

바람직한 금융정책 방향과 금융개혁 과제

한국금융학회 추계 정책심포지움

2017. 10. 25

강경훈(동국대) 서성원(아주대)

여은정(중앙대) 한재준(인하대)

< 차 례 >

(소개 및 개괄)

1. 중소·벤처기업 활성화와 관계형 금융
2. 자본시장의 규제체계 개선 과제
 - 역동성 제고와 투자자 보호
3. 은산분리 규제 완화 논의에 대한 검토
4. 연기금의 스튜어드십과 신인의무

(소개 및 개괄)

- 문재인 정부는 적폐청산을 제1의 개혁과제로 설정하고 경제 부문에서도 소득분배 개선과 공정한 경제를 지향하고 있으나 아직 금융부문에서는 개혁 과제 및 방향이 제시되지 못하고 있음
 - 다른 부문의 개혁이 시기적으로 우선시되고 있기 때문일 수 있는데 경제구조의 시스템을 전환시키기 위해서는 금융부문의 개혁이 필수적인 전제 조건
 - 이미 유효성이 크게 떨어진 “대기업 중심 - 정부 주도” 경제정책을 답습하는 경우 경제의 역동성 저하 우려
- 경제구조의 시스템을 개혁하기 위한 금융부문의 개혁 과제 및 정책방향은 과거 정책에 대한 심층적인 반성과 새로운 현안과제에 대한 모색에 중점을 둘 필요
 - 단기 처방전을 아무리 많이 모아도 금융부문의 개혁을 달성하기는 어려우며 오히려 상충문제 등으로 개혁의 질곡으로 작용할 우려
 - 주요 경제주체들의 유인구조 및 구체적인 상황에 대한 심층적인 이해를 바탕으로 금융부문의 제도 및 규제를 설계할 필요

1. 중소기업 · 벤처기업 활성화와 관계형 금융

- 중소기업 · 벤처기업 지원 정책을 설계할 때는 기업 간 관계 등 중소기업 · 벤처기업이 처한 상황을 고려할 필요
 - 대기업과 중소기업 · 벤처기업은 협상력에서 차이가 있을 뿐 아니라 전용투자(specific investment)의 입증불가능성(unverifiability) 문제, 중소기업 정보의 독점 문제 등으로 전통적인 중소기업 정책금융이나 정부의 행정규제나 소송 등을 통한 해결책에 한계
- 이에 따라 금융기관의 중소기업 지분 보유 또는 관계형 금융 활성화 등을 통하여 중소기업-금융 관계를 보다 긴밀히 하는 방안을 고려할 필요
 - 금융의 중소기업에 대한 부당대우 문제도 불거질 우려가 있으나 금융-중소기업 간에는 현물거래나 전용투자가 없기 때문에 금융의 기술 탈취, 단가 후려치기의 문제는 없음
 - 반면 금산분리 원칙의 훼손, 금융위기의 발생 가능성 증대 등의 부작용이 우려될 수 있으며 이러한 문제들을 함께 고려하여 구체적인 정책방안을 강구할 필요
 - (1) 금융그룹 계열사 간 시너지를 제고하는 방안, (2) 협동조합형 금융기관이나 지방은행의 중소기업 지분 보유를 늘리는 방안, (3) 금융투자회사의 중소기업 금융 활성화 방안, (4) 상업은행의 중소기업 지분 보유를 허용하는 방안, (5) 정책 금융기관의 중소기업 지분 보유 방안 등

2. 자본시장의 규제체계 개선 과제 - 역동성 제고와 투자자 보호

□ 자본시장에서 금융혁신과 투자자보호란 주제는 양립이 어려운 '두 마리의 토끼 잡기' 과제일 수 있지만, 현재 한국 자본시장의 발전단계에서 두 과제는 양자 중 택일의 문제라기보다는 두 과제 모두 개선의 여지가 있는 상태로 판단됨.

○ 자본시장에서 투자활성화를 위한 금융혁신 과제의 경우,

- ① 금융투자업자의 정보생산능력 배양 필요성과
- ② 투자와 대출간의 탄력적인 조합을 통한 신규 투자처발굴과 벤처기업과의 수익공유
- ③ 정부 부처간 할거주의에 따른 시장경쟁원리 미작동 영역 존재
- ④ 구조조정 시장 PEF 미활성화란 문제가 있어

이러한 문제점 해결을 통한 금융혁신 추구가 투자자보호 미흡으로 직결되지는 않을 상태

□ 반면에 투자자보호도 사전규율준수가 엄격하지 못하거나, 사후구제책이 실효적이지 못한 데 따른 금융소비자의 자본시장 불신으로 시중의 여유자금이 자본시장이 아닌 간접금융시장과 부동산시장으로의 쏠림 현상이 발생하면서 경제전반의 자금배분에 비대칭현상이 초래

□ 이러한 시각에서 아래의 4가지 개선 과제를 검토하고자 함.

- ① 벤처·중소기업에 대한 자금공급 능력 제고
(그 사례로 SVB와 국내 VC시장의 부처이기주의를 조명)
- ② 구조조정시장 한계 극복을 위한 자본시장(PEF) 역할 제고
- ③ 투자자보호 및 금융기관 리스크관리의 사각지대 해소
- ④ 피해발생시, 금융투자자에 대한 사후구제책의 실효성 강화

3. 은산분리 규제 완화 논의에 대한 검토

- 최근 인터넷전문은행 관련 제기된 은산분리 규제완화의 필요성에 대해 은산분리 규제의 목표를 이해하고, 미국 사례와 은산분리 규제 완화의 혜택과 비용 비교 분석을 통해 정책적 시사점을 도출
- 은행업무의 공공재적 성격을 고려하고, 미국의 사례를 참고할 때 미 산업대부회사(ILC)들은 은산분리 규제 완화가 아니라 규제할 필요가 없는 예외로 판단

- 은산분리 규제 완화에 따른 혜택과 비용 비교분석 시 혜택은 특정기업에 돌아가는 반면 비용은 사회전체가 부담해야 하는 점에 유의

□ 정책적 시사점

- 현재와 같이 인터넷전문은행의 업무 범위가 은행과 동일한 상황에서는 동일한 감독과 규제를 적용하는 것이 바람직한 반면, 인터넷 전문은행이 주요 지배 관련 조건을 만족하고, 업무 범위를 적절히 제한한다면(가령 중금리대출 및 벤처파이낸싱 등) 은산분리 규제의 예외적용을 고려할 수 있음.
- 이와 같은 은산(금산)분리 논의는 금산결합그룹까지 포괄하는 금융복합그룹 감독체계를 효율적으로 구축하고 적용하는 이슈와 함께 논의될 필요

4. 연기금의 스튜어드십과 신인의무

- 연기금과 관련하여 제기된 스튜어드십과 신인의무 도입의 필요성에 대해 논의하기 위하여 연기금의 현황 및 특성을 분석하고, 연기금의 대리인 문제 완화를 위한 정책적 시사점을 도출

- 공적 연금은 해지하고 다른 연금으로 옮겨갈 수 없는 경우가 많아 대리인 문제에 쉽게 노출
- 특성상 장기간으로 투자가 이루어지기 때문에 수탁자와 수익자간 정보 비대칭이 큼
- 규모가 앞으로 더 증가할 것으로 예상되어 앞으로 중요한 역할을 해야 할 것으로 생각

□ 정책적 시사점

- 국민 전체의 영향을 줄 수 있는 연금 자산운용자에게 먼저 신인의무를 도입. 성실의무와 주의의무를 포함하는 의무내용을 구체화하여 실효성을 갖출 필요성이 있음
- 연기금의 특성을 고려하여 간접 투자자금에 스튜어드십을 먼저 도입하고 단계적으로 직접투자 자금에도 도입하는 방법도 논의될 필요

중소 · 벤처기업 활성화와 관계형 금융

한국금융학회 추계 정책심포지움

2017. 10. 25

강경훈(동국대) 서성원(아주대)

여은정(중앙대) 한재준(인하대)

< 차 례 >

1. 문제의 제기
2. 중소기업 지원과 기업 간 관계
3. 정책 방향: 중소기업-대기업 관계와
중소기업-금융 관계
4. 정책 대안

1. 문제의 제기

- 중소기업은 고용의 대부분을 담당하는 경제의 중심이며 한국경제의 성장잠재력을 확충하기 위해 절실하게 필요한 혁신과 차별화의 담당 주체
 - 대기업도 혁신을 추구하지만 기존의 제품과 다른 성능, 기능 또는 생산공정 등을 추구하는 혁신 또는 차별화에는 벤처기업과 같은 중소기업이 더 적합
 - 한국의 경우 중소기업이 기술혁신이나 신상품 도입 등을 통해 대기업으로 성장하는 사례를 찾기가 매우 어려운데 한국경제의 활력 저하를 보여주는 단면
- 중소기업들이 대기업과의 관계에서 부당한 대우를 받는 경우도 많음
 - 단가 후려치기: 일방적 납품단가 인하 요구 등 불공정 하도급
 - 기술 빼앗기: 중소기업의 기술/인력 탈취
 - 일감 몰아주기 등 부당 내부거래 및 무분별한 사업영역 확대

2. 중소기업 지원과 기업 간 관계

- 중소기업·벤처기업 지원 정책을 설계할 때는 기업 간 관계 등 중소기업이 처한 상황을 고려할 필요
 - 중소기업-소비자: 낮은 인지도, 존속 가능성에 대한 불신 등의 문제 → 전통적인 중소기업 정책금융이나 지원정책이 유효
 - 중소기업-대기업 간 비경쟁 관계: 중소기업이 거래하는 대기업이 하나인 경우 hold-up에 따른 부당 대우, 정보독점에 따른 지대 추구 등의 문제가 발생할 수 있는데 전통적인 중소기업 정책금융이나 지원정책이 무력할 수 있음. (공정거래법 등의 시행에도 불구하고 기술빼앗기, 가격후려치기 지속, 빨대효과 등)
 - 하도급관계가 오래 지속됨에 따라 정보비대칭 문제가 낮고 기업 간 중간재 생산 및 거래의 경우 해당 기업들에 특화된 성격이 강하기 때문에 lock-in의 문제가 발생할 수 있는데 협상력 우위의 대기업에게 일방적으로 유리한 거래가 지속될 소지가 있음
 - 중소기업-대기업 간 경쟁 관계: 중소기업이 거래하는 대기업이 다수이고 대기업들 간에 경쟁과 견제가 이루어지는 경우 상기 문제들이 덜 심각 (금융이론에서 차입자들이 복수의 자금원천으로부터 자금을 조달하거나 관계를 맺는 유인과 같은 맥락)

1) 기업 간 전용투자 문제와 하도급 구조

- 기업 간 거래에는 이 거래 관계에서만 유효한 전용투자(specific investment)가 필요한 경우가 많고 이에 따라 hold-up 등의 문제가 발생할 수 있는데 일본, 한국 등에서는 하도급 관계로 접근 (Tirole (1988), Holmstrom and Roberts (1998) 등)
- 기업간 거래에서는 특정 기업과의 거래에서만 가치가 발생하는 전용투자(specific investment)가 필요한 경우가 많은데 이런 상황에서 hold-up 문제가 발생
 - 구매업체는 재협상을 통하여 공급업체의 투자로부터 발생하는 준지대를 전유할 수도 있으며 이를 피하려는 공급업체는 투자를 줄이게 되어 과소투자가 발생
- 일본, 한국 등의 하도급 구조에서는 최종재 생산 대기업이 소규모 부품기업들과의 장기거래 관계 및 양자 간의 긴밀한 정보 교류를 통하여 hold-up 문제를 해결
 - 또한 미국과 달리 일본에서는 최종재 생산업체가 아니라 부품 공급업체가 전용자산을 소유
- 하도급 구조 하에서 대기업-중소기업 간 비대칭 정보 문제가 원활히 해결될 가능성이 있으나 최종재 생산업체의 협상력이 너무 세고 이에 따라 부품업체들을 부당하게 대우할 가능성이 상존 (Holmstrom and Roberts, 1998)
 - 또한 중소기업의 정보가 대기업에 독점됨에 따라 대기업이 정보 지대를 독식할 가능성

2) 하도급 계약과 중소기업: 이중구조론 vs 위험분담론

- 이중구조론(dual structure hypothesis): 최종재 생산업체(또는 구매업체)가 부품업체에게 부당한 거래를 강요하는 것을 설명하는 대표적인 이론
 - 중간재를 조립하여 최종재를 생산하는 대기업이 부품 생산 비용을 절감하기 위해 중소기업의 저임금을 활용하거나, 경기변동에 따른 생산량 변화를 예측하기 어려워 그 생산 가동률 변화를 최소화하기 위한 경기완충장치로써 하도급거래 전략을 선택
- 위험분담이론: 이중구조론과 대조적인 입장으로 하도급계약은 기업들 간의 위험분담 기능을 수행한다는 주장
 - 이중구조론은 꾸준히 성장하는 시장에 직면하고 있는 기업에게 적용되기 어려우며 오히려 위험분담 기능 때문에 중소기업들이 대기업과 장기적, 전속적 관계를 형성
- 이 두 가지 상반된 이론은 모두 설득력이 있으며 결국 한국의 상황에 어느 이론이 더 들어맞는가는 실증분석의 영역에 속하는 문제
 - 여러 실증분석에서 다양한 결론이 제시

3) 빨대효과 및 기술 탈취

- 우석진·장우현(2017)은 하청 중소기업에 대한 중소기업 지원정책의 혜택이 원청 대기업 쪽으로 흘러들어가는 빨대효과(straw effect)에 대한 실증분석 제시
 - 정책자금을 받은 협력사들의 총자산은 커지지만 매출액증가율과 수익률은 오히려 감소
- 위험 전가 또는 분담 문제 외에 대기업의 기술 탈취 등도 중요한 문제
 - 정부는 2011년 3월 하도급법을 개정하면서 기술탈취에 대해 실제 손해액의 최대 3배까지 배상 책임을 묻는 징벌적 손해배상제를 도입
 - 홍장표(2011)는 하도급거래에서 구매업체의 기회주의적 행위가 공급업체의 연구개발투자에 미치는 영향을 분석
 - 구매업체의 기회주의에 노출되는 하도급기업과 그렇지 않는 시장판매기업의 연구개발투자량과 투자이익 탄력성을 비교 분석한 결과 하도급기업이 시장판매기업보다 연구개발투자량이 적고 투자이익 탄력성이 낮은 것을 발견
 - 하도급기업의 연구개발투자가 부진한 것은 투자여력 부족보다는 계약에 대한 낮은 신뢰도로 인한 투자유인 부족에서 주로 비롯된 것으로 나타남

3. 정책 방향: 중소기업-대기업 관계와 중소기업-금융 관계

1) 중소기업-대기업 관계의 문제는 정부 개입에 따른 해결에 한계

- 대기업과 중소·벤처기업은 협상력에서 차이가 있을 뿐 아니라 전용투자(specific investment)의 입증불가능성(unverifiability) 문제, 중소기업 정보의 독점 문제 등으로 정부의 행정규제나 소송 등을 통해 해결하는 데 한계
 - 기술 빼앗기나 단가 후려치기 등 부당한 대우에도 대기업과 관계를 유지해야 하는 상황 가능
 - 입증불가능성: If investments were verifiable, they could be specified ex ante and enforced ex post, so that the issue of asset specificity would not arise. (Tirole, 1988)
- 중소기업·소상공인의 협상력 제고를 위해 중소기업·소상공인 상호간의 수평적 네트워크를 활성화하는 방안(김상조, 2012)
 - 유사한 상황에 있는 다수의 중소기업들이 공동으로 대기업의 부당 대우에 대응하여 협상력의 격차를 극복하는 방안으로 Holmstrom and Roberts (1998)의 맥락과 연결되나 현재 한국의 중소기업 네트워크들은 매우 취약한 실정으로 쉽게 활성화되기를 바라기도 어려움

2) 중소기업-금융 관계를 보다 긴밀히 하는 방안을 고려할 필요

- 금융기관의 중소기업 지분 보유 또는 관계형 금융 활성화 등을 통하여 금융과 중소기업 간 관계를 보다 긴밀히 함으로써 중소기업에 대한 지원을 내실화
 - 금융-중소기업 관계가 보다 가까워지는 경우 금융의 중소기업에 대한 횡포 또는 부당대우 문제가 불거질 수 있으나 금융-중소기업 간에는 현물이나 전용자산이 직접 개입되지 않기 때문에 금융의 우월적 지위에 따른 기술 탈취, 단가 후려치기의 문제가 제기되지 않음
 - 또한 금융기관들은 거래 중소기업의 M&A나 새로운 대기업과의 하청관계를 주선해줄 수도 있을 것으로 기대되는데 이런 역할은 정부나 중소기업 네트워크에게 기대하기 어려운 것임
- 반면 중소기업-금융 간 관계가 더 가까워짐에 따라 금산분리 원칙의 훼손, 금융위기의 발생 가능성 증대 등의 부작용이 우려될 수 있으며 이러한 문제들을 함께 고려하여 구체적인 정책방안을 강구할 필요
 - (1) 금융그룹 계열사 간 시너지를 제고하는 방안, (2) 협동조합형 금융기관이나 지방은행의 중소기업 지분 보유를 늘리는 방안, (3) 금융투자회사의 중소기업 금융 활성화 방안, (4) 상업은행의 중소기업 지분 보유를 허용하는 방안, (5) 정책 금융기관의 중소기업 지분 보유 방안 등

4. 정책 대안

1) 금융그룹 계열사들의 중소기업 투자-융자-정보생산 등을 결합하는 방안

- 금융그룹 내의 계열 은행, PEF, 금융투자사 간의 정보교류 등 시너지를 높여서 한 중소기업과 여러 계열 금융사들이 관계를 중층적으로 맺도록 하고 이에 따라 금융그룹 차원의 해당 중소기업에 대한 이해와 관심도를 높이도록 유도
 - 금융회사와 중소기업을 보다 가까이 만들기 위해 자금대차 관계에 더하여 지분관계로도 연결하는 방안을 생각할 수 있는데 현재 은행, PEF, 금융투자사 등을 동시에 보유하고 있는 금융그룹들이 다수
 - 이 방안의 장점으로는 현행 금융법규의 원칙과 체계를 거의 손상하지 않아도 된다는 것임
 - 그러나 아직까지 계열사 간 인적 교류나 정보 공유가 원활하지 못한 국내 금융그룹의 형편을 감안할 때 자은행의 대출과 자증권사 또는 PEF의 지분투자가 결합되도록 하는 방안은 큰 효과를 내지 못할 가능성이 높음

2) 협동조합형 금융기관, 지방은행의 중소기업 지분보유 증대 방안

- 이 방안은 소규모 금융기관이 관계형 금융에 적합하다는 금융이론과 일맥 상통하며 독일 등의 사례와도 유사
 - 금융이론의 Conventional wisdom에 따르면 연성정보(soft information)에 기초한 관계금융(relationship banking)은 중소 규모 지역은행이나 협동조합형 금융기관에서, 경성정보(hard information)에 기초한 거래금융(transaction banking)은 대규모 상업은행들이 담당
 - Stein, 2002, “Information Production and Capital Allocation: Decentralized vs Hierarchical Firms“
 - Berger, Miller, Petersen, Rajan and Stein, 2005, “Does function follow organizational form: Evidence from the lending practices of large and small banks“
 - Uchida, Udell and Watanabe, 2008, “Bank size and lending relationships in Japan“
 - Liberti and Mian, 2009, “Estimating the Effect of Hierarchies on Information Use“
- 다만 한국의 협동조합형 금융기관이나 지방은행의 규모나 능력 면에서 중소기업에 대한 지원효과가 크지 못할 수 있음
 - 또한 산업자본의 지배가 많이 이루어진 저축은행의 중소기업 지분 보유는 역효과 가능성

3) 금융투자사 또는 은행의 중소기업 지분보유를 늘리는 방안

- 금융투자사와 (상업)은행은 협동조합형 금융기관이나 지방은행보다 규모 등의 면에서 중소기업 지원 효과가 클 수 있지만 금융투자사는 정책의 실제 효과 면에서, 은행은 은산분리 원칙의 훼손, 금융안정성 저하 등의 문제가 우려됨
 - 금융투자사는 현재 중소기업 지분 투자가 허용되어 있으나 대기업 관련 업무를 주요 수익원으로 하고 있는 데다 그동안 산업자본의 금융투자업 진출이 오랜 동안 이루어짐에 따라 대기업들에 대항하는 차원의 중소기업 금융을 적극적으로 맡지 않을 가능성
 - 은행의 자기자본 또는 총자산의 일정 비율 이하로 한도규제를 설정하는 것을 조건으로 일정 규모 미만의 중소기업 및 혁신형 기업을 대상으로 하는 VC 투자와 증권업무를 허용하여 은행의 관계형 금융을 활성화하는 방안은 효과를 기대할 수 있음
 - 최근 연구에서는 상업은행들도 관계형 금융을 공급한다는 결론이 많음
 - de la Torre, Martínez Pería and Schmukler, 2010, "Drivers and Obstacles to Banking SMEs: The Role of Competition and the Institutional Framework"
 - Berger, Goulding and Rice, 2014, "Do small businesses still prefer community banks?"
 - 반면 은행의 중소기업 지분 보유는 BIS 비율 저하, 경기순응성 등 시스템위험 증대 등 우려

- 중소기업이 은행 등 금융회사의 입장에서 새로운 수익원으로 중요해지는 과정에서 실물 및 금융의 양 분야에서 일자리 창출의 선순환이 이루어질 수도 있음
 - 대기업들의 자금수요가 줄어드는 가운데 주택담보대출 등 가계대출도 이미 포화상태라는 지적이 많아 은행의 새로운 수익원으로 중소기업의 중요성 증대
 - 은행은 중소기업에 대한 관계형 금융의 성공을 위해 정성적 정보를 수집·관리·심사하는 내부 전문인력을 육성할 필요가 있으며 RM과 기업간의 밀착 등의 부작용을 예방하는 리스크 관리 및 내부통제 시스템의 강화도 병행 추진할 필요
 - 경남은행의 경우 사내에서 양성한 전문심사역을 제도화 노력 등에 힘입어 2000년 이후 800여 개의 유망기업을 발굴 및 지원하여 중소기업 대출비율이 90%에 육박

4) 정책금융기관의 중소기업 관련 유니버설 बैं킹 허용

- 민간 금융회사들이 적극적으로 중소기업 금융을 늘리지 않을 수도 있는데 이 경우 정책금융기관이 유니버설 बैं크로서의 역할을 강화하는 방안을 검토
 - 예를 들어 기업은행이나 중진공 등이 현재 수행하고 있는 대출업무에 더하여 투자 및 증권 설계 등의 업무를 추가

자본시장의 규제 체계 개선 과제

- 역동성 제고와 투자자보호

한국금융학회 추계 정책심포지움

2017. 10. 25

강경훈(동국대) 서성원(아주대)

여은정(중앙대) 한재준(인하대)

< 차 례 >

1. 자본시장 규제 체계 개선 필요성

1) 환경 변화

2) 현행 규제 방식의 문제점

2. 개선 과제 검토

1) 과제 검토방향

2) 중소·벤처기업 투자시장 역동성 제고

3) 구조조정을 위한 PEF 역할 강화

4) 투자자보호 강화

3. 결론 및 정책대안

1. 자본시장 규제 체계 개선 필요성

1) 환경 변화

□ 자본시장을 둘러싼 환경의 변화

○ 자본시장 여건의 빠른 변화

- 로보어드바이저, 핀테크 등 자본시장 환경이 빠르게 변화

○ 금융혁신과 구조조정 시장으로의 역할 대두

- 은행과 보험권과는 다른 자본시장의 역동성 제고
- 자본시장을 통한 모험자본 육성과 벤처·중소기업 자금공급 필요성
- 부실기업 구조조정자로서의 역할 대두

2) 현행 규제 방식의 문제점

□ 열거주의 규정을 경직적으로 운영

- 금융상품은 포괄주의로 규정하였지만, 금융투자업자의 진입과 업무 규제는 열거주의로 운영됨에 따라, 아이디어 있는 신규 업자의 진입과 영업이 어려워짐.
 - 금융투자업자의 진입단위별(종류, 상품 범위, 투자자 유형)로 90개 단위로 세분화(박기홍, 2017)
 - 증권사 건전성 규제는 크기 등에 대한 고려 없이 획일적 규정
- 열거주의 규제 방식의 문제점
 - 첫째, 상세한 규정 정비로 시장 환경 변화와 미래 부정행위 방지에 대한 완벽한 대응은 불가
 - 둘째, 상세한 규정은 규제 기관/대상자 모두에게 과중한 부담이자 혁신을 저해하고, 중소형 금융업자에게는 또 다른 형태의 경쟁제한 요인(진입장벽)로 작용
 - 셋째, 제정 취지보다는 규정 준수 그 자체에만 주의를 기울이고, 본질을 외면하는 면피수단으로 전용될 우려

□ 금융혁신 수용가능성과 PEF의 구조조정시장 역할이 미흡한 상태

○ 중소·벤처기업 자금지원시 대출과 지분투자 간에 적절한 조합이 필요

- 미국 실리콘밸리뱅크(SVB)의 경우 벤처기업 지원시 대출과 지분투자를 적절히 조합
- 반면에 한국에서는 이러한 펀딩조합이 허용되지 않거나 규제상의 차이가 발생:
창투사와 신기술사업자간 규제차이 발생
- IPO 이외 벤처캐피탈의 중간회수시장이 미작동

○ 경영참여형PEF의 구조조정자로 역할 강화 필요성

□ 투자자보호의 사각지대와 규정 위반시 금융기관에 대한 미약한 제재조치

○ 투자자보호 규정을 세세히 열거했으나, 규정만 준수하는 영업행위 관행이 금융투자업자의 면피수단이 되면서 실질적인 투자자보호에 사각지대가 발생

○ 위반시 미약한 제재조치

- 금융소비자는 금융투자업자에 비해 정보 취득·분석력, 입증책임 등에서 열위

○ 개인투자자가 자본시장을 불신하게 될 경우, 이들을 자금조달원으로 활용하는 것이 어려워지고 궁극적으로는 직접금융시장의 발전 저해로 귀결

2. 개선 과제 검토

1) 과제 검토 방향

- 금융혁신을 위한 자본시장의 자금공급 능력을 제고하는 한편, 반사적으로 약화될 소지가 높은 투자자보호와 금융기관 리스크관리의 실효성도 동시에 제고해야 됨.
 - 금융혁신과 투자자보호란 주제는 양립이 어려운 '두 마리의 토끼 잡기'일 수 있지만, 현재 한국의 발전단계에서는 양자중 택일의 문제라기보다는 두 과제 모두 개선 여지가 있는 상태로 보임.
 - 자본시장에서 투자활성화를 위한 금융혁신 과제의 경우,
 - ① 금융투자업자의 정보생산능력 배양과
 - ② 투자와 대출간의 탄력적인 조합을 통한 벤처기업과의 수익공유 여지
 - ③ 정부 부처간 할거주의에 따른 시장경쟁원리 미작동 영역 존재
 - ④ 구조조정 시장 PEF 미활성화란 문제가 있어
- 이들 과제 해결을 통한 금융혁신 추구가 투자자보호 미흡으로 직결될 소지는 적음.

- 반면에 금융기관의 사전규율준수가 엄밀하지 못하거나, 사후구제책이 실효적이지 못함에 따라 발생하는 금융소비자의 자본시장 불신으로 여유자금이 (금융투자업자가 아닌) 간접금융과 부동산시장 등에 쏠리고 경제전반적인 자금배분에 비효율성이 초래

□ 이러한 시각에서 아래의 4가지 개선 과제를 검토

- ① 벤처·중소기업에 대한 자금공급 능력 제고
- ② 구조조정시장에서의 자본시장(PEF) 역할 제고
- ③ 투자자보호 및 금융기관 리스크관리의 사각지대 해소
- ④ 피해발생시 금융투자자에 대한 사후구제책의 실효성 강화

2) 중소·벤처기업 투자시장 역동성 제고

- ### □ 혁신성장을 뒷받침하려면 은행업보다는 자본시장의 역동성 제고가 선행되어야 함.

- 1997년 벤처기업육성에 관한 특별조치법 제정으로 시작된 중소·벤처기업 육성정책은 20년이 지났지만 아직까지 민간의 자발적인 참여 유도에는 부족하다고 평가됨.
- 혁신형 중소기업에 대한 기술평가는 금융기관(신용평가사)이 담당하기 어렵고, 이보다는 혁신형 기술정보에 대한 (VC 등의) 네트워크 구축 선행이 필요함.
- 2013년부터 추진된 기술금융은 i) 적용범위가 혁신형 중소기업과 무관하게 확장, ii) 기술금융 인프라가 미비한 상태에서 iii) 은행권 대출을 통한 양적 지원 확대가 문제점으로 지적
 - 은행권 대출시 차입자인 기업은 풋옵션 매수자 포지션이어서, 사업 위험을 높이려는 도덕적 해이가 발생하고, 대출기관인 은행은 사업의 성공가능성보다는 원금회수(보증부)에만 몰두하여 사업성평가 유인은 소멸
 - 반면에 지분투자자의 경우 콜옵션 포지션이어서 정보생산 유인이 극대화됨.
- 그러나 금융투자업자가 영세하고 은행권이 비대한 현 상황에서는 자금의 상당부분이 대출로 제공될 수밖에 없는 실정
- 해결책은 금융투자업자의 지분투자자와 대출 은행간 공조체계 구축으로 생각됨.

□ 시장의 역동성은 동종 업자들이 치열하게 경쟁하는 과정에서 발생

- 반면에 국내 벤처캐피탈(VC) 시장의 경우 창투사와 신기술사간의 규제 장벽이 존재해 VC들간의 경쟁원리 작동이 미흡하다고 생각됨.
- 따라서 VC시장의 규제차익 제거와 경쟁원리 부활이 필요
- 이런 시각에서 대출과 지분투자를 적절히 수행하는 미국 SVB사례와 국내 VC시장의 문제점을 살펴봄.

<①미 SVB 사례>

- 미국 SVB(실리콘밸리 은행) 사례
 - (Los Angeles Times) *Part lender, part consultant, part cheerleader and part investor, Silicon Valley Bank has been a nursemaid to countless start-ups – Airbnb, Fitbit, Pinterest and TrueCar, to name some recent ones – as well as banking the venture capitalists who fund them.*(2015.8.8.)
 - SVFG(금융지주그룹) 산하에 은행과 PEF를 자회사로 보유

○ SVB는 Startup에 대한 대출 담당

- 대출채권발생 확인시 or 계열 벤처캐피탈(VC)지분 출자시 연계 대출 증액
- 대출금과 VC의 지분출자금액은 SVB 계좌로 통합관리토록 요구

○ 이후 Startup이 성공해 업력후기(매출확대, 추가투자) 진입시, 동 벤처기업에 대한 대출확대

- 총 대출중 startup대출은 6%에 불과(업력중후기 벤처기업 대출비중은 94%)

○ 금산분리규정으로 금융계열 VC의 Startup지분 보유기간 초과시 매각해야 하지만, 업력중·후기 벤처기업에 대한 추가 대출시 대출금액과 금리우대 조건으로 워런티(EW)를 인수

- 금산분리상 문제(은행의 산업자본 보유)를 일으키지 않고도 금융지주 그룹차원에서는 벤처기업의 upside이익을 향유
- 지분투자자(워런티)는 콜옵션 매수에 해당되기 때문에, 차입자의 성공가능성에 관심을 갖고, 정보수집·생산능력 고양 유인이 발생

○ 정보생산능력과 관련 네트워크 구축이 성공의 첫째 요인

- SVB는 실리콘밸리 소재 PEF&증권사들과 구축한 강력한 N/W를 기반으로 Startup의 부도유인을 최소화하고, DB구축·관리로 투자대상 startup들의 부도율도 안정적으로 관리

- 또한 금산분리원칙을 훼손하지 않는 가운데 은행대출의 회수가능성과 예금자보호를 유지하면서, 고수익(고위험)은 금융지주회사의 증권부분(VC Fund)이 흡수하는 이상적인 모델
 - 예대출은 42%로 매우 낮음(예금자보호에 문제가 없음. 미국은행들의 평균치는 75%)

<②VC 소관부처 상이>

- 여전법상 신기술금융업자와 중소기업법상 창투사 간의 규제 차이 제거 필요성
 - 소관 부처 차이로 규제 차이 발생
 - 이 결과 벤처캐피탈 시장에서 경쟁원리가 원활하게 작동하지 못할 소지
 - 회수시장 미비 문제 해소를 위한 세컨더리펀드와 동 시장은 활성화되지 못한 상태
 - 중간회수·재투자시장 활성화를 위해 여러 대책이 실시됐지만 한계점 노정
 - 세컨더리펀드로 하여금 IPO 전단계에서 자금을 회수하여, 유동성을 확보하거나 신규투자를 유치하여 선순환(창업-성장-회수-재투자 및 재도전)구조에 기여해야 함.

<신기술투자조합과 창업투자조합간 비교>

구분	신기술투자조합	창업투자조합
소관부처	금융위원회	중소벤처기업부
투자대상	신기술사업자	중소·벤처기업
투자방법	<ul style="list-style-type: none"> · 신주·구주·CB·BW 등 · 타 벤처조합 인수 · 기술관련 무형자산(특허권 등) 인수 	<ul style="list-style-type: none"> · 신주·구주·CB·BW 등 (의무투자(40%)는 신주 인수, 신규 CB, BW만 가능)
투자의무비율	없음(대신에 신기술사업자에게만 100% 투자)	3년내 출자금의 40%를 창업자 및 벤처기업에 투자
투자비중	벤처 후기기업 투자	벤처 초·중기기업 투자

3) 구조조정을 위한 사모펀드 역할 강화

<구조조정 시장의 문제>

□ 현재 구조조정 PEF 시장의 문제

- 채권단이 회생 가능성이 희박한 기업들만 법정관리로 이관시키기 때문에, 사모펀드가 개입하는 단계에서의 매물은 모두 질이 악화된 상태
 - 매물이 시장에 나와도 PEF입장에서는 사고 싶은 물건이 없음.

□ 대우조선처럼 매물의 덩치가 너무 큰 경우에는, PEF시장의 소화력이 부족하고, 법원을 통한 구조조정에 대한 기대감은 커지고 있으나, 아직 기대에는 부응하지 못한 상태

- 국내 PEF시장 참여자들의 능력부족 탓을 언급하기도 함.
- PEF(Virtual Fund)는 투자시 대수의 법칙(LLN)을 적용하는데, 부실이 상시적으로 발생하지 않는 한, 국내PEF 운용사(GP)들이 소화하기에는 자금력과 전문성이 미약하다는 견해
- 최근 법원의 전문성 확보로 법원 중심의 구조조정 방식의 효율성에 대한 기대감은 고양
:2017. 3. 1. 법원조직법상 도산 전문법원인 「서울회생법원」 출범

□ 이에 대한 대안으로 정부는 P-plan(프리패키지드)을 제시

○ 원칙적으로 기업구조조정은 법정관리로 이루어지는 것이 바람직

○ 현실적인 타협안으로 P-plan 적용대상 부실기업 범위를 확대하고, P-plan으로의 이전과정을 빠르게 하는 것도 대안

- “자율협약-기축법-Pplan-법정관리” 스펙트럼상에서 자율협약은 채권자측 권리를 가장 옹호하는 방안, 법정관리는 채무자 권리를 가장 대변하는 방안으로 구분 가능

<해결방안>

□ 국가경제적 파급효과가 큰 건인 경우 정부의 공식 통로로 구조조정을 진행하고, 그렇지 않은 것들은 법정관리와 자본시장을 통한 구조조정을 시스템화할 필요

○ 경제전반에 파급효과(외부성)가 큰 구조조정인 경우 정부 재정자금 투입 방식으로 진행하되, 그렇지 않은 것들은 법정관리와 자본시장의 PEF에 일임하는 방식이 바람직

□ 법정관리 前단계로 제시된 P-plan의 경우에도 채권열후화 인정으로, 신규자금공급자

출현 가능성을 높일 필요성

- 채권자 책임(Lender Liability) 법리의 도입: 특정 채권자가 법정관리 이전단계에서 정상적인 채권회수 노력 이외에 채무 기업의 경영에 실질적으로 관여한 경우, 법정관리시 동 채권자를 주주로 간주하여 보유 채권 변제의 우선순위를 열후화(subordination)시킴.

□ PEF 자체의 구조조정 능력 배양

- 기한부여신제공 허용(현재 불허)
- (진성매각이슈로 인한) 기존채권자의 LP참여 지분 한도 확대 고려
- PEF시장의 가격발견기능 미비 현상을 개선할 필요
 - PEF시장을 (실질적으로) 해외에 개방하고 경쟁원리를 도입함으로써, 국내 PEF시장의 전문성·자본력 부족 문제를 해결하고, 해외PEF간에도 경쟁을 유도하여 헐값 매수 시비를 방지하는 노력도 병행될 필요

4) 투자자보호 강화

- 열거주의 방식에 따른 투자자보호 등의 사각지대 발생을 방지하기 위해 **원칙주의 방식**을 도입하여 사전·사후 보호를 고양할 필요
 - 규제방식의 스펙트럼을 규제의 강도에 따라 「positive(열거주의)-규정중심-원칙주의-negative(네거티브)」로 구분해 볼 수 있는데,
 - 열거주의(내지 규정중심)에서 일시에 네거티브 방식으로 이행하기에는 현실적으로 무리가 따르기 때문에 그 전단계인 원칙주의 방식을 채택하고, 정착 여하에 따라 추후 네거티브로 이행을 검토
 - 투자자보호뿐만 아니라 금융상품과 투자기법이 융복합추세이어서, 위험관리와 준법감시에도 원칙주의 도입이 필요
 - 원칙주의는 금융기관으로 하여금 사전에 규칙준수 노력을 경주하게 만들뿐만 아니라, 사후배상과 관련된 책임 추궁에도 사용될 수 있음.

<규정중심 대 원칙중심 비교>

	규정중심규제	원칙중심규제
규제 체계	<ul style="list-style-type: none"> - 법령에 세부적인 방법·절차 등 제시 - 금융당국이 과정에 대한 세부 규칙을 제정 	<ul style="list-style-type: none"> - 법령에 일반적 기준(원칙)을 제시 - 결과 달성방법과 과정은 업권이 자율적으로 고안
중점 사항	<ul style="list-style-type: none"> - 과정 중시 - 규제목적 달성보다 세부 규칙을 준수했는지 여부를 중시 	<ul style="list-style-type: none"> - 결과 중시 - 금융회사의 경영책임 중시 - 원칙 위반시 강력한 처벌
장점	<ul style="list-style-type: none"> - 규제의 명확성 확보 - 규제 법정주의/죄형법정주의의 적용에 유리 	<ul style="list-style-type: none"> - 변화 수용 가능성, 금융회사 자율·창의 발휘, 금융혁신에 유리 - 규제 사각지대 해소
단점	<ul style="list-style-type: none"> - 변화에 대한 규제 공백, 투자자보호 사각지대 - 시장참가자와 당국의 수동적 자세 	<ul style="list-style-type: none"> - 규제의 명확성 부족

■ 자료: 김용재(2017.9) 원칙중심규제의 도입 필요성과 개정 방향

□ 영국 자본시장법의 원칙주의

- 아래의 11개 원칙규정이 법적 지위를 가지며, 원칙 위반을 근거로 강력한 제재를 부과
- 반면에 미국은 규정주의와 원칙주의가 혼합되어 있다고 평가되는데,
그 배경에는 영국(기관 또는 지배주주중심 시장)과 달리 i) 소매금융시장이 발달되어 있고, ii) 사적 소송이 많은데다, iii)주(州)검찰에 의한 증권법 집행 가능성에 대한 고려 때문이라고 함

영국의 원칙주의(FSA 핸드북상 원칙)	미국의 혼합주의
<ol style="list-style-type: none"> 1. 진실성 2. 기술,주의,성실 3. 관리와 통제 4. 재무적 건전성 5. 시장행위 6. 고객의 이익 7. 고객과의 의사교환 8. 이해상충 9. 고객과의 신뢰관계 10. 고객의 자산 11. 감독자와의 관계 	<p>1. 규정주의와 원칙주의의 혼합형태: 상품거래소법(Commodity Exchange Act 1936)상 등록 기관이 되려면 법상의 선정기준 이외에 핵심원칙(core principles)을 준수(CFMA s 5(d), 5a(d), 5b(c)(2))토록 요구</p> <p>2. 미국은 소매금융시장 비중이 영국보다 높음: 일반 투자자들의 이해를 위하여 보다 구체적인 규정이 필요하지만, 영국은 대규모 기관들이어서 일반적인 원칙에 대한 이해력이 높은 상태</p> <p>3. 영국보다 사적 소송이 많은 나라: 개인, 기업 모두 허용되는 행위와 허용되지 않는 행위를 사전에 명확히 그리고 구체적으로 알기를 희망</p>

자료: 정순섭 등(2014), 금융 규제체계 네거티브 전환 검토

□ 금융투자자 피해발생시, 사후구제책의 실효성 강화

- 투자자 보호의 범위를 확대 (잘못된 투자조언에 의한 피해도 보상)
- 제재의 실효성 강화 (입증책임강화와 피해구제기금 도입)
- 반면에 전문투자자 대상 사모펀드(헷지펀드) 운용에 대한 투자자보호 제약은 완화 기조가 타당

□ 방안 1: 해외 사례(영국)

- 영국에서는 투자상품인 경우 잘못된 투자조언, 적절치 못한 투자자산운용, 허위진술 (misrepresentation)에 따른 손실도 보전토록 하고 있음.

FSCS의 투자자 보호 대상

보 호 대 상	투자인 경우, FSCS가 대신 지급하는 경우
(1) Deposits(예금)	투자 회사가 파산 등으로 투자상품을 지급할 수 없는 경우, 또는 동 회사가 지급할 수 없는 상황인 경우 잘못된 투자조언, 적절치 못한 투자자산운용, 허위진술로 인한 투자손실이 발생시
(2) General insurance(일반보험)	
(3) Long-term insurance (e.g. pensions and life assurance)	
(4) General insurance advice and arranging(보험조언 등)	
(5) Investments (투자)	<p><i>FSCS provides protection if an authorised investment firm is unable to pay claims against it. For example:</i></p> <p>for loss arising from bad investment advice, poor investment management or misrepresentation;</p> <p><i>when an authorised investment firm goes out of business and cannot return investments or money.</i></p>
(6) Mortgage advice and arranging	<p>Investments covered include: <i>stocks and shares; unit trusts; futures and options; personal pension plans and long-term investments such as mortgage endowments.</i></p>

출처: <https://www.fscs.org.uk/what-we-cover/eligibility-rules/when-is-fscs-cover-triggered/>

□ 방안 2: 입증책임의 전환

- 투자자보호에 충실했음에 대한 입증책임을 금융소비자(개인)이 아닌 금융기관으로 전환할 필요
 - 고의 또는 과실이나 손해발생에 대한 입증책임을 판매자인 금융기관에게 부과
 - 사건의 복잡성, 사건의 정보비대칭성, 집단성 및 시스템관련성으로 개별소비자가 입증하기 어렵기 때문임.
- 금융소비자보호법안 법제화시 상당부분이 해결될 전망
- 투자자보호뿐만 아니라 원칙주의 채택시 금융기관의 리스크관리 등에도 만전을 기했음에 대한 입증책임을 해당 기관에 부과하는 것도 고려

□ 방안 3: 금융소비자 피해구제기금 도입고려

- 금융회사파산시 손해배상채권 보전과 더불어 위법·위규 금융회사에 대한 손해의 신속한 구제가 가능하도록 설계
 - 우리나라에서는 금융소비자의 집단소송·장부열람권이 불허되고, 소송도 장기간(2년) 소요되기 때문에 동 피해구제기금이 先보상하고 손해배상채권을 산 뒤에 금융기관을 대상으로 소송을 진행하는 방식을 검토

- 부실 • 파산전에도 신속한 배상금지급 역할을 수행하도록 할 필요가 있음(현재 미도입)
- 내부고발자제도(whistleblower)를 도입할 경우, 이 보상을 상기 기구가 담당

3. 결론 및 정책제안

<①자본시장 역동성 강화>

- 미국 SVB처럼 대출기관과 투자기관간의 공조가능성을 적극적으로 모색
 - 현행 제도내에서 업계 스스로의 공조 노력이 선행되어야 하고, 법령에 제약이 있다면 이에 대한 규제완화도 고려해 볼 필요
- 벤처캐피탈에 대한 규제의 일원화(내지 소관부처의 통일 필요성)
- 기업구조조정 시장에서 PEF의 기능강화

<②투자자 보호 강화>

- 투자자보호를 위한 법제는 투 트랙으로 운영
 - 일본 금융청은 2007년 '金融規制の質的向上 (Better Regulation)'을 발표하고 원칙중심 규제의 확대를 추진하면서도, 영역별로는 규정주의를 적용하는 방식으로 이원화된 체제를 운영

- 원칙주의는 금융기관의 “경영관리, 지배구조, 위험관리와 준법감시 시스템” 정비에 유효하다고 함.
- 규정주의와 원칙주의는 상호보완적이어서, 각자 효율적인 분야를 잘 조합하여 규제의 실효성을 높이는 방향이 바람직
 - 행정권한에 근거한 불이익 처분에는 규정주의가 적합:
반면에 금융기관의 위험관리 및 준법감시 시스템 정비를 촉구하거나, 신종 금융상품이나 거래기법에 대한 규제에는 원칙주의가 적합
- 사후 분쟁 발생시 원칙준수에 위법·위규가 없음에 대한 입증책임을 금융투자업자에게 부과하는 대신에, 원칙규정의 **법적 명확성 부족에 대한 보완책**을 구비
 - 금융당국은 시장참여자에 대한 법적안정성과 예측가능성을 높이기 위해, 비조치의견서와 법령해석을 적극적으로 운영하고, 이에 대한 DB구축과 사전정보공개를 철저히 할 필요
- 금융소비자 피해구제기금 도입 고려
 - 금융소비자 피해배상은 물론, 사전에 금융소비자보호에 유념하여 자본시장으로의 편딩흐름을 원활히 할 필요

은산분리 규제 완화 논의에 대한 검토

한국금융학회 추계 정책심포지움

2017. 10. 25

강경훈(동국대) · 서성원(아주대)

여은정(중앙대) · 한재준(인하대)

< 차 례 >

1. 개요
2. 우리나라 은산분리 규제 완화 논의
3. 미국의 사례
4. 은산분리 규제 완화에 따른 혜택과 비용
5. 정책적 시사점

1. 개요

- 은산분리 완화가 나타낼 수 있는 세 가지 형태 중 우리나라의 은산분리 완화 논의는 주로 비금융회사가 은행을 소유하거나 지분소유를 통해 경영에 참여하는 두 번째 형태와 관련되어 있음.
 - 첫째는 은행이 비금융회사(non-financial company)를 소유하거나 지분소유를 통해 경영에 참여하는 형태
 - 둘째는 비금융회사가 은행을 소유하거나 지분소유를 통해 경영에 참여하는 형태
 - 셋째는 지주회사(holding company)를 통해 은행과 비금융회사를 함께 소유하는 형태
- 은산분리 규제의 목표는 하나의 주체가 은행과 비은행회사를 모두 소유할 때 나타날 수 있는 과도한 경제력 집중 방지, 이해상충 문제에서 자유로울 것, 금융시스템 안정성 유지로 볼 수 있음.

2. 우리나라 은산분리 규제 완화 논의

- 최근 인터넷전문은행 관련 핵심IT 기술의 투자 활성화 및 증자를 위해서는 특례법안 제정 또는 기존 은행법 개정 등을 통한 은산분리 규제 완화가 필요하다는 의견 제기
 - 현행 비금융주력자(산업자본)의 4% 지분 취득 규제로 인해 인터넷전문은행 관련 핵심IT 기술의 투자 활성화 및 증자가 어려운 경우가 발생 (K-뱅크)
 - 인터넷전문은행이 가진 사용자 편의 및 경험 제고, 빅데이터 기반 서비스 제공 등을 위해 인터넷전문은행에 한하여 은산분리 완화가 필요하다는 주장이 제기
- 제20대 국회에서 논의 중인 방안은 인터넷전문은행에 대해서만 비금융주력자가 의결권 있는 발행주식 총수의 100분의 34 혹은 100분의 50 이내에서 주식을 보유하도록 함.
 - 김용태의원 대표발의 “은행법 일부개정법률안”은 비금융주력자도 의결권 있는 발행주식 총수의 100분의 50 이내에서 은행 지분보유 승인절차를 거쳐 주식을 보유하도록 함.
 - 정재호의원 대표발의 “인터넷전문은행 설립 및 운영에 관한 특례법안”비금융주력자(「독점규제 및 공정거래에 관한 법률」에 따른 동일인이 자연인인 상호출자제한기업집단은 제외한다)가 인터넷전문은행의 의결권 있는 발행주식 총수의 100분의 34 이내에서 주식을 보유하는 경우에는 은행 지분보유 승인절차를 거쳐 보유할 수 있도록 함.

- 대신 비금융주력자의 진입과 경영권 행사 시 발생가능한 부작용을 방지하기 위해 대주주와의 거래규제를 현행보다 강화하고자 하는 논의가 동시에 진행 중
 - 대주주 신용공여를 제한 또는 금지, 대주주 발행지분 취득을 제한 또는 금지,
 - 은행법령에 따라 IT기업 대주주의 적격성을 반기마다 심사해 대주주 적격성에 문제가 있는 경우 이행 충족명령 및 지분 처분 명령을 내리는 법 등 다양한 방안 고려
- 은행산업 전반의 혁신(비대면 채널 개발, 서비스 혁신 등)을 위해서 인터넷전문은행의 활성화를 계기로 하는 금융산업의 새로운 흐름이 필요하다는 점은 동의
- 다만 은행법 개정 등을 통한 은산분리 규제 완화 결정에는 신중한 접근이 필요
 - 은행업무의 공공재적 성격 감안
 - 은산분리 규제를 강하게 적용하고 있는 미국의 사례를 참고할 필요
 - 은산분리 규제 완화에 따른 혜택과 비용 비교분석

3. 미국의 사례

- 미국은 1956년 은행지주회사법 및 이후 1966년 및 1970년 수정법안을 통해 이와 같은 목표에 부합할 수 있도록 은행으로 분류될 수 있는 주체들을 엄밀하게 정의
 - 1970년 수정법안에 따라 다른 금융기관과 차별화되는 기능에 따라 은행을 “요구불 예금과 상업대출을 동시에 취급하는 금융기관”으로 정의

- 그러나 이와 같은 정의에 따라 비금융회사들이 ‘은행’의 정의를 피해 예금만을 취급하거나 또는 상업대출만을 취급하는 금융기관을 인수하기 시작하는 등 의도치 않게 규제의 허점을 발생시킴.
 - 이러한 기관들은 ‘비은행은행(nonbank bank)’ 또는 산업대부회사(ILC)로 불리움.
 - 지주회사가 비은행은행을 소유하여 은행지주회사법의 감독의무는 벗어나되, 비금융회사를 소유하여 비금융 활동을 영위함.

- 이러한 은산분리 원칙의 훼손을 막기 위해 1987년 경쟁동등성 은행법(CEBA)을 통해 은행의 정의를 넓혔으나, 기존의 산업대부회사와 비은행은행은 자산규모의 증가에 대한 상한 규제 등을 두고 용인
 - 예외 조건은 1)산업대부회사가 영업허가를 받은 주가 연방예금보험공사 예금보험 가입을 의무화한 경우, 2)자산규모가 1억 달러 미만인 경우, 3)자산규모가 1억 달러 이상이지만 요구불예금을 받지 않는 경우, 4)1987년 이래 지배체제에 변화가 없는 경우(no change in control)
 - 당시 규제 면제 기관의 공통점은 예금을 받되 요구불예금을 취급하지 않거나, 상업대출 활동이 미미함.
 - 외국계은행(foreign banks), 예금보험에 가입된 저축대부조합(federally insured S&L associations), 신용조합(credit unions), 신용카드은행(credit card banks), 그리고 예금보험에 가입한 대부분의 산업대부회사(ILC)에 대해서는 면제 조치
- 특히 미국의 산업대부회사가 상업은행에 비해 상대적으로 느슨한 규제를 받아왔던 이유는 은산분리의 완화가 아니라 애초에 은산분리 규제의 필요성이 크지 않다고 보는 부문에 대해 예외를 둔 것으로 해석하는 것이 바람직

□ 일부에서 미국의 성공적 인터넷전문은행으로 예시되는 피트니 보우스 बैं크와 퍼스트 일렉트로닉 बैं크는 우리나라와 같은 인터넷전문은행이라기 보다는 모기업인 ICT기업의 고유 업무와 연관도가 높은 고객들을 대상으로 주로 특정 영업을 하는 틈새은행(niche bank)으로 보는 것이 적절

○ Pitney Bowes Bank(미국의 e-commerce total solution 제공 업체인 Pitney Bowes 소유)나 First Electronic Bank(미국의 미디어/전자기기 유통업체인 Fry's 소유) 등의 경우 일부에서 미국 인터넷전문은행의 성공적 사례 및 은산분리 완화의 예로 종종 인용

○ 그러나 이들은 모기업인 ICT기업의 고유 업무와 연관도가 높은 고객들을 대상으로 특정 비즈니스 대출을 주요 분야로 하는 산업은행(Industrial Bank)으로 우리나라의 인터넷전문은행과 동일시하기 어려움.

□ 더욱이 2007년 산업은행지주회사법(Industrial Bank Holding Company Act)과 후속 조치에 따라 연방예금보험공사의 산업대부회사의 지주회사에 대한 감독환경이 연방준비제도이사회가 은행지주회사를 감독하는 수준과 유사해짐.

○ 이는 현재 논의 중인 금융복합그룹감독체계 구축과 연결 지어 판단할 필요

4. 은산분리 규제 완화에 따른 혜택과 비용*

* 해당 절은 성태윤·박기영(2009)을 참조하여 재구성함.

- 은산분리 규제 완화 고려 시 결합의 혜택과 그에 따른 비용을 산출하여 비교해야 함.
- 먼저 은산분리 규제 완화 시 결합의 혜택은 규모의 경제(economy of scale)와 범위의 경제(economy of scope)로 나누어 볼 수 있는 효율성(operating efficiency) 달성 여부
 - 규모의 경제와 범위의 경제를 달성할 수 있는 산업은 주로 대규모의 고정비용이 드는 산업인데, 은행도 이 범주에 들어간다고 볼 수 있음.
 - 은행을 소유했을 경우 비은행산업을 함께 영위함으로써 둘 간 시너지효과를 추구
- 하지만 실증분석 결과는 긍정적이지 않은 경우들이 상당히 발견되는데, 규모 혹은 범위의 경제 존재를 지지하는 실증분석 연구 결과가 적은 것은 실제로 그렇기 때문일 수도 있고, 정교한 실증분석이 힘들기 때문일 수도 있음.
 - Gillegan and Smirlock (1984)과 Berger et al. (1987)에 따르면 상업은행은 생산수준이 낮은 범위에서는 규모의 경제가, 생산수준이 높아질수록 규모의 비경제가 나타나고 있다고 함.

- L. Mester (1987)는 저축대부조합 산업을 대상으로 연구하였지만 규모의 경제를 확인할 수 없었다고 보고
 - 반면에 S. Kwan and J. Wilcox (1999)는 대규모 합병의 경우 긍정적인 측면이 회계적 문제(accounting treatment)로 인해 가려지고 있음을 지적
- 은산분리 규제 완화 시 결합의 두 번째 혜택은 정보효율성 관점에서 평가할 수 있는데 이는 주로 은행이 기업 지분을 소유하는 경우에 발생
- 은행이 지분참여를 해서 내부자 은행이 되는 경우 다른 은행에 비해 해당기업의 위험정도를 더 잘 파악할 수 있다는 점이 정보효율성 향상의 근거
 - 그러나 은행과 비금융기업의 결합에서 나오는 정보효율성은 은행이 기업 지분을 소유하는 경우에 주로 발생
- 한편, 은산분리 규제 완화 시 결합의 비용은 은산결합 하에서는 정보의 비대칭성에 따른 이해상충(conflict of interest) 문제, 공정경쟁과 관련대출(connected lending)에 대한 자원배분의 비효율성 문제, 개인정보 취급 및 관리에 관한 문제, 나아가 전염효과에 따른 시스템 위험 우려 등이 존재

- 정보 비대칭성이 큰 상황에서 이해상충에 관한 문제의 예로 은행이 대출을 받은 기업의 상환 가능성이 낮다고 생각하면 채권발행을 대행해주고, 거기서 나온 돈으로 채무를 변제하게 할 가능성 등
- 규모가 매우 큰 기업이 은행을 소유할 경우 시장지배력이 너무 커질 수 있으며 특히 재벌의 경제적 지배력이 클 경우 이러한 부작용은 더 커질 수 있음(Hannan and Liang (1993)).
- Seidman (2003)은 일본과 우리나라의 경우 정실자본주의, 또는 금융회사와 상업회사 간 교차 소유(cross ownership)로 인해 큰 사회적 손실을 입었다고 주장
- Barth et al. (2000)에 따르면 소비자의 정보가 어느 정도까지 계열사 간에 공유될 수 있는지에 대한 논의가 필요하며, 선택적으로 이탈할 수 있는(opt-out) 선택권도 부여해야 함.

5. 정책적 시사점

- 현재와 같이 인터넷전문은행의 업무 범위가 은행과 동일한 상황에서는 동일한 감독과 규제를 적용하는 것이 바람직함.
 - 현재 인터넷전문은행은 출범 초기 단계임을 감안하여 일반은행의 바젤III 보다 이전 단계의 자기자본 규제인 바젤 I을 적용받고 있음.
 - 주지하다시피 바젤 I 하에서는 인터넷전문은행이 자기자본을 증가시키지 않으면서 더욱 위험을 추구할 수 있는 영업활동 가능성 증대
- 그러나 인터넷전문은행의 업무 범위를 적절히 제한하거나 지배에 관한 주요 조건을 만족할 경우 미국의 산업은행과 같이 은산분리 규제의 예외 적용을 고려할 수 있음.
 - 현재 인터넷전문은행은 자본금 규모가 일반은행에 비해 현저히 낮은 수준이긴 하나 규모만 살펴볼 때 미국의 은행법 예외적용 기준을 그대로 적용 시 충족하지 못함.
 - 다만 우리나라 인터넷전문은행은 예금보험에 의무적으로 가입하고 있고, 미국 FDIC 승인을 위한 주요 조건(이사 과반수 독립성, 집행임원의 경험과 독립성, 사업계획의 분리, 은행 경영의 자율성)을 만족 시 은산분리 규제의 예외적용 가능성이 있음.

- 일례로 인터넷 전문은행이 중금리대출 및 벤처파이낸싱 등 보다 특화된 업무에 집중한다면 설립취지에 더욱 부합함에 따라 은산분리 규제의 예외적용 가능성 증대
 - 현재 인터넷전문은행의 허용된 업무 범위가 일반은행과 동일하나 실제로는 주로 고 신용자 개인여신 업무에 집중하고 있는 양상
 - 대출액 기준 1~2등급 64%, 3~4등급 26%, 5~6등급 9%, 7등급 이하 1% 수준 (카카오뱅크 영업초기 실적, 박용진 의원 자료)
 - 이는 인터넷전문은행의 원래 설립취지인 중금리 대출을 통한 신용갭을 메꾸는 역할을 살리지 못하고 있는 것으로 평가할 수 있음.
- 또한 인터넷 전문은행 관련 단순한 개인정보의 제공뿐만 아니라 개인정보와 기존 금융권의 신용정보를 결합하여 보다 확장된 개인신용정보를 만드는 과정에 대한 심도 있는 검토 및 논의도 필요함.
 - 인터넷 전문은행 또는 여타 금융기관이 ICT 기업이 보유한 개인정보 데이터를 필요로 하는 이유는 이 정보 그 자체의 가치 때문이라기보다는 이 데이터를 자신들이 보유하고 있는 신용정보와 결합하여 더 확장된 개인신용정보 데이터를 구축하여 활용하고자 하기 때문임.

- 궁극적으로 은산분리 완화 논의의 초점은 은산분리라는 형태의 규제를 통해 달성하고자 했던 목표가 무엇이고 그 목표가 시장규율(market discipline)과 적절한 금융 감독(regulatory scrutiny)으로 대신할 수 있을 만큼 여러 여건이 조성되었는가의 여부
 - 점차 복잡해지고 있는 금융시장 환경 속에서 금융혁신을 유도하되 금융시스템 안정을 추구하면서 과도한 경제력 집중 방지와 이해상충 문제를 해결할 수 있는 실행 가능한 현실적인 감독규제 방안에 대한 고민이 필요
- 따라서 이와 같은 은산(금산)분리 논의는 금산결합그룹까지 포괄하는 금융복합그룹 감독체계를 효율적으로 구축하고 적용하는 이슈와 함께 논의될 필요
 - 현재 논의되고 있는 금융복합그룹 감독체계를 도입하면 조직형태에 따른 규제 격차를 해소함은 물론 은산(금산)분리 규제에 대해 보다 유연한 접근이 가능해질 것으로 예측

연기금의 스튜어드쉽과 신인의무

한국금융학회 추계 정책심포지움

2017. 10. 25.

강경훈(동국대) 서성원(아주대)

여은정(중앙대) 한재준(인하대)

< 차 례 >

1. 개요
2. 연기금 및 기관투자자의 현황
3. 스튜어드쉽
4. 신인의무(Fiduciary Duty)
5. 공적 연금에서의 신인의무 도입
6. 정책적 제안

1. 개요

□ 소액 주주와 대리인 문제

- Berle and Means (1932)은 기업이 상장되어 거래될 때 생기는 문제점 제기
- 많은 주주들에게 지분이 분산되면, 대리인 문제가 쉽게 발생한다는 점을 지적함
 - 소액의 주주들은 기업에 직접적인 영향을 미치지 못한다고 생각하여 기업 경영에 무관심해짐

□ 기업 지배 구조의 측면에서 해결책

1. M&A와 같이 외부에서 경영권에 대한 도전 (Manne 1965)
 2. 경영자의 지분율을 높여서 주인의식을 높이는 방법 (Demsetz 1983)
 3. 주주들이 지분을 팔고 나가서 주가를 압박 (Admati and Pfleiderer 2009)
 4. 기관투자자들의 역할 (Bebchuk Cohen and Hirst 2017)
- ⇒ 최근에 기관 투자자들의 중요성에 대한 관심이 많음

- 기관 투자자들에게 대리인 문제가 생기는 이유 (Bebchuk Cohen and Hirst 2017)
 - 스튜어드쉽 관련 발생 비용은 기관투자자가 지불하지만, 이득은 모든 주주가 나눠서 가지기 때문에 대리인 문제 발생
 - 스튜어드쉽을 이행하는데 드는 비용이 C 라고 하고, 증가하는 기업의 가치가 ΔV 라고 가정. 대리인 문제가 없는 경우, $C < \Delta V$ 일 때에 스튜어드쉽을 이행해야함
 - 기관투자자의 입장에서는 수익은 전체 자산 * 수수료(α)이므로 $\alpha * \Delta V$
 - 스튜어드쉽을 이행하는데 C 만큼의 비용이 들지만, 그에 따른 이득은 α (수수료) * ΔV 만큼임. 따라서 $\alpha * \Delta V < C < \Delta V$ 일 때에는 기관투자자 입장에서는 스튜어드쉽을 이행하지 않고 싶지만, 스튜어드쉽을 이행했을 경우에 기업의 가치는 증가함. 따라서 이 경우에 대리인 문제가 발생함
- ⇒ 수수료는 보통 1% 미만이기 때문에 이러한 일이 빈번하게 발생

2. 연기금 및 기관 투자자 현황

□ 연기금 및 기관 투자자들의 역할 증대

○ 최근에 연금으로 많은 양의 자금이 유입되었음

- 세대간 자원배분의 특성을 갖고 있으며 특성상 장기간으로 투자가 이루어지고 있어, 수탁자와 수익자(Beneficiaries)간 정보의 비대칭성이 큼
- 해지하고 다른 연금으로 옮겨갈 수 없는 성격을 갖고 있어 대리인 문제에 노출

○ 미국의 경우에 1950년대에 기관투자자의 지분이 6.1% → 2016년에 63%로 증가

- 지분이 늘어난 만큼 기관투자자의 역할에 대한 기대가 늘어남

○ 우리나라 국민연금의 경우 1988년에 기금 규모 5천3백억 → 2017년 6월 598조로 증가 → 2043년 약 2500조로 증가 예상 (국민연금 기금운용센터)

- 국민연금은 현재 지분을 최대 14.4%까지 보유한 기업이 있음. 상위 10개의 기업의 경우에 12.5%이상의 지분율을 보유하고 있음

국민연금 보유 종목 중 지분율 상위 10개 기업

	발행기관명	보고서 작성기준일	보유 지분율(%)
1	(주)엘지하우시스	2017-05-30	14.44
2	SK케미칼(주)	2017-06-22	13.38
3	(주)한섬	2017-04-24	13.35
4	(주)풍산	2017-06-23	13.33
5	한세실업(주)	2017-05-29	13.20
6	(주)신세계푸드	2017-04-25	13.05
7	(주)현대그린푸드	2017-06-05	12.85
8	동아쏘시오홀딩스(주)	2017-04-19	12.74
9	(주)현대홈쇼핑	2017-05-16	12.71
10	(주)한미글로벌건축사사무소	2017-04-21	12.61

출처: 국민연금 기금운용센터

□ 연기금 및 기관 투자자들의 의결권 행사 현황

- 연기금을 포함한 기관 투자자들은 고객의 자금에 대한 투자 책임자이며, 동시에 투자 대상 기업의 주주임
 - 기관들은 개인에 비해서 많은 정보를 가지고 있고, 분석 능력이 탁월함
 - 자금을 관리하는 책임자로서 위탁자의 이익을 최대화할 의무가 있음
- 기관투자자가 단기간 동안의 배당이나 시세차익만을 추구하며, 경영자에 대한 통제와 동기부여를 하지 않는다는 의견이 제시됨
 - 국민 연금과 민간 기관 투자자들이 경영진 제안 안전에 대해서 반대한 경우는 2005년에서 2014년의 자료에서 평균 10% 미만으로 나타남 (이윤아, 연강흠, 김하나 2017)

연도별 기관 투자자의 의결권 행사 현황

연도	민간 기관 투자자					국민연금				
	전체	행사의견				전체	행사의견			
		찬성	반대	중립	불행사		찬성	반대	중립	불행사
2005	6,942	6,789 (98.05)	70 (1.01)	51 (0.74)	14 (0.20)	6	5 (83.33)	0 (0.00)	1 (16.67)	0 (0.00)
2006	11,668	11,493 (98.50)	61 (0.52)	29 (0.25)	85 (0.73)	939	894 (95.21)	35 (3.73)	9 (0.96)	1 (0.11)
2007	14,307	13,864 (96.90)	133 (0.93)	73 (0.51)	237 (1.66)	1,006	953 (94.73)	53 (5.27)	0 (0.00)	0 (0.00)
2008	18,076	17,418 (96.36)	208 (1.15)	84 (0.46)	366 (2.02)	1,132	1,073 (94.79)	57 (5.04)	0 (0.00)	2 (0.18)
2009	17,712	17,351 (97.96)	136 (0.77)	157 (0.89)	68 (0.38)	1,147	1,065 (92.85)	78 (6.80)	0 (0.00)	4 (0.35)
2010	13,923	13,813 (99.21)	45 (0.32)	46 (0.33)	19 (0.13)	1,201	1,091 (90.84)	110 (9.16)	0 (0.00)	0 (0.00)
2011	12,038	11,836 (98.32)	52 (0.43)	136 (1.13)	14 (0.11)	1,227	1,151 (93.81)	75 (6.11)	1 (0.08)	0 (0.00)
2012	14,117	13,838 (98.03)	68 (0.48)	190 (1.35)	21 (0.15)	1,135	852 (75.07)	828 (24.85)	1 (0.09)	0 (0.00)
2013	9,086	8,755 (96.36)	130 (1.43)	163 (1.79)	38 (0.42)	1,362	1,184 (86.93)	177 (13.00)	0 (0.00)	1 (0.07)
2014	11,065	10,430 (94.26)	388 (3.51)	107 (0.97)	140 (1.27)	1,421	1,296 (91.20)	125 (8.80)	0 (0.00)	0 (0.00)
Total	128,916	125,588 (97.42)	1,291 (1.00)	1,036 (0.80)	1,001 (0.78)	10,576	9,564 (90.43)	992 (9.38)	12 (0.11)	8 (0.08)

출처: 이윤아, 연강흠, 김한나 증권학회지 2017

4. 스튜어드쉽

□ 기관투자자의 적극적인 감시자로서의 역할

- Barclay and Holderness (1989): 대주주는 소액 주주들에 비해 효과적으로 기업 가치 제고에 긍정적인 역할을 할 수 있음을 제시
- Grundfest (1993): 기관 투자자의 반대 의결권 행사는 경영자에게서 즉각적으로 반응을 이끌어냄
- Del Guercio et al (2008): 반대 의결권 행사가 기업 성과, CEO 교체와 같은 중요한 기업 경영에 영향
- Kim Byun and Lee (2014): 국민 연금 반대 의결권 행사가 내부 기업 지배 구조를 개선하는 효과 제시
- 이윤아, 이한나, 연강흠 (2017): 기관 투자자의 안전 반대율이 높은 경우 이사회 독립성이 개선

□ 스튜어드십이란?

- 기관투자자가 특정 기업의 주주로서 이행해야 할 사항을 권고한 연성 규범
- 기관투자자들이 적극적인 감시자 역할을 할 수 있도록 도와줄 것으로 기대
 - 적극적인 대화와 소통으로 지속 가능 성장에 도움이 되는 것을 목적
- 스튜어드십 코드는 2010년 영국에서 처음 도입한 이후로 일본, 말레이시아등 12개국이 운영하는 중임
 - 현재 국내 참여자 및 참여 예정자는 40여개의 자산운용사 및 3개의 자문사

□ 스튜어드십 코드의 기대 효과

- 적극적인 의결권 행사를 통한 자본시장 건전성 개선
- 경영자들의 사익 추구등 주주의 재산권 침해방지
- 지배 구조 투명화로 기업 실적 상승
- 단기적인 투자보다는 장기적인 투자로 접근

5. 공적 연금에서의 신인의무(Fiduciary Duty) 도입

□ 공적 연금에 존재하는 두 가지 대리인 문제

- 공적연금의 담당자가 자신의 이익을 위해 자금을 유용
- 연금이 정치적인 목적으로 자금을 이용
 - 두 가지 모두에 대한 대리인 문제를 완화하는 것이 필요함.

□ 연금 수탁자 또는 자산운용자에 대한 통제의 한계

- 공적 연금 수탁자에 대한 다양한 내부 및 외부 통제 방식에도 불구하고 수탁자 또는 자산운용자에 대리인 문제 발생 가능성은 상존
- 국민연금 등 연금에 대한 스튜어드십은 다음과 같은 점에서 한계 존재
 - 자산운용자에게 강제할 수 없는 연성 규범
 - 주식투자에 국한된 규범

□ 연금에 대한 신인의무 도입의 필요성

- 정보의 비대칭성으로 인한 대리인 문제 통제의 한계를 인식하고, 수탁자로서의 권한에 부합하는 의무를 동시에 부여
- 미국과 캐나다 등에서는 장기투자가 요구되는 기업연금에 대해서 수탁자의 신인의무 부과
 - 미국: 기업연금법(Employee Retirement Income Security Act of 1974 ERISA)
 - 캐나다: 연금법(Pension Benefits Standards Act of 1985)
- 특히 캐나다는 연금개혁으로 주식 투자를 허용하면서, 공적연금 수탁자인 CPPIB에 대해서도 신인의무를 부과

□ 신인의무란?

- 신인의무는 수탁자로서 위탁자의 이익을 위해서만 행동해야 하며, 전문적인 지식으로 신중한 투자를 하여 최선의 성과를 거두어야 하는 의무
 - 충실 의무 (Duty of Loyalty): 고객의 이익을 위해서만 행동하고 이해상충 방지
 - 주의 의무 (Duty of Care) : 전문성을 갖고 주의를 다하여 최선의 결과 도출
- 신인의무 vs 선관주의 의무
 - 선관주의 의무는 평균인의 상식으로 자산운용을 수행하는 것을 의미하나, 신인의무는 전문인으로서 주의를 기울여야 하는 높은 수준의 의무
 - 신인의무는 수탁자가 위탁자를 위해 최선을 다하여 위임된 권한을 행사하는데 대한 의무를 강조

□ 한국에서의 연금 자산운용자 의무 관련 규율

- 자본시장통합법은 선관주의 의무를 도입하고 있으며, 보험업법에는 연금 수탁자 및 자산운용자에 관련 규율 부재.
- 국민연금의 경우에도 선관주의 의무를 두고 있으나, 이에 대한 구체적인 규율 방안은 부재

6. 정책적 제언

□ 스튜어드십 도입방안

- 직접 투자 방법: 전체 주식 투자 금액의 일부를 스튜어드십 코드를 따르는 자금으로 설정하여 운용해보는 방법임. 처음에는 지식과 경험을 축적하고, 점차적으로 전체 자금의 크기를 늘리는 방법.

- 간접 투자 방법: 많은 자산운용사가 스튜어드십을 도입할 계획이므로 위탁 운용하는 자산에 대해서 먼저 스튜어드십 코드를 이행하는 방법
 - 연기금은 패시브 펀드의 형태를 가지고 있기 때문에 직접 운용하는 자금에서는 스튜어드십을 바로 도입하기 어려울 수도 있음. 따라서 먼저 위탁 자산에 대해서 스튜어드십을 시행하고 그에 따른 경험을 바탕으로 직접 자산에도 스튜어드십을 도입하는 방안

□ 신인의무 도입 방안

- 자산운용 중에서도 국민 전체의 후생복지에 큰 영향을 줄 수 있는 연금 자산운용자에게 일단 국한하여 신인의무 도입
 - 자본시장법 및 국민연금법 개정을 통해 신인의무 규정
- 신인의무는 선언적 규정이 아닌 구체적인 의무 내용을 부과함으로써 실효성을 갖추도록 해야 함

- 연금 자산운용관련자 각각의 역할과 의무를 명확히 함으로써, 관련자들의 책임성을 명확히 부여
- 성실 의무와 주의 의무 이외에도 다음과 같은 의무 규정도 추가로 필요
 - 이해상충 방지와 관련한 규정
 - 비밀(Confidentiality) 준수의 규정
 - 정보 공개 등의 규정
 - 신중한 투자자(Prudent Investor)로서의 규정