

OPINION

선임연구위원
박용린

국내 PE 제도 20년의 성과 평과와 과제*

올해로 도입 20년을 맞은 국내 PE는 2023년말 약정규모 136조원의 대형 투자기구로 성장하였으며 국내 M&A 시장에서 외국 자본의 대항마를 육성하고자 한 도입 취지에 걸맞게 국내 M&A 시장과 대기업의 사업재편 과정에서 중추적 역할을 수행해 온 것으로 평가된다. 운용역량 측면에서는 피투자기업의 수익성 개선 노력이 필요하지만 전반적으로 일정 수준의 기업가치 제고가 이루어진 것으로 분석되며 투자 수익률은 해외와 비교가능한 수준을 기록한 것으로 평가된다. 향후 국내 PE의 지속적 성장과 질적 성숙을 위해서는 출자자 유형의 다변화, 오퍼레이션 가치제고 역량의 강화, 해외투자 네트워크의 강화를 통한 지역적, 글로벌 브랜드의 구축, 대외소통을 위한 업계 공동의 노력 강화가 필요하다.

국내 PE의 성장과 그 의의

2024년 12월은 우리나라 PE 제도가 도입된 후 20년이 경과한 시점으로서 이제 막 성년이 된 국내 PE 성장 과정을 돌아쳐보고 그간의 성과를 평가해 보는 것은 향후 국내 PE 발전 방향의 모색에 있어서 중요하다. 2004년 12월 6일 간접투자자산운용법 개정으로 국내에 사모투자전문회사라는 이름으로 PE 제도가 도입된 이후 PE는 사모펀드 전반의 체계 개편과 맞물려 2015년 경영참여형 사모펀드, 2021년 기관전용사모펀드로 명칭과 실질이 변화하며 성장해 왔다. 기관전용사모펀드 기준으로 2023년말 국내 PE의 결성규모는 136.4조원, 펀드 수는 1,126개로서 2005~2023년의 19년간 연평균 성장률은 각각 20.6%, 27.1%이다. 운용사 수도 2007년말 35개에서 2023년말 422개로 연평균 16.8% 증가하였는데 이는 독립계 운용사 수가 급증하며 전체 운용사 수의 증가를 주도한 결과로서 독립계 운용사 비중은 2007년말 48.6%에서 2023년말 74.9%로 크게 증가하였다.

국내 PE 제도는 국내 M&A 시장에서 외국 자본의 대항마를 육성하는 것을 목적으로 도입되었는데 국내 PE는 그 역할을 비교적 충실히 수행한 것으로 평가된다. 금융위기 이후부터 현재까지 국내 PE는 대기업의 사업재편 과정에서 비핵심 사업을 인수하거나 유상증자에 참여함으로써 대기업의 사업구조 개편 노력을 지원하는 역할을 수행했는데 이러한 거래 규모만 30조원을 크게 상회한다. 한편 제도 도입 이후 PE는 국내 M&A 시장 성장의 주요 동인으로 자리 잡았다. 2010년대 초반만 해도 국내 PE는 거래규모와 건수에서 전체 M&A의 10% 미만을 차지하였으나 2020년대 들어서는 거래규모

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

기준으로 30%, 건수 기준으로 40% 이상을 차지하는 등 국내 M&A 시장에서 중추적 역할을 수행하고 있다. M&A 시장에서 PE 비중이 확대되는 것은 비단 우리나라만의 현상은 아니며 해외 M&A 시장에서도 PE가 30~40%의 비중을 차지하고 있는 등 PE는 국내외적으로 자본시장 내에서의 위상이 높아져 왔다.

국내 PE의 운용역량 및 성과 평가

지난 20년간 국내 PE의 운용역량을 평가하기 위해서는 자금모집-투자-가치제고-회수의 운용 순환국면 각 단계의 특징 및 역량의 분석과 이러한 역량의 집약적 결과인 투자수익률의 정량적 분석이 이루어질 필요가 있다.¹⁾ 먼저 국내 PE의 자금모집에 있어서의 가장 큰 특징은 자금모집의 집중도에서 찾을 수 있다. 과거 20년 동안 국내 PE 자금모집 집중도는 운용사 수의 증가에 따라 전반적인 하락 추세를 나타내고 있다. 집중도를 나타내는 대표적인 지표인 CR5와 CR10²⁾은 2005년 각각 91.6%, 100.0%에서 2021년 27.4%, 40.5%까지 추세적으로 하락한 이후 2022년 국내외 기준금리 인상의 여파로 자금모집이 어려워지며 재상승하는 추세이다. 이는 PE 시장의 자금경색기에 소수 선도 운용사를 제외하고는 자금모집에 어려움을 겪기 때문에 나타나는 현상이다. 한편 연도별이 아닌 20년 전체 기간의 자금모집 집중도를 살펴보면 국내 PE는 소수 운용사에 의한 자금모집 집중이라는 특징이 나타난다. 자금모집 집중도를 살펴보기 위한 또 다른 지표로서 Gini 계수를 고려할 수 있는데³⁾ 운용사별 누적 결성규모의 Gini 계수는 0.79이다. 한편 이를 5년 단위 시기별로 추정해보면 2004~2007년 0.54, 2008~2012년 0.65, 2013~2017년 0.68, 2018~2022년 0.73으로 전반적인 증가 추세가 관찰된다.⁴⁾ 이러한 수치는 전체적으로 미국과 비교하여 낮은 수준인 가운데 PE 시장의 성숙도를 자금모집 집중도 기준으로 판단해보면 국내 PE 시장은 미국 PE 대비 후발 시장으로서 2000년대 초반의 미국 시장의 성숙도를 나타내고 있다고 추정해 볼 수 있다.

한편 투자 측면에서 한 국가 PE 시장의 성격을 구분하는 대표적 특징은 투자유형별 비중이다. 2005~2023년간 국내 PE의 투자 유형별 비중을 투자 건수 기준으로 살펴보면 바이아웃(48.6%), 소수지분(48.4%), 공동경영(3.0%) 순인데 바이아웃 투자 비중은 2010년대 중반 이후 감소세로 전환한 반면 2018년 이후 소수지분 투자의 비중이 증가하는 것으로 나타났다. 이는 2010년대 후반 고성장 혁신

1) 본문 내용의 일부는 박용린(2024)의 분석 결과를 참조하고 있다. 박용린, 2024, 국내 PEF의 가치제고와 투자성과 분석: 제도 도입 20년의 평가, 자본시장연구원 이슈보고서 24-22.

2) CR5(CR10)는 전체 자금모집액 대비 상위 5개(10개) 운용사의 합산 자금모집액 비중이다.

3) Gini 계수는 일반적으로 소득불균형을 측정하는 지표로서 0~1의 값을 가지며 0은 소득분배의 완전평등, 1은 완전불평등을 의미한다.

4) 미국 PE의 동기간 자금모집의 Gini 계수는 각각 0.75, 0.77, 0.80, 0.83으로 나타나 미국 PE 시장에서도 선도 운용사에 의한 자금모집의 집중도가 소폭이나마 지속적으로 증가한 것으로 나타난다. Lietz, N.G., Chvanov, P., 2024, Does the case for private equity still hold? Harvard Business School working paper 24-066.

기업이 등장함에 따라 PE의 소수지분 투자가 증가하였기 때문으로 풀이된다. 한편 매각 주체 기준으로 기업과 개인이 주요 매각 주체인 가운데 2005~2023년 매각 주체 비중은 기업(66.8%), 개인(21.9%), PE(6.4%) 순이다. 특히 2010년대 중반부터 매각 주체로서 개인의 비중이 소폭 증가하였는데 이는 성장 정체에 직면한 중소기업 지분을 국내 PE가 인수한 증 소형 바이아웃 증가와 밀접한 관련이 있다. 마지막으로 PE가 매도 주체인 경우(즉, 세컨더리 거래)는 2012년 3.4%에서 점차 증가하여 2023년 8.9% 수준에 이르고 있다.

기업가치 제고 측면을 살펴보기 위해 2005~2023년간 회수 완료된 135건의 PE 투자에서 피투자 기업의 기업가치⁵⁾ 변화를 분석한 결과 국내 PE는 투자 후 평균 3.8년간 기업가치를 평균 35% 증가시킨 것으로 분석된다. 기업가치 증가는 매출액 증가, 이익률 증가, 가치평가배수 증가로 분해되는데⁶⁾ 분석 결과 기업가치 증가분의 73.3%가 매출액 성장에서, 36.2%가 가치평가배수의 증가에서 나온 반면, 이익률 감소로 기업가치 증가분의 9.5%가 감소된 것으로 분석된다. 해외 PE는 매출액 증가, 이익률 증가, 가치평가배수의 증가가 모두 기업가치 증가에 기여하고 있어 국내 PE의 가치제고 활동은 성장성 제고에 대한 의존도가 높은 수준이다.⁷⁾⁸⁾

회수 관점에서 국내 PE의 회수방식별 비중을 금액 기준으로 살펴보면 2011~2023년간 M&A(63.7%), 세컨더리(22.2%), 상환(8.0%), IPO(4.9%) 등의 순으로 나타난 가운데 2011년 이후 M&A를 통한 회수 비중은 감소하는 반면 세컨더리 회수 비중이 증가하는 추세이다. 이는 PE 결성규모의 증가와 신생운용사 참여 등 경쟁 심화로 투자처 발굴이 어려워지는 가운데 회수가 임박한 포트폴리오 기업을 보유한 운용사와 미집행약정액(dry powder) 소진 필요성을 가진 운용사 간의 이해관계가 일치된 결과로 풀이된다.

마지막으로 국내 PE의 투자 수익률 분석을 위해 2005~2023년간 회수 완료된 231건을 분석한 결과 국내 PE는 주식시장 벤치마크 대비 초과성적을 창출한 것으로 분석된다. 초과성과 지표로 통상적으로 사용되는 초과수익률(Ex-IRR)과 KS-PME를 분석한 결과 초과수익률 평균은 22.9%, KS-PME 평균은 1.82로 분석되어⁹⁾ 국내 PE는 주식시장 대비 높은 수준의 초과성적을 거둔 것으로 평가되며 이는 해외와 유사한 수준의 수익률로 분석된다. 또한 초과성과는 제도 도입 이후 시간이 경과함에 따라

5) 기업가치는 가치평가에서 통상적으로 사용되는 EV(Enterprise Value)를 기준으로 산출하였다.

6) 매출액 증가 및 이익률 증가 같은 경영성과 개선뿐만 아니라 지배구조 개선을 통한 기업가치 제고도 가능하다.

7) 구체적으로 해외 PE의 경우 매출액 증가, 이익률 증가, 가치평가배수의 증가가 차지하는 비중은 2010~2015년의 경우 각각 38%, 14%, 48%, 2016~2021년의 경우 각각 38%, 6%, 56%이다. Bain & Company, 2022, *Global Private Equity Report 2022*.

8) 국내 PE의 수익성 개선이 미흡한 측면은 회수가 완료되지 않은 PE 투자 전체를 분석하여도 동일한 결과가 도출된다. 박용린, 2021, *국내 PEF의 평가와 향후 과제*, 자본시장연구원 이슈보고서 20-29.

9) 초과수익률(Ex-IRR)은 PE 투자에서 통상적으로 사용되는 내부수익률(IRR)에서 PE 투자에 따르는 현금흐름 유출액(즉, 투자)과 유입액(배당, 유상감자, 회수액)을 회수 시점까지 주식시장 수익률로 운용했을 때의 IRR을 차감한 수익률로 정의한다. 또한 KS(Kaplan-Schoar) PME는 PE 투자의 현금흐름의 유입액과 유출액을 회수 시점까지 주식시장 수익률로 운용한 평가액의 비율로 정의된다.

대체적으로 증가하는 추세를 나타냈으며 바이아웃 투자가 소수지분 투자보다, 비상장기업 투자가 상장기업 투자보다, 해외 운용사 및 독립계 운용사의 경우가 그렇지 않은 경우보다 높았다.

종합하면 아직까지 해외 선도 수준 PE에는 못 미치지만 국내 PE는 전반적으로 지난 20년간 제도 도입의 취지에 부응하는 성장 과정을 밟아온 것으로 평가된다. 국내 PE는 외형적으로 성장했을 뿐만 아니라 독립운용사 수가 급증하며 경쟁이 촉진되었고 PE 결성규모의 양극화를 통해 이른바 옥석가리기가 진행되었다. 대기업과 관련해서는 선제적 구조조정 과정에서 지속적으로 유동성을 공급하는 역할을 했으며 중소기업 바이아웃과 소수지분 투자를 통해 중소기업의 잠재적 성장성을 극대화하는 순기능을 수행하였다. 다만 선도 운용사의 가치제고와 투자수익 창출 역량이 일정 부분 검증되었지만 업계 평균 운용역량은 해외 평균과 비교하여 개선의 여지가 있는 것으로 분석된다.

국내 PE 발전을 위한 향후 과제

국내 PE는 향후 성장 단계에서 성숙 단계 진입이 예상되는 가운데 국내 PE의 지속적 성장과 질적 성숙을 위한 발전 방향을 살펴보면 다음과 같다. 첫째, 출자자 유형의 다변화이다. 단조로운 출자자 구성은 자금모집의 안정성과 연속성을 저해하는데 국내 PE 출자자 구성은 연기금·공제회, 일반법인, 금융회사 등으로서 해외와 비교하여 출자자 유형이 제한적이다. 반면 해외 PE 시장은 공·사적 연금, 금융회사, 기업, 모펀드, 대학기금, 패밀리오피스, 국부펀드 등 다양한 출자자로 구성되어 있다. 국내 PE의 추가적인 성장을 위해서는 신규 자금원의 발굴이 동반되어야 하며 신규 유형의 전문투자자를 포함하여 적격 기관출자자의 범위를 확대하는 방향을 검토할 필요가 있다.

둘째, 오퍼레이션 측면의 가치제고 역량 강화이다. 국내 PE는 투자 이후의 수익성 제고 역량을 강화할 필요가 있다. 이는 비용절감을 포함하는 전반적 오퍼레이션 관점의 가치제고 역량의 강화를 의미한다. 해외 PE는 출자자와 운용사 모두 성장성·수익성 제고를 위한 오퍼레이션 측면의 가치제고를 PE 투자의 핵심 역량으로 인식하고 다양한 형태의 가치제고 조직을 운영 중이다. 국내 PE도 관련 조직에 대한 지속적인 투자를 통하여 지속가능한 수익 창출 역량을 제고할 필요가 있다.

셋째, 해외투자 네트워크 강화를 통해 지역적 또는 글로벌 브랜드를 구축할 필요가 있다. 현재도 국내 PE는 선도 운용사를 중심으로 국내에 설정된 역내펀드를 통해 해외투자를 활발하게 진행하고 있으나 궁극적으로 역외펀드 결성을 통해 해외 출자자 유치를 모색할 필요가 있다. 이는 중장기적으로 지역적 또는 글로벌 PE로 도약하기 위한 필수 관문이다. 해외 주요 PE 운용사들도 1990년대 중반 이후 자국내 경쟁심화 및 투자기회 확보를 위해 활발히 해외로 진출한 바 있다.

넷째, 대외소통을 위한 업계 공동의 노력 강화이다. 국내 PE는 급성장한 규모 만큼이나 국내 상장대기업의 바이아웃, 공개매수나 주식의 포괄적 교환을 통한 자발적 상장폐지의 증가와 이와 관련된

소수주주의 불만, 일부 국내 대형 PE 운용사의 경영권 분쟁 참여, 행동주의 PE의 활동 등으로 인하여 투자자뿐만 아니라 언론과 일반 국민의 관심과 주목을 받고 있다. 과거 해외 PE 운용사들도 논란의 소지가 있는 투자 대상 및 방식에 뒤따르는 평판 위험을 관리하는 모습을 보인 바 있다. 향후 국내 PE의 지속적 성장을 위해 자본시장 참여자와 광의의 이해관계자에 대한 업계 공동의 대외소통 노력이 필요하다.

OPINION

선임연구위원
백인석

KOFR 활성화 현황 및 과제: KOFR 채권과 대출의 중요성*

국내 지표금리 개혁이 중요한 전환점을 맞이하고 있다. 민관이 참여하는 「지표금리 및 단기금융시장 협의회」는 2025년부터 파생거래를 시작으로 무위험지표금리(RFR)인 KOFR 적용을 확대하기 위한 단계별 계획을 수립했다. 파생거래에 대한 RFR 적용은 글로벌 지표금리 개혁에서 핵심 방향으로 추진된 만큼, 이번 로드맵의 의의가 크다.

국내에서는 파생거래의 KOFR 전환에 대해 금융당국과 금융기관 간 공감대가 형성되었으나, 가계와 기업의 자금조달에 직접적인 영향을 미치는 채권 및 대출 등 현물거래에 대한 KOFR 활성화에 대해서는 충분한 논의가 이루어지지 않은 상황이다. 주요국 사례와 관련 연구에 따르면, KOFR를 준거금리로 사용하는 채권(FRN)은 CD FRN과 비교해 발행기관의 자금조달 비용을 절감하고 투자자에게는 높은 가격 안정성을 제공하여 발행자와 투자자 모두에게 이점이 있다.

대출의 경우, 국가별로 RFR 적용 정도에 차이를 보이고 있다. 국내 대출 시장에서는 주요 대출 준거금리가 모두 은행의 자금조달 비용을 반영하는데, 이는 주요국에서는 찾아보기 힘든 시장구조이다. 이로 인해 은행이 관리해야 할 자금조달 비용 위험이 체계적으로 소매 차입자에게 전가되고 있어, 금융안정과 소비자 보호 측면에서 개선이 필요하다. 특히 자영업자와 중소기업 등 일부 소매 차입자에 대해서는 KOFR를 대출 준거금리로 적용해 은행이 자금조달 위험을 스스로 관리하게 할 필요가 있다. 이를 통해 은행과 차입자 간 위험 배분 구조를 개선하고, 취약계층의 자금조달을 지원할 수 있는 지표금리 체제를 구축해야 할 것이다.

주요국의 지표금리 개혁이 마무리된 가운데, 우리나라도 기존 지표금리인 CD 수익률에 대한 과도한 의존에서 벗어나 무위험지표금리(Risk-Free Reference Rate: RFR)인 KOFR(Korea Overnight Financing Repo Rate)를 핵심 지표금리로 정착시키기 위한 노력이 본격화되고 있다. 국내 지표금리 개혁은 관계 당국과 금융기관이 참여하는 「지표금리 및 단기금융시장 협의회」(이하 협의회)를 중심으로 추진되고 있다. 협의회는 2024년 8월에 국내 지표금리 체제를 KOFR 중심으로 전환한다는 원칙을 천명하였으며¹⁾, 12월에는 파생거래를 중심으로 KOFR 적용을 본격적으로 확대하기 위한 로드맵을 발표하였다.²⁾

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

1) 금융위원회, 2024. 8. 28, 지표금리 개혁을 위한 3단계 KOFR 확산계획, 보도참고자료. / 한국은행, 2024.8.28, KOFR 활성화를 위한 주요과제 및 향후 추진방향.

2) 금융위원회, 2024. 12. 10, 2025년 지표금리 개혁 추진 계획, 보도자료.

지표금리 적용 대상 금융거래는 크게 이자율 파생거래와 현물거래로 구분할 수 있는데, 주요국과 같이 국내에서도 이자율 파생거래의 준거금리를 KOFR로 변경하는 데는 공감대가 형성되었다. 하지만 변동금리부 채권(Floating Rate Note: FRN) 및 대출 등과 같은 현물거래에 대한 KOFR 활성화에 대해서는 충분한 논의가 이루어지지 않은 것으로 판단된다. 채권과 대출은 다양한 경제주체의 자금조달에 직접 영향을 미치는 만큼 중요성이 크다. 이에 본고는 협의회가 마련한 KOFR 활성화 로드맵을 간략히 살펴보고, KOFR 연계 채권 및 대출 시장 활성화 필요성을 제시하고자 한다.

KOFR 활성화 로드맵의 주요 내용

협의회는 2025년부터 이자율 파생거래와 채권에 KOFR를 본격 적용하기로 하고, 이를 위한 일정을 수립하였다. 우선, 이자율 파생거래의 핵심인 KOFR 스왑거래를 단계적으로 의무화할 계획이다. 직전 12개월 동안의 CD 스왑 명목거래금액이 25조원 이상인 금융기관³⁾을 대상으로, 2025년 7월부터 신규 이자율 스왑거래 중 일정 비율 이상을 KOFR 스왑으로 체결하도록 의무화한다. 권고 비율은 2025년 10%에서 시작해 매년 10%p씩 증가하며, 2030년에는 전체 이자율 스왑시장에서 KOFR 스왑 비중을 50% 이상으로 확대할 방침이다. 또한, 한국거래소는 금융기관의 원활한 KOFR 적용을 지원하기 위해 2025년 10월부터 KOFR 스왑거래의 중앙청산을 시작할 예정이다.

이자율 파생거래의 준거금리를 LIBOR 및 국내 CD 수익률과 같은 IBOR(Inter-Bank Offered Rates)에서 RFR로 변경하는 것은 글로벌 지표금리 개혁의 가장 중요한 원칙이다. 이런 관점에서 볼 때, 이번 로드맵의 의미가 큰 것으로 평가된다. 이자율 파생시장은 지표금리에 대한 유동성 외부효과가 강하게 작용하는 특성이 있어, 금융기관 스스로 새로운 지표금리를 적용하는 데 한계가 있다. 주요국에서는 이러한 특성을 반영해 파생거래에 대한 RFR 적용을 유도하기 위해 ‘RFR First Initiative’를 도입하였다. 따라서 이번에 발표된 KOFR 스왑거래 의무화 조치도 같은 맥락에서 이해할 수 있다. KOFR 스왑은 KOFR를 준거금리로 사용하는 다양한 금융거래에 금리 위험 관리 수단을 제공하는 만큼, KOFR 중심의 국내 지표금리 생태계에서 증추적인 역할을 담당할 것으로 기대된다.

협의회는 또한 산업은행, 기업은행, 수출입은행 등의 정책금융기관과 은행권을 중심으로 KOFR FRN 발행을 확대할 계획이다. 국내에서는 2024년 중 정책금융기관이 총 8천억원 규모의 KOFR FRN을 발행한 바 있다. 협의회에 따르면, 2025년부터 정책금융기관과 은행이 FRN 발행금액의 최소 10% 이상을 KOFR 연계 채권으로 발행하도록 하고, 이후 비중을 점진적으로 확대할 예정이다. 주요국에서도 정책금융기관이 초기 RFR FRN 시장을 형성하고, 은행이 시장 기반을 확대하여 비은행 금융기관과 일반기업이 RFR FRN을 발행할 수 있는 여건을 마련한 바 있다.

3) 협의회에 따르면 2024년 12월에 약 29개의 금융기관이 동 기준을 충족한다.

다만, 국내에서는 KOFR FRN의 필요성에 대해 시장참여자 간에 다양한 의견이 제시되고 있다. 또한 향후 협의회에서 다룰 예정인 것으로 파악되나, 대출에 대한 KOFR 적용의 구체적인 방안은 아직 마련되지 않은 상태이다. 아래에서는 KOFR의 경제적 특성과 금융거래 적용 방법을 CD 수익률과 비교해 살펴보고, KOFR FRN 및 대출의 특징을 논의한다.

RFR(KOFR)과 IBOR(CD 수익률) 비교

RFR과 IBOR는 다양한 측면에서 대비되는 특성을 갖는데, 주요 차이를 살펴보면 다음과 같다. 첫째, 지표금리의 경제적 실질 측면에서 RFR은 무위험 시장금리를 대변하는 반면, IBOR는 은행의 평균적인 무담보 자금조달 비용을 측정한다. IBOR가 은행의 자금조달 비용 위험을 반영하는 특성은 IBOR 생태계 형성의 핵심 동력이 되었는데, 은행은 대출의 준거금리로 IBOR를 적용함으로써 자신의 자금조달 비용 상승 위험을 차입자에게 이전할 수 있다. 반면 차입자는 은행의 신용위험이 증가하면 차입금리가 상승하므로, 이자율 스왑거래 등으로 동 위험을 헤지할 필요가 있다.

둘째, RFR과 IBOR는 경기 변동과의 관계에도 본질적인 차이가 있다. RFR은 무위험 시장금리를 반영하므로 경기순응적(pro-cyclical) 행태를 보이는 반면, IBOR는 은행의 신용위험을 포함하기에 경기역행적(counter-cyclical) 특성을 갖는다. 이로 인해 IBOR는 RFR에 비해 통화정책과의 연계성이 낮아지는 경향이 있다. 특히 경제와 금융시장의 IBOR에 대한 의존이 과도할 경우, 불황이나 위기 상황에서 중앙은행이 기준금리를 인하하여 시장금리 하락을 유도하더라도 경제주체의 자금조달 비용이 오히려 상승하는 부작용이 발생할 수 있다.

셋째, 양 지표금리는 이자결정 방식에도 차이가 있다. IBOR는 forward-looking의 특성을 갖는 기간물 금리이므로, 대출과 채권에 적용할 때 지급할 이자가 사전에 결정된다. 반면, RFR은 익일물 금리이므로 이자를 사전에 알 수 없다. RFR을 금융거래에 적용하는 방법은 이자를 결정하는 시점에 따라 사후 이자결정(set in-arrears) 방식과 사전 이자결정(set in-advance) 방식으로 구분할 수 있다. 사후 이자결정 방식에서는 이자가 이자 기간(interest period)⁴⁾ 종료일 부근에 해당 기간 동안의 일별 RFR 금리의 단순 또는 복리 평균으로 산출된다. 미국과 영국 등 주요국은 RFR FRN에 대부분 사후 이자결정 방식을 사용하고 있다. 반면, 사전 이자결정 방식에서는 전기의 RFR 평균 금리를 이번 이자 기간에 적용한다. 예를 들어, 현재부터 3개월 후에 이자를 지급할 경우, 사전 이자결정 방식에서는 과거 3개월의 RFR 평균 금리를 적용한다. 이 방식은 사후 이자결정 방식과 달리 이자 기간의 실제 금리 변화를 반영하지 못하는 단점이 있지만, 이자를 사전에 알 수 있다는 장점이 있다. 주요국에서는 RFR 대출에 사후 이자결정 방식과 사전 이자결정 방식을 모두 사용하고 있는 것으로 파악된다.

4) '이자 기간'은 대출이나 FRN에서 이자가 발생하는 기간(월, 분기 등)을 의미한다.

RFR 채권(FRN)의 특성

RFR을 준거금리로 사용하는 FRN은 LIBOR FRN과 달리 이자가 늦게 결정된다는 점 때문에 금융시장이 적응하는 데 어려움을 겪을 것으로 예상되었다. 하지만 미국, 영국 등 주요국에서는 시장 주도로 RFR이 FRN의 표준 준거금리로 빠르게 정착하였다.⁵⁾ 이는 사후 이자결정 방식의 RFR FRN이 IBOR 기반 FRN과 비교해 발행자와 투자자 모두에게 다음과 같은 이점을 제공하기 때문으로 분석된다.

첫째, 투자자 측면에서 RFR FRN의 가장 큰 장점은 채권 가격의 금리(RFR) 변화에 대한 민감도, 즉 듀레이션 위험이 매우 낮다는 점이다. FRN의 듀레이션은 변동금리의 이자결정 주기로 결정되는데, 예를 들어, 3개월 만기 IBOR를 준거금리로 사용하는 FRN의 경우 듀레이션이 3개월이다.⁶⁾ 반면, 사후 이자결정 방식의 RFR FRN은 일별 RFR 금리 변화가 모두 이자에 반영되어 FRN 가격이 금리 변화에 영향을 받지 않는다. 이러한 낮은 듀레이션 위험은 FRN 시장의 핵심 투자자인 MMF에 큰 이점을 제공한다. 미국, 유럽 및 우리나라는 모두 MMF에 대해 편입 자산의 총 금리 위험을 제한하기 위해 가중평균만기(Weighted Average Maturity: WAM) 또는 듀레이션 규제를 적용한다. FRN은 WAM 산출 시 이자결정 주기를 만기로 적용할 수 있어⁷⁾, 이자결정 주기가 1일인 사후 이자결정 방식의 RFR FRN은 MMF의 WAM 규제 충족에 상당한 장점이 있다.

둘째, 최근 연구에 따르면 동일 기업이 미 달러화 RFR인 SOFR를 준거금리로 FRN을 발행할 경우 LIBOR FRN보다 발행금리가 유의하게 낮은 것으로 나타났다.⁸⁾ 동 현상은 ‘SOFR discount’로 불리는데, SOFR FRN이 높은 가격 안정성을 제공함에 따라 프리미엄이 형성된 결과로 해석된다.

종합하면, 사후 이자결정 방식의 RFR FRN은 이자가 늦게 결정되는 불편이 있지만, 이에 대한 보상으로 높은 가격 안정성이 보장되고, MMF에게는 규제 측면의 이점을 제공한다. 이로 인해 FRN 발행기관의 조달금리가 낮아지는 효과가 발생한다. 특히 FRN을 발행하는 기업들은 통상 자금관리 부서를 운영하고 있어 이자가 사전에 정해지지 않더라도 현금흐름 관리가 가능하다는 점을 고려하면, RFR FRN은 IBOR FRN과 비교해 발행자와 투자자 모두에게 경제적 효익을 제공하는 것으로 판단할 수 있다.

5) Bloomberg 통계를 조사한 결과, 2024년 상반기에 신규로 발행된 FRN 중 통화별 RFR을 준거금리로 사용한 비중(발행금액 기준)이 미 달러화(SOFR) 96%, 파운드화(SONIA) 100%, 프랑화(SARON) 97%, 엔화(TONA) 100%, 유로화(€STR) 5%에 달한다. 유로 지역에서는 아직 IBOR인 EURIBOR를 FRN의 준거금리로 많이 사용하지만, €STR 비중이 증가하고 있다.

6) 3개월 만기 LIBOR를 준거금리로 사용하며, 3개월마다 이자를 지급하는 FRN을 고려해 보자. 동 FRN은 이자 기간 첫날의 LIBOR 금리로 이자가 고정된다. 이에 따라, 이자가 고정된 이후에는 시장금리(3개월 LIBOR 금리)가 변동하더라도 다음 이자 결정일까지 이를 반영할 수 없다. 따라서 동 FRN의 듀레이션은 3개월이 된다.

7) Baklanova & Tanega, 2014, Money market funds in the EU and the US, Oxford University Press.

8) Klinger, S., Syrstad, O., 2024, The SOFR discount, Working Paper, BI Norwegian Business School and Norges Bank.

RFR 대출의 특성

대출에 대한 지표금리 적용은 국가별로 IBOR 유지 여부, 법제도(소비자 보호 및 공정거래 관련 법제), 차입자 선호 등 다양한 요인에 따라 차별화되고 있다. 일본과 유로 지역은 IBOR(일본 TIBOR, 유로 지역 EURIBOR)가 계속 산출됨에 따라 대출의 주요 준거금리로 적용되고 있다. 반면, 미국, 영국, 스위스 등에서는 IBOR(LIBOR)가 폐지되면서 RFR이 LIBOR를 대체하여 대출의 표준 준거금리로 정착하였다.

대출은 다른 금융거래와 비교해 주요국의 지표금리 개혁 과정에서 RFR 적용에 어려움이 있었다. RFR을 대출 준거금리로 사용할 경우, 은행은 차입자에게 전가하던 자산-부채 간 베이스스 위험(basis risk), 즉 은행의 자금조달 비용 위험을 스스로 관리해야 한다. 이런 이유로 일부 은행 및 학계는 RFR과 같이 은행의 조달 비용을 반영하지 않는 대출 준거금리만 존재하는 경제에서는 IBOR 대출이 가능한 경우보다 은행의 신용 창출이 감소하고 경제주체의 차입 비용이 증가할 수 있다는 우려를 제기하였다.⁹⁾ 하지만 미국, 영국, 스위스 사례를 보면, 소매 차입자는 RFR 대출을 선호하는 경향을 보였으며, 금융안정위원회(FSB)를 비롯한 각국 금융당국도 RFR의 경기순응적 특성이 금융소비자 보호에 기여할 수 있는 것으로 평가하였다. 중앙은행 또한 RFR 대출이 IBOR 대출보다 통화정책의 유효성을 높이는 데 적합하다는 견해를 밝혔다.¹⁰⁾

따라서 미국, 영국, 스위스 등에서는 RFR 대출의 거시경제적 효과를 지켜볼 필요가 있다. 다만, IBOR 유지 여부와 관계없이, 주요국은 특히 소매 대출의 경우 RFR, 중앙은행 기준금리, 국채금리 등과 같이 은행의 신용위험이 포함되지 않은 금리를 준거금리로 많이 활용하고 있다는 데 주목할 필요가 있다.¹¹⁾

국내 현황 및 시사점

〈표 1〉은 국내 FRN 시장의 준거금리 비중을 보여준다. 국내에서는 은행, 비은행 금융기관, 기업 등 다양한 기관이 FRN을 발행하고 있으며, 주요 준거금리로는 1개월 및 3개월 만기 CD 수익률, CD 스왑 금리, CP 금리 등이 사용된다. 국내 시장에서 FRN을 가장 많이 발행하는 은행이 3개월이 아닌 1개월 만기 CD 수익률을 준거금리로 사용한다는 점에 주목할 필요가 있는데, FRN의 중요 투자자인 MMF가 WAM 규제 충족을 위해 짧은 만기의 CD 수익률을 선호하기 때문으로 파악된다.

-
- 9) Cooperman, H.R., Duffie, D., Luck, S., Wang, Z.Z., Yang, Y., 2024, Bank funding risk, reference rates, and credit supply, Forthcoming in *Journal of Finance*.
- 10) FSB, 2020, Reforming major interest rate benchmarks: 2020 Progress report - "The year of transition away from LIBOR."
- 11) 백인석·장근혁, 2024, 포스트 LIBOR 시대의 글로벌 지표금리 체제와 국내 시사점, 한국은행-자본시장연구원 주최 「국내 무위험지표금리(KOFR) 활성화를 위한 주요과제 및 향후 추진방향」 정책 컨퍼런스 발표자료.

그런데 주요국과 달리 국내에서는 아직 WAM 규제에서 KOFR FRN의 만기를 1일로 지정하지 않았다. 향후 규제 반영을 통해 KOFR FRN의 경제적 장점이 발휘될 수 있는 환경을 마련하고, 은행 등 다양한 FRN 발행기관이 'KOFR discount' 혜택을 적용받게 해야 할 것이다.

〈표 1〉 국내 FRN 시장의 준거금리 비중

(단위: %)

발행기관	CD 1개월	CD 3개월	CP 3개월	CD 스왑	KOFR	발행사금리
은행	99.1	0.7	0.0	0.0	0.1	0.0
비은행 금융기관	15.3	17.4	9.9	29.8	0.0	27.7
기타	17.5	39.6	8.1	30.5	0.0	4.3

주 : 1) 2021년 1월~2024년 6월 신규 발행 FRN 발행금액 기준
 2) Plain vanilla FRN만 포함(구조화채권·신증자본증권·단순 콜러블·스텝업 제외)
 3) 기타에는 일반기업 및 특수목적기구(SPC)가 발행한 FRN이 포함
 자료: 연합 인포맥스

주요국 사례를 참고하면, 이자율 파생이나 채권보다 대출에 대한 KOFR 적용에 어려움이 따를 가능성이 크다. 하지만 KOFR 대출은 대출 시장 안정화와 자영업자 및 중소기업 등과 같은 취약계층의 자금조달에 기여할 잠재력이 있는 만큼, 거시적 관점에서 도입을 적극적으로 고려할 필요가 있다.

아래 〈표 2〉에서 확인할 수 있듯이, 국내 은행의 주요 대출 준거금리는 모두 은행의 자금조달 비용을 반영하고 있다. 따라서 은행의 자금조달 비용 위험이 체계적으로 소매 차입자에게 전가되는데, 이는 주요국에서는 찾아보기 힘든 이례적 구조로 다음과 같은 시사점이 있다.

첫째, 은행은 대출 시 발생하는 자산-부채 간 베이스스 위험을 부담하지 않기 때문에 그만큼 대출이 용이해지는 측면이 있다. 둘째, 금융안정 관점에서 CD 수익률과 같은 IBOR 연계 대출은 차입자가 은행으로부터 이전받은 차입 금리 상승 위험을 관리할 수 있고, 감내할 수 있을 때만 유용하다는 점에 유의해야 한다.¹²⁾ 대기업은 CD 스왑 등으로 이를 관리할 수 있는 것으로 평가할 수 있지만, 가계와 중소기업은 이러한 능력을 갖춘 것으로 볼 수 없다. 따라서 은행의 자금조달 위험을 가계와 중소기업에 전가하는 현재의 국내 대출 시스템이 적절한지 재검토할 필요가 있다. 셋째, 이러한 환경에서는 최소한 가산금리(price of loan)가 투명하고 효율적으로 결정될 필요가 있다. 하지만 〈표 2〉가 보여주듯이, 국내에서는 대출 준거금리가 다양해 소매 차입자가 은행별 가산금리를 비교 평가하기 어려운 실정이다.

12) BIS, 2013, Towards Better Reference Rate Practices: A Central Bank Perspective.

〈표 2〉 국내 시중은행의 주요 대출 준거금리

준거금리	세부 종류
CD 수익률	91일물
COFIX	신규취급액기준 · 잔액기준 · 신잔액기준 · 단기COFIX
금융채 금리	6개월 · 1년 · 2년 · 5년 만기
코리보(KORIBOR)	3개월 · 6개월 · 1년 만기

주 : 1) 시중은행 홈페이지를 참고하여 작성
 2) 변동 및 혼합금리 대출, 담보 및 신용 대출 포함
 자료: 각 시중은행 홈페이지, 자본시장연구원

결론적으로, 자영업자와 중소기업 등 일부 소매 차입자에 대해서는 KOFR를 대출의 준거금리로 적용해 은행이 자금조달 비용 위험을 직접 관리하도록 유도할 필요가 있다. 이를 통해 은행과 차입자 간 위험 배분 구조를 개선하고, 취약계층의 자금조달을 지원할 수 있는 지표금리 체제를 구축해야 할 것이다. 아울러, 미국 등에서 제기된 RFR 대출로 은행의 신용 창출이 감소할 수 있다는 우려는 IBOR 연계 대출만 존재하는 국내 상황과는 관련성이 낮다는 점에 유의할 필요가 있다.

ZOOM
-IN영국 Master Trust 퇴직연금 시장의
성장 및 시사점

- 마스터 트러스트는 다수의 고용주가 공동 가입하여 규모의 경제와 전문 서비스를 제공하는 신탁 기반 DC형 퇴직연금 제도로, 2012년 자동가입제도 도입 이후 등장
- 신탁 기반 DC형 퇴직연금 시장에서 마스터 트러스트가 가입자 95%, 자산 75%를 차지하는 등 퇴직연금 시장은 마스터 트러스트 중심으로 큰 폭으로 성장
- 2018년 도입된 엄격한 규제와 승인 체계로 제도의 안정성과 투명성이 강화되었으며, 시장 통합이 진행되어 마스터 트러스트의 수는 감소하고 가입자와 자산의 집중도가 높아짐
- 정부는 자동가입제도 확대, 마스터 트러스트 CDC 도입, 비용 대비 가치(Value for Money) 평가 프레임워크 개발 등으로 마스터 트러스트의 효율성과 포용성을 지속적으로 강화하고 있음
- 국내 퇴직연금 시장도 마스터 트러스트 도입 가능성을 논의하고, 중소기업 참여를 확대할 수 있는 제도적 기반을 마련할 필요가 있음

- 마스터 트러스트는 다수의 기업이 공동으로 가입할 수 있는 퇴직연금 제도로 2012년 자동가입제도의 시행 이후 퇴직연금 시장에 등장
 - 마스터 트러스트(master trusts)는 다수의 기업(고용주)이 공동으로 가입할 수 있는 다중 고용주형 신탁 기반(trust-based) 퇴직연금 제도로 하나의 트러스트 하에 여러 기업의 퇴직연금 운용과 관리를 통합하여, 규모의 경제(economies of scale)를 달성하고 전문적인 운영·투자 서비스를 제공
 - 영국의 퇴직연금은 크게 확정급여형(Defined Benefit: DB)¹⁾과 확정기여형(Defined Contribution: DC)으로 나뉘는데, DC형은 다시 신탁 기반(trust-based)과 계약 기반(contract-based)으로 구분
 - 신탁 기반: 신탁관리인 이사회가 가입자를 대신해 연금 운용 및 관리를 책임지며, 연금규제기관 TPR(The Pensions Regulator)이 감독
 - 계약 기반: 각 가입자가 연금 공급자와 직접 계약을 맺고, FCA(Financial Conduct Authority)가 감독
 - 신탁 기반 DC형 퇴직연금 중 기존의 단일 고용주(single-employer) 신탁 외에 다수의 고용주(multi-employer)가 운영하는 마스터 트러스트는 2012년 자동가입제도(Automatic Enrolment)의 시행 이후 퇴직연금 시장에 등장

1) 현재 영국에서 DB형 퇴직연금의 자산 규모는 DC형의 7배 수준이나, 대부분의 DB형 퇴직연금은 신규가입이 중단된 상태

— 근로자들의 연금 저축률 제고와 노후 소득 보전이라는 목표를 효과적으로 달성하기 위해 도입된 자동가입제도는 초기에는 대기업을 중심으로 시행됐지만, 단계적으로 중소기업까지 적용 범위를 넓힘으로써 중소기업 근로자의 가입률이 크게 상승하였는데, 이 과정에서 마스터 트러스트는 중소기업이 복잡한 연금제도를 직접 운영하지 않고도 전문적인 서비스와 규모의 경제를 이용할 수 있도록 함으로써 핵심적인 역할을 수행

- 대표적으로 ‘Nest(National Employment Savings Trust)’는 영국 정부가 설립한 공적 마스터 트러스트로, 중소기업이나 자동가입이 의무화된 기업이 쉽게 가입할 수 있도록 만들어졌으며, 비용 구조가 투명하고 기본 투자 옵션 등을 표준화하여 운용

□ 2012년에 자동가입제도가 도입된 이후, 신탁 기반 DC형 퇴직연금 시장은 마스터 트러스트 중심으로 자산과 가입자 수 측면에서 큰 폭으로 성장

— TPR에 따르면, 2012년에는 신탁 기반 DC형 퇴직연금 가입자가 약 230만명이었으나 2023년에는 2,640만명으로 10배 이상 증가²⁾

— 2023년 기준 35개의 승인된 마스터 트러스트가 운영되고 있으며, 이들 35개 제도는 신탁 기반 DC형 시장에서 전체 활성 가입자 수 기준 95%, 자산 규모 기준 75%를 차지(〈그림 1〉 참고)

- 또한 신탁 기반 DC형 퇴직연금의 대다수 가입자는 마스터 트러스트에 속해 있는데, 전체 가입자의 90%(2,640만명 중 2,370만명)와 현재 납입 중인 활성 가입자의 95%(1,050만명 중 1,000만명)가 마스터 트러스트 내에 있음

- 신탁 기반 DC형 퇴직연금의 자산 규모는 2012년 약 220억파운드에서 2023년 초 기준으로 1,430억파운드 이상으로 성장하였으며, 〈그림 2〉에서 알 수 있듯이 이러한 성장의 상당 부분은 마스터 트러스트가 주도했는데, 전체 신탁 기반 DC형 퇴직연금 자산의 약 75%가 35개의 마스터 트러스트에 의해 보유

— 반면 많은 제도가 마스터 트러스트로 이전함에 따라 같은 기간 동안 신탁 기반 DC형 퇴직연금 제도의 수는 감소

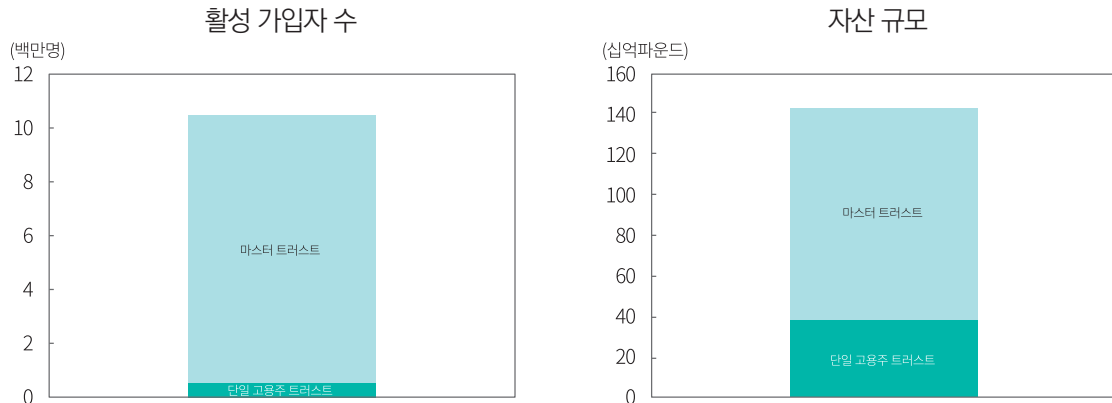
- 자동가입제도 시행으로 중소기업·영세업체들 역시 자체적으로 DC 제도³⁾를 만들거나 기존의 제도에 편입해야 하는 선택지가 주어졌으나, 자체 설립에 따르는 관리·운용 비용 부담으로 인해 마스터 트러스트에 가입하는 것을 선호하고 기존의 DC 제도들 또한 해산 또는 마스터 트러스트로 편입되는 현상이 가속화

- 2012년 약 3,700개였던 신탁 기반 DC형 퇴직연금 제도가 2023년에는 약 1,200개로 줄어들었으며, 노동연금부(Department for Work & Pensions: DWP)는 이러한 추세가 이어진다면 2030년에는 제도의 수가 500여 개로 줄어들 것으로 전망

2) Department for Work & Pensions, 2023a, *Trends in the Defined Contribution trust-based pensions market*.

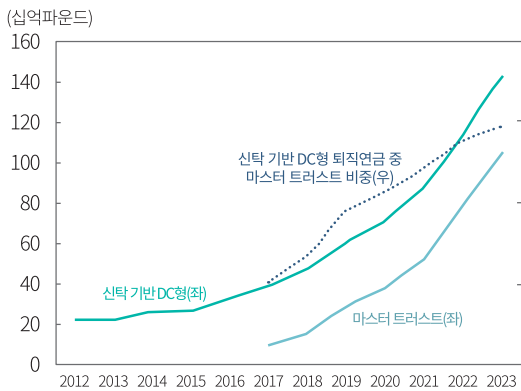
3) 가입자 수를 기준으로 12명 이하의 Micro DC와 그보다 큰 규모의 Non-micro DC로 구분되며, Micro DC는 전체 신탁 기반 DC형 퇴직연금의 1% 미만

〈그림 1〉 단일 고용주 트러스트 vs. 마스터 트러스트



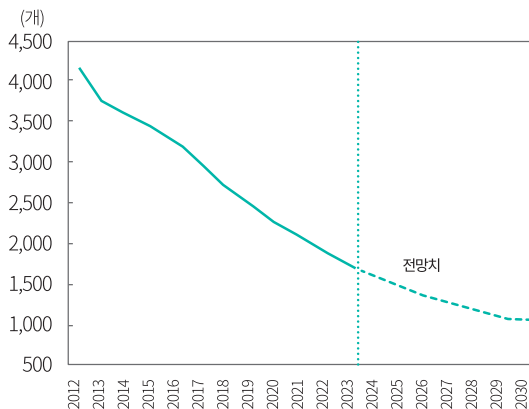
자료: Department for Work & Pensions(2023a)

〈그림 2〉 마스터 트러스트 자산 규모



자료: Department for Work & Pensions(2023a)

〈그림 3〉 신탁 기반 DC형 퇴직연금 제도 수



주 : Micro DC는 제외

자료: Department for Work & Pensions(2023a)

□ 2018년 마스터 트러스트 규제와 엄격한 승인 기준의 도입으로 인해 시장 통합이 진행되어 마스터 트러스트의 수는 감소하고 가입자와 자산의 집중도가 높아짐

- 마스터 트러스트 제도의 안정성과 투명성을 강화하기 위해 ‘Master Trust Regulation 2018’이 제정되었고 그에 따라 ‘마스터 트러스트 승인 및 감독 체제(Master Trusts Authorisation and Supervisory Regime)’가 도입됨
 - 2018년 이전에는 마스터 트러스트 시장에 진입하기 위한 최소 요건이 없었고, 제도가 실패할 경우 가입자들을 보호할 방안도 없었음
- TPR은 마스터 트러스트에 대한 승인 및 감독 권한을 부여받았으며, 마스터 트러스트는 TPR에게 승인을 받기 위해 법률에서 정한 5가지 승인 기준⁴⁾ 충족 필요

4) 1) 적합한 인물의 제도 관리(Fit and proper persons managing the scheme), 2) 재정적 지속 가능성(Financial sustainability), 3) 적절한 시스템과 프로세스(Adequate systems and processes), 4) 제도 자금 조달 요건(Scheme funder require-

- 마스터 트러스트는 매년 감독 보고서를 제출해야 하며 발생 사유(triggering event)가 있을 경우 7일 이내에 TPR에 이를 통지해야 하는데, TPR은 승인 기준을 유지하지 못하는 마스터 트러스트를 폐쇄할 수 있음
- 정부는 마스터 트러스트 규제와 엄격한 승인 기준의 도입으로 인해 일부 제도가 요건을 충족하지 못하여 제도 간 합병 방식으로 시장이 통합될 것으로 기대
- 실제로 마스터 트러스트 수는 2018년 약 80개에서 2023년 35개로 감소하였고 통합은 현재도 지속적으로 진행 중(〈표 1〉 참고)
- 이처럼 시장 통합이 진행됨에 따라 마스터 트러스트 시장에서는 가입자와 자산의 집중도가 높게 나타나고 있는데, 〈표 2〉에서 볼 수 있듯이 운용자산규모(AUM) 기준 상위 5개의 마스터 트러스트가 시장 전체 자산의 약 60%와 전체 가입자의 80%를 차지하고 있음⁵⁾
 - 1992년에 자동가입제도가 도입되고 기여 수준이 영국보다 높은 호주의 퇴직연금 시장과 비교해보면, 50개 이상의 ‘My Super’ 제도(및 다수의 소규모 펀드)로 구성된 호주에 비해 영국 마스터 트러스트 시장은 이미 더 집중화된 상태
- 규모가 커질수록 비용 절감과 함께 사모펀드와 같은 유동성이 낮은 자산으로 연금 자산의 투자 다각화 가능성이 높아지며, 이를 가능하게 하는 주요 경로로는 전문 투자 역량을 내부로 가져오는 능력, 중개업자와의 협상력 증가, 그리고 더 폭넓은 투자 기회에 대한 접근성 등이 있음

〈표 1〉 2022년 이후 마스터 트러스트 합병 현황

인수	합병 대상	합병 발표	합병 완료
Cushon Master Trust	Workers Pension Trust	2021.6	2024.1
Cushon Master Trust	Creative Pension Trust	2022.1	2022.1
The SEI Master Trust	Atlas Master Trust	2021.10	2021.11
The SEI Master Trust	National Pension Trust	2023.7	2023.11
Smart Pension Master Trust	The Ensign Master Trust	2022.10	2022.10
Smart Pension Master Trust	The Crystal Trust	2023.7	2023.10

자료: 각각 웹사이트 보도자료 참고

ments), 5) 포괄적인 연속성 전략(A comprehensive continuity strategy)

5) Department for Work & Pensions, 2023b, *Evolving the regulatory approach to Master Trusts*.

〈표 2〉 마스터 트러스트 현황 (2024 H2)

마스터 트러스트	운용자산규모	가입자 수(명)	고용주 수(명)
Nest	£41,300,000,000	13,200,000	1,000,000
The Peoples Pension	£28,000,000,000	6,500,000	100,000
Legal and General	£27,653,524,831	1,886,511	307
LifeSight	£22,000,000,000	420,000	44
Aviva Master Trust	£11,868,025,773	509,455	492
Standard Life	£10,284,913,606	299,204	1,215
Fidelity Master Trust	£8,700,000,000	185,900	217
Mercer Mastertrust	£7,700,000,000	258,779	82
Aon Master Trust	£6,100,000,000	173,000	44
Smart Pension	£5,671,000,000	1,479,472	92,279
NOW: Pensions	£5,066,910,119	2,492,462	26,177
Aegon	£4,708,000,000	182,034	47
The SEI Master Trust	£4,400,000,000	231,021	241
TPT Retirement Solutions	£3,500,000,000	361,276	2,088
Scottish Widows	£2,718,432,333	129,197	31
NatWest Cushon	£2,560,000,000	571,392	22,405
Options	£400,000,000	240,000	4,200
Cheviot	£156,300,000	5000	68
The Lewis Workplace Pensions Trust	£71,000,000	15,326	210

자료: Go Pensions

□ 영국 정부는 비용 대비 가치(Value for Money) 프레임워크 개발, 자동가입제도 확대, 마스터 트러스트 CDC의 도입, 그리고 TPR 규제 등 제도 개선을 통해 마스터 트러스트 제도의 효율성과 안전성을 강화하고 있음

- 노동연금부(DWP)는 TPR 및 FCA과 협력하여 비용 대비 가치(Value for Money) 프레임워크를 개발하고 있으며, 이 이니셔티브는 제도들이 투자 성과, 자산 배분, 가입자 수수료, 서비스 품질 등을 평가하고 공개하도록 요구하여 DC형 퇴직연금 시장 전반의 기준을 높이는 것을 목표로 함
- 또한 현행 자동가입제도는 22세 이상의 연간 10,000파운드 이상의 소득을 가진 근로자만 해당되고 있으나 나이 제한과 소득 하한선을 낮추는 방안이 논의중
- 집합적 DC형 퇴직연금(Collective Defined Contribution: CDC) 관련하여 마스터 트러스트 CDC를 포함한 다중 고용주 CDC 제도의 설립은 2024년 10월 정부 초안 규정을 통해 소개되었으며 2025년 이와 관련된 입법이 진행될 예정⁶⁾

6) House of Commons Library, 2024, *Pensions: Collective Defined Contribution (CDC) schemes*.

- CDC 제도는 DB형이 쇠퇴하고 DC형 가입자가 증가하며 개인이 모든 운용 위험을 부담해야 하는 문제를 개선하기 위해 제안된 제도로 ‘2021년 연금제도법(Pension Schemes Act 2021)’을 통해 도입
 - CDC 제도는 자산을 집합적으로 운용하는 특성으로 인해 개인이 투자 판단을 할 필요가 없고, 가입자 간에 장수 위험을 공유하며, 장기적인 투자 전략이 가능하고, 규모의 경제를 통해 더 낮은 비용으로 운용할 수 있다는 등의 장점이 있음
 - 마스터 트러스트 CDC는 고용주가 독립적으로 CDC 연금제도를 설립하지 않아도 소규모 고용주를 포함한 다양한 기업이 CDC 연금을 제공할 수 있도록 하여 CDC의 확장에 기여할 수 있을 것으로 예상
- 한편 영국의 퇴직연금 제도의 규모가 급격히 확대되면서, 최근 신탁 기반 연금의 감독기관인 TPR은 시스템적 위험으로부터 저축자를 보호하기 위해 보다 ‘신중한 스타일의 규제(prudential-style regulation)’로 전환해야 한다고 발표⁷⁾
- TPR의 모형에 따르면, 향후 10년 안에 마스터 트러스트 시장에는 시스템적으로 중요한 규모의 제도가 포함될 것으로 전망되는 가운데, 7개의 제도가 500억파운드 이상의 자산을 관리하게 되고, 이 중 4개는 각각 1,000억파운드 이상을 관리하게 될 것으로 예상

□ 마스터 트러스트는 영국 연금제도의 핵심적 역할을 담당함으로써 영국 금융 및 경제의 경쟁력을 강화하는 데 기여하고 있음

- 영국 마스터 트러스트는 규모의 경제를 기반으로 퇴직연금 시장에서 전문적이고 투명한 운영을 통해 중소기업의 참여를 효과적으로 지원하며, 제도적 개선을 통해 지속적으로 안정성과 효율성을 강화하고 있음
- 또한 시장 집중화로 비용 절감 및 투자 다각화 가능성이 확대되었으며, 향후 자동가입제도의 확대와 마스터 트러스트 CDC 제도 도입을 통해 퇴직연금의 포용성과 지속 가능성을 증대시킬 것으로 기대
- 국내 퇴직연금 시장의 효율성과 안정성을 높이기 위해 마스터 트러스트와 같은 제도의 도입 가능성을 논의하고, 중소기업 참여를 확대할 수 있는 제도적 기반을 마련할 필요가 있음

선임연구원 심수연

7) TPR, 2024. 11. 27, TPR is changing as pension schemes move towards systemically important size.

ZOOM
-IN

글로벌 가상자산 파생상품 시장의 성장

- 최근 가상자산 가격이 급격하게 상승하고 투자자들의 관심도 확대됨에 따라 가상자산 거래가 급증
- 이와 같이 가상자산 거래가 증가하면서 규제 마련과 투자자 관심 증대로 가상자산 파생상품의 출시 및 거래도 증가
- 가상자산 파생상품에 대한 관심과 거래량이 증가함에 따라 신규 거래소들이 잇따라 설립되며, 기존 거래소들과 경쟁
- 규제된 환경에서 가상자산에 투자할 수 있도록 새로운 가상자산 파생상품의 승인이 이루어지고 있으며, 유럽에서는 규제 라이선스를 활용해 가상자산 파생상품 시장을 확장
- 이처럼 가상자산 파생상품 시장이 빠르게 성장하고 있는 가운데, 거래소들은 시장 점유율 확대를 위한 전략을 모색할 것으로 전망되며 투자자 보호 강화에도 노력을 기울일 필요

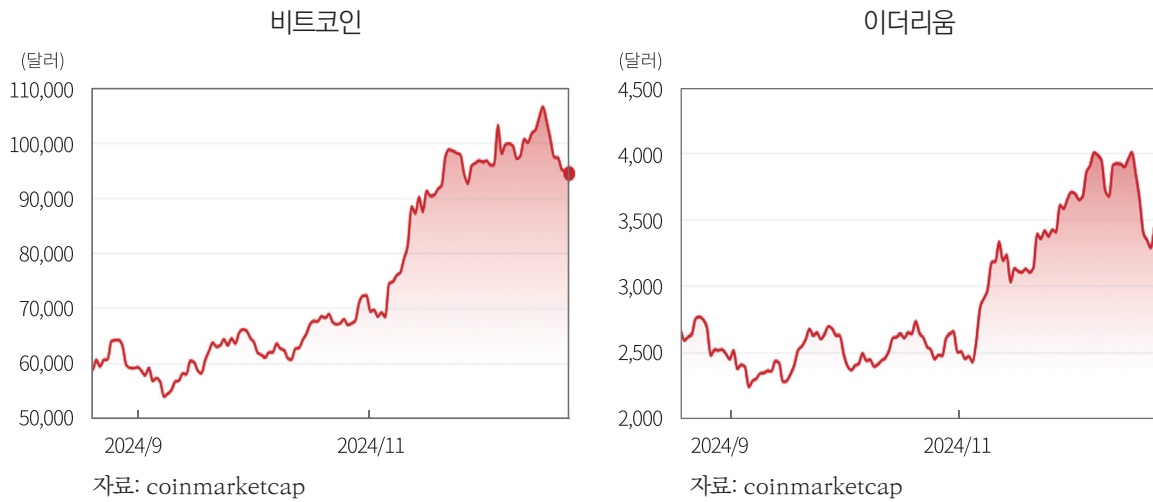
- 최근 가상자산 가격이 급격하게 상승하고 투자자들의 관심도 확대됨에 따라 가상자산 거래가 급증
 - 비트코인 및 이더리움 등 주요 가상자산은 지난 9월 이후 가격이 급등하며 시가총액 규모와 거래량도 크게 확대
 - 비트코인은 3개월만에 5만 4천달러에서 10만 6,490달러로 2배가량 가격이 상승하면서 가상자산시장 규모 확대를 이끌어 냄
 - 이더리움 역시 같은 기간 2,238달러에서 4천달러를 넘어서며 급등하는 모습
 - Coinbase에 따르면, 가상자산 전체 거래량은 전년 대비 191% 증가했고, 사용자는 77% 증가한 것으로 나타남¹⁾
 - 이처럼 가상자산 가격이 급등하며 투자자 관심이 증가한 데에는 미 연준의 금리 인하 및 대선 결과의 영향으로 유동성 증가와 가상자산의 규제 완화 기대감 상승에 기인
 - 미국은 지난 9월 기준금리를 4년만에 0.5%포인트 인하하고 11월에도 0.25% 인하로 가상자산시장으로의 자금 유입²⁾

1) Cryptonomist, 2024. 12. 20, Coinbase Advanced: record growth of users and trading volumes in 2024.

2) Investopedia, 2024. 9. 18, Bitcoin price climbs toward \$61,000 after Fed cuts interest rates.

- 또한 미국 대선에서 트럼프가 당선되면서 공약으로 내세웠던 가상자산 산업 육성과 국가전략 자산으로 지정 등으로 가상자산시장 활성화에 대한 기대감이 상승했고, 가상자산 ETF 승인이 잇따라 이루어지면서 가상자산시장의 성장 기대감으로 가격이 상승³⁾

〈그림 1〉 주요 가상자산 가격 추이



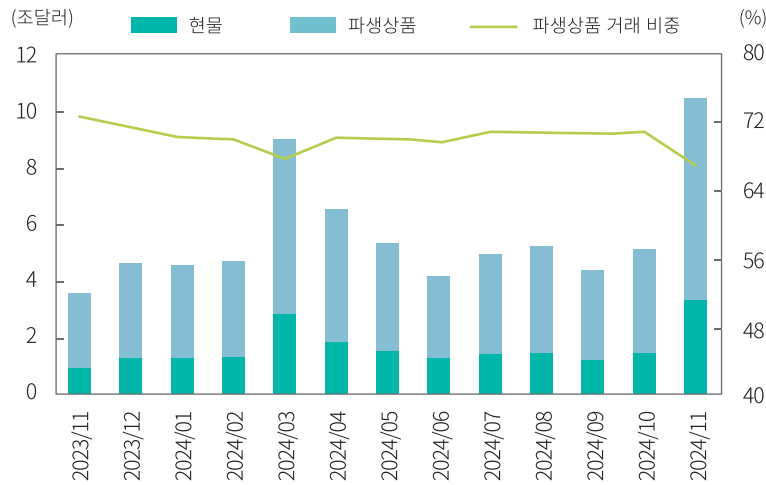
□ 이와 같이 가상자산 거래가 증가하면서 규제 마련과 투자자 관심 증대로 가상자산 파생상품의 출시 및 거래도 증가

- 가상자산 파생상품 거래는 전체 파생상품 중 높은 비중을 차지하며 꾸준히 활성화되고 있고 지난 3월 역대 최고 거래량을 기록한 후 최근 더 높은 거래규모를 달성하며 성장세를 이어감
 - 2024년 11월 기준 가상자산 파생상품 거래량은 전월 대비 89.4% 증가하며 6조 9,900억달러 규모로 역사상 최고치를 기록⁴⁾
 - 이는 전체 가상자산 거래량의 약 66%로 비중으로 이전에 비해 다소 낮아졌으나 지난 1년동안 평균적으로 70%의 높은 비중을 유지

3) Reuters, 2024. 12. 17, Bitcoin rallies past \$107,000, hopes grow for strategic reserve.

4) Market Media Group, 2024. 12. 16, Regulated Crypto Derivatives Exchanges Advance in Europe에서 인용한 CCdata 참조, 중앙화거래소(Centralized EXchange: CEX)만 해당

〈그림 2〉 가상자산 거래 규모



자료: Market Media Group(2024. 12. 16) 재인용

- 가상자산 파생상품의 거래는 관련 규제가 점차 마련됨에 따라 투자자의 관심이 높아지면서 증가
 - 미국, 유럽 등 여러 국가에서 가상자산 파생상품 제공에 대한 규제 승인과 가상자산 파생상품 거래소 운영 라이선스 취득 허용 등 가상자산 투자가 제도권 안으로 들어오면서 안전한 투자 환경을 기대하는 투자자 심리가 반영
 - 또한, 가상자산 파생상품의 높은 레버리지 특성으로 인해 단기간 내에 높은 수익을 추구하는 투자자들의 관심이 증대

□ 가상자산 파생상품에 대한 관심과 거래량이 증가함에 따라 신규 거래소들이 잇따라 설립되며, 기존 거래소들과 경쟁

- 가상자산 파생상품 시장은 중앙집중형 파생상품 시장과 분산형 파생상품 시장으로 구분
 - 중앙집중형 파생상품 시장은 중앙화된 거래소(Centralized Exchange)가 운영하는 가상자산 파생상품 시장으로 바이낸스(Binance), 오케이엑스(OKX), 바이비트(Bybit) 등의 거래소가 있음
 - 분산형 파생상품 시장은 블록체인 기술을 기반으로 한 탈중앙화된 플랫폼(Decentralized Exchanges)에서 거래가 이루어지는 방식으로 중개자 없이 스마트 계약을 통해 운영되고 규모는 아직 작지만 보안성과 투명성의 장점이 있고, 현재 Hyperliquid, dYdX, Synthetix 등이 주요 DeFi 업체
- 2022년 이후 가상자산 거래 침체에도 불구하고, 가상자산 파생상품 시장에서는 계속해서 새로운 상품과 거래소가 등장하며 성장⁵⁾

5) EY, 2024. 2. 22, What to know about crypto derivatives in 2024: market, trends and risk.

- 코로나19 팬데믹 시기 급성장했던 가상자산시장은 규제 불확실성 및 거래소 파산 등으로 침체를 겪었으나 가상자산 파생상품 시장은 새로운 상품의 도입이 계속적으로 진행
- 현재 가상자산 파생상품 거래소는 바이낸스가 일거래규모 772억달러로 가장 크고 딥코인(339억달러), 바이비트(299억달러), 오케이엑스(290억달러)가 뒤를 이으며 시장을 주도
- 기존 거래소들뿐 아니라 신규 가상자산 파생상품 거래 플랫폼의 출시가 활발히 이루어지고 있으며 지난 3년 동안 36개의 가상자산 파생상품 거래소가 설립되었고 2023년에는 17개의 거래소가 설립⁶⁾

<표> 주요 가상자산 파생상품 거래소 현황

거래소	거래량(지난 24시간)	메이커수수료	테이커수수료	미결제약정	출시일
Binance	\$77,181,328,539	0.02%	0.04%	\$29,693,313,792	Jul-17
Deepcoin	\$33,916,017,432	0.04%	0.06%	\$5,379,807,850	Nov-18
Bybit	\$29,988,791,523	0.02%	0.06%	\$20,520,422,726	Mar-18
OKX	\$29,079,087,762	0.02%	0.05%	\$8,296,313,056	Jan-17
Bitget	\$28,600,188,015	0.02%	0.06%	\$18,635,822,022	Apr-18
XT.COM	\$24,385,309,508	0.04%	0.06%	\$7,621,850,665	Oct-18
MEXC	\$23,730,726,017	0%	0.01%	\$10,918,509,733	Apr-18
Deribit	\$1,565,807,409	0%	0.05%	\$3,744,559,850	Jun-16
KuCoin	\$1,544,833,210	0.02%	0.06%	\$2,200,504,645	Aug-17
Kraken	\$1,164,049,751	0.02%	0.05%	\$467,462,257	Jul-11

주 : 1) 2024년 12월 23일 기준

2) 메이커 수수료: 주문 시 즉시 체결되지 않고 주문 대기 상태로 order book에 올라가며, 이 주문이 체결될 때 적용
 테이커 수수료: 주문 즉시 유리한 호가로 체결될 때 적용

자료: coinmarketcap

□ 규제된 환경에서 가상자산에 투자할 수 있도록 새로운 가상자산 파생상품의 승인이 이루어지고 있으며, 유럽에서는 규제 라이선스를 활용해 가상자산 파생상품 시장을 확장

— 미국에서는 SEC가 비트코인 ETF 옵션을 승인하며 투자 가능한 금융상품 범위가 확대

- 2024년초 SEC는 비트코인 현물 ETF를 승인했고, 10월에는 비트코인 현물 ETF의 옵션 거래도 승인하면서 NYSE, Nasdaq, CME 등에서 거래가 가능
- 미국에서는 가상자산 파생상품 거래에 대해 SEC와 CFTC(Commodity Futures Trading Commission)가 규제

6) coinmarketcap 참조

— 유럽에서는 가상자산 업체가 규제 라이선스를 확보하거나 파트너십을 체결하여 규제된 환경을 활용

- 원트레이딩(One Trading)은 네덜란드 금융시장청으로부터 OTF(Organised Trading Facility)라이선스를 취득하여 유럽에서 최초로 가상자산 파생상품 거래소가 되었고, D2X는 MiFID 규정에 따라 가상자산 파생상품에 대한 다자간 거래 시설(MTF) 라이선스를 취득하면서 가상자산 파생상품 거래소 운영이 가능하게 됨

- 또한 코인베이스(Coinbase)는 EU MiFID 라이선스를 보유한 키프로스 기반 법인을 인수함으로써 라이선스를 확보하여 유럽 지역에서 가상자산 옵션거래를 제공하면서 가상자산시장에서의 점유율을 확대해 나갈 계획⁷⁾

— 영국에서도 가상자산 파생상품 전문 거래소를 2025년 1분기에 출시할 계획⁸⁾

- GFO-X는 성명을 통해 ABN Amro Clearing, IMC, Standard Chartered Bank 및 Virtu Financial이 전략적 파트너가 되었다고 발표하며 영국에서는 최초로 전문 거래소가 출시될 예정

— 이러한 조치는 기존 가상자산 투자자뿐만 아니라, 규제된 환경에서 안정적으로 투자하고자 하는 신규 투자자들의 유입을 촉진

□ 이처럼 가상자산 파생상품 시장이 빠르게 성장하고 있는 가운데, 거래소들은 시장 점유율 확대를 위한 전략을 모색할 것으로 전망되며 투자자 보호 강화에도 노력을 기울일 필요

— 거래소들은 새로운 상품의 개발 및 마케팅 전략으로 투자자들을 유치하려는 노력을 강화하고 있어 가상자산 파생상품에 대한 관심은 더욱 커질 전망

- 바이낸스는 수수료 할인과 콘텐츠 교육을 통해 투자자들의 이해를 높이고, 코인베이스는 사용자 친화적인 플랫폼을 제공하여 투자자가 쉽게 이용할 수 있도록 함

— 다만, 가상자산 파생상품은 고위험 상품으로 높은 변동성과 복잡한 구조로 인해 개인투자자들이 큰 손실을 볼 위험도 고려

- 규제 기관과 거래소는 투자자 보호와 함께 가상자산시장 안정성 확보를 위한 투자자 교육 및 거래 한도 제한, 리스크 관리 강화 등의 노력이 필요

선임연구원 홍지연

7) Bitfinance, 2024. 1. 9, Coinbase could expand its business in Cyprus.

8) Crypto.news, 2024. 12. 9, Standard Chartered, Virtu Financial join new U.K. crypto derivatives platform.