고 모범사례를 공유하거나 관계부처 합동으로 상담창구를 지원하는 방안 등을 고려하고 있음

10) 일본 회사법 제124조에서 주주총회 3개월 전까지 의결권행사 기준일을 설정할 수 있으나 회사법 제299조는 주주총회 개최 최소 2주전까지 주주명부를 확정해야 하므로 의결권행사 기준일은 주주총회 일정에서도 매우 중요함

11) 2019년 실시된 상장기업 3,599개사의 임원을 대상으로 한 설문조사에서 두 보고서를 하나로 하는 것이 가능하다는 응답이 67%, 사업보고서와 유가증권보고서를 합치는 것을 실시하거나 검토했다는 응답이 69%에 이룸. 또한 91%가 서류의 간소화에 긍정적으로 응답함(經濟産業省, 2024. 5. 1, 日本の企業情報開示の特徴と課題)

12) 經濟産業省, 2024. 6, 企業情報開示のあり方に関する懇談会課題と今後の方向性 (中間報告).

- 가장 현실적으로는 결산일과 기준일을 분리하는 것이며 여러 방안을 고려하였을 때 주주총회 시기를 1~3개월 정도 뒤로 미루는 것을 우선적으로 요청할 것으로 보임
- 다만 유가증권보고서 공시 시기를 단번에 바꾸는 것은 어렵기 때문에 대기업부터 순차적으로 진행하는 방법을 고려하고 있음
- 배당금 확정일에 대해서는 주주총회 전이라도 배당금을 지급할 수 있는 체제를 만들기 위해 배당금 지급은 이사회 결의사항으로 변경하는 방안을 제시하고 있음¹³⁾

□ 금융청의 이번 개혁은 일본 기업지배구조 개선의 중요한 시도로 평가되며 국내와 유사한 관행을 고려할 때 일본의 사례를 주시할 필요가 있음

- 일본 정부가 주주총회 분산개최와 유가증권보고서의 조기 공시는 기업지배구조 개선, 투자환경 개선, 국제적 신뢰도 향상, 기업 경쟁력 강화를 목적으로 함
 - 의결권행사 투명성 및 효율성 향상, 주주와 기업간 대화의 활성화, 이사회 및 경영진의 책임을 강화하여 해외투자자의 신뢰를 확보하고 글로벌 거버넌스 기준에 맞추고자 함¹⁴⁾
- 우리나라에도 결산일=의결권행사 기준일=배당기준일인 실무 관행으로 주주총회가 집중되는 문제가 발생하고 있으므로 일본의 제도 개선 방향은 참고할 가치가 있는 것으로 보임
 - 주주총회가 특정시기에 집중되고 사업보고서가 주총 1주 전 공시되는 경우가 많아, 주주가 기업 안전을 분석할 시간이 충분하지 않다는 점에서 일본과 유사함
 - 일본이 고려하고 있는 방안에서 의결권 및 배당기준일은 우리나라에도 2020년 상법개정을 통해 가능한 사항이며 결산일 변경도 기업의 정관에 의해 결정할 수 있음
 - 무엇보다 기업이 주주총회 개최일을 자율적으로 분산하도록 유도하는 것이 중요하며, 이를 위한 기업의 부담 완화 방안도 함께 마련해야 함

선임연구원 여밀림

13) 이는 주주총회를 지연시킨 경우에도 배당금 지급을 이사회 결의사항으로 변경함으로써 종전의 배당지급 일정을 유지할 수 있음. 또한 의결권행사 기준일과 배당기준일을 갖출 필요 없이 배당기준일을 변경하지 않고 의결권행사 기준일만 변경하는 것도 가능하기 때문에 결산일을 권리확정일로 하는 방안도 고려하고 있음.

14) 해외 기관투자자는 유가증권보고서를 주주총회 이후에 공시하는 일본의 관행이 이례적이며 주주관여(engagement)나 의결권 행사를 포함한 스튜어디십 활동의 관점에서 주주총회 1개월 전에 공개할 것을 요청하였음(金融庁, 2024. 12. 20, 第1回有価証券報告書の定時株主総会前の開示に向けた環境整備に関する連絡協議会 事務局説明資料)