

OPINION

선임연구위원
신보성

티몬 · 위메프 사태의 핵심 쟁점과 과제*

대형 오픈마켓에 의한 판매대금 유용 사태의 재발 방지를 위해서는 오픈마켓을 비롯한 사업자가 PG(전자지급결제대행업자)를 겸영하는 것을 금지해야 한다. 나아가 PG의 고유계정과 결제자금 계정의 분리조치도 필요하다. 즉, 사업자와 PG의 분리, PG 내부의 계정 분리 등 이중의 분리가 이루어질 때 비로소 결제의 완결성이 보장될 수 있다. 한편, 오픈마켓에 의한 판매대금 정산기한 단축은 부차적인 해결책에 해당하는데, 이는 이중의 분리가 이루어질 경우 정산기한 단축은 저절로 달성될 수 있기 때문이다. 마지막으로 금융당국에 의한 오픈마켓 규제 및 감독 강화는 바람직하지 않다고 판단된다.

온라인 상거래(E-Commerce) 시장의 규모는 지난 2013년 38조원 수준이었으나 2023년에는 227조원까지 확대되었다.¹⁾ 불과 10년 남짓한 기간 동안 시장규모가 6배 가까이 성장한 것이다. 이러한 와중에 최근 대형 온라인 상거래 플랫폼인 티몬과 위메프에서 판매대금의 대규모 유용사태가 발생해 사회적으로 큰 파장이 일고 있다. 이 글에서는 이번 사태를 야기한 원인, 핵심쟁점 및 향후 과제를 살펴본다.

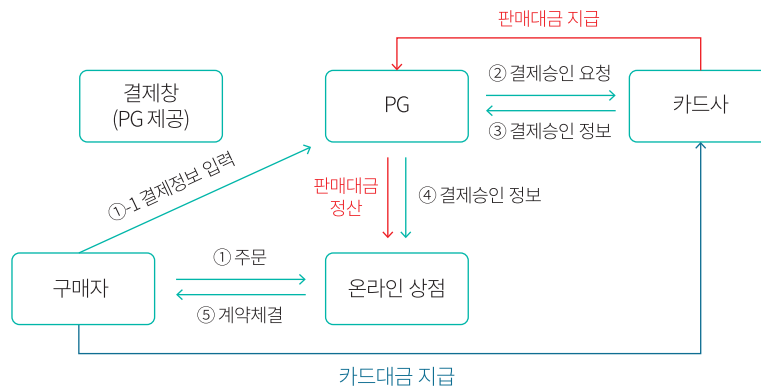
온라인 상거래와 PG의 역할

이번 사태의 배경을 파악하려면 PG에 대한 이해가 필요하다. 이를 위해 구매자가 온라인상점에서 상품을 구입하는 경우를 생각해보자(그림 1 참고). 먼저 구매자는 온라인상점에 접속해 상품을 선택하고 주문한다(①). 주문을 완료하려면 구입대금을 결제해야 하는데, 결제 버튼을 누르면 화면에 결제창이 뜬다. 결제창에는 신용카드결제, 계좌이체, 휴대폰결제, 간편결제 등 다양한 결제수단이 한 눈에 보기 좋게 제시되어 있다. 구매자는 이 중 자신이 원하는 방식을 선택한 다음 결제정보를 입력한다(①-1). 온라인 상거래에서 결제창을 띄워 구매자의 결제가 간편하게 이루어지도록 돕는 곳을 PG(payment gateway)라고 한다. PG는 구매자가 가진 결제수단이 무엇이든 결제를 가능케 하는, 일종의 온라인 계산대인 셈이다. PG의 존재에 힘입어 구매자의 결제가 한결 용이해짐은 물론이다.

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

1) 통계청

〈그림 1〉 온라인 상거래 과정 예시



전술한 구매자가 결제창에서 A카드사가 발행한 신용카드를 결제수단으로 선택했다고 하자. PG는 구매자가 입력한 정보를 바탕으로 A카드사에 결제승인 요청을 보낸다(②). A카드사는 해당 카드의 분실, 도난, 한도초과 여부 등을 확인한 후 PG에 결제승인 정보를 보내고(③), PG는 수령한 결제승인 정보를 온라인상점에 전달한다(④). 그리고 결제승인 정보를 받은 온라인상점은 상품구매가 확정되었다는 메시지를 구매자에게 보냄으로써 계약이 체결된다(⑤).

한편, A카드사는 구매계약 체결 이후 2영업일 이내에 판매대금을 PG에 지급한다.²⁾ 그러면 PG는 이 대금을 모아 두었다가 주기적으로 온라인상점에 전달한다. 온라인상점이 판매대금을 카드사로부터 직접 받지 않고 PG를 통해 받는 데는 그럴 만한 이유가 있다. 무엇보다 PG를 이용함으로써 수많은 카드사, 은행 등 금융기관과 직접 계약하는 수고를 덜 수 있기 때문이다. 구매자가 PG의 존재로 결제 상의 편의를 얻는 것처럼, 온라인상점 역시 PG 덕분에 판매대금 정산과 관련하여 상당한 편의를 누리는 것이다.

이처럼 PG는 전자상거래에 참여하는 수많은 구매자와 판매자 사이에서, 결제정보를 송수신하는 한편, 결제대금의 정산을 대행하거나 매개한다.³⁾ 이러한 점에서, 온라인 상거래가 빠르게 성장한 데는 PG의 역할이 크게 작용했음을 부인하기 어렵다.

오픈마켓에 의한 PG경영

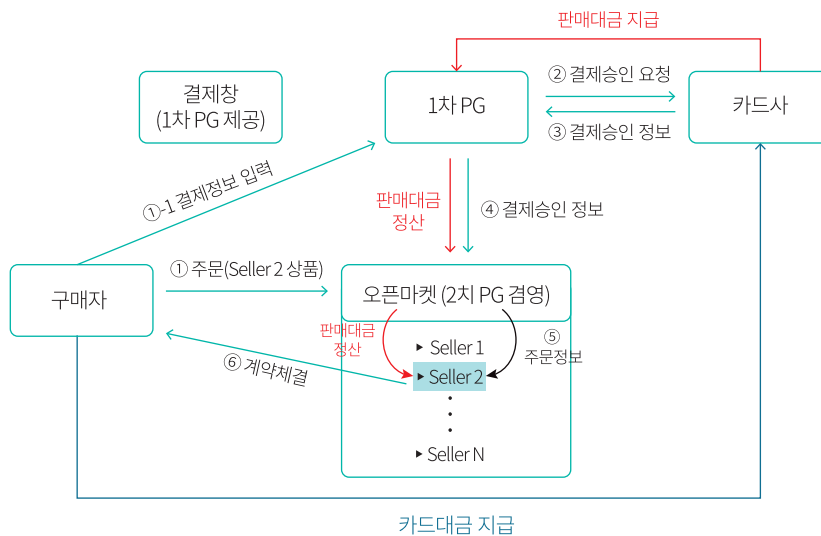
이번에 문제가 된 티몬·위메프 등은 오픈마켓(open market)에 해당한다. 일반적인 온라인상점은 자신이 보유한 상품을 자신이 만든 별도의 온라인사이트를 통해 판매한다. 반면, 오픈마켓은 다수의 온라인상점을 대신해 대규모 온라인사이트를 개설한다. 그러면 온라인상점들은 이 사이트에 입점하여

2) 신용카드사들은 '신용카드가맹점 표준약관'에 의해 판매계약 체결 2영업일 이내에 판매대금을 지급하고 있다.

3) PG를 규율하는 전자금융거래법에서 PG는 전자지급결제대행업자로 정의된다. 전자금융거래법 제2조 19호

물건을 판매한다. 오픈마켓은 일종의 온라인장터 제공자인 셈이다.⁴⁾ 자신의 사이트를 직접 개설하기 어려운 영세 사업자나 브랜드 파워가 약한 사업자 입장에서, 대형 오픈마켓은 물건을 한층 용이하게 판매할 수 있는 통로가 된다. 오픈마켓의 존재로 인해 온라인 상거래가 활성화되는 것이다. 문제는 이들 오픈마켓이 PG의 역할까지 함께 수행했다는 데 있다.

〈그림 2〉 PG겸영 오픈마켓에서의 온라인 상거래 과정 예시



〈그림 2〉는 PG를 겸영하는 오픈마켓에서의 상거래 과정을 예시적으로 보여준다. 예를 들어, 구매자가 오픈마켓에 입점한 셀러2의 상품을 주문한다고 하자(①). 그러면 구매자는 1차PG가 제공하는 결제창을 통해 A카드사가 발행한 카드를 결제수단으로 선택한 후 결제정보를 입력한다(①-1). 결제창을 제공하는 PG를 1차PG라고 부르는 이유는 오픈마켓이 겸하는 PG(이하 2차PG)와 구별하기 위한 것이다.

아무튼 구매자의 결제정보를 수신한 1차PG는 A카드사에 결제승인을 요청하고(②), 카드에 문제가 없음을 확인한 A카드사는 1차PG에 결제승인 정보를 보낸다(③). 결제승인 정보를 받은 1차PG는 이 정보를 2차PG를 겸영하는 오픈마켓에 전달한다(④). 그러면 오픈마켓은 자신에게 입점해 있는 셀러2에게 주문정보를 보내고(⑤), 셀러2는 주문정보를 바탕으로 구매자와 계약을 체결한다(⑥). 여기까지는 PG가 둘로 나누어져 있다는 점 말고는 일반적인 온라인 상거래와 별 차이가 없다.

차이가 나는 것은 판매대금을 정산하는 과정이다. A카드사는 어느 거래와 마찬가지로 구매계약 체결일로부터 2영업일 이내에 판매대금을 1차PG에 지급한다. 판매대금을 받은 1차PG는 이 대금을 셀

4) 법률에서는 일반적인 온라인 상거래업자는 통신판매업자로, 온라인장터를 제공하는 오픈마켓은 통신판매중개업자로 정의한다. 전자상거래 등에서의 소비자보호에 관한 법률 제2조

러2에게 직접 정산해주지 않는다. 대신 2차PG를 겸하는 오픈마켓에 판매대금을 곧바로 전달한다. 1차PG는 판매대금을 오픈마켓에 그대로 흘려 보내는 일종의 도관(conduit) 역할만 수행하는 것이다. 그리고 셀러2를 포함, 오픈마켓에 입점한 수많은 셀러들에게 판매대금을 정산하는 주체는 2차PG 역할을 맡은 오픈마켓이다. 대신 2차PG는 결제정보 송수신에는 일체 관여하지 않는다.

정리하면, 일반적인 온라인 상거래에서는 결제정보 송수신 및 일체의 대금정산을 단일PG가 모두 수행한다. 반면, 오픈마켓 상거래의 경우 결제정보 송수신 및 2차PG에 대한 대금정산은 1차PG가, 셀러에 대한 대금정산은 2차PG가 나누어 수행한다고 보면 된다.

〈표 1〉 PG의 역할 차이

일반적인 온라인상거래	• 결제정보 송수신+판매대금 정산 (단일PG)
오픈마켓 상거래	• 1차PG: 결제정보 송수신 및 2차PG에 대한 판매대금 정산 • 2차PG: 셀러에 대한 판매대금 정산

오픈마켓의 정산지연 및 정산대금 유용

〈그림 2〉에서 본 바와 같이, 오픈마켓에 입점한 셀러에게 판매대금을 정산하는 것은 전적으로 2차PG를 겸하는 오픈마켓의 역할이다. 그런데 티몬과 위메프는 1차PG로부터 수령한 판매대금을 길게는 70일이 경과한 후에야 셀러에게 지급해왔다. 오픈마켓과 달리, 여타 대형마트나 백화점 등 판매를 위한 상품을 자신이 직접 매입하는 사업자들은 납품대금 정산기한 규제를 받는다.⁵⁾ 이는 협상력이 취약한 납품업자에 대한 대형 유통사의 갑질을 막기 위한 것이다.

과거 티몬과 위메프는 자신이 판매할 상품을 직접 매입하는 대형 유통업자인 동시에 오픈마켓 플랫폼을 제공하는 중개업자의 역할을 병행했다. 이에 따라 티몬과 위메프 역시 정산기한 관련 규제를 받았다. 그러나 2019년 양사 모두 온라인플랫폼(온라인장터)만 제공하는 오픈마켓으로 전환함으로써 규제 대상에서 벗어났다. 이를 통해 셀러에 대한 판매대금 정산은 전적으로 오픈마켓의 처분에 맡겨지게 되었다. 그 결과 판매대금 정산기한이 대폭 늘어난 것이다.

더 큰 문제는 티몬·위메프가 셀러에게 지급되어야 할 판매대금을 자신의 목적을 위해 유용했다는 점이다. 사실 판매대금 정산이 늦어진다고 해도 이들 판매대금이 안전하게 보관되어 있다면 심각한 문제는 아닐 수 있다. 셀러 입장에서 정산지연에 따른 시간적 손실을 입을지언정 적어도 판매대금을 떼일 염려는 없기 때문이다. 그러나 PG를 겸하는 티몬과 위메프는 판매대금을 자신의 자금과 한데 섞어 사용함으로써, 응당 셀러에게 가야 할 돈을 위태롭게 만들었다.

5) 대규모유통업에서의 거래 공정화에 관한 법률(약칭: 대규모유통업법) 제8조

티몬과 위메프가 정산기한을 비정상적으로 늘린 것도 애초 판매대금을 최대한 자유롭게 유용하기 위함이었을 것이다. 판매대금을 유용하지 않는다면 굳이 정산기한을 것처럼 늘릴 이유가 없기 때문이다. 티몬과 위메프는 셀러에게 가야 할 정산대금의 일부를 자신의 마케팅 비용으로 쓴 것으로 알려졌다. 심지어 티몬과 위메프의 모회사인 큐텐이 미국 이커머스 기업인 '위시(Wish)'를 인수하는 데도 상당한 규모의 셀러 돈이 유용된 것으로 보인다.⁶⁾

한편, 오픈마켓이 셀러의 자금을 유용했다고 하더라도, 오픈마켓의 지급능력이 충분하다면 채권자인 셀러는 사후적으로 판매대금을 지급받을 수 있다. 그러나 2020년 이후 양사 모두 부채가 자산보다 많은, 즉 전액 자본잠식으로 지급능력을 완전히 상실한 상태다. 오픈마켓에 입점한 셀러들이 미정산 판매대금을 회수할 가능성이 사실상 없다는 말이다. 8월 1일 기준, 큐텐그룹 계열사인 티몬, 위메프, 인터파크커머스의 정산지연 금액은 2,974억원, 피해업체 수는 3,395개에 달한다.⁷⁾ 추후 정산지연에 따른 피해액은 1조원에 달할 것으로 추산된다.

피해를 입은 것은 입점업체에 국한되지 않는다. 여행패키지 등 결제 후 3~6개월이 지난 후에 실제 소비가 이루어지는 상품을 구매한 소비자들도 피해에 직면해 있다. 이미 상품대금을 결제했음에도 불구하고, 판매대금을 오픈마켓으로부터 정산받지 못한 여행사들이 상품제공을 거부하고 있기 때문이다.

정산대금 유용 차단을 위한 방향: 이중 분리

판매대금의 정산은 지급결제업무에 해당한다. 그리고 역사적으로 지급결제업무는 보관업에서 파생된 것이다. 실제로 고객의 자금을 보관하는 보관업자는 돈을 맡긴 고객이 인출을 원할 경우 즉시 돈을 지급하거나, 혹은 고객이 지정하는 다른 사람에게 돈을 이체함으로써 결제업무를 함께 영위했다. 이러한 점에서 보관과 지급결제는 분리할 수 없는 하나의 업무인 셈이다. 고대 그리스, 로마 시대를 비롯 유사 이래 지급결제업무를 수행한 수많은 금융업자가 모두 보관업자였다는 사실이 이를 입증한다.⁸⁾

보관업의 가장 핵심적인 특징은 보관 물건의 이용가능성(availability)이 전적으로 보관을 의뢰한 고객에게 있다는 점이다. 어떠한 경우에도 보관업자는 자신이 보관하고 있는 고객의 자금을 유용해서는 안 된다.⁹⁾ 이러한 점은 보관의 연장선상에 있는 지급결제에도 똑 같이 적용된다. 보관과 지급결제가 사실상 동일한 업무인 만큼, 지급결제를 담당하는 PG에는 보관업자에 준하는 법적 지위와 의무가 부과되어야 한다는 것이다. 즉, 온라인 상에서 구매자와 판매자를 위해 지급결제업무를 수행하는 PG는, 어떠한 일이 있어도 구매자와 판매자 간의 결제자금 흐름을 자신의 이익을 위해 사용해서는 안 된다.

6) 티몬·위메프의 미정산 및 환불 지연 사태 관련 긴급 현안 질의(정무위원회, 2024. 7. 30)

7) 위메프·티몬 사태 추가 대응방안 및 제도개선 방향(정부발표 자료, 2024. 8. 7)

8) 신보성, 2024, 『부채로 만든 세상』, 이콘

9) 신보성, 앞의 책; Soto, Jesus, 1998, *Money, Bank Credit, and Economic Cycles*, Mises Institute

그러나 PG를 규율하는 전자금융거래법에는 이를 방지할 규제가 마련되어 있지 않았고, 이러한 규제공백으로 인해 이번 사태가 촉발된 것이다.

향후 유사 사건의 재발을 방지하려면, 오픈마켓을 비롯 여타 사업을 영위하는 자가 PG와 같은 지급결제업무를 겸영하는 것을 금지해야 한다(1차분리: PG와 사업자의 분리). 이를 통해 오픈마켓 등 사업자 자금과 상거래를 위한 지급결제 자금이 혼용될 위험을 차단할 수 있다. 나아가 PG자체에 대한 규제도 강화될 필요가 있다. 즉, PG의 고유계정을 지급결제 계정과 분리시켜야 한다는 것이다(2차분리: PG 내부의 계정 분리). 경제의 혈맥을 담당하는 지급결제는 100% 확실성이 보장되는 것이어야 한다. 그러나 PG의 고유계정과 지급결제 계정이 분리되지 않은 상태에서는, PG 자체의 수익 악화 혹은 자금 유용 등으로 지급결제는 언제든지 확실한 것이 아닌 확률적인 것으로 바뀔 수 있다. 특히 산업자본에 의한 PG 소유가 금지되지 않은 상태에서 이러한 위험은 실제적인 것이다. 결국 이번 사태의 재발을 근본적으로 차단하기 위해서는 사업자와 PG의 분리, PG 내부의 계정분리라는, 이중의 분리조치가 필요하다고 하겠다. 이중 분리가 이루어질 경우, 논의되는 대안의 하나인 오픈마켓 보유 정산대금에 대한 지급보증보험 가입 조치는 불필요하다.

한편, 상품권 발행자에게도 유사한 규제가 적용될 필요가 있다. 온라인 상품권이든 오프라인 상품권이든, 상품권 구입자는 상품권 사용을 통해 언제든지 자신이 원할 때 상품이나 서비스를 구매할 수 있다. 이러한 점에서 상품권 구입자는 상품권 발행자에게 구매자금의 일시적 보관을 의뢰한 것이다. 그렇다면 상품권 발행업자는 구매자금의 보관업자에 해당하며, 따라서 상품권 발행으로 받은 자금을 자신의 목적을 위해 사용해서는 안 된다. 그러나 현재 오프라인 상품권 발행업자에 대한 규제는 사실상 전무한 바, 향후 이들에게 보관업자 혹은 결제업자에 준하는 규제를 부과해 나가야 할 것이다. 전술한 논의는 온라인 상품권 발행에도 동일하게 적용된다. 다행히 오는 9월15일부터 선불충전금을 비롯한 온라인상품권 발행자금은 100% 별도 관리가 의무화된다. 이에 따라 향후 온라인 상품권과 관련한 결제자금 유용 위험은 대부분 제거될 것으로 판단된다.¹⁰⁾

정산기한 단축, 감독강화는 부차적 이슈

이번 사태의 재발 방지를 위한 대안 중 하나로 판매대금의 정산기한 단축이 논의되고 있다. PG를 겸하는 오픈마켓이 판매대금을 이른 시일 내에 셀러에게 지급하도록 강제한다면 판매대금 유용 가능성을 낮출 수 있다는 판단에서다. 그러나 지급결제의 완결성 확보라는 점에서 볼 때, 정산기한 단축은 근본적인 해결책이 아니다. 정산기한 단축으로 판매대금 유용 가능성이 낮아질 수는 있지만 완전히 제거되는 것은 아니기 때문이다. 온라인 상거래의 특성도 감안할 필요가 있다. 온라인 상거래의 속성상

10) 전자금융거래법 시행령 개정안 제13조의2 제1항

교환, 환불, 오배송, 오착송 등 역정산이 필요한 경우가 종종 발생한다. 이러한 상황에서는 정산기한의 일괄 단축이 반드시 바람직한 결과를 가져오는 것은 아닐 수 있다.

아울러 전술한 이중의 분리가 이루어진다면, 추가적인 규제 없이도 정산기한 단축은 저절로 달성될 개연성이 크다. 상거래를 위한 결제자금이 완전히 분리되어 오픈마켓과 같은 사업자 혹은 PG가 유용할 수 없다면, 정산대금 지급을 미룰 아무런 이유가 없기 때문이다.

정산기한 단축이 결제자금의 분리에 비해 부차적인 이유는 또 있다. 정산기한 단축은 본래 시장 지배적 사업자에 의한 갑질 방지, 즉 공정거래를 위한 것이다. 이와 달리, 결제자금의 분리는 시장의 작동에 위한 필수 인프라 구축과 관련되어 있다. 결제자금의 분리가 전제되지 않은 상태에서는 지급결제의 완결성을 보장하기 어렵고, 그 결과 시장 자체가 붕괴될 위험이 있기 때문이다. 공정거래 확보가 중요하지 않다는 말이 결코 아니다. 다만, 공정거래는 누가 더 많은 이익을 가져가는가의 문제인 반면, 지급결제의 완결성 여부는 시장의 성립, 나아가 시장의 발전 혹은 존폐를 결정짓는 한 차원 더 높은 문제에 해당함을 강조하려는 것이다.

끝으로 금융당국이 오픈마켓에 대한 건전성 규제와 사후감독을 강화해야 한다는 주장에 대해서도 언급하고 넘어가야 할 것 같다. 현재 PG를 겸하는 오픈마켓은 금융위원회의 등록 대상이다. 허가업자가 아닌 등록업자인 만큼 이들에 대한 규제강도는 약할 수밖에 없다. 따라서 일부에서는 PG를 겸하는 오픈마켓도 허가대상으로 전환하는 한편, 진입요건을 강화하고 심지어 은행 등 주요 금융기관을 대상으로 하는 적기시정조치를 부과해야 한다는 의견까지 제시되고 있다. 그러나 이는 문제의 핵심을 비껴간 것이다.

금융당국은 금융업에 전문화된 규제 및 감독기구다. 따라서 오픈마켓과 같은 비금융업의 경우, 지식과 정보 면에서 금융당국은 해당 관할 부처를 결코 넘어서 수 없다. 뿐만 아니라 금융회사의 종류와 수가 지속적으로 늘어나면서, 가용한 자원을 금융회사를 규제하고 감독하는 데 모두 투입해도 부족한 실정이다. 이러한 점에서 PG를 겸영한다는 이유로 오픈마켓과 같은 비금융업자를 금융당국이 규제하고 감독하는 것은 가능하지도, 바람직하지도 않다. 금융당국은 오픈마켓의 PG겸영 금지를 통해 결제자금의 안전성을 확보하는데 주력해야 하며, 이를 바탕으로 오픈마켓을 비롯한 비금융업자가 금융당국의 규제 및 감독 대상에서 벗어나도록 해야 한다.

본업을 통한 혁신 추구해야

이번 사태가 던지는 분명한 교훈은, 동일한 기능을 영위하는 경우 사업자 유형에 상관 없이 동일한 규제를 부과해야 한다는 것이다. 즉 금융회사건 비금융회사건, 온라인이건 오프라인이건 혹은 하이브리드건, 어떤 사업자라도 불특정다수를 상대로 자금의 보관 및 결제기능을 수행한다면 이는 금융기능

으로 규제되어야 한다. 그리고 규제를 위한 원칙은 철저한 분리다. 이러한 원칙에 입각할 때, 이번에 문제가 된 티몬과 위메프는 물론, 배달앱, 숙박앱 등 어떠한 형태로든 고객의 결제자금을 보관, 관리하는 업자라면 이 자금을 회사자금으로부터 엄격히 격리시켜야 할 것이다. 같은 맥락에서 상품권을 발행하는 사업자도 예외가 아니다.

일각에서는 플랫폼 사업자가 결제자금을 활용하지 못할 경우 플랫폼 시장의 성장이 저해될 수 있다고 우려한다. 그러나 이는 본말이 전도된 것이다. 오픈마켓을 비롯한 유통업자는 본업인 유통부문의 혁신을 통해 부가가치를 창출해야 한다. 고객의 결제자금을 활용해 자신의 이익과 성장을 꾀함으로써 결제시장의 작동을 방해하는 것은 결코 혁신일 수 없다. 혁신 역시 시장이 작동하는데 필수적인 최소한의 인프라가 지켜지는 범위 내에서 이루어져야 하는 것이기 때문이다. 혁신으로 포장된 사익추구 행위로 인해 시장의 근간이 훼손될 위험은 없는지 보다 냉철하게 살필 시점이다.

OPINION

연구위원
이상호

한국 자본시장 밸류업 정책의 방향성*

주식을 발행하여 자본을 조달하는 상장기업은 장기적으로 주가의 제고를 통해 주주가 요구하는 수익률을 실현해야 한다. 그것이 위험 자본을 투자한 주주에게 적절한 비용을 지급하는 일반적인 방식이다. 그러나 우리 시장에는 오랜 기간 무위험수익률조차 달성하지 못한 기업이 절반을 넘어선다. 이는 주가순자산비율(PBR)이 만성적으로 낮은 데서 제기되는 ‘코리아 디스카운트’ 현상과 맞닿아 있으나, 본질은 저하된 수익력과 인색한 주주환원이 투영된 적절한 평가에 더 가깝다. 실질적으로 적절한 상장기업이라면 더 나은 자본효율성을 달성할 방안을 마련해야 한다. 기초여건(fundamental)을 갖춘 대규모 기업을 중심으로 단기적으로는 주주환원의 확대가 실효적 방안이 될 수 있다. 장기적으로는 기업의 체질 개선이 뒤따라야 한다. 사용자본(capital employed)의 효율적 활용과 재배치, 이를 통한 높은 수익성과 성장성의 유지가 해외 주요국 시장에서 초과 시장가치를 형성하는 핵심 요인으로 파악된다. 아울러, 장기간 해소되지 않는 극심한 저평가 문제에 대해서는 법제적 보완도 검토할 필요가 있다.

기업가치 제고 정책의 실효성 논란

우리나라 주식시장의 주가순자산비율(Price to Book-value Ratio: 이하 PBR)은 장기간 낮은 수준에 머물러 있다. 글로벌 금융위기 이후 2010년부터 2022년까지 유가증권 및 코스닥시장 상장기업의 평균 PBR은 1.62에 불과했다. 회계상 순자산 장부가액의 상당 부분이 역사적 원가(historical cost)로 인식됨을 고려하면 우리 자본시장의 주가는 청산가치 수준에서 횡보해 온 셈이다. 해외 주요국과 비교하더라도 일본을 제외하면 상당히 낮은 가치평가(valuation) 수준에 굳어져 있다.¹⁾ 시장 참여자들은 이와 같은 한국 주식시장의 만성적인 저 PBR 현상을 소위 ‘코리아 디스카운트(Korea discount)’라 지칭해 왔다. 그간 코리아 디스카운트의 잠재적 원인을 규명하고 개선 과제를 제시하는 다양한 분석이 있었으나(김준석·강소현, 2023), 만성화된 할인의 기간과 깊이만큼 실질적 개선은 요원할 것이라는 회의적 시각도 팽배했다.

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

1) 동일 기간 주요 국가별 상장기업의 평균 PBR은 미국 3.36, 영국 2.86, 독일 2.64, 대만 2.01, 한국 1.62, 일본 1.57이며, 최근 연도 기준 일본은 1.82로 소폭 상승 추세에 있으나 우리나라는 1.54로 장기간 낮은 수준을 벗어나지 못하고 있다.

그러나 최근 일본 주식시장이 기업가치 제고를 위한 ‘밸류업(value-up)’ 정책으로 많은 변화를 모색하면서, 우리 시장에도 큰 반향이 일고 있다. 한·일 양국은 오랜 기간 낮은 PBR을 경험하면서 자본시장의 역동성을 제고할 필요성을 깊이 공감할 뿐만 아니라, 저출생·고령화의 인구구조 측면에서도 일반 가계의 합리적 자산 형성을 적극적으로 유도해야 하는 난제를 공유하기에 여러 방면에서 일본의 밸류업 정책은 우리나라 입장에서 참고할 가치가 상당했다(이효섭, 2024).

이에, 금융당국은 지난 5월 2일 ‘기업가치 제고 계획 가이드라인’을 공표하여 기업의 주주가치 제고를 위한 지원 방안을 마련하였다. 이는 기업이 투하한 자본의 수익률과 주주환원 성과가 중장기적 관점에서 주주가 요구하는 수익률에 부합하도록 기업의 전략과 목표를 설정하고 공시를 통해 그 이행 결과를 소통하라는 것으로, 일본의 밸류업 정책과 핵심 가치를 공유한다.

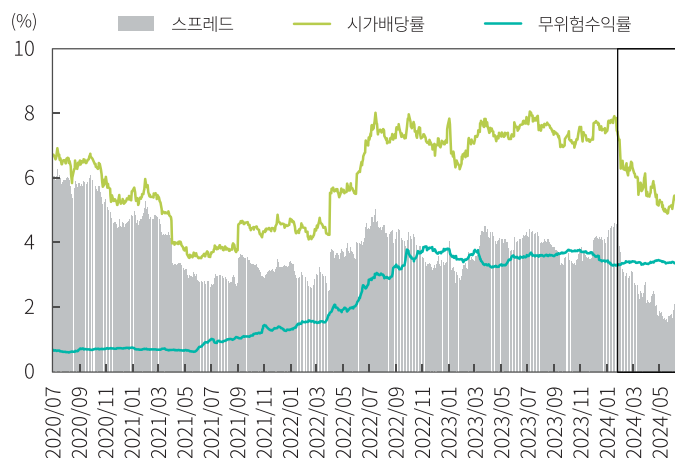
그럼에도 소위 한국판 밸류업 정책에 대해서는 유독 부정적 평가가 많아 보인다. 기업가치 제고 계획에 대해 공시 의무를 부여하지 않아 기업의 참여를 끌어내기 어려울 것이라는 견해가 한 축을 이루고, 그 기저에는 주요 거버넌스 문제를 개선하는 법제의 보완없이 경영진의 행동 변화를 기대하기 어려울 것이라는 시각이 자리한다. 전반적으로 강제성이 없어 실효성도 없을 것이라는 지적이다. 특히, 최근 계열사 간 시너지 효과가 불분명한 사업결합이 추진되면서 지배주주와 일반주주의 이해가 상충하는 상황이 시장 논란의 한 가운데에 있고, 이사회가 감시와 견제의 기능을 독립적으로 수행하는지도 의구심이 해소되지 않고 있어 밸류업 정책의 실효성 논란이 재점화되는 양상이다.

은행주 저평가 해소와 밸류업 동인

다만, 우리 자본시장에서 주주가치 제고를 위한 노력이 과연 선언적 정책으로만 그칠 것인지는 중립적 시각에서 바라볼 필요가 있다. 2024년 1월 24일, ‘금융위원회-금융감독원-증권업계 간담회’를 통해 밸류업 프로그램 도입 계획이 시장에 공개된 직후 국내 은행주의 시가배당률은 이례적인 속도로 낮아졌다(그림 1) 참조). 직전 1개월간 인터넷 은행을 제외한 9개 상업은행을 시가총액 규모 비중대로 매수하였을 때 기대할 수 있는 연평균 배당수익률은 7.7%에 달했는데, 이러한 시가배당률은 1월 24일을 기점으로 신속히 하향 추세로 전환되었다.²⁾ 이는 기존 은행주의 주가가 배당의 현저한 불확실성 등을 전제로 크게 할인되어 거래되고 있었을 가능성을 시사한다. 밸류업 정책으로 관련 불확실성이 해소되면서 주가가 꾸준히 상승하였고, 6월 말 기준 시가배당률은 5.3% 수준까지 내려왔다. 기준금리가 3.5%임을 고려하면 주가는 내재가치 범위에 도달한 것으로 평가할 수 있다. 통화안정증권 364일물 금리로 대용한 무위험수익률과 비교하더라도 시가배당률 스프레드는 2% 미만으로 나타나, 지난 6개월간 은행주에 있어서 코리아 디스카운트는 상당 부분 해소된 것으로 판단한다.

2) 2월 26일 ‘한국 증시 도약을 위한 기업 밸류업 지원 방안’ 1차 세미나를 통해 밸류업 정책의 구체적 방안이 공개되었고, 5월 2일 ‘기업가치 제고 계획 가이드라인’이 최종 공표되었다.

〈그림 1〉 국내 상장 상업은행 시가배당률 추이



주 : 1) 2020년 7월부터 2024년 6월까지 국내 상장 상업은행의 일별 보통주 시가배당률 추이
 2) 시가배당률은 직전 12개월 보통주 현금배당금을 일별 보통주 시가총액으로 나눈 값이며, 직전일 시가총액을 기준으로 가중 평균하여 산출
 3) 스프레드는 시가배당률에서 통화안정증권 364일물 금리로 대용한 무위험수익률을 차감한 값
 자료: Dataguide, 한국은행, 자본시장연구원

이와 같은 은행주의 저평가 해소는 단순히 정책적 기대감에 의한 주가 상승에 기인한 현상은 아닐 가능성이 높다는 점에 주목할 필요가 있다. 국내 상업은행의 가중평균 자기자본이익률(이하 ROE)은 지난 10년간 꾸준히 증가해 왔으며, 2024년 1분기 말을 기준으로 8%를 웃돌고 있다. 고정이하여신에 대해 대손충당금을 충실히 반영한 후에도 주주환원 여력을 확보한 것이다. 아울러, 9개 상업은행 모두 당국의 배당절차 개선에 선제적으로 참여하여 배당액이 확정된 상태에서 투자할 수 있도록 배당기준일을 변경하였으며, 그중 6개 은행은 현금배당과 함께 자사주 매입·소각을 병행하는 등 타업종 대비 진일보한 주주환원 정책을 펴고 있다.

즉, 올해 상반기 금융지주사를 중심으로 한 상업은행의 주가 흐름은 적절한 주주환원 정책이 기업가치 제고의 주요한 동인이 될 수 있음을 보여준다. 학계의 축적된 논의에 따르면, 기초 여건(fundamental)이 충실한 기업이 시장에서 저평가되어 거래될 때는 미래현금흐름 정보의 불확실성(Denis et al., 1994), 잉여현금흐름의 비효율적 투자 혹은 특권적 소비 가능성(Lang & Litzenger, 1989) 등이 할인율을 높이는 요인으로 작용한다고 알려져 있다. 주주환원의 확대는 이와 같은 대리인 문제를 완화할 뿐만 아니라, 추상적인 주주 권리가 구체적인 현금흐름 권리로 실현될 수 있음을 명확히 보여주기에 가치와 가격의 괴리를 좁히는 효과적인 기제로 작동한다.

이는 코리아 디스카운트의 신속한 해소를 위해서는 결국 기업이 충실한 기초 여건을 갖추고, 좋은 거버넌스를 마련할 필요가 있음을 시사한다. 기업의 기초 여건은 주주환원의 원천이 되고 거버넌스는 이를 실행할 의지로 작용하기 때문이다. 문제는 기업의 기초 여건을 구성하는 수익성과 성장 잠재력은

정부의 주도로 쉬이 향상되기 어렵다는 점이다. 장기간의 체질 개선 과정 역시 뒤따라야 한다. 즉, 밸류업 프로그램의 효과는 기업이 처한 상황에 따라 상당한 시차를 두고 나타날 가능성이 있다. 따라서, 은행주의 저평가 해소 이후 앞으로의 밸류업 정책에 관한 논의는 우리나라 비금융 기업의 저평가 양상에 대한 본질적 이해에서부터 출발할 필요가 있다.

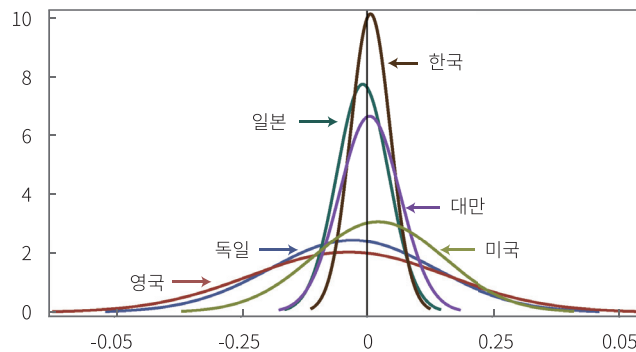
비금융 상장기업의 저평가 양상

그간 코리아 디스카운트 현상은 우리나라 증시의 만성적인 저 PBR 양상으로 표현되는 경우가 많았다. 특히, 2023년 3월 일본거래소그룹(JPX)이 ‘자본비용 및 주가 의식 경영’을 공표하면서 PBR 1 미만의 기업에 대해 기업가치 제고 계획의 공시를 권고함에 따라 PBR 1 미만이 본질가치 대비 저평가를 의미하는 대용치(proxy)로 인식되는 경향이 굳어졌다. 실제로 PBR에 영향을 미칠 수 있는 다양한 특성 요인을 통제한 상태에서 회귀분석을 수행해 보면, 글로벌 금융위기 이후 2010년부터 2022년까지 비금융업종을 영위하는 우리나라 기업의 PBR은 미국, 영국, 독일은 물론 대만, 일본보다도 낮은 최저 수준을 보인다.

다만, PBR 자체의 높고 낮음으로 주가를 고평가 혹은 저평가로 재단하면 단편적인 시각에 한정된 평가로 귀결될 가능성이 크다. PBR 수치는 시장이 평가한 주가(P)와 회계상 인식한 순자산 장부가(B)의 차이, 일면만을 바라보기 때문이다(Penman et al., 2006). P와 B의 관계는 다면적인 기업가치 요소를 고려한 다항 함수의 형태로 재조명될 필요가 있다. 구체적으로 기업의 본질가치를 순자산 및 수익가치의 합으로 정의하되, 배당을 통한 주주환원이 가치평가에 미치는 영향을 반영하려면 수익가치는 순이익에서 현금배당을 차감한 잉여현금흐름을 기반으로 측정할 필요가 있다. 이 경우 PBR은 Feltham-Ohlson (1995)의 순증관계(clean surplus relationship) 가정에 따라 순자산 · 수익성 · 주주환원 3요소에 의한 본질가치 대비 시장가치 비율로 재정의된다.

상술한 모형을 토대로 비금융업을 영위하는 주요 6개국 상장기업을 비교 · 분석해 보면, 우리나라 비금융 상장기업의 시장가치는 본질가치 대비 결코 저평가되어 있지 않다(〈그림 2〉 참조). 평균적으로 미국 시장에 상장된 기업이 가장 높은 시장가치를 형성하고, 그다음이 한국 시장에 상장된 기업으로 확인된다(미국 > 한국 > 대만 > 일본 > 독일 > 영국 순). 더욱이 기업가치에 영향을 미칠 수 있는 여러 특성 요인을 통제하고 회귀분석을 수행해 보면, 한국은 주요 6개국 중 본질가치 대비 시장가치가 가장 높게 형성되는 국가에 해당한다. 우리나라 기업이 해외 주요국 시장에 상장되더라도 더 높은 PBR을 부여받을 가능성은 크지 않다는 것이다. 소수 주주 보호, 법 집행의 강제성 등 일반주주 보호를 위한 제반 환경이 더 강건하다고 평가되는 시장에서는 오히려 더 냉정한 평가를 받을 가능성도 있다.

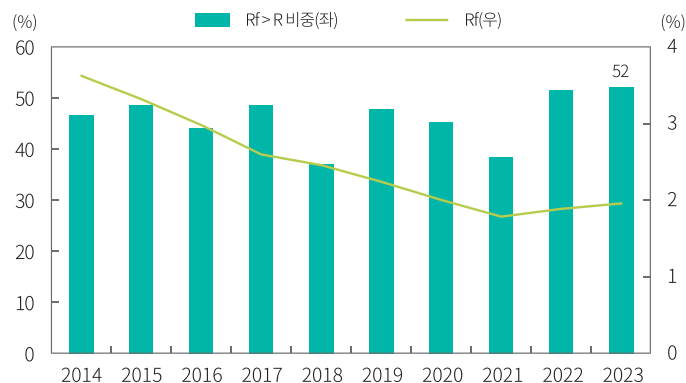
〈그림 2〉 주요국 상장기업 본질가치 대비 초과 시장가치 비율 분포



주 : 1) 2010년부터 2022년까지 주요 6개국 상장기업의 본질가치 대비 초과 시장가치 비율 분포로 양(+)의 값을 가지면 고(高) 시장가치, 음(-)의 값을 가지면 저(低) 시장가치 영역에 해당
 2) 본질가치는 Feltham-Ohlson (1995)의 순증관계(clean surplus relationship) 가정에 기초하여 순자산 및 잉여현금흐름의 가치로 정의하며, 주요 6개국 상장기업 표본에 대해 산업(Fama-French 48 산업분류)-연도별 회귀분석을 수행하여 적정 본질가치 대비 기업-연도별 초과 시장가치 비율을 측정
 자료: Refinitiv, Bloomberg, 자본시장연구원

한편, 우리나라 시장에는 장기간 주식수익률 성과가 저조한 기업 비중이 상당히 많이 관측된다. 이론상 자기자본을 조달하는 데 요구되는 비용은 무위험수익률과 시장·기업 특성 요인에 의한 위험 프리미엄으로 구성되기에, 무위험수익률은 자본비용의 출발점이자 최저한이다. 그런데도 2023년 말을 기준으로 우리 주식시장에는 10년을 누적한 주식수익률 성과가 무위험수익률보다 낮은 기업이 과반수(52%)를 차지한다(〈그림 3〉 참조). 시가총액 상위 30%에 해당하는 대규모 기업은 58%로 더 높은 비중을 보인다. 위험자산 수익률은 내재적으로 높은 변동성을 지니지만, 현금배당의 재투자를 가정한 주주의 총수익률이 중앙은행이 발행하는 단기 채권 수익률보다 장기간 저조한 것은 위험 자본에 요구되는 적절한 보상 수준으로 보기 어렵다.

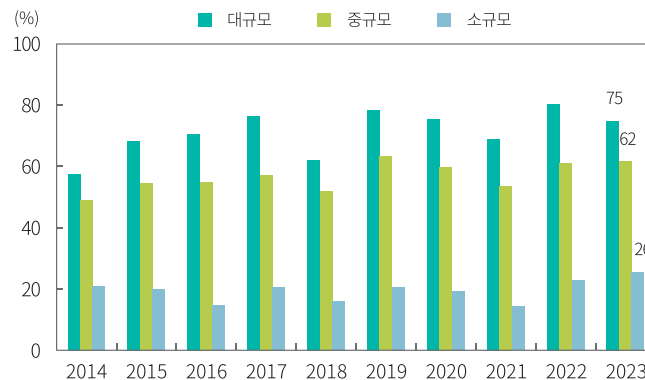
〈그림 3〉 장기 주식수익률 저성과 기업 비중



주 : 1) 유가증권·코스닥시장 상장 12월말 결산 비금융업종 기업 대상 연도별 과거 10년 주식수익률(R)이 과거 10년 무위험수익률(Rf)을 밑도는 장기 주식수익률 저성과 기업 비중
 2) R은 주가수익률에 현금배당수익률을 반영한 주주의 총수익률, Rf는 통화안정증권 364일물 금리로 산출
 자료: Dataguide, 한국은행, 자본시장연구원

물론, 낮은 수익성으로 본질가치가 저하된 상황에서의 주식수익률은 지극히 정상적으로 저조할 수밖에 없다. 그러나 2023년을 기준으로 시가총액 상위 30%에 해당하는 대규모 기업의 75%는 과거 10년간 달성한 ROE 성과가 주식수익률보다 높았다(그림 4) 참조). 현저히 낮은 주가수익률을 일정 부분 보전할 수 있을 정도의 이윤은 달성하고 있다. 더욱이, 대규모 기업의 24%는 10년간 ROE가 주식수익률 대비 연평균 10% 이상 높고, 15%는 연평균 20%를 초과한 것으로 확인된다. 이들 기업이 현금배당의 확대 혹은 자사주의 매입·소각을 통해서 저조한 주가수익률을 적극적으로 보전하는 정책을 펼친다면, 주주의 총수익률을 높임과 동시에 주가지수의 유의미한 상승도 기대할 수 있을 것이다. 시가총액 상위 30% 기업이 KOSPI 지수의 94%를 구성하기 때문이다.

〈그림 4〉 장기 주식수익률 대비 ROE 고성과 기업 비중



주 : 1) 유가증권·코스닥시장 상장 12월말 결산 비금융업종 기업 중 연도별 과거 10년 자기자본이익률(ROE)이 과거 10년 주식수익률(R)을 웃도는 초과 ROE 기업 비중
 2) R은 주가수익률에 현금배당수익률을 반영한 주주의 총수익률, ROE는 지배주주 순이익을 지배기업 소유주 지분 총자본으로 나눈 값
 3) 대규모(소규모) 기업은 연도별 시가총액 상위(하위) 30%, 중규모 기업은 연도별 시가총액 중위 40%에 해당
 자료: Dataguide, 한국은행, 자본시장연구원

결론 및 향후 과제

한국 주식시장의 만성적인 저 PBR 현상은 부인할 수 있는 사실이다. 그러나 이는 낮은 본질가치가 투영된 결과이지 해외 주요국 대비 체계적인 저평가로 볼 근거는 부족하다. 순자산·수익성·주주환원 3요소를 결합한 본질가치와 비교하면, 우리나라에 상장된 비금융 기업은 해외 주요국에 상장된 비금융 기업 대비 평균적으로 높은 시장가치를 형성하고 있다. 이는 우리 증시의 디스카운트 여부를 판단하는 데 PBR이 단일의 유효한 기준이 아닐 수 있으며, 보유 자산의 공정가치, 미래현금흐름의 창출 역량, 주주환원 정책의 적정성, 3측의 관점에서 총체적 접근이 필요함을 의미한다. 아울러, 현저히 저하된 기업의 수익성을 유의적으로 개선하기 이전에는 단기간에 주가의 전인을 기대하기 어려운 현실 또한 직시해야 할 것이다.

다만, 기업가치 제고를 위한 여러 정책적 노력을 회의적으로 바라볼 필요는 없다. 올해 상반기 은행주의 재평가에서 확인되듯, 충실한 기초여건과 좋은 거버넌스를 갖춘 기업은 밸류업 프로그램을 통해 시장가격과 본질가치 간 괴리를 빠르게 좁히는 계기를 마련할 수 있다. 비록 상당수 기업이 장기간 무위험 채권 수익률보다 저조한 주식수익률을 기록하고 있는 지점에 대해서는 철저한 원인 분석과 개선 계획의 공시가 뒤따라야 할 것이나, 비판적이지만은 않은 것은 대규모 기업일수록 저조한 주가수익률을 보전할 수익성을 유지하고 있다는 점이다. 주주환원의 확대를 통해 즉각적인 기업가치의 제고를 기대할 수 있을 뿐만 아니라, 이들 기업이 사실상 주가지수의 대부분을 구성한다는 점에서 투자자들이 체감할 수 있는 지수 상승도 기대해 볼 수 있다.

장기적으로는 기업의 체질을 개선하기 위한 구조적 노력을 병행해야 한다. 주요 6개국 상장기업에 대해 초과 시장가치의 결정요인을 살펴보면, 높은 수익성과 성장성, 그리고 이를 유지하기 위한 사용 자본(capital employed)의 효율적 활용과 재배치가 기업가치 제고의 핵심 요인으로 관측된다. 또한, 노동집약적 사업 구조보다는 무형자산에 기반한 사업을 영위하는 기업이 월등히 높은 시장가치를 형성하는 것으로 나타난다. 한편, 현금배당과 자사주를 활용한 주주환원은 대체로 기업가치를 높이거나, 핵심 사업에서 높은 마진을 달성하고 있는 경우 사내유보를 통한 재투자가 기업가치 제고에 더 효과적인 것으로 확인된다. 결국 주주 관점에서 최선의 환원은 세후 수익률의 극대화이기 때문이다.

아울러, 장기간 해소되지 않는 극심한 저평가 문제에 대해서는 법제적 접근도 주효할 것으로 판단한다. 이를테면, 상당수 자산주는 청산가치보다 매우 낮은 가격에 거래되는 상황이 지속되는데, 이를 해소하는 제도적 보완 방안을 검토할 필요가 있다. 주주권리 보장과 효율적 자원배분 측면에서 M&A 압력을 더욱 강화하고, 그 과정에서 합병 대가, 공개매수 가격 등은 공정하게 산정될 수 있어야 한다. 또한, 주주 행동주의를 활성화하여 건설적이고 응집력 있는 관여를 통해 경영진의 실질적인 변화를 끌어낼 수 있어야 한다.

참고문헌

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

이효섭, 2024, 『일본 자본시장 개혁의 성과 동인 및 시사점』, 자본시장연구원 이슈보고서 24-16.

Denis, D.J., Denis, D.K., Sarin, A., 1994, The information content of dividend changes: Cash flow signaling, overinvestment, and dividend clienteles. *Journal of Financial and Quantitative Analysis* 29(4), 567-587.

Feltham, G.A., Ohlson, J.A., 1995, Valuation and clean surplus accounting for operating and financial activities, *Contemporary accounting research* 11(2), 689-731.

Lang, L.H., Litzenberger, R.H., 1989, Dividend announcements: cash flow signalling vs. free cash flow hypothesis?, *Journal of financial economics* 24(1), 181-191.

Penman, S.H., Richardson, S.A., Tuna, I., 2007, The book-to-price effect in stock returns: accounting for leverage, *Journal of accounting research* 45(2), 427-467.

ZOOM
-IN

국내 EMP 펀드시장의 현황 및 시사점

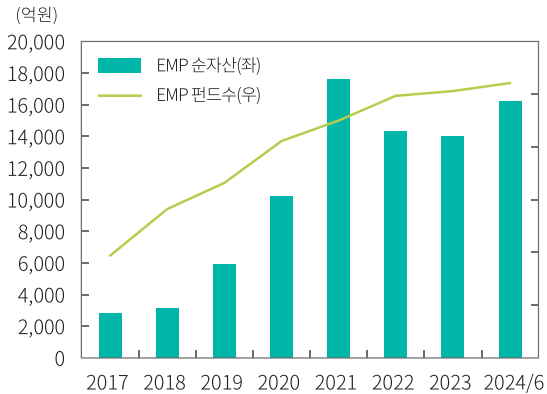
- EMP(ETF Managed Portfolio) 펀드는 운용자산의 50% 이상을 ETF, ETN 등에 투자하는 펀드로 국내외 ETF 시장이 최근 급성장함에 따라 2024년 들어 자금이 순유입되며 순자산 규모 증가
- 최근 국내 EMP 펀드시장은 국내투자 대비 해외투자의 비중이 절대적으로 높고, 출시 초기와 비교하여 보수적자산배분 유형의 비중이 감소한 대신 공격적자산배분 유형이 크게 증가한 것이 특징
- 국내외 ETF 시장의 성장, ETF를 활용한 자산배분 수요 증가, 자산운용업계 전반의 보수인하에 따른 수익성 제고 노력 등에 힘입어 EMP 펀드에 대한 관심이 높아지는 추세이며 EMP 펀드는 장기투자 상품으로 적합한 만큼 TDF와 함께 향후 퇴직연금 시장의 성장세에도 큰 영향을 받을 것으로 보임

- EMP(ETF Managed Portfolio) 펀드는 운용자산의 50% 이상을 ETF(Exchange Traded Fund), ETN(Exchange Traded Note) 등에 투자하는 펀드로 2024년 들어 자금이 순유입되며 순자산 규모 증가
 - EMP 펀드는 운용자산의 50% 이상을 ETF, ETN 등의 ETP(Exchange Traded Product)에 투자하는 펀드 상품
 - ETF는 특정 국가의 증시나 업종을 대상으로 분산투자하는 것이 특징인데, 그런 속성을 가진 ETF를 여러 개 골라 묶은 만큼 위험 분산 효과가 극대화되어 ‘초분산’ 상품으로 불림
 - EMP는 분산투자, 저비용¹⁾, 투명성 등 ETF의 이점을 활용할 수 있다는 장점으로 인해 효율적인 포트폴리오 구현 및 리밸런싱에 유리
 - ETF는 일반 주식형펀드 대비 운용보수가 낮고 현금보유가 적어 거래비용이 낮으며, ETF 1주를 사도 추종 지수 전정목을 사는 것과 동일한 분산 효과를 가지고, 납입자산구성내역 공시 제도를 통해 펀드의 포트폴리오를 매일 확인할 수 있어 투명성이 매우 높음
 - <그림 1>에서 국내 EMP 펀드 순자산 규모는 2021년말 1.8조원을 기록한 이후 감소하는 양상을 나타냈으나 2024년 들어 증가세로 전환하여 2024년 6월말 기준 1.6조원으로 2023년말 대비 16.1% 증가

1) EMP의 2024년 6월말 기준 운용보수율(순자산 가중평균)은 0.39%로 ETF가 아닌 일반 펀드에 투자하는 재간접펀드에 비해 비용이 낮을 수 있으나, ETF 등과 비교하면 EMP 펀드의 운용보수가 더 높을 수 있음

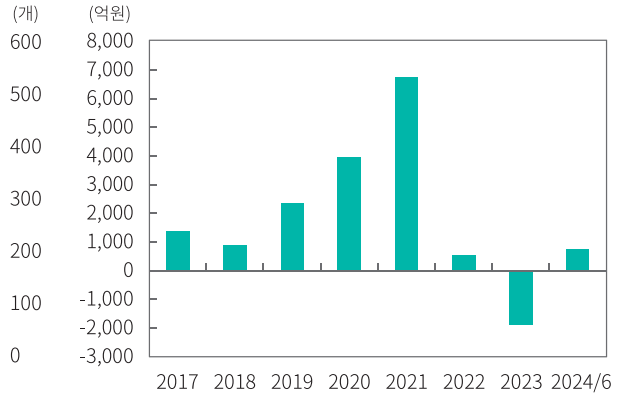
- 2023년에는 EMP 펀드에서 1,882억원의 자금이 순유출되며 순자산 감소에 기여했으나 2024년 상반기에는 761억원의 자금이 EMP 펀드로 순유입됨(〈그림 2〉 참고)

〈그림 1〉 EMP 펀드 규모 추이



자료: KG제로인

〈그림 2〉 EMP 펀드 자금흐름 추이

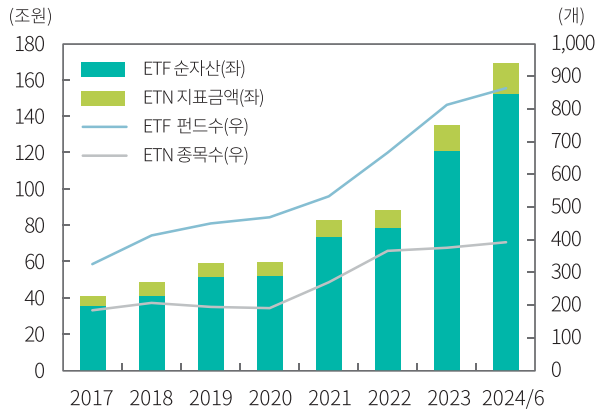


□ 2024년 들어 국내 EMP 펀드시장이 다시 성장세로 전환한 것은 EMP 펀드가 주로 투자하는 국내외 ETF 시장이 최근 급성장하고 있는 데에 주로 기인

- 〈그림 3〉에 따르면 2024년 6월말 기준 국내 ETF 순자산 규모는 152조 6,363억원으로 2023년 말 대비 26.1% 증가하였으며, 이는 2022년말 순자산(78조 5,116억원) 규모와 비교하면 거의 두 배 수준
- 미국을 비롯한 글로벌 펀드시장 또한 ETF로 대표되는 패시브펀드로 대규모 자금이 순유입되는 양상이 지속되고 있으며 〈그림 4〉를 보면 2024년 6월말 기준 글로벌 ETF 자산 12.9조달러, ETP 자산 13.1조달러를 기록
- 자산규모의 증가와 함께 펀드 수 또한 빠르게 증가함에 따라 2024년 6월말 기준 글로벌 ETF는 12,420개²⁾, 국내에 상장된 ETF는 863개에 달하는 것으로 나타나고 있으며, 따라서 ETF 종목 중 수익성이 높은 ETF를 선별하기 어려운 투자자들에게도 EMP 펀드가 대안이 될 수 있음

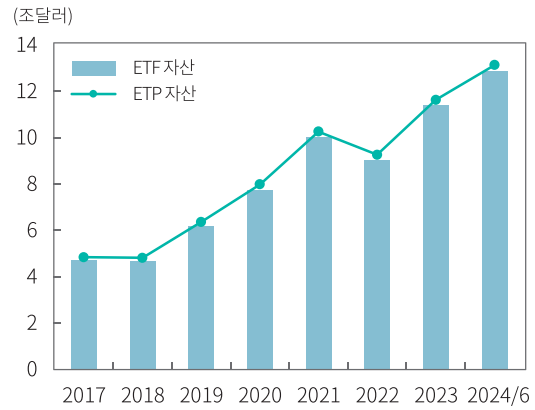
2) ETFGI, 2024. 7. 17, ETFGI reports assets invested in the global ETFs industry reached a new record high of 13.14 trillion US Dollars at the end of June, press release.

〈그림 3〉 국내 ETF 및 ETN 시장규모 추이



자료: 한국거래소

〈그림 4〉 글로벌 ETP 시장규모 추이



자료: ETFGI

□ 최근 국내 EMP 펀드시장은 국내투자 대비 해외투자의 비중이 절대적으로 높고, 도입 초기와 비교하여 보수적자산배분 유형의 비중이 감소한 대신 공격적자산배분 유형이 크게 증가한 것이 특징

— 거래소에 상장되어 거래되는 ETF와 달리 EMP 펀드는 공·사모펀드로 출시되고 있으나 〈그림 5〉에서 볼 수 있듯이 공모가 대부분이고 사모는 비중은 미미하여 2024년 6월말 기준 사모 EMP 펀드 순자산 규모는 908억원으로 전체 EMP 펀드의 5.6% 수준

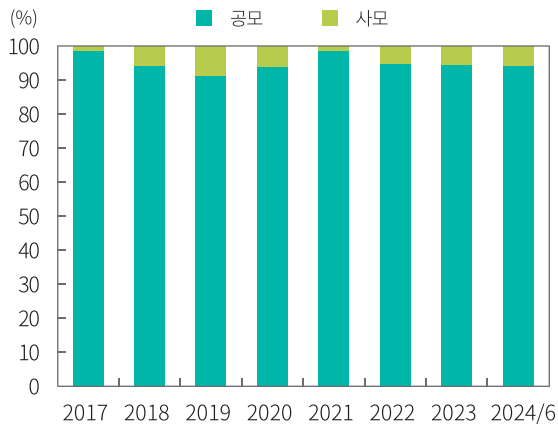
— 〈그림 6〉과 같이 EMP 펀드의 투자지역을 제로인 분류 기준에 따라 국내, 해외, 국내외혼합으로 분류할 경우 2024년 6월말 기준 해외 80.9%, 국내외혼합 16.5%, 국내 2.6%로 해외투자가 절대적 비중을 차지

• 2017년에는 국내외혼합 51.8%, 국내 3.9%, 해외 44.3%로 국내외혼합의 비중이 가장 높았으나 그 이후 해외투자 비중이 빠르게 확대된 것을 알 수 있음

— 또한 〈그림 7〉에서 EMP 펀드를 유형별로 분류해 보았을 때, 2017년과 비교하여 2024년 6월에는 글로벌 보수적자산배분의 비중이 대폭 감소한 대신 글로벌 공격적자산배분의 비중이 크게 증가하였으며, 북미주식의 비중도 크게 증가

• 2017년말에는 글로벌 보수적자산배분이 42.2%, 글로벌 공격적자산배분이 28.1%, 글로벌주식 15.3%, 북미주식 5.5% 등의 순으로 순자산 비중이 높게 나타났으나, 2024년 6월말에는 글로벌 공격적자산배분 42.0%, 북미주식 17.1%, 글로벌주식 13.0%, 정보기술섹터 8.0%, 글로벌 주식혼합 7.9%, 글로벌 보수적자산배분 5.6% 등의 순으로 나타남

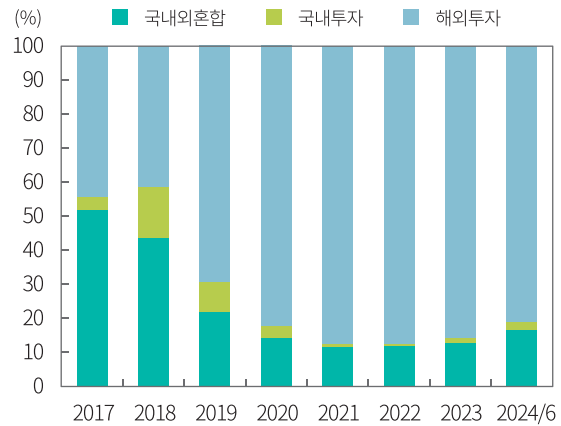
〈그림 5〉EMP 펀드 공·사모 비중



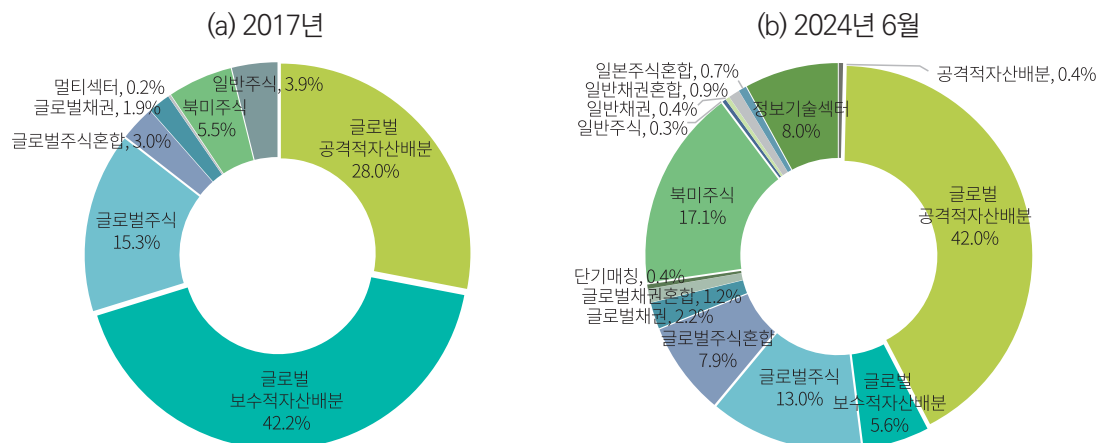
주 : 순자산 기준

자료: KG제로인

〈그림 6〉EMP 펀드 투자지역 비중



〈그림 7〉EMP 펀드 유형별 비중 변화



주 : 순자산, 제로인 소유형 분류 기준

자료: KG제로인

□ 순자산 상위 Top 10 EMP 펀드가 투자하고 있는 상당수의 ETF는 해외에 상장되어 있으며, 편입된 ETF가 추종하는 지수 중에서는 S&P500 지수가 가장 많은 비중을 차지하는 것으로 나타남

— 국내 EMP 펀드 중 2024년 6월초 순자산 기준 상위 10개 펀드가 투자하고 있는 ETF를 살펴본 결과, 평가액 기준 상위 30개 ETF 중에서 국내 주식시장에 상장되어 있는 ETF는 2개, 나머지는 해외거래소에 상장된 ETF로 나타남(〈표 1〉 참고)

— EMP 펀드가 편입하고 있는 주요 ETF 중에는 S&P500 지수를 추종하는 경우가 가장 많고 평가액 기준으로도 가장 비중이 큰 것을 알 수 있음

• S&P500 지수는 올해 상반기에만 15.29% 상승하였으며 글로벌 ETF 중 올해 가장 많은 자금이 순유입되고 있는 ETF 상위 2개도 S&P500을 추종하고 있음³⁾

3) <https://www.morningstar.com/funds/july-etf-flows-near-monthly-record-settle-silver>

〈표 1〉 Top 10 EMP 펀드가 편입하고 있는 주요 ETF

종목코드	종목명	평가액(억원)
US9229083632	VANGUARD S&P 500 ETF	875.7
US46090E1038	Invesco QQQ Trust Series 1	569.9
360750	TIGER 미국S&P500	371.6
US78462F1030	SPDR S&P 500 ETF Trust	361.8
US4642872000	iShares Core S&P 500 ETF	354.0
US2330511435	Xtrackers S&P 500 ESG ETF	310.4
US46432F3394	iShares MSCI USA Quality Factor ETF	199.1
US92189F6438	VanEck Morningstar Wide Moat ETF	188.4
US92189F6768	VANECK VECTORS SEMICONDUCTOR	125.4
379780	KBSTAR 미국S&P500	119.8
US33738R7044	First Trust RBA American Industrial Renaissance ETF	106.6
US37954Y6730	Global X US Infrastructure Development ETF	90.4
US78464A5083	SPDR Portfolio S&P 500 Value ETF	85.3
US9220427754	VANGUARD FTSE ALL-WORLD EX-US	81.9
US4642882579	ISHARES MSCI ACWI ETF	78.2
US46137V1008	Invesco Aerospace & Defense ETF	58.6
US81369Y8865	UTILITIES SELECT SECTOR SPDR	53.8
US46434V8862	iShares Currency Hedged MSCI Japan	40.1
US46429B5984	ISHARES MSCI INDIA	39.7
US81369Y8030	TECHNOLOGY SELECT SECT SPDR	34.6
US4642868065	ISHARES MSCI GERMANY	29.1
US4642871689	ISHARES SELECT DIVIDEND ETF	26.9
US19762B7073	Columbia India Consumer ETF	26.1
US46429B6719	ISHARES MSCI CHINA ETF	25.2
US78464A7899	SPDR S&P Insurance ETF	24.9
US92204A8760	VANGUARD UTILITIES ETF	22.6
US9229087690	VANGUARD TOTAL STOCK MKT ETF	22.3
US4642867075	ISHARES MSCI FRANCE	22.2
US2330518794	Xtrackers Harvest CSI 300 China A-Shares	21.7
US92204A8844	VANGUARD TELECOMMUNICATION SERVICE ETF	20.7

주 : 2024년 6월초 순자산 기준 상위 10개 EMP 펀드가 투자하고 있는 ETF 중 평가액 합계 기준 상위 30개

자료: KG제로인

- 국내외 ETF 시장의 성장, ETF를 활용한 자산배분 수요 증가, 자산운용업계 전반의 보수인하에 따른 수익성 제고 노력 등에 힘입어 EMP 펀드에 대한 관심이 높아지는 추세이며 EMP 펀드는 장기투자 상품으로 적합한 만큼 TDF와 함께 향후 퇴직연금 시장의 성장세에도 큰 영향을 받을 것으로 보임
- 국내외 ETF 시장의 성장, ETF를 활용한 자산배분 수요 증가, 자산운용업계 전반의 보수인하에 따른 수익성 제고 노력 등에 힘입어 EMP 펀드에 대한 관심이 높아지는 추세이며 자산운용사를 중심으로 EMP 상품의 출시가 최근 잇따르고 있음
 - EMP는 ETF의 저비용, 분산투자, 투명성 등의 이점 등을 유지하며 효율적인 포트폴리오 구현이 가능하다는 장점이 부각되고 있으며, 따라서 투자대상 다변화를 통한 수익률 제고가 절실한 국내 연기금 등 기관투자자의 경우에도 상대적으로 적은 비용과 높은 투명성으로 투자목적에 맞는 전략을 구현할 수 있는 EMP 투자가 유용할 것으로 기대
 - 또한 ETF 라인업을 갖추고 있는 운용사의 경우 EMP 펀드를 통해 수익성을 제고할 수 있으며, ETF 사업을 영위하지 않는 운용사의 경우 대신 EMP 펀드를 설정함으로써 ETF 시장에 몰린 자금 일부를 흡수할 수 있는 등의 이점이 있음
 - 특히 EMP 펀드는 분산투자로 변동성을 최소화해 장기투자 상품으로 적합한 만큼 퇴직연금 상품으로 매력을 갖추고 있으며 현재 많은 EMP 펀드가 퇴직연금펀드로 설정되어 있고 디폴트옵션에도 편입⁴⁾되어 있어서 TDF와 함께 향후 퇴직연금 시장의 성장세에도 큰 영향을 받을 것으로 보임
 - 2024년 6월말 기준 110개의 EMP 펀드가 퇴직연금펀드로 설정되어 있고, 2024년 2월 기준 디폴트옵션 승인상품 중 21개에 EMP 펀드가 포함됨

선임연구원 심수연

4) 디폴트옵션 적격 상품 유형 중 Balanced Fund로 분류

ZOOM
-IN미국 Nasdaq 시장의 penny stock 증가
및 시사점

- 최근 Nasdaq 시장에 상장된 주식 중 penny stock 종목이 증가하고, 이와 함께 주식병합 사례가 확대되는 가운데, 시장에서는 Nasdaq 증권거래소의 유연한 상장유지 요건에 대한 문제점을 제기
- 국내 주식시장의 경우 최근 천원 미만으로 거래되는 종목 수가 증가하고, 이중 관리종목 및 투자주의환기종목으로 지정된 종목이 증가
- 주식병합을 시행한 종목의 경우, 저주가 종목을 중심으로 이루어지고 있으며, 병합 이후 대체로 관리종목 지정·상장폐지 등이 이루어지거나, 주가 하락이 진행
- 국내 시장에서 동전주 거래가 증가하고, 이중 관리종목 등으로 지정되는 종목이 확대되는 상황에서, 국내 코스닥시장 상장폐지 요건이 글로벌 규제 요건에 부합할 수 있도록 모니터링 필요

- 최근 Nasdaq 시장에 상장된 주식 중 penny stock 종목이 증가하고, 이와 함께 주식병합 사례가 확대되는 가운데, 시장에서는 Nasdaq 증권거래소의 유연한 상장유지 요건에 대한 문제점을 제기
 - Penny stock은 통상적으로 주당 5달러 이하로 거래되는 주식을 의미하며, 주로 장외시장(Over The Counter: OTC)과 장외시장내 핑크시트(pink sheets)를 중심으로 거래¹⁾
 - 미국 장외시장의 경우 주당 최소 가격, 주주 수, 시가 총액 등 정규거래소와 같은 상장 요건에 대한 충족 의무가 없으며, 거래소 상장 주식과 비상장 주식 모두 장외시장에서 거래 가능²⁾
 - 그러나 최근 정규시장인 Nasdaq 시장에서 1달러 미만으로 거래되는 종목 수가 증가하였으며, 이러한 저주가 기업들을 중심으로 주가 제고를 목적으로 주식병합(reverse stock split) 사례가 확대
 - Nasdaq에 상장된 기업 중 1달러 미만으로 거래된 종목은 2021년 초 12종목에서 2023년 12월 초에는 400여 종목 수준까지 확대³⁾
 - 또한 지난해 미국 상장 기업 중 주식병합이 이루어진 기업은 2023년 495종목으로, 전년도대비 71%(288종목) 이상 증가⁴⁾

1) FINRA, 2024. 1. 19, Low-priced stocks can spell big problems,

2) FINRA, 2024. 4. 24, A look at over-the-counter equities trading.

3) WSJ, 2023. 12. 3, Hundreds of stocks have fallen below \$1. They're still listed on Nasdaq.

4) WSJ, 2024. 2. 23, As trading frenzies grip penny stocks, criticism of Nasdaq grows.

- 시장에서는 Nasdaq 증권거래소의 유연한 상장유지 요건으로 인해 장외시장에서 거래되어야 할 종목들이 Nasdaq 증권거래소에서 상장이 유지되고 있으며, 최근 거래소의 penny stock이 증가한 유인으로 보고 있음⁵⁾
- Nasdaq 증권거래소의 준수 기간(compliance period) 및 상장폐지 대상기업의 이의제기 기간으로 인해 상장유지 요건 미달 기업이 장기간 거래소에 상장이 유지되는 상황이 발생

□ Nasdaq 증권거래소의 상장 규정상 상장 기업은 일정기간동안 주당 가격 유지 요건(bid price requirement)과 주식병합(revers stock split)에 관한 상장유지 요건을 두고 있음⁶⁾

- Nasdaq 증권거래소는 상장유지(Continued Listing Requirements) 요건으로 최소매수가격(minimum bid price) 기준을 두고 있음
 - Nasdaq 상장 시 최초 상장 가격 요건으로 4달러의 매수가격(bid price)을 준수⁷⁾해야 하며, 상장유지 요건으로 최소매수가격(minimum bid price)을 주당 1달러 이상으로 유지
- 최소매수가격을 충족하지 못할 경우, 최대 360일의 준수 기간(compliance period)을 부여받을 수 있음
 - 상장 기업이 주당 1달러 미만으로 30일 연속 거래될 경우, Nasdaq은 즉시 기업에 해당 사실을 통보하고, 통보일로부터 준수 기간으로 180일을 해당 기업에 부여
 - 180일 이내에 주가 회복이 이루어지지 않은 경우, 기업이 최초상장요건(initial listing)을 충족하고, 추가 유예기간을 요청할 경우, 기업은 2차 준수 기간으로 180일을 재부여받게 됨
- 그러나 2차 준수 기간까지 최소매수가격 요건을 준수하지 못한 경우, 2차 준수 기간이 종료된 이후 해당 기업은 상장폐지 결정에 대한 이의제기를 요청할 수 있으며, 해당 기간동안 상장폐지는 이루어지지 않음⁸⁾
 - 2차 준수 기간 이후 이의제기 기간으로 인해 해당 기업은 상장유지 요건을 충족하지 못한 상황에서 360일 이상 Nasdaq 증권거래소에 상장이 유지되는 결과를 갖게 됨
- 한편, 준수 기간 내에 주당 가격이 0.10달러 이하이거나, 주식병합 시행과 관련하여 일정 요건을 충족하지 못한 경우에도 상장폐지가 이루어짐
 - 준수 기간 동안 회사의 증권이 10연속 거래일 동안 종가 매수 가격(closing bid price)이 0.10달러 이하인 경우, 해당 증권은 Rule 5810에 따라 상장폐지 결정 및 통보가 이루어짐
 - 최소매수가격 요건을 지속적으로 충족하지 못한 기업이, 이전 2년 동안 250대 1 이상의 누적 비율(cumulative ratio of 250 shares or more to one)로 주식병합을 1회 이상 실시한 경우 상장폐지 결정

5) 주식 3), 4) 상동

6) Rule 5810. 참고

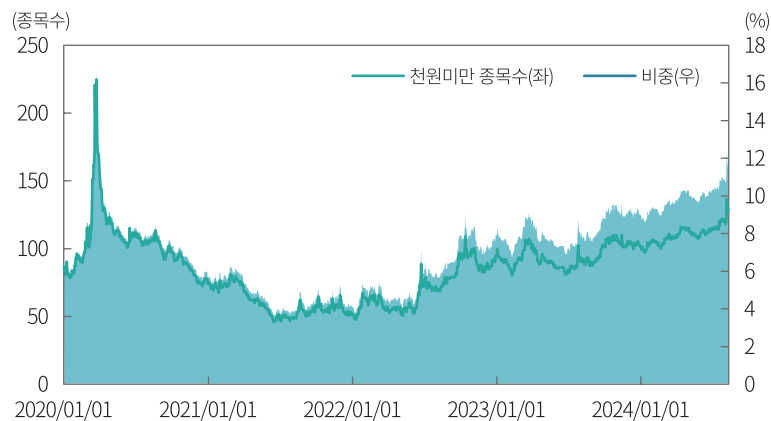
7) Capital market에서는 bid price가 4달러 미만일 경우 특정요건(자기자본 또는 순이익 기준 요건 등을 충족)을 충족하면 minimum closing price를 3달러 기준으로 상장 가능(Rule 5505(a)(1)(B) 참고)

8) Rule 5815. 참고

□ 국내 주식시장의 경우 최근 천원 미만(이하 동전주)으로 거래되는 종목 수가 증가하고 있고, 관리종목 및 투자주의 환기종목으로 지정되는 동전주도 동시에 증가하는 상황

- 동전주 및 주식병합 이후 해당 종목의 경우 각각 변동성 증가 및 유동성 감소 등의 특징을 보임
 - 안제욱·이계원(2016)⁹⁾에 따르면 동전주는 투기 거래자들의 담합의 대상이 되기 쉽고, 심각한 가격변동 위험을 수반
 - 또한 박영규(2023)¹⁰⁾ 연구 결과에 따르면 주식병합 이후 병합 전보다 유동성이 감소하는 것으로 평가
- 코스닥시장에 상장된 동전주 수는 최근 증가세를 나타냄
 - 2024년 8월 9일 기준 코스닥시장에서 1천원 미만 종목 수는 160개 종목으로 전체 상장 종목 대비 9.2% 수준

〈그림 1〉 코스닥시장 동전주 추이



주 : 1) 천원 미만 기업 수 및 비중은 일별 증가 기준
 2) 비중은 전체 코스닥 상장 종목수 대비 천원 미만 주가 종목수(천원 미만 주가 종목수/전체 코스닥 상장 종목수)를 의미

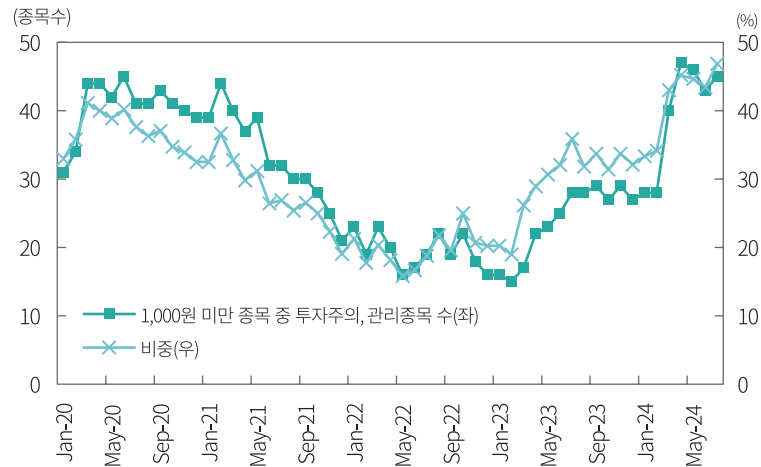
자료: DataGuide

- 동전주 중 관리종목 및 투자주의환기종목으로 지정된 종목 수도 증가세를 나타내고 있음
 - 동전주 중 관리종목 및 투자주의환기종목으로 지정된 종목은 2020년 초 31개 종목에서 감소세를 보여왔으나, 2024년 7월 31일 기준 전체 동전주 중 29.8%(45개 종목)가 관리종목 및 투자주의환기종목으로 지정
 - 또한 전체 코스닥시장의 관리종목 및 투자주의환기종목 대비 동전주의 관리종목 및 투자주의환기종목으로 지정된 비중은 2024년 7월 31일 기준 46.9% 수준

9) 안제욱·이계원, 2016, 동전주를 이용한 포트폴리오 투자성과에 관한 연구, 『대한경영학회지』 29(3), 489-505.

10) 박영규, 2023, 주식병합의 주가성과와 유동성 효과, 『경영경제연구』 45(4), 1-20.

〈그림 2〉 동전주 관리종목 및 투자주의환기종목 지정 현황



주 : 1) 각 월말 증가 기준 천원 미만 종목 중 관리종목 및 투자주의환기종목

2) 비중=(동전주 중 투자주의환기종목 및 관리종목으로 지정된 종목 수/전체 코스닥 상장 종목 중 투자주의환기종목 및 관리종목으로 지정된 종목 수)를 의미

자료: KRX

□ 한편, 코스닥시장의 주식병합 사례를 살펴보면, 저주가 종목을 중심으로 주식병합이 이루어지고, 병합 이후 관리종목 등으로 지정되거나, 주가가 하락하는 양상을 보임

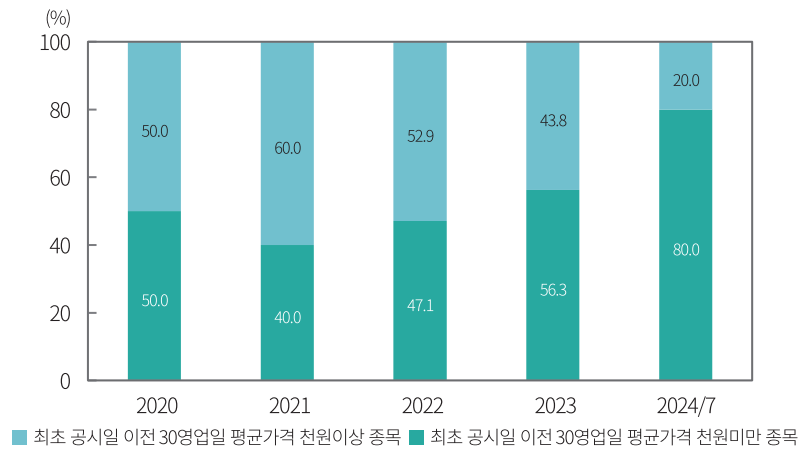
— 주식병합 공시 이전 천원 미만으로 거래된 종목은 지속적으로 증가

- 2020년부터 2024년 7월말까지 전체 주식병합 공시 기업은 63개 종목으로 이중 최초 주식병합 공시 전 30일 동안 평균주가가 천원 미만인 종목은 50.8%(32개사) 수준

— 주식병합 이후 대체로 상장폐지/관리종목 등으로 지정되거나 주가 하락이 지속되는 양상을 보이며, 주가 상승 종목은 일부에 불과

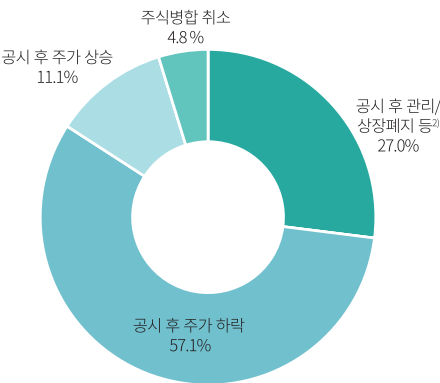
- 2020년부터 2024년 7월말까지 주식병합 공시 후 상장폐지/관리 종목 등으로 지정된 종목 비중은 전체 주식병합 공시 종목 중 27.0%(17개사) 수준
- 같은 기간동안 주식병합 공시 이후 주가 하락이 이루어진 기업은 전체 주식병합 공시 종목 중 57.1% 수준
- 같은 기간 중 주가 상승 종목은 단 7개 종목에 불과하였으며, 전체 공시 종목 수 대비 11.1% 수준

〈그림 3〉 주식병합 공시 종목 현황¹⁾



주 : 1) 2020~2024년 7월말 주식병합 공시자료 기준이며, 각 연도별 주식병합 공시 종목대비 비중
2) 2021년 16개사 중 전년도 공시로 중복 기업 1종목 제외
자료: KRX(KIND)

〈그림 4〉 주식병합 공시 이후 종목 현황¹⁾



주 : 1) 2020~2024년 7월말 주식병합 공시자료 기준
2) 상장폐지/관리종목/투자주의환기종목 포함
3) 추가 하락/상승은 최초공시일 기준 종가 대비 2024년 7월말 종가 기준으로 계산
3) 2021년 16개사 중 전년도 공시 중복 기업 1종목 제외되었으며, 공시 후 관리/상장폐지 등 항목에서도 해당기업 제외
자료: KRX(KIND)

□ 국내 시장에서 동전주 거래가 증가하고, 이중 관리종목 등으로 지정되는 종목이 확대되는 상황에서, 국내 코스닥시장 상장폐지 요건이 글로벌 규제 요건에 부합할 수 있도록 모니터링 필요

- Rhee · Wu(2012)¹¹⁾에 따르면, Nasdaq 시장의 최소매수가격 제도¹²⁾에 대한 분석 결과, 해당 제도 도입 이후 시장에서 극단적인 손실이 감소하고, 투자 종목 선별에 유의미한 것으로 나타남
 - 분석 기간 중 Nasdaq 시장에서 최소매수가격 제도를 준수하지 못하여 상장폐지된 기업 비중은 전체 Nasdaq 상장폐지 기업 중 42% 수준
 - 해당 제도 도입 전 Nasdaq 시장의 average extreme loss를 분석한 결과, 1달러 미만으로 주로 거래되는 종목이 1달러 이상으로 주로 거래되는 종목 대비 14배 이상으로 확인되어, 1달러 미만으로 거래되는 종목이 손실에 매우 취약했던 것으로 평가
 - 제도 도입 후 1달러 미만 주식의 average extreme loss는 88% 이상 감소된 것으로 확인
 - 또한 1달러 이상으로 주로 거래되는 종목 중 가격이 1달러에 근접한 종목일수록 위험이 증가하는 것으로 분석되어 거래소에 상장된 주식을 선별하는데 있어 해당 제도가 적절한 스크리닝 역할을 수행하는 것으로 평가
- 이러한 상장유지 요건에도 불구하고, 최근 Nasdaq 상장기업 중 penny stock 종목의 확대와 관련하여, Nasdaq 증권거래소는 기업의 상장 유지 요건을 강화하는 개정 내용의 제안서를 지난 8월 6일에 SEC에 제출¹³⁾
 - 2차 준수 기간 이후에도 매수가격요건(bid price requirement)¹⁴⁾을 재준수하지 못한 종목의 경우 거래 중지(suspend) 시행
 - 이전 1년 이내에 주식병합을 실행한 기업이 매수가격요건 1달러 요건을 준수하지 못한 경우 상장폐지 결정서(delisting determination)를 별도의 준수 기간(compliance period) 없이 즉시 발송하도록 개정
- 국내 코스닥시장의 경우 주요 관리종목 지정 및 상장폐지 요건으로 재무적 기준 충족 요건과 종목 거래와 관련된 거래량 요건¹⁵⁾을 두고 있으며, Nasdaq과 같이 주식병합 전·후로 가격요건을 충족하지 못하는 경우도 고려해 볼 필요
 - 매출액, 영업손실, 자본잠식 등과 관련하여, 관리종목 지정 및 상장적격성 실질심사 등이 이루어짐
 - 분기 월평균 거래량이 유동주식 수의 1%에 미달될 경우 관리종목으로 지정되며, 2분기 연속 미달 시 형식적 상장폐지에 해당

선임연구원 이정은

11) Rhee, S.G., Wu, F., 2012, Anything wrong with breaking a buck? An empirical evaluation of Nasdaq's \$1 minimum bid price maintenance criterion, *Journal of Financial Markets* 15(2), 258-285.

12) 연속된 30영업일 기간 동안 최소 한 차례 이상 1.00달러 매수가격(bid price) 충족 요건

13) SR-NASDAQ-2024-045.

14) 2차 준수 기간인 360일간 최소매수가격 1.00달러 준수 요건

15) <https://listing.krx.co.kr/contents/LST/04/04020500/LST04020500.jsp>