

OPINION

선임연구위원
송홍선

2050 탄소중립을 위한 자본시장의 변화와 발전 과제*

파리협정이 기후금융의 중요성을 강조함에도 불구하고 기후금융의 성장속도나 자본시장 인프라 개선 속도, 금융회사의 탄소중립 준비정도는 아직 빠르지 않은 것으로 판단된다. 금융부문은 포트폴리오 넷제로(Net Zero)를 통해 산업의 탄소중립을 견인하는 고유의 금융자원배분기능이 있는 만큼, 탄소중립에 따른 기회와 위험을 관리하고 경계 짓는 핵심적인 역할을 수행할 수 있다. 특히, 자본시장을 통한 기후금융의 탄소배출 감축 효율성이 주목받고 있는 바, 자본시장은 기후위험의 장기적이고 복합적 성격을 가치평가와 성과평가, 나아가 보상체계에 통합하여 기후금융의 활성화를 지원할 필요가 있다. 또한 질적 지표인 ESG를 고려하는 과정에서 자본시장의 투명성과 신뢰가 훼손되지 않도록 녹색분류체계, 평가체계, 방법론, 평가기관 등 자본시장 인프라에 대해서는 규제 감독의 강화가 바람직해 보인다. 자본시장이 배출권거래로 확장되는 글로벌 흐름으로 볼 때 현·선물거래를 겸비한 배출권시장으로 발전할 경우 자본시장 입장에서는 탄소가격 지표의 활용으로 질적 지표 중심의 ESG 평가 약점을 보완할 수 있을 것으로 보이며, 산업계에는 탄소 감축 비용의 예측 가능성과 감축 옵션 선택의 효율성 제고에 기여할 수 있을 것이다. 그런데 이 같은 자본시장의 변화가 산업의 탄소중립을 실질적으로 견인하기 위해서는 국내 금융투자업자들이 해외처럼 포트폴리오 넷제로 선언을 적극적으로 검토할 필요가 있다. 포트폴리오 넷제로를 탄소중립으로 인한 규제비용으로 인식하는 시각에서 벗어나 저탄소분야로 부가가치가 이동하는 글로벌 자산시장 흐름을 따라 자산배분의 대전환을 준비하는 동시에, 그린워싱(green washing)으로부터 투자자를 보호하는 자본시장의 발전전략이자 투자자보호 장치로 바라보는 인식의 전환이 필요한 때이다.

탄소중립을 위해서는 산업으로 금융자원의 배분을 결정하는 금융부문의 역할이 중요함에도, 금융부문의 기후위기 대응은 다른 산업부문에 비해 적극적이지 않은 것 같다. 본 고에서는 탄소중립에서 금융부문, 특히 자본시장의 중요성을 강조하고, 탄소중립을 위한 자본시장 발전 과제에 대해 살펴보기로 한다.

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

파리협정에서 기후금융의 위치

탄소중립에서 금융부문이 중요한 이유는 기후금융의 공급주체이기 때문이다. 잘 알려져 있지는 않지만 2015년 파리협정 원문에는 기후금융의 중요성을 유독 강조하고 있다. 파리협정의 목적 조항인 제 2조를 보면 ‘기후위기에 대한 지구적 대응능력 강화’가 파리협정의 합의목적임을 명시하고, 그 목적 달성의 일환으로 세 가지 중간목표¹⁾에 합의했는데, 그 중에 하나가 기후금융 활성화이다. 경제 내에서 투자, 대출, 출연 등을 통해 다른 산업부문의 탄소중립을 견인하는 금융부문의 고유 기능을 기후위기 대응에 효과적으로 활용할 수 있도록 기후금융시스템을 활성화하는 것을 기후위기 대응능력 강화의 핵심 요소로 인식하고 있다고 해석할 수 있다.

그런데 파리협정 이후 각국마다 감축목표를 선언하는 등 어느 정도 시간이 흘렀지만 기후금융의 현실은 2050 탄소중립에 필요한 기후금융 수요에는 크게 미치지 못하고 있다. CPI(2021)²⁾에 따르면 2020년 전세계 기후금융 조달(투자)액은 6,320억 달러로 추정된다. 파리협정 이전인 2014년 3,650억 달러에 비하면 73%나 증가했지만, IEA(2021)³⁾에서 2050 탄소중립을 위해 요구하는 기후금융 규모에 비하면 턱 없이 부족하다. IEA는 산업화 이전 대비 1.5°C 이내 온도 상승 억제를 가정하고 2030년까지 에너지 전환에 필요한 기후금융수요를 전 세계적으로 연간 5조 달러, 2040년부터 2050년까지는 연간 6조 달러로 추정하고 있다. 산술적으로는 2050 탄소중립을 위해 재정을 포함하여 금융시스템이 감당해야 할 기후금융 규모는 단기간에 8배 이상 확대되어야 하는 도전에 직면해 있는 것이다.

기후금융에서 자본시장의 중요성

탄소중립을 위한 기후금융의 도전적 과제는 단순히 양적 동원 능력의 확충에 한정되지 않는다. 어떤 기후금융이 탄소중립에 효율적인 시스템인가에 대한 근본적인 방향성에도 물음을 던진다. 관련하여 현재의 기후금융 통계는 시사하는 바가 있다. CPI(2021) 통계는 명시적으로 은행과 자본시장 조달로 기후금융을 분류하지는 않지만, 각각을 추정해볼 수는 있다.⁴⁾ 2020년 6,320억 달러 기후금융 조달액 중에서 자본시장 조달로 분류할 수 있는 직접 지분, 프로젝트 지분, 시장금리부 채무 등을 합치면 총 4,510억 달러로 전체의 71%에 이른다. 나머지는 무상기여 340억 달러(전체의 5%)와 대출 성격의 직접 채무와 정책대출(정책금리부 채무)을 합쳐 1,470억 달러(전체의 24%)로 구성되어 있다. 기후금

1) 첫째가 지구 온도 상승 저지이고 둘째가 기후재앙 회피를 위한 기후변화 적응(adaptation) 동참이며, 세 번째가 기후금융의 활성화(Making finance flows consistent with a pathway towards low greenhouse gas emissions and climate-resilient development)이다.

2) CPI, 2021, *Global Landscape of Climate Finance 2021*.

3) IEA, 2021, *Net Zero by 2050: A Roadmap for the Global Energy System*.

4) UNFCCC의 기후금융 분류에 따르면 기후금융이란 온실가스 감축과 온실가스의 부정적 영향 감소를 목적으로 조달하는 금융으로 CPI(Climate Policy Initiative)는 무상기여(Grants), 프로젝트 부채(Project-level debt), 프로젝트 지분(Project-level equity), 직접 부채, 직접 지분 등으로 분류할 수 있다.

용 관련 딜(deal)이 탈탄소, 신재생 등 혁신투자와 관련되어 있어 자본시장 조달이 많은 비중을 차지하는 것으로 해석된다. 다만, 유의점은 기후금융의 절반 이상(51%)이 공적 기후금융으로 조달된 점이다. 자본시장 조달이든 대출 조달이든 거의 절반이 공적 금융기관을 통해서 조달된 것이다. 투자 불확실성으로 민간의 자발적인 투자를 유도하기 힘든 기후금융 프로젝트의 특성을 반영하는 것으로 파리협정에서 공적 기후금융의 중요성과 마중물 효과를 강조하는 맥락과 상통한다.

기후금융에서 자본시장의 중요성과 관련하여, 최근 학술연구에서 흥미 있는 한 가지 발견은 자본시장 조달이 은행 조달보다 이산화탄소 감축에 효과적이라는 연구 결과이다. ECB(2019a)와 ECB(2019b)⁵⁾는 1990년대부터 최근까지 48개 국가를 대상으로 한 실증분석을 통해 자본시장((민간 신용+시가총액) 대비 시가총액 비중)이 발전할수록 일인당 탄소배출량은 줄어든다는 결과를 제시하고 있다. 구체적으로 자본시장 비중이 1%p 높아지면 일인당 탄소배출량은 0.024 metric tonne이 줄어드는 것으로 추정되고 있다. 이 같은 실증결과는 앞서 언급한 대로 기후금융 프로젝트의 혁신성과 관련이 있다. 혁신자금조달에서는 자본시장 조달이 보다 효율적이며, 현실에서도 자본시장이 발전한 나라에서 녹색특허가 많이 출원되는 것으로 확인되고 있다.

결국, 글로벌 경제에서 탄소중립 선언을 통한 저탄소경제로의 이행 압력이 커질수록 기후금융에서 자본시장의 활용도는 점점 강조될 것으로 보인다. 금융시스템적으로는 저탄소경제로 전환하는 과정이 지금까지의 은행 중심 시스템에서 자본시장의 균형적이고 선도적인 발전을 가속화하는 금융 다이내믹으로 작용할 것으로 보인다.

기후금융으로 인한 자본시장의 변화

기후금융은 다른 한편으로 자본시장의 체질 변화를 요구할 것이다. 기후금융이 자본시장에 미치는 변화는 기후위험의 속성과 전통 자본시장 속성 간의 조화가능성과 관련된 것이나 두 속성은 상당히 이질적인 것으로 보인다. 금융안정위원회(FSB) 분석처럼 전환위험(transition risk)과 재난위험(physical risk)을 함께 갖는 기후위험은 복잡성, 장기지속성, 분산불가능성(특히 재난위험)을 속성으로 하는 반면 전통적 자본시장은 재무중심, 분산가능성, 단기주의 속성을 가지고 있다. 기후금융과 자본시장의 조화를 위해서는 기후금융 속성을 기존 자본시장 패러다임에 통합할 필요가 있으며, 이 과정에서 시간불일치 문제와 가치평가체계의 변화가 나타날 것으로 보인다.

장기 시계의 기후금융과 단기주의의 자본시장 가치평가 간 시간불일치 문제는 ESG를 계기로 이미 제도 개선이 진행 중에 있다. 다만, 기후위험 요소는 ESG 중에도 초장기의 속성을 가지고 있다는 점에

5) ECB, 2019a, *Finance and Decarbonization: Why Equity Markets Do It Better*.
ECB, 2019b, *Finance and Carbon Emissions*.

서 기존의 가치평가와 투자성과평가의 단기주의⁶⁾와 상충이 클 수 있다. ESG를 계기로 ESG를 가치평가 체계에 통합하고 기관투자자의 수탁자책임에 반영하는 글로벌 흐름은 긍정적이다. 다만, 시간불일치 문제의 보다 진전된 해소를 위해서는 ESG를 하나의 투자전략으로 좁게 이해하는 시각에서 벗어나 금융회사 전반의 성과평가와 보상체계에 일관되게 반영할 필요가 있다. 특히, 기후위기 관련 규제흐름이 강조될수록, 후술하는 포트폴리오 넷제로가 중요한 금융회사의 최적화 제약요인으로 작용할 것으로 예상되는 만큼, ESG를 가치평가, 성과평가, 보상체계에 반영하려는 움직임은 커질 것이며, 그렇게 될 때 기후금융과 자본시장의 시간불일치 문제는 완화될 수 있을 것이다.

ESG의 가치평가 통합과 관련하여 가장 큰 애로는 평가의 투명성이다. 기존의 재무중심 가치평가는 매우 투명하고 객관적이며 독립적이었다. 데이터가 모든 것을 말해준다. 그러나 ESG는 기본적으로 질적지표이다. 투명성과 객관성이 생명인 가치평가에 질적 지표를 반영하는 과정은 그 자체가 잘 설계되지 않을 경우 자본시장의 투명성을 오히려 해칠 수 있다. 더구나, 기후위험을 통합한 가치평가는 경제에서 고탄소부문을 좌초자산화(strained asset)하고, 저탄소부문의 그린프리미엄을 가치화하는 등 경쟁과 산업의 지형을 변화시킬 가능성이 높다. 이런 점에서 ESG 통합은 자본시장에 커다란 도전이다. 때문에 ESG 가치평가 시대에는 재무중심 가치평가 때보다 엄정한 감독자의 역할이 중요하다. 가치평가 프로세스와 방법론의 객관성과 전문성, 투명성, 그리고 가치평가기관에 대한 금융규제가 지금까지와는 다른 차원에서 요구될 수 있는 것이다. 유럽의 ESG 인덱스에 대한 감독규제나, MSCI 등 ESG 평가기관의 금융회사 등록, 평가 프로세스와 방법론에 대한 공개, 녹색분류(taxonomy)에 기반한 녹색채권기준, 녹색투자상품 인증 등과 같은 자본시장 평가 인프라에 대한 근년의 강화된 규제는 ESG를 통합하면서도 자본시장의 투명성과 신뢰를 제고하기 위한 변화로 이해된다.

마지막으로 기후금융에 따른 자본시장의 체질 변화이자 자본시장이 기후금융에 기여하는 가장 적극적인 고유 분야가 있다면 배출권시장이다. 배출권은 재산적 가치가 있는 무체의 투자자산으로서, 에너지시장과 연계되어 가치와 수급이 결정되는 것이 해외의 일반적 현상이다. 배출권 할당 대상기업 간의 좁은 거래시장으로는 가격발전기능이 제대로 작동할 수 없고, 배출권의 미래 제출을 위해 현재 거래를 하는 거래구조상 현·선물시장이 겸비된 자산시장으로 발전할 때 탄소가격이 제대로 발견될 수 있다. 현·선물시장을 통해 가격 효율성이 담보된 탄소가격은 무엇보다 탄소감축비용의 예측 가능성을 높임으로써 국가적으로나 기업차원에서 가장 효율적인 감축전략 수립을 가능하게 할 것이며, 기후금융 관련하여서도 객관적인 탄소가격이 존재함에 따라 양적 지표를 이용한 ESG 평가를 가능하게 하며 자본시장의 투명성과 신뢰에도 긍정적으로 기능할 것이다.

6) 세계은행에 따르면 투자자의 평균 주식보유기간은 한국이 9개월, 미국이 11개월, 독일 18개월, 캐나다 21개월이다.

금융부문의 대응: 넷제로(Net Zero) 선언

국가 단위 탄소중립과 기업 단위 탄소중립은 목표와 범위, 전략 등에서 단순비교가 어렵지만, 상호 보완적인 것은 틀림없다. 그리고 기업 단위 탄소중립은 기업의 ESG 경영 적극성에 따라 달라질 뿐만 아니라, 금융자원 배분권으로 기업부문의 탄소중립을 견인할 수 있는 금융부문의 탄소중립 의지도 매우 중요한 변수가 된다. 기후금융의 역할과 기여에 대해 파리협정이 강조하고 있고, 기후금융을 위한 공적금융의 통제가능성과 민관합동 기후금융의 중요성 등을 고려할 때, 금융부문을 통한 산업부문의 탄소중립 유도 노력은 글로벌 차원에서 점점 강조될 것이다. 그리고 그 구체적인 정책은 금융부문의 넷제로 선언과 이행전략으로서 녹색금융의 체계화가 될 것이다.

넷제로는 금융회사가 탄소중립을 선언하는 것으로, 국가 탄소중립이나 기업 탄소중립과 달리, 본인의 금융활동에 따른 결과로 보유한 자산포트폴리오의 배출량에 대한 감축목표를 설정하는 것이 핵심이다. 파리협정에서 강조한 탄소중립에서 기후금융의 고유기능이란 금융회사의 대출 혹은 투자기업의 탄소배출(외부배출, scope 3)의 감축을 견인하는 것과 일맥상통한다. 때문에 기후금융에 적극적인 금융회사라면 포트폴리오 넷제로를 선언하고 그 로드맵과 이행전략, 수단을 제시할 필요가 있다. 이 과정에서 녹색금융은 중요한 이행수단이 될 것이다. 금융부문 중에서는 투자와 투자 철회, 배제, 주주관여 등 보다 다양한 이행수단을 가진 금융투자업의 넷제로 선언이 자본시장을 통한 기후금융 수요 확대와 함께 점차 강조될 것으로 보인다.

글로벌 통계를 보면 금융회사의 넷제로 선언은 빠르게 확산되고 있다. 넷제로 선언을 위한 전단계 격이자 글로벌 규제로 발전하고 있는 TCFD 지지를 선언한 글로벌 금융회사(상업은행, 투자은행, 자산운용사, 연기금)는 2020년 기준 1,069개, 보유자산 194조 달러에 이른다. 그런데 지지 이후 기후위험 공시율(공시 금융회사/지지선언 금융회사) 통계를 보면 금융부문이 다른 산업 부문에 비해 탄소중립에 적극적이라고 평가할 수는 없다. 2020년 기준 금융회사의 공시율은 28%로 에너지산업 36%, 소재 38%, 식품 30%에 비해 낮은 수준이다. 더구나, 넷제로 선언과 밀접한 관련이 있는 수치목표 설정에 대한 공시를 보면 다른 산업에 비해 더 소극적인 모습이다(표 1) 참조).

〈표 1〉 금융업의 기후위험 TCFD 공시 현황

	금융업	에너지산업	소재산업	식품산업
기후위험 지표	35	44	58	48
배출량	27	36	52	39
탄소중립목표	22	41	43	41

주 : 산업별 TCFD 정보공시 비율(%)

자료: TCFD, 2021 Status Report

긍정적인 것은 지난 글래스고 COP26을 계기로 금융회사들의 넷제로 움직임이 보다 가속화하는 모습이다. 은행(투자은행 포함), 자산운용, 연기금 등 금융부문별로 탄소중립을 위한 글로벌 네트워크를 결성하여 공동으로 넷제로 전략을 택하는 흐름이 UN 주도로 빠르게 가시화하고 있다. 은행은 NZBA(Net-Zero Banking Alliance)을 결성하고 2050년까지 포트폴리오의 넷제로를 선언하였다. 글로벌 은행 자산의 43%(66조 달러)에 해당하는 전세계 98개 은행들이 참여하고 있으며 현재 넷제로 선언을 준비하고 있다. 골드만삭스, 모건스탠리, BOA 등이 모두 참여하고 있으며 우리나라도 4개 국내 은행(기업은행, 전북은행, 신한은행, KB)이 참여하고 있다. 이 중에서 KB는 2021년 넷제로를 선언했다. 연기금 등 자산소유자도 NZAOA(Net-Zero Asset Owner Alliance)를 결성했다. 연기금들은 넷제로를 수탁자책임의 일환으로 보고 2050년까지 포트폴리오 넷제로를 달성하겠다는 것이다. 전세계 43개 자산소유자들이 참여하고 있으며 캘퍼스, 호주 퇴직연금 CBUS 등 글로벌 연기금이 참여하고 있다. 자산운용회사도 NGAM(Net Zero Asset Managers initiative)을 결성했다. 2050년까지 넷제로를 달성하는 투자포트폴리오를 구성하겠다는 것으로 최초 결성 43개 자산운용사(AUM 11.9조 달러)들은 2035년까지 포트폴리오의 35%를 넷제로 포트폴리오로 구성하겠다고 선언하고 있다.

국내 금융투자업 시사점

국내 금융투자업의 경우 아직까지 넷제로 선언에 적극적이지 않다. 기후솔루션(2022)⁷⁾이 최근 100대 금융기관에 대해 조사한 바에 따르면, 포트폴리오 넷제로를 선언한 자산운용회사는 5곳이며, 증권회사는 2곳으로 확인됐다. 연기금 중에는 없었다. 이와 달리 금융지주 계열의 시중은행은 넷제로 선언에 적극적이어서 최근 4곳이 STBi 인증의 넷제로를 선언했다. 한편 넷제로 선언으로 가는 준비단계라고 할 수 있는 TCFD 지지선언의 경우에도 금융투자업에서 적극적이라고 말하기 어렵다. 2022년 1월 현재 49개 금융기관이 TCFD 지지선언을 하고 있는데, 이 중 자산운용회사가 17개로 가장 많고, 은행이 12곳, 증권회사 2곳, 연기금 1곳 등이다. 금융지주 계열의 은행이 적극적으로 지지선언을 하고 있으며 넷제로 선언이란 결실로 나타나고 있다. 기후금융에서 자본시장의 적극적 역할을 기대하는 저탄소경제 흐름과, 투자, 배제, 투자 철회, 주주관여, 의결권 행사 등 다양한 넷제로 이행수단을 가진 금융투자회사의 업무 영역으로 볼 때, 국내 금융투자회사들도 포트폴리오 넷제로에 보다 전향적일 필요가 있다고 본다. 포트폴리오 넷제로를 탄소중립으로 인한 규제비용으로 인식하는 시각에서 벗어나 저탄소분야로 부가가치가 이동하는 글로벌 자산시장 흐름을 따라 자산배분의 대전환을 준비하는 동시에, 그린워싱(green washing)으로부터 투자자를 보호하는 자본시장의 발전전략이자 투자자보호 장치로 바라보는 인식의 전환이 필요한 때이다.

7) 기후솔루션, 2022, 『국내 주요 금융기관 100개 기후변화 정책 평가』.

OPINION

선임연구위원
박용린

장기자본의 등장과 사모펀드의 변화*

지난 수년간 해외 사모펀드 시장에서 나타나고 있는 장기자본의 확산은 사모펀드 시장의 성장과 경쟁심화, IPO 전후 최적 수익창출 구간의 장기화, 펀드 만기 도래에 따른 강제 회수로 인한 기회비용 등이 복합적인 원인으로 작용하며 나타난 현상이다. 장기자본은 통상적인 사모펀드 만기보다 장기인 15년 또는 20년의 만기를 갖는 장기폐쇄형펀드와 만기가 없는 영구펀드로 구분되는데 두 가지 유형은 자금모집, 유동성, 운용보수와 운용전략 등에서 상이한 특징을 갖는다. 기존 사모펀드와 본질적인 차이가 없는 장기폐쇄형펀드와는 달리 영구펀드는 동일 투자기구를 통해 자금모집이 상시적이고 신속하게 이루어지며 만기에 구매받지 않는 장기적 관점의 전략적 경영이 이루어질 가능성이 높다. 반면 비상장기업에 투자하는 사모펀드의 속성상 순자산가치의 정확한 산정이 어려워 출자 자금 회수와 관련된 출자자 간 이해상충 문제가 발생할 수 있다. 국내 사모펀드 시장에서 장기자본이 확산되기에는 시일이 소요될 것으로 예상되지만 사모펀드 운용 효율성을 제고하고 피투자기업 지원을 강화할 수 있는 장기자본의 잠재적 가능성에 대해 주목할 필요가 있다.

2021년 10월 글로벌 VC(venture capital) 운용사인 세쿼이어 캐피탈(Sequoia Capital)은 글로벌 운용사 최초로 개방형 영구펀드(open-end evergreen fund)인 The Sequoia Fund 결성을 발표하고 기존 운용체계를 동 펀드 중심의 운용체제로 변환시킬 계획임을 발표하였다.¹⁾ 동 펀드는 영구펀드 형태의 모펀드(fund of funds)로서 통상의 폐쇄형(closed-end) 펀드를 자펀드로 편입하는 구조를 채택하고 있다. 영구펀드는 VC와 PE(private equity) 등 사모펀드에서 통상적으로 활용되는 10년 만기의 펀드 구조와 달리 만기가 없는 펀드를 의미한다. 세쿼이어 캐피탈의 사례는 최근 수년간 글로벌 사모펀드 시장에서 나타나고 있는 장기자본(long-term capital) 확산 현상을 대변하는 사례 중 하나로서 해외 사모펀드 시장의 관심을 집중시키고 있다. 한편 PE 분야에서는 이미 2010년대 중반 이후 글로벌 운용사들을 중심으로 전통적인 사모펀드의 만기 구조에서 벗어난 펀드의 결성이 확산되어 왔다. 대표적으로, 글로벌 사모펀드 운용사인 블랙스톤(Blackstone)은 2020년 80억달러 규모의 만기 20년을 가

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

1) 세쿼이어 캐피탈은 2021년 10월말 기준 380억달러 자산을 운용 중인 글로벌 VC 운용사로서 최근 쿠팡, 토스, 무신사 등 다수의 국내 유니콘 기업에 투자한 바 있다.

진 PE 펀드를 결성한 바 있다.²⁾

장기자본은 세콰이어 캐피탈의 사례와 같은 영구펀드와 블랙스톤 사례와 같은 장기폐쇄형펀드로 구분되며 영구펀드는 다시 상장형과 비상장형으로 구분된다.³⁾ 영구펀드는 펀드 만기가 없이 수시 또는 정기적으로 출자와 환매가 이루어지는 개방형 펀드로 출자자의 회수 즉 출자자 유동성(liquidity) 공급과 수익배분 기제가 필요하다. 영구펀드는 최근의 세콰이어 캐피탈을 제외하면 일부 중소 운용사 등이 간헐적으로 운용해 왔으며 아직까지는 글로벌 선도 사모펀드 운용사보다는 중소 규모의 운용사가 운용하고 있다. 반면 장기폐쇄형펀드는 전통적 사모펀드와 구조는 동일하되 만기가 15년 또는 20년에 이르는 구조를 가진 사모펀드로서 글로벌 사모펀드 운용사인 Blackstone, Carlyle, CVC, KKR 등이 운용하고 있다.

장기자본 부상의 원인

VC나 PE는 적정 시점에서의 매각을 전제로 투자 후 성장 지원, 비용 절감, 지배구조 개선 등을 통해 기업가치를 높이고 IPO 또는 M&A를 통해 회수하는 방식으로 수익을 창출하는 전략이다. 출자자는 통상 7년에서 10년에 해당하는 펀드의 존속 기간 동안 자본을 공급하고 운용사에 운용보수를 지급한 후 펀드 만기 시 보유자산 처분을 통하여 수익금을 분배받는다. 이 때 사전적으로 정해진 사모펀드의 만기는 만기 도래 시 운용사의 회수를 압박하고 가치제고 활동의 핵심 동인으로 작동하는 긍정적 기능이 있었다. 그러나 최근 글로벌 사모펀드 시장과 기업성장 패턴에 변화가 나타나며 전통적인 사모펀드의 대체 투자모형으로서 장기자본을 모색하는 현상이 나타나게 되었다. 이러한 변화의 원인은 구체적으로 다음과 같다.

첫째, 2010년대 중반 이후 글로벌 사모펀드 시장의 자금모집 규모가 급증하고 경쟁이 심화됨에 따라 투자대상의 확보가 어려워지고 투자조건이 악화되었다. 이에 따라 과거의 고수익 창출이 어려워지며 동일 수익 창출에 소요되는 기간이 증가하였다. 둘째, IPO 이후 기업가치 상승이 IPO 전의 기업가치 상승보다 매우 높은 경우가 많아지는 등 최적 수익창출 구간이 장기화되는 경향이 나타났다. 셋째, 주기적으로 발생하는 사모펀드 시장의 하락 사이클 진입으로 인하여 전통적 사모펀드의 경우 저가 매각이 아니면 회수가 어려워지는 사례가 나타남에 따라 유리한 회수 시기까지 기다릴 수 있는 펀드 구조에 대한 수요가 증가하였다.

2) 블랙스톤의 2021년 3분기 말 영속자본 규모는 부동산 부문 1,101억달러와 PE 167억달러를 포함하여 전체 1,970억달러이며 이는 전체 운용자산의 37.3% 수준이다. 블랙스톤은 이러한 장기 펀드를 영속자본(perpetual capital)이라 명명하고 있다.

3) 영구펀드는 해외에서 VC, PE 관련 영구펀드 외에도 대체투자를 위한 지주회사, BDC(Business Development Company), MLP(Master Limited Partnership) 등을 포함하는 개념이다.

장기자본의 장단점

장기자본의 확산에는 운용사와 출자자 간 역학관계가 영향을 미치고 있다. 즉 그간의 운용경험과 성과가 축적된 글로벌 선도 운용사들이 출자자와의 관계에서 갖는 우월한 협상력이 크게 작용하고 있다. 따라서 장기자본의 장점은 주로 운용사 입장이라고 할 수 있으며 구체적으로는 다음과 같다. 첫째, 펀드 해산을 통한 출자금 상환의 의무가 장기이거나 존재하지 않으므로 운용사 입장에서 회수 시점 선택이 신축적이다. 둘째, 전통적인 사모펀드 구조에 내재하는 주기적인 자금모집과 펀드 해산과 관련된 불확실성이 축소 또는 제거됨으로써 관련 비용과 자원의 절감이 가능하다. 셋째, 관리보수를 청구할 수 있는 기간이 확대되어 운용사 보수 수입의 안정성이 제고된다. 넷째, 장기자본의 장기 자산운용 방식과 관련된 운용수익률의 낮은 변동성은 연기금과 보험사와 같은 장기 확정채무를 가지고 있는 기관투자자의 자산부채 관리에 적합하여 시장 규모를 확대할 수 있다.

반면 장기자본의 단점은 주로 출자자 입장에서의 단점으로서 이는 다음과 같다. 첫째, 장기자본은 전통적인 사모펀드보다 운용수익률의 변동성을 통제하는 방식으로 운용함에 따라 기대수익률이 하락하는 경향이 있다. 둘째, 장기자본은 펀드 운용 기간 동안 다양한 방식으로 출자자의 회수 기회를 제공함에도 불구하고 출자자의 유동성 확보에는 여전한 제한이 존재한다. 셋째, 펀드 운용이 장기에 걸쳐 이루어지기 때문에 운용인력의 교체나 핵심인력의 이탈 가능성이 높아져 운용성과와 연속성에 부정적인 영향이 나타날 수 있다.

영구펀드의 특징과 고려사항

장기자본의 유형으로서 영구펀드와 장기폐쇄형펀드는 사모펀드 시장과 투자대상 기업의 변화에 대응하여 나타나기 시작했다는 공통점에도 불구하고 펀드 운용에 미치는 영향은 상이하다. 장기폐쇄형펀드는 만기가 장기인 점을 제외하면 전통적인 사모펀드와 운용방식이 본질적으로 상이하다고 보기 어려운 반면 영구펀드는 만기가 없는 개방형 펀드로서 자금모집, 유동성, 운용보수와 운용전략 등과 같은 본질적인 측면에서 전통적인 사모펀드는 물론 장기폐쇄형펀드와도 다른 이슈가 발생한다.

먼저 자금모집과 관련하여 영구펀드는 투자대상이 발견되면 필요 시점에 또는 특정 투자기간 내 언제든지 자금모집이 가능하며 동일 투자기구를 사용하므로 신속하고 간소화된 절차를 통한 투자가 가능하다. 또한 펀드운용으로부터의 현금흐름을 투자에 사용할 수 있으므로 전통적인 사모펀드에서 관찰되는 4~6년 주기의 신규펀드 설정과 출자조건 협상이 필요 없다.

한편 유동성과 관련하여 영구펀드는 정해진 만기가 없으므로 출자자에 대한 유동성 공급 기제가 반드시 마련되어야 한다. 이를 해결하는 방법은 상장형과 비상장형에 따라 다른데 상장형 영구펀드의 경우는 출자자 유동성 문제가 상장 지분의 시장 내 거래를 통해 해결되지만 비상장 영구펀드의 경우에

는 신규 및 환매 투자자 간 매칭방식의 거래를 통해, 또는 주기적인 환매기간에 펀드가 출자자 지분을 매입하는 방식으로 출자자에 대한 유동성이 공급된다. 비상장형 영구펀드의 출자자 유동성 공급은 순자산가치(NAV) 기준으로 이루어지나 비상장기업 순자산가치의 정확한 산정은 현실적으로 어렵기 때문에 이와 관련한 다양한 문제가 발생할 수 있다. 한편 비상장형 영구펀드는 주기적 유동성 공급 시기에 출자자의 급격한 환매 요청 쇄도, 즉 런(run)이 발생할 가능성이 있는데 만약 펀드자산의 급매를 통하여 환매 요청에 대응할 경우 펀드 운영에 부정적인 영향을 미칠 수 있다.⁴⁾

마지막으로 운용보수 측면에서 영구펀드의 운용보수는 전통적인 사모펀드와 유사한 수준이나 보수 산정 방식이 상이하다. 영구펀드는 전통적인 사모펀드와 달리 만기가 없으므로 관리보수는 약정액보다 펀드의 순자산가치(NAV) 또는 약정액과 펀드 순자산가치를 절충하여 산정하는 방식이 일반적이다. 또한 성과보수 산정의 기준은 기간수익률 개념의 내부수익률(IRR)이 아니며 순자산가치 증가분에 연동하는 구조이다. 순자산가치에 연동하는 운용보수 산정 기준은 전통적 사모펀드나 장기폐쇄형펀드와 비교하여 영구펀드가 단기적 수익 창출보다는 포트폴리오 기업의 시장지배력 확대나 산업 파트너십의 강화, M&A를 통한 성장 등 전략적 경영으로부터 현금흐름을 창출하는 방식으로 투자할 동기를 부여한다. 즉, 영구펀드는 성과가 좋은 기업은 지속적으로 보유하고 성과가 낮은 기업은 적절한 시기의 매각을 통하여 환매를 위한 자금을 확보할 수 있도록 해준다.

국내 시사점

장기자본은 장기자본의 필요성에 대한 일부 출자자의 공감에도 불구하고 출자자 이익을 침해할 가능성이 있다. 특히 영구펀드는 그 장점에도 불구하고 가치평가를 둘러싼 출자자 간 이해상충 문제와 만기가 없을 때 발생할 수 있는 운용사 규율 문제의 해소가 필요하다. 이러한 이유로 장기자본의 국내 확산에는 시일이 소요될 것으로 전망된다. 아직까지 출자자 우위로 평가되는 국내 사모펀드 시장에서 장기자본에 대한 기관출자자 일반의 동의를 얻기가 쉽지 않을 것이기 때문이다. 해외의 장기자본 확산에 글로벌 운용사들의 출자자 협상력이 크게 작용하고 있음을 주지할 필요가 있다. 그럼에도 불구하고 해외 사모펀드 시장에서 장기자본이 확산되는 배경은 국내 사모펀드 시장에도 해당될 것이므로 향후 국내 사모펀드 시장의 발전을 위해 사모펀드의 운용 효율성을 제고하고 피투자기업 지원을 강화할 수 있는 장기자본의 잠재적 가능성에 대해 주목할 필요가 있다.

4) 물론 출자자의 대규모 환매요청에 대응하기 위해 환매규모 제한(gating restriction)이나 유동자산과 비유동자산의 분리(side-pocketing)와 같은 방식을 사용할 수 있으나 이는 출자자의 유동성 수요를 제한하는 방식이므로 출자자 확보에 부정적인 영향을 끼칠 수 있다.

ZOOM
-IN증권사기 관련 미국의 내부고발자
(Whistleblowers) 제도 강화 논의

- 도드-프랭크법에 따라 2011년 도입된 SEC의 내부고발자 프로그램은 내부고발자에게 금전적 보상과 함께 보복에 대한 보호를 제공함으로써 기업의 증권법 위반에 대한 중요 내부 정보를 제보하도록 장려
- 내부고발자 프로그램에 접수된 제보를 이용하여 다수의 집행 조치와 사적 증권 소송이 촉발되는 등 프로그램의 도입이 전반적으로 성공적인 것으로 평가받고 있으나, 2020년 채택된 내부고발자 프로그램 관련 세 가지 중요 SEC의 규정 개정으로 내부고발자의 부정행위 제보 인센티브가 감소될 수 있다는 우려가 제기
- 최근 SEC는 논란의 여지가 있는 SEC 규정 개정에 대한 재검토 및 수정 계획을 발표하였으며, 내부고발자 보호 개혁법(WPRA)이 하원에서 발의되는 등 바이든 행정부 들어서 미국의 내부고발자에 대한 도드-프랭크법의 보호조치를 복원하고 증권사기 제보를 장려하기 위한 노력이 다시 강화되는 중

- 2011년 도입된 SEC의 내부고발자 프로그램은 일정한 자격을 갖춘 내부고발자에게 금전적 보상과 보호를 제공함으로써 기업의 연방 증권법 위반에 대한 중요 내부 정보를 제보하도록 장려
 - 2010년 도드-프랭크법(Dodd-Frank Wall Street Reform and Consumer Protection Act)은 ‘증권 내부고발자 인센티브 및 보호’라는 제목의 21F조를 채택함으로써 1934년 증권거래법을 개정
 - 21F조는 美 증권거래위원회(SEC)가 100만달러 이상의 금전적 제재와 관련 조치를 성공적으로 이행할 수 있도록 이끄는 ‘원본 정보(original information)’¹⁾를 자발적으로 제공하는 적격의 개인에게 금전적 보상을 제공하도록 명시
 - 보상은 징수한 금전적 제재의 10% 이상 30% 이하의 금액으로 이루어져야 함
 - 내부고발자 보상액이 증권법 위반 피해자들의 피해 복구액을 감소시키지 않도록 의회는 투자자보호기금(Investor Protection Fund)이라는 별도의 펀드를 설립해 적격 내부고발자에게 지급²⁾

1) ‘원본 정보’는 사용자의 독립적인 지식(공개적으로 이용 가능한 자료에서 도출되지 않은 사실) 또는 독립적인 분석(공개적으로 이용될 수 있지만 일반적으로 알려지지 않은 정보를 드러내는 것)에서 파생된 정보를 지칭. 따라서 이전에 다른 사람으로부터 받은 정보는 원본 정보가 아닐 가능성이 높음

2) 도드-프랭크법 922조는 SEC의 내부고발자 보상 프로그램에 대한 자금 지원을 위해 투자자보호기금을 설립하도록 하였고, 법령

- 도드-프랭크법 924(d)조에 따라 내부고발자 프로그램을 관리하고 시행하기 위해 SEC는 집행부 내에 사무국인 OWB(Office of the Whistleblower)를 설립
 - OWB의 임무는 내부고발자의 요청에 부응하고 SEC가 증권법 위반을 식별 및 저지할 수 있도록 돕는 효율적이고 수준 높은 내부고발자 프로그램을 운영함으로써 투자자를 보호하는 것
- 도드-프랭크법과 SEC의 내부고발자 규정은 고품질의 정보 제보를 장려하기 위한 보상 프로그램을 설립하는 것 외에도, 내부고발자가 변호인의 도움을 받아 익명으로 제보할 수 있도록 하는 방안을 포함한 내부고발자 제출에 대한 기밀 보호 또한 확립
 - 고용주들은 SEC에 정보를 제공한 내부고발자에 대한 보복이 금지됨

□ SEC 내부고발자 프로그램에 접수된 제보를 이용하여 다수의 집행 조치와 사적 증권 소송이 촉발되는 등 프로그램의 도입이 전반적으로 성공적인 것으로 평가받는 가운데 특히 2021 회계연도(FY2021)³⁾ 중 제보 건수와 보상금액 모두 전년대비 큰 폭으로 증가

- 기업 내부자로서 내부고발자는 잘 감춰진 사기 및 해로운 비즈니스 관행을 폭로하기 위한 정보를 가지고 있으며 이러한 내부 정보를 규제기관에 전달함으로써 새로운 조사를 시작하거나 새로운 관점에서 기존 조사를 추진할 수 있게 도움을 제공⁴⁾
 - 집행 조치 외에도 지난 10년 동안 다수의 사적 증권 소송은 내부고발자 제보에서 비롯됨
- 이러한 사적 행동은 사기를 당한 투자자들에게 중요한 회복 수단을 제공하고 미국 기업을 견제하는 역할을 함
- OWB FY2021 연차보고서에 따르면 2011년 8월 내부고발자 프로그램 도입 이후 지금까지 총 52,400건이 넘는 제보가 제출되었으며, FY2021 중 역대 가장 많은 연간 12,210건의 제보가 접수됨(〈그림 1〉 참고)
 - FY2021에 내부고발자가 가장 많이 제보한 위반 범주는 '시장조작(Manipulation)'(25%), '기업공시 및 회계'(16%), '사기 제의'(16%), '거래 및 가격'(6%), '암호화폐'(6%) 순(〈그림 2〉 참고)
- SEC는 내부고발자 프로그램 도입 이후 고품질의 정보를 제공한 총 214명의 적격 내부고발자에게 총 11억달러 이상의 보상금을 지급함
 - FY2021에만 108명에게 5.64억달러의 보상금을 지급하여 역대 최대 규모를 기록하였으며, 이는 프로그램 도입 후 전년(FY2020)까지 총 106명에게 지급된 5.62억달러를 상회하는 금액
- 또한 SEC 프로그램이 시작된 이후, 내부고발자의 정보를 이용하여 부당 이득 환수 및 이자 상환액 31억달러 이상을 포함한 총 50억달러에 달하는 총 금전적 제재가 부과되고 이 중 13억달러 이상이 피해를 입은 투자자에게 이미 반환되었거나 반환될 예정임

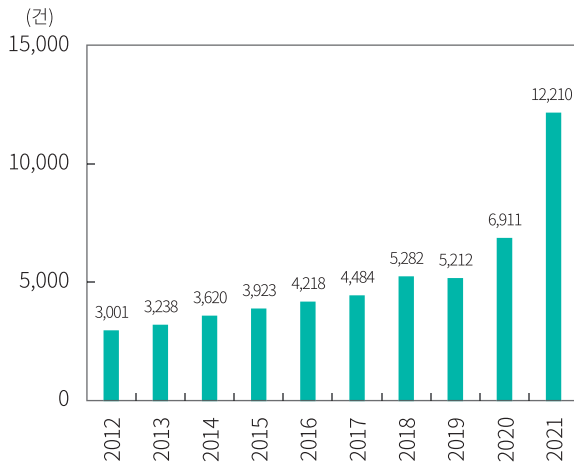
에 따라 모든 지급은 이 기금을 통해 이루어지며, 이 기금은 전적으로 증권법 위반자들이 SEC에 지불한 금전적 제재를 통해 조달됨. 기금 잔액이 3억달러 이하로 떨어질 때마다 법정 보충 장치가 작동. 의회가 기금을 보충하기 위해 제정한 메커니즘에 대한 전체 설명은 Exchange Act, 15 U.S.C. 78-6(g)(3)을 참조

3) FY2021는 2020. 10. 1 ~ 2021. 9. 30 기간

4) Reuters, 2021. 11. 29, SEC whistleblower program seeing renewed support under Biden administration.

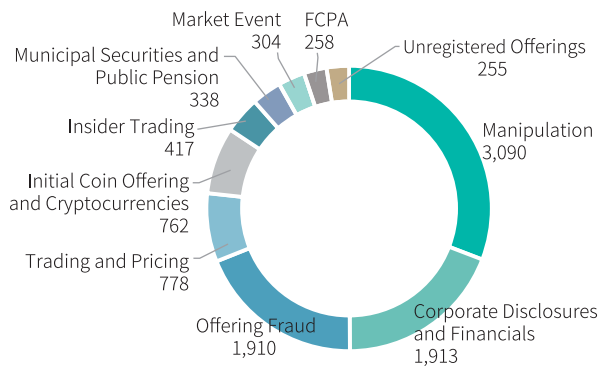
- SEC는 2020년 9월 23일 내부고발자 규칙 개정안⁵⁾을 채택하여 2020년 12월 7일부터 시행하였는데, 개정안에 따라 500만달러 이하로 추정되는 보상에 대해서는 일부 예외를 제외하고 징수하는 금전적 제재의 30%에 해당하는 보상금을 지급하게 되었으며, 이는 대부분의 경우에 해당
 - 내부고발자 규칙 개정안 발효일 이전에는 해당 프로그램에서 이루어진 모든 보상의 약 46%가 법적 최대값인 30%였으나, 개정안 발효일 이후, SEC는 보상액이 500만달러를 넘지 않는 경우의 약 89%에 대해 법정 최대값인 30%로 보상금 산정
 - FY2021에 발행된 최종 보상 명령 중 약 85%의 보상이 법정 최대값인 금전적 제재의 30% 금액이고, 약 10%가 금전적 제재의 20~29% 범위에 있으며, 약 5%가 10~19% 범위에 있음

〈그림 1〉 내부고발자 제보 건수



자료: SEC 내부고발자 프로그램 FY2021 연차보고서

〈그림 2〉 FY2021 내부고발자 제보 유형



□ **트럼프 행정부 임기 내 SEC 내부고발자에 대한 지원은 정체되었는데 특히 2020년 9월에 채택된 내부고발자 프로그램 관련 세 가지 중요 SEC의 규정 개정의 영향으로 내부고발자의 부정행위 제보 인센티브 감소 우려가 제기됨**

- 첫째, SEC는 도드-프랭크의 보복금지 조항의 범위를 ‘서면 통신’으로 제한함에 따라 SEC 인터뷰를 포함하여 SEC에 구두로 정보를 전달한 내부고발자들은 보복에 대한 보호를 더 이상 받지 못함
- 둘째, SEC는 개정을 통해 내부고발자의 보상액을 결정하는 기준을 SEC가 ‘달러 또는 백분율’로 고려할 수 있음을 분명히 하였는데 이는 이전 관행에서 벗어난 것임
 - 도드-프랭크법에 따르면 적격 내부고발자는 SEC 또는 관련 소송으로부터 부과된 금전적 제재의 10%에서 30% 사이가 보장되며, SEC의 이전 규칙은 내부고발자가 궁극적으로 보상받을 적절한 비율을 결정하는 데 있어 달러 금액을 열거하지 않음

5) <https://www.federalregister.gov/documents/2020/11/05/2020-21444/whistleblower-program-rules>

- 셋째, SEC는 도드-프랭크법의 “관련 조치(related action)”에 대한 정의를 해석하는 방식을 수정하여 내부고발자가 사기를 보고할 유인을 더욱 줄일 수 있음
 - 개정 전에는 SEC나 내부고발자가 다른 기관과 정보를 공유할 경우, 다른 기관에 자체 내부고발자 프로그램이 있더라도 관련 조치와 연관된 제재에 따라 내부고발자에게 보상금을 지급했으나, 개정의 결과로 SEC는 (i) 조치와 보다 직접적이거나 관련성이 높다고 판단되고 (ii) 내부고발자가 다른 기관으로부터 이미 보상을 받지 못한 경우에만 보상을 지급할 수 있게 됨

□ 최근 SEC는 SEC 규정 개정에 대한 재검토 및 수정 계획을 발표하였으며, 내부고발자 보호 개혁법(WPRA)이 발의되는 등 바이든 행정부 들어서 미국의 내부고발자에 대한 도드-프랭크법의 보호조치를 복원하고 증권사기 제보를 장려하기 위한 노력이 다시 강화되는 중

- 2021년 4월에 취임한 SEC 의장 Gary Gensler는 금융시장의 투명성과 책임성을 강화하겠다는 약속과 함께 내부고발자 프로그램을 강화하기 위한 지원을 강조⁶⁾
 - 미국 상원의원 Chuck Grassley의 질문에 대한 서면 답변을 통해 Gary Gensler 의장은 내부고발자가 SEC의 결정을 기다릴 때 상당한 비용을 지출하고 심각한 불확실성과 고통을 견뎌야 하는 경우가 많기 때문에 적시에 조치를 취해야 함을 언급하며 내부고발자 보상 결정의 처리 시간을 단축하기 위해 최선을 다할 것을 약속
- 실제로 이러한 약속이 이행되면서 Gary Gensler 의장 취임 후 SEC 내부고발자 보상의 속도와 액수가 빠른 속도로 계속 증가하고 있으며 내부고발자들의 제보를 장려하기 위해 고안된 방식으로 연방 증권법 조항을 해석하고 재량권을 사용하고 있는 상황
 - 2021년 5월 19일, SEC는 보상신청인의 정보와 기본 혐의 간에 강력한 연관성이 없다고 결정했음에도 불구하고 프로그램에 따라 발행된 사상 최대 규모인 2,800만달러의 보상금을 발표
 - 2021년 6월 2일 보상금이 지급된 내부고발자 중 한 명은 일반적으로 치명적인 절차상의 결함인 90일 기한 후 18일에 보상 신청서를 제출했음에도 불구하고 SEC는 거의 사용되지 않는 Exchange Act 36(a)조에 따른 재량권을 발동하여 내부고발자 보상금을 지급
- 2021년 8월 2일, Gary Gensler 의장은 또한 내부고발자의 제보 유인 감소 우려를 해소하기 위해 2020년 개정안 중 두 가지 규정에 대한 수정을 준비하도록 직원들에게 지시했다고 밝힘⁷⁾
 - 수정이 검토될 규정은 불합리한 잠재적 위법행위, 신고 지연 등 부정적인 요인이 없었다고 가정해 500만달러 이하로 추정되는 보상금에 대해 법정 최고값 30%를 자동으로 적용하는 규정(Rule 21F-6)과, “관련 조치(related action)”에 대한 정의를 해석하는 규정으로 둘 다 보상금을 잠재적으로 낮출 수 있다는 우려가 제기된 규정(21F-3(b)(3))
- 8월 5일, SEC는 개정안의 수정 가능성을 검토하는 기간(Interim Policy-Review Period) 동안 적용될 새로운 절차를 채택하는 성명을 발표⁸⁾

6) JDSUPRA, 2021. 7. 29, Blog: Early SEC Enforcement Trends from Chairman Gary Gensler's First 100 Days.

7) SEC 2021. 8. 2, Statement in Connection with the SEC's Whistleblower Program.

8) SEC 2021. 8. 5, Statement on the Commission's Action to Disregard Recently-Amended Whistleblower Rules.

- 성명에서 SEC는 보상액을 인상하기 위해서 재량권을 사용할 때에만 달러 금액을 고려하고, 관련 조치 규정의 경우 개정안으로 인해 보상이 제한되는 것을 면제하거나 보상금 신청자들에게 개정안의 영향을 받을 것임을 통지하여 신청자들이 개정안 수정 가능성 검토 기간 동안 신청서 처리의 연기를 요청할 수 있게 함
- 한편 2021년 10월 하원 금융서비스위원회 감독 및 조사 소위원회 위원장인 Al Green 의원은 내부고발자에 대한 근본적인 보호와 정당한 보상을 목적으로 하는 내부고발자 보호 개혁법(Whistleblower Protection Reform Act of 2021: WPRA)을 발의⁹⁾
 - 많은 기업이 잘못된 행위를 내부적으로 보고하도록 권장하고 있음에도 불구하고 2018년 Digital Realty Trust, Inc. v. Paul Somers 사건에 대한 대법원의 판결 이후 도드-프랭크법의 보복방지 조항의 적용 범위는 잠재적인 연방 증권법 위반을 SEC에 직접 보고한 내부고발자로 제한됨
 - WPRA는 내부 보고 또한 도드-프랭크법의 보복방지 보호조치 하에서 보호받는다를 분명히 하고, 입증책임을 개혁하고, 내부고발자에 대한 보상적 손해배상을 승인하고, 불법행위를 서면보다는 구두로 신고한 사람들을 보호함으로써 현행 보호장치를 강화
- 지금까지 WPRA는 19개 내부고발자 옹호 단체를 포함하여 상당한 대중적 지지를 받았으며 채택 시 WPRA는 도드-프랭크법의 SEC 내부고발자에 대한 보호와 인센티브를 강화하고 트럼프 행정부 하의 논란의 여지가 있는 SEC 규정 개정을 취소하게 될 것임

선임연구원 심수연

9) The National Law Review, 2021. 10. 6, SEC Whistleblower Reform Law Would Strengthen Protections for SEC Whistleblowers.

ZOOM
-IN

퇴직연금 디폴트옵션 도입 동향

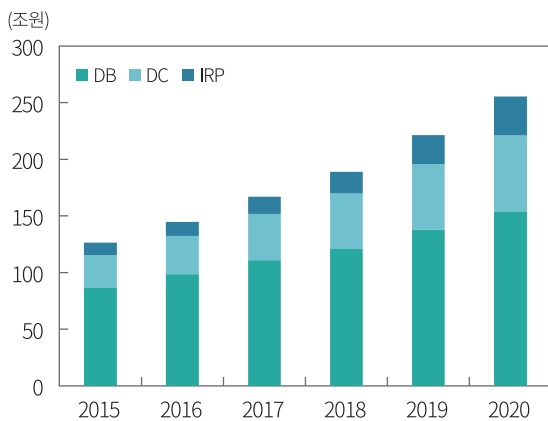
- 퇴직연금시장 규모가 증가하는 가운데 최근 디폴트옵션 도입이 확정되면서 디폴트옵션 도입에 따른 퇴직연금시장의 변화 및 도입 효과에 대한 관심이 급증
- 가입자의 무관심 및 금융 전문성 부족 등으로 퇴직연금 적립금의 대부분이 여전히 원리금보장형으로 운용되고 있으며 적립금 운용수익률은 낮은 수준을 유지
- 해외 퇴직연금 선진국은 디폴트옵션 도입을 통해 가입자의 행태변화에 긍정적 변화를 유도하고 적립금 운용이 원리금보장형에 편중되는 것을 방지하여 수익률 제고에 기여
- 국내에 도입되는 디폴트옵션은 장기투자에 적합한 펀드와 원리금보장형상품을 모두 포함하고 있으며 가입자는 하나의 디폴트옵션만을 선정하는 방식을 채택
- 향후 디폴트옵션이 시행되고 제도의 도입 목적을 달성하기 위해서는 퇴직연금 운용기관의 경쟁을 통한 상품 품질 향상 및 실적배당형 위주의 디폴트옵션이 설정될 수 있는 환경 조성이 필요

- 퇴직연금시장 규모가 증가하는 가운데 최근 디폴트옵션(사전지정운용제도) 도입이 확정되면서 디폴트옵션 도입에 따른 퇴직연금시장의 변화 및 도입 효과에 대한 관심이 급증
 - 퇴직연금 규모는 지속적인 증가 추세로 2020년 말 기준 255.5조원이었던 퇴직연금 총 적립금은 2015년(126.4조원) 대비 두배 이상 증가
 - 전체 연금(공적·사적) 적립금에서 퇴직연금 적립금이 차지하는 비중도 2015년 말 16.9%에서 2020년 말 20.1%로 3.2%p 증가
 - 제도유형별로 DB(Defined Benefit, 확정급여형)는 153.9조원(60.2%), DC(Defined Contribution, 확정기여형)는 67.2조원(26.3%), IRP(Individual Retirement, 개인형퇴직연금)는 34.4조원(13.5%)을 기록
 - 최근 퇴직연금 적립금 증가는 DC 및 IRP 성장에 기인
 - DC 및 IRP 적립금은 2020년 처음으로 100조원을 넘어섰으며, 전년대비 22.1% 증가하여 11.4% 증가한 DB에 비해 높은 증가율을 기록
 - DC 및 IRP의 규모 증가는 IRP의 가입대상자 확대 및 세제혜택¹⁾, 중소기업의 퇴직연금 전환으로 가속화

1) 2017년 IRP 가입대상자가 근로자에서 자영업자, 공무원 등 직역연금 대상자까지 확대되었으며 개인연금저축·IRP 납입분에 대해서는 연 700만원까지 세액공제 혜택이 부여

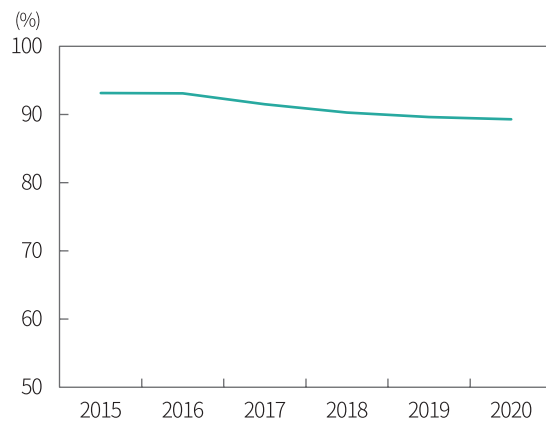
- DC 및 IRP의 성장 기조에도 퇴직연금 상품유형에서는 원리금보장형이 여전히 높은 비중을 차지하며 최근 5년간 퇴직연금의 수익률도 1%대로 낮은 수준
- 2020년 12월 디폴트옵션 도입을 골자로 하는 「근로자퇴직급여보장법」(이하 근퇴법) 개정안이 통과되면서 호주, 미국 등 선진국의 사례처럼 퇴직연금 자산관리의 효율성 및 수익률 제고 방안으로 디폴트옵션에 대한 관심이 증가
 - 디폴트옵션은 DC 또는 IRP의 경우 가입자의 운용지시가 없을 경우 가입자가 사전에 정해 놓은 방법으로 퇴직연금을 운용하는 제도

〈그림 1〉 제도유형별 퇴직연금 적립금 추이



자료: 금융감독원·고용노동부

〈그림 2〉 원리금보장형 비중 추이



주 : 원리금보장형에는 대기성자금 포함

자료: 금융감독원·고용노동부

- 원리금보장형 비중이 감소하고는 있으나 가입자의 무관심 및 금융 전문성 부족 등으로 퇴직연금 적립금의 대부분이 여전히 원리금보장형으로 운용되고 있으며 적립금 운용수익률은 낮은 수준을 유지
 - 퇴직연금 적립금에서 원리금보장형 비중은 지속적인 감소세로 2015년 93.1%에서 2020년 89.3%로 3.8%p 감소했으나 여전히 높은 수준을 유지
 - 2020년 DB, DC 및 IRP에서 원리금보장형 상품 비중은 각각 95.5%, 83.3%, 73.3%를 기록
 - DB는 퇴직급여가 산출공식에 따라 사전에 결정되고 기업이 적립금의 운용 방식 및 결과에 책임을 지기 때문에 원리금보장형상품의 편중도가 높음
 - 실적배당형에서 81.3%를 차지하는 집합투자증권의 경우도 61.1%가 채권형 및 채권혼합형 상품으로 구성
 - 2020년 기준 최근 5년 및 10년간 운용수익률은 모든 유형에서 실적배당형이 높고 DB에 비해 DC 및 IRP가 높으나 DB의 높은 적립금 비중으로 인해 최근 5년 전체 퇴직연금 수익률은 1%대 수준
 - DC에서 최근 5년 및 10년간 실적배당형 운용수익률은 5년이 4.17%, 10년이 3.59%로 원리금보장형에 비해 각각 2.39%p, 0.96%p 높음

- 권역별로도 실적배당형상품 운용 비중이 높은 금융투자 권역에서 5년 및 10년 환산 수익률이 각각 2.24%, 2.28%로 은행, 보험사에 비해 높음
- 2020년 연간 수익률은 증시 상승으로 DC 중 실적배당형이 13.2%의 높은 수익률을 기록하였으며 원리금보장형은 1.27%, 전체 수익률은 3.47%를 기록

제도유형별/운용방법별 장기 수익률 현황

(단위: %)

권역	구분	DB	DC	개인형IRP	전체
전체	5년	1.70	2.14	1.92	1.85
	10년	2.48	2.76	2.55	2.56
원리금보장형	5년	1.64	1.78	1.32	1.64
	10년	2.45	2.63	2.26	2.47
실적배당형	5년	2.96	4.17	3.89	3.77
	10년	2.81	3.59	3.43	3.34

주 : 20년 기준 과거 5년, 10년 동안의 수수료 차감후 연환산 수익률이며, 원리금보장형에는 대기성자금 포함
 자료: 금융감독원·고용노동부

- DC에서는 가입자가 최초 운용지시 후에도 운용 현황 점검 및 리밸런싱 등 능동적으로 운용에 참여해야 하지만 평균적인 투자역량으로는 한계가 있어 방치되는 경우가 많음
 - 가입자의 33%만이 스스로 실적배당형상품을 선택하는 등 제도적인 성격으로 가입하기 때문에 운용에 수동적 경향이 높음²⁾
 - 1년 중 상품을 변경하지 않는 가입자 비중이 83%로 최초에 운용지시한 상품을 계속 운용하거나 방치될 가능성이 높음
- 낮은 수익률을 시현할 수밖에 없는 구조적 문제를 해결하기 위해서 금융 교육을 통한 개선 방식의 한계 등을 고려할 경우 디폴트옵션이 효과적인 방안으로 제시

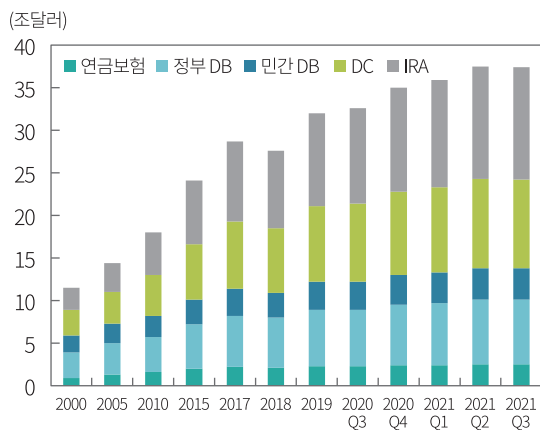
□ 미국, 호주 등 연금 선진국은 DC로 퇴직연금을 설정하는 경우 디폴트옵션을 함께 제시함으로써 가입자의 행태변화에 긍정적 변화를 유도하고 적립금 운용이 원리금보장형에 편중되는 것을 방지하여 수익률 제고에 기여

- 미국은 디폴트옵션은 QDIA(Qualified Default Investment Alternatives, 적격디폴트투자대안)³⁾ 중 TDF(Target Date Fund) 중심으로 발달하였으며 DC에서 디폴트옵션의 비중도 증가

2) 금융투자협회, 2018. 7. 16, 퇴직연금 기업담당자·가입자에 대한 운용 실태조사, 보도자료.
 3) 미국의 적격디폴트투자대안에는 특정 위험 수준을 목표로 하는 혼합형펀드(balanced fund)와 근로자 개인별 특성을 반영하는 일임계좌(managed account) 등이 있으며, 그 외에 근로자의 연령 변화에 따라 위험자산의 비중을 자동으로 조정해 가는 타겟데이트펀드(Target Date Fund: TDF)가 대표적. 남재우, 2019, 디폴트옵션제도와 타겟데이트펀드, 자본시장연구원 『자본시장포커스』 2019-01호.

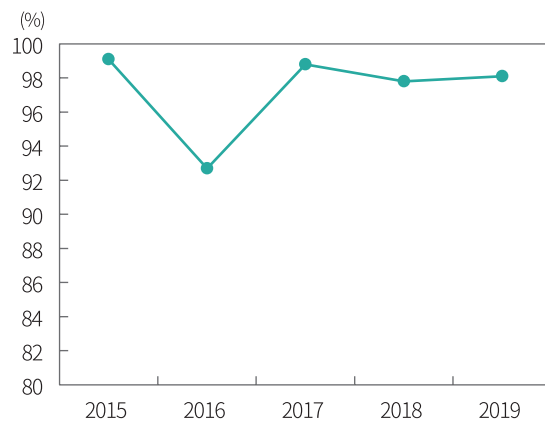
- 미국은 1990년대부터 디폴트옵션 제도를 도입하였으나, 2006년 연금보호법(Pension Protection Act)이 제정되면서 기업이 특정요건을 만족하는 QDIA로 디폴트옵션을 설정할 경우 운용 손실에 대한 책임을 기업에 묻지 않는 면책조항이 신설되면서 확산
- 미국에서 DC형 퇴직연금제도는 401(k)에 집중되어 있어 2021년 3분기 기준 DC형 적립금 10조달러에서 401(k)가 차지하는 비중은 70.2%이며, 401(k)중에서는 뮤추얼펀드가 51.4%, 그 외의 주식이 48.6%를 차지⁴⁾
- Callan Institute(2020)는 2019년 DC형 퇴직연금의 98.1%가 QDIA를 디폴트옵션으로 설정하였으며 이 중에서 87.3%가 TDF를 QDIA로 지정하여 운용하고 있다고 보고
- 2006년 디폴트옵션에서 TDF 비중이 35.1%, MMF(money market fund) 및 SVF(stable value fund)가 30%, 위험기반(risk-based)펀드가 27.5%를 차지했던 것과 비교하면 DC형 운용자산에서 TDF의 비중이 크게 증가했음을 시사

〈그림 3〉 미국 퇴직연금 적립금 추이



자료: ICI

〈그림 4〉 디폴트옵션에서 QDIA 비중



자료: Callan Institute

- 기금형⁵⁾ 지배구조인 호주에서는 기존 디폴트옵션을 대체하는 MySuper 도입으로 비용 절감을 통해 품질을 향상시키고 투명한 정보 제공 및 기금간의 디폴트옵션 상품 경쟁을 통해 높은 퇴직연금 수익률을 유지
 - 2013년 APRA(Australian Productional Regulation Authority)는 디폴트옵션으로 MySuper 상품을 의무화하였으며 투자 전략의 단순화, 수수료 표준화 등 비용 절감을 통해 품질 향상을 도모
 - 퇴직연기금은 하나의 디폴트옵션만 설정할 수 있으며 APRA의 인가 조건을 충족시키기 위해서 퇴직연기금은 주로 라이프사이클(life-cycle)펀드나 TDF 펀드를 MySuper 상품으로 제시

4) ICI, 2022. 12, 16, Quarterly Retirement Market Data, Third Quarter 2021.

5) 호주의 퇴직연금 제도는 퇴직연기금 중심으로 운영되며 퇴직연금 가입자는 예외사항을 제외하고는 소매형기금, 산업형기금, 공적기금, 기업형기금, 자기관리기금 중 선택할 수 있으며 소매형기금을 제외하고는 비영리조직임

- 감독 당국의 공시 요건에 따라 자산 구성, 운용, 수익률, 투자리스크 수준 등을 단일 플랫폼에 공시함으로써 가입자의 기금 간 상품 비교를 돕고 디폴트옵션을 통한 퇴직연기금 간 경쟁 및 운용 효율성 강화
- 2021년 9월 기준 호주의 퇴직연금 규모는 3.4조호주달러이며 MySuper의 비중은 27.1%를 차지, MySuper에서 라이프사이클전략(life-cycle strategy)은 40%를 구성⁶⁾
- 2021년 9월기준 MySuper의 자산에서 주식 비중은 56%로 가장 높으며 채권과 부동산이 각각 14%, 8%를 차지하며 현금성 자산은 6%로 가장 낮은 수준
- 2021년 9월 기준 APRA의 감독을 받는 연기금의 5년 평균 운용수익률은 7.8%이고 기업형 기금은 7.4%, 산업형기금은 8.6%, 공적기금은 7.9%, 소매형기금은 7%로 높은 수익률을 기록

□ 근퇴법 개정으로 국내에 도입되는 디폴트옵션은 해외 대부분의 국가와 달리 장기투자에 적합한 펀드와 원리금보장형상품을 모두 포함하고 있으며 하나의 디폴트옵션만을 선정하는 방식을 채택⁷⁾

- 2021년 12월 2일 통과된 근퇴법 개정안은 디폴트옵션의 범위, 디폴트옵션상품 승인절차, 기업 및 가입자의 권리, 디폴트옵션 발동 요건 등에 대해 기술
 - 법률안 공포와 시행령 등 하위 규정 개정을 거쳐 2022년 7월에 실시될 예정
- 디폴트옵션의 범위는 펀드상품과 원리금보장상품으로 구성
 - 장기투자에 적합한 상품으로는 TDF, 장기가치상승 추구펀드, MMF, 인프라펀드가 포함⁸⁾
 - 디폴트옵션은 퇴직연금사업자가 고용노동부 소속 심의위원회의 사전 심의 및 고용노동부 승인 절차를 거쳐 마련
- 가입자는 퇴직연금사업자로부터 디폴트옵션 관련 정보를 제공 받고 하나의 디폴트옵션을 선정
- 가입자가 운용지시를 하지 않거나 디폴트옵션으로의 운용을 원하는 경우 사전지정한 디폴트 옵션을 적용
 - 운용지시 없이 4주가 경과하면 디폴트옵션으로 운용됨을 통지받고, 통지 이후 운용지시 없이 2주가 경과하면 적용
 - 디폴트 옵션 운용 중에도 가입자가 원하는 경우 원하는 방식으로 운용이 가능하며 직접 운용을 하다 디폴트 옵션으로 전환도 가능
- 소비자의 선택권 보장과 시장 경쟁 제고를 위해 디폴트옵션의 수익률·운용현황 등을 공시

6) APRA, 2021. 11. 23, Superannuation statistics for September 2021.

7) 고용노동부, 2021. 12. 9, 퇴직연금 사전지정운용제도(디폴트옵션) 도입, 보도자료.

8) 장기가치상승 추구형 펀드는 분산투자과 주기적 자산배분을 통해 장기수익을 추구하는 펀드, MMF는 RP 등 안전한 단기금융 상품이나 국제 등에 투자하여 안정성을 추구하는 펀드, 인프라펀드는 국가 정책 등에 따른 사회기반시설사업에 투자하는 펀드를 의미

□ 향후 디폴트옵션제도가 시행되고 자산운용의 효율성 및 수익률 증대라는 도입 목적을 달성하기 위해서는 퇴직연금 운용기관의 경쟁을 통한 상품 품질 향상 및 실적배당형 위주의 디폴트옵션이 설정될 수 있는 환경 조성이 필요

- 디폴트옵션의 시행으로 퇴직연금사업자 및 상품제공자 간 수익률 경쟁이 예상되므로 가입자가 상품 비교 및 선택을 용이하게 할 수 있도록 호주 MySuper의 공시사항 표준화 및 단일 플랫폼 방식을 참고하여 건전한 경쟁 환경을 조성
 - 호주에서는 각 연기금의 MySuper 상품의 핵심 성과를 공시(MySuper Product Dashboard)하고 있으며 목표 수익률, 과거 수익률, 목표 수익률과 과거 수익률 간 비교, 투자 리스크 수준, 수수료 및 기타 비용 등이 포함
 - 금융 지식 및 전문성이 부족한 가입자를 위해 모든 공시사항을 표준화고 핵심정보는 시각화하여 공개함으로써 상품 간 비교 가능성을 높이고 가입자가 유리한 상품을 선택하도록 유도
- 원리금보장형상품 중심의 디폴트옵션 설정을 방지하기 위해 리밸런싱 체계가 내재화되어 있는 상품위주로의 개발 및 제도적 보완이 필요
 - 단기 자금 보관 역할을 하는 원리금보장형상품은 관리 가능한 위험 통제 및 합리적인 기대 수익률이 전제되어야 하는 장기투자 성격의 디폴트옵션 상품으로는 적절하지 않음
 - 디폴트옵션에 원리금보장형상품이 포함될 경우 가입자의 행동경제학적 결함이 해소되지 못하고 원리금보장형 중심의 퇴직연금 자산 운용이 지속될 수 있음
 - QDIA에 원리금보장형을 포함시킨 일본의 경우 도입 이후 오히려 퇴직연금 수익률은 하락했으며 DC에서 원리금보장형 상품의 비중도 50%이상을 차지하여 제도적 효과가 미비⁹⁾
 - 퇴직연금은 장기투자를 전제로 하므로 연단위의 평가손실과 실현손실을 구별해야 하며 관리 가능한 위험을 포함시키고 연령에 따른 리밸런싱 체계가 내재화되어 있는 TDF 및 라이프 사이클(life-cycle)펀드가 주로 활용될 것으로 예상
 - QDIA로 구성한 디폴트옵션 설정 주체 관련 면책조항을 신설하고 QDIA에 대한 사전 규제와 사후적 모니터링을 통해 디폴트옵션을 빠르게 정착시킨 미국의 사례처럼 실적배당형상품 위주의 디폴트옵션이 설정될 수 있는 제도적 유인을 고려할 필요

연구원 한아름

9) RIPPA, 2019, 海外確定拠出年金の資産運用に関する調査研究.