

ESG 평가 격차와 지배구조 평가 이슈*

선임연구위원 남길남

2020년 상장기업에 대한 2개 국내 ESG 평가기관의 평가등급 간 상관계수는 0.61로 평가등급 간 격차가 관측되고 있다. ESG 평가결과와 격차는 특히 지배구조 부문에서 뚜렷하게 나타나는데 주로 개별 기업에 대한 평가 차이에서 기인한다. ESG 평가기관의 지배구조에 대한 평가는 초다수결의제나 황금낙하산에서도 차이를 보이고 있어 평가기관마다 지배구조에 대한 시각이 다르다고 할 수 있다. ESG 투자의 효과를 높이고 기업들의 ESG 경영 전략이 활성화되기 위해서는 ESG 평가기관 간 평가 격차가 과도해지지 않도록 평가기관의 노력이 요구된다. 우선적으로 ESG 평가기관이 지배구조를 포함하여 제반 평가 원칙과 세부 프로세스를 지속적으로 개선하고 투자자에게 공개하는 것이 필요하다.

최근 들어 기업 경영과 투자에 있어서 환경(E), 사회(S), 지배구조(G) 요인을 중점적으로 고려하는 ESG 이슈가 사회적 화두로 부상하고 있다. 그런데 합리적 ESG 의사결정을 위해서는 무엇보다 어떤 기업이 우수한 ESG 활동을 하고 있는지 객관적 평가가 전제되어야 하는데 국내 ESG 평가기관의 평가 결과를 비교해 보면 일정한 격차를 보이고 있다. 본고에서는 국내 ESG 평가기관의 평가 격차의 특징을 지배구조 부문을 중심으로 알아보고 개선 방향에 대해 논의해보고자 한다.

ESG 평가기관 간 평가 격차

전국경제인연합회(이하, 전경련)는 2021년 4월 ‘국내외 ESG 평가 동향과 시사점’을 통해 ESG 평가기관 간 평가가 서로 다를 뿐만 아니라 격차가 적지 않다고 주장하였다.¹⁾ ESG 평가기관마다 평가가 일정하지 않다는 주장은 ESG 역사가 제일 긴 미국에서도 꾸준히 제기되어 왔다. MIT와 취리히 대학이 공동으로 수행한 6개 주요 ESG 평가기관²⁾의 2014년 평가에 대한 비교 분석에서는 기관 간 평가점수의 상관계수 평균은 0.54로 채권 신용등급 간 상관관계가 0.99 수준인 것에 비하면 매우 낮게 나타

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

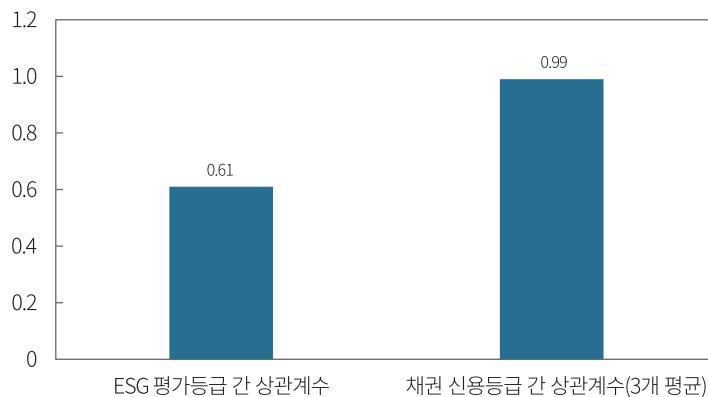
1) 특히 국내외 3개 평가기관(MSCI, Refinitiv, 한국기업지배구조원)이 공통으로 평가한 국내 55개 기업의 평가등급(7등급 기준) 격차가 1.4등급이었으며 22개 기업은 적어도 2개 기관의 평가등급 차이가 3등급 이상 벌어지는 것으로 나타났다. 다만 전경련의 분석에서는 Refinitiv의 100점 만점 점수 기반 ESG 평가를 다른 2개 평가기관의 7등급 체계와 맞추기 위해서 14점 간격으로 7등급으로 변환하여 비교하였기에 실제 등급격차는 아니라고 할 수 있다.

2) KLD, Sustainalytics, Vigeo Eiris, RobecoSAM, Asset4, MSCI.

났다(그림 1) 참조).³⁾

이러한 평가기관 간 차이는 국내 주요 2개 ESG 평가기관인 한국기업지배구조원과 서스틴베스트의 평가등급을 비교했을 때도 재확인되고 있다. 두 기관의 2020년 상장기업 대상 ESG 평가등급 간 상관계수⁴⁾는 0.61이었는데 2020년 상장기업 중 3개 신용평가 기관의 신용등급 간 상관계수 평균 0.99⁵⁾에 비하면 미국과 마찬가지로 상당히 낮다고 할 수 있다.

〈그림 1〉상장기업 ESG 평가등급 및 채권 신용등급 간 상관계수



주 : 평가등급 간 상관계수는 비모수적 방법인 스피어만 상관계수로 산출
 자료: 한국기업지배구조원, 서스틴베스트, FnGuide

ESG 평가 격차의 주요 요인: 지배구조에 대한 다른 평가

국내 두 ESG 평가기관의 평가 격차는 이인형(2021)⁶⁾의 연구에서 지적되었듯이 세부적으로도 차이를 보이고 있다. 이인형(2021)에 따르면 환경, 사회, 지배구조의 부문별 상관계수는 환경과 사회 부문은 각각 0.72와 0.69로 상대적으로 높은 상관관계를 보여주고 있으나 지배구조 부문은 0.29로 낮은 상관관계를 보이고 있다(〈표 1〉 참조). 두 기관의 ESG 점수 간 상관계수 중 지배구조 부문만 낮은 이유는 일차적으로 지배구조 평가가 정성적 요인을 포함해 다양한 요인으로 구성되어 있기 때문이다.

그런데 두 기관의 기업 표본에서 대기업집단(재별)⁷⁾으로 분류된 기업만 추출하여 상관계수를 계산하면 전체 표본의 상관계수와 유사함을 알 수 있다. 즉, 지배구조 부문의 낮은 상관관계가 대기업집단

3) Berg, F., Koelbel, J.F., Rigobon, R., 2019, Aggregate confusion: The divergence of ESG ratings. MIT Sloan School of Management.
 4) 2020년 두 기관이 공통적으로 평가한 상장기업은 841개로 최종 ESG 평가는 점수가 아니라 순위자료인 등급으로 발표하고 있기에 비모수적 방법인 스피어만 상관계수를 사용하였으며 이후 보고서에서 사용되는 상관계수는 스피어만 상관계수를 의미한다.
 5) 한국기업평가, 한국신용평가, 나이스신용평가의 신용등급 간 3개 스피어만 상관계수의 평균으로 각각의 상관계수도 모두 0.99였다.
 6) 이인형, 2021, 『ESG 평가 체계 현황과 특성 분석』, 자본시장연구원 이슈보고서 21-09.
 7) 재별 요인을 측정하기 위해 공정거래위원회의 대기업집단 분류 중 동일인이 자연인인 상장기업을 선정하였다.

내에서도 반복적으로 나타난다고 할 수 있다. 반면에 전체 표본에서 대기업집단 기업을 제외하고 세부문의 상관계수를 구하면 환경과 사회 부문의 상관계수는 각각 0.69와 0.61로 다소 하락하지만 지배구조 부문의 상관계수는 0.42로 상승함으로써 대기업집단에 대한 지배구조 평가의 상이함이 지배구조 상관계수를 낮추는 요인으로 역할을 하였다고 할 수 있다. 특히 대기업집단 기업들이 대부분 자산규모 상위 기업들인 점을 고려하여 자산규모 2조원 이상 상장기업에서 대기업집단 기업들을 제외한 후 세부분별 상관계수를 계산하면 지배구조 부문의 상관계수가 0.75로 기존 상관계수에서 2.6배 높아지면 서 두 기관의 평가가 수렴하는 모습이 나타난다.⁸⁾ 이로써 두 기관의 낮은 지배구조 상관관계는 대기업집단 지배구조에 대한 상이한 평가가 주요한 요인이었음을 반증한다고 할 수 있다.

〈표 1〉 두 평가기관 ESG 평가점수 간 상관계수

| | 환경(E) | 사회(S) | 지배구조(G) | 표본 수 |
|--------------------------------|-------|-------|---------|------|
| 평가점수 간 상관계수 | 0.72 | 0.69 | 0.29 | 841 |
| 대기업집단 상관계수 | 0.73 | 0.73 | 0.36 | 225 |
| 대기업집단 제외 상관계수 | 0.69 | 0.61 | 0.42 | 616 |
| 자산규모 2조원 기업 중 대기업집단 제외 상관계수 | 0.77 | 0.67 | 0.75 | 78 |

주 : 평가점수 간 상관계수는 비모수적 방법인 스피어만 상관계수로 산출
 자료: 이인형(2021)을 참조하여 저자 작성

실제로 두 평가기관의 대기업집단 지배구조에 대한 평가 차이는 평가 대상 기업 전체의 지배구조 부문 점수를 각각 표준화한 후 두 기관의 대기업집단 표준화 점수만을 대상으로 ‘Paired sample t-test’를 수행한 결과에서도 드러난다(〈표 2〉 참조). 두 기관의 전체 표본에 대한 지배구조 부문 점수의 차이는 통계적으로 유의성이 없을 정도로 작지만 대기업집단 지배구조 부문 점수 평균의 차이는 유의성이 매우 높은 것을 알 수 있다.

그런데 두 기관의 지배구조 평가 차이는 대기업집단에만 국한되지 않고 있다. 주로 코스닥 기업에서 많이 나타나는 경영권보호를 위해 정관에서 초다수결의제와 황금낙하산 조항⁹⁾을 채택하는 기업들을 같은 방식으로 비교하면 오히려 대기업집단의 지배구조에서 상대적으로 높은 점수를 부여했던 기관이 더 낮은 점수를 부여하고 있음을 알 수 있다. 즉 두 기관은 지배구조에 중요한 영향을 미치는 대

8) 두 기관의 세 부문 점수와 시가총액 사이의 상관계수를 산출하면 한 기관의 지배구조 부문과의 상관계수 0.14를 제외하고 모두 0.26~0.54의 값이어서 일반적으로 기업의 규모가 클수록 평가 점수가 높게 평가되는 경향이 있으며 다만 지배구조 부문에 대해서만 한 기관의 평가가 기업의 규모에 따라 점수가 높아지지 않았음을 알 수 있다.
 9) 초다수결의제는 일반적인 주주총회 결의보다 더 가중된 결의방식을 지칭하며 황금낙하산은 중도에 해임되는 대표이사 등 경영진에게 특별한 금전적 보상을 정관을 통해 보장하는 것인데 일반적으로 적대적 M&A로 해임될 경우 고액의 퇴직위로금을 약속하는 방식을 취한다. 경영권보호 정관에 대한 세부 설명은 ‘남길남, 2020, 『상장기업의 경영권보호 정관조항 채택 현황과 시사점』, 자본시장연구원 이슈보고서 20-10’을 참조한다.

기업집단, 경영권보호정관 채택 기업에 대해서 다른 평가기준을 가지고 있으며 같은 기관이라고 해도 서로 다른 지배구조의 부정적 요인에 대한 평가가 다르다고 할 수 있다.

〈표 2〉 두 평가기관의 지배구조 표준화 점수 Paired sample t-test

| | Paired sample t-test 평균 | t-value | 표본 수 |
|----------------------|-------------------------|----------|------|
| 전체 표본(A-B) | 0.02 | 0.61 | 841 |
| 대기업집단(A-B) | 0.94 | 12.42*** | 225 |
| 초다수결의제 조항 채택 기업(A-B) | -0.29 | -2.51** | 87 |
| 황금낙하산 조항 채택 기업(A-B) | -0.50 | -3.98*** | 47 |

주 : *, **, ***은 각각 10%, 5%, 1% 유의수준에서 유의함
 자료: 저자 작성

평가 원칙과 프로세스의 정립 강화 및 공개 확대 필요성

독립적인 ESG 평가기관의 평가가 서로 일치해야 하는 것은 아니며 바람직하지도 않다. 다만 평가 기관 간 격차가 지나치게 크면 MIT·취리히 대학 연구에서 지적하였듯이 투자자의 ESG에 대한 투자선호가 높아도 서로 다른 평가에 기초하여 투자하게 됨으로써 투자가 분산되어 ESG에 대한 선호가 가격에 제대로 반영되지 못하게 된다. 또한 기업들도 혼재된 신호로 인해 ESG 경영 방향 설정에 혼란을 겪을 수 있다.

따라서 ESG 평가기관들이 격차 해소를 위해 지배구조 부문을 포함하여 ESG의 평가 원칙과 범위설정·측정방식·가중치¹⁰⁾ 등 세부 프로세스를 명확히 정립하고 이를 구체적으로 밝히는 노력이 요구된다고 하겠다. 또한 투자자도 평가기관 간 차이를 인식하고 합리적인 투자 결정을 내릴 수 있어야 한다.

10) MIT·취리히 대학의 연구에서는 ESG 평가 중 범위설정과 측정방식의 차이가 평가기관 간 차이의 주된 이유임을 밝혔다.

SPAC 시장의 건전한 발전 방향에 대한 소고*

선임연구위원 조성훈

코로나19 국면이 본격화된 2020년부터 미국에서 SPAC이 폭발적으로 증가하면서 미국 뿐 아니라 국내에서도 SPAC에 대한 관심이 높아지고 있다. SPAC은 상장을 계획하는 기업들에게 전통적 IPO에 비하여 비용이 적고 불확실성이 낮은 대안적 상장 경로를 제공하며, 투자자에게는 비교적 안전한 투자 대상이라는 인식이 퍼져 있으나, 실제 SPAC 시장을 분석한 학술연구들은 SPAC과의 합병을 통한 상장 비용이 전통적 IPO보다 크며, 투자 손실도 발생하고 있음을 보여준다. 또한 SPAC 발기인과 일반 투자자 사이에 이해가 충돌하는 구조상의 문제도 존재한다.

SPAC 시장이 투자자 보호에 대한 우려를 최소화하면서 건전하게 성장·발전하기 위해서는 SPAC 공시가 투명하고 충분하게 이루어지는 것이 중요하며, 이를 담보하는 것이 감독당국의 역할이다. 동시에 SPAC에 관심 있는 투자자는 SPAC의 본질과 구조에 대한 정확한 이해를 바탕으로 공시된 정보를 파악하고 투자해야 하며, SPAC 투자로부터 투자 손실이 발생할 수 있다는 점에 대한 인식을 높일 필요가 있다.

기업인수목적회사(Special Purpose Acquisition Company, 이하 'SPAC')는 비상장기업과의 합병만을 목적으로 설립되는 백지수표회사(blank check company)를 가리킨다. SPAC은 주식회사로서 발기인(sponsor)에 의하여 설립되어 IPO를 통해 자금을 조달하고 공적(public) 주식시장에 상장된 다음, 적절한 비상장기업을 찾아 합병함으로써 그 비상장기업을 상장기업으로 전환시킨다. 정해진 시한 내에 합병 대상 비상장기업을 찾아내지 못하거나, 합병안이 주주총회에서 부결될 경우에는 IPO에서 조달한 자금을 그 기간 동안의 이자와 함께 주주들에게 반환하고 SPAC은 해산된다. 1990년대 말에 처음으로 등장한 이래¹⁾ SPAC은 전통적 IPO에 대한 대안적 상장 경로를 제공하면서 상장 시장에서 차지하는 비중이 점차 커져 왔다.

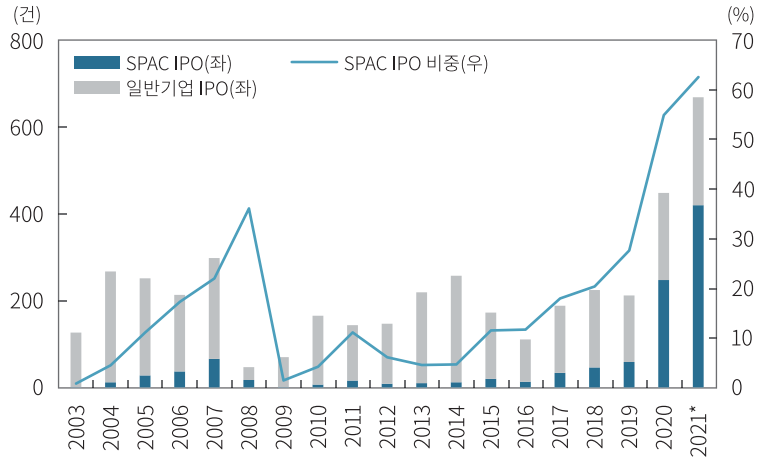
2019년까지 완만한 성장세를 보이던 SPAC은 코로나19 국면이 본격화된 2020년에 미국에서 갑자기 폭발적으로 증가하였다. <그림 1>에서 볼 수 있듯이, 2019년에 59개의 SPAC이 IPO를 실시하였는데, 2020년에는 248개의 SPAC IPO가 이루어지면서 4배 이상 늘어났다. 2021년에도 이 추세는 계속

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

1) Ritter의 데이터베이스에 의하면, 미국에서 주식만을 발행한 SPAC은 1997년, 유닛(후술)을 발행한 SPAC은 2003년부터 등장하였다(<https://site.warrington.ufl.edu/ritter/files/IPOs-SPACs.pdf>).

되어 8월 말까지 421건의 SPAC IPO가 이루어졌으며, 이는 미국 주식시장에서 이루어진 전체 IPO의 63%를 차지한다.

〈그림 1〉 미국의 SPAC IPO 추이



주 : 일반기업 IPO는 전체 IPO 중에서 SPAC IPO를 제외한 수치
2021년은 1월부터 8월까지의 통계

자료: SPAC Analytics

이와 같은 미국에서의 SPAC 열기는 다른 나라에도 영향을 미쳐, 영국의 재무부와 FCA는 SPAC 상장 관련 규제 완화에 대한 검토를 발표하였고²⁾, 최근 싱가포르거래소(SGX)는 SPAC 상장 허용 방침을 발표³⁾ 하는 등 SPAC에 대한 관심이 전 세계적으로 높아지고 있는 모습이다. 동시에 이러한 갑작스러운 열기가 거품으로 이어질 가능성, 그 과정에서 투자자 피해가 발생할 가능성에 대한 우려도 제기되고 있다.

본고에서는 SPAC의 구조상 특성을 설명하고, SPAC의 기능 및 장단점에 대한 논의를 학술적 연구 결과를 토대로 살펴본 다음, SPAC 시장의 건전한 발전을 위한 감독당국과 투자자의 역할에 대하여 생각해 보고자 한다.

국내 SPAC 현황

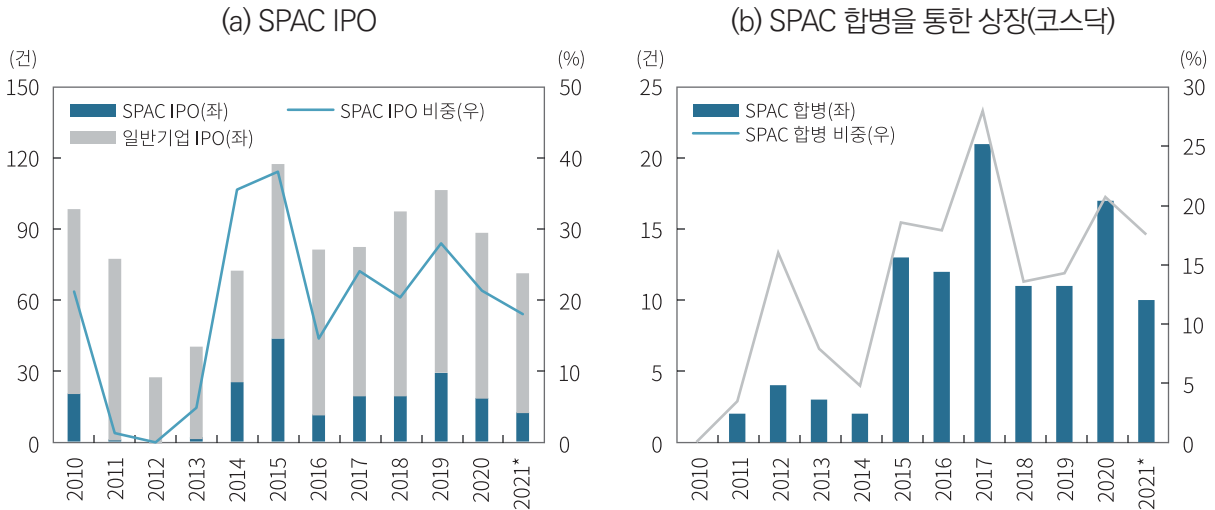
〈그림 2〉는 국내의 SPAC 추이를 보여준다. 2009년 자본시장법의 개정을 통해 도입된 후, 2010년에 21개가 상장되었고, 이후 잠시 침체했다가 2014, 2015년에 다시 활기를 띠었다. 이후 매년 20개를 전후한 SPAC이 상장되고 있으며, 미국에서와 같은 시간에 따른 증가 추세나 2020년 이후의 폭발적 증가 현상은 나타나지 않았다. SPAC 상장은 거의 전적으로 코스닥시장에서 이루어지고 있으며, 유가증권시장에서는 12년 동안 4개의 SPAC이 상장되는 데 그쳤다.

2) UK HM Treasury(2021. 3. 3), FCA(2021)

3) SGX(2021. 9. 2)

SPAC과의 합병을 통하여 거래소시장에 상장된 기업은 2017년에 21개로 가장 많았으며, 2020년에는 17개를 기록하였다. SPAC과의 합병을 통한 상장은 모두 코스닥시장에서 이루어졌으며, 코스닥 시장 전체 신규상장기업 중에서 SPAC 합병을 통하여 상장한 기업의 비중은 2017년에 21개로 28%를 차지하였고, 2020년에는 21%를 기록하였다.

〈그림 2〉 국내 SPAC 추이



주 : 일반기업 IPO는 전체 IPO 중에서 SPAC IPO를 제외한 수치
2021년은 1월부터 8월까지의 통계

자료: 한국거래소

SPAC의 구조 및 장단점에 관한 논의

SPAC은 소수의 발기인에 의하여 주식회사로 설립되며, 발기인은 설립 시 발행되는 주식을 인수하여 대금을 납입한다. 설립 후에는 IPO를 실시하여 일반 투자자들로부터 자금을 조달하고 SPAC 주식은 주식시장에 상장된다.⁴⁾ 미국에서는 보통주와 신주인수권(워런트)이 결합된 유닛(unit)을 발행하고, IPO 공모가격은 10달러로 정하는 것이 일반적이다. IPO를 통하여 투자자들로부터 조달한 자금은 SPAC 발기인(또는 경영진)이 사용할 수 없으며, 에스크로(escrow) 계좌, 금융기관 등에 별도로 예치해야 한다. SPAC 발기인에게는 20% 정도의 지분이 보상으로 주어지며⁵⁾, 이 외에 별도로 발행된 신주인수권을 인수한다. SPAC 발기인은 합병 대상 비상장기업을 탐색하고, 적절한 대상이 발견되면 주주총회의 합병 결의를 거쳐 합병 대상 기업이 상장기업으로 존속하게 된다. 정해진 기한⁶⁾ 내에 적절한

4) SPAC 관련 제도에 대해서 미국의 경우에는 Gahng et al(2021)과 Klausner et al(2021), 한국의 경우에는 한국거래소의 설명자료를 참고하였다.

5) 발기인에게 보상으로 부여되는 주식을 'promote'라고 하며, 이 주식은 별도 예치된 자금과는 분리되고, 주식매수청구권도 인정되지 않으며, 합병 후 매각제한(lock-up)이 적용되는 것이 일반적이다(Gahng et al, 2021).

6) 미국은 2년, 한국은 3년

합병 대상 비상장기업을 찾아내지 못하거나 합병안이 주주총회에서 부결되어 합병에 실패한 경우에는 투자원금 및 해당 기간 동안의 이자를 반환하고 SPAC은 해산된다. 또한 합병에 반대하는 주주는 주식 매수청구권을 행사할 수 있다.

기업공개(public offering)를 거쳐 공적시장에 상장하려는 계획을 갖고 있는 기업이 그 경로로서 전통적 IPO가 아닌 SPAC과의 합병을 선택하는 이유에 대해서는 몇 가지의 설명이 제시되고 있다. 첫째로 기업공개 과정에서 신규로 조달되는 자본 규모에 대한 불확실성이 낮다는 것이다. SPAC의 IPO 과정에서 조달되어 별도 예치된 자금은 추후 비상장기업과의 합병 시 이 기업이 조달하게 될 자금을 미리 확보해 놓은 것으로 볼 수 있으며, 전통적 IPO에서 겪게 되는 공모시장 여건의 영향, IPO 저가발행 가능성으로부터 자유롭다는 것이다.⁷⁾ 그리고 이러한 이유로 IPO에 비하여 SPAC과의 합병을 통한 상장이 상대적으로 저비용이라는 인식이 퍼져 있는 것으로 보인다.⁸⁾

둘째로 기업의 특성상 전통적 IPO를 선택하기 어려운 경우 SPAC은 대안적 상장 경로를 제공한다는 것이다. 예를 들어 대중에게 공개하기 곤란한 혁신적 기술이나 비즈니스모델을 기반으로 하는 기업, 그리고 이로 인하여 기업가치평가가 쉽지 않은 기업들에게는 전통적 IPO보다 SPAC과의 합병이 유리한 상장 경로가 될 수 있다. Bai et al(2021)은 전통적 IPO의 투자은행이 대형-저위험 기업과 일반투자자들을 매칭하는 중개기관의 역할을 수행하는 반면, SPAC 발기인(또는 경영진)은 소형-고위험 기업과 고위험-고수익을 추구하는 투자자들을 매칭하는 ‘비은행 인증 중개기관(non-bank certification intermediary)’의 역할을 수행함으로써 IPO와 SPAC은 분할된(segmented) 시장을 형성하고 있다는 견해를 제시하였다.⁹⁾

셋째로 미국에서 SPAC과의 합병에 대해서는 기업합병 법규가 적용되어 수익/이익의 예측을 비롯한 미래 전망에 대한 설명(forward-looking statement)에 대한 면책규정(safe harbor)이 있는 반면, 전통적 IPO에 대해서는 증권발행 법규가 적용되어 그러한 면책규정이 없다.¹⁰⁾ 따라서 SPAC은 상장을 준비하는 기업에게 규제차익의 추구(regulatory arbitrage) 기회를 제공한다는 것이다.

마지막으로 투자자의 입장에서 SPAC에 대한 투자는 전통적 IPO에 비하여 안전하다는 주장이 있다. SPAC 공모자금은 별도로 예치되며, 합병에 실패하는 경우 투자원금을 이자와 함께 돌려받으며, 합병에 반대하는 주주에게는 투자한 주식에 대한 매수청구권(redemption)도 부여되기 때문이다.

그러나 이와 같은 SPAC의 잠재적 장점에 대한 주장이 학술적 연구들에 의하여 모두 뒷받침되지는 않는다. 먼저 SPAC이 전통적 IPO에 비하여 상대적으로 불확실성이 낮고, 저비용의 상장 경로를 제공

7) 강소현·김준석(2018)

8) 미국 스타트업들의 경영자들에게는 IPO 주관회사(투자은행)가 기관투자자 고객의 수익률을 위하여 IPO 공모가격을 낮게 결정한다는 인식이 넓게 퍼져 있는 것으로 보인다(Economist, 2021. 2. 20).

9) 이러한 의미에서 SPAC 발기인은 PE(private equity)의 업무집행사원(GP)과 유사한 기능을 수행한다(Gahng et al, 2021).

10) Klausner et al(2021)

한다는 주장에 대하여 Gahng et al(2021), Klausner et al(2021) 등은 SPAC이 IPO를 할 때 지불하는 인수수수료(공모금액의 5.5% 수준), 발기인에게 부여되는 20%의 ‘promote’ 주식, 합병에 반대하는 주주의 주식매수청구권 행사 등을 모두 고려할 때, 합병 시점에서 SPAC의 1주당 가치¹¹⁾는 10달러가 아니라 7달러 수준임을 밝히고 있다.¹²⁾ 그리고 상장의 전체 과정에서 기업이 지불하는 비용은 전통적 IPO의 경우 발행 후(post-issue) 시가총액의 3.3% 수준임에 비하여 SPAC 합병의 경우에는 15.1%에 달한다고 보고하고 있다.

SPAC 발기인은 SPAC promote 주식과 신주인수권(국내에서는 전환사채)을 보유하기 때문에 합병 없이 SPAC이 해산되는 경우 자신이 받는 보상이 없으며, 비상장기업과 합병이 이루어져야 보상이 발생하고 그 보상의 크기는 합병 후 기업성과(주가)에 연동된다. 그러나 발기인은 promote 주식에 대하여 일반 투자자보다 훨씬 작은 금액을 지불하기 때문에, 합병 후 주가가 저조하더라도 이익을 얻을 수 있다. 따라서 SPAC 발기인은 가능한 한 합병을 성사시키려는 유인을 갖게 된다. 합병 후 합병기업의 주가 성과는 평균적으로 저조하여 합병 후 1년 동안의 평균 주가수익률은 미국의 경우 -7.3%인 것으로 Gahng et al(2021)은 보고하고 있다. 또한 발기인의 신주인수권 행사 여부에 따라 합병 후에 지분 희석이 발생할 수도 있다.

한편 합병이 실패하면 투자원금과 이자를 돌려받기 때문에 SPAC에 대한 투자가 안전하다는 주장은 SPAC의 IPO에 참여한 투자자에게만 해당되며, SPAC 주식이 상장된 후 시장에서 그 주식을 매수한 투자자는 여전히 가격변동 위험에 노출될 뿐 아니라, 공모가격보다 높은 가격에 매수한 경우 투자원금보다 적은 금액을 돌려받게 될 가능성이 높다.

감독당국 및 투자자의 역할

최근 미국에서 SPAC이 급증한 데에는 코로나19 국면에서 주식시장 변동성이 커짐에 따라 상장을 추진하는 기업들이 전통적 IPO에 비하여 조달금액에 대한 불확실성이 적다고 인식되고, 아울러 신속한 상장이 가능한 SPAC에 대한 선호가 높아졌다는 점과 더불어 미국 주식시장에서 급속하게 증가한 개인투자자들의 존재가 중요한 원인으로 언급된다.¹³⁾ SPAC 발기인 및 임원의 자격을 제한하고 있는 국내와는 달리, 미국에서는 스포츠 스타와 같은 유명인이 SPAC 발기인으로 참여하여 그 명성을 개인투자자에 대한 마케팅 도구로 사용하는 현상도 나타났다.¹⁴⁾ 따라서 SPAC 시장의 과열에 따른 투자

11) 즉 SPAC과의 합병을 통하여 기업이 SPAC으로부터 조달하는 1주당 자금 규모

12) 이러한 불확실성을 제거하기 위하여 SPAC 발기인과 합병 대상 비상장기업은 합병시 SPAC이 비상장기업에 제공해야 하는 최소한의 자금 규모를 미리 정해 놓고, 소수의 PIPE(private investment in public equity) 투자자들을 추가로 유치하는 경우가 많다(Gahng et al, 2021).

13) 홍지연(2020)

14) Shaquille O’Neal(전 프로농구선수), Stephen Curry(현 프로농구선수), Serena Williams(테니스선수) 등이 있다(Crunchbase News, 2021. 3. 11).

자 피해에 대한 우려가 제기되었고, 감독당국도 이에 대응하고 있다. SEC는 2021년 3~4월에 걸쳐 유명인이 참여했다는 이유만으로 SPAC 투자 결정을 내리지 않도록 주의를 환기하는 투자주의보(SEC, 2021. 3. 10), SPAC의 정보공개 및 구조에 대한 문제를 면밀하게 주의하고 있다는 언급(SEC, 2021. 3. 31), SPAC의 회계처리에 대한 언급(SEC, 2021. 4. 12)을 연속적으로 발표하였고, 미국의 SPAC IPO는 2021년 1분기에 296건에서 4~8월 기간에는 125건으로 감소하였다. 국내에서도 일부 SPAC 주가에서 불공정거래 혐의사항이 발견되었다는 한국거래소의 발표¹⁵⁾에 이어 금융감독원은 SPAC 투자시 유의해야 할 사항을 안내¹⁶⁾하는 등 SPAC 관련 투자자 보호 이슈가 나타나고 있다.

SPAC 시장이 투자자 보호에 대한 우려를 최소화하면서 성장·발전하기 위해서는 SPAC 공시가 투명하고 충분하게 이루어지는 것이 중요하다. SPAC 발기인(또는 경영진)의 주요경력 등의 정보, SPAC이 관심을 갖고 있는 산업이나 기업군¹⁷⁾에 대한 정보, SPAC 발기인에 대한 보상구조를 포함한 주식 및 전환사채(미국은 신주인수권) 발행 구조 등이 SPAC IPO시 제출하는 증권신고서에, 합병 대상 기업에 대한 정보는 합병시 제출하는 증권신고서에 정확하게 기술되어야 한다. 그리고 증권신고서를 엄격하게 심사하여 공시된 정보의 충실성과 정확성을 확보하는 것은 감독당국의 역할이다. SPAC에 관심 있는 투자자는 SPAC의 본질에 대한 정확한 이해를 바탕으로 공시된 정보를 파악하고 투자해야 하며, SPAC 경영진이 제시한 합병안을 면밀하게 검토하여 필요한 경우 반대하거나 주식매수청구권을 행사하여 자신을 보호해야 한다. 특히 전술한 바와 같이 SPAC 투자 원금의 보장은 SPAC IPO에 참여한 투자자에게 해당되는 것이며, 상장된 후 시장에서 SPAC 주식을 매수한 투자자는 손실을 볼 수 있다는 것을 명확하게 이해할 필요가 있다.

참고문헌

강소현·김준석, 2018, 『코스닥시장 신규상장경로 비교분석』, 이슈보고서 18-11, 자본시장연구원.

금융감독원, 2021. 8. 27, SPAC 투자자 유의사항 안내, 보도참고자료.

한국거래소, 2021. 8. 25, SPAC 이상급등 종목 기획감사 결과 및 주요특징, 보도자료.

홍지연, 2020, 2020년 미국의 SPAC 상장 급증 및 시사점, 자본시장포커스 2020-27, 자본시장연구원.

15) 한국거래소(2021. 8. 25)

16) 금융감독원(2021. 8. 27)

17) 예를 들면 ESG 경영을 하는 기업

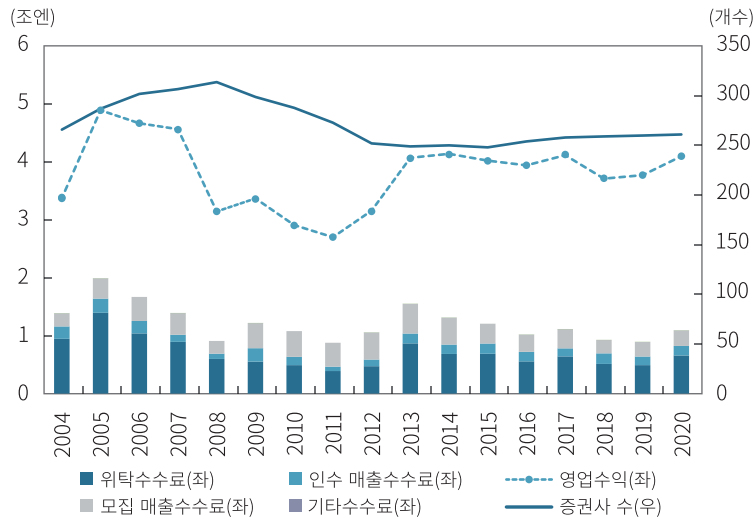
- Bai, J., Ma, A., Zheng, M., 2021, Segmented going-public markets and the demand for SPACs, SSRN #3746490.
- Crunchbase News, 2021. 3. 11, Athletes and celebrities join the SPAC boom, SEC takes notice.
- Economist, 2021. 2. 20, What the SPAC craze means for tech investing.
- FCA, 2021, Investor protection measures for special purpose acquisition companies: Changes to the listing rules, Policy Statement PS21/10.
- Gahng, M., Ritter, J. R., Zhang, D., 2021, SPACs, SSRN #3775847.
- Klausner, M., Ohlrogge, M., Ruan, E., 2021, A sober look at SPACs, ECGI Working Paper No.746/2021.
- SEC, 2021. 3. 10, Celebrity involvement with SPACs, Investor Alerts and Bulletins.
- SEC, 2021, 3. 31, Financial reporting and auditing considerations of companies merging with SPACs, Public Statement.
- SEC, 2021. 4. 21, Staff statement on accounting and reporting considerations for warrants issued by special purpose acquisition companies, Public Statement.
- SGX, 2021. 9. 2, SGX introduces SPAC listing framework, News release.
- UK HM Treasury, 2021. 3. 3, UK Listings Review.

일본의 증권토큰발행(STO) 현황과 시사점

- 일본 증권업계는 주식시장의 활황에도 불구하고 수익성은 크게 개선되지 못하고 있으며, 대외적·대내적 요인이 혼재된 가운데 대형증권사는 STO(Security Token Offering)를 통해 사업영역을 확장하고 있음
- 증권토큰은 블록체인 기술을 활용한 토큰형태의 디지털 증권으로 소유권자를 실시간으로 파악할 수 있으며 토큰화를 통해 유동성을 높일 수 있는 장점이 있음
- 2019년 5월, 2020년 5월 두 번에 걸쳐 관련 규제의 개정이 이루어졌으며 토큰의 성격에 따라 지급결제 토큰은 자금결제법, 증권토큰 발행은 금융상품거래법을 적용하여 제도권에 진입시킴
- 주식, 회사채 및 부동산 STO가 실시되었으며 부동산 토큰의 발행 비중이 높은 상황, 현재는 STO의 표준화 추진 및 유통시장의 정비를 논의하고 있음
- 일본은 STO를 제도권에 편입시켜 규제 테두리 안에서의 육성을 택하였으며, 국내에서도 STO의 자본시장법 적용에 대해 논의되고 있는 가운데 일본의 사례는 투자자보호 측면에서 시사점을 제공

- 일본 증권업계는 주식시장의 활황에도 불구하고 수익성은 크게 개선되지 못하고 있으며, 대외적·대내적 요인이 혼재된 가운데 대형증권사는 증권토큰발행(Security Token Offering, 이하 STO)을 통해 사업영역을 확장하고 있음
 - 일본 증권사의 영업수익은 2020년 4.1조엔으로 작년보다 소폭 상승하였으나 2019년까지 지속적인 감소세를 보이고 있었음
 - 미중 무역분쟁과 같은 지정학적 리스크의 고조와 코로나19 영향 등으로 시장 환경의 불확실성이 증가하고 있어 향후 수익은 감소할 것으로 예상됨
 - 증권업에서는 주식 및 펀드 판매 수수료 무료화를 내건 인터넷 증권사와 기존 증권사 간 경쟁이 더욱 과열되고 있음
 - 비즈니스 확대 및 추가적인 비용 절감이라는 양면적 과제를 맞이한 상황 속에 최근 일본 증권업계는 STO를 통해 기존 사업과 연관된 새로운 사업영역을 확장하는 전략을 취하고 있음

〈그림 1〉 일본 증권회사의 수익 추이



주 : 영업수익은 수수료수익(위탁수수료+인수·매출수수료+모집·매출수수료+기타수수료), 트레이딩손익, 금융수익의 합계

자료 : 일본 증권업협회

□ 증권토큰은 블록체인 기술을 활용한 토큰형태의 디지털 증권으로 소유권자를 실시간으로 파악할 수 있으며 토큰화를 통해 유동성을 높일 수 있는 장점이 있음

- 증권토큰은 금융상품 또는 기타 자산을 분산원장기술 기반의 암호화된 토큰형태로 디지털화한 증권임¹⁾
- 증권토큰의 장점은 블록체인에서 매매 등의 계약 조건을 미리 프로그램화하고 조건을 만족하는 경우에만 자동으로 거래가 집행되는 방식(스마트 컨트랙트)으로 발행·유통 과정이 단순화되고 비용 절감을 기대할 수 있다는 것
- 개별 거래의 증개·감사 관리자가 불필요해져, 24시간 및 365일 거래가 가능하고 시간과 관계 없이 국경 간 거래도 할 수 있어 기존의 시장장벽을 제거할 수 있음
- 토큰이라는 형태를 이용하여, 부동산과 같이 물리적으로 나눌 수 없는 자산의 소유권을 세분화하여 거래할 수 있으므로 비용대비 효과 측면에서 증권화가 어려웠던 자산·프로젝트 등 (부동산, 엔터테인먼트 부문 등)을 담보로 한 다양한 상품도 개발할 수 있음
- 또한 토큰은 증권사에서 발행·유통되어 ICO에서 발생한 사기사건을 방지할 수 있으며 투자자 보호를 제도화하여 투자를 통한 시장 확대를 기대할 수 있음

□ 2019년 5월, 2020년 5월 두 번에 걸쳐 관련 규제의 개정이 이루어졌으며 토큰의 성격에 따라 지급결제 토큰은 자금결제법, 증권토큰 발행은 금융상품거래법을 적용하여 제도권에 진입시킴

- 2019년 개정시 투자대상인 측면을 고려해 가상통화라는 명칭을 암호자산으로 변경하였으며 암호자산을 기초자산으로 하는 파생상품 거래와 현물거래도 규제 대상에 포함시킴

1) 김갑래, 2021, 미국의 증권토큰발행(STO)에 관한 고찰, 자본시장연구원 자본시장포커스 2021-13.

- 증권토큰은 금융상품거래법 제2조 제3항에서 유가증권에 표시되는 권리를 전자정보처리 조직을 이용하여 이전할 수 있는 재산적 가치로 표기한 것(전자기기, 기타물건에 전자적 방법에 의하여 기록된 것에 한함)으로 보고 있음
 - 전자기록 이전권리에서 ‘이전’은 블록체인 네트워크 상 계정 간에 안전하게 이전할 수 있는 시스템을 프로그램으로 실현한 것을 말함²⁾
- 2020년 5월 자금결제법 개정시 제2조 제5항에 따라 전자기록 이전 권리를 표시하는 물건을 제외한다고 정의하였으며 이는 지급결제 토큰에 대해서만 자금결제법이 적용됨을 의미³⁾
- 수익분배권을 가진 자가 출자한 가상자산을 금전으로 간주하여 금융상품거래법을 적용하였으며 가상자산을 금융상품으로 포함시킴
 - 증권토큰은 금융상품거래법 제2조 제1항에 따라 주식이나 회사채 같은 유가증권(제1항 유가증권)을 전자기록 이전 유가증권 표시권리에 따라 발행한 것을 의미하며 주식발행과 동등한 규제가 적용됨을 의미함
 - 따라서 증권토큰을 취급할 수 있는 자격은 증권사나 FX업자에게 주어짐
 - 펀드, 신탁수익권과 같은 제2항 유가증권의 STO의 경우는 투자자보호 필요성에 따라 제1항 유가증권과 같이 취급하게 되며, 발행자에게 유가증권신고서 제출과 투자설명서 교부 의무가 주어짐
- 이외에 부동산 특정 공동사업법에 따른 출자 지분의 토큰화, 회원권 등 권리의 토큰화도 정의되어 있음

□ 주식, 회사채 및 부동산 STO가 실시되었으며 부동산 토큰의 발행 비중이 높은 상황, 현재는 STO의 표준화 추진 및 유통시장의 정비를 논의하고 있음

- 2020년 10월 Securitize Japan과 LIFULL이 부동산 STO를 시행하였으며 목표 모집금액인 1,500만엔을 달성, 2021년 1월부터 운용 중
 - 펀드 출자자의 지분양도가 이더리움 퍼블릭 블록체인에 기록되며 사전에 투자자 등록을 마치고 지분인수를 희망하는 제삼자가 나타나는 경우 출자지분의 양도가 설립되는 형태임
- 2020년 10월 SBI 홀딩스는 증권사로는 최초로 자회사 주식을 토큰화하여 발행함
 - SBI e-Sports의 제삼자 배정 유상증자에 보통주 1,000주를 주당 5만엔에 발행함
- 2021년 3월 미쓰이 스미토모 신탁은행이 수익증권 발행신탁을 토큰화하였으며 사모 방식에 의해 모집함
 - 미쓰이 스미토모 신탁은행이 상품을 설정하고 Securitize 플랫폼을 통해 수익증권을 증권토큰의 형태로 전환

2) 또한 ‘이전’은 어떤 데이터 그 자체가 이동하는 것이 아니라 이전을 실행할 수 있는 권한이 바뀌는 것을 가리킴. 블록체인 시스템 설계상 특정정보만 삭제하는 기능이 없고 설계에 따라 정보를 공유할 수 있으므로 투자자의 개인정보와 같은 정보보안에 관한 논점도 특히 중요해질 것으로 보임

3) 2019년 당시 지급결제의 수단보다는 투자목적의 거래가 많아 지급결제 토큰, 유틸리티 토큰 등을 규제할 필요가 있어 가상통화의 용어를 암호자산(가상자산)으로 변경하였음. 이후 가상자산의 범위가 확대되고 금융상품거래법을 개정시 정의가 겹치게 되어 자금결제법상의 범위를 한정하기 위해 금융상품거래법 제2조 제3항에 규정하는 전자기록 이전권리는 제외함

- 전문기관투자자를 대상으로 모집하였으며 향후 개인투자자까지 투자영역 확대를 계획하고 있음⁴⁾
 - 2021년 4월 SBI 증권은 블록체인 컨소시엄 ibet 플랫폼⁵⁾을 통해 발행한 회사채 토큰의 공모를 실시함⁶⁾
 - 또한 투자자에게 회사채 토큰 수량과 비례하여 가상화폐 리플(XRP)을 증정함
 - 2021년 3월 노무라증권, SBI증권, 미쓰비시UFJ신탁은행은 수익증권 발행신탁의 토큰을 공모의 형태로 모집함⁷⁾
 - 노무라증권과 SBI증권은 증권토큰의 취급과 보관업무를 담당하고 있으며 미쓰비시UFJ신탁은행은 증권토큰 플랫폼인 Progmart의 시스템 제공과 수탁업무를 담당함
 - 임대 부동산의 수익이 발생할 경우 수익을 분배받을 권리, 즉 신탁수익권을 토큰 형태로 발행하여 투자자를 모집하며 이는 국내 부동산 수익증권 플랫폼과 유사함
 - 일본STO협회⁸⁾에서는 2021년 7월 증권토큰 시장 활성화 위원회를 설치하였으며 플랫폼의 연계를 통한 데이터의 표준화, 규칙 제정 등 업계 내 시장 준비의 세부검토가 진행중
 - SMBC그룹과 SBI그룹은 공동출자의 형태로 2021년 3월 대체거래소의 형태인 오사카 디지털 거래소를 개설하였으며 증권토큰은 2023년부터 취급할 방침을 발표함⁹⁾
 - 또한 SBI그룹은 2020년 12월 스위스 SIX 디지털 거래소와 함께 싱가포르에 합작 투자법인을 설립하였으며 2022년 기관투자자를 대상으로 증권토큰의 발행·거래·보관 서비스를 개시할 예정임
- 일본은 STO를 제도권에 편입시켜 규제 테두리 안에서의 육성을 택하였으며, 국내에서도 STO의 자본시장법 적용에 대해 논의되고 있는 가운데 일본의 사례는 투자자보호 측면에서 시사점을 제공
- 증권토큰을 입법화하지 않은 미국과 달리 일본은 금융상품거래법에 따라 토큰화한 것은 규제의 대상이 됨¹⁰⁾

4) 日本經濟新聞, 2021. 3. 29, 三井住友信託、デジタル証券を月内発行個人投資の幅広がる.

5) 2021년 4월 SMBC 닛코증권, SBI 증권, 노무라증권, BOOSTRY 4개사가 참여한 컨소시엄으로 블록체인 기술을 이용하여 증권토큰을 발행 및 관리하는 공동 플랫폼 ibet for Fin을 개발 및 운영

6) SBI証券, 2021. 4. 19, 国内初となる一般投資家向けセキュリティトークンオファリング (STO) 実施のお知らせ~XRP特典付きSBI証券発行デジタル社債への投資が可能に~.

7) 三菱UFJ信託銀行株式会社・ケネディクス株式会社・野村證券株式会社・株式会社SBI証券, 2021. 7. 9, STOビジネスにおける業種横断での協業と資産裏付型セキュリティトークンの本邦初の公募について.

8) SBI 홀딩스가 주도하는 증권토큰 발행 자율규제 기관으로 노무라증권, 다이와증권, SBI증권 등 62개사가 가입되었으며 2020년 4월 금융청으로부터 공인 금융상품거래업 협회로 인증받음

9) SBIホールディングス株式会社・株式会社三井住友フィナンシャルグループ, 2021. 1. 29, SBIグループとSMBCグループによるデジタル証券取引システムを運営する合併会社の設立に関する基本合意のお知らせ.

10) 미국 SEC는 가상자산이 1933년 증권법상의 '투자계약' 요건에 해당되는 경우, 증권으로 간주하여 관련 거래행위에 증권법을 적용하고 있으며 가상자산이 투자계약 등 증권에 해당되는 경우, 증권법상의 공시규제 및 불공정거래규제가 적용됨(김갑래, 2021, 미국의 증권토큰발행(STO)에 관한 고찰, 자본시장연구원 자본시장포커스 2021-13)

- 특히 신탁수익권이나 펀드 등을 토큰화한 것에 대해서는 엄격한 규제가 적용되어 기관투자자나 총 1억엔 이상의 금융자산과 암호자산을 보유한 부유층으로 투자자를 한정하거나 양도제한¹¹⁾을 하는 등 보다 구체적인 규제가 적용됨
 - Mt. Gox와 CoinCheck 해킹 사건으로 투자자 피해가 발생하였고, 이후 금융당국은 투자자보호를 가장 중요한 사항으로 고려하여 금융상품거래법을 개정함
- 현재 국내에서 증권형 토큰을 자본시장법 하에 편입하는 방안을 추진하고 있는 것으로 알려져 있으며¹²⁾ 일본의 사례에서는 투자자보호 관점에서 시사점을 찾을 수 있음
- 2020년 5월 개정시 가상자산의 부정행위, 풍설의 유포, 시세조종 행위 금지 등의 불공정행위 규제 체계가 마련되었으며 이는 가상자산의 거래도 증권거래와 마찬가지로 규제의 대상이며 투자자보호가 필요함을 강조한 것으로 볼 수 있음

선임연구원 여밀림

11) 매번 권리의 소유자의 신청과 발행자의 승낙이 없으면 토큰을 이전하지 못하도록 하는 기술적 조치

12) 매일경제, 2021. 6. 28, 금융위, 증권형 토큰 기준 검토...“자본시장법 대상”.

메타버스 관련 국내외 금융업의 현황과 이슈

- 코로나19의 장기화로 일상생활에 많은 제약이 생기면서 정교한 기술로 다양한 경험을 제공하는 메타버스(확장가상세계)에 대한 관심이 높아지고 있음
- 메타버스 플랫폼과 콘텐츠를 제공하는 주요 기업의 성장세가 이어졌으며, 투자 및 기술개발이 늘어나고 금융상품이 출시되는 등 관련 시장이 확대됨
- 금융업의 경우 메타버스를 통해 정보의 전달력과 고객의 편리성을 높일 수 있을 것으로 기대되며, 실제 VR, AR 등 메타버스와 연계된 서비스를 제공하는 금융회사가 늘고 있음
- 국가적 차원에서도 다양한 활동 및 지원이 이뤄지는 가운데 메타버스 시장의 성장은 지속될 것으로 전망되나, 개인정보 보호 이슈와 결제 인프라 구축 등은 해결해 나가야 할 과제

□ 코로나19의 장기화로 일상생활에 많은 제약이 생기면서 정교한 기술로 다양한 경험을 제공하는 메타버스(확장가상세계¹⁾)에 대한 관심이 높아지고 있음

- 메타버스는 가상을 의미하는 메타(Meta)와 세계를 의미하는 유니버스(Universe)의 합성어로 1992년 미국의 SF소설가 닐 스티븐슨의 소설 Snow Crash에 처음 등장
- 기술연구단체 ASF에 따르면 서비스 구현 공간과 정보 형태에 따라 메타버스를 크게 네 가지 형태로 구분²⁾
 - 증강현실(Augmented Reality): 현실에 가상의 물체를 증강시켜 제공하는 환경을 의미(예: 포켓몬고)
 - 가상세계(Virtual Worlds): 가상의 공간에서 개인의 활동이 이뤄질 수 있는 환경을 의미(예: 로블록스, 제페토)
 - 라이프로그(Life logging): 개인의 일상에 대한 정보를 기록 및 공유할 수 있는 환경을 의미(예: 인스타그램, 웨어러블 디바이스 기반 서비스)
 - 거울세계(Mirror Worlds): 현실을 가상의 공간에 그대로 재현하고, 현실과 같은 경험을 할 수 있는 환경을 의미(예: 배달의 민족)
- 메타버스는 새로운 기술은 아니며, 이전부터 연구 및 개발되어오던 증강현실, 가상세계, 라이프로그, 거울세계 등의 기술이 융합되면서 생성된 용어라고 할 수 있음³⁾

1) 국어문화원연합회는 메타버스의 대체어로 확장가상세계를 제시함

2) Acceleration Studies Foundation, 2006, Metaverse Roadmap, Pathways to the 3D Web.

3) 한국인터넷진흥원, 2021, 메타버스 플랫폼의 개인 데이터 생태계, KISA REPORT Volume 06.

- 이러한 메타버스의 주요 특징으로는 지속성, 동시성, 상업성 등이 있음⁴⁾
 - 지속성(persistent): 재설정되거나 종료되지 않고 무한정으로 지속됨
 - 동시성(synchronous): 실시간으로 일관되게 존재하며, 동시에 접속되어 있는 사용자에게 상한선 없이 개별적인 존재감을 제공
 - 상업성(fully functioning economy): 참여하는 개인 및 기업은 타인이 인정하는 가치를 창출하고, 소유하고, 투자하고, 판매하고, 보상받을 수 있음
- 미국의 게임 플랫폼 서비스 로블록스(Roblox), 국내 콘텐츠 플랫폼 서비스 제페토(Zepeto)가 큰 관심을 얻고 있는데, 이처럼 게임과 SNS를 중심으로 한 메타버스 플랫폼이 크게 성장하고 있는 이유는 다른 영역에 비해 확장성에 높은 강점을 갖기 때문⁵⁾
 - 게임, SNS 유형의 플랫폼은 디지털 유저(user)가 대규모로 형성되면서 지속적인 신규 유저 유입 및 커뮤니티 개발이 이어지고, 나아가 유저의 개별 콘텐츠 선호에 따른 활동성이 늘어나는 특징이 있음
 - 최근에는 교육, 의료, 패션 등으로 메타버스의 활용 범위가 넓어지고 있음

□ 메타버스 플랫폼과 콘텐츠를 제공하는 주요 기업의 성장세가 이어졌으며, 투자 및 기술개발이 늘어나고 금융상품이 출시되는 등 관련 시장이 확대됨

- 메타버스 플랫폼 제페토를 자체적으로 제공하는 네이버는 2020년 1월 대비 현재 주가가 124.7% 상승했으며, 2018년 제페토 출시 이후 이용자는 2억명을 초과
- 올 3월 국내 코스닥시장에 상장한 자이언트시스템은 AI 기반의 콘텐츠를 제작하는 기업으로 상장 이후 현재 주가가 174.8%(2021년 3월 24일 종가 대비 2021년 9월 10일 종가) 상승
- 미국의 로블록스는 게임 플랫폼으로 큰 인기를 얻으며 일일 활성 이용자(DAU)가 2021년 6월 기준 4,660만 명으로 2020년 7월 대비 28% 증가했으며⁶⁾, 올 3월 NYSE에 상장 이후 현재 주가가 24.2%(2021년 3월 10일 종가 대비 2021년 9월 9일 종가) 상승
- 페이스북, 애플, 마이크로소프트 등 글로벌 빅테크 기업들은 메타버스 분야의 기술혁신을 위해 투자와 비전을 제시하고, 팀 개편 및 기술기업 인수 등을 적극 추진
- 아울러 국내외 금융회사는 메타버스 관련 펀드, ETF, ETN 등 다양한 금융상품을 출시하는 등 투자에 대한 관심도 상승
 - 미국의 Roundhill자산운용은 2021년 6월 메타버스 ETF인 META ETF를 출시⁷⁾
 - 국내의 경우 KB자산운용, KTB자산운용, 삼성자산운용은 2021년 6월 메타버스 펀드를 출시했으며, 신한금융투자는 2021년 9월 메타버스 ETN을 출시⁸⁾

4) Matthew Ball, 2020, The Metaverse: What It Is, Where to Find it, Who Will Build It, and Fortnite.

5) 키움증권 리서치센터, 2021, 메타버스, 새로운 디지털 전장터, 산업분석 보고서.

6) ROBLOX, 2021, Shareholder Letter Q2 2021.

7) Nasdaq, 2021. 6. 30, Roundhill Launches First-Of-Its-Kind "Metaverse" ETF, 'META'.

8) 이투데이, 2021. 8. 31, "메타버스가 뭐길래" 상품 개발에 불붙은 증권가.

<표> 국내외 메타버스 관련 주요 기업 현황

| 구분 | 기업명 | 상장시장 | 주요 특징 | 시가총액 |
|----|---------|--------|--------------------------|--------------|
| 국내 | 네이버 | 코스피 | 자체 플랫폼 '제페토' 제공 | 65조 5,411억원 |
| | 엔씨소프트 | 코스피 | K-pop 플랫폼 '유니버스' 제공 | 13조 4,139억원 |
| | 하이브 | 코스피 | K-pop 플랫폼 '위버스' 운영 | 10조 8,561억원 |
| | 자이언트스텝 | 코스닥 | AI 기반 콘텐츠 제작 | 7,609억원 |
| | 위지웍스튜디오 | 코스닥 | XR(가상융합현실) 콘텐츠 제작 | 5,746억원 |
| 미국 | 로블록스 | NYSE | 게임 유통 플랫폼 제공 | 59조 1,369억원 |
| | 페이스북 | NASDAQ | 가상회의실 'Horizon' 서비스 제공 | 1,249조 2천억원 |
| | 엔비디아 | NASDAQ | 원격 협업을 위한 'Omniverse' 제공 | 657조 4,815억원 |
| 중국 | 텐센트 | HKEX | 메타버스 플랫폼, 콘텐츠 투자 확대 | 707조 6,125억원 |
| | 와이마이 | NASDAQ | AR 기반 홀로그램 서비스 제공 | 4,454억원 |

주 : 시가총액은 2021년 9월 9일 기준

자료: 기업 및 언론 보도자료, Bloomberg, Dataguide 참고하여 저자 작성

□ 금융업의 경우 메타버스를 통해 정보의 전달력과 고객의 편리성을 높일 수 있을 것으로 기대되며, 실제 VR(가상현실), AR(증강현실) 등 메타버스와 연계된 서비스를 제공하는 금융회사가 늘고 있음

- 기술의 발달로 메타버스 활용 범위가 넓어지면 금융을 포함한 여러 의사소통 활동의 기반이 모바일 환경에서 메타버스(가상세계)로 이동할 수 있음⁹⁾
 - 메타버스 환경이 구축될 경우 스마트폰 디스플레이라는 시각적 제약에서 벗어나고, 소통 방식도 터치에서 음성 또는 움직임으로 확장될 수 있음
 - 금융회사는 보다 정확하고 자세한 정보 전달이 가능하며, 고객은 점포 방문 없이도 편리하게 서비스 이용이 가능할 것
- 금융업 내에서 비대면 자산관리와 자금증개 수요가 지속적으로 증가함에 따라 메타버스 시장은 더욱 커질 수 있음¹⁰⁾
 - 메타버스를 통해 자금조달, 증개, 투자 서비스 등을 제공하는 금융회사나 증권사 모델도 만들 수 있을 것으로 기대
- 국내외 금융회사의 경우 초기에는 소통 및 홍보 채널로, 최근에는 직원 교육과 고객의 서비스 체험을 위한 용도로 메타버스를 활용
 - JP모건은 매년 110억달러를 투자해 VR(Virtual Reality)을 활용한 인턴십 프로그램인 'Software Engineering Virtual Internship'을 제공하고 있으며, 참여 희망자는 시간 및 공간의 제약 없이 무료로 참여가능하고 JP모건의 빅데이터, 모바일, 전자결제, 머신러닝 등 다양한 솔루션 개발을 경험할 수 있음¹¹⁾

9) 성지영, 2021, Q. 메타버스(Metaverse)? → A. 가상세계, 우리금융경영연구소 Industry Watch 2021-7.

10) 데일리안, 2021. 7. 22, [금융권 메타버스 열풍②] 플랫폼 경쟁 활발...서비스 각축전.

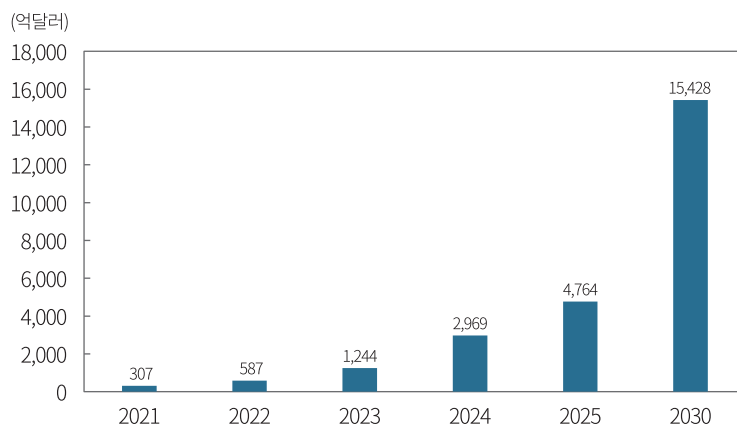
11) JPMorgan Chase & Co, Software Engineering Virtual Internship 홈페이지

- KB국민은행은 메타버스 플랫폼인 게더타운(gather.town)을 활용한 ‘KB금융타운’을 구축해 경영진 회의와 외부업체와의 회의를 개최하고, 재택 근무자와 사무실 근무자 간 협업을 진행¹²⁾
- 신한은행은 ‘신한 솔버스 메타금융스토리’를 시행해 초등학생들에게 메타버스 플랫폼 상에서 저축, 투자 등 금융교육을 제공¹³⁾
- IBK투자증권의 경우 메타시티포럼과 협업을 체결해 자체적인 메타버스 환경 구축을 진행 중이며, 향후 금융교육, 자산관리, 모의투자, 중소벤처기업 지원 등의 서비스를 제공할 것으로 예상¹⁴⁾

□ 국가적 차원에서도 다양한 활용 및 지원이 이뤄지는 가운데 메타버스 시장의 성장은 지속될 것으로 전망되나, 개인정보 보호 이슈와 결제 인프라 구축 등은 해결해 나가야 할 과제

— PwC에 따르면 메타버스 시장은 글로벌 경제 기준 2025년 4,764억달러, 2030년 1.5조달러로 확대될 전망¹⁵⁾

〈그림〉 주요 기관의 글로벌 메타버스 시장 전망치



주 : 2021~2024년은 Statista, 2025, 2030년은 PwC 전망치
 자료: Statista, PwC

- 해외 주요국은 메타버스 관련 디바이스 및 콘텐츠 육성을 위한 정책을 추진 중이며, 최근에는 현실을 디지털에 그대로 구현한 디지털 트윈(Digital twin)을 활용하는 사례도 증가
 - 미국 정부는 NITRD(Networking and Information Technology Research and Development) 프로그램을 통해 연간 65억달러(2021년 예산 기준)의 투자 규모로 VR, AR 등 IT 분야의 연구 개발을 지원¹⁶⁾

12) 서울경제, 2021. 7. 14, 메타버스 은행지점 나오나...국민은행도 KB금융타운 오픈.

13) 매일경제, 2021. 9. 6, 초등학생들 좋겠네...메타버스로 게임하며 금융교육하는 신한은행.

14) 한국경제, 2021. 6. 22, IBK투자증권, 메타시티포럼 업무 협약 체결.

15) PwC, 2020, Seeing is believing.

16) NITRD 홈페이지(<https://www.nitr.gov/>) 참조

- 영국은 XR¹⁷⁾를 활성화하기 위한 국가전략으로 2018년 ‘Immersive Economy’를 발표해 실감경제의 높은 가치를 제시하였고¹⁸⁾, 기존 산업과 XR 기술의 융합을 촉진하는 창의산업 클러스터 프로그램(Creative Industries Clusters Programme)을 운영
 - 싱가포르의 도시 전체를 3D 가상현실로 구현한 ‘Virtual Singapore’ 플랫폼을 구축하고 실시간 데이터를 활용해 도시 문제를 시뮬레이션하며 해결방안을 마련하고 있으며, 이와 유사하게 영국과 호주에서도 디지털 트윈 정책을 수행 중
- 우리나라는 2025년 XR 경제효과 30조원 달성을 목표로 경제사회 전반의 XR 활용을 지원하고 있으며, 2021년 9월에는 ‘디지털 트윈 활성화 전략’을 발표해 기술 개발, 데이터 활용 관련 규제 완화 등을 추진하기로 함¹⁹⁾
- 정부는 2020년 12월 ‘가상융합경제 발전전략’을 발표한 후 2021년 5월 관련 업계, 유관기관, 협회 등으로 구성된 ‘메타버스 얼라이언스’를 출범했으며, 민간 주도의 플랫폼 구축과 창의적이고 혁신적인 서비스 마련을 목표로 함²⁰⁾
 - 또한 메타버스와 디지털 트윈의 특징에 대해 구분하며 메타버스는 플랫폼 이용자가 가상세계 속에서 경제·사회 경험을 제공하는 것이 핵심이고, 디지털 트윈은 현실과 동일한 가상모델 기반의 실험을 통해 최적화된 의사결정을 지원하는 것이 핵심임을 언급
- 한편 개인정보 보호 이슈, 결제 인프라 구축을 위한 체계 마련, 중·장년층과 노년층의 이용 접근성 등은 향후 해결해야 할 과제로 제기되고 있음
- 메타버스 플랫폼 사용으로 개인의 얼굴이미지, 사적정보 등이 유출되거나 악용될 가능성이 높으므로 개인정보 보호를 위한 대책 마련이 필요
 - 앞으로 메타버스가 온라인 뿐 아니라 오프라인의 영역에서도 활성화될 경우 콘텐츠를 구매하거나 결제하는 등 경제 활동이 늘어날 것이므로²¹⁾ 이에 대한 제도, 규제 등 체계가 마련될 필요
 - 현재 메타버스의 주요 연령층이 10대인 점을 고려했을 때, 중·장년층, 노년층의 관심도를 높이고 이들이 쉽게 접근할 수 있는 방안도 필요

연구원 정지수

17) AR과 VR 등 신기술을 통칭하는 가상융합기술(extended reality)을 의미

18) Innovate UK, 2018, The immersive economy in the UK.

19) 관계부처 합동, 2021. 9. 6, “한국판 뉴딜 2.0, 초연결 신산업분야의 핵심” 「디지털 트윈 활성화 전략」, 보도첨부자료.

20) 과학기술정보통신부, 2021. 5. 18, 확장가상세계(메타버스), 민간이 앞장선다!, 보도자료.

21) 신석영, 2021, 메타버스의 부상과 금융업의 변화, 하나금융그룹 Emerging Tech & Biz (Vol.2).