

임팩트투자자와 사회적 금융의 한국시장에서의 활용*

박 종 원[†]
이 우 백

< 초 록 >

사회적 금융(social finance)은 사회적으로 가치있는 사업에 자금을 투·융자하여 지역사회와 국가가 직면하고 있는 다양한 문제를 해결하기 위한 금융자본을 조성하고 적용하는 방식을 의미한다. 임팩트 투자는 투자수익을 창출하면서도 사회나 환경 문제등을 해결하는 것을 목적으로 하는 사회적 금융의 하나이며, 사회성과연계채권(SIB)은 임팩트 투자의 실행을 위해 위해 민간 투자자를 대상으로 자금을 조달하고 제공된 서비스의 성과를 평가하여 사회적 목적 달성 정도에 따라 투자자들에게 투자수익을 환원하는 계약이다. 2010년 SIB가 영국에서 최초로 시행된 후 2015년 기준으로 총 44건의 SIB가 개발되었으며, 국내에도 2016년도에 서울시와 경기도에 2건의 SIB사업이 도입되어 추진 중이다. 향후 SIB를 통한 임팩트 투자의 활성화를 위해서는 임팩트의 측정 및 임팩트의 성과를 평가할 수 있는 제반 방법론이 개발되어야 한다. 임팩트 성과에는 재무적 성과와 사회적 성과가 포함되어 있으므로, 이를 통합하여 평가하는 모형인 감마모형을 활용할 수 있다. 해외의 SIB 사례를 보면 SIB사업의 특성에 따라 임팩트 성과에 기반하여 투자자에게 지급하는 수익구조와 형태가 상이하다. SIB는 사회적성과의 변동과 연계하여 미리 정해진 방법에 따라 지급금액이 결정되는 계약이므로, 금융상품의 특성상 파생결합증권에 속한다. 임팩트 투자에 소요되는 자금조달의 활성화를 위해서는 SIB가 상품으로 매매가능한 사회적 거래소를 금융회사들이 조성할 수 있다. SIB는 사회적성과의 변동과 연계하여 미리 정해진 약정에 따라 지급금액이 결정되는 권리이므로 파생결합증권의 특성을 가진다. 이 경우 현행 SIB의 구조에서 운영기관이 파생결합증권을 직접 발행할 수 없기 때문에 파생결합증권을 취급할 수 있는 금융회사가 SIB를 민간투자자에게 판매하거나, 자산운용사를 통해 사모펀드 판매로 자금을 조달하는 방법을 고려해 볼 수 있다. 일반투자자를 대상으로 수익구조를 특화한 SIB를 판매할 때, 크라우드펀딩을 활용하여 초기 자본을 모집하는 것도 가능할 것이다.

주제어 : 사회적 금융, 임팩트 투자, SIB, 감마모형, 파생결합증권

* 이 논문은 저자들이 2015년 서울시립대학교 시정연구 지원사업으로 작성한 『서울시 사회성과연계채권(SIB)의 사회적성과 평가(측정)모형 개발』 보고서를 바탕으로 작성되었음.

† 연락담당저자, 서울시립대학교 경영대학 교수 (parkjw@uos.ac.kr)
한국방송통신대학교 경영학과 교수 (datalover@knou.ac.kr)

1. 서론

사회적 금융(social finance)은 사회적으로 가치있는 일에 자금을 투자하여 지역사회와 국가가 직면하고 있는 다양한 문제를 해결하기 위한 금융자본을 조성하고 적용하는 방식을 의미한다. 사회적 금융의 범주에는 빈곤층의 자립과 자활을 지원하는 마이크로 파이낸스(micro finance), 낙후된 지역에 자금을 유입하여 지역경제를 활성화하기 위한 공동체금융, 재무적 요소뿐만 아니라 환경, 사회, 지배구조 요소와 같이 기업의 지속가능성에 영향을 미치는 비재무적 요소를 동시에 고려하여 보다 장기적이고 능동적인 관점에서 투자하는 사회책임투자(social responsible investment, 이하 SRI), 재무적인 수익을 창출하면서 동시에 사회·환경적 성과(impact)도 달성하는 임팩트 투자(impact investment, 또는 사회성과보상사업) 등이 포함된다.

최근에는 사회책임투자와 더불어 이보다 적극적으로 사회·환경적 가치 창출을 추구하는 임팩트투자가 주목을 받고 있다. 임팩트투자는 사회에 부정적인 영향을 미치는 기업에 대한 투자를 배제하는 방식을 넘어 긍정적인 영향을 창출하는 기업이나 사업 또는 펀드에 투자한다는 점에서 기존운영방식에서 발생하는 사회·환경적 피해를 축소하고 최소화하기 위한 투자에 초점을 맞추는 SRI와 구별된다.¹⁾ 임팩트투자가 주목받는 이유는 자선활동과 공공예산만으로는 날로 심화되는 불평등이나 환경오염 등의 사회·환경적 문제 해결이 어렵다는 인식 하에, 민간 자본과 창의성 및 금융기법을 사회·환경적 니즈와 결합하여 문제를 효과적으로 해결하려 하는 데에 있다.

전 세계적으로 임팩트투자는 의료, 교육, 범죄예방, 영유아·노인 돌봄 서비스, 백신개발, 주거 문제 해결 등 다양한 분야에 걸쳐 크게 확대되고 있다. UN의 자료에 의하면 투자결정에 환경, 사회, 지배구조 문제 등을 고려하는 주요 펀드의 규모는 2013년 말 45조 달러에 달하는 것으로 조사되었으며, GIIN과 JP Morgan의 보고서에 따르면 125개의 선도적인 임팩트투자자의 2014년 중의 투자 규모는 약 127억 달러로 전년대비 20% 이상 증가한 것으로 분석되었다.²⁾ 영국 시장의 경우 2015년 중 십억 파운드 이상의 투자가 이루어졌으며, 2012년에 6억 파운드 규모의 Big Society Capital이 설립되고, 2014년에 사회적 투자에 대해 세금을 경감해주는 법안이 제정되었으며, 임팩트투자의 주요수단인 사회성과연계채권(social impact bond : 이하 SIB)을 위한 Big Lottery Fund와 Cabinet Office's £60million Outcomes Funds가 설립된 것으로 보고되었다.³⁾

국내에서도 임팩트투자를 통한 사회적 경제 활성화가 적극적으로 모색되고 있고 임팩트 투자 촉진을 위해 구축되어야 할 가장 시급한 요소로 사회적 성과 측, 임팩트 평가가 거론되고 있다. 임팩트투자는 사회적 기업의 성장을 견인하고 사업모델(business model)에 투자한다는 점에서

1) JP Morgan, GIIN(Global Impact Investing Network)과 록펠러 재단은 임팩트 투자를 “자본회수를 넘어 긍정적 영향 창출을 목적으로 하는 투자”로 정의하고 있음.

2) UN Principles for Responsible Investment, PRI Fact Sheet. Available at: www.unpri.org/news/pri-fact-sheet; J.P. Morgan and the GIIN, Spotlight on the Market: The Impact Investor Survey, May 2014.

3) Social Finance U.K. (<http://www.socialfinance.org.uk/about-us/impact-investment-market/>).

벤처캐피탈이나 사모펀드(PE)와 유사한 기능을 수행하며, SIB는 이를 실행하기 위한 자본을 조달하는 금융수단이다. 임팩트투자는 사회적으로 필요한 문제를 정부·투자자·영리단체나 사회적 기업 등 다양한 이해관계자들이 힘을 합쳐 해결해나가는 성과기반의 프로그램(outcome based-program)이다. SIB를 이용한 임팩트투자를 이용하는 정부와 지자체 등은 초기 재정지출의 부담없이 복지를 확대할 수 있고, 정부의 잠재적 비효율성을 민간과 금융시장의 창의성을 도입해 줄이는 효과를 기대할 수 있으므로 예산집행의 효율성을 제고할 수 있어 SIB는 향후 국내의 사회적 금융을 활성화할 수 있는 방식으로 그 적용이 확대될 것으로 예상된다.

국내의 임팩트투자 활성화를 위해서는 투자가 창출하는 사회적 성과 평가를 위해서 무엇보다 합리적인 성과 측정 및 평가 방법의 정립이 중요하다. 즉, SIB 사업의 효율적 운영을 위한 투자와 예산편성은 결국 사업이 목표하는 사회성과에 의존하므로 이에 대한 타당한 측정 및 평가 방법론이 선결되어야 할 필요가 있다. 임팩트투자와 관련한 선행연구들은 공통적으로 SIB에 대한 개념적 운영 방안을 제시하고 해외 사례를 중심으로 소개하고 있으나 국내에 SIB제도를 본격적으로 정착시켜 활성화하기 위해서는 임팩트 측정 및 평가를 중심으로 한 보다 구체적인 연구가 필요하다. 자본시장연구원(2012)은 SIB의 전반적인 개념 및 도입의 필요성을 제시하고 제도의 성공적인 정착을 위한 고려사항을 제시하고 있으며, 후속 연구인 자본시장연구원(2013)은 사회적 기업의 지원 방안으로 SIB의 활용을 제언하며 발행구조에 대한 논의를 다루고 있다. 서울연구원(2012)에서는 SIB의 개념과 해외 적용 사례 등을 소개하고 서울시 정책에 SIB의 적용 가능성을 논의하고 있으며, 경기복지재단(2012)는 북한이탈주민 정착지원 정책 사업을 대상으로 하여 SIB 적용의 타당성을 검토하여 개념 소개 위주였던 기존 연구에 비해 실질적인 운영 방안의 사례를 제시했다. 성균관대학교 산학협력단(2013)은 국내 사회적 기업 및 유사조직의 사회적 가치를 평가하기 위하여 10개의 지표영역군을 도출하고 각 영역별로 지표개발을 수행한 결과를 제시했다.

본 연구에서는 선행 연구에서 더 나아가 분석적인 관점에서 국내 사회성과투자에서 SIB가 가질 중요성과 사회적 금융에 기반하여 SIB를 금융시장을 통한 활성화 방안을 중점적으로 분석하고 제시하고자 한다. 국내보다 먼저 착수한 해외의 SIB 현황을 검토하여 국내 SIB 운영에 대한 시사점을 도출하며, 이미 진행 단계에 있는 국내 SIB를 비교한다. 이를 정리하여 국내에 확산되고 있는 기업의 사회적 책임(CSR)과 공유가치창출(CSV)을 추진하는 기업 및 사회책임투자(SRI)에 참여하는 연기금 등 기관투자자와, 임팩트창출을 목적으로 하는 사회투자에 자본을 제공하는 잠재적 투자자들이 필요로 하는 SIB 사업과 관련하여 추진해야 할 논의에 대한 방향을 제공하고자 한다.

앞으로 논문은 다음과 같은 순서로 서술한다. 제Ⅱ장에서는 임팩트투자의 특성과 SIB의 관계를 서술한다. 제Ⅲ장에서는 임팩트 측정에 관한 이론적 방법론과 임팩트 관련 위험의 내용을 요약한다. 제Ⅳ장에서는 국내에 도입된 SIB의 발행을 통한 임팩트투자의 사례를 분석하고 활성화 방안을 제시한다. 마지막으로 제Ⅴ장에서는 이상의 결과를 바탕으로 주요 내용을 요약하고 결론을 제시한다.

2. 임팩트투자의 특성과 사회성과연계채권(SIB)

2.1 임팩트투자의 특성

임팩트투자(impact investment)는 투자수익을 창출하면서도 사회나 환경 문제를 해결하는 것을 목적으로 하는 투자 방식이다. 임팩트투자에서 임팩트는 특정 행위가 이루어졌을 때와 이루어지지 않았을 때의 결과의 차이(the difference between what would happen with a given action and what would happen without it)로 볼 수 있으며, 결과는 문화, 환경, 건강, 복지 등 다양한 형태를 가진다.⁴⁾ 최근의 다른 연구는 임팩트를 “식별가능하고 측정가능한 주요 아웃컴(outcome)의 변화”로 파악한다.⁵⁾ 이를 종합하면 임팩트는 “이해관계자와 투자자 모두에게 도움이 되는 가치를 창출할 목적을 갖는 투자에서 발생하는 사회·환경·정치 등 제반 분야의 긍정적인 변화”라고 정의할 수 있다.⁶⁾

임팩트투자의 성과는 재무성과와 사회적·환경적 성과가 혼합되어 나타난다. 재무적 수익을 추구하는 전통적인 투자와 재무적 수익과 임팩트를 동시에 추구하는 임팩트투자(또는 보다 넓은 의미에서의 사회투자)는 두 가치 측면에서 기본적인 차이를 가진다. 첫째, 전통적인 투자의 경우 가치창출의 주체와 귀속자가 투자자로 동일하나, 임팩트투자의 경우 가치창출(value creation)과 가치향유 또는 가치귀속(value appropriation)의 주체가 분리된다. 즉, 임팩트투자의 경우 자본투자자는 투자에서 발생하는 재무적 수익을 향유하지만, 투자에서 발생하는 임팩트는 다른 이해자가 향유하므로 책임의 괴리(accountability gap)가 발생하게 된다. 일반적인 경우 투자를 받는 조직(피투자자)은 재무적 수익에 대해 책임을 지게 되나, 임팩트 발생에 따른 효익을 얻는 주체에 대해서는 투자자나 피투자자 어느 누구도 책임을 지지 않는다. 둘째, 경쟁과 대체가능성의 문제이다. 전통적인 투자의 경우 경쟁을 통한 수익 추구라는 시장경제의 논리가 적용되며, 기업의 목표는 지속가능한 경쟁우위의 확보를 통한 수익추구에 있다. 그러나 임팩트투자를 포함한 사회투자의 경우 재무적 수익을 넘어 임팩트를 추구하게 되고, 임팩트는 경쟁적 대안이 제공하는 것을 넘어서야 추가적인 효익을 가질 수 있다. 따라서 보다 효율적으로 임팩트를 창출하지 않는 한 기존에 존재하는 임팩트를 단순히 대체하는 대체성이 존재하지 않는다.

임팩트투자는 민간자본의 긍정적인 기능을 사회·환경적 니즈(needs)와 결합함으로써 사회문제를 효과적으로 해결하려는 시도라는 점에서 매력적이다. 불평등의 심화, 환경오염의 확산 등 날로 증가하는 사회·환경적 문제로 인해 사회가 부담해야 할 비용은 지속적으로 증가하는 추세로

4) International Association for Impact Assessment (IAIA), (2009), What Is Impact Assessment?, Fargo, USA

5) Hehenberger, L., Harling, A. and Scholten, P. (2013) A practical guide to measuring and managing impact, EVPA. 아웃컴(outcomes)은 사업 프로그램이 실행되고 난 후 대상그룹의 구성원들에게 나타나는 목표했던 바람직한 결과이며, 임팩트(impacts)는 아웃컴의 결과로 나타나는 궁극적인 사회적/환경적 후생의 변화라는 점에서 차이가 있다. 아웃컴은 실제로 프로그램과 관련되어 발생되어야 하는데, 프로그램 실행이 없었더라도 발생하는 데드웨이트(deadweights)를 아웃컴에서 제거한 부분이 프로그램 시행에 따른 임팩트가 될 것이다.

6) Reeder, N. and A. Colantonio (2013), “Measuring Impact and Non-financial Returns in Impact Investing,” LSE.

전세계적으로 이러한 문제 해결을 위해 필요한 자금의 부족은 연간 1,800억 달러 ~ 5,000억 달러에 달할 것으로 추정되고 있다.⁷⁾ 그러나, 이러한 문제를 정부 재정과 자선기금만으로 해결하는 것은 어려운 실정이다.

이런 상황에서 민간 부분의 자본과 인적 자원을 사회문제 해결을 위한 사업에 활용하는 것은 민간부분의 창의성을 활용하며 재정자금의 효율성을 높일 수 있는 바람직한 대안이 될 수 있다. 2008년 서브프라임 모기지 사태로 인한 세계 금융위기는 건강한 사회의 건설을 위한 금융의 역할에 대해 새로운 시각과 노력이 필요함을 일깨워 주었다. 이후 기존의 재무적 위험과 수익이라는 두 축에 새로운 축인 사회성과를 고려하여 수익·위험·임팩트의 세 축을 기준으로 투자결정을 하는 새로운 패러다임에 대한 논의가 활발하게 진행되고 있다.

투자자의 입장에서 볼 때 임팩트투자자는 자신의 재무적 투자전략을 사회적 가치 창출에 연계시키는 기회를 갖는 것이며, 또 기존 포트폴리오와 상관관계가 낮은 사회투자 자산을 포트폴리오에 포함시킴으로써 분산효과를 얻을 수 있고 새로운 수익창출의 기회를 가질 수 있다는 이점이 있다.⁸⁾ 임팩트투자자에 참여하는 투자자는 사회에 부정적인 영향을 미치는 산업이나 기업에 대한 투자를 배제하는 형태의 사회책임투자(SRI)에 참여하는 투자자(responsible investor), 더 나아가 환경·사회·지배구조(ESG) 측면에 대한 적극적인 선별을 통해 위험을 줄이고 추가적인 가치를 창출할 수 있도록 함으로써 지속가능성을 높일 수 있다고 믿는 투자자(sustainable investor), 이에서 더 나아가 재무적 수익뿐만 아니라 특정한 사회적·환경적 임팩트 창출을 목표로 하는 임팩트투자자(impact investor), 또 순수하게 임팩트 창출만을 목적으로(impact-only) 하는 자선기금 등 다양하게 구성된다. 임팩트투자자는 추구하는 재무적 수익과 임팩트(사회적 수익)의 비중에 따라 임팩트와 함께 투자 위험에 대응하는 시장 평균적인 재무적 수익을 기대하는 투자자, 임팩트와 함께 재무적 수익을 추구하나 시장 평균보다 낮은 재무적 수익을 받아들일 용의가 있는 투자자, 임팩트 추구가 핵심목표이며 세제혜택 이외에는 재무적 수익을 추구하지 않는 투자자로 세분하여 구분할 수 있다.

2.2 SIB의 특성

사회성과연계채권(Social Impact Bond: SIB)은 임팩트투자의 재원조달을 위한 대표적인 수단으로, 정부가 공공사업 성과목표 달성을 민간 전문사업자와 약정하고 사회적 성과 목표가 달성된 경우 해당 사업의 예산절감효과에 비례하여 지급청구권이 발생하는 채권계약이다. SIB는 성과에 따라 수익 또는 손실 여부가 달라지므로, 확정금리부 증권인 ‘채권(bond)’과는 차이가 있으며, 현재 해외에서도 SIB를 통상적인 채권으로 발행한 사례는 없으므로 계약으로 간주하는 것이 타당하다. SIB는 미국에서 성과기반보상계약(Pay-for-Success : PFS), 호주에서는 사회편익채권

7) Greenhill, R. and A. Ali (2013), “Paying for progress: how will emerging post-2015 goals be financed in the new aid landscape?,” Working Paper # 366, ODI(www.odi.org.uk).

8) 임팩트투자의 성과와 관련된 데이터가 충분하지 않아 아직 임팩트투자의 분산효과에 대한 경험적 증거는 충분하지 않으나, 향후 SIB 등 임팩트투자 수단의 성과에 대한 자료가 축적되는 경우 이에 대한 경험적 증거를 확보할 수 있을 것이다.

(Social Benefit Bonds: SBB) 등으로 통용되고 있다. 개발임팩트채권(Development Impact Bond)은 정부가 아닌 기부재단이 보상지급자의 역할을 수행하며, 저소득국가에서 발행된 SIB의 일종이다.

<표 1>은 일반적인 공공복지정책과 차별적인 SIB의 특징을 제시한다. SIB는 성과에 기반하여 사후적으로 예산이 집행되는 계약이라는 점에서 비용에 기반하여 사전적으로 예산을 집행하는 현행 공공복지정책과 차별적 장점을 가진다. 즉, SIB는 사업성과에 따라 사후적으로 예산을 집행하므로, 세금을 사회적 성과에 사용하는 반면, 현행 공공복지정책은 사업성과와 관계없이 사전적으로 세금으로 예산을 집행하게 된다. 따라서 SIB는 사전 예방적 사업에 집중하므로, 사후적으로 많은 사회적 비용과 문제해결 비용이 드는 폐단을 억제하고 중장기적으로 정부의 예산 부족 문제를 개선할 수 있다. 이와 대조적으로, 일반적인 공공복지정책은 예방적 조치가 아닌 문제 발생 후에 대응하므로, 사회적 비용과 문제해결 비용을 초래하며 이로 인해 정부의 예산 및 재정난에 처하게 된다. 또한 공공복지정책을 실행하는 정부는 사업결과에 대한 위험을 전적으로 부담하는 반면, SIB는 사업결과에 대한 위험이 자발적으로 참여하는 투자자에게 분산되므로 투자자에게 새로운 투자기회와 사회공헌 기회를 동시에 제공하는 역할을 수행한다.

<표 1> 공공복지정책과 SIB의 비교

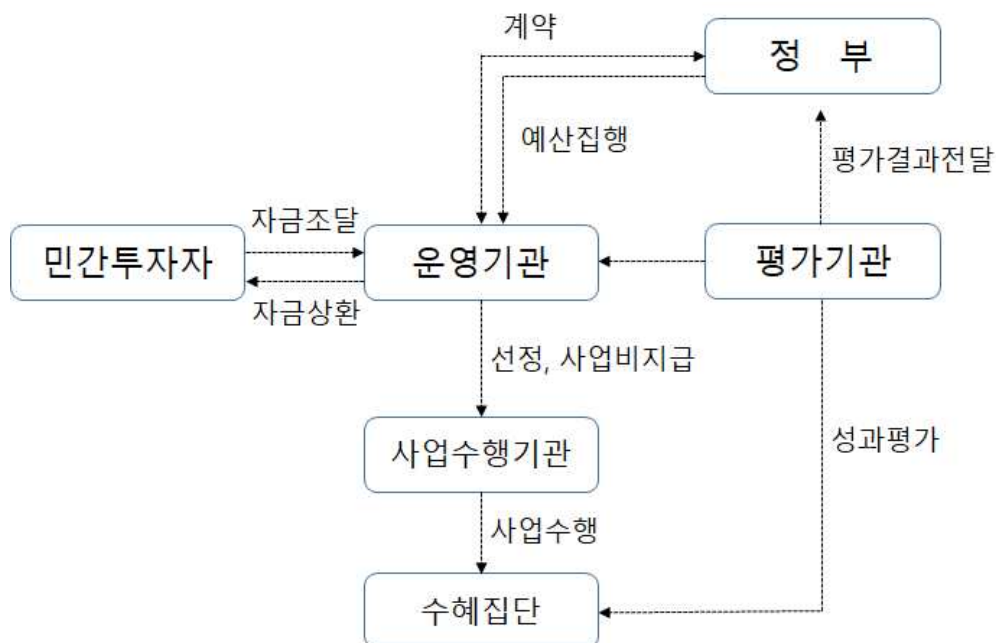
공공복지정책	SIB(사회성과연계채권)
비용기반 사전적 예산집행	성과기반 사후적 예산집행
예방적 조치보다 사회적 비용 및 문제해결 비용 상승	사전예방적 사업에 집중하여 사후적으로 더 많은 사회적 비용과 문제해결 비용을 억제
정부의 예산 부족 문제 심화	중장기적으로 정부 예산 부족 문제 개선
정부가 사업결과에 대한 위험부담	사업결과에 대한 위험이 투자자에게 분산
정부 중심의 관료적 사업수행 체계	정부, 운영기관, 민간투자자, 사업수행자, 성과평가자 등이 참여

각국에서 진행되는 SIB는 사업의 성격에 따라 고유한 특징을 가지나 일반적으로 다음 <그림 1>과 같은 구조로 나타낼 수 있다. 첫째, 정부 또는 지자체 등은 SIB사업의 운영주체이자 사업에 대한 계약을 체결하는 주체로 사회적·환경적으로 해결이 필요한 과제를 제시하고 성과를 보상한다. 즉, SIB사업의 성과보상에 대한 최종적 지급보증의 주체로 성과평가 결과를 바탕으로 사전에 약정된 기준에 따라 중간운영기관에 예산을 집행하거나, 성과목표 미달성시에는 예산을 미집행하게 된다. 이때 사업 추진에 소요되는 예산에서 민간투자금은 운영기관과 사업수행기관에 사업비로 배분하며, 재원조달에 따라 투자자에게 지급할 성과금과 평가기관비용은 성과보상지급자인 정부가 부담한다.

둘째, 임팩트투자자의 운영기관(intermediary)은 성과보상지급자인 정부 또는 지자체와 맺은 계약을 기반으로 SIB를 발행하여 민간투자자로부터 사업자금을 조달하는 주체이다. 운영기관은 사업수행기관(service provider)을 선정하고, 사업수행기관에 사업비를 지급한다. 또한 운영기관은 성과평가 결과를 바탕으로 약정된 계약내용에 따라 투자원금과 이자를 민간투자자에게 지급하여 자금을 상환한다.

셋째, 사업수행기관(service provider)은 사업대상 수혜집단에 서비스를 제공하며 사회문제를 해결하는 성과달성을 위해 노력한다. 넷째, 독립된 평가기관(evaluator)은 사업에 대한 성과를 정량적, 객관적으로 평가하고, 성과평가 결과를 성과보상지급자인 정부에 전달한다. 다섯째, 수혜집단(population in need)은 SIB사업에서 발생하는 임팩트의 수혜자로 사업수행기관은 대상집단에 대해 사업에 따른 서비스를 제공한다. 여섯째, 민간투자자는 개인, 재단, 기업, 연기금 등 임팩트 투자에 참여하는 투자자로 SIB사업의 위험을 부담하며 그 임팩트 성과에 따라 이익 또는 손실이 귀속된다.

<그림 1> 사회성과연계채권(SIB)의 기본구조



SIB는 특정 사업의 아웃컴에 기반하여 보상을 받는 개별채권의 형태나 다수의 사업에 대한 아웃컴에 대해 보상을 받는 펀드의 형태로 개발될 수 있다.⁹⁾ 그러나 어떤 형태의 SIB이든 계약의 형태는 성과보상지급자인 정부와 계약을 맺는 사업의 주체가 누구인가에 따라 크게 세 가지 유형으로 구분할 수 있다. 만일 SIB의 사업수행기관으로 특수목적회사(SPV)를 설립하여 자금조달을 한다면 SPV가 계약의 주체이지만, 해당 SPV의 지배권을 소유하는 주체를 사업의 실질적 주체로 파악할 수 있을 것이다.

첫 번째 구조는 관리형(managed) SIB이다. 이 구조하에서 정부는 운영기관 또는 사업수행기

9) SIB와 유사한 방식인 성과기반보상계약(Pay-for-Success: PFS)도 사업의 성과에 기초하여 보상이 결정된다는 점과 사회적 성과를 얻을 수 있는 사업시행을 위해 민간자본의 조달수단을 이용한다는 점에서는 SIB와 유사성을 갖지만, SIB는 사업의 수행을 위한 자본을 조달하는 과정에서 민간투자자의 직접투자를 활용하며 사업실패에 따른 투자위험도 민간투자자에게 이전하게 된다는 점에서 PFS와 차별적이다.

관에 대한 지배권을 보유한 운영기관과 사업에 대한 계약을 체결하며, 운영기관은 사업의 전 과정을 주도적으로 운영하여 사업수행기관에게 서비스 제공을 위탁하며 성과를 관리한다. 두 번째 구조는 중개형(intermediated) SIB이다. 이 구조하에서 정부는 투자자 또는 사업수행기관에 대한 지배권을 보유한 투자자와 계약을 맺게 된다. 운영기관은 사업수행기관과 계약을 통해 사업의 개발, 운영, 서비스제공, 성과관리의 단계에서 여전히 주도적 역할을 수행한다. 세 번째 구조인 직접형(direct) SIB에서 정부는 사업수행기관과 직접 계약을 맺으며, 사업수행기관은 사업의 성과관리를 운영기관과 계약을 통해 위탁받는 것이 아니라 in-house의 형태로 수행하게 된다. <표 2>는 이상에서 설명한 세가지 형태의 SIB하에서 이해관계자의 역할을 정리한 것이다.

<표 2> SIB의 계약형태와 이해관계자의 역할

역할	SIB의 계약형태/이해관계자의 역할		
	관리형 SIB	중개형 SIB	직접형 SIB
사회적 문제의 식별	정부, 운영기관, 사업수행기관, 기타	정부, 운영기관	정부, 운영기관
SIB 실행가능성 평가	운영기관	중개기관, 운영기관, 투자자	정부, 운영기관, 사업수행기관
자금조달	운영기관	운영기관	운영기관, 사업수행기관, 투자자
성과 척도의 결정	정부, 사업수행기관, 투자자	운영기관, 정부	정부, 사업수행기관, 투자자
사업수행기관 선정	운영기관, 정부	정부, 운영기관, 투자자	정부, 운영기관
정부와의 사업계약	운영기관, 사업수행기관 지배주주	투자자, 사업수행기관 지배주주	사업수행기관, 사업수행기관 지배주주
(사업)성과관리	운영기관	투자자 또는 사업수행기관 지배주주가 위임한 운영기관	사업수행기관
성과 측정, 평가	독립평가기관, 정부	독립평가기관, 정부	독립평가기관, 정부

2.3 해외 SIB시장의 현황¹⁰⁾

2010년 범죄재발 억제를 목적으로 하는 SIB가 영국에서 최초로 시행된 후 2015년까지 총 44건의 SIB가 개발되었다. 2015년 7월말 현재 선진국의 경우 44건의 SIB 사업이 시행되고 있으나, 신흥국의 경우 1개의 SIB 사업이 시행되고 있으며, 여러 사업이 계획 및 준비 단계에 있다. 2014년 기준으로 전세계 SIB시장규모는 460억달러로 추정되었으며, 이 중 320억달러가 선

10) 이 절은 Gustafsson-Wright, E., S. Gardiner, and V. Putcha (2015), “The Potential and Limitations of Impact Bonds: Lessons from the First Five Years of Experience Worldwide,” Brookings Institution의 내용을 재정리함.

진국에 투자되었다. 전체 글로벌 시장의 투자자산 규모는 2012년 말 64조달러에서 2020년에는 100조달러으로 성장할 것으로 기대되므로, 임팩트 투자가 차지하는 비율은 작지만 향후 성장가능성이 매우 크다고 할 수 있다. 2010년부터 2015년까지 5년간 진행되어 온 조사 가능한 38건의 SIB의 국가별 분포를 보면, 영국에서 발행된 SIB가 24건으로 가장 많았으며, 미국은 7건, 호주 등 나머지 국가들이 7건을 차지하고 있다. 본 절에서는 영국과 미국에서 시행되고 있는 SIB의 운영구조를 <표 3>에서 중점적으로 비교하고 분석한다.

2.3.1 SIB의 사업대상과 대상규모

<표 3>에서 SIB의 사업 분야는 재범교화(criminal recidivism), 고용, 아동복지, 노숙자(homelessness)복귀로 요약될 수 있다. 영국의 24건의 SIB중에서 고용이 10건을 차지하고 있으며, 다음으로 노숙자가 9건, 아동복지 4건, 재범 1건을 차지하고 있다. 아동복지 분야의 SIB의 대상 서비스는 입양, 장기 보육, 취약소외계층 보호 등을 포함한다. 미국의 SIB에서는 재범 3건, 아동복지 3건, 노숙자 1건으로 조사되었다. 사업의 평균 대상규모를 보면 영국에서는 재범 분야가 3,000명으로 가장 크며, 다음으로 고용 분야가 1,672명으로 큰 규모이다. 미국에서도 재범 분야는 4,309명으로 아동복지나 노숙자 분야에 비해 큰 규모의 SIB이다.

2.3.2 SIB의 계약방식, 수행기간, 수행방식

SIB의 계약방식을 비교분석한 결과, 영국에서는 다수의 민간조직과 복수의 SIB 계약을 맺는 복수계약 방식이 대부분을 차지하고 있고 수행기간은 평균 46개월로 미국에 비해 짧은 편이다. 영국의 경우 17건이 복수계약으로 대부분이며 나머지 7건이 개별계약으로 조사되었다. SIB의 복수계약 방식은 유사한 SIB사업을 하나의 계약으로 동시에 수행하므로 비용 절감과 사업효율성이 높다는 장점을 가진다. 미국의 경우 1건을 제외한 나머지 6건이 개별계약이며, 이는 상대적으로 사업의 집중도와 안정성을 필요로 하는 사회문제 해결에 더 비중을 두고 있다는 것을 시사한다. 영국에서 복수계약은 모두 펀드형태이다.

사업수행기간(contract duration)의 분포를 보면, 영국의 24개 SIB중 19건의 SIB가 36개월 이하로 조사되었으며, 5건의 SIB는 40개월부터 120개월까지 수행이 계획된 것으로 집계되었다. 미국에서는 수행기간이 48개월 이하인 SIB가 2건이었으며, 60개월부터 84개월까지 계획된 SIB는 5건으로 집계되었다. 미국의 SIB의 평균 수행기간은 63개월로 영국보다 장기인 것으로 나타났다. SIB의 수행방식의 분포를 보면 영국에서는 중개형과 직접형이 각각 11건과 10건으로 지배적인 방식을 취하고 있다.¹¹⁾ 따라서 영국에서 정부는 대개 공모 과정을 통해 SIB의 사업수행기관을 직접 선정하거나 투자자와 계약을 맺는 방식이 일반적이다.

11) 영국의 SIB에서 Social Finance UK와 Triodos Bank UK는 전체 SIB에 50%를 운영기관으로 참여하고 있다. Social Finance UK는 최초로 SIB를 영국에서 시작하는데 큰 역할을 담당했던 사회적 금융 중간조직이며, Triodos Bank는 대표적인 사회적 은행 중의 하나이다.

미국의 경우는 7건의 SIB 모두 정부가 운영기관과 성과보상계약을 맺는 관리형 구조이다. 이 경우 정부는 투자자 혹은 사업수행기관과 직접적으로 계약관계에 있지 않고 운영기관을 통한 간접적인 계약관계에 있게 된다. 이는 미국 SIB의 계약방식이 장기 개별계약임을 고려할 때, 사업의 집중도와 지속성을 위해 운영기관의 역할을 요구하기 때문이라고 해석할 수 있다.

2.3.3 투자구조와 투자규모

SIB는 그 사업의 특성에 따라 다양하고 차별적이므로 SIB의 투자규모를 정형화하기는 어렵다. 영국에서는 미확인된 3건을 제외하면 18건의 SIB가 성과지급에서 투자자별 수익률에 차등이 없는 단일 투자구조이다. 그러나 미국에서는 7개 SIB 중 한 건을 제외하면, 모두 2 종류 이상의 다층적 투자구조를 가지고 있다. 다층적 투자구조란 수익배분의 순서에 따라 선순위투자, 후순위투자, 회수 가능 기부, 회수 불가능 기부, 투자금 보증 등으로 나누어지는 투자구조이다. SIB 투자의 특성은 부채(debt)부터 지분(equity)까지 다양한 자본 형태로 발행되며 성과에 기반한 수익을 제공하는 지분의 특성과, 일정 수준(threshold)의 성과에 대한 이자와 수익의 상한 설정(upper limit)과 같은 채무적 특성을 가진다. 미국의 SIB들은 채무증권의 특성에 가까운 반면, 영국의 SIB들은 지분의 특성에 더 가깝다.

영국의 SIB는 성과에 따라 수익률이 변동하는 주식에 가깝고, 24건의 SIB 모두 성과 실패 시 최대 100%의 손실을 부담해야 하는 원금비보장형이다. 그러나 투자자금이 비교적 단기간에 걸쳐 주기적으로 성과에 따라 배분되고, 이 성과배분 자금은 프로젝트 운영 자금으로 재투자되어 순환되는 시스템을 가지고 있다. 따라서 자금의 회전속도가 높아 상대적으로 작은 규모의 자금으로 다수의 SIB에 착수할 수 있게 된다. 반면, 미국의 경우에는 사회 성과에 수익률이 확정되는 채권의 특성을 가지며, 투자원금을 부분적으로 보증한 SIB는 2건인 것으로 확인되었다.¹²⁾ 물론 이는 성과를 달성할 경우 고정소득을 지급한다는 의미에서 채권의 성질을 가진다는 의미이며 원금까지 보장되는 일반적 채권은 아니다. 미국의 경우 SIB에 대한 투자원금 보호 및 위험관리를 강화하는 특성이 영국에 비해 강하다고 볼 수 있다. 영국 SIB의 투자금액은 40만 달러~760만 달러에 분포하여 건당 평균 210만 달러인 반면, 미국 SIB의 건당 평균 투자금액은 1,430만 달러로 영국에 비해 투자규모가 큰 것으로 나타났다.

2.3.4 투자자 유형과 성과평가 방식

영국은 임팩트 창출에 관여도가 높은 비영리재단이나 사회적 금융기관 등 임팩트 투자자들이 SIB재원의 대부분을 조달하고 있다. 비영리재단을 포함한 SIB는 10건이고, 사회적 금융기관으로부터 자금이 유입된 SIB는 16건으로 가장 많았다. 반면, 투자은행이나 개인이 투자한 SIB는 2건에 불과하다. 미국에서는 재단이나 사회적 금융기관보다 투자은행과 개인이 자본을 투자한 사례

12) 뉴욕시의 라이커스 교도소 SIB의 경우로서 블룸버그재단이 성과 실패 시 원금의 75%를 보증하였고(최대손실률 25%), 뉴욕 주의 출소자 재범 축소 및 고용지원 SIB의 경우 록펠러재단이 투자원금의 10% (최대손실률 90%)를 보증하였다.

가 더 많은 것으로 나타났다. 이는 SIB가 사회투자의 영역인 만큼 기업의 사회적책임(CSR) 차원에서의 민간 금융기관의 참여가 활성화할 수 있는 가능성을 제시한다.

사업의 성과평가 방식으로는 정부통계 사용, 과거통계 비교, 통제집단 비교(Randomized Control Trial : RCT) 방법을 사용한다. 등이 있다. 영국의 SIB의 경우에는 과거통계와 정부통계를 근거로 평가하는 방식이 26건으로 압도적인 비중을 차지했지만, 미국은 영국과 달리 정부의 통계 뿐 아니라 통제집단 비교를 활용한다. 영국에서는 대부분의 SIB들이 비교적 단순한 성과를 측정하기 때문에 비교그룹을 이용한 고도의 통계적 기법이 필요하지 않지만, 미국에서는 객관적이고 과학적인 비교평가가 요구되는 재범 관련 SIB 비중이 크기 때문인 것으로 해석된다.

<표 3> 영국과 미국의 SIB 운영구조 비교

국 가		영 국(24)	미 국(7)
운영구조			
사업대상(건) / 대상 규모(명)	재범	1 / 3,000	3 / 4,309
	고용	10 / 1,672	-
	아동복지	4 / 310	3 / 2,123
	노숙자	9 / 269	1 / 800
계약방식(건)	개별계약	7	6
	복수계약	17	1
수행기간(개월)		36~120 (평균 46)	48~84 (평균 63)
수행방식(건)	관리형	2	7
	중개형	11	-
	직접형	10	-
투자구조(건)	단일구조	18	1
	다층구조	3	6
	미분류	3	-
투자규모(백만 달러)		0.4~7.6(평균 2.1)	4.0~24.5(평균 14.3)
손실률범위(%)		100	25~100
투자자(건)	비영리재단	10	4
	사회적금융기관	16	1
	투자은행, 개인	2	6
성과평가방식 (건)	정부통계 사용	10	4
	과거통계 비교	16	1
	통제집단 비교	2	6
보상시기(건)		중간/종료(1) 월별(10) 분기별(11) 수시/연간(2)	종료(2) 연간(3) 첫해, 분기(1) 미분류(1)
최대수익한도 설정 방법(건)	최대수익률한도	2	4
	최대수익액한도	10	-
	인당수익액한도	8	-
	투자자별수익률 차등	-	2
	미분류	4	1

자료 : Gustafsson-Wright, E., S. Gardiner, and V. Putcha (2015), "The Potential and Limitations of Impact Bonds: Lessons from the First Five Years of Experience Worldwide," Brookings Institution

2.3.5 보상시기 및 최대수익한도 설정

현행 SIB의 모든 수익은 성과에 의존하여 변동하며, 각자 고유한 위험 프로파일(profile)을 가지므로 공통되는 기준을 적용하여 비교하기가 어렵다. SIB를 대상으로 투자자들에 지급되는 보상액을 직접적으로 비교하기는 어렵지만, 모든 SIB계약은 투자자에게 귀속될 최대수익을 정하고 있으며, 정부가 지급할 최대계약가치액을 명시하고 있다.

영국은 복수계약 SIB의 대부분이 단순한 평가지표에 따르므로 성과 발생시 월별 또는 분기별로 보상이 지급되는 사례가 21건으로 보상지급시기와 주기가 짧은 편이다. 미국은 SIB의 투자성과를 지급시기가 사업종료 후 또는 연간으로 지급하므로 지급 주기가 영국에 비해 긴 편이다. 영국 SIB에서는 최대수익액을 설정한 사례가 10건으로 가장 많았고, 인당 수익액 한도를 설정한 사례는 8건이었다. 반면 미국 SIB에서는 최대수익률을 기준으로 보상지급한도를 설정한 사례가 4건이었다.

3. 임팩트의 측정 방법과 임팩트 관련 위험

SIB를 사전적·사후적으로 평가하여 사업화하기 위해서는 임팩트의 적절한 측정 방법이 확립되고 임팩트 투자와 관련된 위험을 식별해야 한다. 본 장에서는 임팩트의 측정 방법을 설명하고, 임팩트와 관련된 위험을 전통적 재무위험과 차별화하여 인식해야 하는 이유를 설명한다.

3.1 임팩트의 측정 방법

임팩트 측정 분야에서는 다양한 이론과 방법이 개발되었으나, 이 중 절대적 지지를 받는 이론이나 방법은 없다. 임팩트 측정에서는 경제적 측면에서 투입 대비 임팩트를 비교하는 경제성 평가(economic evaluation)가 주로 활용된다. 경제성 평가는 프로그램의 결과를 얼마나 또 어떻게 반영하느냐에 따라 크게 전통적으로 비용분석(cost analysis), 비용-효과 분석(cost effectiveness analysis), 비용-효용 분석(cost utility analysis), 비용-효익 분석(cost benefit analysis)의 네 부류로 나눌 수 있다.¹³⁾ 최근에 개발된 임팩트 측정 및 평가를 위해 활용되는 대

13) 비용분석(cost analysis)에서 코스트는 프로그램 실행에 따른 재무적 비용을 의미하며, 각 대안들의 비용을 비교하여 최적의 대안을 선택한다. 비용-효과 분석(cost effectiveness analysis : CEA)는 프로그램 실행에 따른 직접적인 결과를 얻는데 발생하는 단위당 비용을 최소화하는 대안을 선택한다. 예를 들어 고혈압 환자의 혈압을 낮추는 두 대안이 있을 경우 혈압을 정상범위로 낮추는데 발생하는 프로그램 실행비용이 낮은 대안을 우월한 대안으로 선택한다. 비용-효용 분석(cost utility analysis : CUA)에서 결과는 프로그램과 직접적으로 관련되지 않은 비재무적인 선호도나 효용가중치로 측정된다. 비용-편익 분석(cost benefit analysis : CBA)는 결과를 화폐적 수치로 측정하여 이를 비용과 비교 결과의 화폐적 측정은 기회비용, 원가, 저축, 지불용의가 있는 가격, 시장에서의 모의실험 등 다양한 방법으로 이루어질 수 있다. 프로젝트에서 장기적으로 발생하는 편익과 투입되는 단기비용 간의 비교를 통해 투입 대비 산출의 효과를 분석하여 사회적 성과를 측정하고자 하는 것이다.

표적인 도구로는 사회적투자수익률(social return on investment: 이하 SROI)나 BACO 비율등 사회적 성과를 재무적 가치로 전환하여 측정하는 절대적 평가방법과, IRIS(impact reporting and investment standards), GIIRS(global impact investing rating system)등 표준화된 언어와 시스템을 사용하는 상대적 평가방법으로 구분할 수 있다.

3.1.1 사회적수익률

SROI는 비영리조직이 창출하는 환경적, 사회적, 경제적 가치를 평가하기 위해서 개발된 측정 지표로서, 사회적 성과를 화폐가치로 환산하여 측정하는 데 유용한 틀로 사용되고 있다. 이 지표는 미국의 REDF(Roberts Enterprise Development Fund)에 의해 최초로 개발되어, 영국의 NEF(New Economics Foundation)에 의해 발전되었으며 최근에는 The SROI Network에 의해 국제적 표준으로 인정받고 있는 대표적인 사회적 가치 측정 지표이다. SROI는 비용-편익분석(cost-benefit analysis)과 사회회계(social accounting)에 기초하여 발전되어 오고 있다. 사회적 성과를 화폐가치로 측정하여 재무적 단위로 환산하는 방법인 SROI는 다음 식(1) 과 같이 정의된다.

$$\begin{aligned}
 SROI &= \frac{\text{사회적 부가가치} + \text{경제적 부가가치}}{\text{투자액}} & (1) \\
 &= \frac{(\text{사회적 편익} - \text{사회적 비용}) + (\text{경제적 편익} - \text{경제적 비용})}{\text{투자액}}
 \end{aligned}$$

식 (1)로 정의되는 SROI의 측정을 위해서는 사회적 기업의 성과를 사회적 성과와 경제적 성과로 나누어 측정하여야 한다. SROI는 이해관계자, 포괄성, 통합성, 비교가능성, 검증가능성, 유연성, 확장성 등의 모형 평가 요소에서 다른 사회적 성과 측정 도구에 비해 우위에 있으며 많이 활용되고 있는 것으로 보고되고 있다.¹⁴⁾

3.1.2 Acumen's BACO Ratio

Acumen(또는 Acumen Fund)은 전세계의 빈곤문제 해결을 목적으로 Rockefeller Foundation 등에 의해 2001년 설립된 비영리 벤처펀드로 기업 또는 사업에 대한 7년 내지 10년의 장기투자(대출 또는 지분투자)를 통해 빈곤퇴치라는 사회적 성과와 재무적 성과를 함께 달성하는 투자 방식을 취하고 있다. Acumen은 사회투자의 효과를 분석하는 방법으로 사회투자의 대안으로 최상의 자선대안(the best available charitable option: BACO)을 선정하고, 이를 기준으로 사회투자의 성과를 비교하는 BACO Ratio를 제안하고 있다.

즉, “최상의 자선대안”, BACO를 비교기준으로 설정하고 임팩트 1단위를 창출하기 위해

14) 반대되는 결과를 보여주는 연구도 있음(Lyon et al.,2010).

Acumen Fund가 지불하는 순비용과 BACO가 지불하는 순비용을 비교하는 BACO Ratio를 계산한다. BACO Ratio는 다음 식(2)와 같이 정의한다.

$$\text{BACO Ratio} = \frac{\text{BACO의 Social Impact 1단위당 Net Cost}}{\text{Acumen Fund의 Social Impact 1단위당 Net Cost}} \quad (2)$$

식 (2)의 BACO Ratio는 해당 사회적 투자가 최상의 자선대안에 비해 사회적성과 1단위를 얻는데 들어가는 코스트가 몇 배나 효과적이나를 측정한다. Acumen Fund는 BACO Ratio를 Financial leverage, Enterprise efficiency, Technology efficiency의 함수로 측정하고 있다.

3.2 임팩트 위험

재무성과와 사회성과가 혼합되어 있는 임팩트투자의 경우 전통적인 재무적 위험-수익의 관계로는 그 특성을 설명하기가 어렵다. 즉, 재무적 위험-수익 뿐만 아니라 사회적 위험-수익도 고려하는 포괄적인 위험-수익의 관계에 대한 논의가 필요하다. 이러한 위험-수익간의 (+)와 (-)의 관계의 혼재는 사회투자자에 미쳐 반영되지 못한 생략된 변수(missing variable)가 존재함을 의미한다. 즉, 사회적 위험(social risk) 또는 임팩트 위험(impact risk)이 존재한다.

사회적 위험 또는 임팩트 위험을 간략히 설명하면, 특정한 사회적 성과를 목표로 하는 사회투자를 수행하는 조직이 계획된 프로그램을 실행한 결과, 의도된 성과(아웃컴과 임팩트)를 얻을 수 있는 가능성이라고 할 수 있다. 다른 목표에 따른 (+)의 사회적 외부효과(social externalities)를 배제하는 것이 중요하므로, 결국 임팩트 위험은 재무적 수익(손실) 여부와는 관계없이 해당 투자에서 기대하는 사회적 성과를 얻을 수 있는 가능성이라고 할 수 있다.

임팩트평가에서 임팩트 위험과 재무적 위험을 완전하게 분리하는 것이 필요하다. 만일 그렇지 못한 경우, 임팩트 위험은 재무적 위험에 포함되거나 아니면 사회적 성과와 재무적 성과가 혼합되어 부정확하게 파악되어 사라질 수 있기 때문이다. 임팩트 위험은 재무적 위험과 비교할 때 해당 위험을 구성하는 중요 요인들에 의해 영향을 받지만, 전통적인 재무이론에서 논의되는 것과 같이 확률위험(probability risk), 분산위험(variance risk), 불확실성위험(uncertainty risk)의 세 유형으로 구분할 수 있을 것이다. 여기에서 확률위험(probability risk)은 사회투자 사업에서 의도한 사회적 성과가 달성되지 못할 가능성을 말한다. 분산위험(variance risk)은 사회투자사업에서 얻는 사회적 성과의 표준편차를 의미한다. 아웃컴의 평균은 같으나 표준편차가 다른 두 사회투자 사업의 수익분포에서 표준편차가 클수록 높은 사회적 위험을 가진다. 불확실성위험(uncertainty risk)은 사업과 관련하여 모든 위험요소를 파악할 수 없기 때문에 발생한다. 즉, 예상하지 못했던 내부적, 외부적 영향으로 사회적 성과가 달라질 가능성을 나타낸다.

<표 3> 임팩트 투자의 확률위험, 분산위험, 불확실성위험의 비교

위험	정의	계산
확률위험	사회적 성과가 달성될 가능성	유사한 사회적 성과를 목표로 했던 사업의 과거자료를 이용하여 달성확률 측정
분산위험	프로그램 실행에 따른 성과분포의 표준편차	과거 유사사업에 따른 성과분포의 표준편차 측정
불확실성위험	예상하지 못한 요인의 영향	내·외부의 예상치 못한 요인의 변동에 따른 변화 측정

임팩트측정에서 발생하는 논란을 해결하기 위해서는 투자에 참여하는 이해관계자의 필요를 반영하는 임팩트성과와 투자자(또는 투자관리자)가 필요로 하는 투자성과의 측정을 분리하여 이중구조로 접근하는 것이 도움이 될 수 있다. Grabenwarter and Liechtenstein(2011)은 이러한 시도로 감마모형(gamma model)을 제시하고 있다. 즉, 임팩트의 본질적 성과와 임팩트투자에 기인하는 성과를 나타내는 지표는 하나의 척도 내에서 양립가능하지 않으며 두 개의 다른 목적을 갖는 지표로 기능해야 한다.

Grabenwarter and Liechtenstein(2011)이 제안한 감마모형은 특정 사업분야의 임팩트에 관한 의미있는 정보를 포함하면서 포트폴리오 차원에서 재무적 성과와 임팩트 성과를 통합하는 통합척도를 개발하고자 하는 것으로, 핵심 아이디어는 임팩트 자체 성과와 임팩트투자의 성과를 분리하여 서로 다른 목적으로 기능하도록 하는 것이다.

첫 단계는 특정 임팩트투자의 특성과 필요에 맞게 설계되고 정의된 핵심성과지표(Key Performance Indicators ; KPIs)를 이용하여 임팩트목표를 나타내는 것이고, 다음 단계는 “Impact-adjusted return”의 관점에서 특정 자산관리자(또는 펀드매니저)의 투자성과를 나타내는 것이다. 임팩트성과에 대한 정보를 필요로 하는 이해관계자는 해당 투자와 관련된 KPIs를 이용할 수 있으며, 투자성과에 대한 정보를 필요로 하는 이해관계자는 재무적 수익률이나 임팩트성과가 조정된 투자수익률을 이용할 수 있을 것이다.

이들은 전통적으로 사용되어온 CAPM의 연장선에서 임팩트성과를 반영하는 감마요인(Gamma factor)을 포함하는 모형을 제안하고 있다. 감마요인은 임팩트성과를 측정하는 요소로 다음과 같이 임팩트와 관련된 기호를 정의한다. I_t 를 투자시점의 임팩트 수준, I_a 를 기대 임팩트 수준, I_e 를 종료시점의 임팩트 수준이라 한다면, 감마요인의 기대치를 투자시점에서의 임팩트수준에 대한 기대임팩트수준의 비율인 $\gamma_a = \frac{I_a}{I_t}$ 로 정의한다. 실제 달성된 감마요인은 투자시점의 임팩트수준에 대한 종료시점의 임팩트수준의 비율은 $\gamma_e = \frac{I_e}{I_t}$ 과 같이 정의된다.

표준화된 감마를 실현된 감마가 감마의 기대치에 대해 갖는 비율로 정의하고, 비교가능성을 위해 표준감마요인의 기대값을 1로 설정하면($\gamma_{sa} = 1$), 실제 달성된 표준감마요인 값을 기대치 1과 비교할 수 있다.

$$\text{실현된 표준감마요인} : \gamma_{se} = \frac{\gamma_e}{\gamma_a} = \frac{I_e/I_t}{I_a/I_t} = \frac{I_e}{I_a} \quad (3)$$

임팩트투자의 재무적 기대수익률은 투자되는 자본의 기회비용을 나타내는 것으로 전통적으로 이용되는 CAPM을 이용할 수 있다. $E(r_{Ia})$ 를 투자자가 임팩트목표를 포함한 임팩트투자에 자본을 투자할 때 요구하거나 해당수익률에 자본을 제공할 용의가 있는 수익률, 즉 임팩트조정 기대수익률이라 하자. CAPM으로 측정되는 투자의 기대수익률에 감마요인을 결합한 임팩트조정 기대수익률과 사후적으로 달성된 임팩트조정 실현 수익률(impact-adjusted return)은 다음 식(4)와 같다.

$$\text{임팩트조정 기대수익률} : E(r_{Ia}) = [r_f + \beta[E(r_m) - r_f]]\gamma_{sa} \quad (4)$$

$$\text{임팩트조정 실현수익률} : r_{Ie} = [r_f + \beta[r_m - r_f]]\gamma_{se}$$

$\gamma_{se} < 1$ 인 경우 실현된 임팩트가 기대치에 못미치는 경우이며, 이 경우 임팩트조정수익률은 감소한다. 반대로 실현된 임팩트가 기대치보다 큰 경우, 즉 $\gamma_{se} > 1$ 인 경우 임팩트조정수익률은 증가한다. $\gamma_{se} = 1$ 인 경우는 임팩트가 기대치와 같은 경우로 임팩트조정수익률 또한 기대치와 같게 될 것이다.

투자성과의 분석에서는 감마요인과 실현된 수익률간의 관계를 비교분석하는 것이 중요하다. r_{Ie} 와 $E(r)$ 간 차이는 임팩트 목표의 초과 또는 부족에 의한 것일 수도 있으며, 재무적 수익률의 초과 또는 부족에 기인한 것일 수도 있다. 또 r_{Ie} 가 $E(r)$ 보다 높아 양호한 투자성과를 보인 것도 $\gamma_{se} < 1$ 와 같이 임팩트의 사후적 달성이 기대치에 미달하거나, 재무적 실현 수익률이 기대치를 초과하여 실현된 표준 감마요인에 대한 보상이 커진 것에 기인할 수 있다. 따라서 투자성과를 정확하게 분석하기 위해서는 투자성과를 구성하는 두 요인인 재무적 성과와 임팩트 성과를 적절하게 분리하는 것이 필요하다. 재무적 성과는 IRR과 같은 척도를 이용할 수 있으며, 임팩트 성과는 감마요인(표준화 이전 감마와 표준화된 감마)을 분석하는 것이 유용하다.

표준화된 감마는 애초에 설정된 임팩트목표의 달성여부를 보편적으로 나타낸다. 이 척도는 표준화된 값이므로 가감이 가능하며 따라서 포트폴리오 차원에서의 임팩트성과를 평가하는데 유용하게 사용될 수 있을 것이다.

4. 국내 도입 SIB 사례 및 활성화 방안

본 장에서는 국내 SIB의 사례로 2016년에 시행된 서울시 아동청소년 그룹홈 SIB와 경기도 경기도 탈(脫)수급 「해봄」 프로젝트를 설명하고, 이를 2장에서 고찰한 해외 SIB와 비교하여 국내에서 SIB를 금융시장 중심으로 활성화하기 위한 방안을 제시한다.

4.1 서울시 아동청소년 그룹홈 SIB¹⁵⁾

4.1.1 개 요

서울시가 도입한 ‘아동청소년 그룹홈 보상사업’은 아동복지시설(그룹홈)에 거주하는 경계선지능 및 경증지적장애 아동 100여 명을 대상으로 3년간 정서치유와 사회성 향상, 기초학습능력 향상을 통해 자립 가능성을 높이고, 삶의 질을 개선하는 것을 목표로 하는 국내 최초 SIB 사업이다. 2015년 기준으로 서울에는 62곳의 ‘아동공동생활가정(아동그룹홈)’이 있으며, 이곳은 사회적인 보호가 필요한 아동들에게 가정적인 양육과 교육의 기회를 제공해 아동의 원가족 복귀 및 자립을 돕기 위한 시설로 보호자 2명과 아동 5~7명이 한 가정을 구성한다. 경계선지능아동이란 IQ 71~84 사이의 아동으로서 ‘느린학습자’로 불리며, 많은 이들이 학습과 사회부적응의 문제를 겪고 있으나 이들만을 위한 전문 교육 및 프로그램이 제공되지 않아 정책의 사각지대에 방치되어 있다. 경계선지능아동은 특별한 교육 없이 방치되면 지적장애가 되는 경향이 높아 삶의 질 저하와 더불어 일생에 걸쳐 막대한 사회비용이 발생하게 되며, 성인이 되어 시설을 나온 경계선지능아동의 수급자 편입 비율은 일반 아동의 15배에 달한다.

서울시는 ‘서울특별시 사회 성과보상사업 운영 조례’의 제·개정을 통해 SIB의 개념을 정의하고, 다년도 사업 후 성과보상금액을 예산에 반영할 수 있는 법적 근거를 확보하였다. 사업기간은 2016년부터 2018년까지 3년으로 서울시 SIB 사업의 공식 총괄운영기관인 “팬임팩트코리아(Pan Impact Korea)”를 서울시의 「사회성과보상사업 심의위원회」의 심의절차를 거쳐 선정되었으며, 사업수행기관인 “서울시 아동공동생활가정 지원센터”를 통해 SIB 사업을 관리·운영하는 역할을 수행한다. 이 SIB의 총사업비는 14억3,100만원으로 프로그램비는 10억7,000만원(74.8%)이며, 목표달성시 투자자 인센티브비용은 3억2,100만원(22.4%), 성과평가 및 자문비용은 4,000만원(2.8%)이다. 프로그램비는 투자자로부터 모집하며, 이 자금을 활용해 3년간 대상 아동들에게 프로그램을 제공하게 된다. 사업의 성과척도는 정량지표로 지적능력향상은 웨슬러지능검사에 기초한 경계선급 지능(Borderline Intelligence Function : BIF) 및 경증 지적장애(Mental Retardation : MR) 탈출률, 사회성향상은 교사용아동청소년행동평가척도(Teacher's Report Form : TRF)에 기초한 사회부적응행동감소율을 이용하며, 정성지표로 사회적기술평정척도(Social Skill Rating System : SSRS)에 기초한 사회성수준 증가를 이용한다. 성과조건은 자립능력 향상을 평가하는 것으로 대상 아동의 TRF 사후 검사가 사전검사보다 상승하고, 지능이 일정 수준 이상 개선(MR → BIF, BIF → 정상)되어야 성공으로 인정된다. 따라서 평가 방법의 범주로는 과거통계와 비교하는 방식에 속한다.

15) 서울시(2015), “서울시, 아시아 최초 사회성과연계채권(SIB) 협약 체결”보도자료, 서울특별시 사회적경제지원센터(2017), “돌봄서비스 분야에 대한 사회성과연계채권활용방안”

4.1.2 성과분석

성과보상은 사업종료 시점인 3년 후에 정상범주로 올라온 경계선지능아동이 32명을 넘으면 성공으로 판단하며, 구체적인 보상구조는 다음 <표 4>와 같다.

<표 4> 서울시 아동복지시설 교육사업 SIB의 성과보상 구조

성공인원비율(X %)	성과보상률(%)	성과보상금(원)
$X \leq 10$	-100	0
$10 < X < 31$	$(100/32) \times \text{성공인원비율} - 100$	$\text{사업비} \times (1 + \text{성과보상률}/100)$
$31 \leq X \leq 33$	0	사업비
$33 < X < 42$	$(100/32) \times \text{성공인원비율} - 100$	$\text{사업비} \times (1 + \text{성과보상률}/100)$
$42 \leq X$	-30	$\text{사업비} \times 1.3$

자료 : 서울특별시 사회적경제지원센터(2017), “돌봄서비스 분야에 대한 사회성과연계채권활용방안”

성공인원비율이 10% 이하인 경우, 성과보상금은 지급되지 않으므로 투자자의 입장에서는 투자원금의 100% 손실을 입는다. 성공인원비율이 10%를 초과하여 31%이하까지는 $\text{사업비} \times (1 + \text{성과보상률}/100)$ 에 따라 성과보상금을 지급받고 32%인 경우에는 투자원금인 10억 7천만원을 투자자에게 지급한다. 42명 이상일 경우 수취가능한 최대 성과보상금은 투자원금 10억 7천만원과 30%의 인센티브를 합산한 금액이다. 서울시는 이 사업으로부터의 사회적 비용 절감효과를 <표 5>와 같이 추정하고 있다.

<표 5> 아동복지시설 아동교육 사회성과 보상사업의 사회적 비용 절감효과

① 수급자(시설) 1인당 연 사회적 비용	892만원
② 시설 퇴소후 1인당 생애주기 평균 수급기간	16.7년
③ 수급자 1인당 생애주기 사회적 비용	14,896만원 (①×②)
④ 32명 성공시 보상금액(투자원금)	107,000만원
⑤ 32명에 대한 사회적 비용	476,672만원 (③×32명)
⑥ SIB로 인한 사회적비용 절감액	369,672만원 (⑤ - ④)

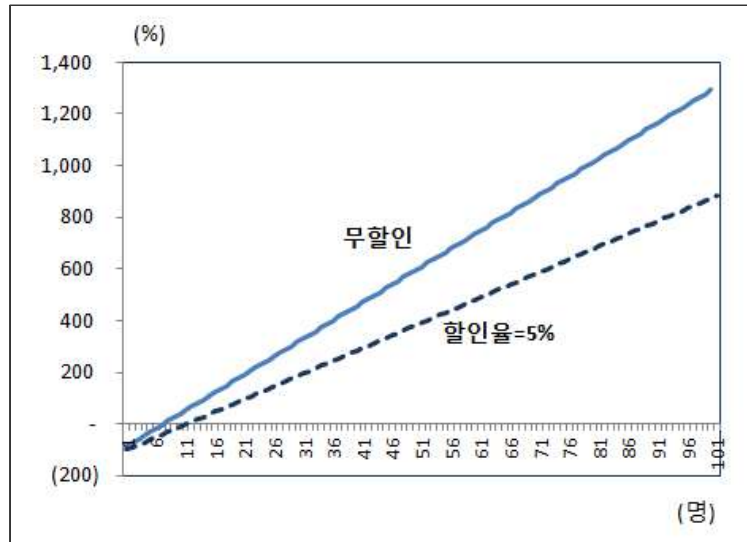
자료 : 서울특별시 사회적경제지원센터(2017), “돌봄서비스 분야에 대한 사회성과연계채권활용방안”

<그림 2>는 서울시가 제시한 <표 5>의 자료를 기준으로 추계한 SROI를 제시한다. 수급자 1인당 연 소요되는 사회적 비용은 892만원이며, 시설 퇴소후 1인의 생애동안 평균 수급기간은 16.7년으로 추정되었다. 따라서 성공인원 1인당 추정되는 예산 절감액(사회적 성과)은 총 16.7년에 걸쳐 14,896만원이며, 32명 기준으로는 사회적비용절감액인 36억9,672만원이다. 여기에서 1인당 예산 절감액은 생애주기인 16.7년의 연간 사회적비용의 단순합산치로 할인율을 적용하지 않아 화폐의 시간적 가치와 물가상승률도 고려하지 않은 결과이다. 그러나 미래에 발생할 사회적 비용에 대해서는 할인율을 적용해서 평가해야 하므로, SROI는 식 (5)와 같이 사업종료 후 수급자 1인당 부담하는 연 사회적 비용인 892만원에 대해 생애주기인 16.7년 동안 $r\%$ 의 할

인율에 해당하는 연금의 현재가치 합계 요소(PVIFA)를 적용하면 사회적 비용이 성공인원(n)에 비례하여 선형적으로 증가하는 패턴을 제시한다.

$$SROI = \frac{892 \times PVIFA(r, 16.7) \times n - 107,000}{107,000} \quad (5)$$

<그림 2> 서울시 SIB의 성공인원과 SROI

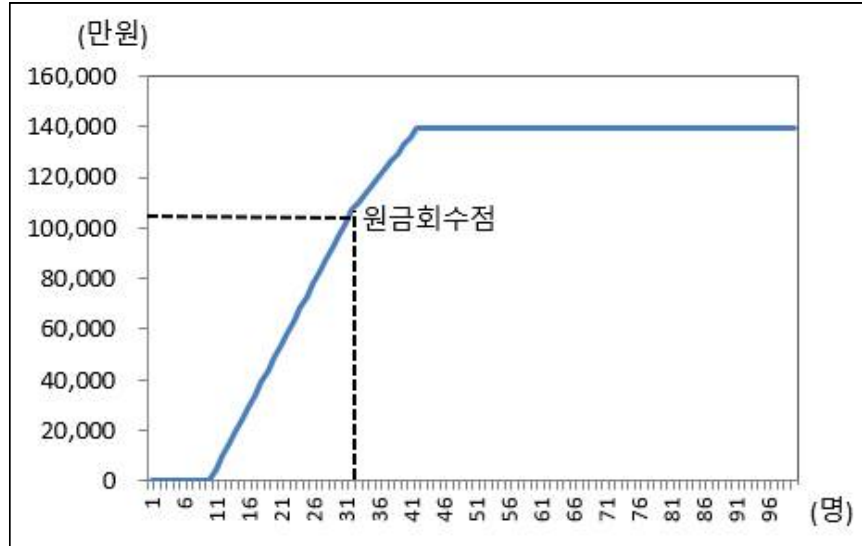


<그림 2>에서 SROI의 최대값은 서울시가 제시한 무할인($r=0$)의 경우 표본인 100명이 모두 정상범주에 도달할 경우 1,292%로 추정된다. 반면, 생애주기동안 단순히 할인율을 5%로 적용할 경우 서울시 SIB의 SROI의 최대치는 884.05%로 감소한다. SIB의 목표 성과 달성 기준인 32명일 기준으로 할인율을 고려하지 않은 SROI는 345.49%이지만, 할인율을 5%로 가정한다면 214.90%로 계산되었다.

서울시 SIB에 자본을 투자한 투자자에게 귀속될 현금흐름(투자원금 + 추가 성과금)의 그래프는 <그림 3>과 같다. 이 SIB의 성과보상구조는 <표 5>에서 제시된 사회적비용 절감 효과에 기반하여 사업비를 기준으로 결정된다. 사업비인 투자원금을 회수할 수 있는 인원을 32명으로 설정할 경우 10억7천만원이며, 10명 이하면 투자원금을 회수할 수 없다. 또한 대상 인원 성과가 42명 이상인 경우 배리어(barrier)에 해당하는 최대 추가 보상은 투자원금의 30%이므로, 13억 9,100만원이다.

투자원금 손실 구간인 10명부터 32명까지는 인원수에 따라 선형적으로 증가하며, 사업성공의 임계치인 32명을 초과하여 42명까지의 인원까지도 사회적 성과에 따라 투자자에게 귀속될 현금흐름은 선형적으로 증가한다고 가정한다. 따라서 10명까지는 투자원금을 회수할 수 없으므로 수익률은 -100%이며 10명부터 32명까지는 인원수에 따라 수익률이 선형적으로 증가하여 손익분기수인 32명이다. 32명부터 사회적 성과에 따라 투자자에게 귀속될 현금흐름은 선형적으로 증가한다고 가정할 때 42명 이상에서 30%가 최대수익률이다.

<그림 3> 서울시 SIB의 성공인원과 투자자 귀속 현금흐름



4.2 경기도 탈(脫)수급 「해봄」 프로젝트

4.2.1 개 요

경기도에서 시도한 SIB형태의 사업인 탈수급 「해봄」 프로젝트의 사업기간은 2016년 1월부터 2017년 12월까지 2년으로 계획되었으며, 사업시행 후 1년마다 평가한다. 이 프로젝트는 SIB를 활용하여 일반수급자 800명(400×2년)을 대상으로, 기초생활수급자를 1 : 1로 관리하여 개인별 취업역량을 개발하고, 취업을 통해서 탈수급률을 높여 정부예산을 절감하는 것을 목표로 한다. 또한 성과중심의 민간협력방식 채용으로 복지 효율성을 제고하며 복지·고용 통합사례관리로 일반수급자 자립촉진 및 인적자원을 육성한다.

성과지표는 기초수급자의 탈수급에 대한 정부통계를 사용하여 참여자의 20% 이상이 탈수급 상태를 유지하는 상태를 목표로 설정된다. 탈수급의 기준은 생계급여 대상자(일반수급자)에서 주거급여(최저생계비의 43%) 이상의 소득 수준을 최소 6개월 이상 유지하고 정책사업 기간 동안 탈수급 상태를 지속했을 경우로 한정하여 성과에 산입한다. 또한 성과등급별로 원금손실을 일정 부분 보상하여 기업투자를 유인한다.

이 SIB의 총사업비는 18억7,400만원으로 민간투자금은 15억5,300만원이며, 민간투자금 중 사업수행비는 13억4,300만원(71.7%), 중간지원조직 운영비는 2억1,000만원(11.2%)이다. 도예산은 민간투자금을 제외한 나머지 금액으로 인센티브는 2억2,100만원(11.8%), 평가비는 1억원(5.3%)을 충당한다. 사업주체인 정부(경기도)는 「경기도 사회성과 보상사업 운영조례」에 따라 운영기관과 계약을 체결하며, 성과보상금을 지급한다. 운영기관으로 선정된 지속가능경영재단과 오마이컴퍼니는 민간투자자로부터 사업자금을 조달하고, 사업수행기관을 선정하여 사업기간동안 관리한

다. 사업수행기관은 탈수급 문제 개선을 위한 서비스를 제공하며 사업 종료 후에는 독립된 평가기관이 사업성과를 평가한 다음 평가기관은 성과 평가결과를 정부와 운영기관에 전달한다. 경기도는 성과 평가결과를 바탕으로 운영기관에게 예산을 집행시키며, 운영기관은 투자자에게 투자원금 및 인센티브를 상환한다.

4.2.2 성과분석

<표 6>에서 경기도 SIB의 성과보상기준을 보면 성과달성률 1%(8명)인 경우부터 민간투자금의 8%인 1억2,800만원을 보상하여 11%(88명)까지 원금의 일부(91.8%)를 보상한다. 이는 성공인원 비율이 10%미만일 경우 원금을 보장하지 않는 서울시 SIB보다 상대적으로 양호한 수익구조이다. 성공인원비율이 12%(96명)인 경우 민간투자금 100%를 지급하며, 성과달성률이 13%(104명)를 초과할 때까지 민간투자금에 성과달성률이 1%증가할 때마다 성과보상금 1%를 추가적으로 지급하되 최대 10%까지 지급한다.

<표 6> 경기도 탈수급 「해봄」 프로젝트의 성과보상기준

성공인원비율(%)	지급률	비 고
$X < 11\%$	0% ~ 91.3%	- 성과달성률에 따라 원금 차등지원
$X = 12\%$	원금 100%	- 투자원금 100% 지급
$13\% < X \leq 20\%$	원금 + 성과보상금 (1% ~ 10%)	- 성과달성률 1% 증가시 성과보상금 1% 추가지급

자료 : 서울특별시 사회적경제지원센터(2017), “돌봄서비스 분야에 대한 사회성과연계채권활용방안”

경기도가 추정한 SIB를 통한 성과달성률에 따른 보장급여절감액과 경기도가 투자자에게 지급하는 사업비 지원액, 그리고 그 차이인 순절감액은 <표 7>에 제시된다. 성과건수는 성공인원에 1.48을 곱하여 산출되며, 보장급여절감액은 성과건수에 11,963,000~12,006,000원을 곱한 수치이다. 성과달성률이 12%이면 사업비중 민간투자금인 15억5,256만원을 투자자에게 원금으로 지급하며, 13%이상이면 추가보상금이 6,638만원으로 수익률이 3%이다. 성공인원비율이 20%이면 최대보상금은 2억2,126만원으로 최대 10%수익을 얻는다.

<표 7> 경기도 탈수급 「해봄」 프로젝트의 사회적 비용 절감효과

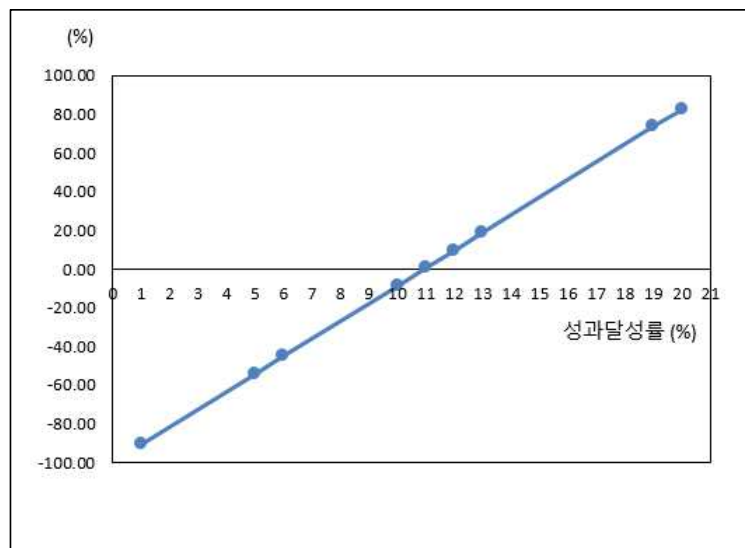
(단위 : 1,000원)

성과 달성률(%) (A)	성공인원 (명) (B)= (A)×800	성과 건수 (C)= (B)×1.48	보장급여 절감액 (D)	사업비 지원액(도 → 투자자)			순절감액 (D-E)
				계 (E)=F+ G	투자원금 (F)	보상금 (G)	
0	0	0	0	-	-	-	0
1	8	11.8	141,666	128,860	128,860 (원금 8% 보장)	-	12,806
5	40	59.2	708,328	644,310	644,310	-	64,018
6	48	71.0	849,994	773,170	773,170 (원금 50% 보장)	-	76,824
10	80	118.4	1,416,656	1,288,620	1,288,620	-	128,036
11	88	130.2	1,558,322	1,417,490	1,417,490	-	140,832
12	96	142.1	1,699,987	1,552,560	1,552,560 (100% 보장)	-	147,427
13	104	153.9	1,841,653	1,618,940	1,552,560	66,380 (수익률 3%)	222,713
19	152	225.0	2,691,646	1,751,690	1,552,560	199,130	939,956
20	160	236.8	2,833,312	1,773,820	1,552,560 (원금 100% 보장)	221,260 (수익률 10%)	1,059,492

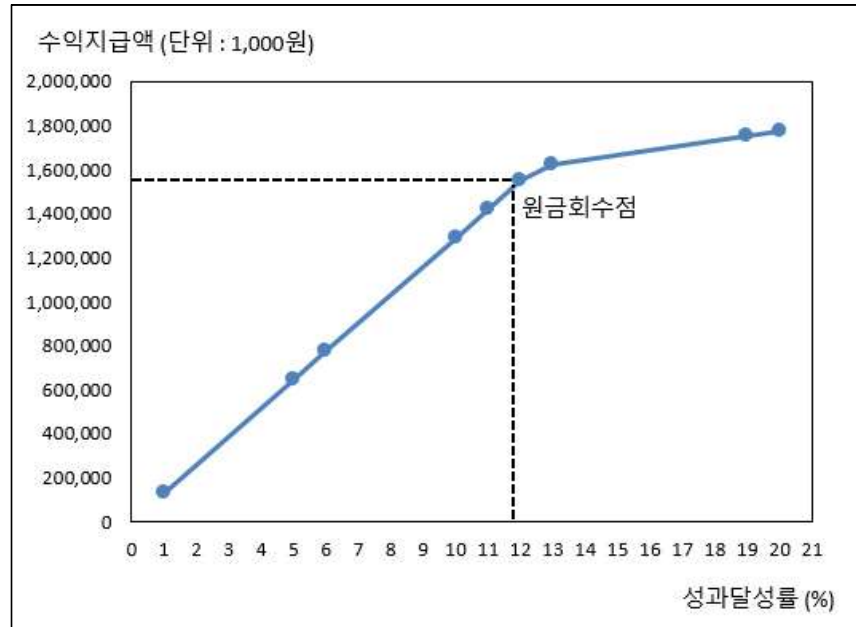
자료 : 서울특별시 사회적경제지원센터(2017), “돌봄서비스 분야에 대한 사회성과연계채권활용방안”

<그림 4>와 <그림 5>는 경기도가 제시한 <표 7>의 자료를 기준으로 추계한 SROI와 현금흐름을 각각 제시한다. SROI는 보장급여절감액에서 민간투자금을 차감한 값을 사회적 부가가치로 보고, 이를 다시 민간투자금에 대비한 비율로 계산한다. SROI는 -90.88%~82.49%에 분포하며, 원금 회수 가능한 성과달성률인 12%일 때 9.50%이다.

<그림 4> 경기도 SIB의 성과달성률과 SROI



<그림 5> 경기도 SIB의 성과달성률과 투자자 귀속 현금흐름



4.3 사례 분석과 국내 SIB 시장 활성화 방안

4.3.1 국내 SIB의 평가

2016년에 SIB가 처음 시도된 한국의 경우, 서울시와 경기도 SIB 모두 사회성과보상사업 운영 조례에 따라 공모로 선정된 운영기관과 맺은 개별계약이며, 관리형 SIB에 속한다. 두 SIB의 수행기간은 각각 36개월과 24개월로 미국과 영국에 비해 짧은 편에 속하므로, 복수계약으로 주도하는 영국 SIB이 비해 비효율적이다. 국내에 도입된 2건의 SIB의 평균 사업비 규모는 영국 평균의 약 2분의 1이며, 미국 평균의 10분의 1로 비교적 적은 편이다. 성과보상시기는 사업 종료 후이며, 보상기준은 모두 성공률 비례 기준이다. 이러한 방식은 보상을 지급해야 할 성과목표치 설정에 대한 실증적 근거를 기존 연구를 통해 확보해야 성과지급에 공정성을 기할 수 있다. 아울러, 향후에 국내에서 추가적으로 검토될 SIB는 2장에서 고찰한 해외 사례와 같이 사업 기간 중에도 주기적으로 보상을 지급하는 구조를 검토해 볼 수 있다.

해외 SIB 사례를 볼 때 SIB 사업에 관심을 가지는 민간 투자자는 초기에는 재무적인 수익을 추구하는 투자자보다는 사회적 영향을 중요시하는 민간재단, 사회적 금융기관, 소셜 벤처, 카페탈 등 소위 ‘임팩트 투자자’들이 대부분이다. SIB의 역사가 짧아 위험 대비 기대수익률이 아직 검증되지 못했기 때문에 상업적인 민간투자자가 SIB시장 초기부터 참여하기 어려운 것이 현실이다. 국내에 도입된 2건의 SIB의 투자수익률을 보면 수익성 측면에서 투자자가 참여할 유인을 제공하지 못한다는 것이다. 서울시 SIB의 경우 성과에 따른 수익률 분포는 -100%~30%이며, 경기도

SIB의 수익률도 비록 원금부분보장형이기는 하지만 최대 10%로 제한되어 있어 하방위험이 큰 구조를 보인다. SIB의 성과보상지급자인 정부는 이러한 수익 획득 가능성보다 손실 가능성이 높고, 수익폭도 제한적인 SIB구조가 다른 대안적 투자수단과 비교할 때 경쟁력이 있는지를 검토할 필요가 있다. 특히, 투자원금을 회수할 수 있는 수준의 목표 임팩트 성과를 전액 사업비로 충당하기 때문에 운영기관은 사업비내 에서만 성과를 달성하려는 유인을 가지므로 투자자에게 추가 수익을 제공할 수 있는 성과를 보장하기는 어렵다. 운영기관은 SIB에 출자할 의무가 없으므로 임팩트 성과에 연계하여 추가적으로 지급되는 성과보상이 없으며, 목표 성과에 미달한다 하더라도 손실은 운영기관이 아닌 투자자가 부담하게 된다. 이같은 문제를 해결하기 위해서는 운영기관이 SIB에 투자자로 참여하게 하여 임팩트 성과와 투자 성과를 연계시켜 유인일치(incentive compatible)시킬 필요가 있다. 또한 정부와 운영기관은 임팩트 성과 목표를 달성하기 위한 사업비의 정확한 추계를 기반으로, 현행 SIB보다 높은 인센티브를 제공할 수 있도록 운영구조를 설계해야 할 필요가 있다.

4.3.2 국내 SIB 재원조달 활성화 방안

국내에서 SIB시장을 활성화하기 위해서는 우선적으로 임팩트 창출에 관여도가 높은 정책자금 기관, 비영리재단이나 사회적 금융기관 등 임팩트 투자자들이 SIB재원을 조달하도록 유도할 필요가 있다. 사회적 기업이나 협동조합에게 정책자금을 공급하는 기관으로는 신용보증재단, 신용보증기금, 중소기업진흥공단, 서울시 사회투자기금 등이 있다. 아울러 모태펀드를 통해 조성한 사회적기업투자 펀드나 민간에서 조성되어 사회적 금융을 제공하는 임팩트 투자기관 등이 있다.

아울러 미국의 사례와 같이 SIB를 통한 기업의 사회적책임을 수행하려는 금융회사로 하여금 참여하게 하여 투자를 활성화할 수 있을 것이다. 또한 운영기관은 보상사업을 추진하기 위해 민간 투자자로부터 사업비를 조달하기 위해서 SIB를 금융상품화하여 사회적 거래소에서 매매를 활성화하는 방안을 고려할 수 있다. 즉 사회적 거래소는 임팩트 투자에서 필요로 하는 자본을 시장 원리에 의해 SIB라는 금융상품을 매개로 조달한다는 의미에서 매매가 이루어지는 구체적으로 조직화된 시장을 의미한다. SIB 운영기관에 자금을 공급할 수 있는 임팩트 투자자를 연결하는 중개 기관으로서의 역할을 수행하므로 사회적 거래소를 통해 자금을 필요로 하는 SIB운영기관에 대한 자본 조달 비용을 낮출 수 있는 창구로서의 역할을 수행할 수 있다. 따라서 금융회사는 SIB에 직접 투자자로 참여하지 않더라도 SIB의 금융상품 설계와 판매를 취급하여 SIB의 사회적 거래소를 통한 시장조성자 역할이 가능하다.

SIB를 금융상품의 특성으로 보면, 투자성과가 만기인 사업종료시점에 임팩트 성과에 연계되어 결정되므로 기초자산을 임팩트 성과로 보는 원금비보장형 파생결합증권(derivatives-linked securities)에 가깝다. 현행 자본시장법에서 파생결합증권의 발행과 판매를 취급할 수 있는 금융회사는 장외파생상품 취급인가를 받은 금융투자회사에 한정되어 허용되므로, SIB를 파생결합증권에 포함시켜 취급한다면 이들 금융회사를 통해 발행하는 것이 타당할 것이다. 일반적인 파생결합증권 투자에는 발행자의 신용위험과 기초자산 가격변동위험이 수반되지만, 파생결합증권으로

써 SIB투자에는 기초자산 가격변동위험이 아닌 임팩트 성과 위험이 중요하다. SIB 투자성과에 따른 원금과 추가수익은 사후적으로 정부의 예산집행을 통해 지급되므로 금융회사는 SIB 발행으로 조달한 자금에 대해 별도의 헤지가 불필요하다. 즉, 금융회사는 SIB에 대해 발행과 판매만 관여할 뿐, 운용업무는 제외할 수 있다는 장점이 있다.

SIB시장을 활성화하는 다른 대안은 집합투자기구인 펀드 판매이다. 현행 자본시장법상 공모방식 집합투자기구를 통한 자금 조달은 사모방식보다 금융당국의 각종 감독과 규제가 강화되므로 원금비보장형 사모 방식의 펀드가 적합할 것이다(「자본시장법」 제9조, 제119조).¹⁶⁾ 펀드 판매 역시 투자성과에 따른 원금과 추가수익은 사후적으로 정부의 예산집행을 통해 지급되므로 금융회사는 SIB의 판매만을 담당하면 된다.

추가적으로 투자계약증권의 형태인 「자본시장법」 제117조의10에 의한 ‘온라인소액투자중개(증권형 크라우드펀딩)’를 통해 자금을 조달할 경우 증권 모집의 특례에 따라 금융위원회에 대한 신고서 제출과 재무상태에 관한 사항의 공시 등을 면제받을 수 있으나, 7억원 이상의 자금모집은 어렵다는 단점이 있다. 또한 증권의 발행인은 원칙적으로는 업력 7년 이하 비상장 중소기업에만 허용되므로, 이에 적합한 SIB의 운영기관 선정이 제한된다는 단점도 있으므로 관련 법령의 검토가 필요하다.

5. 결 론

본 연구는 사회적금융과 관련한 임팩트투자에서 SIB가 갖는 역할의 중요성과 SIB 사업 운영의 핵심 요인인 투자성과의 측정과 평가에 관한 내용을 중점적으로 분석하고 합리적인 방안을 제시하고자 했다. SIB는 정부 투자자 등 다양한 이해관계자가 참여하여 사회적 현안을 해결해나가는 성과기반형 프로그램으로, 2010년 영국의 Peterborough시에서 세계 최초로 SIB가 발행된 후에 다른 국가에도 새로운 형태의 SIB가 발행되고 있으며, 국내에도 서울시와 경기도에서 2건의 SIB 사업이 도입되었다.

본문에서 서술한 해외 SIB의 경우 통상 4~8년의 투자기간을 가진 장기적 프로그램을 진행하고 있으며, 대부분의 사업은 지방 정부의 주도로, 다양한 관련 기관과 협업을 강조한다. 이는 세부적 차원에서 사업을 발굴하고 다양한 투자자와 긴밀하게 협업할 수 있는 지방자치단체와 관련 유관기관의 역할이 중요함을 시사한다. 국내의 경우 지방 정부의 독립성이 낮은 상황이므로, 아직까지 대부분의 공공사업은 중앙정부 주도 하에 매칭펀드(matching fund)로 추진되는 실정이다. 또한 국내에서는 아직 SIB에 대한 인지도가 낮고, SIB 계약 관계에 있어서 정부 예산편성의 원칙인 ‘회계연도 독립의 원칙’과 지급 미확정 사업에 대한 예산 편성의 가능 여부 등 정부 공공서비스제공관련 계약 및 예산계약 문제점에 노출되어 있다. 무엇보다 SIB 프로그램이 성공하기 위해서는 현장수행의 전문성을 보유한 사업수행기관을 확보하는 것이 관건이므로, 국내 상황에 맞는 사업수행기관과 운영기관의 연계와 협업을 만들어내는 것이 무엇보다 중요하다고 볼 수 있다. 해외 SIB의 발행 진화과정을 살펴보면 투자자에게 제시하는 수익구조가 다양화되고 있다는

16) 금융위원회에 대한 증권신고서 제출·심사, 공시의무, 금융감독원의 관리·감독을 포함한다.

점이다. 성과연동구조의 진화로 투자자 보호 문제를 해결하며, 호주의 경우에는 일반투자자에게도 SIB의 판매가 가능하다.

임팩트 투자에 소요되는 자금조달의 활성화를 위해서는 SIB가 상품으로 매매가능한 사회적 거래소를 금융회사들이 조성할 수 있다. SIB는 사회성과의 변동과 연계하여 미리 정해진 약정에 따라 지급금액이 결정되는 권리이므로 파생결합증권의 특성을 가진다. 이 경우 현행 SIB의 구조에서 운영기관이 파생결합증권을 직접 발행할 수 없기 때문에 파생결합증권을 취급할 수 있는 금융회사가 SIB를 민간투자자에게 판매하거나, 자산운용사를 통해 사모펀드 판매로 자금을 조달하는 방법을 고려해 볼 수 있다. 일반투자자를 대상으로 수익구조를 특화한 SIB를 판매할 때, 크라우드펀딩을 활용하여 초기 자본을 모집하는 것도 가능할 것이다. 더불어 사회적 목적을 가진 금융회사를 협업에 참여시킴으로써 투자자를 확대하며, 객관적인 성과측정을 위해서는 관련 부문의 전문적·독립적 평가전문가의 활용, 평가에 활용된 데이터 및 평가 방법에 대한 감사가 이루어져야 SIB 투자 신뢰성을 담보할 수 있을 것이다.

SIB의 법적 성격에 대한 문제, 사회서비스 제공 주체가 주식회사 또는 비영리회사에 포함되는지 여부에 따라 채권 발행 가능 여부, SIB 발행시 투자자 모집의 활성화 가능 여부에 대해서는 관련 법령인 자본시장법, 사회적기업지원육성법, 사회적경제법(안) 등의 규정에 대한 엄밀한 검토가 필요하다. 또한 중간지원조직의 역량 문제, 바우처 제도 등과의 관련된 문제, SIB 적용 가능 부문 등 국내의 사회·법률적 문제 등 다양한 요소를 고려해야 한다. 서울시의 복지정책과 재정자금의 효율성 차원에서 중점적으로 예산을 편성하고 있는 부문을 대상으로 SIB 발행이 가능한 사업 영역을 세부적으로 분석하고, 국내 법적·제도적 고려사항을 반영하여 조기 예방이 필요한 공공서비스 부족의 문제를 해결하기 위한 방안으로 SIB 도입을 확대하는 방안을 마련하는 것이 필요하다.

향후 SIB의 활성화를 위해서는 SIB 실행가능성 평가와 합리적인 아웃컴 척도 및 보상구조의 설계가 필요하다. 이 때 중요한 것은 SIB 사업이 정부의 재정을 절감하거나 부족을 타개하는 방안이 아니라 재정의 효율성을 높이는 방향으로 구성되고 운영되어야 한다. 임팩트투자는 성과기반보상과 PPP의 결합이라는 성격을 가지므로 민간자본을 이용한 기존의 사회기반시설 투자사업에서 발생한 문제점을 인식하여, 객관적이고 합리적인 성과평가가 이루어질 수 있도록 하여야 하며 SIB 사업이 사회가 필요로 하는 서비스를 제공하는 단위당 비용을 낮출 수 있는 수단이 되도록 사업의 운영 및 보상 구조가 설계되어야 할 것이다. 또한 아웃컴 척도의 특성상 계량적인 평가가 용이한 분야가 SIB사업의 대상으로 우선 선택될 가능성이 높다는 점을 고려하여 성과의 계량화가 쉽지 않은 분야의 사업이 균형있게 추진될 수 있도록 노력할 필요가 있다.

참 고 문 헌

- KB금융지주경영연구소(2014), 임팩트 투자의 개념과 사례, KB 지식 비타민.
- 강신일, 박문애(2012), “해외 평가모델 사례를 통해 바라본 임팩트 평가의 현황과 과제,” *Impact Business Review*.
- 경기도(2015), 경기도 사회투자형 복지사업 “해봄”프로젝트 발표자료.
- 경기복지재단(2012), 『사회복지사업에 대한 사회성과연동채권의 적용가능성 모색 연구 : 북한이탈주민 정착지원 정책을 중심으로』
- 노희진(2014), 한국형 사회영향채권의 도입방안, 한국증권학회 증권사랑방 발표자료.
- 박종원, 이우백 (2016), 『서울시 사회성과연계채권(SIB)의 사회적 성과 평가(측정)모형 개발』, 서울시립대학교 시정연구보고서.
- 서울시(2015), 아시아 최초 사회성과연계채권(SIB) 협약 체결 보도자료.
- 서울연구원(2012), 『사회혁신채권(Social Impact Bond)의 서울시 사회경제정책 적용가능성에 대한 검토연구』.
- 서울특별시 사회적경제지원센터(2017), “돌봄서비스 분야에 대한 사회성과연계채권활용방안”
- 성균관대학교 산학협력단(2013), 『사회적 경제 사회적 가치 측정지표 개발연구』
- 이승규, 라준영, (2009), 『사회적 기업의 가치측정 및 평가』, 함께 일하는 재단
- 자본시장연구원(2012), 『사회성과연계채권(SIB) 활용방안 : 자본시장을 통한 사회문제의 해결』
- 자본시장연구원(2013), 『성과연계형 사회적 기업 자본시장 구축방안 연구』
- 자본시장연구원(2013), 『영국의 사회적 투자시장 육성정책의 시사점』
- 한국사회적기업진흥원, (2013), 『사회적 경제 사회적 가치 측정지표 개발연구』
- Arvidson, M., F. Lyov, S. McKay, and D. Moro(2010), “The ambitious and challenges of SROI,” TSRC Working Paper.
- Austin, R.(1996), *Measuring and Managing Performance in Organizations*, New york: Dorset House.
- Barby, C., and J. Gain(2014), “Shifting the Lens: A De-risking Toolkit for Impact Investment,” London: Bridges Impact+.
- Cabinet Office(2013), *G8 Social Impact Investment Forum: Outputs and Agreed Actions*.
- Castillejos, V. and Grabenwarter, U. (2010), “The current impact investing universe: a market overview,” IESE working paper.
- Chen, H. T. and P. H. Rossi(1989), “Issues in the Theory-driven Perspective,” *Evaluation and Program Planning* 12, 299-306;
- Clay, R.F.(2013), “Health Impact Bonds: Will Investors Pay for Intervention?”, *Environmental Health Perspectives* volume 121 number 2.
- Coryn, C. L. S., L. A. Noakes, C. D. Westine, and D. C. Schroter (2011), “A Systematic Review of Theory-Driven Evaluation Practice From 1990 to 2009,” *Amercian Journal of*

- Evaluation 32, 199-226.
- David Bank(2015), “The Prison Reform #Fail That is Shaking the Social-Impact Bond Market,” Impact Alpha.
- Deloitte, The Millennial Survey 2014, Available at: www.deloitte.com/MillennialSurvey
- Ebrahim, A., and V. Rangan(2010), “The Limits of Nonprofit Impact: A Contingency Framework for Measuring Social Performance,” HBS Working Paper No.10-099.
- Emerson, J. (2011), “Risk, Return and Impact: Understanding Diversification and Performance within an Impact Investing Portfolio,” Impact Assets Issue Brief no.2.
- Emerson, J.(2003). “The Blended Value Proposition: Integrating Social and Financial Returns,” *California Management Review*, 45, 35-51.
- Emerson, J., and M. Cabaj(2000), “Social Return on Investment,” Making Wages, 11(2), 10-14.
- Emerson, J., and Tim Freundlich(2012). “Investing with Meaning - An Introduction to a Unified Investment Strategy for Impact,” *Impact Assets* (Issue Brief #1).
- Emerson, J., J. Wachowicz, and S. Chun(2000), “Social Return on Investment: Exploring Aspects of Value Creation in the Nonprofit,” in REDF Box Set Volume 2, 132-73.
- Feldman, A., and T. Serrano(1980), *Welfare Economics and Social Choice Theory*, Boston, MA: Martinus Nijhof.
- Foster, W., and J. Bradach(2005), “Should Nonprofits Seek Profits ?,” *Harvard Business Review* 83, February, 92-100.
- Freireich, J., and K. Fulton(2009), “Investing for Social and Environment Impact: A Design for Catalyzing an Emerging Industry,” Monitor Institute.
- Fullwiller, S. T(2015)., “Sustainable Finance: Building a More General Theory of Finance,” Working Paper No. 106, Binzagr Institute for Sustainable Prosperity.
- G8 Social Impact Investment Taskforce (2014), *Allocating for Impact*.
- G8 Social Impact Investment Taskforce(2014), *Impact Investment: The Invisible Heart of Markets*,
- G8 Task Force for Social Investment(2014), “Measuring Impact,” Subject Paper of the Impact Measurement Working Group.
- Ghoul, S. E., G. Omrane, H. Kim, and K. Park(2014), “Corporate Environmental Responsibility and the Cost of Capital—International Evidence,” *KAIST College of Business Working Paper Series*, no. 2014-008.
- Gollier, Christian(2013), “The Debate on Discounting - Reconciling Positivists and Ethicists,” *Chicago Journal of International Law*, 13, no. 2, 549-62.
- Gowdy, John, Richard Howarth, and Clem Tisdell(2010). “Discounting, Ethics, and Options for Maintaining Biodiversity and Ecosystem Integrity,” Edited by Pushpam Kumar.

- The Economics of Ecosystems and Biodiversity and Ecosystem Integrity*, 257-84.
- Grabenwarter, U. and H. Liechtenstein(2011), "In search of Gamma: An Unconventional Perspective on Impact Investing," IESE Business School, University of Navarra.
- Grabenwarter, U.(2013), "The Gamma Model for Expressing Impact Investment Performance in Fund Investments," SSRN Working Paper.
- Greenhill, R. and A. Ali(2013), "Paying for progress: how will emerging post-2015 goals be financed in the new aid landscape?," Working Paper # 366, ODI(www.odi.org.uk).
- Gregory, D., Hill, K., Joy, I. and Keen, S.(2012) Investment readiness in the UK, Clearly So.
- Gustafsson-Wright, E., S. Gardiner, and V. Putcha(2015), "The Potential and Limitations of Impact Bonds: Lessons from the First Five Years of Experience Worldwide," Brookings Institution
- Hall, M.(2012), "Evaluation Logics in the Third Sector," *Voluntas* 25(2), 307-36.
- Heckman, Grunewald, and Reynolds(2016), "THE DOLLARS AND CENTS OF INVESTING EARLY: Cost-Benefit Analysis in Early Care and Education," ZERO TO THREE.
- Hehenberger, L., Harling, A. and Scholten, P.(2013) A practical guide to measuring and managing impact, EVPA
- Hornsby, A. and G. Blumberg(2013), "The Good Investor," London: Investing for Good. Institute for Child Success(www.instituteforchildsuccess.org)
- International Association for Impact Assessment (IAIA), (2009), What Is Impact Assessment?, Fargo, USA
- J.P. Morgan and the GIIN(2014), Spotlight on the Market: The Impact Investor Survey.
- Jonathan Christiansen, M.A.(May 2014), "Four Stages of Social Movements," EBSCO Research Starters, EBSCO Publishing Inc.,
- Laing, N., C. Long, A. Marcandalli, J. Matthews, A. Grahovac, and J. Featherby(2012), "The U.K. Social Investment market: The Current Landscape and a Framework for Investor Decision making," Cambridge: Cambridge Associates Limited.
- Lyon, F., Arvidson, M., Etherington, D. and Vickers, I.(2010) 'Social impact measurement (SIM) experiences and future directions for third sector organisations in the East of England', Norwich: East of England Development Agency, www.the-guild.co.uk.
- Megan Golden(2014), "Pay-for-Success Financing: A New Vehicle for Improving Population Health?," *Population Health News* 1(1).
- Mercer(2012), "Climate Change Scenarios—Implications for Strategic Asset Allocation," *Public Report*.
- Mulgan, G.(2010), "Measuring Social Value," *Stanford Social Innovation Review*, Summer, 38-43.

- Murtha, T. and A. Hamilton(2012), "Sustainable Asset Management," in *Evolutions in Sustainable Investing Strategies, Funds & Thought Leadership*, edited by Cary Krosinsky, 53-80, Hoboken, NJ: John Wiley & Sons.
- NESTA(2011), Investing for the Good of Society: How and Why Wealthy Individuals Respond(<http://www.nesta.org.uk/>).
- Nicholls, A. and E. Tomkinson (2015), "The Peterborough Pilot Social Impact Bond," in *Social Finance* edited by Nicholls A, R. Paton, and J. Emerson, Oxford.
- Nicholls, A. and E. Tomkinson(2015), "Risk and Return in Social Finance," in *Social Finance* edited by Nicholls A, R. Paton, and J. Emerson, Oxford.
- Nicholls, A.(2009), "We Do Good Things Don't We?: Blended value Accounting on Social Entrepreneurship," *Accounting, Organizations and Society* 34, 755-69.
- Nicholls, A., and E. Tomkinson(2013), "The Peterborough Pilot Social Impact Bond, Pears case Study Series, Said Business School, University of Oxford..
- Nicholls, A., and E. Tomkinson(2015), "Social risk in social finance," in *Social Finance* edited by Nicholls A, R. Paton, and J. Emerson, Oxford.
- Nordhaus, W.(2007). A Review of the" Stern Review on the Economics of Climate Change". *Journal of Economic Literature*, 45.3:686-702.
- Nordhaus, William(2013). *The Climate Casino: Risk, Uncertainty and Economics for a Warming World*. New Haven and London: Yale University Press.
- O'Connel, J.(1982), *Welfare Economic Theory*, Dover, MA: Auburn House.
- O'Donohoe, N., et al.(2010), *Impact Investments: An Emerging Asset Class*, London: J.P. Morgan Global Research.
- Ógáin, E., Lumley, T. and Pritchard, D.(2012) Making an impact: impact measurement among charities and social enterprises in the UK, *New Philanthropy Capital*.
- Olsen, S. and A. Lingane(2003), "Social Return on Investment: Standard Guidelines," *California Management Review* 46(3), 116-35.
- Patton, A.(2013), "The Social Investment Market: The Role of Public Policy in Innovation and Execution," Said Business School and Cabinet Office.
- Puttick, R., and J. Ludlow(2012), "Standards of Evidence for Impact Investing," London: NESTA.
- Quelch and Rodriguez(2014), *Frsero's Social Impact Bond for Asthma*, Havard Business School.
- Rauscher, O., C. Schober, and R. Millner(2012), "Social Impact Measurement und Social Return on Investment (SROI)-Analysis: New methods of economic evaluation, Working Paper, Wirtschafts Universitat.
- Reeder, N. and A. Colantonio(2013), "Measuring Impact and Non-financial Returns in

- Impact Investing,” LSE.
- Ross, A.(2013), “Social Entrepreneurs Fund,” Presentation at said Business School, Oxford, 30 April, Bridges Ventures.
- Ruff, K.(2012), “Developing a New Profession,” Presentation at the Social Impact Analysts Association Annual Conference, Berlin.
- Saltuk, Y., Bouri, A., Mudaliar, A., and Pease, M.(2013), " Perspectives on progress: the impact investor survey, " JP Morgan.
- Slee, R. and J. Paglia (2010), “Private Cost of Capital Model,” *The Value Examiner*, March/April, 23-32.
- Social Finance U.K. (<http://www.socialfinance.org.uk/about-us/impact-investment-market/>).
- Social Finance U.S.(<http://www.socialfinanceus.org/social-impact-financing/impact-investing/social-impact-financing>)
- Social Finance U.S., Pay-for-Success Financing Playbook, 2015 (<http://www.socialfinanceus.org/pubs/pay-success-playbook-release>)
- Stern, N.H.(2007). *The Economics of Climate Change: The Stern Review*. New York, NY: Cambridge University Press,
- Stern, N.H.(2008). The economics of climate change. *American Economic Review: Papers and Proceedings*, 98(2), 1-37.
- Steven, R. S.(2010), “Nonprofits and Public Administration: Reconciling Performance Management and Citizen Engagement,” *American review of Public Management* 40, 129-152.
- Third Sector Capital Partners(<http://www.thirdsectorcap.org/pay-for-success-services/>)
- Timothy J. Bartik(2011), *Investing in Kids: Early Childhood Programs and Local Economic Development*, W.E. Upjohn Institute for employment Research.
- Tuan, M.(2008), “Measuring and/or Estimating Social Value Creation: Insights into Eight Integrated Cost Approaches,” Bill and Melinda Gates Foundation.
- UN Principles for Responsible Investment, PRI Fact Sheet. Available at: www.unpri.org/news/pri-fact-sheet;
- Weisbord, B.(2011), “The Nonprofit Mission and Its Financing,” *Journal of Policy Analysis and Management* 17(2), 165-74.
- Yunus, Muhammad(2008), *Creating a World Without Poverty*. New York, NY: Public Affairs.
- Zhuang, J. et al.(2007), “Theory and Practice in the Choice of Social Discount Rate for Cost-Benefit Analysis: A Survey,” Asian Development Bank, Metro Manila, Philippines.