

## 주식시장 개인투자자의 행태적 편익\*

선임연구위원 김준석

국내 주식시장 개인투자자는 주가가 급등한 주식, 거래량이 급증한 주식을 매수하는 경향을 보이며, 주가가 오를 경우 서둘러 매도하고 주가가 떨어질 경우 매도를 미루고 보유하는 행태를 보인다. 이러한 매매행태는 과잉확신, 처분효과, 제한된 주의, 대표성 편익 등의 행태적 편익(behavioral bias)과 연관이 있는 것으로 판단되며 직접투자 성과에 부정적인 영향을 미치는 요소로 작용한다. 개인투자자는 정보열위에 있는 데다 합리적 투자의사결정을 방해하는 여러 행태적 편익에 노출되기 쉽기 때문에 투자위험에 상응하는 투자성과를 얻기 어렵다. 본인의 주식투자에 대한 이해도와 직접투자 능력에 대한 냉정한 평가가 필요하며, 충분한 투자역량을 갖추고 있지 못하다고 판단된다면 간접적인 투자수단을 선택하는 것이 바람직하다.

개인투자자는 주식을 어떻게 사고 어떻게 파는가. 전체 투자대상에 대한 가용한 모든 정보를 수집하고 분석하여 위험 대비 수익을 최대화하는 포트폴리오를 구축한다고 대답하는 사람은 거의 없을 것이다. 금융기관, 미디어, 주변사람에게서 얻은 정보를 나름대로 해석하고 판단하여 몇 종목을 고르고, 투자자금을 적당히 쪼개 틈틈이 사고파는 것이 현실적인 상황이다. 더 오르기 전에 사야 한다는 불안감, 이 주식은 잘 안다는 자신감, 그 때 팔았어야 하는데 하는 후회감, 언젠가는 다시 오를 거라는 기대감이 교차한다. 개인투자자를 합리성(rationality)에서 분리시키는 이러한 현실적 요소들은 행태적 편익(behavioral bias)로서 개인투자자의 직접투자 성과에 영향을 준다. 물론 그 영향은 대개 부정적이다.

### 개인투자자의 행태적 편익

주식시장에서 관찰되는 개인투자자의 행태적 편익은 매우 다양하게 보고되고 있는데 대표적인 편익으로 네 가지 정도를 들 수 있다. 첫 번째는 과잉확신(overconfidence)이다. 자신의 예측이나 평가가 정확하다고 생각하거나 자신의 투자능력이 평균 이상이라고 믿는 경향으로, 개인투자자의 과도한 거래, 투기적 거래를 유발하는 핵심 원인으로 평가된다. 남성투자자가 여성투자자에 비해 거래를 많이 하는 반면 투자성과는 저조하다는 분석, 오프라인에서 투자성과가 좋았던 투자자가 온라인 거래를 시작한 이후 거래가 늘고 투자성과가 악화된다는 분석 등이 과잉확신의 영향을 보여주는 사례다.

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

두 번째는 처분효과(disposition effect)로, 손실이 난 주식은 오래 보유하고 이익이 난 주식은 서둘러 매도하는 경향이다. 손실의 실현을 미룸으로써 본인의 투자 의사결정 실수를 인정하는 데 따르는 심리적 불편함을 회피하고, 이익은 빨리 실현하여 만족감과 안도감을 얻고자하기 때문에 나타나는 현상으로 본다. 처분효과는 이익이 난 주식의 추가적인 수익기회는 포기하고 손실이 난 주식의 손실은 누적하는 결과로 이어져 전체 투자성과에 부정적인 영향을 주는 것으로 평가된다. 한편, 처분효과는 주식시장뿐만 아니라 파생상품시장, 부동산시장 등에서도 광범위하게 관찰되는 것으로 알려져 있다.

세 번째는 제한된 주의(limited attention)이다. 다양한 선택지와 많은 정보에 노출되어 있을 때 주의를 끄는 대상이나 활용하기 쉬운 정보를 선택하는 경향을 말한다. 이는 사람이 갖는 정보처리 능력의 한계와 정보처리에 따르는 인지적(cognitive) 비용의 존재에서 기인한다. 정보의 중요성에도 불구하고 두드러지지 않거나 이해하기 어려운 형식인 경우 간과하기 쉬우며, 미디어에 자주 노출된 주식, 주거나 거래량이 급등한 주식에 우선순위를 두기 쉽다.

마지막 네 번째는 대표성(representativeness) 편의이다. 대표성 편의는 어떤 사안을 유사성이나 스테레오타입(stereotype)에 근거하여 판단하는 경향을 의미한다. 최근의 주가변동이나 재무적 성과를 근거로 당분간 유사한 추세가 이어질 것으로 전망하는 것, 기업의 실질과 무관하게 사명에 “닷컴”이 포함되면 IT섹터 기업으로 “바이오”가 포함되면 의료섹터 기업으로 인식하는 것 등이 여기에 해당한다. 사안에 영향을 주는 다양한 요인들을 체계적으로 고려하지 않고 소수의 관측치, 표면적인 특성에 의존하기 때문에 편향된 평가와 비합리적인 의사결정이 나타날 가능성이 높다.

**개인투자자의 매수·매도 의사결정 특성**

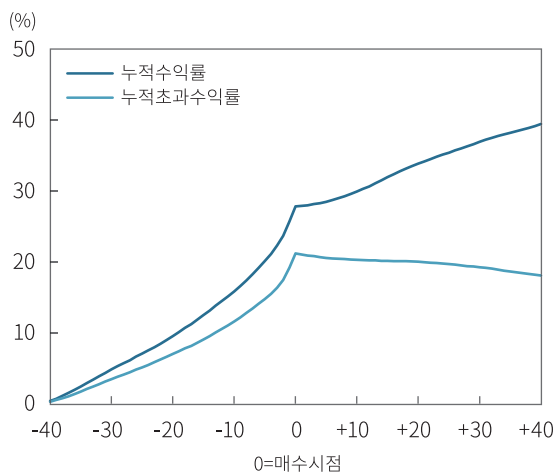
행태적 편의의 관점에서 한국 주식시장 개인투자자들의 매수, 매도 의사결정의 특징을 간단하게 살펴보자. 2020년 3월부터 10월까지 개인투자자 약 20만명의 상장주식 거래내역을 토대로 분석한다.

〈그림 1〉은 개인투자자의 개별주식 매수일 전후의 누적수익률과 누적초과수익률의 추이를 보여준다. 누적초과수익률은 각 주식의 수익률에서 시장모형(market model)을 이용하여 계산한 기대수익률을 차감하여 누적한 값으로 개별주식의 투자위험을 고려한 초과성과를 의미한다. 그림에 따르면 매수일 이전 40일간(거래일 기준)의 누적수익률은 25.8%에 이른다, 직전 20일간 16.8%, 직전 10일간 10.6%, 직전 5일간 6.6%로 매수일에 가까워질수록 가파른 주가상승 추세가 관찰된다. 누적초과수익률의 경우에도 추세는 유사하다. 매수일 이전 40일, 20일, 10일, 5일 기준으로 각각 19.2%, 12.6%, 8.2%, 5.1%로 나타난다. 분석기간 동안 개인투자자가 매수한 주식은 주가가 급등한 주식일 가능성이 높다는 결과다. 매수일 이후의 성과를 보면, 매수일 이후 40일간 누적수익률은 11.6%로 상승세가 크게 둔화되며 같은 기간 누적초과수익률은 -3.1%로 저조한 성과가 나타난다. 개인투자자의 매수 의사결정은 비효율적이었다는 이야기다.

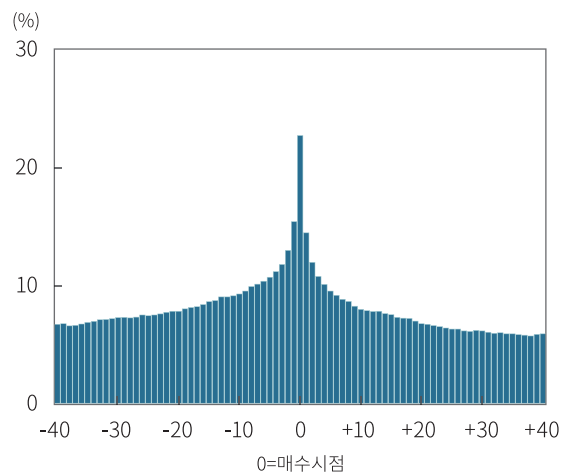
〈그림 2〉는 개별주식 매수일 전후의 일간 거래회전율 추이를 제시하고 있다. 매수 40일전 거래회전율은 6.7%인데, 이후 꾸준히 상승하여 매수일 전일에는 15.4%, 매수일 당일에는 22.7%에 이른다. 개인투자자가 매수한 주식은 거래량이 급증한 주식이라는 결과다. 반면 매수일 이후 거래회전율은 급격하게 감소한다.

이러한 결과는 개인투자자의 매수의사결정이 과잉확신, 제한된 주의, 대표성 편의에서 자유롭지 못하다는 사실을 시사한다. 주가가 급등한 주식, 거래량이 급증한 주식에 주목하여 주가가 추가로 상승할 것이라는 기대와 믿음을 갖지 않았다면 이러한 매수행태가 나타나기 어렵다. 만약 개인투자자가 각 매수일에 주식을 무작위로 선택했다고 가정할 때 매수일 이후 40일간 누적초과수익률은 2.2%로 추정된다. 무작위 선택의 성과와 실제 관찰된 성과의 차이는 부분적으로 행태적 편의에 따른 비용으로 이해할 수 있다.

〈그림 1〉 매수일 전후 누적수익률 추이



〈그림 2〉 매수일 전후 거래회전율 추이



이어서 매도의사결정의 특징에 대해 살펴보자. 각 개인투자자의 개별주식에 대한 매수와 매도를 선입선출(First-In-First-Out) 방식으로 매칭하고<sup>1)</sup>, 매수일 이후 일간으로 주가(종가기준)가 매수가격보다 높을 경우 이익포지션으로, 주가가 매수가격보다 낮을 경우 손실포지션으로 구분한다. 매도일의 경우에는 매도가격과 매수가격을 비교하여 이익포지션과 손실포지션을 구분한다.

〈그림 3〉은 이익포지션과 손실포지션의 보유기간별 매도비율을 보여주고 있는데, 보유기간과 무관하게 이익포지션 매도비율이 손실포지션 매도비율에 비해 약 두 배 정도 높은 것을 확인할 수 있다. 주식을 매수한 다음 날(보유기간 1일), 이익포지션의 41%를 매도하는 반면 손실포지션은 22%만을 매도한다. 손실포지션의 78%는 좀 더 지켜보기로 결정한다는 것이다. 매수 후 10일간 보유한 경우(보유

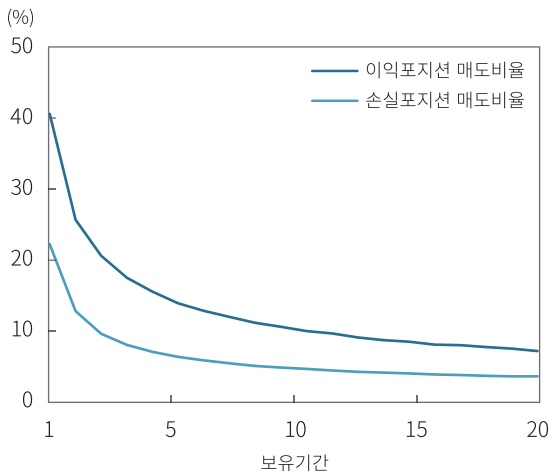
1) 가장 먼저 매수한 수량을 가장 먼저 매도했다고 가정하는 것이다. 매도일이 매수일과 동일하게 매칭된 표본은 분석에서 제외한다.

기간 10일)에도, 이익포지션은 11%를 매도하고 89%는 보유하는 반면 손실포지션은 5%를 매도하고 95%는 보유한다. 이익의 실현은 서두르고 손실의 실현은 미루는 개인투자자의 이러한 매도행태는 앞서 설명한 처분효과에 정확히 부합한다.

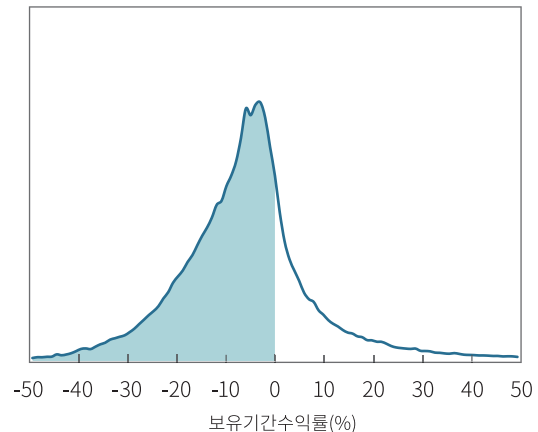
〈그림 4〉는 분석기간 종료시점에 개인투자자가 보유하고 있는 개별주식 포지션의 보유기간 수익률 분포를 제시하고 있다. 전체 포지션의 71.4%가 음(-)의 수익률, 즉 손실이다. 이익이 난 포지션은 이미 매도했으므로 남아 있는 것은 주로 손실포지션일 수밖에 없는 것이다. 보유기간 수익률 0% 부근에서 포지션 비중이 급격히 하락하는 것을 볼 수 있는데, 이익포지션의 매도가 수익률이 작은 구간에서 주로 이루어졌기 때문에 나타나는 현상이다. 다시 말해, 조금만 올라도 파는 경우가 많다는 것이다.

개인투자자가 주가에 대한 사적정보(private information)에 근거하여 매도의사결정을 내렸을 가능성이 높지 않다고 본다면, 상승장에서 수익기회를 제한하고 하락장에서 손실을 누적하는 개인투자자의 이러한 매도행태는 비효율적인 투자행태로 평가할 수 있다.

〈그림 3〉 이익·손실포지션 매도비율



〈그림 4〉 보유포지션의 수익률 분포



**맺음말**

개인투자자에 대한 다수의 연구결과에 따르면 개인투자자의 주식 직접투자 성과는 시장수익률을 상회하기 어렵다는 것이 일반적인 결론이다. 거래를 많이 할수록, 공격적으로 투자할수록 성과는 더욱 저조하다. 개인투자자가 정보열위에 있는 데다 합리적 투자의사결정을 방해하는 여러 행태적 편이가 개입되기 때문이다. 앞서 살펴본 바와 같이, 국내 개인투자자는 주가가 급등한 주식, 거래량이 급증한 주식을 매수하고, 주가가 오를 경우 서둘러 매도하고 주가가 떨어질 경우 매도를 미루고 보유하는 행태를 보인다. 인간의 인지적 한계, 편향된 믿음, 감정에서 유래하는 행태적 편이는 불가피한 측면이 크나 직접투자 성과에 있어서는 부정적인 영향을 미치는 요소로 작용한다.

주식시장 상승세가 둔화되었음에도 불구하고 지난해부터 시작된 개인투자자의 주식 순매수 추세는 좀처럼 꺾이지 않고 있다. 2020년 2월부터 올해 7월까지 개인투자자의 누적 순매수대금은 130조 원에 이르는데 이중 절반은 KOSPI 지수가 3,000을 돌파한 이후에 유입된 것으로 나타난다. 개인투자자의 주식거래도 여전히 활발하여 2021년 개인투자자 월간 거래대금은 450조원(매수·매도 평균), 거래비중은 70~75%로 지난해 하반기와 유사한 수준이다. 개인투자자의 행태적 편의와 주식시장의 정체를 고려할 때 개인투자자의 직접투자 증가를 긍정적으로만 평가하기는 어렵다.

주가에 영향을 주는 요인은 매우 다양하며 주식에 투자하는 것은 위험을 감수하는 행위이다. 개인투자자의 주식투자에 대한 이해도와 직접투자 능력에 대한 냉정한 평가가 필요하다. 이를 갖추지 못했다고 판단한다면 간접적인 투자수단을 고려하는 것이 바람직하다. 간접투자를 활성화하기 위한 노력이 필요하며, 동시에 개인투자자 행태적 편의를 유발하지 않는 그리고 감소시킬 수 있는 직접투자 환경을 조성해 나가야 할 것이다.

## ESG 기업공시 개선방안\*

연구위원 이상호

기후변화 대응, 책임투자 확산으로 기업의 ESG 활동에 대한 정보 수요가 급증하고 있다. 기준제정 기구별 보고기준이 상이하여 기업의 정보생산 부담은 가중되는 반면 정보의 비교가능성·신뢰성은 낮아, ESG 기업공시를 ‘어떻게’ 개선할지를 중심으로 발전적인 논의가 필요하다. 상장기업에 대해서는 재무적 위험성과 직결되는 중요 ESG 정보를 사업보고서 내 의무적으로 기재하는 방안을 마련할 필요가 있으며, 공시정보의 신뢰성 제고를 위해 장기적으로는 이에 대한 인증절차 역시 도입을 검토해야 할 것이다. 아울러, 기존 ESG 관련 정보의 공시체계를 재정비하고, 공시채널을 일원화하여 ESG 정보에 대한 투자자들의 접근성을 높일 필요가 있다.

기업의 환경, 사회, 지배구조(Environment, Social, Governance: ESG)(이하 ESG) 활동에 대한 정치·사회·경제적 관심이 고조되면서 ESG 관련 정보 수요가 급격히 증가하고 있다. 기후변화 위험, 소득 불평등 심화 등 기업 활동 과정에서 나타나는 부정적 외부효과 문제를 더 이상 간과할 수 없다는 인식과 함께 금융기관의 책임투자가 확대되면서(Henderson, 2020; OECD, 2020), ESG 기업공시를 ‘왜’ 강화해야 하는지에 대해서는 상당한 사회적 공감대가 형성된 것으로 보인다.

우리나라 정책당국 역시 ESG 정보 수요 증가에 대응하여 공시체계 개선을 추진 중에 있다. 우선적으로 ESG 공시를 ‘누구’에게 ‘언제’까지 강제할 것인지 계획을 수립하였으며, 유가증권시장 상장기업의 경우 2030년까지 ESG 공시의무를 단계적으로 확대해나갈 예정이다.<sup>1)</sup>

다만, ESG 공시의무를 ‘어떻게’ 강화해 나갈 것인지에 대해서는 발전적인 논의가 필요하다. ESG 관련 비재무정보의 보고기준 제정을 담당하는 주요 국제기구들 간에도 보고서 작성기준이 상이하여 기업의 공시부담은 가중되는 한편, 평가기관들의 평가기준 역시 일관되지 않아 공시 및 평가정보의 비교가능성과 신뢰성이 낮은 수준이다.<sup>2)</sup> 이에 한국거래소는 기업의 전략, 조직 구조, 운영 및 성과목표 전반에 ESG 요소를 통합하는 ESG 경영 모범사례를 제시하고 조직·환경·사회 측면에서 가장 핵심적인 공개지표를 제안하여 기업의 실질적인 ESG 활동과 공시의 방향성을 설정하는 초석을 마련하였

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

1) 금융위원회, 2021. 1. 14, 기업공시제도 종합 개선방안, 보도자료.

2) 이인형, 『ESG 평가체계 현황과 문제점』, 자본시장연구원 이슈보고서 21-09.

다.<sup>3)</sup> 그럼에도 불구하고 ESG 공시 강화의 시기·범위·방식 등을 두고 사회적인 논의가 뜨겁다.<sup>4)</sup>

재무보고 기준으로 국제회계기준(International Financial Reporting Standard: IFRS)을 채택하고 있는 우리나라는 궁극적으로 IFRS 재단이 제정 추진 중인 지속가능경영보고 기준을 ESG 관련 비재무보고 기준으로 준용해야 할 것이다. 기존 재무보고 기준과의 연계성, 국제정합성 측면에서 가장 합리적인 방안이기 때문이다.

그러나 여러 기준제정기구와 각 국가별·업종별 첨예한 이해관계가 조율되어 단일 기준의 ESG 보고체계가 확립되기까지는 상당한 기간이 필요할 것이다. 각 국의 정책 및 규제 강화로 인해 기업의 기후변화 대응, 사회적 책임 강화 필요성이 기업의 중요한 재무위험으로 부상하고 있는 만큼 IFRS 재단의 ESG 보고기준 제정이 완료될 때까지 우리나라 공시체계의 현상을 유지하는 것은 바람직하지 않다. 과도기적 상황에서 기업공시의 부담을 최소화하면서도 다수 이해관계자의 정보 수요를 충족시킬 수 있는 방안을 고안할 필요가 있다.

### ESG 공시의무화의 방향성

탄소국경세, 노동인권 강화 등 ESG 요소에 대한 규제 강화 기조는 세계적인 추세이며, 새로운 국제 무역 질서로 자리 잡을 가능성이 높다.<sup>5)</sup> 수출비중이 높은 국내 기업들의 경우 실질적인 사업위험과 직결될 것으로 보이며, 규제 강화의 속도가 빠른 국가 및 산업에 대한 매출비중이 높은 기업의 경우 해당 기업의 경영진뿐만 아니라 투자자 역시 위험관리가 필요할 것이다.

유럽연합을 비롯한 미국, 중국, 홍콩, 일본 등 우리나라 기업의 수출비중이 높은 국가에서 ESG 관련 규제와 공시의무가 동시에 확대되고 있고<sup>6)</sup>, 유럽연합의 지속가능 보고기준 설정과 관련한 새로운 제안서에는 공급망(supply chain) 수준에서 ESG 위험요인에 대한 중요성 검토를 강조하고 있다.<sup>7)</sup> 상기 권역에 대한 우리나라의 최근 5개년 연평균 수출비중은 61%에 달한다.<sup>8)</sup> 품목별로는 전기전자제품, 화공품, 수송장비, 기계류, 철강제품 순으로 비중이 높아 해당 공급사슬에 속하는 기업의 경우 ESG 요소에 대한 대응수준이 고객과의 계약에 유의적인 영향을 미칠 것으로 예상된다.

3) 한국거래소, 2021. 1. 18, ESG 정보 공개 가이드라인, 보도자료.  
 4) 한국경제, 2021. 1. 22, 정치권도 ESG 관심...의제 선점 경쟁 나서.  
 이투데이, 2021. 3. 30, 'ESG 공시 의무화 앞당기자' 토론회서도 '찬반' 팽팽.  
 법률신문, 2021. 4. 5, 기업, 사업영역별 특성 따른 ESG 정보공개 수준에 맞춰 대응해야.  
 매일경제, 2021. 4. 28, ESG 소문 못내면 소용없어... 공시에 공들여라.  
 5) Larch, M., Wanner, J., 2017, Carbon tariffs: An analysis of the trade, welfare, and emission effects. Journal of International Economics 109, 195-213.  
 6) Krueger, P., Sautner, Z., Tang, D.Y., Zhong, R., 2021, The effects of mandatory ESG disclosure around the world, Available at SSRN.  
 7) EU, 2021, Proposal for a Corporate Sustainability Reporting Directive (CSRD).  
 8) 관세청 수출입무역통계

위와 같은 ESG 경영의 시급성에 비해 일각에서는 당국의 공시의무 확대 일정이 신속하지 않고 의무화 대상도 협소하다는 지적이 있다.<sup>9)</sup> 구체적으로 2030년 이후, 유가증권시장 상장기업에만 공시의무를 부여한 것이 유럽연합을 비롯한 주요국들의 규제수준에 비해 지나치게 느슨하지 않느냐는 비판이다.

그러나 ESG ‘경영’의 시급성과 ESG ‘공시’의 시급성은 다른 차원에서 논의될 필요가 있다. ESG 공시의무화의 경우 부정적 외부효과, 사회적 비용, 혹은 사중손실 등을 줄일 수 있다는 이론적·실증적 근거가 아직 명확하지 않으며, 국제적으로 일관된 보고기준 또한 마련되지 않았다. 이러한 상황에서 ESG 정보에 대해 전면적인 공시의무를 부과할 경우 득보다 실이 많을 수 있다.

기업의 공시에는 직접적으로 정보의 생산·전파와 관련한 비용이 발생할 뿐만 아니라, 전유정보(proprietary information)의 노출과 같이 간접적인 경로로도 비용이 발생한다.<sup>10)</sup> 예를 들어 탄소감축을 위한 중장기 목표와 함께 연도별 감축 목표치, 진행률 관련 공시의무 등을 상세히 부과할수록, 탄소저감 설비를 도입하고자 하는 기업은 사업계획을 상당부분 노출한 상태에서 협상에 임해야 한다. 외부기술 의존도가 높고 협상력이 떨어지는 중소기업일수록 계약단가에 불리하게 작용할 가능성이 높은데 이러한 간접비용은 추정도 쉽지 않다.

따라서 의무공시로 인해 기업의 이행부담이 편익을 초과하는 상황, 즉, 규제 개입으로 인한 비효율을 초래하지 않으려면 의무공시를 최소화하고 자율공시를 우선할 필요가 있다.<sup>11)</sup> 자율공시 체제 하에서 ESG 대응수준이 높은 기업은 대응수준이 낮은 기업과 동등한 평가를 받는 역선택 상황에 놓이지 않기 위해 최적의 비용 수준에서 ESG 성과를 자발적으로 알릴 유인이 생기기 때문이다.<sup>12)</sup>

한편, 공시의무화가 시급하다는 주장에는 ESG 규제환경 변화가 사업위험에 미치는 영향이 유의적이고, ESG 요소가 기업의 지속가능성에 미치는 영향이 매우 중대하다는 인식이 전제되는데, 역설적으로 이는 기업의 자발적 공시 유인이 극대화될 수 있는 조건에 해당한다.

결국 ESG 공시의무화의 방향은 ESG 대응수준이 낮고 지속가능성이 떨어짐에도 관련 위험을 충실히 공시하지 않아 투자자 보호가 필요한 상황을 개선하는 데 초점을 맞출 필요가 있다. 최소한의 사업위험과 관련한 ESG 정보의 비대칭적 상황은 공시의무화를 통해 해소하더라도 상세정보에 대한 공시는 자율공시의 영역으로 놔두어 기업 스스로 시장의 신뢰를 구축할 유인을 제공하는 것이 바람직한 방향으로 판단된다.

9) 임팩트온, 2021. 1. 15, “2025년 너무 늦다” vs. “기업들 소화불량 걸린다”...ESG 정보공시 의무화, 어떻게 봐야 하나.  
 10) Verrecchia, R.E., 1983, Discretionary disclosure, Journal of Accounting and Economics 5, 179-194.  
 11) Blacconiere, W.G., Patten, D.M., 1994, Environmental disclosures, regulatory costs, and changes in firm value, Journal of Accounting and Economics 18(3), 357-377.  
 12) Akerlof, G., 1970, The market for “Lemons”: Quality uncertainty and the market mechanism, The Quarterly Journal of Economics 84(3), 488-500.

**중요 ESG 정보의 공시의무화**

ESG를 강조하는 국제 경제 질서의 변화는 수출 및 중간재 생산 비중이 높은 국내기업을 중심으로 재무적 위험성과 직결되는 중대한 사안이다. 국내 기업부문의 ESG 공시현황 분석결과에 따르면, ESG 대응수준이 낮아 규제환경 변화의 위험에 크게 노출되어있는 기업일수록 정보의 공시수준이 열악한 것으로 나타난다.<sup>13)</sup> 이러한 기업들은 스스로 유발한 사회적 비용을 자체적으로 부담할 역량이 현저히 떨어져 ESG 규제수준이 급격히 높아지게 될 경우 기업의 지속가능성을 담보할 수 없다. 투자자 보호 차원에서 관련 정보의 비대칭성 문제를 시급히 해소할 필요가 있어 보인다.

따라서 투자판단에 필요한 중요 ESG 정보는 사업보고서 상 ‘사업의 내용’ 혹은 ‘투자자 보호를 위하여 필요한 사항’에 공시를 의무화할 필요성이 제기된다. 구체적으로 대규모 기업보다는 중견·중소 규모 기업일수록, 유가증권시장 상장기업보다는 코스닥시장 상장기업의 ESG 대응수준이 낮은 것으로 판단되는 만큼 최소한의 ESG 정보 공시의무화는 해당 기업군의 투자자 보호 차원에서 긍정적 효과가 기대된다.

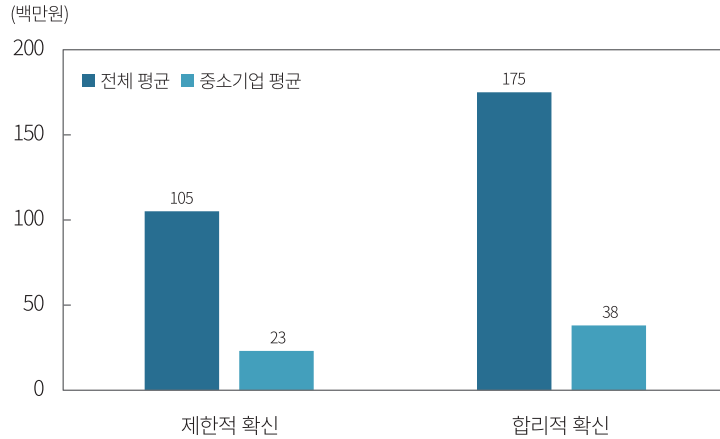
**인증절차 도입**

재무적 중요성에 기초한 중요 ESG 정보의 공시의무화와 함께 인증절차의 도입도 검토가 필요하다. 기업이 불리한 정보를 공시하지 않기 위해 중요 지속가능성 주제를 재량적으로 선정할 경우 공시의무화의 실효성이 떨어질 뿐만 아니라 공시정보의 신뢰성 또한 저하될 우려가 있기 때문이다.

다만, 인증절차 도입에 따른 기업의 이행부담 요인을 엄밀히 평가해볼 필요성 역시 제기된다. 유럽 연합의 경우 2018년부터 종업원 500인 이상 기업을 대상으로 비재무정보의 공시를 의무화하고 있음에도 제도의 실효성, 공시정보의 신뢰성이 문제가 되어 이를 강화하기 위한 인증절차를 도입 추진 중에 있는데, <그림 1>에서 유럽연합 기업들의 비재무정보에 대한 평균적인 인증비용을 살펴보면, 인증 수준에 따라 중소기업은 2,300만원~3,800만원, 대기업은 1억 500만원~1억 7,500만원의 인증비용이 매년 발생할 것으로 예상된다. 단, 이는 유럽연합의 비재무보고 지침에 따른 보고서 전체에 대한 인증비용이므로, 중요 ESG 정보로 인증대상을 제한하는 경우 우리나라의 인증비용 수준을 합리적으로 재산정해 볼 필요가 있다.

13) 이상호, 『ESG 정보 유용성 제고를 위한 기업공시 개선방안』, 자본시장연구원 이슈보고서 21-12.

〈그림 1〉 유럽연합 기업의 지속가능성보고서 예상 인증비용



주 : 인증비용은 유럽연합 기업의 지속가능성보고서 예상 인증비용을 원화로 환산한 금액이며(적용환율: 1,400(원/유로)), '제한적 확산'은 '합리적 확산'에 비해 증거수집절차가 제한적이고 보증수준이 낮아 소극적 형태로 결론을 표명

자료: EU, 2021, Proposal for a Corporate Sustainability Reporting Directive (CSRD)

### 기존 ESG 공시체계의 재정비 및 공시채널 일원화

아울러, 기존 ESG 관련 정보의 공시체계를 재정비하여 공시채널을 일원화할 필요가 있다. <표 1>에서 살펴보면, 환경(E)·사회(S) 관련 정보의 경우 사업보고서 공시, 거래소 공시, 개별법상 공시 등으로 여러 근거규정에 따라 다양한 공시채널에 공개되고 있다. 구체적인 항목을 살펴보면 World Economic Forum (2020)에서 권고한 환경(E)·사회(S) 요소 관련 주요 공시사항을<sup>14)</sup> 이미 상당수 포함하고 있어, 2026년까지 의무화 단계에 있는 지배구조보고서(G)의 내용과 함께 사업보고서를 중심으로 공시채널을 일원화할 경우 ESG 정보에 대한 투자자들의 접근성이 대폭 향상될 것으로 기대한다.

14) World Economic Forum, 2020, “Measuring Stakeholder Capitalism Towards Common Metrics and Consistent Reporting of Sustainable Value Creation”에 따르면, 환경(E) 요소로 탄소배출권, 기타 온실가스 배출, 수질 오염, 친환경 에너지 사용량, 기후 변화 대응, 법규 위반 사항 등을, 사회(S) 요소로 여성인력 비중, 근로복지 사항, 사업장 안전사항, 지역사회 기여도, 기타 법규 위반 사항 등을 주요 공시사항으로 권고한다.

〈표 1〉 환경(E) · 사회(S) 관련 기존 공시체계

A. 환경(E) 요소

구분	항목
사업보고서 <sup>1)</sup>	· 환경 관련 정부규제 준수 사항, 환경개선 설비에 대한 자본지출 계획 · 온실가스 배출량, 에너지 사용량
거래소 공시 <sup>2)</sup>	· 온실가스 배출권의 취득 · 처분 등 녹색경영정보에 대해 투자자에게 알릴 필요가 있다고 판단되는 사항 등
개별법 <sup>3)</sup>	· 환경보호, 자원절약, 오염물질 배출 저감 등을 위한 목표 및 주요활동계획, 성과에 관한 사항 등 공개 (환경정보시스템 공시)

주: 1) 증권의 발행 및 공시에 관한 규정 제4-3조 1항 3호; 기업공시서식 작성기준 제4-2-12조, 제11-3-11조

2) 유가증권시장 공시규정 제28조; 코스닥상장시장 공시규정 제26조

3) 환경기술 및 환경산업 지원법 제16조의8

B. 사회(S) 요소

구분	항목
사업보고서 <sup>1)</sup>	· 고용 현황 및 임원보수 · 양성평등
거래소 공시 <sup>2)</sup>	· 가족친화경영정보 · 노사관계
개별법 <sup>3)</sup>	· 고용형태 (고용안정정보망 공시) · 어린이집 설치 (보건복지부 홈페이지 공시)

주: 1) 자본시장법 제159조 제2항; 기업공시서식 작성기준 제9-1-1조, 제9-1-2조, 제9-2-1조, 제11-3-12조

2) 유가증권시장 공시규정 제28조; 코스닥상장시장 공시규정 제26조

3) 고용정책기본법 제15조의2; 영유아보육법 제14조의2

결론

지속가능경영의 중요성은 어제 오늘 강조된 것이 아니다. 1950년대 기업의 사회적 책임(Corporate Social Responsibility, 이하 CSR) 개념이 등장한 이후<sup>15)</sup>, 1990년대부터 이미 국제기구(OECD, UN, ISO 등)를 중심으로 환경 · 사회 등 다양한 지속가능성 문제에 대해 기업의 책임있는 시민의식을 강조하기 시작했다. 그러나 CSR의 개념적 모호성으로 그 동안 책임투자를 통한 금융기관의 효과적인 관여를 유도하는데 한계점이 존재했다.<sup>16)</sup>

15) Bowen, H.R., 1953, Social Responsibilities of the Businessman, University of Iowa Press.

16) 강원·정무권, 2020, 비재무지표와 기업의 시장성과 간의 관계에 대한 연구: ESG 지표 개발에 사용되는 사건의 시장반응 분석, 『연세경영연구』 57(2), 1-22.

이에 대한 대안으로 등장한 ESG는 기업의 지속가능성을 환경(E), 사회(S), 지배구조(G) 요소로 구분하여, 비재무정보이지만 객관적인 측정과 평가의 노력을 통해 다양한 이해관계자의 관여를 촉진한다는 점에서 기업경영 전반에 미치는 파급효과가 클 것으로 예상되며, 기업공시의 역할 또한 강조될 것으로 보인다.

다만, 현재로서는 ESG와 관련한 일관된 보고기준이 확립되어 있지 않고 기업별로도 ESG 공시수준이 상당한 편차를 보이고 있다. 전문 기관투자자의 경우 기업에 필요한 정보를 직접 요구하고 적극적인 관여를 할 수 있는 협상력을 보유하고 있지만, 이러한 협상력이 없는 개인투자자의 경우 정보 위험에 쉽게 노출될 수밖에 없다. 특히, ESG 공시수준이 낮은 기업들이 대체로 규모가 작고 코스닥시장 상장기업이 많아 기관투자자의 적극적인 관여 유인을 기대하기 어렵다는 점에서 투자자 보호를 위해서는 ESG 수준이 낮은 기업을 중심으로 정보비대칭성 해소를 위한 정책이 집중될 필요가 있다.

투자판단에 필요한 중요 ESG 정보는 사업보고서 상 ‘사업의 내용’ 혹은 ‘투자자 보호를 위하여 필요한 사항’에 공시를 의무화하여 ESG 정보의 비대칭적 상황을 적극 해소할 필요가 있다. 상세정보에 대한 공시는 자율공시의 영역으로 두어 기업이 자발적으로 시장의 신뢰를 구축할 유인을 제공함이 바람직하다. 공시정보의 신뢰성 제고를 위해 이에 대한 인증절차 역시 도입을 검토해야 할 것이다.

ESG 성과를 ‘어떻게’ 알릴지도 중요한 문제이지만 그 이전에 어떠한 ‘성과’를 알릴 것인지 내실에 집중하는 것이 가장 중요한 과제임을 간과해서는 안 된다. 실질이 뒤따르지 않은 공시는 결국 시장의 냉혹한 평가를 받기 때문이다.

## 미들마켓 사모대출 시장의 성장과 향후 전망

- 글로벌 사모대출 펀드의 운용자산 규모는 2010년 이후 연평균성장률 9.2%를 기록하며 미들마켓을 중심으로 빠르게 확대되고 있는 추세
- 이러한 성장세는 미들마켓 기업에 대한 은행의 대출 비중 축소, 중위험·중수익 추구 상품에 대한 대체투자 수요 증가, 전통자산 대비 높은 수익률 제공 등에 기인
- 코로나19로 경기변동성이 확대되고 많은 기업들이 자본부족 현상을 겪게 되자 글로벌 주요 운용사들은 수익성 극대화를 위해 사모대출 투자를 확대하기 위한 역량을 확보
- 그러나 수년간 사모대출 거래의 레버리지 수준이 꾸준히 확대되고 있고 커버넌트 라이트 발행 비중이 최근 급증하면서 사모대출 시장의 유동성 이슈에 대한 우려가 점증
- 국내의 경우 올해 10월 자본시장법 개정안 시행을 통해 사모대출 펀드의 운용 대상이 확대 허용되면서 사모대출 시장 형성이 본격화될 것으로 전망

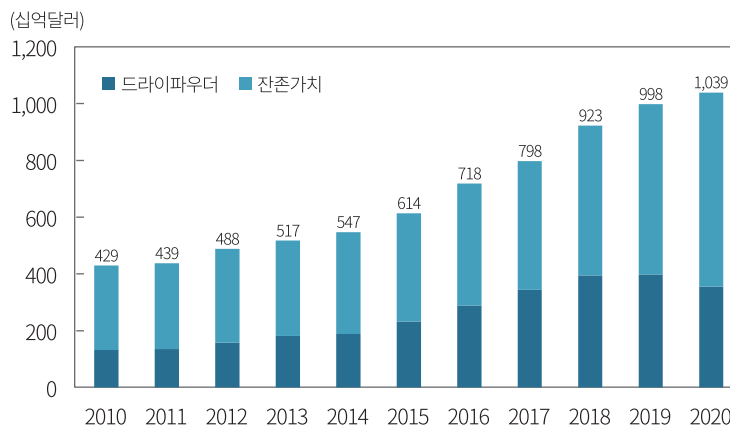
- 글로벌 사모대출 펀드(Private Debt Fund: PDF)<sup>1)</sup>의 운용자산 규모는 2010년 이후 연평균성장률 9.2%를 기록하며 미들마켓(middle-market)<sup>2)</sup>을 중심으로 빠르게 확대되고 있는 추세
  - 사모대출 펀드의 총 운용자산(AUM)은 2010년 4,291억달러에서 2020년 1조 391억달러로 연평균증가율 9.2%를 기록하며 성장
  - 자금모집의 경우 2020년 1,513달러를 기록하였으며 이는 2010년 559억달러에 비해 2.7배 증가한 수치로, 사모대출 펀드에 대한 자금유입이 크게 증가
    - 코로나19 여파로 2019~2020년 상반기까지 사모대출 펀드의 신규 자금모집이 다소 주춤하였으나 이후 점차 회복세를 보이며 2021년 상반기에는 전년동기대비 64.6% 증가
  - 사모대출 펀드 유형으로는 직접대출이 46.2%로 가장 높은 비중을 차지하고 있으며, 메자닌(13.1%)과 부실채권(12.6%), 특수목적(12.3%) 펀드가 뒤를 이음
  - 사모대출 시장은 특히 미국과 유럽 지역의 미들마켓에 대한 직접대출 투자를 중심으로 두드러지게 성장
    - 미국은 2020년 기준 미들마켓 대상 직접대출 투자 중 약 80% 이상이 사모대출 펀드를 통해 이루어지며 사모대출 시장이 가장 발달

1) 부채성(debt) 증권에 투자하는 사모펀드로서 자금이 필요한 기업에게 직접대출을 제공할 뿐만 아니라 부실채권, 메자닌, 부동산, 인프라 등에 투자하여 수익을 내는 펀드를 지칭

2) 상각 전 영업이익(EBITA) 기준 1,500만~5,000만달러 기업을 의미

- 유럽의 경우 미들마켓에서 은행의 신디케이트론과 상호보완적인 역할을 하며 발전해옴에 따라, 직접대출의 투자 규모가 2012년부터 현재까지 매년 20% 이상 증가한 것으로 분석<sup>3)</sup>
- 아시아의 경우 상대적으로 사모대출 시장의 발달 정도가 낮아 전체 운용자산 규모에서 차지하는 비중은 약 7%에 불과하나, 최근 글로벌 주요 운용사들이 아시아 지역 시장점유율을 높이기 위해 투자 기회를 모색
- 아시아의 경우 아직까지 은행 대출에 대한 의존도가 약 75%로 높게 나타난 가운데 주로 기업의 성장을 위한 성장금융, 인수금융, 부동산 등으로 투자가 이루어짐

〈그림 1〉 글로벌 사모대출 펀드 운용자산 추이



자료: PitchBook

□ 글로벌 사모대출 시장의 성장은 미들마켓 기업에 대한 은행의 대출 비중 축소, 중위험·중수익 추구 상품에 대한 대체투자 수요 증가, 전통자산 대비 높은 수익률 제공 등에 기인

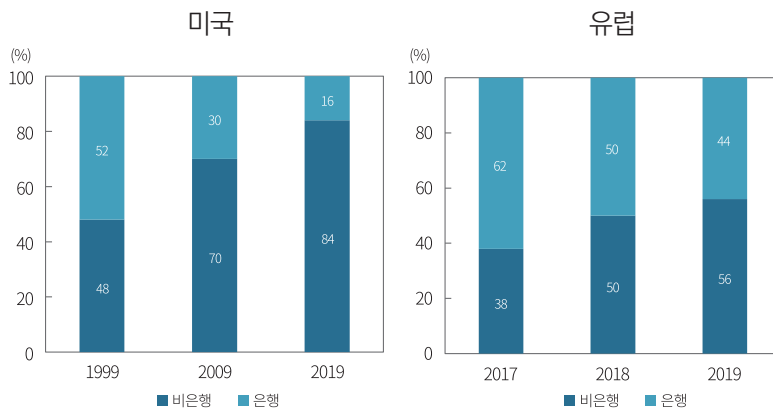
- 글로벌 금융위기 이후로 은행과 같은 전통적 금융기관들이 자본규제 강화에 대응하여 소형·중견기업에 대한 대출을 계속해서 축소함에 따라 비은행 대출기관에 대한 중소기업들의 자금수요가 증가
  - 은행은 주로 대기업을 대상으로 대규모 신디케이트론(Broadly Syndicate Loan: BSL)<sup>4)</sup>을 제공하자 중소기업은 자금조달에 제약을 받게 되었으며, 더 높은 이자율을 지급하더라도 신용공여를 받기 위한 중소기업들이 증가하면서 이러한 수급 불균형을 비은행 대출기관이 메움
  - 미국의 경우 미들마켓에서 비은행 대출기관의 시장점유율이 장기간 지속적으로 확대되며 2019년에는 84%로 대부분을 차지하고 있으며, 유럽의 경우 2017년 38%에서 2019년 56%로 최근 빠른 증가세를 보임

3) Tikehu Capital, 2021, European Direct Lending-Delivering Through the Crisis.

4) 주관 은행이 대규모 기관투자자와 함께 차관단(syndicate)을 구성하고 차관단에 참여한 투자자들이 자금을 출자하고 투자하는 형태

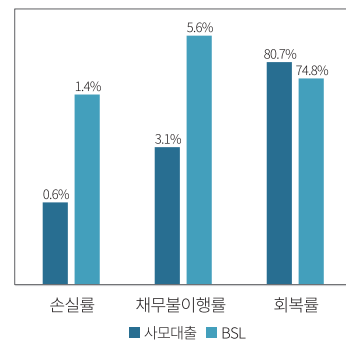
- 투자자 측면에서는 장기적인 저금리 기조 하에 PE나 부동산보다 위험이 낮고, 채권 대비 높은 수익률을 제공하는 대체투자의 수단으로 선호가 높아지며 연기금 및 패밀리오피스의 참여가 확대
  - 직접대출은 투자자산의 비유동성으로 인한 프리미엄으로 약 5~10% 수준의 내부수익률(IRR)을 추구<sup>5)</sup>하며 저금리 상황에서 전통적 자산에 대한 대안으로 자리 잡음
- 특히 사모대출은 BSL에 비해 보수적으로 구조화되어 미들마켓 거래에서 안정적인 측면으로 투자자들에게 부각
  - 사모대출은 BSL에 비해 대출조건과 실사가 더 엄격하므로 손실률(loss rate)과 채무불이행률(default rate)이 상대적으로 낮고 회복률(recovery rate)이 높게 나타남
  - 또한 일반적으로 중도거래되지 않고 만기보유를 가정하므로 변동성과 유동성이 낮고 수익률은 상대적으로 높음

〈그림 2〉 미들마켓 기업에 대한 대출 비중



자료: S&P LCD Leveraged Lending Review, Alix Partners Mid-Market Report

〈그림 3〉 사모대출과 BSL의 위험 비교



주 : 1995~2020년  
자료: S&P LCD

□ **코로나19로 경기변동성이 확대되고 많은 기업들이 자본부족 현상을 겪게 되자 글로벌 주요 운용사들은 수익성 극대화를 위해 사모대출 투자를 확대하기 위한 역량 확보에 나섬**

- 코로나19로 은행은 리스크를 최소화하기 위해 중소기업에 대한 대출을 더욱 보수적으로 운용하게 되면서 사모대출 시장에서 자본부족을 겪는 중소기업이 증가
- 또한 전 세계 중앙은행과 정부가 경기부양책을 실시한 후 채권금리와 주식 밸류에이션이 증가하게 되자 투자자들은 안정적인 위험조정 수익률을 제공하는 사모대출 시장에 투자 기회를 모색
  - 유동성 공급에 대한 기업 수요의 증가로 직접대출 투자를 위한 자금모집은 2021년 상반기 기준 전년동기대비 84% 증가하였으며, 위기에 처한 기업의 부실자산 매입을 위한 자금모집 또한 전년동기대비 71% 증가

5) Russell Investments, 2021, Private Debt: Opportunities in a diverse market.

- KKR, Apollo, Carlyle 등 글로벌 주요 운용사들은 2021년 증가하는 시장 수요에 대응하기 위해 사모대출 투자를 확대하려는 움직임을 보임
  - KKR은 올해 6월 자사의 사모대출 플랫폼을 확장시키기 위해 담보대출 및 재고금융(inventory finance) 분야의 전문가들을 영입
  - Carlyle은 2월에 2024년까지 최소 1,300억달러 이상의 사모대출 펀드 자금모집을 통해 자사의 사모대출 포트폴리오 운용자산을 40%이상 확대하겠다는 사업계획을 발표
  - Apollo는 4월 자사 신용 사업부의 일부로, 포트폴리오의 유동성 요구를 해결하기 위한 목적의 사모대출 세컨더리 플랫폼(Apollo Credit Secondaries)을 10억달러 규모로 신규 설립
  - JP morgan Asset Management는 사모대출 사업부문을 확장하고 직접대출에 주력하기 위해 자금조달, 투자실행 및 관리를 수행하는 전문 플랫폼인 Global Performing Credit Platform을 9월에 설립

#### □ 올해 상반기에 자금모집을 진행 중인 사모대출 펀드의 수가 651개로 사상 최고치를 기록함에 따라 코로나19 이후 주요 운용사 간 사모대출 딜소싱 경쟁이 심화될 것으로 예상

- 대형 운용사들은 코로나19 이후 더 많은 자금을 유치할 수 있게 되면서 2021년 상반기 10억달러 이상 규모의 펀드 결성 비중이 33.8%로 가장 높은 수치를 기록하며 펀드의 대형화가 진행
  - 지난 1년간 시장 참여자의 증가에도 불구하고, 상위 5개 운용사가 전체 사모대출 거래의 절반 이상을 차지<sup>6)</sup>하며 상위 운용사 주도의 대형 규모 거래가 전체 시장을 이끌
- Preqin 보고서<sup>7)</sup>에 따르면 2021년 상반기 기준 사모대출 투자자의 68%가 향후 1년 내에 직접대출 투자를 목표로 하고 있는 가운데 이는 전년동기대비 30%p 증가한 수치로, 사모대출 시장에 대한 투자 수요는 계속해서 지속될 것으로 전망
- 사모대출 펀드에 대한 자금모집은 크게 증가한 반면 아직 투자 대상을 찾지 못한 미집행약정액(dry powder)은 3,640억달러로 기록적인 수준에 도달한 상태이므로 투자금 소진을 위한 운용사 간 딜소싱 경쟁이 심화될 것으로 판단

#### □ 그러나 수년간 사모대출 거래의 레버리지 수준이 꾸준히 확대되고 있고 커버넌트 라이트(covenant-lite)<sup>8)</sup> 발행 비중이 최근 급증하면서 사모대출 시장의 유동성 이슈에 대한 우려가 점점

- 장기적으로 저금리 환경에서 레버리지론 발행 기업들의 총 부채규모가 크게 증가함에 따라 미들마켓 거래의 레버리지<sup>9)</sup>는 2010년 4.2x에서 2021년 6.1x까지 꾸준히 상승
- 또한 미국 레버리지론 중 커버넌트 라이트 발행 비중이 지난 몇 년 간 지속적으로 확대되면서 2020년에는 사상 최고 수준을 기록함에 따라 투자자 보호 측면에서 우려가 제기

6) GCA Altium, 2020, MidCap Monitor.

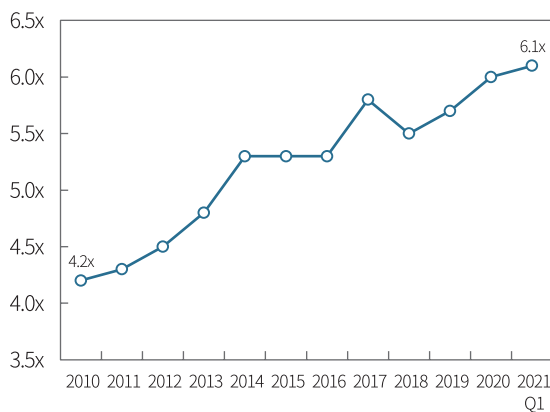
7) Preqin, 2021, Preqin Quarterly Update: Private Debt Q1 2021 Tearsheet.

8) 커버넌트는 대출기업과 금융기관 간 대출계약서(agreement) 내 대출기업이 지켜야 할 책임요건을 명시한 것으로 커버넌트 라이트는 이러한 의무를 일부 생략한 약식조항을 의미하며, 커버넌트는 일종의 투자자 보호 장치로서 기능을 수행

9) EBITDA 대비 총차입금을 의미하며 기관투자자의 선순위 및 후순위대출, 유닛트랜치를 모두 포함한 값

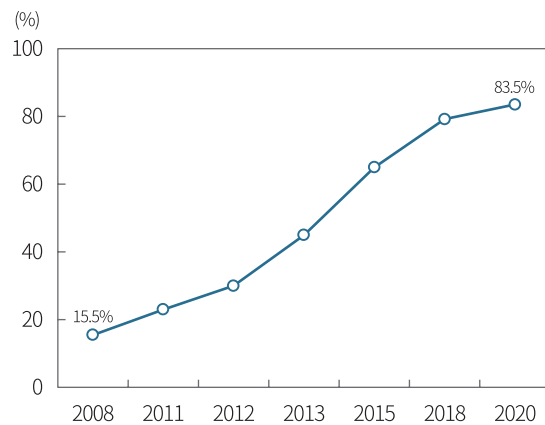
- 커버넌트 라이트 발행 비중은 2020년 83.5%를 기록하였으며 이는 글로벌 금융위기 직전인 15.5%에 비해 크게 확대된 수준
- 또한 차입자의 대출조건을 완화시키기 위한 계약수정 또는 중단을 위해 대출기관과 긴급하게 거래를 체결하는 커버넌트 릴리프(covenant-relief) 건수 또한 182건으로 2019년 대비 4배 이상 증가<sup>10)</sup>
- 비유동적인 사모대출 시장에서 커버넌트는 투자기업의 재무비율 수준 등을 검토하는 등 포트폴리오의 손실 관리를 위해 중요한 역할을 수행하나, 최근 커버넌트 라이트의 발행이 급증하면서 기업의 재무건전성 등을 파악하기 어려울 가능성 존재
- 또한 이러한 기업들의 채무불이행률 및 회수율에 영향을 미칠 수 있으므로 최근 사모대출 거래에서 커버넌트의 투자자 보호 기능이 크게 약화된 것으로 판단

〈그림 4〉 미들마켓 거래의 레버리지 추이



자료: S&P Global LCD, William Blair(2021)<sup>11)</sup>

〈그림 5〉 미국 레버리지론 중 커버넌트 라이트 발행 비중



자료: S&P Global Market Intelligence

□ 코로나19를 분기점으로 사모대출 시장 환경에 기회와 우려가 공존하고 있는 만큼 투자대상 기업에 대한 사전 평가와 사후 리스크 관리가 매우 중요할 것으로 판단

- 코로나19의 시장 영향이 지속되면서 은행의 기업대출이 줄어들고 있는 만큼 사모대출 시장에서 전문 운용사들의 영향력이 점차 높아지고 있는 상황
- Bloomberg에 따르면 2020년 2분기 사모대출 펀드의 채무불이행률이 8.1%까지 급증한 후 현재까지 점진적 하락세를 보이고 있으나 아직까지 코로나19로 인한 불확실성이 상존하고 있으므로 사전에 투자대상 기업의 펀더멘털, 담보 여력 등에 대한 검토와 평가가 필요
- 또한 커버넌트 라이트 발행 증가로 대출기업에게 상당한 재량을 부여한 상황으로 이는 향후 부실화되는 기업대출이 증가할 가능성이 있으므로 투자가 실행된 기업들의 리스크에 대한 지속적인 모니터링이 요구

10) S&P Global LCD Market Review

11) William Blair, 2021 Q1, Leveraged Finance

□ 국내의 경우 올해 10월 자본시장법 개정안 시행을 통해 사모대출 펀드의 운용 대상이 확대 허용되면서 사모대출 시장 형성이 본격화될 것으로 전망

- 올해 10월부터 자본시장법 개정안 시행을 통해 기존 전문투자형 사모펀드만 가능했던 대출형 펀드 조성이 경영참여형 사모펀드도 허용<sup>12)</sup>됨에 따라 향후 국내 PEF 운용사들의 사모대출 시장 진입이 점차 증가할 것으로 예상
  - 국내 일부 PEF 운용사의 경우 최근 사모대출 영역을 확대하기 위해 신규인력 영입, 부서신설 등을 수행하고 사모대출 펀드 설립을 검토하고 있는 것으로 나타남
  - 은행이 주력하는 인수금융 시장과도 수익 구조가 달라 경쟁이 적으므로 사모대출 시장에 사업영역을 확대할 수 있을 것으로 판단
- 그리하여 사모대출 투자의 특성에 따른 중장기적 시각을 통해 향후 국내 중소·중견기업에 대한 성장자금 공급 및 경영개선, 구조조정 등을 위한 일정 역할을 수행할 것으로 기대

선임연구원 안유미

12) 기존 전문투자형 사모펀드와 경영참여형 사모펀드로 구분하던 기준이 투자자의 성격 및 구성에 따라 일반 사모펀드 및 기관전용 사모펀드로 재편되며, 운용규제의 일원화로 전문투자형 사모펀드만 가능했던 대출형 펀드 조성이 기관전용 사모펀드에게도 허용됨에 따라 회사채, 구조화채권, 부실자산, 부동산 등 다양한 영역과 전략에 투자가 가능해짐

## 글로벌 테마형 ETF 시장 동향

- 2020년 이후 글로벌 ETF 시장의 빠른 성장과 함께 역대 최대 규모의 자금이 테마형 ETF 시장으로 순유입됨에 따라 2021년 5월말 현재 전 세계 테마형 ETF 운용자산 규모는 2019년말 대비 두 배 이상 증가
- 글로벌 테마형 ETF 시장의 성장은 미국이 주도하고 있는 반면, 뮤추얼펀드를 포함할 경우 글로벌 테마형 펀드 운용자산 규모의 절반 이상을 유럽에서 설정된 펀드가 차지
- 투자자는 테마형 ETF를 통해 하나 이상의 특정 테마에 노출된 주식에 투자할 수 있으며, 팬데믹 이후 기후변화, 커넥티비티, 건강, 빅데이터 등의 테마에 대한 투자가 큰 폭으로 증가
- 국내 테마형 펀드 시장 또한 최근 높은 성장률을 보이고 있는 가운데, 적극적으로 운용되어 상대적으로 높은 수수료가 부과되는 테마형 펀드가 반드시 그에 합당한 고수익을 보장하지 않는다는 점을 유의할 필요가 있음

- 2020년 팬데믹 이후 역대 최대 규모의 자금이 테마형 ETF 시장으로 순유입됨에 따라 2021년 5월말 현재 전 세계 테마형 ETF 운용자산 규모는 2019년말 대비 두 배 이상 증가한 4,140억달러를 기록
  - 테마형 펀드는 하나 이상의 투자 테마에 대한 노출에 기초하여 보유자산을 선택하는 펀드로 정의할 수 있으며, 예를 들어 투자자는 테마형 펀드를 통해 전기자동차, 사이버보안, 클린에너지, 비건 상품 등 특정 테마에 투자할 수 있음
  - ETFGI에 따르면, 전 세계 ETF<sup>1)</sup> 운용자산 규모는 2021년 5월말 기준 9조 2,100억달러로 2020년말 대비 15.3% 증가하였으며, 2019년말과 비교하면 44.7% 증가하는 등 최근 매우 높은 성장세를 나타냄<sup>2)</sup>
    - 올해 들어 지금까지 전 세계 ETF 시장 순유입액은 5,594억 8천만달러로 지난해 동기간 순유입액 2,293억 4천만달러의 두 배가 넘는 수치를 기록
  - 팬데믹 이후 특히 테마형 ETF에 대한 관심이 매우 높아져 올해 전 세계 ETF 시장 순유입액의 10%에 가까운 510억달러 규모의 자금이 테마형 ETF 시장으로 순유입된 것으로 나타남
    - 이는 지난해 동기간 기록한 역대 최대 규모의 순유입액 456억달러를 넘는 수준
  - <그림 1>에서 2021년 5월말 현재 전 세계 테마형 ETF 운용자산 규모는 4,140억달러로 전체 ETF 시장에서 차지하는 비중은 2019년말(2.9%) 대비 큰 폭으로 확대된 4.5%에 해당<sup>3)</sup>

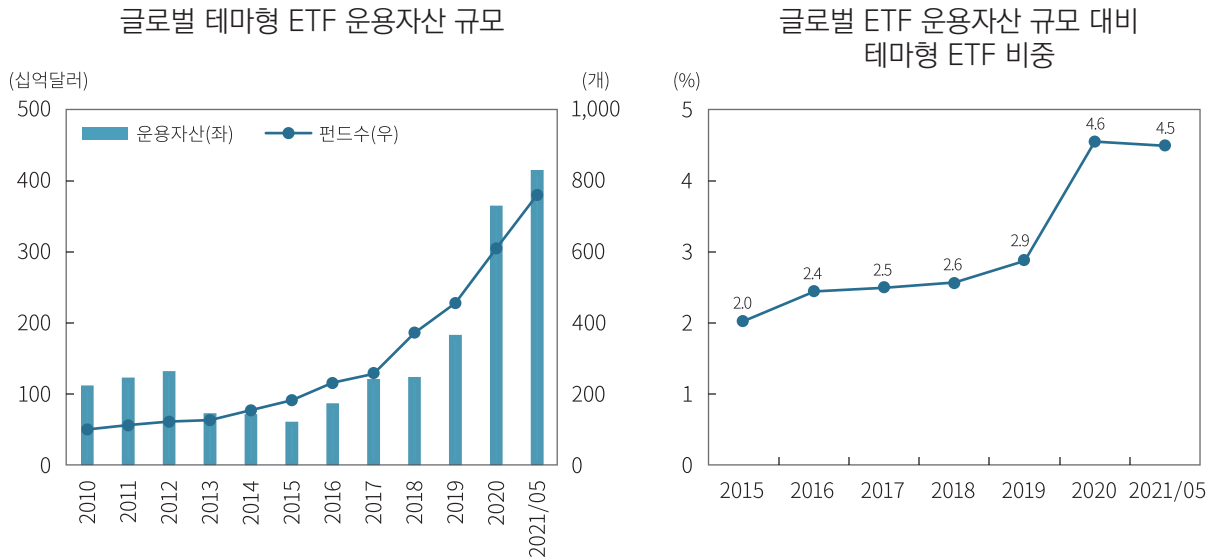
1) 본 보고서에서 ETFGI 데이터를 인용한 ETF 수치는 ETP를 포함하고 있음

2) ETFGI, 2021. 7. 14, ETFGI reports assets are a record US\$9.35 trillion and net inflows a record US\$660.73 billion for the global ETFs industry at end of first half 2021, press release.

3) ETFGI, 2021. 6. 30, ETFGI reports assets invested in Thematic ETFs and ETPs listed globally reached a record US\$414

- 2001년 첫 번째 테마형 ETF인 iShares North American Natural Resources ETF가 상장된 이후 펀드의 수와 다양성이 꾸준히 증가해 왔으며 5월말 현재 전 세계적으로 758개의 테마형 ETF가 상장되어 있음

〈그림 1〉 글로벌 테마형 ETF 시장 현황



주 : ETP 포함  
 자료: ETFGI

□ 글로벌 테마형 ETF 시장의 성장은 미국이 주도하고 있는 반면, 뮤추얼펀드를 포함할 경우 글로벌 테마형 펀드 운용자산 규모의 절반 이상을 유럽에서 설정된 펀드가 차지

- 〈그림 2〉에서 미국의 테마형 ETF 운용자산 규모는 2020년에 3.7배 성장(278억달러 → 1,041억 달러)한 후 올해 상반기에 또다시 37.6% 성장하는 등 최근 글로벌 테마형 ETF 시장 대비 더 높은 성장세를 나타냄<sup>4)</sup>
  - 2021년 2분기말 현재 미국 테마형 ETF 운용자산 규모는 1,432억달러, 펀드수는 173개로 2020년 이후 60개의 펀드가 신규 설정되고 10개의 펀드가 청산됨
- 미국의 테마형 ETF 운용자산 규모가 미국 전체 ETF 시장에서 차지하는 비중은 2021년 2분기말 현재 2.2%로 2019년말 0.6% 대비 큰 폭으로 확대
- 한편 〈그림 3〉의 유럽의 테마형 ETF 시장 또한 2020년중 95억유로의 역대 최대 규모의 자금이 순유입된 데에 힘입어 운용자산 규모가 2019년말 82억유로에서 2020년말 227억유로로 거의 3배 가까이 증가<sup>5)</sup>
  - 2020년중 17개의 펀드가 신규 설정된 반면 청산된 펀드는 없음

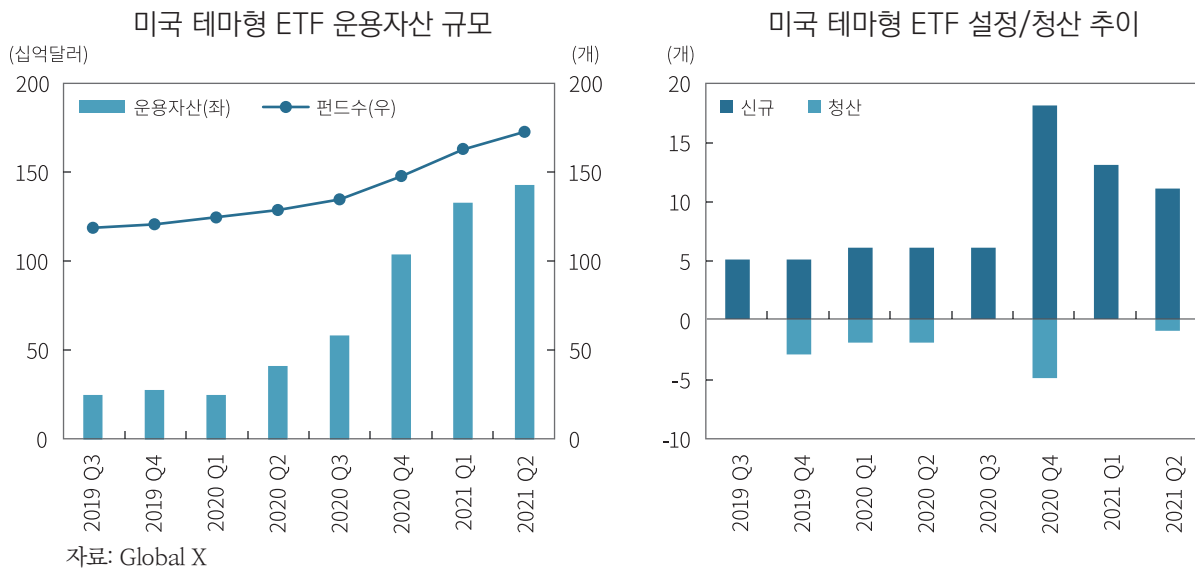
billion at end of May 2021, press release.

4) Global X, 2021, *Thematic ETF Report: Q2 2021*.

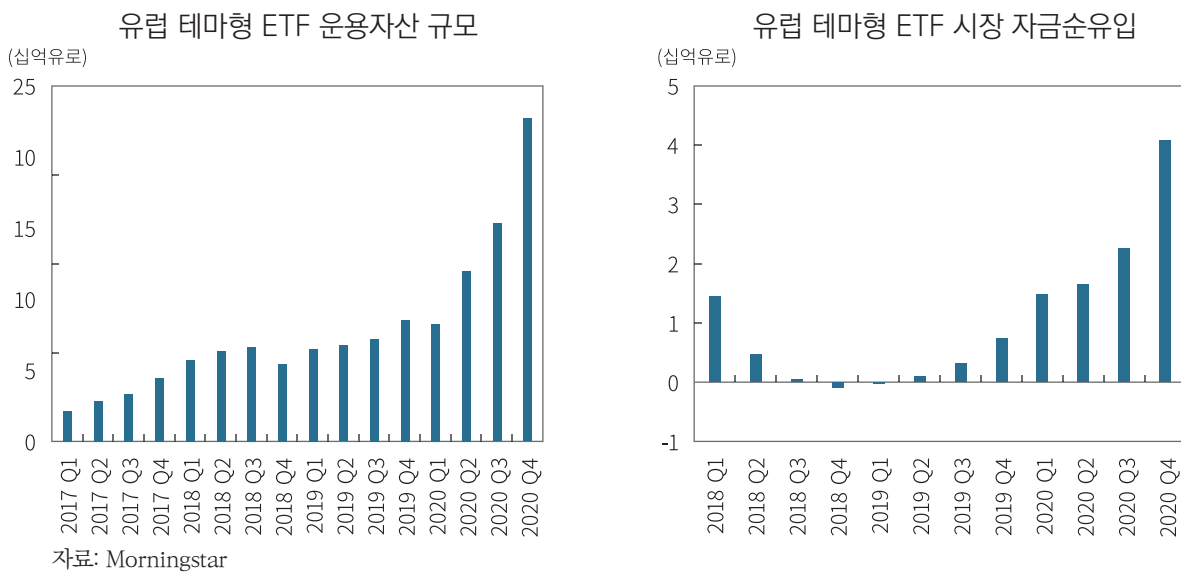
5) Morningstar, 2021, *European Thematic ETF Roundup 2020*.

- 다만 Morningstar에 따르면 뮤추얼펀드를 포함할 경우 글로벌 테마형 펀드 운용자산 규모의 절반 이상을 유럽에서 설정된 펀드가 차지하고 있음<sup>6)</sup>
  - 2021년 1분기말 기준 글로벌 테마형 펀드 운용자산 규모는 5,950억달러로 이 중 유럽지역 테마형 펀드의 운용자산 규모는 51%가 넘는 3,040억달러(미국: 1,625억달러) 수준
  - 미국이 Ark Investment로 대표되는 테마형 액티브 ETF 비중이 높은 반면 유럽의 경우 테마형 펀드 시장에서 ETF 비중이 매우 낮은 상황

〈그림 2〉 미국 테마형 ETF 시장 현황



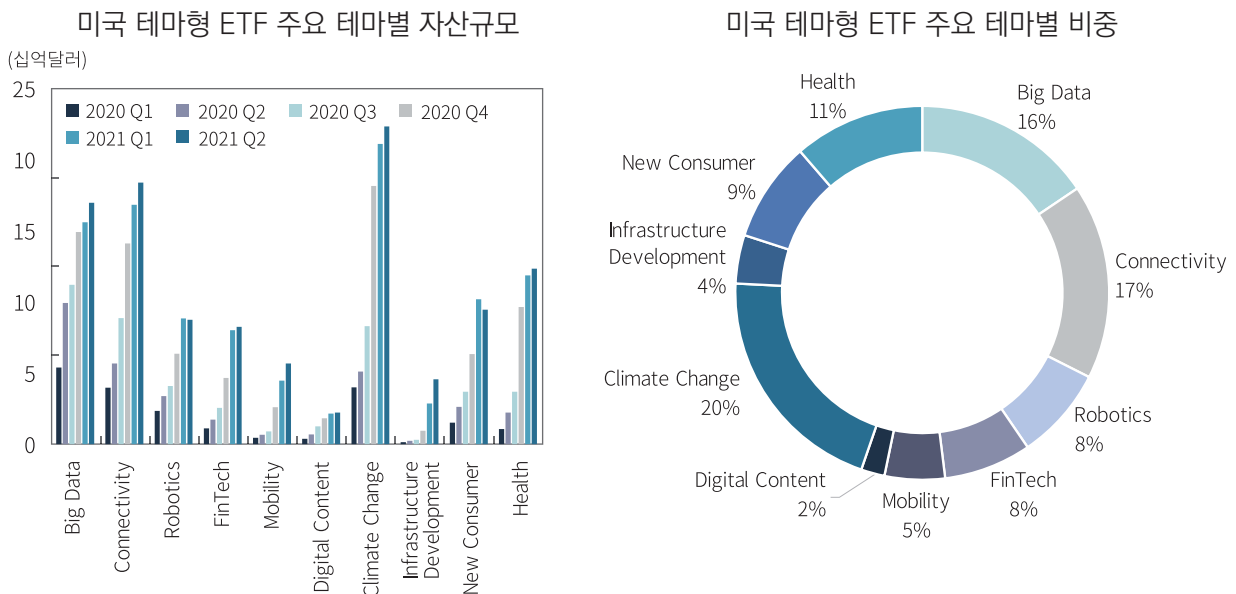
〈그림 3〉 유럽 테마형 ETF 시장 현황



6) Morningstar, 2021, *Global Thematic Funds Landscape*.

- 투자자는 테마형 ETF를 통해 특정 테마에 노출된 주식에 투자할 수 있으며, 팬데믹 이후 기후변화, 커넥티비티, 건강, 빅데이터 등의 테마에 대한 투자가 큰 폭으로 증가
  - 테마형 펀드는 하나 이상의 투자 테마에 대한 노출에 기초하여 보유자산을 선택하는 펀드로 정의할 수 있으며, 이때 테마는 전통적인 비즈니스 사이클을 초월하는 거시 경제 또는 구조적 변화와 관련될 수 있음
    - 예를 들어 투자자는 전기자동차, 사이버보안, 클린에너지, 비건 상품 등 특정 테마에 노출된 주식에 단일상품을 통해 투자할 수 있음
  - 섹터 ETF와의 차이점은 섹터 ETF의 구성은 대부분 기존 지수에 의해 정의된 분류와 계층을 따르지만, 테마형 ETF는 같은 테마에 노출된다면 엔지니어링에서 마케팅, 최종 구매자에 이르기까지 여러 다른 섹터를 포함한 전체 가치사슬에도 투자할 수 있음
    - 예를 들어 Global X Robotics & Artificial Intelligence ETF는 반도체, 산업주, 소프트웨어, 의료기기 등에 투자됨
  - Global X 보고서는 미국의 테마형 ETF를 3개 카테고리(혁신적 기술, 사람과 인구통계, 물리적 환경), 10개 주요 테마(빅데이터, 모빌리티, 디지털 콘텐츠, 핀테크, 커넥티비티, 로보틱스, 새로운 소비자, 건강, 기후변화, 인프라 개발), 30개 세부 테마로 분류(〈그림 4 참고〉)<sup>7)</sup>
    - 2021년 2분기말 기준 2019년말과 비교하여 운용자산 규모 증가폭이 큰 테마는 기후변화, 커넥티비티, 건강, 빅데이터 등이며, 증가율이 높은 테마는 인프라개발, 건강, 모빌리티, 디지털 콘텐츠 등임
    - 2분기말 현재 주요 테마별 운용자산 규모 비중은 기후변화(20%), 커넥티비티(17%), 빅데이터(16%), 건강(11%), 새로운 소비자(9%) 등의 순으로 높음

〈그림 4〉 미국 테마형 ETF의 주요 테마별 현황



주 : 미국 테마형 ETF 주요 테마별 비중은 2021년 2분기말 운용자산 규모 기준  
 자료: Global X

7) Global X, 2021, *Thematic ETF Report: Q2 2021*.



- 국내 테마형 펀드 시장 또한 최근 매우 높은 성장률을 보이고 있는 가운데, 미국 테마형 펀드가 장기적으로 시장지수 대비 저조한 투자성과를 나타내고 있는 것으로 나타남
  - Morningstar에 따르면 국내 테마형 펀드 시장 또한 글로벌 시장 대비 규모는 다소 뒤처지지만 최근 매우 높은 성장률을 보이고 있음<sup>8)</sup>
    - 뮤추얼펀드를 포함한 국내 테마형 펀드 운용자산 규모가 2020년 3월말 15억달러에서 2021년 3월말 85억달러로 큰 폭으로 증가하였으며, 3월말 기준 잔존 펀드의 3분의 1 이상이 지난 1년 내 출시되는 등 신규펀드 출시가 활발한 상황
  - 다만 미국 테마형 펀드의 위험조정 투자성과를 전체 주식시장과 비교하면, 지난 3년 동안에는 전체 주식시장과 거의 비슷한 수준, 지난 10년 동안에는 전체 주식시장보다 훨씬 낮은 수준으로, 테마형 펀드가 전체 시장보다 저조한 투자성과를 나타냄(〈표 1〉 참고)<sup>9)</sup>
  - 새로운 테마에 가장 많이 노출되고 가장 높은 성장 잠재력을 가진 회사를 찾기 위해 테마형 펀드는 규모가 작고 유동성이 낮은 주식에 투자하는 경우가 많으며 이는 단기적으로 거래비용 상승을 초래할 수 있음
    - 〈그림 5〉에서 모든 지역의 테마형 펀드가 비테마형 펀드보다 초소형(micro-cap) 주식에 대한 평균 익스포저가 더 높다는 것을 알 수 있으며, 이러한 초소형주는 큰 상승 잠재력을 제공할 수 있으나 유동성이 낮음
  - 〈그림 6〉에서 나타나듯 미국의 테마형 ETF는 비테마형 펀드 대비 상대적으로 높은 수수료를 부과했으며 이러한 높은 수수료 또한 장기적으로 시장지수 대비 저조한 성과에 기여<sup>10)</sup>

〈표 1〉 미국 테마형 펀드의 위험조정 수익률

	3년			10년		
	총 변환산수익률	표준편차	샤프비율	총 변환산수익률	표준편차	샤프비율
테마형 펀드 평균	22.76%	26.97%	0.83	9.75%	21.10%	0.56
모닝스타 미국 시장지수	17.13%	19.16%	0.85	13.86%	14.03%	0.96

주 : 2021년 3월말 기준

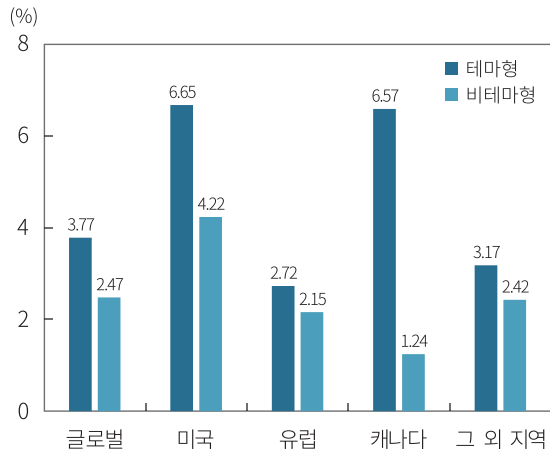
자료: Morningstar

8) Morningstar, 2021, *Global Thematic Funds Landscape*.

9) Morningstar, 2021. 4. 12, *The Dark Side of Thematic Funds*.

10) Ben-David, I., Franzoni, F.A., Kim, B., Moussawi, R., 2021, *Competition for Attention in the ETF Space*, Swiss Finance Institute Research Paper Series 21(03).

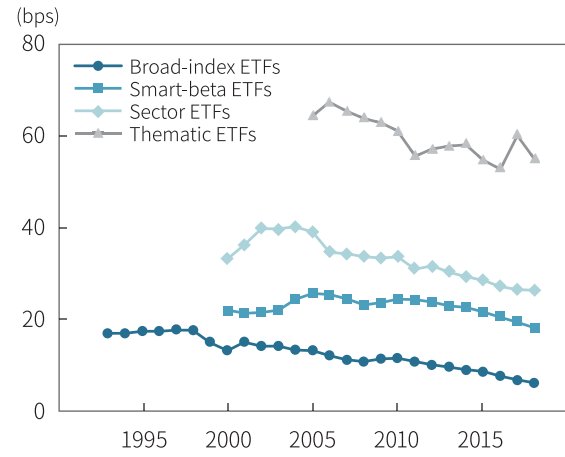
〈그림 5〉 테마형 및 비테마형 펀드의  
초소형주에 대한 평균 노출 비중



주 : 2021년 3월말 기준

자료: Morningstar

〈그림 6〉 미국 테마형 ETF의 수수료



자료: Ben-David et al.(2021)

선임연구원 심수연