

OPINION

연구위원
임나연

기업지배구조 보고서 공시 현황 및 시사점*

한국은 기업지배구조 보고서 공시를 자율공시 형태로 2017년에 도입하였다. 이후 2019년부터 유가증권시장 상장기업을 대상으로 자산 규모에 따라 공시를 단계적으로 의무화해 왔으며, 2026년부터는 그 적용 대상이 유가증권시장 전체 상장기업으로 확대될 예정이다. 현재 기업들은 10개 핵심원칙과 15개 핵심지표에 대해 준수 여부를 밝히고 미준수 시 그 사유를 설명하는 준수 또는 설명(Comply or Explain) 방식으로 공시를 하고 있다. 핵심지표 준수 현황을 살펴보면, 절차적·운영상 이행 부담이 비교적 적은 형식적 항목은 높은 준수율을 보이는 반면, 이사회 선임 및 운영 등 실질적 개선이 필요한 항목은 여전히 낮은 준수율을 나타낸다. 준수율이 전반적으로 향상되고 있음에도 불구하고 한국은 정성적 평가에서 여전히 낮은 순위에 머물고 있어, 이는 형식적 준수와 실질적 개선 사이의 간극이 여전히 존재함을 시사한다. 이러한 점을 고려할 때, 기업지배구조 보고서 공시가 단순한 공시 절차에 머물지 않고 실질적 지배구조 개선으로 보다 잘 이어지기 위해서는 제도적 정비와 공시 품질 제고를 위한 정책적 노력을 기울일 필요가 있다.

2019년부터 한국에서는 기업지배구조 보고서 공시가 유가증권시장 상장기업을 대상으로 자산 규모에 따라 단계적으로 의무화되었으며, 2026년부터는 유가증권시장 상장기업 전체로 그 적용 범위가 확대될 예정이다. 본 글에서는 기업지배구조 보고서 공시 제도의 도입 배경과 현황을 살펴보고, 각 핵심지표의 준수율과 그 특징을 점검하고자 한다. 나아가 기업지배구조 보고서 공시가 실질적 지배구조 개선으로 이어지기 위해 필요한 정책적 시사점을 제시하고자 한다.

기업지배구조 보고서 공시 도입과 현황

전 세계적으로 기업지배구조는 기업의 지속가능성, 투명하고 책임 있는 경영, 투자자 보호 등을 위한 핵심 요소로 강조되며, 이에 따라 많은 국가들이 기업지배구조 개선을 위해 기업지배구조 원칙과 코드를 제정하고 관련 공시를 도입하는 등 제도적 기반을 마련해 왔다. 한국도 이러한 국제적 흐름에서 예외는 아니다. 한국은 외환위기를 계기로 IMF 권고에 따라 1999년에 기업지배구조 모범규준을 제정하였으며, 이와 더불어 상법 및 자본시장법을 바탕으로 주주총회 운영, 이사회 구성 등 일부 지배구조 정보를 사업보고서를 통해 지속적으로 공시해왔다.¹⁾

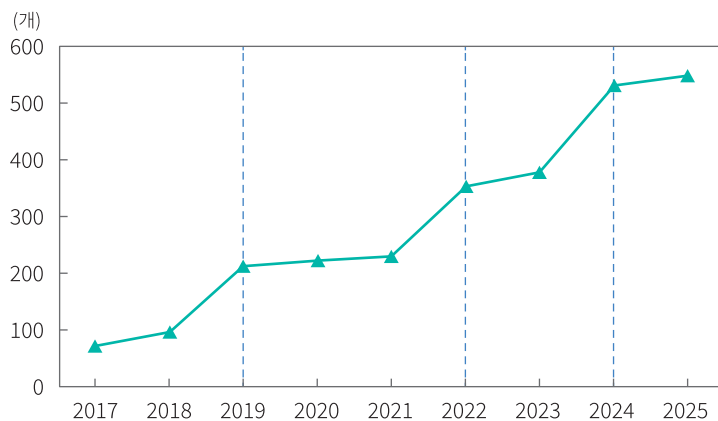
* 본고의 견해와 주장은 필자 개인의 것이며, 자본시장연구원의 공식적인 견해가 아님을 밝힙니다.

1) 사업보고서뿐 아니라 최근 지속가능경영보고서와 기업가치제고(밸류업) 공시에도 기업지배구조와 관련된 내용이 일부 공시되고 있다.

그러나 모범규준에 제시된 각 원칙의 준수 여부를 기업이 체계적으로 공시하도록 요구하는 제도적 장치는 다른 국가들에 비해 늦게 도입된 편이다.²⁾ OECD와 G20 등 국제기구가 투명한 지배구조와 ESG 공시의 중요성을 강조하는 가운데, 국제 기준에 부합하는 지배구조 확립 필요성이 지속적으로 제기되었으며, 2017년 스투어드십 코드 도입을 계기로 기관투자자의 책임투자 활동이 확대되면서 지배구조 관련 정보에 대한 시장의 요구도 크게 증가하였다. 이러한 변화 속에서 기업경영의 투명성과 기업가치 제고를 목적으로, 기업지배구조 원칙 전반의 준수 여부를 공시하도록 하는 기업지배구조 보고서 공시가 2017년에 처음 자율공시 형태로 도입되었다.

그러나 참여율과 공시의 질이 낮다는 지적이 이어지면서, 2019년부터 유가증권시장 상장기업을 대상으로 자산 규모에 따라 공시가 의무화되었다. 2019년에는 자산 2조 원 이상 기업, 2022년에는 1조 원 이상, 2024년에는 5천억 원 이상 기업으로 적용 대상이 확대되었으며, 2026년부터는 유가증권시장 전체 상장사가 의무적으로 보고서를 공시해야 한다. <그림 1>은 이러한 기준에 따라 실제로 2019년, 2022년, 2024년에 기업지배구조 보고서 공시를 한 기업의 수가 크게 증가한 것을 보여준다.

〈그림 1〉 기업지배구조 보고서 공시한 기업 수



주: 한국거래소 KIND에 공시된 기업지배구조 보고서를 바탕으로 저자 작성

기업지배구조 보고서는 한국거래소에서 마련한 가이드라인에 따라 기업지배구조 핵심원칙 10개 항목과 그에 따른 세부 원칙에 대한 준수 여부를 공시하게끔 되어 있으며, 공시 방식은 각 원칙에 대해 준수 여부와 미준수시 그 사유를 설명하는 준수 또는 설명(Comply or Explain) 방식이다. 핵심원칙은 크게 주주 권리, 이사회 기능과 역할, 감사제도와 관련된 항목으로 구성되어 있다.

2) OECD Corporate Governance Factbook(2017)

핵심지표 준수 현황

현재 한국의 기업지배구조 보고서는 10가지 핵심원칙뿐만 아니라 15가지 핵심지표에 대한 준수 현황을 표 형태로 공시하도록 규정하고 있다. 이러한 표는 각 지표별 준수 여부를 한눈에 파악할 수 있게 해주며, 전체 지표 중 준수 항목 수를 기반으로 준수율이라는 정량적 정보를 제공한다.

〈표 1〉 총자산 규모별 핵심지표 준수율

핵심지표	2조 원 이상	1조 원 ~2조 원	5천억 원 ~1조 원	전체
	(1)	(2)	(3)	(4)
① 주주총회 4주 전에 소집공고 실시	0.48	0.33	0.29	0.40
② 전자투표 실시	0.90	0.80	0.69	0.82
③ 주주총회의 집중일 이외 개최	0.80	0.71	0.62	0.73
④ 현금배당 관련 예측가능성 제공	0.56	0.38	0.25	0.43
⑤ 배당정책 및 배당실시 계획을 연 1회 이상 주주에게 통지	0.68	0.37	0.24	0.49
⑥ 최고경영자 승계정책 마련 및 운영	0.52	0.27	0.16	0.36
⑦ 위험관리 등 내부통제정책 마련 및 운영	0.91	0.70	0.59	0.78
⑧ 사외이사가 이사회 의장인지 여부	0.22	0.09	0.05	0.14
⑨ 집중투표제 채택	0.04	0.02	0.03	0.03
⑩ 기업가치 훼손 또는 주주권의 침해에 책임이 있는 자의 임원 선임을 방지하기 위한 정책 수립 여부	0.75	0.52	0.41	0.61
⑪ 이사회 구성원 모두 단일 성(性) 아님	0.80	0.33	0.28	0.55
⑫ 독립적인 내부감사부서(내부감사업무 지원 조직)의 설치	0.52	0.50	0.41	0.49
⑬ 내부감사기구에 회계 또는 재무 전문가 존재 여부	0.97	0.87	0.76	0.89
⑭ 내부감사기구가 분기별 1회 이상 경영진 참석 없이 외부감사인과 회의 개최	0.84	0.61	0.34	0.65
⑮ 경영 관련 중요정보에 내부감사기구가 접근할 수 있는 절차 마련 여부	1.00	0.98	0.96	0.98
기업 수	225	127	140	503

주 : 2025년도 (보고서 공시 기준)

자료: 한국거래소 공시채널에 공시된 기업지배구조 보고서를 취합하여 저자 계산

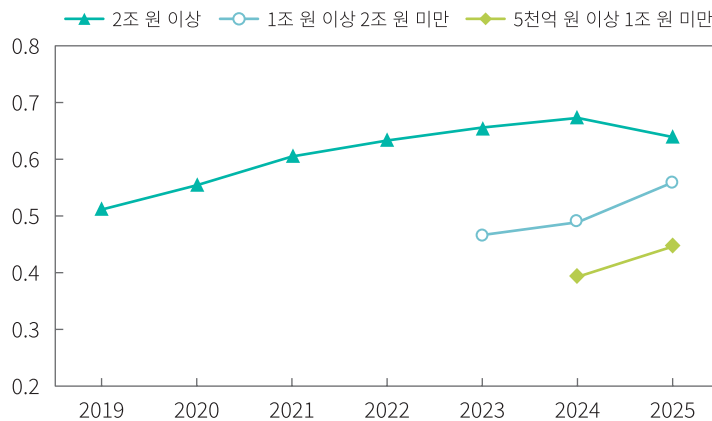
2025년 기준 기업지배구조 보고서를 공시한 기업 전체를 대상으로 준수율을 계산했을 때, 〈표 1〉은 각 핵심지표별 준수율을 나타낸다. 준수율이 가장 높은 상위 지표 3개는 ⑮ 경영 관련 중요정보에 내부감사기구가 접근할 수 있는 절차 마련 여부(98%), ⑬ 내부감사기구에 회계 또는 재무 전문가 존재 여부(89%), ② 전자투표 실시(82%)였다. 반면, 준수율이 가장 낮은 지표 3개는 ⑨ 집중투표제 채택

(3%), ⑧ 사외이사가 이사회 의장인지 여부(14%), ⑥ 최고경영자 승계정책 마련 및 운영(36%)으로 나타났다.

자산 규모별 준수율 차이를 살펴보면, ⑨ 집중투표제 채택을 제외한 모든 지표에서 자산 규모가 큰 기업 집단일수록 준수율이 높다는 것을 볼 수 있다. 2조 원 이상 기업과 5천억 원 이상 1조 원 미만 기업 간 준수율 격차는 ⑪ 이사회 구성원 모두 단일성(性) 아님, ⑭ 내부감사기구가 분기별 1회 이상 경영진 참석 없이 외부감사인과 회의 개최, ⑤ 배당정책 및 배당실시 계획을 연 1회 이상 주주에게 통지 지표에서 각각 52%, 50%, 44% 차이로 가장 두드러졌다.

〈그림 2〉는 의무공시가 시작된 2019년도부터 기업 자산 규모별 준수율 변화를 나타낸다. 이는 전체 지표에 대하여 자산 규모가 클수록 준수율이 높으며, 전반적으로 준수율이 상승했음을 보여준다.³⁾

〈그림 2〉 기업 자산규모 별 핵심지표 준수율 변화



주: 2024년도에 핵심지표에 변화가 있었으며, 준수율을 계산할 때에는 변하지 않은 지표만을 가지고 준수율을 계산. 한국거래소 KIND에 공시된 기업지배구조 보고서를 바탕으로 저자 작성.

기업지배구조 원칙 준수와 실질적 개선

기업지배구조 핵심지표 준수율이 전반적으로 향상된 것은 긍정적 변화이다. 그러나 한국의 기업지배구조는 여전히 정성적 요소를 중시하는 평가에서는 낮은 수준에 머물고 있다. 예를 들어, 한국은 정량 지표 중심의 World Bank Doing Business(WDB)에서 높은 평가를 받은 반면, 정성적 요인을 중점적으로 평가하는 WEF Global Competitive Index(CGI)에서는 매우 낮은 점수를 받았다.⁴⁾ 또한 정성적

3) 2025년에 자산 규모 2조 원 이상 기업의 핵심지표 준수율이 전반적으로 하락한 것은, 기존에 핵심지표를 잘 준수하던 기업들이 규정을 지키지 않았기 때문이 아니라 2025년(회계연도 기준 2024년)에 자산 규모가 2조 원 이상인 기업의 수가 크게 늘었기 때문이다. 즉, 핵심지표 준수율이 상대적으로 낮았던 2조 원 미만 기업들이 새로 포함되면서 전체 평균 준수율이 하락한 것이다. 한편, 2024년에도 자산 규모 2조 원 이상 기업만을 대상으로 추세를 분석한 결과, 전반적인 준수율 상승이 지속되고 있음을 확인하였다.

4) 김준석·강소현, 2023, 『코리아 디스카운트 원인 분석』, 자본시장연구원 이슈보고서 23-05.

평가 비중이 큰 Asia Corporate Governance Association(ACGA) 순위에서도 한국은 여전히 12개 아시아 주요국 가운데 8위에 그치고 있다.

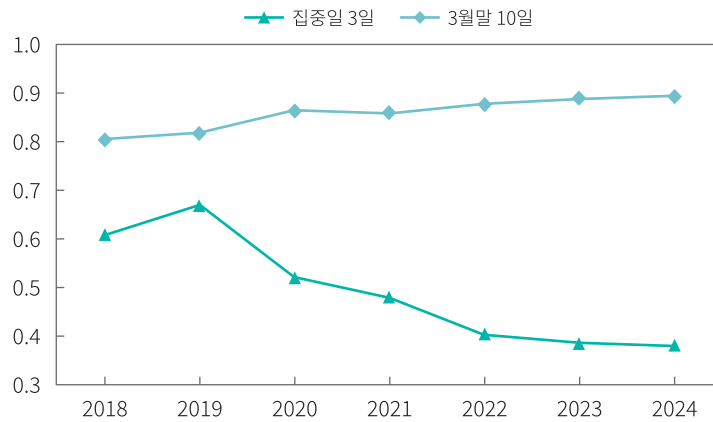
기업지배구조 원칙(또는 지표) 준수와 지배구조의 실질적 개선 간의 괴리는 여러 요인에서 비롯될 수 있다. 우선, 핵심지표 준수율이 높아졌다고 하더라도 이는 기업들의 이행 부담이 상대적으로 적은 형식적인 지표들의 준수율이 상승한 데서 기인한 것일 수 있다. 실제로 각 핵심지표의 준수율을 살펴 보면, 절차 마련 여부와 같은 형식적 요소가 중심인 지표는 높은 준수율을 보이는 반면, 이사회 선임 및 운영과 관련된 실질적인 구조 변화를 요구하는 지표들은 여전히 낮은 준수율을 보인다는 것을 알 수 있다. 즉, 정량적이고 형식적 요소의 준수만 먼저 달성되고 변하기 어려운 구조적 개선이 뒤따르지 않을 경우, 전반적인 준수율이 높아지더라도 실질적인 지배구조 개선에는 한계가 존재할 수 있다.

또한, 세부원칙이나 핵심지표 자체가 실질적 개선을 충분히 반영하지 못하는 경우에도 지표 준수와 실질적 개선 간의 괴리가 발생할 수 있다. 예를 들어, 주주총회 집중일 문제를 완화하기 위해 도입된 ‘주주총회 집중일 이외 개최’ 지표는⁵⁾ 상대적으로 높은 준수율을 보이지만, 실제로는 여전히 정기주주총회의 90% 이상이 3월 말 10일(영업일 기준 7일)에 집중되고 있다. <그림 3>은 집중일 3일 동안의 주주총회 개최 비율이 감소했지만, 10일(영업일 7일) 기준으로는 오히려 집중도가 높아진 것을 보여준다. 즉, 지표 준수가 향상되었더라도 본래 목적이었던 주주총회의 실질적 분산 효과는 제한적으로 나타난 것이다. 이처럼 지표가 실질적 변화를 충분히 반영하지 못할 경우, 준수만으로는 의미 있는 개선을 이끌어내기 어렵다.

나아가 준수 여부가 반드시 실질적 준수를 반영하지 않는다는 문제도 있다. 기업지배구조 보고서는 ‘준수 또는 설명(Comply or Explain)’ 방식에 기반하고 있어, 준수 기준이 명확하지 않은 경우 기업이 최소한의 형식적 요건만 갖추거나 간단한 설명만 제시하더라도 사실상 준수한 것으로 간주될 수 있다. 이 때문에 실질적인 지배구조 개선이나 운영 방식에 변화가 없더라도 공시상으로는 준수로 표기되는 경우가 발생할 수 있고, 이는 지표의 준수와 실질적 개선 간의 괴리로 이어질 수 있다.

5) 상장사협회는 과거 주주총회 개최 일정 통계를 분석해 전년도 주주총회 일정 패턴을 바탕으로 매년 초 주주총회 집중예상일 3일을 지정 및 공표하고 있다.

〈그림 3〉 주주총회 개최일 기간별 비중



주: 유가증권시장 상장기업 대상 (DART API로 데이터 수집, 저자 계산)

시사점 및 제언

기업지배구조 보고서 공시 의무화 확대에 따라 공시 참여 기업 수가 늘고 핵심지표 준수율도 전반적으로 향상되고 있다. ACGA에 따르면 한국은 아시아 주요 12개국 중 기업지배구조 평가에서 2016년부터 2020년까지 9위를 유지하다가 2023년에는 8위로 상승했으며, 이러한 점수 개선의 요인 중 하나로 기업지배구조 공시 가이드라인 개정을 지목하였다. 이는 공시 제도의 개선이 지배구조 수준 향상에 기여할 수 있음을 보여준다. 특히 한국의 기업지배구조가 여전히 정성적 평가에서 낮은 평가를 받고 있다는 점을 고려할 때, 지배구조의 실질적 개선을 유도할 수 있도록 공시 내용을 보완하고 제도를 효과적으로 활용하는 것은 중요하다. 이를 위해 다음과 같은 개선 방향을 고려해볼 수 있다.

우선, 공시 항목인 핵심지표 및 세부원칙이 지배구조의 실질적 개선과 질적 수준을 보다 명확히 반영하도록 보완할 필요가 있다. 이를 위해 실질적 변화 여부를 판단할 수 있는 구체적이고 결과 중심적인 지표로 항목을 재정비하는 노력이 필요하다. 특히, 현재 한국의 기업지배구조 공시 항목은 주주총회 및 이사회 관련 항목 등에서 국제 기준과의 정합성 측면에서 여전히 미흡한 부분이 존재한다는 지적을 받고 있어,⁶⁾ 국제 기준과 시장 요구를 충분히 반영하는 방향으로 항목을 재정비할 필요가 있다.

나아가, 실질적인 원칙 준수와 지배구조 개선을 유도하기 위해 공시 내용의 질을 높이는 제도적 유인이나 장치를 마련해야 한다. 준수 여부뿐 아니라 그 근거에 대한 구체적 설명을 요구하고, 미준수 사유 또한 설득력 있게 서술하도록 함으로써 공시의 실효성을 높여야 한다.⁷⁾ 아울러 공시의 충실도를

6) ACGA, 2023, *CG Watch 2023 - Dismantling the discount*

7) 예를 들어, 영국은 기업지배구조 공시에서 단순한 준수 여부가 아닌 적용 방식, 실질적 이행, 배경 설명 등을 포함하는 고품질 보고 (high-quality reporting)를 명확히 요구하며, 미준수 시에도 사유와 예상되는 영향, 향후 준수 가능 시점까지 구체적으로 설명하도록 요구하고 있다(FRC, 2021. *Improving the Quality of 'Comply or Explain' Reporting*). 일본의 경우, 도쿄증권

점검하는 감독체계를 강화한다면 공시 내용의 질을 높이는 동시에 공시를 통해 실질적인 지배구조 개선을 보다 효과적으로 유도할 수 있을 것이다.

기업지배구조 공시는 단순한 보고 절차를 넘어 기업 의사결정 구조의 투명성과 책임성을 강화하는 중요한 제도적 장치가 될 수 있다. 2026년부터 기업지배구조 보고서 공시 의무화 대상이 유가증권시장 전체 상장기업으로 확대되는 만큼, 공시 항목과 기준을 정비해 제도의 실효성을 극대화하는 노력이 필요하다.

거래소가 구체적인 불충분한 설명 사례를 제시하고(JPX, 2023, 建設的な対話に資する「エクспレイン」のポイント・事例について), 공시 내용을 정기적으로 점검하고 있다.

OPINION

연구위원
장보성

예금토큰의 필요성과 고유 기능의 활용 방안*

최근 주요 중앙은행들은 디지털 화폐 인프라 구성에 있어 wCBDC(wholesale central bank digital currency)와 예금토큰 기반 시스템 구축에 중점을 두고 있다. 예금토큰은 본원통화와 1:1로 교환되어 화폐의 단일성을 보장하며 통일된 가치 평가 기준을 제공한다는 중요한 특징이 있다. 금융 거래 및 결과 기록에 있어 회계 단위의 통일이 필수적이라는 점을 고려하면, 토큰화가 심화되더라도 공공 지급결제 인프라의 기저에는 wCBDC-예금토큰 체계가 자리할 것으로 예상된다.

스테이블코인과 기술적인 유사성이 있기는 하지만, 예금토큰은 법화 기반의 전통적 금융서비스나 금융정책과 연계되어 차별화된 용도로 활용될 수 있다. 예컨대, 전세금 반환 대출과 같은 주택금융에서 예금토큰은 권리와 자금의 원활한 이전을 가능하게 하는 매개가 될 수 있다. 아울러 정책금융에서는 예금토큰에 스마트 계약을 설정하여 대출로 제공함으로써 정책 목표에 부합하는 용도로만 자금이 지출되도록 하고, 기업 차주의 지급 능력을 입증하는 등 기업 활동을 지원하는 기능도 수행할 수 있다. 아울러, 금융기관들이 스마트 계약 대리와 같은 새로운 서비스를 개발하고, 저비용의 개인 자산 관리 서비스를 제공하는 데에도 예금토큰이 활용될 수 있다. 이처럼 다양한 방식으로 고유 기능이 구현될 수 있다면, 예금토큰은 기존 지급 수단의 단순한 대체가 아닌, 사회적 효용을 새롭게 창출하는 촉매로서의 역할을 담당할 수 있을 것이다.

최근 우리나라를 비롯한 주요국 중앙은행들은 디지털 화폐 인프라 구성에 있어 wCBDC(wholesale central bank digital currency: 기관용 CBDC)와 예금토큰 기반 시스템에 무게 중심을 두고 있다. wCBDC-예금토큰 체계에서는 최종 사용자가 예금토큰으로 대금을 지급하면 각 거래 당사자의 은행이 wCBDC 시스템을 통해 청산·결제를 수행함으로써 결제가 완결된다. 여기에서 예금토큰은 중앙은행에 예치된 지준의 일종인 wCBDC와 동일한 단위를 가지면서 1:1로 교환된다. 즉, 예금토큰은 본원통화와 단위가 일치하고 등가 교환성이 담보되어 화폐의 단일성¹⁾이 보장된다는 장점을 가진다. 이에 따라 예금토큰은 각종 디지털 자산의 디지털 법화로의 원활한 교환을 가능하게 하고, 통일된 가치 평가 기준(anchor)을 제공하는 수단으로 기능할 수 있다.

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

1) 화폐의 단일성(singleness of money)은 경제 내 모든 거래가 하나의 공통된 가치 단위로 이루어지도록 하는 원칙이다. 현금만 중앙은행이 발행하고 예금은 각기 다른 민간은행들이 발행하지만, 단일성을 통해 현금과 예금이 구분 없이 액면가 그대로 1:1 교환되고 모든 경제활동이 명확하고 일관된 회계 단위에 따라 이루어질 수 있게 된다(Garratt, R., Shin, H.S., 2023, Stablecoins versus tokenised deposits: implications for the singleness of money, BIS Bulletin No 73).

한편, 최근 주목받고 있는 스테이블코인의 경우, 법화에 대한 가치 고정을 표방하기는 하지만 실제로는 발행사의 신용 및 유동성, 스테이블코인의 수급 상황 등에 따라 시장가격이 변동한다. 따라서 스테이블코인은 화폐의 단일성 측면에 있어서는 상대적으로 열위에 있다고 평가할 수 있다. 하지만, 스테이블코인은 높은 자유도를 바탕으로 다양한 금융혁신을 가속하는 데 유리하다는 특징이 있다. 즉, 퍼블릭 블록체인에서 활용될 수 있다는 점, 은행 계좌 없이 지급만으로 전 세계적인 배포·수취가 가능하다는 점, 퍼블릭 체인의 표준 스마트 계약과 오픈소스를 활용할 수 있어 서비스의 개발 속도가 빠르고 유연하게 활용될 수 있다는 점 등에서 비교우위를 가진다.

흔히 예금토큰과 스테이블코인에 대해 대체성과 경쟁적 측면만이 부각되면서 각각의 차별성과 보완성이 간과되는 경향이 있다. 하지만 전술한 특징을 고려할 때, 향후 예금토큰과 스테이블코인은 기능적 특징에 따라 공존하는 방향으로 발전해 나갈 가능성이 높다고 생각된다. 예컨대, 국경 간 송금과 관련 서비스 등에서 신속한 개발²⁾이나 개방성이 중요한 경우 스테이블코인이 보다 유용하게 사용될 수 있을 것이다. 반면, 화폐의 단일성 보장이 필수적인 공공 인프라나 금융 안정, 금융·통화정책과의 연계에 있어서는 예금토큰이 효과적으로 활용될 것으로 예상된다.³⁾ 다만, 소액결제 등의 영역에서 예금토큰과 스테이블코인은 유사한 서비스를 제공하면서 경쟁하는 모습을 보일 것으로 예상된다. 종합하면 일부 영역에서는 예금토큰과 스테이블코인이 대체 수단으로 경쟁할 것으로 보이지만, 각각이 가진 강점을 통해 고유한 활용 영역을 구축할 수 있을 것으로 판단된다.

최근 국내에서는 한국은행과 주요 시중은행들이 ‘프로젝트 한강’⁴⁾을 통해 예금토큰 시스템을 실험한 바 있다. 이는 예금토큰의 상거래상 활용성과 일부 스마트 계약 기능을 최초로 테스트했다는 점에서 중요한 의의가 있다. 아직 초기 실험 단계에 있기는 하지만, 예금토큰은 토큰화 경제의 공공 지급결제 인프라에서 주요 지급 수단이 될 것으로 전망된다. 다만, 그러한 역할이 정착되어 실질적인 사회 편익 증진에 기여하기 위해서는 활용성에 대한 다각적인 검토가 필요하다고 생각된다. 그간 예금토큰의 활용 방안(use case)에 대한 논의는 단순히 기존 수단을 대체하는 성격이 크거나 구체성이 미흡했던 점으로 인해 예금토큰의 효용성에 대한 기대감이 높지 않았던 것으로 보인다. 본고는 이러한 인식을 바탕으로 공공 지급결제 인프라 내 역할을 중심으로 예금토큰의 필요성에 대해 짚어 보고, 구체적인 활용 방안을 제시하면서 예금토큰의 기능적인 발전 방향에 대해 논의하고자 한다.

2) wCBDC-예금토큰 기반 국경 간 송금 시스템은 국가 인프라와의 연계, 국제 표준 설정 등을 위한 국내외 협의 과정이 필요하므로 상용화에는 다소 시간이 걸릴 것으로 전망된다.

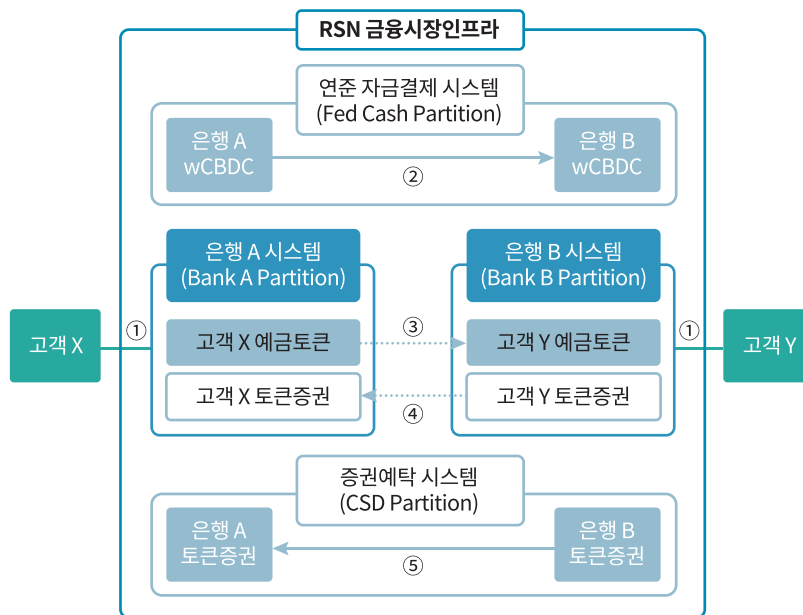
3) 한국은행도 국경 간 송금에서는 스테이블코인, 결제안정성 측면에서는 예금토큰이 중요하게 활용될 것이라는 견해를 밝힌 바 있다(한국경제신문, 2025. 10. 20, 한은 “원화 스테이블코인, 은행 중심 컨소시엄 통해 발행해야”).

4) 프로젝트 한강은 2025년 4~6월 중 한국은행과 7개 시중은행이 일반 사용자를 대상으로 예금토큰의 활용성을 시험한 시범 사업이다.

지급결제 인프라 내에서 예금토큰의 역할과 필요성

증권과 화폐의 토큰화·디지털화가 진전된다면, 공공 지급결제 인프라 내에서는 예금토큰이 주요 지급 수단⁵⁾이 될 것으로 전망된다. 이는 기본적으로 지급결제 인프라 참여자들 간에 통일된 회계의 단위(unit of account)가 필요하기 때문이다. 특히, Brunnermeier et al.(2021)은 토큰화 경제에서 동일한 회계의 단위가 가장 중요하며 그 근간이 되는 법화 기반 시스템이 필수적이라는 점을 강조한 바 있다.⁶⁾ 만약 거래 참가자들이 각자 상이한 단위로 거래 내역을 기록한다면 대사(reconciliation)·청산·결제에 있어 별도의 환산이나 평가 과정을 거쳐야 한다. 따라서 번거로운 절차나 분쟁의 소지 없이 모든 참가자의 원장에 거래의 결과를 일관성 있게 반영하기 위해서는 회계의 단위를 통일하는 것이 효율적인 방법이다. 그리고 이는 거래 과정에서 동일한 지급결제 수단을 사용함으로써 자연스럽게 실현될 수 있는데, 통상적으로 법화가 그 수단이 되어 왔다. 이러한 점에 비추어 볼 때, 토큰화가 심화된다 하더라도 자금 및 증권 결제 시스템이 공공 인프라로 존재하는 한, 법화 기반의 wCBDC-예금토큰 체계가 기저에 자리할 것이라 예상된다.⁷⁾

〈그림 1〉 RSN 토큰 증권 거래 테스트 시스템



자료: SIFMA, 2025, Business Applicability Report: Regulated Settlement Network (RSN) Proof of Concept.

- 5) 중앙은행과 금융기관, 그리고 금융기관 간 청산·결제에는 wCBDC 시스템이 활용될 것으로 예상된다.
- 6) Brunnermeier, M. K., James, H., and Landau J.-P., 2021, The digitalization of money, BIS Working Papers 941.
- 7) 결제 유동성 리스크를 해소하기 위해서도 wCBDC-예금토큰 체계가 필요할 것으로 보인다. 현 자금 결제 시스템에서는 기관들의 결제 유동성 부족 시 중앙은행의 자금 공급을 통해 결제 실패를 방지하고 있다. 토큰화 시 스마트 계약을 통해 원자적 결제(atomic settlement)가 가능해지더라도, 기관 전체적인 유동성 부족에 대한 해법은 되지 못하기 때문에 중앙은행의 안전장치(backstop)가 뒷받침되어야 할 것이다.

그리고 이는 주요국에서 실제로 구현되고 있는 설계 방식이기도 하다. 미국의 경우, 민관 공동의 RSN(Regulated Settlement Network) 프로젝트⁸⁾를 통해 고객 간(client-to-client) 토큰 증권 거래를 시험하면서 예금토큰을 핵심적인 지급결제 수단으로 상정하였다. RSN의 테스트에서는 금융기관을 통한 증권 매매 시 고객 간에는 예금토큰을 통해 자금이 이동하고, 각 금융기관의 wCBDC 잔액이 거래 결과에 상응하도록 조정되는 결제 시스템을 실험하였다(〈그림 1〉). 프로젝트를 주관한 SIFMA는 해당 분산원장 시스템에서 참가자들의 대차대조표에 거래 결과가 동시에 반영되기 위해서는 예금토큰을 통한 결제가 필요하다고 보았다(SIFMA, 2025). 이는 전술한 바와 같이 예금토큰의 단위가 법화와 완전한 동일성을 가지기 때문에 모든 참가자들이 통일된 단위로 회계 처리할 수 있기 때문으로 풀이할 수 있다.

한편, wCBDC-예금토큰 시스템은 디지털 법화의 유통을 지원하는 인프라가 될 것이라 예상된다. 스테이블코인과 같은 민간 디지털 화폐가 사용되더라도, 실물이나 디지털, 어떤 형태로든 법화의 필요성⁹⁾이 소멸되는 상황을 현실적으로 상정하기는 어렵다. 그리고 스마트 계약 등을 활용한 거액 거래에서 예금토큰이 지급 수단으로 선호될 가능성이 있다고 생각된다. 예금토큰은 실질적으로 법화와 동일하기 때문에 법화가 필요한 경우 보유자는 별도의 교환 과정 없이 이를 사용할 수 있다. 반면, 스테이블코인은 발행사를 통해 환매하거나 가상자산 거래 플랫폼 등 유통시장에서 법화로 환전하는 과정이 필요하며, 후자의 경우에는 가격 리스크를 감수해야 한다는 문제가 따른다. 높은 주의 수준이 필요한 거액 거래에 있어, 당사자들이 그러한 추가적인 절차나 리스크를 굳이 감수할 이유가 없다고 인식할 수 있다. 따라서 범용 CBDC(retail CBDC)가 존재하지 않는 한, 예금토큰이 이러한 디지털 법화 수요를 충족시키는 수단이 될 것으로 예상된다.

예금토큰의 활용 가능성

스테이블코인과 예금토큰은 프로그래밍 가능한 화폐라는 점에서 기술적으로는 유사한 측면이 있다. 하지만, 예금토큰은 법화 기반의 전통적 금융서비스나 금융정책과 연계되어 차별화된 용도로 사용될 수 있다. 아울러 민간의 새로운 금융서비스를 개발하는 데에도 예금토큰이 유용하게 활용될 수 있다. 이하에서는 이러한 활용 가능성에 대해 구체적으로 논의하도록 하겠다.

먼저, 전통적 금융서비스와 연계된 예로, 은행 대출을 매개로 권리와 자금의 이전이 동시에 이루어져야 할 때 거래 당사자들의 권익을 보호하는 데 활용되는 경우를 들 수 있다. 외부적으로 거래의 완결

8) RSN은 SIFMA(Securities Industry and Financial Markets Association)가 주관(program manager)하였으며 Citi, J.P. Morgan, Mastercard, SWIFT, TD Bank N.A., U.S. Bank, USDF, Visa, Wells Fargo, Zions Bancorp, BNY Mellon 등 주요 금융기관, 뉴욕 연준 등이 이 프로젝트에 참여하였다.

9) 예컨대, 은행 대출 및 원리금 상환, 부가세나 법인세 등 조세 납부, 주요 기관(특히 정부와 공공기관)과의 거래 시 등을 그 예로 생각할 수 있다.

성이 보장되지 않는 경우, 권리와 자금이 원활하게 이전되지 않는다면 당사자 중 하나가 리스크를 부담하게 된다. 일례로 전세금 반환 대출을 통해 세입자에게 보증금을 환급할 때 이러한 문제가 발생할 수 있는데, 예금토큰이 그 해결 방안이 될 수 있다.

전세금 반환대출은 주택담보대출의 일종으로 임대인이 세입자의 전세보증금을 환급하기 위한 목적으로 제공된다. 임대인이 해당 대출을 신청하면 은행은 세입자의 퇴거 시 대출을 실행하여 자금을 세입자에게 직접 지급하는데, 이때 은행은 전입세대 열람을 통해 실제 퇴거를 확인한다. 이러한 과정에서 퇴거와 대출이 동시에 이루어지지 않으면 은행 또는 세입자 중 일방은 불리한 위치에 처하게 된다. 즉, 세입자가 대출 실행(전세금 반환)에 앞서 퇴거하게 되면 자신의 대항력과 우선변제권을 상실하게 된다. 반면 은행이 퇴거에 앞서 대출을 실행한다면 은행의 권리가 세입자보다 후순위에 놓이면서 불필요한 리스크를 지게 된다. 그리고 임대인은 전세금 반환 대출을 이유로 세입자에게 우선 퇴거를 요구하면서 갈등이 발생하거나 세입자가 사기의 위험¹⁰⁾에 노출될 소지가 있다.

〈그림 2〉 예금토큰을 활용한 전세금 반환 대출



자료: 저자 작성

이와 같이 퇴거(권리 이전)와 대출(자금 이전)이 동시에 발생하기는 어렵다는 현실 때문에 전세금 반환 대출 실행 과정에서 세입자나 은행이 불리함을 감수하게 되고 당사자들이 여러 마찰을 겪기도 한다. 하지만 은행이 스마트 계약을 적용한 예금토큰을 사전 지급함으로써 권리와 자金の 원활한 이전을 가능하게 하여 이러한 문제를 완화할 수 있다.¹¹⁾ 〈그림 2〉와 같이 은행이 세입자의 퇴거 전에 대출금에 상응하는 예금토큰을 지급하되, 퇴거가 정상적으로 확인된 경우에만 사용할 수 있도록 잠금(lock)을 설정한다면, 쌍방이 안전장치를 가지고 거래를 이행할 수 있다. 즉, 세입자는 예금토큰을 미리 지급받기 때문에 전세금이 반환된다는 보장을 받고, 은행은 퇴거 전까지 실제 사용을 제한함으로써 자금을 보호할 수 있게 된다.

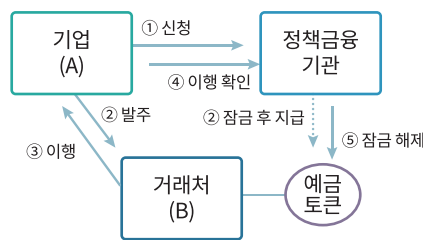
10) 임대인이 전세금 반환 대출을 허위 명목으로 내세워 사전 퇴거를 요구한 다음, 세입자의 퇴거 이후 전세금 반환 없이 해당 주택을 매도하는 경우 등을 생각할 수 있다.

11) 임차권등기명령이나 전세보증금 보험을 통한 보호도 가능하지만, 임차권등기명령은 법원 신청 및 처리까지 유무형의 비용이 수반되고, 전세보증금 보험은 보증 한도와 함께 계약기간의 1/2 경과 이전에만 가입할 수 있다는 점 등의 제약이 있다.

다음으로 금융정책과 연계된 예로는 정책금융의 효율적인 운영을 위한 수단으로 활용되는 경우를 들 수 있다. 금융당국은 중소기업 지원, 전략산업 육성, 기후변화 대응 등 다양한 목적을 위해 운전 및 시설자금 대출 등 정책금융을 제공하고 있다. 한정된 재원이 적정하게 활용되기 위해서는 기본적으로 정책 목표에 부합하는 용도에 대출된 자금이 사용될 필요가 있다. 이에 따라 소관기관들은 지출내역서 등 자료 제출, 실사를 통해 사후 확인하거나 일부는 자체적인 사전 검증¹²⁾ 시스템을 통해 공급한 자금이 소기의 목적에 맞게 사용되도록 관리하고 있다.

향후 예금토큰에 스마트 계약을 설정하여 대출로 제공한다면, 표준화된 시스템 구축을 통해 정책 자금을 효율적으로 운용하는 데 도움이 될 것으로 예상된다. 즉, 기업은 구매 품목 등 사용계획을 제출하고, 정책금융 기관은 해당 품목에 사용 가능한 조건으로 예금토큰을 지급함으로써 자동화된 용도 확인을 거쳐 자금이 지출되게 할 수 있다. 예컨대, 구매 품목 내역은 국세청의 전자세금계산서(공급자 제공), 인건비는 4대 보험 가입 정보¹³⁾와 연동하여 이러한 스마트 계약을 구현할 수 있을 것이다. 뿐만 아니라 대출 신청자가 거액의 공사나 설비를 주문하면서 자신의 지급 능력을 입증¹⁴⁾해야 할 때에도 예금토큰이 유용하게 활용될 수 있다. <그림 3>과 같이 기업(A)이 대출을 신청하고(단계 ①) 필요 품목을 발주할 때, 정책금융 기관이 잠금된 예금토큰을 거래처에 지급하면(단계 ②) 납품을 정상적으로 완료하는 한 대금을 회수할 수 있다는 점을 인지할 수 있다. 따라서 이 경우 예금토큰은 실제 지출 시 대출금이 지급되도록 하면서 발주자(대출신청 기업)의 지급 능력도 입증하는 두 가지 기능을 하게 된다.

<그림 3> 정책금융기관의 예금토큰 활용 방안



자료: 저자 작성

마지막으로 예금토큰은 민간 부문의 금융서비스 개발에도 다양한 방식으로 활용될 수 있을 것이다. 스마트 계약이 설정된 예금토큰은 개인의 일상적인 소액뿐만 아니라 거액의 자금 이전까지 활용될 수 있기 때문에 자산 및 자금 관리를 효율화하는 데 도움이 될 수 있다. 다만, 스마트 계약은 기본적으로

12) 중소벤처기업진흥공단은 2종류의 정책자금에 대해 별도 시스템(정책자금 사용·용도 사전검증 시스템)을 통한 사전 검증을 거쳐 대출(자금 지급)을 실행하고 있다.
 13) 지출 항목 검증을 위해 해당 행정 데이터베이스 연계할 수 있음을 확인해 주신 중소벤처기업진흥공단 실무진께 감사드립니다.
 14) 실제로 건설공사에서는 발주자의 지급 능력 및 지급 불이행 문제가 큰 불안 요소가 되면서 2020년 11월부터 5,000만원 이상의 공사에 대해서는 공사대금 지급 보증(담보 제공 또는 보증보험 가입)이 의무화되었다. 일반적인 기업 간 거래에서도 대금 지급의 불이행이 빈번하게 발생하는데, 잠금된 예금토큰을 사전에 지급하는 것은 쌍방에 대한 보험으로 기능할 수 있다.

로 코딩¹⁵⁾이 선행되어야 하므로 기술적 제약 때문에 일반 금융 소비자가 이를 직접 구현·활용하는 데에는 어려움이 따를 것이다. 따라서 편의성 높은 사용자 환경(인터페이스)이나 스마트 계약 대리¹⁶⁾를 통해 금융기관들이 새로운 고객 서비스를 개발할 수 있을 것으로 보인다. 예컨대 개인의 자산 축적도가 높아지고 증여나 상속 방식에 대한 관심이 커지면서 은행, 증권사 등이 세부 조건을 지정할 수 있는 신탁상품을 출시하는 등 관련 서비스가 고도화되고 있다. 기존에는 이러한 서비스가 인적인 관리에 상당 부분 의존했다면, 예금토큰을 통해 자동화된 관리 체계를 구축함으로써 저비용의 자산 관리 서비스가 보편화될 수도 있을 것이다. 이를테면, 교육비 용도로 제한하여 예금토큰으로 자금을 증여할 경우, 신탁 관리자의 개별적인 확인 대신 스마트 계약을 통해 수증자의 지출을 관리하는 것이 가능해지리라 생각된다.

맺음말

이상에서 제시한 사례 외에도 예금토큰을 활용할 수 있는 방안은 매우 다양할 것이다. 그리고 비단 금융기관뿐만 아니라 가계나 비금융 기업, 공공 부문에서도 유용한 활용 사례가 계속 발굴될 수 있으리라 생각된다. 이를 통해 그 고유 기능이 효과적으로 구현된다면, 예금토큰은 단순히 기존 수단을 대체하는 것이 아닌 사회적 효용을 새롭게 창출하는 촉매로써의 역할을 담당할 수 있을 것이다. 다만, 국내에서는 예금토큰의 법적 성격과 금융기관들의 분산원장 참여 및 운영에 필요한 기술적 요건이 기존 제도로 포괄되지 않아 파일럿 테스트가 혁신금융서비스라는 한시 특례 조치를 통해 시행된 바 있다. 예금토큰의 실제 도입을 위해서는 제도적 준비를 선행하여 장기적인 개발 및 이용 환경을 마련하는 것이 또 다른 과제라 하겠다.

15) DefiLlama 자료에 따르면, 가상자산 시장에서는 Solidity, Rust, Bitcoin Script, Vyper 등의 언어로 스마트 계약이 구현되고 있다.

16) Citi 은행은 자체 예금토큰 시스템(Citi Token Services)을 개발하여 기업 고객을 위한 스마트 계약 서비스를 시험한 바 있다.

ZOOM
-IN싱가포르 자본시장 경쟁력 강화를 위한
정책적 대응

- 싱가포르는 세계적인 금융 중심지이지만, 상장기업 수 감소, IPO 부진, 낮은 시장유동성 등 공모시장의 지속적 침체가 나타나며 금융허브로서의 명성과 공모시장 성과 간 괴리가 나타나고 있음
- 싱가포르 공모시장이 부진한 배경으로는 제한된 내수 규모, 공공·대기업에 집중된 시장 구조, 보수적인 투자 문화, 대체 자본조달 경로 발달 등 여러 구조적인 요인들이 복합적으로 작용
- 이에 싱가포르 통화청(MAS)과 싱가포르 증권거래소(SGX) 등은 싱가포르 공모시장 활성화를 위해 상장 구조 유연화, 세제·비용 지원, 리서치 생태계 강화 등 다양한 정책을 도입
- 한편 싱가포르 정부가 도입한 다양한 정책 외에, 싱가포르 공모시장의 구조적 취약성을 근본적으로 해소하기 위한 추가적인 보완 조치가 필요하다는 의견도 존재
- 싱가포르는 공모시장 경쟁력 강화가 단일 제도 개편이나 일회성 인센티브로 해결될 수 있는 과제가 아니라, 시장 수요·공급·인프라·규제·지배구조를 아우르는 종합적 전략이 필요하다는 점을 보여주고 있음

- 싱가포르는 세계적인 금융 중심지이지만, 상장기업 수 감소, IPO 부진, 낮은 시장유동성 등 공모시장의 지속적 침체가 나타나며 금융허브로서의 명성과 공모시장 성과 간 괴리가 나타나고 있음
 - 싱가포르 금융권 전체의 운용자산(AUM)¹⁾ 규모는 2024년말 기준 S\$6.07조(\$4.5조)에 달하며, 이 중 약 77%가 해외에서 유입되고 88%가 역외 자산에 투자되는 등 싱가포르는 글로벌 금융자금이 집결·재분배되는 관문 역할을 수행하고 있음²⁾
 - 반면, 공모주식시장은 상대적으로 부진하여 상장기업 수는 2013년 782개에서 2024년 10월 617개로 감소하였고, 2024년 한 해 동안 IPO는 4건에 그쳤으며 총 모집규모도 약 \$0.3억 수준에 불과³⁾
 - 이는 글로벌 주요 시장과 비교하면 매우 낮은 수준으로, 예를 들어 홍콩거래소는 2024년 64건의 IPO를 통해 약 \$100억 이상을 조달한 것으로 나타남
 - 싱가포르거래소(SGX)의 일평균 거래대금 또한 약 \$11억 수준으로, 홍콩(약 \$300억) 및 나스닥(\$3,000억 이상)과 비교하면 현저히 낮은 수준⁵⁾

1) 은행, 파이낸스와 트레저리, 자본시장서비스업자, 금융자문사, 보험사, 기타를 포괄함

2) Monetary Authority of Singapore, 2024, *Singapore Asset Management Survey 2024*.

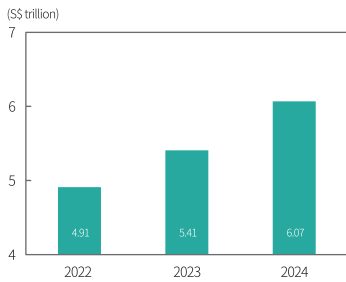
3) SGX, 2024, *Market Statistics Report*.

4) PWC, 2024, *Equity Capital Markets Watch: 2024 Year in Review - Singapore and Southeast Asia*.

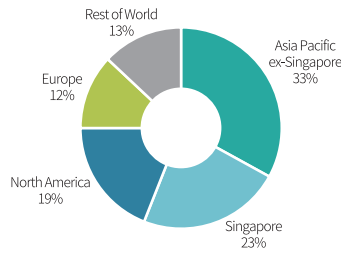
5) Aurelio Gurrea-Martinez, 2025, Strengthening the international competitiveness of capital markets: Global

— 이러한 거래 부진은 상장기업의 낮은 밸류에이션으로 이어지고, 이는 다시 기업들이 싱가포르를 매력적인 상장지로 고려하지 않게 만드는 악순환을 초래

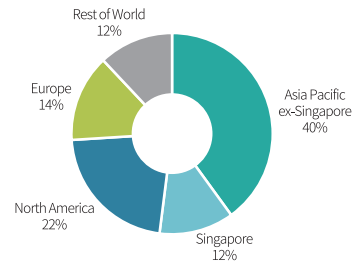
〈그림 1〉 싱가포르 AUM 추이



〈그림 2〉 자금 원천



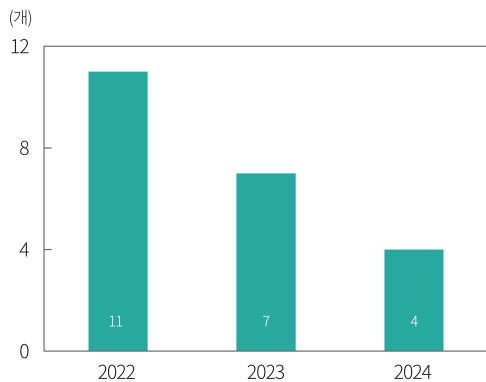
〈그림 3〉 투자 지역



주 : 〈그림 2〉, 〈그림 3〉은 2024년 기준

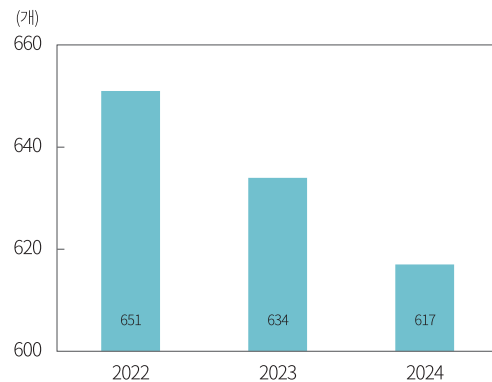
자료: Monetary Authority of Singapore(2024)

〈그림 4〉 싱가포르 IPO 수 추이



자료: pwc(2024)

〈그림 5〉 싱가포르 상장기업 수 추이



자료: SGX(2023, 2024)

□ 싱가포르 공모시장이 부진한 배경으로는 제한된 내수 규모, 공공·대기업에 집중된 시장 구조, 보수적인 투자 문화, 대체 자본조달 경로 발달 등 여러 구조적인 요인들이 복합적으로 작용

— 싱가포르는 인구 600만 명 미만의 도시국가로 내수 시장이 협소하여 국내에서 배출되는 대규모 기업의 풀 자체가 제한적

• 금융허브로서 AUM은 크지만, 국내 실물경제 규모가 상대적으로 작아 국내 증시를 통해 대규모 자금을 조달할 수 있는 기업 수가 구조적으로 제한되는 특성을 보임

— 시가총액 구조 또한 특정 대형주 중심으로 편중되어 있으며, 특히 공기업·정부 관련 대기업들이 시장을 주도하여 신규 민간 기업들이 시장에서 차지할 입지가 좁음

- 상위 3개 공기업의 시가총액이 전체 시가총액의 33%를 차지할 정도로 비중이 높음⁶⁾
- 국내 투자자의 보수적·배당 중심 투자 성향도 공모시장 부진을 심화시키는 요인으로 지적
 - 싱가포르 투자자들은 전통적으로 리츠(REITs)와 고배당주를 선호하는 경향이 강해, 고위험·고성장 기업에 대한 투자 수요가 상대적으로 제한적
 - 또한 애널리스트 커버리지 및 리서치 생태계가 대형주 중심으로 편중되어 있어 중소형 성장기업의 정보 비대칭성이 크고, 이는 투자자들의 관심 부재와 낮은 거래량으로 이어져 성장기업의 저평가와 낮은 상장이라는 악순환을 초래
- 싱가포르는 사모펀드와 같은 대체 자본조달 경로가 발달해 있으며, 해외 상장에 대한 선호가 높다는 점도 싱가포르 공모시장 부진의 주요한 요인으로 작용⁷⁾
 - 투자자 기반이 제한된 국내에 상장하는 것보다, 높은 유동성과 성장주에 우호적인 투자문화, 더 높은 밸류에이션 기대 등을 이유로 자국이 아닌 해외 거래소에 상장하는 사례가 증가하고 있음⁸⁾
- 한편, 과거 상대적으로 엄격한 상장 요건과 보수적인 규제 환경 역시 신규 상장 수요를 제약한 요인으로 평가되며, 이는 최근 싱가포르가 상장 요건 완화 및 공시 중심(disclosure-based) 상장체제로 전환을 추진하는 배경이 되고 있음

□ 이러한 문제 인식하에, 싱가포르 통화청(MAS)과 싱가포르 증권거래소(SGX) 등은 싱가포르 공모시장 활성화를 위해 차등의결권 주식 상장 허용, SPAC 상장 프레임워크 도입, 리서치 생태계 강화 등 다양한 정책을 단계적으로 도입해 왔음

- 2018년 싱가포르 증권거래소(SGX)는 기술·혁신기업 등 고성장 기업이 지배구조의 안정성을 확보하면서 IPO에 진입할 수 있도록 메인보드에 차등의결권 주식(DCS) 상장을 허용하고, 주당 최대 10표의 의결권을 가질 수 있도록 상장규정을 개정⁹⁾
 - 다중의결권(Multiple-vote: MV) 주식은 IPO 직후 12개월간 양도·처분이 제한되며, 창업자의 이사직 상실이나 주식 양도 등 특정 조건이 발생할 경우 보통주(One-vote: OV)로 자동 전환되는 등 소수주주 보호장치도 함께 마련됨
- 또한 싱가포르 통화청(MAS)은 2019년 싱가포르 주식시장을 통해 자본을 조달하려는 기업을 지원하기 위해 S\$7,500만(3년 프로그램) 규모의 GEMS(Grant for Equity Market Singapore)를 신설¹⁰⁾
 - 싱가포르에 상장을 추진하는 기업의 상장 비용 일부와 애널리스트 인력 양성·리서치 자료 발간 비용 등을 지원하며 상장 인센티브와 리서치 커버리지 확대를 동시에 도모

6) OECD, 2025. 9. 3, Asia's public equity markets: The SOE factor.

7) NUS, 2024. 6. 5, Navigating the IPO landscape: Insights into Southeast Asia trends and Singapore's tech appeal.

8) 싱가포르에 본사를 둔 Grab, Sea Limited 등의 여러 유명 기술 기업들이 자국 대신 해외 시장에 상장하는 것을 선택

9) Collyer Law, 2021, *Dual-Class Share Structures in Singapore: Listing Framework and Rounder and Investor Considerations*.

10) Allen & Gledhill, 2019, MAS to launch new S\$75 million grant to enhance Singapore's role as an enterprise financing hub.

- 특히 신기술·고성장 기업에 더 높은 수준의 보조금을 제공하여, 해당 기업의 싱가포르 상장 유인을 제고
- 2021년에는 메인보드에 SPAC 상장 프레임워크를 도입하여, 전통적 IPO 대비 보다 신속하고 유연한 상장 경로를 제공함으로써 고성장 기업의 자본시장 접근성을 확대¹¹⁾
 - SPAC 상장을 위해서는 최소 S\$1.5억의 시가총액 요건을 충족해야 하며, 상장 후 24개월 이내 (특정 조건 하 최대 36개월) 인수대상 기업과의 합병을 완료해야 함
 - 또한 인수합병 승인 시 독립이사 및 주주의 과반 찬성을 요구하는 등 투자자 보호를 위한 규범도 함께 마련됨

□ 아울러 싱가포르 정부는 고성장 기업의 공개 주식시장을 통한 자본조달을 촉진하고, 금융허브로서의 입지를 강화하기 위한 일련의 이니셔티브를 발표¹²⁾

- 2022년 싱가포르 정부와 Temasek은 초기 S\$15억 규모의 Anchor Fund@65를 설립하였고, 운용은 Temasek 산하의 투자플랫폼인 65 Equity Partners에 위탁
 - 단순한 재정투자에 그치지 않고, IPO 지원, 기업지배구조 정비, 시장상장 전략 자문 등 금융·비금융 분야 전반에 걸친 포괄적 지원을 제공함으로써 싱가포르를 혁신기업의 상장처로 만들고, 고성장 기업이 자국 내에서 자금을 조달할 수 있도록 지원
- 싱가포르 경제개발청(EDB)의 투자부문인 EDBI는 Growth IPO Fund를 설립(초기 규모 S\$5억)하여 IPO까지 두 단계 이상의 펀딩 라운드를 앞둔 후기 단계의 기업을 대상으로 사업 확장과 역량 강화, 싱가포르 내 정착(anchoring)을 지원하고, 궁극적으로 싱가포르 증시 상장을 유도
 - 이는 자금조달 단계와 상장 단계 사이에 존재하는 pre-IPO 자금 공백이 싱가포르를 상장지로 선택하지 않는 중요한 이유라는 지적에 대응하기 위한 것으로, 성장기업과 상장기업 간의 파이프라인을 메우는 역할을 수행
- 또한 기존 GEMS 제도를 강화하여 상장 비용 부담을 추가로 완화하고 리서치 생태계 개선을 위한 지원 범위를 확대
 - 상장 비용의 최대 70%(대형기업 최대 S\$200만, 중소형기업 최대 S\$100만) 지원
 - 리서치 역량 강화를 위해 숙련된 연구인력 지원금을 월 S\$6,000으로 인상하고, 보조금 신청 시 인정되는 리서치 커버리지 범위 또한 확대

□ 2025년 싱가포르 통화청(MAS)은 싱가포르 주식시장의 경쟁력 제고를 위해 Equities Market Review Group의 제안을 반영하여, 수요 · 공급 · 시장구조를 종합적으로 지원하는 정책 패키지를 발표¹³⁾

11) SGX, 2021, *SGX Introduces SPAC Listing Framework*.

12) SGX, 2021, *Boosting Equity Financing for High-Growth Enterprises*.

13) Rajah&Tann, 2025, *Measures Introduced to Strengthen Singapore's Equities Market such as Financial Support, Tax Incentives, and Streamlining Regulatory Framework Towards a More Disclosure-Based Regime*.

- S\$50억 규모의 EQDP(Equity Market Development Programme)를 도입하여 싱가포르 상장주식에 중점 투자하는 펀드 전략에 공적 자금을 출자함으로써 유동성과 수요 기반을 확대하고자 함
 - 2025년 7월 EQDP의 첫 단계로 3개의 운용사를 선정, 총 S\$11억을 위탁하여 싱가포르 상장주식에 중점 투자하는 액티브 펀드 운용을 개시하였고, 이를 통해 싱가포르 공모시장의 수요 기반을 견고히 하고자 함¹⁴⁾
- 또한 싱가포르 시장에 상장하는 기업을 유치하기 위해 법인세 환급 제도를 도입하여, 1차 상장(Primary listing) 기업에게는 향후 5년간 법인세의 20%를, 2차 상장(Secondary listing)으로 신주 발행을 수반하는 경우에는 법인세의 10%를 환급하기로 발표¹⁵⁾¹⁶⁾¹⁷⁾
 - 최소 5년간 상장 유지 의무가 부과되고, 기간 내 상장폐지 시 환급액 전액을 환수하게 하여 실질적인 국내 경제 기여 유도
- 상장 절차·규제 측면에서도 대폭적인 간소화가 추진되고 있음
 - 심사 효율성을 제고하기 위해 상장적격성 심사와 증권신고서 공시 검토를 단일 기관(SGX RegCo)에서 수행하도록 통합
 - 정성·정량 심사 요건을 일부 완화하고 공시중심(disclosure-based) 상장체계¹⁸⁾로 전환하는 방안도 추진
 - 이를 통해 IPO 심사 기간을 6~8주 내로 단축하고, 규제 친화적이면서도 투자자 보호 간의 균형을 유지하는 상장 인프라를 구축하고자 함

□ 한편, 위와 같은 정책적 노력에도 불구하고 싱가포르 공모시장의 구조적 취약성을 근본적으로 해소하기 위해서는 추가적인 보완 조치가 필요하다는 의견도 제기되고 있음¹⁹⁾

- 싱가포르는 공기업(SOEs)·가족기업 등 지배주주가 존재하는 기업 비중이 높아 싱가포르 기업의 소유구조 특수성을 반영한 투자자 보호 제도가 필요
 - 현재 싱가포르에 적용되는 기업지배구조 규제의 상당 부분이 분산적 소유구조를 전제로 한 영국·미국 등의 제도에 기반한 것으로, 싱가포르 기업환경과 괴리가 존재한다는 비판이 있음
 - 소액·소수주주를 보호하고 투자자 신뢰를 높이기 위해 집단소송 및 주주대표소송(Derivative Action) 제도를 도입하는 방안 제시

14) Reuters, 2025. 7. 21, Singapore central bank to place S\$1.1 billion with asset managers to boost stock market.
 15) 1차 상장이란, 기업이 SGX를 주요 상장지로 지정하여 최초로 상장하는 것을 의미하고, 2차 상장이란, 이미 다른 국가에 1차 상장된 기업이 추가로 SGX에 상장하는 것을 의미
 16) PWC, 2025. 2. 19, Tax incentives to strengthen the development of Singapore's equities market, PwC's Singapore Budget Insights 2025.
 17) 시가총액 S\$10억 이상의 경우 연간 최대 S\$600만, 시가총액 S\$10억 미만의 경우 연간 최대 S\$300만 한도로 환급 가능
 18) 상장 심사 단계에서 기업의 재무적·운영적 요건을 지나치게 엄격하게 따지는 대신 상장 이후 '정보공시'에 충실할 것을 전제로 상장을 허용하거나 요건을 완화하는 제도
 19) Aurelio Gurrea-Martinez, 2025, Strengthening the international competitiveness of capital markets: Global insights and local Strategies, ECGI Working Paper.

- 또한, 사실상 지배주주에 의해 통제되고 있는 독립이사와 감사인 제도를 개선하고 독립성을 제고하기 위해, 독립이사·감사인 선임 시 소수주주 다수결(Majority of the Minority: MOM) 제도²⁰⁾ 도입, 감사위원회에 대한 공모투자자 중심 감독 기능 강화 등 지배주주와 소수주주 간 이해상충을 완화하는 장치가 제안됨
- 싱가포르 기업인수 규제 역시 분산적 소유구조가 지배적인 영국 규정을 준용한 것으로, 지배주주 구조가 일반적인 싱가포르 실정에 맞게 규제를 재설계할 필요
 - 방어조치 제한 원칙(non-frustration rule)²¹⁾은 이사회가 주주 승인 없이 인수제안을 저지하지 못하도록 하는 규정이지만, 의결권의 다수를 보유한 지배주주가 사실상 이사회 조치를 승인·거부할 수 있는 구조에서는 소수주주 보호 효과가 약함
 - 이러한 구조적 문제를 해결하기 위해 인수저지 행위의 승인 요건을 전체 주주가 아닌 소수주주 다수결(MOM) 방식으로 전환하여 규범의 실효성을 높이는 방안 제안
- 메인보드에 도입된 차등의결권(DCS) 제도는 현재 적합성 심사를 포함하는 조건부 허용 방식으로 운영되고 있으나, 이를 보다 유연한 방식으로 개편할 필요
 - 싱가포르의 강력한 법·규제 체계와 낮은 수준의 사적편익(Private Benefits)을 고려할 때, 최소한의 규제(양도 시 자동전환·공시 강화 등)와 투자자 보호장치만 병행된다면, 미국과 같은 허용적 접근(permissive approach) 방식²²⁾을 도입할 수 있는 제도적 기반은 충분
 - 현재의 의결권 배수 제한, SGX의 적합성 심사를 제거하는 방안이 고려될 수 있으며, 이러한 규제 완화는 다른 아시아 주요국이 DCS에 일정한 제약을 유지하고 있다는 점을 고려할 때 창업자들의 싱가포르 상장을 유도할 수 있을 것
 - 또한 메인보드뿐만 아니라 소형·고성장 기업이 주로 상장하는 Catalist 시장에도 DCS 제도 도입함으로써, 고성장 기업의 국내 상장 유인을 추가로 제고할 필요
- 한편 기업의 자금조달 수단인 부채와 주식 간의 세제상 형평성도 제고할 필요
 - 현행 세제 제도에 있어, 기업 자금조달 시 부채의 이자비용은 공제되지만 주식 조달은 동일한 혜택을 받지 못하는 구조로, 주식에 불리하게 설계된 세제상의 편향을 개선할 필요
 - 벨기에의 경우, 기업의 자기자본 증가분에 대해 명목상 공제(notional deduction)를 적용하는 ACE 제도를 도입한 이후, 기업의 자기자본 비중 확대 및 부채비율 감소와 같은 긍정적 효과가 나타남
- 이 외에도 연금개혁을 통한 장기 기관투자자 기반 확대, 적격투자자(credited investor) 요건 완화를 통한 개인의 자본시장 접근성 제고, 블록체인 기술을 활용한 시장 인프라 혁신(실시간 공시, 자동화된 준법감시 등) 등도 싱가포르 공모시장의 구조 개선과 투자자 보호 강화를 동시에 추구할 수 있는 보완적 수단으로 제시되고 있음

20) 지배주주를 제외한 비지배주주만을 대상으로 표결을 실시하여, 그들 중 과반의 찬성을 얻어야 의사결정이 승인되는 제도를 의미

21) 기업인수관련 규제 중 하나로, 이사회가 주주의 승인 없이 공개매수·인수제안을 좌절시키거나 방해할 수 있는 어떠한 조치도 취해서는 안 된다는 규정으로, 이 규칙의 목적은 소수주주를 보호하고 경영진이 자기보호를 위해 주주의 이익을 희생하면서 자리에 연연하는 것을 방지하는데 있음

22) 허용적 접근 방식은 차등의결권 구조를 원칙적으로 자유롭게 허용되되, 규제기관의 개입을 최소화하고 남용 방지를 위한 최소한의 규제나 공시의무만 부과하는 방식으로, 이러한 접근은 싱가포르와 같은 강력한 법체계와 낮은 사적편익 환경에서 효과적으로 작동할 수 있음

□ 아직까지는 가시적인 정책 효과가 나타났다고 보기는 어렵지만, 공모시장 활성화를 위한 종합적인 정책 노력이 이루어지고 있는 만큼 향후 싱가포르 공모시장의 활성화 기대

- 싱가포르는 다양한 제도를 통해 공모시장 활성화와 상장 경로 다변화를 추진하고 있으며, 이를 통해 기술·혁신 기업이 공개시장에 진입할 수 있는 선택지를 확대하고 국제 자본유치 경쟁력을 강화하고 있음
 - 싱가포르 정책은 상장 규제 완화-유동성·수요기반 확충-성장기업 상장 유인 제고로 이어지는 선순환 구조를 지향한다는 점에서 의미가 큼
- 특히 초기 성장 단계부터 여러 펀딩 라운드를 거쳐 국내 상장에 이르기까지의 성장-상장 연계 생태계를 구축함으로써, 싱가포르 자본시장 내부에서 기업의 성장 경로를 완성할 수 있는 구조를 만드는 방향으로 정책이 설계되고 있음
- 싱가포르는 공모시장 경쟁력 강화가 단일 제도 개편이나 일회성 인센티브로 해결될 수 있는 과제가 아니라, 시장 수요·공급·인프라·규제·세제·지배구조를 아우르는 종합적 전략이 필요하다는 점을 보여주고 있음
- 아직 성과를 검증하는 중간 단계에 있지만, 종합적인 정책 노력이 축적되고 있는 만큼 향후 싱가포르 공모시장의 활성화가 기대되며, 그 방향성과 정책은 향후 공모시장 개혁을 모색하는 국가들에게 중요한 참고 모델이 될 수 있을 것

연구원 박상연

ZOOM
-IN

미국 CVC 제도 및 운용 현황 분석

- 미국에서 CVC는 대기업의 다각화 수단으로 등장해 몇 차례의 파동을 지나 현재는 오픈 이노베이션과 디지털 전환을 지원하는 전략적 핵심 도구로 정착
- 미국은 CVC 설립과 운영에 사전적 인허가나 투자 한도 규제를 두지 않고 자유롭게 허용하는 대신 HSR·CFIUS·OISP 등 경쟁·안보 중심의 거래단위 심사를 통해 위험을 관리하는 구조
- 미국 CVC는 현재 VC 시장의 절반 이상을 차지하는 핵심 자본 공급원으로서 시장 조정기에는 유동성 완충 역할을 수행하고 최근에는 전략 기술 및 대형 투자에 집중하는 특징을 보임
- 미국 주요 기업들은 CVC를 '전략+재무' 하이브리드 도구로 활용하며 초기 투자부터 M&A까지 혁신 통합의 전 과정에 연계
- 국내 금산분리 규제 완화에 따른 일반지주회사 CVC 활성화 추세에 맞춰 성숙 단계에 있는 미국 CVC의 선진 제도와 운용 방식을 국내 모델 설계에 참고할 필요가 있음

- CVC는 재무적 수익을 목표로 하는 독립 VC와 달리, 대기업이 비상장 스타트업에 소수 지분 투자하여 모회사의 자본력과 사업역량을 활용함으로써 재무 및 전략적 목적을 동시에 달성하려는 투자 방식
 - CVC(Corporate Venture Capital)는 일반적으로 비상장 스타트업에 대한 대기업의 소수 지분 투자로 정의되며, 재무 수익을 목표로 하는 독립 VC와 달리 모기업의 사업전략과 연계된 목적을 동시에 추구
 - IVC(Independent Venture Capital)가 주로 외부 투자자(LP)로부터 자금을 유치하여 재무적 수익 극대화를 목표로 하는 것과 달리, CVC는 모기업의 자금이나 계열사 자금을 주로 활용하며 혁신 기술 확보, 신사업 진출 등 전략적 목적을 동시에 추구
 - CVC의 투자 활동은 전략적 목적에 기반하므로 IVC와 구분되는 고유한 특징과 장점을 제공
 - CVC는 모회사의 유통망·기술·마케팅 등 비금융 자산까지 스타트업에 제공해 외부 혁신을 도입하고 양측 시너지를 높이는 역할을 수행
 - 단기 수익이나 펀드 만기에 대한 제약이 상대적으로 낮아 유연한 회수 전략을 구사할 수 있으며, 경기 침체기에도 장기적 가치가 높은 분야에 투자를 지속할 수 있음

- 미국에서 CVC는 1960년대 대기업의 다각화 수단으로 등장한 이후 기술·자본시장 환경 변화에 따라 여러 차례의 파동을 겪으면서, 현재는 오픈 이노베이션과 디지털 전환을 뒷받침하는 전략적 혁신 도구로 정착
- 1차·2차 파동에서 CVC는 규제·거시환경 변화에 따라 도입과 축소를 반복하며 전통 VC에 비해 상대적으로 주변적·보조적 투자수단으로 활용되는 경향이 있었음
 - 1960~70년대에는 콩글로머릿(conglomerate) 전략과 반독점 규제 아래 대기업이 신산업 벤처에 소수 지분을 취득하는 형태로 CVC를 운영했으나¹⁾, 오일쇼크와 벤처·IPO 시장 위축 등의 영향으로 CVC 활동은 급격히 축소
 - 1980년대에는 자본이득세 인하와 연기금의 VC 투자 허용 등 제도 변화 속에서 PC·반도체·통신 장비 기업을 중심으로 CVC 활동이 다시 확대되었으나, 1987년 주가 폭락을 계기로 상당수 프로그램이 축소 및 조정
 - 3차 파동에서는 인터넷·통신 붐과 함께 CVC 투자가 사상 최대 규모로 확대되었으나, 닷컴 버블 붕괴와 함께 대규모 조정·철수를 겪음
 - 1990년대 후반에는 인터넷 및 통신 붐에 힘입어 CVC를 통해 대규모 자금이 공급되었으나, 2000년 닷컴 버블 붕괴 이후 2001년에는 벤처 손실 관련 대규모 상각(write-downs)이 발생했고, Microsoft, AT&T 등 다수 대기업이 CVC 조직을 축소·폐지함²⁾
 - 2000년대 이후 4차 파동에서는 CVC가 오픈 이노베이션과 디지털 전환의 핵심 수단으로 자리 잡으며 단기 재무투자만이 아닌 장기 전략 수단으로 재정립
 - 2000년대 중후반 이후 대기업들은 내부 R&D만으로는 대응하기 어려운 디지털 전환·신사업 발굴을 위해 CVC를 외부 혁신을 탐색·도입하는 상시 채널로 활용하기 시작했고, CVC의 성과 기준도 단기 IRR(Internal Rate of Return)보다 전략적 시너지·M&A 옵션 등으로 다변화
- 미국은 CVC를 설립하거나 운영하는데 있어 사전적 인허가나 투자 한도에 대한 전용 규제를 두지 않으며 일반 기업의 소수지분 형태로 자유롭게 허용되고 은산분리 원칙에서도 CVC에는 예외 원칙이 적용
- 미국에는 CVC 설립을 위한 별도의 인허가 절차나 투자 한도 규정이 없으며 CVC의 투자 활동은 일반 기업의 소수 지분 투자로 취급되므로 IVC와 동일하게 증권법 및 회사법의 일반적인 법규와 절차가 적용
 - 자금조달 측면에서 CVC가 설정하는 펀드나 투자수단(investment vehicle)은 미국 증권법상 Regulation D(Rule 506(b), 506(c))의 사모 예외 규정과 투자회사법 제3조(c)(1),(7), 투자자문법상의 벤처·사모펀드 자문사 예외 규정을 활용하여 공시·등록 의무를 최소화하고 주로 적격투자자 요건과 제한된 보고(exempt reporting adviser)만을 부담

1) 1960~70년대 대기업들이 콩글로머릿(conglomerate) 전략으로 다각화를 추구했으나 강화된 반독점 규제에 의해 지배 지분 인수가 어려워지자 규제를 우회하여 신산업 벤처에 소수 지분을 취득하는 형태의 CVC를 운영

2) CB Insights, 2017. 3. 7, The history of CVC: From Exxon and DuPont to Xerox and Microsoft.

- 특정 규모 이상의 자본 조달의 경우 SEC에 Form D를 제출해야 하며 이는 CVC에 대한 별도의 규제가 아니라 모든 민간 펀드에 동등하게 적용되는 표준 규제
 - 2023년 도입된 사모펀드 추가 규율(Private Fund Advisers Rules)이 2024년 연방 항소법원 결정으로 전면 무효화되면서 CVC를 포함한 사모펀드 운용사는 다시 기존의 일반 규제 수준에서 운용이 가능
- 미국의 금산분리 규제는 은산분리(banking separation) 구조를 기본으로 하며, 벤처캐피탈을 금융 규제의 대상에서 제외하여 은행계 지주회사를 포함한 금융 기관의 CVC 운용이 허용
- 2020년 볼커룰(Volcker Rule) 개정은 벤처캐피탈펀드·신용펀드 등에 대한 새로운 예외를 도입하여 일부 유형의 펀드가 커버드펀드(covered fund) 정의에서 제외되면서, 은행계 금융그룹의 벤처·CVC 투자 및 운용 활동에 대한 규제 부담이 완화되고 참여 범위가 확대³⁾
 - 볼커룰 하에서도 헤지펀드나 사모펀드(PEF)의 소유는 금지되지만 은행 계열의 벤처캐피탈 투자는 허용되어 현재 씨티그룹의 씨티벤처스와 같은 CVC의 운용이 가능

□ 미국 CVC에는 사전적 설립 규제 대신 개별 거래에 대해서는 HSR 사전신고, CFIUS, OISP를 통한 대외투자 규제 등 경쟁·안보 관련 거래 단위 규제가 적용되는 구조

- 특정 규모 이상의 지분 인수 또는 자산 취득이 이루어지는 경우 거래 단위별로 경쟁 제한 여부를 심사하는 HSR(Hart-Scott-Rodino) 사전 신고 제도를 운영
- 시장 경쟁을 해칠 수 있는 대형 거래가 발생할 때마다 HSR을 통해 심사함으로써 시장의 안정성과 공정성을 확보하려는 목적
 - HSR 제도는 거래가 일정 금액(size of transaction)과 당사자 규모(size of person) 기준을 충족하는 경우 당사자는 결제 전에 일정 수수료와 함께 신고서를 제출하고 통상 30일의 대기 기간 동안 미국연방거래위원회(Federal Trade Commission: FTC)와 법무부(Department of Justice: DOJ) 경쟁제한성 심사를 받아야 함
- 2025년 HSR 신고 서식 개편으로 소수 지분 투자라 하더라도 이사회 겸임 여부와 투자 결정과 관련된 전략 문서를 함께 제출하도록 의무화되면서, 최근에는 개별 거래 단위에 대한 심사 및 규제가 보다 강화되는 추세
- CVC의 소수 지분 투자에도 전략문서 제출을 의무화한 것은 투자 목적이 단순 재무 이익인지, 경쟁사 배제 등 전략적 의도인지 명확히 파악하기 위함
 - CVC가 투자한 회사의 임원이나 이사가 동일·유사 업종의 다른 회사 임원·이사를 겸직하는 경우 HSR 개정 규칙에 따라 이에 대한 상세 정보도 의무적으로 신고 대상에 포함⁴⁾

3) 2020년 볼커룰(Volcker Rule) 개정은 벤처캐피탈 펀드·신용펀드 등에 대한 새로운 예외(exclusion)를 도입해, 투자자문법(Advisers Act) Rule 203(l)-1상 ‘venture capital fund’ 정의(비상장기업 중심 투자, 제한적 레버리지, 폐쇄형 구조 등)를 충족하고, 펀드가 볼커룰상 금지되는 자기매매(proprietary trading)를 수행하지 않으며 은행이 펀드 채무를 보증·구제하지 않는 경우 해당 펀드를 볼커룰의 커버드펀드(covered fund) 범위에서 제외함으로써, 은행계 CVC가 조건부로 VC 투자 통로를 활용할 수 있도록 허용

4) Kadden, 2024. 10. 17, Final HSR rules: Major changes ahead for premerger filings.

— 외국계 모회사를 둔 CVC의 경우 미국 내 스타트업에 대한 투자가 미국의 국가 안보에 미치는 영향을 심사하는 CFIUS(Committee on Foreign Investment in the United States) 외국인 투자 심사 규제를 받음⁵⁾

- 2018년 FIRRMA(Foreign Investment Risk Review Modernization Act) 개정으로 CFIUS의 관할권이 확대되어 소수지분 투자와 벤처캐피탈 투자도 검토 대상에 포함⁶⁾

— 2025년 발효된 OISP는 미국 CVC를 포함한 미국인(US persons)의 특정국 첨단기술 분야 투자에 대해 금지 및 통보 의무를 부과함으로써 미국 CVC의 해외 투자에도 새로운 규제가 적용⁷⁾

- 미국에 소재한 CVC는 중국, 홍콩 등으로의 AI, 반도체 등 관련 투자시 해당 거래 구조, 대상 기술, 지분 범위 등이 금지 대상인지 또는 재무부에 통보해야 하는 대상인지에 대한 사전적 규제 검토가 적용

□ 미국 CVC는 VC 시장에서 딜 밸류 기준 절반 이상을 차지하는 핵심 자본 공급원으로 성장하였고 시장 조정기에는 유동성 완충 역할을 수행하는 동시에, 최근 전략 기술 분야 및 대형 메가딜에 투자를 집중하는 특징을 보임

— 미국 CVC 딜 밸류는 VC 시장의 성장에 동행하며 크게 증가하였으며 전체 VC 시장 자금의 절반 이상을 차지하며 VC 생태계의 구조적 자본 공급원으로 정착

- 미국 VC 전체 딜 밸류는 2014년 745억달러에서 2021년 3,546억달러로 약 4.8배 급증한 후 2022~2023년 거시경제 불확실성 및 IPO·M&A 시장 위축으로 감소세를 겪었으나, 2024년 2,090억달러를 기록하며 회복세로 전환

- 미국 CVC 참여 딜 밸류는 2014년 297억달러에서 2021년 1,749억달러로 약 5.9배 증가하였으며 2022~2023년 조정 국면 후에도 2024년 1,075억달러를 기록하며 높은 수준을 유지

- 2020~2021년까지 팬데믹 이후 유동성이 급격히 확대되면서 VC 전체 딜 밸류가 최고치를 기록했는데 이 기간 CVC 참여 딜 밸류도 동반 급증하여 약 50%의 비중을 차지하며 고성장 빅라운드 주요 자본 공급원 역할을 수행

— 2021년 이후 시장 조정 국면에서도 CVC의 참여 딜 밸류 비중은 절반 이상을 차지하며 기존 VC 자본이 위축될 때 시장의 유동성을 지탱하는 완충 역할을 수행⁸⁾

- 2022년에서 2023년에 걸쳐 금리 상승과 밸류에이션 조정으로 VC 시장 전체가 위축되었음에도, CVC 참여 딜 밸류 비중은 2023년과 2024년 각각 52.20%, 51.40%를 기록하며 꾸준히 50%를 상회

5) CFIUS(Committee on Foreign Investment in the United States)는 미국 내 기업 및 일부 부동산에 대한 외국인 투자 거래가 미국 안보를 해칠 우려가 있는지 심사하는 연방 정부 합동기구

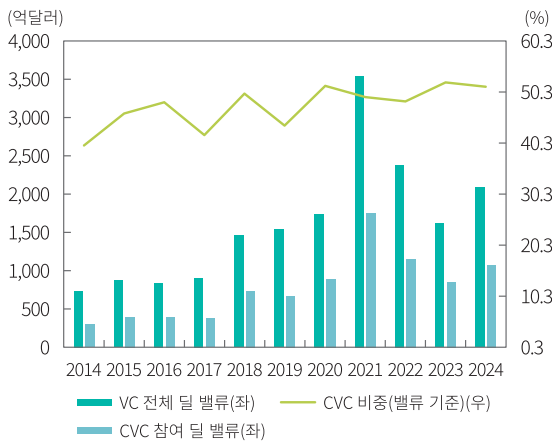
6) FIRRMA 규정(31 CFR Part 800)은 TID 미국기업을 특정 중요 기술(critical technologies), 중요 인프라, 민감한 개인정보(sensitive personal data)를 보유·처리하는 기업으로 정의하고, 외국인이 이들 기업에 소수 지분만 취득하더라도 이사회 참관권, 핵심 비공개 기술정보 접근, 전략적 의사결정 참여 권한을 부여받는 경우에는 CFIUS 심사 대상이 될 수 있다고 명시

7) U.S. Department of the Treasury, Outbound Investment Security Program, available at <https://home.treasury.gov/policy-issues/international/outbound-investment-program>, accessed 2025. 12. 1.

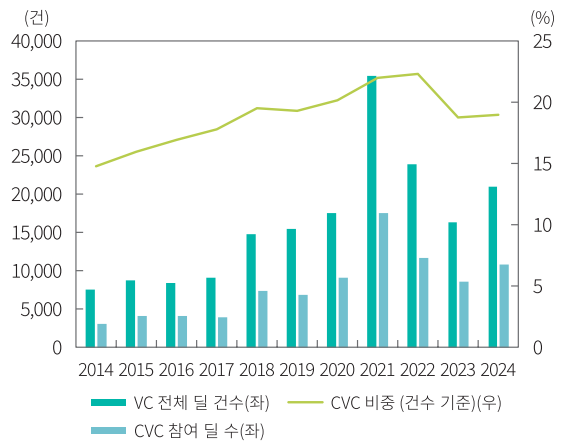
8) KPMG, 2025. 1. 15, Venture Pulse Q4 2024.

- CVC가 LP 환매 압력에 상대적으로 덜 노출되어 모기업의 증장기 전략에 따라 투자를 이어가는 구조적 특성에 기인

〈그림 1〉 미국 VC 및 CVC 참여 딜 밸류 추이



〈그림 2〉 미국 VC 및 CVC 참여 딜 건수 추이



자료: PitchBook, NVCA

— 미국 CVC는 최근 AI 중심의 전략 기술 및 대형 메가딜을 중심으로 ‘소수 대형·전략 딜’에 집중하는 투자자로서의 특성을 강화

- 2024년 4분기 기준 미국 CVC 딜의 38.1%가 AI 기업에 투자되었고, CVC 딜 중 AI 비중은 2021년 22.5%에서 2024년 31.9%로 지속적으로 상승하는 등, AI 분야를 중심으로 CVC의 시장 내 비중이 구조적으로 확대⁹⁾
- 이러한 AI 중심 CVC 투자는 VC 조정 국면에도 미국에서 CVC 투자가 견조하게 유지되는 주된 요인으로 분석되며, 단기적 사이클이 아닌 미국 CVC의 구조적 특징으로 평가¹⁰⁾
- 미국 CVC 참여 딜 건수 비중은 2014년 14.7%에서 2022년 최고치인 22.3%를 기록한 후 2024년 18.9%로 소폭 감소하였으나 ‘5~6건 중 1건’ 수준의 참여율을 유지
- 2024년 CVC 참여 딜 건수 비중은 2021년 대비 3.1%p 감소하였지만 동기간 참여 딜 밸류 비중은 2.1%p 증가하여 최근 CVC 참여 딜 자금은 늘고 건수는 줄어드는 양상을 보임
- CVC의 참여 딜 밸류 비중이 참여 딜 건수 비중의 두배 이상이라는 점은, CVC가 초기 소액 투자를 넘어 후기·대형 라운드에 대규모 자본을 집중 투입하는 핵심 성장단계 투자자(key growth-stage investor)의 역할을 수행하고 있음을 반영¹¹⁾

9) PitchBook & NVCA, 2025. 1, PitchBook-NVCA Venture Monitor Q4 2024.

10) KPMG, 2025. 1. 15, Venture Pulse Q4 2024.

11) PitchBook & NVCA, 2025. 1, PitchBook-NVCA Venture Monitor Q4 2024.

- 미국 주요 기업들은 CVC를 핵심 기술 내재화 및 미래 시장 선점을 위한 ‘전략+재무’ 하이브리드 도구로 활용하고 있으며, 스타트업 투자에서 시작해 전략적 제휴·M&A까지 혁신 통합 전 과정에 연계
- 아마존은 CVC인 Alexa Fund를 통해 스마트홈 스타트업에 투자하고 Ring을 인수함으로써, 알렉사 기반 스마트홈·홈 시큐리티 플랫폼을 강화하는 전략을 추진하고 있음
 - Alexa Fund는 음성·스마트홈 스타트업을 조기에 발굴하고, 포트폴리오 기업 Ring을 2018년 10억달러 이상에 인수함으로써 CVC를 알렉사 생태계 확장과 전략적 M&A 파이프라인으로 활용한 대표 사례로 평가¹²⁾
 - 세일즈포스는 Salesforce Ventures를 통해 Snowflake 등에 전략투자를 집행하고 자사 데이터 클라우드와의 통합을 추진함으로써 핵심 인프라를 CVC를 통해 확보
 - Salesforce Ventures는 데이터·분석·AI 스타트업에 집중 투자해 이들이 Salesforce 플랫폼 위에서 솔루션을 제공하도록 유도하고¹³⁾ Snowflake와의 파트너십을 통해 Customer 360/Data Cloud와 실시간 데이터 연계를 제공함으로써 클라우드 록인 효과를 강화¹⁴⁾
 - 인텔은 CVC 조직인 Intel Capital을 통해 데이터센터·AI 인프라 스타트업에 투자함으로써, 자사 칩 아키텍처와 연계된 고속 연결·데이터센터 생태계를 구축·심화하는 전략을 추진하고 있음
 - Intel Capital은 2018년 이후 Astera Labs 등 데이터센터용 고속 연결 솔루션 기업에 투자해 왔고, Astera Labs는 PCIe·CXL·이더넷 기반 연결 기술을 바탕으로 2024년 나스닥 상장에 성공해 인텔 플랫폼과 상호보완적인 인프라 기술을 확보한 대표 CVC 포트폴리오로 평가¹⁵⁾
 - 엔비디아는 자체 전략투자를 통해 핵심 AI 스타트업에 대규모 자본을 공급하면서, 자사 GPU를 사용하는 AI 생태계를 키우고 미래 GPU 수요를 선제적으로 확보하는 전략을 실행
 - 엔비디아는 2024년 AI 스타트업 및 관련 기업투자액은 10억달러로 전년대비 15% 증가하였으며 주요 대상이 자사 GPU에 대한 의존이 높은 생성형 AI·AI 인프라 기업들로 구성¹⁶⁾
 - 셰브론은 CTV(Chevron Technology Ventures)를 통해 탄소 포집·저탄소 연료 등 에너지 전환 스타트업에 장기 투자하며, 미래 프로젝트를 위한 기술 시험장으로 CVC를 활용
 - CTV는 2020년 탄소 포집 기술 기업 Carbon Clean에 전략적 투자 시행, 2022년 시리즈 C 1억 5,000만달러 라운드에 참여한데 이어 현재 산업 현장에 파일럿 프로젝트를 진행 중¹⁷⁾

12) Reuters, 2018. 2. 27, Amazon buys startup Ring in \$1 billion deal to run your home security.

13) Salesforce Ventures, 2024. 9. 16, Salesforce ventures expands AI investment to \$1 billion.

14) Salesforce, 2020. 12. 9, Salesforce partners with snowflake to power the intelligent, real-time enterprise.

15) Astera Labs, 2024. 3. 19, Astera Labs announces pricing of initial public offering.

16) Data Center Dynamics, 2024. 5. 22, Nvidia invested \$1bn in AI companies in 2024.

17) Carbon Clean, 2022. 2. 15, Carbon Clean raises \$150m in record carbon capture funding round.

- 미국 CVC의 주요 성공 요인은 명확한 전략적 연계와 모기업 자산의 통합적 활용, 복합적 성과지표 설계에 있으며 내부자원 배분 갈등이라는 본질적인 제약과 글로벌 규제 리스크 관리는 향후 과제로 지적되고 있음
 - 미국 CVC의 핵심 성공 요인은 기업의 기술·인프라 등 고유 자산을 스타트업에 통합하여 전략적 가치를 극대화하는 데 있음
 - CVC는 투자 자금 외에도 모기업의 비재무적 자산을 함께 활용해 스타트업이 독립 기업보다 더 빠르게 시장을 검증하고 성장할 수 있도록 지원하는 역할을 수행¹⁸⁾
 - 미국에서 성공적인 CVC는 전략적 학습과 내부 혁신 제고를 중심으로 하는 복합적인 성과 지표 (hybrid metrics)를 설계하여 CVC와 모기업 사업부 간의 목표 및 전략 일치를 유도
 - 성공적인 CVC는 재무 성과와 함께 사업부와 스타트업 간 협업, 제품 개발·파트너십 기여도 등을 동시에 측정하는 복합 성과지표를 통해 모기업의 장기 전략과의 정렬을 도모¹⁹⁾
 - 투자 단계 전반에서 CVC의 목적·투자 테마를 사업부의 기술·시장 수요와 연계하고, 그에 따른 협업·학습 성과를 추적하는 성과 프레임워크를 설계²⁰⁾
 - SVB·Counterpart Ventures의 미국 CVC 설문에서 임원들 중 72%가 CVC의 가장 큰 성공 요인으로 ‘기업 전략과의 정렬’을 선택²¹⁾
 - 사업부 간 이해상충과 자원 배분 갈등이라는 본질적 제약이 있고 최근 경쟁법·안보·대외투자 규제 강화는 미국 CVC가 글로벌 전략을 수립할 때 반드시 고려해야 할 구조적 리스크 요인으로 부상
 - CVC 포트폴리오 기업의 M&A 시 모기업과 기존 IVC 투자자 간의 엑시트 시점 및 기업가치에 대한 시각차로 인해 이해관계 충돌이 발생할 수 있음²²⁾
 - 최근 미국에서는 HSR, CFIUS, OISP 등 규제가 강화되면서 미국 CVC는 개별 딜을 설계할 때 규제·안보 리스크를 고려한 투자 구조를 세밀하게 설계해야 하며 글로벌 포트폴리오를 운용하는 CVC일수록 지역별 규제 변화에 대응하는 역량을 갖추는 것이 주요 과제로 부상
- 국내에서도 금산분리 규제 완화 논의와 함께 일반지주회사 CVC 규제 완화가 단계적으로 추진되고 있는 만큼, 이미 성숙한 미국 CVC의 제도·운용 방식을 국내 CVC 모델 설계에 참고할 필요가 있음
 - 국내 CVC는 2021년 일반지주회사 도입 이후, 규제 완화를 추진하는 과도기적 단계에 있으며, 최근 정부의 벤처금융 혁신안과 금산분리 완화 기조에 따라 향후 역할 확대가 기대

18) Boston Consulting Group, 2022. 6. 15, A proven model for corporate venturing.

19) McKinsey & Company, 2023. 11. 2, Three essentials of successful corporate venture capital.

20) Global Venturing, 2023. 3. 16, How to set the right performance metrics for your CVC programme.

21) Silicon Valley Bank & Counterpart Ventures, 2025, State of Corporate Venture Capital 2025: CVC Trends Report.

22) Masulis, R. W., & Nahata, R., 2011, Venture capital conflicts of interest: Evidence from acquisitions of venture-backed firms, *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, 46(2), 395-430.

- 2021년 공정거래법 개정으로 일반지주회사의 100% 자회사 형태 CVC 보유가 허용되었으나 강한 안전장치²³⁾가 함께 도입되면서 CVC의 대형화·활성화에 한계가 있다는 지적이 지속
 - 금융위원회는 2025년 9월 '생산적 금융 추진방향'을 의결하고 벤처금융 혁신 과제 안에서 기업 M&A와 함께 CVC 활성화를 핵심적으로 모색
 - 외부자금 조달 한도 및 해외투자 비중 상향 방안 등 규제 합리화를 위한 공론화가 진행되고 있으며, 논의의 현실화를 통해 CVC의 역할 확대가 가능하다는 기대
- 성숙 단계에 있는 미국 CVC의 전략적 목표 설정 방식과 운용·거버넌스 구조는 국내 CVC 역할 및 운영 모델 설계에 중요한 참고가 될 수 있음
- 미국 CVC의 운용이 복합 성과 지표로 평가된다는 점은 국내 CVC도 단순 수익형이 아니라 대기업 혁신을 견인하는 전략적 기구로 설계할 필요가 있음을 시사
 - 미국 CVC가 기업 전략과의 명확한 정렬, 전문 인력, 일정 수준의 독립된 의사결정 구조를 성공 요인으로 삼고 있다는 점을 국내 CVC 운용·거버넌스 설계에 참고할 수 있음

선임연구원 한아름

23) CVC 펀드의 외부자금 출자 한도는 40%, 차입 한도는 자기자본 200%, 해외기업 투자 한도는 총자산의 20% 등으로 규제