

OPINION

선임연구위원
박창균

국내 임팩트투자 시장: 현황과 과제*

임팩트투자는 재무적 수익과 함께 긍정적이고 측정 가능한 사회적 가치 창출을 동시에 추구하는 투자로, 목적성·이중가치 추구·성과의 측정 및 공개 등을 핵심 구성요소로 한다.

글로벌 임팩트투자 시장은 투자자산 운용 규모가 2014년 약 600억 달러에서 2024년 4,180억 달러로 연평균 약 20%에 달할 정도로 빠르게 증가하였으며, 투자 대상도 금융서비스 중심에서 에너지·의료 등으로 다변화되고 있다. 국내 임팩트투자 시장 역시 2004년 7개 펀드, 운용자산 1천억 원에서 2024년 301개 펀드, 운용자산 6조 6,500억 원으로 성장하여 벤처펀드 시장의 의미 있는 축으로 자리 잡았다. 국내 임팩트펀드는 일반 펀드보다 기준수익률을 1%p 이상 낮게 설정하지만 해산 펀드의 실현 성과에는 큰 차이가 없어, 임팩트투자가 “수익을 포기하는 투자”가 아니라 “기대수익 구조가 다른 투자”임을 보여준다.

국내 임팩트투자 시장이 생태계 구축 단계를 넘어 스케일업이 가능한 새로운 구조를 설계할 필요가 있는 현재 시점에서 시장 수익률 수준의 성과 입증, 사회적 성과 측정·보고 표준화, 임팩트 스타트업 발굴·육성, LP 역할 확대, 정책자금의 효과적인 활용, 세제 지원 및 공익법인 규제 정비, 임팩트 기업의 법적 정의 마련 등의 과제에 적절하게 대응할 필요가 있다.

임팩트투자(Impact Investment)

시장 기제를 활용한 사회적 문제 해결을 추구하는 금융수단으로 임팩트투자(impact investment)에 대한 관심이 증가하고 있다. 연원이 길지 않은 관계로 아직 확고하게 정립된 정의가 존재하지는 않으나 “재무적 수익(financial return)에 더하여 긍정적이고 측정 가능한 사회적 가치(social impacts)의 창출을 추구하는 투자 활동”으로 임팩트투자를 정의할 수 있는데 구체적으로 세 가지 측면으로 나누어 이해할 수 있다. 첫째는 투자의 목적성(intentionality)으로, 사회적 가치 창출이라는 목적이 투자 관련 의사결정 과정 전반에 걸쳐 명시적으로 반영되어 있어야 한다. 따라서 투자의 부수적·우연적 결과로 긍정적 효과가 발생하는 경우는 임팩트투자로 분류되지 않는다. 그러나 어떤 결과를 사회적 가치로 인정할지 사전에 확정하기는 어려우므로, 추구하는 사회적 가치를 명시적으로 제시하고 자금 모집에 성공하면 임팩트투자로 인식하는 것이 현실적이다. 둘째, 임팩트투자는 재무적 수익만을 추구하는 전통적 투자와 달리 재무적 수익과 사회적 가치를 동시에 추구한다. 두 가지 가치 사이에 반드시 상충

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

관계가 존재하는 것은 아니지만, 어느 쪽에 더 큰 가중치를 두느냐에 따라 다양한 선호와 목적을 보유한 투자자가 생태계를 구성한다. 셋째, 임팩트투자는 투자에서 발생하는 재무적 성과뿐 아니라 사회적 가치를 적극적으로 관리·측정하고 그 결과를 외부에 투명하게 공개함으로써 투자 활동을 통한 사회적 가치 창출이라는 약속 완수 여부를 확인할 수 있는 객관적인 수단을 투자자를 포함한 이해관계자에게 제공한다. 현대적 의미의 임팩트투자 개념은 2007년 미국의 록펠러재단(Rockefeller Foundation)이 이탈리아 벨라지오(Belagio)에서 개최한 국제회의에서 제안된 이후 점차 진화하여 2010년대 중반 앞에서 논의한 세 가지 요소를 중심으로 정립되고 있다.

임팩트투자는 사회적책임투자(SRI), ESG투자 등 유사한 개념과 뚜렷한 구분 없이 사용되는 경향이 있는데 차별점이 분명히 존재한다. 사회적책임투자는 “특정 비재무적 요소가 유기적으로 통합되어 고려되는 투자 의사결정 방식”으로 정의할 수 있으며, 이 관점에서는 임팩트투자를 그 부분집합으로 볼 수 있다. 그러나 재무적 수익과 사회적 가치의 충돌을 대하는 태도에는 양 자간에 분명한 차이가 존재한다. 사회적책임투자는 사회적 가치 추구가 재무적 수익을 해치지 않으며 지속가능성을 제고함으로써 장기 수익률에 오히려 긍정적일 수 있다고 강조한다. 그러나 임팩트투자는 양자 간 충돌 가능성을 부정하지 않고 재무적 가치를 일부 희생하더라도 더 큰 사회적 가치를 창출하는 선택이 투자자의 선호에 부합한다고 본다. 또한 사회적 가치의 측정·관리·보고를 임팩트투자는 투자 과정의 핵심 요소로 포섭하는 데 비해 사회적책임투자는 상대적으로 소극적이다. 한편 임팩트투자가 환경(E)·사회(S) 요인을 공유하고 측정·관리를 중시한다는 점에서 ESG투자와 공통점이 크지만, 실무 수준에서는 구별된다. ESG는 지속가능성 관련 위험·기회를 기업이 어떻게 관리하는지 파악하는 수단으로서 회고적 지표에 주로 의존하는 반면, 임팩트투자는 투자로 실현하려는 전망적 지표를 기준으로 삼는 전략이다. 또한 ESG투자는 재무적 수익과의 상충을 명시적으로 인정하지 않고 부정적 외부효과의 최소화·상쇄를 요구하는 데 비해, 임팩트투자는 충돌 가능성을 인정하고 긍정적 외부효과를 적극적으로 추구한다. 이 때문에 ESG투자자는 신인의무 완수를 위해 ESG에 대한 고려가 재무적 수익률을 해치지 않음을 설득해야 하지만, 임팩트투자는 신인의무 완수 여부 판단에서 상대적으로 너그러운 기준이 적용된다.

〈표 1〉 임팩트투자·사회적책임투자·ESG 투자의 비교

임팩트투자	재무적 수익률과 사회적 가치 동시 추구	재무적 수익률과 사회적 가치 간 상충 가능성 인정
사회적책임투자	재무적 수익률 중심	재무적 수익률에 부정적이지 않은 범위에서 사회적 책임 고려
ESG투자	ESG 요소를 재무적 수익률의 위험·기회 요인으로 파악	재무적 수익률과 장기적 지속가능성 간의 균형

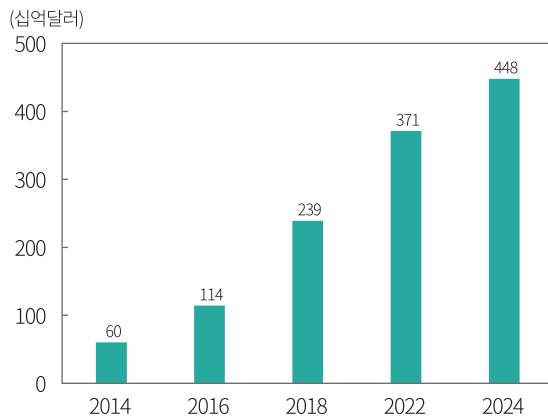
임팩트투자 시장은 전통적 금융시장과 마찬가지로 자금공급자, 자금수요자, 이들을 연결하는 중개 기관, 그리고 시장의 원활한 작동을 지원하는 인프라 기관으로 구성된다. 자금공급자로 개인 투자자는 물론 연금펀드·보험사·기업·국부펀드 등 전통적 기관투자자와 재단·자산기구·개발금융기구(DFI) 등 비영리·공공 부문이 참여한다. 특히 개인 투자자 중에서는 소액 투자자보다 패밀리오피스 등을 통한 고액 자산가의 활동이 두드러진다. 임팩트투자 영역에 대한 자금 공급자로서 가장 큰 비중을 차지하는 연금펀드 등 전통적 기관투자자는 신인의무의 완수를 위해 최소한 장기적으로 재무적 수익률에 부정적 영향이 없다는 전제하에 자금을 공급하므로 재무적 수익률을 증시하는 입장을 취한다. 반면 재단·DFI 등 비영리·공공 부문은 본질상 사회적 가치 창출에 더 큰 비중을 둔다. 자금수요자는 임팩트 기업·사회적 기업·소셜벤처 등 다양한 이름으로 불리며, 모두 사회적 가치와 재무적 수익의 동시 창출을 추구한다는 공통점을 지닌다.

임팩트투자 시장에는 전통적인 금융시장과 마찬가지로 거래비용과 정보 비대칭 등으로 시장 기제가 효율적으로 작동하기 어려운 요인이 내재한다. 이를 극복하기 위해 임팩트은행이나 임팩트투자펀드 같은 금융중개기관이 중요한 역할을 한다. 유니버설뱅크와 협동조합은행 전통이 강한 대륙 유럽에서는 적지 않은 수의 은행이 자금공급자로 임팩트투자 시장에 참여하지만, 높은 신용위험과 차주의 담보 부족을 특징으로 하는 시장에서 엄격한 자본 규제를 받는 은행이 주도적 역할을 하기는 현실적으로 쉽지 않다. 따라서 재무적 수익과 사회적 가치를 동시에 추구하도록 특화된 임팩트투자펀드가 가장 중요한 금융중개기관이 된다. 이 펀드는 투자 목표를 미리 제시하고 자금을 모집해 임팩트 기업과 사회적 프로젝트에 지분 또는 부채 자본을 공급하며, 주로 사모시장에서 활동하되 최근 공모시장으로 영역을 넓히고 있다.

임팩트투자 시장 현황: 글로벌시장과 국내시장

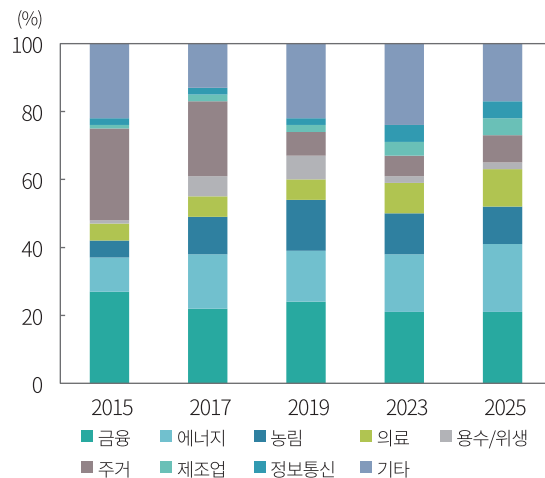
글로벌 임팩트투자 시장은 빠르게 성장하고 있다. 전 세계 임팩트투자자를 대상으로 투자 규모, 투자 수단, 목표 수익률, 투자 영역, 임팩트 측정·관리 등을 설문 조사하여 발표하고 있는 GIIN(Global Impact Investing Network)에 의하면 임팩트투자 운용규모(AUM)는 2014년 약 600억 달러, 2018년 2,390억 달러, 2024년 4,180억 달러로 늘어, 연평균 약 20%의 빠른 증가세를 보였다. 주요 임팩트투자 대상은 금융서비스(21%), 에너지(20%), 의료서비스(11%), 농림업(11%) 분야 등이다(2025년 기준). 투자 대상 영역은 종래 마이크로파이낸스(microfinance)를 포함하는 금융서비스와 주거서비스 중심에서 탈피하여 에너지, 의료 서비스, 제조업, 정보통신 분야 등으로 다변화되고 있다. 특히 에너지 부문에 대한 투자는 그린본드와 ESG 펀드 등 투자 수단이 다양해지면서 빠르게 증가하고 있다.

〈그림 1〉 임팩트자산 AUM



자료: GIIN

〈그림 2〉 투자 섹터별 임팩트자산 비중



자료: GIIN

투자 수단별로 살펴보면 2024년 사모 주식 41%, 사모 채권 21%로 사모 자산이 대부분을 차지하지만 공모 주식 12%, 공모 채권 9%로 공모 자산도 무시할 수 없는 수준인데 최근 공모 자산 확대와 채권에서 주식으로의 투자 수단 이동이 진행되고 있으며, 이는 공모 시장에서 ESG 관련 투자가 늘어난 전반적인 시장 흐름과 관련이 깊다. 재무적 기대수익률 측면에서는 위험 조정 시장이자율(risk-adjusted market rate of return)을 추구한다는 응답 비중이 2010년대 중반 50%대 중반에서 2025년 90% 수준으로 꾸준히 증가하여 상업적 관점에서 임팩트 자산을 바라보는 투자자가 지배적인 비중을 차지하게 되었다. 반면 사회적 가치 창출을 위하여 시장수익률보다 낮은 수익률을 수용하겠다는 응답은 2014년 23%, 2020년 18%, 2024년 15%로 완만히 감소하는 추세이다.

벤처투자종합포털이 제공하는 『벤처투자 공시시스템(DIVA)』 자료를 이용하여 점검한 결과 국내 임팩트투자 시장 규모는 빠르게 성장하고 있는 것으로 나타났다. 2004년 7개 임팩트펀드¹⁾가 1천억 원의 자산을 운용하고 있었으나 2012년 46개 펀드, 9,800억 원, 2024년 301개 펀드 6조 6,500억 원 등으로 빠르게 증가하였다. 이는 임팩트펀드가 전체 벤처펀드 중 펀드 수 기준 16%, 운용자산 기준 12%의 비중(2024년)을 차지하여 벤처펀드 시장의 의미 있는 한 축으로 자리 잡았다. 임팩트펀드의 기준수익률이 임팩트를 추구하지 않는 일반 펀드에 비하여 1%p 이상 낮게 설정되어 사회적 가치 추구를 위하여 재무적 수익률을 일정하게 포기할 수 있다는 임팩트펀드의 투자 지향을 확인할 수 있었다. 반면 투자 기간이 경과되어 해산된 펀드의 투자 성과를 비교한 결과 임팩트투자 펀드와 일반 펀드 간 별다

1) 펀드를 운용하는 창업투자회사의 홈페이지 또는 펀드의 투자 철학 및 소개 자료에서 사회적 가치, 환경, 소셜임팩트(social impact), 지속가능성 등에 대한 고려를 명시적으로 언급하거나, 투자 대상 선정 시 사회·환경 문제 해결과의 연계 프레임워크가 명확하게 제시된 경우, 또는 앞에서 제시된 기준이 명확하게 언급되지는 않았으나 간접적으로 추론할 수 있는 경우를 포괄하여 임팩트투자펀드로 정의하였다.

큰 차이가 존재하지 않는 것으로 나타났다.²⁾ 이는 임팩트투자가 ‘수익을 포기하는 투자’가 아니라 ‘기대수익 구조가 다른 투자’이며, 사회적 가치 지향은 목표 수익률과 투자 전략에는 반영되지만 투자 결과 실현된 재무적 성과의 차이로 바로 연결되지는 않음을 의미한다.

〈표 2〉 임팩트펀드 규모 추이

(단위: 개, 천억원)

연도	전체		일반펀드		임팩트펀드	
	펀드수	AUM	펀드수	AUM	펀드수	AUM
2004	101	13.3	94	12.3	7	1
2008	206	35.9	188	33.4	18	2.5
2012	297	73.6	251	63.8	46	9.8
2016	508	147.9	419	130.3	89	17.5
2020	990	313.7	825	278.2	165	35.6
2024	1,929	566.6	1,628	500	301	66.5

임팩트투자 시장 확대를 위한 과제

대체투자시장에서 임팩트투자가 차지하는 비중은 아직 매우 작다. 임팩트투자 시장이 본격적인 성장 단계로 도약하기 위해서는 전통적 금융시장의 자본 유입이 필요하며, 이를 위해 임팩트투자를 통해서도 시장 수익률 수준의 만족스러운 재무적 성과가 가능함을 실례로 보일 필요가 있다. 특히 상장·인수합병을 통한 성공적 투자회수 사례나 임팩트 유니콘의 등장이 늘어나면 성과 입증을 통한 투자자 설득이 가능할 것이다. 또한 잠재된 사회적 성과 요구를 실제 투자로 유도하려면 투자성과 평가지표에 사회적 성과 지표를 명시적으로 포함하고, 사회적 성과의 측정·보고를 표준화하며, 창출된 성과와 자산관리자 보상을 연동해야 한다. 이는 임팩트워싱(impact washing) 방지 및 신뢰성 확보와도 직결된다.

다음으로 사회적 가치를 창출하면서 경제적으로 지속 가능한 임팩트 기업, 특히 스타트업을 발굴·육성하는 체계적 프로그램과 단계별 성장 사다리가 필요하다. 소셜임팩트 전문 창업기획자(accelerator)에 대한 정책자금 및 민관 하이브리드 자금 지원을 확대하고, 창업 초기의 실효성 있는 컨설팅으로 성장 기반을 마련해야 한다. 초기 단계부터 사업기획·KPI 설정·시장 진입 등 핵심 과제 해결에 투자 대상 기업과 긴밀하게 협조하고, 규모 확장(scale-up) 단계에서 다양한 투자자와 투자 대상 기업을 연결하는 역량 있는 창업기획자의 육성이 특히 중요하다.

더하여 임팩트투자 생태계 확장을 위하여 펀드 출자 확대, 특히 유한책임투자자(LP)의 적극적 역할이 중요하다. 임팩트투자의 사회적 성과는 양(+)의 외부효과로 과소 공급될 수 있으므로, 정부·공공

2) 박창균·신현상·강창모·최승호, 2026 발간예정, 『임팩트투자 생태계 현황과 과제』, 자본시장연구원 조사보고서

이 마중물로서 정책자금을 조성해 참여하는 시장 조성이 큰 도움이 된다. 한국벤처투자·한국성장금융 등 공공 자금이 이미 LP로 참여하고 있으나 배분 규모 확대를 검토할 만하다. 현재 지분 취득에 한정된 벤처펀드에 일정 한도 내 용자·채권 인수 등 대안적 자금 공급을 허용하거나 임팩트투자 전문 기구 도입을 논의할 수 있다. 아울러 투자 분야·대상을 지나치게 제한하지 않으면서도 임팩트투자의 분명한 기준과 지향을 유지하는 장치를 마련하고, 신규 투자 주체의 참여를 돕는 정보 제공·역량 강화 네트워크를 강화해야 한다. 정책자금만으로는 한계가 있으므로 혼합금융처럼 민간자금과 역할을 분담하는 협업이 필수적이다. 고액 자산가의 참여 촉진을 위해 세제 지원 확대를 검토할 필요가 있는데, 사회적 가치의 외부효과를 감안하면 순수 재무적 벤처투자보다 더 많은 세제 혜택을 부여하는 것이 합리적이다. 이를 위해서는 임팩트 기업·펀드의 명확한 법적 정의가 전제되어야 하며, 벤처기업 인증과 유사한 제도, 비콕(B Corp) 인증 연계, 또는 미국 델라웨어 등에서 도입된 공익기업(PBC) 제도를 우리 현실에 맞게 수용하는 방안을 고려할 수 있다. 또한 2023년 기준 350조 원 규모 자산을 보유하고 임팩트투자 비중이 2% 수준에 불과한 공익법인에 주목할 필요가 있는데, 주식 보유 한도(5%)와 수익금의 고유목적사업 사용 규제 등이 이들 공익재단이 임팩트투자에 적극 참여하는데 걸림돌로 작용한다. 경제력 집중 방지라는 취지를 훼손하지 않는 범위에서 규제를 정비할 필요가 있으며, 관련 상속세 및 증여세법 개정안이 통과되면 공익법인이 중요한 자금 공급자로 부상할 수 있다. 기업의 임팩트투자를 ESG 평가에 반영하거나 탄소 감축량에 세제 혜택을 주는 유인책도 검토할 만하다.

임팩트 기업도 영리 기업으로 자생력을 갖춰야 하므로 과도한 지원보다 중소기업 일반 지원 정책에서 소외되지 않도록 배려하는 정도가 적절하다. 다만 생태계 인프라 지원은 필요하다. 임팩트 시장 정보의 생산·유통과 정책 수립을 지원하는 전담 조직 설립, 표준화된 임팩트 측정 도구와 데이터베이스 구축에 대한 정부 지원, 장기적 관점의 평가 기준 설정·공유 등이 요구된다.

결론

국내 임팩트투자는 생태계 구축 단계를 벗어나 규모 확장 국면으로 전환하고 있으나, 본격적 성장을 위해서는 자금 공급 미흡, 사회적 성과 측정 표준 미비, 회수 불확실성, 임팩트 스타트업 부족 등 구조적 어려움을 극복해야 한다. 그 근저에는 재무적 수익과 사회적 가치를 동시에 추구하는 더블보텀라인(double bottom line) 모델의 시장 기반이 아직 취약하고, 투자 회수까지의 시계가 일반 벤처투자보다 길다는 문제가 있다. 이를 극복하려면 임팩트 LP 풀의 확대·다양화, 정책 펀드 규모 확대, 세제 혜택, 연금·보험 등 장기 자본 유입 유도, 회수시장 강화, 공공·민간 협력 혼합금융 확대, 자금 공급 수단 다양화, 사회적 가치 측정의 객관성·투명성 확보, 다양한 임팩트 정의·측정을 정렬시키는 다중시스템(multi-layer system) 유도 등이 필요하며, 여기에 정부의 정책적 배려가 중요하다. 재무적 수익과 사회적 성과가 반드시 대립하지는 않으며, 투자 체계를 사려 깊게 설계하면 두 가치가 양립할 수

있음이 실증되고 있다. 이제 우리나라는 임팩트투자 생태계 토양 구축을 넘어 스케일업이 가능한 새로운 구조를 설계해야 하는 시점이다.

ZOOM
-IN국내 상장기업 유상증자 시장반응과
자본적지출 변화

유상증자는 대표적인 자기자본 조달 방식이지만 기존 주주의 지분가치를 희석시키는 특성으로 인해 일반적으로 부정적인 시장반응을 보인다. 그러나 유상증자로 조달한 자금이 설비 확충이나 성장 투자로 이어지는 경우 기업가치 제고에 대한 기대가 형성되면서 긍정적인 평가를 받을 수도 있다. 유상증자 방식에 따라 주가반응이 차별화되는데, 제3자배정은 긍정적, 주주배정과 일반공모는 대체로 부정적으로 평가되는 경향이 있다. 실제 국내 상장기업을 대상으로 한 분석에서도 제3자배정은 공시 이후 양호한 주가흐름을 보인 반면, 주주배정은 부정적인 반응을 나타냈다. 또한 유상증자 이후 자본적지출(CAPEX) 규모의 변화에서도 제3자배정에서는 공시 당시 긍정적인 주가반응을 보인 기업이 이후에도 상대적으로 높은 투자 수준을 유지한 반면, 주주배정과 일반공모에서는 이러한 관계가 뚜렷하게 나타나지 않았다. 이는 제3자배정 방식에서는 시장의 긍정적인 평가가 이후 실제 투자확대와 비교적 일치하며, 투자자들이 기업의 투자계획과 성장 가능성을 비교적 합리적으로 평가하고 있을 가능성을 시사한다.

□ 유상증자는 기업의 자금조달 수단으로 발행 대상에 따라 자금조달 목적과 특징이 상이

- 유상증자는 기업이 새로운 주식을 발행하여 자본금을 늘리는 대표적인 자기자본 조달 방식으로 시설투자 및 운영자금 확보, 재무구조 개선 등이 목적
- 발행 대상에 따라 주주배정과 제3자배정, 일반공모 등으로 구분되며, 자금조달 목적과 기존 주주의 권리 보호 수준, 전략적 투자자 유치 여부 등에서 차이가 존재¹⁾
 - 주주배정은 기존 주주에게 신주를 우선 배정하는 방식으로 기존 주주의 신주인수권을 보장하여 지분을 희석을 완화할 수 있는 특징
 - 제3자배정은 특정 투자자나 전략적 투자자에게 신주를 배정하는 방식으로 신속한 자금조달이 가능하지만 기존 주주의 지분을 희석과 특정 투자자의 영향력이 확대될 가능성 존재
 - 일반공모는 불특정 다수의 투자자를 대상으로 신주를 공모하는 방식으로 대규모 자금조달에 적합하지만 기존 주주의 지분을 희석 우려

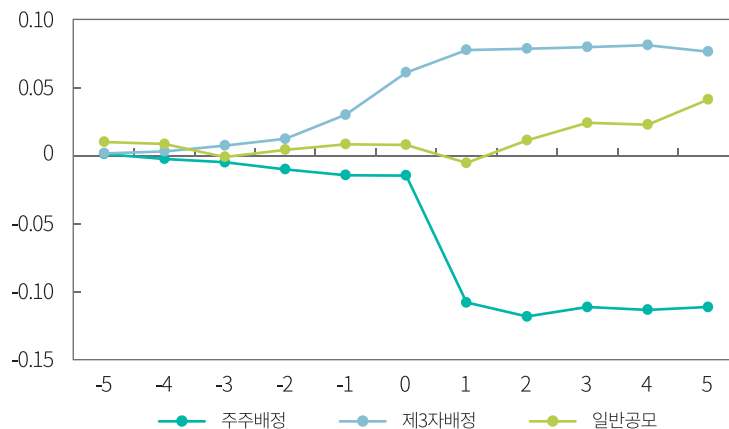
□ 유상증자에 대한 시장의 평가는 발행 방식에 따라 차별화되며, 실제 분석에서도 이러한 차이가 확인

- 기존 연구에 따르면 유상증자에 대한 시장반응은 발행 방식에 따라 다르게 나타나는 것으로 보고

1) Eckbo, E., Masulis, R., Norli, O., 2007, Security offerings, Handbook of corporate Finance: Empirical Corporate Finance.

- 주주배정 및 일반공모는 자본조달순위이론(pecking order theory)에 따라 기업의 외부자금 조달 필요성과 주가 고평가 가능성을 시사하는 신호로 인식되어 단기적으로 부정적인 시장 반응²⁾
 - 반면 제3자배정은 전략적 투자자의 참여와 기업가치에 대한 긍정적 신호로 해석되어 상대적으로 우호적인 시장반응을 보이는 경향³⁾
- 2020~2022년 유상증자를 실시한 국내 상장기업의 공시 후 누적초과수익률(CAR)을 살펴보면 발행 방식에 따라 뚜렷한 차이가 확인
- 주주배정 방식은 공시 이후 음(-)의 초과수익률을 기록하여 기존 연구에서 보고된 부정적인 시장반응과 일치
 - 제3자배정 방식은 평균적으로 양(+)의 초과수익률을 나타내 전략적 투자자 참여를 시장이 긍정적으로 평가한 기존 연구결과와 부합
- 이러한 시장의 초기 평가는 유상증자 이후 기업의 자금 활용과 경영성과에 대한 기대를 반영한 것으로, 실질적인 투자로 이어졌는지는 추가적인 분석이 필요

〈그림 1〉 유상증자 공시 주가 반응



주 : 1) 2020~2022년 유상증자 공시 기업 대상
2) 유상증자 결정 공시일 전후 5일의 누적초과수익률(CAR)

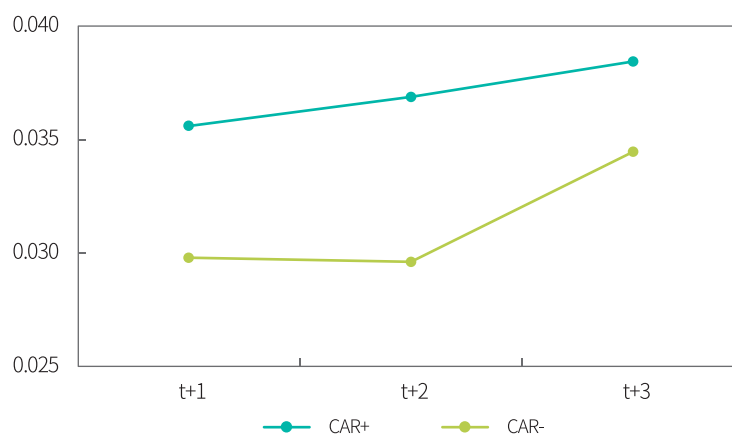
자료: Dataguide

□ 유상증자 공시 이후 실제 투자활동을 분석한 결과, 긍정적인 주가반응을 보였던 기업들은 지속적인 투자가 이루어진 것으로 확인

- 2) 삼성증권, 2022. 7. 11, 유상증자 이벤트와 이익 활용 전략; 장지영·이혜진·황성현, 2010, 주주배정 유상증자와 제3자 배정 유상증자 방식에 따른 기업특성과 자본시장의 반응, 『경영교육연구』 59, 83-105; 윤평식, 2016, 유상증자의 공시효과에 관한 재고찰, 『한국증권학회지』 45(2), 379-415.
- 3) Hertz, M., Smith, R. L., 1993, Market discounts and shareholder gains for placing equity privately, *The Journal of finance* 48(2), 459-485.; 임병권·이소림·윤평식, 2019, 제3자 배정 유상증자의 공시효과에 관한 연구, 『재무관리연구』 36(1), 151-178.

- 자본적지출(CAPEX)은 기업의 설비와 인프라 등 미래 성장을 위한 자산 투자 규모를 나타내는 대표적인 투자지표로 유상증자 자금의 실질적인 활용 여부에 대한 간접적인 파악이 가능
- 유상증자 결정 공시에 대한 시장의 초기 평가가 실제 투자활동으로 이어지는지를 확인하기 위해 공시 이후 3년간 CAPEX 변화를 추적
 - 유상증자 공시 이후 주가반응이 긍정적인 그룹과 부정적이었던 그룹을 구분하여 CAPEX 변화를 비교
- 유상증자 결정 공시 직후 주가가 상승한 기업의 경우 지속적으로 높은 투자강도를 유지
 - 유상증자 공시에 대한 긍정적인 주가반응을 나타낸 그룹은 공시 이후 CAPEX가 완만하게 증가
 - 이는 공시 직후 시장의 긍정적 평가가 투자활동과 비교적 일치하는 모습
- 반면, 주가가 하락한 기업들도 투자 수준은 상대적으로 낮지만 시간이 경과하면서 CAPEX가 증가

〈그림 2〉 유상증자 기업의 CAPEX 추이



주 : 1) 2020~2022년 유상증자 공시 기업 대상
 2) CAPEX는 자산규모 반영
 3) 상하위 1% winsorizing

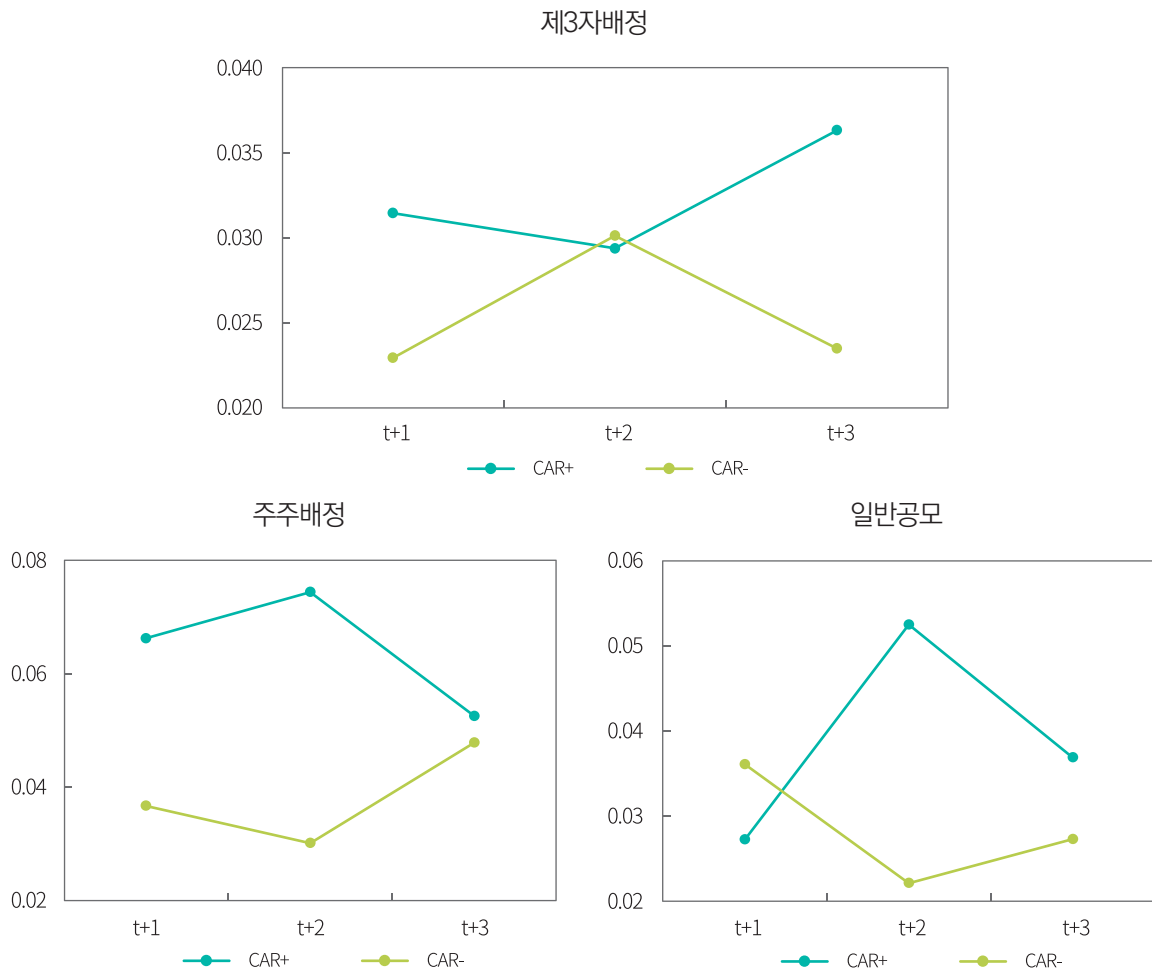
자료: Dataguide

□ 유상증자 발행 방식을 구분하여 추가적으로 분석한 결과, 방식별 투자 행태의 차별화

- 전체 표본에서는 주가반응과 관계없이 CAPEX가 증가하는 것으로 나타났으나 유상증자 방식을 구분하여 살펴보면 시장반응과 실제 투자활동 간의 관계는 방식별로 서로 다른 양상
- 제3자배정 방식의 경우 유상증자 공시에 따른 주가반응이 긍정적인 기업과 아닌 기업 간 차이가 뚜렷하게 나타남
 - 긍정적인 주가반응을 보였던 기업은 공시 이후 CAPEX가 2년차에 소폭 감소했지만 3년차에는 다시 증가한 반면, 부정적인 주가반응을 보인 기업은 2년차까지 증가한 이후 3년차에는 감소하여 두 그룹 간 격차가 확대

- 이는 제3자배정 유상증자 공시 당시 긍정적인 주가반응을 보인 기업에서 실제 투자활동이 지속되었음을 시사
- 반면, 주주배정과 일반공모의 경우 유상증자 공시 이후 시장반응과 이후 투자강도 간의 일관된 관계가 뚜렷하게 나타나지 않음
 - 긍정적인 주가반응을 보인 기업은 공시 이후에도 CAPEX 수준이 높게 유지되기는 하였으나 장기적으로는 감소했고 부정적인 주가반응을 보인 기업은 오히려 3년차에 CAPEX가 증가하는 것으로 나타나 시장의 초기 평가와 이후 투자활동 간에 일관되지 않은 결과
 - 이에 따라 일반공모와 주주배정에서는 제3자배정 방식과 달리 긍정적인 주가반응이 장기적인 장기적인 투자 강도로 이어지는 일관된 패턴이 확인되지 않음

〈그림 3〉 유상증자 방식에 따른 CAPEX 추이



주 : 1) 2020~2022년 유상증자 공시 기업 대상
 2) CAPEX는 자산규모 반영
 3) 상하위 1% winsorizing

자료: Dataguide

□ 유상증자 방식별 기업특성을 분석한 결과에서는 부채비율과 코스닥 상장기업 여부가 유상증자 방식 선택에 유의한 영향을 미치는 것으로 나타남

- 제3자배정을 기준으로 유상증자 방식별 기업 특성을 비교한 결과 다음과 같은 차이가 확인
- 부채비율이 높을수록 제3자배정보다 주주배정과 일반공모를 선택하는 경향이 나타났으며, 이는 재무구조 개선을 위해 기존 주주나 일반투자자를 대상으로 자금을 조달하려는 특성과 부합
 - 코스닥 상장기업은 유가증권시장 상장기업에 비해 주주배정 및 일반공모보다 제3자배정 방식을 활용하는 것으로 나타나 전략적 투자자 유치와 사업 협력을 고려한 결과일 가능성

〈표〉 유상증자 방식별 기업 특성

설명변수	추정계수
기업규모	-0.113
R&D	-0.021
유동성	0.001
부채비율	-0.001**
수익성	0.001
업력	0.003
코스닥	1.045***
연도더미	포함
산업더미	포함
N	530

주: 1) 유상증자 결정 공시 전년도 기준
 2) 제3자배정 여부를 종속변수로 한 이항로지스틱 회귀분석
 3) *, **, ***는 각각 10%, 5%, 1% 수준에서 통계적으로 유의함

□ 이와 같이 유상증자의 시장반응과 투자효과는 발행 방식 및 기업 특성에 따라 다르게 나타남

- 제3자배정은 주주배정이나 일반공모와 달리 공시 이후 긍정적인 주가반응을 보인 기업에서 이후 CAPEX도 상대적으로 높은 수준을 유지
- 이는 시장이 제3자배정을 전략적 투자자의 참여, 성장기회 확보, 투자계획 등에 대한 긍정적인 신호로 인식하였고 이러한 기대가 실제 투자활동으로 이어진 결과로 해석 가능
- 이러한 결과는 투자자들이 기업의 투자계획과 성장 가능성을 비교적 합리적으로 평가하고 있음을 시사

선임연구원 홍지연

ZOOM
-IN고난도 금융투자상품의 불완전 판매와
금융소비자보호

2019년 DLF 사태 이후 고난도 금융투자상품에 대한 판매규제가 강화되었음에도 2024년 홍콩 H지수 ELS 사태를 통해 불완전판매 관행이 다시 확인되었다. 이에 금융당국은 관련 법규를 정비하고 녹취·숙려제도 및 핵심 위험 정보 고지 강화를 추진하고 있다. 법원 역시 불완전판매 여부를 판단할 때 투자자의 연령, 투자 경험, 상품 이해도와 실제 설명 과정 등을 종합적으로 고려하였다. 향후 도입될 표준서식이 형식적 절차에 머무르지 않도록 금융회사의 실질적인 내부통제와 불완전판매를 초래하는 영업관행 개선이 필요하다.

□ 최근 자본시장에서 구조가 복잡하고 원금 손실 가능성이 큰 파생결합상품이 대중화되면서 금융소비자 보호의 새로운 위험요인으로 부상

— 2019년 해외 금리 연계 파생결합펀드(DLF) 사태 이후 ‘고위험 금융상품 투자자 보호 강화를 위한 종합 개선방안’¹⁾ 등을 통해 고난도 금융투자상품 판매규제가 강화되었음에도, 2024년 홍콩 H지수 연계 주가연계증권(ELS) 대규모 원금 손실 사태가 발생

〈표〉 DLF 사태와 홍콩 H지수 ELS 사태 비교

항목	2019년 DLF 사태	2024년 홍콩 H지수 ELS 사태
상품 성격	해외금리에 연계되어 수익률이 결정되는 파생결합증권(DLF)	홍콩 H지수 등 주가지수 연계 파생결합증권(ELS)
확인 규모	투자자 3,243명 판매액 7,950억원 총 손실액 4,468억원	2023년 말 판매잔액 18.8조원 은행판매 15.4조원(81.9%) 2025년 2월 기준 손실확정 계좌 17만건 원금 10.4조원 중 손실액 4.6조원
판매채널	은행, 증권사	은행 중심, 특히 지점 대면판매 비중 높음
문제점	적합성·설명무위 위반, 불완전 판매	예·적금 창구 미분리, 투자성향 시스템 왜곡, 판매실적 중심 관행, 위험 과소설명, 대면권유 후 비대면 계약 유도
후속 조치	금융소비자보호법 제정 고난도 금융투자상품 규제 도입	거점점포 제한 판매, 설명순서 개선, 6개 필수정보 모두 고려, 부당권유행위 유형 추가, 부정적 판단보고서 양식 개선

자료: 금융위원회·금융감독원 보도자료를 바탕으로 작성

1) 금융위원회·금융감독원, 2025. 2, 홍콩 H지수 ELS 현황 및 대책.

□ ‘고난도 금융투자상품’은 DLF 사태 재발방지를 위해 구조가 복잡하고 위험성이 높은 상품을 별도로 분류하여 차등 규제를 적용하기 위해 도입된 개념

- 금융위원회가 정하여 고시하는 방법으로 산정한 최대 원금 손실 가능 금액이 투자 원금의 100분의 20을 초과하는 금융투자상품으로 정의(자본시장법 시행령 제2조 제7호, 금융투자업 규정 제1-2조의4)²⁾하여 상품명이나 판매형태보다 ‘복잡성’과 ‘최대손실 가능성’을 함께 고려
 - 거래소 시장이나 해외 증권·파생상품 시장에 상장되어 일반투자자가 해당 시장에서 직접 매매하는 경우를 제외한 파생결합증권과 파생상품
 - 집합투자증권 중에서 운용자산의 가격결정의 방식, 손익의 구조 및 그에 따른 위험을 투자자가 이해하기 어렵다고 인정되는 것으로서 금융위원회가 고시하는 집합투자증권
 - 파생결합증권, 파생상품, 또는 고난도 펀드를 자산의 100분의 20을 초과하여 편입한 신탁계약 및 투자일임계약이 이에 해당하며 단, 전문금융소비자만을 대상으로 발행되는 상품은 고난도 규제 범위에서 제외(자본시장법 시행령 제2조 제8호, 제9호)
- 개인 일반투자자와 고난도 금융투자상품, 고난도 투자일임계약, 고난도 금전신탁계약을 체결할 때에는 반드시 계약 전 판매 과정 전체를 녹취(자본시장법 시행령 제68조 제5항 제2의2호, 제2의3호)
 - 투자자가 녹취 파일을 열람 또는 제공을 청구할 경우 지체 없이 교부 및 보관 의무
 - 청약의 효력 발생 전에 2영업일 이상의 숙려기간을 보장
 - 숙려기간 동안 투자자는 청약을 철회할 수 있으며, 금융회사는 해당 상품의 구조, 원금 손실 가능성 및 최대 원금 손실 위험액을 문서나 구두 등으로 재고지
 - 숙려기간 경과 후 투자자가 서명, 기명날인, 녹취, 이메일 등의 수단을 통하여 청약을 자발적으로 확정하겠다는 명시적인 승낙 표시를 전달하지 않는 경우 해당 청약은 전산상으로 자동 철회 및 취소 처리

□ 금융소비자보호법에서는 금융상품 판매 시 반드시 준수해야 하는 6대 원칙, 즉 적합성·적정성 원칙, 설명의무, 불공정영업행위 금지, 부당권유행위 금지, 광고 규제를 확립

- 이 중 고난도 금융투자상품 판매에서 특히 엄격하게 준수 의무가 부과되는 것은 적합성 원칙과 설명의무(금융소비자보호법 제17조, 제19조)
 - 금융회사는 금융소비자의 자산 상황, 연령, 투자 경험, 상품 이해 능력 등을 파악하여 부적합한 상품 권유를 전면 금지
 - 설명의무 위반으로 인한 법적 분쟁 시 고의 및 과실이 없음을 금융회사가 입증하도록 하여 소비자의 입증 부담을 완화
- 적합성 평가와 설명 절차의 실효성을 높이기 위해 금융소비자보호법 시행령과 감독규정의 개정을 추진

2) 2021년 2월 자본시장법 시행령과 동년 4월 금융투자업규정의 개정을 거쳐 2021년 5월 10일부터 정식으로 고난도 금융투자상품 판매 규제 체계가 도입되어 시행

- 손실감수능력 판단에 사용되는 6개 필수확인정보(거래목적, 재산상황, 투자성상품 취득·처분 경험, 상품이해도, 위험에 대한 태도, 연령)를 '종합 고려'하는 수준을 넘어 '모두 고려'하도록 강화하고, 적합성 평가 단계부터 전 과정을 녹취 영역으로 확대하여 판매 규제를 우회할 가능성을 차단³⁾
- 고난도 금융투자상품 설명방식 자체를 변경하여 핵심(요약)설명서 최상단에 고난도 상품과 적합하지 않은 소비자 유형, 손실가능성 등 위험, 손실발생 사례를 우선적으로 기재·설명
- 적합성·적정성 평가 과정에서 특정 답변을 유도하는 행위, 대면 투자 권유 후 비대면 계약을 권유하는 행위, 금융회사가 대리 가입하는 행위를 부당권유행위로 신설해 금지

□ 금융위원회와 금융감독원도 '고난도 금융투자상품 등 판매 개선 방안'등 고강도 재발 방지 대책을 마련하고 금융투자업규정과 표준투자권유준칙 및 고난도 금융투자상품 제조 및 판매에 관한 표준영업행위준칙에 반영⁴⁾

- 금융투자협회가 제·개정하는 표준투자권유준칙 및 고난도 금융투자상품 제조 및 판매에 관한 표준영업행위준칙은 업계에서 가장 직접적으로 이행되는 행동 가이드라인
 - 고난도 금융투자상품 투자권유 시 점수화 방식과 추출 방식을 병행하고, 투자자금 성향 정보 중 손실감내수준을 세분화하여 파악
 - 고난도 금융투자상품 판매과정의 녹취시점을 투자자정보확인서를 작성하는 시점부터 계약을 체결하기까지의 전 과정으로 확대
- 설명의무 확인 및 주요내용 확인서 상에 행동편향 유의 문구 추가, 투자상품 설명의무 이행시 전문용어보다는 쉬운 용어를 사용하여 설명하도록 반영
 - 고려 투자자가 숙려기간 중에 가족 등과 상품의 내용, 계약의 필요성을 함께 숙고할 수 있도록 지정인 확인 서비스 도입
 - 상품의 위험성, 역대 손실 사례, 상품구조를 정확히 이해할 수 있도록 동영상 자료를 제작하여 숙려기간 중 제공하고, 창구설명시 보조적으로 활용할 것을 권장
- 고난도 금융투자상품의 기획·제조 단계부터 판매, 그리고 사후 관리까지 상품의 전 생애주기에 걸쳐 금융회사가 준수해야 할 내부통제 기준 마련
 - 상품 개발 시 해당 상품의 구조와 위험 시나리오 분석을 바탕으로, 적합한 잠재적 목표 고객군을 사전에 구체적으로 정의
 - 판매회사는 제조회사가 설정한 목표시장 범위 내에서 적합한 투자자에게 상품을 판매하고, 제조·판매회사 간 상품 정보를 교환할 수 있는 체계 구축 및 주기적 분석·점검

3) 금융감독원, 2025. 7. 14, 고난도 금투상품 불완전판매 예방을 위한 금융소비자보호법 시행령, 감독규정 개정 추진, 보도자료.

4) 금융위원회·금융감독원, 2025. 2. 27, 고난도 금융투자상품에 '적합한' 소비자가 제대로 이해하고 계약하는 판매환경을 만들겠습니다, 보도자료.

□ 홍콩 H지수 ELS 사태에서 드러난 문제점과 불완전판매에 대한 법원의 판단

- 금융소비자보호법과 고난도 금융투자상품 규제 시행 이후에도 2024년 홍콩 H지수 ELS 사태에서 대규모 불완전판매 정황이 확인
 - 이는 규제의 부재보다 판매 현장에서 수익성만을 강조하고 투자위험을 축소하는 관행적 영업 관행에서 비롯된 문제
- 예·적금과 고난도 상품이 충분히 분리되지 않은 상황에서 별도의 투자자문 없이 판매 직원 권유와 유도에 의존하는 측면이 다수 발생
 - 손실 감내 수준이 낮은 투자성향을 가진 투자자에게 가입을 유도하기 위해, 정형화된 성향분석 답변을 임의로 유도하거나 투자성향을 위험중립형 이상의 고위험 투자성향으로 일괄 상향 조정
 - 고령 및 취약 고객에게 대면 권유를 진행한 후, 대면 가입시 부여되는 녹취의무와 설명의무를 회피하기 위해 고객의 스마트폰을 직접 조작하여 비대면 온라인 계약으로 가장해 처리하는 편법 행위가 다수 적발
 - 실현 불가능에 가까운 기대수익률을 과도하게 과장하고, 원금 손실 가능성이나 노크인(Knock-in) 조건 등 핵심 위험 요인은 고의적으로 누락·축소하여 설명
 - 녹취와 숙려제도를 형식적으로 이행하는데 그치고, 소비자가 복잡한 손익구조와 실제 위험을 충분히 이해하였는지 미점검
 - 일부 서류를 직원이 대신 작성하는 등의 절차상 문제가 있음에도 고객이 직접 기재한 투자정보확인서와 과거 유사·반복투자의 경험과 수익 경험을 근거로 위험을 충분히 이해한 합리적 투자자로 일괄 판단
- 2025년 6월 피해자 17명이 6개 금융회사를 상대로 36억원의 투자금 반환 등을 청구하는 소송을 제기하였고⁵⁾, 2026년 1월 16일 서울중앙지방법원 제22민사부는 홍콩H지수 ELS 투자자가 은행을 상대로 제기한 10억원 규모 손해배청구를 기각⁶⁾
 - 재판부는 투자자가 자필 서명하고 상품설명서 수취 사실을 객관적으로 명기한 경우, 가입 과정의 절차적 미비만으로 은행의 불완전판매 책임을 인정하기 어렵다고 판단
 - 확립된 대법원 판례(대법원 2018. 7. 20. 선고 2016다35352 판결 등)⁷⁾를 바탕으로, 판매자의 설명의무 수준은 투자자의 연령, 과거 금융투자상품 가입 경력, 정보 이해 수준을 종합 고려하여 차등 평가해야 함을 명시
 - 투자자가 가입 서류를 직접 작성·서명하고, 사본 및 핵심 요약 문안을 모바일 메시지를 통해 전달받았으며, 영업점에 최소 1시간 이상 체류하며 상담받은 전산 로그 기록은 설명의무를 이행한 근거로 판단

5) 아시아경제, 2025. 6. 25, "나라 안 망하면 안전하다더니"...36억 집단소송 나선 홍콩 ELS 피해자들.

6) 중앙일보, 2026. 1. 27, ELS 폭락 사태 새 국면...금감원, 은행 때렸는데 법원은 "투자자도 책임".

7) 금융투자업자의 자본시장법상 설명의무 위반 및 적합성 원칙과 관련한 판례로, 금융투자상품 판매 시 적합성 원칙의 적용 기준과 설명의무의 구체적 이행 범위를 명확히 한 사례

- 과거 동종 유사 주가연계 결합 상품에 13차례 가입한 경험을 해당 상품의 조기상환 구조와 원금 손실 위험을 충분히 이해할 수 있는지를 판단하는 주요 지표로 고려

□ 최근 금융당국은 고난도 금융투자상품에 대해 업계 공통의 ‘표준서식’을 도입하는 방안을 내부적으로 검토⁸⁾

- 금융위원회는 금융소비자 보호에 관한 감독규정을 개정하는 과정에서 은행권 고난도 금융투자상품 서식 표준화 필요성이 제기됨에 따라 구체적인 방안을 연구
 - 현재 은행권에는 고난도 금융투자상품 판매와 관련해 자율규제나 업권 차원의 통일된 기준 없이 금융투자협회가 마련한 표준서식을 준용하고 있고, 일부 은행은 일반 금융투자상품에 대한 표준투자권유준칙을 따르며 고난도 상품에 대해 청약철회신청서 등 일부 서류만 추가해 판매하는 실정
- 홍콩 H지수 ELS 불완전판매 사태를 계기로 신탁이나 일임 형태로 고난도 금융투자상품을 판매하는 은행에도 투자위험을 충분히 고지하도록 설명의무를 강화할 필요성이 커짐
 - 발생 가능한 불이익을 설명서 상단에 명확히 기재하도록 하는 대상을 기존 고난도 금융투자상품뿐 아니라 고난도 금전신탁계약과 고난도 투자일임계약까지 확대하는 방안이 추진
- 표준서식은 모호한 투자 가이드라인을 정비하고 금융소비자가 상품 위험을 직관적으로 이해하도록 돕는 명확한 기준이 될 수 있으나, 다만 표준서식이 형식적인 확인 절차에 머무르지 않도록 판매 과정과 결과에 대한 사후점검 병행 필요
 - 고난도 금융투자상품 규제의 성패는 녹취·숙려제도나 표준서식의 도입 자체보다 투자자의 실질적인 이해를 확인하고 부적합한 판매를 차단하는 내부통제와 영업문화가 현장에서 제대로 작동하는지가 관건

선임연구원 신경희

8) 금융위원회, 2026. 4. 1, 제6차 금융위원회 의사록; 헤럴드경제, 2026. 6. 9, “불완전판매 방지” 고난도 금투상품 판매서식 표준화 검토.