

## 리츠를 통한 부동산 간접투자 활성화 방안\*

선임연구위원 김필규

그동안 국내 리츠는 일반투자자의 부동산 간접투자상품 공급 확대 수단보다는 기관투자자를 대상으로 한 사모 투자수단이나 임대주택 확대와 같은 주택정책의 수단으로 주로 활용되었다. 그러나 최근 리츠 상장이 증가하고, 일반투자자의 리츠 투자에 대한 관심이 증가하는 등 상장리츠시장이 일부 활성화되는 모습을 보이고 있다.

그럼에도 불구하고 국내 리츠시장은 일반투자자의 다양한 부동산 간접투자 수요에 부합한 시장 구조가 형성되어 있지 못한 상황이다. 대부분의 리츠가 사모로 설정되어 상장리츠의 시장규모가 작은 상황이며, 투자대상도 제한적이다. 리츠에 대한 이중적인 규제와 엄격한 상장기준 및 상장리츠에 대한 제도적인 지원 미흡으로 리츠의 상장 유인이 높지 않다. 상장된 개별 리츠의 경우에도 제도적인 제약으로 인하여 새로운 자산을 추가하는데 제약이 존재하여 규모가 영세한 수준을 벗어나지 못하고 있다.

향후 리츠시장의 지속적인 발전을 위해서는 상장리츠를 중심으로 시장구조를 재편할 필요가 있다. 일반투자자의 투자수요에 부합한 다양한 부동산 간접투자의 기회를 확대하고 적절한 수익성을 제공하는 시장을 형성해야 리츠시장이 장기적으로 발전할 수 있다. 이를 위해서는 높은 수익성을 제공하는 부동산에 대한 리츠 상장이 확대되고 다양한 부동산의 상장을 통해 투자자 선택의 폭이 확대되어야 한다. 또한 기존에 상장된 리츠의 규모를 지속적으로 확대하는 방안을 마련해야 한다. 현재의 1물 1리츠 구조를 개선하여 새로운 자산의 편입을 촉진하는 제도가 도입되어야 한다. 복층 재간접 상장리츠에 대한 규제 개선을 통해 확장성을 제고하는 것이 하나의 대안이 될 수 있다. 이와 더불어 외국의 상장리츠시장을 활성화시킨 사례 등을 검토하여 상장리츠에 대한 인센티브를 제공하는 방안도 검토될 필요가 있다.

리츠(Real Estate Investment Trusts: REITs)는 다수의 투자자로부터 자금을 모집하여 부동산 또는 부동산과 관련된 유가증권에 투자·운용하여 발생하는 수익을 투자자에게 배당하는 간접투자기구이다. 그동안 국내 리츠는 일반투자자의 부동산 간접투자상품 공급 확대의 수단보다는 기관투자자를 대상으로 한 사모방식의 투자수단이나 임대주택 확대와 같은 주택정책의 수단으로 주로 활용되었다.

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

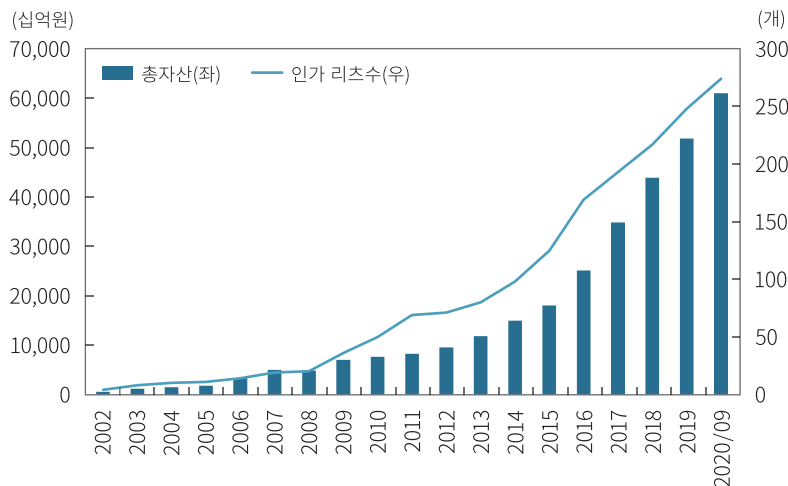
이에 따라 리츠시장의 규모 확대에도 불구하고 일반투자자의 부동산 간접투자수단으로의 기능은 원활하게 이루어지지 못했다.

그러나 2019년부터 리츠시장의 구조가 점진적으로 변화하고 있다. 리츠의 상장이 증가하고 투자자의 상장리츠에 대한 관심이 증가하고 있다. 이는 리츠의 공모·상장을 활성화하려는 정부의 정책 및 상장리츠의 공급을 확대하려는 리츠 운용업계의 노력이 효과를 나타내었기 때문이다. 그럼에도 불구하고 신규 공모발행을 추진하던 일부 리츠가 저조한 청약으로 발행에 실패하는가 하면 일부 상장리츠는 공모가를 밑도는 저평가 국면이 장기화되고 있다. 이에 본고에서는 국내 리츠시장의 현황과 문제점을 살펴보고, 상장리츠시장의 활성화 방안을 검토한다.

### 국내 리츠시장 현황

국내 리츠시장은 2001년 부동산투자회사법 제정을 통해 도입<sup>1)</sup>되었다. 리츠제도의 도입 이후 국내 리츠시장은 규모 측면에서 지속적인 성장세를 기록하였다. 리츠 총자산은 2010년 7.6조원에서 매년 성장세를 기록하여 2020년 9월말에는 61조원을 기록하였다. 인가 리츠의 수도 2010년 50개에서 2020년 9월말에는 274개로 늘어났다.

〈그림 1〉 리츠 자산규모 추이



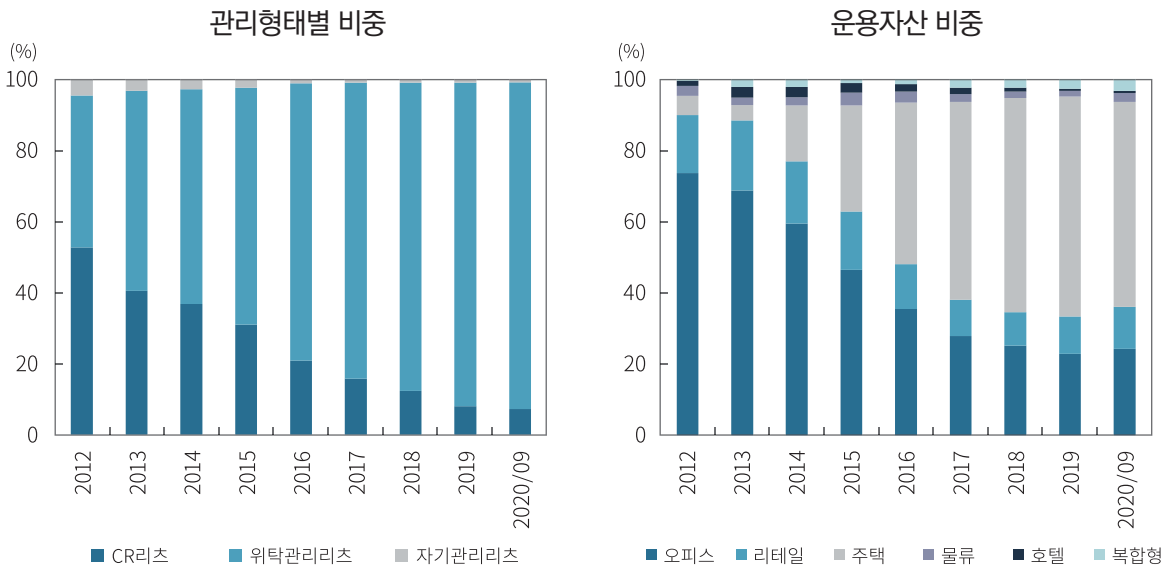
자료: 한국리츠협회

1) 부동산투자회사법은 리츠의 유형, 리츠회사 인허가, 업무범위, 증권발행 및 리츠회사에 대한 규제 등을 포함한 리츠제도 전반을 규율하는 법이다.

리츠시장의 유형별 비중을 보면 시장상황의 변화와 제도 활용 목적에 따라 투자구조와 투자대상 및 상품구조가 변화하고 있다. 관리형태별<sup>2)</sup> 리츠의 비중을 보면 제도 도입 초기에는 구조조정리츠가 대부분을 차지하였으나 이후 위탁관리리츠의 비중이 점진적으로 늘어나 2020년 9월말 기준 전체 리츠의 92%가 위탁관리리츠이다.

리츠의 투자대상은 주택부문에 높은 집중도를 나타내고 있다. 리츠는 오피스, 리테일, 주택, 물류, 호텔 및 복합형 부동산 등 다양한 부동산에 투자가 가능하다. 리츠의 투자자산중 주택의 비중은 2012년 5.3%에서 매년 지속적으로 증가하여 2020년 9월에는 57.5%로 늘어났다. 이와 같이 리츠의 주택 투자 비중이 높은 것은 LH공사가 리츠를 활용하여 임대주택 공급을 확대하였기 때문이다. LH공사는 2014년부터 임대주택리츠를 도입하였고 대부분의 임대주택리츠는 기관투자자를 대상으로 사모로 발행되었다. 현재 LH공사가 발행한 리츠는 리츠시장 전체의 36.8%를 차지하고 있다. LH공사의 임대리츠 확대는 임대주택 공급을 확대하고, LH공사의 재무적 부담을 줄이는 효과를 거두었다. 또한 다양한 요인으로 침체되어 있던 리츠시장을 활성화하는데 기여하였다. 그러나 한편으로 임대주택의 낮은 수익률이 전체 리츠의 수익률을 하락시키는 요인으로 작용하고 있고, 사모 위주의 발행으로 인하여 공모 리츠시장을 위축시키는 결과를 초래했다.

〈그림 2〉 리츠의 구성 비중 추이



2) 리츠는 관리형태에 따라 자기관리리츠, 위탁관리리츠 및 기업구조조정리츠로 구분할 수 있다. 자기관리리츠는 자산운용전문인력 등을 포함한 임직원을 상근으로 두고 자산의 투자운영을 직접 수행하는 회사이고, 위탁관리리츠는 리츠회사의 투자운영을 자산관리회사에 위탁하는 구조이며, 기업구조조정리츠는 기업의 구조조정을 위해 매각하는 부동산에 투자하는 리츠이다.

### 상장리츠시장 현황

과거 리츠는 주무부서의 인가를 받은 뒤 공모발행을 실시하고 일정한 외형조건만 갖추면 상장이 가능했다. 이에 따라 2000년대 초반 구조조정리츠를 중심으로 상장이 활발하게 이루어졌고, 2010년부터는 일부 자기관리리츠가 상장되었다. 그러나 2011년 자기관리리츠의 가장 납입 사건이 발생하였고, 일부 자기관리리츠의 투자자 보호 문제가 발생하여 상장리츠의 건전성이 크게 저하되었다. 이에 따라 한국거래소는 상장리츠의 건전성 제고를 위해 리츠의 상장기준을 대폭 강화하였고, 다수의 자기관리리츠를 상장폐지시켰다. 이러한 상황에서 리츠 운용회사는 기관투자자를 대상으로 한 사모방식의 리츠 모집에 주력하였고, 이에 따라 공모·상장리츠시장은 장기적인 침체에 들어갔다. 2015년에는 상장리츠의 수가 2개에 불과하였고, 상장을 추진하던 일부 리츠의 경우에는 상장기준을 맞추지 못하여 사모발행으로 돌아서기도 하였다.

이와 같이 상장리츠시장의 침체가 장기화됨에 따라 정부는 리츠제도를 개선하고 상장리츠시장을 활성화하려는 정책을 추진하였다. 2016년에는 리츠 상장요건을 일부 완화하고 사모리츠의 공모전환을 촉진하는 리츠산업 경쟁력 제고방안을 발표하였다. 2018년에는 개인투자자의 리츠 투자기회를 확대하기 위해 공모·상장리츠 활성화 방안을 발표하였다. 동 개선방안은 리츠의 상장요건을 개선하고, 주택도시보증기금의 여유자금에 대한 리츠 투자를 확대하는 한편 펀드의 리츠 재투자 규제를 완화하는 내용을 포함하고 있다. 또한 일반투자자의 리츠 투자 의사결정을 지원하기 위해 리츠의 신용평가제도를 도입하고, 리츠의 다양한 수익구조와 양질의 투자자산 취득을 위해 리츠의 대출자산 투자를 허용하였다.

이러한 상장리츠 활성화 정책은 2019년부터 리츠 운용사들의 리츠 상장을 촉진하는 효과를 나타내고 있다. 특히 저금리 상황에서 안정적인 수익을 제공하는 부동산 간접투자에 대한 일반투자자의 관심이 증대함에 따라 다양한 부동산을 기초로 하는 리츠의 상장이 이루어져 상장리츠의 수는 2018년말 5개에서 2020년 12월 현재 13개로 늘어났다.

2019년 이후 발행된 리츠의 특성을 살펴보면 신규 상장된 리츠의 유형은 모두 위탁관리리츠 구조이다. 신규 상장리츠는 다양한 부동산을 기초로 발행이 되고 있다. 2019년 10월 리테일 부동산을 기초로 롯데리츠가 발행된 이후 임대주택, 오피스, 리테일, 물류창고, 주유소 및 해외부동산 등 다양한 부동산을 기초로 한 상장리츠가 설정되고 있다. 이지스레지던스, 이지스밸류리츠, NH프라임리츠는 복층재간접<sup>3)</sup>리츠 구조로 발행되었다.

3) 모펀드가 다수의 자펀드를 투자하는 리츠를 의미한다.

〈표 1〉 상장리츠 현황

(단위: 억원)

종목명	상장일	유형	자본금/자산	시가 총액	자산특성
에이리츠	2011.7	자기관리	184/ 921	239	· 토지(남양주시 다산동, 문래동 e편한세상) 부동산 개발사업 중심
케이탑리츠	2012.1	자기관리	451/ 2,040	351	· 주디스태화, 완정빌딩, 판교산운아펠바움, 화정빌딩, 미원빌딩, 서초빌딩, 김포빌딩, 에이제이빌딩
모두투어리츠	2016.9	자기관리	391/ 1,080	212	· 스타즈호텔(명동1, 명동2, 동탄)
이리츠코크렙	2018.6	구조조정	317/ 5,875	3,585	· 직접소유: NC백화점, 뉴코아아울렛 간접소유: 2001아울렛 2개
신한알파리츠	2018.8	위탁관리	523/ 6,384	3,474	· 판교 알파돔타워, 용산 더프라임 오피스
롯데리츠	2019.10	위탁관리	860/ 15,838	9,458	· 롯데백화점 4개, 롯데마트 4개, 롯데아울 렛 2개
NH프라임 리츠	2019.12	위탁관리	933/ 918	846	· 수익증권 및 우선주 일부(서울스퀘어, 강남 N타워, 삼성물산 서초사옥, 잠실 SDS타워)
이지스밸류 리츠	2020.7	위탁관리	240/ 1,174	1,068	· 수익증권(서울 태평로 빌딩)
이지스레지던스 리츠	2020.8	위탁관리	206/ 1,030	920	· 지분증권(부평 더샵 민간임대주택)
미래에셋맵스 리츠	2020.8	위탁관리	201/ 2,961	957	· 광고 상업시설
제이알글로벌 리츠	2020.8	위탁관리	686/ 3,376	8,098	· 벨기에 브뤼셀 Finance Tower Complex
코람코에너지 리츠	2020.8	위탁관리	348/ 10,317	3,328	· 전국 187개 주유소의 토지, 건물 등
ESR켄달 스퀘어리츠	2020.12 (상장예정)	위탁관리	3,592/ 4,183	-	· 수도권 및 부산의 물류센터에 투자한 수익 증권 및 리츠지분

주 : 2020년 12월 기준  
자료: KRX, 한국리츠협회, 각사

국내 상장리츠시장의 문제점

이상에서와 같이 최근 리츠 상장이 증가하고, 일반투자자의 리츠 투자에 대한 관심이 증가하는 등 상장리츠시장이 활성화되고 있다. 그럼에도 불구하고 전체 리츠시장에서 상장리츠가 차지하는 비중은 낮은 상황이다. 이와 같이 국내 상장리츠시장이 발달하지 못한 것은 다음과 같은 다양한 문제가 존재하기 때문이다.

우선 국내 리츠시장이 법적 근거와 목적에 부합하는 시장구조가 형성되지 못하고 있다는 문제점이 존재한다. 일반투자자들에게 부동산에 투자할 수 있는 기회를 확대하고 건전한 투자를 활성화한다는 부동산투자회사법의 취지에도 불구하고, 상장리츠시장이 활성화되지 못하여 일반 투자자가 투자할 수 있는 상품이 부족한 상황이다. 이는 상장리츠에 대한 세제혜택과 같은 인센티브가 크지 않은 상황에서 상장에 대한 엄격한 기준이 도입되었고, 투자자 모집시 판매수수료와 같은 추가 비용이 발생하며, 투자자 모집의 불확실성을 감수해야 하는 요인으로 리츠 운용사가 상장리츠의 설정을 꺼린 것이 주요 요인으로 작용하였기 때문이다. 투자자의 측면에서 일부 자기관리리츠의 부실화로 리츠에 대한 신뢰가 하락한 것이 상장리츠에 대한 투자 수요를 위축시킨 요인으로 작용하였다. 또한 상장리츠의 규모가 작고 종류도 다양하지 못하여 부동산 간접투자의 수단으로 리츠 투자에 대한 관심이 낮아진 것도 상장리츠시장을 위축시킨 요인이 되었다.

상장리츠의 경우 규모가 영세한 수준을 벗어나지 못하고 있다는 문제도 있다. 국내 상장리츠의 평균 자산규모는 4,000억원 내외로 리츠가 발달한 미국, 일본, 싱가포르 등에 비해 매우 적은 규모이다. 리츠가 발달한 주요 국가들은 리츠의 성장을 지원하는 제도개선을 통해 투자자의 신뢰도를 제고하는 정책을 추진하였다. 미국은 업리츠(UPREITS)<sup>4)</sup>의 도입을 통해 리츠의 규모를 크게 증가시켰고, 다양한 투자자들을 모집하여 시장을 확대하는 효과를 거두었다. 일본과 싱가포르의 경우에는 스폰서드 리츠(Sponsored REITs)<sup>5)</sup> 제도를 도입하여 지속적인 자산 확보와 자금유치를 하였다. 이와 같이 수익성이 높은 부동산을 지속적으로 리츠에 포함시키는 확장성이 리츠의 신뢰성과 성장성을 높이는 주요한 요인으로 작용한다. 그러나 국내 상장리츠의 경우 1물 1리츠 구조로 증자를 통한 리츠 자본금의 증액이나 새로운 부동산의 유입이 차단된 구조를 지니고 있기 때문에 상장리츠의 규모 확대에 제약이 존재한다. 리츠 규모의 영세성은 일반투자자들의 투자에 대한 신뢰도를 낮추는 요인으로 작용한다.

국내 리츠시장은 사모위주의 시장구조로 인해 시장의 투명성과 효율성이 낮다. 리츠가 활성화된 대부분의 국가는 공모리츠가 활성화되어 수익과 비용에 대한 투명한 공개가 이루어지고 있으며, 시장 가격이 형성되어 시장투명성과 효율성이 높은 구조를 지니고 있다. 또한 리츠가 활성화되어 있는 대부분의 국가들은 상장리츠를 기초로 인덱스를 도입하고 이를 활용한 다양한 상품이 개발되고 있다. 일부 국가와 지수제공회사가 공급하는 리츠 지수는 ETF, 펀드 등 관련 파생 상품의 벤치마크로 이용되고 있다. 가장 널리 사용되는 글로벌 리츠 지수는 FTSE와 EPRA(유럽상장부동산협회) 및 Nareit(미국부동산투자신탁협회)가 함께 개발한 FTSE EPRA/Nareit GLOBAL Real Estate INDEX로 전세계 부동산 부문의 50% 가량을 추적하여 상장 부동산시장의 글로벌 표준 지수로 사용되고 있다. 일본은 2000년

4) UPREITS는 리츠가 부동산을 직접 소유하지 않고, 부동산 소유주가 운영조합(operating partnership)으로 참여하여 현물 출자 및 지분을 소유 하는 방식으로 이러한 구조를 도입하여 기업 또는 개인이 보유한 부동산을 리츠로 편입하는 계기를 마련하여 시장 규모가 크게 증가하였다.

5) 스폰서는 리츠와 같은 투자 도관체의 구성 및 운영을 주도하는 기업을 의미하며, 보유 자산을 이양하거나 리츠의 자금 조달과 자산 운용, 시설 관리 등을 전반적으로 지원함으로써 리츠 안정성을 높이고 투자자의 신뢰도를 높여주는 역할을 수행한다.

리츠시장을 도입한 이후 단기간 내에 시장이 크게 성장하자 2010년 J-REITs 시장의 전반적인 척도를 보여주는 리츠지수(The Tokyo Stock Exchange REIT Index)를 도입하였다. 그러나 국내의 경우 사모위주의 리츠시장 구조와 부동산 관련 지표의 부족 등으로 의미있는 리츠 관련 정보제공에 제약이 존재하고, 관련지수의 개발이 어려운 상황이다.

국내 상장리츠의 투자자층이 제한되어 있는 것도 상장리츠시장의 활성화에 제약으로 작용하고 있다. 외국의 경우 상장리츠가 신규자산을 추가로 편입하여 리츠규모를 확장하고 있으며, ETF나 주식형 펀드의 리츠에 대한 투자가 활발히 이루어지고 있다. 그러나 국내의 경우에는 기관투자자의 상장리츠에 대한 투자가 저조한 상황이다. 정부는 상장리츠의 활성화를 위해 자본시장법 시행령을 개정하여 공모재간접리츠의 사모부동산펀드의 투자를 허용했다. 이러한 제도개선에 따라 일부 상장리츠가 복층재간접리츠구조로 발행되었다. 그러나 현행 제도상 공모주식펀드와 공모주식형 ETF는 복층재간접리츠에 투자를 할 수 없는 상황<sup>6)</sup>이다. 이러한 제도적인 제약으로 인하여 국내의 복층재간접구조를 도입한 리츠는 공모가 이하의 저조한 실적을 나타내고 있고 복층재간접구조를 도입하여 설계된 리츠의 원활한 상장에도 제약이 존재하고 있다.

**상장리츠 활성화 방안**

향후 리츠시장의 지속적인 발전을 위해서는 상장리츠를 중심으로 시장구조를 재편할 필요가 있다. 상장리츠는 다양성, 수익성, 유동성 및 투명성의 측면에서 다른 투자대상에 비해 장점을 지닌 투자수단이다. 이에 따라 일반투자자의 투자수요에 부합한 상장리츠의 공급을 확대하고, 시장을 활성화하기 위한 제도적인 지원을 통해 리츠시장이 장기적인 발전을 도모해야 한다.

우선 투자자의 수요에 부응한 상품성 높은 상장리츠의 공급이 확대되어야 한다. 높은 수익성을 제공하는 부동산을 기초로 리츠 상장이 확대되어 상장리츠에 대한 투자자의 인식이 개선되고, 다양한 부동산의 상장을 통해 선택의 폭이 확대되어야 한다. 이를 위해 리츠 운용사가 수익성이 높은 부동산에 대한 리츠 상장을 확대하는 노력이 필요하다. 자산운용사의 상품개발능력과 운용능력을 제고하여 수익성 높은 부동산을 발굴하고 이를 적극적으로 상장시켜야 한다. 상장리츠의 투자 대상도 다양화되어야 한다. 국내 상업용부동산에 제한된 투자대상을 해외부분과 인프라 등으로 확대하여야 한다. 상장리츠의 대형화도 추진되어야 한다. 이를 위해 스폰서드 리츠를 적극적으로 도입해야 한다. 대형 금융기관, 개발회사, 건설회사, 운용회사, 그리고 부동산보유회사 등의 공신력과 자금력을 지닌 회사들이 스폰서가 되어 리츠를 설정하고 이를 상장시킴으로써 상장리츠의 규모를 확대해야 한다. 또한 기존에 상장된 리츠의 규모를 확대하는 방안도 마련해야 한다. 현재의 1물 1리츠 구조를 개선하여 새로운 자

6) 자본시장법상 공모재간접펀드가 사모펀드에 40%이상 투자한 경우 그 공모재간접펀드는 다른 공모펀드가 투자할 수 없도록 하고 있으며, 리츠는 자본시장법상 집합투자기구로 해석하기 때문에 예외가 적용되지 않는 경우 공모주식펀드나 공모주식형 ETF는 상장된 복층재간접리츠에 투자할 수 없는 상황이다.

산의 편입을 촉진하여 리츠의 확장성을 높여야 한다. 복층재간접 상장리츠에 대한 규제 개선을 통해 확장성을 제고하는 것이 하나의 대안이 될 수 있다. 복층재간접 상장리츠는 다양한 부동산 투자를 통해 포트폴리오 효과를 거둘 수 있는 투자상품이다. 이러한 상품의 도입을 촉진하기 위해 주식형펀드나 ETF 등이 복층재간접 상장리츠에 투자할 수 있는 제도 개선이 필요하다.

제도적인 측면에서 상장리츠 활성화를 위한 제도개선의 실효성을 높여야 한다. 상장리츠의 계속성과 안정성을 제고하는 규제는 유지 또는 강화하되 기존의 이중적인 규제에서 발생하는 불합리한 규제는 줄이는 방식의 규제개선이 추진되어야 한다. 리츠의 상장을 촉진하기 위한 상장기준의 추가적인 완화도 추진되어야 한다. 정부는 리츠의 상장을 촉진하기 위해 비개발위탁관리리츠에 대한 예비심사 면제 등 상장기준을 완화하였다. 그럼에도 불구하고 위탁관리리츠의 경우 일정 수준 이상의 경영성과를 요구하고 있고 최소자본금도 과도한 상황이다. 따라서 위탁관리리츠의 경우에는 간접투자상품의 특성을 감안하여 상장기준을 대폭 완화할 필요가 있다. 또한 투자자의 성향이나 투자물건 등의 특성을 고려하여 시장이 최적의 부동산 간접투자기구를 선택할 수 있도록 다양한 구조 도입을 검토해야 한다. 장기적으로 리츠도 부동산 펀드와 같이 주식회사 형태 이외에 부동산 운용에 대한 역량 향상과 전문운용에 따른 전문인력 및 인프라 기반구축을 전제로 신탁형 리츠의 설립 허용을 검토할 필요가 있다.

상장리츠시장을 활성화하기 위해서는 제도적인 인센티브가 마련되어야 한다. 공모로 발행된 리츠에 대해 법인세 감면, 취득세 감면, 양도소득세 이연, 배당금에 대한 세금 혜택 등을 부여하여 공모발행을 유도해야 한다. 외국의 상장리츠시장을 활성화시킨 사례 등을 검토하여 상장리츠에 대한 인센티브를 제공하는 방안도 검토될 필요가 있다. 미국의 업리츠 제도 도입의 사례를 참고하여 신규 부동산 물건의 리츠 편입이나 기존 리츠 간의 통합에 대하여 양도소득세 이연과 같은 다양한 혜택을 부여하고 절차를 용이하게 개선하여 합병과 대형화를 유도하는 방안의 도입을 검토해야 한다.

## 2020년 글로벌 금융그룹의 실적 및 평가\*

연구위원 최순영

2020년 코로나19의 확산으로 세계 실물경제는 큰 충격을 받고 있으나, 다수의 글로벌 금융그룹들은 오히려 수혜를 입고 있다. 최근 발표된 2020년 3/4분기 실적을 살펴보면 올해 주요 금융그룹의 수익은 전년 대비 증가한 모습을 보인다. 코로나19가 주요 금융그룹의 소매·상업은행 사업에는 부정적인 영향을 미치고 있지만, 시장의 변동성 증가에 따른 트레이딩 사업 수익의 증가는 이를 충분히 상쇄하고 있기 때문이다. 반면, 2020년의 불확실성이 상당부분 해소될 것으로 전망되는 2021년에는 트레이딩 수익은 상대적으로 감소하는 반면, 경제활동의 정상화 과정에서 기업 자금조달, M&A, 구조조정 등 투자은행 사업 관련 수익은 증가할 것으로 점쳐진다.

최근 2020년 3/4분기 실적 발표가 마무리되면서 올 한해 글로벌 금융그룹의 성과를 가늠해볼 수 있게 되었다. 연초에만 하더라도 코로나19의 세계적 확산이 사회 및 경제적 활동을 위축시키고, 경기 침체로 이어지면서 글로벌 금융그룹의 실적에도 타격이 불가피할 것으로 예상되었다. 그러나 현재까지의 결과는 이러한 우려를 불식시키고, 다수의 글로벌 금융그룹은 우수한 실적을 기록하면서 오히려 코로나19의 환경에서 수혜를 얻은 것으로 평가된다.

2020년 3/4분기의 경우 상당수 글로벌 금융그룹은 애널리스트(analyst)의 예상을 상회하는 어닝 서프라이즈(earnings surprise)를 기록했다. 뿐만 아니라 글로벌 금융그룹의 3/4분기까지의 9개월 간 누적 수익도 전년 동 기간에 비해 의미 있게 늘어났다. 특히, 이러한 실적은 금융그룹의 트레이딩 사업 수익이 크게 증가한데 기인하며 대부분의 사업과는 달리 트레이딩 사업에서는 불확실성의 증대가 기회로 작용하고 있기 때문이다. 반면, 코로나19는 글로벌 금융그룹의 소매·상업은행 사업에는 대손충당금 증가를 야기하여 부정적인 영향을 미쳤다. 따라서 글로벌 금융그룹 간에는 사업구조에 따라 실적 차이가 나타난다.

### 코로나19 환경 속 기대 이상의 성과

2020년 코로나19의 환경이 글로벌 금융그룹에 미친 영향을 보기 위해서 9개 주요 금융그룹의 실적을 살펴본다.<sup>1)</sup> 이들 9개사는 투자은행, 트레이딩, 자산관리, 자산운용 및 소매·상업은행 사업을 모

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

1) 골드만삭스, 모건스탠리, JP 모건, 뱅크오브아메리카, 씨티, UBS, 크레디트스위스, 도이치뱅크, 바클레이즈

두 영위하는 대표적 금융그룹에 속한다. 2020년 1/4~3/4분기의 누적 수익은 밴코브아메리카를 제외하고 모든 금융그룹이 전년 동 기간에 비해 의미 있게 증가했다. 특히, 골드만삭스(23.8%), 모건스탠리(13.1%) 및 UBS(11.2%)는 올해 3/4분기까지 누적으로 전년 동 기간에 비해 수익이 10% 이상 증가한 우수한 실적을 달성했다. JP 모건(3.7%), 씨티(3.4%), 바클레이즈(3.0%) 등 소매·상업은행 사업 비중이 높은 투자은행도 올해 누적 수익이 전년 대비 3% 이상 증가한 양호한 실적을 기록하고 있다.

반면, 1/4~3/4분기 누적 순이익은 금융그룹별로 차이를 보인다. 모건스탠리(12.6%), UBS(37.4%), 크레딧스위스(17.7%) 및 도이치뱅크(101.5%)는 전년 동 기간 대비 수익 증가가 순이익 증가로 이어지고 있다. 반면, JP 모건(-39.1%), 밴코브아메리카(-41.5%), 씨티(-51.0%) 및 바클레이즈(-26.6%)는 양호한 수익 증가에도 불구하고 소매·상업은행 사업에서의 대손충당금 비축으로 인해 순이익이 전년 동 기간에 비해 큰 폭 감소했다.<sup>2)</sup> 여기에 골드만삭스는 2020년 3/4분기까지 누적 수익은 9개 금융그룹 중 가장 크게 증가했으나, 순이익은 오히려 22.2% 감소했는데, 이는 말레이시아 1MDB 사건과 관련된 벌금 및 법률비용에서 비롯된다.<sup>3)</sup>

〈표 1〉 주요 금융그룹의 1/4~3/4분기 누적 수익 및 순이익 현황

(단위: 백만달러)

	수익(Revenue)			순이익(Profits)		
	'19.Q3	'20.Q3	증감률	'19.Q3	'20.Q3	증감률
골드만삭스	26,591	32,919	23.8%	6,173	4,803	-22.2%
모건스탠리	30,562	34,558	13.1%	6,427	7,234	12.6%
JP 모건	87,114	90,319	3.7%	27,911	16,995	-39.1%
밴코브아메리카	68,895	65,429	-5.0%	19,250	11,265	-41.5%
씨티	55,908	57,799	3.4%	14,422	7,068	-51.0%
UBS	21,838	24,273	11.2%	3,582	4,921	37.4%
크레딧스위스 <sup>1)</sup>	16,294	17,168	5.4%	2,567	3,022	17.7%
도이치뱅크 <sup>2)</sup>	17,816	18,575	4.3%	-4,116	62	101.5%
바클레이즈 <sup>3)</sup>	16,331	16,825	3.0%	1,780	1,306	-26.6%

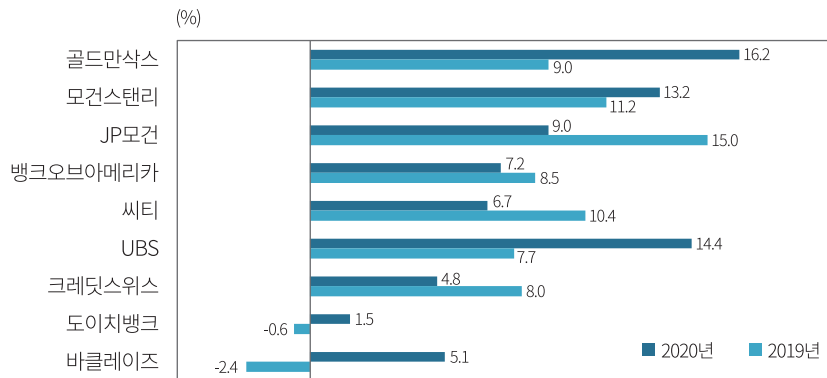
주 : 1) 백만스위스프랑, 2) 백만유로, 3) 백만파운드  
 자료: 각사 분기보고서

자기자본이익률(return on equity: ROE)도 금융그룹 간에 차이를 보인다. 글로벌 금융그룹의 2020년 1/4~3/4분기 누적 평균 ROE는 8.7%로 전년 동 기간 평균인 7.4%에 비해 1.3%p 증가했다.

2) 9개 금융그룹의 1/4~3/4분기 누적 대손충당금은 2019년 대비 2020년 평균 229% 증가했다.  
 3) 골드만삭스 분기보고서에 따르면 1/4~3/4분기 누적 운용비용(operating expenses) 중 기타 비용(other expenses)은 2019년 15.6억달러에서 2020년 50.3억달러로 증가했으며, 이는 대부분 법률비용 등에 대한 충당금과 관련된 것으로 설명한다.

9개 금융그룹 중 5개사는 전년 동 기간에 비해서 ROE가 높아진 반면, 4개사는 ROE가 낮아진 모습을 보인다. 특히, 트레이딩 사업에 힘입어 골드만삭스, 모건스탠리 및 UBS는 2020년 3/4분기까지 10%를 상회하는 ROE를 기록하고, 2019년 마이너스 ROE를 기록했던 도이치뱅크와 바클레이즈도 2020년에는 흑자 전환에 성공하면서 ROE가 개선되었다. 반면, JP 모건, 뱅크오브아메리카 및 씨티는 대손충당금 증가로, 크레딧스위스는 자산관리 사업 부진으로 전년 동 기간 대비 ROE가 감소했다.

〈그림 1〉 주요 금융그룹 1/4~3/4분기 누적 ROE



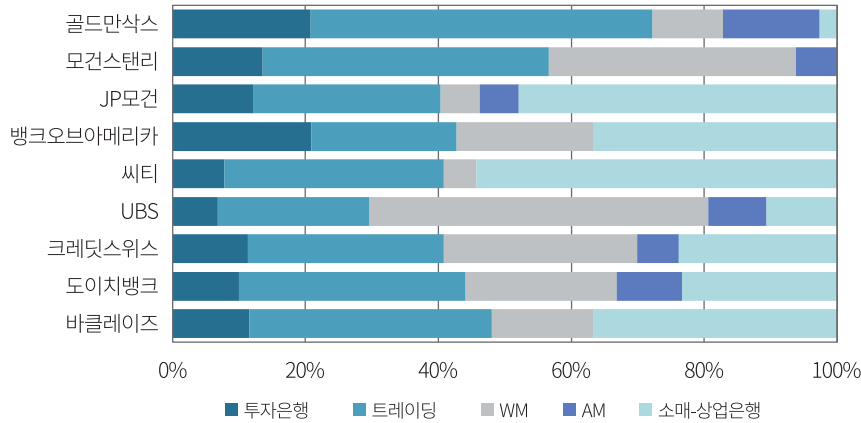
자료: 각사 분기보고서

### 트레이딩 사업이 견인한 실적

2020년 글로벌 금융그룹의 실적은 트레이딩과 소매·상업은행 사업부문에 따라 결정되었다고 해도 과언이 아닐 것이다. 전년 동 기간 대비 2020년 1/4~3/4분기 누적 기준 9개 글로벌 금융그룹의 사업부문별 평균 수익 증감률은 투자은행 12.5%, 트레이딩 36.3%, 자산관리 1.2%, 자산운용 4.0%, 소매·상업은행 -2.0%로 나타난다. 이와 같은 사업부문별 실적의 차이는 개별 금융그룹의 사업구조와 결합되어 수익의 증감을 설명한다.

〈그림 2〉는 9개 글로벌 금융그룹의 2020년 1/4~3/4분기 누적 기준 수익구조를 보여준다. 골드만삭스, 모건스탠리, 도이치뱅크 및 바클레이즈의 경우 트레이딩 수익 비중이 30%를 상회하는 반면, JP 모건, 뱅크오브아메리카, 씨티 및 바클레이즈는 소매·상업은행 수익 비중이 30% 이상을 차지하고 있다. 따라서 2020년은 투자은행·트레이딩 중심 금융그룹에는 유리하고, 소매·상업은행 중심 금융그룹에는 다소 불리한 한해였다. 우선 상반기에는 저금리 기조와 풍부한 유동성 환경 속에서 기업들의 자금조달 수요가 늘어나면서 금융그룹의 투자은행 사업 수익이 크게 증가했다. 또한, 코로나19의 장기화, 미국 대선에 대한 불확실성 등으로 인한 시장의 변동성 증폭이 트레이딩 사업의 수혜로 이어졌다. 반면, 코로나19로 인한 경기침체는 기업 및 가계의 대출, 카드 사용, 자동차 할부(auto loan) 등을 위축시켜 소매·상업은행 사업에는 부정적인 요인으로 작용했다.

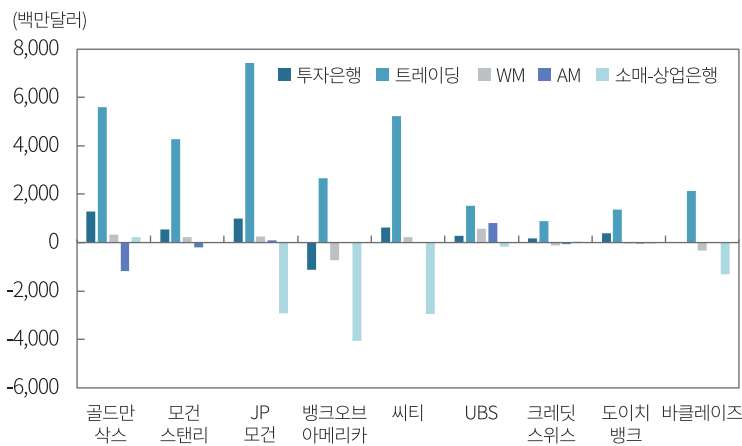
〈그림 2〉 주요 금융그룹 수익구조(2020년 1/4~3/4분기 누적)



자료: 각사 분기보고서

〈그림 3〉은 9개 금융그룹의 2019년 대비 2020년 1/4~3/4분기 누적 사업부문별 수익 증감 규모를 보여준다. 두드러진 부분은 트레이딩 사업부문의 수익 증가와 소매·상업은행 사업부문 수익의 감소이며, 절대적 규모 측면에서 뱅크오브아메리카를 제외한 모든 금융그룹에 있어서 트레이딩 수익 증가 규모가 소매·상업은행 수익 감소 규모를 상회한다는 점이다. 결국 올해 주요 금융그룹의 실적은 트레이딩 사업의 수익 증가와 소매·상업은행 수익의 감소 간의 차이에 따라 결정되었다고 볼 수 있다.

〈그림 3〉 주요 금융그룹 사업부문별 1/4~3/4분기 누적 수익 증감액



주 : 크레딧스위스는 백만스위스프랑, 도이치뱅크는 백만유로, 바클레이즈는 백만파운드  
 자료: 각사 분기보고서



## 결론

코로나19의 장기화에도 불구하고 올해 글로벌 금융그룹은 대체로 양호한 실적을 달성하고, 일부 금융그룹은 4/4분기에 큰 이변이 없는 이상 2008년 글로벌 금융위기 이후 최대 실적을 기록할 전망이다. 코로나19로 인한 경제적 충격은 산업 및 기업에 따라 상이하게 나타나고 있으며, 전반적인 경기침체로 다수 산업 및 기업은 부정적인 영향을 받았으나, IT, 금융 등 일부 산업에 속하는 기업의 경우 비대면 수요 확대, 시장 변동성 증가 등의 요인으로 오히려 수익이 증가하는 결과가 발생했다. 글로벌 금융그룹이 이러한 경우에 속하며, 국내 증권사 또한 올해 개인 투자자의 주식거래가 크게 증가하면서 위탁매매에서 우수한 실적을 기록하고 있다.<sup>4)</sup>

그러나 2021년에도 올해와 같은 상황이 유지될지는 의문이다. 최근 미국 대선을 둘러싼 불확실성이 해소되고, 이미 일부 제약회사의 코로나19 백신이 상용화에 접어든 상황으로 내년에는 시장의 변동성이 올해에 비해 줄어들고 경제활동도 정상화 궤도로 진입할 것으로 예상된다. 이에 따라 글로벌 금융그룹의 트레이딩 수익은 다소 감소하고, 소매·상업은행 수익은 개선될 것으로 전망된다. 또한, 코로나19가 남긴 실물경제의 충격으로부터 회복하는 과정에서 기업 자금조달, M&A, 구조조정 등 투자은행 사업 관련 수익은 증가할 가능성이 있다. 국내 증권사 또한 변화하는 사업 환경에 맞추어 사업 전략을 준비할 필요가 있다.

4) 글로벌 금융그룹의 트레이딩 수익 증가는 기관 투자자 중심으로 이루어진 반면, 국내 증권사의 위탁매매 수익 증가는 개인 투자자의 주식거래가 전인한 차이가 있다.

## 국내외 연기금의 기후변화 투자 및 향후 방향

- 최근 기후변화 이슈가 중요해짐에 따라 기관투자자로 하여금 포트폴리오 운영에 있어 탄소배출 감소를 고려하라는 취지의 국제기구의 권고가 발표되고 있음
- 미국의 공무원연금인 CalPERS는 UN이 지원하는 Net-Zero Asset Owner Alliance에 가입한 유일한 연기금으로, 친환경 기업 투자 확대와 적극적인 주주권 행사를 통해 기업들로 하여금 탈석탄화 노력을 하도록 유도하고 있음
- 아시아 및 유럽 연기금들의 경우도 탄소배출 제로 달성을 위한 노력을 경주하고 있으며, 특히 유럽의 경우 기후변화를 고려한 기관투자자들의 투자전략 변화가 요구되고, 영국 의회는 2050 탄소배출 순제로 달성을 위한 법안을 제출한 상태임
- 최근 우리나라도 정부의 한국판 뉴딜정책의 일부로 저탄소 사회로 전환을 추진하며 2050년 탄소중립을 선언하는 등 국가적 차원에서 앞장서고 있으며, 국내 주요 연기금들에서도 기후변화 관련 투자의 변화가 나타나고 있음

- 최근 기후변화 이슈가 중요해짐에 따라 기관투자자로 하여금 포트폴리오 운영에 있어 탄소배출 감소를 고려하라는 취지의 국제기구의 권고가 발표되고 있음
  - 2015년, 기후변화 관련 정보공개 방안 마련을 위해 G20 재무장관과 중앙은행 총재들은 기후변화가 금융시장에 미칠 잠재적 영향 및 금융권의 대응에 관하여 금융안정위원회(Financial Stability Board: FSB)에 검토를 요청함
    - FSB는 기후변화 관련 재무정보공개 태스크포스(Task Force on Climate-related Financial Disclosures: TCFD)를 설립하였으며, 주요 임무는 금융회사나 기관들이 투자자들 및 이해관계자들에게 자발적이고 일관적으로 기후와 관련된 위험정보를 공개하여 올바른 의사결정을 돕는데 있음
    - 2017년 발표된 권고안에 따르면, 금융기업 및 비금융기업들이 ESG 중에 환경부분을 강조하고 일관된 기후 관련 금융공시를 제공하도록 함
    - 또한 저탄소경제로의 전환에 따른 전환위험과 물리적위험을 구분하여 금융위험 및 기회 등을 재무정보공개에 반영하도록 함
    - TCFD 권고안에는 지배구조, 투자전략, 위험관리, 탄소배출량 측정 및 목표설정의 4개 부문을 보고하도록 권장하고 있으며 이러한 정보들이 재무적으로 얼마나 영향을 미치는지를 공개하는 내용을 담고 있음<sup>1)</sup>

1) 지배구조: 기후변화 관련 기회 및 위험요인에 대한 이사회나 경영진의 역할을 설명해야함

- 2019년말 기준 37개국 약 1,500여 기관이 TCFD에 가입하였으며, 한국의 경우 환경부를 비롯해 총 15개 기관에서 참여중이나 연기금의 참여는 아직 없는 것으로 조사됨<sup>2)</sup>
- UN은 기관투자자들로 이루어진 Net Zero Asset Owner Alliance를 소집해 2020년 10월 13일 Alliance 2025 Target Setting Protocol을 발표하며 탄소배출 감축에 앞장설 것을 촉구함<sup>3)</sup>
  - UN이 소집한 Net Zero Asset Owner Alliance는 탄소배출을 줄이고자 UN에서 만든 투자자 연합회로, 이들은 최근 공개성명발표를 통해 금융투자 및 기관투자자들에게 그들의 포트폴리오에서 탄소배출 감축을 요구함
  - Net Zero Asset Owner Alliance는 2050년까지 포트폴리오에서 탄소배출량을 제로로 줄이는데 전념하겠다는 세계 최대 기관투자자 30개사로 구성된 그룹임<sup>4)</sup>
  - 2015년 파리기후협정<sup>5)</sup> 준수를 목표로 2050년까지 전체 포트폴리오 내 탄소배출량 제로 달성을 목표로 기후변화에 영향을 주는 기업에 대한 투자를 하지 않겠다는 목적으로 설립
  - Alliance 2025 Target Setting Protocol은 가입 회원들의 향후 5년 이내에 달성 가능한 목표를 설정하는 방법을 명시하고 있음
- 주요내용으로는 2020년~2025년 기간 동안 개별 구성원들의 목표와 관련하여 4개 부분의 Alliance Target Protocol을 적용
  - 먼저, 탄소배출 감축에 있어 2025년까지 공모주식과 회사채 투자기업 중 탄소배출 기업들에 대한 투자를 16~29% 감소시킬 것
  - 두 번째, 섹터별로 오일, 가스, 유틸리티, 철강, 운송, 항공, 해운업 등에 대한 투자를 우선 감축할 것
  - 세 번째, 상위 20개 배출업체 또는 포트폴리오 내 배출량의 65%를 책임지는 업체에 관여(engagement)할 것
  - 네 번째, 기후에 긍정적인 투자과정을 보고하고 신재생에너지 및 그린빌딩, 지속 가능한 숲에 집중하고 저탄소투자를 확대할 것

#### □ 미국의 공무원연금인 CalPERS는 친환경 기업 투자 확대와 탈석탄기업에 적극적인 주주권을 행사하고 있으며 기후변화 감축에 앞장서고 있음

- CalPERS는 친환경 투자에 대표적인 연기금으로 포커스리스트 뿐만아니라 ESG를 최초로 도입한 미국 연기금으로 포트폴리오 내 기후변화위험 등을 고려하고 있음

투자전략: 조직의 단기/중기/장기에 걸친 기후변화 위험을 공시하고 재무에 미치는 영향을 설명해야 함

위험관리: 기후변화의 위험 인지에 대한 조직 내 프로세스를 공시하고 설명해야 함

측정 및 목표설정: 기후변화 관련 기회 및 위험요인 측정방식을 공시하고 목표와 성과를 설명해야 함

2) 한국거래소, 2020. 10. 27, 한국거래소, 증권유관기관 최초 TCFD 지지선언, 보도자료.

3) UN, 2020, Draft 2025 Target Setting protocol.

4) 구성원은 alecta, Allianz, AMF, AVIVA, AXA, Caisse des Depots, CalPERS, cuus super fund, DCPQ, The Church of England, CNP, Danica Pension, Divid Rockefeller Fund, Folksam, FRR, GENERALI, KEKFO, Magistre & Psykologer, Munich RE, Nordea Life and Pension, Pension Danmark, PFA, RAFF, SOOR, Storebrand, Swiss RE, UNJSPF, Wespath, ZURICH.

5) 파리기후협정은 200개 국가들이 지구의 평균기온 상승폭을 산업화 이전 대비 섭씨 1.5도 이하로 제한하는데 합의함

- 미국은 SEC에서 ESG에 관한 정보공개를 의무화하고 있지 않아 연기금들의 친환경 및 기후변화 같은 ESG 투자가 비교적 낮은 편임<sup>6)</sup>
  - Aviva Investors에서 조사한 자료에 의하면 북미의 2050년 이전 탄소배출 제로선언에 대한 연기금의 반응은 유럽과 아시아보다 매우 낮은 수치를 기록<sup>7)</sup>
  - 미국의 다른 연기금들이 기후변화 및 친환경 투자에 다소 미온적인 태도를 보이는데 반해 CalPERS는 유일하게 친환경투자 및 탈석탄기업에 적극적인 태도를 보이고 있음
  - 또한 CalPERS는 포커스리스트를 작성하여 환경오염, 무기, 탈석탄화 대응에 소극적인 기업의 주주총회에서 임원 선임에 반대하는 등 적극적인 주주권을 행사하고 있음
- 또한 기후변화에 따른 리스크가 장기적인 위험을 내포하고 있음에 따라 포트폴리오 조정을 통해 지속가능한 경제성장을 견인하고자 기후변화에 영향을 미치는 기업들에 대한 투자를 축소하고 있는 것으로 조사됨
- 기후변화에 집중하는 이유로 CalPERS에 가입된 200만명의 가입자들에게 장기적인 혜택을 지속하기 위한 결정이라고 언급함
  - 기후변화는 가뭄, 산불 등의 물리적위험과 기후규범의 변화나 저탄소 경제로의 이동으로 인한 전환위험 등 절대적인 위험을 최소화하기 위한 노력으로 포트폴리오의 재무위험을 줄이고 기후변화에 수반되는 장기적인 변화에 대비하고자 함

□ CalPERS는 UN이 지원하는 Net-Zero Asset Owner Alliance에 가입한 유일한 연기금으로 북미지역에서 가장 적극적인 기후변화 투자를 이행하고 있는 것으로 조사됨

- CalPERS는 포트폴리오의 탄소배출농도를 이해하기 위해 미국내에서 첫 번째로 탄소발자국을 추적하였음<sup>8)</sup>
  - UN PRI가 도입한 몬트리올 탄소서약(Montreal Carbon Pledge)은 2014년 9월 시작으로 UN PRI 이행을 위해 Pledge에 서명한 투자자들에게 매년 그들의 포트폴리오의 탄소발자국을 측정하고 공개함
  - CalPERS는 2015년에 Pledge에 서명하였으며, CalPERS AUM의 90%가 글로벌주식 및 글로벌채권, 실물자산으로 이들의 탄소발자국을 측정 및 추적하고 있음<sup>9)</sup>
- CalPERS는 TCFD의 권고안에 따라 기후변화와 관련된 투자전략으로 저탄소 경제전환 과정에서 발생할 수 있는 각종 ESG 관련 위험을 재무정보공개에 반영하기 위한 4대 영역에 대한 관련 지침을 제시하고 있음

6) 이는 보험사를 제외한 연기금에 해당하며 전세계 ESG 투자에서 미국의 비중은 매우 큰 편이나 뱅가드나 블랙록 같은 자산운용사의 ESG ETF 상품의 증가에 기인한 것으로 미국 연기금의 ESG 규모는 크지 않음을 의미.

7) Aviva Investors가 총자산 2조유로이상인 34개국의 535개의 연금펀드와 532개의 보험회사를 대상으로 조사한 자료에 의하면 북미의 연금펀드의 경우 2050년까지 포트폴리오에서 탄소배출기업 투자를 제로로 달성하겠다는 비중이 17%로 유럽 40% , 아시아 41% 대비 매우 낮은 수치로 조사되었음(Financial Times, 2020. 11. 1, US Pension funds failing in climate change challenge)

8) 포트폴리오의 탄소발자국은 온실가스배출량의 총합을 의미함

9) CalPERS, 2020, CalPERS' Investment Strategy on Climate Change.

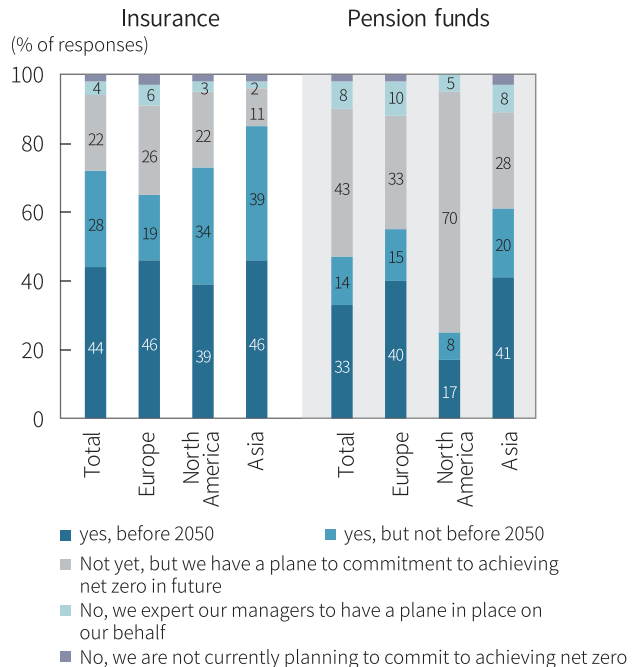
- 2019년말 기준 미국은 총 219개 기관이 지지를 선언하였으며 이는 전세계 3위임<sup>10)</sup>
  - CalPERS는 포트폴리오의 기후변화에 따른 재무위험을 보고하도록 하고 있으며 Climate Action 100+의 투자자로 온실가스 배출 기업들을 대상으로 관여활동을 하며 장기적으로 파리기후협정의 목표 달성에 힘쓰고 있음
- 연기금 중에서 유일하게 UN의 Net Zero Owner Alliance에도 가입되어 2050년 포트폴리오내 탄소배출을 제로로 하는데 전념하고 있는 것으로 조사됨
- 향후 CalPERS는 Alliance 2025 Target Setting Protocol에 따라 2025년까지 탄소배출 기업의 포트폴리오를 16~29%까지 감축해야 하며 구체적인 개별 목표량은 내년 초에 자체 5개년 목표를 설정할 것으로 알려짐<sup>11)</sup>

TCFD 가입 지역별 분포 및 Top 5 국가

대륙별(%)		Top 5 국가(개)	
북미	20	일본	310
남미	3	영국	219
유럽	39	미국	219
중동 및 아프리카	2	호주	76
아시아 퍼시픽	36	캐나다	67

자료: TCFD

전세계 ESG 투자 지역별 비중



자료: Aviva Investors, Financial Times 재인용

- 아시아 및 유럽 연기금들의 경우도 탄소배출 제로 달성을 위한 노력을 경주하고 있으며, 특히 유럽의 경우 기후변화를 고려한 기관투자자들의 투자전략 변화가 요구되고, 영국 의회는 2050 탄소배출 순제로 달성을 위한 법안을 제출한 상태임
- 일본의 공적연기금인 GPIF(Government Pension Investment Fund)는 2015년 스튜어드십코드 도입과 UN 책임투자원칙에 가입하며 ESG 투자를 확대하기 시작하였으며 TCFD에 참여함에 따라 일본기업들의 자발적 참여를 이끌었음

10) TCFD, 2020, Task Force on Climate-related Financial Disclosures 2020 Status Report.

11) Financial Times, 2020. 10. 14, US investors sceptical of ESG, Hindenburg targets Loop, EU rises as green leader.

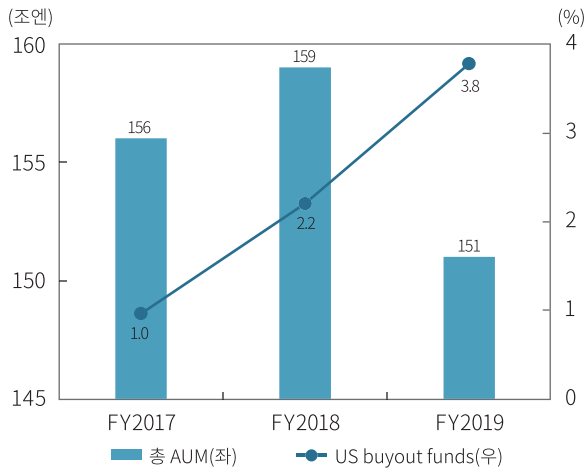
- GPIF가 2015년 9월 UN PRI에 가입하고 2015년 이후 ESG 투자를 확대하기 시작함
  - GPIF는 재무적정보를 통해 기업의 가치를 측정하던 방식에서 비재무적인 ESG 요소를 고려한 투자가 기업의 지속적인 성장으로 이어질 것으로 판단하였음
  - 또한 장기수익률 개선과 ESG 위험 감소를 위해 패시브투자에 대해서 ESG 테마지수를 벤치마크지수로 채택하는 등 보다 적극적으로 포트폴리오를 운용하고 있음
  - GPIF는 포트폴리오 내 모든 자산군에서 ESG 통합전략을 따르고 있으며, 총 AUM은 2020년 3월말(FY2019) 151조엔으로, 이중 ESG 지수를 추종하는 AUM은 약 5.7조엔임<sup>12)</sup>
  - 또한 GPIF는 Climate Action 100+에 가입하였으며, 기후변화로 인한 위험을 인지하고 파리 기후협정 목표달성과 GPIF의 장기적 성과를 위하여 가입하게 되었음을 홈페이지에 보고함
- GPIF의 TCFD 선언 이후 일본의 기관들은 자발적으로 TCFD에 가입하고 있으며 2019년말 기준 일본의 총 310개 기관에서 지지선언함
- GPIF 자산군 내 주식 및 채권의 탄소배출농도계산은 TCFD 측정법에 따라 Weighted Average Carbon Intensity(WACI)로 측정하였으며 국내(일본)채권에서 탄소배출농도가 가장 높은 것으로 발표됨<sup>13)</sup>
- 영국의 경우도 영국 의회는 연금펀드에 2050년까지 탄소배출을 제로로 선언하도록 자산운용사들에게 기후변화에 대한 노력을 강조하고 있으며 2015년 파리기후협정과 일치하도록 연금제도 법안을 제출한 상태임<sup>14)</sup>
- 영국은 2000년 연금법 개정을 통해 ESG 요소를 공시하도록 의무화하고 2010년에는 스튜어 드십코드를 도입하는 등 보다 선도적으로 ESG 규제를 이어감
  - 2015년 파리기후협정이 지구온도 상승에 대한 기후변화 위협에 대해 글로벌 대응을 강조함에 따라 영국은 이 협정을 달성하기 위한 노력으로 탄소중립계획을 추진함
  - 영국 의회는 자산운용사들에게 기후변화 문제에 대하여 2050년 탄소중립을 위한 노력을 요구하며 연금제도법안에 대한 수정안을 제출한 상태임
  - 이 법안이 통과될 경우 영국 연금펀드 및 퇴직기금의 적립금 운용은 상당한 영향을 받을 것으로 보고 있으며 기후변화 보고를 법으로 제정한 첫 사례가 될 것으로 보임
  - 영국에서는 2022년까지 영국내 모든 기관이 TCFD를 이행할 것을 권고하고 있으며 2019년 말 기준 영국은 총 219개 기관에서 가입하고 이행하고 있음

12) GPIF, 2020, GPIF ESG Report FY2019.

13) GPIF, 2019, Analysis of Climate Change-Related Risks and Opportunities in the GPIF Portfolio.

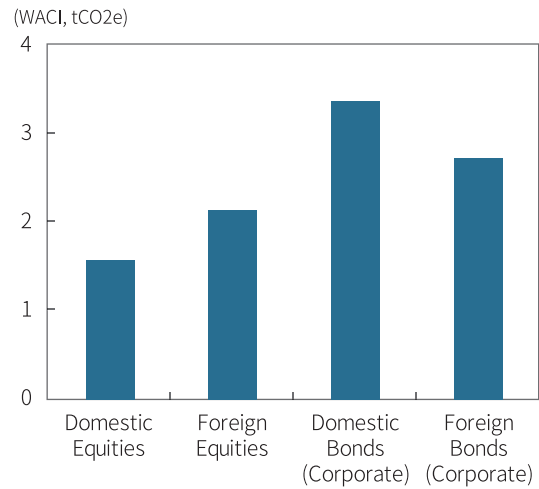
14) Financial Times, 2020. 11. 13, Labour calls for UK pension funds to be carbon neutral by 2050.

GPIF의 ESG추종지수 비중 추이



자료: GPIF 각 연차보고서

GPIF 자산군의 WACI



자료: GPIF

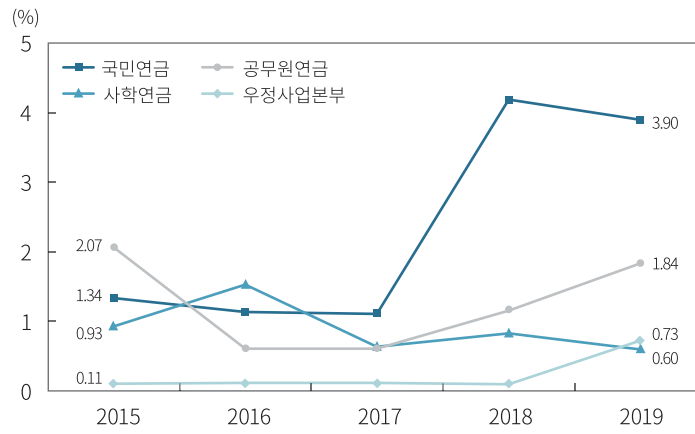
□ 최근 우리나라도 정부의 한국판 뉴딜정책의 일부로 저탄소 사회로 전환을 추진하며 2050년 탄소중립을 선언하는 등 국가적 차원에서 앞장서고 있으며, 국내 주요 연기금들에서도 기후변화 관련 투자의 변화가 나타나고 있음

- 정부는 국제사회와 함께 기후변화에 적극 대응해 나가기 위하여 2050년까지 온실가스 배출량을 제로로 선언하며 탄소중립을 선언함
  - 최근 정부에서도 기후변화에 문제를 인지하고 2050년 탄소중립을 선언하며 글로벌 추세에 맞추어 환경문제에 적극 나설 것을 언급하였으나 아직 2030년 온실가스 국가감축목표에 대해서는 구체화하지 않은 상태임
- 국내의 경우 공적연기금의 사회적 책임을 고려하여 저탄소 추세에 맞춰 탈석탄을 선언하는 등 투자변화가 이어지고 있음
  - 국민연금의 경우 2019년 「국민연금기금 책임투자 활성화방안(안)」에서 국민연금기금 전체 자산군에 책임투자 적용을 원칙으로 하며, 먼저 국내외주식 및 채권에 단계적으로 도입할 것을 언급하였음<sup>15)</sup>
  - 2022년까지 책임투자를 적용하는 자산군을 50%로 확대하고 2021년부터 ESG 통합전략을 국외주식과 국내 채권 자산에도 적용할 예정임
  - 사학연금 및 공무원연금은 2018년도부터 기후변화에 대응하여 탈석탄 투자를 선언하며 재생 에너지 투자를 확대하겠다고 선언하는 등 연기금의 기후변화 관련 활동을 이어가고 있음<sup>16)</sup>

15) 국민연금기금, 2019. 11. 13, 국민연금기금 책임투자 활성화 방안(안), 보도자료.

16) 이승균, 2018. 10. 4, 사학연금·공무원연금, 국내 최초 탈석탄 선언 금융기관으로, 미디어SR.

국내 주요 연기금의 ESG 투자 비중 추이



자료: 금융투자협회 및 각 기관

선임연구원 장지혜

## 2020년 미국의 SPAC 상장 급증 및 시사점

- 2020년 미국의 SPAC 상장 건수 및 공모금액은 전년대비 대폭 증가하여 역대 최고치를 기록함
  - SPAC 상장의 증가는 코로나19 확산으로 주식시장 변동성이 확대되면서 신속한 상장을 원하는 기업의 요구와 미국 Fed의 제로금리 정책에 따른 개인투자자의 증가 등에 기인함
  - SPAC을 통한 상장은 전통적인 IPO 방식보다 간편한 절차로 이루어지고, 투자자는 투자원금이 보장되어 보다 안정적인 투자가 가능하므로 전통적인 IPO 방식의 대안으로 관심이 증대되고 있음
  - SPAC 상장 규모가 확대되는 가운데, 간단한 상장절차로 인해 SPAC의 정보 제공이 미비할 가능성을 고려하여 SPAC의 신뢰성 있는 정보 제공 책임과 투자자들의 SPAC에 대한 명확한 정보 파악이 필요함
- 
- 2020년 미국의 SPAC(Special Purpose Acquisition Company) 상장 건수 및 공모금액이 전년대비 큰 폭으로 증가하여 SPAC 도입 이후 가장 큰 상장 규모를 기록함<sup>1)</sup>
    - 올해 미국의 SPAC 상장은 12월 현재 기준 778.6억달러의 규모로 230건이 이루어지며 공모금액 기준 전년대비 5.7배 증가함<sup>2)</sup>
      - 미국의 SPAC 상장은 2016년 이후 완만한 증가추세를 나타낸 가운데 2019년 59건, 136억달러의 공모금액에 비해 크게 증가함
    - 이는 미국 전체 신규상장 공모금액의 50%를 차지하는 수준으로 지난해 22.9% 대비 SPAC 상장 비중이 대폭 확대됨
      - 전체 신규상장 중 SPAC 상장의 비중이 꾸준히 확대되기는 했지만 그동안 전통적인 IPO 규모의 1/3을 하회한 것에 비해 올해 SPAC 상장은 12월 현재까지 절반 가량을 차지하면서 급증함
    - 특히, NYSE에서 SPAC의 상장 규모는 공모금액을 기준으로 2020년 상장한 기업 중 약 2/3에 달하며 Nasdaq의 SPAC 상장 규모를 넘어섬<sup>3)</sup>
      - NYSE에서는 총 신규상장 공모금액 660억달러 중 410억달러가 SPAC에 해당하고, Nasdaq에서는 610억달러 중 210억달러가 SPAC을 통해 조달됨

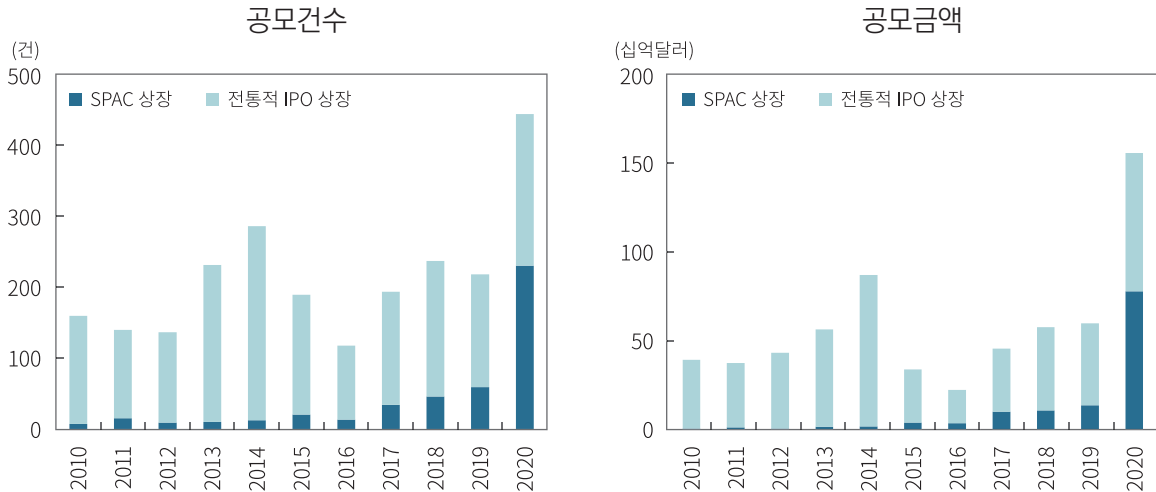
1) 미국의 SPAC 관련 데이터는 'SPACInsider'에서 수집함

2) 본 보고서에서 12월 현재 기준은 모두 12월 12일 기준임

3) Financial Times, 2020. 11. 1, NYSE wins back listing crown from Nasdaq after luring Spacs.

- 2016년까지 SPAC 상장이 거의 없었던 NYSE는 SPAC 유치를 위해 2017년 최소 round-lot 주주수 및 규모 요건 완화 등 규정을 수정하고<sup>4)</sup> 초기 상장수수료를 경감하는 노력을 시도하여 점차 SPAC 상장이 증가하였으며<sup>5)</sup>, 그동안 주로 SPAC 상장이 이루어졌던 Nasdaq의 상장 규모를 올해 처음으로 넘어섬

미국 전통적 IPO 방식의 상장과 SPAC 상장 규모 비교



주 : NYSE, Nasdaq, NYSE American에 상장된 기업이 대상임  
 자료: Renaissance Capital, SPACInsider

□ 미국의 SPAC 상장이 급증한 배경에는 코로나19의 대유행으로 주식시장의 변동성 확대에 따라 신속한 상장을 원하는 기업의 요구와 Fed의 제로금리 정책으로 인한 개인투자자가 증가 등이 있음

- 올해 초 전 세계적인 코로나19 확산으로 주식시장 불확실성이 확대되면서 변동성이 심화된 상황에서 기업은 신속한 상장을 위해 전통적인 IPO 절차보다 단기에 상장이 가능한 SPAC을 통한 상장을 선호하게 됨
  - SPAC은 다른 기업과의 합병을 거쳐 별도의 공모절차 없이 상장이 가능하므로 전통적 IPO에 비해 절차가 단순한 편임
  - 뿐만 아니라 투자은행을 통해 공모가격이 결정되는 전통적인 IPO는 투자은행이 총액인수에 따르는 위험부담으로 공모가격을 낮게 책정하려는 경향이 있으므로, 기업들은 SPAC 상장으로 관심을 돌릴 가능성이 존재함<sup>6)</sup>

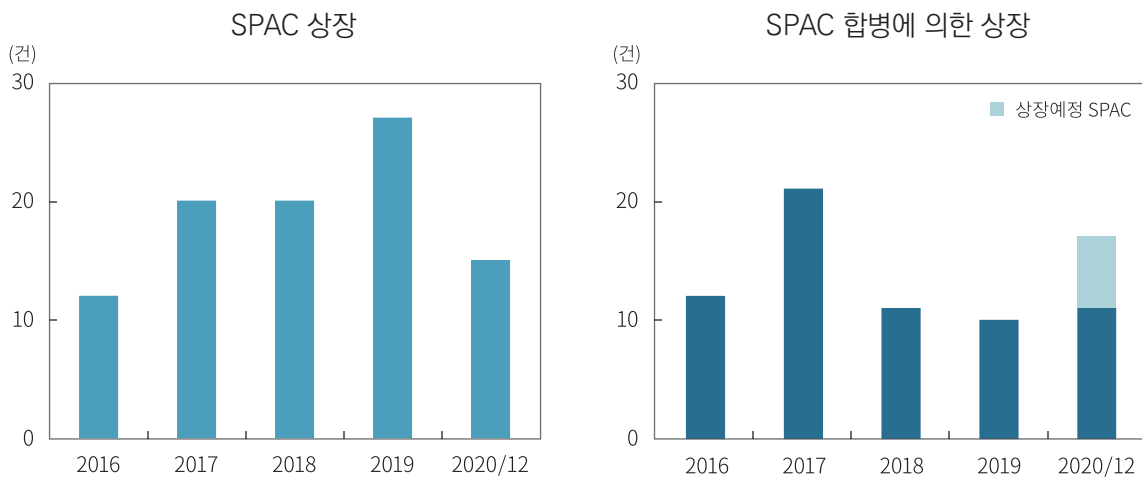
4) SEC, 2017. 7. 5, Notice of Filing of Amendment No. 2 and Order Granting Accelerated Approval of a Proposed Rule Change, as Modified by Amendment No. 2, to Amend Listing Standards for Special Purpose Acquisition Companies to Modify the Initial and Continued Distribution Requirements.  
 5) Financial Times, 2020. 11. 1, NYSE wins back listing crown from Nasdaq after luring Spacs; WSJ, 2017. 8. 31, Nasdaq Looks to Ease Rules for Blank-Check IPOs.  
 6) 日本經濟新聞, 2020. 10. 10, 米IPO、5割が買収目的の「空箱」緩和マネーで過熱.

- 또한 Fed의 제로금리 정책으로 저금리 기조에 따른 투자 대안으로 주식시장에 유입하는 투자자가 증가하였고 보다 안정적인 수익 추구를 위해 SPAC에 대한 투자자들의 관심이 증대됨
  - 비상장기업에 투자해온 벤처캐피탈과 사모펀드가 전통적 IPO가 아닌 투자처로 SPAC을 고려함<sup>7)</sup>

□ 미국의 SPAC 상장이 급증한 가운데 유럽과 국내에서도 SPAC 상장 증가의 움직임이 나타나고 있으나 규모는 크지 않은 편임

- 유럽은 올해 SPAC상장 사례가 없었지만 현재 10건의 딜이 진행 중으로 내년에는 유럽에서 SPAC 상장이 이루어질 것으로 예상됨
  - 유럽은 미국에 비해 수수료 규제가 강한 편으로 평균적으로 전통적 IPO 수수료는 공모금액의 3.4%인데 반해 SPAC은 4.6%로 더 높고 SPAC 설립에 대한 법적 규제도 까다롭기 때문에 SPAC 상장 사례가 적은 것으로 나타남<sup>8)</sup>
- 국내의 경우 코스닥시장에서 SPAC 상장이 주로 이루어지고 있고 비상장기업이나 코넥스 기업과의 합병을 목표로 하는데, 2020년 코스닥시장에서의 SPAC 상장은 전년대비 감소하였지만, SPAC 합병에 의한 상장은 크게 증가함
  - SPAC 상장건수는 2020년 12월 현재 15개로 지난해 27개에는 미치지 못하지만, 11개 기업의 SPAC 합병에 의한 상장이 이루어졌으며 올해 말까지 17개 기업이 상장할 것으로 예상되어 지난해 11개 대비 크게 증가할 것으로 전망됨

국내 SPAC 상장 및 SPAC 합병 규모



자료: 한국거래소

7) Bloomberg, 2020. 9. 2, Why Blank Check Companies (SPACs) Are Filling Up Fast: QuickTake.

8) Reuters, 2020. 12. 4, Europe set to tiptoe into SPAC-land as shell company deal pipeline builds.

- SPAC을 통한 상장은 전통적인 IPO에 비해 간단한 절차로 이루어지고, 투자자들은 SPAC 투자 시 최소 원금을 회수할 수 있어 안정적인 투자가 가능하므로 선호되지만, SPAC이 증가하는 상황에서 적절한 투자가 이루어지도록 SPAC의 정보제공 책임과 투자자의 명확한 정보 파악이 중요함
  - SPAC은 투자자들로부터 자금을 모집하여 상장하는 페이퍼컴퍼니로 상장 이후 인수·합병할 비상장기업을 모색하여 상장하는 역할을 하며, 기업 입장에서 SPAC을 통한 상장은 소요기간이 비교적 짧고, 투자자는 원금 보장이 가능하기 때문에 안정적인 투자처가 됨
    - 전통적인 IPO는 증시 상장까지 12~18개월이 소요되어 시장 상황에 따른 가치평가(valuation) 변동이 큰데 반해 SPAC 합병에 의한 상장은 미래의 예상 실적을 반영하여 합병가액을 확정하기 때문에 변동성 위험이 상대적으로 작다는 장점이 있음
    - SPAC은 상장 후 2-3년 이내 비상장기업과 합병하거나, 합병에 실패하는 경우에는 상장폐지가 이루어지고 투자자는 원금 및 공모가 기준 연 1~2% 정도의 이자를 회수할 수 있으므로 비교적 안정적인 투자처로 인식됨
  - 이와 같은 간단한 상장절차와 투자 안정성으로 인해 SPAC을 통한 상장은 시장이 급변하는 상황에서 전통적인 IPO의 복잡하고 불확실성이 높은 상장 방식에 대한 대안이 될 수 있음
  - 하지만 SPAC을 통한 상장 시 간단한 절차로 인해 기업이 제공하는 정보가 미비할 가능성이 있고, 투자자 입장에서도 명확한 정보 파악이 부족한 상태에서 투자가 이루어질 가능성이 있음
    - SPAC 역합병 방식으로 Nasdaq에 우회상장했던 미국의 수소전기트럭 제조기업인 Nikola는 주가가 급등하며 SPAC 합병의 성공적인 사례로 인식되었으나, 최근 사업성과에 대한 과대포장 논란으로 미국 법무부 및 SEC의 조사가 진행 중임<sup>9)</sup>
    - 이와 함께 SEC는 SPAC 경영진이 인수합병을 통해 대규모의 인센티브를 받는 것을 지적하면서, 보수 및 관련 인센티브에 대한 투자자들의 이해도를 우려하여 SPAC의 소유구조 및 보수 지급구조를 조사하겠다고 밝힘<sup>10)</sup>
  - 따라서 SPAC은 신뢰성 있는 정보 제공 책임을 가지고 기관투자자에 비해 정보접근이 취약한 일반 개인투자자들이 정보에서 소외되지 않도록 하는 것이 중요하며 투자자들도 SPAC에 대한 적절한 투자가 이루어지도록 정보 파악을 명확히 하는 것이 필요함

선임연구원 홍지연

9) Financial Times, 2020. 11. 20, Nikola and founder Trevor Milton subpoenaed by US justice department.

10) Bloomberg, 2020. 9. 24, Hot Blank-Check Companies Get SEC Scrutiny on Pay Structures.