

OPINION

연구위원
강소현

국내 상장기업의 자기주식 처분 실태*

지난 2020년 초 코로나19의 발발로 주가가 급락하면서 기업들의 자기주식 취득이 급격하게 증가하였다. 그러나 이후 주가가 예상보다 빠르게 회복되면서 취득은 감소한 한편 자기주식 처분 공시가 두드러지게 증가하였다.

자기주식 취득은 대부분 주가안정과 주주가치 제고를 위해 이루어지지만, 취득된 자기주식은 다양한 목적으로 활용된다. 자기주식 처분 공시 중 약 2/3는 임직원 성과보상을 위해 자기주식을 처분한다고 밝혔으며 약 1/4은 고평가된 주식을 처분하여 기업의 여유자금을 확보하고 재무구조를 개선하기 위해 이루어졌다.

자기주식의 다양한 활용은 법에서 명시적으로 보장하고 있어 법적으로 문제가 되지 않는다고 할지라도 주주환원의 측면에서는 긍정적인 현상이라고 보기 어렵다. 운영자금 확보 및 재무구조 개선을 위한 자기주식 처분은 대부분 시간 외 대량매매로 이루어져 처분과 함께 시장에 즉각적으로 재유통된다. 직원 성과보상을 위해 지급된 자기주식을 임직원이 시장에 매도하면 일반주주를 위한 환원 효과는 감소할 가능성이 크다. 또한 전략적 제휴나 기업 합병 과정에서 자기주식이 경영진이나 지배주주에 유리한 방향으로 이용될 경우 소수주주의 이익이 침해될 우려가 있다.

국내시장에서 자기주식 취득과 함께 처분 활용도가 높아지고 있으나 재무적 관점에서의 연구와 법적 보호가 필요한 상황이다. 관련 규정을 체계적이고 정합성 있게 검토하여 미비점을 개선하기 위한 실질적 노력이 필요하다.

국내 상법과 자본시장법에 따르면 기업은 배당가능이익 한도 내에서 자기주식을 자유롭게 취득할 수 있다. 그런데 기업이 취득한 자기주식은 즉각 소각되지 않으며 기업은 필요에 따라 자기주식을 계속 보유하거나 처분할 수 있다. 실제 2020년 초반 코로나19의 타격으로 주가가 급락하면서 주가방어를 위해 다수의 기업이 자기주식 취득에 나섰고 시장 전체에서 자기주식 취득 규모가 크게 증가했다. 이후 우려와 달리 경기가 빠르게 회복되고 시중에 확대된 유동성이 주식시장으로 유입되어 주가가 급반등하면서, 초반과는 다르게 자기주식을 처분하는 기업들이 눈에 띄게 증가하였다.

국내시장에서 자기주식 취득이 증가하고 기업의 재무전략으로서 자기주식의 중요성이 부각될수록 처분에 관한 관심도 동시에 커지는 것이 바람직하다. 그러나 기존의 자기주식과 관련된 논의는 대부분 취득에 초점을 맞추어 이루어져 왔다. 본고는 코로나19 이후 자기주식 처분 현황을 살펴보고 기업이

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

자기주식을 처분한 목적을 분석하여 처분 시장에 대한 향후 논의 방향을 제시하고자 한다.

자기주식 처분 현황

〈그림 1〉은 2020년 1월부터 2022년 5월까지 유가증권시장과 코스닥시장 상장종목의 자기주식 취득처분 공시 건수와 코스피지수를 분기별로 나타낸 것이다.¹⁾ 2020년 초 코로나19 발발로 인하여 주가가 단기간에 급락하였다. 다수의 기업이 주가 불확실성에 대응하여 주가하락을 방어하고 주주가치를 제고하기 위하여 자기주식 취득 계획을 발표했다. 2020년 1분기 동안 자기주식 취득 공시 건수는 128건까지 폭증하였다.

〈그림 1〉 자기주식 취득처분 공시 건수와 코스피지수 추이



주 : 유가증권시장과 코스닥시장 상장기업 보통주 대상 직접취득 공시 기준

자료: DART, FnGuide

이후 주가가 조기에 회복되면서 취득 공시는 급격히 감소하였으나, 자기주식 처분 공시가 두드러지게 증가하였다. 2020년 4분기에는 전분기의 두 배에 가까운 105건이 보고되었고 2022년 1분기까지 분기당 100건 전후의 빈번한 자기주식 처분 공시가 관측되었다.

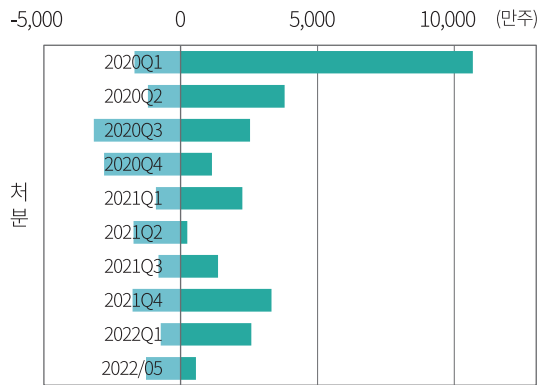
유가증권시장과 코스닥시장을 구분하여 자기주식 취득 및 처분 주식수를 분기별로 살펴보면 두 시장 모두 2020년 1분기에 취득이 집중적으로 발생하고 2020년 하반기에 자기주식 처분이 증가한 것을 알 수 있다.²⁾ 유가증권시장에서는 2020년 1분기 1억677만주의 취득이 공시되었고 2020년 3분기와

1) 본 분석은 직접취득과 직접처분만 포함하며 신탁계약에 의한 취득은 포함하지 않는다.

2) 자기주식 취득과 처분 주식수는 공시에서 명시된 예정 주식수를 기준으로 산출한다. 기업이 공시한 수량을 모두 취득 또는 처분하지 않을 가능성이 있으므로 실제 취득처분 결과와는 다소 차이가 있을 수 있다. 그러나 규정상 직접취득과 직접처분의 경우 3개월 안에 완료해야 하는 강제성이 있으므로 본 분석에서는 전량 취득 또는 처분된 것으로 가정한다.

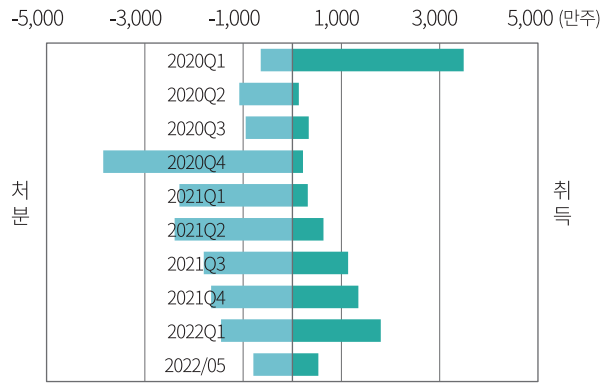
4분기에는 6천만주 처분이 예정되었다. 코스닥시장의 경우 유가증권시장에 비해 더 큰 규모의 처분이 관측되었는데, 2020년 1분기 3,490만주가 취득 공시된 데 이어 3분기에는 1분기 취득을 상회하는 3,850만주가 처분 공시되었다.

〈그림 2〉 유가증권시장 자기주식 취득처분 규모



주 : 유가증권시장과 코스닥시장 상장기업 보통주 대상 직접취득처분 공시 기준
자료: DART, KRX

〈그림 3〉 코스닥시장 자기주식 취득처분 규모



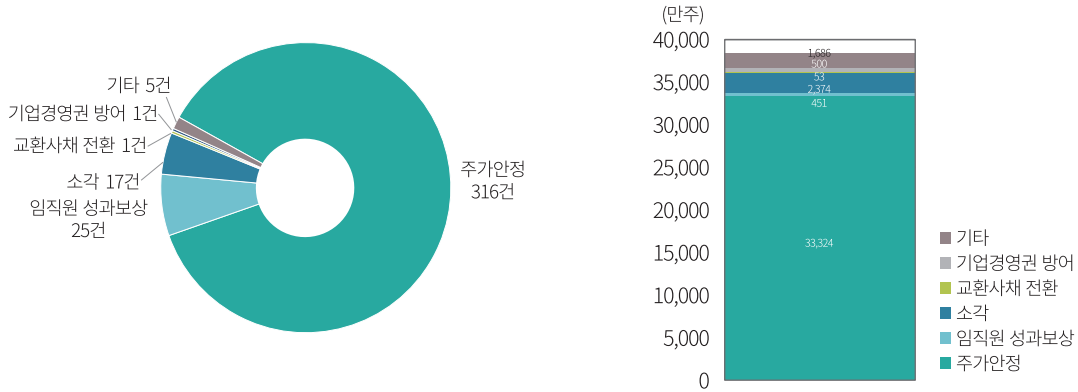
주 : 유가증권시장과 코스닥시장 상장기업 보통주 대상 직접취득처분 공시 기준
자료: DART, KRX

2020년부터 2022년 5월까지 유가증권시장의 자기주식 총 취득예정 주식수는 2억8천만주였으며 처분주식수는 1억6천만주로 집계되었다. 코스닥시장의 경우 자기주식 처분에 더 적극적이었던 것으로 나타났다. 코스닥 상장기업은 9,930만주의 자기주식 취득을 발표하였으나 처분은 이보다 많은 1억 6,900만주였다.

자기주식 처분 목적

기업의 자기주식 취득이나 처분 결정은 투자자의 투자판단에 영향을 미칠 수 있는 주요한 기업활동이다. 기업은 이사회에서 취득이나 처분을 결의한 후 예정 주식 규모와 함께 목적을 공시해야 한다. 〈그림 4〉는 자기주식 취득을 공시한 상장기업을 공시목적에 따라 구분한 것이다. 취득 공시에 작성된 목적 중 가장 많이 언급된 것은 주가안정 및 주주가치 제고이다. 전체 365건의 취득 공시 중 주가안정이 316건으로 대다수를 차지한다. 분석기간 중 2020년 1분기에 자기주식 취득이 집중되어 있는데, 당시 기업들이 주가하락에 대한 적극적 대응을 목적으로 자기주식 취득을 결정한 데 따른 결과이다.

〈그림 4〉 자기주식 취득 목적별 공시 건수와 취득예정 주식수



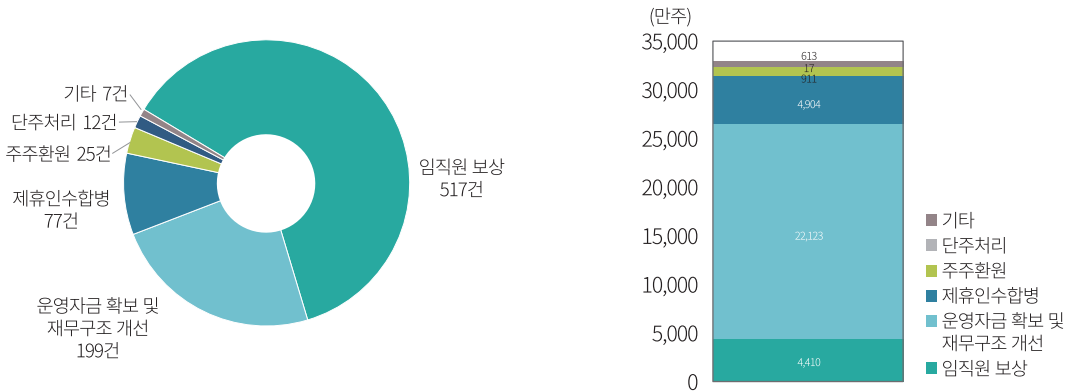
주 : 1) 유가증권시장과 코스닥시장 상장기업 보통주
 2) 2020년 1월부터 2022년 5월 자기주식 직접취득 공시 기준
 자료: DART

자기주식 취득은 재무적 관점에서 주주환원 정책의 하나로 해석된다. 기업이 자기주식을 취득하면 기업으로부터 주식을 판 기존 주주에게 현금이 이전되어 직접적인 환원이 이루어진다. 주식을 매도한 주주뿐만 아니라 지속해서 보유하고 있는 주주들도 간접적 혜택을 누릴 수 있다. 기업이 취득한 주식만큼 유통주식수가 감소하여 주당 순이익이 증가하고 기존 주주의 지분비율이 증가하게 되기 때문이다.³⁾

기업이 취득한 자기주식을 소각하면 자기주식을 처분할 우려가 없어지고 영구적으로 유통주식수가 감소한다. 따라서 주가안정 목적의 취득과 함께 소각 또한 주주환원을 위한 취득이라고 이해된다. 소각을 포함하면 주주환원 목적의 자기주식 취득은 전체 공시의 90%가 넘는 비중을 차지하게 된다. 최근의 자기주식 취득은 공시 목적만을 기준으로 해석한다면 주주를 위한 기업경영 활동이라고 봐도 무리가 없다. 기업이 자기주식 취득을 공시하면 주주는 이를 긍정적인 신호로 받아들이고 통상적으로 주가가 상승하는 기제이기도 하다.

3) 김우진·임지은, 2017, 한국 기업의 자사주 처분 및 소각에 관한 실증 연구, 『한국증권학회지』, 46(1), pp. 35-60.

〈그림 5〉 자기주식 처분 목적별 공시 건수와 처분예정 주식수



주 : 1) 유가증권시장과 코스닥시장 상장기업 보통주
 2) 2020년 1월부터 2022년 5월 자기주식 직접취득 공시 기준
 자료: DART

그러나 주주환원 목적의 자기주식 취득을 평가할 때 같이 고려해야 할 점은 동일기간에 상당한 규모의 처분이 발생했을 뿐만 아니라 자기주식 처분 목적은 자기주식 취득과 다른 양상을 보인다는 것이다. 자기주식 처분은 임직원 보상을 위해 가장 빈번하게 활용되었다. 자기주식 처분 공시 837건 중 517건이 임직원 성과보상을 위한 것으로 보고되었으며 전체 공시의 60% 이상을 차지했다. 주식수 기준으로 가장 큰 비중을 차지하는 것은 운영자금 확보 및 재무구조 개선 목적의 처분이다. 공시 건수로 는 17건밖에 되지 않으나 규모 측면에서는 가장 많은 약 2억2천만주가 이에 해당한다. 임직원 성과보 상 목적으로 취득한 주식수의 5배 정도이다. 그 외에 타 법인과 전략적 제휴관계를 강화하기 위하여 자기주식을 제휴사에 처분하거나 합병 시 신주발행에 갈음하여 자기주식을 교부하는 목적 등으로 자기주식이 활용되었다.

자기주식 처분 규정과 주주환원 효과

자기주식 취득과 처분 목적 분석을 통해 알 수 있는 특징은 취득한 자기주식의 자유로운 활용이 가능하다는 점이다. 이는 법에서 명시적으로 보장하고 있는 바이다. 현행 상법에 따르면 기업은 취득한 자기주식을 각종 자본거래 시 대가로 지급할 수 있으며(상법 제342조) 합병, 분할합병, 주식의 포괄적 교환 등의 기업재편에서도 대가나 현물처럼 활용할 수 있다(상법 제360조의2, 제360조의3). 실제 자기주식 취득의 90% 이상이 주주환원을 목적으로 이루어졌지만, 자기주식 처분 공시 중 약 2/3는 임직원 성과보상을 위해 자기주식을 처분한다고 밝혔으며 약 1/4은 고평가된 주식을 처분하여 기업의 여유자금을 확보하기 위해 이루어졌다. 일부는 전략적 제휴 및 합병의 대가로 지급되었다. 특히 임직원

성과보상은 취득과 처분 목적에 공통으로 언급되고 있는데, 공시 규모를 직접적으로 비교해보면 임직원 성과보상을 위한 자기주식 취득 공시 규모는 451만주에 불과하나 처분 예정된 주식수는 4천4백만 주로 큰 차이가 존재한다. 즉, 취득 목적과 무관하게 취득한 자기주식이 활용된다는 것을 알 수 있다.

자기주식의 자유로운 처분이 법적으로 문제가 되지 않는다고 할지라도 주주환원의 측면에서는 긍정적인 현상이라고 보기 어렵다. 재무적 관점에서 자기주식 취득은 주주환원을 위한 수단으로 해석되고 실질적으로 주가에 긍정적인 영향을 미친다고 평가된다. 그런데 이는 취득한 자기주식이 처분되지 않는 것을 전제하고 있다. 분석기간 동안 운영자금 확보 및 재무구조 개선을 위한 자기주식 처분이 예정 주식수를 기준으로 가장 큰 비중을 차지하는데, 해당 목적의 처분은 대부분 시간 외 대량매매로 이루어진다. 이는 상당한 규모의 자기주식이 처분 공시와 함께 시장에 재유통된다는 것을 의미한다. 한편 직원 성과보상을 위한 자기주식 취득은 즉각적으로 주가에 영향을 미칠 것이라고 예상되지는 않는다. 기업은 임직원 보상을 위해 보유한 자기주식을 비교적 소규모로 빈번하게 처분하고 있는데, 공시당 처분 규모가 크지 않기 때문에 각 공시가 주가에 유의미한 영향을 미치지 않을 가능성이 높다. 또한 일반적으로 임직원 보상을 위한 자기주식 처분은 기업의 자기주식 계좌에서 매수자의 증권계좌로 직접 이체된다. 따라서 회사가 자기주식을 처분한다고 해서 해당 주식이 즉시 유통되는 것은 아니다. 그러나 상여금 명목으로 자기주식을 받은 임직원이 지속해서 주식을 보유하지 않고 특정 시점에서는 보유주식을 매도할 것이기 때문에 결국 유통주식수는 증가하고 자기주식 취득시 주주가 기대했던 환원 효과는 감소한다.

또한 자기주식 취득에 비해 처분의 경우 매각가격과 처분방법의 적정성이 논란이 될 가능성이 크다. 실제 국내 상장기업의 자기주식 취득은 대부분 장내에서 이루어진다. 하지만 처분의 경우 거래소를 이용하는 경우는 극히 일부에 불과하며, 대부분이 장외에서 처분되거나 임직원 보상의 경우와 같이 상대방의 증권계좌에 직접 이체되는 등의 방법이 이용된다. 또한 증권거래법상 자기주식의 처분은 자기주식 취득과는 달리 처분 방법을 명시적으로 규정하고 있지 않다. 자기주식 처분방법은 정관에서 정하며, 정관에 규정되어 있지 않은 사항은 이사회를 통해 결정된다(상법 제342조). 따라서 국내 거래 현황과 미비한 법규로 인해 기업은 처분 대상 및 처분가격 결정에 상당한 재량권을 가지게 된다.

더 나아가 회사 경영진이나 지배주주가 의도적으로 기업에 대한 지배력을 강화하기 위해 자기주식을 이용하기도 한다. 자기주식을 우호세력에게 매각하여 자신에게 유리한 방향으로 기업의 의사결정을 유도하거나 인적분할 시 추가적 지분취득 없이도 지배주주의 지분을 높이는 사례가 발생한 바 있다. 이 경우 지배주주와 소수주주 간의 이해가 충돌하고 소수주주의 이익이 침해될 우려가 있다.

시사점

최근 자기주식 취득과 함께 처분 활용도가 높아지고 있으나 재무적 관점에서의 연구와 법제적 보완이 필요한 상황이다. 그동안 자기주식 취득 목적이나 취득에 따른 주가 반응 등 기업의 자기주식 취득 행태와 관련된 연구는 국내외에서 활발하게 이루어져 왔다. 그러나 실제 상당 규모의 처분의 이루어지고 있음에도 불구하고 처분에 관해서는 학계와 일반주주의 관심도가 낮아 이에 대한 실증 분석이 제한적이다.

법제적 관점에서는 상법 개정으로 2011년에 이미 자기주식 취득이 비상장주식까지 전면 허용되었다. 그러나 자기주식 처분의 법적 성질에 대한 논쟁은 여전히 진행 중이며, 경제적 실질과 법리적 해석 간 괴리로 인해 발생하는 문제점에 대한 지적이 이어지고 왔다. 또한 부작용을 최소화하기 위하여 기업분할 시 신설회사에 분할신주의 배정되지 못하도록 막거나 자기주식을 제삼자에게 처분하여 소수주주의 이익에 반하는 의결권을 행사하는 행위를 금지하기 위한 법안이 지속해서 발의되고 있으나 실제 개정으로 이어지지 못하고 있다.

국내 기업의 자기주식 활용에 대한 이해도를 높이기 위해 자기주식 처분 행위에 대한 실증연구를 확대해야 한다. 또한, 주주 간의 지배력이나 채권자의 이익에 부당한 영향을 미치지 않도록 법제적 관점에서 관련 규정을 체계적이고 정합성 있게 검토하여 법제적 미비점을 개선하기 위한 실질적 노력이 필요하다.

OPINION

선임연구위원
박용린

기업성장집합투자기구 도입에 대한 소고*

비상장기업 자금공급 확대를 위해 해외 유사 제도를 벤치마킹하여 도입될 예정인 기업성장집합투자기구는 국내 모험자본시장에 적지 않은 영향을 미칠 것으로 예상된다. 기업성장집합투자기구와 유사한 대표적인 해외사례로는 제도 도입의 모태가 된 미국 BDC와 영국 VCT가 있으며 각국 모험자본시장의 특징과 세부 규제의 차이로 미국 BDC는 채권형 투자기구, VCT는 세제혜택 기반 주식형 투자기구로 운용되어 왔다. 해외사례는 국내 기업성장집합투자기구 제도의 안착을 위하여 다음과 같은 시사점을 제공한다. 첫째, 정책목적 구현을 위한 충분한 의무 적격투자 비율과 지분투자 비율의 설정이 필요하다. 둘째, 세제혜택을 부여할 경우 기존 국내 모험자본 투자에 부여되는 세제혜택 수준을 고려하되 세제혜택에 상응하는 수준의 적격투자비율과 지분투자 비율을 설정할 필요가 있다. 셋째, 동일 운용사가 사모 벤처펀드와 기업성장집합투자기구를 동시에 운용할 때 발생할 수 있는 이해상충 문제를 최소화하고 일반투자자를 보호하기 위한 제도적 장치를 마련하여야 한다.

기업성장집합투자기구의 도입

금융위원회는 지난 2019년 모험자본 공급을 활성화하고 일반투자자들이 유망 비상장기업에 투자할 수 있는 제도적인 기반을 조성하기 위해 미국 BDC(Business Development Company) 제도를 벤치마킹한 기업성장집합투자기구 제도를 도입하기로 발표하였다.¹⁾ 현재 관련 자본시장법 개정안(2022년 3월 31일) 공고가 이루어진 상태로 개정안은 기업성장집합투자기구의 정의, 설립요건, 운용규제, 인가요건 등 기본적인 사항을 규정하고 제도 운용 세부사항의 확정을 위한 논의가 진행 중이다.

기업성장집합투자기구는 자산총액의 40% 이상의 일정 비율에 해당하는 금액을 초과하는 집합투자재산을 벤처기업 등 비상장기업에 금전 대여, 증권 매입 등의 방법으로 투자하는 상장·폐쇄형 투자기구이다. 공모형 투자기구로서 기업성장집합투자기구에는 다양한 운용규제가 부과된다. 첫째, 분산 투자를 위해 개별 투자는 자산총액의 20% 내 일정 비율 이하로 제한된다. 둘째, 벤처기업 등 주투자대상기업이 발행한 지분증권 총수의 50%를 초과하는 일정 비율 이상의 투자가 금지된다. 셋째, 유동성

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

1) 금융위원회, 2019. 10. 7, '기업성장투자기구(BDC) 제도 도입방안, 보도자료.

관리를 위해 집합투자재산의 10%를 초과하는 일정 비율 이상을 국채 등 안정적인 금융투자상품에 투자하여야 한다. 넷째, 기업성장집합투자기구는 차입을 통한 자금조달이 가능하며 차입한도는 자기자본의 100%이다. 한편 기업성장집합투자기구는 존속기간 5년 이상, 500억원 이하 일정액 이상의 환매금지형으로 설정·설립하여야 하며 90일 이내 상장이 의무화된다. 마지막으로 운용사 인가요건으로는 자본시장법상 금융투자업자의 인가요건을 적용하되 대주주와 관련된 완화된 요건을 적용하여 벤처캐피탈 운용사의 진입이 가능하도록 하였다.

현재 기업성장집합투자기구의 운용에 국내 자산운용사, 증권사, 벤처캐피탈 운용사 등 다양한 모험자본 중개기관의 참여가 예상되고 있어 동 제도는 국내 모험자본시장 전반에 적지 않은 변화를 가져올 것으로 예상된다. 이른바 한국형 BDC라고 할 수 있는 기업성장집합투자기구 제도는 해외의 유사 제도를 도입한 사례로서 국내 현실에 부합하는 제도 운용 방향의 모색을 위해서는 해외의 운용 경험으로부터 시사점을 도출할 필요가 있다.

미국 BDC와 영국 VCT

전술한 바와 같이 기업성장집합투자기구는 해외의 유사 제도를 벤치마킹하고 있는데 이러한 대표적인 해외사례로는 미국의 BDC와 영국의 VCT(Venture Capital Trust)를 들 수 있다. 미국 BDC는 1980년 소기업투자촉진법(Small Business Incentive Act) 제정을 통하여 사모증권에 투자할 수 있는 공모·폐쇄형 투자회사로서 도입된 투자기구이다. 영국 VCT는 일반 개인투자자들이 간접적으로 소규모 비상장기업에 투자할 수 있도록 1995년 도입된 상장 투자회사로서 높은 수준의 세제혜택을 특징으로 한다. 미국 BDC와 영국 VCT는 기본적으로 공개 또는 상장형 벤처캐피탈 펀드로서 비상장 중소기업의 지분투자 확대를 염두에 두고 도입되었으나 각국 모험자본시장의 특징과 세부 운용규제의 차이로 인하여 미국 BDC는 대출 위주의 채권형 투자기구로, 영국은 보통주 투자 중심의 지분형 투자기구로 운용되어 왔다. 이하에서는 미국 BDC와 영국 VCT 제도의 현황, 특징 및 운용규제에 대하여 살펴본다.

먼저 미국 BDC는 미국 신생 혁신기업의 자금조달을 지원하기 위해 투자회사법(Investment Company Act)상 규제를 완화한 소기업투자촉진법 제정을 통해 폐쇄형 투자회사로 도입되었다. 따라서 BDC는 투자회사법상 투자자보호의 유지를 전제로 벤처캐피탈 투자 확대를 위해 규제를 완화한 투자기구라고 할 수 있다. BDC는 1980년 제도 도입 이후 수차례의 규제 완화를 거치며 성장을 지속하여 2020년말 기준 115개의 BDC가 운용 중이며 이 중 상장 BDC는 50개, 운용자산 규모는 890억 달러에 이르고 있다. BDC는 비상장기업 또는 시가총액 2,500만달러 미만 상장기업을 의미하는 ‘적격 포트폴리오 기업(eligible portfolio company)’에 투자하여야 하며 ‘중요한 경영지원(significant managerial assistance)’을 제공할 의무가 있다. 이러한 조건은 사모 벤처캐피탈의 운용방식을 BDC 운용에 모사하기 위하여 규정되는 것이라고 할 수 있다. 이때 적격투자는 지분 또는 채권 투자가 모두

가능하다. BDC는 분산투자 요건을 갖추고 수입의 90% 이상을 주주에게 배당할 경우 법인세 면제 혜택이 부여된다. 또한 투자회사법 상 일반 폐쇄형 투자회사와 비교하여 레버리지와 특수관계자 거래와 관련된 운용규제가 완화되어 있다. 레버리지 비율²⁾의 경우 일반 폐쇄형 투자회사가 50%인 반면 BDC는 200%이다. 한편 자료가 존재하는 48개 상장 BDC의 평균 레버리지 비율은 95%로서³⁾ 포트폴리오 중 채권 비중은 평균 82.2%인 반면 주식형 BDC는 4개에 그치고 있어 미국 BDC는 대출 중심의 비상장 신용펀드(private credit fund)로 운용되고 있는 것을 볼 수 있다.

한편 영국 VCT는 영국의 상장 폐쇄형 투자회사인 투자신탁(investment trust)⁴⁾의 한 유형으로 개인투자자가 소규모 비상장기업에 투자할 수 있도록 최대 20만파운드를 한도로 30% 소득공제 혜택을 부여하고 있는 절세형 투자수단이다.⁵⁾ 영국 VCT는 1995년 제도 도입 이후 누적 96.9억파운드의 자금을 모집한 가운데 2021년 한 해의 경우 6.7억파운드의 자금을 모집하였으며 2021년말 기준 57개의 VCT가 상장되어 있다. VCT의 적격 투자대상은 미국 BDC와 유사한 비상장기업 또는 AIM(Alternative Investment Market) 상장기업이며, 높은 수준의 세제혜택이 부여되는 대신 피투자기업의 자산 및 종업원 규모, 건당 및 누적 투자규모, 보통주 투자비중, 업력, 자금 용도 등에 대하여 세밀한 운용규제가 적용된다. 예를 들어, 피투자기업의 업력은 7년 미만이어야 하며 자산 및 종업원 최대 규모는 각각 1,500만파운드, 250명으로서 피투자기업별로 건당 최대 투자한도 백만파운드, 과거 12개월 누적 한도 5백만파운드, 전체 기간 투자한도 1,200만파운드 등의 투자한도가 적용된다. 이렇듯 VCT는 창업초기 기업에 대한 지분투자 중심의 운용규제가 설정되어 있어 레버리지를 거의 사용하지 않으며 투자위험 보전을 위하여 VCT 자체의 법인세 면제와 더불어 투자자에 대한 소득공제, 배당 소득세 및 VCT 주식의 양도소득세 면제 등 높은 수준의 세제혜택이 부여된다.

해외사례를 통한 국내 시사점

기업성장집합투자기구 도입의 의의는 공적 자본시장을 통해서 비상장 혁신기업에 투자하는 모험 자본 생태계를 조성하는 것이다. 따라서 성공적인 기업성장집합투자기구 제도 운용의 요체는 공적 자본시장을 통한 모험자본 확대와 제도의 지속가능성을 보장하는 투자자보호 간의 균형을 조화롭게 이루어나가는 것이다. 이러한 관점에서 미국과 영국의 유사사례는 바람직한 기업성장집합투자기구 제도 운용에 대하여 다음과 같은 시사점을 제공한다.

- 2) 투자회사법의 레버리지는 자산커버리지(asset coverage) 비율에 의해 규제되는데 이는 차입금 대비 순자본과 차입금 합계의 비율이다. 일반 폐쇄형 투자회사와 BDC의 자산커버리지 최대 비율은 각각 300%, 150%로서 이는 자기자본 기준으로 각각 50%, 200%를 의미한다.
- 3) 2022년 3월 22일 기준이며 자료는 CEFData를 참조하였다.
- 4) 영국 investment trust는 편의상 투자신탁으로 번역하였으나 법적 실체는 투자회사이다.
- 5) VCT의 소득공제율은 1996~2004년간은 20%, 2005~2006년간은 40%였으며 2007년 이후에는 30%에 머무르고 있다.

첫째, 기업성장집합투자기구의 도입 목적이 비상장 혁신기업에 대한 투자 확대라는 점을 고려하면 이를 구현하기 위하여 충분한 의무 적격투자 비율을 설정할 필요가 있다. 미국 BDC와 영국 VCT는 각각 70%, 80%에 해당하는 의무 적격투자 비율을 설정하고 있음을 고려할 필요가 있다. 또한 모험자본 투자 확대라는 정책목적 관점에서 최소 지분투자 비율을 설정할 필요가 있다. 미국 BDC의 경우 투자 수단에 대한 별도의 규정을 부여하지 않고 있어 사실상 채권형 투자기구로 운용되는 사례를 참고할 필요가 있다. 특히 이러한 최소 지분투자 비율의 설정은 후술하는 세제혜택 부여와 관련하여 중요한 기준이 된다.

둘째, 대부분의 국가에서 투자위험이 높은 비상장 혁신기업에 대한 지분투자 또는 벤처캐피탈 출자에는 세제혜택이 부여되는 것이 일반적이다. 우리나라도 개인투자자의 벤처캐피탈 투자 및 출자에 대하여 일정 수준의 세제혜택을 부여하고 있다. 그럼에도 불구하고 비상장기업에 대한 자금 대여 등에 대하여 세제혜택이 부여되는 경우는 드물다. 따라서 기업성장집합투자구에 대한 세제혜택은 기업성장집합투자기구의 운용방식과 밀접한 관련을 맺을 것으로 예상된다. 투자위험의 보전과 제도의 조기 안착을 위해 세제혜택을 부여할 경우 기존 국내 모험자본 투자에 부여되는 세제혜택 수준을 고려하되 구체적 수준은 정책목적에 따른 의무 지분투자 비율의 설정에 따라 결정되어야 한다.

셋째, 기업성장집합투자기구 운용에 자산운용사, 증권사, 벤처캐피탈 운용사 등 다양한 모험자본 중개기관이 참여할 것으로 예상되는 상황에서 동일 운용사가 사모 벤처펀드와 기업성장집합투자기구를 동시에 운용할 경우 투자와 회수 등에서 이해상충 문제가 발생할 수 있다. 예를 들어 발굴한 투자처의 펀드 간 귀속 문제, 펀드 간 공동투자 및 펀드 간 자전거래 시의 이해상충 가능성이다. 기관출자자에 의해 이해상충 가능성이 통제되는 사모 벤처캐피탈 펀드와 달리 기업성장집합투자기구는 일반투자자를 통하여 운용사 통제가 이루어지기 어려우므로 이러한 이해상충 가능성을 최소화하고 일반투자자를 보호하기 위한 규제 장치가 마련될 필요가 있다.

ZOOM
-INEU 지속가능금융공시규제(SFDR) 시행 및
관련 펀드 현황

- 유럽연합(EU)이 수립한 지속가능금융 행동계획(Sustainable Finance Action Plan)의 일환으로 마련된 지속가능금융공시규제(SFDR)가 2021년 3월 10일부터 시행
- 2022년 1분기중 인플레이션과 지정학적 리스크, 시장 변동성 등으로 주식시장이 급락하는 상황에서도 SFDR 9조(Article 9) 펀드로 자금이 순유입되며 ESG 펀드시장의 성장을 견인
- SFDR 도입 이후 8조(Article 8) 및 9조 펀드는 전체 EU 신규 펀드 출시를 이끌고 있으며, 자산운용사들은 신규 설정 외에 기존 6조(Article 6) 펀드를 재분류하는 등의 방법으로도 ESG 및 지속 가능한 투자 옵션에 대한 투자자 수요 증가에 대응
- SFDR 8조 및 9조 펀드의 성장세는 ESG에 대한 수요가 증가하고 2022년 8월 발효되는 MiFID II의 적합성 기준에 지속가능성이 통합됨에 따라 더욱 증가할 전망

- 유럽연합(European Union: EU)이 수립한 지속가능금융 행동계획(Sustainable Finance Action Plan)¹⁾의 일환으로 2019년 11월 지속가능금융공시규제(SFDR) 발표
 - 2018년 3월 EU가 발표한 지속가능금융 행동계획의 일환으로 EU는 2019년 11월 27일 지속가능금융공시규제(Sustainability Finance Disclosure Regulation: SFDR)²⁾ 발표
 - SFDR은 금융기관에 투자 자산의 지속가능성 위험 및 해당 투자가 사회와 지구에 미치는 영향에 대한 정보를 공시하도록 의무화
 - 이를 통해 기후변화와 지속가능성에 대한 투자자의 인식·수요 제고와 함께 금융기관에 책임을 부여하여 그린워싱 행위를 방지하고 책임 있고 지속 가능한 투자를 촉진하는 것이 목적
 - SFDR은 1단계 시행 후 참조기간(reference period)을 거쳐 2단계 조치인 기술적 세부규칙(Regulatory Technical Standards: RTS)을 적용할 예정
 - SFDR은 투자대상 기업, 국가, 부동산 투자에 대한 18개 의무공시 사항을 포함하고 있으며, 이 중 투자대상 기업의 ESG 정보 의무공시 항목이 14개로 대부분을 차지하고 투자대상 국가와 부동산 투자와 관련된 항목은 4개에 해당

1) European Commission, 2018, *Communication from the Commission to the European Parliament, the European Council, the Council, the European Central Bank, the European Economic and Social Committee and the Committee of the Regions Action Plan: Financing Sustainable Growth*(COM/2018/097 final).

2) Regulation (EU) 2019/2088 of the European Parliament and of the Council of 27 November 2019 on Sustainability Related Disclosures in the Financial Services Sector.

- 2021년 3월 10일부터 SFDR 1단계 공시가 시행되었으며, 2023년 1월 1일부터는 2단계로 기술적 세부규칙(RTS)이 적용될 예정
 - SFDR은 자산운용사를 대상으로 투자 자산의 지속가능성 위험 및 해당 투자가 사회와 지구에 미치는 영향에 대한 정보를 제공하도록 요구
 - 제6조: 모든 자산운용사가 지속가능성 위험의 통합과 그들이 제공하는 금융상품의 수익에 미칠 수 있는 영향에 대해 공시할 것을 요구
 - 제8조: 지속가능성 특성을 촉진하는 펀드가 계약 전 공시에서 환경 또는 사회적 특성, 또는 둘의 조합을 촉진하는 방법, 그리고 그들이 투자하는 기업이 모범적인 거버넌스 관행을 따르는 방식을 명시하도록 요구
 - 제9조: 지속가능성 목표를 가진 펀드가 계약 전 공시에서 그러한 목표를 달성하는 방법과 지수가 참조 벤치마크로 지정되었는지 여부를 명시하도록 요구
 - SFDR의 의도와는 관계없이 SFDR 시행으로 EU 펀드시장은 3개의 카테고리, 즉 지속가능성 특성을 촉진하지만 지속가능한 투자를 목표로 하지 않는 8조 펀드(라이트그린), 지속가능한 투자를 주요 목표로 하는 9조 펀드(다크그린), 8조 및 9조에 포함되지 않는 기타 6조 펀드로 나뉘게 됨³⁾
 - SFDR 6조에 따라 EU에서 판매되는 모든 펀드는 일부 정보를 공시해야 하며, 8조 및 9조 펀드는 투자자에게 더 자세한 세부 정보를 공시하도록 요구됨
 - 8조 및 9조의 세부 공시 내용과 PAI(Principal Adverse Impact)가 SFDR RTS를 기준으로 해야 하나 몇 차례에 걸쳐 RTS의 적용이 연기됨
 - 현재 SFDR RTS는 2023년 1월 1일부터 적용되는 것으로 연기되었으며, 금융시장 참여자들은 2023년 6월 30일까지 PAI와 금융상품의 지속가능성 특징을 처음으로 공시해야 함
 - 2023년 6월 30일 공시에 필요한 PAI의 참조기간(reference period)이 2022년 1월 1일부터 12월 31일까지이기 때문에 PAI를 공시하려는 금융기관은 RTS 초안을 기준으로 2022년 1월 1일부터 관련 데이터 수집을 시작해야 하는 상황

〈그림 1〉 SFDR 펀드 분류체계



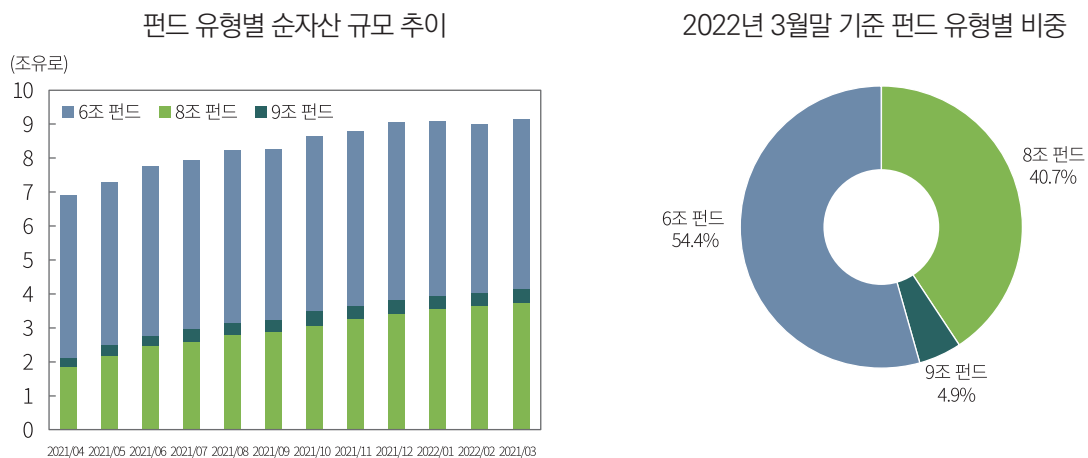
자료: Morningstar(2022)

3) 본고의 6조, 8조, 9조는 각각 Article 6, 8, 9를 의미함

□ (운용자산규모 및 펀드 수) 2022년 3월말 기준 SFDR 8조 및 9조 펀드는 전체 EU 펀드 운용자산규모 대비 절반에 가까운 45.6%를 차지

- 모닝스타 SFDR 데이터⁴⁾에 따르면 2022년 3월말 기준 8조 및 9조 펀드의 운용자산규모는 4조 1,800억유로로 2021년말 대비 8.5% 증가
 - 2022년 3월말 기준 전체 EU 펀드 운용자산규모 대비 8조 펀드가 차지하는 비중은 40.9%, 9조 펀드는 4.9%로 각각 2021년말 37.7%, 4.7% 대비 증가
 - 1년 전 8조 및 9조 펀드의 EU 펀드시장 점유율은 30.9%였으며 8조 및 9조 펀드시장이 빠른 속도로 성장함에 따라 6조 펀드 비중은 상대적으로 감소
- 2022년 3월말 기준 SFDR 8조 및 9조 펀드는 각각 6,862개, 898개로 2021년말 5,862개, 797개 대비 증가

〈그림 2〉 SFDR 펀드 유형별 비중



주 : MMF, 재간접펀드(FoFs), 자펀드(feeder funds)를 제외하고, EU에서 판매 가능한 펀드의 96%에 대한 투자 설명서(prospectus)를 통해 집계
 자료: Morningstar(2022)

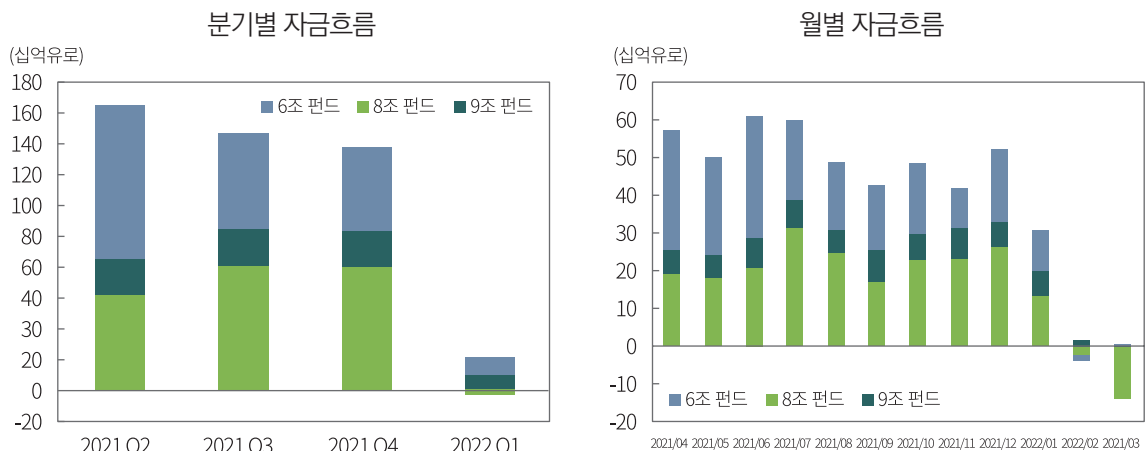
□ (자금흐름) 2022년 1분기중 인플레이션과 지정학적 리스크, 시장 변동성 등으로 주식시장이 급락하는 상황에서도 SFDR 9조 펀드로 86억유로 규모의 자금이 순유입되며 1분기중 ESG 펀드시장의 성장을 견인

- 2022년 1분기중 주식시장이 급락하는 가운데 SFDR 9조 펀드로 86억유로 규모의 자금이 순유입됨
- 다만 동기간 8조 펀드에서는 33억유로의 자금이 순유출되었으며 이는 주로 채권형 펀드에서 발생한 것으로 나타남

4) Morningstar, 2022, SFDR Article 8 and Article 9 Funds: Q1 2021 in Review.

- 월별로 살펴보면 1월중에만 해도 8조 펀드로 192억유로의 자금이 순유입되었으나 2월부터 유출 규모가 급증하여 2월과 3월 각각 22억유로, 137억유로의 순유출을 기록
- 전반적으로는 지난 1년간 전체 펀드로의 흐름에서 8조 및 9조 펀드가 차지하는 비중이 확대되고 있으며 이는 지속가능성 문제, 특히 기후변화에 대한 투자자의 관심이 높아지고, 이용 가능한 옵션의 폭이 넓어졌기 때문으로 설명할 수 있음
- 전체 EU 펀드시장으로 유입된 자금에서 SFDR 8조 및 9조 펀드가 차지하는 비중은 2021년 2분기 41%, 3분기 56%, 4분기 64%로 점차 확대⁵⁾

〈그림 3〉 SFDR 펀드 유형별 자금흐름



주 : MMF, 재간접펀드(FoFs), 자펀드(feeder funds)를 제외하고, EU에서 판매 가능한 펀드의 96%에 대한 투자 설명서(prospectus)를 통해 집계

자료: Morningstar(2022)

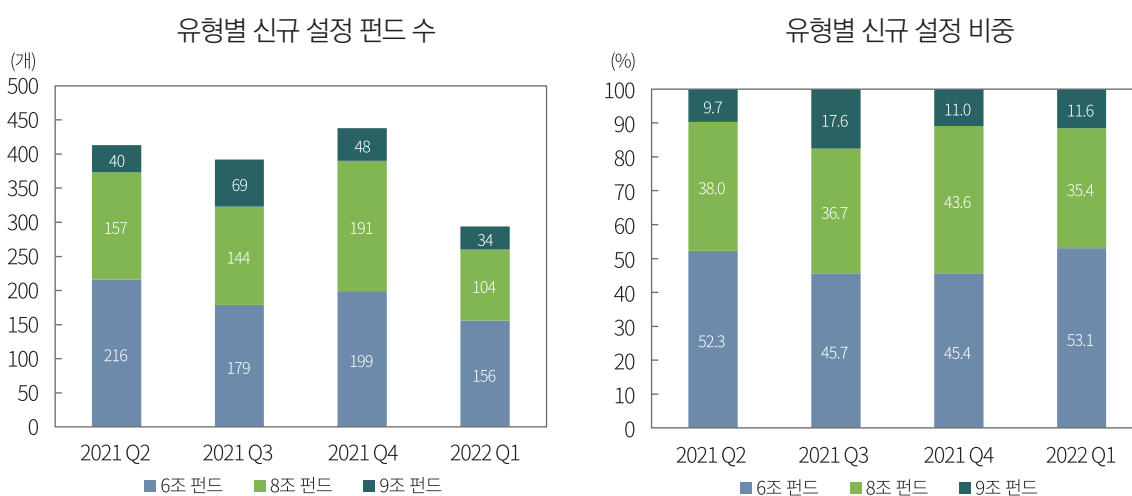
□ (신규 설정 및 재분류) 2021년 3월 SFDR 도입 이후 8조 및 9조 펀드는 전체 EU 신규 펀드 출시의 거의 절반을 차지할 정도로 유럽에서 상품 개발과 혁신의 촉매제 역할을 해왔으며, 자산운용사들은 신규 설정 외에 기존 6조 펀드를 재구성하는 등의 방법으로도 ESG 및 지속 가능한 투자 옵션에 대한 투자자 수요 증가에 대응

- 불확실한 지정학적 상황으로 인해 펀드시장 또한 영향을 받게 됨에 따라 자산운용사들의 신규 상품 개발도 감소하여 2022년 1분기중 8조와 9조 신규 펀드의 수가 총 138개로 전분기대비 46% 감소
 - SFDR 6조, 8조, 9조 펀드는 1분기중 각각 156개, 104개, 34개가 신규로 설정되어 SFDR이 시행된 이래 가장 적은 신규 설정을 기록
- 다만 전체적으로 신규 설정이 급감하였음에도 불구하고 SFDR 8조 및 9조 신규펀드 비중은 47%에 달하는 등 자산운용사들은 자산분류, 시장 익스포저, 투자스타일, 테마 등에서 투자자들이 이용할 수 있는 8조, 9조 옵션 범위를 지속적으로 확대해온 것으로 나타남

5) Morningstar, 2022, SFDR Article 8 and Article 9 Funds: 2021 in Review.

- 또한 자산운용사들은 신규 8조 또는 9조 펀드 출시 외에도 ESG 통합 프로세스를 개선하거나 투자 목표 및/또는 투자 정책에 ESG 기준을 추가하여 기존 6조 펀드를 재구성하는 등의 방법으로 ESG 및 지속 가능한 투자 옵션에 대한 투자자 수요 증가에 대응
 - 모닝스타 데이터베이스에 따르면 2021년중 이후 약 1,800개의 펀드가 6조에서 8조 또는 9조 펀드로 업그레이드됨
 - 예를 들어 Amundi Stoxx Europe 600 ESG ETF는 현재 ESG에 중점을 두고 있지만 이전에는 일반적인 Amundi Stoxx Europe 600 ETF였음

〈그림 4〉 SFDR 펀드 신규 설정 추이



주 : MMF, 재간접펀드(FoFs), 자펀드(feeder funds)를 제외하고, EU에서 판매 가능한 펀드의 96%에 대한 투자 설명서(prospectus)를 통해 집계

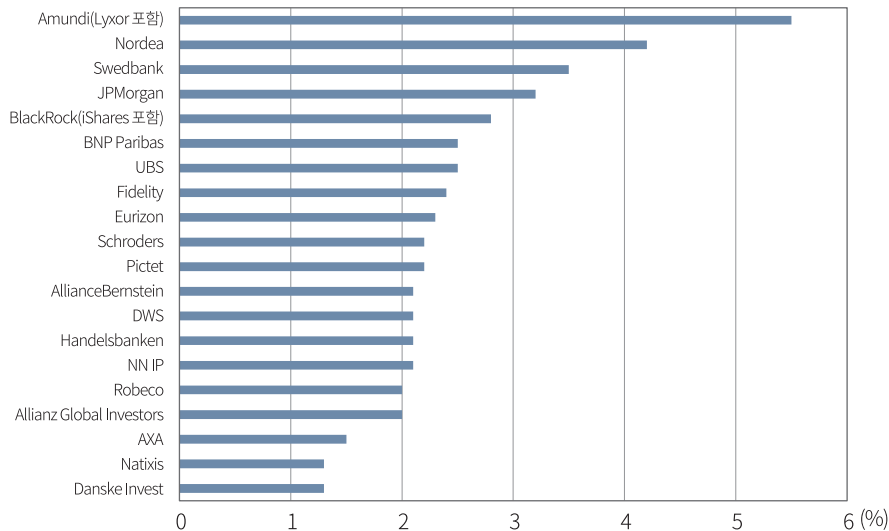
자료: Morningstar(2022)

- (자산운용사) 2021년말 기준 8조 및 9조 펀드 운용자산을 가장 많이 보유한 상위 3개 자산운용사에 Amundi, Nordea, Swedbank가 포함된 가운데 다수의 6조 펀드를 8조 또는 9조 펀드로 재분류한 BNP Paribas의 점유율이 최근 크게 확대
 - 〈그림 4〉는 SFDR 데이터를 기준으로 8조 및 9조 펀드 운용자산을 가장 많이 보유한 20개 자산운용사의 순위를 나타내는데, Amundi, Nordea, Swedbank의 2021년 4분기 시장점유율이 각각 5.5%, 4.2%, 3.5%로 상위 3개사에 포함됨⁶⁾
 - 경쟁이 심화되며 상위권 운용사들의 점유율이 대체로 하락한 반면 BNP Paribas는 점유율이 0.6%p 확대되며 16위에서 6위로 큰 폭으로 순위가 상승

6) 2022년 3월말 기준으로는 프랑스 자산운용사 Amundi, 미국계 펀드 대기업 JPMorgan, 덴마크계 Nordea가 8조 펀드의 상위 3개 운용사, 스위스의 Pictet, 프랑스의 BNP Paribas, 미국의 BlackRock이 9조 펀드 상위 3개 운용사를 기록하였으나 정확한 수치를 구할 수가 없어 본문에는 신지 않음

- 이는 BNP Paribas가 다수의 6조 펀드를 8조 또는 9조 펀드로 재분류한 데서 영향을 받은 것으로 보이며, 추가적으로 2022년말까지 전체 패시브 펀드에 대해 ESG 기준을 통합할 것이라고 밝힘

〈그림 5〉 SFDR 8조 및 9조 펀드 자산운용사 순위



주 : 2021년 4분기 SFDR 8조 및 9조 펀드 운용자산규모 기준
 자료: Morningstar(2022)

- SFDR 8조 및 9조 펀드의 성장세는 ESG에 대한 수요가 증가하고 2022년 8월 발효되는 MiFID II의 적합성 기준에 지속가능성이 통합됨에 따라 더욱 증가할 전망
 - SFDR 8조 및 9조 펀드에 대한 자금 유입이 계속해서 증가하고 8조 또는 9조 펀드로 재분류되는 펀드가 급증하는 현상은 ESG가 보편화됨에 따라 지속될 것으로 전망
 - 골드만삭스에서 30개 대형 자산운용사를 대상으로 조사한 결과 총 펀드 자산에서 8조와 9조로 분류되는 비중이 4%에서 100%까지 광범위하고, 30개 자산운용사에서 8조 및 9조 펀드의 침투율은 1년 동안 평균 48%에서 66%로 증가한 것으로 나타남⁷⁾
 - ESG 펀드에 대한 이러한 수요와 압력은 2022년 8월 발효되는 MiFID II의 적합성 기준에 지속가능성이 통합됨에 따라 더욱 증가할 전망
 - MiFID II 하에서 자문업자는 개인고객에게 투자 목표와 함께 지속가능성에 대한 선호 사항을 통합할 것인지를 묻도록 요구됨

선임연구원 심수연

7) Goldman Sachs, 2022, SFDR, *One Year on: The Trends and Anatomy of Article 8 & 9 Funds.*

ZOOM
-IN

브라질 디지털뱅크 Nubank의 성장과정과 시사점

- 전세계적으로 온라인으로 금융거래를 할 수 있는 디지털뱅크가 대두되고 있으며 기능 및 편의성을 장점으로 고객기반을 확대하고 있음
- 주요 디지털뱅크로는 브라질의 Nubank, 영국의 Monzo, 독일의 N26 등이 있으며 편의성, 상품성, 비용면에서 기존 금융회사들과 비교해 경쟁우위를 갖고 있음
- Nubank의 사업영역은 결제, 예금, 투자, 대출, 보험 등 5개의 사업영역으로 구성되어 있으며 적자가 지속되고 있는 가운데 대출 및 운용사업 확대로 수익성 개선 움직임을 보임
- Nubank는 젊은층 및 금융소외계층에게 편리하고 낮은 수수료의 금융서비스를 제공함으로써 약 4,800만명의 고객을 확보하여 세계 굴지의 디지털뱅크로 성장할 수 있었음
- Nubank를 비롯한 디지털뱅크는 다양한 과제를 안고 있으면서도 새로운 금융서비스 제공자로 사업을 확장하고 있으며 종합 디지털 자산관리 플랫폼으로 전환할 것으로 예상

□ 전세계적으로 온라인으로 금융거래를 할 수 있는 디지털뱅크가 대두되고 있으며 기능 및 편의성을 장점으로 고객기반을 확대하고 있음

- 디지털뱅크, 네오뱅크, 챌린저뱅크, 인터넷뱅크와 같은 용어가 혼용되고 있는데, 디지털뱅크는 인터넷 채널을 사용하여 금융서비스를 제공할 수 있는 은행을 말하며 디지털뱅크의 종류에 네오뱅크, 챌린저뱅크, 인터넷뱅크가 있음¹⁾
 - 네오뱅크는 은행 인허가를 받지 않고 모바일과 인터넷을 기반으로 금융서비스를 제공하며 전통적인 금융기관과의 협업으로 금융상품이나 서비스를 제공함
 - 챌린저뱅크는 은행인허가를 받고 핀테크 기업이나 사업법인에게 은행서비스나 기능을 플랫폼으로 제공하는 사업자로 지점 없이 스마트폰 앱 등의 디지털 채널을 통해 금융서비스를 제공함²⁾

1) Forbes, 2021. 6. 24, What is a neobank?

2) 영국에서는 국내 소매금융 비즈니스가 주요 은행에 의해 과점화되고 있는 것을 문제 삼은 당국이 경쟁촉진을 위해 신규 진입은행에 대한 자본규제를 완화하는 등 규제완화를 추진해 왔기 때문에 은행인허가를 받은 챌린저뱅크가 많음; 이들 대형 금융기관에 도전하는 은행이라는 뜻으로 챌린저뱅크라고 부름(PWC, 2017. 3. 13, Who are you calling a challenger? competition is alive and kicking in UK banking); 미국에서는 금융위기 후 규제 강화 흐름 속에서 은행부문의 신규 진입이 어려워져 Chime이나 Current 등 은행인허가 없이 기존 커뮤니티뱅크와 제휴하여 금융서비스를 제공하는 네오뱅크가 많음; 다만, 미국에서도 Square(현 Block)나 FinTech 기업인 Varo Money 등 은행인허가를 취득하는 사례가 나오고 있음(Banking Dive, 2021. 7. 6, Chime, current lead US banking app downloads in first half of 2021: report)

- 인터넷뱅크는 전통적 금융기관이면서 은행시스템을 디지털 기반으로 전환하여 디지털뱅크화한 기존 은행
- 편의성, 상품성, 비용면에서의 경쟁우위를 통해 젊은층을 비롯한 디지털 친화세대나 지금까지 은행 거래를 할 수 없었던 금융소외계층을 끌어들이는 형태로 고객기반을 확대

□ 주요 디지털뱅크로는 브라질의 Nubank, 영국의 Monzo, 독일의 N26 등이 있으며 편의성, 상품성, 비용면에서 기존 금융회사들과 비교해 경쟁우위를 갖고 있음³⁾⁴⁾

- Nubank는 신용카드 가입에 연회비와 가입비가 없는 것이 특징이며 모바일 앱으로 예금계좌 개설, 카드발급, 대출, 생명보험, 중소기업 계좌개설 서비스 등을 제공하여 편의성을 높임⁵⁾
- Monzo는 500만명 이상의 유저를 기반으로 한 Monzo Community에서 사용자가 원하는 기능을 투표하여 사용자의 니즈를 파악하고 있으며 사용자 친화적 서비스로 차별화된 전략을 구축⁶⁾
 - 결제금액의 0.2%를 카드결제 수수료로 징수하고 있으며 수익은 매출의 50%를 차지하고 있음
- N26은 빠른 은행계좌 개설을 장점으로 하고 있으며 회원 등급을 구분한 프리미엄 서비스, 구글페이 및 애플페이와 연동된 전자결제, 카드분실 또는 도난당했을 때 은행이나 카드사를 통하지 않고 사용자 스스로 처리 및 관리할 수 있는 것이 특징⁷⁾
 - 또한 매출의 70%가 지급결제시스템의 정산수수료(interchange fees)⁸⁾, 25%가 대출이자로 구성되어 있음
- Revolut나 Starling Bank는 외환이나 중소기업 대출에 주력하는 사업구조를 갖고 있음⁹⁾
 - 최근 Starling Bank의 중소기업 대출은 코로나19 팬데믹 당시 출시된 정부보증 기업 긴급대출(Recovery Loan Scheme)을 통해 급성장 중¹⁰⁾
- Chime은 핀테크 기업이나 일반 회사에 은행 서비스를 제공하는 BaaS(Banking as a Service) 사업을 다루고 있음
 - 또한 계좌 잔액이 -100달러가 되어도 수수료가 발생하지 않는 'Spot Me' 서비스를 제공하고 있으며 'Get Paid Early'라는 급여 선불 서비스도 전개하고 있음¹¹⁾

3) 조성훈·이성복·권민경·박선영, 2019, 『해외 유망 핀테크기업 비즈니스모델 조사』, 자본시장연구원 학술용역보고서.

4) Rafferty, R., 2021, Top 10 innovative neobanks in 2021.

5) www.nubank.com.br

6) Monzo, 2018. 11. 5, How our community helps us build a better bank.

7) www.n26.com

8) 신용카드나 현금카드 결제가 되었을 때 카드 가맹점 매입사(유럽의 신용카드 결제시스템 구조는 카드발급사, 가맹점, 카드회원 외에 매입사(acquirer)가 추가된 4당사자 시스템임)가 카드 발급사에 대해 지불하는 수수료

9) 금융감독원, 2021. 12, 영국 Challenger Bank 현황 및 시사점.

10) www.starlingbank.com

11) www.chime.com

〈표 1〉 주요 디지털뱅크의 개요

	Revolut	Monzo	Starling Bank	N26	Chime	Current	Nubank
본사	영국	영국	영국	독일	미국	미국	브라질
설립연도	2015	2015	2014	2013	2013	2015	2013
인허가	없음	2017	2017	2016	없음	없음	2017
고객수	1,500만명 50만사	583만명 10만사	250만명	700만명	1,200만명	200만명	4,800만명
매출액 (2020년도)	2.61억 파운드	0.62억 파운드	0.55억 파운드	n.a	n.a	n.a	50억헤알
순이익 (2020년도)	-1.22억 파운드	-1.3억 파운드	-0.39 파운드	n.a	n.a	n.a	-2억 3천만 헤알
최근 평가액 및 시가총액	330억달러 (비상장)	45억달러 (비상장)	19.5억달러 (비상장)	92.3억달러 (비상장)	250억달러 (비상장)	22억달러 (비상장)	160억달러 (상장)

자료: 각사 IR 자료, CB Insights

□ Nubank의 사업영역은 결제, 예금, 투자, 대출, 보험 등 5개로 구성되어 있으며 적자가 지속되고 있는 가운데 대출 및 운용사업 확대로 수익성 개선 움직임을 보임

- 모바일 앱으로 이용할 수 있는 연회비 무료 신용카드 제공에서 시작해 2017년에는 은행계좌와 같은 디지털 어카운트, 2018년에는 현금카드, 2019년에는 개인대상 무담보 대출, 2020년에는 보험, 2021년에는 인터넷 증권에 진출하는 등 사업영역을 확장함
 - 현재는 ① 결제(Spending) ② 예금(Saving) ③ 투자(Investing) ④ 대출(Borrowing) ⑤ 보험(Protecting) 등 5가지 서비스를 제공하고 있음
- 이 중 Nubank의 핵심사업은 결제 서비스 중 카드관련 부문으로 모바일 앱상의 디지털 어카운트를 통해 모든 금융서비스를 이용할 수 있음
 - 디지털 어카운트는 ① 결제용 전자화폐 계좌(Conta do Nubank) ② 자사 발행 고정금리 예탁증서에 투자¹²⁾를 조합하는 형태로 예금과 유사한 서비스를 제공하고 있는 점이 특징
 - 모바일 앱상에서 디지털 어카운트에 입금한 자금을 ①과 ②로 나누어 관리할 수 있으며, 디지털 어카운트에 연결된 신용카드나 현금카드 결제에 이용하거나 제휴 금융기관 ATM에서 현금을 인출할 수 있음
 - 전자화폐 계좌 자금에 대해서는 국채 등 안전자산으로 운용하는 것이 요구되는 한편, 예탁증서에 대한 투자에 할당된 자금은 개인용 무담보 대출 등의 자금으로 활용할 수 있음
- Nubank의 수익은 신용카드 관련 금리수익과 지급결제시스템의 정산수수료가 대부분
- 그러나 2022년 1분기 순이익은 -2억 1,415만헤알로 적자 상황이 지속되고 있는 가운데, 시스템 개발비 및 마케팅 비용이 82% 비중을 차지하고 있으며 이러한 선행투자를 수익으로 연결하는 것이 지속적 성장을 위한 과제

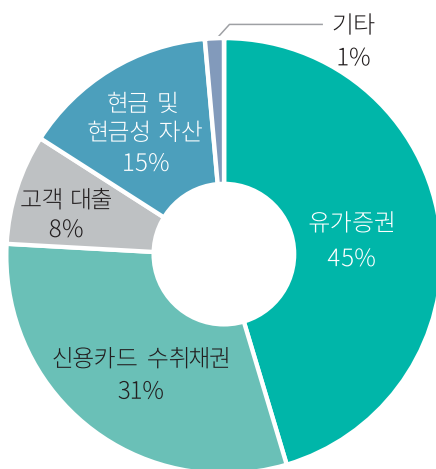
12) 고객의 예탁증서 투자에는 브라질 CDI금리가 적용되며 최대 25만헤알까지 브라질 신용보증기금(CGC)의 예금보험이 적용됨

- 현재의 수익구조가 신용카드나 현금카드와 같은 결제 사업부문 중심이지만 점차 대출 및 운용 사업 확대를 통해 수익성을 확보하고 있음
 - 국채와 같은 유가증권의 비중은 2021년 1분기 4%에서 2022년 1분기 45%로 증가하였으며 신용카드 수취채권은 49%에서 31%로 감소

〈표 2〉 Nubank의 사업영역

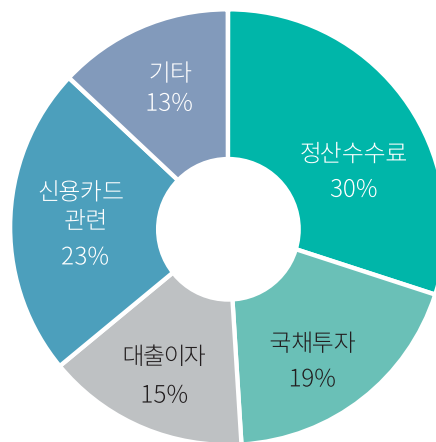
사업범위	분류	내용
결제(Spending)	신용카드 및 현금카드	수수료 및 연회비 무료 모바일 앱을 통해 관리 최근 프리미엄 고객 대상 서비스(Ultravioleta) 전개
	모바일 결제	브라질 중앙은행의 결제시스템을 이용하여 365일 24시간 결제 서비스 제공
	Nu Shopping	브라질 내 커머스 사이트에서 쇼핑이 가능한 모바일 앱
예금(Saving)	Nu Personal Accounts Nu Business Accounts	결제 및 저축 등 은행 계좌와 같은 기능인 디지털 어카운트
투자(Investing)	NuInvest	주식, 채권, 옵션, ETF 등에 투자가능한 온라인 투자서비스 (2021년 6월 인터넷 증권사 Easynvest 인수)
대출(Borrowing)	개인 무담보 대출	신용카드, 디지털 어카운트 사용자를 대상으로 한 대출 서비스
	Buy Now Pay Later	후불결제 서비스
보험(Protecting)	Nu Life	스위스 보험사 Chubb와 제휴한 생명보험

〈그림 1〉 Nubank의 자산내역 (2022년 1분기)



자료: Nubank

〈그림 2〉 Nubank의 수익구조 (2022년 1분기)



자료: Nubank

- Nubank는 젊은층 및 금융소외계층에게 편리하고 낮은 수수료의 금융서비스를 제공함으로써 약 4,800만명의 고객을 확보하여 세계 굴지의 디지털뱅크로 성장할 수 있었음
 - 2017년 브라질 국민의 은행계좌 보유율은 70%이며, 현금카드와 신용카드의 보유율은 각각 약 60% 및 30%로 은행계좌 보유율이 93%인 미국과 비교해 현저히 뒤떨어짐¹³⁾
 - 또한 금융섹터에서 대기업의 과점도가 매우 높아 기존 금융기관에서의 혁신적인 사업모델을 기대하기 어려웠으며, 이러한 상황에서 국민들의 금융접근도가 매우 떨어져 있던 상황
 - Nubank는 젊은층, 금융소외계층에 대해 편리하고 낮은 비용의 수수료를 통해 고객기반을 확대하였으며 금융포용과 금융서비스 편리성 향상을 성장의 원천으로 신흥국 디지털뱅크의 성공 모델이 됨
 - 2017년 기준 서비스 제공 당시 대출금리는 월 2.75~9.99%로 브라질 평균 13.9%에 비해 낮은 수준¹⁴⁾
 - 2022년 1분기 고객 수는 약 60만명으로 전년대비 61% 증가¹⁵⁾
 - 2020년에는 멕시코와 콜롬비아에도 진출하였으며 2021년 12월 뉴욕증권거래소에 상장, 시가 총액으로는 남미 최대의 금융기관이 됨
 - 2021년 10월 지주회사인 Nu Holdings의 기업공개(IPO)를 신청, 같은해 12월에 신규상장
 - 또한 브라질 예탁증권(BDR)을 발행하여 브라질 상파울루 증권거래소 B3에도 상장

- Nubank를 비롯한 디지털뱅크는 다양한 과제를 안고 있으면서도 새로운 금융서비스 제공자로 사업을 확장하고 있으며 종합 디지털 자산관리 플랫폼으로 전환할 것으로 예상
 - 현재 디지털뱅크의 주요사업인 결제서비스를 제공하는 것만으로는 수익화가 어려우며 여신 관리나 리스크 관리 태세를 정비하면서 차기사업을 확대하는 등 지속가능한 사업모델을 구축하는 것은 디지털뱅크의 공통적 과제
 - Nubank는 서비스 다각화를 통해 사업 확장 및 수익성 개선을 꾀하고 있으며 향후 전자상거래 및 가상자산 서비스까지 확장할 것으로 보임
 - 5개 사업의 연평균성장률을 2025년까지 11%로 예측하고 있으며 이 중 투자와 보험 등의 시장이 커질 것으로 전망하고 있음¹⁶⁾
 - 투자부문 강화를 위해 2020년 Easynvest를 인수하였으며 2021년에는 전자상거래 결제 솔루션 Spinpay와 AI기반 금융관리업체 Olivia를 인수
 - 향후 전자상거래 시장 진출, 가상자산 거래 서비스도 제공할 것으로 보이며 기존사업과 더불어 종합 디지털 자산관리 플랫폼으로 활용 다변화를 꾀할 것으로 보임

선임연구원 여밀림

13) Worldbank the Global Findex Database 2017.

14) Financial Times, 2017. 8. 22, Fintechs target Brazilian banks' fat margins.

15) Nubank, 2022, Nu Holdings Earnings Release Q1'22.

16) 15)와 동일