

국부펀드: 인식과 현실*

Robert C. Pozen

본인에 대한 친절한 소개와 뮤추얼 산업(mutual industry)에 관한 본인의 저서를 거론해 주신데 대해 특별히 감사드린다. 국부펀드(sovereign wealth fund)는 분명 화제의 뉴스로써, 국부펀드가 많은 미국 및 유럽 금융기관들을 구제하고 있다는 일련의 기사들이 신문지상에서 언급되고 있다. 이러한 금융기관에는 UBS, 메릴린치(Merrill Lynch) 등이 있는데 한국의 국부펀드는 메릴린치의 증권을 매입함으로써 자본구조개편에 도움을 주었다.

미국 금융기관들로 유입되는 모든 자본이 국부펀드에서 나오고 있다는 점에서 볼 때, 국부펀드에 대해 많은 비판이 제기되고 있다는 것은 놀랍기만 하다. 이러한 비판은 미국 정책당국 뿐만 아니라 유럽에서도 제기되고 있다. 국부펀드 개선에 관한 제안, 즉 직업윤리를 지키고 투명성을 강화하기 바란다는 비판은 거의 매주 나오고 있다.

그래서 본인은 먼저 국부펀드에 대한 미국 내 인식이 어떠한지에 관한 설문조사의 결과를 살펴보면서 강연을 시작하겠다. 그런 다음, 국부펀드의 현황과 자금 원천 및 규모, 자본시장에 갖는 함의, 국가안보와 정치적 사안 침해에 대한 우려, 거래 및 시장 안정성에 미치는 영향, 그리고 보호주의와 호혜주의 문제 등 5가지 부문을 검토하고자 한다.

미국 내에서 이루어진 최근 설문조사 결과부터 시작하겠다. 이 설문조사에서 나타난 가장 놀라운 사실 중 하나는 미국인들이 국부펀드에 대해 거의 모른다는 점이다. 응답자의 6%만이 최근 국부펀드에 대해 알거나 들었다고 한다. 하지만 미국인들이 국부펀드를 잘 알지 못해도 이에 대해 갖는 느낌은 매우 부정적이다. 국부펀드가 어디에 어떻게 투자되고 있는지 충분히 드러나지 않고 있다고 대답한 응답자가 72%였고, 국부펀드가 미국 기업의 주식을 매입할 경우 경영지배권을 지나치게 많이 갖게 된다고 응답한 사람이 68%였다. 그리고 서방세계의 국가안보에 위협에 된다는 응답자가 67%이다.(<도표 1>)

독일도 미국과 같은 분위기이다. 메르켈(Merkel) 독일 총리에 의하면 “국가가 관리하는

* 이 글은 2008년 3월 25일 개최된 'IGE/Pridential 국제금융특강' 내용을 녹취하여 번역·정리한 것으로 필자의 개인 의견임을 밝혀드립니다.

펀드는 민감한 분야에서 쟁점이 될 수 있는 정치적·전략적 목적을 가지고 있다.”고 하면서, “이러한 것은 우리가 시급히 해결해야 할 새로운 현상”이라고 덧붙이고 있다. 사르코지(Sarkozy) 프랑스 대통령도 “프랑스가 매우 공격적인 국부펀드 세력의 부상에 직면하여 대응할 능력이 없는 상태라는 점에 대해서는 의문의 여지가 없다. 프랑스는 자국 기업들을 보호하고 경영권 방어능력을 제고하기 위한 수단을 자국 기업에게 부여해야 한다.”라고 한다.

<도표 1>

Public Opinion on SWFs

Please rate how much you agree or disagree with each of the following statements:

	Agree	Disagree	Net Agree
Foreign governments currently own or control large amounts of debt owed by our government, and letting them also buy stakes in U.S. companies gives them even more leverage over America's financial security.	72	12	+60
Foreign governments don't reveal enough about where they are investing their money or the size of stakes they have in U.S. companies.	72	11	+61
Allowing foreign governments to buy shares in U.S. companies gives them too much power in our marketplace.	68	21	+47
Allowing foreign governments to buy stakes in U.S. companies could compromise our national security.	67	20	+47

Source: Public Strategies, Wall Street Journal, 2/21/08

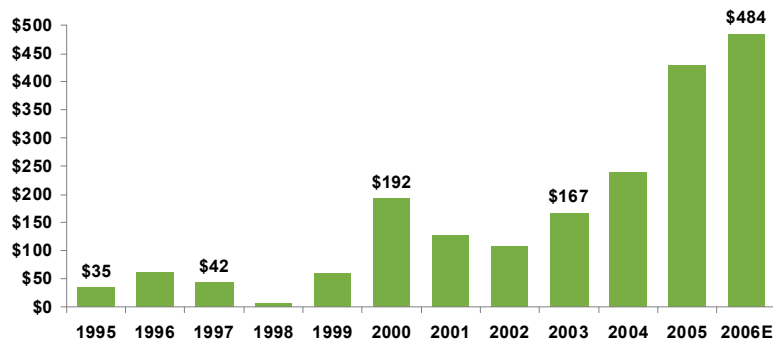
인식에서 현실로 돌아가면서 우리가 가장 먼저 알아야 할 점은 국부펀드가 20~30년 동안 우리 주변에 존재해왔다는 것이다. 대부분의 국부펀드는 원유수입선의 다변화와 안정을 위한 IMF의 요청에 의해 여러 나라에서 시작되었다. 사실 전체 국부펀드 중 2/3는 원유판매에서 얻은 자금이다. 2000~2006년 동안 산유국의 순 자본유출은 1.7조 달러인 것으로 집계되고 있다.<도표 2> 이는 과거 어느 때보다 훨씬 큰 금액이다. 분명한 점은 이처럼 급격하게 증가한 것이 배럴당 100달러 이상으로 가고 있는 유가와 큰 관계가 있다는 사실이다. 국부펀드의 성장을 주도하는 첫 번째 주요 요인은 유가이다.

<도표 2>

Oil Producers

Net Capital Outflows from Oil-Producing Countries with Petrodollar Assets

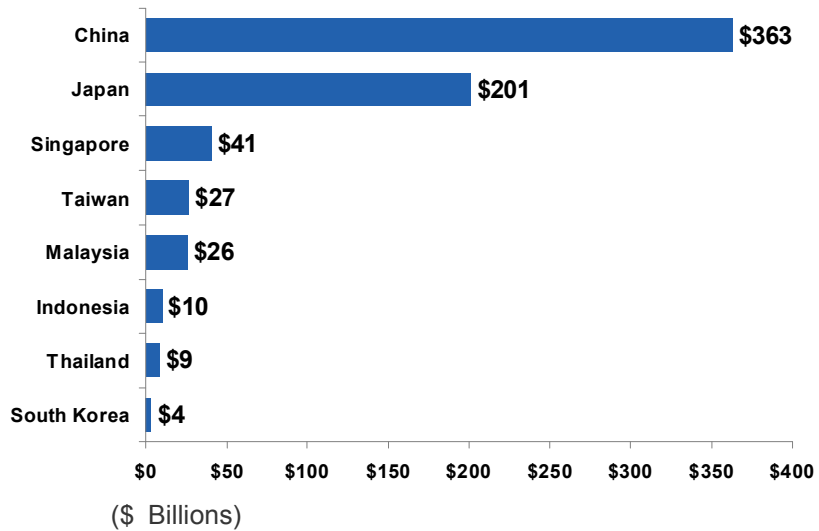
(\$Billions)



Source: McKinsey Global Institute, 2007; *New York Times*

<도표 3>

Asian Trade Surpluses



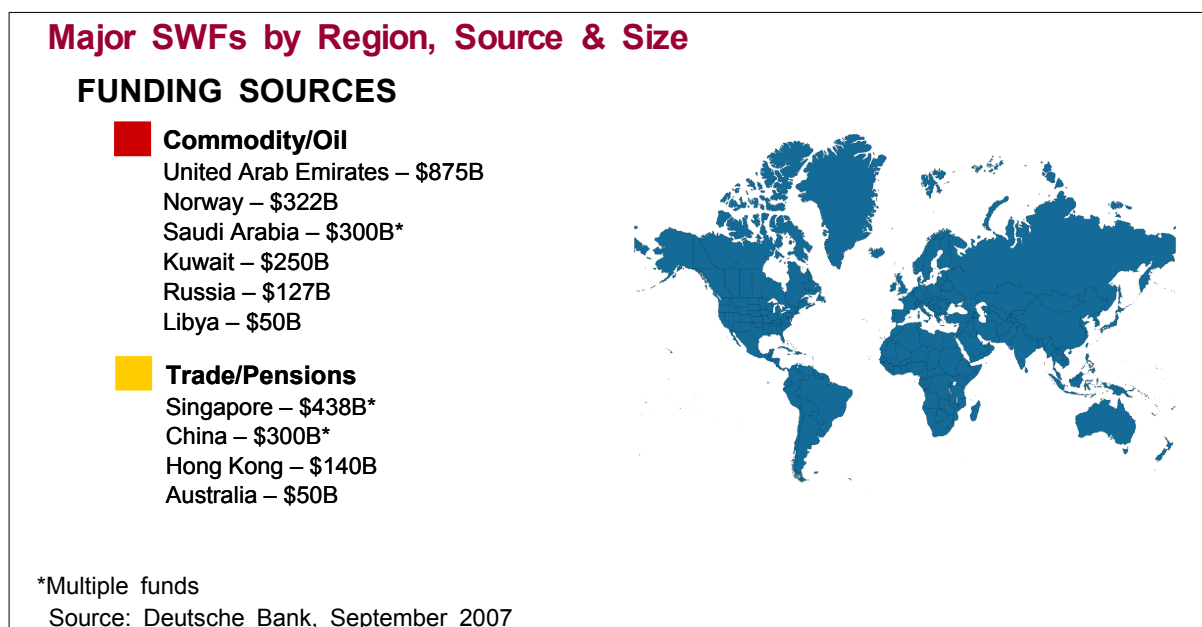
Source: *The World Factbook*, 2007 estimates.

국부펀드의 성장을 주도하고 있는 두 번째 주요 요인은 한국에게 더욱 함의를 갖는 것으로, 주로 아시아 국가들이 축적하고 있는 대규모 무역흑자이다. 2007년도 무역흑자 통계를 보면 중국, 일본 순이며 여타 아시아 국가들도 상당한 무역흑자를 나타내고 있다. (<도표 3>) 아시아 국가들은 이러한 무역흑자의 일부를 국부펀드 조성 자금으로 배정하고 있다. 1.4조 달러로 최대의 외환보유고를 가진 중국은 2,000억 달러를 국부펀드에 이전하여, 주식 및 채권에 투자하는 사회보장펀드를 이미 운용중이다. 아시다시피 한국도 2005년에 국부펀드를 창설하여 200억 달러를 기금으로 조성한 바 있는데, 한국의 외환보유고는 2,470억 달러이다.

그리고 세 번째로는 연금 기여금을 국부펀드의 자금원으로 하는 나라들이 있는데 캐나다, 뉴질랜드, 싱가포르 등이 여기에 해당된다.

따라서 국부펀드의 자금 원천은 기본적으로 앞서 언급한 3가지이며, 규모가 가장 큰 펀드는 아랍에미레이트를 필두로 노르웨이, 사우디아라비아, 쿠웨이트, 러시아, 리비아 등이 주도하는 원자재 펀드이다. 무역흑자 및 연금 펀드를 포함한 또 다른 범주에서는 2개의 펀드를 가지고 있는 싱가포르, 역시 2개의 펀드를 가지고 있는 중국, 그리고 홍콩, 호주 순으로 이어진다. 이러한 국부펀드의 2007년도 말 총 자산규모는 최소한 2.5조 달러인 것으로 나타났다.(<도표 4>)

<도표 4>

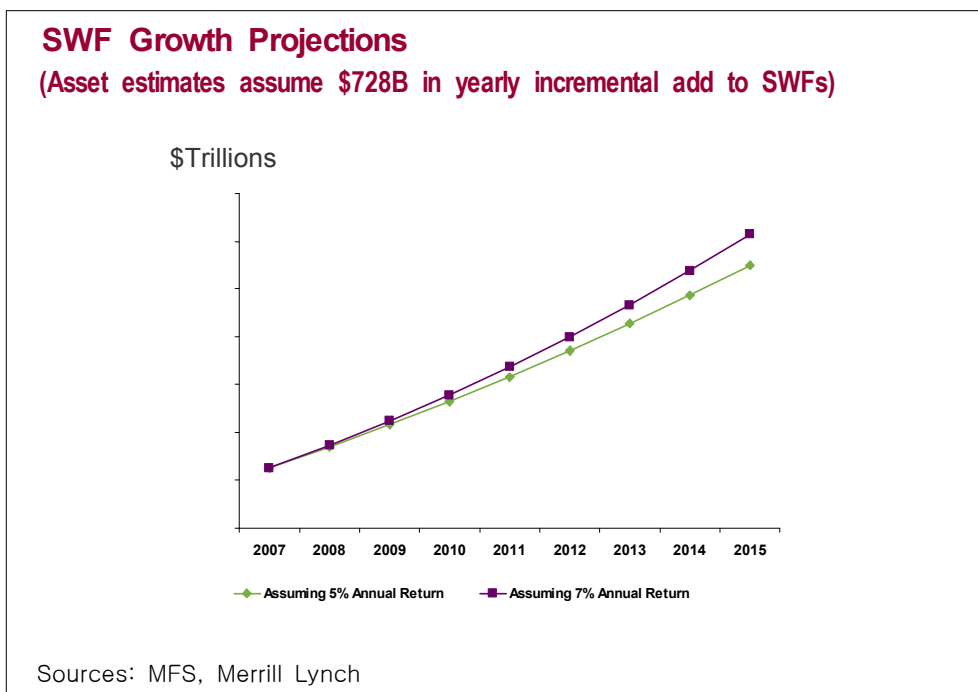


현재 미국과 유럽은 금융위기를 겪고 있으며, 이 지역 금융기관들을 구제하기 위한 자금의 대부분은 신흥시장국의 국부펀드에서 조달되고 있다. 일반적으로는 선진산업국이 신흥시장국에 자본을 수출한다. 그러나 오늘날 신흥시장국들(노르웨이 제외)은 산유국이며 무역흑자국이다. 그러므로 신흥시장국들의 투자는 서구 금융기관에게 매우 플러스(+)적인 것이다. 국부펀드에 대한 논의가 심화되고 있는 부분은 이러한 서구 은행과 중개업자들의 자본 재구성(작년의 경우 1,000억 달러가 넘는 규모였다)이다.

지금까지 국부펀드에 대해 우리가 알고 있던 것들을 검토해보았는데 이제는 다음 단계를 살펴보기로 하겠다. 이는 국부펀드의 성장이 자본시장에 미칠 수 있는 가능성이라는 측면에서 우리가 예측해 볼 수 있는 보다 어려운 일련의 문제들이다.

미리 언급하고 싶은 것은(특히 경제학 교수들께), 두 번째의 효과를 정확히 예측할 수 없기 때문에 첫 번째 효과만 살펴보겠다는 것이다. 그렇게 하더라도 국부펀드의 성장가능 규모와 방향을 이해하는 데에는 도움이 될 것이다. 이 자리에서는 2007년도 국부펀드의 세계 전체 자산규모가 2.5조 달러에서 시작하여, 매년 약 7,280억 달러에 이르는 새로운 보유액이 추가된다고 가정하겠다.<도표 5>

<도표 5>



본인의 견해로는, 산유국이든 무역흑자국이든 국부펀드를 운용하는 모든 국가는 이미 과잉상태의 외환보유국이다. 즉, 이들 국가는 모두 자국통화를 방어하기 위해 필요 이상의 외환보유고를 구축함으로써 아시아 금융위기에 과잉 대응했다는 뜻이다. 그래서 본인은 기존 외환보유고의 일정 부분을 국부펀드에 이전하는 것을 전제로 하지 않고, 이들 국가의 외환보유고가 이미 과도하기 때문에 새로 추가되는 외환보유액만을 국부펀드에 이전하는 것으로 전제하겠다.

그럴 경우, 2.5조 달러에서 시작하여 2015년 말까지 매년 7,280억 달러의 외환보유고를 추가하고 연간 5~7%의 적정 수익률을 가정하면, 2015년에는 국부펀드 규모가 약 11~12조 달러가 된다. 누구나 자신만의 계산법을 가지고 있지만, 이러한 본인의 추계는 다른 경제전문가들의 추계와도 일치한다. 따라서 2015년의 국부펀드 규모는 약 11조 달러에 이를 것이라는 추계가 무리하지 않다는 것이 본인 생각이다.

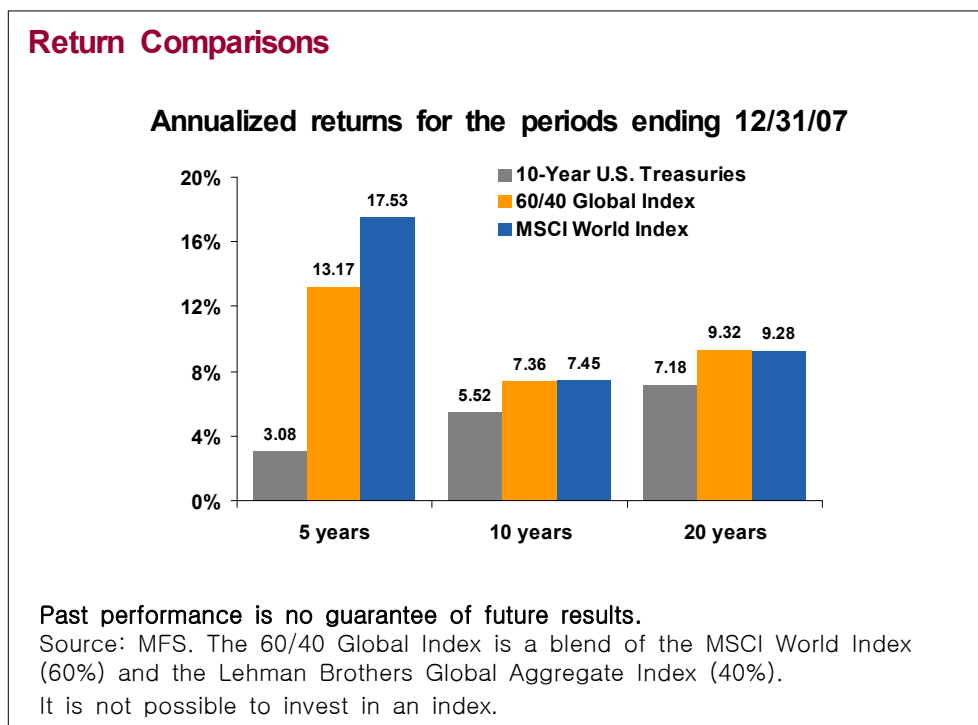
과거 각국 중앙은행의 외환보유고였던 국부펀드의 자금들은 현재 미국 국채에 주로 투자되고 있는데, 지난 5년간의 연간 수익률은 약 3%였다. 반면에 같은 기간 동안의 세계 주식시장 연간 수익률은 17%였으며, 세계 주식 및 채권이 60-40으로 구성된 포트폴리오(portfolio)의 연간 수익률은 13%였다.<도표 6> 따라서 많은 외환보유고를 축적한 각국 정부, 특히 자국통화 방어에 필요한 수준 이상의 막대한 외환보유고를 축적한 국가들은 보다 나은 수익을 얻기 위해 노력중이다. 물론 미국 국채 포트폴리오는 주식이나 혼합펀드에 비해 연간 변동성이 덜하지만 여기에서는 사실상 큰 차이가 없다. 왜냐하면 국부펀드는 20~30년간의 장기투자이기 때문이다.

본인이 제시하고 싶은 앞으로의 국부펀드 포트폴리오 모델은 신흥시장국이 아닌 주식과 채권 각각 50%와 20%, 신흥시장국 주식과 채권 6%, 대안투자 6%, 원자재 6%, 부동산 12%가 될 수 있겠다. 이는 실제로 우리가 투자분포를 파악하고 있는 몇몇 국부펀드에서 나타나는 포트폴리오 형태이다.

이러한 유형의 포트폴리오가 자본시장에 미치는 영향은 무엇인가? 2015년도의 국부펀드 규모가 11조 달러이고 그중 50%를 주식(신흥시장국 주식이 아닌)에 투자할 경우, 그 규모는 약 5.5조 달러가 된다. 현재 세계 주식시장 시가총액은 50~60조 달러인데, 본인은 그 중간치인 55조 달러라고 가정하겠다.<도표 7> 문제는 앞으로 2015년까지 세계 주식시장이 계속 상승하느냐 또는 위축되느냐, 아니면 현 상태로 유지되느냐 하는 것이다. 사

실 주식시장은 지난 5년간 위축되어온 상태이다. 왜냐하면 주식 공개상장을 상쇄시키는 합병, 자사주 매입 등 여타 요인들 때문이다. 그래서 본인은 세계 주식시장 규모가 2015년까지 변동이 없다고 가정하겠다. 그렇게 되면 2015년도 국부펀드 규모는 세계 주식시장 시가총액의 약 10%가 될 것이다. 이러한 것이 좋은 것인가 아니면 나쁜 것인가? 다음과 같은 한 가지 가설이 가능하겠다. 선진산업국들의 경우, 인구가 고령화하고 있으며 주식에서 이탈하여 채권으로 이동하는 사람들이 늘고 있다. 따라서 미국과 유럽의 베이비 붐세대들이 2011년쯤이면 은퇴하기 시작하는 만큼, 국부펀드에서 주식투자로의 자금유입은 매우 시의 적절하다고 할 수 있겠다.

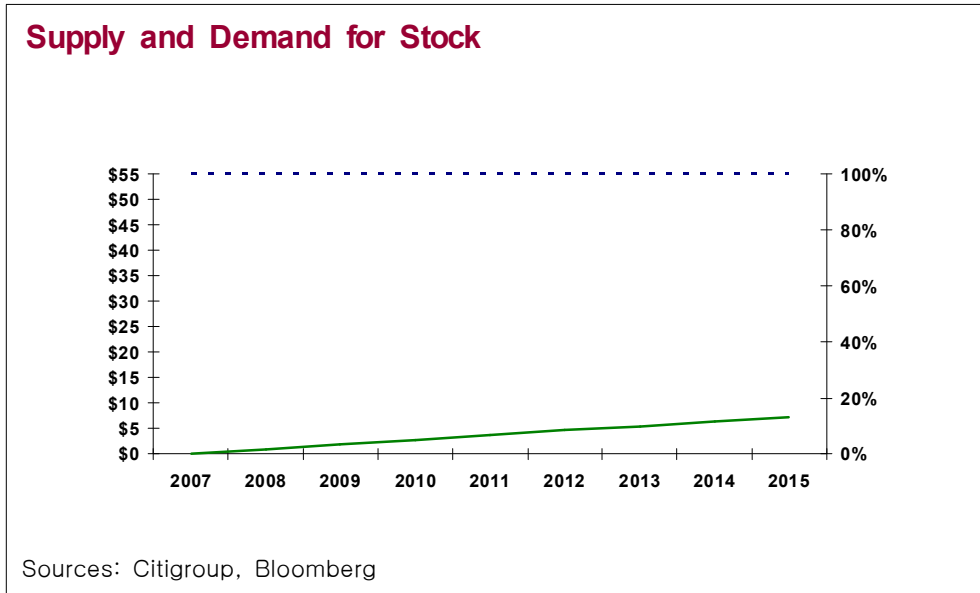
<도표 6>



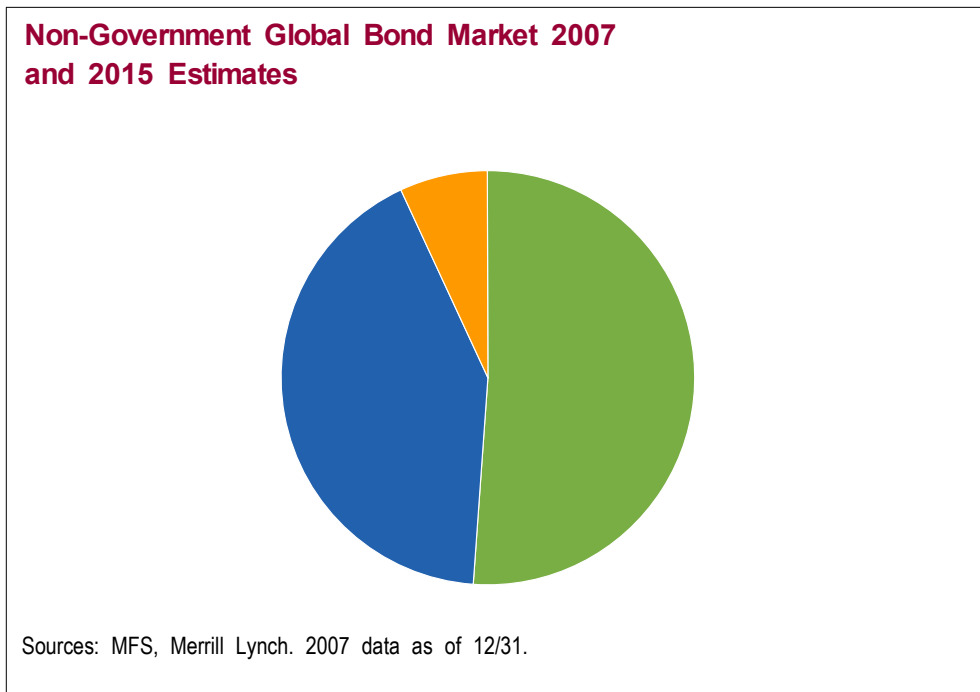
채권 부분을 살펴보면, AA등급 및 고수익(high-yield) 채권의 수익률은 미국 국채 수익률보다 상당히 높다. 그러므로 국부펀드로 유입되는 자금이 미국 국채로 가지 않고 보다 높은 수익을 내는 채권 포트폴리오로 바뀔 가능성이 있는 것으로 예상된다. 본인은 2015년에 국부펀드의 20%인 약 2.2조 달러가 비(非)정부, 비(非)신용시장 채권으로 유입될 것으로 예측하고 있다. 그래서 그때가 되면 이들 채권시장이 어떻게 될지 어느 정도 가정해보기 위해 지난 8년간의 성장률을 살펴보았더니 대략 2배 정도 성장하였다. 다시 이들 채권시장이 2015년에 2배가 된다고 가정해보면 아래 그래프와 같은 수치가 나온다. 이러한

가정 하에서 2015년에 국부펀드는 기업채권시장에 약 10%, 담보화된 채권시장에 약 9%, 고수익채권시장에 약 7%가 배분되리라는 추산이 가능하다.<도표 8>

<도표 7>



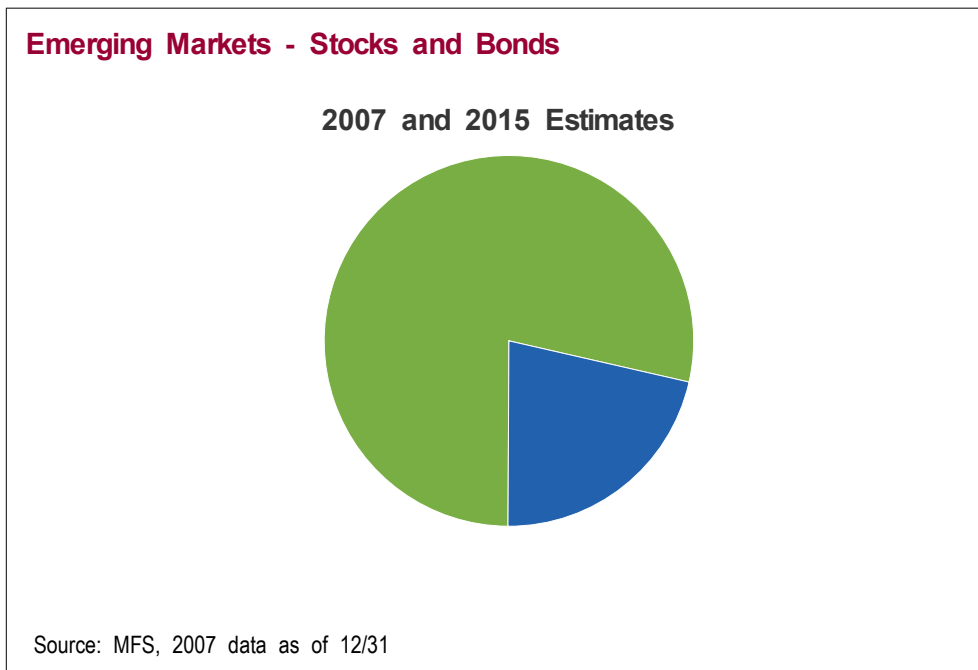
<도표 8>



신흥시장국의 주식시장과 채권시장을 나누어 살펴보면, 미국 및 유럽의 연금 관리자들은 주식시장에 매우 소극적이어서 연금자산의 3%만 투자하고 있다. 하지만 지난 3~5년 동안 신흥시장국 주식시장에 투자한 사람이 있다면 그는 투자의 귀재이며, 이 기간 동안 신흥시장국의 채권 수익률 또한 매우 좋았다.

국부펀드는 3%가 아닌 6% 정도를 신흥시장국 증권에 투자할 것으로 보이는데, 대부분의 국부펀드가 신흥시장국에 소재하고 있는 관계로 그들에게는 신흥시장국 증권이 편하기 때문이다. 국부펀드 자산의 5%가 신흥시장국 주식에 투자된다고 가정할 경우, 2015년에는 그것이 전체 주식시장의 약 10%에 이르게 된다. 그리고 국부펀드 자산의 1%를 주식보다는 훨씬 규모가 작은 신흥시장국 채권에 투자할 경우, 2015년에는 그것이 전체 채권시장의 약 12%가 될 것이다.<도표 9>

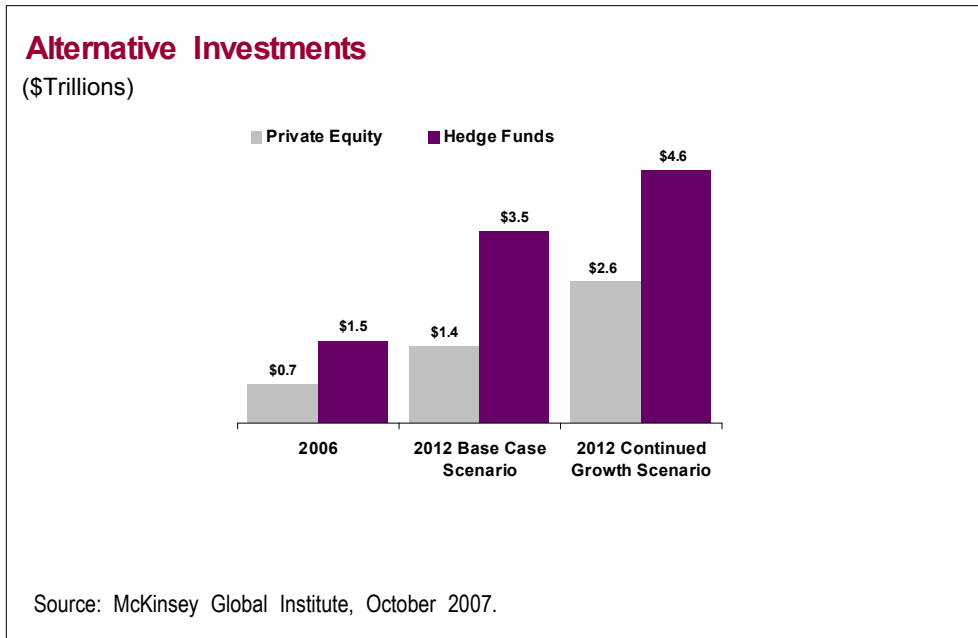
<도표 9>



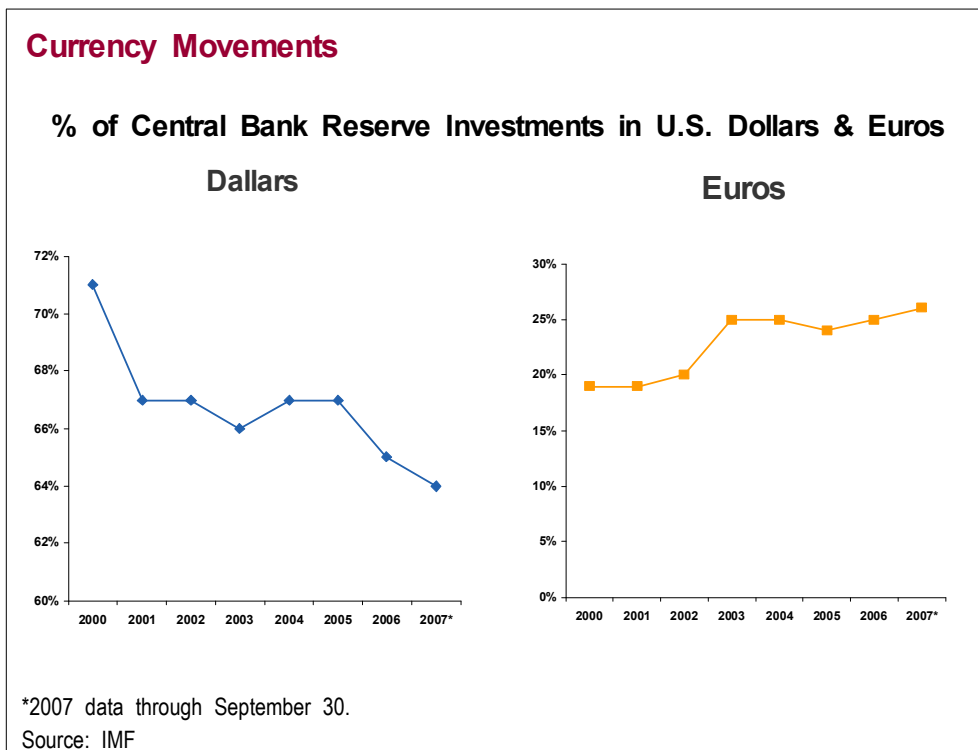
또 다른 분야는 사모펀드, 헤지펀드와 같은 대체투자이다. 아시다시피 대체투자는 여러 국부펀드들이 편안하게 느끼며 선호해온 투자처이다. 통계에 의하면 국부펀드는 2012년에 약 7.7조 달러의 규모에 이를 것으로 나타난다. 아래 도표은 2012년도의 헤지펀드 및 사모펀드 성장추계를 나타낸 것이다. 국부펀드 자산의 6%, 즉 4,500억 달러가 헤지펀드에 투자될 경우 2012년에 이는 전체 헤지펀드의 10%를 약간 상회하는 규모가 될 것이다. 그리고 국부펀드 자산의 3%가 사모펀드에 투자될 경우 2012년에 이것은 전체 사모펀드의

약 10%가 될 것이다.<도표 10>

<도표 10>



<도표 11>



다시 한 번 강조하지만 이 모든 예측들은 첫 번째 단계의 예측일 뿐이다. 가격이 조정 되면 두 번째 단계의 효과가 있겠지만 현 시점에서 어떤 정확성을 가지고 두 번째 단계의 효과를 예측한다는 것은 사실상 거의 불가능하다.

이러한 일련의 예측 중 마지막 측면은 통화가치의 움직임인데, 이 통화가치의 움직임은 국부펀드의 성장으로 인해 미국 달러화에 마이너스적인 영향을 미칠 가능성이 크다. 아래 그래프에서 나타난 바와 같이, 지난 7년 동안 각국 중앙은행 외환보유고는 달러화 대신 유로화 쪽으로 크게 이동한 상태이다.(<도표 11>) 그러므로 각국 중앙은행 외환보유고에서 차지하는 달러화의 비중이 높다는 점을 감안할 때, 국부펀드는 더욱 다변화된 통화바스켓에 투자할 것으로 예측된다. 그러나 여기에는 두 가지 중요한 점이 있다. 첫째, 한국을 비롯한 많은 나라들은 자국의 대미무역 증진을 위해 달러는 강세로, 그리고 자국통화는 달러에 비해 약세로 유지하고 싶어 한다. 따라서 이와 같은 무역상의 이유 때문에 자국통화 대비 달러화의 가치를 강화시키기 위해 자국의 달러보유고를 증가시키는 국가가 나타날 수도 있다는 것이다.

둘째, 아시다시피 원유가격은 지금 달러화로 표시되고 있다. 그런데 처음으로 달러화가 아닌 통화로 표시된 원유매매계약이 베네주엘라에서 나타났다는 것이다. 그 매매계약은 유로화로 체결되었는데, 그리 놀랄 일은 아닌 것 같다. 이는 통화가치 움직임에 엄청난 영향을 미칠 수 있는 또 다른 요인이다. 만일 산유국들이 원유매매계약을 미국 달러화가 아닌 통화바스켓으로 표시하는 경우가 더 많아질 경우 달러화에게는 좋지 않은 일이 될 것이다.

요약하자면, 2015년에 국부펀드가 11조 달러로 성장할 경우 여러 자산항목 중에서 국부펀드가 차지하는 비중이 7~12%가 될 것이라는 데에는 무리가 없다. 그런데 문제는 이것이 무슨 의미인가 하는 것이다. 이를 전망해보기로 하자. 연금펀드와 뮤추얼펀드의 자산 규모가 지금 현재 각각 대략 18조 달러 정도이므로, 2015년에는 30조 달러를 쉽게 달성할 수 있을 것이다. 이러한 전망 하에서는 국부펀드의 규모가 양 펀드 자산의 1/3에 불과할 것이다. 그러나 국부펀드는 훨씬 집중적이고 투자개체의 수도 더 적다.

이러한 통계들은 본인 강연의 세 번째이자 마지막 부분인, 국부펀드의 성장에서 제기되는 정책과제로 연결된다. 그동안 비판이 제기되어온, 국부펀드가 미국의 방위 및 에너지 관련 부문을 인수하는 것이 가능한가 하는 문제부터 시작해보자. 이에 대한 대답은 “아니

오"이다. 미국은 수년 전에 이른바 "Exon-Florio" 법을 제정한 바 있는데, 최근에 이 법이 두 가지 중요한 측면에서 개정되었다. 이 법이 보호하는 산업의 유형이 "국가안보"와 에너지 및 통신을 포함하는 인프라로 확대되었다. 때맞춰 승인조항 역시 "evergreen"이 되도록 확대되었는데, 이는 한 번 승인된 거래도 다음번에는 승인절차가 그대로 효력을 발휘하여 심리를 재개할 수 있다는 의미이다. 그러므로 외국인이 국가안보나 에너지 관련 인프라 분야의 미국 기업 지분을 10%이상 인수하는 모든 거래는 미국 재무부가 주도하는 정부위원회의 승인을 반드시 거쳐야 한다. 여러 사례에서 보았듯이, 그러한 외국인 인수는 미국 정부에 의해 간헐적으로 부결되고 있다.

또한 미국 내에는 외국인 소유가 엄격히 제한된 특정 산업들도 있다. 가령 국내선 항공업의 경우 미국 시민의 보유지분이 최소한 75%가 되어야 하며 해운업도 마찬가지이다. 라디오 및 TV 방송업은 외국인 지분이 20%를 초과할 수 없다. 더구나 미국 연준은 국내 은행이나 은행지주회사에 대한 10% 이상의 외국인 지분에 대해 승인 또는 거부할 것인가에 관한 세부절차를 두고 있다.

비록 미국 정부의 승인 없이는 외국 국부펀드들이 이처럼 민감한 산업을 인수하는 것이 불가능하다고 할지라도, 다음 세 가지 이유 중 하나로 국부펀드가 범세계적 자원을 비효율적으로 배분할 가능성이 있다는 주장이 여전히 나오고 있다. 첫째는 국부펀드가 "국가적 승자(national champion)"를 조장할 것이라는 점이다. 하지만 이러한 일이 가능하겠는가? 국부펀드가 대규모 인수를 시도하려 한다면 반독점법에 의해 제동이 걸릴 것이다. 다른 대안은 기업이 제품가격을 시장가격 이하로 책정하여 지배적 위치를 차지하는 것이다. 이와 같은 방법이 기업 성장에는 도움이 되겠지만 자금손실도 클 것이다. 게다가 그 기업은 반덤핑 및 약탈가격 법규 저촉대상이 될 수도 있다.

둘째는 국부펀드는 사실 각국이 지정학적 지배권을 차지하기 위해 위장한 것이라는 주장이다. 가령, 러시아 국부펀드가 서유럽 내 가스송유관을 매입할 것인가 하는 경우이다. 이와 같은 가스송유관 매입이 프랑스와 독일을 위협하는 것으로 비춰질 수 있겠지만, 유럽은 에너지 및 방위 부문에 대해서는 정부 특별승인을 요구하는 조치를 취할 수 있도록 하고 있다. 일반적으로, 지정학적 지배가 문제되는 국가에서는 특정 산업에 대한 특별승인조치를 요구할 수 있다.

셋째는 분배효율성에 관한 일반적 문제이다. 즉 국부펀드가 금융상의 목적인 아닌 정치적 이유로 투자할 것이라는 주장이다. 하지만 대부분의 국부펀드는 투자전문가들이 관리

하고 있다. 더욱이 국부펀드를 통해 세계적으로 투자하기보다는 국내프로젝트에 투자함으로써, 자국 외환보유고를 보다 효율적으로 사용하고 있는 나라가 있겠는가? 넘치는 자국 외환보유고를 “애물단지(white elephant)”에 투입한다면 그것이야 말로 잘못된 자원배분일 것이다.

또 다른 일련의 논의는 시장의 불안정성에 관한 것이다. 국부펀드가 증권시장에서 극심한 변동을 야기하지 못하도록 하는 지침서가 마련되어야 한다는 주장이 많다. 하지만 대규모 기관투자자들의 경우 급히 매매하는 일은 최후의 수단이다. 왜냐하면 엄청난 거래비용 때문이다. 최근 미국과 유럽의 일부 금융기관들은 유동성 압력으로 인해 자산을 매각하지 않을 수 없었다. 이는 최근의 모기지(mortgage) 시장에서 나타나고 있는 현상이다. 그러나 국부펀드는 소규모의 자본이용 효과를 얻고 있으며 대부분의 경우 채권상환 요구도 하지 않는다. 따라서 국부펀드가 유동성 압력에 놓여 급하게 매각하리라고는 생각하기 어렵다.

최근 미국 증권거래위원회(Securities Exchange Commission: SEC) 위원장은 국부펀드를 포함한 내부자거래방지법을 집행함에 있어서 국부펀드 주체국들의 협조가 이루어지지 않을 수도 있다고 언급한 바 있다. 그러나 주식 대다수를 여전히 국가가 소유하고 있는 국영기업체들의 주식이 활발하게 거래되고 있음에도 불구하고, 이러한 주장을 뒷받침할 만한 근거는 아직까지 없다. 이와 비슷한 사례로 콕스(Christopher Cox) SEC 위원장은 각국 정부가 자국 국부펀드에게 국가기밀을 제공함으로써 이를 거래할 수 있도록 하는 경우에 대한 우려를 나타낸 바 있으나, 국가기밀이 국부펀드에 제공되었다는 증거 역시 지금까지는 없다. 만일 그러한 경우가 몇 번 있었다면 규제기관이 그와 같은 거래형태를 포착하여 국가기밀 유출을 중단시켰을 것이다.

이제는 오늘 사안의 핵심인 투명성 문제로 들어가겠다. 투명성이라는 단어를 접하지 않고서는 국부펀드에 대한 논문을 읽을 수 없다. 하지만 여기서 투명성이란 무슨 뜻인가? 더욱 강화된 공시를 말하는 것인가? 그렇다면 누구에게 무엇을 공시하는 것인가?

투자 수익이나 전략에 대해 언급할 때 우리는 흔히 고객이나 수혜자에 대한 관리자의 공시에 관해 이야기한다. 여기서 수혜자란 대부분의 경우 재무부로 대표되는 국가의 국민이다. 국부펀드의 투자 수익이나 전략에 관한 정보를 재무부가 충분히 입수하고 있는지 의심스러운가?

사실 대부분의 제안들은 증권시장 내 여타 참여자에 대한 공시를 목표로 하고 있다. 예컨대, 국부펀드가 경영권을 확보하기 위해 국영기업의 주식을 은밀히 대량 매입하는 것이 불가능하다는 것을 어떻게 알 수 있는가? 그 대답은 다음과 같다. 국부펀드가 단독적으로 또는 누군가와 제휴하여 공공기업 지분의 5% 이상을 취득할 경우, 해당 국부펀드는 SEC에 공식적으로 보고해야만 한다. 그리고 미국 민간기업을 대상으로 하여 외국 국부펀드가 10% 이상의 지분을 인수할 경우에도 해당 국부펀드는 미국 재무부에 서류를 제출해야 한다.

그렇다면 공시가 필요함에도 공시되지 않고 있는 것은 무엇인가? EU가 종합한 목록에는 다음과 같은 것들이 포함되어 있다. 즉 펀드매니저와 공무원들은 어떤 관계인가, 해당 국가는 자국의 국부펀드를 어떻게 규제하는가, 국부펀드의 내부통제와 리스크(risk) 관리는 어떻게 작동되는가 하는 것들이다. 그러나 국부펀드의 투자대상이 될 수 있는 헤지펀드나 사모펀드에 대해서는 이러한 공시가 요구되지 않는다.

게다가 EU는 국부펀드가 투자 목표와 자산 및 통화 배분도 공시하기를 바라고 있다. 심지어 국부펀드가 자산이나 통화의 배분을 변경하고자 할 때는 사전에 반드시 당사국들과 논의해야 한다는 주장도 있다. 하지만 어떤 투자가이든 간에 그들이 장차 투자할 곳에 대해 미리 신호를 주도록 해서는 안 된다. 대신에 국부펀드가 최대 소유지분에 대한 연례 보고서를 다음해 2월까지 발간·배포하는 것은 타당성이 있어 보인다.

마지막으로 반발(backlash)에 관한 논의이다. 폴슨(Henry Paulson) 미국 재무장관은 국부펀드의 미국 내 대규모 투자가 계속될 경우 미국인사이에서 보호주의적 반발이 있을 것이라고 언급하고 있다. 서두에 언급된 설문조사 결과에서 나타났듯이 그의 언급이 옳을 수도 있다. 그러나 국부펀드에 의해 이루어지는 투자의 긍정적 측면, 즉 국부펀드가 미국 금융기관의 자본구조 개편, 저금리, 그리고 주식수요 증가에 어떤 도움이 되는지를 미국 국민들에게 가르치고자 하는 사람이 있겠는가?

가능성 있는 한 가지 해결책은 호혜주의(reciprocity)이다. 최근 사르코지 프랑스 대통령은 “본인은 세계화를 믿는다. 그러나 본인은 국부펀드가 프랑스에서 아무 것이나 매입할 수 있다고 믿지 않으며, 우리의 자본가들이 그들의 국가에서 아무 것도 매입할 수 없다는 것도 믿지 않는다. 본인은 유럽의 장벽이 열리기 전에 호혜주의를 요구하는 바이다.”라고 언급하였다. 미국도 국부펀드의 자금원이 되는 국가들에게 호혜주의 적용을 주장해야 한다. 미국 내 특정 부류의 기업에 대한 인수가 국부펀드에게 허용되면, 국부펀드 모국 내

의 이와 유사한 기업에 대한 인수도 미국 투자자들에게 허용되어야 하는 것이다.

최근 어떤 국가들의 국부펀드 당국자는 펀드운영에 관한 특별행동강령에 대한 아이디어를 거부하였지만, 지난 주 아부다비(Abu Dhabi)와 싱가포르는 9개의 원칙으로 구성된 투자법에 조인했다. 이들 두 나라는 자국의 투자를 외교정책수단으로 사용하지 않고 오로지 리스크가 조정된 투자수익 극대화에만 사용하기로 공약하였다. 동시에 그들은 규칙에 따라 행동할 경우 차별받지 않기를 바라고 있다.

그렇다면 우리가 내릴 수 있는 결론은 무엇인가?

지금 국부펀드는 세계 자본시장에서 매우 중요한 참여자이며 앞으로 더욱더 중요해질 것이다. 하지만 국부펀드에 대한 잘못된 인식도 많다. 사전승인 없이는 안보관련 기업들을 인수하지 못하도록 하는 절차도 존재한다. 국부펀드의 의도가 전략적 산업 내에서의 지배권 행사라면 많은 난관과 싸워야 할 것이다. 또한 지금까지 살펴본 모든 쟁점들은 국부펀드가 증시를 불안하게 한다거나, 발각되지 않고 내부자거래를 한다는 것이 쉽지 않다는 점을 나타내고 있다.

하지만 공시에 관해서는 보다 분석적인 논의, 즉 지금 국부펀드가 어떤 것을 공시하고 있으며 추가되어야 할 사항은 무엇인지에 대한 논의가 필요하다. 또한 우리는 호혜주의에 관한 세계적 협정도 도출해야 한다. 호혜주의는 국부펀드의 미국 기업 투자에 대한 반발을 일부 해소하기 위한 정책적 수단이기 때문이다.

질의·응답

[질문] 훌륭한 강연에 감사드립니다. 귀하는 국부펀드에 대한 대부분의 우려가 근거 없음을 밝혔는데, 본인은 근본적인 문제가 소수 국부펀드에 대한 통제력 상실에 대한 우려라고 생각한다. 1948년 이후 그동안 서방 강대국이 세계적 현안들을 조정·관리해왔으나 이제는 신흥 강국들도 이러한 역할을 할 수 있게 되었다. 문제는 그들이 잘 알지 못하는 실체의 손에 좌우되고 있다는 점이다. 이것이야말로 진정 문제이다. 그 실체가 산유국 세력이든 러시아 세력이든 간에 세계는 자동항법시스템으로 움직이고 있다. 엄청난 자금이

움직이고 있기 때문에 중앙통제시스템이 없다. 11조 달러의 이동을 세계가 통제할 능력이 없는 것이 근본적인 문제가 아니겠는가?

[답변] 우선 세계금융시스템에 대한 통제력의 잠재적 상실 등이 보다 일반적이고 기본적인 우려라는 점과, 우리가 통제력을 되찾기 위해 분투하고 있다는 귀하의 견해에 본인은 동의하는 편이다. 그리고 두 번째로, 세력판도에 변화가 있다면 국부펀드는 유럽 및 미국이 반드시 고려해야 할 중요한 시장참여자라는 것이다. 이와 같은 우려들이 존재한다면 공시를 더욱 강화함으로써 해소할 수 있을 것이다.

문제는 우리가 증권화된 자산이 지구촌 곳곳에 퍼져 있는 세계적 시장을 가지고 있다는 것이다. 본인의 견해로는, 현재의 금융위기에 있어서 가장 큰 도전은 대부분의 손실이 어디서 나타날지 모른다는 것이다. 이러한 손실들이 예상치 못한 곳에서 계속 튀어나오고 있다. 이 문제에 대한 해답은 국부펀드에 있는 것이 아니다. 우리가 필요한 것은 부외거래 손실항목(off-balance sheet entities)에 대한 회계규범이며, 이와 같은 손실항목에 대한 부수적 의무의 공시규범이다. 은행이 갑자기 대차대조표상에서 400억 달러에 이르는 부외거래 자산과 부채를 떠안는 것을 보게 되면 투자자로서는 당황스러울 것이다.

[질문] 이 자리에도 활동적인 투자자들이 많이 있겠지만, 세계 주식시장 시가총액이 55조 달러로 보합세를 유지하는 것이 매우 고무적이라고는 생각되지 않는다. 우리 모두는 주가지수가 상승하기를 바라고 있기 때문에 주식시장이 실제로 위축되고 있다는 귀하의 언급은 실망스럽다. 이 부분에 대해 상세하게 설명해주실 수 있겠는가?

[답변] 지난 5년간을 살펴보면 우선 M&A 활동이 엄청나게 많아졌으며, 장외거래와 자사주 매입도 빈번해졌음을 알 수 있다. 이 모두를 종합해보면 유통과정에서 빠져나간 주식의 규모는 신규공모를 통해 발행된 신주의 규모를 초과한다. 그래서 본인은 지난 5년 동안 세계 주식공급이 약간 감소했다는 것에 대한 공감대가 있는 것으로 생각한다.

2015년까지 세계 주식공급이 보합세를 유지하리라는 것은 본인이 장담할 수 있는 부분이 아니다. 본인은 주식공급이 보합세를 유지할 경우 시가총액이 55조 달러에 달할 것이라는 가정을 한 것이었다. 이와 같은 가정 하에서, 2015년이 되면 국부펀드 자산규모가 세계 주식시장의 10%가 될 것으로 보인다. 그러나 주식시장의 규모가 2015년에 두 배로 확대되면 모두에게 좋은 일이 될 것이고, 국부펀드가 세계시장에서 차지하는 비중은 훨씬

작아질 것이다.

이러한 것은 앞서와 같은 예측작업을 할 때 당연하게 되는 문제인 것으로 생각된다. 여러 교수들께서도 그러하겠지만 우리는 어떠한 가정을 해야 한다. 그러나 본인이 해온 것은 지난 5~8년간 어떤 일이 있는지를 살펴보고, 앞으로 나타날 유사한 추세를 단순한 방법으로 가정하는 일이다. 이미 본인이 지적한 바와 같이 어느 정도의 확신을 가지고 이러한 성장추세를 예측한다는 것은 불가능하다.

[질문] 지난 몇 주 동안 월스트리트에서는 많은 일이 있었던 것으로 알고 있다. JP Morgan이 Bear Sterns를 인수했고, Goldman 및 Lehman과 같은 투자은행들이 발표한 분기별 수익은 기대 이상이었다. 우리가 알고 있는 국부펀드의 투자경향을 감안할 때, 이러한 일련의 움직임이 금융부문에 대한 국부펀드의 투자결정에 어떤 영향을 미칠지 궁금하다. 이러한 사건들에 대해 국부펀드는 어떤 반응을 보이겠는가?

[답변] Bear Sterns, Citigroup, UBS 등에 투자한 국부펀드의 작년도 투자결과는 그다지 좋지 못했다. 그러므로 국부펀드가 문제 있는 금융기관에 대한 투자를 당분간 꺼려할 수도 있다. 국부펀드는 장기투자에서 합리적인 수익을 확보하고자 노력하고 있는바, 그들의 최대 장점은 주식에 5~15년 동안 묶어둘 수 있다는 것이다. 따라서 그들은 여타 펀드관리자들처럼 단기수익을 내야하는 압력을 받지 않고 있다. 금융기관에 대한 국부펀드의 투자결과가 몇 년 후에 좋아질지는 두고봐야할 것이다.

국부펀드가 “국가적 승자”에게 투자하여 손실을 보지는 않을 것이다. 즉 국부펀드가 문제 있는 금융기관을 구제함으로써 계속 손해를 보지는 않을 것이라는 의미이다. 국부펀드가 손실을 낸다면 해당 국가는 당연히 당황스러울 것이다. 그렇기 때문에 국부펀드는 미국 국채 중심이 아닌, 보다 다양한 포트폴리오를 통해 위험이 잘 조정되어 있는 수익을 원한다.

[질문] 국부펀드는 최근 원자재 시장에 진출하여 엄청난 시장변동을 일으키고 있는 것으로 보인다. 국부펀드가 원자재 시장에 진출하여 가격상승을 주도하는 것은 용인될 수 있는 일인가?

[답변] 본인이 국부펀드에 대한 포트폴리오 모델을 제시할 때 원자재의 비중을 6%로 잡았다. 그 이유는 진정으로 다양한 포트폴리오를 구성하고자 한다면 주식 및 채권뿐만 아니라 원자재도 포함시킬 필요가 있다는 점을 예일 및 하바드 대학교의 기금모금에서 우리 모두 배워야 한다고 생각되었기 때문이다. 아시다시피 지난 2년 동안의 원자재 가격 상승은 대체로 중국 및 여타 국가들의 수요급증이 주도해왔다. 이러한 추세가 계속될 것인지 여부는 대부분 세계 각국의 상황에 달려 있다. 즉 원자재 수요 측면에서, 현명한 누군가가 나타나 현재의 원자재 가격 수준에 합당한 대체물을 개발하느냐의 여부에 달려 있는 것이다. 그러므로 국부펀드가 원자재 가격 인상의 주요 요인으로 간주되어서는 안 된다는 것이 본인의 생각이다.

[질문] 많은 것을 배울 수 있었던 귀하의 오늘 강연에 감사드린다. 몇 달 전 본인은 영국 관리 한 사람을 만난 적이 있는데, 그는 국부펀드가 기본적으로 세금에서 나온 자금을 가지고 활동하고 있지 않느냐는 도덕적인 문제를 제기한 바 있다. 이러한 점에 대한 귀하의 견해를 듣고 싶다. 현재 한국에서는 국부펀드 확대에 관한 논의가 진행되고 있는데 국부펀드 투자의 도덕적 측면에 대한 우려가 있다. 이 점에 대한 귀하의 조언도 듣고 싶다.

[답변] 국부펀드의 자금은 원유판매수입, 주로 무역흑자로 인한 외환보유고, 연금 기여금 등으로 조달된다. 본인이 아는 바에 의하면 자국 국민에게 부과된 세금의 세수를 국부펀드에 투입한 나라는 없다. 각국 정부가 자금을 공공지출보다는 국부펀드에 투입하는 쪽으로 택하고 있다는 것은 사실이다. 그러나 이는 각국 정부가 자국의 정치과정 내에서 결정해야 할 내부적 사안이다. 노르웨이 국부펀드는 특정 무기류 제조업체를 투자대상에서 제외시키는 등 그 기준이 상당히 분명하다.

도덕적 측면과 관련해서는, 노르웨이 의회가 자국 국부펀드에 대한 도덕적 지침을 채택한 상태이다. 사실 본인은 하바드대학교 경영대학원에서 이 과제에 대한 사례를 연구한 바 있는데, 이 논문에 노르웨이 국부펀드의 도덕적 지침에 대해 자세히 기술되어 있다. 노르웨이 국부펀드는 특정 무기류 제조업체를 투자대상에서 제외하고 있다. 이러한 기준은 상당히 구체적이다. 인권보호 위반과 관련된 일련의 평가기준도 있다. 노르웨이 국부펀드는 인권보호를 심각하게 위반한 기업에는 투자할 수 없다. 하지만 이 조항들에 대한 정의가 제대로 이루어지지 않아 상당한 논란이 되고 있다.

노르웨이 외에, 투자를 위해 도덕적 지침을 세운 국부펀드를 본인은 아직 보지 못했다. 하지만 국부펀드가 일련의 특정 도덕적 가치를 준수해야 한다는 의회나 정부의 결정이 내려지면 가능할 것이다. 다만 본인이 바라는 점은 그 기준에 대한 정의가 명확해야 한다는 것이다.

[질문] 국부펀드가 한국에 진출할 경우 한국 주식시장의 변동 가능성은 어떠한가? 국부펀드를 더욱 훌륭하게 관리할 수 있는 방법을 귀하가 한국 정부에게 조언한다면 한국 정부는 보다 보수적이어야 하겠는가, 아니면 보다 공격적이어야 하겠는가?

[답변] 여타 국부펀드가 한국 주식시장에 투자하기 시작하면 한국 주식시장의 변동성이 심해지겠느냐는 첫 번째 질문부터 대답하겠다. 국부펀드는 장기투자자의 성향이 있어서 헤지펀드처럼 매일같이 주식을 이동시키지 않는다는 것이 본인의 시각이다. 국부펀드는 자금규모가 크기 때문에 매일 주식을 이동시킨다면 높은 거래비용을 치르게 된다. 따라서 여타 국부펀드가 한국 주식시장에 투자하는 범위 내에서는 주식가격의 일일 변동성이 급격하게 상승되지 않을 것으로 보인다.

두 번째 질문은 한국이 자국의 국부펀드를 운영함에 있어서 보다 보수적이어야 하는가, 아니면 공격적이어야 하는가에 관한 것이었다. 본인은 한국 정부의 전체 포트폴리오를 살펴보아야 한다고 생각한다. 한국은 거의 2,500억 달러에 달하는 외환보유고를 가지고 있는데 주로 미국 국채에 투자되고 있다. 따라서 한국 정부의 전체 포트폴리오 면에서 볼 때 한국의 국부펀드는 200억 달러를 주식이나 기업채권에 투자하는 것이 합리적인 것으로 보인다.

더욱이 본인은 “공격적(aggressive)”이라거나 “보수적(conservative)”이라는 말의 사용을 꺼려한다. 이 말이 실제로 무슨 의미인가? 우리가 원하는 것은 양질의 투자분산이다. 하나의 기업에 대거 집중투자한다거나, 소규모기업 또는 대기업 어느 한쪽에 전부 투자하고 싶어 하는 투자가는 없을 것이다. 채권에 모든 자산을 투입하는 것이 보수적 투자의 의미라면 이는 잘못된 것으로 생각된다. 장기 투자자에게는 일반적으로 채권보다 주식이 더 높은 수익을 가져다준다. 게다가 한국 정부는 이미 보수적 채권을 대량 보유하고 있는 중이다. 간단히 말하자면 한국의 국부펀드는 정부 전체 포트폴리오를 감안하여 신중히 투자하되, 상당한 양의 주식을 분산된 방법으로 보유해야 한다는 것이다.

[질문] 본인은 한국 정부가 두 가지 목적으로 국부펀드를 창설했던 것으로 알고 있다. 하나는 외환보유고에 대한 수익을 제고하는 것이고, 다른 하나는 국부펀드를 이용해 한국을 국제적 금융중심지로 만들기 위함이었다. 첫 번째 목적은 금융적 측면을 바탕으로 하고 있으나 두 번째 목적은 정책적 과제이다, 이에 대한 귀하의 견해는 무엇인가?

[답변] 첫 번째 목적은 국부펀드를 위해 매우 합리적인 것으로 생각된다. 하지만 한국이 국제적 금융중심지가 되고자 한다면 싱가포르, 홍콩, 동경 및 여타 도시들과 직접 경쟁해야 한다. 두 번째 목적을 달성하기 위한 최선의 정책도구가 국부펀드인지에 대해서 본인은 회의적이다. 굴지의 국제적 금융중심지가 되기 위해서는 세금공제, 직업교육 등과 같은 일련의 폭넓은 조치가 필요하다. 본인이 이 문제에 대한 전문가가 아니지만, 한국이 국제적 금융중심지로 가기 위한 교통수단으로써 국부펀드에 지나치게 큰 비중을 둔다는 것은 약간 비현실적인 것으로 보인다.

[질문] 국부펀드 발전에 가장 큰 위협이 되는 것은 금융보호주의인 것으로 생각된다. 어떤 의미에서 보면 신흥시장국의 국부펀드는 투자부문에서 규제역할을 훌륭하게 수행해왔다. 하지만 국부펀드가 많아질수록 국부펀드에 대한 보호주의적 반발은 더욱 거세질 것이다. 이에 대한 귀하의 견해는 어떠한가? 국부펀드는 아시아-미국 또는 동양-서양 간 경상계정에 있어서 적자 및 흑자가 균형을 이루어야만 사라질 것이다. 만약 동-서 간의 균형이 어느 정도 이루어진다면 어떤 현상이 나타나겠는가?

[답변] 국가 간 무역의 흑자 및 적자가 균형을 이룬다 하더라도 국부펀드는 여전히 존속할 것인가? 우선, 본인은 머지않은 장래에 그러한 일이 일어날 수 있을지에 대해서조차도 자신이 없다. 불균형이 존재하는 것은 기본적인 여러 가지 경제적 이유 때문이며, 이러한 것들은 아마도 계속 존재할 것이다. 통화가치의 변화에 따라 이러한 불균형이 좁혀질 수 있을지 모르겠지만 현재의 모든 조짐으로 볼 때 불균형이 쉽게 사라지기는 어려울 듯하다. 둘째, 본인 앞서 지적한 바와 같이 국부펀드의 2/3가 원유판매수입을 통해 재원이 조달되고 있다. 이러한 재원은 일반적인 무역문제와 밀접한 관계가 없다.

금융보호주의는 아마 계속 문제로 남아 있을 것이다. 본인은 오늘 강연에서 호혜주의 정책을 통한 대응책을 제시한 바 있다. 또 다른 아이디어로써 다음과 같이 가정해보자. 즉, 국부펀드가 “투자대상기관이 속해 있는 국가의 공무원이 그 기관에 투자요청을 하지

않는 한 어떤 기관에 대해서도 자본구조개편을 하지 않겠다.”고 발표하는 것이다. 국부펀드가 각국 정부의 요청을 받아 후 해당기관에 투자한다면 이에 대한 보호주의적 반발이 줄어들 수도 있을 것이다.

[질문] 오늘 강연의 핵심주제와는 관계없지만, 실체도 모르고 어디서 발생할지도 모르는 손실에 대해 귀하께서 언급한 바 있다. 우리는 주식시장에서 7조 달러에 이르는 손실을 내고 있다. 지금까지 많은 사람들이 자신의 자금을 현명하게 투자하기 위해 금융기관에 맡겼으나, 그들은 자신이 현명하지 않다는 사실을 깨닫고 있다. 그리고 불현듯 투자자금이 염려되자 그들은 자금을 회수하여 침대 밑에 보관하고 있다. 투자자에게 미치는 불안감에 비해 손실은 어느 정도인가?

[답변] 금융자문가는 누구나 마찬가지겠지만, 좋은 결과를 내는 사람이 있는가 하면 그 반대인 사람도 있다. 그러므로 금융자문가들 모두가 좋은 결과를 낼 것이라 믿는 사람은 순진한 사람이다. 주택담보대출을 바탕으로 발행된 증권의 가치가 약 5,500억 달러로 추계되고 있지만 장기적으로 누가 손실을 보게 될지는 우리도 모른다. 단지 지금까지 공식적으로 보고된 손실이 2,000억 달러라는 것뿐이다. 따라서 단기적으로는 대다수의 투자자들이 특정 형태의 채권이나 특정 상대방과는 거래하기를 두려워한다. 이러한 현상으로 인해 시장에서는 유동성이 크게 위축되고 있다. 그래서 미국 연준은 유동성을 증가시키기 위해 미국 국채를 차입하기 위한 담보물의 형태를 통상 수준보다 확대 허용하는 등의 노력을 기울이고 있으며, 이러한 노력은 도움이 되고 있다. 그러나 손실의 대부분이 보고되기 전까지는 투자자들의 우려가 수그러들지 않을 것이다. 본인의 직감으로는 실제 손실규모가 사람들의 우려보다 적을 것으로 보이나, 시간이 지나봐야만 알 수 있을 것이다.