

OPINION

선임연구위원
김재철

글로벌 자산운용사의 디지털 플랫폼 비즈니스와 시사점*

글로벌 초대형 자산운용사들의 온라인 디지털 플랫폼은 자산관리와 연계된 대부분의 서비스를 제공하고, 금융투자상품의 중개 기능도 수행한다. 여기에 더해 자산운용업의 핵심업무인 운용과 리스크관리, 기타 후선업무를 하나의 플랫폼 내에서 제공하는 등 과거 전문 금융 솔루션 기업의 영역까지 진출하고 있다. 오늘날 피델리티 및 블랙록과 같은 회사가 운영하는 디지털 자산운용 플랫폼은 넓게는 대형 금융회사들까지 고객군으로 포섭한다. 그러나 국내 자산운용회사들의 온라인 플랫폼은 아직 걸음마도 떼지 못했다. 규모의 영세성을 고려해 볼 때 국내 자산운용사들이 글로벌 대형 자산운용사들처럼 대규모 디지털 플랫폼을 추구하기는 쉽지 않을 것이다. 그러나 일부 대형 자산운용사들이라도 완전 개방형 판매 플랫폼 구축, 광의의 자산관리 플랫폼 구축 등을 통해 펀드의 판매 촉진 및 사업 외연 확대를 진지하게 고민해 볼 시점이다.

우리나라 자산운용사들이 운용하는 공모 및 사모펀드의 순자산총액은 2024년 1월말에 월말 기준으로는 처음으로 1,000조원을 넘어섰으며, 지난 9월말에는 1,080조원을 넘었다. 여기에 투자일임 운용자산 평가액까지 합하면 자산운용사들이 운용하는 자산규모는 2024년 9월말 기준 1,779조원이다.¹⁾ 자산운용시장의 외형적인 성장세에도 불구하고, 자산운용업은 한계점에 직면했다. 운용보수율이 상대적으로 낮은 패시브펀드 및 투자일임 위주의 성장은 업계 전체의 수익성을 악화시켰다. 자산운용사들간의 경쟁, 은행 및 증권사들이 제공하는 자산관리 서비스와의 경쟁 등 첨예한 경쟁 속에서 자산운용사들은 상품 설계 및 운용서비스 제공이라는 핵심 비즈니스에서 조금도 벗어나지 못하고 있다. 미국을 중심으로 한 선진국 자산운용시장에서도 유사한 상황이 관찰된다. 이에 글로벌 대형 자산운용사들은 고객 기반 확충, 제공 서비스 범위 확대, 효율성 강화를 통한 비용 축소 등 다양한 목적으로 디지털 플랫폼 비즈니스를 늘려나가고 있다. 중소형 자산운용사들은 효율성 확보를 위해 초대형 운용사가 운영하는 플랫폼을 활용하기도 한다. 이 글에서는 글로벌 초대형 자산운용사들이 운영하는 디지털 플랫폼을 소개하고, 우리나라 자산운용업에 주는 시사점을 논의한다.

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

1) 금융투자협회 펀드정보 One-Click 시스템 참조

디지털 자산운용 플랫폼의 정의 및 유형

디지털 자산운용 플랫폼 또는 온라인 자산운용 플랫폼을 한마디로 정의하기는 어렵다. 좁게는 온라인으로 펀드를 판매하는 판매채널을 의미하기도 하고, 넓게는 펀드의 판매 및 운용, 이와 연관된 후선업무 전체를 포괄하는 온라인 플랫폼을 의미하기도 한다. 후선업무는 펀드 자산을 보관하는 수탁업무, 운용보고서 등 각종 서류를 작성하고 펀드의 기준가격을 산정하는 사무관리업무, 청산·결제업무 등을 의미한다. 후선업무 관련 플랫폼들은 업무별 관련 회사를 해당 플랫폼에서 연결해 주거나, 직접 후선업무 대부분을 제공해 준다.²⁾ 효율성 측면에서 자산운용사들이 운영하는 디지털 플랫폼이 후선업무들을 모두 포괄하기는 어렵다. 따라서 자산운용사들이 운영하는 디지털 플랫폼은 자산운용 생태계의 핵심인 펀드의 운용 및 판매와 관련된 서비스를 제공하는 플랫폼으로 정의할 수 있다. 다만, 금융권역간 업무영역 분리가 거의 없고, 운용사들의 규모가 큰 미국에서는 대형 자산운용사들이 운용, 판매, 후선업무까지 포괄하는 온라인 플랫폼을 운영 중이다.

자산운용사들이 운영하는 디지털 플랫폼은 상품 판매 목적이 강한 플랫폼과 투자 및 리스크관리 효율화가 중심인 플랫폼으로 나눌 수 있다. 판매 목적의 온라인 플랫폼 중 가장 단순한 형태는 자사 펀드만 판매하는 온라인 플랫폼이다. 우리나라 자산운용사들이 운영하는 펀드 플랫폼이 이러한 유형인데, 여러 회사들이 운용하는 다양한 펀드를 비교해 매입하기 어려운 플랫폼이어서 투자자들의 관심을 끌기 어렵다. 이러한 이유로 인해 글로벌 대형 자산운용사들은 브로커리지 플랫폼을 추구한다. 예를 들어 피델리티(Fidelity Investments), 벵가드(Vanguard), 티로프라이스(T.Rowe Price)와 같은 회사들은 투자자들이 자사 및 타사 펀드뿐만 아니라 여타 금융투자상품들도 매입하고 광범위한 자산관리 서비스를 받을 수 있는 체계를 지향한다. 자산운용사들이 운영하는 디지털 플랫폼 중 투자 및 리스크관리 효율화 목적의 플랫폼은 주로 기관투자자들에게 서비스를 제공한다. 이러한 서비스를 제공하는 블랙록(BlackRock)의 플랫폼, 알라딘(Aladdin: Asset, Liability, Debt and Derivative Investment Network)은 전세계의 주요 기관투자자, 심지어 경쟁 자산운용사들까지 고객으로 포섭하고 있다. 이하에서는 두 가지 유형의 플랫폼을 개요와 현황을 중심으로 소개한다.

피델리티의 온라인 디지털 플랫폼

피델리티는 마젤란펀드로 유명한 채권형펀드 운용의 절대강자다. 2023년말 기준 직접 운용하는 자산규모는 4.9조 달러로 블랙록, 벵가드에 이어 전세계 3위에 위치한다.³⁾ 피델리티는 세계적인 자산운용사이면서, 동시에 미국에서 최고로 평가되는 브로커리지 서비스 제공회사다. 피델리티의 온라인

2) 한국예탁결제원의 FundNet, 벨기에 Euroclear의 FundsPlace, 독일 Clearstream의 Vestima 등이 대표적인 펀드 관련 후선업무 서비스를 제공하는 플랫폼이다.

3) Fidelity, 2024, *Annual Report 2023*; Pensions&Investments, 2023, *World 500 Largest Asset Managers* 참조

서비스를 포함한 브로커리지 서비스는 각종 매체와 평가사에 의해 최고 수준의 등급을 받고 있다.⁴⁾ 피델리티 브로커리지 계좌에 등록된 자산규모(Assets Under Administration)는 2023년말 기준 12.6조 달러에 이르며, 3,870만개의 개인계좌, 4,320만개의 퇴직연금계좌가 등록되어 있다.⁵⁾ 피델리티 온라인 플랫폼에서는 뮤추얼펀드 및 ETF, 주식, 채권을 거래할 수 있을 뿐만 아니라, IRA/401K 등의 퇴직 계좌도 개설할 수 있다.

피델리티 온라인 플랫폼의 특징은 다음과 같다.⁶⁾ 첫째, 개방형 플랫폼 운영을 통해 펀드 상품의 다양성을 확보했다. 피델리티 플랫폼에서는 피델리티가 운영하는 펀드뿐만 아니라 다른 자산운용사들이 운영하는 1만개 이상의 펀드가 판매된다. 특히 온라인 플랫폼을 구성하는 개방형 하위 플랫폼 중 하나인 FundsNetwork에는 플랫폼에 참여하는 외부 자산운용사들이 자율적으로 운용펀드를 판매 펀드 리스트에 올릴 수 있다. 이는 기존의 브로커리지 회사들이 펀드를 선별하는 방식에 비해 펀드의 종류가 다양하고, 대리인문제를 줄일 수 있는 방식으로 평가된다.

둘째, 중소형 자산운용사 및 자문사, 연기금 등 각종 기관투자자들이 보유하고 있는 자산을 효율적으로 관리할 수 있는 수단을 제공함으로써 피델리티의 비즈니스 확대를 극대화하고 있다. 피델리티는 개방형 온라인 플랫폼인 Wealthscape를 통해 외부 기관투자자들이 일임 고객의 자산배분, 상품 편입, 매매 주문 집행, 위험 및 성과분석, 후선업무(자산보관 및 여타 사무관리업무) 등 종합 자산관리 업무를 수행할 수 있는 서비스를 제공한다. 이 플랫폼은 피델리티, 서비스 이용 외부 기관투자자, 데이터 및 각종 서비스를 제공하는 기타 외부 회사의 시스템이 통합된 체계다. 이 개방형 플랫폼의 하위 솔루션으로 Integration Xchange, FMAX(Fidelity Managed Account Xchange) 등이 탑재되어 있다.⁷⁾ 이 플랫폼을 통해 피델리티는 자사 뮤추얼펀드, ETF, 일임 상품 판매뿐만 아니라 브로커리지 계좌 등록 자산 확대, 데이터의 집적 등 다각적인 시너지를 추구한다.⁸⁾ 피델리티 온라인 플랫폼의 서비스를 이용하는 외부 기관투자자들은 자사의 시스템을 피델리티 플랫폼에 통합함으로써 업무의 효율 증대 및 비용 축소를 추구한다.

셋째, 개인 고객에게도 자문을 중심으로 한 자산관리 서비스를 제공하기 위해 AI 기반 기술을 접목한 로보-어드바이저 및 다이렉트-인텍싱 서비스를 온라인 플랫폼에 탑재했다. 따라서 개인 투자자들도

4) Nerdwallet, Forbes, Barron's 등 다수의 매체에서 피델리티를 최고의 온라인 브로커리지 회사로 선정하고 있다(Fidelity, 2024, Annual Report 2023 참조).

5) 피델리티 브로커리지 계좌에 등록된 12.6조 달러의 자산에는 피델리티가 직접 운영하는 펀드와 투자일임 자산(Assets Under Management)의 등록액수, 개인고객 자산 등록액수, 외부 금융회사와 기관투자자 자산 등록액수 등이 모두 포함되어 있다.

6) 뱅가드, 티로프라이스 등 여타 초대형 자산운용사들도 브로커리지 기능을 중심으로 하는 온라인 자산운용 플랫폼을 운영하고 있지만 거의 판매에만 초점이 맞추어져 있다.

7) 이는 후술할 블랙록의 알라딘 플랫폼과 유사한 기능을 제공한다.

8) 피델리티에 자산보관과 각종 사무관리 업무 목적으로 등록된 계좌 수는 2023년말 기준 870만개이다(Fidelity, 2024, Annual Report 2023 참조).

‘퇴직계좌를 포함한 다양한 계좌 개설 → 자산배분 → 상품 편입 및 매매 → 위험관리 및 성과관리 → 리밸런싱’에 이르는 자산관리의 전과정을 피델리티 온라인 플랫폼에서 해결할 수 있다.

블랙록의 온라인 디지털 플랫폼, 알라딘

세계 최대의 자산운용사 블랙록이 운영하는 알라딘 플랫폼은 투자 및 위험관리를 위한 ‘금융시장의 아마존 플랫폼’으로 널리 알려져 있다.⁹⁾ 블랙록이 창업한 1988년부터 회사 운용자산의 위험관리 시스템으로 사용된 알라딘은 1994년 GE(General Electric) 자회사였던 투자은행(Kidder, Peabody & Co.) 보유 모기지 포트폴리오의 위험 분석을 기점으로 외부에 알려지기 시작해 오늘날 세계적인 투자 및 위험관리 플랫폼으로 성장했다. 알라딘 플랫폼의 핵심 고객은 대형 금융회사, 연기금 등 주로 기관 투자자들이다.¹⁰⁾ 2020년 기준 무려 21.6조 달러에 이르는 자산이 알라딘 플랫폼에서 관리된다.¹¹⁾ 알라딘은 덴마크 회사인 SimCorp의 Dimension, Bloomberg의 AIM 등 전문 솔루션 제공업체의 플랫폼과 경쟁하는 세계 최고 수준의 투자 및 위험관리 플랫폼으로 평가된다. 알라딘 플랫폼을 통한 블랙록의 수익은 2023년 기준 15억 달러로 회사 전체 수익(179억 달러)의 약 8.4%에 해당한다.¹²⁾

블랙록의 알라딘이 최고 수준의 자산운용 디지털 플랫폼으로 성장한 것은 다음과 같은 특징에 영향을 받은 것으로 추정된다.¹³⁾ 첫째, 블랙록이 운용하는 10조 달러의 자산이 가지고 있는 데이터의 힘이 다. 알라딘 플랫폼의 출발점은 수학적·정량적 모델링을 기반으로 하는 채권 포트폴리오 위험관리였다. 블랙록 운용자산뿐만 아니라 외부 기관투자자들의 엄청난 운용자산이 알라딘 플랫폼에 집적되기 시작하면서 모델링에 활용할 수 있는 실시간 데이터가 방대해졌다. 여기에 AI 기반 기술이 접목되면서 알라딘 위험분석 체계의 핵심인 몬테카를로 시뮬레이션 기반 미래 시나리오 분석(forward scenario analysis)이 갈수록 정교해지고 있는 것으로 평가된다. 방대한 데이터의 힘은 거래 효율성 분석에도 활용되며, 이를 통해 알라딘에 참여하는 고객들의 직간접 거래비용 축소에도 크게 도움을 준다.

둘째, 블랙록이 운용하는 자산군의 범위가 넓어짐에 따라 알라딘 플랫폼의 범위도 확대되고, 분석의 정교함도 더해지고 있다. 주식, 채권 등 전통적 자산에서 대체투자, 사모투자, ESG, 전자자산 등으로 블랙록 운용 자산군의 유형이 갈수록 넓어지고 있다. 블랙록은 자산군 확대에 따라 알라딘 플랫폼을

9) 블랙록은 2023년말 기준 10조 달러의 운용자산을 보유하고 있다(BlackRock, 2024, 2023 Annual Report 참조).

10) 알라딘 플랫폼을 투자와 위험관리 수단으로 활용하고 있는 주요 고객은 CalPERS(캘리포니아 공무원연금기금), Deutsche Bank, Prudential Plc, UBS, Morgan Stanley 등 거의 전 금융권역에 걸쳐 있으며, 뱅가드 및 슈로더(Schroders)를 포함한 경쟁 자산운용사들도 고객군에 포함된다(Institutional Investor, 2018, Can anyone bury BlackRock?).

11) Business Insider, 2020. 12. 30, Here are 9 fascinating facts to know about BlackRock, the world's largest asset manager popping up in the Biden administration 참조

12) BlackRock, 2024, 2023 Annual Report 참조

13) 알라딘 플랫폼의 특징을 체계적으로 정리한 정보를 확보하기는 어려웠다. 제한된 정보이지만 ‘Froot, K.A., Waggoner, S., 2011, BlackRock Solutions, Harvard Business School; BlackRock, 2016, Aladdin Overview’를 참조할 수 있다.

지속적으로 확대하고 있는데, 이에 따라 외부 고객이 알라딘을 통해 관리하는 자산군의 범위도 동시에 확대된다.¹⁴⁾ 알라딘에 집적되는 대규모 자산은 각종 통화를 포함한 전세계에 존재하는 거의 모든 자산군을 포괄하기 때문에 최적화, 위험분석 모델링의 정교화에 힘을 보탠 것으로 보인다.

셋째, 자산관리와 관련된 솔루션들이 알라딘 플랫폼에 탑재되면서 고객군이 소규모 자산운용사, 자문사까지 확대되고 있다. 이는 알라딘 플랫폼에도 피델리티 플랫폼과 유사한 체계가 탑재되고 있음을 의미한다. 상대적으로 규모가 작은 회사들도 알라딘 플랫폼에 참여함에 따라 향후 후선업무, 브로커리지 업무들도 점차 확대될 것으로 예상된다.

마지막으로 알라딘 플랫폼이 가지는 통합의 힘을 지적할 수 있다. 자산운용 및 광의의 자산관리는 매우 복잡한 업무체계를 거쳐야 한다. 자산시장의 범위도 갈수록 넓어지고 있다. 과거 자산운용사를 포함한 투자회사들은 업무단계별, 자산군별, 투자지역별로 복잡하게 분리된 솔루션들을 이용했다. 투자회사, 연기금 등은 다양한 솔루션을 자사 시스템에 통합하는데 어려움을 겪었고, 큰 관리비용도 부담해야 했다. 알라딘과 같은 플랫폼의 핵심 경쟁력은 복잡하고 다양한 솔루션, 데이터 등을 개방형 플랫폼을 통해 기관투자자 고객의 시스템과 효율적으로 통합시키는데 있다. 이러한 결정적 장점 때문에 글로벌 대형 금융회사와 기관투자자들이 기꺼이 비용을 지불하고 있는 것이다.¹⁵⁾

자산운용 디지털 플랫폼 확산의 동인

글로벌 자산운용사들이 디지털 플랫폼 비즈니스를 확대하는 동인은 다양하다. 전술한 바와 같이 자산운용시장의 주력 상품군이 패시브 펀드로 전환됨에 따라 운용자산 단위당 수익이 떨어지고 있다. 여기에 더해 진입규제가 약한 자산운용업의 특성상 무수히 많은 자산운용사와 자문사들이 전세계 시장에 진입하고 있다. 광의의 자산관리시장은 금융권역간 업무영역 구분도 없어서 경쟁이 치열하다. 자산운용사들은 판매 상품의 범위가 넓은 브로커리지 플랫폼을 통해 펀드, ETF, 투자일임 등 주력 상품 투자자의 저변을 확대할 유인이 강해졌다. 또한 운용보수 수취라는 핵심 수익원뿐만 아니라 자산관리 전반에 걸친 자문 서비스, 후선업무 서비스 등을 통해 수익원을 추가해 나갈 필요성도 커졌다. 방대한 플랫폼 운영으로부터 발생할 서비스 수익도 중요한 동기가 되었을 것이다.

외부 금융회사 및 자산운용사, 소규모 자문사들에게도 대형 자산운용 온라인 플랫폼에 참여할 동기가 다양하다. 방대한 데이터가 대형 플랫폼을 운영하는 회사로 집적되면, 이러한 플랫폼을 운영하기

14) 대체투자의 경우 eFront, 사모투자의 경우 Preqin 등의 회사를 인수함으로써 알라딘 플랫폼에 통합시켰다. 이외에 로보 어드바이저, 다이렉트 인텍싱 등 AI 기술 확보를 위해 다수의 회사를 인수했다.

15) 블랙록은 글로벌 자산운용사들 중 투자 및 위험관리 플랫폼과 방대한 솔루션을 제공하는 유일한 회사였다. 그러나 최근 들어 글로벌 자산운용사들간의 경쟁이 시작되고 있다. 대형 글로벌 자산운용사인 스테이트스트리트(State Street)는 IT회사인 Charles River를 인수한 후(2018년) 알파(Alpha) 플랫폼을 출범시켰으며, 아문디(Amundi)도 알토(Alto) 플랫폼 운영을 시작했다(Financial Times, 2022, Asset managers pour money into tech platforms to take on BlackRock 참조).

어려운 회사들은 투자전략 수립 및 위험관리, 판매, 비용관리 등 모든 측면에서 경쟁력이 사라진다. 따라서 이들은 초대형 자산운용사들이 운영하는 플랫폼에 참여하는 것이 불가피하다. 연기금 등 각종 기관투자자들도 비용을 줄이고 효율성을 높이기 위해 플랫폼을 활용한다. 대형 온라인 플랫폼은 AI를 활용한 데이터 분석으로 매매거래의 효율성을 극대화하고, 이를 통해 플랫폼 참여 기관투자자들의 거래 비용 축소에도 크게 기여한다.

퇴직계좌가 급증하는 시장 상황도 중요한 동인이다. 일반 저축계좌나 투자계좌와 달리 퇴직계좌의 경우 투자기간이 길고, 상대적으로 축적 자산의 규모도 크다. 따라서 일반 개인들도 퇴직계좌 자산에 대해서는 맞춤형 자산관리 서비스를 필요로 한다. 개인의 퇴직자산을 관리하는 소규모 자산운용사나 자문사들이 대형 자산운용사의 온라인 플랫폼에 참여할 유인은 이러한 채널을 통해 형성된다.

클라우드 및 AI 확산, 컴퓨터 연산기능의 획기적 개선 등 기술 발전 역시 자산운용 온라인 플랫폼 확대에 결정적 역할을 했다. 전술한 바와 같이 자산운용 온라인 플랫폼은 개방형이다. 플랫폼 서비스를 이용하는 외부 금융회사나 기관투자자들은 플랫폼 제공 자산운용사 및 외부 서비스 제공업체의 솔루션과 자신들의 시스템을 효율적으로 통합한다. 자신들의 상품을 플랫폼에 자유롭게 올릴 수도 있다. 이러한 통합성은 클라우드 시스템의 획기적 발전에 기인하며, 소규모 금융회사들로 하여금 규모의 경제를 누리게 해준다. AI 기술 및 슈퍼컴퓨터의 상용화는 엄청나게 집적된 데이터 분석에 정교함을 더함으로써 플랫폼 이용 금융회사나 기관투자자들이 위험을 감지하고 투자기회를 찾는 데 결정적 역할을 한 것으로 평가된다.

시사점

글로벌 자산운용시장에서의 온라인 플랫폼 확대 동인은 우리나라에도 대부분 적용된다. 그러나 국내 자산운용사들은 규모의 영세성, 규제 등으로 인해 국제적인 흐름을 따라가지 못하고 있다. 당장 글로벌 초대형 운용사들이 운영하는 거대한 플랫폼을 추구하기는 어렵다. 따라서 단계적인 접근이 불가피하다. 우선은 자산운용사들이 직접 온라인 개방형 판매 플랫폼을 운영하도록 유도할 필요가 있다. 이를 위해서는 자산운용사들이 타사 펀드를 판매할 수 있도록 금융투자중개업 업무 단위 확대가 필요하다. 이는 정책의 뚝이다. 자산운용사들이 타사 펀드를 온라인 플랫폼을 통해 판매할 수 있는 스스로의 사고 전환 역시 중요하다. 자산운용사들이 온라인 판매 플랫폼을 개방형으로 운영해 타회사가 좋은 상품을 올릴 수 있도록 한다면, 대리인문제도 최소화될 수 있어서 투자자 신뢰제고에 도움이 될 것이다. 그러나 펀드 판매만 가능한 온라인 플랫폼은 한계가 있다. 지금은 소액 투자자들도 자산배분, 펀드, ETF를 포함한 다양한 금융투자상품 선택, 위험관리 및 포트폴리오 리밸런싱, 퇴직연금, 연금저축, ISA 등 각종 세제혜택계좌 개설, 자문 등 자산관리 통합 서비스를 요구하는 시대다. 따라서 자산운용

회사들 역시 장기적으로 자산관리 서비스 시장에서 경쟁할 준비를 해야 한다. 대형사들을 중심으로 AI를 활용한 첨단 인프라를 구축해 소액투자자들에게도 저렴한 비용의 자산관리 서비스를 제공할 수 있어야 할 것이다. 미국의 사례에서 보이는 것처럼, 대형사들이 훌륭한 자산운용 온라인 플랫폼을 구축하면 소형사들이 이 플랫폼을 활용할 여지도 있을 것이다. 자산운용사들과 정책당국의 열린 사고가 필요한 시점이다.

OPINION

선임연구위원
최순영

아세안(ASEAN) 지속가능금융 시장의 발전 현황 및 기회*

아세안은 세계에서 가장 빠르게 성장하는 지역에 속하며, 2030년 세계 4위 경제권으로 부상할 전망이다. 아세안과 한국 간의 경제적 관계도 더욱 긴밀해지고 있으며, 2024년 기준 아세안은 중국에 이어 가장 큰 교역지역을 형성한다. 이와 더불어 172개의 국내 금융회사 해외점포가 아세안에 위치하고 있다.

아세안의 경제성장을 유지하는 데 있어서 지속가능금융 시장의 구축은 필수적인 사항이 되고 있다. 아세안은 기후변화에 가장 취약한 지역에 속하며, 회원국의 산업화 및 도시화에 따르는 대거인 프라 프로젝트는 지속가능성을 중시하는 해외 자본의 유치가 필요하기 때문이다. 아세안은 역내 통합된 지속가능금융 시장의 구축을 위한 아세안 녹색채권 기준(ASEAN Green Bond Standards: AGBS), 아세안 택소노미(ASEAN Taxonomy) 등 주요 프레임워크를 마련하였다. 그러나 지속가능금융 시장의 형성은 초기 단계에 있으며, 아세안 ESG 채권 및 펀드 시장의 경우 규모가 아직 미미한 수준이다. 아세안의 지속가능금융 시장 구축은 한국과 상호 이익이 되는 협력 기회를 마련해줄 수 있으며 이러한 협력 방안에는 정부와 더불어 국내 금융회사의 역할도 포함된다.

동남아시아 10개 회원국으로 구성된 아세안(ASEAN)은 세계에서 가장 빠르게 성장하고 있는 지역에 속한다. 아세안은 2010년에서 2020년 사이 평균 5%의 경제성장률을 달성했으며, 2030년에는 세계 4위 경제권으로 부상할 전망이다.¹⁾ 한국 경제 관점에서도 아세안은 매우 중요한 지역으로 떠오르고 있다. 아세안은 인구수 세계 3위로 거대 소비 시장을 형성하며, 글로벌 가치사슬의 새로운 생산기지로 부상하고 있다. 2024년 기준 아세안은 중국 다음으로 한국의 최대 교역지역으로 자리 잡고 있다. 국내 금융회사에 있어서도 아세안은 해외진출의 주요 목적지가 되고 있으며, 2024년 현재 172개의 해외점포가 해당 지역에 위치하고 있다.²⁾

지속가능금융 시장의 구축은 아세안의 경제성장 유지를 위한 중요한 요인이 되고 있다. 아세안 지역은 세계적으로 기후변화에 가장 취약한 지역에 속하며 경제발전의 과정에서 자원 고갈, 사회적 불평등 등 각종 환경·사회적 문제를 직면하고 있다. 또한, 아세안의 경제성장을 뒷받침하기 위해서는

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

1) World Economic Forum, 2020, *Future of Consumption in Fast-Growth Consumer Markets: ASEAN*.

2) 아세안 지역 국내 금융회사 해외점포에는 은행 65개, 여전사 41개, 증권사 26개, 보험사 22개, 자산운용사 15개 및 지주회사 3개가 있다.

전력, 교통, 통신 등 다방면의 대규모 인프라 투자가 필요하며, ADB에 따르면 그 규모는 2023년에서 2030년 사이 총 3.1조달러, 연간 2,100억달러에 달하는 것으로 추정된다.³⁾ 막대한 규모의 투자는 아세안 회원국의 공공 재정만으로는 부족하며 민간 부문, 특히 해외 자본의 유치가 필요하다. 주요 해외 자본은 지속가능성을 투자의 요건으로 내세우고 있는 만큼 아세안의 지속가능금융 시장 구축은 필수적인 사항이다.

아세안의 지속가능금융 프레임워크

지속가능금융 시장 구축을 위한 노력은 아세안 지역 및 개별 회원국 차원에서 함께 이루어지고 있다. 우선 지역 차원에서는 아세안 사무국(ASEAN Secretariat)을 비롯한 주요 기구가 지속가능금융의 주요 프레임워크를 마련하고 있다. 아세안 자본시장 포럼(ASEAN Capital Markets Forum: ACMF)이 주축이 되어 2017년 아세안 녹색채권 기준(ASEAN Green Bond Standards: AGBS)이 마련되었으며, 2018년에는 사회적채권 및 지속가능채권 기준이 추가적으로 발표되었다. 2021년에는 아세안 택소노미 보드(ASEAN Taxonomy Board: ATB)를 설립하고 아세안 택소노미 버전 1(ASEAN Taxonomy version 1)을 발표하였으며 이후 2023년에 버전 2, 2024년에 버전 3가 제공되었다. 지속가능성 공시 기준은 개별 회원국의 증권거래소를 중심으로 마련되고 있으며, 아세안 지역의 통합된 공시 기준은 현재 없는 상황이다.⁴⁾

아세안 역내 통합적 지속가능금융 프레임워크의 개발은 쉽지만은 않은 과제다. 아세안은 선진국, 개발국, 초빈개도국의 상이한 경제개발 단계의 회원국으로 구성되어 있는 관계로 지속가능금융의 표준을 마련하는 데 있어서 국제적 정합성과 회원국 발전 수준 간의 균형점을 찾기가 매우 어렵다.

이러한 고민은 적격 친환경 경제활동을 분류하는 아세안 택소노미의 다층적 설계구조에서 극명하게 드러난다(〈그림 1〉). 택소노미는 어떠한 경제활동이나 투자가 지속가능성에 부합한지를 평가하고 분류하는 기준 체계를 말한다. 택소노미는 ESG 채권, 대출 등 다양한 금융상품의 설계 및 평가에 활용되며 지속가능금융 구축을 위한 핵심 기반에 속한다. 아세안 택소노미는 ‘기반 체계(Foundational Framework: FF)’와 ‘추가 표준(Plus Standard: PS)’으로 구성되어 있다. 아세안 택소노미의 ‘기반 체계’는 적격 친환경 활동·투자로 기후변화 완화, 기후변화 적응 등에 부합하면서 중대한 피해를 유발하지 않는(Do No Significant Harm: DNSH)다는 원칙적 기준을 제시한다. 이러한 ‘기반 체계’는 아세안의 모든 회원국이 채택할 수 있는 포괄성을 지니지만, 적격 경제활동에 대한 구체성이 부족하다. 반면 ‘추가 표준’은 적격 경제활동에 대한 보다 엄격하고 구체적인 기준을 두고 있으며 EU 택소노미 등 국제적 표준에 가깝게 설계되어 있다. 그러나 ‘추가 표준’은 선택적인 사항이며 현재 일부 아세안

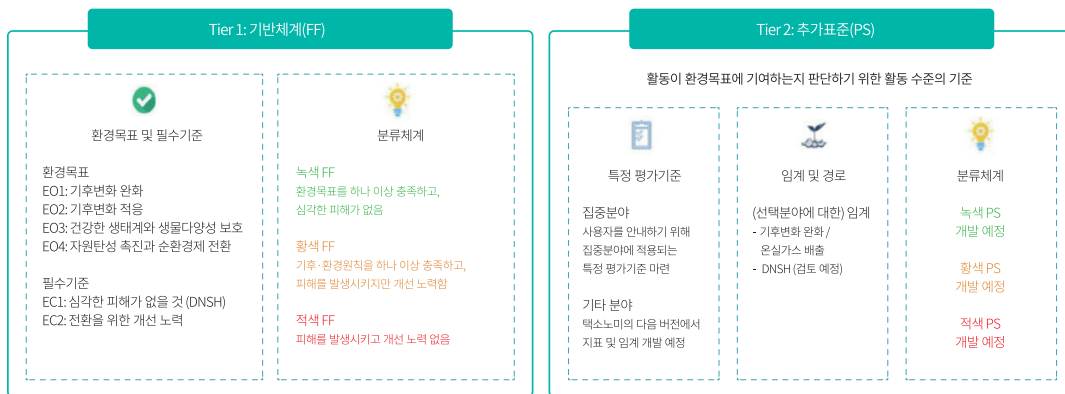
3) ADB, 2023, *Reinvigorating Financing Approaches for Sustainable and Resilient Infrastructure in ASEAN+3*.

4) 싱가포르, 태국, 베트남, 인도네시아, 브루나이, 말레이시아 및 필리핀이 지속가능성 공시 기준을 개발하였으며, 미얀마, 캄보디아 및 라오스는 아직 공시 기준이 없는 상황이다.

회원국만 채택할 수 있는 기준이다.

아세안 택소노미의 다층적 구조는 회원국의 현실을 반영한다. 다수 아세안 회원국은 현재 전환 (transition) 단계의 경제발전에 있으며, EU 등 선진국 수준의 엄격한 지속가능성 기준을 따르기에는 무리가 있다. 아세안 택소노미는 이러한 점들을 감안하여 설계되어 포괄성의 이점을 지니지만 보다 엄격한 수준의 지속가능성을 요구하는 해외 자본의 유치에는 효과가 떨어질 수 있다.

〈그림 1〉 아세안 택소노미 구조



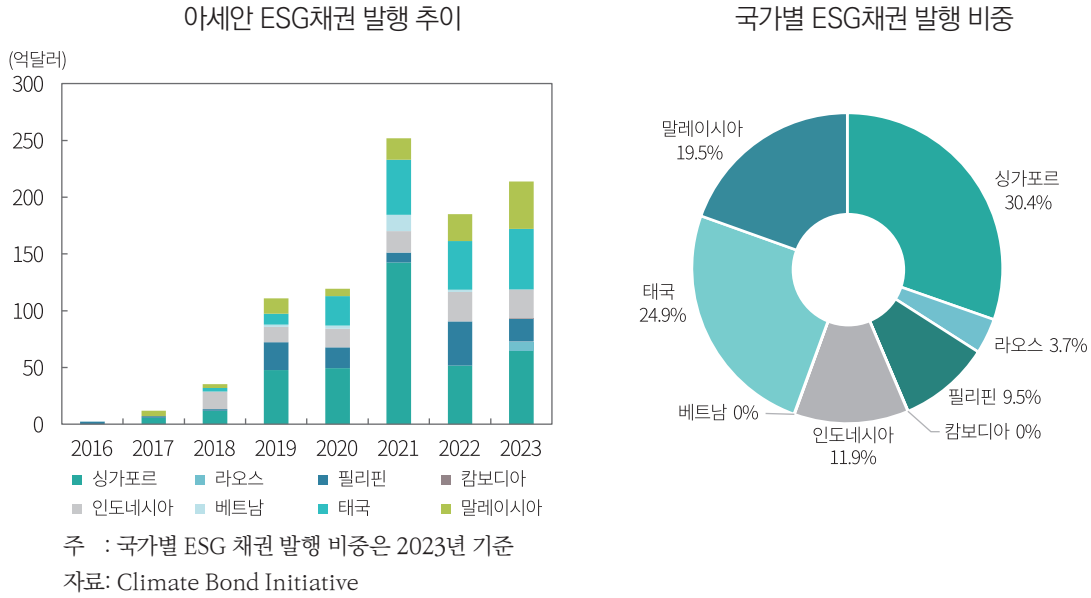
주 : 아세안 택소노미 버전 1
 자료: ASEAN Taxonomy Board

아세안 지속가능금융 시장 현황

현재 아세안 지속가능금융 프레임워크는 상당 부분 마련되어 있으나, 지속가능금융 시장은 형성 초기 단계에 머물러 있다. 지속가능금융과 관련된 자금의 공급은 제한적이며, 특히 아세안의 경제발전을 지원하기 위해 필요한 자금 규모에 비해서는 현저히 부족한 수준이다.

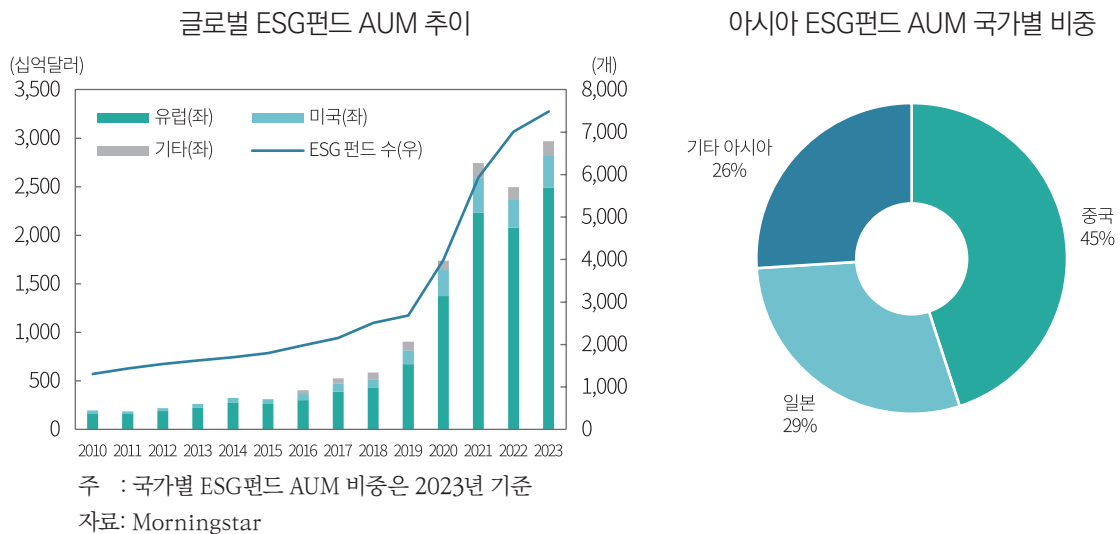
〈그림 2〉는 아세안 지역 ESG채권 시장 규모를 보여준다. 아세안 지역 ESG채권 발행금액은 2016년 2.5억달러에서 2023년 214억달러로 높은 증가세를 보이고 있으나, 글로벌 ESG채권 발행금액 중 아세안 비중은 2.5%로 매우 낮은 수준이다. ESG채권 발행에 있어서 아세안 회원국 간의 편차도 매우 높게 나타난다. 2023년 기준 아세안 ESG채권 발행금액은 싱가포르, 태국 및 말레이시아 3개국 비중이 75%에 달한다. 반면, 브루나이 및 라오스의 경우 아직 ESG채권 발행 실적이 없다.

〈그림 2〉 아세안 ESG채권 시장 현황



아세안 ESG펀드 시장의 상황도 유사하다. 〈그림 3〉은 글로벌 ESG펀드 시장 현황을 보여준다. 2023년 기준 글로벌 ESG펀드 시장 운용자산(Asset Under Management: AUM) 규모는 3.0조달러에 달한다. ESG펀드 AUM은 유럽이 84.0%, 미국이 10.9%를 차지하며, 아시아 지역 비중은 2.9%에 불과하다. 나아가 아시아 내에서도 ESG펀드 AUM은 중국(45%)과 일본(29%)이 대부분을 차지하고 있으며 아세안의 비중은 미미한 수준이다.

〈그림 3〉 글로벌 ESG펀드 시장 현황



아세안 지속가능금융 시장이 아직 미흡한 수준에 머물고 있는 데에는 복합적인 요인이 작용하며 금융시장, 특히 자본시장의 미발달이 중요한 원인을 제공한다. 발달된 자본시장은 공시 투명성, 신용평가 신뢰성, 기관 투자자 기반 등의 기반 여건을 갖추고 있으며, 이러한 요인들은 지속가능금융의 작동을 위해서도 필요한 조건이다. 따라서 아세안 지속가능금융 시장이 활성화되기 위해서는 회원국의 자본시장 발전이 수반되어야 한다.

한-아세안 지속가능금융의 협력 기회

아세안과 한국은 경제적 측면을 비롯해 여러 방면에서 관계가 긴밀해지고 있다. 따라서 아세안 지속가능금융 시장의 발전은 한국도 관심을 가져야 할 사항으로 아세안과 한국 간 상호 이익이 되는 협력 기회를 모색해 볼 필요가 있다. 또한 이러한 협력 방안에는 정부와 더불어 국내 금융회사의 역할도 포함된다.

우선 아세안과 한국을 포함한 ASEAN+3 또는 범아시아 지역의 지속가능금융 시장의 연계성을 높이는 방안을 고민해 볼 필요가 있다. 현재 아시아 내에서는 지속가능금융의 수요와 공급이 불일치하는 측면이 있다. 예를 들어 아세안 지역은 지리적 특성상 다양한 친환경 프로젝트의 기회를 제공한다. 아세안에는 산림 복원, 친환경 농업, 재생 에너지 등 여러 분야에 있어서 탄소 배출을 감축, 포집 및 저장할 수 있는 프로젝트의 개발이 가능하지만 역내 자본이 부족하다. 반면, 한국을 비롯한 아시아 선진국의 경우 자본은 충분하지만 자국 내 적격 친환경 프로젝트를 찾기가 어려운 상황이다. 따라서 범아시아 지속가능금융 시장의 구축은 친환경 목표 달성을 위한 효율적 자본의 배분을 가능케 해줄 수 있다. 이미 홍콩 및 싱가포르의 아시아의 지속가능금융 중심지로 자리 잡기 위한 전략을 취하고 있다. 이러한 아시아 지속가능금융 시장의 형성을 위해서는 속해있는 국가 간의 지속가능금융 프레임워크의 표준화가 필요하다. 아시아 녹색채권 기준, 아시아 택소노미, 아시아 탄소배출 거래 시장 등 여러 방면에서 통합과 표준화를 위한 정부 간의 협력을 추진해 볼 수 있다.

아세안에 진출해 있는 국내 금융회사도 현지 지속가능금융 시장에 관심을 가질 필요가 있다. 국내 금융회사의 현지법인은 현지 고객과 더불어 국내 고객에 친환경 프로젝트 등 매력적인 투자 기회를 발굴하고, 적합한 금융 상품 및 서비스를 개발하는 데 노력할 수 있다. 특히 금융시장이 상대적으로 덜 발달된 아세안 회원국에서는 국내 금융회사가 보다 큰 영향을 미칠 수 있으며 녹색채권 인수, 프로젝트 평가, 친환경 기술 보증 등 국내에서 축적된 지속가능금융 경험을 활용해 볼 수 있다. 지속가능금융은 아세안 회원국 금융당국의 주요 관심사이기도 하며, 국내 금융회사가 해외사업에서 이러한 노력을 취한다면 현지 시장 입지 강화에도 긍정적 효과를 발휘할 것으로 기대된다.

ZOOM
-IN

한국과 일본의 ISA 현황과 과제

- 우리나라는 2016년 절세를 통한 국민 재산의 안정적 증식을 위해 개인종합자산관리계좌 (Individual Savings Account: ISA, 이하 ISA)를 도입하였으나, 2021년 중개형 ISA 도입 전까지는 그 실적이 매우 저조
- 존폐 위기 상황에 놓인 ISA를 직접투자 중심으로 재편하는 등 정부의 지속적인 제도 개편 노력, 주식투자 인구 증가 등에 힘입어 최근 ISA 가입자수 및 가입금액이 사상 최고치를 기록
- 반면 유사한 제도를 우리보다 먼저 도입한 일본은 개인 보유 자산을 예금에서 투자로 전환을 목표로 개인저축계좌(Nippon Individual Savings Account: NISA, 이하 NISA)를 도입하였으며 금융투자상품만을 대상으로 세제 혜택을 제공
- 비교적 빠르게 제도를 안착시킨 일본은 기시다 내각의 '새로운 자본주의 실현' 정책 실행을 위해 2022년 일몰을 앞둔 NISA를 영구화시켰고, 이는 일본 증시 유동성을 크게 확대
- 우리 정부도 내년 1월부터 ISA 납입·세제지원을 대폭 확대, 자본시장으로의 수요기반 확충에 ISA를 활용하기 위해 국내투자형 ISA를 신설하는 등 국내 증시 투자 유인을 확대
- 한국과 일본은 모두 자국 자본시장으로의 수요 확대 수단으로 ISA를 활용하기 위해 세제지원 혜택을 늘렸고 실제로 자본시장 투자인구 증가 등 소기의 목표를 달성
- 그러나 최근 양국 정부의 기대와는 달리 절세계좌를 통한 해외투자가 급증하는 등의 문제가 발생
- 금번 정부의 ISA 개편을 계기로 유입된 개인투자자금이 국내 증시의 장기투자자로 이어질 수 있도록 지속적인 정비 노력이 필요

- 우리나라는 2016년 절세를 통한 국민 재산의 안정적 증식을 위해 개인종합자산관리계좌 (Individual Savings Account: ISA, 이하 ISA)를 도입하였으나, 2021년 중개형 ISA 도입 전까지는 그 실적이 매우 저조
 - 도입 첫째, ISA 가입자 수는 240만명에 달하며 '국민통장' 혹은 '만능통장'이라고 불렸으나 이후 신규 가입자가 미비한 상태에서 기존 가입자마저 이탈
 - 당시 가입자의 절반 이상이 투자자금을 예·적금으로 운용되었으나 저금리 상황에서 비과세 및 분리과세를 통한 절세 효과는 미비
 - 대중의 관심이 떨어진 ISA는 2021년 국내 주식에 투자할 수 있는 중개형 ISA 출시로 전환점을 맞음

- 2021년 2월 출시된 투자중개형(증권형) ISA는 기존 신탁형 ISA와 같이 고객이 직접 투자 상품을 선택할 수 있으나, 투자 가능 상품에 국내 상장주식이 포함
 - 중개형 ISA 도입 이후 ISA 가입이 늘어나자, 정부는 국민의 재산증식 및 장기투자를 유도하기 위해 2021년 ISA 제도를 대폭 개편하고 영구화시킴¹⁾
 - 당시 2023년부터 금투세 시행이 예정되어 있어, 기존 ISA 비과세 한도 200만원이 유지될 경우 ISA가 투자계좌가 아닌 비과세 예금으로 한정될 것이라는 우려가 큰 상태
 - 2021년 세계개편안에서 2023년 1월 1일 이후 ISA 계좌를 통한 국내 상장주식 및 국내 공모 주식형 펀드의 양도·환매시 발생한 매매차익에 대해서는 전액 비과세²⁾
 - ISA 계좌의 비과세·분리과세 혜택은 금투세 기본공제³⁾와 별도로 적용 등
- **존폐 위기 상황에 놓인 ISA를 직접투자 중심으로 재편하는 등 정부의 지속적인 제도 개편 노력, 주식투자 인구 증가 등에 힘입어 최근 ISA 가입자 수 및 가입금액이 사상 최고치를 기록⁴⁾**
- 2024년 8월말 기준, 도입 8년 5개월만에 가입금액 30.2조원, 가입자 수는 564.6만 명을 기록
 - 이는 2021년 2월 중개형 ISA 도입 당시 대비 가입금액은 4.7배, 가입자 수는 2.9배 늘어난 규모
 - 특히 중개형 ISA를 통한 투자가 세제 측면에서 매우 유리했을 뿐만 아니라 코로나19 이후 20대 주식투자 인구 급증 등의 영향으로 중개형 ISA를 중심으로 가입이 크게 증가
 - 전체 가입자 중 중개형 ISA 가입자가 차지하는 비중이 83.1%에 달한 반면 신탁형·일임형 ISA의 규모는 상대적으로 위축되거나 감소
 - 중개형 ISA는 국내 주식(39%), ETF(33%), 펀드 5%, 채권 7%, 파생결합증권 4% 등으로 운용
- **반면 유사한 제도를 우리보다 먼저 도입한 일본은 개인 보유 자산을 예금에서 투자로 전환을 목표로 개인저축계좌(Nippon Individual Savings Account: NISA, 이하 NISA)를 도입하였으며 금융투자상품만을 대상으로 세제 혜택을 제공**
- NISA는 투자 한도 내에서 금융상품 운용으로 얻은 수익(매매수익, 배당, 분배금 등이)을 모두 비과세
 - 일본은 NISA 도입 이전 장기간 침체되었던 주식 시장을 활성화하기 위해 2004년부터 10년간 주식 및 투자신탁펀드 양도차익 및 배당에 대해 일시적으로 세율을 10%(기존 약 20%)로 인하하였음
 - 2014년 기간 만료를 앞두고, 급격한 시장 이탈 등을 우려하여 영국의 ISA를 모델로 NISA를 도입

1) 금융위원회, 2021. 7. 26, 개인종합자산관리계좌(ISA) 세제개편 및 기대효과, 보도참고자료.

2) 금융투자소득이 아닌 배당금 등은 제외되어, 순이익 200만원까지 비과세, 200만원 초과분은 9% 분리과세

3) 상장주식 및 국내 공모주식형 펀드 5천만원, 그 외 금투상품은 250만원

4) 금융투자협회, 2024. 9. 30, ISA 가입금액 30조원 돌파... 출시 후 8년 5개월만, 보도자료.

- 우리나라는 최초 도입시 절세에 초점을 두고, 예·적금 및 금융투자상품 모두를 계좌내에 편입하고 있으나 일본은 투자 패러다임 변화를 목적으로 애초에 금융투자상품만으로 운용
 - 개인의 보유 자산을 저축에서 투자로 전환하기 위해, 투자대상에서 예·적금은 제외

□ **비교적 빠르게 제도를 안착시킨 일본은 기시다 내각의 ‘새로운 자본주의 실현’ 정책 실행을 위해 2022년 일몰을 앞둔 NISA를 영구화시켰고, 이는 일본 증시 유동성을 크게 확대**

- 2021년 말 집권한 기시다 내각은 경제 선순환 관점에서 가계의 현금성자산 및 기업 유보금을 투자로 전환하는 데 중점을 두고, 이를 장려하기 위해 NISA를 획기적으로 개편
 - NISA는 도입 당시 비과세 기간은 최대 5년, 계좌 보유기간은 최대 10년(2023년)이었음
 - 연간 납입한도 상향, 계좌 내 상품 매도 후에도 재투자를 가능하게 하고, 장기투자 장려를 위해 비과세 기간을 무기한으로 확대
- NISA를 통해 주식시장으로 유입된 가계 자산은 2014년부터 추진하는 금융투자 환경 개선의 일환인 기업 거버넌스 개혁의 성공에도 크게 기여
 - 금년부터 시행된 개정 NISA를 통해 유입된 자금의 46.2%(24.6월말 기준)가 일본 상장주식에 투자됨
 - 증시 유동성 확대는 그동안 우호적인 증시 투자환경 조성을 위해 장기간 추진한 기업지배구조 개선 성과와 함께 2023년 일본 증시의 상승에 크게 기여한 것으로 평가

□ **우리 정부도 내년 1월부터 ISA 납입·세제지원을 대폭 확대, 자본시장으로의 수요기반 확충에 ISA를 활용하기 위해 국내투자형 ISA를 신설하는 등 국내 증시 투자 유인을 크게 확대⁵⁾**

- 내년 1월 1일부터, 일반형 기준 납입한도가 연 2,000만원(5년간 1억원) → 4,000만원(5년간 2억원), 배당 및 이자소득세에 대한 비과세 한도 200만원 → 500만원으로 대폭 확대
 - 일반형 ISA⁶⁾의 경우 도입 이후 현재까지 납입한도와 비과세 한도가 동일(일반형 기준)하게 유지되었으나 내년부터 확대
 - 서민형·농어민형 ISA의⁷⁾ 비과세 한도는 2018년 상향된 400만원(기존 250만원)에서 → 500만원으로 상향
- 국내 상장기업의 자금조달 및 국내 주식시장의 수요기반 확충을 위해 국내투자형 ISA를 신설하였고, 가입대상을 금융소득종합과세자를 포함한 15세 이상 거주자로 확대
 - 국내투자형 ISA란 국내 상장주식과 국내 주식에 일정 비율 이상 투자하는 펀드로 운용

5) 기획재정부, 2024. 7. 25, 2024년 세법개정안, 보도자료.

6) ISA는 가입요건에 따라 일반형, 서민형, 농어민형으로 구분. 일반형은 직전 3개년 동안 금융소득종합과세 대상이 아닌 만 19세 이상 거주자 혹은 직전년도 근로소득이 있는 만 15~19세 미만 거주자가 가입대상

7) 일반형 가입대상 중 소득 요건에 따라 서민형(직전년도 총급여 5천만원 또는 종합소득 3천8백만원 이하 거주자) 또는 농어민형(직전년도 소득금액 3천8백만원 이하인 농어민)으로 구분되어 가입 가능

- 기존 가입대상에서 제외되었던 금융소득종합과세자도 신설되는 국내투자형 ISA에는 가입 가능하게 하여, 이를 통해 부동산에 편중된 투자를 국내 금융자산 투자로 유도하고자 함
- 비과세 한도가 일반형의 2배인 1천만원이나 금융소득종합과세자는 납입한도 내에서 비과세 및 저율 분리과세(9%) 적용 없이 14% 분리과세 혜택만 적용

〈표〉 개정 ISA 제도

종류	일반형	신탁형	중개형	국내투자형(신설)
	1인 1계좌만 가능			
연간 납입한도	기존 2,000만원 → 4,000만원으로 상향			4,000만원
총 납입한도	기존 1억원 → 2억원으로 상향			2억원
의무가입기간	3년			
가입대상	금융소득종합과세자 제외한 15세 이상 거주자			15세 이상 거주자
비과세 한도	기존 200만원 → 500만원으로 상향			1,000만원
투자가능 상품	펀드, ETF, 예금성 상품, 상장형수익증권, 파생결합증권(ELS 등) 외		펀드, ETF, 국내상장주식, 국내채권, 리츠, 파생결합증권(ELS 등) 외	국내 상장주식, 국내 주식형펀드

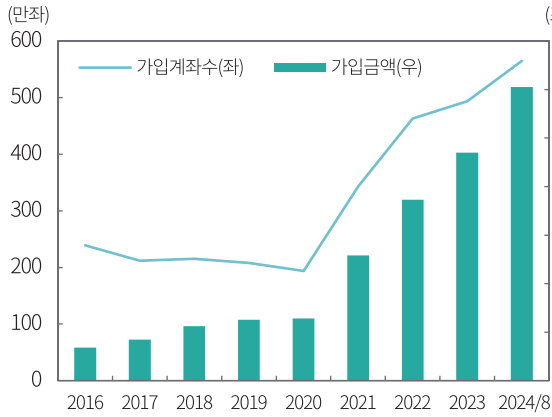
주 : 일반형을 기준으로 작성
 자료: 금융위원회

□ 한국과 일본은 모두 자국 자본시장으로의 수요 확대 수단으로 ISA를 활용하기 위해 세제지원 혜택을 늘렸고 실제로 자본시장 투자인구 증가 등 소기의 목표를 달성

- 한국은 제도 도입 초기 은행의 예금성 상품 중심으로 가입이 이루어졌으나, '21년 중개형 ISA 도입으로 증권사를 중심으로 가입자수 및 가입금액이 급증
 - 투자중개형 도입 이후 20대 가입자 비중('20년말 6.4% → '24.8월 말 17%)이 크게 증가
- 일본은 2020년말부터 NISA 성장이 주춤한 상태였으나, 2024년 1월을 개정 NISA 도입으로 유입액이 전년 동월 대비 3배 이상 수준으로 급증하는 등 가계 자산의 분산 목표는 달성
 - 일반형(적립형 제외) 기준, 2023년 연중 유입금액이 30.7조엔에서 24년 1분기 41조엔, 2분기 45조엔이 유입⁸⁾
 - 24년 6월말 기준, 상품별 매입금액은 전분기대비 64% 증가하였으며, 대부분이 일본 상장주식(전체의 46.2%)과 투자신탁(49.5%)을 매입

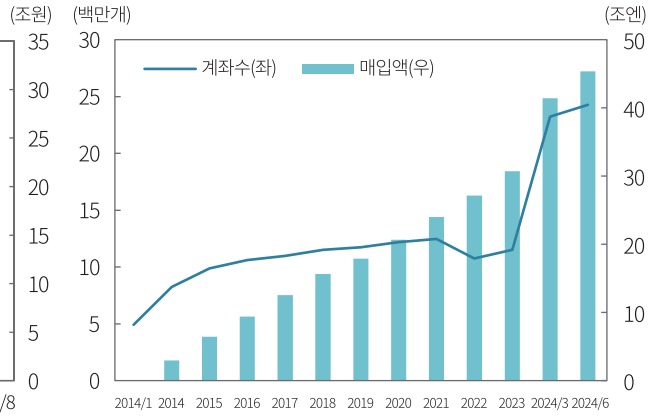
8) 일본금융청 NISA 이용상황조사(<https://www.fsa.go.jp/policy/nisa2/survey/>), 적립형 수치는 제외.

〈그림 1〉 우리나라 ISA 현황



자료: 금융투자협회

〈그림 2〉 일본 NISA 현황



주 : 2023년까지는 일반형, 이후는 성장형
자료: 일본 금융청

□ 그러나 최근 양국 정부의 기대와는 달리 절세계좌를 통한 해외투자가 급증하는 등의 문제가 발생

— 양국 ISA 계좌에 유입된 자산의 상품별 매입금액을 살펴보면 한국은 국내상장주식과 ETF가 중심, 일본은 국내상장주식과 투자펀드가 대다수를 차지함

- 한국은 중개형 계좌에서 국내상장주식과 ETF로 70% 이상이 운용되고 있으며, 일본은 성장투자형 계좌의 96%가 국내상장주식과 투자펀드로 운용

— 그러나, 개정 NISA 이후 유입된 자금의 상당 부분이 해외펀드 및 해외 ETF 매수로 집중

- 2024년 6월말 기준, NISA 성장투자형 상품별 매입액을 살펴보면, 전체 매입액 7.9조엔 중 상장주식이 3.7조엔(47.3%), 투자신탁이 3.9조엔(59.0%)로 대부분을 차지, 투자신탁의 대부분이 해외투자형 상품으로 알려짐
- 해외 ETF를 중심으로 ETF 매입이 전분기대비 거의 배 수준으로 증가

— 우리나라 또한 중개형 계좌에서 해외 ETF 등의 상장펀드 비중이 '22년말 4.4%에서 '24.8월말 25.9%로 5배 이상 증가⁹⁾

- 반면 중개형 계좌에서 국내상장주식의 비중은 동기간 53.7%에서 38.6%로 감소

□ 금번 정부의 ISA 개편을 계기로 유입된 개인투자자금이 국내 증시의 장기투자로 이어질 수 있도록 지속적인 정비 노력이 필요

— 특히 내년부터 시행될 일반형 ISA 납입한도 및 비과세 한도 확대 및 국내투자형 ISA 신설에 따른 세제혜택 지원은 자본시장 수요기반 확충을 위해 지원되는 것임을 명시하고 있음¹⁰⁾

- 특히, 세법 개정 취지에서 국내 투자자의 해외주식·부동산 투자수요를 국내 주식시장으로 유도하기 위해 국내투자형 ISA에 금융소득 종합과세자 가입을 허용한다고 밝힘¹¹⁾

9) 금융투자협회 전자공시서비스

10) 조특법 §91의 18, §129의 2

11) 기획재정부, 2024. 7. 25, 2024년 세법개정안 문답자료, 보도자료.

- 현재 추진중인 밸류업 프로그램 등 국내 증시 투자환경 조성 노력과 함께 국내 증시로 유입된 투자자금이 장기투자로 이어질 수 있는 제도 등을 추가적으로 고려할 필요가 있음

선임연구원 김보영

ZOOM
-IN도쿄증권거래소의 기업 가치 제고 계획
현황과 시사점

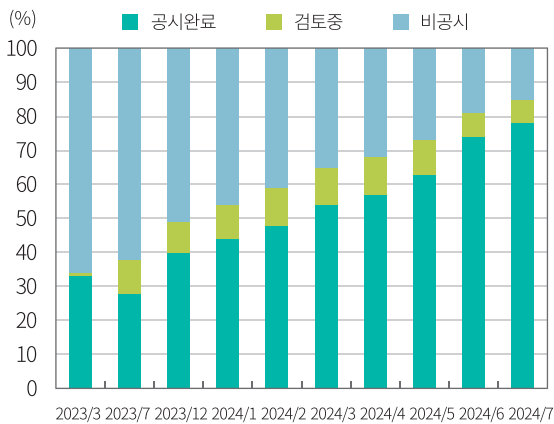
- 2023년 3월 이후 도쿄증권거래소 프라임 시장 및 스탠다드 시장 내 '자본비용과 주가를 의식한 경영 실천 방안'을 공시한 기업이 증가하고 있으며, PBR 1배 미만 기업은 감소하였으나 ROE 8% 미만 기업은 큰 변화가 없는 것으로 나타남
- 이러한 흐름에 유지비용 증가 등의 이유로 상장회사 수가 감소할 가능성이 있으며 이에 대해 동 증은 상장기업의 수 대신 개별기업의 중장기적 기업가치 제고를 중점으로 정책의 추진 방향을 밝힘
- 향후 1. 자율적 추진 기업, 2. 개선 기대 기업, 3. 비공시 기업 등 3개로 그룹을 세분화하여 이에 적합한 시책을 추진, 또한 거래소 내 상장회사 지원단을 통해 전국적으로 지원할 예정임
- 2024년 일본 주주총회는 동증의 정책 실현과 기업가치 제고에 대한 경영평가의 장으로 평가되고 있는 가운데 국내 밸류업 프로그램의 활성화를 위해서도 시장참여자들의 자발적이고 적극적인 참여가 중요함

- 2023년 3월 이후 도쿄증권거래소(이하 동증) 프라임 시장 및 스탠다드 시장 내 '자본비용과 주가를 의식한 경영 실천 방안'을 공시한 기업이 증가하고 있으며, PBR 1배 미만 기업은 감소하였으나 ROE 8% 미만 기업은 큰 변화가 없는 것으로 나타남
 - 2024년 7월 기준 기업방침을 공시 및 검토 중인 기업은 프라임 시장의 86%, 스탠다드 시장의 44%로 2023년 12월에 비해 각각 37%p, 25%p 증가하였음¹⁾
 - 그러나 스탠다드 시장 기업의 공시율은 31%로 여전히 낮은 수준인데, 이는 상대적으로 시가총액이 낮은 기업이 많고 IR 담당자의 부재 등 자원이 부족한 것이 원인으로 여겨짐
 - PBR 1배 미만 기업은 프라임 시장 43% 스탠다드 시장 58%로 2022년과 비교해 각각 7%p, 6%p 감소하였으며 TOPIX 500 구성종목 기준으로는 33.5%로 2022년 보다 10.4%p 감소함
 - PBR이 낮고 시가총액이 높은 기업일수록 공시율이 높았으며 업종별로는 PBR이 낮을수록 적극적으로 공시하고 있음
 - 2024년 5월말 기준, PBR 1배 미만이면서 시가총액 1,000억엔 이상의 기업의 공시율이 가장 높은 반면, 공시율이 가장 낮은 기업은 PBR 1배 이상 시가총액 250억엔 미만임

1) 프라임 시장의 86% 중 '자본비용과 주가를 의식한 경영실현을 위한 대응' 기업방침을 공시한 기업은 78%이며 검토 중인 기업은 7%임, 또한 스탠다드 시장의 44% 중 기업방침을 공시한 기업은 31%, 검토 중인 기업은 13%임.

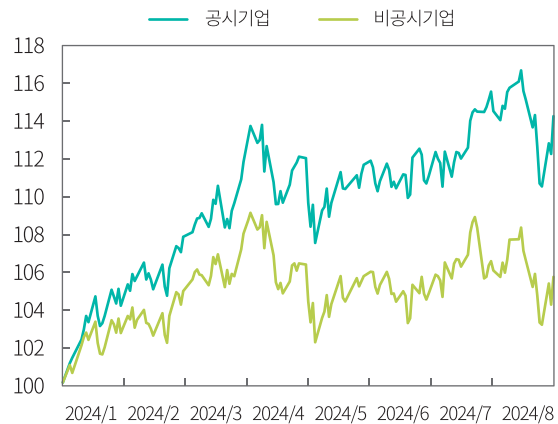
- 은행업의 경우 94%가 공시하고 있으나 정보통신업, 서비스업, 소매업 등 PBR이 높은 기업일 수록 공시율이 낮음
- 다만 ROE 8% 미만 기업의 감소는 프라임, 스탠다드 시장 기업 모두 2022년도에 비해 큰 변화가 없음
- 프라임 시장 기업은 2022년 7월 47%에서 2024년 5월 45%로, 같은 기간 스탠다드 시장은 63%에서 59%로 각각 2%p, 4%p 감소에 그침
 - ROE를 높이기 위해 주주환원 강화 흐름이 이어지면서 자사주 매입 기업이 증가하고 있으나 내부유보가 아직은 많은 것으로 보임
- 이외의 목표지표는 ROE, PBR, ROIC와 같은 자본효율 및 시장평가 관련 지표가 가장 많았으며 공시 자료로는 결산설명회, 기업지배구조 보고서를 가장 많이 이용하였음²⁾
- 중기경영계획에서 ROE를 목표지표로 도입한 기업은 2022년 59%에서 2023년 68%로 증가하였으며 ROIC는 18%에서 23%로 증가함³⁾
- 공시기업과 비공시기업의 주가 추이를 보면 공시기업이 비공시기업의 주가를 상회하고 있는 것으로 나타남

〈그림 1〉 프라임 시장의 공시율 추이



자료: 도쿄증권거래소

〈그림 2〉 공시 및 비공시 기업의 평균 주가 추이



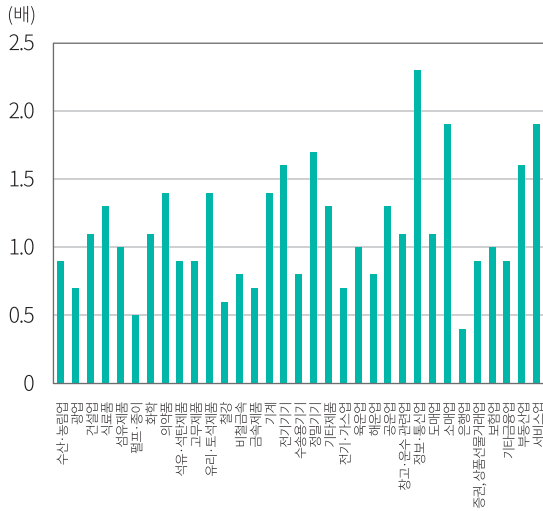
주 : 2023년 12월말 주가를 100으로 지수화하여 각 종목의 평균값 산출

자료: 도쿄증권거래소

2) 日本IR協議会, 2024. 7. 23, 「資本コストや株価を意識した経営」に取り組む企業が 80%以上に増加.

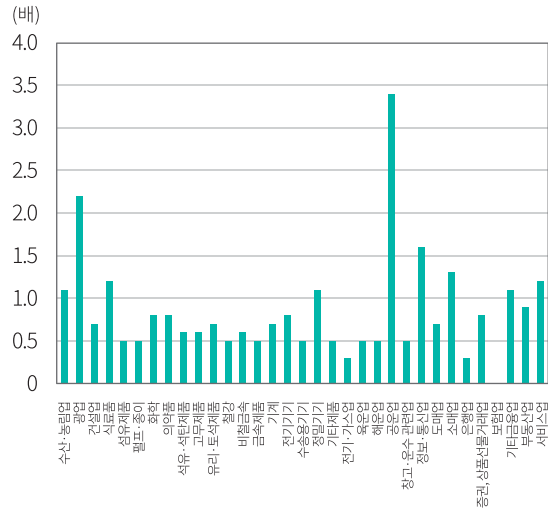
3) 一般社団法人生命保険協会, 2024. 4. 19, 「企業価値向上に向けた取組みに関するアンケート」.

〈그림 3〉 프라임 시장 기업의 업종별 PBR



자료: 도쿄증권거래소

〈그림 4〉 스탠다드 시장 기업의 업종별 PBR

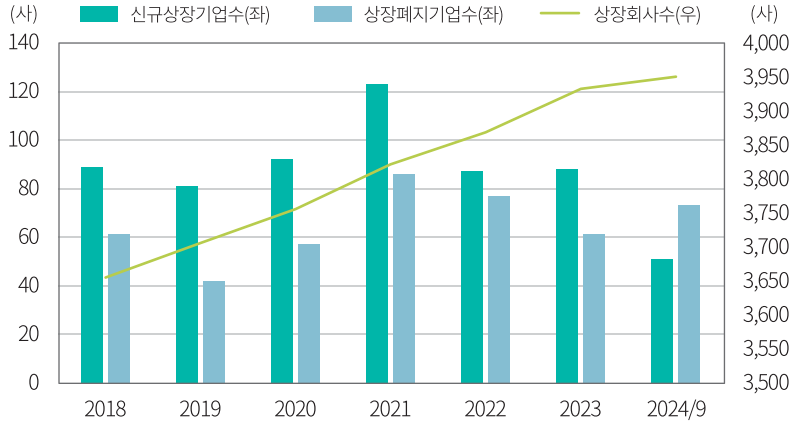


자료: 도쿄증권거래소

- 이러한 흐름에 유지비용 증가 등의 이유로 상장회사 수가 감소할 가능성이 있으며 이에 대해 동등은 상장기업의 수 대신 개별기업의 증장기적 기업가치 제고를 중점으로 정책의 추진 방향을 밝힘
 - 2023년까지 상장기업 수는 상승세를 유지하고 있으나 현재와 같은 상황이 지속된다면 2013년 오사카증권거래소와의 통합 이후 처음으로 감소세로 전환될 가능성이 있음
 - 2023년도까지 신규 상장기업의 수가 상장폐지기업의 수보다 많았으나 2024년 9월 기준으로 보면 그 추세가 역전됨
 - 마더스 시장(시장재편 이후 그로스 시장)을 중심으로 한 신규 상장회사 수의 급격한 감소세가 한 요인이며 시장재편 이후 MBO, 상장회사에 의한 완전 자회사화, M&A 등에 따라서도 상장폐지가 증가하고 있음
 - 프라임 시장의 영문공시 의무화 등 상장유지 비용이 증가로 상장폐지를 선택하는 기업이 증가하고 있으며 동등은 기업가치 향상 실현의 기초를 유지하겠다는 입장을 밝힘⁴⁾
 - 성장력 있는 기업에 국내외 투자자금이 모이는 시장이 되어야 하며 상장기업의 양보다 질을 추구하고 있음을 의미함
 - PBR, ROE, 시가총액, 성장성 등 정량적 지표(국제 비교 포함)와 더불어 상장사의 노력과 공시 내용, 국내외 투자자들의 평가를 정성적으로 파악하여 전반적인 진행상황을 검토할 예정임

4) 東京証券取引所, 2024. 8. 30, 「資本コストや株価を意識した経営の実現に向けた対応」.

〈그림 5〉 신규상장기업, 상장폐지기업, 전체 상장회사 수의 추이 (2024년 9월 기준)



주 : TOKYO PRO Market 제외

자료: 도쿄증권거래소

□ 향후 1. 자율적 추진 기업, 2. 개선 기대 기업, 3. 비공시 기업 등 3개로 그룹을 세분화하여 이에 적합한 시책을 추진, 또한 거래소 내 상장회사 지원단을 통해 전국적으로 지원할 예정임

— 그룹1은 글로벌 기업이 많아 투자자와의 대화도 적극적으로 이루어지고 있을 것으로, 현시점에서 추가적인 시책은 없는 것으로 보임⁵⁾

— 그룹2에 초점을 맞춘 지원책을 강구하는 것을 중요하다고 보고 있으며 그룹3에 대해서는 상장회사의 IR기능 확보 및 소액주주 보호를 위한 조치를 촉구할 예정임

- 그룹2는 상장사 경영진과 담당자를 위한 세미나 및 방문, 투자자가 기대하는 포인트들을 담은 사례집 업데이트, 공시 상황에 따른 주가 변화 자료 등을 지원 및 제공할 예정임

— 2025년 1월부터 적용되는 공시기업 리스트 개선책을 통해 투자자와의 원활한 소통을 촉진하고자 함

- 매년 1회 이상 업데이트를 시행하였을 때 공시기업 리스트에서 확인할 수 있도록 조치
- 기관투자자의 만남을 희망하는 기업을 표기해 두어 기업과 기관투자자 간의 대화를 촉진⁶⁾
- 검토 중으로 분류된 기업은 6개월 기한 설정을 두어, 공시 완료로 전환 유도⁷⁾

— 2024년 1월 구성된 상장회사 지원단을 통해 전국에 설명회를 개최, 기관투자자와 대화 기회 제공, 실무담당자를 위한 지원 등을 실시하고 있음

5) 그룹1+2와 그룹3의 기업 수는 동증이 매월 공표하고 있는 공개기업 리스트에 의해 파악할 수 있음. 2024년 7월말 시점에서 공개 완료 기업(1+2)은 프라임 시장에서 86%(1,406사), 스탠다드 시장에서 44%(701사)임. 그룹1과 2를 명확히 나누는 것은 어렵지만, 그룹1은 그룹2 보다 상당히 적고, 스탠다드 기업에서는 지극히 한정적일 것이라는 것이 시사되고 있음

6) 상장사들이 노력하고 있지만 기관투자자를 찾지 못한다는 지적에 따른 피드백으로 기업이 신청서 양식을 통해 동증에 제출하면 공개기업 리스트에 표시되고 기관투자자는 이를 참고하여 기업에 접촉하여 대화를 실시할 수 있음

7) 현재 [검토 중으로 공시한 경우 검토 과정과 공시 예상 시기를 기업지배구조 보고서에 기재해야 하며 기재하지 않을 경우 6개월까지 게재할 수 있도록 함, 6개월 경과 후에도 변화가 없으면 공시기업 리스트에서 삭제 조치 될 예정임

- 전국의 경영진을 대상으로 ‘동증 사장이 설명하는 프로그램’을 9개 도도부현에 개최하였으며 향후 23개 도도부현에도 진행할 예정임
- 실무담당자에는 개별방문을 통해 상장회사가 안고 있는 과제에 대한 상담과 타 상장사의 대응 사례를 소개 및 설명해 주는 시책을 전개하고 있음
- IR 기술 향상을 위한 교육·상담지원·타사 사례 소개를 지원하고 있으며 향후 신규 상장사 대상 워크숍을 개최할 예정
- 기관투자자와의 1:1 미팅을 통한 양방향 소통 및 기관투자자를 대상으로 성장성이 높은 회사 소개 동영상 모음집 배포 등의 활동을 하고 있음

□ 2024년 일본 주주총회는 동증의 정책 실현과 기업가치 제고에 대한 경영평가의 장으로 평가되고 있는 가운데 국내 밸류업 프로그램의 활성화를 위해서도 시장참여자들의 자발적이고 적극적인 참여가 중요함

- 2024년 중기경영계획 발표 건수는 614건으로 2022년, 2023년 2년 연속 감소세에서 반등하였음
 - 동증의 정책에 따라 상장사 경영진의 외부 환경 변화에 대한 인식과 향후 경영 방향에 대한 설명이 대내외적으로 요구되고 있으며, 이러한 배경에서 중기계획 발표가 크게 증가한 것으로 보임
- 주주총회에서 기관투자자의 의결권 행사기준 강화의 영향으로 기업가치에 대한 눈높이가 엄격해진 것으로 판단됨
 - 행동주의 투자자의 제안은 113개로 역대 최고치를 기록하였으며 ROE가 낮은 기업의 경영진 선임 안전에 대해 외국인 투자자를 중심으로 반대표가 증가하였음
 - 일부 기관투자자들은 의결권 행사 기준에 PBR, TSR 등 주가 기준을 새롭게 반영하는 한편, 이사 선임 안전 찬반 판단에 미치는 영향이 커지고 있음
- 일본 기업가치 제고 계획은 강제성이 없음에도 공시율이 높은 것은 투자자와의 신뢰관계를 형성하여 지속적인 기업가치 향상으로 이어지기 위해 동증, 각 기업의 경영진, 행동주의 펀드를 포함한 투자자 등의 자율적인 노력이 뒷받침되어 있었기 때문
- 최근 발표한 코리아 밸류업 지수가 향후 국내 대표 지수로 자리매김하기 위해서도 국내 상장기업들의 의식 변화와 더불어 기업가치 제고를 위한 공시율 증가 및 활발한 참여가 필요함
 - 기업 밸류업 프로그램 발표 후 5개월이 지났으나 기업가치 제고 계획을 공시한 기업은 13개에 불과하며 이는 상장 기업 중 1%도 안되는 수준
 - 주주가 경영자를 모니터링하는 메커니즘, 지속적인 성장과 중장기적인 기업가치 향상, 투자결정에 중요한 정보를 포함한 적절한 기업지배구조 공시는 기업 입장에서도 용이한 자금조달 수단이라고 인식하는 것이 중요함

선임연구원 여밀림