

글로벌 경제 불확실성과 중립금리: 통화정책 방향*

연구위원 노산하

미·중 무역분쟁으로 확대된 글로벌 경제 불확실성은 올해 세계경제의 성장 둔화에 큰 영향을 준 것으로 보인다. 불확실성 확대는 가계의 예비적 저축 증가, 기업의 투자 감소, 그리고 투자자들의 안전자산 선호 현상을 통해 실질중립금리(실질균형금리)를 하락시키는 방향으로 영향을 미친다. 주요 선진국과 한국의 중립금리는 글로벌 경제정책 불확실성이 증가하는 시기에 급격하게 하락하였다. 특히, 글로벌 금융위기 이후 한국의 중립금리 하락 속도는 잠재성장률 하락세보다 빠른 것으로 나타나, 글로벌 경제정책 불확실성 확대를 반영하는 것으로 보인다. 최근 미·중간 무역분쟁의 부분타결에 대한 기대에도 불구하고 앞으로 남은 기술이전 문제, 환율 문제, 중국기업에 대한 보조금 문제 등과 관련한 미·중간의 대립은 글로벌 경제의 불확실성을 지속시킬 것으로 판단된다. 나아가 통화 및 재정정책 방향, 브렉시트, 홍콩사태에 따른 불확실성도 무시할 수 없다. 이러한 글로벌 경제 불확실성 요인은 향후 한국의 중립금리에 하방 위험으로 작용할 가능성이 있다. 따라서 통화정책 결정시 글로벌 경제의 불확실성 확대에 주의를 기울일 필요가 있다.

세계 경제의 42%를 차지하는 미국과 중국의 무역분쟁이 지속되면서 글로벌 경제의 불확실성이 장기화되고 있다. 최근 단계적 합의에 대한 공감대가 형성되어 불확실성 해소에 대한 기대가 있지만 미·중간의 정책 불확실성으로 인해 글로벌 경제정책 불확실성 지수(Global Economic Policy Uncertainty Index)와 세계 무역 불확실성 지수(World Trade Uncertainty Index)는 크게 상승하였다. 이를 반영하듯, 소비 및 투자 부진에 따른 성장잠재력 둔화와 함께 통화정책 당국의 정책금리 수준에 대한 불확실성이 확대되고 있다. BIS 보고서에 따르면, 2019년 8월말 기준 마이너스 금리로 거래되는 전 세계 국공채 규모는 대략 17조달러로 세계 국내총생산(GDP)의 20%에 달한다. 이러한 안전자산 선호에 따른 저금리 현상은 글로벌 경제 불확실성에 대한 경제주체의 우려를 반영하고 있는 것으로 보인다. 따라서 글로벌 경제의 불확실성 증가는 구조적으로 잠재성장률에 부정적인 영향을 주고 중립금리(natural rate of interest)를 하락시킬 것으로 예상된다.¹⁾ 중립금리는 통화정책 당국자가 현재 정책

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

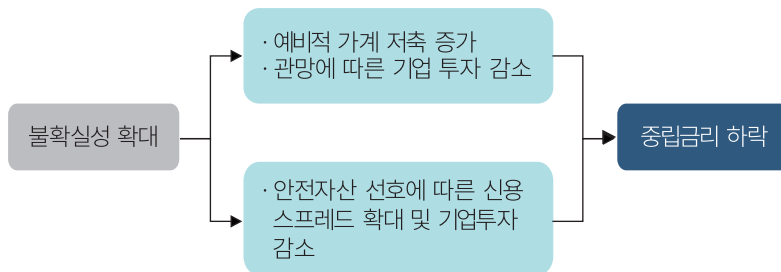
1) 중립금리란 경제가 완전고용 상태이고 물가수준이 안정적인 상태(즉, 경제가 인플레이션이나 디플레이션 압력이 없는 잠재성장률 수준에서 자금의 공급(저축)과 수요(투자)를 일치시키는 장기 균형 상태에서의 이론적 단기실질금리를 말한다(Laubach & Williams, 2003). 따라서 투자수요를 초과하는 과도한 저축은 중립금리에 하방 압력으로 작용한다. 중립금리 수준은 관측되지 않고 경제 모형에 의해 추정되어야 한다.

이자율이 경제활동을 촉진시키는지 또는 후퇴시키는지를 판별하는데 핵심적인 역할을 하고, 금융시장 참가자들이 미래 통화정책 방향을 예상하는데 중요한 수단으로 활용된다. 최근 미·중 무역분쟁, 한·일 무역갈등, 브렉시트, 홍콩사태 등의 영향으로 글로벌 경제의 불확실성이 증가함에 따라 중립금리에 대한 재평가와 함께 앞으로의 통화정책 방향에 대한 논의가 중요해지고 있다. 이에 따라 본고에서는 글로벌 경제의 불확실성 증가가 중립금리에 미치는 영향을 살펴보고, 통화정책에 대한 시사점을 논의한다.

중립금리 결정요인과 불확실성

글로벌 금융위기 이후, 세계경제의 구조적 변화와 함께 중립금리 수준에 대한 재평가와 중립금리 결정요인에 대한 논의가 확대되어 왔다. 기존 연구에 따르면, 중립금리는 잠재성장률 수준과 경제의 구조적 특징을 결정하는 그 밖의 여러 요인들에 의해 결정된다. 특히, 노동생산성, 인구구조변화, 가계의 시간선호도(time preference), 위험회피도와 경제의 불확실성은 중립금리를 결정하는 중요한 요인으로 인식되고 있다.²⁾ 각 요인들의 영향력은 상이하나, 그중에서도 노동생산성 둔화 및 인구구조변화(고령화·저출산)에 따른 생산가능인구의 감소는 잠재성장률 및 중립금리 하락에 큰 영향을 주는 것으로 나타난다(백인석·강현주, 2018). 경제의 불확실성은 크게 두 가지 경로를 통해 중립금리에 영향을 미친다. <그림 1>은 불확실성 확대에 따른 중립금리의 하락 경로를 보여준다.

<그림 1> 불확실성 확대에 따른 중립금리 하락 경로



첫째, 불확실성에 직면한 위험 회피적인 경제주체의 예비적 저축(precautionary savings) 성향과 적극적인 투자보다는 관망(wait-and-see)하는 성향을 들 수 있다(Bloom et al., 2009; De Paoli, & Zabczyk, 2013). 최근 국가 간 무역갈등으로 유발된 글로벌 경제의 불확실성은 가계의 예비적 저축을 증가시켜 소비를 위축시킨다. 또한 불확실성에 직면한 기업은 관망함으로써 얻는 새로운 정보를 바탕으로 더 바람직한 의사결정을 내릴 유인이 존재하기 때문에 현재의 투자계획을 지연시킨다. 이러한 현상은 거시경제의 총수요 부족을 야기하고 저축과 투자 간의 불균형을 만들어내기 때문에 장기침체

2) 다른 시각으로, 금융시장의 역풍/순풍(financial headwinds/tailwinds)이 중립금리를 결정한다는 시각이 있다. 대표적으로, 금융위기 이후 기업과 가계의 과다부채(debt overhang)로 인한 투자수요 감소가 최근 중립금리 하락의 주된 요인으로 설명한다(Lo & Rogoff, 2015).

를 가속화시키고 중립금리의 하락을 유발한다. 래리 서머스 전 미 재무장관은 수요측면을 강조하는 구조적인 장기침체(secular stagnation)를 중립금리 하락의 주요 원인으로 지적한 바 있다(Summers, 2016). 즉, 구조적인 요인으로 인한 투자 부진과 위축된 가계소비가 중립금리를 하락시킨다는 것이다. 서머스는 장기침체의 구조적 원인 중 하나로 불확실성 확대에 따른 과도한 저축 증가³⁾(만성적 소비 감소)를 말한다. 그의 주장에 따르면, 무역 갈등으로 유발된 글로벌 경제의 불확실성은 투자수요를 초과하는 과도한 저축을 유발해 중립금리를 하락시키는 방향으로 영향을 미칠 가능성이 있다.

두 번째로, 안전자산 선호에 따른 국채 수요의 증가는 중립금리를 하락시키는 또 다른 요인으로 여겨진다. 안전자산 선호에 따른 신용스프레드 확대는 기업의 자본조달비용 증가와 함께 기업의 투자를 위축시켜 중립금리에 하방 압력으로 작용한다. 2008년 글로벌 금융위기 이후 경제주체의 위험회피도가 증가하였고, 글로벌 경제의 불확실성이 증가함에 따라 자본시장 참여자들이 위험하지만 잠재적으로 더 생산적인 자산에 투자하기 보다는 국채와 같은 안전자산에 투자하는 성향은 중립금리를 하락시키는 원인으로 작용한다. Lansing(2017)에 따르면, 추세적으로 공급을 초과하는 과도한 안전자산 선호현상은 중립금리를 장기적으로 하락시킬 수 있는 개연성이 크다. 또한 Del Negro et al.(2017)의 논의에 따르면, 안전자산에 대한 수요 증가와 위험 프리미엄(risk premium) 상승은 중립금리의 하락을 유발할 수 있다.

글로벌 경제정책 불확실성과 선진국 중립금리

〈그림 2-A〉는 미국을 포함한 선진국(캐나다, 유로존, 그리고 영국)의 GDP로 가중평균한 중립금리 및 잠재성장률의 추이를 보여주고 있다. 각 국의 중립금리는 뉴욕 연준이 산출하여 제공하는데, 실질 GDP와 소비자물가지수, 그리고 실질이자율을 이용하여 Holston et al.(2017)의 방법⁴⁾을 통해 추정되었다. 이와 함께 음영으로 표시된 부분은 글로벌 경제의 불확실성 원인 중 하나인 글로벌 경제정책 불확실성을 보여주고 있다. 2019년 10월 IMF는 세계경제전망 보고서에서 경제정책 불확실성 증가를 글로벌 경기 둔화의 중요한 요인으로 보고 있다. 또한 AFP(Association for Financial Professionals) Risk Survey에 따르면, 향후 3년간 기업의 수입에 가장 큰 영향을 미칠 것으로 보이는 위험요인으로 ‘정치적 불확실성’ 및 ‘규제 불확실성’이 부각되었다. 특히, 2016년에는 전체 위험요인 중에서 불확실성이 차지하는 비중이 43%로 가장 높은 순위를 기록했고 2019년에도 34%로 높은 비중을 차지했다. 따라서 최근 미·중 무역분쟁으로 인한 경제정책 불확실성은 글로벌 경제의 불확실성을 증가시키는 요인으로 여겨진다.

선진국의 중립금리는 잠재성장률의 추세 하락을 반영하여 장기적으로 하락하는 모습을 보이고 있다. 중립금리는 글로벌 금융위기 이후 급격하게 하락하였다. 특히, 글로벌 금융위기 이후 중립금리 하

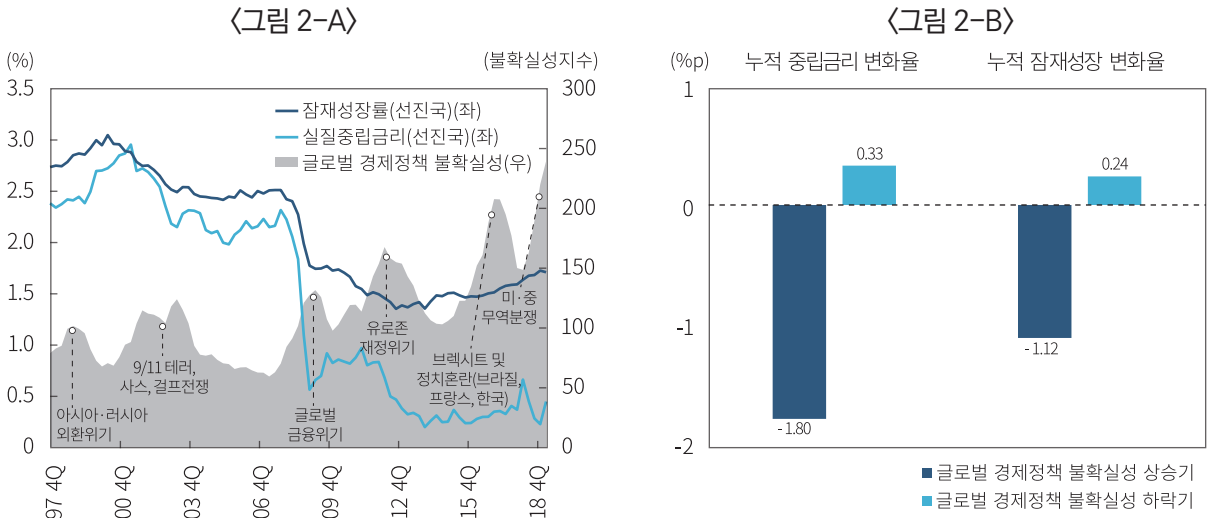
3) 벤 버냉키 전 연준 의장은 중국과 같은 신흥국가들의 수출지향적인 정책으로 인해 축적된 외환보유액과 글로벌 자본이동의 자유화가 글로벌 과잉 저축(global savings glut)을 초래하여 중립금리를 하락시키는 요인으로 작용한다고 말한다. 따라서 버냉키 전 연준 의장이 언급한 글로벌 과잉 저축은 서머스가 언급한 과도한 저축 증가의 원인이 될 수 있다. 하지만 글로벌 자본 흐름이 바뀔 경우, 최근 중립금리 하락이 반전될 수 있기 때문에 장기침체(secular stagnation)에 영향을 주는 장기적 요인과는 구별될 수 있다.

4) 선진국 중립금리의 장기적인 추세하락은 다른 추정 방법을 사용하여도 공통적으로 나타나는 특징으로 알려져 있다(Holston et al., 2017).

락 폭은 잠재성장률의 하락 폭보다 큰 것으로 나타나는데, 잠재성장률 이외의 다른 요인이 중립금리에 영향을 미치는 것으로 보인다. <그림 2-A>에서 보듯이 글로벌 경제정책 불확실성이 확대되는 시기(9/11테러, 사스, 걸프전쟁, 글로벌 금융위기, 유럽 재정위기, 미·중 무역갈등)에 대체로 선진국의 중립금리는 다른 기간에 비해 큰 폭으로 하락한 것을 확인할 수 있다.⁵⁾ 글로벌 경제정책 불확실성은 2011년 하반기부터 유럽 재정위기로 인한 경기침체 확산과 함께 구조변화(structural change)가 발생해 이전 기간보다 상승하였다.⁶⁾ 따라서 글로벌 금융위기 이후 글로벌 경제정책 불확실성의 증가 추세는 위에서 논의한 두 가지 경로를 통해 선진국 중립금리에 하방압력으로 작용한 것으로 추정된다.

<그림 2-B>는 글로벌 경제정책 불확실성 상승기와 하락기에 선진국의 중립금리 및 잠재성장률의 변화를 보여준다. 잠재성장률은 불확실성 하락기에 0.24%p 상승하고 상승기에 1.12%p 하락한 것으로 나타난 반면, 중립금리는 불확실성 하락기에 0.33%p 상승하였고 상승기에는 1.8%p 하락하였다. 이는 불확실성 상승기에 중립금리가 하락하는 경향이 뚜렷하다는 것을 보여주고, 중립금리의 하락 폭이 잠재성장률의 하락 폭보다 크다는 것을 보여준다. 따라서 불확실성 확대는 잠재성장률 하락과 더불어 중립금리를 하락시키는 주요 요인 중의 하나로 판단된다.

<그림 2> 글로벌 경제정책 불확실성과 선진국의 중립금리 및 잠재성장률



주 : 회색 음영은 글로벌 경제정책 불확실성 지수의 4분기 평균값 나타낸다. 선진국 중립금리 및 잠재성장률은 미국, 캐나다, 유로존, 영국 GDP를 기반으로 가중평균한 값이다. 불확실성 상승기는 전년 동기 대비 상승기간, 하락기는 전년 동기 대비 하락기간을 나타낸다. 기간은 1997년 4분기부터 2019년 2분기이다.

자료: 뉴욕 연준(Holston et al., 2017), Bloom et al.(2016), OECD

5) 1998년 러시아 모라토리엄 선언에 따른 불확실성 확대와 함께 유로존 지역의 중립금리가 하락했고 2016년 브렉시트 및 정치혼란 기간에는 영국과 미국의 중립금리가 단기적으로 하락했다. 하지만 가중평균으로 구한 선진국의 중립금리에는 영향이 작으로 나타났다.

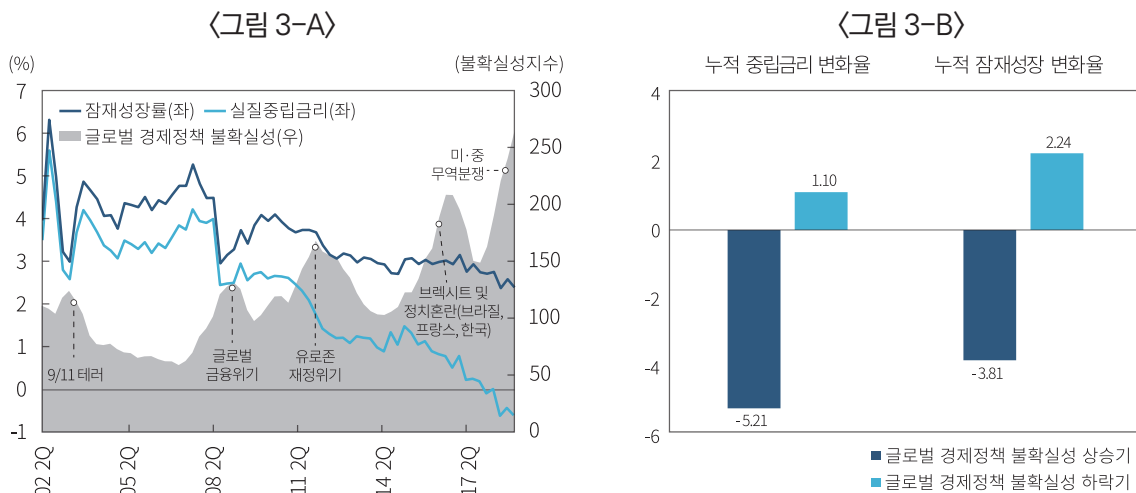
6) 저자가 Bai & Perron(2003)의 방법론을 이용해 글로벌 경제정책 불확실성의 구조변화를 확인한 결과, 2011년 2분기를 기점으로 불확실성이 상승한 것으로 나타났다.

글로벌 경제정책 불확실성과 한국의 중립금리

〈그림 3-A〉는 한국의 중립금리, 잠재성장률, 그리고 글로벌 경제정책 불확실성 추이를 보여주고 있다. 글로벌 금융위기 이후 한국의 중립금리는 글로벌 경제정책 불확실성의 증가와 함께 지속적으로 하락한 것으로 나타났다. 2008년 글로벌 금융위기 이전 3-4% 수준에서 형성된 중립금리는 금융위기 이후 유럽 재정위기, 브렉시트, 미·중 무역분쟁으로 인해 글로벌 경제정책 불확실성이 증가하는 시점에 큰 폭으로 하락하였다. 특히, 미·중 무역분쟁으로 확대된 글로벌 경제정책 불확실성과 함께 한국의 중립금리는 2019년 3분기 기준 마이너스 수준으로 하락한 것을 확인할 수 있다. 이러한 한국의 중립금리 하락은 불확실성에 직면한 가계의 예비적 저축 증가, 기업의 투자 감소, 그리고 투자자들의 안전 자산에 대한 선호 증가를 반영하는 것으로 보인다.⁷⁾

〈그림 3-B〉를 보면 2002년 2분기부터 2019년 3분기까지 불확실성이 하락하는 시기에 한국의 중립금리가 1.1%p 상승하였지만, 증가하는 시기에는 5.2%p 하락하였다. 주목할 점은 한국의 중립금리가 선진국의 중립금리보다 더 가파르게 하락하고 있다는 사실이다. 아울러, 선진국의 경우와 같이 중립금리의 하락 속도가 잠재성장률의 하락 속도보다 빠른 것을 확인할 수 있다. 글로벌 경제정책 불확실성 상승기에 중립금리의 하락 폭(-5.2%p)이 잠재성장률의 하락 폭(-3.81%p)보다 큰 것으로 나타났는데, 이는 대외 경제 여건에 영향을 많이 받는 우리나라의 특징을 보여준다고 할 수 있다.

〈그림 3〉 글로벌 경제정책 불확실성과 한국의 중립금리 및 잠재성장률



주 : 회색 음영은 글로벌 경제정책 불확실성 지수의 4분기 평균값 나타낸다. 한국의 중립금리와 잠재성장률은 Holston et al.(2017)의 중립금리 결정 모형에 글로벌 경제정책 불확실성을 추가하여 저자가 계산하였다. 불확실성 상승기는 전년 동기 대비 상승기간, 하락기는 전년 동기 대비 하락기간을 나타낸다. 기간은 2002년 2분기부터 2019년 3분기이다.

자료: 한국은행, Bloom et al.(2016)

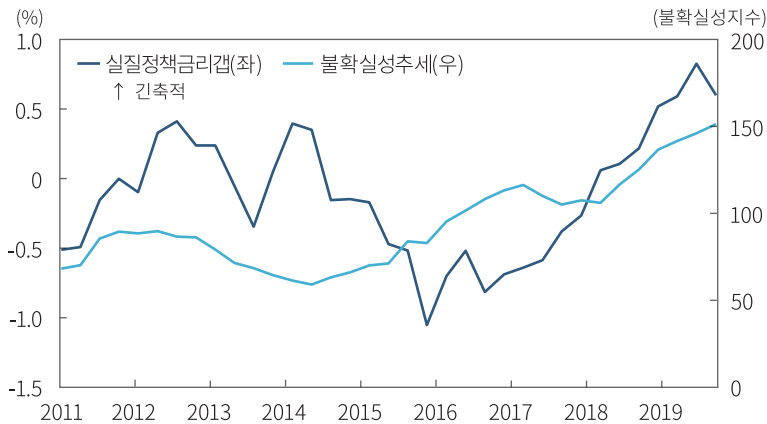
7) 이밖에 중국산 저가제품의 국내공급, 기업간 경쟁 심화에 따른 저금리 상황, 인플레이션 압력이 크지 않은 상황, 국내 설비투자 위축 및 가계부채 증가 등의 영향으로 중립금리가 하락하였음을 배제하기 어렵다. 뿐만 아니라 선진국 경제의 잠재성장률이 훼손되어 한국의 중립금리 하락에 영향을 주었을 가능성도 있다(김민수·박양수, 2013).

한국의 통화정책 방향과 시사점

한국의 통화정책 기조(긴축적 또는 완화적 통화정책)는 실질기준금리와 중립금리의 차이인 실질정책금리갭을 통해 판단할 수 있다.⁸⁾ <그림 4>는 한국의 실질정책금리갭과 불확실성 추세를 나타낸다. 한국의 통화정책 기조는 2011년에 완화적이었던 반면, 2012년 하반기부터 2014년 상반기까지 불확실성 하락기와 맞물려 긴축적이었던 것으로 보인다. 이후 정책금리가 지속적으로 인하되고 글로벌 경제정책 불확실성이 확대되는 가운데 2014년 하반기부터 2017년 하반기까지 통화정책은 완화적인 수준에서 유지되고 있는 모습이다. 2011년과 2012년 유럽 재정위기 및 중국의 경기둔화에 대해 통화정책을 보다 완화적으로 가지고 갈 여지가 있었으며, 2017년 11월 정책금리 인상은 향후 경기개선 기대와 완화된 불확실성을 반영하고 있다.

그러나 한·일 무역갈등과 미·중 무역분쟁에 따라 경제정책 불확실성이 다시 확대되는 가운데 중립금리가 하락하였고, 최근 실물경기 둔화 및 물가상승률 하락은 2018년 상반기부터 2019년 3분기까지 통화정책 기조를 긴축적인 수준으로 만들고 있다. 이러한 관점에서 2019년 10월 16일 한국은행이 정책금리 수준을 1.25%로 인하한 것은 실질정책금리갭 확대에 대한 대응으로 파악할 수 있다. 향후 미·중 무역분쟁의 지속성과 브렉시트 향방은 글로벌 경제의 불확실성 확대 여부에 영향을 줄 것으로 보이며, 계속해서 중립금리 수준에 하방 위협으로 작용할 가능성이 있다. 따라서 통화정책 결정시 글로벌 경제의 불확실성 확대에 주의를 기울일 필요가 있다.

<그림 4> 실질정책금리 갭과 불확실성추세



주: 실질정책금리갭과 불확실성추세는 Holston et al.(2017)의 중립금리 결정 모형에 글로벌 경제정책 불확실성을 추가하여 저자 계산 (실질정책금리갭=실질기준금리-실질중립금리). 불확실성 추세는 모형에서 결정된 글로벌 경제정책 불확실성 추세를 말한다.

8) 실질기준금리가 중립금리보다 높을 경우 통화정책은 긴축적(+) 실질정책금리갭)이고 낮을 경우 완화적(-) 실질정책금리갭)이라고 말한다.

참고문헌

- 김민수·박양수, 2013, 소규모 개방경제의 특성을 고려한 중립적 실질금리 추정 및 변동요인 분석, 『경제분석』 제19권 제4호, 47-86.
- 백인석·강현주, 2018, 최근 한미금리 상승원인 분석 및 저금리 기조 변화 가능성 진단, 자본시장연구원 이슈보고서 2018-04.
- Bai, J., Perron, P., 2003, Computation and analysis of multiple structural change models, *Journal of Applied Econometrics* 18(1), 1-22.
- Bloom, N., 2009, The impact of uncertainty shocks, *Econometrica* 77(3), 623-685.
- Del Negro, M., Giannone, D., Giannoni, M.P., Tambalotti, A., 2017, Safety, liquidity, and the natural rate of interest, *Brookings Papers on Economic Activity* 2017(1), 235-316.
- De Paoli, B., Zabczyk, P., 2013, Cyclical risk aversion, precautionary saving, and monetary policy, *Journal of Money, Credit and Banking* 45(1), 1-36.
- Holston, K., Laubach, T., Williams, J.C., 2017, Measuring the natural rate of interest: International trends and determinants, *Journal of International Economics* 108, 59-75.
- Laubach, T., Williams, J. C., 2003, Measuring the natural rate of interest, *Review of Economics and Statistics* 85(4), 1063-1070.
- Lansing, K. J., 2017, R-star, Uncertainty, and Monetary Policy, FRB San Francisco Economic Letter, 2017-16.
- Lo, S., Rogoff, K., 2015, Secular stagnation, debt overhang and other rationales for sluggish growth, six years on, BIS working paper No. 482.
- Summers, L. H., 2016, Secular Stagnation and Monetary Policy, Federal Reserve Bank of *St. Louis Review* 98(2), 93-110.

회계기준 개정을 통한 비교가능성 제고의 필요성*

연구위원 이상호

한국채택국제회계기준(K-IFRS)의 여러 기준들이 제·개정되었다. 새로운 기준의 공통적인 도입 취지는 재무정보의 기업 간 비교가능성 향상이다. 동일한 경제적 사건에 대해 유사한 재무정보를 인식하도록 유도하여, 정보이용자들이 기업의 수익 및 현금흐름 특성을 이해하는 데 보다 유용한 정보를 제공하는 것이 주된 목적이다. 과거 15년간 국내 상장사 자료를 분석한 결과 기업 간 비교가능성이 제고 되면 회계이익의 지속성과 관련한 투자자들의 평가오류 현상이 상당 부분 개선되는 것으로 나타났다. 이는 비교가능한 정보가 정보이용자들의 재무정보 이해도 향상에 큰 도움이 됨을 시사한다. 증권사 애널리스트의 정보중개 범위가 제한적인 국내 자본시장 특성을 고려할 때, 비교가능성 제고를 목표로 한 일련의 회계기준 개정은 특히 코스닥시장의 정보위험 감소 및 효율적인 자원배분에 의미 있는 기여를 할 것으로 기대한다. 정책당국은 새 기준의 적용으로 발생할 수 있는 업계의 여러 가지 실무적 어려움을 해소할 수 있도록 신중하면서도 신속한 지원을 이어 나가야 한다.

최근 국제회계기준의 제·개정 작업이 활발하다. 2018년부터 수익인식(IFRS 15)과 금융상품(IFRS 9) 전반에 새로운 기준이 적용되었고, 2019년부터는 리스(IFRS 16) 기준에 큰 변화가 있었다. 2022년에는 보험계약(IFRS 17)과 관련한 새 기준의 도입을 앞두고 있다. 업종별·기업별 편차는 있겠으나, 재무건전성·수익성 지표들이 일제히 영향을 받으면서 이를 준용해야하는 상장기업들의 부담은 상당하다. 투자자 입장에서는 개정 전·후 서로 다른 기준에 의해 산출된 지표를 연속적으로 비교하기 어렵다는 우려도 제기된다.¹⁾ 본고에서는 일련의 회계 기준 개정이 지향하는 목표를 살펴보고, 일부 우려에도 불구하고 새 기준의 정착이 필요한 이유를 살펴보고자 한다.

새로운 회계기준의 공통된 목표는 재무정보의 기업 간 비교가능성 제고

새로운 회계기준은 기업 간 재무정보의 비교가능성 향상에 큰 방점을 두고 있다. ‘고객과의 계약에서 생기는 수익(IFRS 15)’은 손익계산서의 첫 단추인 수익(revenue) 정보에 대하여 기업 간, 산업 간,

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

1) 조세일보, 2018. 6. 28, IFRS9 시행으로 은행·카드사 대손충당금 최대 33.8% 증가.
 더벨, 2019. 5. 8, 실적 변동성 커진 HDC현대산업개발... IFRS15의 그늘.
 파이낸셜뉴스, 2019. 6. 2, 회계기준 바꿨더니 빛이 2배로... 직격탄 맞은 항공사들.
 연합뉴스, 2019. 9. 26, IFRS17 도입, 보험사 보험부채 리스크 관리 중요해져.

나아가 국가 간 비교가능성 향상을 골자로 한다. 계약에 따른 수행의무를 구체적으로 식별하고, 적정 대가를 인식하도록 포괄적이고 일관된 원칙을 정립하였다. 점차 경영환경이 복잡해지면서 나타날 수 있는 다양한 유형의 계약에도 대응이 가능하도록 유연한 체계를 마련한 셈이다.

‘금융상품(IFRS 9)’ 기준은 금융자산의 투자 목적과 계약에 내재된 현금흐름 특성을 고려하여 분류 및 측정 기준을 일관성 있게 정비하였다. 회수가능성에 대한 검토가 필요한 채권에 대해서는 채무자의 신용사건(credit event) 발생 이전에도 예상 손실을 적시에 반영토록 규정하여 재무상태표 상 채권 잔액을 보다 신뢰성 있게 관리하도록 하였다.

과거 운용리스 계약의 경우 실질적인 소유권이 이전되지 않는다는 점에서 리스이용자가 사용권에 대한 자산은 물론 지급대가와 관련한 부채도 인식하지 않았다. 개정 ‘리스(IFRS 16)’ 기준은 계약의 외관보다 경제적 실질에 입각하여 사용권자산 및 리스부채의 인식을 의무화하였다. 자기자본 대비 핵심 영업자산의 임차 비중이 높은 항공·해운업, 대형 점포의 임차 비중이 높은 호텔·면세·유통업 등에서 경제적 실질에 기초한 재무건전성 평가가 용이해졌다.

‘보험계약(IFRS 17)’ 기준은 보험부채의 시가평가를 요구하는 것이 가장 큰 특징이다. 고금리 확정형 계약이 상당한 영향을 받을 것으로 보인다. 판매 당시에는 은행 대비 높은 이자를 확정적으로 보장하면서 보험업계의 외연 성장에 촉매제 역할을 하였지만, 현재는 장기간 금리 하락 여파로 역마진에 대한 부담을 보험사가 고스란히 떠안게 되었다. 현행 기준(IFRS 4)으로는 보험사의 늘어난 부담을 적시에 파악하기 어렵지만 도입예정 기준으로는 가능하다.

〈표 1〉 한국채택국제회계기준(K-IFRS) 제·개정 기준 및 도입 목적

분야	적용 시기	도입 목적
수익인식 (IFRS 15)	2018년 1월 1일	- 수익인식 규정의 불일치와 취약점 제거 - 기업·산업·국가·자본시장 간 수익 정보의 비교가능성 향상
금융상품 (IFRS 9)	2018년 1월 1일	- 금융상품 재무보고의 복잡성 감소 - 기대신용손실에 대한 적시성 있는 정보 제공
리스 (IFRS 16)	2019년 1월 1일	- 리스이용자의 권리·의무에 대하여 자산·부채를 일관성 있게 인식 - 리스이용자의 재무 레버리지와 자본 사용액에 대한 회계 투명성 향상
보험계약 (IFRS 17)	2022년 1월 1일 (예정)	- 보험계약과 관련한 국가별·상품별 회계처리의 일관성 확보 - 보험회계에 대한 투자자·재무제표분석가의 이해도 향상

자료: 한국채택국제회계기준(K-IFRS) 각 기준서 참조

회계기준 변경은 경영상 직·간접비용을 유발

기업·산업·국가 간 비교가능성 제고라는 새로운 회계기준의 도입 취지는 수긍할만하다. 단, 개정 기준을 준용하기 위해서는 기업의 비용 부담이 발생한다는 점을 숙고할 필요가 있다. 원칙 중심의 국제회계기준은 그 해석과 적용에 전문가적 판단과 책임을 강조한다. 기준 검토를 위한 전문가 자문, 태스크 포스 구성 등 정보 생산 측면에서 각종 직접 비용이 수반된다. 아울러, 기준 개정 폭이 큰 경우에는 새로운 결산시스템 구축이 필요하며 이는 상당한 예산을 필요로 한다.²⁾

적용 결과에 따라 발생할 수 있는 간접비용 역시 만만치 않다. 재무비율이 악화되면 특약조건에 따라 일부 대출금의 경우 만기 전 상환 의무가 발동할 수 있고, 이는 연쇄적인 신용도 하락으로 이어질 수 있어 자본 확충이 요구된다. 손익 변동성이 확대되면 배당이사결정 수립에 어려움을 겪을 수 있고, 자본 변동에 대한 추가적인 위험회피 수단도 검토해야한다. 한편, 기업 간 비교가능성 향상을 목표로 하더라도, 정보 산출 기준의 변경은 기업 내 기간 간 비교가능성을 저해한다는 점에서 투자자의 혼란을 야기할 수 있다.

개정 회계기준의 기대 효과: 투자자 이해도 향상

회계기준 개정은 회계정보 생산과 관련한 각종 비용을 유발함과 동시에 기업재무와 관련한 의사결정에도 직·간접적인 영향을 미친다. 이는 최종적으로 주주가 부담하게 되는 몫이라는 점에서 새로운 회계기준이 과연 주주들에게 어떠한 편익을 제공하는지에 대해서도 고민이 필요한 시점이다.

새로운 회계기준이 목표한 바대로 거래의 경제적 실질과 동떨어진 회계처리를 최소화하고, 정보이용자로 하여금 기업의 수익 및 현금흐름의 특성을 검토하는 데 보다 목적적합하고 유용한 정보를 제공하며, 최종적으로 기업·산업·국가 간 비교가능성을 제고한다면, 이는 시장참여자로 하여금 회계정보에 대한 이해도를 한층 높일 것으로 기대된다.

비교가능한 정보의 유용성을 실증한 국내 선행연구에서는 특정 기업의 재무정보가 다른 기업의 유사정보와 쉽게 비교될수록 증권사 애널리스트들이 기업 실적 예측을 보다 정확하게 하는 것으로 나타났다. 이를 통해 전문투자자의 예측력이 향상되는 효과를 확인할 수 있었다.³⁾ 단, 우리나라 자본시장의 경우 애널리스트 분석 보고서를 활용할 수 있는 기업 수가 상당히 제한적이다.⁴⁾ 또한 전문투자자와 일

2) 보험개발원이 컨소시엄을 구성하여 구축한 IFRS 17 결산시스템의 경우 약 2년 3개월 기간 동안 130여명의 인력과 173억원의 예산이 투입되었다(보험개발원, 2019. 10. 24, 국내 최초 GPU 기반 IFRS 17 시스템 ARK 완성, 보도자료).

3) 강민정·이명건·이호영, 2013, 회계정보의 비교가능성이 재무분석가 이익예측 및 회계정보 가치관련성에 미치는 영향에 대한 연구, 『회계학연구』, 38(1), 281-320.

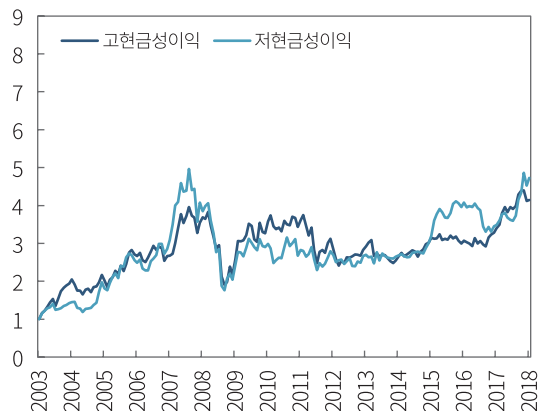
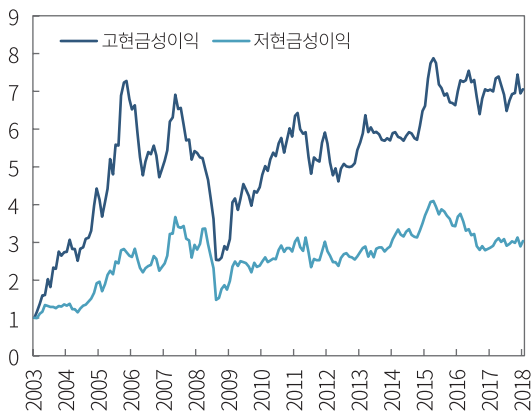
4) 2001년부터 2018년까지 3인 이상 애널리스트 예측치 정보를 활용할 수 있는 기업은 유가증권시장 기준 30.3%, 코스닥시장 기준 3.2%이다(자료: FnGuide, 매년 6월말 최근 3개월 FY1 예측치 기준).

반투자자의 정보력은 동등하다고 보기 어렵다.⁵⁾ 즉, 일반투자자 역시 전문투자자와 유사한 수준에서 비교가능한 재무정보를 활용하여 관심 기업에 대한 이해도를 높일 수 있을지는 별도의 분석이 필요하다.

본고에서는 동일한 경제적 사건에 대하여 재무정보가 얼마나 유사하게 반영되는지를 토대로 기업 간 재무정보의 비교가능성을 측정⁶⁾한 다음 비교가능성의 수준에 따라 평균적인 투자자들이 현금흐름을 수반하는 이익(이하 고현금성이익)과 현금흐름을 수반하지 않는 이익(이하 저현금성이익)을 효과적으로 식별하는지에 대한 분석을 수행하였다. 일반적으로 고현금성이익은 저현금성이익에 비하여 미래 지속성이 높지만 투자자들은 이를 충분히 인지하지 못하는 경향이 있다.⁷⁾

분석 결과, 기업 간 재무정보의 비교가능성이 제고될수록 회계이익의 지속성과 관련한 투자자들의 평가오류 현상이 뚜렷하게 개선됨을 확인할 수 있었다. <그림 1>에서 비교가능성이 낮은 집단의 가치 변동 추이를 보면, 고현금성이익을 보고한 기업을 매수하는 경우와 저현금성이익을 보고한 기업을 매수하는 경우 그 가치의 격차가 지속적으로 증대되는 흐름이 관찰된다. 반면, <그림 2>에서 비교가능성이 높은 집단의 가치 변동 추이를 보면, 그러한 격차가 거의 나타나지 않는다.⁸⁾ 이는 비교가능한 정보가 충분히 제공되지 않을 때, 투자자들이 고현금성이익을 과소평가하게 되고, 기업의 건실한 현금흐름이 자산 가격에 뒤늦게 반영됨을 의미한다. 반면, 비교가능한 정보가 충분히 제공되는 때에는 회계이익에 대한 투자자들의 평가가 매우 효율적으로 이루어짐을 알 수 있다. <그림 3>을 살펴보면, 시장·규모·성

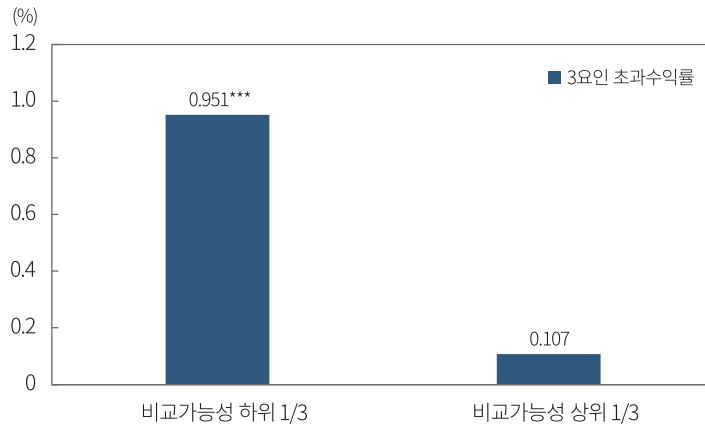
<그림 1> 비교가능성 하위 1/3 집단의 가치변동 추이 **<그림 2> 비교가능성 상위 1/3 집단의 가치변동 추이**



5) Bartov, E., Radhakrishnan, S., Krinsky, I., 2000, Investor sophistication and patterns in stock returns after earnings announcements, Accounting Review 75(1), 43-63.
 6) De Franco, G., Kothari, S.P., Verdi, R.S., 2011, The benefits of financial statement comparability, Journal of Accounting Research 49(4): 895-931.
 7) Sloan, R.G., 1996, Do Stock Prices Fully Reflect Information in Accruals and Cash Flows about Future Earnings?, The Accounting Review 71(3): 289-315.
 8) 12월말 결산법인 기준, t기 재무제표 정보를 이용하여 매년 t+1기 4월초 포트폴리오를 재구성하며, 상장폐지 시 수익률은 0%, 거래비용은 없음을 가정하여 가치가중수익률을 기준으로 기초지수 W1에서 누적 산출하였다.

장성 요인 등을 통제한 상태에서도 재무정보의 해석 상 비효율성은 비교가능한 정보가 제한적인 경우에만 유의하다.

〈그림 3〉 월평균 차익거래 수익률 분석



시사점

최근 도입된 회계기준들은 기업 간 비교가 용이한 정보 제공을 목표로 한다는 점에서 개념적으로 명확한 장점이 있다. 실제 과거 15년 동안의 자료를 분석해본 결과 비교가능성 제고는 우리나라 자본 시장 참여자들의 회계정보 이해도 향상에 큰 도움이 될 것으로 기대된다. 특히 시장전문가의 정보증거 기능이 극도로 제한적인 코스닥시장에서는 비교가능한 정보 제공이 정보비대칭 문제 완화에 효과적인 기능을 수행할 것으로 판단한다. 구체적으로 투자자들이 요구하는 정보위험 감소, 외부감시 기능 강화 및 자원배분 효율성 증대가 예상된다.

회계기준 개정 초기에는 새로운 기준을 적용하는 과정에서 각종 비용이 발생한다. 이는 궁극적으로 주주가치의 감소 요인에 해당하지만, 일시적인 비용이라는 점을 주목할 필요가 있다. 지속적으로 발생하지 않는 비용이 계속기업가치에 미치는 영향은 극히 미미하다. 반면, 투자자 이해도 향상에 따른 정보위험 감소는 기업의 할인율과 직결되는 요인이고, 기업가치에 미치는 영향 또한 비교할 수 없을 정도로 크다.

정책 당국은 기준 적용 과정에서 발생할 수 있는 문제에 대해 선제적으로 제도를 정비하여 주주의 부담을 경감할 필요가 있다. 원칙 중심 회계기준의 해석상 어려움이나, 복잡한 추정과 판단을 요하는 거래에 대해 기준 적용의 모호한 측면이 있다면 적극적으로 세부적인 지침을 제시할 필요가 있다. 상법·세법상 상충되는 문제에 대해서도 신중하고도 신속한 검토를 통해 혼선을 줄일 필요가 있다.

일각에서는 기업의 경제적 실체는 변하지 않았는데 회계기준 변화로 재무건전성·수익성 지표만 악화된 것 아니냐며 기준의 합리성에 의문을 제기하기도 한다. 나아가 재무구조 개선을 위해 추가적인 자본조달이 필요한 사례에 대해서도 우려를 표한다. Hans Hoogervorst 국제회계기준위원회 의장은 바람직한 회계기준일수록 외부 투자자는 물론이고 내부 경영진조차 인식하지 못했던 기업 위험을 사전에 경고할 수 있다고 언급하였다. 부외 부채의 장부 반영, 역마진이 예상되는 지급채무의 손실 반영 등이 경제적 실체와 무관한 셈법의 변화인지는 꼼꼼이 곱씹어볼 필요가 있다. 문제의 개선 이전에는 현상의 명확한 진단이 필요하다. 새로운 회계기준이 기업의 현재 상태에 대해 보다 비교가능하고 유용한 정보를 제시할 것으로 기대한다.

주요국의 자본시장 불공정거래 과징금 부과

- 자본시장법상 불공정거래 행위에 대한 제재수단 중 과징금은 시장질서 교란행위에 대해서만 부과
- 미국과 일본의 경우 불공정거래 행위에 대한 민사제재금 또는 과징금 부과가 증가하고 있는데, 이것이 불공정거래 행위에 대해 반드시 적절한 처벌이라고 할 수는 없으나, 경제적 이익을 추구하는 범죄라는 점을 감안할 때, 효과적이고 강력한 제재수단으로 볼 수 있음
- 우리나라도 공정한 시장질서 확립을 통한 시장의 신뢰성 확보를 위해 2017년 신정부 100대 국정 과제 중 하나로 자본시장 불공정거래 행위에 대한 강력한 단속의지를 보이고 있음

- 자본시장법상 불공정거래 행위에 대한 제재수단 중 과징금은 시장질서 교란행위에 대해서만 부과되고 있음(자본시장법 제429조의2)
 - 미공개중요정보 이용행위, 시세조종행위, 부정거래행위와 같은 기존의 불공정거래 행위에 대해서는 형사적 제재, 민사적 제재, 주의·경고와 같은 행정적 제재를 부과
 - 시장질서 교란행위에 대해서는 5억원 이하의 과징금을 부과하고 있음. 단, 위반행위와 관련된 거래로 얻은 이익(미실현 이익 포함) 또는 이로 인하여 회피한 손실액에 1.5배에 해당하는 금액이 5억원을 초과하는 경우에는 그 이익 또는 회피한 손실액의 1.5배에 상당하는 금액 이하의 과징금을 부과
 - 위반행위가 1년 이상 지속되거나 3회 이상 반복적으로 이루어진 경우에는 법정최고액의 100분의 50 이상을 과징금 가중
 - 위반행위의 내용이 중요하지 않다고 인정되거나, 위반행위에 대하여 지체 없이 시정한 경우, 위반행위로 인한 투자자의 피해를 배상한 경우에는 과징금을 감면
 - 기존 불공정거래행위에 비하여 위법성의 정도는 낮으나 시장의 건전성을 훼손하는 시장질서 교란행위에 대해서 과징금을 부과하도록 함으로써 불공정거래 규제의 사각지대를 해소하고 투자자를 보호하기 위함

□ 시장질서 교란행위에 대해서는 과징금을 부과하고 있으나, 실질적으로 과징금이 부과된 건수는 매우 미미한 상황

〈표 1〉 불공정거래 조치유형별 처리 현황

(단위: 건)

구분	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018
검찰고발	73	64	63	50	65	75	93	137	58	51	24	58	35	38
수사기관통보	113	68	75	65	77	63	59	43	85	84	65	46	42	51
과징금	3	-	-	1	-	-	1	-	3	4	-	2	5	-
단기매매 차익통보	56	24	50	9	15	22	12	19	14	8	10	8	7	5
경고 등	32	30	30	58	42	41	44	44	69	48	73	58	50	57
합계	277	186	218	183	199	201	209	243	229	195	172	172	139	151

자료: 금융위원회, 2019, 자본시장 불공정거래 조사 30년사

□ 미국은 불공정거래행위에 대해 부당이득의 환수(Disgorgement) 및 민사제재금(civil monetary penalties)을 부과

- SEC가 행정절차상 부과할 수 있는 민사제재금의 상한금액은 아래와 같이 3단계로 나뉨
 - (1단계) 범의(scienter)가 없는 단순한 위반에 대한 것으로 각각의 행위에 자연인에 대해서는 \$5,000, 자연인 이외의 경우에는 \$50,000을 한도로 민사제재금을 부과
 - (2단계) 사기(fraud), 기망(deceit), 시세조종(manipulation) 혹은 고의적(deliberate) 또는 중과실(reckless)인 법규위반에 대해 부과되는 것으로 자연인에 대해서는 \$50,000, 자연인 이외의 경우에는 \$250,000을 한도로 민사제재금을 부과
 - (3단계) 위반이 사기를 포함하면서 직·간접적으로 타인에게 상당한 손실 혹은 상당한 손실을 가져올 수 있는 심각한 위험(significant risk)을 초래한 경우로 자연인에 대해서는 \$100,000, 자연인 이외의 경우에는 \$500,000을 한도로 민사제재금을 부과
 - 민사제재금 한도액은 연방민사제재금물가상승조정개선법(Federal Civil Penalties Inflation Adjustment Act Improvements Act)에 따라, 인플레이션을 감안하여 조정. 2019년 2월 기준 1단계 자연인 \$9,472, 자연인 이외의 자 \$94,713; 2단계 자연인 \$94,713, 자연인 이외의 자 \$473,566; 3단계 자연인 \$189,427, 자연인 이외의 자 \$947,130로 조정됨¹⁾
- 2019년 SEC가 불공정거래행위 위반자에게 환수한 부당이득은 32억 4천 8백만달러, 부과된 민사제재금은 11억 100만달러로, 2018년과 비교할 때 약 10% 증가

1) SEC, 2019, Adjustments to Civil Monetary Penalty Amounts, Press Release No. 34-85118.

〈표 2〉 불공정거래행위에 대한 부당이득 환수 및 민사제재금 추이

(단위: 십억달러)

연도	부당이득 환수 (Disgorgement)	민사제재금 (civil monetary penalties)
2005	1,600	1,500
2006	2,300	97.5
2007	1,093	50.7
2008	77.4	25.6
2009	2,090	34.5
2010	1,820	1,030
2011	1,878	92.8
2012	2,083	1,021
2013	2,257	1,167
2014	4,160	4,160
2015	3,019	1,175
2016	2,809	1,273
2017	2,957	83.2
2018	2,506	1,439
2019	3,248	1,101

자료: SEC, 2019. 11. 6, Division of Enforcement를 참고하여 연도별로 조사하여 재구성

□ 일본은 금융상품거래법상 불공정거래행위에 대해 형사처벌과 과징금을 병과하여 부과

- 금융상품거래법에서는 내부자거래, 시세조종행위, 풍설의유포·위계등 불공정거래를 금지하고 있음(금융상품거래법 제158조, 제159조, 제166조, 제167조)
- 불공정거래에 대한 과징금 제도는 위반행위의 억제를 도모하고, 규제의 실효성을 확보하는 행정목적을 달성하기 위한 조치로 금전적 부담을 부과
 - 과징금의 대상으로 되는 위반행위를 한 자가 과거 5년 이내에 과징금납부명령을 받은 적이 있는 경우에는, 과징금이 가산되어 1.5 배로 부과(제185조의7 제13항)
 - 과징금의 부과금액은 위반행위자의 이득액을 기준으로 하여 법령에서 정하는 바에 의해 결정되고, 재량에 의한 감액은 인정되지 않았으나, 2008년 금상법을 개정을 통해 과징금 감산제도를 도입하여, 일정한 행위유형에 대해서 위반자가 당국에 의한 조사 전에 보고를 행한 경우에는 과징금의 부과금액을 1/2로 감액함으로써 법령준수에 대한 인센티브를 부여(제185조의7 제12항)
- 일본의 경우 과징금 부과 건수 자체가 크게 증가하지는 않았지만, 최근 암호자산 관련 새로운 불공정거래가 부각되면서 불공정거래에 대한 과징금 부과를 지속적으로 확대·강화하고 있음

〈표 3〉 과징금 부과 건수와 과징금액의 변화 추이

연도	부과 건수(건) · 과징금액(만엔)							
			내부자거래		시세조종		위계	
	건수	과징금액	건수	과징금액	건수	과징금액	건수	과징금액
2005	4	166	4	166	0	0	0	0
2006	11	4,915	11	4,915	0	0	0	0
2007	16	3,960	16	3,960	0	0	0	0
2008	18	6,661	17	5,916	1	745	0	0
2009	43	5,548	38	4,922	5	626	0	0
2010	26	6,394	20	4,268	6	2,126	0	0
2011	18	3,169	15	2,630	3	539	0	0
2012	32	13,572	19	3,515	13	10,057	0	0
2013	42	460,806	32	5,096	9	46,105	1	409,605
2014	42	56,334	31	3,882	11	52,452	0	0
2015	35	19,183	22	7,550	12	10,409	1	1,224
2016	51	37,140	43	8,979	8	28,161	0	0
2017	26	16,896	21	6,083	5	10,813	0	0
2018	33	41,210	23	3,665	7	37,340	3	205
합계	397	675,955	312	65,547	80	199,374	5	411,034

주 : 1) 연도는 당해 4월~다음해 3월의 기간

2) 과징금액은 1만엔 미만 절사

자료: 증권거래등감사위원회(証券取引等監視委員会事務局, 2019. 6, 金融商品取引法における課徴金事例集-不公正取引編)

□ 미국과 일본의 경우 민사제재금 또는 과징금의 부과 건수와 금액이 증가하는 추세

- 미국과 일본에서 불공정거래행위에 대한 민사제재금 또는 과징금의 부과가 증가하였다고 하여 금전적 제재가 불공정거래행위를 억제하고, 위반행위에 대하여 반드시 적절한 처벌이 된다고 할 수는 없지만, 경제적 이익을 추구하는 범죄라는 점을 감안하면 금전적 제재인 과징금이 가장 효율적이고 강력한 제재수단이 될 수 있다는 점도 부인할 수도 없음
- 시장질서 교란행위에 대해 과징금을 부과하는 것도 불공정거래로 인해 얻은 불법적 이익을 환수하고자 하는 목적이 담겨 있음

□ 금융위는 조사단계에서부터의 신속성과 형사제재, 행정제재, 금전제재 등의 제재수단의 다양성을 통해 자본시장법상 불공정거래를 근절하기 위해 다방면의 대책을 강구하고 있음

- 지난 7월에는 긴급하고 중대한 불공정거래 사건의 신속한 처리를 위해 지난 7월 특별사법경찰을 출범

- 압수수색, 통신조회 등 강제수단을 활용, 불공정거래 사건에 신속 대응하여 자본시장 불공정거래 근절에 기여하기 위함
- 이 외에도 중요사건에 대한 보다 신속하고 효과적인 조사를 위해 강제조사권을 가진 금융위원회(자본시장조사단)와 금융감독원간 공동조사 관련 규정을 명확히 함

□ 이와 더불어 공정한 시장질서 확립을 통한 시장의 신뢰성 확보를 위해 2017년 신정부 100대 국정 과제 중 하나로 자본시장 불공정거래 행위에 대한 강력한 단속의지를 천명해 왔음²⁾

- 기존의 불공정거래행위에 대한 과징금 부과는 불공정거래 행위의 목적이 경제적 이익의 획득에 있으므로 과징금은 부당이득에 대한 환수조치로써 매우 효율적인 사후적 제재수단이자, 사전적인 억제수단이 될 수 있음

연구원 신경희

2) 남길남, 천창민, 2018, 자본시장 3대 불공정거래 혐의 행위의 특징과 시사점, 자본시장연구원 이슈보고서 18-16.

글로벌 리츠지수 현황 및 시사점

- 2016년 부동산 및 리츠가 GICS의 새로운 섹터로 분리되는 등 리츠는 전세계 증시에서 중요 마켓 세그먼트로 성장
- 리츠가 활성화된 일부 국가에서는 각국의 리츠시장을 대표하는 지수를 거래소 및 관련 유관기관 단독 혹은 지수제공사와 함께 개발하여 관련 파생 상품의 벤치마크 지수로 사용
- 반면 우리나라의 상장리츠 시장은 시작단계이나 정부의 활성화 의지 및 투자자의 관심 등으로 향후 지수 등 관련 분야의 성장이 예상

□ 2016년 8월, 기존 GICS 내 금융섹터에 속해있던 부동산 및 리츠가 별도 섹터로 분리되며 부동산 및 리츠는 하나의 중요한 산업으로 성장

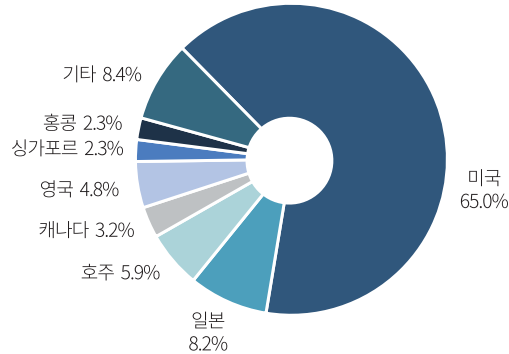
- GICS(the Global Industry Classification Standard)란 S&P와 MSCI가 1999년 공동 개발한 증권시장 전용 산업분류 기준으로 글로벌 기관 투자자들의 자산배분과 성과평가의 기준이 되는 지표로 글로벌 주식 자금의 95% 이상이 사용
- 그동안 부동산과 관련된 금융거래(모기지형 리츠, 지분형 리츠)와 부동산 관리 및 개발 산업은 모두 금융섹터로 분류되어 있었으나 부동산 및 지분형 리츠가 중요 마켓 세그먼트로 성장하자 새롭게 섹터를 신설하여 이들을 분리
 - 모기지형 리츠는 기존과 같이 금융섹터로 분류
- 최근(2019년 9월)에는 FTSE가 글로벌 주식지수인 FTSE Russell GEIS(Global Equity Index Series)에 일본리츠 편입을 결정하는 등 글로벌 주식시장에서 리츠의 중요성이 커짐
 - FTSE GEIS는 전세계 49개국(선진국 및 이머징국가)의 16,000여개 주식으로 구성
 - 2020년 9월부터 2021년 6월까지 4분기에 걸쳐 매분기 25%씩 나누어 편입할 예정
- 2019년 9월말 기준, 전세계 증권시장에 838개의 리츠가 상장되어 있으며 이들의 시가총액은 2조달러를 상회, 전체 글로벌 증시에서 리츠가 차지하는 비중은 2.6%¹⁾

□ 상장리츠 시장이 성장하자 리츠가 활성화되어 있는 일부 국가 및 지수제공사에서는 리츠 지수를 개발하여 ETF, 펀드 등 관련 파생 상품의 벤치마크로 이용

- 리츠 역사가 가장 오래된 미국이 글로벌 상장리츠 시장의 절반 이상을 차지하고 있으며, 일본, 호주, 캐나다, 싱가포르 순

1) EPRA, 2019.10(a), Global Real Estate Total Market Table Q3-2019.

글로벌 상장리츠 시장 국가별 비중



자료: EPRA(2019. 10)

- 이들 국가들은 자국 거래소 혹은 관련 유관기관에서 리츠지수를 개발하거나 혹은 지수제공사와 공동으로 개발하여 관련 상품의 벤치마크로 활용
 - 미국과 영국은 지수제공사 FTSE와 미국부동산투자신탁협회(1971년) 및 유럽상장부동산협회(2005년)가 개발
 - 도쿄거래소(TSE)와 싱가포르거래소(SGX)는 2010년 자체 지수를 개발
 - 호주거래소(ASX)는 S&P와 함께 2002년 지수를 개발
 - 이외에도 MSCI, S&P 등 지수제공사들이 제공하는 국가별 리츠지수 등이 사용

□ 가장 널리 사용되는 글로벌 리츠 지수는 FTSE와 EPRA(유럽상장부동산협회) 및 Nareit(미국부동산투자신탁협회)가 함께 개발한 FTSE EPRA/Nareit GLOBAL REITS INDEX로 전세계 부동산 부문의 50% 가량을 추적하여 상장 부동산 시장의 글로벌 표준 지수로 사용²⁾

- 현재 전세계 리츠 중 480개가 편입되어 있으며 시가총액은 약 1.4조달러에 달함, 전세계 부동산 관련 펀드의 절반 이상이 벤치마크로 사용
 - 미국(124개), 영국(33개), 일본(36개), 호주(11개), 싱가포르(10개) 포함³⁾
- 지수는 유동주식수를 반영한 시가총액 가중방식을 사용하며 실시간으로 유로, 달러, 엔화로 계산되며 편입 종목 검토(매분기말) 및 유동성 평가(반기말)를 실시하여 인덱스 내 가중치를 조정
- 주요 편입 기준은 아래와 같음
 - 적격 국가 및 주식에 등재된 보통주식으로 상장된 국가에서만 거래되어야 함
 - 업종은 산업표준분류(ICB) 상위분류상 부동산(8600), 대형건설사(2357) 또는 세부분류상 주택건설(3728)로 분류

2) www.ftserussell.com

3) EPRA, 2019.10(b), EPRA Global REIT Survey 2019.

- 직전 회계연도에 전체 EBITDA의 75% 이상을 부동산 관련 활동(수익창출 부동산의 소유권, 거래 및 개발)에서 발생
- 상세 영문 연례보고서 발간
- 최소 유동성 기준 충족
- 유동비율(free float) 최소 5% 이상 등

□ 세계 최대 상장리츠 시장을 보유한 미국에서는 FTSE Nareit All REITs Index(FNAR)가 대표 지수로 가장 널리 쓰임⁴⁾

- 1971년 12월 Nareit(미국부동산투자신탁협회)에서 발표하였으며 2006년 FTSE와의 파트너십 체결 이후 Nareit와 FTSE가 함께 발표
- 2019년 10월 기준, 미국 거래소(NYSE, American Stock Exchange, NASDAQ)에 상장된 모든(221개) 리츠로 구성되었으며 시가총액 1.3조달러에 달하는 미국 리츠 시장의 대표 벤치마크 지수
 - 가격 지수와 총수익률 지수로 계산되며 미달러화, 유로, 파운드, 엔화로 실시간 계산
- 시가총액 가중방식을 사용하나 유동주식수를 반영하지는 않아 규모, 유동성 조건, 의결권 조항의 최소 기준을 충족하지 않아도 편입 가능

□ 일본은 2000년 도입한 리츠시장이 단기간 내에 크게 성장하자 2010년 도쿄증권거래소에서 J-REIT 시장의 전반적인 척도를 보여주는 리츠지수(The Tokyo Stock Exchange REIT Index)를 도입⁵⁾

- 2019년 9월 기준, J-REIT에 상장된 63개 기업으로 구성되어 있으며 시가총액은 1억엔
- 지수는 TSE에 상장된 모든 리츠를 대상으로 유동주식수를 반영한 시가총액 가중지수를 사용
 - 세부 지수로는 오피스지수, 주택지수, 물류&리테일지수 및 기타지수가 있음
 - 가격지수(실시간)와 총수익률(일) 지수로 구성되며, 엔화로 계산

□ 글로벌 상장리츠 중심지를 목표로 시장을 발전시킨 싱가포르는 2010년 싱가포르거래소에 iEdge S-REIT Index를 도입⁶⁾

- 싱가포르 리츠 시장의 전반적인 특징을 보여주는 지수로 SGX에 상장되어 있는 모든 리츠(36개)로 구성되어 있으며 시가총액은 479억싱가포르달러(2019.11월)
 - 세부 지수로 거래소에서 규모가 크고 거래량이 많은 20개의 상장리츠로 구성된 iEdge S-REIT 20 Index가 있음

4) 각주 2)와 동일

5) www.jpx.co.jp

6) www.sgx.com

- 유동주식수를 반영한 시가총액 가중지수를 사용하며, 포트폴리오의 다양성을 위해 모든 편입 종목의 가중치는 최대 10%로 제한
 - 반기마다 인덱스 편입종목 재조정을 실시하며, 가중치가 10% 이상일 경우 나머지 구성요소에 비례하여 재조정
 - 새로운 지수 구성요소가 상장될 경우 최소 3개월이 지난 후에 지수 편입을 검토
- **비교적 일찍 리츠를 도입한 호주는 2002년 S&P와 호주거래소가 함께 S&P/ASX 200 A-REIT를 도입⁷⁾**
- 지수는 호주 주식시장 전체를 보여주는 S&P/ASX 200의 하위지수로, 호주 리츠시장(A-REIT) 및 모기지 리츠시장의 성과를 추종
 - 2019년 10월 기준, 호주 시장에 상장되어 있는 18개 기업으로 구성되어 있으며 시가총액은 1.3억호주달러
 - 유동주식수를 반영한 시가총액 가중지수를 사용하며 매분기말 편입종목 재평가를 실시
- **단기간내 상장리츠 시장이 크게 성장한 영국에서는 FTSE와 EPRA(유럽상장부동산협회)가 발표하는 FTSE EPRA/Nareit UK Index가 가장 널리 사용⁸⁾**
- 지수는 FTSE EPRA/Nareit GLOBAL REITS INDEX의 하위지수로, LSE에 상장된 부동산 개발/지주회사 및 리츠 39개의 성과를 추종하며 시가총액은 604억파운드(2019. 10월 기준)
 - 지수는 영국의 상장리츠 도입(2007년) 이전(2005년)부터 부동산 관련 기업으로 구성되어 출시
 - 지수 구성은 유동주식 조정, 유동성, 기업 규모 및 매출, 투자 상품 대상으로의 적합성 등을 다양하게 평가하여 편입 종목을 결정하며 분기말마다 평가
 - 가격은 실시간 반영되며, 파운드화, 달러, 유로, 엔, 및 호주달러 등으로 계산
- **리츠지수의 최근 성과를 살펴보면 미국을 제외한 국가에서는 대체적으로 주가지수보다 높은 성과를 보임**
- 주요국의 저금리 지속 및 리츠의 높은 수익률 등으로 일부 기간을 제외하고 2016년 이후 상승을 지속
 - 국가별 상장리츠의 최근 1년 배당수익률⁹⁾은 미국(3.7%), 일본(3.4%), 싱가포르(4.3%), 캐나다(4.6%), 영국(4.0%), 호주(3.9%), 프랑스(6.4%) 등으로 각국의 국채수익률을 상회

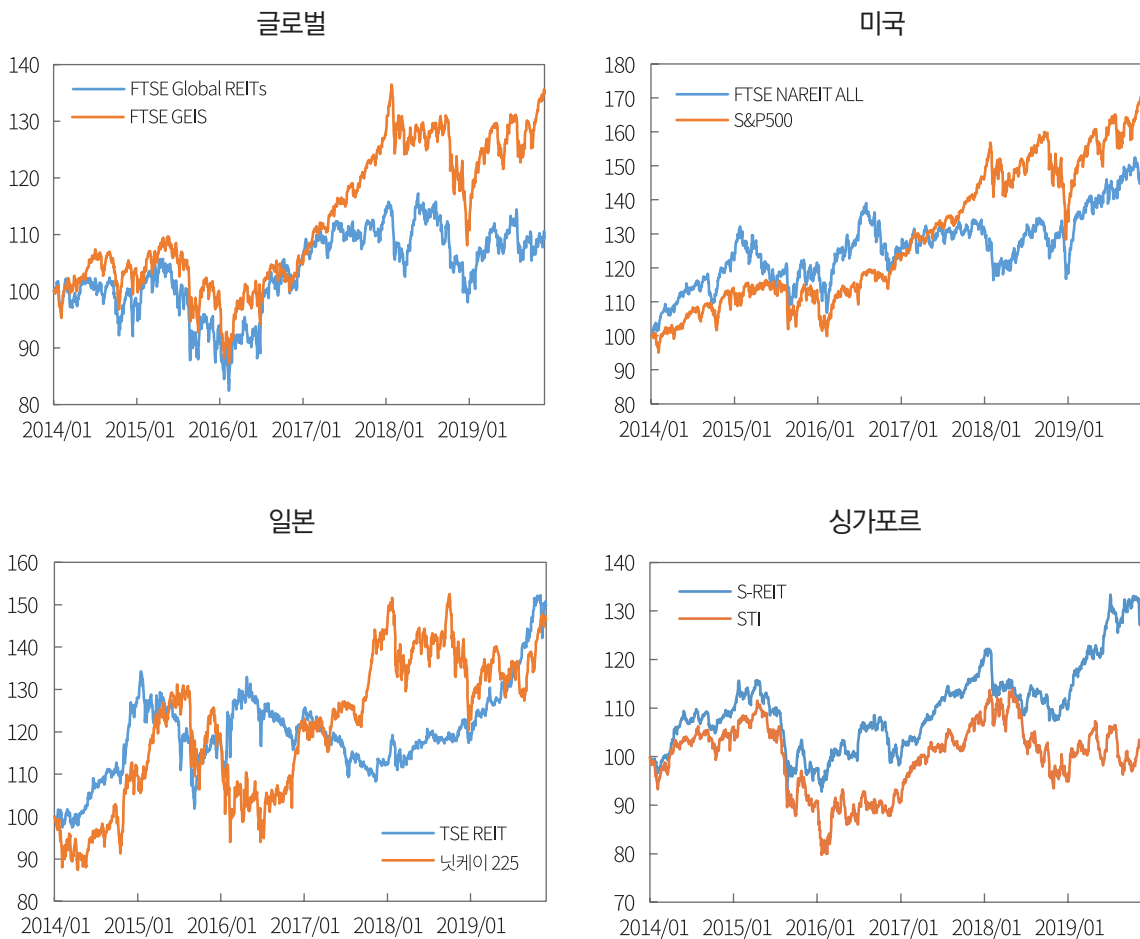
7) www.spindices.com

8) 각주 2)와 동일

9) 2019년 7월말 기준, 국가별 상위 5개(독일은 2개) 상장리츠 배당수익률의 평균값, 각주 3)과 동일

- 일본은 장기적인 저금리와 부동산 시장의 호조 등으로 2018년 이후 리츠지수가 상승세를 이어가고 있으며 2019년 들어 주가지수보다 더 높은 성과를 보임
- 호주와 싱가포르의 리츠지수는 2016년 이후 상승세를 지속하고 있으며 영국은 브렉시트 협상 등으로 주가지수가 혼조세를 보이는 반면 리츠지수는 올해초 이후 가파른 상승세를 보임
- 반면 미국의 경우 최근까지 증시가 사상 최고가를 기록하는 등 주식시장 호황으로 2018년 이후 리츠지수 보다 주가지수의 성과가 더 높았으며 미국의 비중이 큰 글로벌 주식 및 리츠 지수 또한 주가지수의 성과가 더 높게 나타남

주요국 리츠지수와 주식지수 추이 비교



주요국 리츠지수와 주식지수 추이 비교(계속)



주 : 1) 2014.1.1.일=100으로 환산
 2) 파란색 선은 리츠지수, 주황색 선은 주가지수
 자료: Bloomberg

□ 리츠가 활성화된 국가와는 달리 우리나라의 상장리츠 시장은 시작단계이나 최근 정부의 활성화 의지 및 투자자의 관심 등으로 향후 관련 분야의 성장이 예상됨

- 현재 6개의 리츠가 상장되어 있으며 이들이 증시에서 차지하는 비중은 0.1%에 불과
- 향후 상장리츠 시장 확대가 예상되면서 최근 한국거래소가 리츠 지수 개발을 검토하는 등 관련 작업에 착수¹⁰⁾

각국의 상장리츠 현황

국가	도입시기 (년)	상장리츠		증권시장에서 상장리츠 비중 (%)	대표 지수
		시가총액 (백만달러)	회사수 (개)		
미국	1960	1,209.96	190	4.0	FTSE Nareit All REITs Index
일본	2000	153.04	66	2.8	Tokyo Stock Exchange REIT Index
싱가포르	2002	68.52	37	13.4	iEdge S-REIT Index
영국	2007	74.57	55	2.3	FTSE EPRA Nareit UK Index
호주	1971	98.02	45	7.4	S&P/ASX 200 A-REIT
한국	2001	1.50	6	0.1	없음
전세계	-	2,004.93	838	2.6	FTSE EPRA Nareit GLOBAL REITS INDEX

주 : 2019년 9월말 기준
 자료: EPRA(2019.10(a))

선임연구원 김보영

10) 연합뉴스포맥스, 2019. 10. 30, 코스피200 못 들어가는 리츠, 리츠 지수 나오나.