

사회적 자본시장과 성장자본:
보조금 연계형 사회영향투자*
Social Capital Market and Growth Fund:
Grant-matched Impact Investing

라준영(Rha, June-Young)^{**}

〈目次〉

Abstract

I. 서론

II. 사회영향투자과 성장자본

III. 새로운 투자모형: 보조금

연계형 사회영향투자

IV. 결론

Abstract

Impact investing refers to an investment approach intended to create social and environmental impact beyond financial return. Much excitement has filled the future of impact investing over the last decade. However, recently many are concerned about that because impact investing market is currently growing not exponentially but linearly. This is due to the market failure factors embedded in social enterprises (SEs). It means that the social value SEs create is external to the price mechanism of market system. So SEs are placed in a very difficult position to generate enough financial return to meet investors' expectation comparing to commercial enterprises and then fail to mobilize their growth capital. In this study, we suggest new investment approach to overcome this challenge. This new approach implies that the subsidies of government and philanthropy should be matched with commercial capital within a specific deal structure to mitigate investor's risk, enhance returns,

* 본 연구는 2014년도 가톨릭대학교 교비연구비의 지원으로 이루어졌음.

** 가톨릭대학교 경영학부 조교수, e-mail : jyrha@catholic.ac.kr

and then correct market failures in impact investing. This makes it possible to induce mainstream investors into the social sector and transform our investing paradigms for the better.

Key words : Social Capital Market, Impact Investing, Growth Capital, Multi-layer Fund, Social Enterprises

I. 서 론

국제 금융위기 이후 전 세계적으로 사회적 자본시장에 관한 논의와 실천이 활발하다 (e.g., Leonard, 2012). 사회적 자본시장은 사회적 가치를 창출하는 것이 사명인 사회적 목적조직(social purpose organization)에 필요한 자본을 제공하는 투자시장을 말한다. 이 중 가장 주목받는 것이 사회영향투자(impact investing)이다(Bugg-Levine and Emerson, 2011). 주로 사회문제 해결을 위한 시장기반 솔루션에 투자하는 사회영향투자는 사회적·환경적 가치와 함께 경제적 가치도 창출하는 사회적 기업에 필요한 자본을 제공한다(Johnson and Lee, 2013). 사회적·환경적 영향에 우선적인 초점을 두지만, 경제적 수익도 중시한다. 또한 사회영향투자는 실제적인 사회변화를 목표로 규모 확대와 복제를 통한 사회혁신을 추구한다(Koh et al., 2012). 2012년 현재 전 세계적으로 360억 달러 규모의 시장을 형성하고 있으며(Martin, 2013), 2020년에는 4천억~1조 달러 규모로 성장하여 전체 금융시장 자산의 0.1%에 이를 것으로 전망된다(O'Donohoe et al., 2010). 세계적인 자산운용사인 제이피모건(J.P.Morgan)은 이 시장의 급격한 성장을 예상하면서 사회영향투자를 새로운 '자산군(asset class)'으로 호명한 바 있다(O'Donohoe et al., 2010). 우리나라도 사회영향투자에 대한 논의가 진행되어 왔고(노희진, 2010; 심상달, 2010), (재)한국사회투자, SK행복나눔재단, 디쓰리쥬빌리(D3 Jubilee), MYSC (Merry Year Social Company) 등이 소규모 투자를 하고 있다.

최근에 사회영향투자가 각광 받는 이유는 현대 복지국가의 만성적인 재정부족 상황과 관련 있다. 금융자본주의 시대 이후 사회적 문제가 더욱 다양해지고 복잡해지면서 전 세계적으로 정부의 재정수요는 급격하게 늘어난 반면 강한 조세저항으로 증세는 어려운 형편이다. 사회영향투자는 민간자본을 유입하여 사회문제를 해결함으로써 현대

국가가 공통적으로 직면한 재정부족 문제를 극복해 준다. 시장원리를 활용하여 사회적 기업의 생산적 자산에 투자함으로써 투자의 승수효과(multiplier effect)를 가져와 자원 배분의 효율성을 높일 수 있다는 장점이 있다.

그러나 애초의 기대와 달리 최근 들어 사회영향투자의 전망에 대한 우려의 목소리가 높아지고 있다. 기대만큼 성장세가 가파르지 못하다는 것이다(e.g., Bouri et al., 2014). 다양한 투자재원의 부족, 혁신적인 투자수단(vehicle)의 부족, 투자실적(track record)의 부족과 투자위험 과다, 규모 확대가 가능한 사회적 기업의 부족, 사회적 가치 측정의 어려움, 전문금융조직의 부족 등의 이유가 다양하게 거론되고 있다(Drexeler et al., 2013). 그러나 보다 근본적인 이유는 사회영향투자의 투자대상인 사회적 기업의 특수성과 관련 있다. 사회적 기업은 시장원리로 사회문제를 해결하는 기업조직이다. 그러나 대부분의 사회문제가 시장실패 요인을 안고 있다(라준영, 2013). 그래서 일반 영리기업에 비해 수익성이 높은 기업이 제한적이며, 투자자가 기대하는 재무적 수익을 기대하기 어려운 기업이 많다(Bug-Levine et al., 2012). 우리나라 사회투자자들이 ‘투자할 데가 너무 없다’고 솔직하게 토로하는 것도 같은 이유에서이다.

본 논문에서는 이러한 사회영향투자의 근본적인 한계를 극복하기 위한 새로운 투자 모형을 제시하고자 한다. 사회적 기업은 시장실패의 위험과 수익성의 정도에 따라 다양한 형태로 구분할 수 있다. 그래서 사회적 기업 유형별로 적합한 투자수단이 달라지며, 수익성 확보가 어렵더라도 사회적 영향력이 큰 사회적 기업에 대해서는 다양한 투자수단을 혼합해서 필요자본을 제공하여야 한다(Bug-Levine et al., 2012). 본 논문에서는 이러한 혼합투자의 한 방법으로 보조금 연계형 사회영향투자 방안을 새롭게 제시한다. 사회문제 해결의 책임주체인 정부와 자선부문이 제공하는 보조금을 다양한 투자수단과 연계하여 사회혁신 솔루션에 규모 있게 투자하는 방안이다.

II. 사회영향투자과 성장자본

1. 사회적 자본시장과 사회영향투자

사회적 자본시장은 사회문제 해결을 사명으로 삼는 조직인 사회적 기업, 비영리조직,

협동조합 등의 사회적 목적조직에 운영자금과 성장자본을 제공하는 새로운 금융시장을 말한다. 시장원리가 가장 발전한 자본시장 메커니즘을 활용하여 사회문제를 혁신적으로 해결하자는 것이다(Johnson and Lee, 2013). 진화경제학의 관점에서 보면 사회적 자본시장은 사회적 기업 생태계에서 우수 기업을 선별하여 성장과 복제를 촉진하는 선택(selection) 메커니즘을 제공한다(라준영, 2014a).

사회적 자본시장은 크게 ① 전통적인 자선부문의 보조금(grant), ② 각종 기부금을 재원으로 벤처캐피털과 유사한 방식으로 사회적 목적 조직에 투자하는 벤처형 자선(venture philanthropy), ③ 최소한 적자를 보지 않는 사회적 기업과 사회혁신형 영리기업에 투자하는 사회영향투자 등으로 분류할 수 있다(EVPA, 2011). 이 중에 최근에 특히 주목 받아 온 것이 사회영향투자이다. 주로 민간재단, 지역개발기관, 연기금, 보험사, 대형금융기관, 상업은행, 개인투자자 등이 참여하며, 사회적 영향의 잠재력이 큰 사회적 기업에 투자한다.

그 동안 사회영향투자의 정의에 관한 여러 논의가 있어 왔다. Drexler et al.(2013)은 세계경제포럼(World Economic Forum)에서 발표한 연구보고서에서 기존 논의를 종합하여 사회영향투자를 ‘사회적·환경적 문제의 해결을 우선하면서 재무적 수익성을 동시에 추구하는 투자방법’으로 정의하고 사회영향투자의 요건을 설명하였다. 첫째, 사회영향투자는 하나의 자산군이 아니라 모든 자산군에 걸쳐 적용되는 새로운 투자 접근법(approach)이다. 둘째, 사회적·환경적 영향은 투자 당시부터 투자목적으로 의도된 것이어야 한다. 셋째, 사회적·환경적 영향은 측정 가능한 것이어야 한다. 이 외에도 사회영향투자에서 중시하는 것이 사회적 기업의 확장가능성(scalability)이다(Koh et al., 2012). 확장성이 있어야 사회적 기업의 목표인 사회문제의 근본적인 해결이 가능하기 때문이다. 사회영향투자는 사회적 기업이 규모 있게 사회문제를 해결하는 데 필요한 성장자본을 제공한다. 그래서 대규모 투자를 선호하며, 주류 자본의 참여가 필수적이다(Jackson and Harji, 2012).

그러나 최근 들어 사회영향투자의 전망을 우려하는 보고서가 발표되고 있다(Clark et al., 2013; Drexler et al., 2013; Johnson and Lee, 2013; Bouri et al., 2014). 사회영향투자 시장의 대표적인 조사기관인 J.P.Morgan과 GIIN(Global Impact Investing Network)의 2014년 연례 시장분석보고서에 따르면, 지수적으로(exponentially) 성장하리라 예상했던 사회영향투자 시장이 선형적으로(linearly) 더디게 성장하고 있다고 한

다(Bouri et al., 2014). 2020년 기준 1조 달러 규모까지 성장하려면 연평균 69%, 5천억 달러 규모라 하더라도 연평균 53%씩 성장해야 하는데, 현재 일반 대기업에 대한 자산투자에서 ESG(Environment, Society, and Governance)를 고려하는 사회책임투자 (socially responsible investment, SRI)시장도 95년 이후 연평균 성장률이 11% 정도라는 것이다(Drexeler et al., 2013). 그리고 고도성장이 예상되는 분야도 소액금융, 사회적 주택사업, 농업 등으로 제한적이라는 것이다(Rangan et al., 2012).

이러한 문제가 발생한 원인으로 ① 객관적인 실적이 있는 신뢰할만한 투자처의 부족, ② 다양한 기대수익과 위험 조합에 대응하는 투자재원과 혁신적인 투자수단의 부족, ③ 기존 사회영향투자 포트폴리오의 저조한 실적 문제 등이 거론되고 있다(Bouri et al., 2014). 이 외에도 Drexeler et al.(2013)은 추가적으로 투자위험 해소 방법의 부족, 투자 규모의 영세성, 규모 있는 중간 금융조직의 부족, 사회적 영향의 측정 및 평가의 어려움, 과도한 정보비용 등을 이유로 들고 있다. 이러한 문제를 해결하기 위한 대안도 논의되고 있는데 크게 분류하면, ① 투자자의 위험을 줄여 줄 수 있는 다양한 형태의 신용보강책(credit enhancement)(Bouri et al., 2014) ② 주류 자본을 유인할 수 있는 자선재단과 인내자본의 적극적 역할(Clark et al., 2013; Johnson and Lee, 2013) ③ 정부의 투자자, 보증자, 구매자, 규제자로서의 적극적인 역할(Thornley et al., 2011; Leonard, 2012), ④ 사회적 가치 측정 및 평가를 위한 인프라 구축(Jackson and Harji, 2012; Leonard, 2012), ⑤ 사회영향투자 전문조직의 육성(Leonard, 2012; Drexeler et al., 2013) 등이 있다. 이러한 논의는 많은 사람들의 기대와 달리 사회영향투자의 미래를 낙관할 수만은 없으며, 사회영향투자 시장이 안고 있는 구조적인 문제를 드러낸 것이라고 볼 수 있다.

2. 사회적 기업과 시장실패

사회영향투자 시장의 성장 가능성에 대한 우려는 무엇보다 투자 대상인 사회적 기업의 구조적인 문제와 관련이 있다. 사회적 기업은 사회혁신을 목적으로 하는 기업조직으로서 시장원리를 활용하여 사회문제를 해결한다(라준영, 2013). 그러면서 사회적 가치와 경제적 가치를 동시에 창출한다(Alter, 2004). 사회영향투자는 사회적 가치를 우선시하지만 사회적 기업의 경제적 가치에도 주목한다. 재원의 성격에 따라 기대 수익률이

다르지만 사회적 기업의 재무적 지속가능성과 투자수익을 중시한다. 그래서 비영리재단 등의 사회영향투자자의 경우도 시장평균 수익률 보다는 낮지만 투자수익을 기대하며, 상업자본 등의 사회영향투자자는 시장평균 이상의 수익률을 추구한다.

그런데 사회적 기업은 내부적으로 구조적인 시장실패 요인을 가지고 있는 경우가 많다(라준영, 2013). 예를 들면 중증 장애인을 고용하는 사회적 기업의 경우 장애인 고용으로 인해 생산성 손실이라는 만성적인 문제가 있다. 이 생산성 손실이 결국 장애인 고용이라는 사회적 가치의 대가인 셈인데, 일반적으로 제품의 시장가격에 이 손실분이 반영되지 않는다. 그래서 대부분의 장애인 고용형 사회적 기업이 경제적으로 어려운 상태에 있다. 즉 사회적 기업이 창출한 사회적 가치가 시장의 가격기구에 반영되지 않아 시장실패가 발생한 것이다. 이를 공공경제학에서는 외부성(externality) 문제라고 한다(Buchanan, 1962). 이처럼 외부성의 크기에 차이가 있기는 하지만 대부분의 사회적 기업이 비슷한 문제를 안고 있다. 이러한 문제를 극복할 수 있는 방법은 기술과 가치사슬의 혁신을 통해 외부성을 상쇄하고도 남을 만큼의 잉여를 창출하는 것이지만(라준영, 2013), 그 기회는 제한적인 것이 현실이다. 특히 자본비용을 상환하고도 남을 만큼의 경제적 이익을 창출하여 성장과 규모 확대를 위한 자본조달이 가능한 경우는 극히 소수이다. 사회적 자본시장은 이러한 사회적 기업이 만들어낸 외부성인 사회적 가치를 구매하여 보상해 주는 역할을 한다. 영업활동을 통해 비용을 회수하지 못하더라도 사회적 영향의 잠재력이 크면 대규모 투자도 마다하지 않는 벤처형 자선이 대표적이다.

〈표 1〉 사회적 기업의 유형과 투자방식(라준영, 2014b)

	사회적 기업의 유형				
	복지형	위탁형	지속가능형	상업형	혁신형
사회적 영향	상	중	상	중	상
재무적 성과	하	중하	중	상	상
변 동 비	영업부분회수	영업회수	영업회수	영업회수	영업회수
고 정 비	외부지원	외부지원	영업회수	영업회수	영업회수
이익여부	손실	회계적 이익	회계적 이익	경제적 이익	경제적 이익
투자수단	보조금, 채권, 인내자본	보조금, 대출	대출, 채권, 인내자본	위험자본 지분투자	위험자본 지분투자

라준영(2014b)은 이러한 현실을 반영하여 사회적 자본시장의 투자대상인 사회적 기업의 유형을 사회적 영향과 재무적 성과를 기준으로 <표 1>과 같이 분류하고, 유형별로 적절한 투자수단을 각각 다르게 제시하였다. 이를 요약해서 소개하면 다음과 같다.

첫째, 혁신형은 사회적 영향과 재무적 성과가 모두 뛰어난 기업으로, 저개발국 시장의 휴대전화사업이 대표적이다. 휴대전화 사업은 지역의 경제혁신을 가져오면서도 영업활동을 통해 자본비용을 회수할 만큼의 경제적 이익(economic profit)을 충분히 창출할 수 있어서 민간자본의 유입이 매우 용이하다. 둘째, 상업형은 사회적 영향은 중간 정도이지만 재무적 성과가 큰 기업으로, 청각장애인에게 보청기를 저렴하게 제공하면서도 높은 이익률을 기록한 (주)딜라이트가 대표적이다. 혁신형과 마찬가지로 민간자본 조달이 비교적 용이하다. 셋째, 지속가능형은 사회적 영향이 크지만 경제적으로는 자본비용을 회수할 만큼의 이익을 확보하지 못하고 회계적 이익(accounting profit)에 머무는 기업이다. 사회적 가치가 크면서 재무적 지속가능성을 유지하고 있는 사회적 기업이 이 유형에 속한다. 자본비용을 충분히 회수할 수 없기 때문에 민간 자본시장에서 투자 유치가 어렵다. 그래서 인내자본의 투자가 적합하다. 넷째, 위탁형은 사회적 영향은 중간 이상이지만, 재무 구조가 좋지 않은 기업이다. 정부의 위탁형 사회서비스 기업이 대부분 여기에 속한다. 영업활동을 통해서만 회수할 수 있고 고정비는 외부의 지원을 받아 해결한다. 그래서 보조금이나 장기저리 융자가 필요하다. 다섯째, 복지형은 사회적 영향이 매우 크지만 재무구조가 매우 취약한 기업이다. 정신지체 장애인에게 일자리를 제공하는 사회적 기업이 대표적이다. 이 경우 영업활동을 통해서 변동비도 다 회수하지 못하기 때문에 보조금, 인내자본, 사회영향채권 등이 유용하다.

위 5가지 유형의 사회적 기업은 사회적 가치가 우수한 기업을 의미하므로 수익성 여부와 관련 없이 모두가 사회적 자본시장의 투자대상이 될 수 있다. 투자 수단도 보조금, 인내자본, 대출, 위험자본, 지분투자 등으로 다양하다. 실제 사회적 자본시장이 발전한 미국과 영국의 사례를 보더라도 이 5가지 유형의 사회적 기업에 균형 있는 투자가 이루어진다(SITF, 2010). 특히 수익성이 낮은 복지형과 위탁형에 대한 자본 제공이 인상적이다. 미국의 대표적인 사회적 기업인 티치포아메리카(Teach for America)는 복지형에 속하는데, 보조금 형태의 다양한 벤처형 자선기금을 투자자본으로 활용하였다(TFA, 2014). 또한 지속가능형과 위탁형에 속하는 많은 사회적 기업들이 공동체개발펀드(community development fund)나 자선은행(charity bank) 등으로 부터 운전자금을 장기저리로 대출 받고 있다(NFF, 2014). 이러한 사회투자 자본들이 사회적 기업이 창

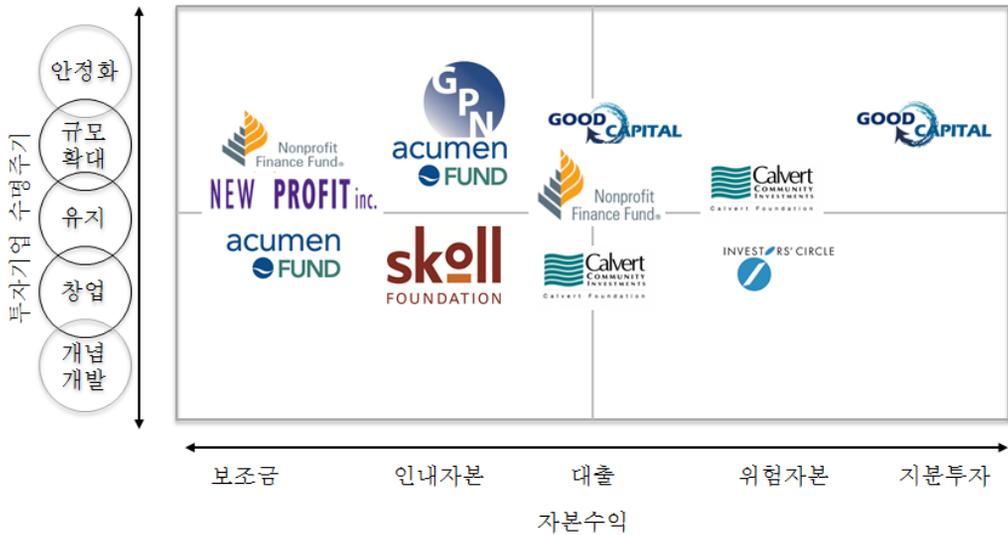
출한 사회적 가치를 구매해 줌으로써 사회적 기업 생태계에서 시장원리를 작동시키는 역할을 하고 있는 셈이다.

3. 사회적 자본시장과 성장자본

사회적 기업은 사회혁신을 목적으로 한다. 사회혁신은 성공적인 사회적 기업의 규모를 키우고 혁신적인 사회문제 해결 솔루션을 복제하고 확산하는 방식으로 이루어진다(Christensen et al., 2006). 이러한 규모 확대와 복제를 위해서는 대규모 자본투자가 필수적이다(NFF, 2012). 그러나 사회적 기업의 대부분을 차지하는 복지형·위탁형·지속가능형 기업의 경우 수익성이 낮거나 손실이 나는 경우가 많아서 내부자본의 축적은 물론 외부자본의 투자유치가 모두 어렵다. 그래서 규모 확대보다는 기존 사업규모를 유지하는 것에 급급한 경우가 많다. 그러나 수익성이 낮거나 적자를 보고 있다고 하더라도 사회적 영향이 큰 사회적 기업은 규모 확대를 할 수 있어야 한다. 그렇게 하는 것이 사회문제 해결의 효율성을 높일 수 있기 때문이다. 수익성 자체가 중요한 것이 아니라 정부, 시장, 기타 비영리조직에 비해 보다 적은 자원으로 사회문제를 효율적·효과적으로 해결하는 것이 우선이다. 규모가 커지면 효율성이 더욱 개선되어 사회적 기업의 적자폭도 줄어들고 수익성도 점진적으로 개선될 수 있음은 물론이다. 따라서 사회문제 해결에 책임이 있는 정부나 자선부문이 이러한 기업에 대해서 다양한 방식의 기부금과 보조금, 장기저리의 투자상품을 제공할 필요가 있다. 물론 <표 1>의 혁신형과 상업형 사회적 기업도 성장자본을 충분히 제공받고 있다고 보기는 어렵다. 여전히 사회부문과 금융부문 사이에 정보비대칭성이 높아서 성공적인 사회적 기업에 대한 판단기준이 다른 것이 사실이다. 그리고 입증된 실적이 부족하여 주류 자본의 선택을 받지 못하는 경우도 많다. 이러한 문제를 극복하기 위하여 최근에 보증기금, 후순위채 등의 다양한 신용보강 방법이 논의되고 있다(Bouri et al., 2014)

<그림 1>과 같이 미국 자본시장의 경우 보조금과 인내자본을 활용하여 사회적 기업에 대규모의 성장자본을 공급하는 경우가 많다. 미국의 성장자본은 비영리와 영리를 구분하지 않으며, 설사 적자가 불가피한 기업이라도 사회적 영향이 크다면 충분한 자본을 제공하고 있다. 미국의 공동체개발펀드 운영기관인 NFF(Nonprofit Finance Fund)는 2006년부터 6년간 총 3억 2,6000만 달러의 기부금을 모아 ‘자선자본(philanthropic

equity)’을 조성하고, 이를 13개 조직에 투자한 바 있다(NFF, 2012). 유망한 벤처기업이 벤처캐피털의 성장자본을 제공받고 ‘죽음의 계곡(death valley)’에서 빠져 나와 고도 성장을 하듯이, NFF는 혁신적인 비영리형 사회적 기업이 규모 확대와 성장을 도모할 수 있도록 대규모 자본을 제공한다. 2012년 현재 NFF가 투자한 13개의 사회적 기업은 연평균 54%씩 성장하여 평균 11.7배의 고도성장을 이루었다.



<그림 1> 미국 사회적 자본시장의 성장자본과 투자수단(리준영, 2014b)

최근 사회영향투자 분야에서 촉매자본(catalytic capital)에 대한 논의가 활발하다 (Jackson and Harji, 2012; Clark et al., 2013; GIIN, 2013; Grossman et al., 2013; Johnson and Lee, 2013). 촉매자본은 사회적 영향이 큰 조직, 자산군, 섹터, 지역 등에 미래 자본을 유입시키기 위해 ‘방아쇠(trigger)’ 역할을 하는 자본을 말한다(Clark et al., 2013). 정부, 자선부문, 사회영향투자자 등이 제공하는 자본으로 보조금, 대손보증, 후순위채권, 지분투자 등 다양한 형태를 띠 수 있다. 그 동안 주로 자선부문의 벤처형 자선이 사회영향투자자의 사회적 자본시장 참여를 촉진하는 촉매적 역할을 수행해 왔고(Grossman et al., 2013), 최근에는 사회영향 투자자가 촉매자본으로서 보험, 연기금, 은행, 자산운용사 등 주류 기관투자자들의 시장 참여를 유도하려고 노력 중이다(Drexler et al., 2013; Johnson and Lee, 2013). 이러한 촉매자본은 시장실패 요인을 보정하고,

실적이 없는 투자기업에 종자돈(seed money)을 제공하며, 투자자의 재무적 위험을 줄여주고, 신용 있는 기관 투자자의 선행투자자로서 다른 투자자들을 유치하는 신호(signal) 역할을 한다(Clark et al., 2013; GIIN, 2013).

최근 새로운 사회투자 방법으로 각광 받고 있는 사회영향채권(social impact bond, SIB)은 정부의 보조금을 활용한 성장자본의 예라고 볼 수 있다(Callanan et al., 2012; Hughes and Scherer, 2014). SIB는 어려운 사회문제를 해결하기 위하여 정부가 채권을 발행해서 투자자를 유치하고, 투자금을 사회문제 해결을 담당한 비영리조직 또는 사회적 기업에게 예산으로 제공한다. 계약기간이 지난 후 합의한 사회적 성과 목표를 달성할 경우 원금을 포함해 약정 수익까지 정부가 투자자에게 상환해 준다. 사회적 성과를 달성하지 못할 경우 투자자가 손실을 보는 구조로, 정부나 자선부문의 손실 보증금의 유무에 따라서 약정 수익률이 달라진다. SIB는 만성적으로 재정이 부족한 정부가 자본시장의 원리를 이용하여 대규모의 민간자본을 조달함으로써 사회문제 해결의 규모를 확대하고 효율성을 높일 수 있다. 정부 입장에서는 프로젝트가 성공할 경우만 보상하기 때문에 예산 낭비를 줄일 수 있고, 당해년도 예산이 없더라도 우선 민간자본을 동원해서 사회문제 해결에 나설 수 있다. 투자자의 입장에서는 정부가 지급을 보증하는 상품이므로 성공가능성이 높은 솔루션을 선택할 경우 미상환 위험이 낮으며, 평균 시장수익률 이상을 보장할 경우 투자상품으로서 대단히 매력적이다. 정부가 상환금 전액을 책임지는 구조이기 때문에 비영리조직이나 사회적 기업의 경제적 사업성을 고려할 필요가 없으며, 오직 사회적 성과에만 초점을 맞추어 투자 대상을 선택하면 된다. 사회적 기업 또는 비영리조직은 안정적인 장기 예산을 확보하게 되어 조직 규모의 확대와 성장을 도모할 수 있다.

SIB는 2010년 영국의 피터버로우(Peterborough)시에서 교소수감자의 재범률을 감소시키는 프로젝트로 시작되었다. 6년간 5백만 파운드 규모의 채권이 발행되었고, 17개의 투자자가 참여하여 재범률 감소 목표를 달성할 경우 최대 연평균 내부수익률 13%의 투자수익을 거둘 수 있으며, 실패할 경우 투자금 전액을 투자자가 손실을 보는 구조로 설계되었다. 현재 피터버로우 SIB 프로젝트는 성공적이라는 평가를 받고 있으며, 영국 전역에서 15개의 SIB 프로젝트가 진행 중이다(Social Finance, 2014). 또한 영국 이외에도 미국, 캐나다, 호주, 네덜란드, 독일, 벨기에 등의 국가에서 위기청소년, 불우아동, 노인, 재범률 문제 등을 해결하기 위한 SIB 프로젝트가 급속히 확산되고 있

다(Social Finance, 2014).

이처럼 시장실패 정도에 따라 보조금, 채권, 인내자본, 대출, 위험자본, 지분투자 등 다양한 형태의 성장자본이 있다. 그리고 이러한 투자수단을 단계별로 적절하게 조합하여 성장자본을 제공하는 것도 가능하다. 투자기업의 초기단계에는 주로 정부의 보조금과 자선재단의 기부금이 들어가고, 성장기에는 보조금, 지분투자, 대출을 혼합해서 투자하며, 상업화 단계에는 주로 지분투자와 대출이 결합하는 방식이 적절하다.

Ⅲ. 새로운 투자모형: 보조금 연계형 사회영향투자

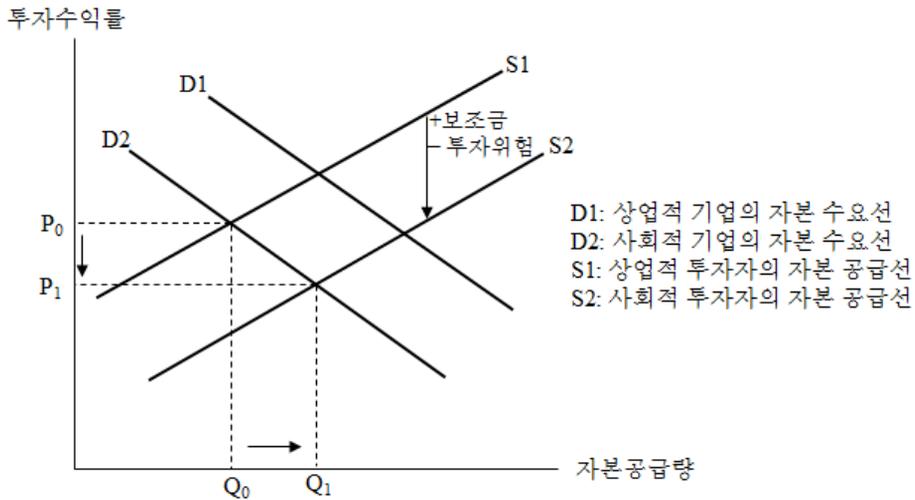
본 절에서는 시장실패가 불가피해 투자기회가 제한적인 사회적 자본시장에 대하여 시장원리를 살리면서 민간자본을 대규모로 유인할 수 있는 투자 메커니즘을 새롭게 제안하고자 한다. 공공부문과 자선부문에서 조성한 보조금을 투자상품과 연계하여 민간자본의 투자위험을 줄이고 수익성을 보장해 주자는 제안이다.

1. 보조금 연계형 사회영향투자(GMI)란?

보조금 연계형 사회영향투자(grant-matched impact investing, GMI)란 공공·자선부문의 보조금과 일반 자본시장의 민간자본을 결합하여 사회혁신의 잠재력이 큰 사회적 기업에 투자하는 것을 말한다. 사회적 기업은 규모 확대와 복제를 통해 사회적 문제 해결의 파급력을 극대화하고자 하지만, 규모 있는 투자에 필요한 내부 잉여자본을 충분히 확보하지 못하는 경우가 대부분이다. 창출한 사회적 가치는 크지만 적자를 벗어나지 못하는 사회적 기업도 많다. 그 이유는 사회적 기업이 창출한 사회적 가치가 시장의 가격기구를 통해 적절하게 보상되지 못하기 때문이다. 그래서 투자자의 입장에서 보면 사회적 기업 투자시장은 기대수익률이 너무 낮고 투자위험이 큰 시장이라고 볼 수 있다. 이러한 경향은 시장과 국가가 사회의 기본적 수요를 해결한 발전된 국가에서는 공통적으로 나타나는 현상이다.

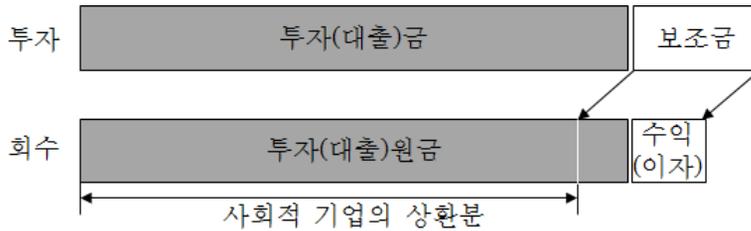
GMI는 이러한 문제를 해결하기 위한 것으로서, 보조금과 민간자본을 매칭(matching)해서 투자하는 방식이다. 외부성 등의 구조적인 시장실패 요인 때문에 발생할 수밖에

없는 사회투자자의 손실과 위험을 공공·자선부문의 보조금이 줄여 주자는 것이다. 여기서 보조금은 사회적 기업이 창출한 사회적 가치를 보상하여 외부성을 가격기구에 내재화하고 자본시장을 정상적으로 작동시키는 역할을 한다. 이론적으로는 피구의 보조금(Pigouvian subsidy)과 같은 논리이다(Turvey, 1963).



<그림 2> 사회적 자본시장의 수요선과 공급선

<그림 2>는 사회적 자본시장의 수요와 공급곡선을 표시한 것이다. 사회적 기업은 외부성 등의 시장실패 요인 때문에 수익성이 상대적으로 낮아 상환능력이 부족하다. 그래서 사회적 기업의 자본수요선(D2)은 상업적 기업의 자본수요선(D1)에 비해 매우 낮다. 반면 일반 상업적 투자자의 자본 공급선(S1)은 상업적 기업과 동일하게 적용되기 때문에 균형수익률이 P_0 에서 형성되고, 이럴 경우 사회적 기업이 필요한 만큼 충분한 양의 자본이 공급되지 못한다. 따라서 사회적 기업이 창출한 사회적 가치인 외부성 만큼 보조금을 제공하거나 공동투자, 담보제공 등을 통해 투자자의 위험을 줄여준다면, 자본 공급선이 S2로 이동하면서 균형수익률이 P_1 에서 형성되어 사회적 기업에 대한 자본 공급을 대폭(Q_1-Q_0) 증가시킬 수 있다.



<그림 3> 보조금 연계형 사회영향투자(GMI)

<그림 3>은 GMI의 개략적인 구조를 보여 준다. 예를 들면 사회투자자가 복지형 사회적 기업에 약정수익률 5%로 1년간 100을 대출한다면, 약정기간이 완료된 후 사회적 기업은 원금 중 95만 상환하고, 정부·자선부문의 보조금이 약정수익 5에 원금의 상환 잔여분 5를 더해 10을 투자자에 추가 보상하는 것이다. 보조금의 보상 범위에는 ① 원금의 일부와 약정 이자 전체를 보상하는 방식, ② 이자의 일부 또는 전체를 보상하는 방식, ③ 전체 계약에 신용보증만 제공하는 방식 등이 있을 수 있다. 이는 개별 사회적 기업의 사회적 가치와 시장실패 정도에 따라서 달라질 수 있다. 즉 사회적 기업이 창출할 수 있는 사회적 가치의 크기와 위험의 정도에 따라 투자회수 조건을 융통성 있게 조정하자는 것이다. 예를 들면 <표 1>의 복지형과 위탁형 기업의 경우 사회적 영향이 매우 큰 기업이라면 이자 전액은 물론 원금의 일부까지 보조금이 보상하는 방식을 고려할 수 있으며, 지속가능형 사회적 기업의 경우 이자의 일부를 보상해 사회적 기업이 저리로 투자를 받도록 할 수 있다.

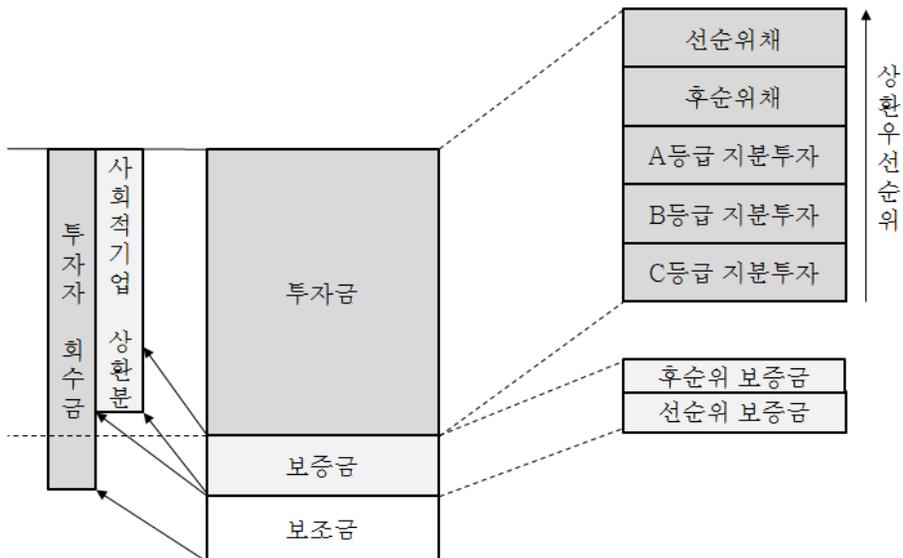
또한 사회적 기업이 상환해야 할 금액에 대한 손실 위험을 보증해 주어 투자자의 위험을 추가적으로 줄여 줄 수도 있다. 일부 혁신형과 상업형 사회적 기업에 대해서는 투자손실 보증금만을 담보로 제공할 수 있다. 그리고 사회적 성과의 달성 정도에 따라 상환금액과 수익률을 달리하는 인센티브 시스템을 도입할 수도 있다. 2절에서 소개한 SIB는 극단적인 형태의 보조금 연계형 사회투자로서 성과목표를 달성할 경우 사회적 기업의 채무는 전액 탕감해 주고, 투자자에게는 원금과 함께 성과연계형 인센티브까지 추가적으로 제공하는 방식이다. 결국 SIB는 다양한 GMI의 유형 중 극단적인 형태의 하나로서 GMI가 SIB를 포괄하는 개념으로 볼 수 있다.

이러한 GMI는 구조적인 시장실패가 발생하는 사회적 자본시장에 투자 인센티브를 제공하여 투자시장을 활성화하는 효과를 가져 올 수 있다. 정부나 자선조직의 입장에서

는 민간자본을 대규모로 동원함으로써 만성적인 재정부족 상황을 극복하고 사회문제 해결의 규모를 키울 수 있는 기회를 얻을 수 있다. 사회문제 해결을 위한 자원 마련에서 일종의 지렛대 효과(leveraging effect)를 활용하는 셈이다. 사회적 기업도 사회혁신을 위한 대규모 투자자금을 확보하는 것이 용이해지는 장점이 있다. 자금 부족 때문에 규모 확대와 복제를 통한 사회혁신을 포기하는 일도 줄어들 수 있다.

2. 보조금 연계형 다층펀드(GMF)

GMI는 <그림 4>와 같이 상환의 우선순위에 따라 보조금과 다양한 투자수단을 혼합하여 투자상품을 구성할 수 있는데, 이를 보조금 연계형 다층펀드(grant-matched multi-layer fund, GMF)라고 부르기로 하자. 먼저 펀드의 제일 아래층은 투자자의 수익을 보장하는 보조금과 손실을 보전하는 보증금으로 구성한다. 보증금도 여러 참여자가 있을 경우 우선순위를 정해서 선순위 보증금과 후순위 보증금으로 나눌 수 있다. 물론 보증금이 펀드에서 제외될 수도 있고, 보조금이 보증용으로만 사용될 수도 있다. 이 경우에는 시장수익률을 감안한 정상적인 계약이 이루어지고 보조금은 투자자의 대손위험만을 보증한다.



<그림 4> 보조금 연계형 다층펀드(GMF)의 구조

투자금은 기대수익률과 투자위험의 정도에 따라 다양한 투자수단을 매칭하여 여러 층(multi-layer)으로 설계할 수 있다(GIIN, 2013). 대출(debt)이 지분투자(equity)보다 상환순위가 우선하므로 맨 위층에 대출을 올린다. 대출의 경우도 선순위채(senior debt)와 후순위채(subordinated debt)의 순서로 구성할 수 있고, 지분투자도 수익보장 우선 조건에 따라 등급을 나누어 A, B, C등급 지분으로 구분할 수 있다. 예를 들면 C등급의 지분 투자자는 A등급과 B등급의 투자자가 약정된 최소 자본수익률을 거둘 때까지는 투자금을 회수할 수 없는 조건으로 설계한다. 이 때 C등급 지분투자의 후순위 약정 수익률을 A등급, B등급 투자보다 높게 설정하여 고위험 고수익 투자가 가능하게 할 수도 있다. 즉 인내자본만이 아니라 상업자본도 후순위로 참여하여 다른 투자자의 위험을 줄여 주면서 동시에 고수익의 기회도 볼 수 있는 펀드 설계가 얼마든지 가능하다. 이처럼 투자규모와 투자자의 위험선호에 따라서 다양한 형태의 매칭형 다층펀드를 설계할 수 있다. 이러한 다층펀드를 통해 사회적 기업의 규모 확대를 위한 대규모 투자자본 조달이 가능하다. 특히 대규모 자본이 필요한 소액금융(microcredit)사업 또는 사회적 주택사업(social housing)의 경우 다층펀드가 매우 유용한 수단이 될 수 있다. GMF는 논리적으로는 파생상품시장의 부채담보부증권(collateralized debt obligation, CDO)과 유사하다. 그러나 정부와 자선부문이 보조금과 보증금을 제공해서 다층펀드를 구성하므로 위험도는 CDO에 비해 매우 낮다고 볼 수 있다.

투자계약을 사회적 기업이 창출한 사회적 가치와 연계하여 다양한 인센티브 시스템을 설계할 수도 있다. 투자계약 당시 이해관계자들 사이에 사전적으로 합의한 사회적 성과 목표에 따라 사회적 성과가 좋을 경우 투자자에게 추가적인 투자수익을 보장해주는 것도 가능하다. 이럴 경우 사회투자자는 투자할 사회적 기업을 선택할 때 사회적 기업의 혁신성을 좀 더 정확하게 판단할 유인이 생긴다. 이는 시장원리에 따라 투자할 사회적 기업을 선택함으로써 보조금을 통한 재정지원의 효율성을 높일 수 있다는 것을 의미한다. 또한 사회적 기업에 대해서도 사회성과에 따라 상환금액을 달리하는 인센티브 시스템 설계도 가능하다. 즉 사회성과가 목표를 초과달성할 경우 사회적 기업의 상환 부담을 줄여주는 것이다. 이를 통해 사회적 기업의 혁신적인 사회적 가치창출 활동을 촉진할 수 있다.

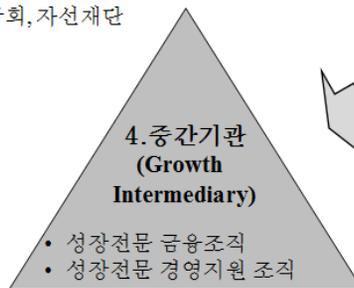
3. 보조금 연계형 사회혁신투자의 하부구조(Infrastructure)

GMI가 활성화 되기 위해서는 <그림 5>와 같이 5가지 하부구조가 마련되어야 한다. 이 하부구조는 크게 ① 사회적 기업의 사회적 가치를 구매하여 투자자에게 보상하는 성장보조금, ② 실제 사회적 기업에 투자되는 성장투자자금, ③ 추가적으로 투자자의 손실 위험을 보증하는 성장보증기금, ④ 투자기업을 발굴하고 투자를 연계하는 전문 중간기관, ⑤ 사회적 가치를 측정·평가하는 평가전문기관으로 구성된다.

1. 성장보조금(Growth Grant)

사회적 기업이 창출한 사회적 가치를 보상

- 공공기금: 예) 정부 사회(서비스)혁신기금 조성
- 자선기금: 예) 대기업, 공동모금회, 자선재단



5. 사회적 가치 측정 및 평가 (Impact Assessment)

- 도구 및 시스템
- 전문조직 및 전문가

2. 성장투자자금(Growth Fund)

사회적 기업에 정상적인 투자수익을 기대하고 투자

- 인내자본: 사회혁신투자, 사회적 금융
- 상업자본: 사회적투자, 상업적 금융

3. 성장보증기금(Growth Guarantee)

사회적 기업의 상환 의무금에 대한 대손위험을 보증

- 사회(서비스)혁신 보증기금 조성
- 공공, 기업, 자선 부문의 공동출자

<그림 5> 보조금 연계형 사회영향투자의 하부구조

하부구조 중 가장 중요한 것이 투자자금의 수익을 보전해 줄 수 있는 성장보조금 (growth grant)의 마련이다. 그래야 기대 수익률이 낮은 사회적 자본시장에 민간자본을 유인할 수 있기 때문이다. 이러한 성장보조금 재원을 마련하기 위해서는 우선 정부가 사회혁신기금 또는 사회서비스혁신기금 등을 조성하는 방안이 있다. 늘어나는 복지 수요에 비해 턱없이 부족한 복지재정을 효율적으로 사용하기 위한 명분으로 사회혁신기금을 조성하여 성장보조금으로 사용할 수 있다. 이를 통해 민간자본을 대거 유입시켜 새로운 복지재원을 마련하고, 자본시장의 논리로 효율적인 자원배분을 사회분야에서도

실현하자는 것이다. 이러한 방안은 사실 일반 경제정책 분야의 사회간접자본 사업에서 많이 사용하는 방식이다. 도로나 교량을 민간자본을 유치하여 건설하고 향후 약정수익을 장기간 보장하는 것도 GMI에서 보조금으로 투자자의 수익을 보전하는 것과 같은 원리이다. 결국 경제정책 분야에 널리 사용되는 민간자본 조달방안을 사회정책 분야에서도 적용하자는 것이다.

이러한 성장기금은 정부자금뿐만 아니라 자선적 성격을 띠고 있는 대기업의 사회공헌기금이나 사회복지공동모금회 등의 자선기금도 재원이 될 수 있다. 전경련 산하 대기업의 사회공헌기금이 3조 2천억원 가량 되는데(전국경제인연합회, 2013), 이 중 10%인 약 3,200억원 정도만 성장보조기금으로 전환하여도 사회적 자본시장에 미치는 영향은 더 없이 클 것이다. 우리나라의 최대 모금기관인 사회복지공동모금회의 경우 연간 약 5,700억원의 기금을 모금하는데(사회복지공동모금회, 2014), 이 중의 일부를 성장기금으로 돌리는 방법도 있다. 더 좋은 방법은 먼저 매력적인 사회적 기업 프로젝트에 일종의 약속어음을 발행하여 매칭 투자를 성사시키고, 계약의 만료 시점까지 프로젝트와 연계하여 별도의 캠페인을 통해 사후적으로 기부금을 조달하는 것이다. 여기에 더해 모금할 미래 기부금에 대한 내부 유보 보증금이 마련되면 투자자의 위험부담을 줄여 줄 수 있다.

이렇게 성장자본의 수익을 보장하기 위한 보조금의 재원이 마련되면 투자자를 유치하는 것은 어렵지 않다. 먼저 사회적 목적을 가지고 있는 인내자본을 유치하는 방안이 있다. 특히 GMI의 도입 초기에는 은행권 사회공헌기금, 한국사회투자재단 등의 사회투자기금이 중요한 역할을 할 수 있다. 기대 투자수익률이 시장평균보다 낮고 상환기간이 매우 긴 이러한 자금이 초기 성장자본 시장을 조성하는 데 기여할 수 있다. 이러한 인내자본을 통해 GMI 투자 프로젝트의 수익성과 안정성이 검증되면, 다음으로 사회적·환경적 성과를 고려하는 상업 투자자인 사회책임투자(SRI)자본, 나아가 연기금, 보험, 은행권 등 주류 기관투자자가 이 시장에 자연스럽게 유입될 수 있다. 이 과정에서 인내자본은 다층펀드의 투자금 중 아래층인 후순위채권 또는 지분투자 등을 담당하여 일반 기관투자자의 추가적인 투자위험을 줄여줄 수도 있다. 그리고 이 과정에서 인내자본의 신뢰자산이 투자자의 정보비대칭성을 해소해 주어 투자에 주저하는 상업자본을 사회적 자본 시장에 대규모로 유인하는 역할을 할 수도 있다.

GMI에서 추가적으로 투자위험을 줄이는 방법으로 별도의 사회혁신 보증기금을 조

성하는 방안이 있다. 투자자 입장에서는 사회적 기업이 원금 또는 원금 이하의 약정 금액을 상환할 수 있다는 확신이 없을 수 있다. 그래서 사회적 기업에게 추가적인 담보를 요구할 수도 있다. 현실적으로 사회적 기업이 이러한 담보를 제공할 여유는 거의 없다. 이럴 경우 보조금이 있더라도 GMI는 성사되지 못할 가능성이 높다. 따라서 사회적 기업의 담보 부담을 덜어 주기 위해 보증기금을 조성해서 보조금 바로 위층의 보증금을 대신할 수 있다. 재무적 수익률이 양호할 것으로 예상되는 혁신형과 상업형 사회적 기업에 대해서는 보조금 없이 보증기금만으로 담보를 제공하는 것도 가능하다. 벤처와 중소기업 생태계에서 기술보증기금과 신용보증기금이 비슷한 목적으로 조성되어 효과적으로 운영되고 있다. 이러한 성장자본을 위한 보증기금은 정부만이 아니라 민간부문과 자선부문이 협력해서 조성하는 것도 바람직하다.

다음으로 보조금과 투자자금을 연계하여 투자프로젝트를 성사시킬 전문 금융조직이 필요하다. 이 조직은 보조금과 보증금을 기금형태로 위탁 받아 운용하면서 사회혁신의 가능성이 큰 프로젝트에 민간자본을 연계하여 투자하는 역할을 한다. 투자가 성사되는데 이 조직의 전문성과 공신력이 매우 중요하다. 그래야 보조금 제공자와 투자자 모두의 참여를 유인할 수 있다. 따라서 이러한 기관은 사회부문과 금융부문에서 동시에 신뢰를 받고 있는 조직이 적합하다. 이 조건을 만족하는 기존 기관이 없을 경우 정부와 자선부문이 협력하여 법적 근거가 있는 새로운 중간조직을 설립하는 방안도 고려할 수 있다. 이 조직은 GMI 프로젝트를 설계하고 자본을 유치하는 역할과 함께 벤처캐피털 회사처럼 투자한 사회적 기업의 규모 확대와 복제 과정에 개입하여 경영지원활동을 수행한다. 물론 이 과정에서 전문적인 성장전문 경영지원조직과 연계할 수 있다. 이는 미국의 벤처형 자선기관인 뉴프라핏(New Profit)이 컨설팅회사인 모니터그룹(Monitor Group)에 전체 예산의 25%를 할당하고 사회혁신 투자 프로젝트에 함께 참여하는 것과 같은 맥락이다(New Profit, 2014).

마지막으로 SIB와 같이 사회성과 연계형 계약을 하기 위해서는 무엇보다 사회적 성과를 측정하고 평가하는 것이 중요하다. 계약 성사 과정에서 목표로 하는 사회적 성과와 측정방법을 합의하고 이를 측정, 평가할 수 있는 제3의 전문기관이 있어야 한다. 피터버로우 SIB 프로젝트의 퀴네티크(QinetiQ), 레이스터대학(University of Leicester), 뉴욕 SIB 프로젝트의 베라연구소(Institute of Vera)와 같은 전문기관이 필요하다(Rudd et al., 2013; Jolliffe and Hedderman, 2014). 이러한 사회적 가치평가 전문기관은 사

회적 가치측정 도구와 시스템을 개발하면서, 축적된 데이터를 바탕으로 사회적 기업의 가치를 전문적으로 평가할 수 있는 역량을 갖추어야 한다. 그래야 장기적으로 우수한 사회적 기업들의 가치평가 보고서를 발행함으로써 GMI 투자 시장에 필요한 양질의 투자정보를 제공하는 역할을 수행할 수 있다.

IV. 결 론

본 논문에서는 사회적 자본시장에서 사회영향투자가 활성화되지 않는 원인을 투자대상인 사회적 기업에 내재되어 있는 시장실패 요인에서 찾고, 이를 극복할 수 있는 새로운 투자방안으로 보조금 연계형 사회영향투자(GMI)를 제안하였다. GMI는 사회문제 해결에 책임이 있는 정부·자선 부문이 자본시장에서 사회적 기업이 창출한 사회적 가치를 구매하는 역할을 하여 사회적 자본시장을 정상적으로 작동시키자는 아이디어이다. 일반 금융시장의 자본을 유인하여 사회혁신이 사명인 사회적 기업에게 성장자본을 제공하고, 사회문제 해결의 규모 확대를 도모해 보자는 것이다.

GMI는 외부성인 사회적 가치를 자본시장의 가격기구에 내재화하기 위한 방안으로 사회 부문의 시장실패를 해소할 수 있는 준(準)시장적(quasi-market) 방법이다. 이를 통해 사회영향투자의 대상을 기대수익률과 무관하게 사회적 영향의 크기를 기준으로 대폭 확대할 수 있다. 또한 민간 투자자에게 매력적인 투자기회를 제공함으로써 대규모의 민간자본을 사회투자 분야에 유인할 수 있는 장점이 있다. 급증하는 복지 수요와 조세 저항으로 만성적인 재정 부족을 겪고 있는 정부 입장에서는 GMI를 사회문제 해결을 위한 대규모 민간자본 조달 방안으로 활용할 수 있다. 사회투자에 관심을 갖는 자선재단의 입장에서도 매칭펀드를 통해 단일 프로젝트의 규모를 키워 사회문제 해결의 효과성을 높일 수 있는 장점이 있다. 개별 사회적 기업의 입장에서는 그 동안 재무적 수익성의 한계 때문에 접근하지 못했던 자본시장에서 사회문제 해결 솔루션의 규모화와 복제·확산에 필요한 대규모 성장자본을 조달할 수 있게 된다.

GMI는 다층펀드로서 투자대상과 투자 상황의 특성에 따라 다양한 펀드 설계가 가능하다. 사회적 영향이 큰 복지형과 위탁사업형 사회적 기업에 대한 투자의 경우 보조금과 보증금의 비중을 늘려서 투자자의 수익성을 보장하고 투자위험을 단계적으로 줄여

줄 수 있으며, 상업형과 혁신형 사회적 기업에 대해서는 최소한의 보증금이나 후순위 투자로 기대투자수익률과 위험선호도가 다른 다양한 형태의 혼합투자를 설계할 수 있다. 특히 투자 규모가 커지면 다양한 투자자가 참여할 수 있는 다층펀드 방식이 매우 효과적이다. 투자기업의 발전단계에 따라서 보조금, 보증금, 인내자본, 대출, 위험자본, 지분투자 등을 적절하게 혼합하여 펀드를 설계할 수도 있다.

GMI의 성공적인 실행을 위해서는 섹터간 협력을 통해 보조기금, 투자기금, 보증기금, 중간조직, 평가조직 등 사회적 자본시장의 새로운 하부구조를 조성해야 한다. 이를 위해서는 무엇보다 공공부문과 자선부문의 평가기준을 투입(input)과 절차(procedure) 중심이 아니라, 사회문제 해결의 최종 결과와 영향을 중시하는 증거기반(evidence-based) 관점으로 전환하는 것이 필요하다. 그래야 객관적인 성과를 투자 기준으로 삼는 금융부문의 투자자를 시장에 참여시킬 수 있으며, 사회적 가치를 중심으로 금융 보상체계를 설계할 수 있다.

이와 함께 사회적 기업의 경제적 목적은 ‘수익성이 아니라 효율성’이라는 인식의 전환이 있어야 한다. 특히 대부분의 사회적 수요를 시장과 국가가 이미 해결한 발전된 국가에서는 사회문제는 대부분 시장실패가 불가피한 잔여문제이다. 그래서 사회문제 해결과 함께 재무적 수익성을 동시에 확보할 수 있는 기회는 제한적이다. 다만 준시장적 원리를 사회문제 해결에 적용하여 사회문제 해결의 효율성을 높이는 것은 가능하며, 규모 확대와 복제는 효율성 향상의 가장 효과적인 수단이다. 따라서 사회적 자본시장이 활성화 되어 사회적 기업의 수익성 여부와 무관하게 성장자본이 제공되지 않고서는 사회혁신은 그저 수사에 불과함을 인식할 필요가 있다.

본 논문은 사회적 자본시장을 활성화할 수 있는 새로운 투자방안을 개념적으로 제시한 정책연구이다. 여전히 태동기에 불과한 우리나라 사회적 자본시장의 여건 상 GMI를 실제 투자프로젝트에서 아직 실현해 보지 못했다. 그래서 본 논문은 아직 실증적·기술적 기반이 약하다. 현재 국내 몇몇 사회투자 관련 기관에서 GMI 프로젝트를 모색 중이다. 향후 현장에서 프로젝트가 진행되어 사례가 축적될 경우, GMI의 실행 상에 필요한 구체적이고 기술적인 투자설계 가이드라인을 추가적으로 제시할 수 있을 것이다.

참 고 문 헌

1. 노희진, 『사회적 기업 육성을 위한 자본시장 연구』, 고용노동부, 2010.
2. 라준영, “사회적 기업의 기업가정신과 가치혁신”, 『한국협동조합연구』, 31(3), 2013, pp. 49-71.
3. 사회복지공동모금회, 사회복지공동모금회 홈페이지, <http://www.chest.or.kr/>.
4. 심상달, 『자본시장을 통한 사회적 기업의 재원조달 활성화 방안』, 한국개발연구원, 2010.
5. 전국경제인연합회, 『2013 기업·기업재단 사회공헌백서』, 전국경제인연합회, 2013.
6. 라준영, “사회적 기업 생태계와 정책혁신: 진화론적 관점”, 『한국협동조합연구』, 32(3), 2014a, pp. 27-57.
7. 라준영, “사회적 자본시장 생태계의 국가간 비교연구: 영국과 미국”, 『청춘논총』, 제15권, 2014b, pp. 105-135.
8. Alter, S. K., 『Social Enterprise Typology』, Virtue Ventures: Seattle, 2004.
9. Bouri, A., A. Mudaliar, and H. Schiff, 『Spotlight on the Market: The Impact Investor Survey』, J.P.Morgan, Global Impact Investing Network: New York, 2014.
10. Buchanan, J., “Externality”, 『Economica』, 29(116), 1962, pp. 371-384.
11. Bug-Levine, A. and J. Emerson, 『Impact Investing: Transforming How We Make Money While Making a Difference』, Jossey-Bass: San Francisco, 2011.
12. Bug-Levine, A., B. Kogut, and N. Kulatilaka, “New Approach to Funding Social Enterprises”, 『Harvard Business Review』, 90(1), 2012, pp. 119-123.
13. Callanan, L., J. Law, and L. Mendonca, 『From Potential to Action: Bringing Social Impact Bonds to the US』, McKinsey & Company, 2012.
14. Christensen, C. M., H. Baumann, R. Ruggles, and T. M. Sadtler, “Disruptive Innovation for Social Change”, 『Harvard Business Review』, 84(12), 2006, pp. 94-101.
15. Clark, C., J. Emerson, and B. Thornley, 『Impact Investing 2.0: The Way Forward - Insight from 12 Outstanding Funds』, Pacific Community Ventures,

- Inc., Impact Assets, and Duke University's Fuqua School of Business, 2013.
16. Drexler, M., A. Noble, and J. Bryce, 『From the Margins to the Mainstream Assessment of the Impact Investment Sector and Opportunities to Engage Mainstream Investors』, World Economic Forum, 2013.
 17. EVPA, 『Introduction to Venture Philanthropy』, European Venture Philanthropy Association (EVPA), Presentation Material, 2011.
 18. GIIN, 『Issue Brief: Catalytic First Loss Capital』, Global Impact Investment Network (GIIN), October 2013.
 19. Grossman, A., S. Appleby, and C. Reimers, “Venture Philanthropy: Its Evolution and Its Future”, Harvard Business Cases, Harvard Business School Press: Boston, 2013.
 20. Hughes, J. and J. Scherer, 『Foundations for Social Impact Bonds: How and Why Philanthropy is Catalyzing the Development of a New Market』, Social Finance, Inc.: London, 2014.
 21. Jackson E. T. and K. Harji, 『Accelerating Impact: Achievements, Challenges, and What's Next in Building the Impact Investing Industry』, Rockefeller Foundation: New York, 2012.
 22. Johnson, K. and H. Lee, 『Impact Investing: A Framework for Decision Making』, Cambridge Associates LLC., 2013.
 23. Jolliffe, D. and C. Hedderman, 『Peterborough Social Impact Bond: Final Report on Cohort 1 Analysis』, QinetiQ, University of Leicester: London, 2014.
 24. Koh, H., A. Karamchadani, and R. Katz, 『From Blueprint to Scale: The Case for Philanthropy in Impact Investing』, Monitor Group, 2012.
 25. Leonard, H. B., “Framework for Dialogue and Research about Social Impact Investing”, Harvard Business Cases, Harvard Business School Press: Boston, 2012.
 26. Martin, M., “Making Impact Investible”, Impact Economy Working Papers, Lausanne, 2013.
 27. New Profit, New Profit Inc.'s Homepage,

- <http://newprofit.com/cgi-bin/iowa/home/index.html>, 2014.
28. NFF, 『NFF Capital Partners: 2012 SEGUE Portfolio Performance Report』, Nonprofit Finance Fund (NFF): New York, 2012.
 29. NFF, Nonprofit Finance Fund (NFF)’s Homepage, <http://nonprofitfinancefund.org/>, 2014.
 30. O’Donohoe, N., C. Leijonhufvud, Y. Saltuk, A. Bugg-Levine, and M. Brandenburg, 『Impact Investments: Emerging Asset Class』, J.P.Morgan, Rockefeller Foundation, and the Global Impact Investing Network: New York, 2010.
 31. Rangan, V. K., S. Appleby, and L. Moon, “The Promise of Impact Investing”, Harvard Business Cases, Harvard Business School Press: Boston, 2012.
 32. Rudd, T., E. Nicoletti, K. Misner, and J. Bonsu, 『Financing Promising Evidence-based Programs: Early Lessons from the New York City Social Impact Bond』, MDRC: New York, 2013.
 33. SITF, 『Social Investment Ten Years On』, Social Investment Task Force (SITF): London, 2010.
 34. Social Finance, “The Global Social Impact Bond Market”, Social Impact Bond Global Snapshot, August 2014, Social Finance, Ltd.: London. 2014.
 35. TFA, Teach for America (TFA)’s Homepage, <http://www.teachforamerica.org/>, 2014.
 36. Thornley, B., D. Wood, K. Grace, and S. Sullivant, 『Impact Investing: A Framework for Policy Design and Analysis』, Insight at Pacific Community Ventures & Initiative for Responsible Investment at Harvard University, 2011.
 37. Turvey, R., “On Divergences between Social Cost and Private Cost”, 『Economics』, 30(119), 1963, pp. 309-313.

원고접수일 : 2014년 10월 22일
심사완료일 : 2014년 12월 1일
게재확정일 : 2014년 12월 1일