

OPINION

연구위원
김민기

해외상장 ETF 수요 증가의 원인과 개선 과제*

국내 투자자의 해외투자가 늘어나는 추세 속에서 해외상장 ETF에 대한 수요도 꾸준히 증가하고 있다. 관련 자료를 분석한 결과 이는 단순한 유행이라 보기 어렵고, 국내외 세제 및 규제 격차, 개인 투자자의 위험 선호가 맞물린 구조적 현상으로 해석된다. 국내상장 해외 ETF는 매매차익에 대해 배당소득세로 과세되어 금융소득으로 합산되는 반면, 해외상장 ETF는 양도소득세로 분리과세되어 고액투자자를 중심으로 해외상장 ETF를 선호하는 것으로 나타난다. 아울러 국내 규제가 엄격한 파생형 및 단일종목 상품이 해외에서는 활발히 거래되고 있고, 이는 위험을 선호하는 우리나라 투자자들의 해외 쏠림을 부추기고 있다. 이에 정책당국은 과세 체계 정비와 규제 차익 완화를 통해 국내외 금융투자상품 간 제도 격차를 합리적으로 축소하고, 국내 ETF 시장의 경쟁력과 다양성 확대를 위한 방안을 고민할 필요가 있다.

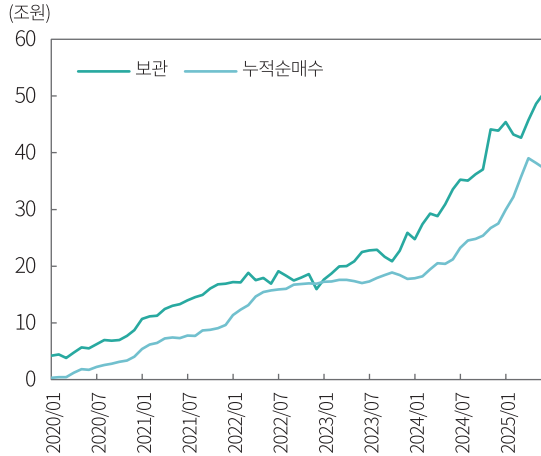
미국을 중심으로 해외자산에 대한 국내 투자자의 관심이 커지고 해외투자 접근성이 향상되면서, 해외 거래소에 상장된 금융투자상품에 대한 수요가 꾸준히 증가하고 있다. 이는 ETF(Exchange Traded Fund)도 예외가 아니어서 해외상장 ETF에 대한 국내 투자자의 매수세가 빠르게 확대되고 있다.

예탁결제원 증권정보포털(SEIBro) 오픈플랫폼을 통해 취합한 자료를 분석한 결과¹⁾, 2025년 6월 말 기준 국내 투자자의 해외상장 ETF 보유 규모는 약 50.5조원이며, 2020년 이후 해외상장 ETF에 유입된 국내 투자자 자금은 약 37.3조원에 달한 것으로 추정된다(〈그림 1〉 참고). 이는 같은 시기 ETF를 포함한 전체 해외주식 보유 금액의 27%이며, 해외상장 ETF 수요 증가와 함께 지속적으로 상승해 왔다. 또한 올해 들어 국내 투자자의 해외주식 순매수액과 거래대금 중 ETF가 차지하는 비중은 각각 49%, 46%로 나타나, 우리나라 투자자는 해외주식 외에도 해외상장 ETF를 활발히 거래하고 있음을 확인할 수 있다(〈그림 2〉 참고).

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

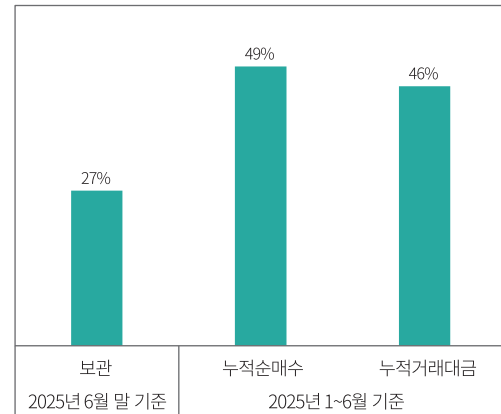
1) SEIBro 오픈플랫폼의 외화증권정보 API를 통해 종목-일자별 국내 투자자의 해외상장 ETF 보관 및 결제 자료를 취합하였고, 2020년부터 2025년 6월까지 일별 거래(결제) 상위 50개 종목 중 ETF에 해당하는 종목을 추린 뒤 수집하였다.

〈그림 1〉 국내 투자자의 해외상장 ETF 보유 및 순매수 규모



주 : 일자별 원달러 환율을 적용하여 환산
 자료: 예탁결제원 SEIBro 오픈플랫폼

〈그림 2〉 해외주식 대비 해외상장 ETF 보유 및 거래 규모



주 : 해외주식(ETF 포함) 대비 비중 표시
 자료: 예탁결제원 SEIBro 오픈플랫폼

한국거래소에 상장된 해외자산 ETF의 규모가 2025년 6월 말 기준 약 77.1조원, 2020년부터 올해 6월까지 국내상장 해외 ETF에 유입된 자금이 약 62.5조원임을 감안할 때²⁾, 앞서 산출한 해외상장 ETF의 상대적 비중은 각각 65%, 60%로 이는 상당히 유의미한 수준이다. 특히 최근 몇 년 사이 우리나라에 상장된 해외 ETF의 규모가 빠른 속도로 성장했음에도 불구하고³⁾, 국내 투자자들은 해외 거래소에 상장된 ETF 역시 꾸준히 거래한 것으로 보인다.

이러한 흐름은 높은 유동성과 운용 효율성, 넓은 자산군 등 해외상장 ETF가 보유한 경쟁 우위 때문만은 아니다. 최근 국내에서 해외 대표지수 ETF를 중심으로 운용사 간 보수 인하 경쟁이 심화되어 투자자가 부담하는 비용이 혁신적으로 줄어들었지만⁴⁾, 여전히 국내 투자자들은 더 높은 비용을 감수하고 해외상장 ETF를 적극적으로 거래하고 있다. 여기에는 다양한 요인이 복합적으로 작용했을 것으로 보이나, 본 고에서는 우리나라 투자자의 해외상장 ETF 선호 이면에 있는 국내와 해외 ETF 시장 간 제도 격차에 대해 다루고자 한다.

2) 매 거래일 ETF의 장 마감 순자산 규모에서 전 거래일 규모(1+당일 수익률)을 차감하여 종목별 순유입 자금을 추정하고, 이를 합산하여 추정하였다.
 3) 2025년 6월 말 기준 한국거래소에 상장된 해외자산 ETF의 순자산 규모는 전체 ETF 중 37%를 차지하며, 이 비중은 5년 전과 비교했을 때 약 4배 가량 증가했다.
 4) 권민경, 2025, 국내 ETF 시장의 보수 인하 경쟁에 대한 소고, 자본시장연구원 『자본시장포커스』 2025-11호.

ETF 과세 체계의 격차와 고액투자자의 해외상장 ETF 선호

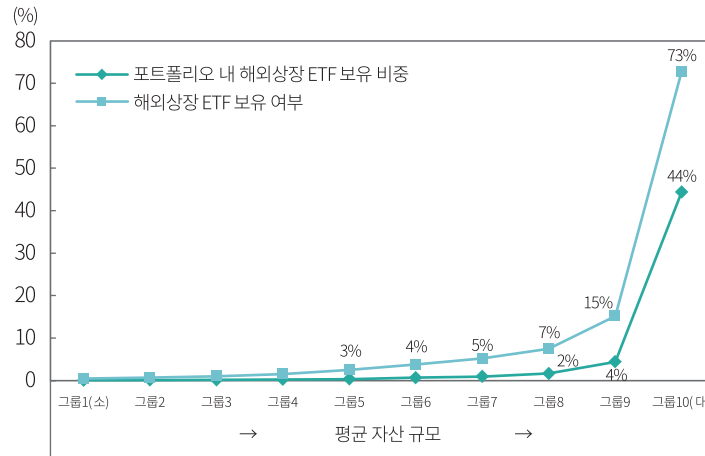
국내상장 해외자산 ETF와 해외상장 ETF의 가장 큰 차이 중 하나는 과세 방식이다. 가령 TIGER 미국S&P500과 같이 해외지수를 추종하는 국내상장 ETF는 세법상 신탁형 펀드로 분류되어, 매매차익과 분배금 모두 배당소득세로 과세된다. 여기서 배당소득세는 금융소득종합과세에 포함되는데, 금융소득이 연 2,000만원을 초과하는 투자자는 최고 49.5%에 달하는 누진세율이 적용될 수 있다. 반면 SPY, QQQ와 같이 해외상장 ETF에서 발생한 분배금은 국내상장 ETF와 똑같이 배당소득세로 과세되지만, 매매차익의 경우 해외주식과 동일하게 양도소득세(22%)로 과세된다. 양도소득은 금융소득종합과세에 합산되지 않는 분리과세 대상이다.

이러한 과세 방식의 차이로 인해 금융소득이 큰 고액투자자일수록 국내상장 해외 ETF보다 해외상장 ETF를 선호할 유인이 크다. 세금 체계가 투자 의사결정에 유의미한 영향을 미친다는 사실은 여러 연구에서 실증된 바가 있으며, 이는 펀드에도 동일하게 관찰된다.⁵⁾ 특히 한계세율이 높은 투자자일수록 세제 구조가 의사결정의 핵심 변수로 작동할 수 있다. <그림 3>은 우리나라 개인투자자 표본 자료를 분석한 결과로⁶⁾, 투자자별 보유자산 규모를 기준으로 10개의 그룹으로 구분했을 때 그룹별 해외상장 ETF 선호도를 비교한 것이다. 그림의 두 표식은 각각 그룹 내 투자자의 해외상장 ETF 보유 비중의 평균(◆)과 그룹별 해외상장 ETF를 보유한 투자자 수의 비중(■)을 나타낸 것이다. 그림에서 알 수 있듯이 보유자산이 큰 그룹일수록 해외상장 ETF를 보유한 사람이 많고, 동시에 해당 투자자의 포트폴리오 내에서 해외상장 ETF가 차지하는 비중도 높다. 일반적으로 투자자산은 소수의 고액투자자에 편중되어 있는데, 그룹10에서 해외상장 ETF의 비중이 특히 높게 나타나는 것은 고액투자자를 중심으로 과세 체계가 해외상장 ETF에 유리하게 작용했음을 시사한다.

5) 관련 연구에 따르면, 펀드 자금 유출입에는 세전보다 '세후' 수익률이 유의미한 영향을 끼친다(Bergstresser, D., Poterba, J., 2002, Do after-tax returns affect mutual fund inflows? *Journal of Financial Economics* 63(3), 381-414)

6) 국내 대형 증권사의 표본 고객 자료를 분석하였으며, 여기에는 약 12만명의 개인투자자의 국내외 주식 및 ETP, 국내 펀드, 기타 상장증권 보유 및 거래내역이 포함되어 있다(자료 기간: 2020~2022년).

〈그림 3〉 개인투자자 보유자산 규모 그룹별 해외상장 ETF 보유 비중



주 : 일평균 보유자산 규모를 기준으로 10개 투자자 그룹으로 분류
 자료: 자본시장연구원(자료 기간: 2020. 1~2022. 12)

ETF 상품 규제 격차와 위험 선호 투자자의 고위험 ETF 선호

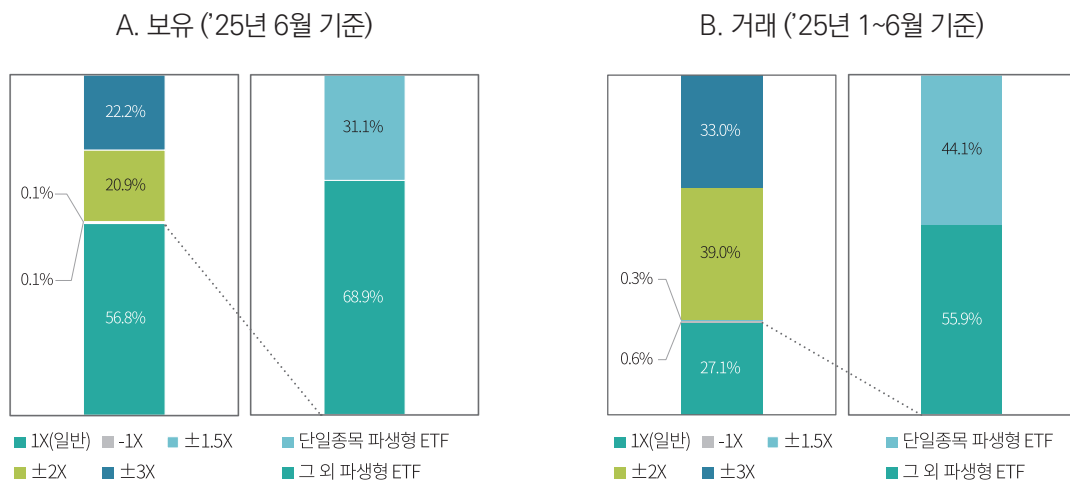
세금 못지않게 해외상장 ETF의 수요가 지속되는 요인 중 하나는 국내 투자자의 고위험 상품 선호이다. 우리나라는 투자자 보호와 시장 안정성을 중요하게 고려하여 ETF의 구조를 엄격히 규정하고 있다. 레버리지·인버스 상품과 같은 파생형 ETF는 추종배수를 2배로 제한하고 있으며, 기초지수의 분산 요건상 한 종목의 비중이 30%를 초과할 수 없다. 반면 해외 시장은 국내보다 규제가 덜한 만큼, 고배율 파생형 ETF가 가능하고 단일종목의 가격을 다양하게 추종하는 상품(Single Stock ETF)도 상장되어 거래되고 있다. 투자자 입장에서 자국 시장을 통해 접근할 수 없는 전략을 구현하기 위해 해외 금융투자상품을 이용하는 것은 자연스러운 선택이지만, 문제는 우리나라에서 투자자 보호를 위해 제한하고 있는 상품을 해외 시장을 통해 활발히 거래하고 있다는 점이다. 유럽과 미국에 이어 최근 홍콩에서도 단일종목 레버리지·인버스 ETF의 상장이 허용되었는데, 이러한 배경에는 한국 투자자의 고위험 상품 선호가 일정 부분 작용한 것으로 보인다.⁷⁾

〈그림 4〉는 2025년 1월부터 6월까지 국내 투자자의 해외상장 ETF 보유 및 거래금액 중 파생형 ETF가 차지하는 비중(각 그림의 좌측)과, 파생형 ETF 내에서 단일종목 상품의 비중(각 그림의 우측)을 나타낸 것이다. 그림 A에서 보여주듯 우리나라 투자자가 보유한 해외상장 ETF 중 일반 정배수(1X) 상품을 제외한 레버리지·인버스 ETF가 차지하는 비중은 전체 43.2%이며, 22.2%는 우리나라에 없는 ±3배 상품이다. 그리고 이러한 파생형 ETF 속에는 단일종목 추종 상품이 31.1%를 차지한다. 또한 그림 B와 같이 거래를 기준으로 보면, 파생형 상품, 파생형 내 단일종목 ETF의 비중은 더 높게 나타나며,

7) PR Newswire, 2025. 3. 24, Asia's first single stock leveraged & inverse products to debut on HKEX.

추가로 살펴본 결과 이러한 경향은 최근으로 갈수록 점차 강화되고 있다. 앞서 살펴본 국내 투자자의 해외상장 ETF 보유 및 거래 규모를 고려하면 이는 꽤 상당한 규모임을 짐작할 수 있다. 이처럼 위험 선호 성향이 강한 국내 투자자들이 높은 변동성을 보이는 해외상장 파생형 ETF를 적극적으로 활용하고 있다.

〈그림 4〉 국내 투자자의 해외상장 파생형 ETF 보유 및 거래 비중



자료: 예탁결제원 SEIBro 오픈플랫폼

결어

결국 해외상장 ETF의 수요 증가는 단순한 일시적 유행이라 보기 어렵고, 해외 상품이 지닌 경쟁 요소뿐만 아니라 국내 세제 격차와 개인투자자의 위험 선호가 맞물려 형성된 구조적 결과로 평가된다. 세제 차익은 주로 고액자산가의 절세 목적 수요를 자극하고, 국내외 거래소 간 상품 규제의 격차는 고위험 투자자들의 선택지를 해외로 확장시키고 있다. 이 두 경로는 서로 다른 투자자 집단을 대상으로 하지만, 모두 국내가 아닌 해외상장 ETF 시장으로 자금이 유출되는 공통된 결과를 초래하고 있다.

이러한 상황에서 정책당국은 제도 격차를 합리적으로 축소할 방안을 모색할 필요가 있다. 우선 세제 측면에서 복잡하게 얽힌 집합투자기구의 과세 체계를 정비하고, 무엇보다 국내에 상장된 해외 ETF와 해외상장 ETF 간 과세 형평성을 제고해야 한다. 고액자산가가 해외자산에 투자하더라도 국내 금융투자상품을 활용할 수 있도록 유도하는 것이 장기적으로 자산운용업의 기초체력을 강화하고 안정적인 성장 기반을 구축하는 데 기여할 것이다.

아울러 고위험 상품을 중심으로 규제 차익을 좇아 해외로 쏠리는 현상을 완화할 필요가 있다. 투자자 보호 원칙을 준수하면서도 정보공시 및 적합성 규제, 투자자 교육을 강화하고, 국내에서도 합리적

인 범위 내에서 대체 상품을 마련하는 방안을 검토할 수 있다. 이는 단순히 해외로 유출된 자금이 국내 금융상품시장으로 되돌리는 문제를 넘어서, 장기적으로 우리나라 ETF 시장의 깊이와 다양성을 확장하는 전략이 될 수 있기 때문이다.

OPINION

선임연구위원
김한수

MSCI 시장접근성 평가 분석과 한국의 대응 방향*

MSCI는 한국을 여전히 신흥시장으로 분류하며 2025년 평가에서도 대부분의 시장접근성 항목에서 전년과 동일한 등급을 유지했다. 특히 외환시장 자유화, 투자자 등록, 정보 흐름, 청산·결제, 이전 용이성, 투자수단 활용도 등 6개 핵심 항목에서 모두 '개선 필요' 등급을 받은 국가는 역내에서 한국이 유일하다. 이는 외국인 투자자가 체감하는 한국의 시장접근성 수준이 선진국은 물론 역내 주요 신흥국보다도 낮은 수준임을 보여준다. MSCI는 정부와 거래소가 추진한 외환시장 개방 확대, 결제·보고 절차 간소화 등의 조치를 긍정적으로 평가했지만, 실제 시장 내 정착과 외국인 투자자의 체감 개선 효과는 여전히 제한적이라고 지적했다. 따라서 이러한 한계를 해소하기 위해서는 단기적으로 영문공시 확대, 장외거래 사후 승인 절차 폐지 등 즉시 개선이 가능한 항목을 우선 정비하고, 장기적으로는 원화 역외시장 허용 등 구조적 과제를 단계적으로 추진해 시장 안정성과 투자자 신뢰를 함께 확보해야 한다. 궁극적으로는 투자자 경험 중심의 제도·관행 혁신과 글로벌 표준에 부합하는 거래 자유도와 투명성을 달성하기 위해 정부, 규제기관, 시장참여자 간 긴밀한 협력과 명확한 로드맵 구축이 필요하다.

전 세계 주식시장의 시장성 및 접근성을 종합적으로 평가하는 MSCI는 한국을 여전히 신흥시장으로 분류하고 있다. 지난 6월 발표된 MSCI 연례 시장접근성 평가에서 우리나라는 대부분의 항목에서 전년과 동일한 평가를 받았으며, 그 결과 시장의 기대와 달리 1992년 MSCI 신흥시장 지수에 편입된 이후 30여년간 해당 그룹에 머물러 있다. 본고에서는 이러한 최근 시장접근성 평가결과를 토대로 우리나라 주식시장 시장접근성 제약 요인을 진단하고 선진시장 편입을 위한 개선 과제와 정책적 시사점을 제시하고자 한다.

시장접근성 평가 결과 점검

MSCI의 국가 분류체계는 정량적 지표와 정성적 평가기준을 모두 반영한다. 정량적 지표에는 경제 규모, 발전 수준, 증권시장의 규모, 유동성 등이 포함되며 한국은 이미 해당 기준을 충족하고 있다. 따라서 향후 MSCI 선진국 지수 편입을 위해서는 정성적 평가요소인 시장접근성 지표 개선이 핵심 과제로 부각된다. MSCI의 시장접근성 평가는 외국인 투자 개방성, 자본 유출입 용이성, 운영체계 효율성, 투자상품 이용 가능성, 제도적 안정성 등 5개 부문, 총 18개 세부 항목을 대상으로 한다. 각 항목은

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

‘++’(이슈 없음), ‘+’(개선 가능), ‘-’(개선 필요)의 3단계로 평가된다.

2025년 6월 MSCI 시장접근성 평가 결과에 따르면 선진국 지수에 포함된 23개국 중 스페인을 제외한 22개국은 ‘개선 필요(-)’ 등급을 받은 항목이 전무하다.¹⁾ 또한 23개국 가운데 17개국은 모든 항목에서 최고 등급(‘++’)을 유지했으며, 나머지 6개국 중 스페인을 제외한 5개국도 최대 2개 항목에서만 ‘개선 가능(+)’ 등급을 받았다. 이러한 결과를 종합하면 시장접근성 평가에서 ‘개선 필요(-)’ 등급이 포함될 경우 선진국 분류 자체가 사실상 어려우며 대부분의 항목에서 최상위 등급(‘++’)을 확보해야만 선진국 수준의 시장접근성을 인정받을 수 있음을 보여준다.

반면 한국은 2025년 시장접근성 평가에서 6개 항목이 ‘개선 필요(-)’, 5개 항목이 ‘개선 가능(+)’ 등급을 받아 선진국 지수 편입국과의 시장접근성 격차가 뚜렷하게 드러난다. 특히 개선 필요 등급을 받은 6개 항목은 외국인 투자 절차, 비용, 거래제도 등 외국인 투자자의 편의성과 직결되는 핵심 영역으로 한국이 시장접근성 측면에서 구조적으로 크게 뒤처져 있음을 시사한다. 또한 전년도 평가와 비교했을 때도 공매도 제도 항목이 한 단계 상향 조정된 점을 제외하면 나머지 항목의 등급 변화가 전무하였으며, 2014년 관찰대상국 지정 해제²⁾ 이후 10여년간 지속적으로 신흥시장 지위에 머물러 있다는 점에서도 등급 상향 조정을 위해서는 전면적인 제도 및 구조 개편이 필요함을 보여준다.

다만 MSCI는 최근 한국 정부와 거래소가 시행한 외환·자본시장 접근성 개선 조치에 대해서는 일정 부분 긍정적인 평가를 내렸다. 최근 시장접근성 평가에서 언급된 주요 조치에는 역외 외환시장 개방 확대, 외환거래 시간 연장, 결제·보고 절차 간소화, 외국인 투자자 등록제 폐지, 법인식별번호(LED) 도입 등이 포함된다. 그러나 MSCI는 이러한 변화에도 불구하고 외국인 투자자 등록 절차에서는 여전히 운영상 어려움(operational hurdles)이 존재하며, 옴니버스 계좌나 장외거래 제도가 실제 시장에서 활성화되지 못하는 등 이행 측면에서의 제도개선 효과는 제한적이었다고 지적하고 있다. 이는 제도 개편에도 불구하고 복잡한 절차, 제한된 거래시간과 상품, 국제 기준과의 불일치 등 구조적 제약이 여전히 해소되지 않았음을 의미하며, 실질적인 시장 접근성 제고를 위해서는 규제 완화와 더불어 인프라 개선이 병행되어야 함을 시사한다.

역내 주요국 시장접근성 평가 비교

우리나라의 시장접근성 현황을 보다 구체적으로 진단하기 위해 역내 주요국과의 시장접근성 등급을 비교했을 때도 한국의 취약성은 뚜렷하게 드러난다. <표 1>에 나타난 바와 같이 MSCI가 평가한

- 1) 스페인은 선진국 그룹에서 유일하게 ‘외국인 추가투자 여력(Foreign Room Level)’ 항목에서 ‘-’ 등급을 받았는데, 이는 자국 최대 기업인 IAG(International Airline Group)의 외국인 투자 비율 제한 규정을 유지하고 있는 점이 저평가 요인으로 작용하고 있는 것으로 파악된다.
- 2) MSCI는 2008년 한국을 선진국 지수 편입 가능성을 검토하는 ‘관찰대상국(Watch List)’에 포함시켰으나, 외환시장 개방 수준, 외국인 투자 관련 절차·제도 등의 개선이 미흡하다고 판단해 2014년 이를 해제하였다.

국내 저평가 6개 항목 전부에서 최하 등급('개선 필요(-)')을 받은 국가는 역내 주요국 중 한국이 유일하다. 일본·홍콩·싱가포르 등 선진국은 대부분의 항목에서 최고 등급('이슈 없음(++)')을 유지하고 있으며, 전체 18개 항목 중 '개선 필요' 등급을 받은 항목 수를 기준으로 봐도 한국은 자본시장 개방 수준이 상대적으로 낮은 중국과 동일하게 6개 항목에서 저평가를 기록했다.³⁾ 이러한 결과는 한국의 시장 접근성 수준은 선진국은 물론 역내 주요 신흥국보다도 뒤쳐져 있음을 보여주며 구조적·제도적 개선이 시급함을 재확인시킨다. 선진시장 편입을 목표로 하는 우리나라 입장에서 결코 간과할 수 없는 현실이다.

〈표 1〉 MSCI 한국 지적사항에 대한 역내 주요국 현황 비교

	선진시장 (MSCI Developed Markets)							
	호주	홍콩	일본	뉴질랜드	싱가포르			
외환시장 자유화	++	++	++	++	++			
투자자 등록	++	++	++	++	++			
정보 흐름	++	++	+	++	++			
청산 및 결제	++	++	++	++	++			
이전 용이성	++	++	++	++	++			
투자수단 활용도	++	++	++	++	++			
	신흥시장 (MSCI Emerging Markets)							
	한국	중국	인도	인도네시아	말레이시아	필리핀	대만	태국
외환시장 자유화	-	+	-	-	+	-	-	+
투자자 등록	-	+	-	++	++	++	-	++
정보 흐름	-	+	++	+	++	++	+	++
청산 및 결제	-	-	-	+	++	+	-	+
이전 용이성	-	-	-	+	+	++	+	++
투자수단 활용도	-	+	-	++	++	++	++	++

주 : '++' (이슈 없음), '+' (특별한 이슈 없으나 개선 가능), '-' (개선 필요)

자료: MSCI

이러한 역내 주요국과의 시장접근성 격차는 개별 평가항목에서도 뚜렷하게 확인된다. 먼저 외환시장 자유화 항목의 경우 현물환 역외거래가 전면 금지된 국가는 한국과 인도, 인도네시아, 필리핀, 대만 등 소수에 불과하다. 일부 국가는 역외거래를 허용하되 활용 범위에 제한을 두거나 중앙은행의 개입 강도가 높아 '개선 가능(+)' 등급을 받는다. 한국은 2024년 이후 외환시장 개방 조치를 단계적으로 시행했음에도 역외거래 금지라는 근본 구조는 유지되고 있어 여전히 '개선 필요(-)' 평가에서 벗어나지

3) 2025년 MSCI 시장접근성 18개 평가항목 기준 최저등급을 받은 항목수는 대만(3개), 태국(3개), 말레이시아(0개) 등이다.

못하고 있는 것으로 평가된다.

또한 한국은 인도·대만과 함께 외국인 투자자 등록 관련 제약이 존재하는 국가로 분류된다. 인도와 대만은 역내 주요국 중 유일하게 외국인 투자자 등록제도를 유지하고 있으며, 최근 등록 절차 간소화 등 일부 개선 조치를 시행했으나 외국인 투자자가 증권시장에 참여하려면 여전히 의무적으로 등록해야 한다. 한국의 경우에는 2023년 12월 제도 개편으로 투자자 등록 의무제를 폐지했음에도 불구하고 여전히 계좌 개설 절차의 복잡성, 사전·사후 보고의무 등 실질적 진입 장벽이 남아 있어 낮은 평가를 받고 있는 것으로 나타났다.

정보 흐름 측면에서도 한국은 영문 공시 범위와 배당 절차 투명성에서 미흡하다는 평가를 받고 있으며, 특히 역내 주요국 중 해당 항목에서 최하위 등급을 받은 국가는 없다는 점에서 개선 필요성이 크다. <표 2>에 나타난 바와 같이 최근 정부는 주요 상장사를 대상으로 단계적 영문 공시 의무화를 확대하는 조치를 시행하고 있으나 이행 수준과 범위 등이 여전히 일본·대만 등 주요 경쟁국에 비해 뒤처지고 있어 추가적인 개선이 요구된다.⁴⁾

<표 2> 단계적 영문공시 확대 방안

		주요 내용
1단계 의무화 (2024년)	대상법인	자산 10조원 이상(외국인 지분율 5% 미만 제외) 및 외국인 지분율 30% 이상 (자산 2~10조원) 코스피 상장사
	대상항목	거래소 공시(주요 경영사항 공시) 중 결산 관련 사항, 법정공시 공통 사항, 매매거래정지 수반 사항
	공시시한	국문공시 후 3영업일 이내
2단계 의무화 (2026년 예정)	대상법인	자산 2조원 이상 코스피 상장사
	대상항목	거래소 공시 및 일부 법정공시(영문요약본)
	공시시한	국문공시와 동시 제출

주 : 2단계 의무화 방안 개시 시점은 미확정
 자료: 금융위원회, 한국거래소

청산 및 결제 부문에서는 옴니버스(Omnibus) 계좌 활용도가 핵심 평가 요소로 작용하며, 한국은 중국·인도·대만과 함께 해당 항목에서 최하위 등급으로 분류된다. 인도는 외국인 투자자의 통합 계좌 개설을 불허하고 있으며, 대만은 개설 자체는 허용하나 투자자 등록 의무제 등으로 활용도가 제한돼 낮은 평가를 받고 있다. 한국의 경우에도 개별 투자자별 KYC(고객신원확인) 규제, 결제계좌 개설 절차의 복잡성, 제한적인 결제 인프라 등이 맞물려 제도의 실효성이 떨어지고 있다. 특히 외국인

4) 일본은 MSCI 선진국 지수 편입국 중 유일하게 영문 공시 부족으로 정보 흐름 항목에서 '개선 가능' 등급을 받았으며, 이를 개선하기 위해 2025년 4월 도쿄증권거래소는 프라임시장 상장사의 중요정보 즉시 영문 공시를 의무화하였다.

통합계좌의 활용도는 국채 부문과 주식 부문에서 뚜렷한 차이를 보인다. 국채 부문은 세계국채지수(WGBI) 편입을 계기로 활용이 크게 확대된 반면 주식 부문은 통합계좌 개설이 허용됐음에도 현재까지 개설 실적이 전무하다.⁵⁾

이전 용이성 부문에서 한국은 외국인 투자자의 장외거래를 원칙적으로 제한하고 금융감독원 사전 심사 후에만 예외적으로 허용하는 구조로 인해 낮은 평가를 받고 있다. 이러한 제약 수준은 중국·인도·인도네시아와 유사하다. 말레이시아와 대만은 제도상 장외거래를 허용하지만 각각 사전 승인 요건과 거래 구조의 복잡성으로 인해 활용도가 낮다는 점에서 '개선 가능(+)' 등급으로 평가된다.

투자수단 활용도 부문에서도 한국은 주식시장 데이터와 이를 활용한 금융상품의 해외 거래가 제한적이라는 점이 문제로 지적된다. 2024년 12월 한국물 지수 기반 파생상품의 해외 상장이 허용됐으나 아직 초기 단계에 머물러 있으며, 인도 역시 유사한 제약으로 '개선 필요(-)' 등급을 받고 있다. 반면 대만·말레이시아 등은 상대적으로 개방적인 제도를 운영하며 '개선 가능(+)' 이상의 평가를 받고 있다.

〈표 3〉 한국물 지수기반 파생상품의 해외거래소 상장 추진 계획

구분	내용
1단계(2024. 12. 26)	글로벌 지수사업자(MSCI 및 FTSE Russell)와 한국물 지수기반 파생상품의 해외거래소 상장을 위한 MOU 체결
2단계(2025년 3월 목표)	지수사업자와 정보이용계약 체결
3단계(2025년 하반기)	한국물 지수기반 파생상품 해외거래소 상장 : 유동성 유출 최소화를 위해 국내 파생상품시장 주간 거래시간과 중첩되지 않는 해외거래소에 우선 상장 추진
4단계(2026년 이후)	한국물 지수기반 파생상품 거래지역·시간 확대 : 국내 시장참가자와 긴밀히 소통하고, 유동성 유출 등 시장동향을 면밀히 점검한 후 추가 개방시기를 검토

자료: 한국거래소 보도자료 재정리

이러한 역내 주요국과의 시장접근성 항목별 비교 결과 한국은 글로벌 표준 대비 전반적으로 제한적인 수준에 머물러 있음이 분명히 드러난다. 외환시장, 투자자 등록, 정보 제공, 청산·결제, 이전 용이성, 투자수단 활용도 등 주요 영역 전반에 제약이 지속되고 있으며, 이는 최근 일부 제도개선에도 불구하고 시장참가자가 체감할 수 있는 실질적 변화로 이어지지 못하고 있다. 또한 이러한 취약성은 선진국은 물론 역내 신흥국 대비에서도 두드러져 외국인 투자자들의 한국 자본시장에 대한 구조적 제약 인식을 더욱 강화하고 있으며, 이는 MSCI가 여전히 한국을 신흥시장으로 분류하는 근거 중 하나이자 접근성 평가 점수를 낮추는 주요 요인으로 작용하고 있다.

5) 한국예탁결제원에 따르면 2025년 6월 기준 국제통합계좌를 통한 예약원 보관 잔고는 6조원을 상회하고 있는 것으로 나타난다.

시사점

MSCI의 시장접근성 평가는 단순히 제도 존재 여부를 넘어 실제로 선진시장 수준의 거래 관행과 인프라를 갖추었는지를 중점적으로 본다. 핵심은 외국인 투자자가 영국·미국 등 선진시장과 동일한 수준의 거래 편의성을 한국에서도 누릴 수 있는가 하는 점이다. 그러나 앞서 살펴본 항목별 비교에서 드러난 것처럼 한국 시장은 여전히 구조적 제약이 존재해 선진국은 물론 일부 역내 신흥국보다도 낮은 평가를 받고 있다. 이는 우리나라 자본시장의 국제 경쟁력 제고를 위해 보다 근본적이고 전면적인 개선이 필요함을 시사한다.

이러한 관점에서 우리나라가 저평가를 받고 있는 6개 항목에 대해서는 접근방식의 근본적인 전환이 필요하다. 해당 항목은 모든 선진국 지수 편입국이 최고 등급을 받은 분야로 현행 방식의 한계를 인정하고 글로벌 투자자 기준에 부합하는 방향으로 제도개선을 추진해야 한다. 예컨대 지난해부터 시행된 외국기관(RFI) 선별 참여 허용을 통한 외환시장 개방은 긍정적인 조치이나 역외시장을 통한 24시간 거래가 가능한 주요국 수준에는 미치지 못한다는 한계가 분명하다. 실제로 MSCI 선진국 지수에 편입된 23개국의 통화는 모두 역외거래에 제한이 없으며, 투자자는 런던-뉴욕-홍콩-싱가포르로 이어지는 글로벌 24시간 외환거래 네트워크를 통해 시차와 무관하게 유동성이 풍부하고 효율적인 거래 환경을 이용할 수 있다.

반면 한국은 여전히 역외 원화거래를 금지하고 있어 글로벌 주요 통화와 비교해 거래 접근성과 유동성 측면에서 근본적인 제약이 존재한다. 이는 외국인 투자자의 환헤지 비용과 거래 효율성을 저하시킬 뿐 아니라 한국 자본시장이 글로벌 투자 포트폴리오에서 전략적 비중을 확대하기 어렵게 만드는 요인으로 작용한다. 이러한 구조적 제약은 MSCI 선진국 지수 편입 과정에서 핵심 장애 요인으로 작용하지만, 외환시장 전면 개방은 환율 변동성 관리, 외환보유액 운용, 국내 금융기관의 시장 대응 역량 등과 직결되는 고난도 과제로 단기간에 추진하기 어려운 한계를 지닌다.

따라서 MSCI 편입 전략은 이와 같은 구조적이고 민감한 과제를 장기 로드맵에 포함시키되 정책적 판단에 따라 단기간에 개선이 가능한 항목은 우선적으로 추진하는 방식으로 단기·장기 과제를 명확히 구분해 단계적으로 접근할 필요가 있다. 예를 들어 기업의 영문 공시 품질·범위 확대, 장외거래 사후 승인 절차 폐지, 결제·보고 절차 간소화 등은 비교적 짧은 기간 안에 실질적 변화를 만들어낼 수 있는 영역이다. 반면 원화 역외시장 허용과 같은 구조적 개방 조치는 금융시장 안정성 확보, 제도 정합성 점검, 이해관계자 협의 등을 거쳐 점진적으로 추진해야 한다.

궁극적으로 한국이 MSCI 선진국 지수에 편입되기 위해서는 단편적인 제도개선을 넘어 투자자 경험을 중심에 둔 제도 및 관행의 전면적인 혁신이 필요하다. 동시에 글로벌시장 표준에 부합하는 거래 자유도와 투명성을 확보하는 것이 핵심 과제다. 이를 위해 정부, 규제기관, 시장참여자 간 긴밀한 협력

체계를 구축하고, 명확한 로드맵에 기반한 단계적이고 일관된 이행을 추진해야 한다. 이러한 노력이 뒷받침될 때 비로소 한국 자본시장은 선진국 지수 편입뿐 아니라 장기적으로 국제 금융시장에서의 위상과 경쟁력을 지속적으로 강화할 수 있을 것이다.

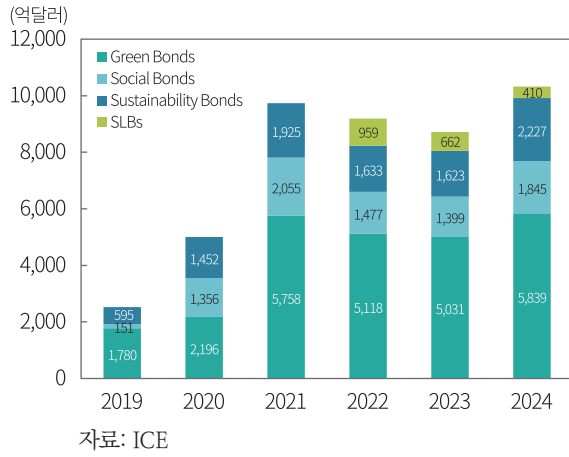
ZOOM -IN

그린본드 원칙 업데이트 및 글로벌 그린 본드 동향

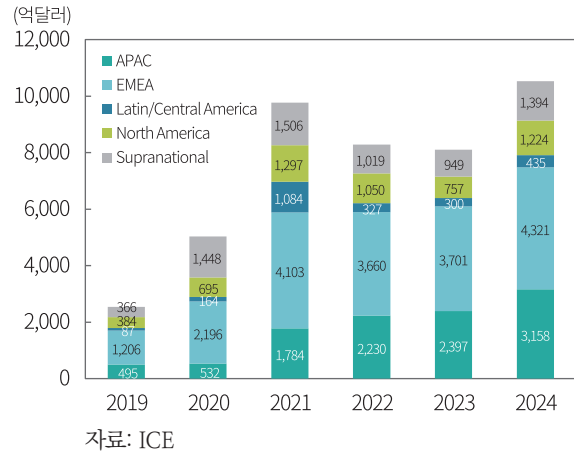
- 글로벌 지속가능 채권 발행은 꾸준히 증가하여 2024년 1조 달러를 기록하였으며, 그 중 그린본드가 가장 많은 비중을 차지
- 지속가능채권의 가이드라인을 제공하는 국제자본시장협회는 최근 그린본드원칙을 개정하여 그린본드 적용 범위를 확대
- 이러한 상황 속에서 유럽은 여전히 그린본드 시장을 선도하고 있으며 최근 EuGB를 발효하여 해당 기준에 맞는 그린본드 발행
- 미국은 2024년 그린본드 발행이 늘어났으나 최근 그린허싱 등 미국 내 관심이 낮아짐
- 아시아 지역은 지속가능채권이 꾸준히 성장해오고 있으나 일본은 그 구성에 뚜렷한 차별점이 보임

- 글로벌 지속가능(Green, Social, Sustainability, Sustainability-linked: GSSS) 채권에 대한 관심은 꾸준히 증가하고 있으며, 그 중 그린본드는 가장 큰 비중을 차지
 - 지속가능채권은 그린본드(Green Bond), 소셜본드(Social Bond), 지속가능성채권(Sustainability Bond), 지속가능성연계채권(Sustainability-linked Bond: SLBs)으로 구분
 - 그린본드는 신재생에너지 등 친환경 프로젝트나 사회기반시설 투자를 위한 자금, 소셜본드는 사회가치 창출 사업 투자를 위한 자금, 지속가능성채권은 그린본드와 소셜본드 모두에 해당하는 투자를 위한 자금을 위해 발행하는 채권이며, 지속가능성연계채권은 발행기관이 사전에 정한 목표 달성 여부에 따라 이자율 등 채권 특성이 변경될 수 있는 채권
 - ICE(Intercontinental Exchange)에 따르면 글로벌 지속가능채권은 2019년부터 꾸준히 증가하여 왔으며 2024년에는 전년 대비 20% 증가하여 1조 달러를 기록
 - 이 중 그린본드는 약 5,839억 달러로 전체 중 57.67%를 차지하였으며, 그 뒤를 지속가능성채권(2,207억 달러, 22%)과 소셜본드(1,845억 달러, 18.23%)가 차지
 - 그린본드는 2021년 5,758억 달러로 전년 대비 약 162% 증가하며 크게 성장하였으나 이후 약간의 하락세를 보이다가 2024년 고점을 갱신

〈그림 1〉 2024년 지속가능채권 종류별 발행액



〈그림 2〉 2024년 지속가능채권 지역별 발행액

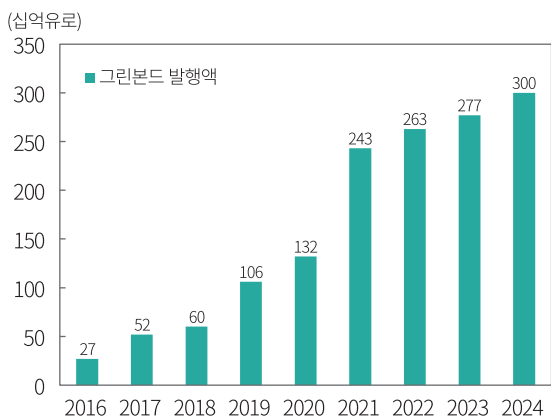


□ 그린본드의 성장에 맞춰 국제자본시장협회(International Capital Market Association: ICMA)는 2025년 6월 그린본드원칙(Green Bond Principles: GBP)을 개정

- 그린본드원칙은 그린본드의 신뢰성과 투명성을 높이기 위해 마련된 국제 가이드라인으로 자금 사용처, 프로젝트 평가 및 선정 절차, 자금 관리, 보고의 네 가지 핵심 요소를 중심으로 구성
 - 자금 사용처: 발행대금은 적격 그린 프로젝트(예: 기후변화 완화, 기후변화 적응, 천연자원 보존, 생물다양성 보존, 환경오염 방지 및 통제 등)에 사용되어야 하며, 신규사업과 기존사업의 재대출을 구분하고 그 비율을 명시하도록 권장
 - 평가 및 선정 절차: 발행자는 투자자에게 적격 그린 프로젝트의 목표, 선정 기준, 리스크 관리 절차 등을 명확히 전달
 - 자금 관리: 전용 계좌 및 포트폴리오를 통한 추적·관리가 이루어져야 하며, 잔액 변동에 따른 주기적인 조정이 필요하고, 외부 감사 또는 제3자의 검증이 권장
 - 보고: 자금 전액이 집행 시까지 매년 프로젝트 목록, 집행금액, 예상 및 실제 효과가 포함된 연간 보고서를 발간하여야 함
- 이번 개정의 주요 내용은 그린 프로젝트 정의 범위 확대와 2024년 Green Enabling Projects Guidance의 반영으로 더 넓은 산업·기술 영역을 포괄하는 것
 - 기존 그린 프로젝트 분류는 자산, 투자, 기타 관련 지출로 나누어지는데 여기에 활동 부문(activity category)을 추가
 - 단순히 자산 투자만이 아니라 실질적인 ‘그린 활동’의 이행 및 운영, 서비스 제공, 행동 변화, 운용 효율화까지 적격 범주에 포함함을 의미
 - 예를 들면 재생에너지 설비 설치뿐 아니라, 설비의 운영 및 유지관리 활동에 필요한 인건 및 운용비, 에너지효율 개선을 위한 현장 교육, 탄소저감 행동 유도 프로그램 운용비 등

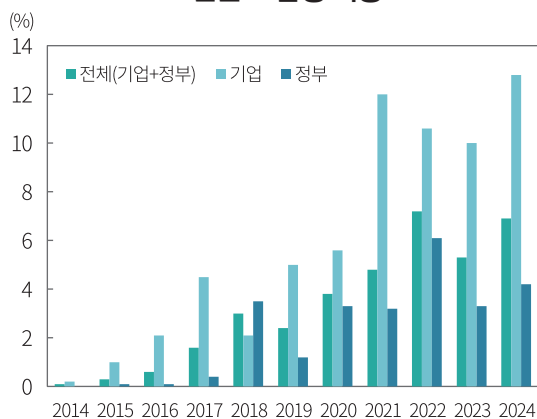
- 또한, Green Enabling Projects도 그린본드의 그린 프로젝트로 반영하면서 본질적으로 그 자체가 그린 프로젝트는 아니지만 그 가치사슬에 필수적인 개발, 제조, 이행 등의 활동도 그린 본드를 통해 지원할 수 있도록 인정

〈그림 3〉 유럽 그린본드 발행액 추이



자료: AFME

〈그림 4〉 유럽의 각 주체별 전체 채권 발행 대비 그린본드 발행 비중



자료: EEA

□ 한편, 지속적인 성장 속에서 유럽은 글로벌 그린본드 시장을 선도하는 지역으로, 2024년 글로벌 그린본드 발행액 중 약 51.7%를 차지¹⁾하였음

- 유럽금융시장협회(Association for Financial Markets in Europe: AFME)에 따르면 2024년 유럽의 그린본드 발행은 3,000억 유로를 기록²⁾
- 유럽환경청(European Environment Agency)은 유럽 전체 채권 발행 중 그린본드 발행이 차지하는 비중이 점진적으로 상승하고 있으며 특히 기업의 전체 채권 발행 중 그린본드 발행 비중이 큰 증가를 보여주고 있다고 밝힘

□ 그린본드 규제 체계인 EU Green Bond Standard(EuGB)가 발효

- EuGB는 2024년 12월 21일 발효되었으며 그린본드 발행에 대한 자발적 표준으로 그린본드 신뢰성 제고, 투자자 보호 강화, EU 지속가능금융 정책과의 정합성 확보 등을 추구
- 그린본드 발행 전 공식 등록된 외부 감사자의 사전 검토를 거쳐야 하며 발행 후에는 지속 가능 보고서를 제출하여야 함
- 또한, 조달된 자금의 최소 85%는 EU 분류체계(EU Taxonomy)의 녹색분류체계에 부합하는 사업에 할당되어야 하며 모든 수익은 EU 녹색분류체계의 환경목표를 따르고 중대한 해를 끼치지 않아야 함

1) ICE, 2025. 2, Sustainable Bond Analysis.

2) AFME, 2025. 3, ESG Finance Report 2024 Q4.

- EuGB가 발효되면서 이탈리아 공기업 A2A가 최초로 기준에 부합하는 5억 유로 규모의 채권을 발행하였으며, 유럽투자은행(EIB)은 30억 유로의 대형 그린본드를 EuGB 기준으로 발행³⁾

□ 미국은 2024년 그린본드 발행 금액이 증가하였으나 이후 주춤하고 있으며, 최근 정권 교체 이후 그린허싱(Greenhushing) 현상이 나타나고 있음

- ICE는 2024년 미국의 지속가능채권 발행이 전년 대비 60% 증가하였으며, 그 중 64%가 그린본드로 글로벌 그린본드 발행에서 약 13%를 차지한다고 밝힘⁴⁾
- 다만, 2025년 1월부터 5월까지의 그린본드 발행은 244억 달러에 그치면서 전년 433억 달러 대비 43% 감소
- 또한, 그린허싱 등 미국 내 ESG에 대한 인식과 태도가 부정적으로 변하고 있는 모습도 보임
 - 그린허싱은 ESG 활동을 하면서도 이에 대한 정보를 공개하지 않는 현상을 일컫는데 Conference Board에 의하면 올해 전반기 Russell 3000 기업 중 지속가능성 보고서를 제출한 기업은 432개로 전년 831개 대비 50% 감소⁵⁾
 - 금융시장에서도 이러한 모습이 나타나며 Bank of America, Morgan Stanley, Citigroup, JPMorgan, Goldman Sachs 등 주요 금융기관들이 Net Zero Banking Alliance(NZBA)⁶⁾에서 탈퇴⁷⁾하였으며, Wells Fargo는 탄소중립 목표를 완전 철회

□ 아시아 태평양 지역의 지속가능채권은 꾸준히 성장하여 유럽과 격차를 좁혀나가고 있으며 다른 지역과 마찬가지로 그린본드가 주를 이루나, 일본은 특히 기후 전환 채권의 성장이 두드러짐

- ICE에 의하면 아시아 태평양 지역의 지속가능채권은 5년 내내 침체 없이 꾸준히 성장하고 있으며, 2024년 기준 전체 지속가능채권 발행의 30%를 차지
- 일본은 2023년 7월 화석에너지에서 청정에너지로의 산업 및 사회 구조 전환을 의미하는 녹색전환(Green Transformation; GX) 전략을 발표하였으며, 이의 일환으로 2024년 2월 세계 최초로 1조 6천억 엔 규모의 '탈탄소 성장형 경제구조 이행채권'이라는 이름의 기후 전환 채권(Transition Bond)을 발행⁸⁾
 - 기후 전환 채권은 고탄소 산업의 탄소 저감 및 에너지 효율 개선을 위한 자금 마련을 위한 것으로 그린본드에 비해 상대적으로 자금 활용 범위가 넓음
 - 일본은 향후 10년간 총 20조 엔 규모의 기후 전환 채권을 발행하여 2050 탄소중립 목표를 달성하기 위한 재원을 마련하고자 함

3) IEEAFA, 2024. 4. 14, European Investment Bank sets example with Eu Green Bond Issuance.

4) ICE, 2025. 2, Sustainable Bond Analysis.

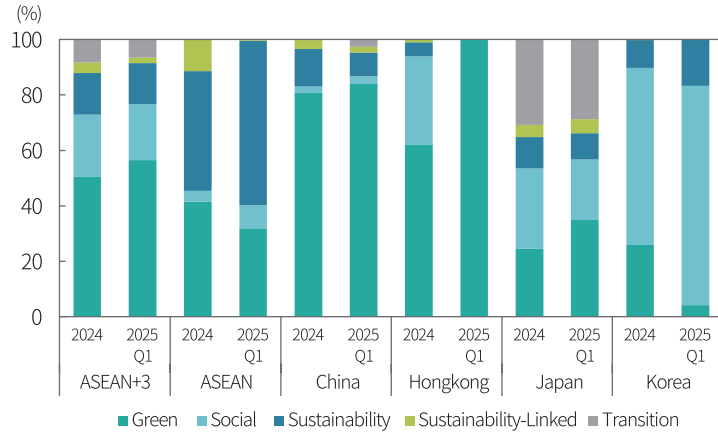
5) The Conference Board, 2025. 7. 9, Why fewer companies are publishing sustainability reports in 2025.

6) 2021년 4월 출범한 UN 산하 기후 이니셔티브로 2050년까지 은행의 대출, 투자 및 자본 시장 활동의 순탄소배출 제로를 목표로 함

7) 이승은·이상원, 2025. 1. 21, 최근 미국 대형은행들의 NZBA 탈퇴 배경 및 시사점, 국제금융센터.

8) 이보람·손원주, 2024. 4. 1, 일본의 'GX 경제 이행채' 추진 현황 및 시사점, 대외경제정책연구원.

〈그림 5〉 ASEAN+3 지속가능채권 발행 국가별 비중



자료: AsianBondsOnline

연구원 최지운

ZOOM
-IN미국 BDC 제도의 유인 체계 설계와
국내 도입 시사점

- 최근 국내 벤처투자 시장의 스케일업 자금 공백 해소와 민간 유휴자금 활용을 위해 추진되어 온 기업성장집합투자기구 도입이 가시화되면서 모험자본 시장 참여자들의 관심이 확대
- 미국은 BDC를 도입해 투자대상 규율과 경영자문 의무를 바탕으로 레버리지·세제·자본조달·보수체계를 유인적합적으로 결합한 제도 기반을 구축
- BDC 유인체계는 운용사에겐 규모 확대와 순투자이익(NII) 유인을, 투자자에겐 RIC 기반의 고배당 구조를, 피투자기업에겐 신속·확정성 자금과 경영자문을 제공
- BDC는 중소·성장기업 자금공급을 확대하며 중간시장 LBO의 핵심 채널로 자리잡고 보수적 포트폴리오·고배당으로 안정성과 환원 가시성을 높였으나, 최근 PIK 상승·만기 집중·스프레드 압박 등에 따른 사이클 리스크 관리가 요구됨
- BDC 도입시 국내에도 시장형 자금중개 체계 기반이 마련되는 만큼 실효성·지속가능성 제고를 위해 미국 BDC 운용 경험을 반영해 국내 규율체계와 세부 운영기준을 보완·정교화할 필요가 있음

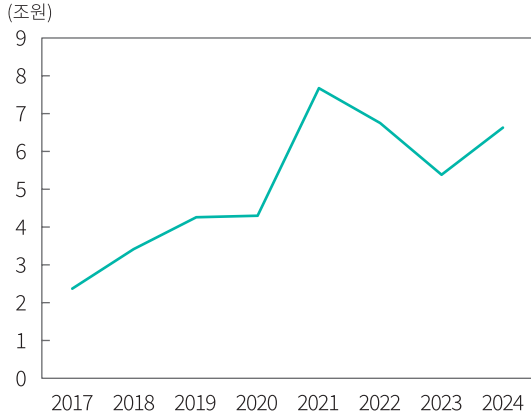
- 최근 국내 벤처투자 시장의 스케일업 자금 공백 해소와 민간 유휴자금 활용을 위해 추진되어 온 기업성장집합투자기구 도입이 가시화되면서 모험자본 증개기관 및 시장 참여자들의 관심이 확대
 - 국내 벤처투자 규모는 증가하였으나 벤처·혁신기업의 스케일업 투자자금 수요 충족에는 한계
 - 국내 벤처투자조합 투자금액은 2017년 2.4조원에서 2021년 7.7조원으로 3배 이상 성장하였으나 이후 국내외 금리 인상 등에 기인하여 감소세를 이어오다 2024년 6.6조원을 기록¹⁾
 - GDP대비 벤처투자금액 비중은 2017년 0.07%에서 2023년 0.14%로 크게 증가하였으나 벤처투자 선진국인 이스라엘 1.27%, 미국 0.47%와 비교하여 낮은 수준²⁾
 - 후기 벤처투자조합의 2019~2023년 최근 5년간 평균 후속투자³⁾ 비중은 72% 수준으로 동기간 미국의 평균 후속투자 비중이 90%인 것과 비교하여 낮은 수준

1) 2024년 국내 벤처투자의 증가는 ICT 부문 투자 증가에 기인한 것으로 전년대비 증가액 1조 2,338억원에서 ICT 서비스 및 ICT제조 부문의 비중이 각각 50%, 10%로 2024년 벤처투자 증가의 60%를 ICT 부문이 차지

2) OECD, Venture capital investments (market statistics).

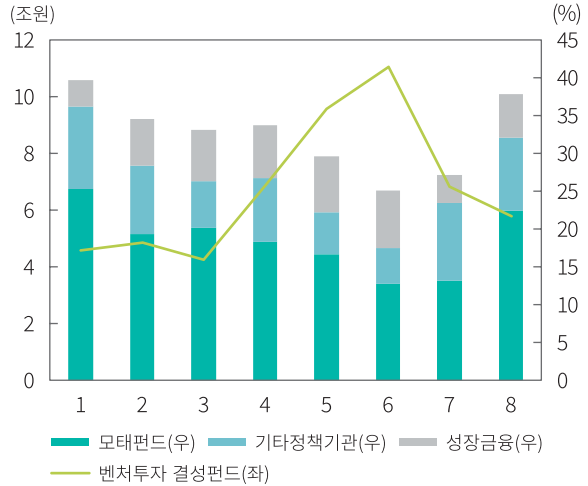
3) 투자업력 3년 이하는 초기, 3~7년은 중기, 7년 초과는 후기로 구분하며 후속투자는 중기와 후기 투자의 합

〈그림 1〉 국내 벤처투자 추이



자료: 한국벤처캐피탈협회

〈그림 2〉 국내 벤처투자 펀드결성 추이 및 정책금융 비중 추이



자료: 한국벤처캐피탈협회

- 국내 벤처펀드 결성은 정부 주도 정책금융 중심에서 민간 비중이 확대되는 추세였으나 금리 상승 및 시장변동이 확대되면서 민간자금이 급격히 위축되고 정책금융의 마중물 역할이 재강화되며 여전히 높은 정책금융 의존도가 높은 구조를 유지
 - 벤처투자조합 펀드결성에서 정책금융 비중은 2017년 40%수준에서 2022년 25%까지 하락하였으나 최근 민간 부문 출자자가 크게 위축되면서 정책금융 비중은 2024년 38%로 다시 증가
 - 2024년 모태펀드 비중은 22.4%로 2021년대비 5.7%p로 가장 크게 증가하였는데, 민간 LP 위축 국면에서 정부가 마중물 공급을 강화하며 2024년 1조원 출자를 집행한 데 따른 결과
- 민간자본 벤처생태계 전환과 혁신기업 스케일업을 위한 안정적 장기자본 수요가 커지며 기업성장집합투자기구 도입을 담은 자본시장법 개정안이 2025년 7월 여야 합의로 국회 정무위 법안 심사소위를 통과
 - 기업성장집합투자기구는 미국의 BDC(Business Development Company)를 벤치마킹하여 도입이 추진된 제도로 일정 비율 이상을 비상장 벤처·혁신기업 등에 투자하는 폐쇄형 공모 집합투자기구로 혁신기업으로의 장기 자금공급 및 후속투자에 적합한 구조
 - 공모 방식으로 일반투자자의 참여가 가능하고 증권시장 상장을 통해 유통 및 환금성이 확보되므로 민간자본의 모험자본 시장 참여를 유도하는 기능을 수행
- 기업성장집합투자기구 시행의 제도적 기반 마련으로 향후 국내 모험자본 시장 전반의 변화가 예상되면서 다양한 모험자본 중개 기관 및 시장 참여자의 관심이 크게 증가

- 미국은 일찍이 BDC 제도를 도입하여 투자대상 70% 규정과 경영자문의무를 부과함으로써 중소기업·혁신기업에 대한 자금공급 확대와 자문 지원을 통한 기업가치 제고를 결합한 구조로 설계
 - 미국에서는 1980년 SBIA 제정을 통해 1940년 투자회사법상 폐쇄형 투자회사인 BDC를 도입함으로써 신생·성장기업으로의 민간자금 유입을 제도화
 - 1970년대 VC의 공모 조달이 규제로 제약되며 신생 혁신기업에 자금공급 공백이 발생함에 따라 이를 해소하기 위한 대안을 모색하는 과정에서 BDC 도입이 논의
 - 소규모·성장기업에 자금공급을 확대하기 위한 목적으로 1980년 SBIA(Small Business Incentive Act) 제정을 통해 1940년 투자회사법상 폐쇄형 투자회사인 BDC를 도입하고 제도를 정비
 - BDC가 자산의 최소 70%를 비공모·비상장 중심의 대상에 투자하도록 강제함으로써 목적 외 사업으로의 자금 유출을 억제하고 신생·성장기업으로의 자금공급을 유도하도록 설계
 - BDC는 자산의 70%를 투자회사법 Section 55에 열거된 적격 포트폴리오 기업(eligible portfolio companies)이 발행한 증권에 신주 또는 대출 방식으로 투자하여야 하며 해당 비율을 유지하지 못하는 경우 적격자산 외 투자가 금지(1940년 투자회사법 제55조(a))
 - 적격 포트폴리오 기업은 미국 국내 기업으로서 투자회사가 아니며 비상장기업 또는 시가총액 2,500만달러 미만 상장기업(SEC Rule 2a-46, 2006)으로 상장성이 낮거나 자본시장 접근이 어려운 미국 내 중소기업·중견기업을 지칭
 - BDC가 투자 포트폴리오 기업에 중요한 경영지원(significant managerial assistance)을 제공하도록 의무화함으로써 단순한 자금지원에 그치지 않고 운영 개선을 통해 기업가치 제고를 유도(1940년 투자회사법 제20조(c))
 - 경영지원은 포트폴리오 기업의 경영자문 등 사업전반에 관한 지원을 의미하며, 자금조달, 인력관리, 인수합병자문 등도 포함
- 의무 규정과 더불어 레버리지, 세제, 자본조달, 보수체계 등 제도 전반을 유인적합적으로 설계·운영함으로써 BDC 제도의 일관된 제도적 기반을 마련
 - BDC에는 일반 폐쇄형 투자회사에 비해 완화된 자산커버리지 요건이 적용되어 레버리지 여력이 강화
 - 2018년 SBCA(Small Business Credit Availability Act) 개정으로 BDC에 적용되는 자산커버리지 비율이 200%에서 150%로 완화
 - 이사회 또는 주주 승인 및 공시 요건을 충족하는 경우 출자금 대비 2배까지 차입이 가능하므로 레버리지 여력이 늘어나고, 이에 따라 운용자산(AUM) 확대 유인 증가
 - BDC에 RIC 과세지위 선택을 허용하고 엄격한 배당요건을 부과함으로써 BDC가 고배당 정책을 유지하고 분배 시점을 적극 관리하도록 설계

- 대부분의 BDC는 세법상 RIC(Regulated Investment Company)지위를 선택을 통해 법인세 면세 혜택을 적용받는 대신 과세소득의 최소 90%를 배당해야 하므로 높은 현금배당을 유지하려는 유인으로 작용
 - 연간 분배 요건⁴⁾을 충족하지 못하면 미분배액의 4%를 추가세로 부담해야 하므로 분기·연말 특별배당 등을 통해서라도 분배 타이밍을 관리하려는 유인이 강함
- 공모규제 완화에 따라 BDC는 단기 선반공모(Short-term Shelf Offering)와 우량 발행회사(Well-Known Seasoned Issuer: WKSI) 등 상장사 수준의 공모수단을 활용할 수 있게 되면서 이에 시장 상황에 부합하는 신속한 증자 및 탄력적 자금 조달이 가능
- 2020년 SEC Offering Reform으로 BDC도 Form N-2 단기 선반등록, WKSI 자동선반 등 공모 규정을 상당 부분 활용할 수 있게 되면서 ATM(at-the-market) 등 탄력적인 자금조달 유인이 강화
 - 순자산가치(Net Asset Value: NAV) 이하 발행은 원칙적으로 금지되며 비계열 주주 다수결 등 엄격한 주주승인이 필요(1940년 투자회사법 제63(2))
- BDC는 성과보수형 자문계약 체결이 가능하므로 수익 창출(순투자이익 및 자본이익) 극대화 유인이 내재
- 투자자문사 성과보수는 원칙적으로 자본이익 및 자본가치 상승과 연동하는 것이 금지되지만 BDC에 한해서는 예외 규정을 적용(투자자문업자법 제205조(b)(3))
 - 성과보수는 실현자본이익의 최대 20%까지 가능하며 누적 실현손실과 미실현감가를 순감하여 산정

4) IRC 제4982조는 RIC가 보통소득의 98%와 순자본이익의 98.2%, 그리고 이전 연도 이월 부족분을 합산한 금액을 분배하지 못할 경우 그 미분배액에 4%의 초과분배세를 부과하도록 규정

〈표〉 미국 BDC 주요 유인체계

구분	핵심 규정	유인 · 목적(작동 메커니즘)
정책목표 정합성	<ul style="list-style-type: none"> • 적격자산 70% 규정: 총자산의 ≥ 70%를 Eligible Portfolio Companies 등에 투자 • 경영자문 의무 	<ul style="list-style-type: none"> • 자금이 신생 · 성장 · 비상장 중심으로 흐르도록 대상 · 행태를 동시에 규율 • 자문 결합으로 사후관리 · 가치제고 유인
레버리지 인센티브	<ul style="list-style-type: none"> • 자산커버리지 200% → 150% (선택): 주주 승인 시 즉시, 이사회 'Required Majority' 승인만 있을 경우 1년 경과 후(공시 포함) 	<ul style="list-style-type: none"> • 차입여력 확대 → 규모의 경제(AUM) · 딜 대응력 · NII 개선 유인
세제 · 배당 유인	<ul style="list-style-type: none"> • RIC 과세지위: 법인세 면제 vs 연 90% 이상 분배(\$852) • 초과분배세 4%: 보통소득 98% · 순자본이익 98.2% 미달 시 4% 부과(\$4982) 	<ul style="list-style-type: none"> • 고배당 유지 · 연말 특별배당/타이밍 관리 유인 → 투자자 현금흐름 가시성 제고
자본조달 인프라	<ul style="list-style-type: none"> • Offering Reform(2020): Form N-2 short-form shelf, WSKI 자동선반(ASR), 참조편입, FWP 등 운영회사 수준의 공모수단 허용 	<ul style="list-style-type: none"> • ATM · 속행공모 · 회사채 등 시장 타이밍형 조달 가능 → 속도 · 유연성 증대
공동투자 (Co-investment)	<ul style="list-style-type: none"> • 계열 펀드와 공동투자 면제명령(exemptive order)하에 참여 허용 	<ul style="list-style-type: none"> • 딜 동반참여 · 규모화 · 체결 속도 개선
보수체계 유인	<ul style="list-style-type: none"> • 기본보수(통상 연 1.5~2%, 총자산 기준) + 성과보수(대개 최대 20%, 소득·자본이익) • 최근 총수익(look-back) 허들 확산 	<ul style="list-style-type: none"> • 총자산 기준은 AUM/레버리지 확대 유인 내재 • 성과보수는 수익성 제고 유인
공시	<ul style="list-style-type: none"> • 상장 BDC는 10-K/10-Q 등 운영회사 수준 공시 	<ul style="list-style-type: none"> • 정보 비대칭 완화, 순자산가치(NAV) 프리미엄/ 디스카운트와 조달 전략의 상호작용 투명화

□ BDC 유인체계는 운용사에겐 규모 확대와 안정적 순투자이익 창출 유인을, 투자자에겐 RIC 분배 규율에 기반한 고배당 구조를, 피투자기업에겐 은행 공백기에 신속·확정성 있는 자금과 경영자문을 제공

- 운용사의 경우 기본보수 · 성과보수 구조와 레버리지, 단기 선반공모 · WSKI 등 신속 조달 수단의 유인 아래 규모 확대와 안정적 순투자이익(Net Investment Income: NII) 창출을 동시에 도모
 - 기본보수가 통상 총자산(레버리지 포함) 기준으로 산정되고 성과보수에 허들(hurdle)·캐치업(catch-up)·룩백(look-back)이 결합되어 선순위 담보·변동금리 대출 중심의 NII 극대화 전략이 강화⁵⁾
 - 자산커버리지 150% 옵션을 채택(주주/이사회 승인)할 수 있고, 단기(Short-form) 선반공모·WSKI 등 공모 인프라로 신속한 증자와 채권발행이 가능해져 시장 상황에 맞춰 자금 조달 계획을 집행할 수 있음
 - 총자산 기준 보수는 운용자산(AUM)/레버리지 확대 편향을 유발할 소지가 있어, 보수율 인하·순자산 기준 전환·총수익 허들 등 정렬 장치의 실효성이 중요

5) 성과보수는 허들수익률을 초과해야 발생하고 초과분에 대해 운용사가 캐치업으로 정해진 비율까지 먼저 배분받은 뒤 룩백(총수익) 기준으로 누적 손실·감가를 반영해 최종 정산하는 구조

- 투자자 입장에서는 RIC 과세·분배 규율로 고배당이 구조화되는 한편 수수료·평가·레버리지 위험에 대한 상시관리가 요구
 - RIC 규칙의 연 90% 분배와 초과분배세(98%/98.2%) 규율 덕분에 높은 현금배당을 받게 될 가능성이 구조적으로 높음
 - 배당의 상당 부분이 일반배당 과세로 처리되는 점과, 순자산가치(NAV) 프리미엄/디스카운트 변동이 수익률과 조달 전략에 미치는 영향은 상시 점검이 필요
- BDC는 은행 공백 구간에서 중소·혁신기업에게 신속하고 확정성 높은 직접대출을 제공하는 창구로 기능하며, 경영자문 의무를 통해 해당 기업의 운영 효율화와 기업가치 제고
 - BDC는 은행 대출이 원활하지 않은 구간에서 중소·혁신 기업에게 직접대출·메자닌·소수지분 등 맞춤형 자본을 제공하여 M&A·성장투자·리파이낸싱을 지원
 - BDC의 경영자문 의무는 중소·혁신기업의 재무 외적 운영 효율화와 거버넌스 개선을 지원하는 기능을 수행
 - 거래 확정성·집행 속도가 상대적으로 높아 경기 변동기 자금 조달의 대체 창구로 작동

□ BDC를 통한 중소·성장기업 자금공급이 확대되며 중간시장(Middle Market)⁶⁾ 차입매수(Leveraged Buyout: LBO)의 핵심 자금원으로 자리 잡았고, 선순위 담보 중심의 보수적 포트폴리오와 높은 배당 성향의 정착으로 자금흐름 안정성과 투자자 환원 가시성이 제고

- 2008년 이후 제도 개선을 토대로 BDC 산업이 대형화되었고, 중간시장 LBO 자금조달이 직접대출 중심으로 재편되면서 BDC가 주요 자금원으로 안착
 - 2008년 금융위기 이후 볼커룰(Volcker Rule) 등 은행 규제 강화로 은행 대출이 위축되자, 모험자본시장을 통한 비상장기업 대출(private debt)이 증가했고 BDC가 기업대출 중심으로 자금공급 공백을 메우며 성장
 - 2018년 자산커버리지 요건이 완화로 차입 여력이 제고되었고 2020년 공모·공시 현대화(Short-form 선반등록·WKSI)를 통해 조달 속도와 범위가 개선되면서 BDC 운용자산(AUM)이 크게 증가
 - BDC 운용자산(AUM) 규모는 비상장 BDC 성장에 기인하여 2025년 1분기 기준 4,750억달러로 전년 동기 대비 38%, 전기대비 8%의 대폭 증가를 기록⁷⁾
 - 중간시장 LBO 자금조달에서 BDC를 포함한 직접대출(non-bank direct lending)의 비중은 2014년 36%에서 2023년 80%로 확대된 데 이어 2024년에는 90%까지 증가⁸⁾
- 성과보수에 허들(hurdle)·캐치업(catch-up)·룩백(look-back)이 결합되는 구조로 BDC 투자 포트폴리오는 선순위대출 비중이 대부분을 차지하며 보수적 구성이 강화

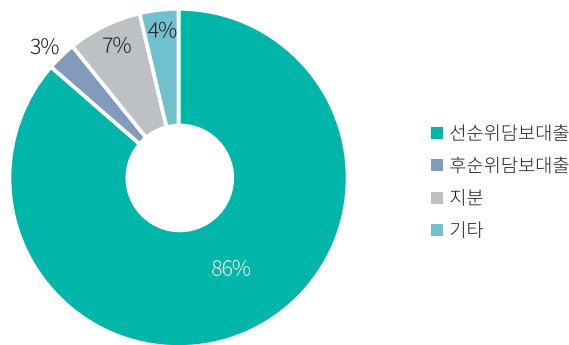
6) 중간시장은 대기업과 소기업 사이에 위치한 중견기업이 형성하는 시장을 의미

7) LSTA, 2025, BDC Quarterly Wrap: 1Q25. (전체 167개 중 166개 펀드 기준)

8) LSTA, 2025, 2024 Direct Lending Review: Volume Surges Amid Favorable Market Conditions.

- BDC 포트폴리오는 선순위(1st-lien) 대출 비중이 전년 동기 대비 3.6%p 증가한 86.4%로 대부분을 차지하며, 후순위(second-lien) 대출과 지분의 비중은 각각 2.8%, 7.1%로 매우 낮은 수준
- 펀드 레벨 평균 레버리지는 0.91배로 선순위 중심의 포지셔닝과 함께 방어적 운용 기조를 반영

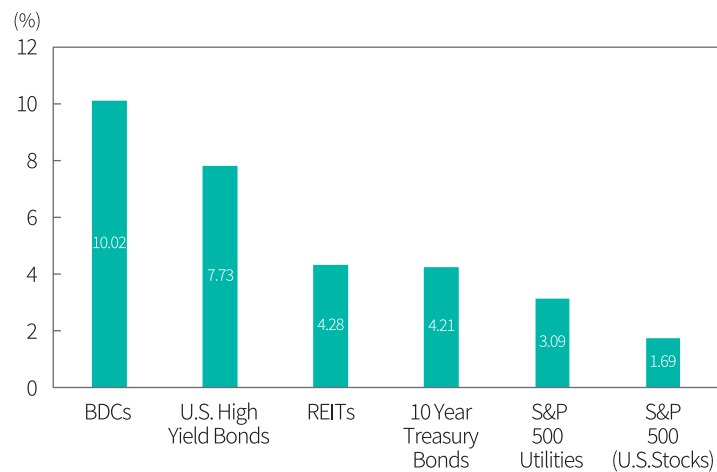
〈그림 3〉 미국 BDC 포트폴리오 구성



자료: LSTA, BDC Quarterly Wrap: 1Q25

- RIC 분배 규정에 따라 BDC는 주요 금융투자상품과 비교하여 높은 배당 수익률을 유지
 - BDC의 수익률이 10.02%로 가장 높으며 하이일드 채권, REITs가 다음 순위로 각각 7.73%, 4.28%의 수익률을 기록

〈그림 4〉 미국 주요 금융상품 수익률



주 : 2025년 3월말 기준 Factset(BDC는 MVIS US Business Development Companies Index, 미국 HY Bond는 ICE BofA US High Yield Index, REIT는 FTSE NAREIT Equity REITs Index, 유틸리티는 Standard & Poor's 500 Utilities Index, 미국 주식은 Standard & Poor's 500 Index 로, 미국 10년 국채는 ICE BofA Current 10-Year US Treasury Index)

자료: VanEck, 2025, *BDCs: An Alternative Way to Access the Benefits of Private Credit*

- 최근 이자원금편입(Payment-In-Kind, PIK)⁹⁾ 상승 · 만기 집중 · 스프레드 압박에 따른 사이클 민감 리스크 증가, 은행 커밋라인 확대에 따른 유동성 전이 가능성, 비상장형 비중 확대에 따른 평가 · 유동성 제약 등 관련 리스크에 대해서는 주의가 필요하다는 평가
- 현재 기준 비상환률은 낮지만 PIK 비중 상승은 신용 스트레스의 선행 신호로 손실 인식 확대 가능성을 내포
 - 2025년 1분기 비상환률은 1.36%로 낮은 수준이지만 PIK 이자 비중이 7.01%(총투자이익 대비)로 전분기 대비 0.79%p 상승했고, 순실현손실은 11개 분기 연속 발생¹⁰⁾
 - 비상환 증가가 2025년 BDC의 구조조정 및 회수로 이어지면 이 과정에서 평가손이 실현손으로 전환되고 NII(Net Investment Income)가 감소하여 펀드의 총성과와 배당 지속성에 부정적 영향을 미칠 수 있음¹¹⁾
 - 2026~2027년 만기 집중과 스프레드 재확대는 차환 리스크와 조달비용 변동성을 높임
 - BDC가 발행한 무담보채 만기는 2026년에 104억달러, 2027년에 85억달러가 돌아오며 총잔액 약 590억달러 중 대략 3분의 1이 2026~2027년에 집중¹²⁾
 - 리파이닝신 수요로 2025년 1분기 신규 발행은 90.5억달러로 전년 동기 대비 18.3% 증가
 - 스프레드는 3월 전후 연중 최저치 이후 재확대되었으며, 이런 스프레드 압박과 비상환 증가는 이익 및 배당 커버리지 약화 요인으로 지적¹³⁾
 - BDC의 운용 과정에서 은행이 대규모 신용라인을 제공하며 유동성 공급자 역할을 키웠고 스트레시 은행과 BDC 간 리스크 전이가 확대될 수 있음
 - FSOC(Financial Stability Oversight Council)는 은행의 BDC 대상 커밋라인(commit line)이 2020년 420억달러에서 2024년 3분기 1,170억달러로 증가했다고 추정하며 유동성 전이 경로로서 모니터링 필요성을 강조¹⁴⁾
 - 보스턴 연준(2025)은 은행이 BDC 및 비은행 대출의 핵심 유동성 공급자가 되면서 은행이 민간신용 대출 위험에 간접 노출되고 있다고 지적¹⁵⁾
 - 비상장 BDC 비중이 커진 구조에서 평가 불확실성과 환금성 제약은 본질적인 리스크를 내재

9) 차입자가 정기적인 이자지급을 연기하고 대신 대출 원금 잔액에 추가하는 대출 기능으로 PIK 부채 증가는 전체 부채 부담을 증가시킴

10) LSTA, 2025, BDC Quarterly Wrap: 1Q25.

11) Fitch Ratings, 2025, *Tight Spreads, Rising Non-Accruals to Further Weaken BDC Earnings*.

12) LSTA, 2025, BDC Quarterly Wrap: 1Q25.

13) Fitch Ratings, 2025, *Tight Spreads, Rising Non-Accruals to Further Weaken BDC Earnings*.

14) U.S. Department of the Treasury, 2024, Financial Stability Oversight Council (FSOC) Annual Report 2024, December 2024.

15) Federal Reserve Bank of Boston, 2025, Current Policy Perspectives: "Bank Linkages to Private Credit and Business Development Companies", May 21, 2025.

- 2024년 4분기 기준 BDC 포트폴리오의 공정가치는 4,185억달러이며 이 중 사모/비상장 BDC가 약 65%를 차지¹⁶⁾
- SEC 투자자 안내는 비상장 BDC 지분은 정기 환매 한도·중단 가능성 등 구조적 제약으로 현금화까지 수년이 소요될 수 있고 사적·비유동 자산의 공정가치 산정이 불확실해 장부가 회수가 괴리될 수 있음을 지적

□ BDC 도입 시 민간자본이 중소·혁신기업으로 순환하는 시장형 자금중개 체계가 마련되는 만큼, 실효성과 지속가능성을 높이기 위해 미국 BDC의 운용 경험을 반영하여 국내 규율체계를 보완·개선하고 세부 운영기준을 정교화할 필요가 있음

- 국내 BDC 도입안에는 법정 투자비율 및 투자방식은 명시되어 있으나 경영지원 요건은 부재하므로 자금공급과 함께 사후관리 및 가치제고가 병행될 수 있도록 보완 장치를 고려해 볼 필요가 있음
 - 미국은 적격자산 70% 투자 요건과 경영자문 의무를 결합해 투자 대상과 운용 행태를 동시에 규율해 왔고, 이는 사후관리·가치 제고 유인을 강화하는 장치로 기능
- 일반 공시만으로는 한계가 있으므로 제도가 안착되는 과정에서 공시·평가·유동성 관리를 체계적으로 표준화하여 정보 접근성을 높일 필요
 - 미국은 상장 BDC에 대해 레버리지, 비상환률, PIK 비중, 만기구조 등 운영회사 수준의 정보를 주기적으로 공개

선임연구원 한아름

16) Houlihan Lokey, 2025, *BDC Monitor*, Spring 2025.