

전통적 금융과의 대조를 통해 본

사회적 금융의 현재와 미래

SVS Insight
07

박종현

전통적 금융과의 대조를 통해 본

사회적 금융의 현재와 미래

박종현

I.	금융의 기능과 금융의 유형	05
	01. 금융의 기능	
	02. 예금 채널과 투자 채널	
II.	금융화와 금융 사업모델의 변화	07
	01. 금융화	
	02. 투자채널의 변화	
	03. 리스크 관리의 실패	
III.	금융위기의 발발과 금융의 목적 재조명	09
	01. 금융과 좋은 사회	
	02. 목표 구조물 제공, 청지기정신, 딜메이킹	
	03. 사회의 목표와 사회적 가치	
IV.	사회적 금융의 정의와 특징	12
	01. 경제 패러다임의 변화	
	02. 광의의 사회적 금융	
	03. 협의의 사회적 금융과 그 특징	
	04. 돈의 사용 방법에 관한 새로운 기풍이자 임팩트의 발생자	
V.	사회적 금융의 스펙트럼과 주요 행위자들	15
	01. 사회적 금융의 스펙트럼	
	02. 사회적 금융의 주요 행위자들	
VI.	사회적 금융의 짧은 역사와 대표적인 유형들	19
	01. 사회적 금융의 짧은 역사	
	02. 사회적 금융의 유형들	
VII.	맺음말	22
	참고문헌	24

I. 금융의 기능과 금융의 유형

01. 금융의 기능

금융에 대한 정의는 일반적으로 그 기능들을 언급하는 방식으로 행해진다. 새뮤얼슨과 노드하우스의 경제학 교과서에서 제시된 금융의 기능은 △ 시간·부문·지역을 가로지르는 자원의 이전 △ 경제활동을 위한 리스크 관리 △ 개별 저축자나 투자자의 필요에 부응한 자금의 수취와 배분 △ 지급결제 업무를 통한 구매자와 판매자 또는 지급자와 수취자 사이의 거래 촉진 등으로 요약될 수 있다 (Samuelson & Nordhaus 2010). 또 다른 논의에 따르면, 금융의 시스템의 핵심 기능은 가계와 기업의 저축을 촉진하고, 이들 자금을 가장 생산적인 용도에 배분하며, 리스크를 관리하고, 지급결제를 촉진하는 것이다(Greenwood & Sharfstein 2012)⁰¹.

영국의 저명한 경제학자이자 금융 전문가인 존 케이는 과거의 금융기관은 공적 목적을 위해서도 활동했다는 점을 강조한다. 예전의 은행가들은 이윤을 얻는 것을 꺼리지는 않았지만, 성직자나 의사, 교사들과 함께 지역 공동체의 일원으로 살았고 책임 있는 리더로 활동했다. 반면, 오늘날의 금융가들은 자신만의 욕심을 채우는 과정에서 금융 본연의 역할들을 소홀히 했고 마침내 금융위기까지 초래했다며 비난을 받고 있다. 케이는 이러한 변화의 핵심 원인으로 ‘금융화’와 금융업의 사업모델 변화, 곧 ‘예금 채널과 투자 채널’의 ‘트레이딩화’에 주목한다(Kay 2015).

02. 예금 채널과 투자 채널

예금 채널(deposit channel)은 흑자 단위가 단기 여유자금을 은행에 예치하고 여러 경제 활동들에 활용하고, 은행은 이들 예치금으로 대출을 일으키거나 금융자산 등에 투자함으로써 수익을 창출하는 경로이다. 예금 채널의 핵심 기능은 지급결제 시스템의 촉진과 단기 저축자와 차입자 사이의 중개이다. 은행은 만기 불일치 문제를 해결함으로써 단기 예금으로 장단기 대출을 수행하는데, 이는 신

⁰¹ 금융의 역사를 보면, 지급결제 및 단기자금 대출 기능은 예금을 기반으로 하는 상업은행(commercial bank)이 주로 맡았다. 반면 대규모 상인이나 산업 자본가들을 대상으로 한 장기자금 대출 기능은 유가증권 발행을 기반으로 하는 금융기관들에 의해 수행되었는데, 영국에서는 머천트뱅크(merchant bank), 미국에서는 투자은행(investment bank)이라고 지칭되었다. 상업은행은 단기저축을 바탕으로 저위험 금융활동을 수행하며, 예금 채널(deposit channel)에 특화했다. 장기저축의 발전을 촉진하고 장기자금 제공에 주력했던 것은 투자 채널(investment channel)이었다. 과거 영국에서 투자 채널을 운영했던 것은 보험사와 투자신탁사였는데, 보험사는 연금 및 생명보험을 운영하는 쪽으로, 투자신탁사는 투자자금을 조성하고 중개하는 쪽으로 분화했다(Kay 2015).

용창조 과정이기도 하다.

투자 채널(investment channel)은 흑자 단위가 장기 여유자금을 다양한 자산에 투자하고, 여러 금융행위자들은 이 장기 여유자금을 여러 기업이나 사업 프로젝트 등에 투자하고 위험 관리를 통해 고수익을 달성하려는 경로로, 이때 여유자금을 투자한 흑자 단위는 예금 채널 때와 달리 적지 않은 위험을 기꺼이 감수한다. 이러한 투자 채널에서는 기회의 ‘탐색’과 장기자산의 ‘관리와 후견’이 결정적으로 중요하다. 즉, 탐색 과정을 거침으로써 여유자금이 다양한 사업들에 효과적으로 배분될 수 있도록 돕고, 이렇게 여유자금 제공자들의 자산이 안전하게 지켜지고 증식될 수 있도록 역할을 한다⁰².

투자 채널의 주요 행위자들은 투자은행, 투자자문사, 기관투자가 등으로 크게 나뉜다. 이때 ‘투자은행’은 자본을 필요로 하는 적자 단위들을 탐색하는 일을 주로 맡는다. 투자은행은 자본 시장의 대표적인 판매 측(sell side) 행위자들로, 주식이나 채권 등 유가증권의 발행·인수·거래를 주도한다. 투자은행 또는 증권사는 유가증권 매매업무(brokerage and dealing)를 담당하는 트레이더, 유가증권의 영업과 중개업무(sales)를 맡는 세일즈맨, 발행 및 인수업무(underwriting)를 전담하는 뱅커들로 구성된다. 자본시장의 구매 측(buy side)은 연기금, 보험사, 투자신탁, 재단, 국부펀드 등으로 구성된 기관투자자들이다. 이들은 다양한 유형의 개인 고객들을 대신해 투자은행에 의해 공급되는 유가증권들을 구매하는 큰 손들로, 주로 후견 활동을 수행한다. 주식브로커, बैं크 매니저, 보험중개인 등이 포함된 ‘투자자문사’도 개인 저축자들에게 새로운 상품들을 소개하고 권유하는 등 후견 업무를 펼친다(Kay 2015, Desai 2019).

02 유럽대륙에서는 영국이나 미국에 비해 예금 채널과 투자 채널의 구분이 덜 뚜렷했는데, 그로 인해 유니버설 뱅크(universal bank)라는 다른 전통으로 연결되었다. 이들 은행은 개인 고객과 기업 고객 양쪽 모두에 광범위한 금융서비스를 제공했고, 대기업들의 주식을 보유했으며, 국내 산업의 필요에 부응하는 데 가장 큰 초점을 맞췄다. 한편, 유럽대륙에서는 기업들의 장기 투자 필요 증 상당 부분을 보험사가 충족시켰다. 독일의 Allianz, 프랑스의 AXA, 이탈리아의 Generali는 오늘날까지 주요 기관으로 활동 중이다(Kay 2015).

II. 금융화와 금융 사업모델의 변화

01. 금융화

금융화(financialization)는 국민경제에서 금융 영역의 비중이 지나치게 커짐에 따라 실물경제와 금융 사이의 연관이 크게 약화되는 현상으로서, 금융위기 및 자산 및 소득 양극화의 직접적인 원인이자 성장과 고용의 정체를 가져온 주요한 요인이라고 할 수 있다. 기술진보로 인해 정보의 획득·가공·보관 비용과 투자를 위한 거래비용이 크게 절감되었고, 자유방임을 옹호하는 신자유주의 이데올로기의 득세와 함께 금융 관련 규제들도 크게 완화됨에 따라, 금융 부문의 고용·소득·이윤 규모가 비약적으로 증가했고, 국민경제 전반에 대한 영향력도 커졌다. 금융화의 과정에서 금융 부문은 물론 제조업 부문도 획득한 이윤들을 생산적 영역으로의 재투자에 사용하지 않고 매매차익 등을 추구하며 부동산이나 금융자산 취득에 사용하는 경향이 가속화되었다. 이러한 투기적 활동이 커짐에 따라, 일자리는 줄어들고 생산성은 정체된 가운데, 금융 및 부동산시장의 거품이 커졌고, 마침내 2008년 미국발 금융위기가 발생했다(Rocchi et al. 2020, Zingales 2015).

02. 투자채널의 변화

금융화가 경제 전반의 부작용을 발생시키지까지는 금융 부문 내부의 변화도 큰 몫을 차지했다. ‘관계형 금융’이 ‘거래형 금융’으로 대체되었고, 금융 비즈니스의 경우 ‘에이전시’에서 ‘트레이딩’으로 변화했다. 이러한 변화가 특히 두드러진 것은 투자 채널이었다. 투자 채널에서 일어난 변화의 핵심은, 저축자의 필요를 충족시키거나 자본 사용자의 필요를 충족시키던 전통적인 중개기관들이 사업적 초점을 ‘자문’(advice)에서 ‘판매’(sales)로 이동시켰다는 데 있다. 과거에 고객들에게 저축이나 재산 관련 조언을 제공했던 금융기관 임직원들은 고객들이 믿고 의지할 수 있는 신뢰할 수 있는 사람들이었다. 반면 현재의 금융기관 종사자들의 정체성은 자문역이 아니라 세일즈맨들로, 친절하지만 판매 할당량과 커미션을 먼저 생각하는 사람들이다. 주식 브로커가 주식매매를 강권하거나 보험이나 모기지 상품이 불완전판매되는 현상은 바로 이러한 변화의 직접적 결과물인 것이라고 할 수 있다.

투자 채널 중에서 가장 큰 역할을 담당했고 금융화 과정에서 성격이 가장 많이 변한 것은 투자은행(investment bank)이다. 투자은행은 자신의 자금과 명성을 기반으로 투자 기회를 탐색·발굴해 유가증권을 발행하고 수많은 저축자들의 참여를 유도하는 금융기관으로, 시간이 흐르면서, ‘바 이 사이드’ 기관들의 수주를 받아 자산을 운용하거나, 개인 고객의 재산을 직접 관리하게 되었다.

이러한 과정에서 투자은행은 고객의 이익을 최우선으로 하는 ‘중개 대리인’(agent)으로서의 정체성과 더 많은 거래를 발생시켜 운용수수료 수익을 추구하는 ‘트레이더’(trader)로서의 정체성이 뒤섞이게 되었다. 그리고 투자은행 내 중개인들에게는, 고객에게 도움이 되는 투자상품이 아니라 회사에 이익이 되는 투자상품을 권유하는 ‘이해상충’ 문제도 발생했다⁰³.

금융화의 흐름이 본격화되면서 트레이딩을 전문으로 하는 블랙락·뱅크 오브 아메리카와 같은 대형 자산운용사(asset management companies)들이 등장했다. 그리고 과거에 관리된 중개인으로 역할을 하던 연기금, 보험사, 투자신탁사(investment companies)의 성격도 변화가 발생했다. 과거에는 예금 채널에서와 유사하게, 저축자들은 이들 중개기관들에 대한 지분과 청구권을 보유하고 있었다. 그러나 금융화가 진행되면서, 관리된 중개(managed intermediation)가 투명한 중개(transparent intermediation)에 자리를 내주었고, 고객들은 중개기관이 아니라 각자의 개인적 자산에 대해서만 법적 소유권을 보유하게 되었다. 이제, 고객들은 투자신탁 등 중개기관을 통하지 않고도 자신이 투자한 재산의 가치를 실시간으로 확인할 수 있게 되었고, 중개인들은 투자 리스크를 부담하지 않게 됨에 따라 그 리스크를 뒷받침할 자기자본을 보유할 필요도 없게 되었다. 결국, 오늘날의 투자 채널은 유가증권의 매매에만 주력하는 트레이딩에 집중함에 따라, 저축자에게 좋은 투자 기회를 찾아내는 것, 후견 또는 청지기정신(stewardship)을 발휘해 고객들의 자산을 잘 관리해주는 것과 같은 핵심 기능을 수행하는 데 실패했다.

03. 리스크 관리의 실패

금융화의 또 다른 특징으로는 리스크 관리에 대한 사회적 태도의 변화를 들 수 있다. 금융화의 과정 속에서 고용·질병·사망·장수 관련 위험들은 고용주들이나 국가가 아니라 개별 가계가 책임지고 부담해야 하는 것으로 바뀌어 버렸다. 사회는 금융화의 흐름 속에서 스위스의 ‘빌리지 모델’이 아니라 로이드의 ‘커피하우스 모델’을 채택함으로써 리스크를 한데 모으고 개인의 불안을 관리할 사회의 역할을 약화시켰다⁰⁴. 그 결과 평범한 보통 사람들과 서민들이 살아가면서 직면하는 불확실성은 더욱 심화되었고, 미래에 대한 불안도 한층 커졌다.

03 ‘대리인’과 ‘트레이더’는 투자은행 관련 보다 일반적인 용어로 보자면, ‘브로커’와 ‘딜러’에 대응된다. 브로커(broker)는 중개수수료, 곧 커미션을 받고 매수자와 매도자를 연결한다. 딜러(dealer)는 회사의 자금으로 직접 매수와 매도를 거둬들 수익을 추구하고, 트레이더는 고객의 돈으로 매수와 매도 업무를 수행한다는 점에서 차이가 있지만 본질적 역할은 같다. 트레이더는 커미션이 아니라 운용수수료(fee)를 받으며 업무를 수행한다.

04 프랑스의 경제학자인 미셸 알베르에 따르면, 영국과 스위스는 리스크에 대해 전혀 다른 방식으로 대응했고, 이에 따라 두 가지 유형의 상이한 보험업이 국제적 차원에서 전개되었다. 런던의 로이드 커피하우스에 모인 신사들은 향해 중인 선박의 운명을 놓고 도박을 벌였다. 이 과정에서 항해에 나선 선박에 투자하고 커피하우스의 도박판에서는 침몰하는 쪽에 걸어서 위험을 상쇄시키는 헤징(hedging)도 출현했다. 이는 헤징을 통해 개인적으로 리스크에 대응하는 모델로 연결되었다. 한편, 스위스 고산지대의 마을 주민들은 젓소가 죽을 경우 공동으로 책임을 지면서 각출한 돈으로 새로운 젓소를 사주기로 합의했는데, 이는 협력을 통해 집단적으로 리스크에 대응하는 모델로 연결되었다. 요컨대, 영국인들은 거래의 방식으로 리스크를 관리하려 했고, 스위스인들은 상호 호혜의 방식으로 리스크를 관리하려 했던 것이다(Kay 2015).

III. 금융위기의 발발과 금융의 목적 재조명

경제의 금융화는 마침내 2008년 미국발 금융위기로 이어졌다. 메릴린치나 리먼브라더스와 같은 대형 투자은행이 무너졌고, 수많은 사람들이 일자리와 집을 잃었다. ‘금융가들’에 대한 분노와 금융에 대한 불신은 2011년 가을 ‘월가를 점령하라’ 운동으로 표출되었다⁰⁵.

01. 금융과 좋은 사회

이러한 상황에서 평생 동안 금융을 연구하고 강의하던 강단 연구자들이나 금융을 업으로 삼으면서 삶을 일궈왔던 금융가들로부터 반성과 성찰이 시도되었는데, 그 핵심은 금융의 목적을 재조명하고 금융의 본질을 새롭게 탐색해보는 것이었다. 그 대표적인 결과물이 노벨경제학상 수상자이기도 한 로버트 실러가 2012년에 발간한 <금융과 좋은 사회>라는 저서이다. 실러는, 금융에 대한 당대의 많은 비난들을 수용하면서도, 금융의 해악과 폐해는 금융 그 자체의 한계 때문이 아니라 그것이 잘못 사용된 결과라는 입장을 개진한다. 즉, 미국발 금융위기는 금융이 업의 본질과 본연의 목적을 상실한 결과라는 것이다. 그는 이러한 문제의식 위에, 금융이란 목적을 이루기 위한 도구이며, ‘좋은 사회’를 만드는 중요한 역할을 훌륭하게 담당할 수 있음을 설득하려 했다⁰⁶.

02. 목표 구조물 제공, 청지기정신, 딜메이킹

실러에 따르면, 광의의 의미에서 금융은 목표를 달성할 구조물을 제공하는 과학(science of goal architecture)이다. 즉, 일련의 목표들을 달성하는 데 필요한 경제적 장치들의 틀을 설계해서 제공하는 일이 금융의 핵심이며, 여기에 더해 이때 해당 목표를 달성할 자금을 제공한 사람들을 대신해 그들

05 실러에 따르면, ‘월가를 점령하라’ 운동에서 대중의 더 큰 비난을 받았던 것은 증권사의 투자매니저가 아니라 상업은행의 은행가였다. 위기의 더 큰 진원지는 상업은행이 아니라 투자은행이었음에도, 은행가들에 대한 분노가 더 컸던 이유는 은행가들의 역할을 높이 평가했던 역사적 전통과 관련이 깊은 데 있으리라는 것이 실러의 추정이다. 은행은 지역사회에서 기동 역할을 담당해왔고, 그로 인해 어느 정도의 금전적 보상은 용인했는데, 그런 은행가들이 어떤 선을 넘어서 탐욕스럽게 행동했음을 알게 됨에 따라 분노가 더욱 커졌다는 것이다.

06 실러의 논의를 소개하는 이하의 부분은 <금융과 좋은 사회>의 서문 “금융, 청지기정신 그리고 우리의 목표”를 바탕으로 하고 있다.

의 자산을 관리하고 보호하는 활동(stewardship)도 추가된다⁰⁷. 일단 목표를 세우게 되면, 당사자들은 적절한 금융수단과 전문가의 조언을 받아서 그 목표를 달성할 수 있게 된다. 역사적으로 보더라도 고대에 수행되었던 금융 활동의 본래적 목적은 시간과 공간의 다리가 됨으로써 특정 개인이나 특정 세대를 넘어서야 완성될 투자 프로젝트를 실현시키고, 무역 관련 계약이나 여러 지역을 포괄하는 맥락 속에서 추진되는 투자 프로젝트를 실현시키는 것이었다. 이것이 금융의 본래적이고 필수적인 특징이다.

금융은 모종의 프로젝트를 꿈꾸고 있지만 이를 실현할 자원은 없는 사람들과 그들에게 제공할 여유 자원을 지니고 있는 사람들 사이의 가교로 묘사될 수도 있다. 그리고 그러한 프로젝트를 가능하게 하기 위해 주화·보험·파생상품과 같은 수단들이 개발되었는데, 여러 세대를 오랜 기간에 걸쳐 연결하는 장기적 수단도 있고, 지역들 사이를 연결하는 단기적 수단도 있다. 대성당을 짓거나, 도시의 지하철을 건설하거나, 새로운 의료연구 프로젝트를 시작하는 과정에 막대한 자금이 투입되고 오랜 시간에 걸쳐 목표했던 결과를 얻기까지에는 수많은 사람들의 협력이 필요하다. 이와 관련해 주목되는 금융의 또 다른 역할이 바로 합의를 성사시키는 일, 곧 딜메이킹(dealmaking)이다. 딜메이킹은 프로젝트나 사업이나 시스템의 구조를 짜고 개인들의 서로 다른 목표들이 수렴되도록 만들어줌으로써, 서로 다른 사람들이 같은 방향으로 움직이고 공동선(common goods)을 달성할 수 있도록 도와주는 활동이다. 계약 당사자들로 하여금 목표를 수용하고, 작업을 수행하며, 위험을 감수하도록 하기 위해, 금융은 이러한 활동들을 조정하고 합의된 목표를 달성하는 데 필요한 인센티브 구조도 제공한다⁰⁸.

03. 사회의 목표와 사회적 가치

이때 금융의 도움을 받아 실현 가능하게 된 목표들은 우리들의 가슴 속에 깃들어 있는 것들로, 각자의 직업적 관심과 가족의 희망과 사업적 야심과 문화적 갈망과 사회의 이상을 반영한다. 실러에 따르면, 금융은 목표를 함축하지 않는다. 금융 그 자체는 ‘돈벌이’에 관한 것이 아니며, 이익을 남기는 것이 금융의 본질도 아니다. 금융은 ‘기능적’ 과학인데, 이는 사회의 다양한 목표들을 지원하기 위해 존재한다는 의미이다. 금융기관들의 목표가 그 사회의 목표나 이상들과 더 잘 정렬될수록 사회는 더 번영하고 튼튼해질 것이다. 그 반대의 경우에는, 금융은 사회의 목표들을 전복시키고 훼손하는 과정에서 강력한 힘을 발휘하게 되는데, 서브프라임 모기지 사태나 금융위기가 대표적인 현상이다.

마크 카니 전임 영국 중앙은행 총재도 실러 교수와 비슷한 문제의식 위에 2021년 <가치(♯): 모두를 위한 더 나은 세상 만들기>를 출간했다. 그는 금융위기의 근본적 원인을 금융이 공정, 정직, 신중, 책임, 겸손과 같은 핵심적인 가치들을 상실한 점에서 찾는다. 금융이 이러한 가치들을

⁰⁷ 이때의 목표는 가계·중소기업·대기업·시민단체·정부 등의 목표로, 대학등록금 마련·안락한 노후설계·식당 창업·회사의 최신설비 도입·사회보장제도 도입·달나라 여행 등 매우 다양하다.

⁰⁸ 딜메이킹과 스튜어드십의 중요성에 대한 로버트 실러의 강조는 트레이딩 문화의 확산으로 인한 에이전시의 타락을 강조했던 존 케이의 문제의식과 일맥상통한다.

상실한 이유들로는 시장의 힘에 대한 믿음이 사실상 신앙의 영역으로 들어서면서 자본주의가 균형감을 잃었고, 시장에서 결정되는 ‘경제적 가치’와 사회 구성원들이 중요하게 여기며 사회 통합을 가능케 하는 요인인 ‘사회적 가치’⁰⁹의 괴리가 커졌다는 점이 거론되었다. 그리고 금융의 목적이 나 본질에 대해서도 비슷한 의견을 개진한다. 금융은 사회에 의해 결정된 목적을 달성하기 위한 도구이며, 금융의 핵심 정체성은 공익성에 있다는 것이다. 금융이 이러한 도구로서의 역할을 충실히 담당하도록 하려면 금융과 관련한 핵심 가치들을 강화하는 것이 대단히 중요하다는 점도 강조된다 (Carney 2021).

09 마크 카니에 따르면, 사회적 가치는 하나가 아니라 사회 구성원들이 중요하게 여기는 다양한 요소들로 구성된다. 이들은 삶에서 무엇이 중요한가에 관한 사회 구성원들의 판단이고, 행동의 원칙들이나 기준들을 나타내며, 개인의 행복과 사회의 장기적 발전을 위해 없어서는 안 될 것들이다. 이러한 사회적 가치는 기업에 의해 만들어지고 시장에 의해 결정되는 경제적 가치의 지속가능성을 위해서도 필수적인 존재이다. 카니가 주로 강조하는 사회적 가치들로는 자유, 기회의 평등, 연대, 책임, 역동성, 회복력, 지속가능성, 겸손, 연민 등을 들 수 있다(Carney 2021).

IV. 사회적 금융의 정의와 특징

01. 경제 패러다임의 변화

2008년 미국발 금융위기를 기점으로 경제 패러다임이 ‘이윤과 경제적 가치’(profit and economic value) 중시에서 ‘목적과 사회적 가치’(purpose and social value) 중시 쪽으로 전환하고 있다. 세계경제포럼을 이 끌고 있는 클라우스 슈밥은 이윤 추구가 사회적 책임과 결합되어야만 지속가능한 이윤 획득도 가능하다며, 주주에 더해 고객·직원·공급업자·지역사회의 이익도 함께 고려하는 이해관계자 자본주의(stakeholder capitalism)를 추창하고 있다. 이러한 점에서 오늘날의 시대정신은 ‘doing well by doing good’으로 요약될 수 있다. 즉, ‘선행을 통해 사업적 성공을 거두겠다’거나 ‘좋은 일을 해서 돈을 벌겠다’는 것이다. 이러한 입장은 이해관계자의 몫을 빼앗는 대신 오히려 그들의 몫을 늘리고 적극적인 참여를 유도함으로써 사업적으로 성공할 수 있다는 입장이기도 하다(Bakan 2020).

이러한 변화의 흐름은 금융의 영역에서도 감지된다. 세계 최대의 자산운용사인 블랙락의 CEO 래리 핑크는 투자대상 기업들에게 기업 경영에 따른 환경적 영향을 고려하라고 요청했으며, 많은 기관투자자들이 ESG투자 비중을 크게 늘리고 있다. 이와 더불어 임팩트(impact)¹⁰를 강조하는 임팩트투자의 흐름도 점점 더 커지고 있다. 임팩트는 어떤 행동이 사람과 지구에 주는 편익·혜택·이로움(benefit)의 척도이다. 임팩트는 유해한 결과의 축소와 유익한 결과를 창출을 모두 포괄하며, 사회적 차원과 환경적 차원으로 나뉠 수 있다. ‘사회 영향’(social impact)은 개인의 후생 개선과 공동체의 후생 개선을 포괄하고, 사람들의 역량 증진을 통해 보다 생산적 삶으로의 전개를 이끌어낸다는 점에서 진정한 사회 진보를 표현한다. 그리고 ‘환경 영향’(environmental impact)은 기업활동이나 투자가 우리 지구에 미치는 긍정적인 변화를 지칭한다(Cohen 2021).

임팩트 혁명을 전세계적 차원에서 주도하고 ‘G8 Social Impact Investment Task Force’를 이끌었던 로널드 코헨에 따르면, 과거에 ‘기술 기업가’(tech entrepreneurs)들의 자금 필요에 대응해 ‘벤처캐피탈’이 출현했던 것처럼, 오늘날에는 사람들의 삶을 개선하고 지구를 지키려는 임팩트 기업가들(impact entrepreneurs)의 필요에 대응해 임팩트투자가 출현 중이다. 소비자·기업·정부·투자자 등 모든 경제주체들이 각종 경제적 의사결정을 행하는 과정에서 임팩트를 중요한 요인으로 고려하도록, 즉 각자의 행동이 사회나 환경에 의미 있는 변화를 얼마나 가져올 것인가를 오는가를 염두에 두도록 하자는 것이 핵심 문제의식이라고 할 수 있다(Cohen 2021).

¹⁰ 임팩트 개념은 2007년 이탈리아 중부 도시인 벨라지오에서 개최된 록펠러재단 모임에서 당시까지 주로 사용된 ‘사회투자’가 ‘임팩트투자’로 대체되면서, 처음 등장한 것으로 알려졌다(Cohen 2021).

02. 광의의 사회적 금융

그렇다면, 사회적 금융은 이러한 ESG투자나 임팩트투자와는 어떤 관계에 있는가? 사회적 금융은 어떻게 정의될 수 있는가? 일단 사회적 금융은 현실에 존재하는 분명한 실체이자 오랜 역사를 가진 경제적·사회적 실천들이지만, 아직까지는 전통적인 금융과 차별화되는 별도의 본격적인 연구 대상으로 정립되었다고 보기 어려우며, 사회적 금융과 관련해 합의된 정의는 아직 없다는 점부터 확인할 필요가 있다.

이러한 점들을 고려하며, 앞서 살펴본 금융 관련 논의들을 토대로 사회적 금융을 폭넓게 규정해본다면, 다음과 같은 정의가 가능할 것이다. 광의의 사회적 금융은 ‘금융의 본질에 충실하되, 금융의 힘으로 ‘사회적 가치’¹¹를 구현할 것을 일차적인 목적으로 삼는 활동’이다. 마크 카니 등의 논의를 원용하자면, 그 핵심은 금융의 가치와 사회의 가치들을 정렬(align)시키려는 ‘목적 지향적 시도’, 경제적 가치와 사회적 가치를 함께 달성하려는 ‘가치기반 활동’, 재무적 수익과 사회적 영향을 동시에 추구해 장기적 지속가능성을 실현하려는 ‘지속가능 기획’ 등으로 요약할 수 있을 것이다. 그런데 사회적 금융은 계속 진화 중인 실천이자 개념이라는 점에서, 현실에 존재하는 다양한 형태의 금융 중 어디까지를 여기에 포함시키고 어디부터 배제할지에 관해 미리 정해진 기준은 없다. 이때, 금융을 통해 어떠한 사회적 가치들을 구현하려는가에 따라, 경제적 가치와 사회적 가치 사이에 어떤 밸런스를 부여하는가에 따라, 재무적 수익과 사회적 영향 중 어느 쪽에 더 우선순위를 두는가에 따라 각양각색의 다양한 사회적 금융이 존재할 수 있을 것이다. 전통적 금융이 각자의 선택과 공동의 목표가 어긋나지 않도록 하기 위해 인센티브를 강조한다면, 사회적 금융은 인센티브에 더해 목적·가치·윤리 등 내적 동기를 함께 강조한다는 점에서 차별성을 띤다는 평가도 가능할 것이며, 인센티브와 내적동기가 어떻게 상승작용을 일으키게 할 수 있을지가 향후 사회적 금융의 성공을 위한 중요한 관건이 될 것이다¹².

03. 협의의 사회적 금융과 그 특징

오늘날 우리 사회에서 사회적 금융은 사회적경제 조직들에 대한 자금 제공이라는 의미에서 논의되는 경우가 많다. 이 점에서 보자면, 협의의 사회적 금융은 자금수요자인 사회적경제 사업체와 자금공급자인 사회적 투자자 사이를 연결하는 금융으로 정의할 수 있다. 나아가 호혜와 연대의 원리에 근거하고, 시장과 공동체와 공공의 힘을 동시에 활용해, 시민의 필요와 욕구를 충족시키고 사회문제를 해결하려는, 사회적경제 사업체나 조직체에 사용될 자금을 모집하고 제공하는 각종 활동으로도 정의될 수 있다. 앞서 보았던 로버트 실러의 금융에 관한 정의를 원용하자면, 사회적 금융은 공동선의 달성이나 사회문제의 해결을 목표(goal)로 한 사회적기업가나 공익활동가들에게 고유한 해

11 이때, 사회적 가치란 사회 구성원들이 중요하게 여기고 행복하고 지속가능한 사회를 위해 필수적인 덕목들을 지칭한다.

12 마크 카니는 전통적 금융도 사회의 가치들을 중심으로 다시 재구성되어야 한다고 주장하는데, 이는 사회적 금융과 전통적 금융의 경계가 크지 않다거나, 사회적 금융은 사회적경제로 표현되는 일부 특수집단에 국한한 금융이 아니라 모든 금융이 나아가야 할 방향을 선택하고 있는 금융이라는 주장으로 이어질 수 있다.

법(architecture)을 제공하고, 이 목표에 공감해 소중한 자산을 제공한 다양한 사회적 투자자들을 대신해 그들의 자산을 지키고 관리하고 그들이 원하는 것을 얻을 수 있게 하며(stewardship), 공동선의 달성이나 사회문제 해결 과정에 참여한 다양한 주체들을 조율해가며 공동의 목표가 종결(finis)될 때까지 계약의 전과정에서 책임을 다하는 활동(deal-making)이라고 정의할 수 있다.

보다 중요하게는, 사회적 금융 관련 연구자들에 의한 정의도 살펴볼 필요가 있다. 이 분야의 대표적인 연구자들인 알렉스 니콜스와 제드 에머슨에 따르면, 사회적 금융은 '재무적 수익도 때로는 추구하지만, 기본적으로는 사회적이거나 환경적인 목적을 위해 자본을 배분하는 행위'로 정의된다. 사회적 금융은 또한 '사회적으로 바람직한 결과를 달성하는 목표에 전략적 우선순위를 두는 모든 종류의 조직이나 프로젝트에 자본을 배분하는, 경제적이면서도 규범적인 활동'으로 정의될 수도 있다. 이렇게 정의된 사회적 금융의 핵심 특징은 '사회목적 조직들에 자금을 제공'한다는 것인데, 자금 제공의 동기는 경제적 계산, 개인적인 신념, 문화적인 취향 등 다양할 수 있다(Nicholls & Emerson 2015).

사회적 금융과 일반적 금융의 차이는 다음의 두 측면에서 크게 두드러진다. 우선, 일반적 금융이 경제적 계산, 곧 재무적 수익과 그에 수반되는 리스크에 기초한다면, 사회적 금융은 경제적 계산과 더불어 사회적 규범이나 윤리적 가치판단에도 토대를 둔다는 차이가 있다. 둘째, 일반적 금융의 경우, 자본 투자에 의해 창출된 가치를 그 소유자들이 모두 수취해야 한다는 입장인 반면, 사회적 금융은 '가치 창출'(value creation)과 '가치 수취'(value appropriation)의 논리를 분리하지는 입장이다. 사회적 금융에 참여하는 사회적 투자자는 자신의 자본으로 창출된 가치들 중 일부는 자신이 가져가지 못하고 다른 사람들에 의해 수취될 것임을 처음부터 알면서 참여하는 사람들이다. 사회적 금융은 '가치 창출'과 '가치 수취'를 분리시킴으로써 사회적 결과와 재무적 결과가 같이 섞인 혼합 가치(blended value)에 초점을 맞출 수 있으며, 다양한 자본들의 참여를 통해 여러 이해관계자들의 목표를 함께 달성하는 것도 가능하다(Nicholls 2010, Nicholls 2015, Emerson 2003).

04. 돈의 사용 방법에 관한 새로운 기풍이자 임팩트의 발생자

그런데 사회적 금융은 사회목적 조직들에 자금을 제공하고 투자자들에게 새로운 투자 기회를 제공해주는 자본 이상의 의미를 지닌다. 알렉스 니콜스와 캐시 파로아에 의하면, 사회적 금융은 자금이 사회적·환경적 프로젝트로 흘러 들어가는 것을 뛰어넘어, 사람들이 돈을 사용하는 방법에 관한 새로운 기풍(ethos)이다. 이러한 입장에서 보자면, 기존 금융시스템은 시장실패이자 사회문제 그 자체라고 할 수 있다. 이 점에서 사회적 금융은 사회영향(social impact)과 환경영향(environmental impact)을 목적으로 한 자원들의 원천임과 동시에 현재의 금융시스템에 대한 비판인 셈이다. 사회적 금융의 경우 일반적인 금융투자가 낳는 외부성을 내부화하는 데 초점을 맞추고, 자본배분 전략의 일차적 목표로 사회적·환경적 목표를 설정하는 것이 이러한 맥락에서 이해될 수 있다(Nicholls & Pharoah 2008, Nicholls & Emerson 2015).

V. 사회적 금융의 스펙트럼과 주요 행위자들

01. 사회적 금융의 스펙트럼

앞에서 확인했던 것처럼, 사회적 금융은 실천적인 활동들을 포괄하는 것으로, 명확하게 규정되지도 널리 합의된 정도도 아직 없는 것이 사실이며, 사회투자(social investment)나 임팩트투자(impact investment) 등 유사한 용어들¹³과 큰 차별성 없이 사용되기도 한다. 영미권에서는 임팩트투자의 사용 빈도가 높기는 하지만, 이 경우에는 좁은 의미에서의 투자가 아닌 융자나 대출 등을 제외하는 듯한 인상을 주며, 신용협동조합, 마이크로 파이낸스, 지역개발금융기관 등 역사적으로 존재했던 다양한 실천들을 포함하지 못한다는 점에서 한계가 있다. 이러한 점들을 감안할 때, 현재 다양한 사회목적 조직들의 활동을 ‘사회적경제’(social economy) 또는 ‘사회연대경제’(social and solidarity economy)라는 용어로 포괄하는 경향도 함께 고려할 때, 사회목적 조직들에 자금을 제공하거나 사회적 가치 구현을 일차적 목적으로 삼는 금융 활동들은 ‘사회적 금융’(social finance)로 통칭하는 것이 합리적일 것으로 보인다.

¹³ 사회투자는 ‘사회적 섹터 조직들의 사회적·재무적 수익 창출 역량을 높이기 위해 제공되는 자본’을 의미한다. 임팩트투자는 ‘재무적 수익과 함께 측정 가능하고 긍정적인 사회적·환경적 영향을 유도하는 투자’를 의미한다. 사회투자 개념이 자금 수요자의 사회적·법적 상태와 금융 접근성에 관심이 있다면, 임팩트투자 개념은 특정한 사회영향과 환경영향을 발생시킬 수 있는 자본의 사용, 곧 투자자의 동기과 행동에 초점이 맞춰져 있다(조복현·김수림 2019).

<그림 1> 사회적 금융의 스펙트럼

← 재무적 수익 강조

사회적 가치/임팩트 강조 →

Finance Only		재무 우선 (Finance First)		임팩트 우선 (Impact First)		Impact Only
		책임투자	지속가능투자	임팩트투자		박애형벤처
사회적 금융						
시장수익률 상회			시장수익률	시장 수익률 하회		투자금 미상환
사회,환경 목적 배제	사회,환경, 지배구조 위험 완화	사회, 환경, 지배구조 개선	투자자에게 경쟁적 수익을 제공가능 사회문제 대응	투자자에게 시장수익률 하회 수익 제공 가능 사회문제 대응	투자자가 시장수익률 이하의 수익 요구하는 사회문제 대응	투자자에게 투자금 돌려줄 수 없는 사회문제 대응
	사회책임기업	공유가치 창출기업	사회적경제 조직		비영리조직	

출처: 조복현·김수림(2019), 자료: SIITF(2014a)

이때, 사회적 금융에 속하는 금융기관들은 전체 스펙트럼 중 특정 영역에 속하는 것으로 분류될 수 있다. 즉, ‘사회적 가치 또는 임팩트 추구’와 ‘경제적 가치 또는 재무적 수익 추구’ 사이의 배합을 기준으로, 임팩트만을 추구(impact only)하는 박애형 벤처부터 임팩트와 재무적 수익을 동시에 추구하되 임팩트를 우선시하는 임팩트투자, 임팩트와 재무적 수익을 함께 추구하되 재무적 수익을 우선시하는 지속가능투자와 책임투자 등 다양한 형태로 존재한다. 박애형벤처는 투자자에게 투자금을 상환해줄 정도의 수익이 발생하지 않는 영역에서 사회문제를 해결하는 비영리조직 등에 자금을 제공한다. 임팩트투자는 높은 경제적 가치를 창출하지 못하지만 높은 사회적 가치를 창출하는 다양한 유형의 사회적경제 조직들에게 자금을 제공하고, 시장평균 또는 시장 평균을 하회하는 수익률을 얻는 것이 일반적이다. 임팩트투자자들은 금융적 수익을 가져가지 않고 그들의 원리금 중 일부나 전부를 다른 투자자들에게 양보할 태세를 갖춘 투자자들이기도 하다. 흔히 ESG투자라고도 불리우며 사회·환경·지배구조 관련 위험을 완화하거나 가치를 높이는 책임투자와 지속가능투자 경우에는 사회적 금융에 포함되지 않는 경우도 있지만¹⁴ 사회적 금융의 외연 확장이 필요하다는 판단 아래 포함시키기로 한다¹⁵.

14 임팩트투자 또는 사회영향투자(social impact investments)는 재무적 수익에 더해 특정한 종류의 사회적 목표를 의도적으로 설정하고 양자의 달성을 측정하는 투자로 정의된다. <그림 1>에서 책임투자나 지속가능투자가 임팩트투자에 포함되지 않은 것은 사회영향이나 환경영향을 고려하고는 있지만 이들 목표를 의도적·적극적으로 설정하기보다는 기존의 금융원리를 따라 소극적으로 반영한 것에 불과하다고 평가했기 때문인 것으로 보인다(SIITF 2014b, 조복현·김수림 2019).

15 임팩트투자에 임팩트 우선 투자만 포함시키는 것은 사회영향투자 태스크포스(SIITF 2014a)의 분류이다. Nicholls & Emerson(2015)의 경우에는 임팩트투자의 핵심 특성을 경제적 가치와 사회적 가치의 동시 추구, 곧 혼합가치(blended value)로 규정하고, 임팩트투자에 임팩트 우선 투자에 더해 재무적 수익 우선 투자도 포함한다. 따라서 니콜스와 에머슨의 분류에 따르면, 책임투자와 지속가능투자도 임팩트투자로 분류된다. 이때, 임팩트투자는 목적의식을 띠고 사회적이거나 환경적인 가치를 창출하는 조직들에 자본을 제공하고 동시에 투자자들에게도 수익을 돌려줄 것을 지향하는 금융사업 모델을 요약될 수 있다.

02. 사회적 금융의 주요 행위자들¹⁶

사회적 금융의 주요 행위자들로는 사회적 목적 달성을 위해 자금이 필요한 자금 수요자(사회적경제 조직), 사회적경제에 자금을 제공하는 자금 공급자(사회적 투자자), 자금 수요자와 자금 공급자 사이에서 양쪽의 필요를 충족시켜주는 중개기관(사회적 금융 중개기관)들이다.

자금 수요자는 사회적 영향의 크기와 구조적인 시장실패의 정도에 따라 복지형·위탁형·지속가능형·상업형·혁신형 등으로 나뉘며, 각 유형별로 자금수요가 다르고 적합한 자금이용 수단도 다르다. 복지형 사업체는 사회적 영향은 크지만 재무적 성과가 낮은 조직들로, 영업활동으로는 변동비 중 일부만을 회수할 수 있어, 정부 보조금이나 민간 기부금에 대한 의존도가 높다. 위탁형 사업체는 사회적 영향은 보통 이상이고 재무적 성과는 중간 미만인 조직들로, 영업활동을 통해 변동비는 회수할 수 있지만 고정비를 회수하기 어려워 외부 지원금과 저리의 장기대출이 필요하다. 지속가능형 사업체는 사회적 영향은 크지만 재무적 성과는 보통인 조직들로, 영업활동을 통해 변동비와 고정비 회수는 가능하지만 자본비용까지 회수할 만큼의 경제적 이익은 확보하지 못하기 때문에 저리의 운전자본 대출만 가능하며 성장자본 조달에는 어려움이 있다. 상업형 사업체는 사회적 영향은 보통이고 재무적 성과가 뛰어난 조직들로, 영업활동을 통해 충분한 이익을 창출할 수 있어 상업자본 유치가 가능하고 성장자본 조달도 어렵지 않다. 혁신형 사업체는 사회적 영향과 재무적 성과가 모두 우수한 조직으로, 충분한 경제적 수익 창출이 가능해 민간 상업자본을 유치할 수 있고, 위험자본 투자도 가능하다. 그리고 동일한 유형이더라도 생애주기나 경영 여건에 따라 자금 수요의 내용이 달라질 수 있다는 점에도 유의할 필요가 있다(라존영 2014).

자금 공급자는 자신들의 돈으로 사회목적 조직이나 프로젝트에 자금을 제공하는 투자자들로, 공공투자자·자선투자자·영리투자자·당사자투자자·시민투자자 등으로 구분되며, 투자 목적·기대 이익·위험 감내도가 서로 다르다. 공공투자자는 사회적 금융 생태계 조성을 목적으로 손실을 감수하며 대규모자금을 조성해 촉매자본을 제공하고 법·제도 인프라도 마련한다. 공익재단 등 자선투자자는 사회공헌을 목적으로 손실을 감수하며 촉매자본과 초기 자본 등 마중물을 제공한다. 이들은 ‘임팩트만 추구’(impact only)하는 투자자들로, 사회영향 목표에 대한 가중치가 큰 반면 저수익·고위험·긴 상환 기간은 문제 삼지 않는다. 영리투자자는 시장금리 이상의 수익을 기대하며 자금을 제공하는데, 개인자산가·연기금·투자신탁·전통적 금융기관 등이 여기에 해당한다. 이들은 ‘재무적 가치 우선’(finance first) 투자자들로 위험조정 수익률에 민감하다. 사회목적 조직들에 대한 투자는 수익률이 낮고 위험이 높기 때문에 투자를 유인하기 어렵지만, 유입되지만 한다면 사회적경제 분야의 자금조성을 크게 늘려 줄 주체들이다. 당사자투자자는 사회적경제 조직에 참여하는 당사자들로, 이들은 사업상의 필요를 스스로의 힘으로 충족시키기 위해 자조자금을 만들어 운영한다. 시민투자자는 사회적경제 조직들이 창출하는 사회적 가치에 공감하면서 금전적 자본 제공을 통해 그 활동에 동참하거나 후원하려는 투자자들이다. 이들은 ‘임팩트 우선’(impact first) 투자자들로, 사회적 목적 달성을 중시한다. 높은 금전적 수익을 기대하지는 않지만 높은 위험까지 감내할 의력이나 의향은 없는데, 사회적 금융 생태계를 건강하게 조성하는 데 가장 크게 기여할 투자자이다.

16 이 부분은 이인재·장종익·박중현·김혜원(2017)의 <서울시 사회적경제 5개년 계획 수립을 위한 기초 연구> 중 “사회적 금융기관의 협업모델 확산 및 자생력 제고에 기초한 협력적 금융생태계 조성”을 토대로 했다.

보다 많은 사회적 투자자의 유입을 이끌어내기 위해서는 투자상품의 혁신이 필요하다. 우선, 손실보전 및 신용보강 등을 통해 사회적경제 사업체에 만연한 높은 투자위험을 시민·영리 투자자들이 덜 부담토록 할 필요가 있다. 그러려면 공공투자자와 자선투자자가 손실위험을 우선적으로 부담하는 촉매자본(catalytic capital)을 제공해야 한다. 촉매자본은 손실 감수 자본(first-loss capital)으로, 상황이 이뤄지지 않을 경우 그 손실을 먼저 떠안음으로써 다른 투자자들의 위험을 줄여주는데, 지원금(grants), 지분투자(equity), 후순위채권(subordinated debt) 등 다양한 수단이 있다. 이러한 촉매자본을 제공하는 대표적인 주체로는 한국사회가치연대기금과 영국의 빅소사이어티캐피탈(BSC)와 같은 도매형 중개기관이 있다. 이들은 혁신적인 투자상품들에 투자를 함으로써 다른 민간 투자자들의 신뢰를 이끌어내고, 구조화된 투자상품들 중 위험이 큰 지분투자·후순위채권·보증 등의 부분을 인수해 여타 민간 투자자들의 위험을 줄이고 투자를 유인한다. 그리고 몇 개의 금융수단을 결합하거나 펀드구조를 중층적으로 설계한 금융수단을 통해 수익·위험의 프로파일이 상이한 다양한 투자자들의 유입을 이끌어낼 수도 있다.

사회적 금융의 세 번째 행위자로는 자금공급자들과 자금수요자들을 연결하는 사회적 금융 중개기관들(social finance intermediaries)을 들 수 있다. 흔히, 이들은 투융자 실행 이전 단계에서는 사업성·상환능력·사회적 가치 등을 근거로 투자 대상 사회적경제 조직들을 선별하고, 투융자 실행 이후에는 자금이 효과적으로 사용되고 있는지를 모니터링하며, 다양한 경영지원 서비스를 제공함으로써 사업 목적을 달성할 수 있도록 지원하고 투자금 회수 가능성도 높이는 역할을 담당한다. 사회적 금융 중개기관은 업무 특성에 따라 도매형 중개기관과 소매형 중개기관으로 나뉠 수 있다. 도매형 중개기관은 자금 조성 및 새로운 금융상품 개발에 주력하고, 조성한 자금을 소매형 중개기관에 제공해 사회적 금융 생태계 구성에 힘쓰는 역할도 담당한다. 소매형 중개기관은 사회적경제 사업체에 대한 직접적인 투융자 및 사후관리에 주력하며 현장의 사회적경제 사업체와의 일상적 접촉을 수행한다.

사회적경제 사업체가 자금을 원활히 조달해 경제적·사회적 목적을 달성하고, 사회적 투자자가 자금 제공을 통해 기대하는 사회적 성과와 수익을 구현하며, 사회적 금융 기관이 사회적 투자자들로부터 자금을 확보해 다양한 금융 및 비금융서비스를 제공함으로써 양자의 필요를 잘 충족시키기 위해서는 이들의 활동을 지원하는 우호적 환경이 필요한데, 이를 사회적 금융 인프라로 통칭할 수 있다. 이 인프라에는 사회적경제 사업체의 경제적·사회적 가치 창출을 측정하거나 평가하고 이에 관한 정보를 생산하는 임팩트 측정 및 평가시스템, 민간 사회적투자자의 투자위험을 줄여줄 수 있는 보증시스템, 보다 많은 자금이 사회적경제 영역으로 유입될 수 있도록 유도하는 법·제도 환경 등이 포함된다.

VI. 사회적 금융의 짧은 역사와 대표적인 유형들

01. 사회적 금융의 짧은 역사

경제적 가치 창출에 더해 사회적 가치 창출을 목적으로 하는 자본을 배분하는 장치들은 오래 전부터 있었다. 신앙에 기반을 두거나, 자선단체의 형식을 띠거나, 상호부조의 성격을 띠는 등 다양한 형태의 금융모델이 전세계에 걸쳐 존재했다.

오랜 역사를 몇 가지 흐름으로 재구성하자면, 첫째, 종교기반 '자선'의 전통이 있다. 유대교·기독교·이슬람교 등 종교 영역에서 자선단체를 직접 운영하거나 자금을 제공하며, 자선영역을 확장시켰다. 둘째, 근대적인 형태의 사회적 금융에 앞서 존재했던 또다른 유형으로는 공제조합과 협동조합 전통에 기인한 자조금융들이 있다. 셋째, 비교적 최근에는 비윤리적 기업에 대해서는 투자를 회수하거나 거부하고 환경적 가치를 입증한 기업들에는 투자를 확대 사회책임투자(Socially Responsible Investing: SRI) 운동이 전개되었다. 넷째, 민간재단이나 자선단체 영역에서도 사회적 금융의 기풍을 찾아볼 수 있다. 과거에는 핵심 자산을 재무적 수익을 확보하는 데 사용하고, 이렇게 확보한 재무적 수익으로 사회목적 조직들에 지원금을 제공했지만, 최근에는 핵심 자산을 '미션 연계투자' 또는 '프로그램 연계투자'에 사용함으로써 임팩트 금융의 성격을 강화하고 있다. 다섯째, 공공부문이 전통적인 복지서비스 전달자의 역할을 줄여가는 과정에서 국가 기능의 변화가 일어났고, 이 과정에서 사회적 금융의 발전이 촉진되고 있다. 정부가 복지서비스의 직접적인 전달자로부터 복지서비스의 관리자 또는 촉진자로 변화하는 과정에서 사회영향채권(social impact bond)과 같은 새로운 사회적 금융 수단이나 '빅소사이어티 캐피탈'과 같은 새로운 사회적 금융기관들이 출현했다(Nicholls & Emerson 2015).

02. 사회적 금융의 유형들

사회적 금융은 어떠한 종류의 사회적 가치를 구현하려는가에 따라 역사적으로 다양한 양상을 보이며 발전해왔다. 오랜 기간 동안 공제조합이나 금융협동조합 등으로 대표되는 '자조금융', 지역금융

과 서민금융 그리고 마이크로파이낸스 등으로 대표되는 ‘포용금융’ 등의 역할이 컸다면¹⁷, 최근에는 장기적 지속가능성 등에 초점을 맞춘 ‘사회적은행’, 사회목적 조직들의 측정가능한 사회영향(Social impact) 제고에 초점을 맞춘 ‘임팩트투자’, 주식시장에 상장된 영리기업의 환경·사회·기업 지배구조 개선에 주력하는 ‘ESG투자’ 등의 활동이 눈에 띈다. 사회적 금융의 전체 역사를 조망할 경우, 대표적인 유형들로는 신용협동조합, 마이크로파이낸스, 박애형벤처, 사회적은행, 임팩트투자를 들 수 있다.

최초의 농촌 소재 신용협동조합은 농민들이 열심히 일함에도 불구하고 고리대금업의 늪과 가난으로부터 벗어나지 못하는 문제를 농민들의 자조금융을 통해 극복하는 과정에서 시작되었다. 라이파이젠 협동조합으로 대표되는 신용협동조합은 조합원들로부터 예금을 수취하고 이를 조합원들에게 대출해줌으로써 외부의 지원 없이 조합원들 스스로 금융적 수요를 충족시키는 대표적인 자조형 사회적 금융기관이다. 신협은 주인은 조합원이다. 이들은 동일한 지역에 거주하며 다양한 모임을 함께 하고 경제활동도 같이 벌이면서 경험과 삶을 공유하는 존재들로, 금리 수준·대출액 상한·장관 개정 등과 같은 주요 사안을 1인1표 원칙에 의해 민주적으로 결정한다. 신용협동조합에는 조합원들 사이에 존재하는 공동의 유대에 힘입어 채무의 이행을 강제하는 강력한 사회적 제재가 작동한다. 채무를 이행하지 않는 조합원들은 신용협동조합 내 지분을 상실할 뿐 아니라 공동의 유대를 잃는 추가적인 비용을 지불해야 한다. 신용협동조합은 조합원 소유, 공동 유대, 높은 사회적 제재 능력 등에 힘입어 예금 확보, 정보 획득, 차입자 모니터링 등의 측면에서 전통적 금융중개기관들에 비해 우월한 성과를 거둘 수 있었다(박종현·정종익 2014).

신용협동조합은 이러한 조직적 특성에 힘입어 낙후지역 빈곤층의 자립을 돕는 대표적인 금융기관으로서 활동을 했다. 그러나 1980년대 이후 아시아·중남미·아프리카 등 개발도상국 빈곤층의 금융 배제 문제를 해결하는 과정에서 주된 역할을 담당했던 것은 마이크로파이낸스였다. 특히 마이크로파이낸스의 초기 발전과정을 이끌었던 그라민은행은 저축신용순번제나 신협의 사업 모델을 활용해 여성만을 대상으로 삼는 대출정책, 분할상환기법, 공동대출기법, 누진대출 프로그램 등을 발전시킴으로써 정보 비대칭성 및 대리인 문제를 한층 효과적으로 해결할 혁신적인 사업 모델로 주목을 받았다. 이후, 빈곤의 문제를 해결해 줄 가장 유력한 수단으로 높게 평가되었고 수많은 자금과 인재들이 대거 유입되면서 괄목할 성장을 보였다. 이 과정에서 각국의 고유한 상황을 반영해 시민단체형, 협동조합형, 금융기관형 등 여러 유형으로 분화했고, 사회적 목적의 달성과 지속가능성이라는 두 목표 중 어느 쪽을 더 강조할 것인가가 중요한 쟁점으로 대두되었다. 지속가능성을 위한 상업형으로의 전환 필요성 논란이 있었고, 공동대출 프로그램과 개인대출 프로그램의 성과 차이에 관한 논쟁도 전개되었다(박종현·정종익 2014).

전통적인 금융부문으로부터 유입된 자금은 주로 위험이 상대적으로 낮은 가운데 영리 지향적인 대형 사회적기업 쪽으로 집중되는 경향이 있다. 이처럼 위험이 낮고 재무적 수익을 추구하는 분야로의 자금 공급은 많은 반면 위험이 높고 사회적 수익을 추구하는 분야로의 자금 공급은 그 사회적 필요에 비해 현저히 작다. 이처럼 수요와 공급의 미스매치가 발생하는 상황에서 충족되지 못한 수요의 많은 부분을 채워주는 방식의 금융 사업모델이 박애형 벤처(venture philanthropy)이다.

¹⁷ 조합원들 스스로 금융적 필요를 충족시키는 대표적인 자조금융기관으로서의 신용협동조합(credit union), 가난한 개인의 경제적 자립을 후원하는 마이크로파이낸스(microcredit), 낙후지역의 경제적 자립 및 공동체성 강화를 목적으로 한 지역개발금융기관(Community Development Financial Institution: CDFI) 등이 대표적이다.

이들은 상환 의무가 없다는 점에서 지원금 성격의 인내자본을 제공하되, 자금이 효과적으로 사용될 수 있도록 하기 위해 피투자 단체에 경영 조언, 기술지원 등을 함께 제공한다. 투자 대상 사회적 조직의 경영과 사업에도 적극적으로 개입하여 사회적·경제적 목표와 관련해 공격적인 성장 전망을 제시할 것을 요구하고, 이들 단체를 상시적으로 모니터링하고 성과지표를 근거로 이들의 업적을 평가한다. 창업 단계의 사회적 조직을 발전시키는 데 박애형 벤처가 중요한 역할을 담당한다는 점에 대해서는 의견이 대체로 일치하고 있다(Nicholls & Pharoah 2008, Bugg-Levine & Emerson 2011).

사회적은행(social bank) 또는 가치기반은행(banking on values)은 경제적 가치와 사회적 가치를 같이 추구하되 사회적 가치를 앞에 두며, 사람(people)·환경(planet)·번영(prosperity)을 같이 추구하되 사람과 환경을 더 앞에 두는 금융이다. 사회적은행의 핵심 특징은 강한 가치지향성과 목적지향성으로, 조직형태보다는 목적·사명·문화 등이 더 중요한데, 앞서 보았던 예금 채널(deposit channel)에 속하는 금융기관들이 많다. 다양한 예금상품을 개발해 시민들도 사람·환경·번영이라는 세 가지 목표에 영향을 미치도록 돕고 있다. 마이클 포터가 제시한 공유가치 창출(Creating Shared Value: CSV)의 금융 적용모델이자 CSV의 적극적 버전이라는 평가도 가능하다. 이들 가치기반은행의 네트워크가 사회적은행들의 협의체인 ‘글로벌 가치기반 은행연합’(Global Alliance for Banking on Values: GABV)이다(박종현 2021).

글로벌가치기반은행연합 출범과 비슷한 시기에 사회적은행에 더해 제도권 금융기관들이 함께 참여한 혼성 조직체도 결성되었는데, 양자를 연결한 공통분모는 임팩트투자였다. 사회적은행이 대체로 ‘예금 채널’ 중심이라면, 임팩트투자는 ‘투자 채널’ 중심이라고 할 수 있다. 이들은 자산운용사 등을 적극 활용해 사회적 환경적 도전에 맞서는 동시에 재무적 수익도 추구하는 데, 이때 재무적 수익을 추구하는 이유는 투자자의 재산을 불리기 위해서라기보다는 해당 금융기관 또는 사업 프로젝트의 지속가능성을 위해서이다. 임팩트투자에 관심을 가진 다양한 집단들이 결성한 네트워크가 바로 ‘글로벌 임팩트투자 네트워크’(Global Impact Investment Network: GIIN)이다. 사회적은행인 트리오도스뱅크와 미국 시카고의 쇼어뱅크가 공동설립했으며, 시티그룹, J.P. 모건, 도이체뱅크, 빌&멜린다 게이츠재단, 록펠러재단 등이 파트너로 참여했다. GIIN은 비영리조직으로 임팩트투자의 실효성을 제고하는 데 주력하고 있다(Benedikter 2011, 박종현 2021).

최근 각광을 받고 있는 ESG투자와 임팩트투자는 다음과 같이 비교될 수 있다. ESG투자는 환경·사회·지배구조(Environmental, Social, Governance) 기준을 근거로 리스크 관리 및 가치 창출의 새로운 요소들을 포착하고 위험조정 장기수익률을 높이려 하는데, 그 전략은 책임투자(Responsible Investing)와 지속가능투자(Sustainable Investing)는 진취적인 ESG 관행의 지원을 통한 장기적인 경제적 가치 제고가 목적이다. 반면, 임팩트투자는 기업의 활동이 가져오는 사회영향을 명시적으로 평가하고 이를 근거로 ‘투자의 사회적 수익률’을 높이려는 지속가능투자의 한 종류라고 할 수 있다¹⁸. 임팩트투자는 재무적 수익은 물론 사회적·환경적 영향도 엄밀하게 측정하려 하며, 사회영향연계채권(Social Impact Bond: SIB)¹⁹ 등 혁신적 금융상품 개발을 통해 사회적·환경적 변화를 추구한다는 점에서 다른 투자들과 차별적이다. ESG투자가 기존 녹색 자산에 투자하는 데 만족한다면, 임팩트투자는 새로운 재생가능 프로젝트 개발이나 탄소발자국 감축에의 투자를 독려한다는 차별성이 있다(Carney 2021, 박종현 2021).

18 이는 마크 카니의 분류로, 앞의 SIITF나 니콜스와 에머슨의 분류와는 차이가 있다.

19 전세계적으로 민간의 사회적 조직이 임팩트 투자를 받아 사회성과를 창출하면, 이러한 성과를 정부가 사후적으로 보상하는 사회성과보상사업에 관한 관심이 많은데, 이러한 사회성과보상사업의 핵심 수단이 바로 사회영향연계채권이다(Cohen 2021).

VII. 맺음말

사회적금융은 전통적 금융에 비해 가치지향성과 목적지향성이 더 강하다. 사회적금융은 또한 사회 혁신과 사회적 가치에 초점을 맞춘 대안적 금융으로서, 새로운 사회적·환경적 가치의 긍정적인 발생자이자, 전통적 금융이 낳는 부정적 효과에 대한 교정자라는 성격도 띤다. 이 점에서, 사회적금융을 전통적 금융의 원리에 반하는 ‘반쪽금융’이나 정부 지원에 과도하게 의존하는 ‘관계금융’으로 간주하는 것은 일면적인 인식이라고 할 수 있다. 사회적금융은 금융을 사회의 발전 및 공동선의 실현에 기여토록 함으로써 금융이 다시 시민과 사회로부터 존경을 받을 수 있도록 하는 실천이다. 사회적금융의 노력과 실천은 금융 전반의 기풍을 진작할 것이며, 금융 본연의 역할에 다시 충실할 수 있는 기회를 전통적인 금융에도 제공할 것이다. 그러려면 사회적금융의 참여자들도 그들의 활동이 시민들의 자산을 얼마나 안전하고 의미있게 관리했으며, 그들의 자산을 통해 사회의 공동선에 어떻게 기여했고 어떠한 가치를 더했는지를, 투자자와 사회 그리고 자신들에게, 보다 구체적으로 입증할 필요가 있을 것이다.

사회적 금융의 역사는 짧지 않다. 그러나 그 제도화는 아직 초기 단계이며, 향후 어떤 모습으로 발전할지는 미리 결정되어 있지 않다. 니콜스와 에머슨에 따르면, 사회적 금융이 앞으로 어떤 모습으로 발전할 것인가와 관련해 세 가지 시나리오가 예상된다. 첫 번째는 사회적금융이 주류 금융시장으로 옮겨가고 결국에는 그 속에 흡수되는 상황이다(absorption). 이 시나리오는 사회적금융의 수익 창출 능력이 확장되고 주류 금융 포트폴리오 중 사회책임투자(SRI)로 통합되는 상황과 관련이 깊다. 신재생에너지 투자의 성공 및 확대가 이러한 흐름의 전조라고 할 수 있다. 아직까지는 사회적 금융이 주류 투자자들에게 얼마나 많은 투자 기회를 제공할 수 있을지는 분명치 않다. 그러나 영미권에서는 이 시나리오가 현실이 될 가능성이 적지 않다. 최근, 사회적금융이 새롭게 발전하는 과정에서는 전통적인 금융 종사자들이 주도적인 역할을 담당하며 시장과 비즈니스의 논리를 초기 제도화 과정에 도입했다. 이 과정에서는 기부나 지원금을 제공하던 전통적인 자선금융과는 달리, 주류적인 투자노선을 계승해 사회적 금융을 전문화하는 데 특별히 초점을 맞췄다. 주류 임팩트 투자시장을 키우려는 사람들도 전통적인 금융시장 내에 사회적금융을 통합하려는 흐름이라고 할 수 있다. 이들은 환경적·사회적·지배구조 요인들(ESG)을 중요하게 고려하며, 사회적 금융의 기존 시도들을 보다 통일적인 투자분석 속에 통합하는 데도 관심이 많다(Nicholls & Emerson 2015).

두 번째로는 사회적 금융이 계속해서 주류금융의 변방에서 독자적으로 존재하며, 다양한 금융수단들과 혼성 거대구조 등으로 사회적경제를 지원하는 병렬적인 제도화(parallel institutionalization) 시나리오가 있다. 이러한 상황에서는 기부금에 기초한 자선의 논리와 주류적인 금융투자의 논리를 새롭게 결합하는 것이 중요한데, 이 과정에서 새로운 혼성조직들과 금융수단들이 중요하게 대두된다. 이들 조직과 금융수단들은, 민간·정부·재단·자산관리자 등 다양한 주체들로부터 그 유용성과 임팩트를 인정받게 되면, 보다 많은 자본을 이용할 수 있게 된다. 이 과정에서는 자선단체·비영리조직·영리사업체들 사이의 다양한 협업이 특히 중요하다. 그리고 이러한 병렬적 제

도화의 시나리오에서 예상되는 또 다른 특징으로 상호화(mutualization)의 부활도 거론되는데, 지역 통화·공제조합·주택조합·지역 소재 협동조합 등이 호혜와 협력, 연대와 공익성의 주체로서 큰 역할을 담당할 수 있다는 것이다(Nicholls & Emerson 2015).

세 번째로는 사회적 금융이 모든 투자시장에서의 근본적인 시스템 변화를 이끌고 촉진하는 제도적 전환(institutional transformation)의 시나리오가 있다. 이러한 흐름의 전조로는 윤리적 소비가 거론되는데, 이들 시장 규모는 전체 시장의 1% 내외이지만, 생산관행을 개선하고 투명성을 높이는 데 커다란 영향력을 발휘한다는 것이다. 이 시나리오에서 사회적 금융은 위험(risk)과 수익(return)에 관한 계산이 사회적·환경적 고려 위에 행해지고 자본투자 또한 이러한 흐름 위에 재정렬되는 새로운 미래의 조짐이자 그 추동력인 셈이다. 니콜스와 에머슨에 따르면, 이러한 시나리오는 주류금융의 전문성과 사회적 금융의 문제의식 및 현장경험을 겸비한 새로운 유형의 금융전문가들에 의해 주도될 수 있는데, 이들 전문가들은 재무수익(financial return)과 사회영향(social impact), 양쪽 모두를 같이 추구하는 투자 프레임을 내걸고 업을 수행하는 이들이다(Nicholls & Emerson 2015).

이 세 시나리오들 중 어느 쪽이 우리의 미래가 될지 미리 예상하기는 어렵다. 분명한 것은 사회적경제 영역에서 시민들이 중요하게 여기는 사회적 가치를 어떻게 구현하고 사회영향을 얼마나 창출할지, 사회적금융의 주체들이 사회적경제 참가자들의 목표달성을 위한 구조물 제공·딜메이킹·후견 및 관리 등을 통해 사회적경제 영역에서의 임팩트 창출을 얼마나 적극적으로 이끌고 지원할지, 사회적금융 관련 핵심 인프라가 얼마나 발전할지 등에 좌우될 것이라는 점이다. 인프라 발전과 관련해서는 정부의 역할도 중요한데, 첫째, 규제변화 및 세제혜택을 통해 사회적 금융으로 유입가능한 자본총량을 늘리는 것, 둘째, 사회적경제 중간지원조직 및 사회적금융 중개기관들을 육성함으로써 사회적경제 기업들의 사회적금융 수요를 늘리는 것, 셋째, 수탁자가 재무적 투자수익 뿐 아니라 사회영향, 곧 임팩트도 중시할 수 있도록 수탁자의 수탁책임을 새롭게 규정할 것 등이 대표적이다(Nicholls & Emerson 2015, Cohen 2021).

참고문헌

- 라준영 (2014). "사회적 자본시장의 국가간 비교 : 영국과 미국", 『청춘논총』, 제15권, 105-135.
- 박종현 (2021). 사회적 금융의 의의와 특징. 사회적 가치 이슈브리프: 사회적 금융. 한국법제연구원. 8-23.
- 박종현·장종익 (2014). 마이크로파이낸스의 조직모형과 한국적 시사점. 한국협동조합연구. 32집 1호. 95-126.
- 조복현·김수림 (2019). 대전충남지역의 사회적 금융 생태계 구축 방안: 자금의 구성과 배분을 중심으로. 2019-03. 한국은행 대전충남본부.
- 이인재·장종익·박종현·김혜원 (2017). 서울시 사회적경제 5개년 계획 수립을 위한 기초 연구. 서울연구원.
- Bakan, J. (2020). The New Corporation: How "Good" Corporations Are Bad for Democracy. Vintage.
- Benedikter, R. (2011). Social Banking and Social Finance. SpringerBriefs in Business.
- Bugg-Levine, A., and J. Emerson (2011). Impact Investing : Transforming How We Make Money While Making a Difference. Jossey-Bass.
- Cohen, R. (2021). Impact: Reshaping Capitalism to Drive Real Change. Morgan James Publishing.
- Emerson, J. (2003). 'The Blended Value Proposition: Integrating Social and Financial Returns', California Management Review, 45(4). 35-51.
- Greenwood, R. and D.S. Scharfstein (2012). How to Make Finance Work. Harvard Business Review 90 (3). pp. 104-10.
- Mark Carney (2021). Value(s): Building a Better World for All. PublicAffairs.
- Nicholls, A. (2010). 'The Institutionalization of Social Investment: The Interplay of Investment Logics and Investor Rationalities', Journal of Social Entrepreneurship, 1(1): 70-100.
- Nicholls, A. (2015). "Risk and return in social finance". in Alex Nicholls, Rob Paton, and Jed Emerson (eds). Social Finance. Oxford Scholarship Online.
- Nicholls, A. and C. Pharoah (2008). The Landscape of Social Investment: A Holistic Topology of Opportunities and Challenges. Skoll Centre for Social Entrepreneurship.
- Nicholls, A. and Jed Emerson (2015). "Social finance: Capitalizing social impact". in Alex Nicholls, Rob Paton, and Jed Emerson (eds). Social Finance. Oxford Scholarship Online.
- Rocchi, M., I. Ferrero and R. Beadle (2020). Can Finance Be a Virtuous Practice? A MacIntyrean Account. Business Ethics Quarterly. 31(1). 75-105.
- Samuelson, P.A. and W.D. Nordhaus (2010). Economics. 19th ed. McGraw-Hill.
- SIITF (2014a). Allocating for Impact. Subject Paper of the Asset Allocation Working Group. Social Impact Investment Task Force.
- SIITF (2014b). The Invisible Heart of Markets: Harnessing the Power of Entrepreneurship, Innovation and Capital for Public Good. Social Impact Investment Task Force.

SVS 인사이트 07

전통적 금융과의 대조를 통해 본 사회적 금융의 현재와 미래

연구자 박종현(경상국립대 경제학과)
발행일 2022년 1월 10일
발행처 재단법인 한국사회가치연대기금

주소 04538 서울특별시 중구 명동11길 20 서울 YWCA회관 6층
전화 02-2088-3288
메일 info@svsfund.org
홈페이지 www.svsfund.org

본 보고서에 수록된 내용의 무단 전재 및 복제를 금합니다.
본 보고서에 수록된 내용을 인용하시려면 반드시 출처를 밝혀주시기 바랍니다.

