

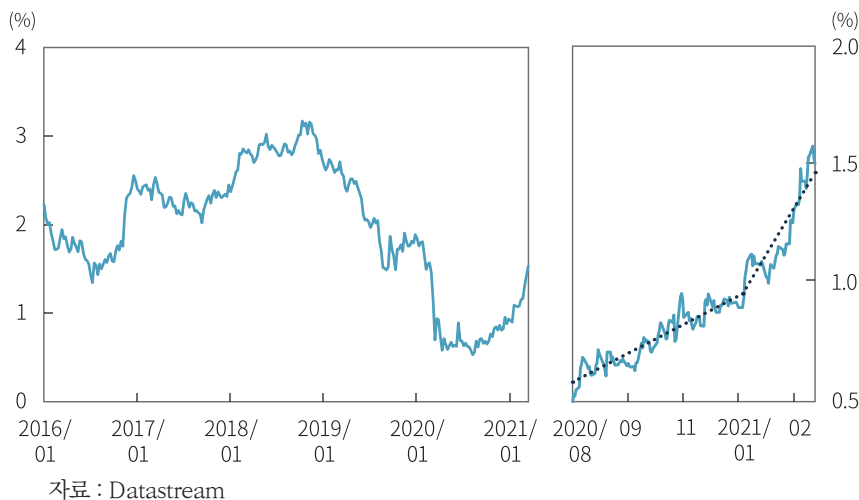
최근 미국 장기금리의 상승 원인 분석 및 저금리 기조 변화 가능성 진단*

연구위원 강현주

금년 들어 미국의 장기 국채금리가 가파르게 상승한 원인을 살펴보면 대규모 재정책대로 성장 및 물가 전망이 상향 조정된 데다 향후 성장경로에 대한 불확실성이 커지고 국채발행 확대에 수급부담이 가중된 데 기인하는 것으로 판단된다. 다만 금번 재정책대가 막대한 규모에도 불구하고 일회적 성격의 이 전지출인 만큼 명목중립금리나 장기 기대 인플레이션에는 큰 변화가 없는 것으로 나타나 시장 참가자들은 최근 금리 움직임을 저금리 기조의 변화라기보다는 경기순환적 상승으로 인식하는 것으로 분석되었다. 한편, 연준의 시장지원이 축소될 것으로 예상되는 가운데 국내 금리가 최근 미국 국채금리에 강하게 동조화된 것으로 나타난 만큼 국내 금융투자업계는 단기적으로 금리상승에 따른 위험관리를 강화하는 한편 장기적으로 구조적 요인들에 의한 저금리 고착화 가능성에도 선제적으로 대비할 필요가 있다.

최근 미국의 장기 국채금리가 가파르게 상승하면서 국제금융시장의 변동성이 확대되고 있다. <그림 1>에서 나타난 바와 같이 미 국채 10년물 금리는 2020년 8월 초 0.5%에서 12월말에는 0.9%까지 상승한데 이어 최근에는 1.5%를 상회하고 있다. 금년 들어 금리상승 속도가 3배 이상 빨라졌으며 금리의 수준 자체도 미중 무역분쟁이 정점에 이르렀던 2019년 8월 당시 수준까지 상승하였다. 장기 금리가 가파르게 상승하면서 나스닥 지수는 한때 연고점대비 10%이상 하락하는 등 큰 폭의 등락을 거듭하였다.

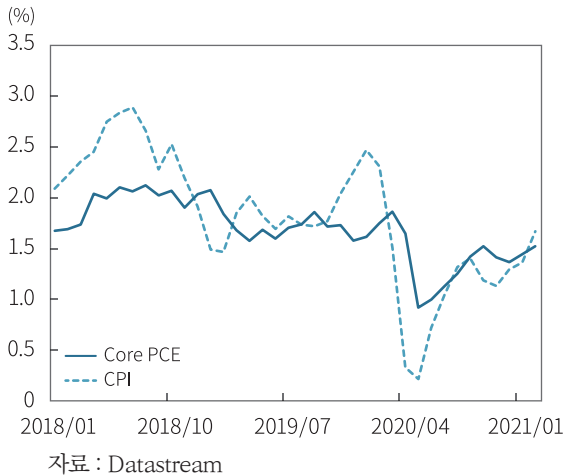
<그림 1> 미 국채 10년물 금리 추이



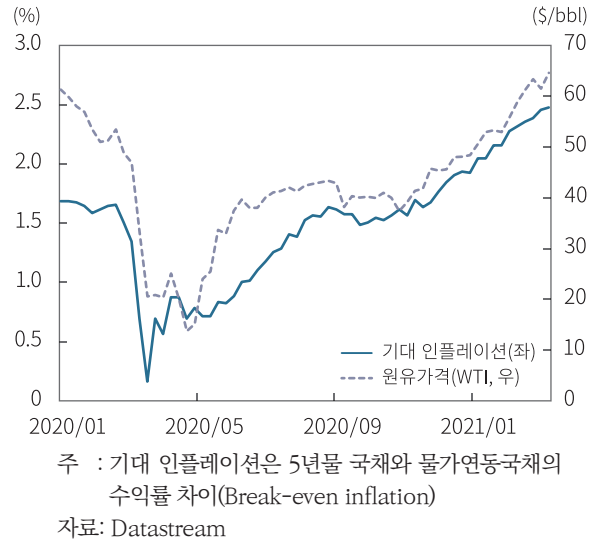
* 본고의 견해와 주장은 필자 개인의 것이며, 자본시장연구원의 공식적인 견해가 아님을 밝힙니다.

지난해 8월 이후 경기 회복세가 지속됨에 따라 오름세를 나타내던 미국의 장기금리가 금년 들어 더욱 가파르게 상승한 이유는 무엇일까? 일차적인 원인으로 지목되고 있는 것은 인플레이션에 대한 우려이다. 당장의 물가상승률은 1%대에 머물러 있으나, 미래의 인플레이션에 대한 시장의 예상은 2020년 11월초 백신개발 기대로 상승하기 시작하여 최근까지 오름세가 지속중이다. 특히, 이러한 기대 인플레이션의 움직임은 유가를 비롯한 국제 원자재 가격과 밀접하게 연동되어 있으며, 반도체 및 운송비용 또한 강한 오름세를 나타내고 있어 공급요인에 의한 물가상승 압력이 커지고 있다. 다만, 국채 금리가 반등하기 시작한 8월 이후 상당 기간 기대 인플레이션이 안정적이었으며 기대 인플레이션이 상승하기 시작한 11월 이후 상승 추세에 변화가 없었던 점은 기대 인플레이션이 아닌 다른 근원적 요인이 최근의 가파른 금리상승을 유도했음을 시사한다.

〈그림 2〉 미국 인플레이션

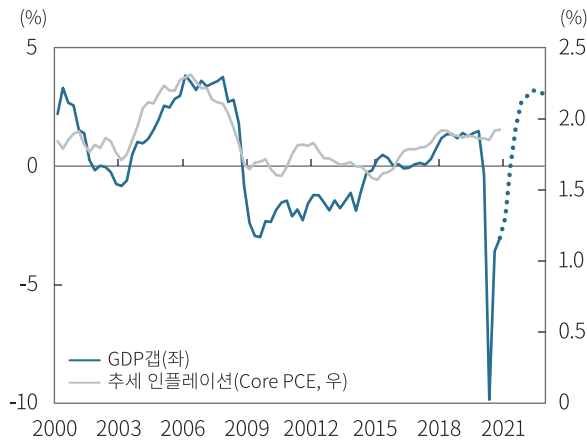


〈그림 3〉 기대 인플레이션 및 유가



기대 인플레이션 상승을 배제하고 나면 금년 들어 금리 상승세가 강화된 근본 원인은 1월 발표된 바이든 행정부의 대규모 재정확대 정책으로 판단된다. 조지아주 선거 결과 민주당의 상·하원 장악이 현실화(1월 6일)된 후 1.9조 달러(2020년 GDP의 9%)의 코로나19 구호법안(American Rescue Plan)이 공개(1월 14일)되면서 대규모 경기 부양책에 따른 국채발행 확대 예상과 함께 수요압력 상승에 대한 우려가 커졌다(Summers, 2021). 미국의 2021년 성장률에 대해 2020년 11월 기준 컨센서스 전망치는 3.8%였으나 최근 들어 연준 및 주요 투자은행들의 전망치가 6% 중반에서 7% 초반으로 상향 조정되고 있다. 2021년 7% 및 2022년 4.5% 성장을 전제할 경우 미국의 GDP갭이 2021년 하반기중 빠르게 양(+)으로 전환됨에 따라 수요부문 물가압력이 2000년대 중반 수준으로 크게 확대될 것으로 나타났다. 실제로 금리 데이터를 바탕으로 측정된 기대 인플레이션과 달리 예측 기관을 대상으로 한 서베이 기반의 기대 인플레이션은 2020년중 완만하게 상승하다가 재정확대가 현실화된 이후 큰 폭으로 상향 조정되었다.

〈그림 4〉 미국 GDP갭



주 : GDP갭 = (실제 GDP - 추세 GDP)/추세 GDP이며 2021년 이후(점선)는 2021년 7.0%, 2021년 4.5%를 전제. 추세 인플레이션은 Stock & Waston (2007)을 통해 산출

자료: FRED, 자본시장연구원

〈그림 5〉 인플레이션 컨센서스 전망치

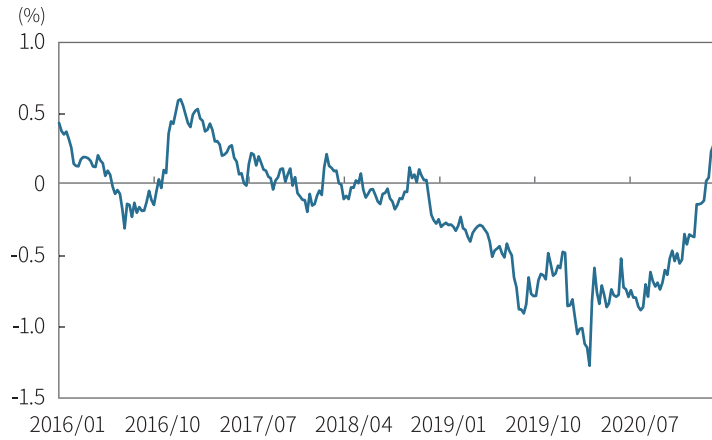


주 : CPI, 전년동기대비

자료: Datastream

대규모 재정확대의 충격은 성장률 및 인플레이션에 대한 예상치를 높일 뿐만 아니라 향후 성장 및 물가 경로의 불확실성을 높이는 역할을 한다. 경기 부양책 발표 이후 의회 처리 과정에서 최종 규모나 세부적인 지원 부문 및 대상에 대한 불확실성이 상원에서 민주당의 근소한 우위로 인해 컸던 데다, 경기 회복 과정에서의 추가적인 대규모 재정확대가 갖는 정책 효과의 불확실성도 상존해 있기 때문이다. 한편, 바이든 행정부의 재정확대 기조로 대규모 국채발행이 예상되는 가운데 경기 회복이 가속화 되면서 연준의 자산매입 규모 축소(tapering)가 조기에 가시화될 수 있어 국채시장의 수급에 대한 우려가 커지게 된다. 이러한 장기적인 성장 및 물가 경로의 불확실성과 함께 장기 국채에 대한 수급 부담은 장기 채권 보유에 대한 추가적인 보상, 즉 기간 프리미엄(term premium)의 확대를 초래하여 국채 금리의 상승을 유발하게 된다. 종합적으로 최근 국채금리의 상승이 인플레이션 우려에 따른 시장 충격(inflation tantrum)으로 이해되고 있으나 본질적으로는 대규모 재정확대에 의해 파급된 시장 불안(fiscal tantrum)이며 금년 들어 발생한 기대 인플레이션의 지속적인 상승은 재정확대의 결과로 이해하는 것이 타당하다.

〈그림 6〉 미 10년물 국채 기간 프리미엄



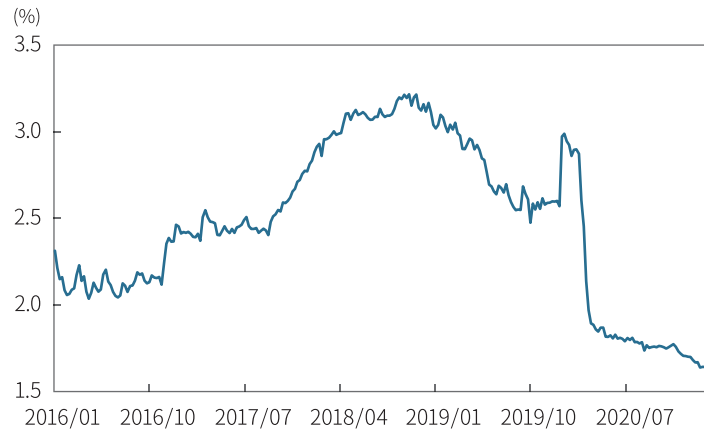
주 : Adrian et al. Crump & Moench(2013)의 추정치

자료: NY Fed, Datastream

그렇다면 이러한 국채금리의 상승세가 저금리 기조를 추세적으로 변화시킬 것인가? 장기 국채의 기간 프리미엄 상승 배경에서 지적인 바와 같이 성장 및 물가 경로의 불확실성이 매우 큰 만큼 국채금리에 대한 예상이 조심스러우나, 국채금리 상승 원인인 재정확대의 성격으로부터 일정 부분 답을 구할 수 있다. 금번과 마찬가지로 2016년 대선 결과 트럼프 대통령이 당선되면서 대규모 감세 정책을 도입함에 따라 국채금리가 가파르게 상승한 바 있다(〈그림 1〉 참조). 당시 트럼프 행정부의 세제개혁(Tax Cuts and Jobs Act)¹⁾으로 기업의 투자가 확대되면서 중장기 성장세가 개선될 것으로 예상됨에 따라 〈그림 7〉에 나타난 바와 같이 시장에서 평가한 명목중립금리, 즉 5년 후 5년간 유지될 것으로 예상되는 단기금리가 상승하였으며 미중 무역분쟁 이전까지 미국의 금리 상승세를 뒷받침하였다(백인석·강현주, 2018). 반면 금번 재정확대의 경우 가파른 실물경기의 회복 및 물가인상 기대에도 불구하고 시장평가 명목중립금리는 2020년 3월에 급락한 수준을 유지하고 있다.

1) 트럼프의 세제개혁은 2018~2025년까지 연방정부 부채를 1~2조달러 확대시킨 것으로 추산된다(Tax Policy Center, 2020).

〈그림 7〉 미국의 시장평가 명목증립금리



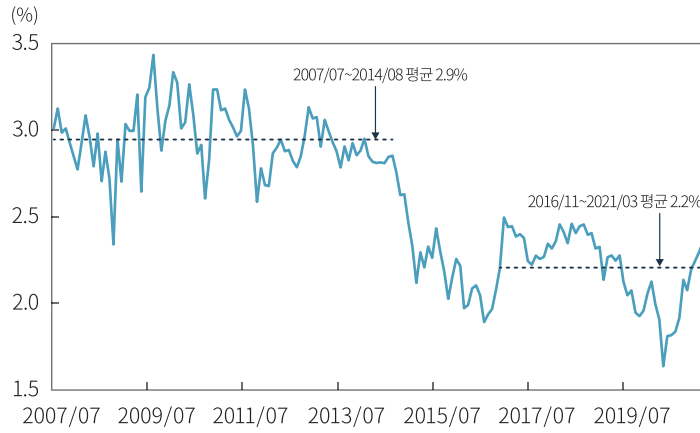
주 : 5년 후 5년 위험조정금리

자료: NY Fed, Datastream, 자본시장연구원

이러한 차이는 2017년의 감세정책과 달리 금번 재정책대는 재난지원금, 실업수당²⁾, 지방정부 지원 및 백신 테스트 지원 등 일회적 성격의 이전지출로 일시적으로 수요를 확대시킬 뿐 장기적 생산성 제고 효과는 제한적일 것으로 예상되기 때문이다. 이러한 성장에 대한 효과와 마찬가지로 주요 예측 기관들은 인플레이션 또한 대규모 수요충격 및 2020년의 낮은 물가상승률에 의한 기저효과로 2021년 중 급등한 후 점차 안정될 것으로 판단하고 있으며, 시장 참가자들의 장기 인플레이션 전망도 2017년 경기 확장기와 유사한 수준이다(〈그림 5〉 및 〈그림 8〉 참조). 특히, 2021년 이후 높은 수준의 인플레이션이 상당 기간 지속될 수 있다는 일각의 우려에도 불구하고 글로벌 금융위기 이후 일반인들의 기대 인플레이션이 안착됨에 따라 과거의 인플레이션이 현재의 인플레이션에 미치는 영향력(inflation persistence)이 크게 축소되었다는 연구 결과(Powell, 2018) 또한 이러한 예상을 뒷받침하고 있다. 이와 같이 금번 재정책대의 성장과 물가에 대한 영향이 일시적일 가능성을 감안하면 최근 금리상승은 저금리 기조의 추세적인 변화라기보다는 경기순환적 상승이며 시장에서 평가하는 명목증립금리 및 장기 기대 인플레이션 또한 이러한 점을 반영하고 있는 것으로 판단된다.

2) 경기 회복속도 및 백신접종에 의한 하반기 이후 경제활동의 전면 재개 가능성을 감안하면 실업수당이 당초 계획만큼 집행되지 않을 가능성이 크다.

〈그림 8〉 미국의 장기 기대 인플레이션



주 : 5년 후 5년 인플레이션 스왑
 자료: Datastream, 자본시장연구원

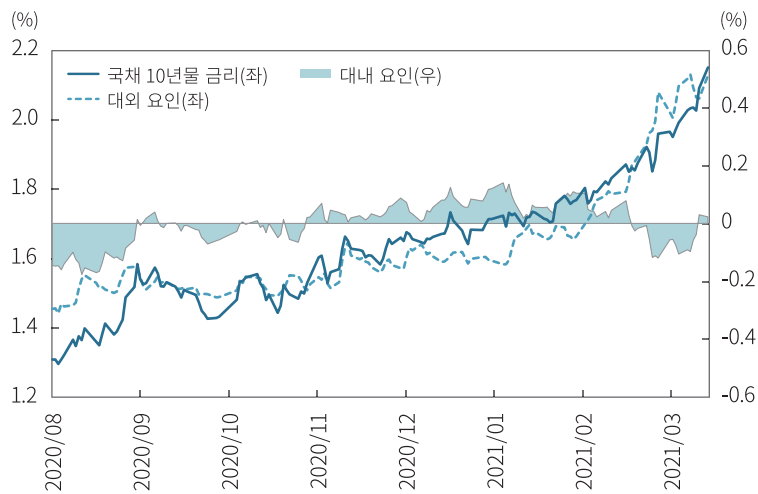
다만, 바이든 행정부가 추진 중인 대규모 인프라 투자(임기중 2~4조달러 예상)나 최저임금 인상(2025년까지 시간당 7.5달러에서 15달러로 인상) 등 중기적 시각에서 미국의 성장 및 인플레이션에 대한 상방 위험요인들이 존재한다. 가능성이 낮은 것으로 평가되고 있으나 이러한 요인들이 현실화될 경우 잠재성장률 제고 및 기대 인플레이션 상승으로 명목중립금리가 상승하면서 국채금리의 추가적 상승을 견인하는 한편 향후 연준의 기준금리 인상과 맞물려 장기 금리가 상당 기간 높은 수준을 유지할 가능성을 배제할 수 없다.

한편, 이러한 금리상승에 따른 금융시장 불안 조짐에 대해 연준이 추가로 대응하지 않는 이유는 무엇인가? 2월 23일 상원에서 파월 의장은 최근의 금리 움직임에 대해 실물경제의 견조한 회복세에 대한 시장의 자신감이라고 평가하면서 연준의 추가적인 완화조치 가능성을 배제하였으며 연준의 다른 고위관료들(조지 캔자스시티 연준총재, 블라드 세인트루이스 연준총재, 보스토티치 아틀란타 연준총재)도 비슷한 시기에 같은 취지의 발언을 한 바 있다. 발언 내용들을 종합해보면 금리 상승으로 주식 등 위험가격이 조정압력을 받을 수 있겠으나 조정폭이 과도하지 않다면 연준은 실물경제가 강하게 반등하는 가운데 지난해 크게 확대되었던 금융과 실물 간 부조화가 일정 부분 축소되는 자연스러운 과정으로 이해하는 것으로 판단된다. 따라서 향후 금융시장의 변동성이 확대되더라도 대규모 재정지출 및 백신접종 확대에 힘입어 실물경제의 회복세가 뚜렷해짐에 따라 금융시장에 대한 연준의 지원은 점차 축소될 것으로 예상된다.

결론적으로 미국의 장기금리 상승이 국내 자본시장 및 금융투자업계에 미치는 영향 및 시사점은 무엇인가? 미국 국채금리가 상승하는 동안 국내 금리 또한 가파르게 상승하면서 양국 금리가 강하게 동조화되는 모습을 보였다. 미국의 재정책대와 마찬가지로 국내에서도 지난해 하반기 이후 여러 차례 추

가경정예산이 편성되었고 최근에는 자영업 손실보전 관련 논의가 제기됨에 따라 국채공급의 확대 가능성이 점증했던 만큼, 최근 국내 장기금리의 변동을 대외 요인과 대내 요인으로 분해하여 살펴보면 2020년 11월부터 2021년 2월 중순까지는 대내 요인들로 인해 국내 금리가 주요국 금리에 비해 높게 형성되었으나 2021년 2월 중순 이후부터 최근까지는 대외 요인에 의해 가파르게 상승하는 것으로 나타났다.

〈그림 9〉 국내 장기금리 변동



주 : 대외 요인은 미국, 독일 등 17개 선진국 채권금리로부터 동태요인분석(Dynamic Factor Analysis)을 통해 추출된 공통 요인에 의해 국내 국채 10년물 금리가 설명되는 부분을 의미

자료: Bloomberg, 자본시장연구원

이에 따라 국내 주식시장 또한 할인을 상승에 따른 조정압력에 직면하고 있다. 특히, 지난해 하반기 이후 국내 증시가 전기차, 배터리, 비메모리 반도체, 자동차 전기장치 부품 등 지수 대형주들의 미래 성장동력에 대한 기대로 강하게 반등한 만큼 주식시장의 금리 민감도가 크게 확대되었을 것으로 판단된다. 따라서 단기적으로 미국 경제의 성장세가 뚜렷해지는 반면 연준의 추가적인 완화조치를 기대하기 힘든 만큼 미국 장기금리에 연동하여 국내 국채금리가 움직이면서 자산가격 간 상관관계가 커짐에 따라 위험관리의 필요성이 확대 될 것으로 판단된다.

한편, 장기적으로는 미국 금리상승이 경기순환적인 것으로 분석되는 만큼 국내외 추세적인 성장률 하락, 인구 고령화 및 코로나19 이후 심화된 불평등 확대 등 구조적 요인들로 인해 장기적으로 저금리 고착화(lower for longer) 문제가 재차 부각될 것으로 예상된다. 이러한 점을 감안하면 최근의 금리 상승은 국내 자본시장 및 금융투자업계가 저금리 시대를 대비할 수 있는 추가적인 시간을 확보한 것으로 판단하는 것이 바람직하다. 이에 따라 저금리 시대에 적합한 금융투자상품의 개발 및 종합적인 자산관리 서비스 제공 등 금융투자업계의 대응전략을 일신할 수 있는 기회로 활용할 필요가 있다.

참고문헌

백인석 · 강현주, 2018, 최근 한미금리 상승원인 분석 및 저금리 기조 변화 가능성 진단, 자본시장연구원 이슈보고서 18-04.

Adrian, T., Crump, R., Moench, E., 2013, Pricing the term structure with linear regression, *Journal of Financial Economics* 110(1), 110-138.

Powell, J., 2018, Monetary policy and risk management at a time of low inflation and low unemployment, Remarks at the 60th Annual Meeting of the NABE.

Stock, J.H., Watson, M.W., 2007, Why has U.S. inflation become harder to forecast? *Journal of Money, Credit & Banking* 39, 3-33.

Summers, L., 2021. 2. 5, The Biden stimulus is admirably ambitious. But it brings some big risks, too, Washington Post.

Tax Policy Center, 2020, How did the TCJA affect the federal budget outlook? available at www.taxpolicycenter.org.

공개기업 vs 비공개기업, 공적시장 vs 사적시장*

선임연구위원 조성훈

미국의 공개기업(상장기업) 수는 1996년 정점에 도달한 이후 꾸준히 감소해 왔다. 기업의 창업자 또는 경영자가 기업공개에 꺼리게 되는 원인으로는 중요 경영의사결정에 대한 통제력 상실 우려, 공적시장 투자자들의 단기적주의, 상장기업이 부담해야 하는 상장유지비용 등이 언급되며, 보다 근본적으로는 미국의 공적시장이 변화하는 기업의 특성 및 비즈니스 모델의 변화를 따라잡지 못함에 따라 혁신적 신생기업에게 적합하지 않은 시장이 되었다는 점이 지적된다. 동시에 공적시장을 대신하여 신생기업의 자금조달 및 초기 투자자의 투자회수 수요를 충족시켜줄 수 있는 사적시장이 미국에서 잘 발달되어 있다는 것도 기업공개에 필요성을 낮추는 추가적 요인으로 작용한다.

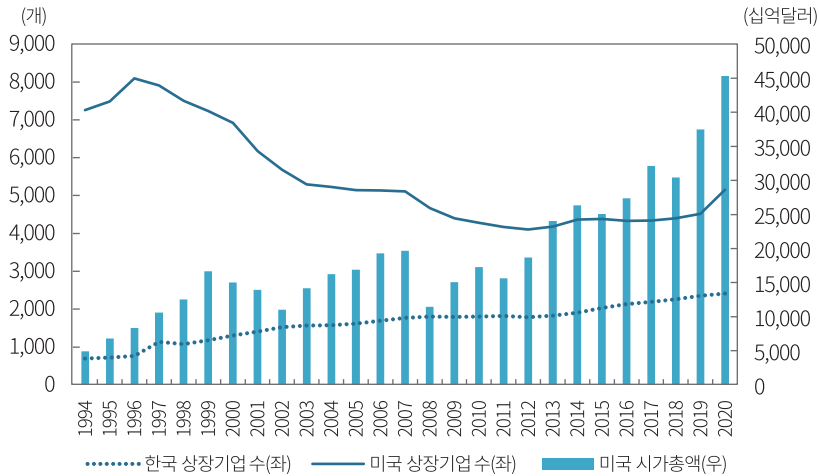
기업의 자금조달과 초기 투자자의 투자회수, 그리고 기업지배구조 측면에서 활발하게 작동하는 사적시장의 존재는 경영자에게 기업공개 의사결정에 있어서 선택의 폭을 넓혀주는 효과가 있을 것이다. 그러나 투자자, 특히 사적시장 참여가 제한된 개인투자자의 측면에서 상장기업 수의 감소는 투자기회 집합의 축소라는 부정적 효과를 초래할 수 있다. 자본시장에서 공적시장과 사적시장 간 최적의 균형을 찾는 것이 향후 중요한 정책 과제가 될 것이며, 이를 위해서는 객관적 연구를 통한 충분한 지식과 증거의 축적이 선행되어야 한다.

미국의 재무경제학자 Jensen(1989)은 미국 경제에서 공개기업(public corporation)은 더 이상 유효한 기업 형태가 아니기 때문에 점차 사라질 것이며, 소수의 대형 전문투자자 주주와 높은 부채비율을 갖는 비공개기업(private corporation)이 주류를 차지할 것이라고 예측한 바 있다. Jensen(1989)은 공개기업에서 발생하는 주주와 경영자 간의 이해 충돌 그리고 잉여현금흐름(free cash flow)의 대리인 비용으로 인한 비효율을 그 이유로 제시하였다. 이 논문이 발표되고 30여년이 경과하면서 논문의 예측과 같은 공개기업의 극적인 몰락은 나타나지 않았지만, <그림>에서 볼 수 있는 바와 같이 미국의 상장기업¹⁾ 수는 1996년 정점에 도달한 이후 꾸준히 감소해 왔다.²⁾ 상장기업 수의 감소는 신규로 상장되는 기업 수보다 상장폐지³⁾되는 기업의 수가 더 많다는 것을 의미하며, <그림>은 미국에서 이러한 현상이 상당한 기간 동안 추세적으로 지속되었음을 보여준다.

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

- 1) 본고에서는 '공개기업'과 '상장기업'을 동일한 의미를 갖는 것으로 혼용한다.
- 2) 감소 속도는 미국보다 느리지만, 상장기업 수의 감소는 영국, 독일에서도 관찰된다.
- 3) 미국 주식시장에서 상장폐지 사유로는 M&A가 가장 많다(김준석·권민경, 2017; Doidge et al., 2017).

〈그림〉 상장기업 수 추이



주 : 한국(유가증권시장, 코스닥시장, 코넥스시장, 투자회사 등 제외), 미국(NYSE, Nasdaq)
 자료: 한국거래소, WFE

전통적으로 기업을 공개(going public)하여 공적시장(public market)에 상장하는 것은 기업의 장기적 성장을 위한 자금을 조달하고, 창업 초기 투자자들에게는 보유지분 매각을 통하여 투자자금을 회수(exit)하는 경로를 제공하는 필수적인 과정이며, 따라서 효율적으로 작동하는 발달된 공적시장의 존재는 국민경제의 발전을 위한 매우 중요한 요소로 인식되어 왔다. 그렇다면 미국에서 관찰되는 상장기업 수의 감소는 미국의 자본시장, 그 중에서도 특히 공적시장과 실물경제(기업부문) 사이에 어떤 문제가 있거나 중요한 변화가 진행되고 있음을 시사하는 것으로 볼 수도 있다는 점에서 상당한 의미를 갖는다. 본고에서는 이 현상의 원인으로 제시된 설명들을 그 동안 이루어진 연구들을 통하여 살펴보고, 공적시장과 사적시장(private market)의 역할과 관계에 대한 시사점과 과제가 무엇인지를 정리해보고자 한다.

미국 상장기업 수 감소의 원인

미국에서 기업공개 의사결정에 직면해야 하는 창업자 또는 경영자들이 기업공개를 꺼리게 되는 원인으로 가장 많이 언급하는 것은 중요 경영의사결정에 대한 통제력의 상실인 것으로 보인다. 이들은 IPO를 거쳐 공개기업이 되는 과정에서 창업자의 지분율이 낮아지고, 외부주주의 영향력이 커짐에 따라 창업 때부터 품어온 비전·전략을 유지하고 펼치기 어려워진다는 생각을 갖고 있다. 주식회사인 만큼 주주에 의한 경영자 통제·감시가 있는 것은 마찬가지이지만 창업 초기부터 함께 해온 소수의 전문적 투자자들은 창업자의 비전이나 기업의 비즈니스 모델에 대한 이해가 깊은 반면, 기업공개 후에 등장하는 다수의 공적시장 투자자들은 이러한 이해가 부족한 동시에 기업의 장기적 비전과 성장보다는



단기적 회계실적을 중요시하기 때문에 창업자의 입장에서 이해 충돌의 가능성이 높다는 것이다.⁴⁾ 창업자 보유 지분에 대한 복수의결권 부여와 같은 기업지배구조상의 장치를 도입하는 동기도 이러한 맥락에서 설명되고 있다. 그러나 공적시장 투자자가 단기적 성향이라는 실증적 증거는 없으며, 단기기업적 주의의 문제는 경영권 보호장치의 도입을 통해서가 아니라 경영자 보상체계의 설계를 통해 완화할 수 있다는 반론(Bebchuk, 2021)도 존재한다.

공개기업이 부담해야 하는 제반 공시, 회계, 투자자 보호, 기업지배구조 등과 관련된 규제비용을 포함한 상장유지비용 또한 기업공개를 주저하게 만드는 원인으로 언급된다. 이러한 주장에 대해서도 공개기업 수의 감소는 공개기업에 대한 규제를 강화한 Regulation Fair Disclosure 및 Sarbanes-Oxley 법 제정 이전부터 시작되었으며, 규제비용을 공개기업 수 감소의 원인으로 보기 어렵다는 견해(Doidge et al., 2017), 신생성장기업의 공개를 촉진하기 위하여 제정된 규제완화 성격의 JOBS법 이후에도 기업 공개 비용은 실제로 줄어들지 않았다는 결과(Chaplinsky et al., 2017)와 같은 반론이 제기되었다.

Kahle & Stulz(2017), Doidge et al.(2018), Stulz(2020) 등은 미국의 기업공개 감소는 훨씬 근본적인 변화, 즉 지난 30여년에 걸쳐 미국 경제의 새로운 성장동력으로 등장한 기업들의 특성 변화, 그 중에서도 무형자산의 중요성이 훨씬 커졌다는 점에 기인한다고 주장한다. 기업의 특성은 무형자산 중심으로 변하고 있는데 공적시장 투자자는 기업의 변화하는 특성과 이에 따른 새로운 비즈니스 모델을 이해하지 못하고, 회계기준이나 상장규정은 이 변화를 시의적절하게 반영하지 못함에 따라 결과적으로 공적시장은 무형자산 중심의 혁신적 신생기업들의 자금조달 수요를 충족하는 데 적합하지 않은, 대기업 중심의 시장이 되어왔다는 것이다. 이를 두고 Doidge et al.(2018)은 미국 공개기업의 감소는 Jensen(1989)이 말한 바 공개기업의 유효성이 떨어진 것이 아니라, 공적시장의 유효성이 떨어졌음을 보여주는 것이라고 요약한다. <그림>은 미국 공적시장에서 상장기업의 수가 지속적으로 감소한 반면 시가총액은 꾸준히 증가했음을 보여주는데, 이는 시장에 계속 상장되어 있는 기업의 규모가 커졌고 집중도가 심화되었음을 의미한다.

여기에 공적시장을 대신하여 신생기업의 자금조달 수요를 충족시켜 줄 수 있는 사적시장이 미국에서 잘 발달되어 있다는 것이 기업공개에 필요성을 낮추는 추가적 요인으로 작용한다. 불특정 다수의 공적시장 투자자들을 상대할 필요 없이 혁신적 신생기업의 비즈니스 모델을 보다 잘 이해할 수 있는 전문성을 보유한 소수의 사적시장 투자자(벤처캐피탈, PEF 등)로부터 필요한 자금을 조달하는 것이 과거에 비하여 훨씬 용이해졌다(Stulz, 2020).

공적시장에 비하여 사적시장의 유동성은 매우 낮다. 앞에서 언급한 바와 같이 기업공개는 초기 투자자들에게 투자자금 회수의 경로를 제공한다는 점에서 매우 중요한데⁵⁾, 이 점에서도 미국의 사적시

4) 스타트업 창업자들의 이러한 생각은 Long-Term Stock Exchange(LTSE)의 설립자 Eric Ries의 저서(Ries, 2011)에 잘 요약되어 있다.

5) Martin(2014)은 이것이 Jensen(1989)의 예측이 1990년대 중반까지 실현되지 않은 이유의 하나라고 주장한다.

장은 활발한 M&A, 투자·출자지분이 거래되는 세컨더리 시장, 펀드구조조정 세컨더리⁶⁾와 같은 거래 구조 등을 통하여 비공개기업의 주식에 대하여 유동성을 부여함으로써 초기 투자자들이 투자자금 회수를 위하여 기업공개에 의존할 필요성을 낮추고 있다.⁷⁾ 즉 미국에서 벤처캐피탈의 투자를 받은(VC-backed) 기업의 공개가 감소한 것은 과거에 비하여 보다 많은 창업자 및 벤처캐피탈이 비공개기업으로 남아있는 것을 선택하기 때문이라는 것이다(Ewens & Farre-Mensa, 2017).

시사점 및 과제

〈그림〉이 보여주는 바와 같이 우리나라에서는 아직까지는 상장기업의 수가 꾸준히 증가하고 있으며, 미국과 같은 모습은 나타나지 않고 있다. 그러나 상장기업 수의 감소 원인에 대하여 제시된 설명들은 공개기업과 비공개기업, 공적시장과 사적시장의 관계에 대하여 우리나라에 대해서도 시사하는 바가 적지 않다.

먼저 기업 측면을 보면, 2000년대에 들어선 후 무형자산 중요성 증대, 새로운 비즈니스 모델의 출현과 같은 기업 특성의 변화는 우리나라에서도 유사하게 진행되어 왔으며, 그에 따라 공적시장⁸⁾은 시장 진입 요건을 조정함으로써(예: 상장기준 변경, 특례상장 도입) 이 변화에 대응하고, 혁신적 신생기업을 공적시장에 담기 위한 노력을 기울여 왔다. 그러나 한편으로는 이러한 노력이 시장 진입 요건의 완화라는 성격이 강하다는 점에서 공적시장의 무결성(integrity) 및 투자자 보호에 부정적 영향을 끼칠 수 있다는 우려가 있는 것도 사실이다. 활발하게 작동하는 사적시장은 기업들로 하여금 기업공개에 의하지 않고서도 성장을 위한 자금을 조달하고, 초기 투자자들이 투자자금을 회수할 수 있도록 함으로써 선택의 폭을 넓혀줄 수 있음을 미국의 사례는 보여준다. 동시에 공적시장은 진입 요건을 충족하지 못하는 기업들을 사적시장의 영역에 남겨 둬으로써 시장의 무결성을 해치는 수준의 진입 요건 완화를 피할 수 있을 것이다.

기업지배구조 문제에 있어서도 발달된 사적시장의 존재는 비공개기업의 창업자 또는 경영자로 하여금 공개기업이 되어 불특정다수 투자자들로부터의 규율(discipline)과 공적 규제를 받을 것인지, 비공개기업으로 남아 소수의 전문성을 갖춘 사적시장 투자자들의 규율을 받을 것인지를 선택하게 할 수 있다. 그렇게 되면 기업공개 유인의 강화하기 위하여 창업자의 보유지분에 복수의결권을 부여할지의 여부에 관한 논쟁, 단기보유 성향의 ‘거래자(trader)’적 성격의 투자자의 이익까지 기업지배구조상의 고려사항에 포함되어야 하는지에 관한 논쟁 등의 의미가 상당 부분 희석될 것이다.

6) 펀드구조조정 세컨더리에 대해서는 박용린(2021) 참고

7) 벤처캐피탈의 투자자금 회수 경로로 국내에서는 주식매각/상환과 IPO의 비중이 60%를 상회하는 반면, 미국에서는 M&A가 89%로 압도적 비중을 차지하고 있다(김준석, 2017).

8) 우리나라의 공적시장은 곧 한국거래소(유가증권시장, 코스닥시장, 코넥스시장)이다.

그러나 공적시장과 사적시장의 문제를 오로지 기업의 관점에서만 바라보고 판단할 수는 없다. 상장 기업의 수가 감소한다는 것은 공적시장에 참여하는 다수의 일반 개인(etail) 투자자가 투자할 수 있는 투자기회집합이 작아진다는 것을 의미한다. 개인투자자들이 사적시장에 직접 참여하는 경로는 매우 제한적이기 때문에, 공적시장의 위축 및 사적시장의 확대는 자본시장을 소수의 전문적 투자자들만의 무대로 만들 것이라는 우려가 충분히 가능하다. 특히 2020년 코로나19 국면에서 우리나라와 미국 공히 개인투자자의 중요성이 크게 부각되었으며, 투자자 측면에서 공적시장의 중요성은 더욱 커졌다고 볼 수 있다.

이상의 논의는 향후 자본시장에서 공적시장과 사적시장의 역할과 위상이 상당히 달라질 수 있으며, 두 시장의 위상 간에 최적의 균형을 찾는 것이 중요한 정책 과제가 될 것임을 시사한다. 그리고 최적의 균형을 찾기 위해서는 객관적이고 충실한 연구를 통한 충분한 지식과 증거의 축적이 선행되어야 하며, 이것이 자본시장을 연구하는 연구계가 담당해야 할 임무이다.

참고문헌

김준석·권민경, 2017, 우리나라 자본시장의 위험-수익 관계, 「한국경제 재도약을 위한 자본시장의 역할」 컨퍼런스 발표자료, 자본시장연구원.

김준석, 2017, 모험자본 회수시장의 현황 및 과제, 「혁신성장을 위한 금융의 역할」 세미나 발표자료, 자본시장연구원.

박용린, 2021, 모험자본시장 발전을 위한 펀드구조조정 세컨더리의 역할, 자본시장연구원 자본시장포커스 2021-01.

Bebchuk, L.A., 2021, Don't let the short-termism bogeyman scare you, *Harvard Business Review* 99(1), 43-47.

Chaplinsky, S., Hanley, K.W., Moon, S.K., 2017, The JOBS Act and the costs of going public, *Journal of Accounting Research* 55(4), 795-836.

Doidge, C., Karolyi, G.A., Stulz, R.M., 2017, The US listing gap, *Journal of Financial Economics* 123(3), 464-487.

Doidge, C., Kahle, K.M., Karolyi, G.A., Stulz, R.M., 2018, Eclipse of the public corporation or eclipse of the public markets? *Journal of Applied Corporate Finance* 30(1), 8-16.

- Ewens, M., Farre-Mensa, J., 2017, The evolution of the private equity market and the decline in IPOs, *Harvard Law School Forum on Corporate Governance*.
- Jensen, M.C., 1989, Eclipse of the public corporation, *Harvard Business Review* Sep-Oct.
- Kahle, K.M., Stulz, R.M., 2017, Is the US public corporation in trouble? *Journal of Economic Perspectives* 31(3), 67-88.
- Martin, R.L., 2014, The public corporation is finally in eclipse, *Harvard business review* 92(4), 35-36.
- Ries, E., 2011, *The lean startup: How today's entrepreneurs use continuous innovation to create radically successful businesses*, Crown Publishing.
- Stulz, R.M., 2020, Public versus private equity, *Oxford Review of Economic Policy* 36(2), 275-290.

디파이(DeFi) 시장의 성장과 시사점

- 디파이는 블록체인을 기반으로 가상자산을 이용한 탈중앙화 금융서비스를 의미하며, 최근 시장규모가 큰 폭으로 확대되며 급부상 중임
- 디파이 시장의 성장은 가상자산에 대한 활용도 확대 및 글로벌 규제기관 및 각국 정부의 법적지위 부여 등에 기인함
- 중개기관 없이 다양한 금융서비스를 제공할 수 있다는 점에서 디파이에 대한 관심이 증대되고 있으나 개방형 블록체인의 기술 및 보안 문제, 규제 불확실성 등의 위험요소도 고려해야 함

□ 최근 급성장하고 있는 디파이(DeFi)는 중개기관 없이 블록체인 기술을 기반으로 가상자산을 활용한 분산된 금융을 의미함

- 디파이(DeFi)는 탈중앙화 금융(Decentralized Finance)의 약자로 블록체인¹⁾의 서비스 중 금융 부문을 구분한 하위개념으로 볼 수 있으며 통제하는 중앙기관이 없다는 것이 핵심임
 - 탈중앙화 시스템은 증권사, 은행과 같은 중개기관을 중심으로 이루어지는 기존 금융 방식과는 달리 모든 참여자가 금융기관 없이도 시스템과 알고리즘을 통해 금융서비스 이용이 가능함
 - 현재 운영 중인 디파이 프로젝트의 대부분은 프로그래밍이 가능한 블록체인인 이더리움(Ethereum)의 디앱(dAPP)을 통해 구동됨
- 블록체인 기술을 활용하지만 중앙화된 시스템 안에서 법정화폐를 기반으로 운영되는 핀테크와 가상자산 기반의 금융이지만 가상화폐거래소를 중심으로 이루어지는 씨파이(Centralized Finance: CeFi)와는 차이가 있음

1) 블록체인은 거래정보 원장(ledger)을 참가자가 보관하고 신규 거래가 발생하거나 기존 거래 실행 시 암호인증으로 새로운 블록이 체인과 같이 연결되는 방식으로 참여자가 데이터를 보관하는 시스템을 의미함

핀테크, CeFi와 DeFi 비교

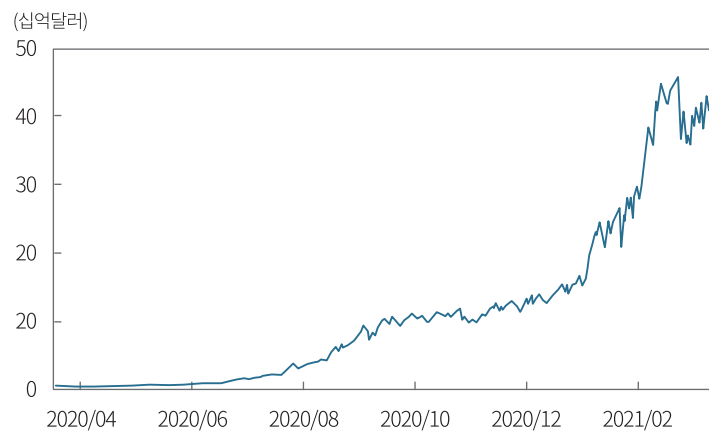
구분	핀테크	시파이(CeFi)	디파이(DeFi)
거래수단	법정화폐	가상자산	가상자산
규제	전자금융거래법	특정금융정보거래법	-
관리 주체	중앙화	서비스 제공자	탈중앙화
거래장부	단일	단일/분산	분산
데이터 접근	허가받은 사용자	등록 사용자	모든 참여자
데이터 저장	중앙화	중앙화	노드 참여자
익명성	실명거래	익명거래	익명거래
투명성주	불투명	불투명	투명

주 : 투명성은 모든 거래가 블록체인에 기록되며 평등하게 공개되는지 여부를 나타내는 의미임
 자료: 한국4차산업혁명정책센터(KPC4IR)(2020)²⁾ 참조

□ 디파이 시장 규모는 지속적으로 확대되고 있으며, 특히 최근 1년 간 총 예치금액이 큰 폭으로 증가하였고 대출, 탈중앙화거래소, 자산관리, 파생상품 등의 분야에서 활용됨

- Defi Pulse에 의하면 2021년 3월 현재 전 세계 디파이 예치금액(Total Value Locked)³⁾이 418억달러에 달하며 2020년 3월 5.6억달러 대비 약 75배 상승한 규모임⁴⁾
- 순활동지갑 수(Unique Active Wallets)도 2020년 8월 2만건에서 2021년 3월 현재 4.2만건까지 증가함⁵⁾

최근 1년간 디파이 예치금액



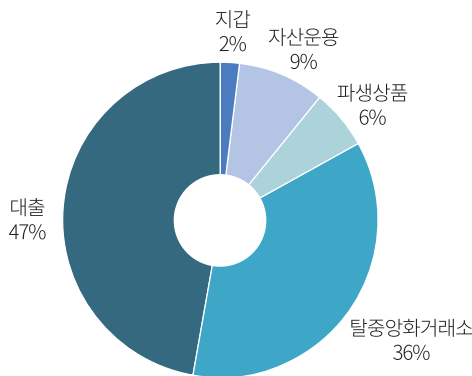
자료: Defi Pulse

2) 한국4차산업혁명정책센터(KPC4IR), 2020, 핀테크와 빅테크를 넘어서는 탈중앙화 금융(DeFi): 블록체인 기반 금융서비스의 미래.
 3) 디파이 프로젝트에서 블록체인 기술을 기반으로 제공되는 가상자산 서비스에 예치된 자산을 나타내는 금액임
 4) www.defipulse.com, 3월 12일 기준
 5) www.dappradar.com, 3월 12일 기준

— 디파이 서비스 분야는 현재 대출(lending)이 47%로 가장 높고 탈중앙화거래소(Decentralized exchange: DEX)가 36%이며, 점차 자산관리(Assets), 파생상품(Derivatives) 등으로 영역이 다양화되는 추세임

- 대출은 가상자산을 담보로 대출 서비스를 제공하는 것으로 대표적인 플랫폼인 메이커다오(MakerDAO)와 컴파운드(Compound)가 있고, 이러한 플랫폼은 가상자산을 담보로 DAI와 같은 스테이블 코인⁶⁾을 대출금으로 발행하는 기능을 담당함
- 탈중앙화 거래소는 스마트 계약을 활용해 참여하는 모든 개인이 재산을 보관하고 거래 규칙을 시행하여 거래를 실행하는 시스템으로 스시스왑(SushiSwap)과 유니스왑(Uniswap) 등에서 서비스를 제공함

분야별 비중



주 : 2021년 3월 12일 기준, 예치금액 기준
 자료: Defi Pulse

주요 디파이의 예치금액 규모(상위 10개)

순위	이름	분야	예치금액 (조달러)
1	Maker	대출	7.0
2	Compound	대출	6.4
3	Aave	대출	5.1
4	SushiSwap	DEX	4.6
5	Uniswap	DEX	4.2
6	Curve Finance	DEX	4.1
7	Synthetix	파생상품	2.2
8	Balancer	DEX	1.8
9	Bancor	DEX	1.6
10	Badger DAO	자산관리	1.4

— 현재 디파이 서비스에 대한 점유율은 해외 기반의 플랫폼이 상당 부분 차지하고 있는 가운데 국내에서도 본격적으로 디파이 기업이 설립되어 2019년부터 서비스를 시작하였으며 대부분 대출 서비스를 제공함

- 국내 기업으로는 2019년 7월부터 서비스를 시작한 텔리오가 가장 큰 규모의 디파이 기업으로서 3월 현재 1.9조원(16.9억달러) 규모의 예치금액을 보유하고 있고 가상자산 거래소인 빗썸과 제휴하여 가상자산의 대출 및 예치 서비스를 제공함
- 최근 들어 카카오, 네이버와 같은 빅테크 기업에서도 블록체인 사업을 담당하는 자회사를 통해 디파이 사업으로 확장을 시도하고 있음⁷⁾

□ 디파이 시장의 성장은 블록체인 기술을 활용한 다양한 형태의 가상자산에 대한 관심 증대와 글로벌 규제기관 및 각국 정부의 법적지위 인정에 기인함

6) 스테이블 코인은 고정된 가치를 보유하도록 설계된 토큰으로 현재는 대부분 미달러에 고정되어 있음
 7) 과학기술정보통신부, 한국인터넷진흥원, 2021, 블록체인 기반 혁신금융 생태계 연구보고서.

- 2017년 가상자산 가격의 폭등과 이후 폭락을 거치면서 이용자는 꾸준히 증가하였고, 최근에는 기관투자자와 글로벌 기업들의 가상자산 매수가 지속되면서 투자자 관심이 더욱 증대됨⁸⁾
 - 기관투자자와 기업의 가상자산 매수 사례가 증가하면서 가상자산의 제도권 편입 가능성에 대한 기대로 투자자들의 관심이 집중됨
 - 최근 글로벌 전기차 기업인 테슬라의 비트코인 매수는 개인투자자의 가상자산에 대한 관심을 증폭시키게 되면서 비트코인 뿐 아니라 디파이의 기반이 되는 이더리움의 가격도 폭등하는 현상이 나타남⁹⁾
 - 뿐만 아니라 CME와 CBOE의 가상자산 파생상품 거래 규모는 가파르게 확대되고 있고, 최근 SEC가 ICE의 선물거래소인 백트(Bakkt)의 비트코인 선물거래를 승인하면서 가상자산 활용에 대한 기대는 더욱 높아짐¹⁰⁾
- 또한 자금세탁방지기구(Financial Action Task Force: FATF)와 각국 정부에서 가상자산에 대한 법적지위를 인정한 것은 디파이 시장의 성장을 가속화하는 계기가 됨
 - 2019년 2월부터 전자적으로 거래 및 이전될 수 있는 자산을 의미하는 용어로서 가상자산(Virtual Assets)으로 통일하여 사용하기 시작했으며 국내에서도 지난해 개정된 「특정금융거래정보의 보고 및 이용 등에 관한 법률(특정금융정보거래법)」에서 같은 의미로 가상자산을 정의함
 - 기업의 가상자산 매수가 증가하면서 가상자산을 회계처리하는 방법에 대해서도 논의 끝에 무형자산이나 재고자산으로 회계처리하도록 규정함¹¹⁾

□ 디파이는 중개기관 없이 다양한 금융서비스를 효율적으로 제공할 수 있다는 장점이 있어 이용자들의 관심이 증대되고 있지만, 개방형 블록체인의 기술 및 보안 문제, 규제 불확실성 등의 위험요소도 고려해야 함

- 디파이를 주도하는 측에서는 기존 금융방식에 비해 금융기관을 통한 절차를 스마트 계약과 블록체인의 투명성으로 대체하기 때문에 효율적이며, 다른 금융상품과의 결합이 용이하다는 것을 장점으로 내세움
 - 디파이는 약정기간이 없고, 본인 인증 과정이 요구되지 않기 때문에 이용자의 접근이 용이하며 블록체인에 분산, 보관되어 있는 개인정보의 소유권을 보장받을 수 있음
 - 또한 다른 프로토콜과의 결합으로 가상자산을 기반으로 하는 다양한 금융 상품 뿐 아니라 기존 금융 서비스와의 결합도 가능하기 때문에 새로운 금융 서비스를 계속해서 만들 수 있어 보다 경쟁력 있는 금융 시스템이 구축될 가능성이 있음
- 디파이의 시장 규모가 더욱 확대될 것으로 전망되는 한편, 이에 대해 적용 가능한 제도적 방안 마련도 요구됨

8) CNBC, 2021. 2. 17, Bitcoin smashes through \$52,000 to hit a new all-time high.

9) Financial Times, 2021. 2. 9, Tesla bets on bitcoin.

10) International Banker, 2020. 9. 10, Crypto derivatives are on the rise; Financial Times, 2019. 8. 16, Crypto derivatives are on the rise.

11) Ernst & Young, 2019, Holdings of cryptocurrencies.

- 최근 미국 통화감독청(Office of the Comptroller of the Currency: OCC)은 은행의 스테이블코인 사용을 전격 허용하여 블록체인 산업에만 한정되었던 가상자산이 기존 금융권으로 확대되면서 디파이 서비스 범위도 확장될 것으로 기대됨¹²⁾
 - 디파이 시장의 성장은 더욱 가속화될 것으로 전망됨에 따라 이에 대응한 스마트 계약에 대한 감독 강화 및 규제화가 필요하며¹³⁾, 우리나라에서도 디파이 시장의 성장 가능성을 분석하고 개선점을 파악하여 선제적으로 제도적 장치와 지원정책을 모색하고자 함¹⁴⁾
- 하지만 디파이의 성장과 긍정적인 전망의 이면에는 개방형 블록체인의 기술적 한계 및 보안문제, 규제 불확실성 등의 위험요소가 존재함
- 현재 디파이는 책임을 지고 보증해주는 법적장치가 없이 블록체인 기술에 의존해서 작동되므로 거래가 많아질수록 블록체인의 거래처리 속도가 느려질 수 있고 탈중앙화 시스템에 따라 개방형 블록체인에서는 보안 및 운영과 관련된 책임 소재가 불분명한 문제가 있음¹⁵⁾
 - 또한 다른 프로토콜이나 외부데이터에 대한 의존도가 높아 여러 스마트 계약이 중첩되면 오류 가능성이 높아지는 위험이 있으며, FRB 연구에서도 이와 같은 문제점을 지적함¹⁶⁾
 - 2020년에만 17개의 디파이 플랫폼에 대한 해킹사고가 일어났고, 스마트 계약의 버그 악용으로 수만달러가 도난당하는 사건에 의해 1억 5,400만달러에 달하는 금액의 손실이 발생함¹⁷⁾
 - 최근 발표된 EU국가의 디지털자산 거래 및 발행에 대한 포괄적인 규제인 MiCA(Markets in Crypto-Assets)와 2020년말 발의된 미국의 스테이블 코인 규제법 등의 규제 방향은 향후 디파이 시장 흐름에 영향을 줄 것으로 보임

선임연구원 홍지연

12) Office of the Comptroller of the Currency, 2021. 1. 4, Federally Chartered Banks and Thrifts May Participate in Independent Node Verification Networks and Use Stablecoins for Payment Activities, News Release 2021-2.

13) Coindesk, 2021. 1. 27, EY's Paul Brody Expects Consumer DeFi Ignition in 2021.

14) 과학기술정보통신부, 한국인터넷진흥원, 2021, 블록체인 기반 혁신금융 생태계 연구보고서.

15) 권민경·조성훈, 2018, 4차 산업혁명과 자본시장: 인공지능과 블록체인, 자본시장연구원 조사보고서 18-04.

16) Schär, F., 2021, Decentralized Finance: On Blockchain- and Smart Contract-Based Financial Markets, FRB Economic Research.

17) Cointageek, 2020. 12. 31, The DeFi hacks of 2020.

일본과 싱가포르의 상장리츠시장 성장 및 시사점

- 우리나라는 2000년대 초반 리츠를 도입하였으나, 도입 취지와 달리 사모리츠 중심으로 발전하며 구조적으로 성장에 한계를 보인 반면 유사한 시기에 리츠제도를 도입한 일본과 싱가포르는 공모 중심으로 시장이 크게 성장
- 일본은 대규모 상업용부동산 자산을 기반으로 대형금융기관의 스폰서, 정부의 지원 등을 통해 전 세계 2위 규모의 시장으로 성장
- 싱가포르는 정부 주도의 육성책과 해외자산 편입, 다양한 상품, 세제혜택, 투자자 보호장치 등을 통해 글로벌 리츠 중심지로 성장
- 2018년, 우리 정부의 공모리츠 활성화 정책 발표를 계기로 투자자, 업계의 공모시장에 대한 관심이 높아지는 등 향후 발전이 기대

- 우리나라는 2000년대 초반 리츠(Real Estate Investment Trusts: REITs) 제도를 도입하였으나 도입 취지와 달리 사모리츠 중심으로 발전하며 구조적으로 성장에 한계를 보였음¹⁾²⁾³⁾
 - 우리나라는 일반투자자에 대한 부동산 간접투자기회 제공 및 부동산 시장 활성화를 위해 2001년 제도를 도입
 - 1997년 외환위기 이후 기업들의 보유 부동산 유동화를 위한 기업구조조정을 촉진하기 위해 「부동산투자회사법」을 제정(2001. 5. 7)
 - 2000년대 초반 구조조정리츠를 중심으로 상장이 활발하였고, 2010년부터는 일부 자기관리 리츠가 상장되는 등 도입 초기에는 상장리츠 시장이 성장⁴⁾
 - 그러나 2011년 상장리츠의 투자자보호 문제가 연이어 발생하면서 리츠의 건전성이 크게 저하되었고 이후 사모리츠 중심으로 제한적으로 성장
 - 자기관리리츠인 다산리츠의 배임사건, 골든나래리츠의 주가조작, 삼우리츠의 가장납입 등이 연달아 발생, 이후 리츠의 상장요건이 강화됨
 - 이후 2014년 도입된 LH공사의 임대주택리츠를 중심으로 최근까지 성장세를 이어감
 - 대부분의 임대주택리츠는 기관투자자를 대상으로 사모로 발행, 2021년 1월말 사모리츠 비중은 90.6%

1) 1960년 미국에서 최초로 도입 하였으며 2000년 이후 유럽 및 아시아 국가에서 도입

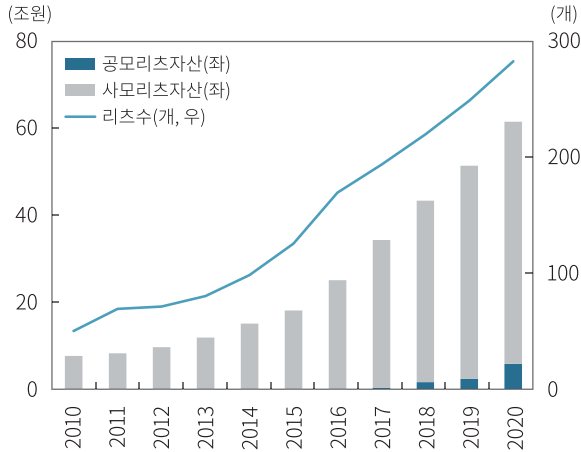
2) 국토교통부 리츠정보시스템(<http://reits.molit.go.kr/>)

3) 김필규, 2020, 리츠를 통한 부동산 간접투자 활성화 방안, 자본시장연구원 자본시장포커스 2020-27호.

4) 당시 리츠는 주무부서의 인가를 받은 뒤 공모발행을 실시하고 일정한 외형조건만 갖추면 상장이 가능, 김필규(2020).

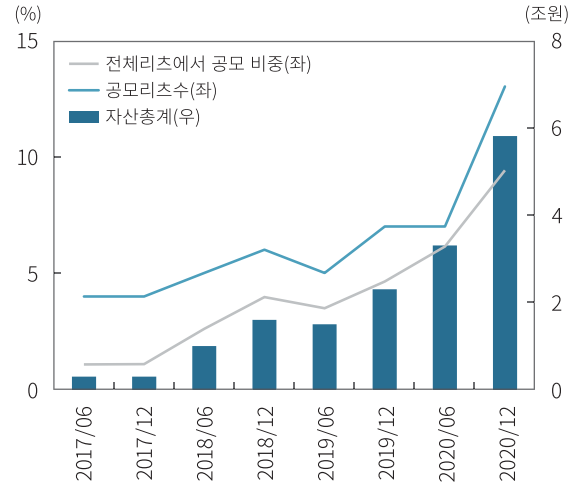
- 유형별로는 기업구조조정리츠의 비중이 크게 줄었으며(2012년말 45% → 2020년 말 9%) 위탁관리리츠 비중이 확대(2012년말 34% → 2020년 말 90%)

리츠시장 규모



자료: 리츠정보시스템 통계

공모리츠 시장 현황



□ 반면 우리와 유사한 시기에 리츠를 도입한 싱가포르, 일본 등의 아시아 국가들은 상장리츠를 중심으로 시장을 크게 성장시켜, 글로벌 리츠시장에서 상당한 비중을 차지하는 수준으로 성장

- 2016년 기준 GICS⁵⁾ 내 금융섹터에 속해있던 부동산 및 리츠가 별도 섹터로 분리되는 등 전세계적으로 부동산 및 리츠가 중요한 산업으로 성장
 - 2020년말 기준, 전세계 증시에서 상장리츠가 차지하는 비중은 3.5%이며, 리츠를 가장 먼저 도입한 미국이 전체 시장의 63%를 차지⁶⁾
- 리츠의 역사가 오래 된 미국과 호주를 제외하면, 일본과 싱가포르 등 아시아 국가들이 약진
 - 2000년 리츠를 도입한 일본은 현재 시가총액 1.4조달러에 달하는 66개의 리츠가 상장되어 있으며, 글로벌 상장리츠 시장의 7.3%(시가총액 기준)를 차지하며 세계 2위의 규모로 성장
 - 2002년 리츠를 도입한 싱가포르는 상장리츠 중심으로 성장하여 현재 43개의 상장리츠가 증시에서 차지하는 비중이 12%에 달함

5) 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

6) EPRA(European Public Real Estate), 2021. 1, Global Real Estate Total Markets Table.

아시아 주요국 증시의 상장리츠 시장 현황

	일본	싱가포르	한국
도입시기	2000년	2002년	2001년
상장리츠 시가총액 (백만달러)	140.19	77.98	3.97
증권시장시총 중 상장리츠 비중	3.7%	12.0%	0.2%
상업용부동산시장규모 대비 상장리츠 규모	11.2%	35.3%	0.7%
리츠지수	The TSE REIT Index (2003년 도입)	iEdge S-REIT Index (2010년 도입)	-

주 : 일본과 한국은 2020년말, 싱가포르는 2020년 10월말 기준

자료: 일본과 한국은 EPRA(2021. 1), 싱가포르는 SGX

□ 일본은 자국내 대규모 상업용부동산 자산을 기반으로 리츠의 스폰서로서 대형은행의 참여, 시장 확대를 위한 정부의 정책적 지원 등을 통해 아시아 최대 규모의 상장리츠 시장으로 성장⁷⁾⁸⁾

- 도입 초기부터 일본 대형은행 및 대기업이 보유한 막대한 규모의 상업용부동산을 기초자산으로 활용하여 대형 리츠 중심으로 운영
 - 일본의 상업용부동산 규모는 22.3억달러(2020년 말 기준)로 아시아 최대 규모⁹⁾
- 대형 은행(메가뱅크)들이 리츠의 구성 및 운용을 주도하는 스폰서로 참여하여 운영을 주도하는 스폰서드 리츠(sponsored REITs)를 도입
 - 스폰서는 리츠와 같은 투자도관체의 구성 및 운용을 주도하는 기업으로 보유 자산을 이양하거나 리츠의 자금 조달과 자산 운용, 시설 관리 등을 전반적으로 지원하여 리츠의 안정성 및 신뢰도를 높여줌
 - 대형 은행들은 계열사로 자산운용사, 종합부동산회사, 신탁사 등 리츠 운용에 필요한 관련 회사를 보유하여 시너지를 극대화
 - 상장 후 대형은행의 신용도에 따라 자금조달이 가능하여 시장 불안시에도 상대적으로 안정성을 높임
 - 현재 일본 상장리츠(J-REITs) 시장에서 시가총액 1위 리츠인 Nippon Buiding Fund는 미츠이부동산그룹이, 2위인 Japan Real Estate Investment Corporation은 미츠비시부동산그룹이 스폰서로 참여¹⁰⁾
- 금융기관 및 연기금 등 기관투자자가 상장리츠의 주요 투자자로 대거 참여하여 시장을 주도

7) 김필규, 2020, 리츠를 통한 부동산 간접투자 활성화 방안, 자본시장연구원 자본시장포커스 2020-27호.

8) 여필립, 2019, 일본 상장 리츠시장의 활성화와 특징, 자본시장연구원 자본시장포커스 2019-10호.

9) 2020년 말 기준 호주(6.2억달러), 한국(7.4억달러), 홍콩(3.2억달러), 싱가포르(3.2억달러), EPRA(2021. 1)

10) Japan Real Estate Investment Trust Data Portal(www.japan-reit.com)

- 리츠를 대형, 우량 상업용부동산의 유동화를 통해 안정적인 자산규모 및 배당 등을 제공하는 중수익·중위험 투자대상으로 인식
- 현재 J-REITs 투자자 중 기관투자자가 50%를 상회
- 정부는 도입 초기 리츠시장 활성화를 위해 관련 인프라 구축, 세제혜택 등 정책적 지원
 - 2002년, 후생노동성은 연금의 자산운용규제를 완화하여 J-REITs를 운용대상에 편입
 - 2003년, 세법개정을 통해 공모·상장을 전제요건으로 개인 및 기관투자자에게 세제혜택 제공
 - 2003년, 동경거래소에 리츠지수를 도입하고 투자신탁협회 규제 개정을 통해 리츠를 편입시킨 재간접 펀드 설정을 가능하게 함
- 정책적 지원과 함께, 글로벌 금융위기(2008년), 동일본대지진(2011년) 및 코로나19(2020년)등으로 리츠시장이 침체되자 정부가 직접 리츠시장에 참여하는 등 시장 활성화를 위한 노력을 지속
 - 2010년, 일본은행은 양적완화의 일환으로 J-REITs 매입을 결정하고 매입 규모를 지속적으로 확대
 - 2014년, 일본공적연금(GPIF)이 J-REITs 투자
 - 2020년, 코로나19 관련 금융완화책의 일환으로 일본은행의 J-REITs 매입 목표액을 기존의 2배로 확대(900억엔 → 1,800억엔)
- 이외에도 정부는 J-REITs의 개인투자자 확대 및 리츠규모 대형화를 위해 노력
 - 2014년, 개인 및 외국인투자자 확대 등을 위해 투신법을 개정하여 리츠의 해외자산 취득을 가능하게 함
 - 2014년, 개인투자자 확대를 위해 NISA 계좌를 통해 리츠투자를 가능하게 하였고 연간 120만 엔까지 비과세
 - 2015년, 동일 스폰서간 합병을 가능하게 하는 등 합병을 장려하면서 리츠를 대형화

□ 싱가포르의 일본과 달리 협소한 상업용부동산 규모에도 불구하고 정부 주도의 육성책과 적극적인 해외자산 편입을 통해 글로벌 리츠 중심지로 성장¹¹⁾¹²⁾

- 싱가포르 정부는 2000년대 초 대체투자 거래 중심지 육성의 일환으로 리츠 시장을 성장시켰고, 이를 위해 국부펀드 및 정부산하 기업 및 기관투자자 등이 리츠의 스폰서로 참여
 - 싱가포르 리츠의 성장을 견인한 시총기준 상위 5개의 리츠(CAPITALAND Mall Trust, ASCENDAS REIT, CAPITALAND Commercial Trust, MAPLETREE Commercial Trust, KEPPEL REIT 등)는 모두 국부펀드 Temasek Holdings가 스폰서로 활동¹³⁾
- 협소한 자국 부동산시장 규모에도 불구하고 해외부동산 편입을 통해 대형 리츠로 성장
 - 싱가포르 상장리츠(S-REITs)의 해외부동산 편입 비중은 2012년 64%(28개 리츠 중 18개)에서 2020년 10월 88%(42개 리츠 중 37개)로 확대

11) REIT Association of Singapore(www.reitas.sg)

12) SGX, 2021. 3, Chartbook: SREITs & Property Trusts, SGX Research.

13) 이경자·소지윤, All about Global REITs-1편 싱가포르: 정부가 키운 싱가포르 리츠의 시사점, 삼성증권 Global Research.

- 2020년 10월 기준, S-REITs의 72%(20개)는 싱가포르 및 해외자산을 편입, 15%(17개)는 해외자산만 편입, 13%(5개)는 국내자산만 편입
- 금융당국(MAS)은 리츠의 지배구조 강화 등 투자자보호를 위한 노력을 지속하여 싱가포르 리츠 시장에 대한 투자자 신뢰를 높임
 - 이해상충이 발생할 경우 스폰서나 자산운용사보다 투자자의 이익이 우선시됨을 발표¹⁴⁾하는 등 리츠의 지배구조 강화를 위한 노력을 지속
 - 싱가포르거래소 상장 기업을 대상으로 발표하는 지배구조 및 투명성 지수(SGTI)¹⁵⁾에 상장 리츠가 포함되어 매년 점수와 랭킹이 발표
 - 높은 해외부동산 편입으로 인한 외부 리스크 관리를 위해 차입비율 규제가 엄격
- 리츠지수 도입을 계기로 다양한 관련 상품을 출시하며 싱가포르 증권시장에서 중요한 세그먼트로 성장하여 현재 싱가포르거래소 시가총액의 12%를 차지¹⁶⁾
 - 2010년, 싱가포르거래소에 상장된 모든 리츠로 구성된 iEdge S-REIT Index를 도입, 세부 지수로 규모가 크고 거래량이 많은 리츠로 구성된 iEdge S-REIT Leaders Index가 있음¹⁷⁾
 - 2016년, 싱가포르거래소에 NikkoAM-Straits Trading Asia Ex-Japan REIT ETF, Phillip SGX APAC Dividend Leaders REIT ETF, Lion-Phillip S-REIT ETF 등 3개의 리츠 ETF가 상장
 - 2020년, 싱가포르거래소에 SGX FTSE EPRA Nareit Asia ex-Japan Index Futures, SGX iEdge S-REIT Leaders Index Futures 등 2개의 선물 상장
- 해외 리츠의 싱가포르거래소 상장 유치 및 싱가포르 리츠로의 투자자 확대를 위해 세계 혜택을 제공¹⁸⁾
 - 2005년, 싱가포르 국적 개인/법인 투자자, 해외 개인투자자를 대상으로 S-REITs의 싱가포르 내 부동산 자산에서 발생한 배당소득세를 면제, 해외 기관투자자는 배당세율을 20%에서 10%로 감면
 - 2007년, S-REITs에 편입된 해외 부동산 자산으로부터 발생한 해외 소득에 대한 과세를 면제하며 글로벌 리츠 IPO 중심지로 성장
 - 2018년, ETF 투자 확대를 위해 S-REIT ETF에 원천징수세(17%) 면제, 자격을 갖춘 외국 법인 및 개인이 수령한 S-REIT ETF 배당금에 대해 10% 감면세율 적용

□ 수년간 정체를 이어가던 우리나라 공모리츠 시장은 2018년 정부의 리츠 활성화 정책 발표 이후 업계, 투자자 등의 관심이 커지며 성장 가능성을 보여줌

- 2018년 12월, 정부는 리츠의 공모·상장 리츠 확대 방안을 발표하며 공모리츠에 대한 규제중심의 스탠스를 변화¹⁹⁾

14) MAS, 2014. 10. 10, Strengthening the REIT market, media releases.

15) Singapore Governance & Transparency Index

16) 2020년 10월 기준

17) 2020년 7월 15일, 시장을 대표성을 광범위하고 다양하게 보여주기 위해 기존 iEdge S-REIT 20 Index의 이름 및 방법론을 변경

18) PWC, 2019. 10, Worldwide Real Estate Investment Trust(REIT) Regimes.

19) 국토교통부·금융위원회, 2018. 12. 19, 리츠 공모·상장 활성화 방안, 국토교통부 보도자료.

- 그동안 고비용 구조의 리츠설립, 까다로운 공모·상장 규제 및 투자가능 리츠 부족으로 개인 투자자의 리츠투자 기회가 제한
 - 활성화 정책을 통해 개인에게 투자기회를 제공, 퇴직세대의 안정적인 소득원으로서의 역할, 실물 부동산투자에 유입되는 시중 유동성을 간접투자자로 유인하는 등의 효과를 기대
- 2019년 9월, 세제혜택, 정부기관 주도의 스폰서, 공모펀드 상품성 및 규모 확대 등이 포함된 공모형 부동산간접투자 활성화 방안을 발표하여 투자 환경을 조성²⁰⁾
- 세제혜택을 통해 사모펀드 대비 경쟁력을 강화
 - 연기금 등 정부산하 기관을 활용한 공모리츠·부동산펀드의 스폰서(앵커)를 조성
 - 공모리츠에 우량 공공자산 우선 공급 등을 통해 상품성을 높임
 - 재간접펀드의 사모투자 한도를 완화(현행 10% → 50%)하여 공모리츠의 상품성을 높이고 리츠의 대형화를 유도

공모리츠 세제혜택

	공모	사모
배당소득세	- 5천만원 한도로 분리과세 (9% 세율적용)	- 합산과세로 변경
취득세	- 공모 또는 공모가 투자하는 사모펀드에 취득세 감면 추진	-
재산세	- 공모 또는 공모가 투자하는 사모펀드에 재산세 분리과세	- 재산세+종합부동산세 가산 적용
양도세	- 기업이 공모리츠에 보유한 부동산을 출자시 발생하는 양도차익에 대한 법인세를 출자 대가로 받은 리츠의 주식 처분시까지 이연 (2022년까지 3년 연장)	-

□ 정부의 활성화 대책 발표 이후 업계 또한 공모리츠 활성화를 위해 활발히 노력

- 상장리츠 수는 2018년말 6개 → 2019년말 7개 → 2020년말 13개로 크게 증가
- 한국리츠협회는 공모리츠 시장의 선진화 및 시장의 다양한 의견을 대변하기 위해 산하에 제도개선 위원회를 발족(2020. 5)
- 금융투자협회와 리츠협회는 공모중심의 리츠시장 변화 및 규제패러다임 개선 등 리츠시장 활성화를 위해 업무협약을 체결(2020. 6)

선임연구원 김보영

20) 국토교통부, 2019. 9. 11, 경제 활성화 및 국민의 소득증대를 위한 「공모형 부동산간접투자 활성화 방안」 발표, 국토교통부 보도 자료.