

OPINION

선임연구위원

남재우

기금형 퇴직연금제도 설계의 주안점*

기금형 퇴직연금제도 도입 논의는 퇴직연금의 외형적 성장 이후 제기되는 질적 전환의 요구와 맞닿아 있다. 퇴직연금 적립금은 빠르게 증가하고 있으나, 계약형 지배구조와 개인 선택 중심의 DC 운용 방식은 장기수익률 제고와 노후소득 보장이라는 제도 목적을 충분히 달성하지 못하고 있다. 특히 가입자가 상품을 탐색하고 선택하며 교체해야 하는 구조에서는 무관심과 선택 회피가 원리금보장상품 편중으로 이어지기 쉽다.

기금형 제도는 이러한 한계를 완화하기 위한 새로운 지배구조 선택지로 이해되어야 한다. 핵심은 계약형 제도를 대체하는 단일한 해법이 아니라, 공공형·비영리 연합형·금융기관 개방형 등 상이한 기금 유형이 각자의 정책 목적에 맞게 설계되고 운영되는 데 있다. 공공형은 사각지대 해소와 수급권 보호, 비영리 연합형은 연대 기반의 규모의 경제, 금융기관 개방형은 운용 경쟁을 통한 장기 수익률 제고에 초점을 두어야 한다.

따라서 기금형 퇴직연금제도의 성공요건은 모든 유형에 동일한 규제와 동일한 지배구조를 부과하는 데 있지 않다. 가입자 최선의 이익, 수탁자책임, 이해상충 통제, 투명한 성과 공시라는 공통 기준을 확립하되, 제도 유형별 목적에 맞는 차등 설계가 병행되어야 한다. 특히 DC형의 구조적 결함을 보완하기 위해서는 상품 단에서 가입자의 선택 부담을 완화할 수 있는 opt-out 방식의 실질적 디폴트 구조, 전문운용조직의 독립성, 기금 간 성과·비용 경쟁, 저성과 기금에 대한 시정과 퇴출 규율이 제도 설계의 중심에 놓여야 한다.

들어가는 말

다층연금체계(multi pillar pension scheme)는 일반적으로 공적연금과 사적연금으로 구분된다. 하지만 2층에 위치하는 우리 퇴직연금제도는 사적과 공적 특성을 모두 갖는 준공적 성격의 사회복지 제도라는 특수성을 갖는다. 근로 기간 동안 급여의 일정 부분을 쌓아 퇴직 후 은퇴소득으로 활용하는 완전적립방식은 전형적인 사적연금이나, 모든 ‘일하는 사람’의 노후소득을 위해 가입에서 지급까지 국가가 법으로 강제한다는 측면에서 공적연금의 성격이 강하기 때문이다. 따라서 퇴직연금제도의 성패는 단순히 금융시장의 성과가 아니라 다층연금체계의 지속가능성과 직접적으로 연결된다. 국민연금이 1층 공적연금의 역할을 담당한다면, 퇴직연금은 근로기간 중 축적된 자산을 바탕으로 노후소득의 일정 부분을 기여하는 2층 연금으로 기능해야 한다.

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

우리 퇴직연금제도는 도입 이후 20여 년 동안 적립금 규모 측면에서는 빠르게 성장했음에도 불구하고, 운용의 질적 성과와 이에 기반한 노후소득보장 강화에서는 여전히 한계를 노정하고 있다. 연금 제도는 단순히 재형저축을 통한 노후자산의 축적 수단이 아니라 다달이 지급되는 노후소득을 만들기 위한 제도적 장치임에 유념하여야 한다. 퇴직금에서 퇴직연금으로의 강제적 제도 일원화를 앞두고 그 중요성이 커지고 있는 DC형 퇴직연금의 제도 개편이 특히 시급하다. DC형과 IRP는 운용 성과가 개인의 선택에 크게 의존하는 구조인데, 개인이 장기에 걸쳐 자산배분, 상품 선택, 리밸런싱, 위험관리라는 복잡한 의사결정을 성공적으로 반복하기는 쉽지 않기 때문이다. 선택의 부담이 커질수록 선택 회피가 나타나고, 이는 현금성 자산 또는 원리금보장상품 편중으로 귀결되었다는 것이 지난 이십 년간 제도 운영의 결론이다.

최근 기금형 퇴직연금제도 도입 논의는 이러한 문제의식에서 출발한다. 기금형 제도는 적립금을 개별 계약과 상품 선택의 집합으로만 보지 않고, 수탁법인과 전문운용조직이 책임을 지고 장기 운용하는 제도적 틀을 제공한다. 제도 선택 단계에서 개인의 선택가능성은 유지하면서 상품 설정 단계에서 선택 회피로 인한 운용의 방치를 완화한다는 측면에서 기금형 퇴직연금은 디폴트 구조의 제도적 확장으로 이해할 수 있다. 십 년 이상의 지난했던 제도 도입의 찬반 논의를 거쳐 이제 구체적인 제도 설계 단계에 이르렀다. 악마는 디테일에 있다는 격언이 제도 설계보다 강조되는 곳은 없다. 기금형 제도의 성공 여부는 여러 유형의 기금이 각각 어떤 목적을 위해 도입되고, 그 목적에 부합하도록 지배구조 · 운용체계 · 감독규율 · 성과평가가 정교하게 설계되는지에 달려 있다.

기금형 제도 도입의 배경

고용노동부와 금융감독원의 2025년 퇴직연금 통계¹⁾에 따르면 전체 퇴직연금 적립금은 501.4조원에 이르렀으며, 제도 유형별로는 DB형 228.9조원, DC형 141.6조원, IRP 130.9조원으로 구성된다. 전체 적립금 중 원리금보장형 비중은 75.4%로 여전히 높은 수준이다. 다만 제도 유형별로 보면 DB형의 원리금보장형 비중이 여전히 91.9%에 이르는 반면, DC형은 67.0%, IRP는 55.7%로 나타나 개인이 운용 책임을 지는 영역에서는 실적배당형 비중이 빠르게 확대되는 양상이다.

시장 상황에 따른 단기수익률의 격차는 이러한 운용구조의 차이에서 기인한다. 2025년 한 해의 연간 수익률은 DB형 3.53%, DC형 8.47%, IRP 9.44%로 나타났다. 장기 연환산 수익률에서도 DC형과 IRP가 DB형보다 높은 수준을 보이고 있으나, 이는 가입자별 선택 역량과 위험감내 수준에 따라 편차가 확대될 수 있음을 동시에 의미한다. 실적배당형 상품의 장기수익률도 2022년 이후 상승 반전하여 5년 평균 수익률이 5.37% 수준으로 높아졌다. 실적배당형 비중 확대가 장기수익률 제고의 가능성을 높인다는 인식이 확산되고는 있으나, 이에 대한 근로자의 투자 신뢰가 완전히 견고하다고 보기는 어려

1) 고용노동부·금융감독원, 2026, 2025년 우리나라 퇴직연금 투자 백서.

운 것도 사실이다. 연금자산의 운용이 오롯이 개인의 비전문적 선택에만 맡겨질 경우 노후소득 보장이 라는 연금제도 본연의 목적은 궁극적으로 달성되기 어렵다.

문제의 핵심은 DC형 적립금의 운용책임은 개인에게 부과된 상황에서, 시스템적으로 개인의 합리적 운용을 지원하는 제도적 장치가 충분치 않다는 데 있다. 지금까지 우리 퇴직연금의 저조한 수익률은 개인이 아닌 시스템의 문제라는 뜻이다. 퇴직연금의 운용은 금융상품을 한 번 선택하는 것으로 끝나는 것이 아니라, 근로기간 또는 생애 전반에 걸친 반복적 투자판단의 문제다. 이러한 선택의 어려움을 제도적으로 완화하지 못하면 장기 분산투자라는 연금자산 운용의 기본을 유지하기 어렵고, 운용의 결과는 금융시장 환경이나 판매 채널의 권유에 크게 좌우될 수밖에 없다.

기금형 퇴직연금제도 도입 논의는 새로운 것이 아니다. 2014년 퇴직연금 활성화 방안²⁾에서 기금형 도입이 제안되었고, 이후 입법예고와 부처 협의, 국무회의 통과를 거쳤으나 국회의 회기 종료로 폐기된 바 있다. 최근 기금형 제도 도입을 위한 추진자문단과 노사정 TF의 논의를 거쳐 2026년 2월 공동선언이 이루어졌으며, 이후 고용노동부를 중심으로 입법 및 시행 설계를 위한 후속 작업이 진행되고 있다. 제도 도입에 대한 찬반 논쟁에서 유형별 세부 설계의 논의로 정책 국면이 진전되었음을 의미한다. 어렵게 도출된 노사정 합의를 전제로 제도 개편이 추진되고 있는 만큼, 올해 내로 법 개정을 통한 기금형 퇴직연금의 도입이 현실화될 수 있을 것으로 기대한다.

노사정 공동선언에서는 기금형 제도를 계약형의 전면적 전환이 아니라 복수 지배구조의 하나로 도입한다는 점을 명확히 하고 있다. 계약형 지배구조는 상당 기간 시장의 큰 비중을 차지하며 기금형과 병존할 가능성이 높다. 따라서 기금형 도입과 함께 계약형 제도의 운용구조 개편, 사전지정운용제도 개선, DB 적립금의 일임위탁 확대, 퇴직연금사업자 평가 및 비교공시 개선이 병행되어야 한다.

디폴트 제도와 지배구조 설계

앞선 연금 선진국의 사례를 보면, 개인의 선택 부담을 줄이기 위한 가장 효과적인 제도적 장치가 디폴트 구조다. 디폴트 값은 개인이 선택하는 여러 선택지 중 하나가 아니라, 선택이라는 행위 이전의 기존 상태를 의미한다. 즉, 디폴트 제도는 본질적으로 opt-in이 아닌 opt-out 구조라는 뜻이다. 따라서 우리 사전지정운용제도를 설명하는 선택형 디폴트옵션이라는 말은 그 자체로 언어모순이다. 가입자가 사전에 선택해야만 운용이 개시되는 opt-in 방식으로는 선택 회피로 인한 운용 왜곡 완화라는 제도 목적을 달성하는 것이 구조적으로 불가능하다. 선택하지 않으면 운용되지 않는 구조에서는 장기 분산투자가 기본값이 될 수 없다. 향후 제도 개편은 선택하지 않으면 방치되는 구조가 아니라, 선택하지 않아도 전문적으로 운용되고 언제든지 가입자가 변경하거나 이탈할 수 있는 구조로 전환되어야 한다.

2) 금융위원회, 2014, 사적연금 활성화 대책.

기금형 퇴직연금제도는 이러한 디폴트 개념을 가입, 운용, 급여 지급의 전 과정으로 확장할 수 있는 제도 환경을 조성하기 위함이다. 기금형 제도에서 가입자는 개별 상품을 탐색하고 교체하는 하위 단계의 반복적 선택에서 벗어나 지배구조와 수탁기관 같은 상위 단계의 일회적 선택에 집중할 수 있다. 사적연금제도에서 간과할 수 없는 가입자 선택권은 다양한 상품에 대한 opt-in이 아니라 자유로운 opt-out 구조로 보장될 수 있다. 이러한 구조가 제대로 작동하기 위해서는 수탁기관의 엄중한 수탁자책임이 전제되어야 한다. 수탁기관은 자산배분, 운용사 선정, 모니터링, 리밸런싱을 담당하고, 독립 자산관리기관은 자산의 분리보관과 급여 지급을 수행한다. 이렇게 권한과 책임을 분리하면서도 유기적으로 연결되는 구조가 구축될 때 기금형 지배구조는 DC형의 구조적 결함을 보완하는 제도적 장치로 기능할 수 있다.

신뢰 가능한 기금 지배구조는 의사결정, 운용, 보관·집행, 감독·검증 기능이 구분되면서도 수탁자 책임을 통해 하나의 책임체계로 연결되는 구조여야 한다. 수탁법인 이사회는 목표수익률, 위험한도, 운용지침을 설정하고, 전문운용조직 또는 위탁운용사는 자산배분과 매니저 선정, 리밸런싱을 수행해야 한다. 독립 자산관리기관은 자산의 분리보관과 급여 지급을 담당하며, 감독당국과 감사·계리 기능은 건전성, 이해상충, 성과를 검증해야 한다. 여기서 수탁자책임은 선언적 원칙에 머물러서는 안 된다. 기금이 가입자 최선의 이익이 아닌 정책목적이나 기관의 이해관계를 위해 활용되는 것을 차단하는 구체적인 규율로 작동해야 한다. 이해상충 통제, 내부통제, 성과 공시, 저성과 기금에 대한 시정과 퇴출, 가입자의 기금 이동권은 모두 수탁자 책임을 실효성 있게 만드는 장치다.

기금형 퇴직연금제도의 성공요건

현재 고용노동부 주도로 추진되고 있는 기금형 제도 도입의 출발점이 노사정의 오랜 논의와 합의에 기반한다는 점은 중요한 정책적 의미를 갖는다. 연금제도의 개편에 있어 다양한 이해관계자의 이해관계 정렬은 그만큼이나 어렵고 중요하기 때문이다. 노사정 공동선언은 여러 이해관계에 대한 타협과 절충을 통해 제도 개편의 기본 방향을 설정하였다. 노사정이 제시하는 퇴직연금 기금의 세 가지 유형은 이러한 이해관계를 반영하고 있다. 하지만 이러한 방향 설정만으로 기금형 제도의 성공적 도입이 담보되지는 않는다. 기금형 퇴직연금이 성공적으로 자리 잡기 위해서는 개별 유형의 제도 목적이 온전히 달성될 수 있도록 구조와 체계가 설계되는 것이 중요하다.

〈표〉 퇴직연금기금 유형별 특징과 역할

유형	주요 목적	핵심 설계 과제	성공 판단기준
공공형	중소·영세 사업장 사각지대 해소와 최소 수급권 보호	지원 대상 집중, 재정지원 기준, 공공성과 운용성과의 균형	가입률, 적립 지속성, 수급권 보호, 비용과 수익률
비영리 연합형	산업·업종·지역 등 공동 기반을 통한 규모의 경제	대표성과 전문운용 독립성의 분리, 가입·탈퇴·이동 규칙	공동기금의 지속가능성, 확장성, 연대 기반의 실질성
금융기관 개방형	금융 전문역량과 기금 간 경쟁을 통한 장기수익률 제고	기존 인프라 활용, 비례적 이해상충 규율, 성과·비용 공시	위험조정 장기수익률, 비용 효율성, 가입자 이동권

자료: 노사정 공동선언문(2026. 2. 6)을 기초로 저자 작성

공공형 기금은 기금 규모 자체를 키우는 것이 목적이 되어서는 안 된다. 공공형 기금의 대상 사업장을 가능한 확대하는 것이 정책 방향이 되어서는 안 된다는 뜻이다. 공공형 기금의 정책 목적은 민간 시장이 충분히 포괄하지 못하는 중소·영세 사업장 근로자라는 사각지대를 해소하고, 퇴직금제도에서 퇴직연금으로 강제 전환되는 근로자에게 보편적 운용 수단을 제공하는 데 있다. 따라서 공공형 기금의 성공 여부는 기금 규모가 아니라 사각지대 감소와 안정적 수급권 확보로 판단되어야 한다. 공공형에 대한 정부의 재정지원 역시 이러한 성과 기준과 연계되어야 하며 한편, 공공성이라는 명분만으로 구조적인 저성과가 용인되어서도 안 된다. 공공형 기금의 운용 난이도는 생각보다 높음을 유념하여야 한다.

비영리 연합형 기금은 산업, 업종, 지역 등 공동 기반을 가진 사업장의 연합을 통해 규모의 경제와 전문운용 기반을 확보하는 것을 목표로 한다. 여기서 중요한 것은 연대의 대표성과 운용 전문성을 분리하는 것이다. 노사 참여는 가입자의 이해를 반영하는 장치로 필요하지만, 노사관계 의제가 기금 운용의 효율성을 저해해서는 안 된다. 이사회는 전략과 감독을 담당하고, 전문운용조직은 자산배분과 운용집행을 독립적으로 수행해야 한다. 비영리 연합형은 적립 단계의 운용 효율성 제고를 넘어 향후 급여 지급의 위험을 공동으로 관리하는 제도로 발전할 가능성까지 염두에 두어야 한다. 이른바 동질 집단의 연대라는 유럽형 CDC(Collective DC) 제도로의 진화다. 이를 위해서는 가입과 탈퇴, 기금 간 이동, 적립금 이전, 운용성과 배분에 관한 규칙이 사전에 명확해야 한다. 연대의 명분만으로 임의적 결합을 허용하면 오히려 책임 소재가 불분명해지고, 규모의 경제도 지속되기 어렵다.

금융기관 개방형 기금은 금융기관의 기존 인프라와 운용역량을 활용하여 적극적으로 운용수익률을 제고하는 데 강점이 있다. 자산운용, 리스크관리, 정보기술, 판매망, 금융 그룹 차원의 인력과 시스템을 적절히 활용하면 중복투자를 줄이고 비용 효율성을 높일 수 있다. 그 과정에서 영리형 기금이라는 특성으로 인해 우려되는 자기계열 상품 편향과 이해상충 가능성 등을 엄격히 통제할 필요성이 제기된다. 영리형 기금에 대한 이러한 규율·규제의 설정 방향은 일률적 금지가 아니라, 가입자 이익에 부합하는 활용인지를 스스로 증명하고 사후 책임을 명확히 규정하는 것이다. 부적절한 행위를 차단하기 위

한 사전 규제가 영리형 기금의 제도 목적인 수익률 제고를 위한 금융기관의 적극적 참여를 원천적으로 불가능하게 만들어서는 안된다.

세 유형의 성공 기준이 다르다는 점은 감독과 평가의 방식도 달라져야 함을 의미한다. 공공형은 가입률과 사각지대 감소, 비영리 연합형은 공동기금의 지속성과 가입자 대표성, 금융기관 개방형은 위험 조정 장기수익률과 비용 효율성이 핵심 지표가 되어야 한다. 동일한 평가 잣대를 적용하면 각 유형의 장점은 희석되고, 정책 목적과 무관한 형식적 대응만 유도될 수 있다.

맺음말

퇴직연금제도는 이제 외형적 성장의 단계를 넘어 실질적 노후소득 보장 기능을 강화해야 하는 전환점에 서 있다. 기금형 퇴직연금제도는 이러한 전환을 위한 중요한 제도적 선택지다. 기금형이라는 형식 자체가 제도의 성공을 보장하지는 않는다. 제도 유형별 목적을 명확히 하고, 그 목적에 맞게 대상, 운영 주체, 지배구조, 운용규율, 성과평가를 차등 설계할 때에만 기금형 제도는 기존 계약형의 제도적 한계를 보완할 수 있다.

DC형 퇴직연금의 구조적 한계를 완화하기 위해서는 선택하지 않으면 방치되는 구조에서 선택하지 않아도 전문적으로 운용되는 구조로 전환되어야 한다. 이를 위해 실질적으로 작동하는 디폴트 제도, 장기 분산투자, 전문운용조직, 투명한 공시, 가입자 이동권이 제도 설계의 핵심 축으로 자리 잡아야 한다. 가입자의 선택권은 보장되어야 하지만, 그 선택권이 복잡한 상품 선택의 부담으로 귀결되어서는 안 된다.

결국 기금형 퇴직연금제도의 성공요건은 보편성, 효율성, 책임성의 균형에 있다. 공공형은 사각지대 해소에, 비영리 연합형은 지속 가능한 공동기금 형성에, 금융기관 개방형은 운용 경쟁을 통한 장기 수익률 제고에 집중해야 한다. 동일한 규제와 동일한 지배구조가 아니라 목적별 차등 설계와 공통의 수탁자책임이 병행될 때, 기금형 지배구조는 퇴직연금 ver2.0 시대의 핵심 인프라로 기능할 수 있을 것이다.

OPINION

연구위원
정희철

무형자산의 부상과 기업 재무행태의 변화*

기술진보와 지식기반 경제의 진전으로 무형자산의 경제적 중요성이 확대되면서 기업 자금수요의 성격도 변화하고 있다. 무형자산은 유형자산에 비해 담보가치와 회수가치가 낮고, 투자 성과의 불확실성과 정보 비대칭성이 크기 때문에 전통적인 부채 중심 금융과의 정합성이 상대적으로 낮다. 이에 따라 무형자산 집약 기업은 비집약 기업에 비해 지분성 자금과 장기 위험자본에 대한 수요가 상대적으로 높고, 향후 외부자금조달 제약에 대비해 내부 유동성을 축적하려는 유인도 클 수 있다.

본고에서는 국내 외감 비금융기업의 재무자료를 이용하여 무형자산 집약 기업(무형기업)과 그 외 기업(비무형기업)의 자금조달 및 현금보유 행태를 비교하고, 기업 생애주기별 재무행태의 변화를 분석하였다. 분석 결과, 무형기업은 비무형기업에 비해 외부자금조달 중 지분성 조달 비중이 상대적으로 높게 나타났다. 다만 주된 외부자금조달 원천은 여전히 부채였으며, 무형기업을 중심으로 자산 구성의 무형화가 진행되었음에도 불구하고 외부자금조달 구조에서 이에 상응하는 구조적 전환은 관찰되지 않았다. 반면 현금보유 비율은 장기적으로 상승하였으며, 특히 도입기·성장기 무형기업에서 현금보유 증가가 뚜렷하게 나타났다. 이는 무형자산 중심 기업들이 미래 투자자금 수요와 외부자금조달 제약에 대응하기 위해 내부 유동성을 보다 적극적으로 축적해왔을 가능성과 일관된다.

이러한 결과는 무형자산 중심 경제로의 전환에 대응하여 기업의 외부자금조달 환경을 개선할 필요가 있음을 보여준다. 무형자산의 경제적 가치를 보다 정교하게 평가하고 이를 자금공급 의사결정에 반영할 수 있는 금융 인프라를 확충하는 한편, 무형자산 집약 기업의 성장단계별 자금수요에 부합하는 지분성 자금과 장기 위험자본 공급 기반을 강화할 필요가 있다.

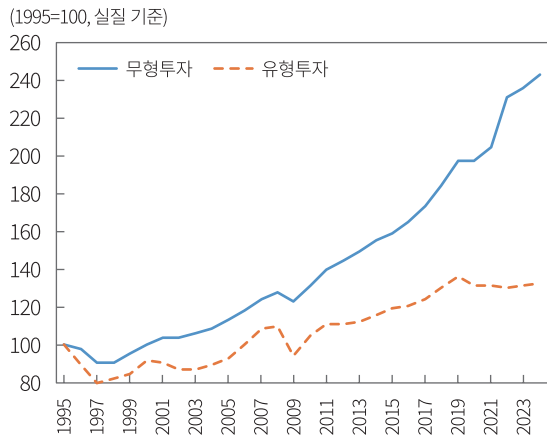
무형자산 중심 경제로의 전환

기술진보와 지식기반 경제의 진전으로 지식, 소프트웨어, 데이터, 브랜드, 조직자본 등 무형자산의 경제적 중요성이 지속적으로 확대되고 있다. 현대 경제에서 무형자산의 축적은 연구개발을 통한 지식·기술의 창출과 활용, 브랜드 가치 제고, 조직 역량 개선 등을 통해 기업의 경쟁우위 확보와 생산성 향상에 기여하는 핵심 요인으로 평가된다. 이러한 변화는 무형투자의 확대 추세에서도 확인된다. 해외 주요국의 무형투자는 장기간에 걸쳐 유형투자보다 빠르게 증가해왔으며, 특히 2008년 이후에는 두 투자 간 증가세의 격차가 더욱 확대되는 양상을 보이고 있다(〈그림 1〉). 국내에서도 유사한 양상이 나타나, 동 기간 무형투자의 증가세가 유형투자를 크게 상회한 것으로 추정된다(〈그림 2〉). 이러한 흐름은

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

국내 기업 부문의 자산 구성에서도 확인되며, 특히 무형자산 집약 산업을 중심으로 무형자산의 비중이 유의하게 확대되는 변화가 관찰된다.¹⁾

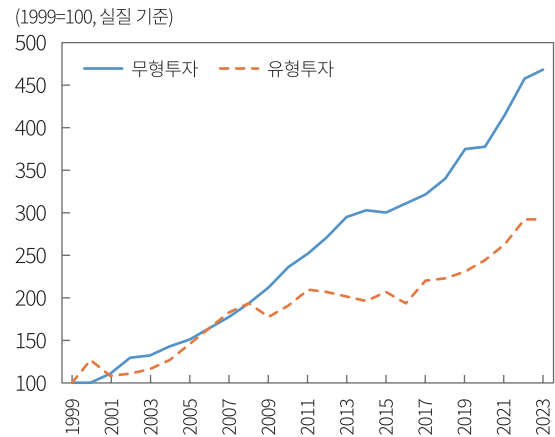
〈그림 1〉 해외 주요국 무형·유형투자
증가 추이



주 : 1995=100, PPP 조정 2020년 불변가격 기준.
미국, 영국, EU-22, 브라질, 인도 합산치

자료: WIPO & Luiss Business School, 2025,
World Intangible Investment Highlights 2025
를 바탕으로 저자 재작성

〈그림 2〉 국내 무형·유형투자 증가 추이



주 : 국내 외감기업 기준. 무형투자는 지식자본 투자와
조직자본 투자의 측정치를 합산하여 산출

자료: 저자 추정

기업 자금수요 및 재무행태에 미치는 영향

이러한 구조적 변화는 기업의 투자 대상 자산뿐 아니라 자금수요의 성격과 재무행태에도 중요한 변화를 초래할 수 있다. 우선, 무형자산의 부상은 기업의 외부자금조달 제약을 심화시키고 내부자금 의존도를 높이는 요인으로 작용할 수 있다. 무형자산은 유형자산에 비해 담보로 활용되기 어렵고, 기업이 청산되거나 재무적 어려움에 처했을 때 그 가치가 온전히 회수되기 어렵다.²⁾ 또한 무형자산은 가치 평가가 어렵고 투자 성과에 대한 정보 비대칭성이 크기 때문에, 외부 자금공급자는 무형투자의 질과 기대수익을 정확히 평가하기 어렵다. 이로 인해 무형자산 중심 기업은 외부자금조달 과정에서 더 높은 자금조달 비용이나 더 엄격한 신용제약에 직면할 가능성이 크다.

특히, 이러한 제약은 축적된 담보자산과 신용이력이 부족하고 현금흐름이 불안정한 신생·성장기 혁신기업에서 더욱 크게 나타날 수 있다. 이에 따라 무형자산 집약 기업은 투자재원으로 내부자금에

1) 정희철, 2026 발간예정, 『무형자산의 부상과 생산요소의 배분 효율성』, 자본시장연구원 연구보고서.

2) Almeida, H., Campello, M., 2007, Financial constraints, asset tangibility, and corporate investment, *Review of Financial Studies* 20(5), 1429-1460; Hall, B. H., Lerner, J., 2010, The financing of R&D and innovation, *Handbook of the Economics of Innovation*, Vol. 1, 609-639.

크게 의존할 가능성이 있으며, 미래 투자기회를 안정적으로 실현하기 위해 내부 유동성을 보다 많이 보유하려는 경향을 보일 수 있다.

다음으로, 무형자산의 부상은 기업의 외부자금조달에서 전통적인 부채성 조달보다 지분성 자금 및 장기 위험자본의 상대적 중요성을 높이는 요인으로 작용한다. 고정적인 상황을 전제로 하는 부채성 조달은 담보가치가 낮고 성과 실현의 불확실성과 실현 시차가 큰 무형투자와는 정합성이 떨어지는 측면이 있다. 반면 지분성 자금은 투자 성과의 불확실성과 성공 시 높은 수익 가능성을 투자자와 공유할 수 있다는 점에서 무형자산 집약 기업의 자금조달에 상대적으로 적합한 방식으로 평가될 수 있다.

요컨대 무형자산 중심 경제로의 전환은 기업의 자금조달 및 재무구조에 두 가지 방향의 변화를 초래할 수 있다. 첫째, 무형자산의 부상은 전통적인 부채성 조달보다 지분성 자금과 장기 위험자본의 상대적 중요성을 높이는 방향으로 작용한다. 둘째, 이러한 외부 위험자본의 공급이 충분히 뒷받침되지 못할 경우, 무형자산 집약 기업은 외부자금조달 제약에 대응하기 위해 내부자금과 현금보유에 더 크게 의존할 가능성이 있다.

따라서 무형자산의 부상이 기업의 재무행태에 미치는 영향은 금융시스템이 이러한 구조적 변화에 얼마나 적응했는지에 따라 달라질 수 있다. 금융시스템이 무형자산 중심 경제로의 전환에 맞추어 충분히 발전한 경우, 무형자산 집약 기업의 외부자금조달 제약은 완화될 수 있으며,³⁾ 이에 따라 내부 유동성에 의존해야 할 필요성도 상대적으로 줄어들 수 있다. 반면 자금공급 체계가 여전히 담보 중심의 부채금융에 크게 의존하는 경우, 무형자산 집약 기업은 외부자금조달 제약에 더 크게 노출될 수 있다. 이 경우 기업은 미래 투자기회를 안정적으로 실현하기 위해 내부자금을 축적하고 현금보유를 확대하려는 유인이 커질 수 있다.⁴⁾

국내 기업 부문의 재무행태 변화

여기에서는 국내 외감 비금융기업의 재무자료를 바탕으로 기업 부문의 평균적 재무행태 변화를 살펴본다. 분석을 위한 기초자료는 DataGuide에서 추출하였으며, 표본기간은 2003~2024년이다. 구체적으로 각 표본기업을 무형자산 집약 기업(이하 무형기업)과 그 외 기업(이하 비무형기업)으로 구분한 뒤, 자금조달 원천과 현금보유의 추이를 살펴본다. 무형기업은 선행연구⁵⁾에서 정의한 무형자산 집약 산업군에 속한 기업으로 정의한다.

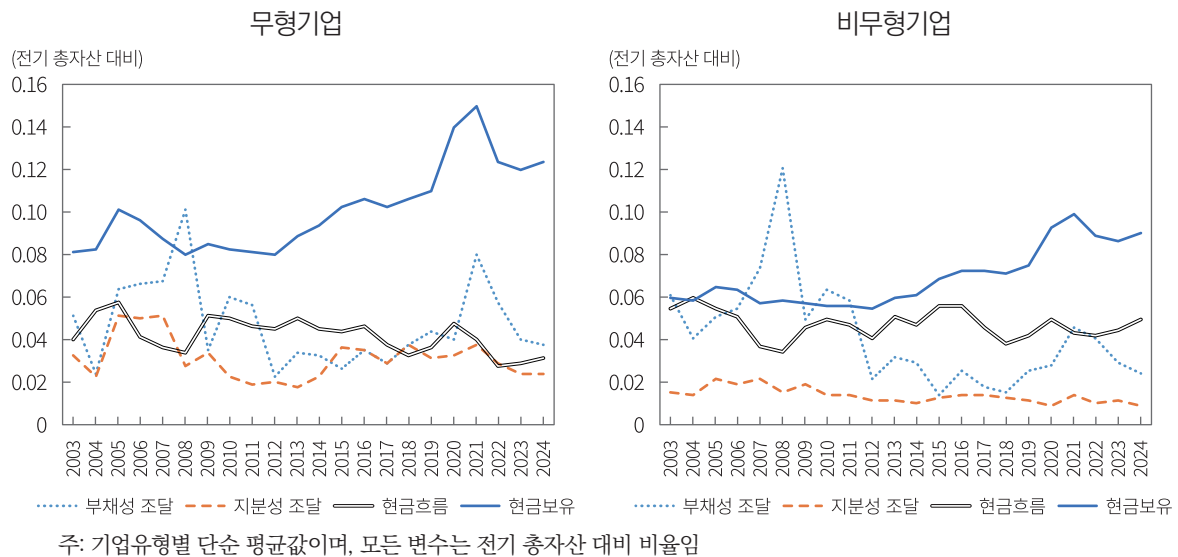
3) 외부 지분성 자금조달 기회의 확대가 R&D 등 무형투자의 자금조달 제약을 완화하는 데 중요한 역할을 한다는 논의는 Brown, J. R., Petersen, B. C., 2009, Why has the investment-cash flow sensitivity declined so sharply? Rising R&D and equity market developments, *Journal of Banking & Finance* 33(5), 971-984을 참조

4) 기업의 현금보유가 향후 금융제약에 대비한 예비적 동기와 관련된다는 논의는 Almeida, H., Campello, M., Weisbach, M. S., 2004, The cash flow sensitivity of cash, *Journal of Finance* 59(4), 1777-1804를 참조

5) 정희철(2026, 발간예정)

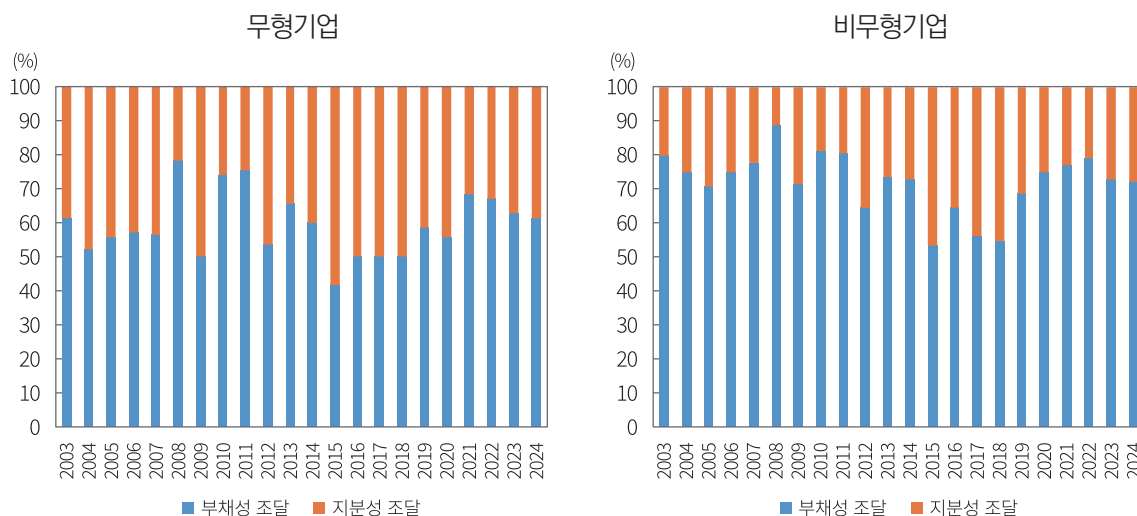
〈그림 3〉은 무형기업과 비무형기업의 자금조달 원천 및 현금보유 추이를 나타내며, 〈그림 4〉는 외부자금조달 중 부채성 조달과 지분성 조달의 구성비 추이를 보여준다. 먼저, 무형기업은 비무형기업에 비해 외부자금조달 비율이 전반적으로 높게 나타나, 무형기업의 규모 대비 외부자금 수요가 비무형기업에 비해 상대적으로 클 가능성을 시사한다.⁶⁾ 또한 외부자금조달에서 지분성 조달이 차지하는 비중 역시 모든 연도에서 무형기업이 평균적으로 더 높은 것으로 나타났다. 이는 무형자산 중심 기업의 외부자금 수요가 전통적인 부채성 조달보다는 지분성 조달과 상대적으로 더 잘 부합할 수 있다는 이론적 예측과도 일관된다.

〈그림 3〉 기업 유형별 자금조달 및 현금보유 추이



6) 관측된 외부자금조달 비율은 자금조달 제약의 정도뿐 아니라 기업 규모 대비 자금 수요의 차이에도 영향을 받을 수 있다.

〈그림 4〉 기업 유형별 외부자금조달 구성비



주: 기업유형별 단순 평균값이며, 외부자금조달은 부채성 조달과 지분성 조달의 합으로 정의함

다만 무형기업의 경우에도 거의 모든 연도에서 지분성 조달보다 부채성 조달의 비중이 더 높게 나타난다. 또한 관찰기간 동안 외부자금조달 구성비에서 뚜렷한 구조적 변화는 확인되지 않는다. 이는 무형자산의 경제적 중요성이 커졌음에도 불구하고, 국내 기업 부문의 외부자금조달 구조가 이에 맞추어 충분히 전환되지 않았을 가능성을 시사한다.

반면, 보다 뚜렷하게 관찰되는 변화는 현금보유의 증가이다. 무형기업과 비무형기업 모두에서 현금 보유 비율은 장기적으로 증가하는 추세를 보이지만, 그 증가폭은 무형기업에서 더 크게 나타난다. 이는 무형자산 집약 기업이 미래의 외부자금조달 제약이나 불확실성에 대응하기 위해 보다 많은 유동성을 내부에 축적하고 있을 가능성을 시사한다.

생애주기별 재무행태와 변화

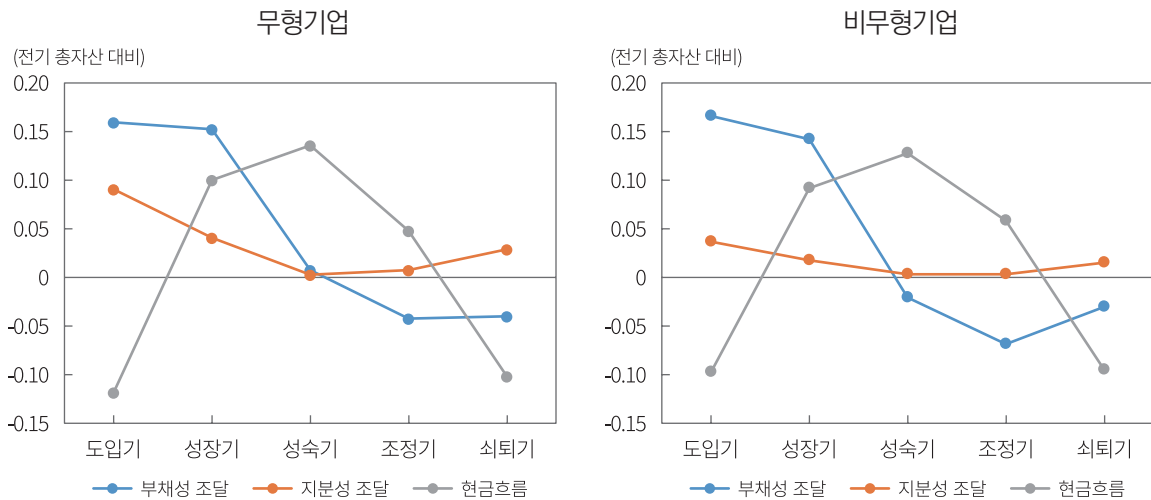
이번에는 기업 생애주기별 재무행태와 그 변화를 검토한다. 기업 생애주기는 Dickinson(2011)⁷⁾의 분류를 바탕으로 영업·투자·재무 현금흐름의 양상에 따라 도입기(introduction), 성장기(growth), 성숙기(mature), 조정기(shake-out), 쇠퇴기(decline)로 구분하였다.

〈그림 5〉는 무형기업과 비무형기업의 생애주기 단계별 자금조달 패턴을, 〈그림 6〉은 현금보유 비율 패턴을 보여준다. 무형기업과 비무형기업 모두에서 도입기와 성장기에 속한 기업은 평균적으로 부채성 조달 비중이 높게 나타나는 반면, 성숙기 이후 단계에서는 부채성 조달이 평균적으로 음(-)의 값을

7) Dickinson, V., 2011, Cash flow patterns as a proxy for firm life cycle, *The Accounting Review* 86(6), 1969-1994.

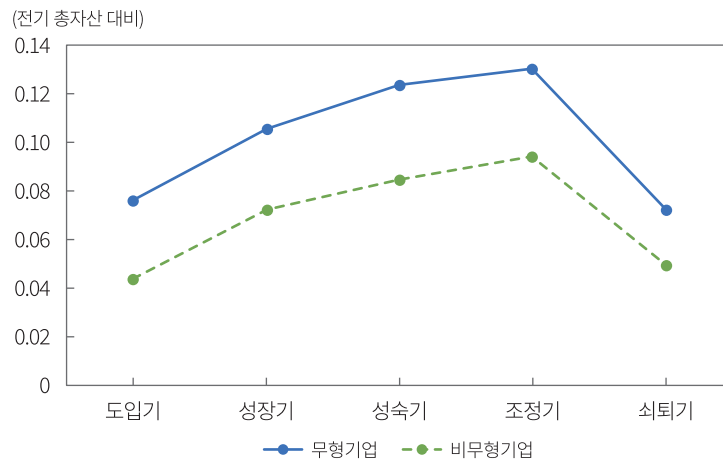
보인다. 지분성 조달 역시 도입기와 성장기에서 다른 단계보다 상대적으로 높게 나타나지만, 각 단계에서의 규모는 부채성 조달에 비해 작은 것으로 확인된다. 한편 현금보유 비율은 두 기업유형 모두에서 성숙기와 조정기 기업에서 상대적으로 높게 나타난다.

〈그림 5〉 생애주기 단계별 자금조달 패턴



주: 각 기업유형-생애주기 단계별 단순 평균값이며, 모든 변수는 전기 총자산 대비 비율임

〈그림 6〉 생애주기 단계별 현금보유 비율



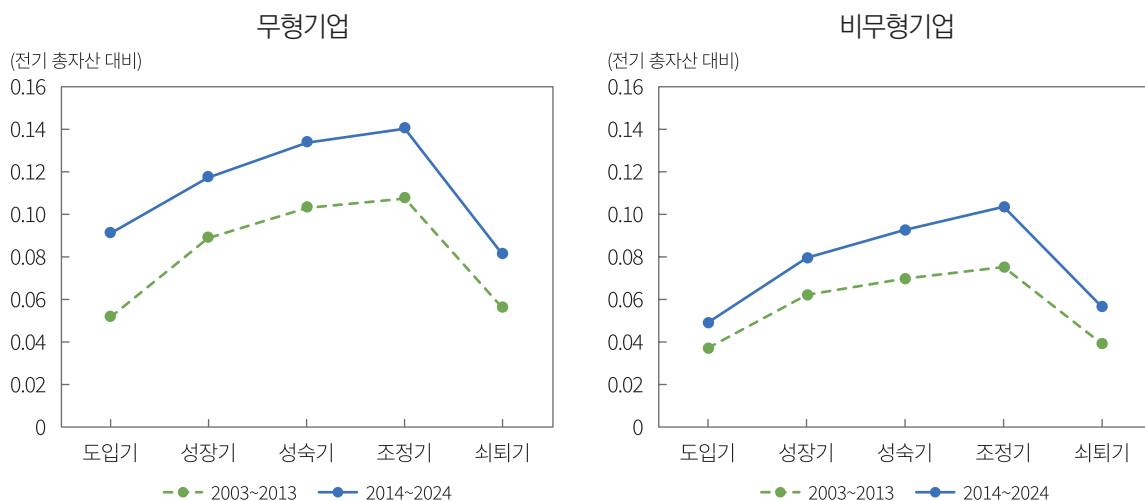
주: 각 기업유형-생애주기 단계별 단순 평균값이며, 현금보유 비율은 현금 및 현금성자산을 전기 총자산으로 나눈 값임

무형기업과 비무형기업을 비교하면, 무형기업은 비무형기업에 비해 도입기와 성장기에서 지분성 조달 비중이 상대적으로 크게 나타난다. 이는 무형기업이 성장 초기 단계에서 비무형기업에 비해 지분성 자금조달에 더 많이 의존하는 경향이 있음을 보여준다. 다만 무형기업에서도 도입기와 성장기의 주된 외부자금조달 원천은 여전히 부채성 조달로 나타난다. 또한 무형기업은 모든 생애주기 단계에서 비무형기업보다 높은 현금보유 비율을 보인다. 이는 무형자산 집약 기업이 생애주기 전반에 걸쳐 상대적으로 높은 유동성 수요를 가질 가능성을 시사한다.

이러한 생애주기별 패턴에 시계열적 변화가 있었는지를 살펴보기 위해, 표본기간을 전반기(2003~2013년)와 후반기(2014~2024년)로 나누어 기업유형별·생애주기 단계별 재무행태를 비교하였다. 자금조달 패턴의 경우 전반기와 후반기 사이에 큰 구조적 변화는 관찰되지 않았다. 다만 비무형기업에서는 도입기와 성장기 기업의 외부자금조달 비율이 다소 감소한 반면, 무형기업에서는 도입기 기업의 지분성 조달을 중심으로 외부자금조달 비율이 다소 증가한 것으로 나타났다.

보다 뚜렷한 변화는 현금보유에서 확인된다. <그림 7>은 기업유형별로 전반기와 후반기의 생애주기 단계별 평균 현금보유 비율을 보여준다. 무형기업과 비무형기업 모두에서 후반기 현금보유 비율은 전반기에 비해 모든 생애주기 단계에서 높게 나타난다. 다만 증가 양상에는 기업유형별 차이가 존재한다. 비무형기업의 경우 현금보유 비율의 증가는 성숙기와 조정기 기업에서 두드러지는 반면, 무형기업은 도입기와 성장기에서도 현금보유 비율이 뚜렷하게 증가하였다.

〈그림 7〉 생애주기 단계별 현금보유 비율: 시기별 비교



주: 기업유형·생애주기 단계·시기별 단순 평균값이며, 현금보유 비율은 현금 및 현금성자산을 전기 총자산으로 나눈 값임

이러한 결과는 무형기업에서 내부 유동성 축적의 중요성이 높아졌을 가능성을 시사한다. 특히 외부 자금조달 구조에서 뚜렷한 전환이 관찰되지 않는 가운데 현금보유가 확대되었다는 점에 주목할 필요가 있다. 성장자금 수요가 큰 초기 생애주기 단계에서도 현금보유가 증가한 것은, 무형자산 집약 기업이 향후 자금수요와 외부자금조달 제약에 대응하기 위해 내부 유동성을 보다 적극적으로 축적하고 있을 가능성과 일관된다.

시사점 및 향후 과제

본고의 분석 결과는 무형자산의 경제적 중요성이 크게 확대되었음에도 불구하고, 기업의 외부자금 조달 체계가 이러한 변화에 충분히 적응하지 못했을 가능성을 시사한다. 아울러 이러한 결과는 무형자산 중심 기업들이 미래 투자자금 수요와 외부자금조달 제약에 대비하여 내부 유동성을 보다 적극적으로 축적해왔을 가능성과도 부합한다.

이러한 흐름은 개별 기업의 재무전략 차원을 넘어 경제 전체의 자원배분 효율성과도 관련된다. 성장기회가 큰 기업들이 향후 외부자금조달 제약에 대비해 현금을 과도하게 보유하면, 생산적 투자로 전환될 수 있는 자원이 유동성 형태로 묶이는 결과를 초래할 수 있다. 반대로 내부 유동성이 충분하지 않은 혁신기업의 경우에는 유망한 투자기회를 보유하고 있음에도 필요한 자금을 적시에 충분히 확보하지 못해 성장기회를 실현하지 못할 수 있다. 이는 장기적으로 기업 간 성장 격차를 확대하고, 경제 전체의 생산성 향상과 자원배분 효율성을 저해하는 요인으로 작용할 수 있다.

따라서 무형자산의 부상이라는 세계적 흐름에 대응하여 기업의 자금조달 환경을 개선하기 위해 다층적인 노력이 필요하다. 첫째, 담보 중심의 부채금융에 과도하게 의존하는 금융 관행을 보완할 필요가 있다. 무형자산은 유형자산에 비해 담보가치와 회수가치가 낮고, 투자 성과의 불확실성과 정보 비대칭성이 크기 때문에 전통적인 신용평가 방식만으로는 기업의 성장잠재력을 충분히 반영하기 어렵다. 따라서 기업이 보유한 기술력과 지식재산 등 다양한 무형자산의 경제적 가치를 보다 정교하게 평가하고, 이를 자금공급 의사결정에 반영할 수 있는 금융 인프라를 확충할 필요가 있다.

둘째, 무형자산 집약 기업에 적합한 장기 위험자본 공급 기반을 강화할 필요가 있다. 무형투자는 유형투자에 비해 투자 성과가 불확실하고 회수기간이 길며, 성공 시 상방 가능성이 큰 특징을 가진다. 이러한 특성은 고정적인 원리금 상환을 전제로 하는 부채성 조달보다는 지분성 자금, 벤처투자, 장기 모험자본과 더 높은 정합성을 가진다. 따라서 무형자산 중심 기업의 성장단계별 자금수요에 대응할 수 있도록 자본시장과 정책금융의 역할을 정비하고, 민간 위험자본이 보다 원활하게 공급될 수 있는 여건을 조성할 필요가 있다.

ZOOM
-IN

ETF 시장 확대와 자산운용사의 의결권 행사

최근 국내 주식형 ETF를 중심으로 ETF 시장이 빠르게 성장하면서 자산운용사의 개별 기업 보유 지분과 증시 내 영향력이 확대되고 있다. 그러나 이러한 영향력 확대에도 불구하고 국내 자산운용사의 수탁자책임활동은 아직 충분하지 않아 기업 지배구조에 미치는 실질적인 영향력은 제한적인 수준이다. 반면 해외 주요 자산운용사는 기업과의 지속적인 관여와 적극적인 의결권 행사를 통해 장기적인 기업가치 제고와 지배구조 개선을 위한 책임 있는 주주활동을 수행하고 있다. 국내에서도 국민연금과 정부가 수탁자책임활동 평가 강화와 의결권 위임 확대 등을 추진하고 있는 만큼, 자산운용사의 수탁자책임 이행 역량과 내부 거버넌스 체계의 고도화가 필요하다.

□ 최근 국내 주식형 ETF를 중심으로 ETF 시장이 유례없이 빠르게 성장하며 증시 내 ETF의 영향력이 확대

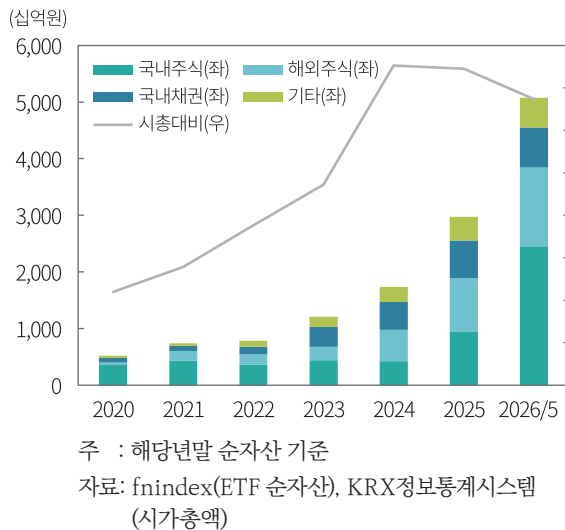
- 국내 ETF 시장은 2023년 순자산 100조원을 달성한 이후 단기간 내 500조원을 상회하며 급성장
 - ETF 순자산은 100조원('23.6월) → 200조원('25.5월말) → 300조원('25.12월말) → 500조원('26.5월말)으로 증가
- 금년 들어 국내 증시 활황으로 국내주식형 상품이 전체 시장의 절반 가까이(48%)를 차지하며 ETF 시장 성장을 주도¹⁾
 - '26.5월말 기준 ETF 순자산은 전년말 대비 71% 증가하는 등 증가 속도가 더욱 빨라짐
- 절대적 규모 뿐만 아니라 증시에서 ETF가 차지하는 구조적 비중이 확대²⁾
 - 전체 시총에서 ETF 순자산이 차지하는 비중은 '20년말 2.2%에서 '25년말 7.5%로 상승³⁾

1) 순자산 기준 국내주식형 48%, 해외주식형 27%, 국내채권 14%, 기타 10%로 구성, 거래량 기준 국내주식형이 90.08%를 차지하고 있으며, 해외주식형 1.47%, 국내채권형 0.17%, 기타 8.27%

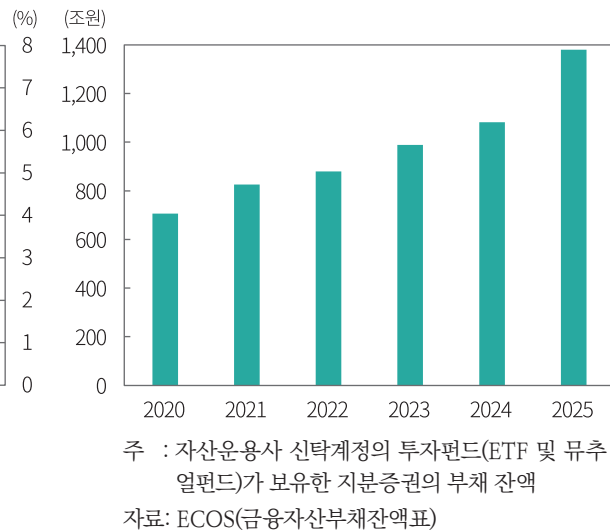
2) 전체 증시 규모는 해당년도 마지막 거래일의 시가총액을 사용

3) 2025년 시총(코스피+코스닥) 규모는 전년대비 73% 증가하였으며, ETF 순자산은 71% 증가하여 시총대비 비율이 소폭(0.07%) 감소

〈그림 1〉 국내 ETF 시장 규모 추이



〈그림 2〉 자산운용사 위탁 증권 잔액



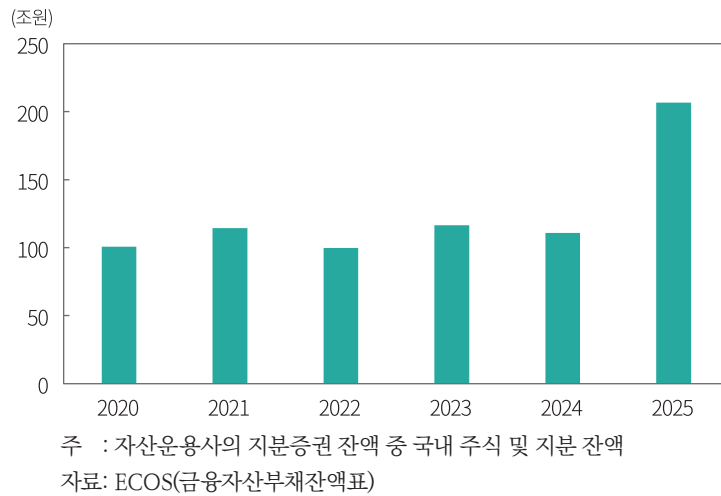
□ ETF 성장에 따라 자산운용사의 시가총액 상위 기업 보유 지분이 증가하면서 증시 내 영향력 확대

- ETF는 지수를 구성하는 종목을 실물로 편입·보유하는 구조로 ETF 순자산 증가로 자산운용사가 보유한 주식 잔액도 함께 증가
 - 자산운용사가 보유한 국내 주식 잔액은 '20년말 100조원 수준에서 '25년말 전년 대비 87% 증가한 206.6조원을 기록⁴⁾
- 시가총액 가중 지수를 추종하는 ETF의 구조상 대형주 편입 비중이 자동적으로 확대되어, ETF 규모가 커질수록 리밸런싱 과정에서 대형주에 대한 일괄 매수/매도가 집중 반복되며 수급과 주가에 미치는 영향도 확대
 - 국내 ETF 순자산의 상당 부분은 코스피200 등 시가총액 가중 지수를 추종하는 ETF로 구성되어 있어, ETF 순자산 증가에 따라 자산운용사의 시가총액 상위 기업 보유 비중도 기계적으로 확대
 - '26.5월말 기준, 국내 상장 ETF의 삼성전자 편입 금액은 53.1조원(시가총액 대비 2.9%), SK하이닉스 편입 금액은 57.9조원(시가총액 대비 3.5%)으로 추정되며, 연초 대비 각각 248%, 145% 증가⁵⁾
- 또한 대형 ETF의 설정 및 환매 과정에서 발생하는 현물 바스켓 거래가 증가
 - ETF는 일반 공모펀드와 달리 설정·환매과정에서 현물을 직접 납입·수령하는 구조로 기초지수 구성 종목에 대한 실질적 매수·매도 수요가 반복적으로 발생

4) 거주자 발행주식 및 출자지분 합계 수치를 사용, ECOS.

5) IT Chosun, 2026. 6. 2, ETF는 이미 시총 역전?... SK하이닉스 편입액, 삼성전자 추월.

〈그림 3〉 자산운용사의 국내주식 보유잔액 추이



□ 자산운용사의 보유 지분 증가는 기업 지배구조에 대한 영향력을 구조적으로 확대될 수 있으나, 수탁자책임 이행의 한계 등으로 실제 영향력은 제한적⁶⁾

- ETF·인덱스펀드 등 패시브펀드는 장기 보유를 전제로 하는 운용 특성상 매도를 통한 영향력 행사에 한계가 있어, 기업 관여와 의결권 행사가 기업가치 제고를 위한 핵심적인 수단
- 우리나라는 2016년 스튜어드십 코드 도입 이후 참여 기관은 지속적으로 증가하였으나, 실제 이행에 대한 검증체계와 공시체계가 미흡하여 실효성은 제한적⁸⁾
 - 참여 기관의 원칙 이행 여부를 검증하는 장치가 없고, 이행 내역 공시도 개별 홈페이지에 분산되어 있어 실질적인 평가가 어려운 실정
- 자산운용사의 의결권 행사율, 반대율 및 공시 수준은 매년 개선되는 추세이나, 이러한 수치 개선이 수탁자책임의 실질적인 이행으로 이어졌다고 보기는 어려움
 - 전체 대상 운용사의 42.4%가 의결권 행사 사유의 절반 이상을 ‘주주총회 영향 미미’, ‘주주권 침해 없음’ 등 형식적인 내용으로 일괄 기재하는 관행이 잔존⁹⁾
- 주주권 행사를 뒷받침하는 조직·인력 및 의사결정체계도 운용사별 편차가 커 적극적인 수탁자책임활동에 현실적 제약¹⁰⁾
 - 공모운용사 67개사 중 18개사만 주주권 행사 전담조직을 운영(평균 4.2명)하고 있으며, 나머지 49개사는 운용·리서치 부서 또는 백오피스에서 관련 업무를 겸임

6) 금융감독원, 2025. 6. 5, ‘24년 자산운용사 의결권 행사 현황 점검 결과, 금융감독원 보도자료.

7) 금융감독원, 2026. 7. 6, 금융감독원은 자산운용사 의결권 점검으로 자본시장의 투명성 제고를 위해 계속 노력하겠습니다, 금융감독원 보도자료.

8) 황현영, 스튜어드십 코드의 현황 및 실효성 제고를 위한 과제, 자본시장연구원 『자본시장포커스』 2025-29호.

9) 금융감독원, 2026. 4. 15, 자본시장의 투명성 제고를 위해 자산운용사 의결권 행사 내역을 점검하겠습니다, 금융감독원 보도자료.

10) 금융감독원, 2026. 7. 6, 금융감독원은 자산운용사 의결권 점검으로 자본시장의 투명성 제고를 위해 계속 노력하겠습니다, 금융감독원 보도자료.

- 주요 안건을 심의·의결하는 별도 의사결정기구를 운영하는 운용사는 40개사이며, 나머지 27개사는 담당 운용역 또는 운용본부장이 의안별 중요도에 따라 전결
- 의결권 행사 관련 업무 실적을 KPI에 반영하는 곳은 20개사에 불과

□ 반면 해외 대형 자산운용사는 ETF 등 패시브펀드를 통해 확보한 대규모 지분을 바탕으로 기업과의 지속적인 관여(Engagement)와 적극적인 의결권 행사를 통해 장기 기업가치 제고를 위한 주주활동을 수행

- 미국 패시브 펀드 시장의 80%를 차지하는 Big 3 자산운용사(블랙록, 뱅가드, 스테이트스트리트)는 S&P500 구성 기업 지분의 약 20%~25%를 보유하는 것으로 추정되며 기업 의사 결정에 상당한 영향력을 행사¹¹⁾
 - 패시브펀드는 운용 특성상 투자기업의 지분을 장기간 보유하므로, 매도보다 기업 관여¹²⁾와 의결권 행사를 통해 투자기업의 장기적 가치 제고를 도모하는 것이 핵심적인 수탁자책임활동으로 정착
- 블랙록은 기업과의 지속적인 관여를 중심으로 개선을 유도하고, 필요시 의결권 행사를 병행하는 책임투자 중심의 스튜어드십을 수행¹³⁾
 - 2025년 기준 인덱스 추종 펀드를 대상으로 42개국 기업에 대해 2,373회의 기업 관여, 1,811개 기업과의 대화, 1만 6,500회 이상의 의결권 행사, 15만 4천여 건의 안건에 대한 투표를 실시
 - 기업 관여는 전략 및 재무건전성, 이사회와 효과성, 임원보수, 인적자원, 기후 및 자연자본 등 장기 기업가치에 영향을 미치는 핵심 이슈를 중심으로 지속적으로 이루어짐
 - 충분한 관여에도 개선이 이루어지지 않을 경우 최종적으로 안건에 반대표를 행사
- 뱅가드는 장기 투자수익 제고를 목표로 원칙 기반의 스튜어드십을 운영하며, 기업 관여와 의결권 행사를 상호 보완적으로 활용¹⁴⁾
 - 2025년 기준 1,542회의 기업 관여, 1,336개 기업과의 대화, 13,432회의 의결권 행사, 19만여 건의 안건에 대한 투표를 실시
 - 기업 관여는 이사회 운영, 전략 및 위험관리, 최고경영자 보수 등 핵심 거버넌스 이슈를 중심으로 신중하게 수행되며 기업과의 대화는 필요한 경우로 제한
 - 의결권 행사는 모든 안건을 개별적으로 검토(case-by-case)하는 원칙 아래 적극적으로 행사하며, 장기 주주가치 제고를 위한 핵심 수단으로 활용

11) 한국경제, 2025. 11. 3, 역대 최대 ETF가 시장 경쟁 없앤다?...자본주의 혼돈 '빅3' 운용사 [글로벌 머니 X파일], 인터넷판 기사.

12) 기업 관여(engagement)란 기업 경영진과의 비공식·비공개 대화를 중심으로 기업의 장기 전략, ESG 과제, 거버넌스 체계 등에 설득과 협의를 통해 영향력을 행사하는 방법으로, 공개적 압박보다 신뢰 형성을 통해 자율적 변화를 유도하여 경영진의 수용 가능성이 높음

13) BlackRock, 2025, BlackRock Investment Stewardship Annual Report Jan.1 ~Dec. 31.

14) Vanguard Corporate, Vanguard Investment Stewardship 2025 Annual Report.

□ 국민연금은 위탁운용사에 대한 수탁자책임활동 평가를 강화하고 의결권 위임을 확대하는 등 자산운용사의 책임 있는 주주활동을 유도

- 국민연금은 책임투자형 위탁운용을 중심으로 일부 위탁운용사에 대한 의결권 위임 시범사업을 추진하는 한편 위탁운용사 선정 시 주주권 행사 및 수탁자책임활동에 대한 질적 평가를 강화하는 등 의결권 위임을 단계적으로 확대할 계획¹⁵⁾¹⁶⁾
- 위탁운용사의 수탁자 책임활동 기준을 마련하고, 점검·평가 결과를 자금 배정 및 회수에 반영할 예정
- 수탁자책임활동 체계, 이해상충 관리, 의결권 행사의 적정성 등을 주요 평가항목으로 반영하고, 관련 정책 수립, 전담조직 및 전문인력 확보, 일관된 원칙에 따른 의결권 행사 여부 등을 중점 평가할 예정

□ 정책 당국도 ETF 등 패시브펀드의 성장에 대응하여 자산운용사의 충실한 수탁자책임 이행과 적극적인 주주권 행사를 위한 제도적 기반을 강화

- 금융감독원은 그간 의결권 행사 가이드라인 전면개정(2023년 10월), 의결권 행사 내역 점검, 최고경영자 간담회(2026년 2월) 등 다방면으로 노력
- 그 결과 불성실 기재 비율은 2024년 점검 당시 96.7%에서 2025년 26.4%로 낮아졌으며, 내부 지침 공시 비율도 55.8%에서 79.1%로 개선되었고, 2023년 10월 개정 가이드라인 반영 비율 역시 18.6%에서 59.3%로 높아짐
- 지난해 말 발표한 스튜어드십 코드 내실화 방안에서 기관투자자들의 기업가치 제고 관여 활동이 별도 이행 점검 항목으로 신설¹⁷⁾
- 민간 자율규범으로 도입된 스튜어드십 코드의 실효성 제고를 위해 자산운용사와 연기금을 대상으로 이행점검 절차가 도입되었고, 그 결과가 보고서 형태로 공개
- 특히 기업가치 제고 관여활동이 별도 점검 항목으로 신설되어 기관투자자들이 기업의 주주 환원 확대 등을 위해 얼마나 적극적으로 관여했는지를 공개해야 함

□ 향후 시장 성장과 정책환경 변화에 대응하여 자산운용사의 수탁자책임 이행 역량과 내부 거버넌스 체계의 고도화 필요

- 패시브펀드를 통한 대규모 지분 보유에 상응하는 수준의 기업 관여(Engagement)와 의결권 행사 체계 구축 필요
- 주주권 행사 전담조직 및 전문인력을 확충하고, 투자·리서치 조직과 독립적인 의사결정체계를 마련하여 수탁자책임 이행의 전문성과 독립성 제고

15) 서울경제, 2026. 3. 5, 국민연금 의결권 민간에 넘긴다...‘기업과 대화’ 미개선시 주주대표 소송, 지면 기사.

16) 한국경제, 2026. 7. 2, 국민연금, 위탁운용사 스튜어드십 코드 직접 챙긴다, 인터넷판 기사.

17) 금융감독원, 2026. 12. 29, 스튜어드십 코드 내실화 방안 발표, 금융감독원 보도자료.

- 의결권 행사 원칙과 기업 관여 절차를 체계화하고, 이해상충 관리체계 및 내부통제를 강화하여 책임 있는 주주활동 기반 마련
 - 단순한 의결권 행사율 제고를 넘어 기업과의 지속적인 대화와 장기 기업가치 제고를 중심으로 한 스튜어드십 활동으로 전환 필요

선임연구원 김보영

ZOOM
-IN중국의 '신질생산력' 육성과 인내자본 정책의
특징 및 시사점

중국은 대내외적 복합적 위기에 대응해 과학기술 혁신과 산업구조 전환을 통해 더 높은 효율과 부가가치를 창출하는 '신질생산력'을 국가 핵심 전략으로 제시하였으며, 첨단산업의 장기 위험을 감수하는 인내자본 육성에 집중하고 있다.

이는 한국정부가 추진하고 있는 '생산적 금융' 대전환과 유사하다. 다만 중국식 국가주도 모델은 장기자본 동원력과 정책 일관성 측면에서 강력한 추진력을 가지겠으나, 지방정부 간 중복투자, 보조금 의존, 자원배분 왜곡이라는 한계도 있다. 중국의 장기 전략성과 위험자본 공급체계는 참고하되, 정부가 투자대상 선정과 자본배분에 과도하게 개입하여 시장의 투자 선별 기능을 약화시키는 부작용은 경계할 필요가 있다.

- 중국은 최근 미국과의 기술 패권 경쟁 심화, 내수 부진, 부동산 경기 침체 등 복합적 위기에 대응하여 2024년부터 '신질생산력' 전략을 국가 핵심 발전전략으로 제시
 - '신질생산력'은 직역하면 '새로운 질적 생산력(新质生产力, New Quality Productive Forces)'으로, 노동·자본·토지·설비 등 기존 생산요소의 투입 확대 방식에서 벗어나, 과학기술 혁신과 산업구조 전환을 통해 더 높은 효율과 부가가치를 창출하는 새로운 생산능력을 의미^{1) 2)}
 - 신흥·미래산업 육성: 인공지능(AI), 집적회로(반도체), 양자기술, 바이오, 신에너지, 신소재 등
 - 전통 제조업의 고도화: 철강, 화학, 기계, 조선 등 기존 제조업의 디지털화·지능화·녹색화 전환까지 포괄
 - 중국 경제는 장기간 부동산 개발, 인프라 투자, 저비용 제조업 중심의 수출 확대에 의존해 왔으나, 미·중 기술패권 경쟁 심화, 대외 수출환경 변화, 내수 부진, 부동산 경기 침체 등이 복합적으로 작용하면서 새로운 성장동력 확보 필요성 증가
 - 이러한 환경에서 중국은 2024년 이후 '신질생산력' 발전을 국가 핵심 발전전략으로 제시하고, 첨단제조업과 전략기술, 미래산업을 중심으로 성장모델 전환을 추진
 - '신질생산력' 개념은 2023년 9월 시진핑 주석이 헤이룽장성 시찰 당시 처음으로 제시한 이후 2024년 3월 전국인민대표대회 정부업무보고에 공식 포함되면서 국가전략으로 제도화

1)求是, 2024. 5. 31, 发展新质生产力是推动高质量发展的内在要求和重要着力点.

2)求是, 2025. 3. 17, 发展新质生产力的基本路径.

- 또한 15차 5개년계획(2026~2030년)에서는 미래산업·신흥산업·전통산업을 함께 발전시키고, 디지털·지능기술을 실물경제와 융합함으로써 '신질생산력' 발전을 가속화하는 방향을 제시³⁾

□ **첨단기술 산업은 기초 연구에서 상용화까지 장기간의 투자를 요하는 구조로, '신질생산력' 육성을 위한 금융지원 체계로서 장기적이고 위험감수적인 자본, 즉 인내자본(patient capital)⁴⁾의 확대를 핵심 요소로 강조**

- 2024년 정부업무보고에서 인내자본 확대가 제시된 데 이어, 같은 해 「창업투자 고품질 발전 정책조치」가 발표되면서 창업투자(venture capital)의 모금-투자-관리-퇴출 전 주기 개선 방향이 구체화⁵⁾
- 해당 문건은 창업투자가 과학기술 혁신, '신질생산력' 육성, 고수준 과학기술 자립자강을 지원하는 핵심 금융수단임을 명확히 하고, 특히 창업투자의 초기·소규모·하드테크 투자 기능을 강화하는 한편 장기자금 유입, 평가·면책체계 개선, 회수경로 다변화 등을 제시
- 이에 따라 창업투자기금은 단순한 민간 모험자본이 아니라 국가 과학기술 전략을 수행하는 장기위험자본으로 재정의

〈표 1〉 창업투자 고품질 발전을 위한 단계별 정책 방향

단계	주요 정책 및 추진 방향
모금(funding)	보험자금, 장기 자산관리상품, 금융자산투자회사, 정부출자기금 등 장기자금의 창업투자 참여 확대
투자(investment)	초기기업, 소규모 기업, 장기 프로젝트, 하드테크 기업에 대한 투자 유도
관리(management)	정부출자 창업투자기금의 평가 및 면책제도 개선, 기금 생애주기 전체 기준 성과 평가
퇴출(exit)	IPO뿐 아니라 M&A, 사모펀드 지분양도, 세컨더리 펀드, 현물주식 배분 등 회수경로 다변화

자료: 国务院办公厅, 2024, 「促进创业投资高质量发展的若干政策措施」

□ **중국 인내자본 정책 대표 사례는 2025년 12월 출범한 국가창업투자인도기금(国家创业投资引导基金)으로, 정부 자금을 마중물로 삼아 공공 및 민간 자본을 유도하여 대규모 '신질생산력' 관련 산업에 장기 위험자본을 공급**

- 중국 정부는 초장기 특별국채를 활용한 중앙 재정 출자 1,000억위안(약 19조원)을 기반으로 지방정부, 중앙기업(국유기업), 금융기관, 민간자본을 유도하여 1조위안(약 190조원) 규모의 자금 형성 목표

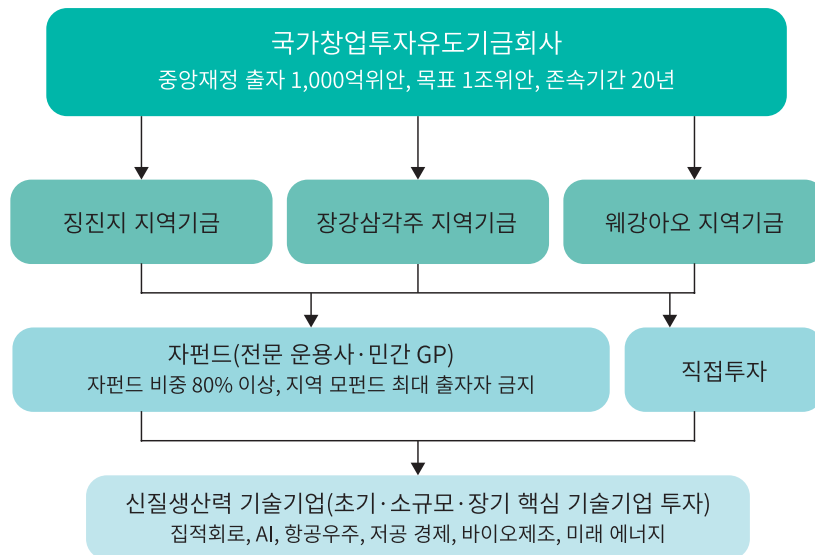
3) 国家发展和改革委员会, 2026. 4. 13, 十五五 规划里的新质生产力.

4) 인내자본은 단기 재무수익보다 장기 산업성과와 기술혁신을 중시하며, 초기·소규모·하드테크 기업에 장기간 위험자본을 공급하는 자본을 의미

5) 国务院办公厅, 2024, 「促进创业投资高质量发展的若干政策措施」.

- 운용구조는 ‘기금회사-지역기금-자펀드’의 3층 구조로, 국가 기금회사가 최상위 플랫폼 역할을 하고, 징진지·장강삼각주·웨강아오 대만구 등 각 지역기금이 국가전략을 지역 혁신생태계와 연결하며, 자펀드가 실제 기술기업에 투자하는 방식
- 국가창업투자인도기금의 가장 중요한 특징은 20년의 초장기 존속기간으로, 일반 벤처펀드(7~10년)의 한계를 극복하기 위해 10년 투자기간과 10년 회수기간 구조로 설계
- 또한, 지역 모펀드가 자펀드의 최대 출자자가 되지 않도록 제한하여, 정부 자금은 정책 유도 기능에 집중하고 민간 자본 참여를 극대화
- 투자 분야는 집적회로, AI, 항공우주, 저공 경제, 바이오제조, 미래 에너지로, 초기·소규모·핵심 기술기업에 집중

〈그림 1〉 국가창업투자인도기금 운용 구조



자료: 中国政府网, 2025. 12. 26, 国家创业投资引导基金启动, 将形成万亿资金规模

□ 우리나라는 성장잠재력 저하와 글로벌 산업 패러다임 변화에 대응하기 위해 시중자금이 부동산이나 가계대출 등 비생산적 부문에 머무르는 것을 막고, 미래 성장동력으로 흐르도록 유도하는 ‘생산적 금융 대전환’을 적극 추진⁶⁾

- 금융위원회는 2025년 9월 제1차 생산적 금융 대전환 회의를 통해 정책금융, 금융회사, 자본시장의 3대 전환을 제시
 - 정책금융 전환: 첨단·벤처기업 및 지역경제로 시중자금의 물꼬 전환 선도
 - 금융회사 전환: 금융감독 전반의 개선을 통해 업권별 특성을 살린 생산적 금융의 역할을 확립
 - 자본시장 전환: 기업이 성장단계별로 원활히 자금을 조달할 수 있도록 자본시장을 고도화

6) 금융위원회, 2025. 9. 19, 생산적 금융으로의 대전환을 시작합니다: 이원원 금융위원장, 제1차 생산적 금융 대전환 회의 개최, 보도자료.

- 금융대전환의 대표과제로 국민성장펀드를 출범하여 미래 전략산업에 5년간 150조원 이상 투자
 - 정부 재정 및 정책금융 중심의 첨단전략산업기금 75조원과 민간·국민·금융권 자금 75조원으로 구성
 - 미래전략산업과 생태계 전반에 지분투자, 초저리대출, 인프라투융자 등 방식으로 자금 제공
 - 지원 대상은 인공지능, 반도체, 바이오, 백신, 로봇, 수소, 이차전지, 디스플레이, 미래차, 방산 등 전략산업과 관련 생태계

- 한국과 중국 모두 저성장 고착화 억제와 미래 기술 주도권 확보라는 공통의 과제하에 고위험·장기 투자가 필요한 첨단·미래성장 분야에 정부가 먼저 위험 분담(재정 출자, 모펀드 조성 등)하여 민간 자본을 유인하는 메커니즘 채택

〈표 2〉 한·중 첨단산업 금융 전략 비교

	한국	중국
추진 주체	금융위원회, 정책금융기관, 금융회사 등	국가발전개혁위원회(NDRC), 재정부, 중앙 및 지방정부
핵심 수단	국민성장펀드	국가창업투자인도기금
목표 규모	150조원(5년, 정부·민간 각 75조원)	1조위안(중앙 재정출자 1,000억위안)
운용 기간	중장기(단계별 성장펀드 운용)	20년(투자10년, 회수10년)
중점 분야	반도체·AI·바이오·방산·이차전지 등	AI·양자기술·바이오제조·집적회로·6G 등
정부 역할	재정·정책금융 75조원이 마중물	재정출자 1,000억위안 → 1조위안 유인
지원 방식	지분투자, 저리대출, 인프라투융자	지분투자 중심

자료: 국가발전개혁위원회(NDRC), 중국정부, 금융위원회

- 중국의 인내자본 정책은 장기적이고 일관된 국가산업 전략 아래 초기·소규모·장기·하드테크 기업에 위험자본을 공급하고, 창업투자기금의 존속기간 확대, 평가·면책체계 개선, 회수경로 다변화를 추진한다는 점에서 한국 생산적 금융에 참고할 만한 요소가 있음⁷⁾
- 우리나라도 기존 정책성 펀드의 한계를 극복하기 위해 기술 스타트업, 딥테크 기업을 위한 10년 이상 장기투자가 가능한 초장기 기술펀드 신설, 산업 기여도 및 성장 지원 중심의 평가지표 마련, IPO 외의 세컨더리, 회수시장 지원으로 자금 선순환 구조를 마련⁸⁾

7) 국가창업투자인도기금은 20년 존속기간을 설정해 하드테크 투자의 장기성을 반영하였고, 창업투자 고품질 발전 촉진을 위한 정책조치는 정부출자 창업투자기금의 평가·용인·면책 메커니즘 개선과 기금 생애주기 기준 평가를 제시. 또한 IPO 외 M&A, 사모펀드 지분양도, 세컨더리 펀드, 현물주식 배분 등 회수경로 다변화도 명시

8) 금융위원회, 2026. 4. 14, 국민성장펀드가첨단산업 생태계 지원을 강화합니다. 국민성장펀드 전략위원회(자문기구) 제2차 회의 개최, 보도자료.

- 다만 ‘신질생산력’ 전략은 정부 주도 산업정책의 틀 안에서 추진되는 만큼, ‘중국제조 2025’, ‘쌍순환’ 등 과거 정책에서 나타났던 자원배분 왜곡이 재현될 가능성도 존재⁹⁾
- ‘신질생산력’ 정책은 ‘중국제조 2025’, ‘쌍순환’ 정책에 이은 국가 주도 산업정책의 연장선으로, 혁신 성과에도 불구하고 거시경제 비효율 문제는 별개로 존재
 - 중앙정부가 제시한 전략 분야에 지방정부가 경쟁적으로 대응할 경우, 중복·과잉 투자, 산업기반과 괴리된 프로젝트 추진, 보조금 의존, 기업 수익성 악화가 발생 가능
 - Garcia-Macia et al.(2025)는 중국의 산업정책 수단이 현금보조금, 세제혜택, 보조금성 신용, 저가 토지공급 등을 통해 대규모로 집행되고 있으며, 이로 인한 생산요소 배분 왜곡이 총요소생산성을 약 1.2% 낮추는 것으로 추정¹⁰⁾
 - 이는 산업정책과 정책금융이 장기 성장동력 확보에 기여할 수 있지만, 정부가 투자대상 선정과 자본배분에 과도하게 개입할 경우 시장의 투자선별 기능을 약화시키고 비효율을 초래할 수 있음을 시사
 - 따라서 중국의 장기 전략성과 위험자본 공급체계는 참고하되, 정부가 투자대상 선정과 자본배분에 과도하게 개입하여 시장의 투자 선별 기능을 약화시키는 부작용은 경계할 필요

〈표 3〉 중국의 주요 산업전략과 금융지원 방식

	중국제조 2025 (2015~2019년)	쌍순환 전략 (2020~2025년)	신질생산력 (2024년~)
목표	제조강국 전환, 핵심 부품 국산화 및 제조업 고도화	공급망 자립 및 내수 강화	과학기술 혁신 및 미래 산업 선점
주요 펀드	빅펀드 1기	빅펀드 2기, 중소기업발전기금	빅펀드 3기, 국가창업투자인도기금
금융 성격	전략산업 지분투자, 정책금융	직접 보조금·보조금성 신용·세제혜택 확대, 지분투자 병행	장기 지분성 위험자본, 인내자본
특징	반도체 등 10대 전략산업 집중 투자	전정특신(강소기업) 지원 확대	초기·소규모·장기·하드테크 투자 중심

자료: 중국발전개혁위원회(NDRC), 중국정부, 신화사

선임연구원 김은화

9) The Economist, 2026. 6. 8, China is innovative. Its economy is a mess. Which matters more?
10) Garcia-Macia, D., Kothari, S., Tao, Y., 2025, Industrial policy in China: quantification and impact on misallocation, IMF Working Paper No. 2025/155.