금융학회 창립 30주년 기념 특별 정책심포지엄

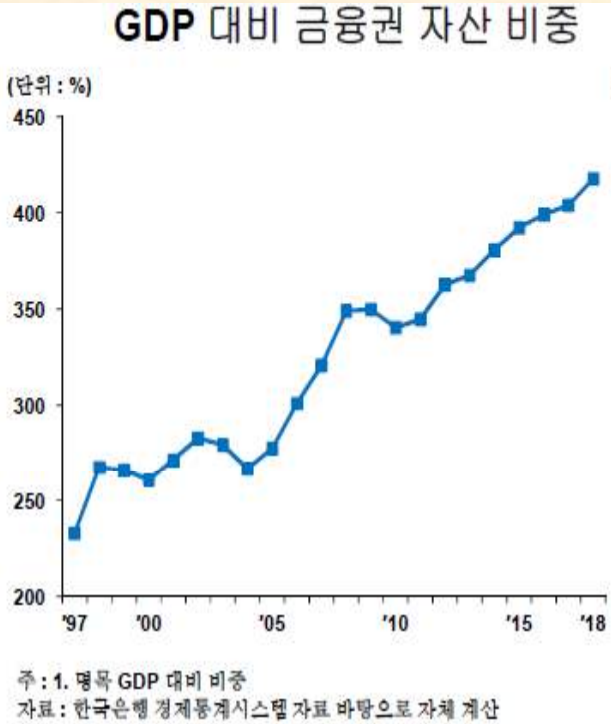
새로운 금융 패러다임의 모색과 정책적 시사점

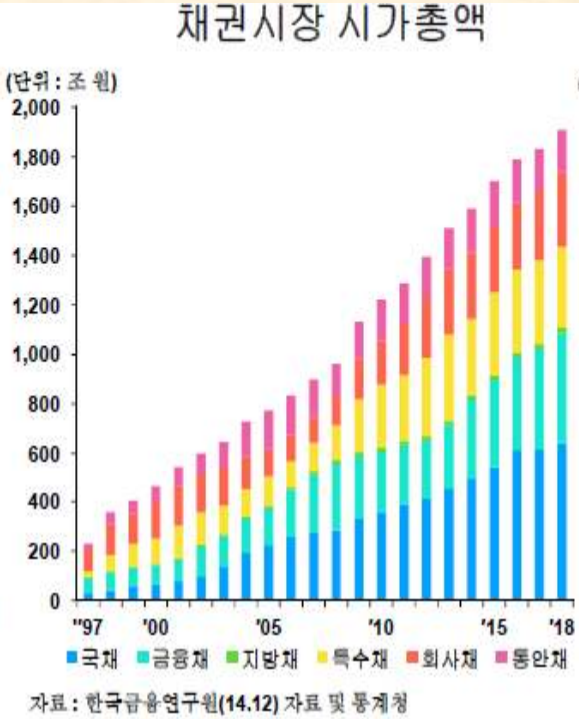
Discussion
2019.6.14

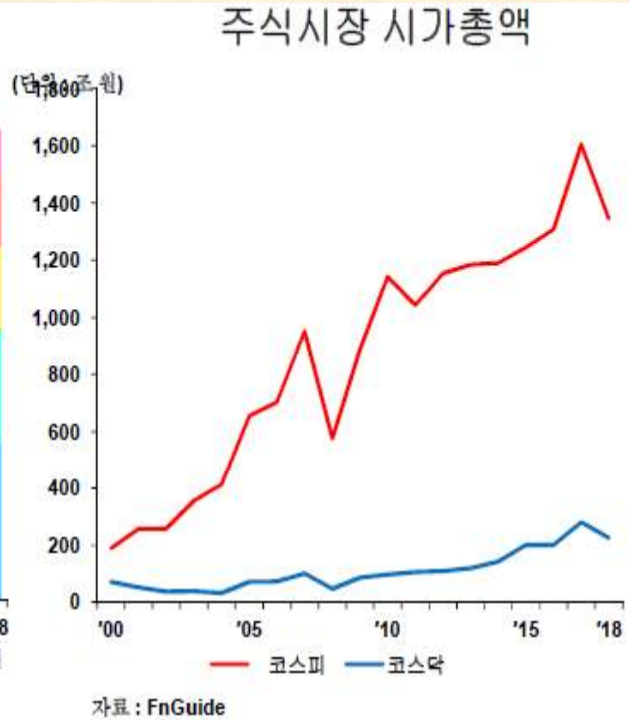
조성욱 (서울대)

finance.snu@gmail.com

금융산업의 급격한 성장







- 금융산업의 성장은 국민연금 적립금 등의 급격한 증가+ 외국인 투자자 확대 등으로 이루어진 결과
- 여전히 개인투자자가 보유한 주식, 채권의 비중은 미약

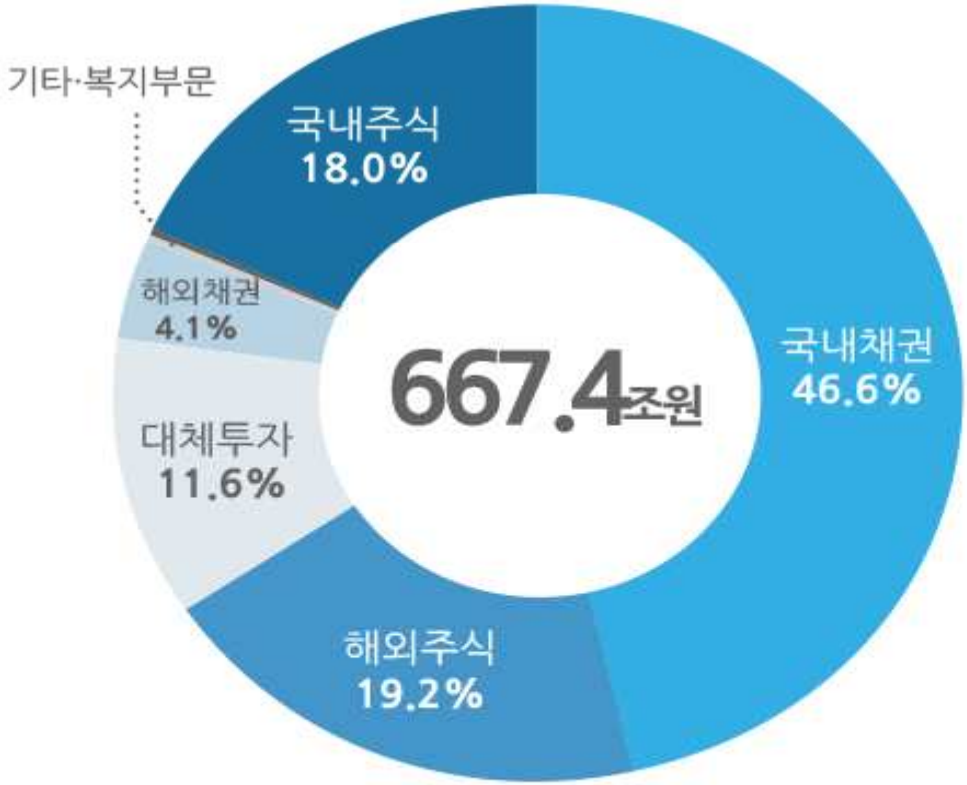
적립금 추이

1988년부터 적립된 기금은 2019년 2월말 현재 667조원에 이르며, 2041년에는 1,778조원까지 증가할 것으로 예상됩니다.

국민연금운용본부, 2019

기금 포트폴리오

기금은 금융부문, 복지부문 및 기타부문으로 나누어 운용되며, 금융부문은 국내주식, 해외주식, 국내채권, 해외채권, 대체투자 및 기타 금융상품으로 나누어 운용되고 있습니다.



2019. 2월 말 기준 | 단위 : 조원

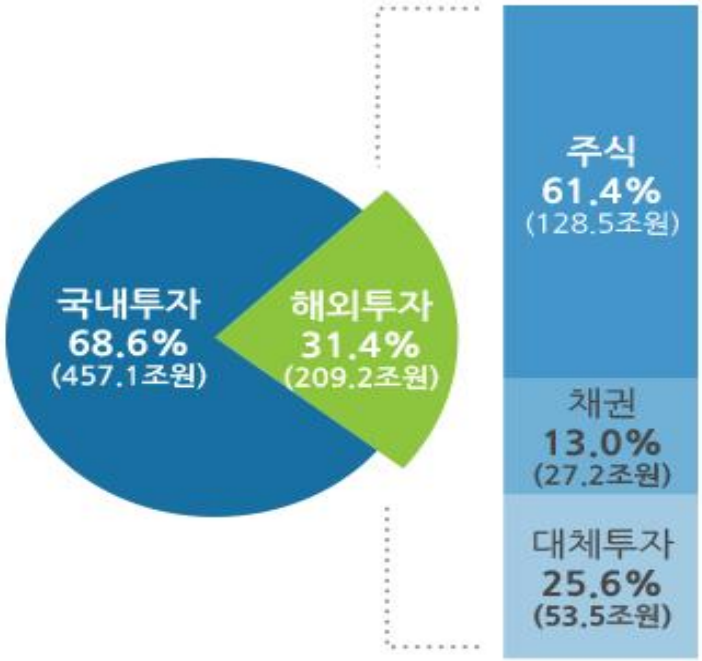
부문	금액	비중
금융부문	666.4	99.8%
국내주식	120.5	18.0%
국내채권	310.8	46.6%
해외주식	128.5	19.2%
해외채권	27.2	4.1%
대체투자	77.7	11.6%
단기자금	1.8	0.3%
기타·복지부문	1.1	0.2%

해외투자 규모

[금융부문]

국민연금은 기금규모가 증가함에 따라 장기 안정적인 수익기반 마련을 위해 해외투자를 지속적으로 확대하는 등 투자지역을 다양화하고 있습니다.

2019. 2월 말 기준

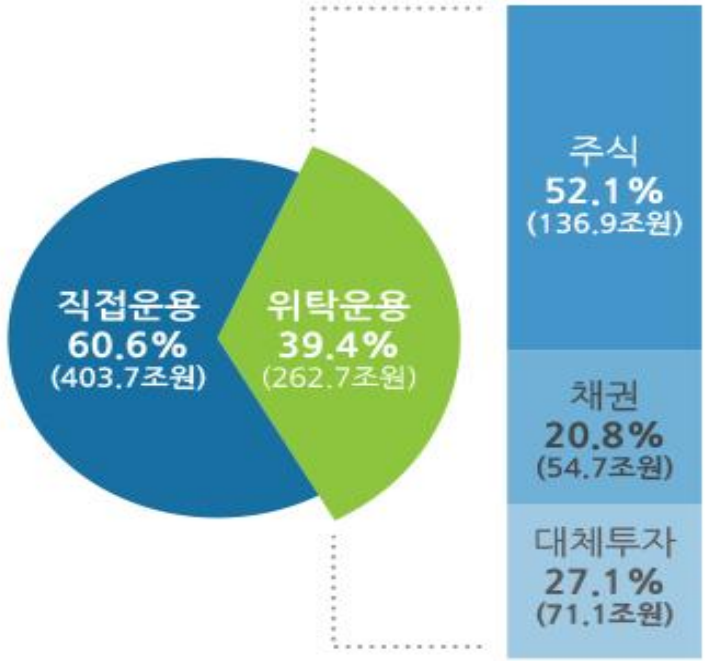


위탁운용 규모

[금융부문]

국민연금은 외부 운용사의 전문성을 활용하여 수익률을 제고하고 위험을 분산하기 위해 국내외 운용사를 통한 위탁운용을 실시하고 있습니다.

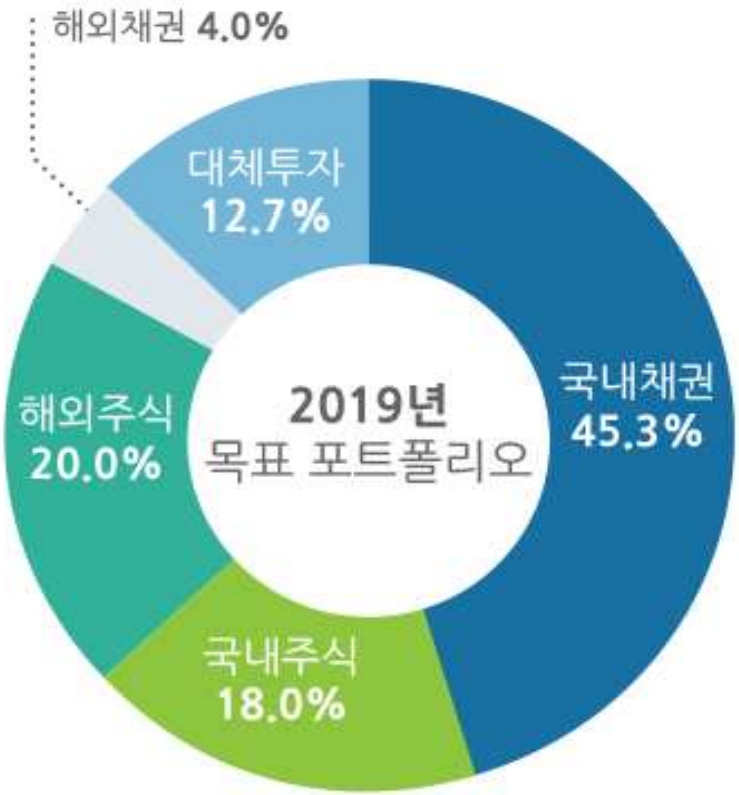
2019. 2월 말 기준



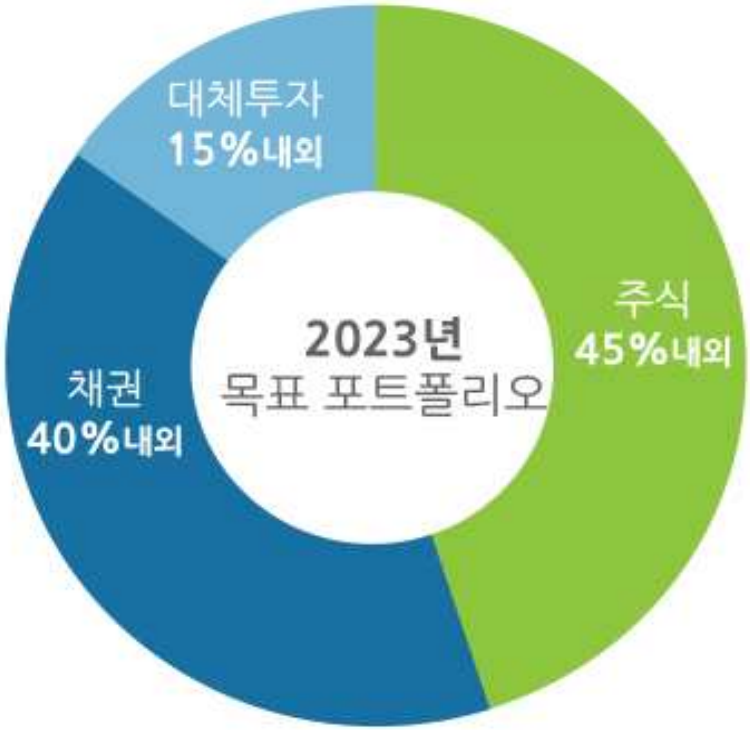
기금운용 계획

국민연금기금운용위원회는 매년 향후 5년의 기간에 대한 자산배분 목표를 설정하고 그 이행을 위하여 시장전망과 연금 수급상황의 변화를 반영한 연간 기금운용계획을 수립합니다.

연간 기금운용 계획

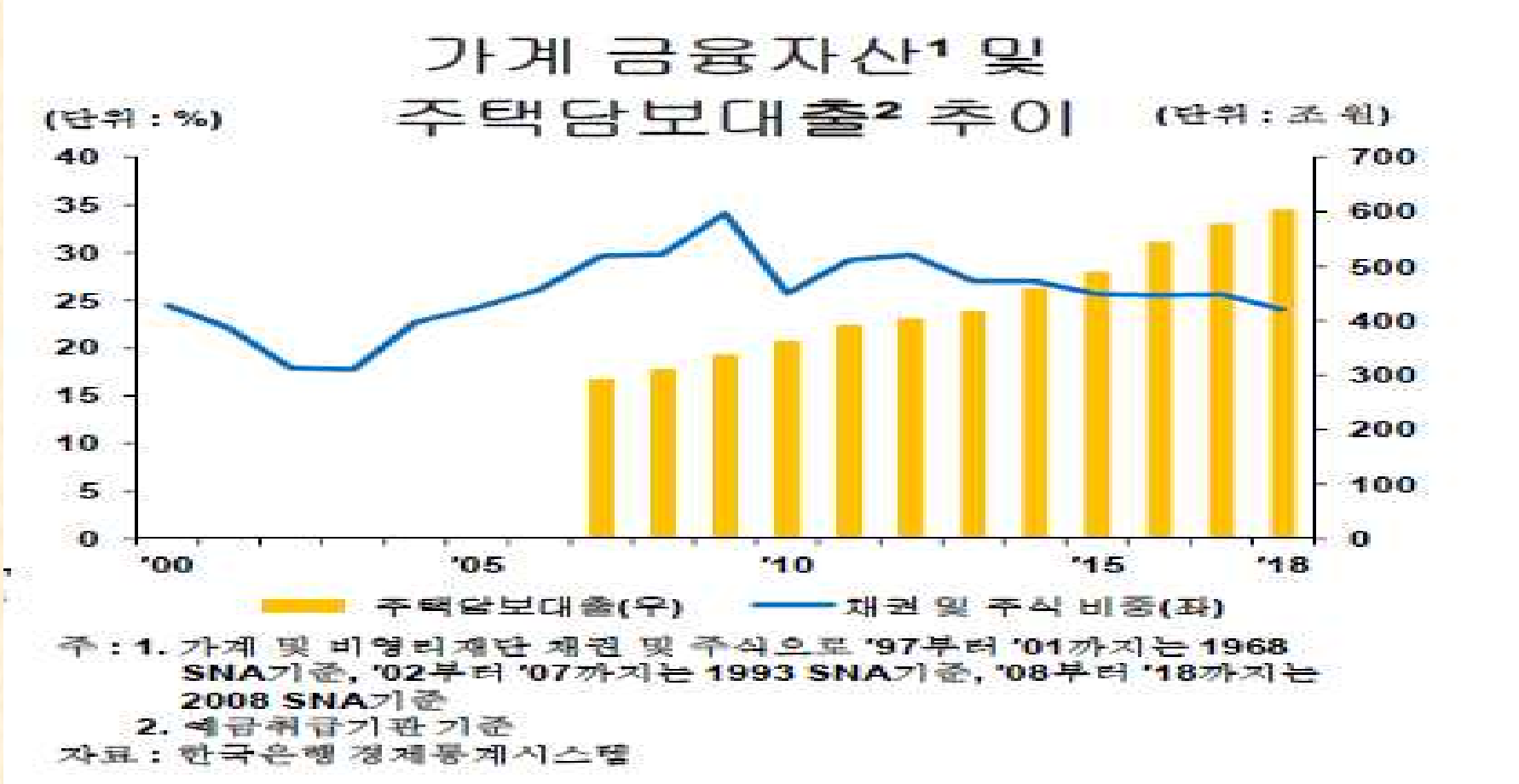


중기 자산배분 계획

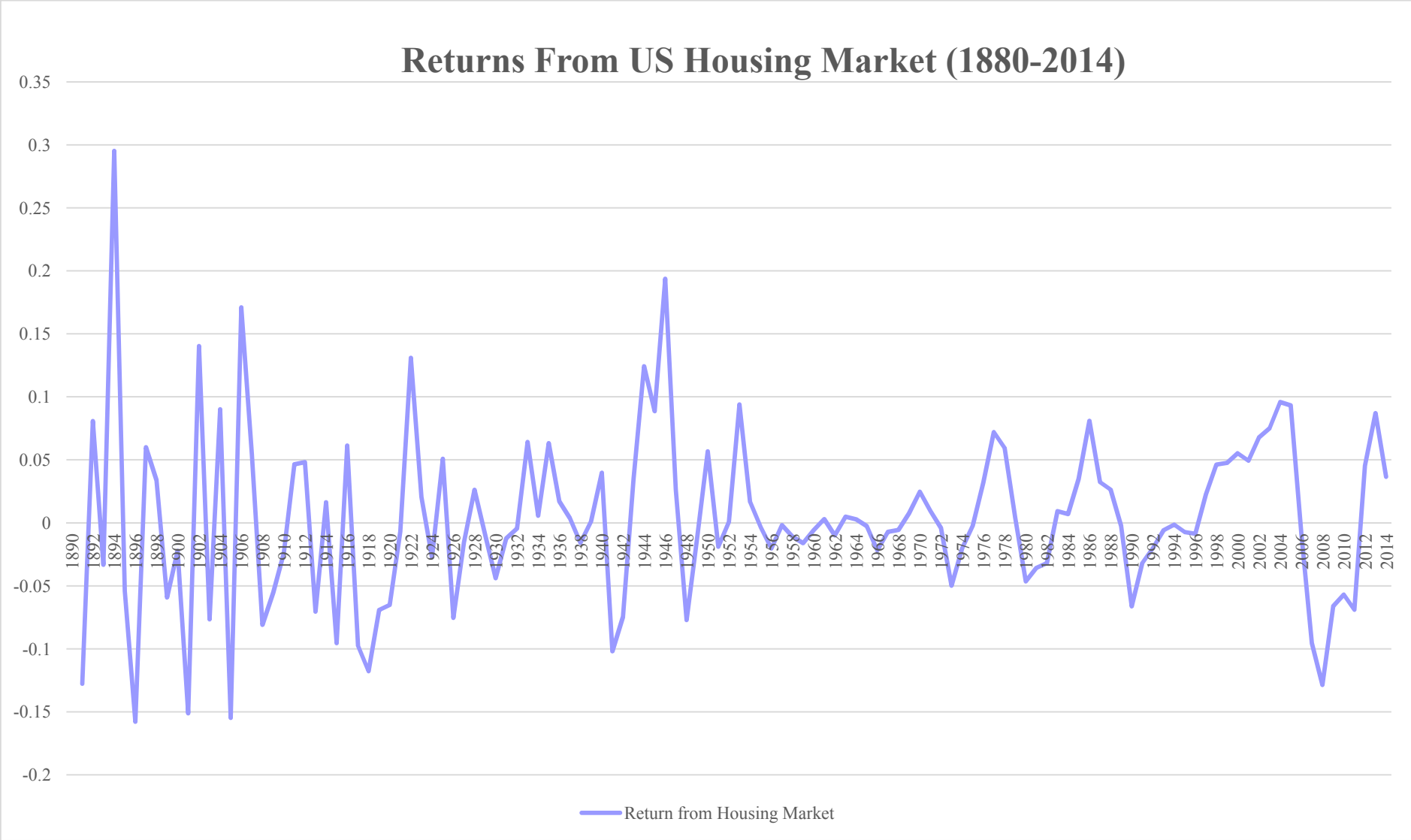


가계는 금융시장 아닌 부동산 시장으로....

- 가계자산의 70%는 부동산



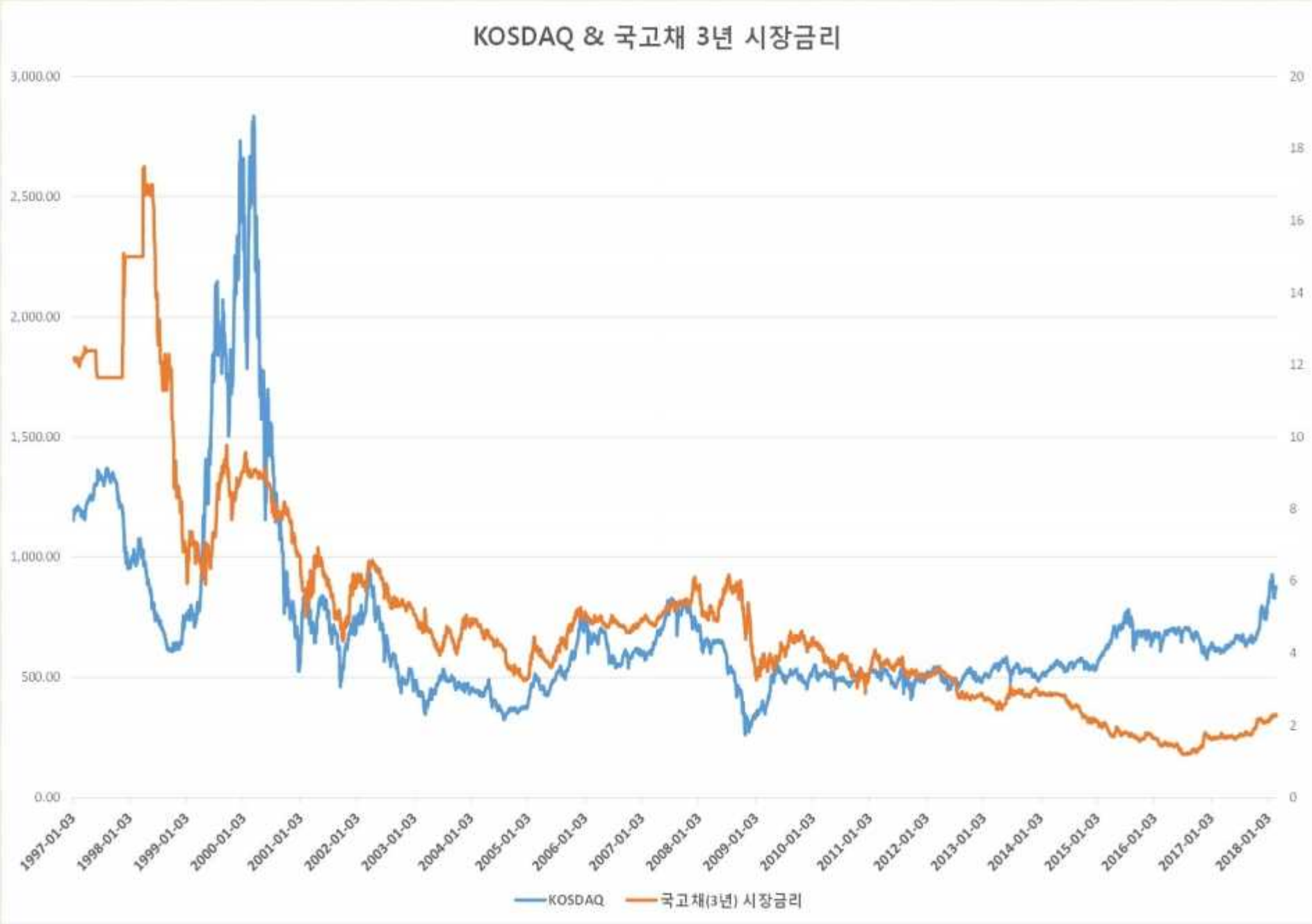
미국 부동산 시장은 안전자산이 아님.



개인 투자자는 왜 금융시장을 외면하는가?

- 고위험 + 낮은 수익률 (퇴직연금 수익률 연 1.8%, 금감원 2018) – far from Equity Risk Premium
  - 많은 가입자가 장기보유대신 중간정산 선택
- Fintech 포함 혁신 기업 등에 투자할 혁신자본/모험자본 미비로 이들 기업의 성장이 어려움.
  - 기존규제가 새로운 사업자의 생성 및 진입/성장에 제약이 될 수 있음.
  - 산업리스크, 사업리스크에 대한 신뢰할만한 정보, 기업 리스크에 대한 정보 부족.
- 정보비대칭성, 미공개정보, 불공정거래 등으로 투자자 신뢰를 얻지 못함
  - 악재성 정보, 블록 딜 등 미공개정보 이용한 공매도—수익률 3.36%, 투자승률 66.9% (김지현, 2018)
- 투자자 이익을 저해하는 사업자
  - 가입자 이익을 저해하는 퇴직연금 사업자의 펀드라인업 행태 (김재현, 이경희, 송인욱, 2019)

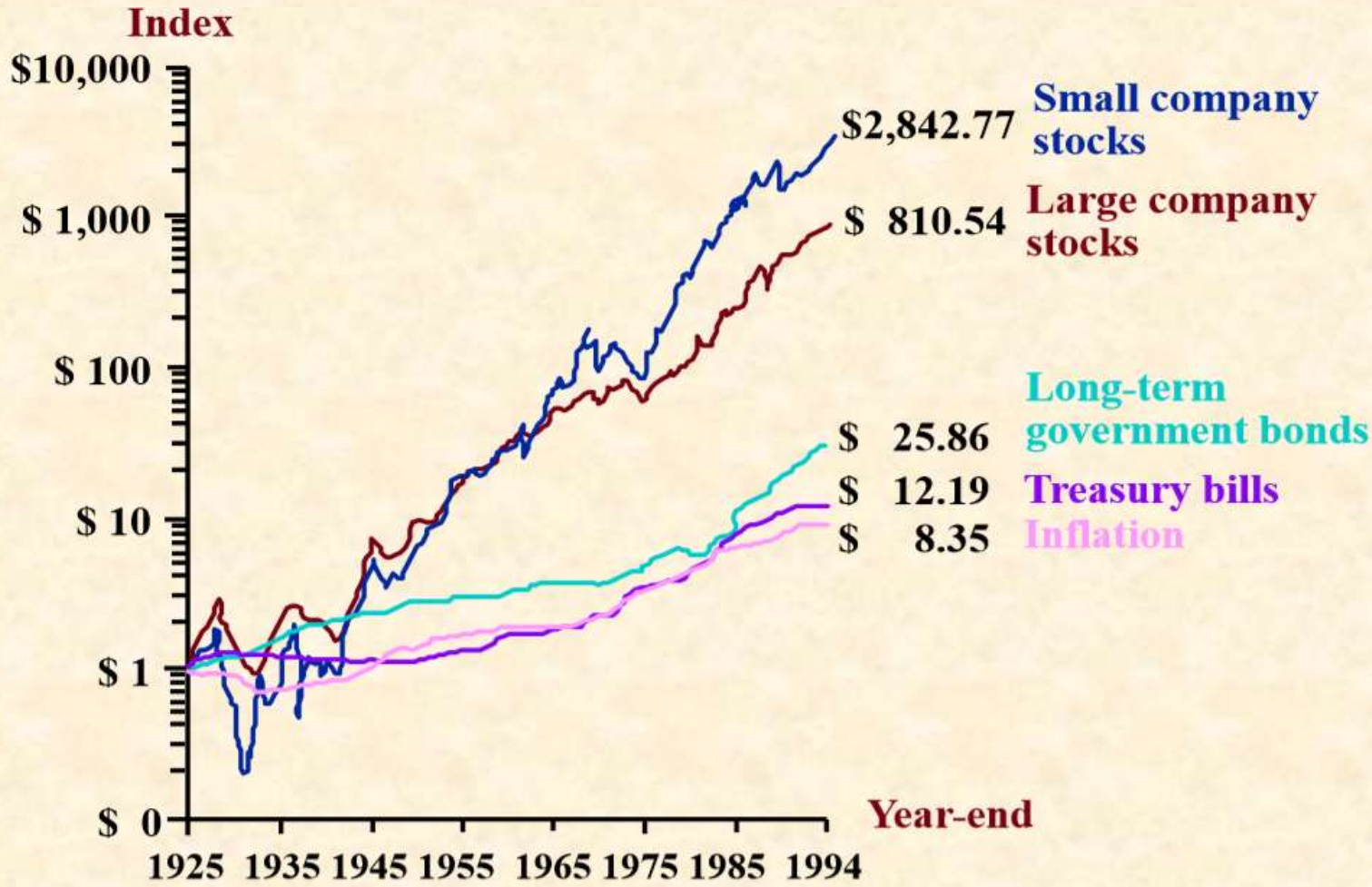
KOSPI & 국고채(3년) 시장금리
3,000.00
2,500.00
2,000.00
1,500.00
1,000.00
500.00
0.00
20
18
16
14
12
10
8
6
4
2
0
1980-01-04
1981-01-04
1982-01-04
1983-01-04
1984-01-04
1985-01-04
1986-01-04
1987-01-04
1988-01-04
1989-01-04
1990-01-04
1991-01-04
1992-01-04
1993-01-04
1994-01-04
1995-01-04
1996-01-04
1997-01-04
1998-01-04
1999-01-04
2000-01-04
2001-01-04
2002-01-04
2003-01-04
2004-01-04
2005-01-04
2006-01-04
2007-01-04
2008-01-04
2009-01-04
2010-01-04
2011-01-04
2012-01-04
2013-01-04
2014-01-04
2015-01-04
2016-01-04
2017-01-04
2018-01-04
KOSPI
국고채(3년) 시장금리


KOSDAQ & 국고채 3년 시장금리
3,000.00
2,500.00
2,000.00
1,500.00
1,000.00
500.00
0.00
20
18
16
14
12
10
8
6
4
2
0
1997-01-03
1998-01-03
1999-01-03
2000-01-03
2001-01-03
2002-01-03
2003-01-03
2004-01-03
2005-01-03
2006-01-03
2007-01-03
2008-01-03
2009-01-03
2010-01-03
2011-01-03
2012-01-03
2013-01-03
2014-01-03
2015-01-03
2016-01-03
2017-01-03
2018-01-03
KOSDAQ
국고채(3년) 시장금리

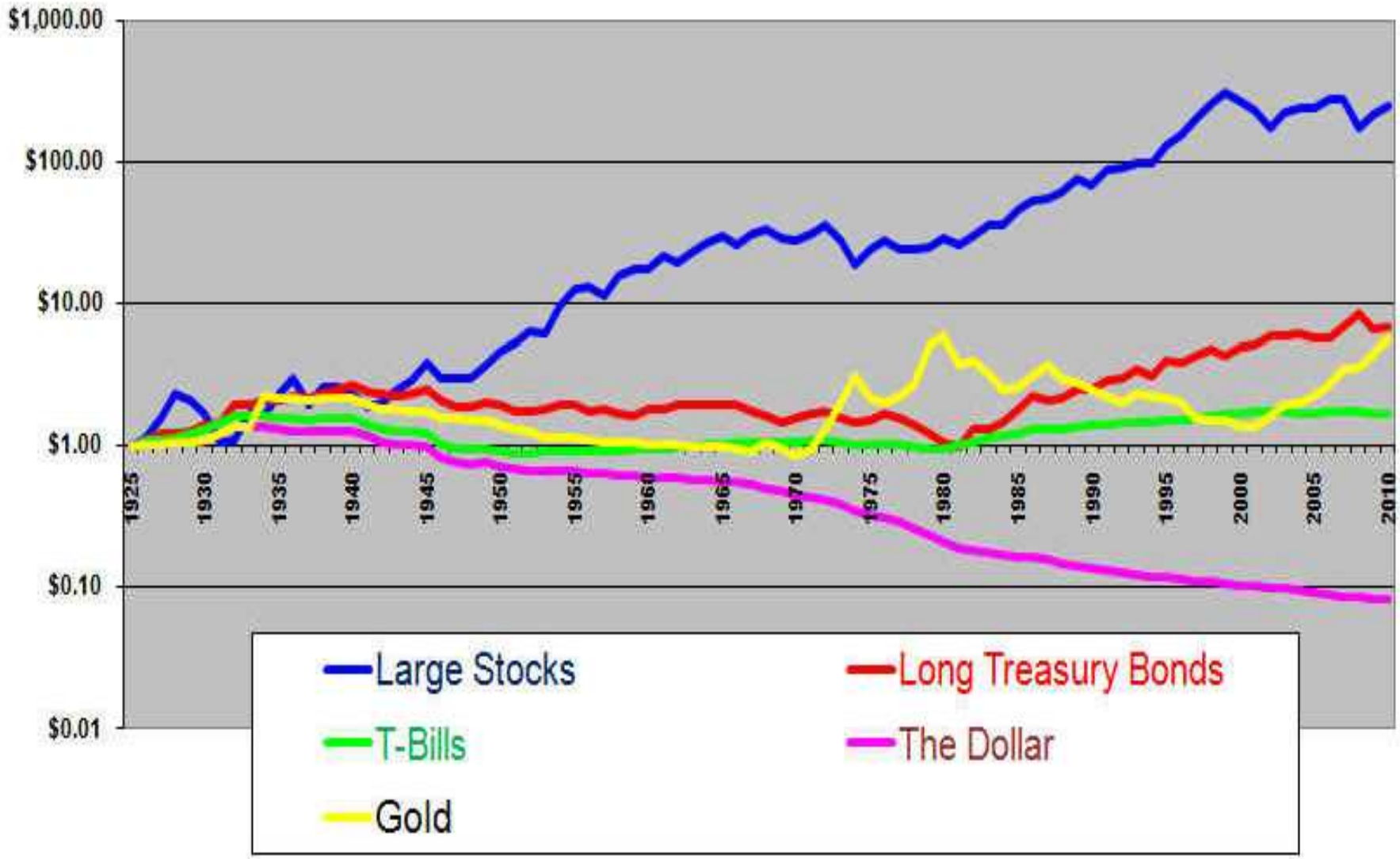
자본시장은 본질적 고위험 저수익? NO

- 미국 자본시장에 존재하는 과도한 equity risk premium
- 장기간 주식시장에 투자한 투자자는 무위험자산 수익률 대비 훨씬 더 큰 수익률을 장기간 얻고 있음.

Return from a $1 Investment in Different Types of Portfolios, 1926-1994 (year-end 1925 = $1.00)



Redrawn from Stocks, Bonds, Bills and Inflation: 1995 Yearbook,™ annual updates work by Roger G. Ibbotson and Rex A. Singuefield (Chicago: Ibbotson Associates). All rights reserved.

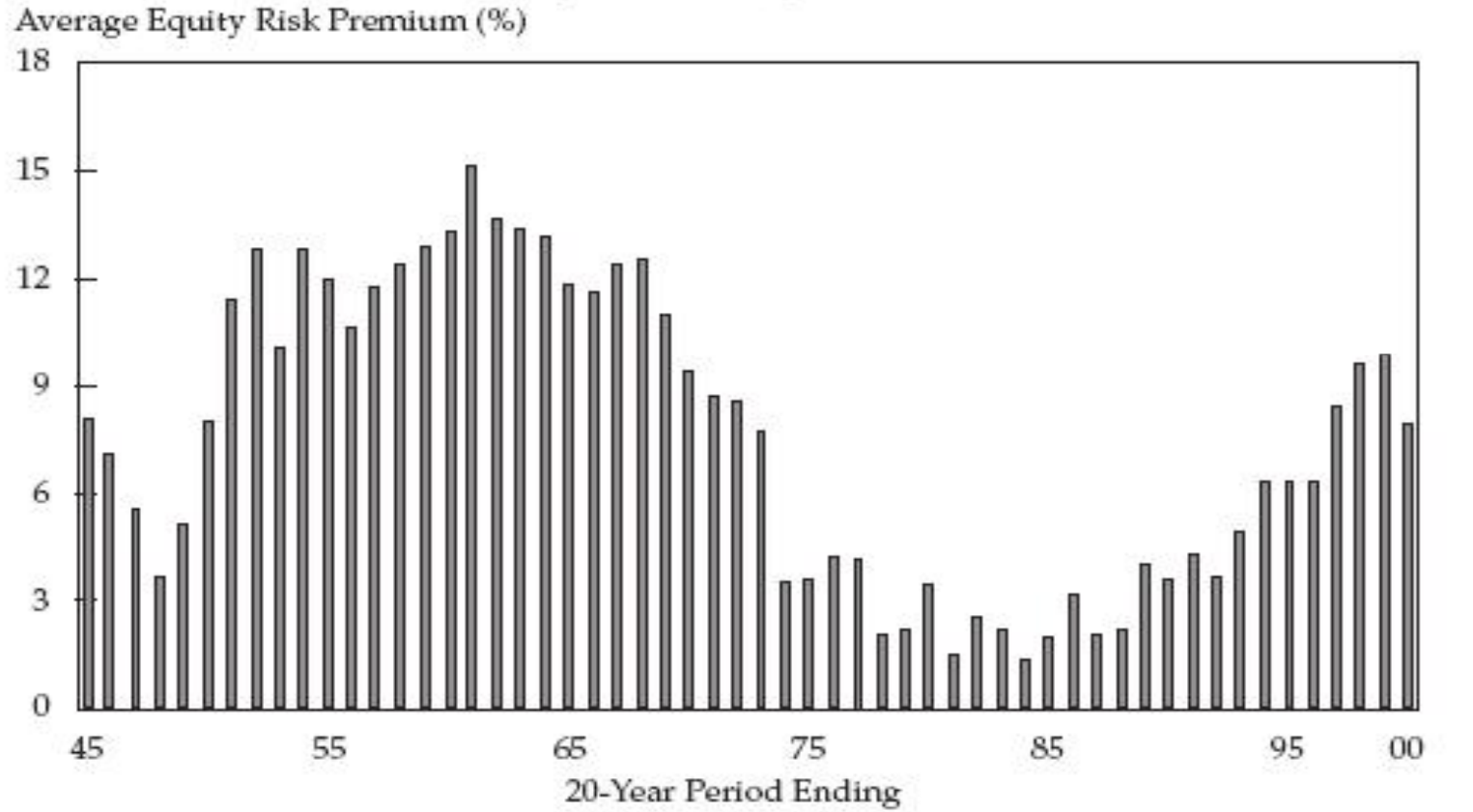

Total Real Returns, Large Stocks, Long Treasuries, T-Bills, The Dollar and Gold 1926 - 2010
$1,000.00
$100.00
$10.00
$1.00
$0.10
$0.01
1925
1930
1935
1940
1945
1950
1955
1960
1965
1970
1975
1980
1985
1990
1995
2000
2005
2010
Large Stocks
Long Treasury Bonds
T-Bills
The Dollar
Gold

Terminal value of $1 invested

	Stocks		T-Bills	
Investment Period	Real	Nominal	Real	Nominal
1802–1997	$558,945	$7,470,000	$276	$3,679
1926–2000	266.47	2,586.52	1.71	16.56

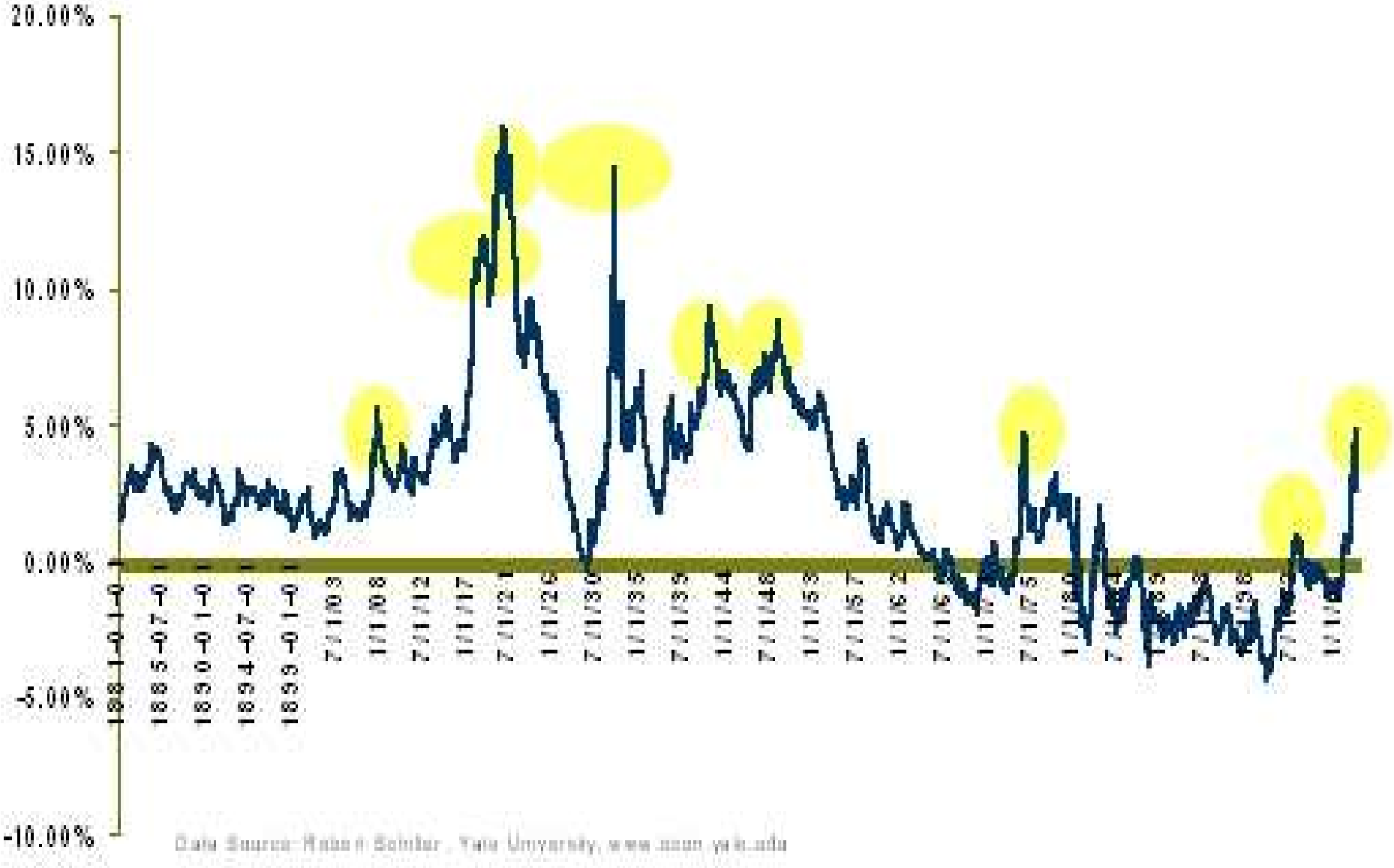
Sources: Ibbotson Associates (2001); Siegel (1998).

Realized equity risk premium per 20 years

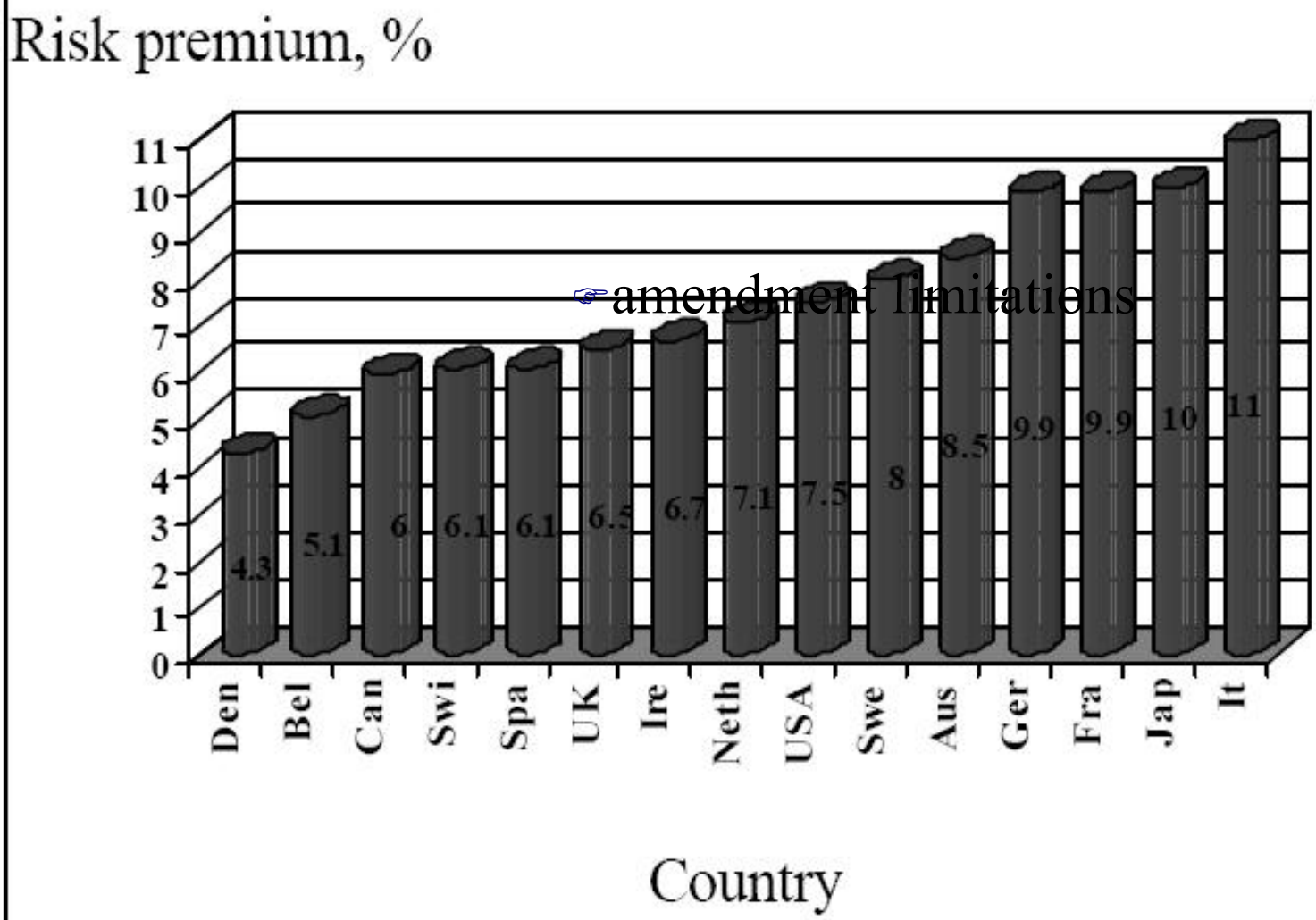


Source: Ibbotson (2001).

Risk Premium for the S&P 500, 1881-2009

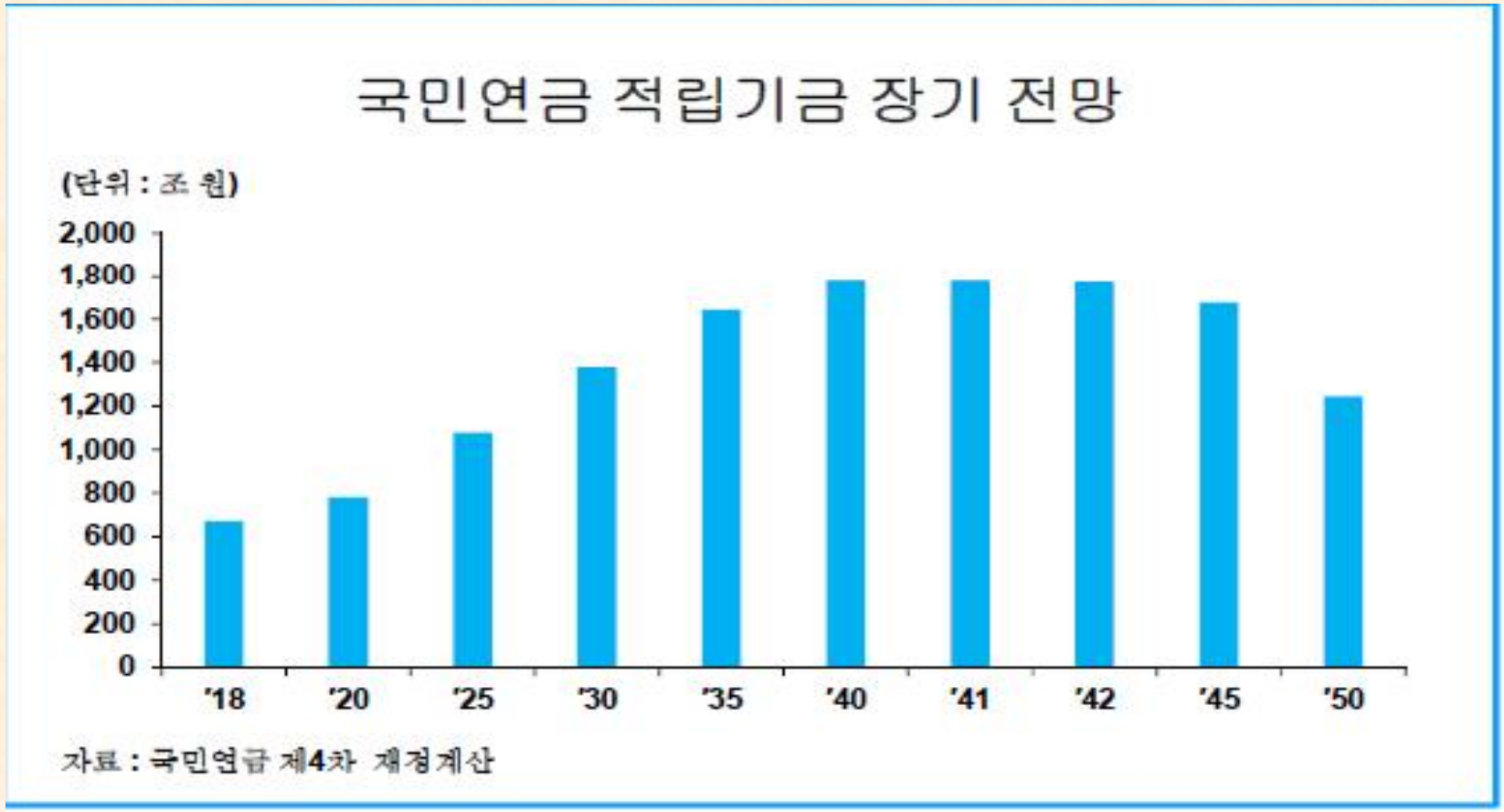


Average Market Risk Premia (1900-2000)



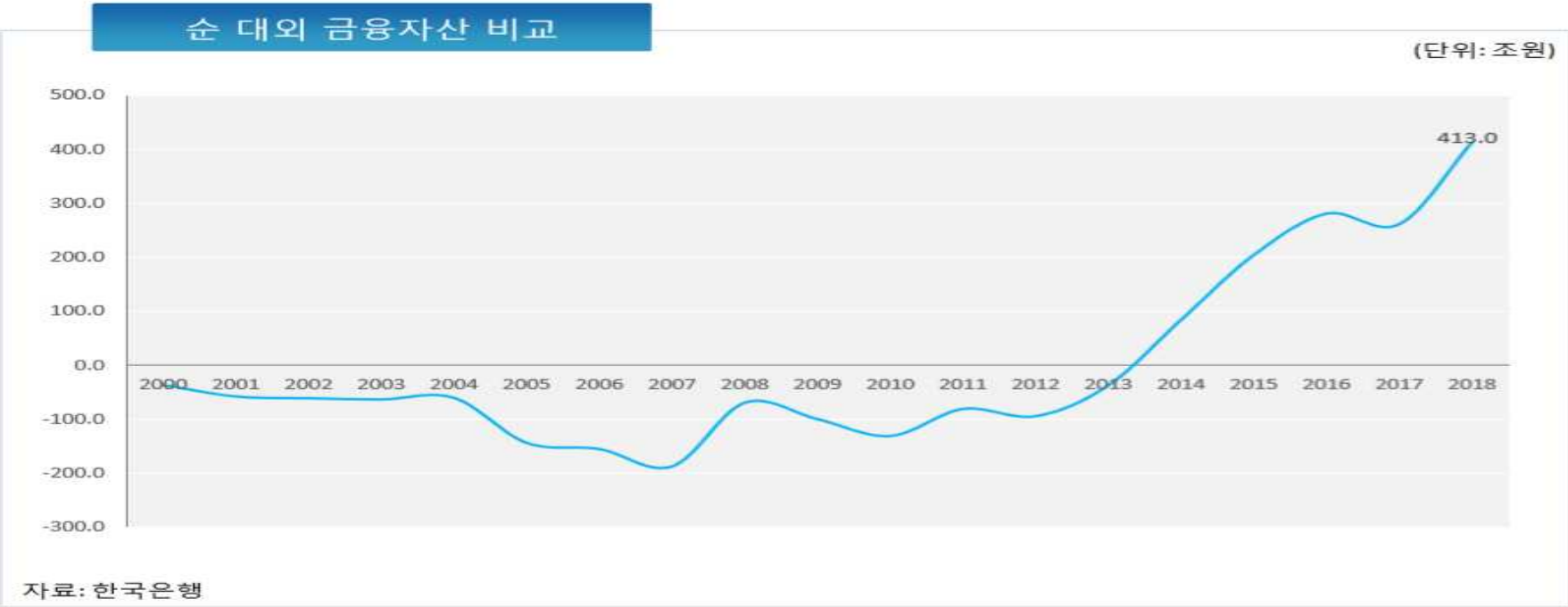
☞amendment limitations

연기금 적립금이 감소하거나, 국내시장에 대한 투자가 줄면 우리 금융산업은 어떻게 될까?



민간부분으로부터의 새로운 투자자/투자금의 유입 없으면 국내 금융시장은 예상보다 일찍 어려움에 직면할 가능성

- 연기금 포함 기관투자자의 해외 투자는 급격히 증가
  - 2018년 국민연금 해외주식투자> 국내주식투자
  - 순 대외 금융자산 413조원
- 외국인 투자자에게 최근 국내 금융시장의 매력은 증가하지 않고 있음



글로벌 경쟁에서 자본시장, 기업, 금융기업의 국제적 경쟁력 확보 필요.

- 경제전반의 투명성 향상을 통한 투자자 확보
  - 해외 펀드는 국제자본시장에서 투명성이 높은 국가에 보다 많은 자본배분 (Gelos and Wei)
  - 639 equity funds $120Billion, Jan 96-Dec 2000
  - Morgan Stanley's MSCI Emerging Markets Free (EMF) Index
  - Government opacity $w_{i,j,t} = \alpha_j + \beta \cdot w_{i,t}^{benchmark} + \gamma \cdot OpacityIndex_t + \varepsilon_{it}$
  - 투명성이 낮은 경우, 투자자는 "herding behavior" 보임
- 자본시장의 투자자 보호와 좋은 지배구조는 암묵적 자본비용을 인하 (Daouk, Lee and NG 2006)
- 투명성 증가➔자본조달 비용감소
  - 국내시장에서 정보비대칭성 완화➔자본시장으로 자금 유입 증가 ➔ 자본조달 비용감소
- 주주권리 보장, 기업공시가 기업의 자기자본 조달비용을 하락시킴 Cheng, Collins and Huang (2006)

금융산업 발전의 기초---

- Law and Finance literature: 일반적으로 금융시장 발전, 심화 정도는 투자자 보호와 관련된 법제도의 정비와 관련이 있음
  - 국가별 법제도의 전통과 투자자 보호 정도
  - 영미권 국가의 투자자보호가 강한 것으로 보여짐
  - 사유재산보호, 투자자 보호
  - 채권자권리 보호, 도산절차 정비, 주주권리 보호
- 지배구조 개선은 투자자 보호의 기본

Country	External Cap / GNP	Domestic Firms / Pop	IPOs / Pop	Debt / GNP	GDP growth	Log GNP	Rule of Law	Antidirector Rights	One-Share = One-Vote	Creditor Rights
					Panel A: Means					
Australia	0.49	63.55	.	0.76	3.06	12.64	10.00	4	0	1
Canada	0.39	40.86	4.93	0.72	3.36	13.26	10.00	4	0	1
HongKong	1.18	88.16	5.16	.	7.57	11.56	8.22	4	1	4
India	0.31	7.79	1.24	0.29	4.34	12.50	4.17	2	0	4
Ireland	0.27	20.00	0.75	0.38	4.25	10.73	7.80	3	0	1
Israel	0.25	127.60	1.80	0.66	4.39	11.19	4.82	3	0	4
Kenya	.	2.24	.	.	4.79	8.83	5.42	3	0	4
Malaysia	1.48	25.15	2.89	0.84	6.90	11.00	6.78	3	1	4
New Zealand	0.28	69.00	0.66	0.90	1.67	10.69	10.00	4	0	3
Nigeria	0.27	1.68	.	.	3.43	10.36	2.73	3	0	4
Pakistan	0.18	5.88	.	0.27	5.50	10.88	3.03	4	1	4
Singapore	1.18	80.00	5.67	0.60	1.68	11.68	8.57	3	1	3
South Africa	1.45	16.00	0.05	0.93	7.48	10.92	4.42	4	0	4
SriLanka	0.11	11.94	0.11	0.25	4.04	9.28	1.90	2	0	3
Thailand	0.56	6.70	0.56	0.93	7.70	11.72	6.25	3	0	3
UK	1.00	35.68	2.01	1.13	2.27	13.86	8.57	4	0	4
US	0.58	30.11	3.11	0.81	2.74	15.67	10.00	5	0	1
Zimbabwe	0.18	5.81	.	.	2.17	8.63	3.68	3	0	4
English Origin Avg	**0.60**	**35.45**	**2.23**	**0.68**	**4.30**	**11.41**	**6.46**	**3.39**	**0.22**	**3.11**
Argentina	0.07	4.58	0.20	0.19	1.40	12.40	5.35	4	0	1
Belgium	0.17	15.50	0.30	0.38	2.46	12.29	10.00	0	0	2
Brazil	0.18	3.48	0.00	0.39	3.95	13.03	6.32	3	1	1
Chile	0.80	19.92	0.35	0.63	3.35	10.69	7.02	3	1	2
Colombia	0.14	3.13	0.05	0.19	4.38	10.82	2.08	1	0	0
Ecuador	.	13.18	0.09	.	4.55	9.49	6.67	2	0	4
Egypt	0.08	3.48	.	.	6.13	10.53	4.17	2	0	4
France	0.23	8.05	0.17	0.96	2.54	14.07	8.98	2	0	0
Greece	0.07	21.60	0.30	0.23	2.46	11.25	6.18	1	1	1
Indonesia	0.15	1.15	0.10	0.42	6.38	11.84	3.98	2	0	4
Italy	0.08	3.91	0.31	0.55	2.82	13.94	8.33	0	0	2
Jordan	.	23.75	.	0.70	1.20	8.49	4.35	1	0	.
Mexico	0.22	2.28	0.03	0.47	3.07	12.69	5.35	0	0	0
Netherlands	0.52	21.13	0.66	1.08	2.55	12.68	10.00	2	0	2
Peru	0.40	9.47	0.13	0.27	2.82	10.92	2.50	2	1	0
Philippines	0.10	2.90	0.27	0.10	0.30	10.44	2.73	4	0	0
Portugal	0.08	19.50	0.50	0.64	3.52	11.41	8.68	2	0	1
Spain	0.17	9.71	0.07	0.75	3.27	13.19	7.80	2	0	2
Turkey	0.18	2.93	0.05	0.15	5.05	12.08	5.18	2	0	2
Uruguay	.	7.00	0.00	0.26	1.96	9.40	5.00	1	1	2
Venezuela	0.08	4.28	0.00	0.10	2.65	10.99	6.37	1	0	.
French Origin Avg	**0.21**	**10.00**	**0.19**	**0.45**	**3.18**	**11.55**	**6.05**	**1.76**	**0.24**	**1.58**
Austria	0.06	13.87	0.25	0.79	2.74	12.13	10.00	2	0	3
Germany	0.13	5.14	0.08	1.12	2.60	14.46	9.23	1	0	3
Japan	0.62	17.78	0.26	1.22	4.13	15.18	8.98	3	1	2
South Korea	0.44	15.88	0.02	0.74	9.52	12.73	5.35	2	1	3
Switzerland	0.62	33.85	.	.	1.18	12.44	10.00	1	0	1
Taiwan	0.88	14.22	0.00	.	11.56	12.34	8.52	3	0	2
German Origin Avg	**0.46**	**16.79**	**0.12**	**0.97**	**5.29**	**13.21**	**8.68**	**2.00**	**0.33**	**2.33**
Denmark	0.21	50.40	1.80	0.34	2.09	11.84	10.00	3	0	3
Finland	0.25	13.00	0.60	0.75	2.40	11.49	10.00	2	0	1
Norway	0.22	33.00	4.50	0.64	3.43	11.62	10.00	3	0	2
Sweden	0.51	12.66	1.66	0.55	1.79	12.28	10.00	2	0	2
Scandinavian Origin Avg	**0.30**	**27.26**	**2.14**	**0.57**	**2.42**	**11.80**	**10.00**	**2.50**	**0.00**	**2.00**
Sample Average	**0.40**	**21.59**	**1.02**	**0.59**	**3.79**	**11.72**	**6.85**	**2.44**	**0.22**	**2.30**

기업지배구조 (Corporate Governance)란?

- Shleifer and Vishny (1977)
- 기업에 대한 자본조달과 경영이 분리됨에 따라 발생하는 이해상충 문제점을 해결하기 위한 이론과 규범을 포함
- 기업에 자본을 조달하는 투자자 (채권자와 주주)가 투자에 대하여 적절한 수익을 보장받을 수 있도록 기업의 내규와 조직, 인센티브, 경영 목표를 설정하는 기업내부지배구조와 기업을 둘러싼 외부환경을 포함하는 종합적인 시스템을 의미
- 기업 자원의 배분, 수익의 분배, 기업성과에 대한 감시, 기업경영진의 선출과 퇴출에 영향을 주게 됨.

금융정책 방향: Back to the Basic

- 금융기관의 건전성 감독 강화
- 금융소비자/투자자 보호
- 금융산업과 Fintech 산업에서 투자자보호와 밀접하게 관련되지 않은 부분은 규제 개혁 필요

감사합니다.

Few Fintech Companies in Korea

- 50 million people
- but only 288 Fintech firms in 2017
- One Unicorn: *Toss*, a mobile P2P Transfer & Payment solution, offered by Viva Republica.

Toss

Why Few Fintech Firms in Korea?

- Have not capitalized on highly educated human capital
  - High number of college graduates
  - High school students have high math & science scores (OECD)
- Have not capitalized on high IT infrastructure
  - Inexpensive, high speed internet infrastructure
- Entry barrier for new firms to enter?
  - Political/regulatory barriers for new firms to enter?
    - Strong Resistance by interest group
  - Economic barriers for new firms to enter?
    - As credit cards are popular and easy to use, mobile payment firms slowly expand.

Government Regulation and Financial innovation

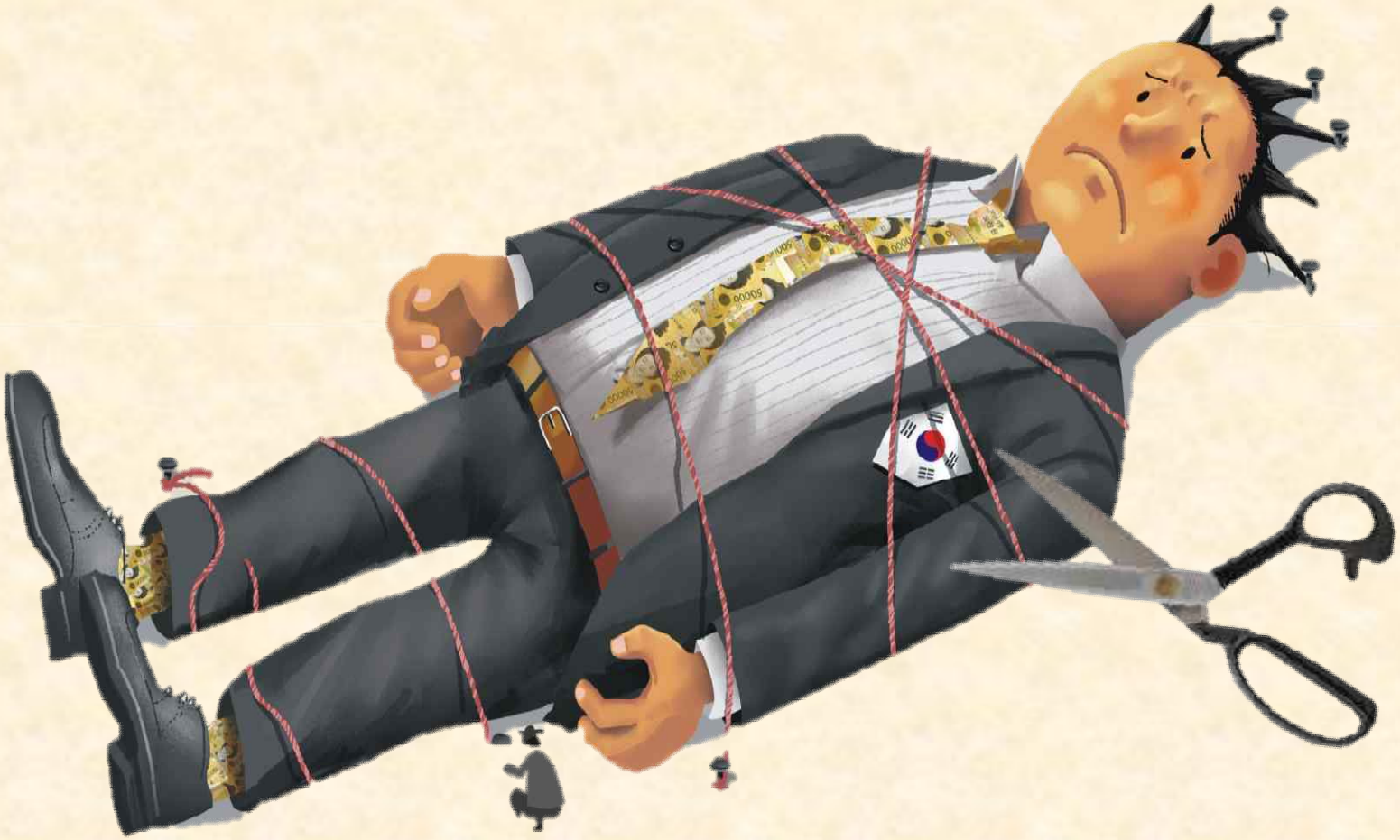
- Necessary Tasks for financial sector development
  - Deregulation in financial sector 75%
  - Digital innovation 27%
  - Overseas Market Expansion 25%
  - Expand Wealth management services 10%
  - Strengthen social Responsibility 3%

Donga Newspaper survey on 60 CEOs in financial firms

Financial Innovation:

A Korean Internet-only Bank Case

Korean Economy Still Needs Deregulation



Donga Newspaper survey on 60 CEOs in financial firms