

## OPINION

선임연구위원  
김재철

## 액티브 ETF 시장의 경쟁구조: 미국 사례와 시사점\*

미국에서 액티브 ETF가 급성장하는 가운데, 뮤추얼펀드의 쇠퇴로 고전하던 중소형 운용사들이 대거 액티브 ETF 시장에 안착하고 있다. 2019년말부터 진행된 미국 ETF 시장의 규제완화가 중소형 운용사들의 액티브 ETF 시장 진입을 촉진한 것으로 평가된다. 더불어 등록투자자문사의 자문 기능과 독립 자산관리 플랫폼의 실행 기능의 시너지를 통해 개인투자자들이 금융자산을 체계적으로 관리하기 시작함으로써 다양한 투자목적이 내재된 중소형 운용사들의 액티브 ETF가 선택되기 시작한 것으로 보인다. 국내에서도 액티브 주식형 ETF 시장에 일부 중소형 운용사들이 진입하고 있다. 액티브 ETF 시장이 더 경쟁적이면서 다양한 투자목적의 창의적 상품으로 구성되기 위해서는 경쟁지향적 정책과 함께 증권회사들의 자문 기능 및 다양한 자산운용사들의 창의적인 상품 설계 기능이 절실하다.

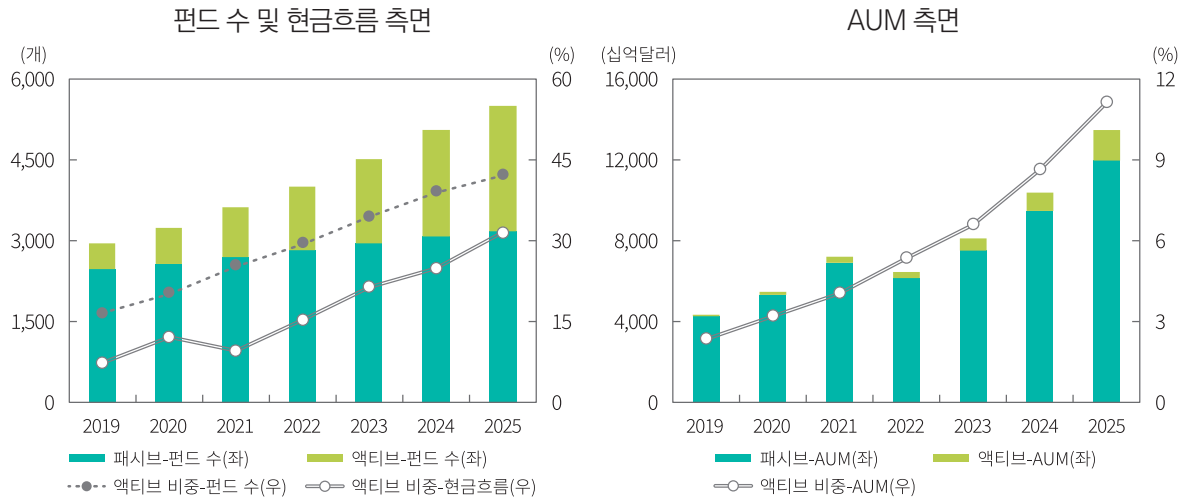
글로벌 자본시장의 중심인 미국에서 액티브 ETF가 급성장하고 있는 가운데, 패시브 ETF 시장과는 다른 경쟁 양상이 관측된다. 소수 글로벌 자산운용사들이 지배하고 있는 패시브 ETF 시장과 달리 중소형 운용사들이 액티브 ETF 시장에 대거 진입하고 있다. 이 글에서는 미국 액티브 ETF 시장 경쟁구조의 특징을 알아보고, 국내 액티브 ETF 시장에 주는 시사점을 논의한다.

### 미국 액티브 ETF 시장의 급성장과 경쟁구조 특징

미국에서는 ETF의 액티브 운용이 오래전부터 가능했지만, 시장은 2019년 이후부터 본격적으로 성장하고 있다. 최근 미국 ETF 시장에서 신규 상장된 ETF 중 상당수는 액티브 ETF이다. 지난 2019년말에 488개였던 액티브 ETF는 2025년말에 2,324개로 늘어났다. 미국 내 상장 ETF 전체 펀드 수 기준 액티브 ETF의 비중은 2019년말 16.5%에서 2025년말 42.2%로 상승했다. ETF로의 순자금유입에서 차지하는 액티브 ETF의 비중 역시 7.2%에서 31.4%로 급증했다. 운용자산규모(이하 AUM) 측면에서 볼 때 아직은 미국 ETF 시장의 핵심은 패시브 ETF가 차지한다. 패시브 ETF의 AUM은 2025년말 기준 약 12조 달러에 이르러 1.5조 달러인 액티브 ETF의 AUM을 압도한다. 그러나 액티브 ETF AUM이 미국 내 전체 ETF AUM에서 차지하는 비중은 2019년말 2.4%에서 2025년말 11.1%로 올라갔다.

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

**<그림 1> 미국 ETF 시장에서 차지하는 액티브 ETF 비중**



주 : 각 연도말 기준. 현금흐름은 기간 중 순자금유입 기준  
 자료: 블룸버그, 저자 계산

미국의 액티브 ETF 시장은 경쟁구조 측면에서 패시브 ETF 시장과 다른 양상을 보인다. 패시브 ETF 시장은 주식 및 채권시장의 대표지수를 추종하는 상품이 주종을 이룬다. 동일한 지수를 추종하는 ETF들의 운용성과와 위험 특성은 거의 차이가 없다. 따라서 패시브 ETF 시장의 경쟁은 본질적으로 가격경쟁, 즉 보수율 경쟁이다. 운용성과와 위험 측면에서 차별화가 어려운 패시브 ETF 시장에서는 가격경쟁을 주도하기 어려운 중소형 자산운용사들이 생존하기 쉽지 않다. 그 결과, 미국 패시브 ETF 시장에서는 상위 초대형 글로벌 자산운용사들이 시장의 대부분을 차지한다. 미국 패시브 ETF 시장의 상위 3개 자산운용사 점유율은 80.3%이며, 상위 10개 자산운용사 점유율은 95.3%에 달한다. 액티브 ETF 시장에서는 다른 양상이 나타난다. 패시브 ETF 시장에 진입조차 하지 못하던 다수의 자산운용사들이 시장에 진입했다. 미국 내 액티브 ETF 시장에 진입한 회사는 2025년말 기준 239개사로 패시브 ETF 운용사 수(99개사)를 훌쩍 넘어섰으며, 그 중 164개사가 액티브 ETF만 운용 중이다. 액티브 ETF 시장의 상위 3개사와 10개사 점유율은 37.1%와 68.0%로 패시브 ETF 시장 대비 상위사의 점유율 집중도가 낮다. 현재까지 관측되고 있는 미국 액티브 ETF 시장의 경쟁구조는 다수 중소형 자산운용사들의 적극적인 시장 진입, 패시브 시장 대비 낮은 시장집중도 등으로 요약된다.

〈표 1〉 미국 내 주식형 ETF 경쟁구조

(단위: 개, %)

	운용사 수	패시브/ 액티브 비중 100% 회사 수	패시브/ 액티브 비중 80% 이상 회사 수	상위 3개사 점유율	상위 10개사 점유율	점유율 집중도 HHI
패시브	99	23	51	80.3	95.3	2,414
액티브	239	164	185	37.1	68.0	688

주 : 2025년말 기준. 미국 내 상장 ETF 운용사 기준(전체 262개사)

HHI(Herfindahl-Hirschman Index)는 모든 운용사 점유율 제곱의 합

자료: 블룸버그, 저자 계산

### 미국 액티브 ETF 시장에서의 중소형 자산운용사 약진 배경

미국의 액티브 주식운용 전문 중소형 자산운용사들은 개방형 뮤추얼펀드의 자리를 ETF와 인덱스 펀드가 대체함에 따라 어려운 시기를 겪고 있다. 2025년 5월말 기준 미국 주식형펀드 중 액티브 주식형 뮤추얼펀드 순자산총액의 비중은 38.2%에 불과하며, ETF와 인덱스뮤추얼펀드의 합산 순자산총액 비중은 61.7%에 달한다.<sup>1)</sup> 여기에 더해 미국 내 액티브 주식형 뮤추얼펀드의 자산가중평균 총비용비율(Total Expense Ratio, 이하 TER)은 1996년 108bp에서 2024년 64bp로 하락했다.<sup>2)</sup> 수익성 자산인 액티브 주식형 뮤추얼펀드의 쇠퇴와 보수율의 하락은 자산운용사들의 영업이익에 큰 타격을 줄 수밖에 없다. 규모의 경제를 충분히 확보한 대형사들은 패시브 ETF 규모 확대를 통해 반전을 모색할 수 있었으나, 중소형사들은 패시브 ETF 시장에 진입하기 어려웠다. 중소형사들은 혁신이 용이하고 ETF 시장 내에서도 상대적으로 TER이 높은 주식형 액티브 ETF에 집중하는 것이 최선의 선택이었을 것이다.

중소형 자산운용사들이 직면한 유인체계에 더해 2019년 이후 진행된 미국 ETF 시장의 규제완화는 중소형 자산운용사들의 주식형 액티브 ETF 시장 진출을 촉진한 것으로 평가된다. 미국 증권거래위원회(이하 SEC)는 2019년 12월 23일부터 발효된 Rule 6c-11을 통해 ETF 관련 규제를 대폭 완화했다. 그동안 미국에서 모든 ETF는 투자회사법(Investment Company Act of 1940)에 명시된 투자회사의 정의에서 벗어난 구조적 특성으로 인해 SEC로부터 일일이 예외조치명령(exemptive order)을 취득해야 거래소 상장이 가능했다.<sup>3)</sup> SEC는 Rule 6c-11을 통해 그동안 부여했던 대부분의 예외조치명령들을 표준화된 조건하에 통합하고, 이 조건을 만족하는 적격 ETF는 별도의 승인 절차 없이 신속하게 등록 및 상장될 수 있도록 했다. Rule 6c-11의 도입은 미국에서 새로운 ETF 출시, 기존 뮤추얼펀드의 ETF

1) ICI, 2025, *Active and Index Investing*

2) ICI, 2025, Trends in the expenses and fees of funds, 2024, *ICI Research Perspective* 31(1)

3) SEC(2019, *Exchange-Traded Funds(Final Rule): 17 CFR Part 270*, Release No. IC-33646), Ropes & Gray(2019, *2019 Final ETF Rule*) 참조

전환 등에 소요되는 시간과 비용을 획기적으로 줄임으로써, 인력과 자본이 열악한 중소기업 액티브 주식 운용 전문회사의 ETF 시장 진입장벽을 크게 낮춘 것으로 평가받는다.

모든 ETF에 대한 커스텀 바스켓(custom basket)의 포괄적 허용 역시 세제효율성의 극대화를 통해 중소형 자산운용사들의 액티브 ETF 시장 진출 유인체계로 작동했다. ETF의 설정과 환매는 발행시장에서 자산운용사와 지정참가자(authorized participants, 이하 AP) 간 거래를 통해 이루어지는데, 이 과정에서 증권 바스켓을 통한 증권의 현물이전(in-kind creation and redemption)이 가능하다. 이러한 ETF의 독특한 특성으로 인해 자본이득을 과세하는 미국에서는 결산분배 과정에서 발생하는 자본이득세 측면에서 ETF가 펀드에 비해 유리하다.<sup>4)</sup> 미국 내에서 ETF 운용사는 커스텀 바스켓을 현물이전에 활용함으로써 증권 바스켓을 더 유연하게 구성할 수 있고, 그 결과 세제효율성을 극대화한다.<sup>5)</sup> 그런데 SEC가 2019년에 Rule 6c-11을 도입하기 이전에는 일부 대형 자산운용사들의 ETF만 개별 예외조치명령 취득을 통해 커스텀 바스켓을 활용할 수 있었고, 이에 대해 공정성 훼손이라는 문제가 제기되었다. 이러한 불공정성 문제를 해소하기 위해 SEC는 커스텀 바스켓을 포괄적으로 허용했고, 그 결과 ETF를 운용하는 모든 자산운용사들이 세제효율성 측면에서 동일한 혜택을 받게 된 것이다.<sup>6)</sup> 이는 중소기업 액티브 주식 운용사의 액티브 ETF 시장 진출에 결정적 역할을 한 것으로 평가된다.

### 등록투자자문사와 자산관리 플랫폼의 시너지

미국 내 중소형 자산운용사들의 액티브 ETF와 투자자들의 접점은 등록투자자문업자(Registered Investment Adviser, 이하 RIA)와 개방형 자산관리 플랫폼, 그리고 자산운용사들이 제공하는 모델 포트폴리오(Model Portfolio, 이하 MP)의 시너지라는 구조적 체계에 의해 확대된 것으로 평가된다.<sup>7)</sup>

오늘날 미국 개인투자자들은 각자의 투자 목적에 맞는 자산배분, 금융투자상품 선택, 리밸런싱, 절세 등을 체계적으로 실행하기 위해 RIA와 대형 자산운용사들이 제공하는 MP를 적극적으로 활용하는 것으로 알려진다.

RIA는 개인투자자들의 정보를 수집해 각 고객에 맞는 자산배분, 금융투자상품 선택, 리밸런싱, 절세 등과 관련된 자문 서비스를 제공한다. SEC(2025)에 따르면, 2024년말 기준 미국 내에 등록된 RIA는

4) 미국 ETF의 설정 및 환매 과정에서 증권 바스켓을 통한 현물이전이 과세에 어떤 영향을 미치는지에 대한 설명은 김재철(2025, 『액티브 ETF의 부상과 과제』, 자본시장연구원 이슈보고서 25-15) 참조

5) White(White, M., 2023, An empirical analysis of SEC Rule 6c-11's impact on the usage of heartbeat trades by exchange traded funds, *Columbia Business Law Review* 2023(1), 533-588), Morningstar(2024, *Morningstar's Guide to US Active ETFs*) 참조

6) SEC(2019, *Exchange-Traded Funds(Final Rule): 17 CFR Part 270*, Release No. IC-33646) 참조

7) 본고에서 RIA는 미국 투자자문업자법(Investment Advisers Act of 1940)에 따라 등록된 자문업자를 의미하는데, 펀드 및 ETF를 설정하고 운용하는 자산운용회사와는 달리 자문에 전문화된 개인이나 법인을 통칭한다.

총 15,906사(명)에 이른다.<sup>8)</sup> 고액 일임계좌 개인고객 926만명, 비고액 일임계좌 개인고객 4,919만 명이 RIA의 자문을 받고 있으며, 관리자산 규모는 각각 9.67조 달러, 8.98조 달러에 이른다. 특히 개인퇴직계좌(Individual Retirement Accounts, 이하 IRA)를 보유한 상당수 가구가 RIA의 자문을 통해 계좌를 관리하고 있다.<sup>9)</sup> 대형 RIA들은 자본력을 바탕으로 자체 시스템을 통해 개인고객 자산관리의 전과정을 체계적으로 자문하고, 거래 및 리밸런싱하지만, 대다수 소규모 법인이나 개인사업자 형태의 RIA들은 규모의 경제 문제로 인해 다수 개인고객의 계좌를 체계적으로 관리하기 어려웠다. 소규모 RIA들이 개인투자자들에게 자문 제공을 늘리게 된 계기는 Envestnet과 같은 독립계 대형 개방형 자산관리 플랫폼들이 등장하고 자산운용사들이 이 플랫폼들에 MP를 적극적으로 제공한 이후인 것으로 평가된다.<sup>10)</sup> 소규모 RIA들은 자산관리 플랫폼과의 계약을 통해 각 개인고객의 목적에 맞추어 플랫폼 내에 제공된 다양한 자산운용사들의 MP 중 적절한 MP를 선택하고, 고객별 선호도에 따라 MP의 포트폴리오를 일부 조정하기도 한다. RIA들은 자산관리 플랫폼들이 제공하는 솔루션을 활용해 MP 선택 및 조정, 편입자산 거래, 리밸런싱, 세금관리 최적화, 리포팅 등의 종합적인 자산관리를 수행한다. 소규모 RIA들의 입장에서는 과거에 높은 비용으로 인해 불가능했던 맞춤형 자문 업무들이 자산관리 플랫폼이 제공하는 일임계좌와 AI 기반 솔루션을 통해 가능하게 된 것이다.

최근 들어 RIA들이 관리하는 개인고객 계좌에서 ETF와 액티브 ETF의 활용이 급속도로 늘어나고 있다. ICI에 따르면 자문업자가 취급하는 개인고객 계좌 자산규모 중 ETF 편입 비중은 2013년 8%에서 2023년 45%로 늘어났다.<sup>11)</sup> ISS Market Intelligence가 SEC의 Form 13F filings를 분석한 결과 미국 내 RIA들은 2024년말을 기준으로 개인고객 계좌에 3.6조 달러의 패시브 ETF, 4,340억 달러의 액티브 ETF를 보유하고 있다. 이는 미국 내 전체 패시브 ETF와 액티브 ETF AUM의 37.5%, 48.5%에 달하는 수준이다.<sup>12)</sup> 즉, RIA는 미국 내 ETF의 핵심 수요를 담당하는 채널로 기능한다. 그리고 이러한 현상은 RIA들이 자산운용사들의 MP를 적극 채용한 결과이기도 하다.<sup>13)</sup>

RIA의 액티브 ETF 선정 기준에 대한 조사 결과는 어떤 액티브 ETF가 RIA 채널에서 선택되는지 간접적으로 보여준다. BBH(2025)에 따르면 RIA를 포함한 자문업자들은 세금효율성이나 낮은 비용에 못지않게 특수한 투자전략에의 접근성을 액티브 ETF 선택의 이유 중 하나로 꼽았다. 특히, 미국의

8) SEC, 2025, *Investment Adviser Statistics 2024*

9) ICI(2025a, The role of IRAs in US households' saving for retirement, 2024, *ICI Research Perspective* 31(2))에 따르면 traditional IRA 보유 가구 중 78%가 전략 수립 시 RIA에게 자문받는다.

10) Envestnet으로 대표되는 개방형 자산관리 플랫폼을 TAMP(Turnkey Asset Management Program)라고 한다. 이들의 기능, 시장 경쟁구조 등에 대한 설명은 Aranca(2024, *Exploring the TAMPs landscape*), intelliflo(2024, *The art of personalizing financial advice in an outsourced and automated world*) 참조

11) ICI(2025b, A closer look at exchange-traded funds and their investors, *ICI Research Perspective* 31(7))

12) planadviser 홈페이지 참조(<https://www.planadviser.com/riaheld-nearly-4t-etf-assets-2024/>)

13) BlackRock 홈페이지(<https://www.blackrock.com/us/financial-professionals/insights/inside-the-practice>), Morningstar(2025, *2025 US Model portfolio landscape*) 참조

RIA들은 특수한 투자전략에의 접근성을 가장 중요한 이유로 선정했고, 낮은 비용을 중요한 기준으로 제시하지는 않았다.<sup>14)</sup> 이는 투자전략이 창의적이고 특정고객들의 투자목적에 맞다면, 어떤 운용사의 액티브 ETF라도 편입할 수 있음을 의미한다. Broadridge(2025)는 보다 명확하게 신생펀드가 가장 용이하게 침투할 수 있는 판매채널로 RIA 채널을 지목한다. 브로커-딜러 채널이나 대형 IB 채널은 운용 자산 규모나 트랙 레코드를 중요한 펀드 선정 기준으로 보기 때문에 트랙 레코드가 거의 없는 신생 펀드나 ETF는 선택되기 어렵다. 액티브 ETF는 최소 3년의 트랙 레코드를 쌓지 못하면 이런 채널에 진입하기 힘들다. 이와 달리 RIA 채널은 신생 액티브 ETF에 매우 개방적인 것으로 조사된다. 이는 중소형 자산운용사의 신생 액티브 ETF라도 투자목적에 정확하게 부합하는 특수한 투자전략을 가지고 있으면 RIA 채널에 진입이 가능하다는 의미이기도 하다.<sup>15)</sup>

요약하면, 미국에서 RIA들은 자산관리 플랫폼, 자산운용사 MP와의 시너지를 통해 개인고객의 자문가로 도약했고, 고객 자산관리 과정에서 ETF를 핵심 포트폴리오로 활용하고 있다. 추가적인 수수료나 자문보수가 발생하는 자문 체계가 부상할 수 있었던 이유는 보수율이 낮아진 거대 패시브 ETF를 통해 편입 상품의 투자비용 자체를 크게 낮출 수 있었기 때문이다. 시장지수를 따라가는 포트폴리오로 고객의 투자목적을 충분히 달성하기 어려운 경우에는 액티브 ETF를 위성 포트폴리오로 활용했다. 그 결과, 미국 내 액티브 ETF 시장에서는 버퍼형, 아웃컴형, 파생 활용 인컴형, 퀀트 기반 가치 및 모멘텀 전략 유형 등 특수한 전략의 ETF들이 성공적으로 안착했다.<sup>16)</sup> 이 과정에서 패시브 ETF 시장에서 영향력이 미미했던 자산운용사들이 액티브 ETF 시장에서는 점유율 최상위권을 차지하고 있으며,<sup>17)</sup> 특화전략에 집중하는 다수의 중소규모 자산운용사들이 액티브 ETF 시장에 안착하고 있다.<sup>18)</sup>

### 국내 액티브 ETF 시장의 경쟁구조 평가 및 과제

국내에서도 패시브 운용을 중심으로 한 ETF 시장의 급성장은 일반 펀드의 침체를 야기했고, 그 결과 액티브 주식운용 전문 중소형 운용사들의 입지가 좁아졌다. 그런데, 미국과 마찬가지로 우리나라에서도 액티브 ETF 시장에서의 상위 운용사 점유율 집중도는 패시브 ETF 시장에 비해 낮은 것으로

14) BBH(Brown Brothers Harriman), 2025, *Global ETF Investor Survey*

15) Broadridge, 2025, *Active ETFs: Achieving escape velocity*

16) BlackRock, 2025, *Decoding active ETFs*

17) 미국 내 액티브 ETF 시장에서 점유율 기준(2025년말) 1위 및 3위인 Dimensional Fund Advisors(16.3%), Capital Group(7.1%) 등은 패시브 ETF 시장에 진출하지 않고 있으며, 액티브 ETF 시장 점유율 2위인 JP Morgan Chase(13.8%)의 패시브 ETF 시장 점유율은 0.6%에 불과하다(블룸버그 데이터 활용 저자 계산).

18) 뮤추얼펀드나 패시브 ETF 운용 기반이 거의 없는 상태에서 미국 내 액티브 ETF 시장에 안착한 대표적인 중소규모 자산운용사는 Innovator Capital Management(아웃컴형), Neos Investment(세금효율성 집중 인컴형), Cambria Investment Management(퀀트 기반 가치 및 모멘텀) 등을 들 수 있다. 뮤추얼펀드 시장을 거치지 않고 액티브 ETF 시장에 안착한 회사들의 특징은 전통적인 Stock-Picking 유형의 액티브 운용 대신 옵션 기반 인컴형, 헤지, 퀀트 등 전략 구조에 있어서 차별화가 확실한 분야에 집중한다는 점이다.

나타났다.<sup>19)</sup> 즉, 액티브 ETF 시장은 액티브 주식운용 전문 운용사들에게 ETF 시장 진출의 초석이 될 가능성을 보여주고 있다.

다만, 몇 가지 한계점을 고려할 때 국내 액티브 ETF 시장이 다수의 중소규모 운용사들에게 새로운 기회의 장이 될 수 있을지 불확실하다. 첫째, 액티브 ETF에 대한 국내 투자자들의 공격적인 수요 패턴이다. 김재철(2025)에 따르면 국내 주식형 액티브 ETF 시장에서는 레버리지/인버스 유형, 테마형, 특정종목 연계형 등 위험 노출도가 높은 Exposures 유형의 비중이 65.9%를 차지한다.<sup>20)</sup> Exposures 유형의 액티브 ETF는 고수익/고위험을 추구한다. 만약 주가가 하향 국면에 진입하면, 국내 액티브 ETF 시장 자체의 성장에 문제가 발생할 수도 있다. 둘째, 국내 개인투자자들의 액티브 ETF 투자가 합목적성 부재 상태에서 이루어지고 있을 가능성이 있다. 전술한 바와 같이 미국에서는 이미 다수의 개인투자자들이 RIA 등 자문사의 도움을 받아 체계적으로 계좌를 관리하고 있다. 이 과정에서 개인들의 투자목적에 맞는 MP가 선택되고, 액티브 ETF는 MP에 보조적 수단으로 편입되는 것이 일반적이다. 이와 달리 대부분의 국내 개인투자자들은 자문을 통한 자산관리에 익숙하지 않으며, 금융회사의 과거수익률 분석자료에 의존해 계좌를 관리하고 있을 가능성이 크다. 고수익/고위험 액티브 ETF에 집중된 개인투자자들의 액티브 ETF 투자경향이 이를 잘 보여준다. 이러한 환경하에서는 운용성과 이외의 특정한 투자 목적을 지향하는 전문화된 중소형 자산운용사들의 액티브 ETF가 살아남기 어렵다. 셋째, 액티브 ETF 시장의 경쟁을 촉진할 수 있는 정책적 노력이 가시화되지 않고 있다. 뮤추얼펀드의 ETF 전환은 액티브 주식운용을 전문으로 하는 미국 중소규모 운용사들의 ETF 시장 진출을 촉진한 것으로 평가된다. 국내에서는 일반펀드의 ETF 전환이 아직 본격화되지 않은 것으로 관측된다. 액티브 ETF가 지켜야 하는 추종지수와의 상관관계수(0.7 이상) 유지 의무로 인해 중소규모 운용사들이 일반 액티브 펀드를 액티브 ETF로 전환하거나, 운용전략을 그대로 복제한 액티브 ETF를 출시하기 어렵다. 펀드를 ETF로 전환하기 위한 기술적 문제들에 대한 논의도 이루어지지 않고 있다.

액티브 ETF의 성장은 간접투자시장의 액티브 운용 쇠퇴 문제를 완화시킬 수 있는 기회인 동시에 ETF 시장의 대형사 집중 축소를 통해 전략 다양화와 경쟁촉진이라는 순기능이 기대된다. 그러나 이를 위해서는 전술한 몇 가지 한계점을 극복해야 한다. 먼저 금융회사들은 갈수록 적립액이 늘어나고 있는 연금저축계좌 또는 ISA 운용에 개인투자자 각각의 투자목적이 잘 반영될 수 있도록 양질의 자문 서비스를 제공해야 한다. 개인투자자들이 수개월 또는 1년 정도의 단기 운용성과만을 참고하도록 유도하는 자문 서비스는 지양해야 한다. 국내에서 미국과 같이 투자자문사의 자문 서비스를 고정적으로 연계하는 것은 아직 어려운 상황이다. 따라서 증권회사 등 계좌를 개설하고 자문할 수 있는 기존 금융회사의

19) 김재철(2025, 『액티브 ETF의 부상과 과제』, 자본시장연구원 이슈보고서 25-15) 참조

20) 미국 주식형 액티브 ETF 시장에서는 Exposures 유형의 비중이 7.1%에 그치며, 인컴형, 버퍼형, 리스크관리형 등 Outcomes 유형의 비중이 21.2%(국내에서는 10.4%), 전통적인 Stock-Picking 유형인 Alpha-Seeking 유형의 비중이 71.7%(국내에서는 23.6%)를 차지한다.

역할이 중요하다. 이를 통해 운용목적이 차별화된 다양한 액티브 ETF가 각 개인의 투자목적에 맞추어 계좌에 편입될 수 있도록 해야 할 것이다. 액티브 주식 운용에 전문화된 중소형 운용사들은 액티브 ETF 시장에 진출하기 위해 독창적인 상품을 설계해야 한다. 정책적으로는 액티브 ETF와 추종지수 간 상관관계수 유지 요건을 폐지함과 아울러, 일반 액티브 펀드의 액티브 ETF로의 전환 가능성을 검토해 볼 필요가 있다. 이는 액티브 주식운용 전문 중소형사들의 ETF 시장 진입장벽을 낮춰 줄 것이다.

## OPINION

연구위원  
이하윤

## 전망공시의 현황과 활성화를 위한 과제\*

영업실적 전망공시(earnings guidance)는 기업의 미래 성과에 대한 예측 정보를 경영진이 자발적으로 투자자에게 제공하는 제도로, 정보 비대칭 완화, 가격발견 기능 개선, 자본비용 절감 등 자본시장의 효율성 제고에 기여할 수 있는 수단으로 알려져 있다. 우리나라는 2002년 공정공시 제도 도입을 통해 이러한 공시의 제도적 기반을 마련하였으나, 이후 자본시장법과 거래소 공시규정을 중심으로 한 규제 환경 변화 속에서 기업들의 자발적 공시 유인이 약화되어 전망공시 빈도는 크게 감소한 것으로 나타난다. 향후 전망공시의 활성화를 위해서는 면책 요건의 명확화, 정정공시 제재 범위의 정비, 공시 형식의 다양화 등 제도적 환경의 보완과 함께, 경영진 보상 구조에서 주가 연동 요소를 점진적으로 확대하고, 기관투자자의 적극적인 정보 요구 활동을 강화하는 방안을 함께 고려할 수 있다. 제도적 환경과 시장 요인이 함께 작용할 경우, 자발적 전망공시의 유인이 확대되고 자본시장의 정보 환경 개선에 기여할 수 있으며, 이는 투자자의 정보 접근성을 높이고 시장의 예측 가능성과 신뢰도를 제고하는 데 도움이 될 수 있다.

영업실적 전망공시(earnings guidance)란 기업의 향후 경영 성과에 대한 예측 정보를 자발적으로 투자자에게 제공하는 공시 제도다. 기업의 미래 실적에 관한 정보는 주가 형성과 투자 의사결정에 직접적인 영향을 미치기 때문에, 해당 정보의 공개와 활용 방식은 자본시장의 정보 효율성과 공정성 측면에서 중요한 의미가 있다. 우리나라에서는 2002년 한국거래소가 도입한 공정공시 제도를 통해 전망공시의 제도적 기반이 마련되었다. 공정공시는 기업 정보가 기관투자자나 애널리스트 등 특정 투자자에게 먼저 제공되는 관행을 방지하고 정보 비대칭을 해소하기 위해 도입된 제도로, 미래 경영성과에 대한 중요한 전망 정보는 시장 전체에 동시에 공개되어야 한다는 원칙에 따라 제도화되었다.

### 전망공시에 대한 제도 개요 및 현황

현행 제도상 전망공시는 향후 3년 이내의 주요 재무성과(매출액·영업이익·법인세비용차감전계속사업이익·당기순이익 등)에 대한 예측 정보를 대상으로 한다. 미래 정보는 본질적으로 불확실성을 수반하기 때문에, 기업은 예측 수치와 함께 그 산정 근거와 전제 가정, 그리고 관련된 불확실성을 함께 공시하게 되어 있다. 또한 공시 이후에는 분기별로 달성 가능성을 점검할 필요가 있으며, 실제 실적이

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

예측치와 일정 수준 이상 차이를 보일 경우 정정공시를 이행하지 않으면 거래소의 제재 대상이 될 수 있다. 이러한 제도적 장치는 공시 정보의 신뢰성을 제고하고 투자자를 보호하기 위한 취지에서 마련된 것이다.

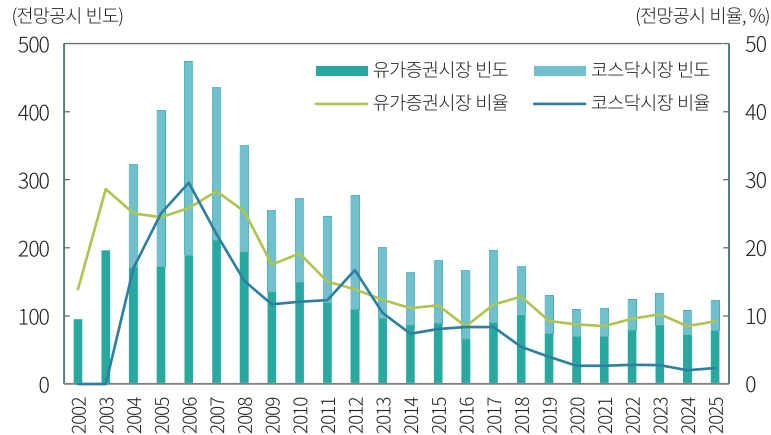
한편, 전망공시 이후 실적이 예측치와 크게 달라질 경우, 경영진의 법적 책임은 공시 당시 정보에 기반한 합리성과 사후 대응 여부 등을 종합적으로 고려하여 판단된다. 경영진이 합리적 근거에 기반해 예측 정보를 제공한 경우, 즉 고의적 허위가 아닌 경우에는 실제 실적이 예측치와 다르더라도 법적 책임이 제한될 수 있다. 이러한 면책이 작동하려면 전망공시에 해당하는 수치가 예측 정보라는 사실을 명시하고, 가정과 판단의 근거를 제공하며, 합리적인 가정에 기초해 성실하게 작성되었다는 점과 실제 성과가 달라질 수 있다는 주의문구를 포함해야 한다. 그러나 이러한 요건의 충족이 면책을 자동으로 보장하는 것은 아니다. 공시 당시의 가정과 정보의 타당성, 이후 발생한 환경 변화의 성격, 그리고 관련 위험에 대한 충분한 공시 여부 등이 사후적으로 검토될 수 있다. 또한 예측치의 달성 가능성이 현저히 낮아진 경우, 이를 적시에 시장에 알리는 정정공시의 여부는 책임 판단에 영향을 미칠 수 있다.

전망공시 위반에 대한 행정 제재는 한국거래소의 불성실공시법인 지정 제도를 통해 이루어지며, 공정공시 사항을 부정확하게 공시하거나 중요 사항을 누락한 경우 제재 대상이 될 수 있다. 이러한 환경에서 경영진은 공시 이후의 책임 부담을 고려하게 되며, 이는 자발적 전망공시에 관한 판단에 일정 부분 영향을 미칠 수 있다.

우리나라의 전망공시 환경은 2000년대 후반 이후 제도적 변화를 거치며 형성되어 왔다. 2009년 자본시장과 금융투자업에 관한 법률(자본시장법) 시행으로 공시 관련 법적 책임 체계가 정비되고 그 범위가 확대되었으며, 이러한 변화는 불확실성을 수반하는 전망공시에 대한 기업의 인식에도 영향을 미쳤을 가능성이 있다. 이어 2011년 국제회계기준(IFRS) 도입으로 재무 정보 작성 체계가 전환되었으며, 이 시기를 전후로 전망공시 빈도는 감소하는 양상이 관찰된다. 회계기준 전환에 따른 실무 부담과 예측 불확실성 증가는 기업의 전망 제공에 영향을 미쳤을 수 있다.

이러한 변화가 누적되면서 전망공시를 제공하는 기업 수는 전반적으로 감소하는 추세를 보인다. 2025년 기준 유가증권시장의 전망공시는 78건, 코스닥시장은 45건으로 나타난다. 이는 2006년 유가증권시장 189건, 코스닥시장 285건에 비해서 각각 58%, 84% 이상 감소한 수준이다. 지난 20년간 상장기업 수가 증가한 점을 고려하면, 비중 면에서의 감소는 더 두드러진다(〈그림 1〉).

〈그림 1〉 우리나라 상장기업의 전망공시 비율 추이



주 : 전망공시 비율=전망공시 빈도÷전체 상장기업 수  
 자료: 한국거래소 KIND 공시시스템, 한국거래소 e-나라지표

### 전망공시의 효과: 장점 및 유의점

전망공시는 자본시장의 정보 환경을 개선하는 수단으로 널리 논의되어 왔다. 경영자가 미래 성과에 대한 예측 정보를 자발적으로 제공할 경우, 내부자와 외부 투자자 사이의 정보 비대칭이 완화되고, 시장 유동성이 개선되는 것으로 나타난다.<sup>1)</sup> 또한 사전적으로 기대 형성이 이루어지면서 가격발견 기능이 강화되고<sup>2)</sup>, 실적 발표 시점의 어닝 서프라이즈(earnings surprise)와 주가 변동성도 완화되는 경향이 보고된다.<sup>3)</sup> 이와 함께 미래 성과에 대한 불확실성 감소는 자본비용을 낮추는 데 기여할 수 있으며<sup>4)</sup>, 애널리스트의 예측 오차 감소를 통해 시장 전반의 정보 품질 개선으로 이어질 가능성도 제시된다.<sup>5)</sup> 나아가 이러한 정보 환경의 개선은 기업의 투명성에 대한 시장 인식을 높이는 데에도 기여할 수 있다.

한편, 전망공시는 잠재적인 부작용을 수반할 수 있다는 점도 지적된다. 특히 분기별 목표 달성 압박이 높아질 경우, 경영진이 장기 투자보다 단기 실적 관리에 집중하거나 이익조정을 시도할 유인이 증

1) Coller, M., Yohn, T.L., 1997, Management forecasts and information asymmetry: An examination of bid-ask spreads, *Journal of Accounting Research* 35(2), 181-191.  
 2) Choi, J.H., Myers, L.A., Zang, Y., Ziebart, D.A., 2011, Do management EPS forecasts allow returns to reflect future earnings? Implications for the continuation of management's quarterly earnings guidance, *Review of Accounting Studies* 16(1), 143-182.  
 3) Kasznik, R., Lev, B., 1995, To warn or not to warn: Management disclosures in the face of an earnings surprise, *The Accounting review*, 113-134.  
 4) Baginski, S.P., Rakow Jr, K.C., 2012, Management earnings forecast disclosure policy and the cost of equity capital, *Review of Accounting Studies*, 17(2), 279-321.  
 5) Kross, W.J., Ro, B.T., Suk, I., 2011, Consistency in meeting or beating earnings expectations and management earnings forecasts, *Journal of Accounting and Economics* 51(1-2), 37-57.

가할 수 있다.<sup>6)</sup> 또한 낙관적인 전망 제시나 선택적 정보 제공과 같은 전략적 공시 행태가 나타날 가능성도 배제하기 어렵다. 따라서 전망공시의 활성화는 이러한 부작용을 완화할 수 있는 제도적 장치와 함께 균형적인 접근으로 논의될 필요가 있다.

### 해외 제도와의 비교 분석

미국에서는 2000년 공정공시 규제(Regulation Fair Disclosure) 시행 이후 전망공시가 시장에서 널리 활용되는 관행으로 자리 잡은 것으로 평가된다. 정량적 형태의 전망공시를 기준으로 할 때 전체 상장기업의 약 40%가 정기적으로 예측치를 제공하는 것으로 나타나며<sup>7)</sup>, 상장기업 담당자를 대상으로 한 설문에서는 80% 이상의 응답 기업이 전망이나 목표치 등을 포함한 정보를 제공하는 것으로 보고된다.<sup>8)</sup> 또한 미국 기업들은 8-K 보고서(미국의 수시공시), 분기 실적 발표, 어닝 콜(earnings call) 등 다양한 채널을 통해 부정적인 전망을 포함한 미래 성과 정보를 선제적으로 제공하는 것으로 관찰된다.

이러한 공시 관행의 제도적 배경으로는 Private Securities Litigation Reform Act(PSLRA)의 면책(Safe Harbor) 조항이 중요한 역할을 하는 것으로 논의된다. 기업이 예측 정보임을 명시하고, 기업 고유의 구체적인 위험 요인을 충분히 기재하는 등 일정 요건을 충족하는 경우, 경영자의 예측 정보에 대한 법적 책임이 제한될 수 있다는 점은 공시 유인에 영향을 미칠 수 있다. 미국에서는 주가 하락 이후 증권집단소송이 제기되는 사례가 빈번하게 관찰되며, 전망공시와 관련된 정보가 쟁점으로 포함되기도 한다. 이러한 환경에서 Safe Harbor는 일정 요건을 충족하는 경우 경영자의 예측 정보에 대한 법적 책임을 제한하는 장치로 기능한다.

이러한 환경은 전망공시가 기업의 법적·규제적 위험과 어떻게 연결되는지에 대한 인식과 관련될 수 있다. 미국에서는 PSLRA의 Safe Harbor 조항이 일정 요건을 충족하는 경우 예측 정보에 대한 법적 책임을 제한하는 장치로 기능함으로써, 기업이 전망공시와 관련된 소송 위험을 사전에 관리할 수 있는 환경을 제공한다. 반면 한국에서는 증권집단소송이 상대적으로 제한적이고 행정 규제가 주요한 규율 수단으로 작용하는 구조에서, 예측 정보임을 명시하는 주의문구를 포함하더라도 공시 내용의 합리성—예측의 근거나 추정 방식의 적정성—이 사후적으로 검토될 수 있어, 주의문구가 행정 제재에 대한 일률적인 면책 요건으로 기능한다고 보기 어렵다. 이러한 제도적 환경의 차이는 전망공시에 대한 기업의 인식과 활용 방식에 영향을 미치는 요인 중 하나로 이해될 수 있다.

6) Graham, J.R., Harvey, C.R., Rajgopal, S., 2005, The economic implications of corporate financial reporting, *Journal of accounting and economics* 40(1-3), 3-73.

7) Dechow, P., Ge, W., Loh, W.T., McVay, S. E., 2025, Beyond Earnings Quality: Evaluating the Quality of Voluntary Corporate Financial Reporting Practices. Working Paper.

8) Call, A.C., Hribar, P., Skinner, D.J., Volant, D., 2024, Corporate managers' perspectives on forward-looking guidance: Survey evidence, *Journal of Accounting and Economics* 78(2-3), 101731.

법·제도적 차이 외에 경영진의 보상 구조와 지배구조는 전망공시 활용에 영향을 미칠 수 있는 중요한 요소로 논의된다. 미국에서는 스톡옵션이나 양도제한조건부주식 등 주가 연동형 보수의 비중이 상대적으로 높은 편이며, 이에 따라 경영진이 시장의 기대를 선제적으로 관리하고 투자자와의 커뮤니케이션에 더욱 적극적으로 대응할 유인을 가질 수 있다. 이러한 맥락에서 전망공시는 애널리스트 컨센서스(consensus)와의 차이를 조정하고 시장 기대를 관리하는 수단으로 활용될 가능성이 있다.

반면 한국에서는 성과보수 중 주가 연동 비중이 상대적으로 낮고, 고정급이나 단기 현금 인센티브 중심의 보상 구조가 여전히 중요한 비중을 차지하는 것으로 나타난다. 또한 대주주 및 특수관계인 지분이 높은 경우, 주가 변동이 경영진 개인의 보상에 미치는 영향이 상대적으로 제한적일 수 있으며, 지분 희석이나 경영권 안정과 같은 요소가 공시 전략에 영향을 미칠 가능성이 있다. 이러한 요인들은 전망공시를 통한 시장 커뮤니케이션의 유인을 상대적으로 낮추는 방향으로 작용할 수 있다.

종합하면, 우리나라에서의 전망공시 활용은 제도적 환경뿐 아니라 보상 구조와 지배구조의 특성과도 연관되어 나타날 수 있으며, 이러한 요소들이 개선될 때 공시 행태에 더욱 의미 있는 변화가 나타날 가능성이 있다.

일본 역시 참고할 만한 사례로 논의된다. 일본은 미국과 달리 명시적인 Safe Harbor 조항이 없고, 금융상품거래법상 허위 기재에 대한 민사·형사 책임이 존재함에도 불구하고, 전망공시가 비교적 널리 활용되는 시장으로 평가된다. 도쿄증권거래소(TSE)는 상장 규정을 통해 기업에 주요 재무 항목에 대한 연간 전망공시를 요구하고 있으며, 실제로도 프라임 시장 상장기업의 대다수가 연간 실적 전망치를 제공하는 것으로 알려져 있다.

이러한 공시 관행에는 거래소 규정과 시장 요인이 함께 작용하는 것으로 이해된다. 거래소의 요청(comply-or-explain 방식)은 기업의 공시 참여를 유도하는 역할을 하며, 2014년 스투어드십 코드와 2015년 기업지배구조 코드 도입 이후 기관투자자의 정보 요구가 강화되면서 추가적인 시장 압력이 형성된 것으로 평가된다. 또한 일본 기업들은 전망치가 실제 실적에서 크게 벗어날 것으로 예상되는 경우 수정 예상치를 공시하는 사례가 비교적 빈번하게 관찰되며, 이러한 관행은 사후 정정에 대한 시장의 수용성과도 관련이 있는 것으로 보인다. 종합하면 일본은 명시적 Safe Harbor 제도 없이도 거래소 규정과 시장 관행이 결합된 환경 속에서 전망공시가 활발히 이루어지고 있으며, 이러한 점은 한국의 전망공시 활성화에도 시사점을 제공할 수 있다.

### 향후 과제 및 개선 방향

전망공시의 활성화를 위해서는 기업이 공시 여부를 결정할 때 인식하는 법적 불확실성을 완화하는 환경 조성을 고려할 수 있다. 현행 구조에서는 전망공시 이후 실적이 예측치와 차이를 보일 경우 적용

될 수 있는 제재 수준을 사전에 명확히 가늠하기 어려운 측면이 있으며, 이러한 불확실성이 공시 판단에 영향을 미칠 가능성이 있다.

이에 따라 면책 요건을 보다 명확히 제시하는 방안을 검토할 수 있다. 기업 고유의 합리적 가정과 주요 불확실성 요인(예: 특정 사업 리스크, 외부 변수, 진행 중인 위험 요인 등)을 충분히 공시하면 책임이 일정 부분 제한될 수 있다는 기준이 사전에 제시된다면, 기업의 공시 여부 판단의 예측 가능성을 높이는 데 도움이 될 수 있다. 또한 업종별 변동성, 주요 외생 변수, 정책 환경 등을 반영한 구체적인 가이드라인이 마련될 때 이러한 효과는 강화될 수 있다.

정정공시의 적용 기준 역시 점진적으로 정비될 여지가 있다. 현행 제도는 투자자 보호 중심으로 설계되어 있으나, 단순한 실적 미달과 전제 조건의 근본적 변화 간 구분 기준이 보다 명확해질 경우, 기업의 공시 관련 부담을 완화하는 데 도움이 될 수 있다. 예를 들어 급격한 환율 변동, 원자재 가격의 예상치 못한 급등, 규제 환경 변화 등 외생적 요인에 따른 예측 오차와 내부 요인에 따른 실적 변화 간 구분 기준이 마련될 경우, 공시 판단의 불확실성을 일부 완화할 수 있다.

공시 형식의 다양화도 중장기적으로 고려될 수 있다. 현재의 단일 수치 중심의 공시 외에도 범위 추정이나 시나리오 기반의 공시가 활용될 경우, 기업은 더욱 유연한 방식으로 정보를 제공할 수 있다. 예를 들어 낙관·기준·비관 시나리오를 제시하거나 주요 전제 변수별 민감도를 함께 공개하는 방식은 불확실성이 높은 환경에서 투자자에게 더욱 입체적인 정보를 제공할 수 있으며, 단일 수치에 지나치게 구속되는 기업의 부담도 줄어 들 수 있다. 변동성이 큰 산업이나 대외 의존도가 높은 기업일수록 이러한 유연한 형식이 더 적합할 수 있다.

다만 이러한 방향의 제도 환경 조성은 허위·과장 공시에 대한 실효적 규율과 함께 이루어지는 것이 중요하다. 성실한 예측 과정에서 발생한 오차와 의도적인 오도나 중요 정보의 누락은 명확히 구분될 필요가 있으며, 후자에 대해서는 투자자 보호를 위한 책임 체계가 실질적으로 작용해야 한다. 공시 환경의 신뢰성은 면책 범위의 조정만으로는 확보되기 어려우며, 자발적 공시가 늘어날수록 시장에 유통되는 정보의 질적 수준을 함께 관리하는 체계가 중요해진다.

제도적 측면의 개선과 함께, 경영진의 보상 구조와 시장 참여자의 역할도 함께 고려될 수 있다. 보상과 주가 간 연계성이 낮은 구조에서는 경영진의 자발적 공시 유인이 제한될 수 있기 때문에, 보상 구조의 변화는 전망공시에 대한 자발적 유인을 강화할 수 있다. 이는 기업 스스로 시장 친화적 공시 행태를 선택하게 만드는 구조적 기반이 된다는 점에서 제도 개선과 함께 주목할 만한 방향이다. 또한 기관 투자자가 기업의 미래 성과 정보 공개에 대해 지속적으로 관심을 확대할 경우, 기업들이 자발적으로 공시를 강화하는 방향으로 움직이고, 전망공시를 제공하는 기업에 대한 시장 평가가 긍정적으로 변화하는 선순환이 형성될 수 있다.

이와 같은 방향의 논의가 진전될 경우, 기업이 신뢰할 수 있는 예측 정보를 자발적으로 공개하는 환

경이 조성되고, 자본시장의 정보 효율성과 투명성 제고에 기여할 수 있다. 이는 개인투자자와 소수주주의 정보 접근성을 높이는 한편, 글로벌 투자자에게도 한국 자본시장의 예측 가능성과 신뢰도를 높이는 방향으로 이어질 수 있을 것이다.

ZOOM  
-IN

## 종합투자계좌(IMA) 도입 현황 및 유의점

금융당국은 증권업의 기업금융 역량 강화를 목적으로 2025년 11월 IMA 업무가 가능한 증권사를 최초로 지정하였다. 현재 3개 증권사가 관련 업무를 영위하고 있으며, IMA에 대한 관심과 수요가 확대되면서 시장도 점차 성장할 전망이다. 금융당국은 IMA 조달 자금의 상당 부분을 기업금융 관련 자산에 운용하도록 의무화하고 부동산 관련 자산의 운용 비중을 제한하는 동시에, 발행한도 적용, 손실충당금 적립, 정보제공 의무 강화 등 투자자 보호 장치도 병행하고 있다. IMA는 투자자에게 안정성과 수익성을 겸비한 새로운 투자수단을 제공하는 한편, 부동산 편중 자금을 혁신기업 투자와 모험자본 공급 등 생산적 분야로 유도하고 한국형 IB의 경쟁력 강화에도 기여할 것으로 기대된다. 다만, IMA는 예금자보호법 적용 대상이 아니고 불완전판매 가능성도 존재하는 만큼, 투자자가 상품 특성을 명확히 이해할 수 있도록 충분한 정보제공과 설명이 뒷받침될 필요가 있다.

- 금융당국은 2025년 11월 종합투자계좌(Investment Management Account: IMA) 업무가 가능한 증권사를 최초로 지정<sup>1)</sup>
  - IMA는 고객 예탁 자금을 통합하여 기업금융 관련 자산 등에 운용하고 발생한 수익을 투자자에게 배분하는 실적배당·원금지급형 계좌
  - 지속 가능한 경제 성장을 위한 기업금융의 중요성 증대에 따라 그간 금융당국은 증권업의 기업금융 역량 강화를 위한 제도 개선을 추진<sup>2)</sup>
  - 2013년 도입된 기존 종합금융투자사업자(종투사)<sup>3)</sup> 제도를 2017년 개선하여 자기자본 4조원 이상 종투사에 발행어음 업무를, 자기자본 8조원 이상 종투사에 IMA 업무를 추가 허용<sup>4)</sup>
    - 2025년 말 기준 자기자본 8조원 이상 종투사: 한국투자증권(11.06조원), 미래에셋증권(10.27조원), NH투자증권(8.49조원)
  - 금융당국은 종투사가 IMA를 통해 안정적·저비용 자금 조달 기반을 마련하고, 모험자금 공급 및 기업금융에 적극 활용할 수 있도록 유도

1) 금융위원회, 2025. 11. 19, 모험자본 공급을 뒷받침할 「자본시장법 시행령」 개정안 국무회의 의결, 종합금융투자사업자 지정 및 단기금융업 인가, 보도자료.

2) 금융위원회, 2025. 4, 종합금융투자사업자 제도개선을 중심으로 한 증권업 기업금융 경쟁력 제고방안, 보도자료.

3) 2013년 종투사 제도를 도입하여 자기자본 3조원 이상 종투사에 기업신용공여와 전담중개업무를 허용

4) IMA 인가 조건으로는 자기자본 8조원 이상 요건 외에도 내부통제 장치, 이해상충방지 체계, 인력·물적설비 확보 등 필요

## □ 현재 IMA 업무를 인가받은 증권사는 3개 사로, 총 모집 규모는 약 3조원 수준

- 2025년 11월 인가를 받은 한국투자증권과 미래에셋증권이 2025년 12월 국내 최초 IMA 상품 출시
- 한국투자증권은 첫 IMA 상품 출시에 1조 590억원의 자금을 모집, 그 후 2~4호 상품을 통해 약 1.4조원 추가 모집
  - 한국투자증권 IMA는 만기 2년~2년 3개월, 중도해지가 불가능한 폐쇄형, 기준수익률 연 4% 수준의 상품으로 구성되어 있으며, 최소 가입금액은 100만원
- 미래에셋증권은 IMA를 통해 누적 2,000억원(1, 2호 각각 1,000억원)을 모집하였으며, 주기적인 추가 공급을 통해 연내 5,000억원 규모로 확대할 계획 발표<sup>5)</sup>
  - 미래에셋증권 IMA 상품은 만기 3년, 폐쇄형, 기준수익률 연 4% 상품으로 구성
  - 최소 투자금액은 100만원이며, 최대 투자한도는 1호 50억원에서 2호 100억원으로 상향
- 2026년 3월 인가를 받은 NH투자증권은 첫 IMA 상품을 통해 2026년 4월 4,000억원을 모집했으며, 연내 총 1.6조원 수준의 자금을 조달할 계획<sup>6)</sup>
  - 만기 2년 6개월, 폐쇄형, 기준수익률은 연 4% 수준이며, 최소 가입금액 10만원으로 진입문턱 완화
  - NH투자증권 IMA의 전체 판매금액 중 약 60%가 타 금융기관에서 신규 유입됐으며, 판매금액 중 법인 투자자 자금이 55%, 개인 투자자 자금이 45%로 집계<sup>7)</sup>
  - 이전 타사 IMA 상품에서 개인 투자자 자금 비중이 80%에 달했던 것과 비교하면 최근 IMA 모집에 법인 투자자의 투자 비중이 빠르게 높아지는 추세
- 삼성증권, 메리츠증권 등 자기자본 7조원 이상의 증권사가 IMA 인가를 위해 자본확충에 나서고 있는 만큼 향후 IMA 사업을 영위할 증권사 증가할 전망<sup>8)</sup>
- 다만, 금융당국의 종투사 지정요건 강화로 단기간 내 신규 IMA 사업자 확대는 제한적일 가능성
  - 자기자본 요건 강화: 자기자본 요건 일회성 충족 → 2개 사업연도 연속 충족 필요
  - 종투사 단계별 지정: 3조원 종투사 → 발행어음(4조원 종투사) → IMA(8조원 종투사), 각 단계마다 2년 이상 영위 후 다음 단계 지정

## □ 금융당국은 IMA가 원활한 기업금융 공급 수단이 될 수 있도록 모험자본 공급의무 부여 등 운용 규제

- IMA를 통해 조달한 자금의 70% 이상은 기업금융 관련 자산으로 운용하도록 의무 부과
- 또한 IMA를 통해 조달한 금액의 25%에 상응하는 규모를 종투사 총자산에서 모험자본<sup>9)</sup>에 공급하도록 규정하여 모험자본 공급 촉진

5) 금융위원회, 2026. 3. 9, 금융위원회, 제3차 「금융업권 생산적 금융협의체」 개최, 보도자료.

6) 금융위원회, 2026. 3. 18, NH투자증권에 대한 종합금융투자사업자(8조원) 지정, 보도자료.

7) 연합뉴스, 2026. 4. 8, NH투자증권 “IMA 1호, 법인 자금 55%·신규 자산 60% 유입”.

8) 2025년 말 기준, 삼성증권의 자기자본은 7.41조원, 메리츠증권의 자기자본은 7.36조원

9) 중소·중견·벤처기업 발행 증권 및 이에 대한 대출, A등급 이하 채권(대기업 계열사 제외), 상생결제 외상매출채권 및 이를 담보로 하는 대출, 벤처투자조합·신기사조합에 대한 출자 및 대출채권, 모태펀드·코스닥벤처펀드·하이일드펀드·소부장펀드에 대한 출자 및 대출채권, 국민성장펀드, 기업성장집합투자기부(BDC) 등

- 모험자본 공급의무 비중은 2026년 10%에서 2027년 20%, 2028년 25%로 단계적 상향 예정
  - 단, 상대적으로 리스크가 낮은 자산에 투자가 편중되지 않도록 '중견기업 및 A등급 채권' 투자액은 모험자본 공급의무 금액의 30%까지만 인정
- 반면 부동산에 편중된 자금을 혁신기업, 모험자본 등 생산적인 분야로 전환하기 위해 부동산 관련 자산에는<sup>10)</sup> 최대 10%까지만 운용하도록 제한

□ IMA가 원금지급 의무가 있는 상품이라는 점을 고려해 건전성 및 투자자보호 규제를 병행하되, 상품구조는 자율적으로 설계할 수 있도록 제도 구체화

- IMA의 조달금액 한도는 발행어음과 합산하여 자기자본의 300% 이내로 규정
- 또한, 손실충당금 적립 의무를 통해 종투사의 원금지급 리스크 관리 강화
  - IMA 운용자산의 5%를 고유재산으로 적립하고, 5% 이상 평가손실 발생 시 추가 적립 필요
- IMA 상품의 만기 제한은 없으며, 만기 시 원금과 운용성과에 따른 수익을 지급
  - 단, 중도해지시에는 운용실적에 따른 손실 가능성 존재
- 폐쇄형·개방형, 단위형·추가형, 성과보수 등은 비교적 유연하게 설계할 수 있도록 하되, 만기 1년 이상 IMA를 70% 이상으로 구성하도록 하여 단기성 자금화 방지
  - 일반적으로 성과보수 계산의 기준점인 기준수익률을 초과하여 수익을 기록할 경우, 초과수익에 대하여 정해진 계약에 따라 성과보수가 부과되는 구조<sup>11)</sup>
  - 현재 출시된 상품의 성과보수는 30~40% 수준으로, 예를 들어 수익률이 기준수익률인 4%를 초과하면 초과분의 30~40%가 성과보수로 부과되는 구조
- 투자자보호 측면에서는 종투사의 책임성과 정보제공 의무를 강화하는 장치 병행
  - 5% Seeding 투자 의무를 부과하여 종투사가 자기자금을 함께 투자하도록 함으로써 운용 책임성 제고
  - 자기신탁 설정을 통해 IMA 재산을 증권사 고유재산과 분리하여 도산 위험으로부터 투자자 재산을 보호
  - 자전거래 및 고유재산 거래를 원칙적으로 제한하여 증권사와 투자자 간 이해상충과 부적절한 자산 이전 가능성 차단
  - 정기 운용보고서 교부를 통해 투자자가 운용 현황과 자산가치 변동을 지속적으로 확인할 수 있도록 규정
  - IMA를 금소법상 투자성상품으로 명확히 규정하여 적합성 원칙<sup>12)</sup>을 적용하고 투자위험에 대한 설명의무 부과<sup>13)</sup>

10) 부동산, 부동산을 기초자산으로 한 파생상품, 부동산 개발과 관련된 법인에 대한 대출채권 등

11) 대한민국 정책브리핑, 2025. 12. 31, 원금 보장·중도 해지·수익률, IMA 가입 전 이것만은 꼭 살펴요.

12) 금융회사가 금융상품을 권유하거나 자문할 때 소비자의 재산상황·경험·거래 목적 등을 파악하여 해당 상품이 소비자에게 적합한지 사전에 확인해야 한다는 원칙

13) 금융위원회, 2025. 7. 16, 초대형 IB에 대한 모험자본 공급의무 등 생산적 금융 분야로의 자금공급을 촉진합니다, 보도자료.

〈표 1〉 IMA 세부 제도 정리

규제사항		내용
운용 규제	기업금융	기업금융 관련 자산에 70% 이상 운용
	부동산	부동산 관련 자산에 10% 이하 운용
	모험자본	총자산에서 IMA 조달금액의 25%에 상응하는 모험자본 공급 의무
상품 구조	원금지급	종투사가 원금을 지급하는 상품 단, 만기가 설정된 경우 만기에만 원금지급 의무 발생
	만기	자유롭게 설정, 미설정도 가능 단, 만기 1년 이상이 70% 이상
	추가가입·해지	폐쇄형·개방형, 단위형·추가형 등 자유롭게 설계 가능 단, 시가평가 기준으로 추가가입 및 해지, 해지 수수료 부과 가능
	성과보수	자유롭게 설계 가능
건전성 규제	발행한도	자기자본 300% 한도 적용(발행어음 + IMA 합산)
	손실충당금	고유재산으로 5% 적립, 평가손실 발생시 추가 적립
	NCR	손실충당금 적립액이 평가손실 +5%를 초과할 경우, NCR 산출시 IMA 자산은 50% 반영
	유동성비율	만기 3개월 이하 IMA만 종투사 유동성비율 산출시 반영
투자자 보호	Seeding	5% 고유재산 투자 의무
	운용 보고서	중도가입 또는 해지가 가능한 경우 분기별 1회 이상 폐쇄형인 경우 연 1회 이상 교부
	판매규제	금소법상 투자성상품 판매 규제 적용 (해지 제한, 원금지급 예외 여부, 운용보수·수수료 등 설명 필요)
	자기신탁	자기신탁을 설정해 도산절연
	자전·고유재산 거래 제한	원칙적으로 제한, 예외적 허용 (예외) 자전거래: 만기 3개월 내 해지목적 거래 고유거래: 만기 3개월 내 해지목적 거래, 불가피한 일시 자금 대여, 투자자에 유리한 거래

자료: 금융위원회(2025)

□ IMA는 투자자, 금융산업 및 국가 경제 측면에서 다음과 같은 긍정적 효과 기대

- IMA는 안정성과 높은 수익성을 겸비한 상품으로, 투자자는 예금보다 높은 수익률을 기대하면  
서도 상대적으로 변동성이 낮은 투자 가능
  - 시중은행 예금금리 연 2%대 환경에서 연 4% 기준수익률과 초과성과에 따른 추가수익 가능  
성, 원금지급 구조를 갖춘 IMA가 유망 투자 수단으로 인식 확산<sup>14)</sup>
- 원금지급형 구조를 기반으로 회사채, 인수금융 등 기업금융 자산의 성과를 공유하는 중위  
험·중수익 형태의 새로운 투자상품을 제공함으로써 일반투자자의 투자 수단 다양화에 기여

14) 2026년 2월 기준, 예금은행 수신금리(신규취급액 기준)는 연 2.8% 수준(한국은행 경제통계시스템)

- 부동산 PF에 편중되어 있던 증권사 자금을 기업금융 등 생산적 분야로 전환하는 계기 마련
  - 중소·중견·벤처·혁신기업 등 상대적으로 위험은 높지만 성장잠재력이 큰 부문으로의 자금 공급 유도
- 국내 종투사들이 글로벌 IB와 경쟁할 수 있는 체급과 전문성을 갖추게 되는 등 한국형 IB의 질적 도약 기대

□ 다만, IMA는 리스크 관리 및 투자자 보호 측면에서 제도적 보완 필요

- IMA는 원금지급형 상품이지만 예금보험 보호 대상이 아니며, 원금지급이 증권사 자체 신용에 기초하므로 부도·파산 시 원금 손실 가능성 존재
  - 또한, 증권사가 부도·파산하여 고유계정으로도 원금을 지급할 수 없는 상황에 대비한 별도의 지급우선순위가 명시돼 있지 않은 만큼, 관련 규율 보완 검토 필요<sup>15)</sup>
- 아울러 불완전판매 위험 및 소비자가 IMA를 예금상품과 유사한 상품으로 오인할 가능성이 있어 소비자 보호를 위한 보다 명확한 규율 체계 마련 필요
  - IMA는 중도해지 시 운용실적에 따라 원금 손실 발생이 가능하다는 점을 투자자에게 충분히 설명할 필요
  - 폐쇄형의 경우 예외적인 상황을 제외하고는 계약 해지가 어려워 만기 전까지 자금이 장기간 묶일 수 있다는 점을 투자자에게 충분히 안내할 필요
  - 제시되는 기준수익률은 성과보수 산정을 위한 기준일 뿐 정기예금 금리와 같은 확정 수익률이 아니라는 점을 투자자에게 명확히 설명할 필요
  - 성과보수는 운용사의 적극적인 운용을 유도하는 장치이지만, 성과보수 차감 후 투자자의 실제 수익이 기대보다 낮아질 수 있다는 점을 투자자에게 충분히 고지할 필요
- IMA는 배당소득이 만기 시점에 한꺼번에 발생하는 구조로, 만기 중심 상품 구조에 따른 과세 시점과 방식에 대한 추가 검토 필요
- 또한 만기 불일치와 유동성 리스크가 확대될 경우, 대형 증권사를 통해 금융시장 전반으로 충격이 확산될 수 있다는 우려도 제기<sup>16)</sup>
  - 초대형 증권사에 대한 유동성 규제 강화 및 시스템리스크 관리 체계 마련에 대한 검토 필요

연구원 박상연

15) 송민규, 2023, 초대형 IB 종합투자계좌 제도의 보완 사항, 금융연구원 『금융브리프 포커스』 32-04호.

16) 에너지경제, 2026. 1. 16, [머니무브] “자본 많다고 유동성 위기 막을 수는 없다”...강태수 카이스트 교수, 발행어음·IMA 유동성 리스크 경고.

ZOOM  
-IN부동산 PF 조정 이후  
국내 증권사의 사업전략 변화

부동산 PF 리스크 현실화와 규제 강화로 기존 PF 중심 사업모델의 지속가능성이 약화되면서 증권업계 전반적으로 기업금융 중심 투자형 IB로의 구조 전환이 진행되고 있다.

대형 증권사는 자본력을 기반으로 PF를 선별적으로 유지하면서 기업금융을 확대하고 WM·트레이딩·글로벌 진출 등을 통한 수익원을 다변화하며 종합 투자은행화 전략을 추진하고 있다. 반면 중소형 증권사는 PF 손실과 자본 부담 증가에 대응해 PF 익스포저를 축소하고 기업금융 및 특정 영역 중심의 선택과 집중 전략으로 사업구조를 재편하고 있다.

향후 PF 사업비 대비 자기자본비율을 기준으로 한 건전성 규제가 단계적으로 도입될 예정으로 증권사의 자본 부담이 확대되는 가운데 리스크 관리 및 자본 운용 역량이 더욱 중요해질 전망이다.

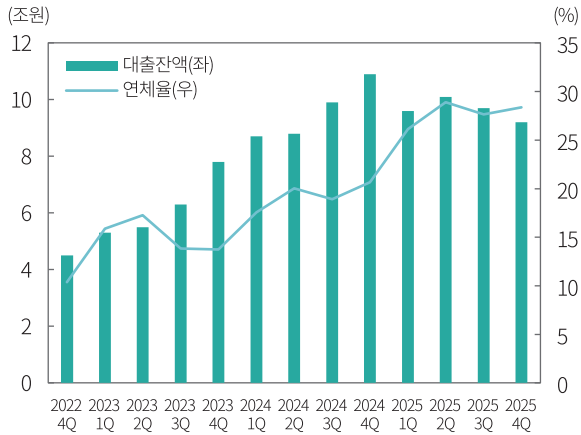
## □ 부동산 PF 중심 사업모델의 지속가능성에 대한 신뢰 저하로 증권사 사업구조 전환이 본격화

- 2022년 이후 PF 관련 리스크가 현실화되면서 사업구조 전환 필요성이 확대되는 가운데 부동산 PF 채무보증 중 매입확약 비중은 2025년 12월까지 80% 중후반 수준을 유지
- 규제 강화 및 자본 부담 확대, 금리 상승 및 부동산 경기 둔화 등으로 PF 사업의 자본효율성 저하
  - IB 수익 중 채무보증 증가율 2013년 0.3% → 2022년 50.5% → 2024년 48.0%<sup>1)</sup>
  - PF 고정이하 여신비율 2023년 12월 13.5% → 2025년 3월 16.8%<sup>2)</sup>
- PF 의존 탈피와 안정적인 수수료 기반 수익 확대를 위해 기업금융 중심의 전략이 추진되는 가운데 규모별 사업전략 차별화가 진전

1) 금융위원회·금융감독원, 2025. 4, 종합금융투자사업자 제도개선을 중심으로 한 증권업 기업금융 경쟁력 제고방안.

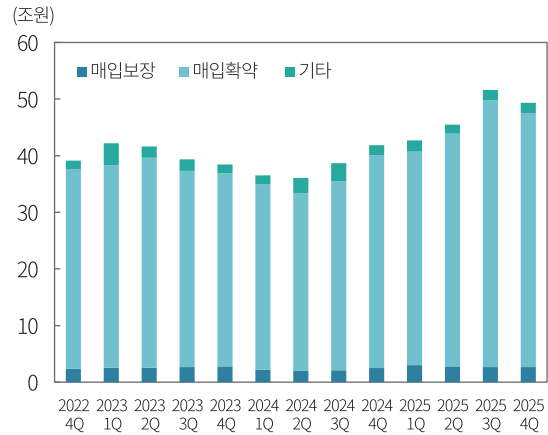
2) 금융감독원, 2025. 7, 부동산PF 사업성 평가결과및 정리·재구조화 현황.

〈그림 1〉 증권사 부동산 PF 대출 추이



자료: 금융감독원

〈그림 2〉 증권사 부동산 PF 신용공여 추이



자료: 금융감독원

□ 대형 증권사는 자본력을 기반으로 PF를 선별적으로 유지하는 가운데 사업다변화를 통해 수익구조 안정화 추진<sup>3)</sup>

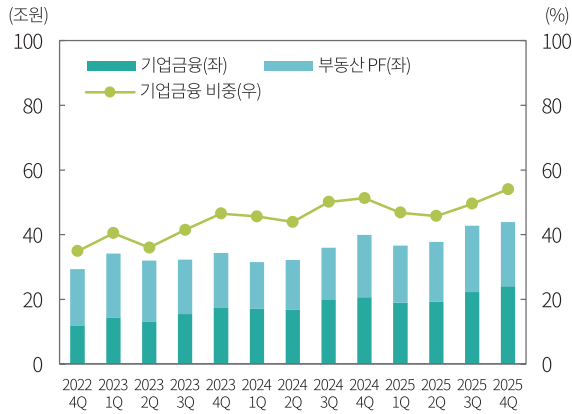
- 규제 강화 및 자본 부담 확대에도 불구하고 자본 여력을 바탕으로 리스크 관리와 사업 확장 병행할 수 있는 구조를 보유하여 PF 조정 국면에서도 상대적으로 안정적인 대응이 가능
  - 자기자본대비 부동산 PF 익스포저 비중 2022년 12월 50.6% → 2025년 12월 44.5%
- 브릿지론과 중·후순위 비중이 줄며 익스포저를 선별적으로 유지하여 유의·부실우려 비중을 낮췄으며 기업금융도 동시에 확대<sup>4)</sup>
  - 브릿지론 비중 2024년 29% → 2025년 21%, 유의·부실우려 비중 15.5% → 10.3%<sup>5)</sup>
  - 기업금융 : 2022년 12조원 → 2025년 24.1조원
- WM 전담조직 및 패밀리 오피스 강화, 금융상품 관련 손익 확대, 해외 점포 확충 및 글로벌 투자 확대 등을 통해 수익구조가 다변화<sup>6)</sup>
- ECM·DCM 시장에서는 대형 딜을 중심으로 대형 증권사의 주관 실적이 집중되며 자본력과 기업 커버리지 및 딜 수행 역량을 바탕으로 시장 내 지배력이 강화되는 구조가 형성
  - 대형 증권사 점유율은 ECM 2024년 62.5% → 2025년 63.5% DCM 2024년 58.3% → 2025년 60.9%를 기록하며 양 부문 모두 높은 시장 지배력을 유지<sup>7)</sup>

3) 자기자본 4조원 이상의 초대형 IB 5개사(미래에셋증권, NH투자증권, KB증권, 삼성증권, 한국투자증권)를 대형 그 외의 국내증권사는 중소형으로 구분  
 4) 채무보증을 부동산 PF의 지표로 활용하였으며 기업금융은 대출금, 매입대출채권, 사모사채, 기타 대출채권의 합으로 계산. 그러나 대출금 계정에서 일부 개인 대출이 포함될 수 있으므로 한계가 존재  
 5) 윤민수·이혁진·이창원, 2025. 9. 18, 부동산 PF 부실 위험, 얼마나 완화되었나-(III) 증권 : 부동산 PF 리스크의 전환(양적 부담 증가와 질적 개선).  
 6) 현재 국내 패밀리 오피스 서비스는 대형 증권사를 중심으로 제공되고 있으며 중소형 증권사로 확산. 대체투자, 비상장기업투자, 글로벌 자산 배분 등 맞춤형 투자 기회를 제공하는 것이 핵심서비스이며 법률·세무자문, 가업 승계 및 기업 매각 지원, 후계자 교육과 같은 비재무적 서비스도 점차 확대(최순영, 2025, 『국내 증권사의 초고액자산가 자산관리 전략: 패밀리 오피스 서비스(Family Office Service)』 자본시장연구원 이슈보고서 25-07)  
 7) 블룸버그, 2026. 1. 6, 블룸버그 2025 대한민국 리그테이블.

□ 중소형 증권사는 PF 손실 확대에 대응해 PF 익스포저를 축소하고 기업금융 중심 및 특화 전략으로 사업구조 전환

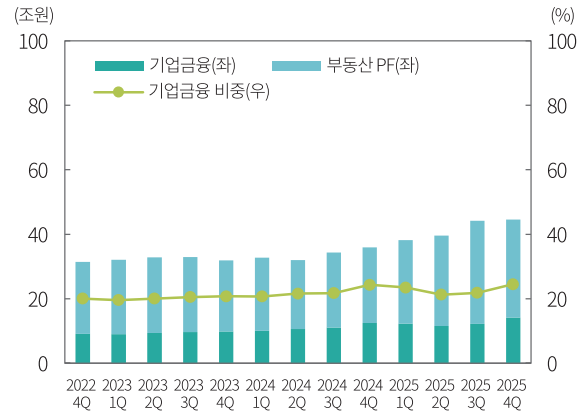
- 브릿지론 축소에도 불구하고 유의·부실우려 비중은 증가하였으며 기업금융도 점차 확대 추세
  - 브릿지론 비중 2024년 36.8%→ 2025년 32.5%, 유의·부실우려 비중 25.9%→ 29.1%<sup>8)</sup>
  - 기업금융: 2022년 9.1조원 → 2025년 14.2조원
- 자기자본 투자 중심의 장기 보유 구조에서 벗어나 신디케이션 및 셀다운을 통해 투자자산을 분산하고 회수 속도를 높이는 방향으로 전환하여 자본효율성을 개선하려는 움직임
- ECM·DCM 전담 조직 신설 및 기업금융본부 확대 등을 통해 IB 조직 구조를 전면 재편하였으며 일부 증권사는 ABS 집중으로 실적이 두드러지는 등 특정 영역 중심 전략을 전개

〈그림 3〉 대형 증권사 여신성 위험 익스포저 추이



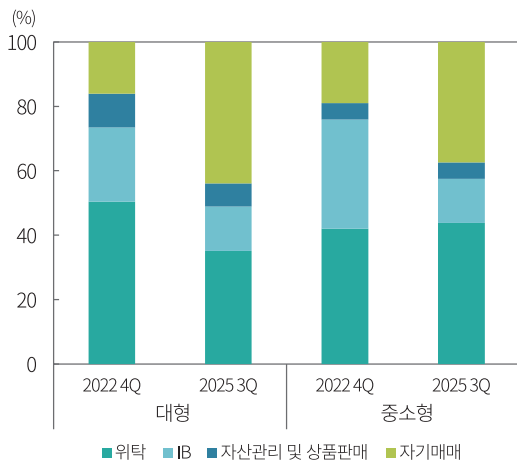
자료: 금융감독원

〈그림 4〉 중소형 증권사 여신성 위험 익스포저 추이



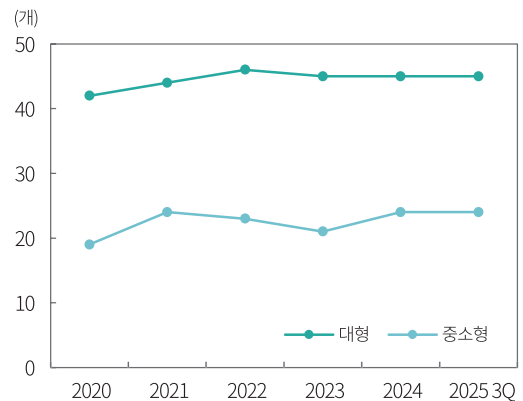
자료: 금융감독원

〈그림 5〉 규모별 영업부문 순영업수익 비중



자료: 자본시장연구원 원내자료

〈그림 6〉 증권사 해외진출 지점 수 추이



자료: 금융감독원

8) 윤민수·이혁진·이창원(2025)

- 부동산 PF 조정으로 기업금융 중심의 투자형 IB 전환이 진행되는 가운데 규모별 전략 차별화가 확대되고 있으며 향후 리스크 관리 및 자본운용 역량의 중요성이 증대될 전망
  - 부동산 PF 축소 및 리스크 현실화로 성장 기반이 기업금융 중심으로 재편되는 가운데 투자형 IB 비중 확대를 통한 수익구조 전환이 진행
  - 대형 증권사는 투자형 IB를 중심으로 직접 투자 및 딜 주관 기능을 강화하며 고위험·고수익 영역까지 사업을 확장한 종합 투자은행화 추진
  - 중소형 증권사는 자본 제약을 고려해 자산운용 효율화와 특정 영역 중심의 선택과 집중 전략을 강화할 것으로 예상
  - 2027년부터 PF 사업비 대비 자기자본비율 기준의 건전성 규제가 단계적으로 도입될 예정으로 자본 부담 확대에 대응한 리스크 관리 및 자본 운용 역량의 중요성이 더욱 증대될 전망

선임연구원 여밀림

ZOOM  
-IN

## 미국 사모대출 시장 부실 우려 점증

강화된 건전성 규제로 인해 고위험 기업들에 대한 은행 대출이 제한됨에 따라 이들 기업은 비은행 금융회사의 대출을 대체적인 자금조달 수단으로 활용하게 되었고, 그 결과 사모대출 시장은 급격한 성장세를 보였다.

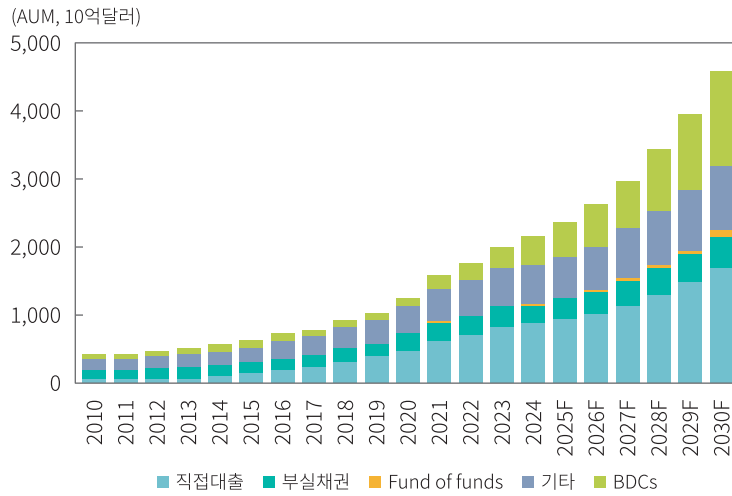
그러나 최근 미국에서 사모대출을 이용한 기업들의 파산과 사모대출펀드를 운용하는 대형 자산운용사의 손실 발생 사례가 잇따르고 있어 사모대출 시장의 부실이 신용시장 전반으로 확산될 수 있다는 우려가 부상하고 있다. 이러한 사모대출 시장 부실의 주요 원인으로는 낮은 투명성과 차입 기업들의 디폴트율 증가 등이 지목된다. 더불어 인공지능 산업의 급속한 확산 역시 사모대출 시장의 불확실성을 가중시키는 요인으로 작용하고 있다. 시장참가자들 사이에서는 현재의 상황이 2008년 글로벌 금융위기와 유사하다는 평가도 제기되고 있으며, 사모대출 시장의 부실이 '제2의 금융위기'의 도화선이 될 수 있다는 우려 또한 확대되고 있다.

연기금 및 공제회 등 국내 기관투자자들도 해외 사모대출 상품에 상당한 자금을 투자하고 있는 만큼 사모대출 시장의 리스크 노출도를 보다 면밀히 점검할 필요가 있을 것으로 사료된다.

- 강화된 건정성 규제 등으로 고위험 기업들의 은행 대출이 제한됨에 따라 이들 기업은 비은행 금융회사의 대출을 대체 자금조달 창구로 활용하며 사모대출 시장이 급격하게 성장
  - 글로벌 사모대출 시장 규모는 2020년 약 1.2조달러에서 2025년 약 2.3조달러로 5년간 두 배로 확대되었으며, 2030년까지 약 4.5조달러로 늘어날 것으로 예상<sup>1)</sup>
    - 지역별 AUM 비중(2024년말 기준)을 살펴보면 북미 72.5%(14,920억달러), 유럽 23.4%(4,820억달러), 아시아-태평양 4.1%(846억달러)로 북미 지역이 시장의 대부분을 차지

1) Fitch Ratings, 2025. 12. 22, Private Credit Outlook 2026.

〈그림 1〉 글로벌 사모대출 시장 규모



자료: Preqin, Fitch Ratings

- 그러나 최근 미국에서 사모대출을 받은 기업의 파산과 사모대출펀드를 운용하는 대형 운용사의 손실 발생 등이 잇따르며 사모대출 시장의 부실이 신용시장 전반으로 확산될 수 있다는 우려가 부상
  - 사모대출 시장의 부실 위험성은 그동안 지속적으로 언급되어 온 문제였으나 최근 단순한 경고를 넘어 본격적으로 표면화되는 양상
  - 2025년 9월 사모대출로 자금을 조달했던 자동차 대출업체 트라이컬러 홀딩스와 자동차 부품업체 퍼스트 브랜드 그룹이 연쇄 파산하며 시장의 불안을 자극
    - JP모건 및 피프스 서드를 포함한 대형 금융기관들이 트라이컬러와 퍼스트 브랜드에 자금을 제공하였고 해당 업체의 파산으로 큰 손실을 기록
    - 트라이컬러 파산으로 JP모건은 1억 7천만달러를 회수 불가능한 대출금으로 손실 처리, 피프스 서드는 최대 2억달러의 손상차손을 예상, 제프리스는 퍼스트 브랜드 관련 손실위험이 7억 1,500만달러라고 공시<sup>2)</sup>
  - 2026년 들어서 사모대출 시장에 더욱 직접적인 경고등이 켜지기 시작
    - 블랙록은 사모대출 포트폴리오 중 인피니트 커머스 홀딩스에 제공한 2,500만달러 규모의 후순위 담보 대출을 2025년 3분기에 액면가 100%로 평가했으나 2025년 4분기에는 전액 손상 처리한다고 발표<sup>3)</sup>
    - 이는 유동성이 낮은 대출자산의 가치 평가와 실제 부실성과 간 격차를 보여주는 사례

2) Bloomberg, 2025. 10. 9, JPMorgan, Fifth Third among banks facing Tricolor losses.

Yahoo Finance, 2025. 10. 15, JPMorgan's Dimon on Tricolor losses: 'It is not our finest moment'.

The Wall Street Journal, 2025. 10. 16, How Jefferies found itself at the center of first brands' collapse.

3) Yahoo Finance, 2026. 3. 6, BlackRock writes down \$25M loan to zero, raising private credit concerns.

- 세계 최대 사모펀드 운용사인 블랙스톤의 대표 사모대출 펀드인 'BCRED'에서 순자산가치 7.9%(일반적인 분기별 환매 한도는 5%)에 달하는 환매 요청이 발생하는 등 사모대출의 건전성을 둘러싼 불안이 투자금 이탈로 연계<sup>4)</sup>
- 블랙스톤, 블랙록, 모건스탠리 등 글로벌 자산운용사들이 운용하는 사모대출 펀드에서 2026년 1분기 중 접수된 환매 요청 규모는 101억달러로 추산<sup>5)</sup>
- 이로 인해 아폴로, 블랙스톤, 아레스 등 사모대출을 집중적으로 집행한 금융사들의 주가는 2026년 들어 25% 이상 하락<sup>6)</sup>

□ 낮은 투명성, 만기 도래, 차입 기업들의 디폴트율 증가 등이 사모대출 시장 부실화의 주요 원인인 것으로 파악

- 사모대출은 공개시장을 통하지 않아 불투명한 구조화 대출이 진행되고, 부실이 발생해도 징후를 눈치채지 못하거나 부실 규모 측정에 어려움 존재
  - 또한, 자산가치가 과대 평가되는 경향 등 투명성 및 건전성에 대한 문제점도 상존
- 코로나19 팬데믹 시기 저금리로 발행된 막대한 규모의 대출이 2026년 상반기를 기점으로 만기가 도래해 압박이 증대되는 상황
  - 민간 신용의 핵심인 직접 대출의 평균 만기는 약 5~7년 정도 수준<sup>7)</sup>
- 이자를 현금 대신 원금에 더해 지급을 미루는 PIK(Payment In Kind) 대출 비중이 증가하고, 디폴트율도 상승 추세가 뚜렷해 차입 기업들의 재무 부담이 커지고 있음을 시사
  - PIK 구조는 차입 기업들이 당장의 현금흐름 압박에서 벗어날 수는 있으나 장기적으로 원리금 상환 부담이 커지며 디폴트 위험이 확대
  - 이자 지급에 PIK 구조를 적용한 사모신용의 비중은 2022년 6~7%수준에서 2025년 약 11%로 확대되었고, 대출 실행 이후 이자 지급 방식이 현금에서 PIK로 전환된 대출(bad PIK)도 증가 추세<sup>8)</sup>
  - 미국 사모대출 시장 디폴트율은 2026년 1월 기준 5.8%로 절대 수준은 낮지만 지속적으로 증가하는 모습(2024년 3분기말 5.0% → 2025년 12월 5.6% → 2026년 1월 5.8%)<sup>9)</sup>
  - 그림자 디폴트율(bad PIK를 안고 있는 기업 비율)도 2021년 4분기 2.5%에서 2025년 4분기 6.4%로 두 배 이상 증가<sup>10)</sup>

4) CNBC, 2026. 3. 5, Investors poured billions into private credit. Now many want their money back.

5) Financial Times, 2026. 3. 16, Retail investors pull billions from private capital's credit gold mine.

6) The Wall Street Journal, 2026. 3. 1, They built the hottest firm on Wall Street. Now they have to save it.

7) Global Association of Risk Professionals, 2025. 10. 17, The hidden risks of private credit – and how to spot them.

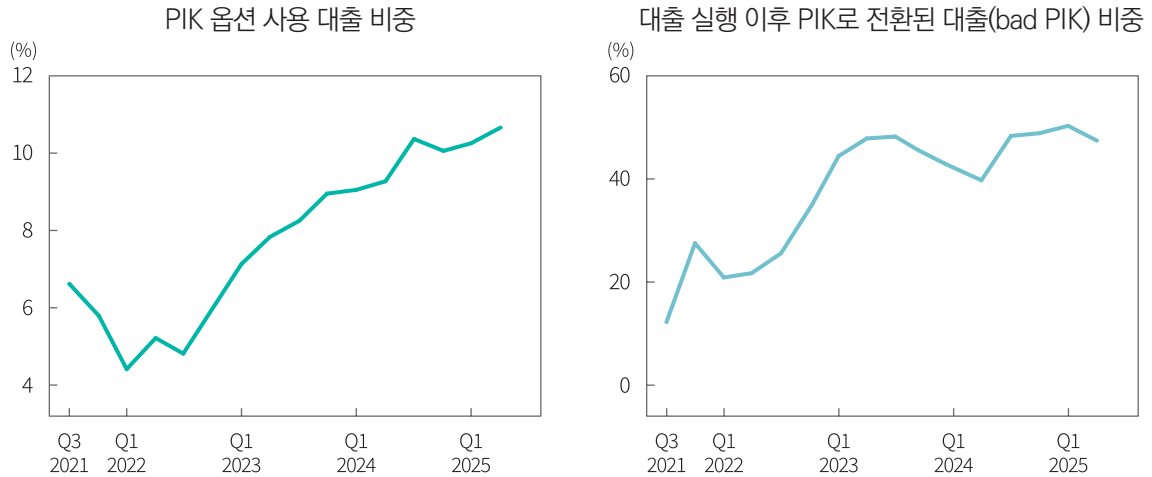
8) Bloomberg, 2025. 10. 31, Private credit's rising pile of 'Bad PIK' points to default woes.

9) Fitch Ratings, 2026. 2. 23, U.S. private credit default rate continues upward March to 5.8% in January 2026.

10) Fortune, 2026. 2. 22, In the \$3 trillion private credit market, the 'shadow default' rate is increasing as more money chases lower-quality deals.

- 원리금 상환 유예나 bad PIK 옵션으로의 전환, 기업 디폴트 상황에서 만기 연장 등을 고려하면 실제 위험 수준은 더욱 클 가능성

〈그림 2〉 사모대출 중 PIK 옵션 사용 비중



자료: Lincoln International, Bloomberg

□ 인공지능(AI) 산업의 확산 또한 사모대출 시장에 불확실성을 가중

- 메타, xAI, 오라클, 코어위브 등 미국의 대표 테크 기업들이 사모대출 시장을 통해 1,200억달러의 자금을 조달하여 데이터센터 건립 등 인프라 구축에 활용<sup>11)</sup>
  - 빅테크 기업들이 특수목적법인(SPV)을 만들면 블랙록, 아폴로, JP모건 등의 금융사들이 SPV가 발행한 주식 및 채권을 매입하는 방식으로 AI 관련 부채를 재무제표 밖으로 이전
- BIS는 AI 기업 관련 사모대출 잔액이 현재 2,000억달러 수준이며, 2030년 최대 6,000억달러에 달할 것으로 추정<sup>12)</sup>
- 향후 AI 수요가 감소하거나 AI 거품이 꺼질 경우 그 충격이 테크 업계를 넘어 금융 업계로 전이될 가능성
  - UBS는 AI 산업 변화로 인해 사모펀드가 보유한 소프트웨어 및 데이터 서비스 기업들이 타격을 입어 레버리지 론과 사모대출에서만 2026년 말까지 750~1,200억달러 규모의 부실이 발생할 것으로 전망<sup>13)</sup>
  - 모건스탠리는 AI의 발전이 소프트웨어 산업을 지속적으로 재편함에 따라 직접 대출의 채무 불이행 비율이 8%까지 상승할 것으로 전망<sup>14)</sup>

11) Financial Times, 2025. 12. 24, Tech groups shift \$120bn of AI data centre debt off balance sheets.  
 12) BIS, 2026. 1. 7, Financing the AI boom: from cash flows to debt.  
 13) CNBC, 2026. 2. 13, AI disruption could spark a 'shock to the system' in credit markets, UBS analyst says.  
 14) Bloomberg, 2026. 3. 17, Private credit default rates to reach 8%, Morgan Stanley says.

- 시장참가자들은 현재의 상황을 2008년 글로벌 금융위기와 유사하다고 평가하며, 사모대출 시장의 부실이 '제2의 금융위기' 도화선이 될 수 있다는 우려
  - 영란은행 총재 앤드류 베일리는 트라이컬러와 퍼스트 브랜즈의 파산 사례가 2008년 글로벌 금융 붕괴를 촉발한 서브프라임 모기지 당시와 유사하다고 언급<sup>15)</sup>
    - 1개의 대출채권을 여러 조각으로 쪼개고(slicing), 쪼개진 채권들을 모아 위험 정도에 따라 트랜칭(dicing and tranching) 하는 등의 금융 기법이 사모대출 시장에서 진행되고 있다고 우려를 표명
  - '채권왕'으로 불리는 제프리 건들락 더블라인캐피털 CEO는 현재 사모대출이 2006년 서브프라임 모기지 재포장 구조와 판박이라고 지적하며 사모대출 시장이 다음 금융위기의 진원지가 될 수 있다고 경고<sup>16)</sup>
  - 사모대출을 취급하는 주요 헤지펀드 중 하나인 데이비스 퀘프너 자산운용의 최고투자책임자는 사모대출의 상당수가 이미 부실하거나 어려운 상황에 처해 있다고 평가<sup>17)</sup>
    - 과도한 레버리지, 취약한 현금 흐름, 허술한 계약 등이 결합돼 채무불이행에 대한 쉬운 환경을 조성한다고 지적
  
- 한편 일각에서는 이러한 부실이 금융시스템 전체를 위협하는 수준은 아니라는 평가와 함께 불안이 과도하게 번져 성장 산업의 주요 자금조달 시장이 지나치게 위축될 수 있다는 견해도 존재
  - 윌리엄 더들리 전 뉴욕 연방준비은행 총재는 현재의 금융시장 상황은 문제가 있으나 2008년 글로벌 금융위기와 같은 시스템적 붕괴로 이어질 가능성은 낮다고 분석<sup>18)</sup>
  - 로저 퍼거슨 전 연방준비제도 부의장은 사모대출이 은행이 취급하지 못하는 중소기업 대출을 집행해 자금을 공급함으로써 경제를 효율적으로 운영하는 데 기여하는 금융의 중요한 역할이라고 주장<sup>19)</sup>
  
- 연기금 및 공제회 등 국내의 기관투자자들도 사모대출 상품에 적지 않은 자금을 투입한 만큼 리스크 노출도를 면밀히 점검할 필요
  - 국민연금의 전체 자산 대비 사모투자(헤지펀드, 사모대출 등을 포함) 비율은 2020년 33조 3640억원(4.0%)에서 2025년(잠정치) 105조 3,480억원(7.2%)까지 확대<sup>20)</sup>

---

15) The Guardian, 2025. 10. 21, Bank of England chief warns of 'worrying echoes' of 2008 financial crisis.  
16) Fortune, 2025. 11. 18, 'Bond King' Jeffrey Gundlach warns of the next financial crisis: 'It has the same trappings as subprime mortgage repackaging in 2006'.  
17) Financial Times, 2026. 3. 16, Wall St underestimates private capital problems, says top credit hedge fund.  
18) Bloomberg, 2026. 3. 18, Private credit is bad, but not 2008 bad.  
19) Financial Times, 2026. 3. 16, Private credit is key to keep Main Street moving.  
20) <https://fund.nps.or.kr/oprtprcn/ivsmprcn/getOHED0009M0.do?menuId=MN24000622>

— 투자은행(IB) 업계에 따르면 국민연금·한국투자공사·교직원공제회·행정공제회·군인공제회·사학연금 등 주요 연기금 및 공제회가 2025년 사모대출펀드에 투입한 금액은 25조 8,700 억원으로 추산<sup>21)</sup>

선임연구원 장효미

---

21) 서울경제, 2026. 1. 22, 경영권 투자 회수 힘들자...사모대출에 26조 몰렸다.