

OPINION

선임연구위원
김준석

애널리스트 투자의견과 목표주가의 투자가치*

본고는 국내 애널리스트가 발표한 투자의견과 목표주가를 이용하여 초과수익을 창출할 수 있는지 여부를 분석하였다. 2000년부터 2024년까지 발표된 투자의견과 목표주가를 바탕으로 포트폴리오를 구축하여 수익률을 분석한 결과, 투자의견 컨센서스 상위 포트폴리오, 예상수익률 컨센서스 상위 포트폴리오 등에서 통계적으로 유의한 초과수익률이 관찰되어 투자의견과 목표주가의 투자가치가 확인된다. 다만, 초과수익률은 2012년 이전 기간에서만 관찰되고 2013년 이후 관찰되지 않는 것으로 나타난다. 2013년 이후의 투자가치 소멸은 투자의견 및 목표주가의 낙관적 편향과 변별력 약화, 기업정보 취득경로 위축에 따른 애널리스트의 정보력 약화가 원인인 것으로 추정된다.

애널리스트는 분석대상 종목의 주가수준에 대한 종합적 판단을 투자의견과 목표주가를 통해 제시한다. 투자의견과 목표주가는 주가의 과대평가, 과소평가 여부를 간접하고 직접적인 방식으로 전달하기 때문에 애널리스트가 제공하는 정보 중에서 가장 접근성과 활용도가 높은 정보라 할 수 있다. 그렇다면, 투자자는 투자의견 또는 목표주가를 이용하여 초과수익을 창출할 수 있을까? 시장효율성 가설에 따르면 투자의견과 목표주가를 이용하여 초과수익을 창출하기 어렵다. 투자의견 또는 목표주가가 발표된 시점에 기업가치 관련 정보가 즉각 주가에 반영되기 때문에, 발표 이전에 이 정보를 취득하지 않는 이상 초과수익을 얻을 수 없다는 설명이다. 그러나 애널리스트가 많은 시간과 노력을 들여 기업을 분석하고 투자의견과 목표주가를 제시하는 것은 이 정보가 투자자의 투자수익률 제고에 기여할 수 있다는 것을 전제한다고 보는 편이 합당하다.

본고에서는 2000년부터 2024년까지 국내 애널리스트가 발표한 약 70만건의 상장기업 분석보고서를 바탕으로 투자의견 및 목표주가 컨센서스 포트폴리오를 구축하고 초과수익률을 분석한 결과를 소개하고자 한다.

투자가치의 원천

투자의견이나 목표주가로부터 초과수익을 얻을 수 있다면, 그 이유로 두 가지 가능성을 생각해 볼 수 있다. 첫 번째는 투자의견이나 목표주가에 대해 시장이 과소반응(underreaction)하는 경우이다.

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

투자자에 따라 정보를 취득하는 속도에 차이가 있거나, 보수적으로 혹은 느리게 반응하거나, 또는 해당 종목의 유동성이 부족할 때 주가의 반응이 지연될 수 있다. 즉 시장의 비효율성으로 인하여 초과수익이 나타날 수 있다. 두 번째는 투자의견과 목표주가에 기업 기초여건의 장기적 변화에 대한 정보가 포함되어 있는 경우이다. 투자의견과 목표주가는 분석대상 기업의 주가수준에 영향을 미치는 다양한 정보를 종합하여 요약적으로 표현한 것이다. 따라서 시장의 즉각적 반응에는 애널리스트가 고려한 정보가 모두 반영되지 않을 가능성이 있으며, 이후 기업 기초여건 변화에 대한 애널리스트의 시각이 현실화되고 투자자가 기대를 수정함에 따라 초과수익이 나타날 수 있다. 이는 초과수익의 원천이 정보의 지연된 반영 때문이 아니라 정보의 갱신에 따른 결과라는 점에서 첫 번째 가능성과 구분된다.

반면, 투자의견이나 목표주가로부터 초과손실을 얻게 될 가능성도 있다. 첫째, 투자자가 과잉반응(overreaction)하는 경우이다. 투자자가 투자의견이나 목표주가에 과도하게 의존하여 군집적으로 행동할 경우 발표 시점에 가격반응이 크게 나타나고, 이후 가격이 정상적인 수준으로 조정되면서 초과손실이 발생할 수 있다. 둘째, 투자의견과 목표주가가 낙관적으로 편향되는 경우이다. 애널리스트는 소속 증권사의 중개업무 및 투자은행업무 수익에 기여하기 위해, 또는 정보의 원천인 상장기업과의 원만한 관계를 유지하기 위해 낙관적인 평가를 내놓을 가능성이 있다. 낙관적인 투자의견과 목표주가의 발표에 대해 주가 반응이 나타난 이후 기업실질에 대한 재평가가 이루어지면서 초과손실이 나타날 수 있다.¹⁾

요컨대 투자자가 투자의견과 목표주가로부터 초과수익을 창출할 수 있는지 여부는 해당 정보의 품질과 시장효율성 수준에 달려있다고 볼 수 있다.

포트폴리오 분석방법

투자의견과 목표주가의 투자가치는 컨센서스를 바탕으로 구축한 포트폴리오의 초과수익률을 바탕으로 검증한다. 먼저 투자의견 컨센서스 포트폴리오는 다음과 같이 구성한다. 투자의견 적극매수, 매수, 보유, 매도에 대해 각각 5, 4, 3, 2점을 부여하고²⁾, 매월 말일에 지난 한 달간³⁾ 발표된 투자의견의 평균 점수를 종목별로 계산한다. 투자의견 점수가 4점 초과인 경우(H), 4점인 경우(B), 4점 미만인 경우는 두 그룹으로 구분하여(상위 그룹은 I, 하위 그룹은 II) 포트폴리오를 구성한다. 아울러 투자의견 컨센서스가 전월 대비 상승한 경우(U), 동일한 경우(H), 하락한 경우(D)로 구분하여 포트폴리오를

1) Michaely, R., Womack, K., 1999, Conflict of interest and the credibility of underwriter analyst recommendations. *Review of Financial Studies*, 12(4), 653-686.; Barber, B. M., Lehavy, R., Trueman, B., 2007, Comparing the stock recommendation performance of investment banks and independent research firms, *Journal of financial economics*, 85(2), 490-517.

2) 분석기간 동안 적극매도 의견이 발표된 사례는 없다.

3) 매월 마지막 거래일에서 5거래일 이전부터 한 달간 발표된 투자의견을 기준으로 한다. 이는 투자의견 발표에 따른 단기 수익률 변화가 포트폴리오 수익률에 반영되는 것을 방지하기 위한 것이다. 목표주가 컨센서스 포트폴리오 구성에서도 동일한 기준을 적용한다.

구성한다. 매월 초 포트폴리오에 포함된 각 종목에 동일한 금액을 투자(동일가중 방식)하고 한 달간 보유 한 뒤 매월 말일에 포트폴리오 편입종목을 재조정한다.

목표주가 컨센서스 포트폴리오는 다음과 같이 구성한다. 매월 말일에 지난 한 달간 발표된 목표주가의 평균값을 종목별로 계산하고 목표주가의 평균값과 월말 종가를 이용하여 예상수익률 컨센서스를 계산한다. 각 산업별로⁴⁾ 컨센서스 수준에 따라 4분위 그룹으로 나눈 뒤, 산업별 동일 분위 그룹에 속한 종목들을 모아 산업-중립 4분위 포트폴리오(LL, L, H, HH)를 구성한다. 동일한 방식으로, 전월 대비 컨센서스 변화의 크기에 따라 산업-중립 4분위 포트폴리오를 구성한다. 여기서 산업-중립 포트폴리오를 구성하는 것은 예상수익률의 산업간 편차를 통제하는 한편 각 애널리스트가 특정 산업을 담당하고 해당 산업 내 종목을 상대적으로 평가하는데 전문성을 가지고 있다는 점을 고려한 것이다.⁵⁾ 매월 초 포트폴리오에 포함된 각 종목에 동일 금액을 투자하며, 매월 말일에 포트폴리오를 재조정한다.

이렇게 구성한 각 포트폴리오의 수익률을 산출하고, Carhart(1997)의 4요인 모형을 벤치마크로 초과수익률을 계산한다.⁶⁾ 이후 분석결과에서 제시하는 초과수익률은 모두 월간 기준이다.

포트폴리오 초과수익률

2000년부터 2024년까지 발표된 투자의견과 예상수익률의 컨센서스 수준과 변화를 토대로 구축한 포트폴리오의 초과수익률이 <그림 1>에 제시되어 있다. 먼저 투자의견 컨센서스 포트폴리오의 초과수익률을 보면((1)과 (2)), 컨센서스가 높을수록, 컨센서스가 상승할수록 초과수익률이 높다. 다만, 7개의 포트폴리오 중에서 투자의견 컨센서스 B(매수) 포트폴리오에서만 초과수익률이 통계적으로 유의하다. 투자의견 컨센서스가 매수인 종목으로 포트폴리오를 구성하여 운용했을 경우 0.24%(연 2.92%)의 초과수익률을 달성할 수 있었다는 결과다.

예상수익률 컨센서스 포트폴리오에서도 유사한 패턴이 나타난다(3)과 (4)). 예상수익률 컨센서스가 높을수록, 예상수익률 컨센서스가 상승할수록 초과수익률이 높다. 컨센서스 수준과 변화 모두에서 최하위 포트폴리오(LL)와 최상위 포트폴리오(HH)의 초과수익률이 통계적으로 유의하며, 컨센서스 수준 최상위 포트폴리오(HH)의 초과수익률은 0.48%(연 5.91%)에 이른다. 아울러, 예상수익률 컨센서스 수준 또는 변화 최상위 포트폴리오를 매수하고 최하위 포트폴리오를 매도하는 롱숏(long-short) 포트폴리오를 구성할 경우에도 통계적으로 유의한 초과수익률이 관찰된다.

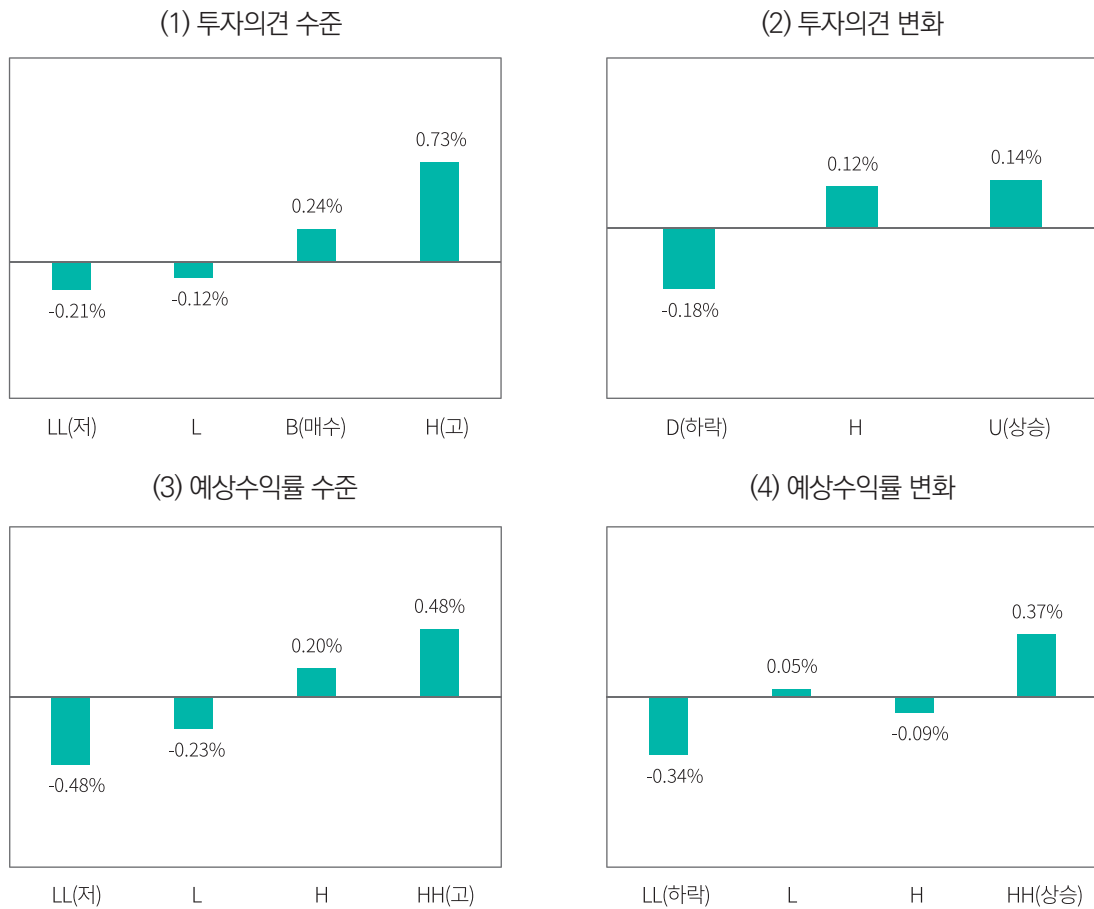
4) FnGuide의 25개 산업(중분류)을 기준으로 한다.

5) Da, Z., Schaumburg, E., 2011, Relative valuation and analyst target price forecasts. *Journal of Financial Markets*, 14(1), 161-192.

6) CAPM 또는 DGTW를 벤치마크로 이용하여 초과수익률을 산출하더라도 분석결과에 질적인 차이는 없다. DGTW는 다음 논문을 참조하기 바란다. Daniel, K., Grinblatt, M., Titman, S., Wermers, R., 1997. Measuring mutual fund performance with characteristic based benchmarks. *Journal of Finance* 52, 1035-1058.

7) 본 분석에서 거래비용은 고려하지 않는다.

〈그림 1〉 컨센서스 포트폴리오 월간 초과수익률 - 전체기간 분석

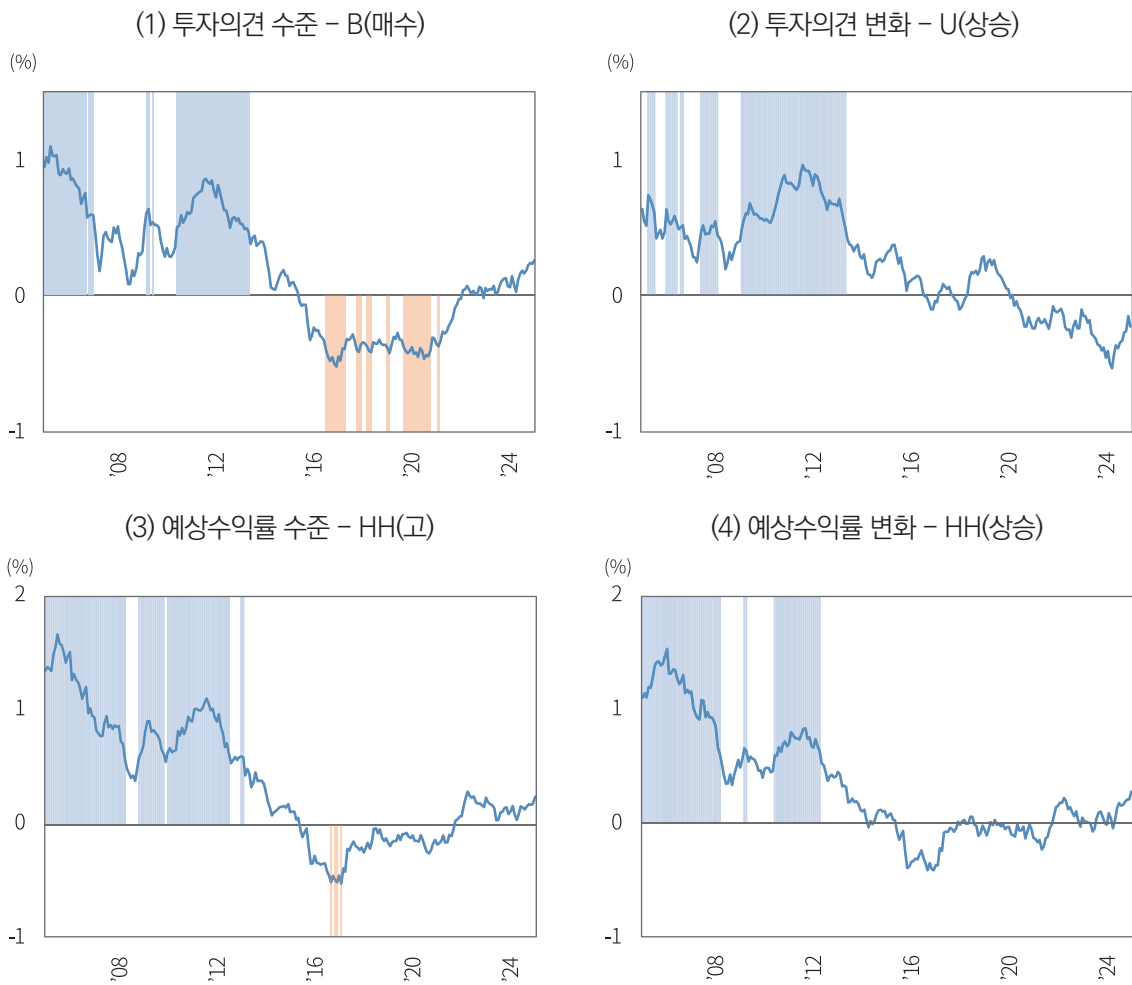


추가적인 분석에 따르면, 투자 의견 컨센서스 정보와 예상 수익률 컨센서스 정보를 결합할 경우 더 높은 초과수익률을 얻을 수 있는 것으로 나타나, 투자 의견과 목표주가에 독립적인 투자 가치가 존재한다는 사실이 확인된다. 또한 포트폴리오 편입 종목에 시가총액 비중으로 투자하는 것(가치가중 방식)을 가정할 경우 전체적으로 초과수익률의 유의성이 하락하는 것으로 분석된다. 이는 투자 의견과 목표주가의 투자 가치가 대형주보다는 중소형주에서 상대적으로 크다는 것을 의미한다.

이상의 결과는 투자 의견과 예상 수익률 컨센서스에 기업 가치의 미래 변화에 대한 정보가 포함되어 있음을, 즉 장기적인 투자 가치가 존재함을 보여준다. 그렇다면 투자 의견과 목표주가의 투자 가치는 최근에도 유효한가? 시계열적으로 어떻게 변화해 왔을까? 이를 확인하기 위해 이동구간(moving window) 분석을 시행하였다. 전체기간 분석에서 양(+)의 초과수익률이 관찰된, 투자 의견 수준 B(매수), 투자 의견 변화 U(상승), 예상 수익률 수준 HH(고), 예상 수익률 변화 HH(상승) 등 4개의 포트폴리오에 대해, 2004년 12월부터 매월 과거 5년간의 자료를 이용하여 포트폴리오 초과수익률을 산출하였다. 결과는 〈그림 2〉에 제시되어 있다. 파란색(붉은색) 음영은 해당 시점 기준 5년간의 자료에서 통계적으로 유의한 양(+)(음(-))의 초과수익률이 관찰되었음을 의미한다.

분석결과에 따르면 4개의 포트폴리오에서 공통적으로, 초과수익률이 2013년 이후 급격하게 하락하고 통계적 유의성이 사라지는 것으로 나타난다. 투자의견 수준 B(매수)와 예상수익률 수준 HH(고) 포트폴리오의 경우, 긍정적인 평가를 받은 종목으로 구성되었음에도 불구하고 2013년 이후 일부 기간에서는 통계적으로 유의한 음(-)의 초과수익률이 나타나기도 한다. 투자의견과 예상수익률 컨센서스의 투자가치가 2013년 이후 소멸되었다는 것으로, 주목할 만한 결과다.

〈그림 2〉 컨센서스 포트폴리오 월간 초과수익률 - 이동구간 분석

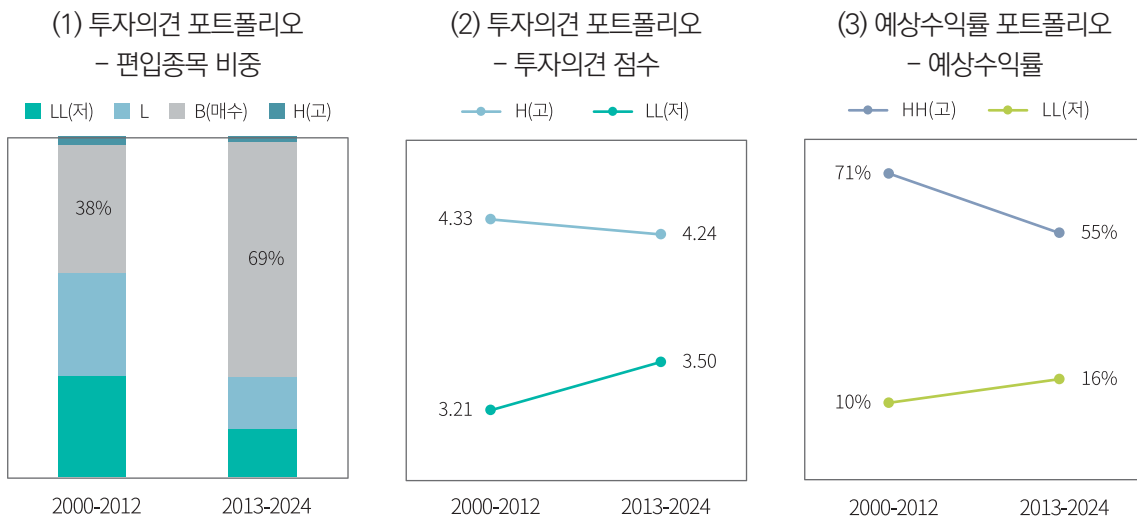


투자의견과 목표주가의 투자가치 소멸

2013년 이후 투자의견과 목표주가의 투자가치가 소멸한 배경으로 두 가지 가능성을 생각해 볼 수 있다. 첫 번째는 투자의견과 목표주가의 변별력 약화다. <그림 3>의 (1)은 투자의견 컨센서스 수준별 포트폴리오에 편입된 종목 수의 상대적 비중 변화를, (2)는 투자의견 컨센서스 수준 최상위 및 최하위

포트폴리오의 투자의견 점수의 변화를 보여준다. 투자의견 컨센서스가 매수인 종목의 비중은 2012년 이전 38%에서 2013년 이후 69%로 크게 증가하고, 컨센서스 최상위 및 최하위 포트폴리오의 투자의견 점수 차이는 2012년 이전 1.12에서 2013년 이후 0.75로 감소한다. 이는 애널리스트의 투자의견의 매수편향이 심화되면서 나타난 결과로, 투자의견의 낙관적 편향과 이에 따른 변별력 약화가 투자가치 하락의 원인일 가능성을 시사한다. (3)은 예상수익률 컨센서스 최상위 및 최하위 포트폴리오의 예상수익률 변화를 보여준다. 두 포트폴리오의 예상수익률 격차 역시 2012년 이전 0.61에서 2013년 이후 0.39로 크게 줄어든다. 예상수익률의 종목간 격차의 감소가 예상수익률 정보의 선별효과 약화, 투자가치 감소와 연관되었을 것으로 추정할 수 있다.

〈그림 3〉 컨센서스 포트폴리오 월간수익률 - 이동구간 분석



두 번째 가능성은 애널리스트의 정보력 약화다. 2013년 10월, CJ E&M의 미공개 실적정보를 일부 애널리스트가 펀드매니저에게 유출한 사건이 발생하였다. CJ E&M과 CJ E&M의 IR 담당자 3명, 애널리스트 4명과 소속 증권사가 미공개 중요정보 이용행위 금지 위반으로 검찰에 고발 또는 통보되었고, 4개 증권사는 기관경고 내지 기관주의 조치를 받았다.⁸⁾ 같은 해 4월 정부는 관계기관 공동으로 시장질서 교란행위 규제 계획이 포함된 ‘주가조작 등 불공정거래 근절 종합 대책’을 발표하였다. 시장질서 교란행위 규제는 미공개정보를 생산 또는 수령(2차 이후 포함)하는 자가 이 정보를 이용하거나 타인에게 이용하도록 할 수 없도록 하는 것을 주요 내용으로 한다.⁹⁾ 이 두 사건은 기업 관련 정보의 취득과 생산에 따르는 법적 위험을 높여 애널리스트와 기업의 소통을 크게 위축시킨 것으로 평가된다. 애널리스트의 정보 취득 경로의 위축은 애널리스트의 정보력 약화로 이어졌을 가능성이 높다.

8) 이 중 CJ E&M IR 담당자 3명과 애널리스트 2명은 2022년 최종적으로 유죄가 확정되었다.

9) 시장질서 교란행위 규제는 2014년 12월 국회를 통과, 2015년 7월 시행되었다.

애널리스트의 정보력 약화는 투자의견 및 목표주가의 변별력 약화, 낙관적 편향과 밀접하게 맞닿아 있는 현상이다. 고유정보의 부재는 독자적인 평가, 특히 부정적 평가를 어렵게 만들고 실적공시와 같은 공적정보에 대한 의존도를 높여 투자의견이나 목표주가의 균집화, 즉 변별력의 약화를 유발할 수 있다. 또한 정보취득 경로의 위축이 기업과의 우호적 관계를 구축하고자 하는 유인을 강화시킨다면 낙관적 편향의 원인이 될 수 있다.

물론 투자가치의 소멸이 주식시장 효율성의 개선으로 정보반영의 지연이 완화된 결과일 가능성도 배제할 수는 없다. 정보기술 및 인프라의 발전과 함께 정보유통 속도가 증가하고 거래비용이 하락해 온 것을 부인할 수 없기 때문이다. 다만 2013년 전후로 시장효율성에 급격한 영향을 미쳤을 만한 제도적, 행태적 변화는 확인되지 않는다는 점에서 시장효율성의 개선은 점진적 변화에 가깝고, 따라서 간접적인 요인으로 평가하는 것이 적절해 보인다.

향후 과제

한국 주식시장에서 애널리스트는 경제적으로 매우 중요한 역할을 수행한다. 매년 2만건에 이르는 상장기업 분석보고서를 발간하고 있으며, 경제와 산업에 대한 진단과 전망, 상장기업 의사결정에 대한 평가를 내놓는 핵심 주체가 바로 이들이다. 그럼에도 불구하고 애널리스트 투자의견과 목표주가의 투자가치가 사라지고, 그 원인이 애널리스트의 정보력 약화와 제공 정보의 변별력 감소일 가능성이 높다는 분석은 애널리스트의 본질적 기능과 역할에 대한 우려를 낳는다. 정보의 생산·증개자이자 시장의 감시자로서 애널리스트의 경제적 기능과 역할은 정보력과 분석력, 객관성과 정확성을 전제로 하기 때문이다.

정보력과 분석력의 관점에서, 기업 정보에 대한 애널리스트의 접근성이 불가피한 규제로 인해 제한적인 상황이라면, 다양한 대체정보의 활용, 새로운 분석기법의 도입, 평가 및 분석 영역의 차별화 등에 역량을 집중하는 전략이 제공 정보의 부가가치를 높이는 대안이 될 수 있을 것이다. 객관성과 정확성의 관점에서는 애널리스트의 낙관적 편향을 줄이기 위한 노력이 필요하다. 증권사 수익에 대한 기여도 보다는 예측과 평가의 객관성, 정확성, 유용성에 근거한 평가와 보상, 증권사 내 리서치 부문의 독립성 강화, 정보 품질과 이해상충 요소에 대한 정보공개 확대 등을 통해 애널리스트의 명성이 제공 정보의 품질에 연동되는 구조를 구축하는 것이 바람직하다. 정책적으로는 주식시장의 정보환경을 개선하기 위한 지속적인 노력이 요구된다. 미공개정보에 대한 규제 강화는 주식시장의 공정성과 신뢰성에 있어 매우 중요한 조치다. 다만 이것이 주식시장의 전체 정보량을 감소시키는 결과를 낳지 않도록 해야 하며, 이를 위해 공시정보의 품질을 제고하고, 기업과 애널리스트의 공식적 소통경로를 강화하며, 비재무정보 공시를 활성화하는 정책이 병행될 필요가 있다. 이는 애널리스트가 다양하고 복잡한 정보를 처리하는 고유한 역량을 발휘할 수 있는 원천으로도 중요하게 활용될 수 있을 것이다.

OPINION

선임연구위원
남재우

민간자본 유입을 통한 벤처투자시장 활성화 정책의 시사점*

정부는 ‘벤처 4대 강국 도약’을 실현하고자 법정기금과 퇴직연금의 참여 확대 및 150조 원 규모의 국민성장펀드 조성을 통해 공공 주도의 시장 구조를 민간 중심으로 전환하고자 한다. 민간 투자자에게 위험 분담 및 수익 극대화 유인을 제공함으로써 지금까지 접근이 어려웠던 모험자본시장의 고수익성에 접근할 수 있는 효율적 투자 수단을 제공할 수 있다. 국민성장펀드는 기존 정책펀드와의 효율적인 역할 분담과 협업을 통해 자금 집행의 유연성과 정책 목표 달성의 즉각성을 확보하는 중추적 역할을 수행할 것으로 기대된다.

법정기금과 퇴직금은 양질의 인내자본(patient capital)으로서 벤처시장에 기여할 잠재력이 크다. 67개 법정기금은 수익률 제고와 위험 분산 차원에서 대체투자의 일환으로 벤처투자를 검토하고, 고위험 속성을 통제하기 위해 재간접(모펀드) 구조의 중위험-중수익 투자 수단으로 전환하는 노력을 경주해야 한다. DB형 퇴직금은 현행 계약형 지배구조에서도 일임운용(OCIO) 허용을 통해 적극적인 벤처투자가 가능한 반면, 투자의사결정 주체가 파편화되어 있는 DC형 퇴직금은 집합운용을 위한 지배구조 개편과 운용 규제 완화가 선행되어야 한다. 디폴트옵션 적격상품인 자산배분형펀드(TDF)의 기초자산에 비유동성 대체자산을 포함하는 등 정교하고 단계적인 유입 전략을 추진해야 한다.

정책 패키지로 추진되는 정부의 벤처투자 활성화는 우리 벤처생태계의 재도약을 도모할 수 있는 바람직한 정책 방향이나, 개별 민간자금의 고유한 속성을 고려한 시장친화적 집행이 전제되어야 한다. 투자 자금의 일시적 공급 과잉으로 인한 가치상승(valuation) 문제와 벤처캐피탈의 도덕적 해이 등의 부작용을 차단하기 위하여 시장 흡수능력에 기반한 단계적 자금 집행과 장기 성과 중심의 운용사 규율 강화가 뒷받침되어야 한다. M&A 및 세컨더리 시장 등 회수 인프라 확충을 병행함으로써 국내 벤처투자 시장의 양적 성장을 넘은 질적 고도화를 견인하여야 한다.

들어가는 말

정부는 ‘벤처 4대 강국 도약’이라는 목표하에 공적자금이 견인하는 우리 벤처투자 시장에 민간자금 유입을 확대하기 위한 정책적 노력을 다방면으로 경주하고 있다. 대통령 공약 사항으로 법정기금 및 퇴직연금의 벤처투자 확대가 제시되었으며, 150조원 규모로 조성되는 국민성장펀드의 상당 부분도 벤처시장에 민간자금 유입을 위한 마중물로 기능할 것으로 전망된다. 2025년 8월 말에 국회를 통과하

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

여 올해 3월부터 시행 예정인 기업성장집합투자기구(BDC)를 통해서도 모험자본시장에 개인을 포함한 민간자금의 유입이 기대되는 상황이다. 이러한 정부 정책이 신속하게 추진되고 효과적으로 시행된다면, 적어도 자금의 공급 측면에서는 국내 벤처생태계에 새로운 도약의 발판이 마련될 수 있을 것으로 기대된다.

사실 벤처생태계 활성화는 지금까지 과거 모든 정부에서 예외 없이 추진되었던 정책 과제라 할 수 있다. 하지만 이번 정부의 시장 활성화 정책은 공공자금이 주도해 온 우리 벤처투자 시장을 민간자금 중심으로 전환하려는 적극적 대응이라는 점에서 차별성을 갖는다. 정부 재정을 기반으로 하는 공공모태펀드¹⁾ 중심의 국내 벤처투자 시장을 연기금 및 금융기관, 개인 등으로 투자자 범위를 확대함으로써 실질적으로 민간자금이 주도하는 벤처생태계를 조성하기 위한 목적이다. 민간의 참여를 유인하기 위하여 정부 정책의 기본 방향은 벤처투자에 수반되는 위험의 상당 부분은 정부가 흡수하는 대신 성공적 투자로 인한 수익의 대부분은 민간 투자자가 가져가는 구조를 지향한다. 이는 민간의 자발적 참여라는 유인 기제임과 동시에, 지금까지 민간 또는 개인이 접근하기 힘들었던 모험자본시장의 높은 수익성에 접근할 수 있는 효율적 투자 수단의 제공이라는 의미를 갖는다.

이러한 배경하에 신정부 들어 추진되는 벤처투자 시장에 민간자금 유입을 확대하기 위한 다양한 정부 정책의 주요 내용을 살펴보고, 이러한 정책 방안이 효율적으로 실행되기 위한 정책적 시사점을 정리하고자 한다. 다방면으로 추진되는 정부 정책은 시장의 공급 측면에서 일종의 정책 패키지 차원에서 상승효과를 기대할 수 있겠으나, 일시에 집중되는 펀드 조성과 경쟁적 운용 환경은 운용사(GP) 입장에서는 양질의 투자 기회를 확보하기 어려운 시장 상황이 가중됨을 의미한다. 이에 따라 민간자금 유입이 집중되는 결성 연도의 벤처펀드는 기대보다 저조한 성과로 해산될 수 있다는 우려도 제기된다. 따라서 최근 벤처투자 확대를 위한 정부 정책에서 요구하는 민간자금의 본원적 속성을 이해하고, 이를 바탕으로 정책 실행의 중장기 로드맵을 모색할 필요가 있다. 벤처투자는 지속적으로 유입되는 양질의 인내자본(patient capital)을 요구한다. 자금의 양과 질 모두에서 어려움을 호소하는 국내 벤처투자 시장이 한 단계 도약하기 위해서는 적정 규모의 자금이 지속적으로 유입되고 효율적으로 배분되는 것이 중요하다.

국민성장펀드: 유연하고 즉각적인 정책 목표 달성

지난해 정부는 국민성장펀드 국민보고대회를 통해 향후 5년간 150조원 이상의 자금을 조성하여 첨단전략산업 및 벤처생태계 전반에 지원하는 계획을 발표하였다.²⁾ 펀드의 재원은 정부 재정과 함께

1) 정책펀드의 실행은 모태펀드(Fund of venture funds)라는 재간접 방식이 일반적이며, 한국벤처투자(KVIC)와 농업정책보험금융원 등이 대표적인 공공모태펀드 운영기관이다. 재원의 속성은 상이하나 정책금융기관이 출자하는 한국성장금융(K-Growth)이나 국민연금기금으로 대표되는 공적연금의 재간접 방식 벤처펀드 출자도 시장에서는 정부 정책으로 시행되는 공공모태펀드의 일환으로 인식하고 있다.

2) 금융위원회, 2025. 9. 10, 대한민국 경제 재도약 150조원 국민성장펀드가 함께합니다, 보도자료.

공·사적 연기금, 금융회사, 국민 참여 자금 등으로 구성되며, 인공지능, 반도체, 바이오, 미래차, 로봇, 수소, 디스플레이, 방산 등 10개 첨단전략산업 및 벤처생태계 전반에 지원될 계획이다. 자금의 집행 방식을 살펴보면 전체 재원의 2/3(100조원)는 인프라투융자나 초저리대출 같은 대출 방식의 정책금융으로 지원되며, 기업에 대한 지분투자나 펀드 출자를 의미하는 투자 방식의 금융 지원이 나머지 50조원 규모다.

〈표 1〉 자금의 지원방식별 국민성장펀드 지원규모(5년 기준)

(단위: 조원)

| 방식별 | | 직접투자 | 간접투자 | 인프라투융자 | 초저리대출 |
|-----|----|------|------|--------|-------|
| 규모 | 전체 | 15.0 | 35.0 | 50.0 | 50.0 |
| | 기금 | 7.5 | 7.5 | 10.0 | 50.0 |
| | 민간 | 7.5 | 27.5 | 40.0 | - |

자료: 금융위원회

올 한 해 전체 30조원 규모의 국민성장펀드에서 10조원의 자금이 직접 또는 간접투자 방식으로 시장에 유입될 계획이다. 여기에는 벤처투자자로 대표되는 모험자본시장과 함께 첨단전략산업³⁾의 메가프로젝트에 대한 통합패키지 차원의 금융 지원이 포함되어 있다. 제조업 AI 전환, 밸류체인 전반 지원, 지역성장·스케일업 기업 지원 등은 중기부의 모태펀드를 포함하여 개별 정부 부처의 기존 정책펀드(산업섹터펀드)와 중첩되는 부분이다. 따라서 국민성장펀드 추진단은 각 부처의 산업 육성을 위한 산업섹터펀드와의 영역을 구분하여 효율적 지원이 이루어지도록 부처 간 협업을 강조하고 있다. 예를 들면 모태펀드는 창업초기 벤처기업 육성의 역할이라면, 국민성장펀드는 첨단전략산업 생태계의 스케일업 및 대규모 인프라(설비투자)에 집중하는 방식 등이 거론된다. 이러한 영역 구분과 함께 각 부처별 산업섹터펀드에 대규모 유망 투자 건이 있는 경우 국민성장펀드의 매칭 투자 같은 협업 방안도 고려될 수 있다.

이상의 논의를 종합하면, 국민성장펀드는 벤처생태계 활성화라는 정책 목표를 달성하기 위해 가장 우선적으로 집행될 수 있는 즉각적이고 유연한 정책자금으로 기능할 수 있다. 이에 비해 후술하는 법정기금 및 퇴직연금 적립금은 유효한 투자시장이 조성되고 투자 수단(investment vehicle)의 실효성이 확인되어야 본격적으로 시장에 유입될 수 있는 자금 성격이다. 한편 국민성장펀드의 재원 조성 및 투자 실행은 법정기금 및 퇴직연금의 벤처투자 확대 정책과 밀접하게 연계된다. 현재 국민성장펀드는 자금의 집행 측면에서는 직접투자와 간접투자 등으로 구체적인 실행 방안이 속도감 있게 추진되고 있

3) 정부는 첨단전략산업법 등을 통해 반도체, 이차전지, 백신, 디스플레이, 수소, 미래차, 바이오, 인공지능, 방산, 로봇 등을 10대 첨단전략산업으로 정의하고 있다.

으나⁴⁾, 재원의 조성에 있어서는 전체 모펀드의 79%를 차지하는 민간자금의 조달 가능성이 구체적이지 않은 상황이다. 국민성장펀드를 통한 법정기금의 벤처투자는 모펀드의 유한책임사원(LP)으로 참여하는 방식과 자펀드의 LP로 출자하는 방식이 모두 고려될 수 있다.

법정기금: 중장기 자산배분의 대체투자 수단

법정기금이란 정부 재정 활동의 일환으로 특정 정책 목적을 수행하기 위해 정부 예산, 자체 사업, 부담금 등을 재원으로 관련법에 따라 조성되는 정책성 기금을 의미한다. 우리나라에는 현재 국민연금 기금을 포함하여 67개 법정 기금이 존재하며, 개별 기금의 자산배분계획에 따라 주식 및 채권 같은 전통자산과 함께 벤처투자를 포함한 대체자산 등으로 기금의 여유자금을 운용하고 있다. 법정기금의 여유자금 운용에 있어 벤처투자는 수익률 제고 및 위험 분산을 위한 투자 다변화의 관점으로 실행되는 대체투자의 일환이다. 개별 기금마다 대체투자의 목적과 대체자산의 역할은 상이하나, 주식과 채권 사이에 위치하는 중위험-중수익 구조의 위험조정수익률 제고를 지향하는 것이 일반적이다.

따라서 법정기금이 벤처투자 시장에 본격적으로 유입되기 위해서는 일반적으로 인식되는 벤처투자의 고위험-고수익 성향을 중위험-중수익 구조의 투자 수단으로 전환하려는 노력이 필요하다. 개별 벤처기업에 대한 직접투자는 그 자체로 초고위험 투자이나, 다수의 벤처기업에 분산투자하는 간접투자 방식의 벤처펀드(자펀드)에 대한 출자는 비교적 통제된 위험의 고위험-고수익 투자로 분류할 수 있다. 이러한 벤처펀드에 분산투자하는 재간접벤처펀드(모펀드)는 적어도 수익률 변동성 측면에서는 중위험-중수익 구조의 대체투자 수단이라 할 수 있다.⁵⁾ 따라서 이러한 구조의 벤처투자를 실행하는 법정기금이 감내해야 할 실질적 위험은 유동성위험이다. 위험 대비 높은 수익률은 비유동성 프리미엄에 기인하기 때문이다. 모펀드의 존속기간은 10년 이상이며, 대부분 환매가 불가능한 폐쇄형으로 설계된다. 연기금투자자를 통한 법정기금의 첫 번째 벤처투자 사례로 알려진, 무역보험기금의 벤처투자 역시 한국벤처투자(KVIC)가 운용하는 세컨더리투자 중심의 모펀드에 LP로 참여한 사례다. 일부 연금성 기금을 제외하고 대부분의 법정기금에 있어 자펀드 단위의 LP 출자는 기금이 감내하기 어려운 위험 수준이므로, 환매 가능한 개방형 재간접벤처펀드(모펀드) 구조가 적합한 투자 수단일 것으로 사료된다.

법정 기금의 유형에 있어, 사업성 기금 대부분은 중소형 규모일 뿐만 아니라 자금의 대부분 또는 전부를 일 년 미만의 단기자금으로 운용하므로, 비유동성 프리미엄을 전제로 하는 대체투자(벤처투자)를 포트폴리오에 편입하기는 어렵다. 벤처투자 시장으로의 유입 가능성이 높은 유형은 금융성 기금이

4) 예를 들면, 국민성장펀드가 직접투자 및 인프라투융자와 초저리대출을 실행하는 대상 사업으로 우선 검토하는 7건의 메가프로젝트를 발표하였으며, 간접투자방식의 일반 정책성펀드와 국민참여형펀드 운용을 위한 4개의 재정모펀드 운용사를 모펀드 운용 실적에 있는 1조원 규모 이상의 자산운용회사를 대상으로 선정 공고하였다.

5) 한국벤처투자(KVIC)에 의하면 공공모태펀드의 모펀드 단위 실현수익률은 8% 수준의 중위험-중수익 구조를 시현하고 있다.

라 할 수 있다. 무보, 신보, 기보 등 다수의 금융성 기금은 운용규모가 큰 대형기금임에도 불구하고 포트폴리오 구성은 상대적으로 보수적인 편이나, 최근 관리 부처의 변경 등으로 인해 대체투자를 포함한 적극적인 투자 다변화가 추진 중이기 때문이다.⁶⁾ OCIO 방식 위탁운용을 채택하고 있는 대형기금 중에서도 아직 벤처투자에 대한 별도의 자산배분을 하지 않는 기금의 경우 관련법 및 규정 개정을 통해 보다 적극적인 벤처투자 유인이 가능하다.⁷⁾ 법정기금의 효율적 운용을 위해 설립된 연기금투자플레드는 최근 대상 기관을 공기업 같은 공공기관으로 확대하면서 운용규모가 60조원을 상회하고 있어, 법정기금의 벤처시장 유입을 위한 효과적인 정책 수단이 될 수 있다. 연기금투자플레드는 이미 벤처투자 확대를 위하여 투자플레의 투자 가능 자산군에 기존 대체자산 외에 별도로 '모태펀드와 공동출자하는 벤처투자' 라는 자산군을 설정하고 있다.

법정기금의 벤처투자 확대 방안의 주안점은 기금 유형별로 상이한 접근이 필요하다는 것이다. 벤처펀드에 LP로 참여할 수 있는 대형 기금은 자체적인 자산배분 과정에서 벤처투자의 신규 설정 또는 비중 확대를 유인할 필요가 있으며, 금융성 기금 등은 연기금투자플레를 활용하여 모펀드 LP 같은 재간접 벤처펀드 형태의 투자 수단이 활성화될 필요가 있다. 동일한 정책 목적으로 추진되는 퇴직연금 적립금의 벤처시장 유입은 이와는 또 다른 양상이다.

퇴직연금: 점진적으로 확대되는 양질의 인내자본

벤처투자에 적합한 자금 성격은 이른바 양질의 인내자본(patient capital)이다. 장기투자를 전제로 하는 연금자산의 운용이 정확히 이에 부합한다. 우리 벤처생태계 역시 정책펀드를 제외하면 벤처투자의 마중물 역할은 대부분 국민연금기금에 의존해 왔다. 퇴직연금 적립금의 벤처시장 유입이 추진되는 배경이라 할 수 있다. 2025년 말 기준으로 제도 도입 20년이 경과한 우리 퇴직연금제도는 외형적으로는 450조원 규모의 거대 적립금으로 성장하였다. 하지만 적립금 운용 측면에서는 대부분 원리금보장상품(예금)에 편입되어 있으며, 제약적인 운용규제 등으로 인해 2% 초반대의 낮은 수익률이 지적되는 상황이다. 따라서 퇴직연금 적립금의 벤처시장 유입 필요성은 자금의 수요자(벤처생태계)가 아닌 공급자(퇴직연금) 입장에서 수익률 제고를 위한 분산된 위험의 포트폴리오 구축의 관점으로 제시되어야 한다.

퇴직연금은 현재 상장주식 등 위험자산에 대한 투자 비중 자체가 미미할 뿐만 아니라⁸⁾, 제도 유형을 막론하고 비상장주식에 대한 직접투자는 금지되어 있어 퇴직연금의 벤처시장 유입은 원천적으로

6) 최근 연기금투자플레를 통해 투자플레와 한국벤처투자(KVIC)가 공동 운영하는 'LP 첫걸음 모태펀드'에 모펀드 LP로 참여한 무역보험기금 사례가 이에 해당한다.
 7) 예를 들면, 방사선폐기물관리기금의 경우 AUM이 5조원을 상회하여 전담운용기관(OCIO)을 통해 기금이 운용되에도 불구하고 아직 벤처투자에 대한 별도의 자금 배분은 실행되지 않고 있는 상황이다.
 8) '남재우, 2024, 『퇴직연금 적립금 장기추계와 자본시장 영향』, 자본시장연구원 이슈보고서 24-25' 연구에 의하면 퇴직연금 적립금의 국내주식에 대한 자산배분 비중은 1.6% 미만이다.

차단되어 있다고 볼 수 있다. 하지만 연금자산의 운용은 기본적으로 외부 전문가를 활용하는 간접투자를 지향한다는 점에서, 비상장주식에 대한 간접 또는 재간접 형태의 집합운용기구(펀드)를 적극적으로 개발하고 이를 활용하는 방안으로 퇴직연금의 벤처시장 유입 정책이 추진될 수 있다. 즉, 퇴직연금의 벤처투자 확대는 적절한 투자 수단의 제공이 핵심이며, 투자의사결정 주체가 파편화되어 있는 퇴직연금 적립금의 운용 속성을 감안할 때 그 과정은 매우 점진적일 수밖에 없음을 강조한다. 법정기금의 벤처투자 확대같이 지침(IPS) 개정을 통해 전면적으로 추진될 수 있는 사안이 아니라는 뜻이다. 벤처투자에 대한 투자자 신뢰가 확보되고 이러한 점진적 투자 확대가 실현되기 위해서는 현행 퇴직연금제도의 지배구조와 운용규제를 합리적으로 개편하는 노력이 선행되어야 한다.

퇴직연금은 DB형과 DC형(IRP 포함)의 운용 특성이 매우 다르므로 퇴직연금의 벤처투자 확대 전략 역시 제도유형별로 논의될 필요가 있다. 지배구조 측면에서도 현행 계약형 제도와 현재 도입이 논의되고 있는 기금형 지배구조는 그 양상이 상이하다. DB형 적립금은 기업이 운용성과에 책임을 지고 운영하는 구조로 원칙적으로 벤처투자에 대한 직접적 규제 제한은 없다고 해석할 수 있다. 현행 법령 및 감독규정 상 DB형은 직접 비상장주식 투자만 금지될 뿐 벤처펀드 등 간접투자는 제도적으로 불가능하지 않기 때문이다. DB 적립금의 높은 위험회피 성향을 감안할 때, 앞서 언급한 다양한 형태의 효율적인 재간접 구조의 벤처투자 수단이 적극적으로 제시되어야 한다.

DC형 및 IRP의 경우 개인이 투자위험을 부담하므로 안정성 확보와 투자편의 제고를 동시에 추구하는 방안이 필요하다. 장기적으로는 자금을 집합(pooling)해서 운용하는 기금형 퇴직연금이 도입되어야겠으나, 현행 계약형 지배구조에서도 퇴직연금이 벤처투자가 가능하도록 신규 금융상품의 제시와 관련 제도 개편이 병행되어야 한다. 복수의 벤처펀드를 편입하는 ‘공모형 사모투자재간접펀드’나 최근 도입된 기업성장집합투자기구(BDC)의 활용 등이 대표적이다. 해외사례를 보면, TDF 같은 자산배분형펀드의 기초자산(underlying asset)으로 벤처투자를 포함한 비유동성 대체자산을 확대하려는 움직임이 관측된다.⁹⁾ 자산배분형펀드는 디폴트옵션의 주요 적격상품으로 활용된다는 점에서, 이를 통한 퇴직연금의 벤처투자 확대 전략이 보다 주효할 수 있다.

맺음말

정부가 추진 중인 벤처투자 활성화 정책은 법정기금의 벤처투자 확대, 퇴직연금 적립금의 벤처시장 유입, 국민성장펀드를 통한 민간자본 유입 촉진이라는 정책 패키지로 구성되어 있다. 이들 정책은 모두 벤처·혁신기업에 대한 자금 공급 확대를 목표로 하지만, 자금의 성격, 위험 부담 주체, 집행 방식에 있어 본질적인 차이를 갖는다. 국가 경제에서 차지하는 모험자본시장 육성의 필요성을 감안하면 다양한 형태의 민간자금을 유입함으로써 벤처생태계의 재도약을 추진하는 정책 방향은 바람직하겠으나,

9) 예를 들면, 영국은 퇴직연금의 대체투자 활성화를 위해 LTAF(Long-Term Asset Fund) 제도를 도입하였다.

이러한 정부 정책의 시행은 민간자금의 고유한 속성을 충분히 고려하여 합리적이고 시장친화적인 구조로 추진되어야 한다.

동일한 목적의 정책 조합이 충분한 조율 없이 동시에 공격적으로 집행될 경우, 벤처시장에는 일시적인 자금 공급의 과잉이 발생할 수 있다. 벤처투자의 대상이 되는 우량 벤처기업의 공급은 단기간에 확대되기 어려우므로 제한된 투자 대상에 자금 공급이 집중되면서 기업가치의 급격한 상승이 나타날 가능성이 높다. 이러한 밸류에이션 상승은 초기에는 투자 활성화로 인식되나, 이후 후속 투자 유치 실패나 회수 지연 등으로 이어져 펀드 성과 악화와 자본 비효율로 연결될 수 있다. 정책자금이 풍부해지고 손실 완충 구조가 강화될수록, 벤처캐피탈의 도덕적 해이(moral hazard)의 가능성도 증가한다. 투자 심사 기준 완화, 공공자금에 대한 위험 전가, 관계 기반 투자 증가, 단기 성과 왜곡 등의 문제가 발생할 수 있다.

이러한 부작용을 완화할 수 있는 구체적인 정책적 관리 장치가 강구되어야 한다. 우선 정책 패키지를 통해 시장에 투입되는 자금 규모를 단계적으로 조절하고 시장 흡수능력에 기반한 집행 관리가 필요하다. 연간 집행 목표를 단순한 금액 기준이 아니라 양질의 투자 기회와 연동하여 유연하게 설정하여야 한다. 운용사 및 투자 품질에 대한 규율 강화가 요구된다. 정책자금 출자 시 성과평가 지표를 단기 집행률이 아닌 장기적인 회수성과 위험관리 지표 중심으로 설계해야 한다. 회수(exit) 시장에 대한 인프라 구축이 강화되어야 한다. M&A 활성화나 상장제도 개선, 그리고 세컨더리 시장 활성화 등이 병행되지 않으면 일시적 자금 과잉은 시장 병목으로 연결될 수 있다. 이러한 관점에서 퇴직연금 적립금은 단기 과열기에 공격적으로 투입하기보다는, 장기투자 자산으로써 점진적으로 확대되는 양질의 인내자본으로 활용하는 전략이 바람직하다. 자금 성격에 맞춘 단계적 접근과 엄격한 거버넌스, 회수 인프라 확충이 병행된다면, 다방면으로 추진되는 이러한 정책 패키지는 우리 벤처생태계의 구조적 도약을 이끄는 전환점이 될 수 있을 것이다.

ZOOM
-INSEC의 DFA 멀티클래스 펀드 승인 및
시사점

- 2000년부터 뱅가드(Vanguard)가 독점해 온 ‘단일 펀드 내 ETF-뮤추얼펀드 결합 모델’ 특허가 2023년 5월 만료되면서 구조 도입의 진입 장벽이 해소됨
- 이후 2025년 11월 17일 미국 SEC가 DFA(Dimensional Fund Advisors)에 대해 ‘ETF와 뮤추얼펀드 멀티클래스’ 운용을 허용하는 면제 명령(exemptive order)을 발령함
- 동 구조의 핵심은 ETF의 현물 환매(in-kind) 기능을 활용해 가격이 급등한 주식을 펀드 밖으로 내보내는 방식으로 펀드 전체의 세금 효율성(tax efficiency)을 극대화하는 데 있음
- 투자자 보호 측면에서 SEC는 상호 보조(cross-subsidization) 위험을 명시하고 9가지 승인 조건(이사회 보고·모니터링·정량 임계값·공시·기록 보관 등)을 부과하여 구조적 이해상충을 통제함
- 제도의 확산을 지원하기 위해 SEC는 통합 통지(combined notice)로 심사 절차를 간소화하고, 거래소는 포괄적 상장 기준(generic listing standards)을 신설하였으며, NSCC는 과세 이벤트 없이 클래스 전환이 가능하도록 자동화된 전환 솔루션을 2026년 5월부터 시행할 예정임
- 멀티클래스 승인과 인프라 준비는 뮤추얼펀드-ETF 결합 구조의 표준화를 통해 투자자 선택권 확대, 세금·비용 효율 제고, 상품 공급의 규모화를 촉진함

- 뱅가드의 ‘단일 펀드 내 ETF-뮤추얼펀드 결합 모델’ 특허가 만료됨에 따라 진입 장벽이 해소
 - 2000년부터 뱅가드(Vanguard)가 독점해 온 ‘단일 펀드 내 ETF-뮤추얼펀드 결합 모델’ 특허가 2023년 5월 만료됨¹⁾
 - 뱅가드는 약 23년간 뮤추얼펀드의 광범위한 판매망(401k 등)과 ETF의 낮은 비용 및 세제 혜택을 동시에 누리는 독점적 지위를 활용하여 미국 2위 자산운용사로 급성장
 - 이에 따라 DFA 등 주요 자산운용사들은 퇴직연금(뮤추얼펀드 선호)과 리테일(ETF 선호)로 이원화된 펀드시장을 단일 펀드로 통합하여 ‘규모의 경제’를 달성하고자 해당 구조 도입을 적극 추진
 - 특히 이 구조의 핵심 유인인 ‘세금 효율성(tax efficiency)’은 뮤추얼펀드의 세금 드래그(tax drag) 문제를 완화하는 방향으로 작동²⁾

1) Sotiroff, D., 2023. 5. 16, As Vanguard’s patent expires, etf investment choices will expand, Morningstar.

2) Bloomberg, 2023. 3. 23, Vanguard’s life-preserver for taxes is expiring.

□ 2025년 11월 17일 미국 SEC가 DFA에 대해 'ETF와 뮤추얼펀드 멀티클래스' 운용을 허용하는 면제 명령(exemptive order)을 발령

- SEC는 2025년 9월말 DFA가 'ETF 클래스'와 '뮤추얼펀드 클래스'를 하나의 펀드 내에서 동시에 운용할 수 있게 허용하는 면제 승인 의사를 알리는 공식 통지(notice)를 발행한 데 이어 11월 17일 면제 명령을 발령
- 이 명령은 1940년 투자회사법(Investment Company Act of 1940)상 서로 다른 성격의 클래스가 공존할 수 없었던 법적 제약을 해소해 준 것으로, 주요 면제 사항은 다음과 같음
 - 다중 클래스 발행 허용(섹션 18(f)(1) & 18(i)): 상환 방식(현금 vs 현물)과 거래 방식(기준가 vs 시장가)이 완전히 다른 두 종류의 클래스(뮤추얼펀드와 ETF)를 하나의 펀드에서 동시에 발행할 수 있도록 허용
 - ETF의 개방형 펀드 지위 인정(섹션 2(a)(32) & 5(a)(1)): ETF는 개인 투자자가 직접 상환을 청구할 수 없음에도 불구하고 '상환가능한 증권(redeemable security)'으로 간주하여 개방형 펀드 지위를 유지하게 함
 - 시장가 거래 허용(섹션 22(d), 22(e) & 규칙 22c-1): ETF 클래스는 하루 한 번 산출되는 순자산가치(NAV)가 아닌 장중 '시장 가격'으로 거래될 수 있도록 예외 인정
 - 현물 거래(in-kind) 제한 완화(섹션 17(a)): 지정 참가자(AP) 등과 현금이 아닌 '주식 실물'로 설정 및 환매 거래를 할 수 있도록 허용하여 세금 효율성 확보
- DFA는 2023년 7월 최초 신청 이후, 2025년 4월 1일과 5월 30일 SEC의 피드백을 반영한 1차 및 2차 수정 신청서를 제출하고, 9월 26일에는 SEC가 요구한 상호 보조(cross-subsidization) 방지 대책을 구체화한 제3차 수정 및 재작성된 신청서를 제출한 뒤 9월말 공식 통지 발행으로 이어짐
- 승인된 13개³⁾의 펀드는 DFA의 미국 주식형 뮤추얼펀드 상품을 포괄적으로 대표하면서 서비스 제공업체 조율이 비교적 용이해 ETF 클래스 추가에 유리한 펀드들로 구성되었고 승인 직후 DFA는 ETF 클래스 추가 등록 신고서를 즉시 제출하며 상용화 절차에 돌입

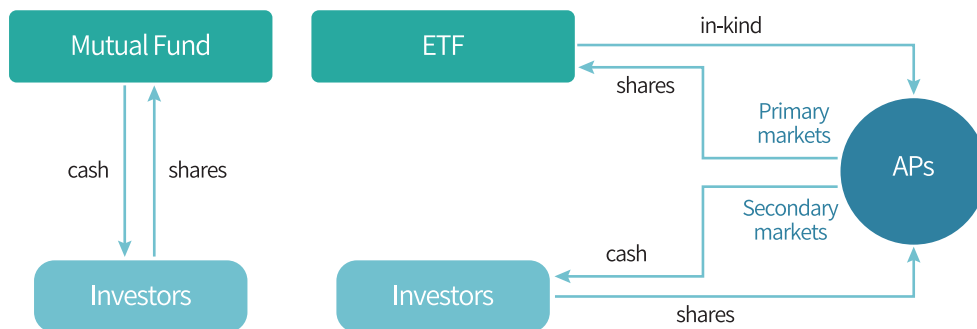
□ 멀티클래스 펀드의 핵심 기제는 ETF를 활용한 '세금 효율성(tax efficiency)'의 구조적 내재화에 있음

- (세금 드래그의 구조) 기존 뮤추얼펀드는 투자자 환매 시 유동성 확보를 위해 보유 주식을 매도해야 하므로, 과세 대상 자본이득이 발생하면 잔존 주주에게도 세금이 전가(tax drag)될 수 있음

3) US Large Company Portfolio, US Large Cap Equity Portfolio, US Small Cap Value Portfolio, US Targeted Value Portfolio, US Core Equity 1 Portfolio, US Core Equity 2 Portfolio, US Vector Equity Portfolio, US Small Cap Portfolio, US Micro Cap Portfolio, US High Relative Profitability Portfolio, DFA Real Estate Securities Portfolio, US Large Cap Growth Portfolio, US Small Cap Growth Portfolio

- (현물 환매와 세금 이연) 멀티클래스 구조에서는 가격이 급등해 세금 부담이 큰 주식(low-basis stocks)을 선별하여 지정 참가자(AP)에게 실물로 상환하는 ‘현물 환매(in-kind redemption)’ 방식을 적용함⁴⁾
 - 이를 통해 실현 자본이득을 펀드 외부로 배출하여, ETF 투자자뿐만 아니라 뮤추얼펀드 투자자의 세후 수익률까지 개선하는 효과가 나타날 수 있음
- (하트비트 거래 활용) ‘하트비트 거래(heartbeat trades)’는 ‘현물 환매’ 원리를 이용해 펀드 내부의 세금 부담을 능동적으로 제거하는 기법으로 <그림 2>에서 나타나는 것처럼 마치 심전도 그래프의 심장 박동처럼 짧은 순간에 대규모 자금이 들어왔다 나가는 모습에서 붙여진 이름
 - 이는 펀드에 세금을 내야 할 주식의 수가 많이 쌓여 있을 때, 펀드매니저와 AP가 협력하여 단기간에 대규모 ETF 설정과 환매를 유발하는 과정에서 세금 부담이 큰 주식을 집중적으로 털어내 펀드의 과세 대상 소득을 ‘0’에 수렴하게 만드는 기법으로 설명됨
- Moussawi et al.(2025)⁵⁾ 등의 실증 연구에 따르면, 이러한 세금 관리 메커니즘은 장기 투자자에게 뮤추얼펀드 대비 연간 약 1.05%의 추가 세후 수익(alpha)을 제공하는 것으로 분석되며, 1%의 차이는 복리 효과를 감안할 때 은퇴 자산 규모에 결정적 영향을 미칠 수 있음
- 따라서 멀티클래스 도입은 고객 자산가의 이탈을 방지하고 기존 뮤추얼펀드 고객을 락인(lock-in)하는 방어 기제로도 평가됨

〈그림 1〉 뮤추얼펀드와 ETF의 환매 구조 차이

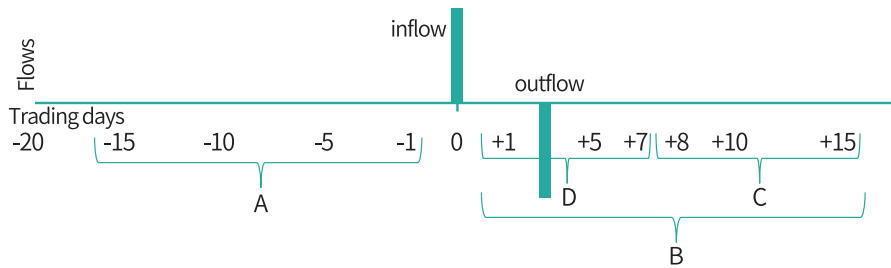


자료: Moussawi et al.(2025)

4) Bloomberg Businessweek, 2019. 3. 29, The ETF tax dodge is Wall Street’s ‘dirty little secret’.

5) Moussawi, R., Shen, K., Velthuis, R., 2025, The role of taxes in the rise of ETFs, *The Review of Financial Studies* 38(10), 2988.

〈그림 2〉 하트비트 거래 예시

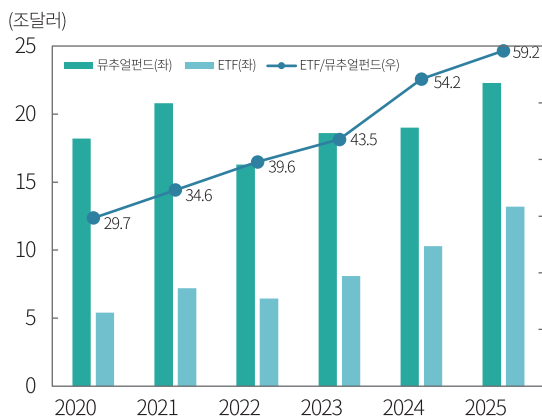


자료: Moussawi et al.(2025)

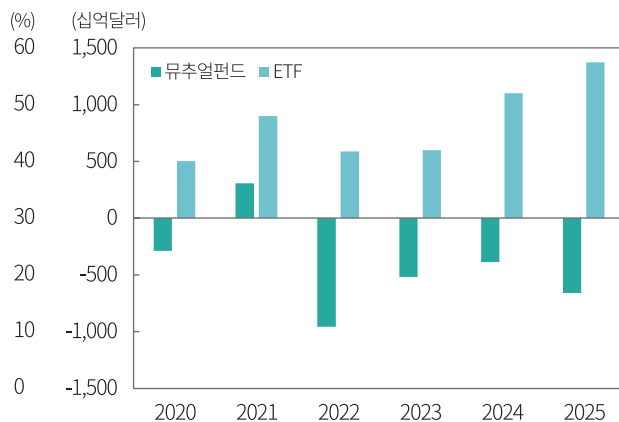
□ 또한 뮤추얼펀드와 대조적인 ETF로의 자금 집중 현상은 미국 펀드시장의 무게중심이 ETF로 이동하고 있음을 시사

- Morningstar(2025)⁶⁾에 따르면 뮤추얼펀드 시장이 20조달러 내외에서 완만한 성장세를 보이는 동안, ETF 시장은 2020년 5.4조달러에서 2025년 13.2조달러로 5년 만에 2.4배 이상 급성장
 - 이러한 높은 성장세에 힘입어 뮤추얼펀드 대비 ETF 자산규모 비중은 2020년 29.7%에서 2025년 59.2%까지 증가하며, ETF가 펀드시장의 주류로 빠르게 부상하고 있음을 나타냄
- 뮤추얼펀드는 2021년을 제외하고 지속적인 순유출을 기록한 반면, ETF는 2020년 이후 꾸준한 유입세를 유지하며 2025년(2024. 12~2025. 11)에 1조 3,730억달러의 사상 최대 순유입을 기록
 - 특히 2024년 이후 ETF로의 자금 쏠림 현상이 더욱 심화되면서, 펀드시장 내 신규 자금 흐름이 뮤추얼펀드에서 ETF로 완전히 중심 이동하고 있음을 보여줌
- 이러한 흐름은 ‘뮤추얼펀드 고객 기반’과 ‘ETF 성장 채널’을 단일 펀드로 연결하려는 운용사 유인을 강화하며, 특히 만료 이후 멀티클래스 구조가 빠르게 확산될 가능성을 높임

〈그림 3〉 뮤추얼펀드 및 ETF 자산규모 추이



〈그림 4〉 뮤추얼펀드 및 ETF 자금순유입 추이



주 : 〈그림 2〉에서 2025년 수치는 11월말 기준 직전 12개월(2024. 12~2025. 11) 합계액

자료: Morningstar

6) Morningstar, 2025, US Fund Flows November 2025.

- 다만 동일 펀드 내 이질적 거래 속성을 가진 클래스가 공존하는 만큼, SEC는 상호 보조(cross-subsidization) 위험을 통제하기 위한 승인 조건을 통해 투자자 보호 장치를 강화함⁷⁾
- 상호 보조는 한 클래스의 비용이 다른 클래스 투자자에게 부당하게 전가될 가능성을 의미하며, 특히 거래 메커니즘 차이에 따른 비용 비대칭이 핵심 쟁점
 - (거래 비용의 비대칭성) 뮤추얼펀드는 현금 설정·환매로 인해 실제 매매 비용(중개수수료, 스프레드, 시장 충격 등)이 발생할 수 있는 반면, ETF는 AP와 현물 바스켓을 교환하는 방식으로 내부 매매 비용이 상대적으로 제한적
 - (현금 드래그(cash drag) 효과) 뮤추얼펀드가 환매 대응을 위해 일정 수준의 현금성 자산을 보유해야 하는 관행(통상 3~5%)은 주식 상승기 성과를 저해하는 ‘현금 드래그(cash drag)’로 작용할 수 있어, ETF 투자자에게 불필요한 성과 저하를 전가할 소지가 있음
 - 이에 SEC는 DFA에 대해 9가지 승인 조건을 부과하고, 구조 도입 전·후의 거버넌스와 모니터링 체계를 명시적으로 요구함
 - (사전·상시 거버넌스) 구조 도입 전 ‘최선의 이익(best interests)’ 입증을 위한 초기 이사회 보고서 제출, 모니터링 프로세스 승인
 - (정량적 통제) 현금 드래그, 중개 비용 전가율, 자본이득 분배 등 관련 임계값(thresholds) 설정 및 지속 추적, 임계값 초과 시 30일 이내 이사회 보고 및 시정 조치 의무화
 - (사후 검증 가능성) 연례 재평가(annual review), 투자자 공시 강화(disclosure), 기록 보관 의무(최소 6년) 등 규제 점검(examination)에 대비한 운영 요건을 부과

7) SEC, 2025a, Investment Company Act, Release No. 35770 (Notice).

〈표 1〉 SEC의 멀티클래스 펀드 구조 승인 조건

| 주요 내용 | 세부 설명 |
|-----------------------------------|---|
| Rule 6c-11 준수 | ETF 클래스는 투명성, 바스켓 구성 등 기존 ETF 운영 규칙을 엄격히 준수해야 함. 단, 단일 클래스만 상장되는 특수성은 예외로 인정됨 |
| Rule 18f-3 준수 | 멀티클래스 펀드 규정에 따라 각 클래스의 비용 배분을 명확히 하되, 거래 방식(거래소 vs 직접 거래) 차이에 따른 예외를 허용함 |
| 초기 이사회 보고서 (initial board report) | 구조 도입 전, 운용사는 해당 구조가 모든 클래스 주주에게 '최선의 이익(best interests)'이 됨을 입증하는 상세 분석 보고서를 이사회에 제출해야 함 |
| 모니터링 프로세스 승인 | 이사회는 상호 보조 및 이해 상충을 감시하기 위한 구체적인 모니터링 프레임워크를 승인해야 함 |
| 수치적 임계값 설정 (thresholds) | 현금 드래그, 중개 비용 전가율, 자본 이득 분배 등과 관련된 정량적 임계값을 설정하고 이를 지속적으로 추적해야 함 |
| 위반 시 시정 조치 | 임계값 초과 시 30일 이내 이사회 보고 및 시정 조치(수수료 조정, 현금 관리 강화 등) 의무화 |
| 연례 재평가 (annual review) | 이사회는 최소 연 1회 이상 멀티클래스 구조의 적합성을 재평가하고 승인을 갱신해야 함 |
| 투자자 공시 강화 (disclosure) | 투자설명서를 통해 각 클래스의 특성, 비용 차이, 잠재적 리스크를 투자자가 이해하기 쉽게 명확히 공시해야 함 |
| 기록 보관 의무 | 모니터링 기록 및 이사회 보고 자료를 최소 6년간 보관하여 규제 당국의 사후 검증(examination)에 대비해야 함 |

자료: SEC(2025a)

□ 멀티클래스 '승인 과정의 표준화'와 '인프라 정비'는, 구조 확산의 속도와 범위를 좌우하는 핵심 제도 변수임

— (승인 프로세스의 표준화) '통합 통지(combined notice)'는 멀티클래스 구조를 개별 운용사 단위의 예외 승인에서, 시장 전반에 적용 가능한 '조건부 표준(standard with conditions)'으로 전환시키는 장치로 해석됨⁸⁾

- SEC는 DFA 첫 면제 명령 직후 블랙록·피델리티 등 30여 개 운용사의 대기 신청에 대해 통합 통지를 발행하고 일괄 승인 절차에 돌입했으며, 신청서 내용이 DFA 승인 조건과 '실질적으로 동일(substantially identical)'한 경우 추가 심사를 생략하는 방향을 제시
- 이는 선발 주자가 정립한 운영·통제 모델을 사실상 준거 모형으로 제시하고, 후발 주자의 진입 비용(시간·불확실성)을 구조적으로 낮추는 '조건부 패스트트랙'을 공식화한다는 의미를 가짐

— (상장 인프라의 정비) 거래소의 '포괄적 상장 기준(generic listing standards)' 신설과 SEC의 가속 승인(accelerated approval)은, 상장 단계에서의 병목을 제거하여 '운용 승인 → 즉시 상장'을 가능케 하는 제도적 파이프라인을 구축함⁹⁾

8) SEC, 2025b, Notice of Applications for Exemptive Relief, Release No. IC-35787.

9) SEC, 2025. 11. 24, Order Granting Accelerated Approval of a Proposed Rule Change to Adopt New Rule 14.11(n).

- Cboe BZX는 멀티클래스 ETF의 신속한 시장 진입을 지원하기 위해 신규 상장 규정 'Rule 14.11(n)'을 제안했고, SEC는 2025년 11월 24일 이를 가속 승인함
- 기존에는 거래소가 매년 'Rule 19b-4 Filing' 절차(수개월 소요)를 거쳐야 했으나, 규정 신설로 운용사가 SEC로부터 펀드 운용 승인만 획득하면 거래소가 별도 추가 심사 없이 즉시 상장시킬 수 있는 근거가 마련됨

— (전환·결제 인프라의 정비) 미국 증권청산공사(National Securities Clearing Corporation: NSCC)의 '자동화된 전환 솔루션(automated conversion solution)'은, 멀티클래스 구조의 핵심 권리인 '전환권(conversion privilege)'을 투자자 관점에서 실질화하는 기반임(Notice A9692)¹⁰⁾

- NSCC는 뮤추얼펀드 클래스를 ETF 클래스로 교환하는 과정을 지원하기 위해 자동화 전환 솔루션 도입을 확정하고 2026년 5월부터 시행 예정이며, 이는 매도·재매수 또는 과세 이벤트 없이 클래스 변경이 가능하도록 전환권을 기술적으로 보장하기 위함
- NSCC는 펀드 결제망(Fund/SERV®) 내 표준화된 전산 코드를 신설하여, 기존의 수동 처리 방식으로는 어려웠던 대규모 자금 이동과 권리 행사를 안정적으로 지원할 계획

□ 멀티클래스 승인과 인프라 정비는 뮤추얼펀드-ETF 결합 구조의 표준화를 통해 투자자 선택권 확대, 세금·비용 효율 제고, 상품 공급의 규모화를 촉진함

- 투자자는 뮤추얼펀드와 ETF 중 무엇을 선택하는가보다 투자전략을 우선 선택하고(strategy first), 거래 방식 등에 따라 선호에 맞는 wrapper(클래스)를 선택(wrapper second)할 수 있어 선택의 폭이 확대됨
- 뮤추얼펀드의 환매 과정에서 발생하는 자본이득 실현·분배에 따른 세금 드래그(tax drag)는 ETF 클래스의 현물 환매(in-kind redemption) 및 관련 운용 기법을 통해 완화될 수 있어, 뮤추얼펀드 투자자의 세후 성과 개선 여지가 확대됨
- ETF는 기존 뮤추얼펀드 자산 기반 위에 클래스 추가·상장이 가능해 초기 운용자산(AUM) 형성과 확산이 용이하며, 통합 통지·포괄적 상장 기준·전환 솔루션 정비는 승인-상장-전환의 절차 비용과 불확실성을 낮춰 규모의 경제 달성을 가속함

선임연구원 심수연

10) NSCC, 2025, Implementation of Automated Conversion Solution for ETF Share Classes (Important Notice A9692).

ZOOM
-IN글로벌 금융중개 구조 변화와 비은행 금융의
역할 확대 영향

- 글로벌 금융시스템은 은행 중심의 전통적 금융중개 구조에서 시장 기반 금융 중심으로 점차 재편되고 있으며, 이에 따라 증권사, 자산운용사, 펀드 등 비은행 금융중개기관의 역할이 확대
- 금융위기 이후 강화된 은행 규제와 거시경제 환경, 투자자 구성의 변화, 금융기술 발전 등은 금융중개 구조 전환을 가속화하는 주요 요인으로 작용
- 비은행 금융의 확대는 금융중개의 효율성과 접근성을 높이는 긍정적 측면이 있는 한편, 은행보다 완화된 규제와 레버리지 및 유동성 측면의 취약성도 내포
- 이에 따라 금융안정을 저해하지 않으면서 시장 기반 금융의 장점을 활용하기 위한 종합적인 정책 대응이 필요하다는 의견이 제기
- 국내에서도 비은행 금융 부문의 비중이 지속적으로 확대되고 있는 만큼 이러한 변화가 금융시스템 전반에 미치는 영향을 고려할 필요

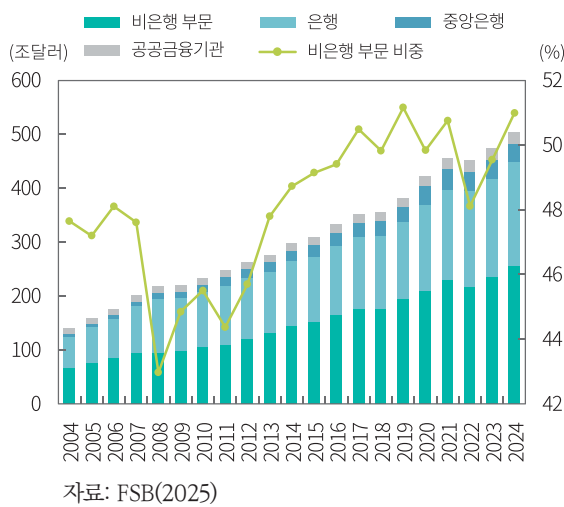
- 글로벌 금융시스템은 은행 중심의 전통적 금융중개 구조에서 시장 기반 금융 중심으로 점차 재편되고 있으며, 이에 따라 증권사, 자산운용사, 펀드 등 NBF(비은행 금융중개기관)의 역할이 확대
 - 예금과 대출을 핵심으로 하는 은행 중심의 간접금융은 상대적으로 비중이 낮아지고 있는 반면, 채권, 펀드, 구조화상품 등을 활용한 시장 기반 금융은 확대되는 추세
 - 펀드, MMF, 헤지펀드, 신탁, 구조화 금융기구, 보험, 연기금 등 다양한 주체가 자금공급과 위험부담, 유동성 제공, 자산운용 기능을 분담하는 방향으로 전개
 - FSB(금융안정위원회)에 따르면 2024년말 기준 NBFI 부문 자산은 글로벌 전체 금융자산의 51%를 차지하였으며, 전년 대비 증가율은 9.4%로 은행 부문 4.7%의 두 배에 달함¹⁾
 - 그중에서도 MMF, 헤지펀드, 기타 투자펀드 등 기타 금융중개기관(Other Financial Intermediaries) 부문은 2024년 전년 대비 11% 증가하여 169.4조달러 규모로 가장 큰 폭으로 확대되었고, 연기금과 보험 부문도 각각 7%, 6%의 증가세를 보임
 - 자금조달 방식 역시 은행 대출에 대한 의존도가 낮아지고 다양한 직접금융 수단으로 분산되는 흐름
 - 기업은 회사채 발행뿐 아니라, 사모채권, 펀드 및 구조화 금융 등 비은행 기반 금융 수단을 활용하여 자금조달 경로를 다변화

1) FSB, 2025, *Global Monitoring Report on Nonbank Financial Intermediation 2025*.

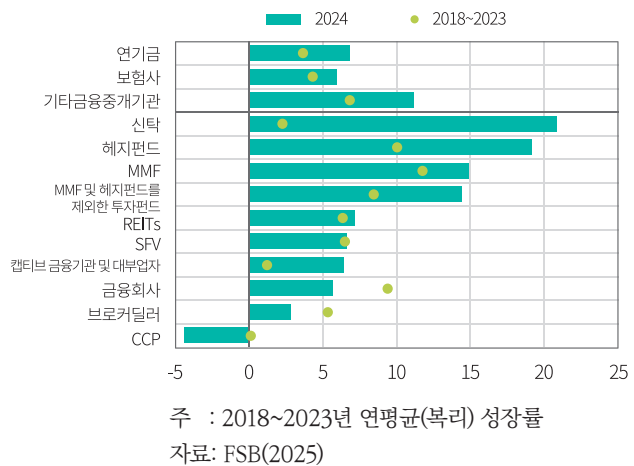
— 이러한 변화 속에서 금융중개 기능은 은행과 비은행 간에 점차 분업화되는 양상

- 은행은 결제 및 예금 기능을 중심으로 전통적인 신용공급과 신용공여 역할을 유지하는 반면, 비은행 부문은 시장 및 신용위험 인수, 레버리지를 활용한 거래전략, 자산운용, 구조화 금융과 사모금융 부문에서 기능을 확대
- 또한 은행과 비은행 간 연계성도 강화되고 있는데, 비은행의 은행예금 예치, 은행의 비은행 대상 대출, 펀드, 보험 및 연기금의 은행 발행 증권 보유 등이 대표적²⁾

〈그림 1〉 기관별 글로벌 금융자산 규모



〈그림 2〉 주요 비은행 금융기관(NBFI)의 연간 자산 성장률(%)



□ 금융위기 이후 강화된 은행 규제와 거시경제 환경, 투자자 구성의 변화, 금융기술 발전 등은 금융중개 구조 전환을 가속화하는 주요 요인으로 작용³⁾

— 강화된 은행 규제로 인해 고위험 금융 기능이 비은행 부문으로 이전되었으며, 이에 따라 기업금융과 단기자금시장에서 비은행의 역할이 확대

- 2008년 금융위기 이후 바젤 III 도입 등으로 은행의 자본 및 유동성 규제가 강화되면서 위험가중자산(RWA)이 높은 대출, 자산운용, 트레이딩 부문의 규제 비용이 크게 증가
- 이에 따라 규제 부담이 상대적으로 적은 비은행 채널로 유사한 금융 기능이 이전되는 규제차익(regulatory arbitrage) 현상이 나타났으며, 특히 기업대출, 부동산 및 레버리지 파이낸스, 단기자금 조달 부문에서 비은행의 비중 확대가 뚜렷⁴⁾

— 장기화된 저금리 환경은 고수익을 추구하는 투자자 자금이 비은행 부문으로 이동하는 흐름을 심화

2) FSB, 2025, *Global Monitoring Report on Nonbank Financial Intermediation 2025*.
 3) CEPR, 2025. 8. 5, *Transmission of liquidity shocks through non-bank financial intermediaries: Evidence from the International Banking Research Network*.
 4) World Finance, 2023. 1. 17, *The dangerous growth of shadow banking*.

- 글로벌 금융위기 이후 주요국의 완화적 통화정책과 지속된 저금리는 은행이 예금 및 대출에서 얻는 이익을 줄여 수익성을 저하시키는 한편, 투자자들은 보다 높은 수익을 찾아 위험 자산 및 대체투자 비중을 확대
- 이 과정에서 고수익채권, 대체투자, 시장기반 신용중개를 제공하는 펀드 및 사모대출, 구조화상품 등 비은행 부문으로 자금이 이동하면서 NBF의 자산 규모 확대를 견인
- 기관투자자 자산 증가는 비은행 채널을 통한 자금공급을 더욱 활성화⁵⁾
 - 연금 및 보험사, 펀드 등 기관투자자의 운용자산이 꾸준히 증가하면서, 이들이 대출이 아닌 채권투자나 대체투자, 사모대출 등의 직접금융 방식의 자금공급이 확대
 - 실제로 비은행이 보유 및 중개하는 금융자산 비중은 금융위기 당시 40%대 초반에서 최근에는 전 세계 금융자산의 절반 수준까지 상승
- 금융기술과 시장 인프라가 발전하면서 비은행 금융이 성장할 수 있는 기반이 강화
 - 증권화, 기초자산 분할, 파생상품 등 구조화 기법이 발달하면서 대출을 보유하는 방식(originate-to-hold)에서 대출을 유통하는 방식(originate-to-distribute)으로 전환되었고, 그 결과 대출의 상당 부분이 펀드나 SPV 등 비은행 주체로 이전될 수 있게 됨⁶⁾
 - 또한 핀테크 기업과 온라인 대출 플랫폼, 디지털 결제 시스템의 확산으로 기존 은행 네트워크를 거치지 않고도 자금중개와 결제가 가능해지면서 기술 기반 비은행 금융플랫폼의 역할과 영향력이 점차 확대
- 공공부문 자금조달 확대와 채권시장의 성장은 비은행 금융 역할을 구조적으로 확대
 - 글로벌 금융위기와 코로나19 팬데믹 대응 과정에서 정부부채가 급증하며 국채와 공공채 발행규모가 크게 확대되었고, 이에 대한 주요 투자자가 자산운용사, 헤지펀드, 머니마켓펀드 등 비은행 금융기관으로 이동

□ 비은행 금융의 확대는 금융중개의 효율성과 접근성을 높이는 긍정적 측면이 있는 한편, 은행보다 완화된 규제와 레버리지 및 유동성 측면의 취약성도 내포

- 금융중개 구조의 다변화는 금융시스템의 탄력성과 효율성을 높이는 긍정적 효과를 제공
 - 자금조달 경로가 다변화되면, 은행 신용공급이 위축되는 시기에도 대체적 조달경로가 작동할 수 있어 금융시스템의 효율성이 증가
 - 다양한 투자자와 전략이 시장에 참여하면서 가격발견과 위험분산이 기능이 개선되고 기업 입장에서 은행대출과 채권 등 시장성 자금을 병행하여 활용함으로써 자본구조의 유연성이 제고⁷⁾

5) IMF, 2025. 9. 29, Explainer: Five megatrends shaping the rise of nonbank finance.

6) ECB, 2025, *Growth of Non-Bank Financial Intermediaries, Financial Stability, and Monetary Policy*.

7) ECB, 2023. 5, Corporate loans versus market-based finance: substitutes or complements?

— 그러나 비은행 금융의 확대는 레버리지, 유동성 변환, 상호연계성 측면에서 새로운 금융시스템 취약성을 동반

- NBFIs는 예금자 보호나 중앙은행 유동성 공급 등 전통적 안전망의 적용을 받지 않는 경우가 많아, 스트레스 상황에서는 유동성 경색, 매도 압력, 가격 급변, 마진콜 등으로 이어지는 증폭 메커니즘 발생 가능성
- FSB는 2024년 위험요인 점검에서 채권형·혼합형 펀드의 높은 유동성 변환성(liquidity transformation)⁸⁾과 금융회사, 브로커딜러 및 구조화금융기구의 높은 레버리지 수준을 핵심 리스크로 지적⁹⁾
- IMF는 시장조성, 유동성 공급, 사모신용 등에서 비은행 금융의 영향력이 확대되고 있는 동시에, 해당 부문의 취약성이 은행권으로 빠르게 전이될 수 있음을 스트레스테스트 결과로 강조¹⁰⁾

— 비은행 부문의 취약성은 위기 시 자산 매도와 유동성 악화를 유발한 사례에서 볼 수 있듯이, 그 충격이 국채시장과 대형 은행으로 전이되면서 시스템 리스크로 확산될 수 있음

- 2020년 3월 코로나19 충격으로 국채시장에서도 현금 수요 급증과 급격한 매도가 발생하여 시장 기능이 일시적으로 마비되었고, 이에 대응해 중앙은행이 유동성 공급에 나섬¹¹⁾
- 2022년 영국에서는 LDI(부채연계투자) 펀드¹²⁾의 마진콜 대응 과정에서 국채 매도가 급증하며 시장 유동성이 악화되었고, 영국 중앙은행은 시장 개입을 통해 193억 파운드 규모의 국채를 매입하여 진화¹³⁾

— 또한 비은행 금융에 대한 규제 및 감독과 데이터 체계의 한계도 구조적 취약 요인¹⁴⁾

- 비은행 부문은 증권, 자산운용, 보험, 연금 등 업권별로 분절된 규제 체계를 가지고 있어 시스템 차원의 리스크를 통합적으로 파악하고 대응하기 어려움
- 특히 사모신용 등은 데이터 공백이 크며, 이로 인해 위험의 사각지대가 형성될 수 있다는 점이 반복적으로 지적

□ 이에 따라 금융안정을 저해하지 않으면서 시장 기반 금융의 장점을 활용하기 위한 종합적인 정책 대응이 필요하다는 의견이 제기

8) 유동성 변환성은 펀드가 상대적으로 유동성이 낮은 채권을 기초자산으로 보유하면서도 투자자에게는 일일 환매 등 언제든지 환매 가능한 높은 유동성을 제공함으로써 자산과 부채 간에 구조적인 유동성 미스매치를 내재하게 되는 특성을 의미

9) FSB, 2025, *Global Monitoring Report on Nonbank Financial Intermediation 2025*.

10) IMF, 2025. 10. 14, Growth of nonbanks is revealing new financial stability risks.

11) FRB of NY, 2022. 7. 12, The global dash for cash in March 2020.

12) 부채연계투자(Liability Driven Investment: LDI)는 연기금이 자산, 파생상품 등을 활용해 금리 변동에 따른 부채가치 변화를 헷징하면서 레버리지를 통해 추가 수익 기회를 확보하는 전략이지만, 급격한 금리 상승 시 증거금 요구에 따른 유동성 압박과 자산 강제 매각을 유발해 금융시스템 리스크로 전이될 수 있다는 점에서 문제가 됨

13) Bank of England, 2023. 11. 20, Financial stability buy/sell tools: a gilt market case study.

14) FSB, 2024, The rise and risks of private credit, *Global Financial Stability Report*.

— 주요 기관에서는 업권별 규제 강화보다는 비은행 금융의 레버리지 수준 및 시장가격 변동성이 금융 여건에 미치는 영향을 중심으로 은행 - 비은행 연계와 핵심시장 구조에 기반한 리스크 식별 및 정책수단 정교화의 중요성을 강조

- FSB는 NBFi 레버리지가 스트레스를 증폭시키는 핵심 요인임을 명시하고, 핵심시장 및 은행 - 비은행 연계를 중심으로 위험요인을 분석하고, 이에 대응하는 정책수단을 보다 정밀하게 설계할 것을 권고¹⁵⁾

- BIS는 시장 기반 금융의 확대에 따라 금융 여건이 전통적인 대출금리보다 변동성이 큰 시장 가격에 더 민감하게 연동되고 있어 금융시스템의 충격 민감도가 커질 수 있음을 지적하며, 이에 대응하기 위한 시장 복원력 강화 및 시스템적 유동성 공급 체계의 정교화를 제안¹⁶⁾

- IMF도 대외 불확실성 및 주요국의 재정건전성 우려로 환율 및 금리 변동성 확대되는 경우 비은행 금융중개의 레버리지 확대와 상호연계성 증가가 주요 리스크 요인으로 작용할 수 있음을 지적하며, 비은행 금융의 리스크 모니터링과 적절한 정책 대응 강화가 필요함을 시사¹⁷⁾

□ 국내에서도 비은행 금융 부문의 비중이 지속적으로 확대되고 있는 만큼 이러한 구조적 변화가 금융 시스템 전반에 미치는 영향을 고려할 필요

— 국내에서도 NBFi 자산 규모 비중이 빠르게 증가하고 있어 이러한 구조적 변화가 금융시스템 전반의 안정성에 어떤 영향을 주는지 살펴볼 필요

- 2024년말 기준 국내 NBFi 자산은 6,213조원으로 예금취급기관 5,504조원을 상회¹⁸⁾

- 비은행 금융중개 규모가 확대되면서 비은행 금융기관 간, 비은행 금융기관과 은행 간 상호연계성도 심화되고 있어 개별 부문에서 발생한 충격이 금융시스템 전반으로 전이될 가능성이 확대

— 글로벌 금융시장 변동성과 주요국의 재정건전성에 대한 우려 속에서 비은행 금융 부문의 구조적 확대는 국내 금융시스템의 잠재적 불안 요인으로 작용할 수 있는 만큼¹⁹⁾, 그 영향과 리스크에 대한 점검 및 선제적 대응방안을 모색할 필요

선임연구원 홍지연

15) FSB, 2025. 7. 9, Leverage in Nonbank Financial Intermediation: Final report.

16) BIS, 2025. 6. 29, II. Financial conditions in a changing global financial system.

17) IMF, 2025. 10, *Global Financial Stability Report*.

18) 한국은행, 2025, 금융안정보고서.

19) 한국은행, 2025, 금융안정보고서.