

[ 자본시장 개혁의 성과와 전망 ]  
공동심포지엄

# 금융시장 개혁의 배경과 중요성

2026. 5. 22.

한재준 (인하대학교)

---

## < 차례 >

### I. 서론

1. 문제의식: 성장의 한계
2. 금융시장의 문제점
3. 생산적 금융의 필요성

### II. 생산적 금융 정책의 과거와 현재

1. 문재인 정부, 윤석열 정부
2. 現 정부의 생산적 금융정책  
자본시장 체질개선 4대 방안  
신뢰-주주보호-혁신-시장 접근성
3. 평가

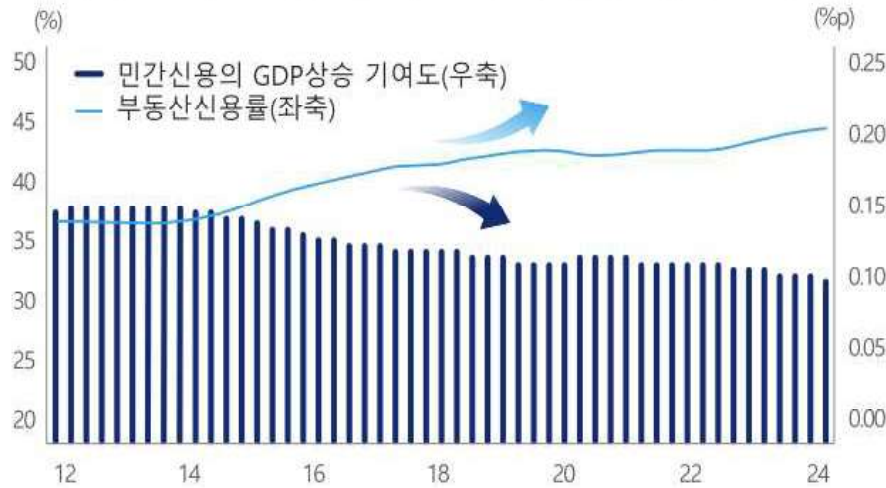
### III. 결론 및 시사점

# I. 서론

## 1. 문제의식

- 한국 경제는 고령화, 생산가능인구 감소, 생산성 둔화로 성장잠재력이 약화되고 있음.
  - 대기업-중소기업, 수도권-지방, 정규직-비정규직, 부동산 보유자-비보유자 간 격차는 자본배분의 왜곡도 초래
    - 대기업-중소기업 격차: TFP상승 제한, SME 만성 인력난
    - 수도권-지방, 수도권 성장집중, 지방 대학 및 산업 쇠퇴로 인한 비효율
    - 정규직-비정규직: 노동시장 이중구조 → 인적자본 낭비
    - 부동산 자산 양극화: 소비·투자 왜곡, 내수 둔화 및 자본이 생산적 투자보다 부동산으로 이동
  
- 금융이 부동산 담보와 가계대출에 머무르면, 저축은 소비시점 변화 역할만 수행하고, 생산적 투자로 연결되지 못하면서 성장동력은 약화됨.

부동산 대출 비중 증가 → 경제 성장 기여도 하락



자료 : 한국은행

벤처투자규모 및 GDP 대비 비중 추이

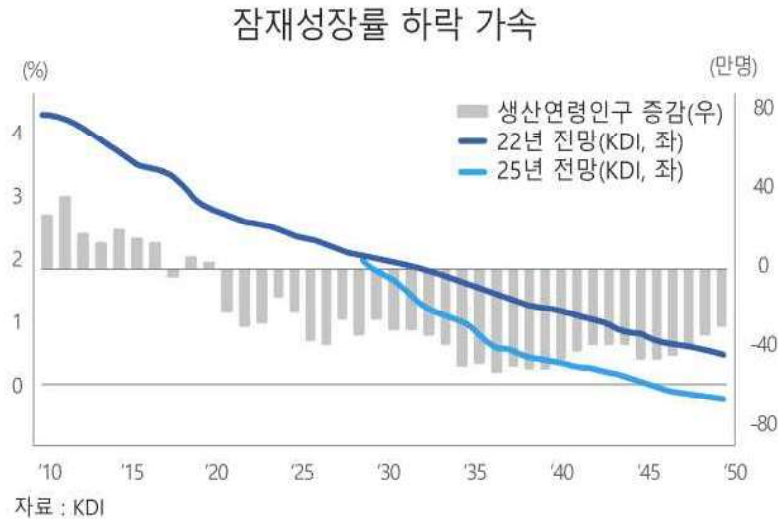


자료 : KDI

- 따라서 자본시장 개혁은 단순한 주가 부양책에 머무는 것이 아니라, 민간 저축을 혁신기업·첨단산업·장기투자로 연결하는 자본배분 개혁으로 이어져야 함.

## 2. 성장의 한계와 자본배분의 문제

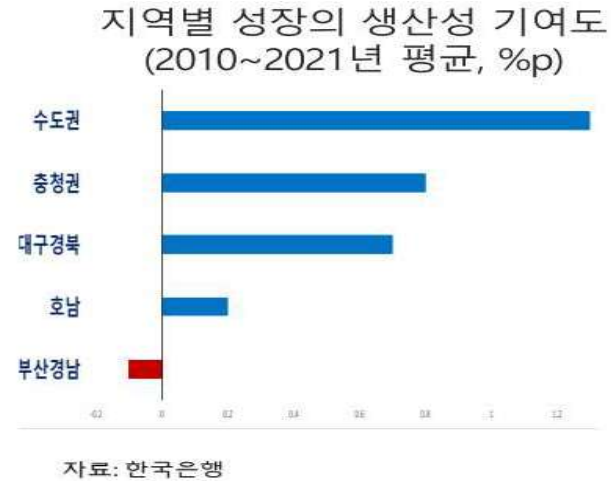
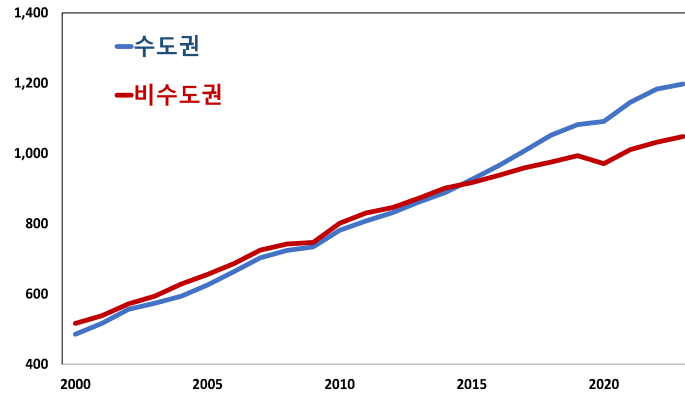
- 잠재성장률 하락은 노동투입 감소뿐 아니라 총요소생산성 정체 문제임.



4

- 중소기업의 낮은 생산성, 만성 인력난, 청년층의 대기업 선호는 산업 전반의 역동성을 저하시킴.
- 부동산 가격 상승과 자산 격차는 소비를 제약하고, 자본을 생산적 투자보다 부동산 보유로 유도

- 수도권-지방 양극화는 지방대학 및 지방산업의 약화로 이어져 성장기반을 더 약화시킴.



### 3. 한국 금융시장의 문제점

- 첫째, 은행 중심 금융은 담보·보증·부동산 대출에 익숙하고, 기업의 기술·현금흐름·사업모델에 대해 평가하는 능력을 약화시킴.
  - 소위 보수적 영업 관행
- 둘째, 모험자본 공급이 여전히 부족

- 벤처·스케일업·M&A 및 사업재편에 필요한 장기 위험자본 공급이 충분하지 않음.
- 셋째, 자본시장에 대한 불신이 큼.
  - 낮은 배당, 중복상장, 대주주 중심 의사결정, 회계·공시 신뢰 부족이 코리아 디스카운트의 배경이 되었음.
- 넷째, 금융회사 수익원이 브로커리지, 부동산 PF, 구조화상품에 치우치면서 혁신기업 자금공급 기능이 약해짐.
  - 경쟁·혁신 유인이 미비

#### 4. 현대판 경제전쟁과 생산적 금융의 필요성

- 미·중간 전략적 경쟁, 공급망 재편, AI·반도체·배터리·바이오 투자 경쟁은 국가 간 산업경쟁 정책을 확산
- 첨단산업은 대규모 설비투자, 긴 회수기간, 높은 기술위험을 요구하므로 은행 대출만으로는 충분하지 않음.

□ 민간 자금, 연기금, 보험, 증권, VC·PE가 장기 위험자본으로 연결되는 시장 메커니즘이 필요한 실정

○ 국가간 산업경쟁 시대에 대규모 투자가 필요한데, 이를 위한 재정이 충분하지 않은 상황에서 민간의 저축, 투자자금 모집이 필요



## II. 생산적 금융 정책의 과거와 현재

### 1. 생산적 금융

#### □ 생산적 금융의 정의

- 금융기관의 자금중개 기능을 회복하여 생산적 분야로 자금이 원활히 유입되도록 하는 금융을 말함.
- 결과적으로 경제가 역동성을 회복해서 지속적인 성장을 견인

#### □ 생산적 금융의 핵심

- 가계대출·부동산담보 중심 금융에서 미래성장성·자본시장·위험공유 중심 금융으로 이동하는 것

#### □ 생산적 금융의 3대 축 (주요과제)

- ① 신규 진입과 경쟁 촉진(entry and comp.)
- ② 혁신기업 자금지원 제도 개선(innovation)
- ③ 기존 금융사의 변화 유도(유인 및 규제체계 개편)(incentivizing the incumbent)

- 
- 한편 최종 종착지는 은행업 뿐만이 아니라 신뢰받는 자본시장의 구축

## 2. 정부별 정책 정리

### 가. 문재인 정부: 생산적 금융·혁신금융의 제도화

- 文정부는 “생산적 금융”과 “혁신금융”을 전면에 내세우며 금융의 패러다임 전환을 시도
- 2018년 금융업 진입규제 개편을 통해 「금융산업 경쟁도평가위원회」를 설치하고, 은행·보험·금융투자업 전반의 진입장벽 완화를 추진
  - 인터넷전문은행 추가인가: 기존의 K뱅크·카카오뱅크 이후 토스뱅크가 제3호 인터넷전문은행으로 인가됨.
- 혁신모험펀드, 성장지원펀드, 코스닥·코넥스 활성화, 동산담보·IP금융·기술금융, 금융규제 샌드박스를 정책 수단으로 출시

- 평가: 방향 전환은 선명했지만, 정책금융과 펀드 조성 중심의 접근이 강했고 민간 금융회사의 위험평가 역량을 바꾸는 데는 한계가 있었음.

## 나. 윤석열 정부: 경쟁 촉진과 자본시장 선진화

- 尹정부는 은행권 경쟁 촉진, 디지털 금융, 자본시장 선진화, 기업 밸류업을 주요 축으로 삼았음.
- 은행권 경영·영업관행 개선 논의 속에서 시중은행(IM뱅크)·지방은행 신규인가와 제4인터넷은행 인가를 추진
- 금융 소비자 편익과 경쟁 압력을 높이기 위해, 예대금리차 공시, 보험 비교·추천 플랫폼, 핀테크 규제 완화, 마이데이터 고도화 등을 추진
- 자본시장에서는 외국인 투자자 등록제 폐지, 영문공시 확대, 배당절차 개선, 대체거래소(ATS) 출범, 공모도·불공정거래 제도개선이 추진되었음.

□ 기업 밸류업 프로그램(대표적 정책)

- 尹정부 핵심 자본시장 정책으로, 기업가치 제고계획 공시, 코리아 밸류업 지수, 주주환원 확대 유인을 추진

□ 평가: 시장 접근성과 주주환원 필요성에 대한 의제를 제시하였으나, 실제 산업자금 전환에서는 한계가 노정

다. 3개 정부의 생산적 금융과제 비교

구분	문재인 정부 (2017-2022)	윤석열 정부 (2022-2025)	이재명 정부 (2025-)
정책 프레임	생산적 금융·혁신금융 가계금융/부동산담보 →미래성장성/자본시장	금융권경쟁촉진· 디지털금융·자본시장 선진화 코리아 디스카운트 해소	생산적 금융 대전환 부동산·수도권·대출 중심 → 기업·지역·투자 중심

구분	문재인 정부 (2017-2022)	윤석열 정부 (2022-2025)	이재명 정부 (2025-)
신규 진입.경쟁	금융산업 경쟁도평가위원회, 토스뱅크 인가 소액단기보험.온라인보험 금투업 인가단위 세분화	은행권 신규인가.제4인행 추진 보험 비교.추천 플랫폼 핀테크.디지털금융 규제 완화 ATS 출범	지방우대금융. 업권별 생산적 금융 역량 평가, 시장 인프라 경쟁 및 접근성 개선 지속 국민성장펀드 150조원
혁신자금. 모험자본	혁신모험펀드.성장지원펀드 코스닥.코넥스 활성화 동산/IP/기술금융 금융규제 샌드박스	초격차 스타트업 1000+ BDC·STO 법제화 추진 민간 벤처투자 활성화 PF 리스크 관리	BDC 시행 코스닥 신뢰+혁신 제고(多産多 死), <b>모험자본 중개플랫폼</b> ·비상장주식 인프라
자본시장 개혁	<b>코스닥 활성화</b> 와 성장사다리 구축 중심	<b>기업 밸류업 프로그램</b> 외국인 등록제 폐지 영문공시.배당절차 개선 공매도.불공정거래 제도개선	<b>자본시장 체질개선 4대 축</b> <b>신뢰·주주보호·혁신·시장접근성</b> 고배당 분리과세와 밸류업 공시 연계

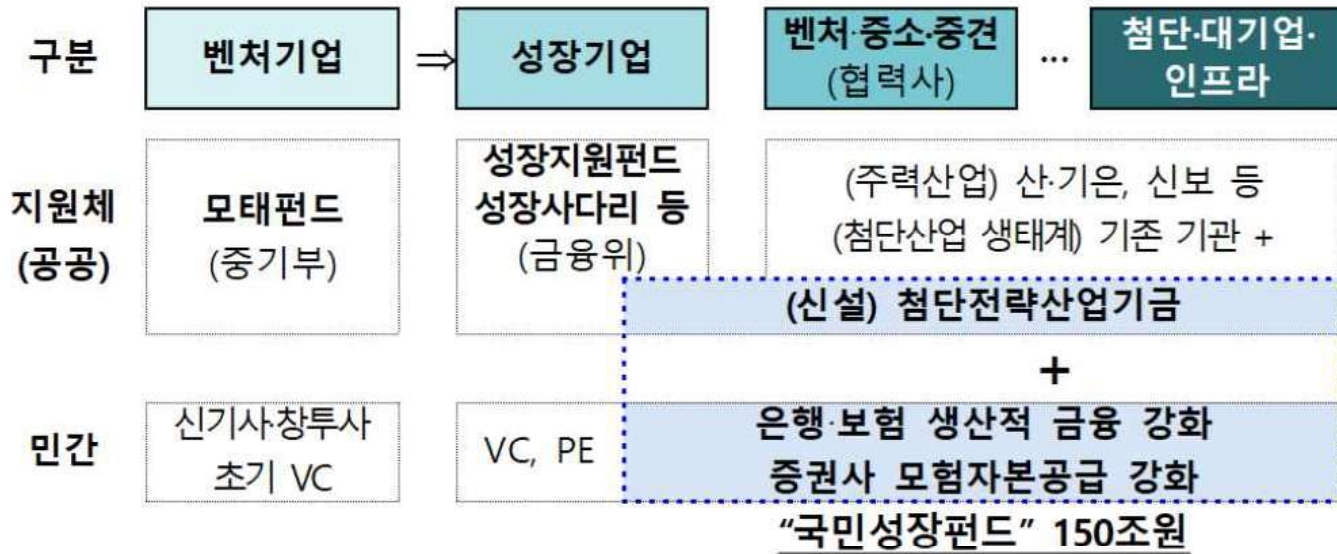
## 라. 이재명 정부의 생산적 금융

- 생산적 금융대전환과 국민성장 펀드
- 자본시장 체질개선 방안: 4대 축

## (1) 생산적 금융 대전환과 국민성장 펀드

- 금융시스템을 “부동산·수도권·대출 중심”에서 “기업·지역·투자 중심”으로 전환하는 생산적 금융 대전환을 제시
  
- 핵심 수단은 국민성장펀드
  - 첨단전략산업기금과 민간·국민·금융권 자금을 결합하여 AI, 반도체, 바이오, 2차전지, 로봇, 방산 등 전략산업 밸류체인에 장기 자금을 공급하는 구조
  - 정책금융은 후순위·위험분담·마중물 역할을 하고, 민간 금융권은 실제 심사와 운용 역량을 통해 손실과 성과를 함께 부담

【생산적금융을 위한 기업성장단계 內 국민성장펀드의 위상】



자료 : 금융위원회

- 이 정책이 성공하려면 “150조원 조성” 뿐만 아니라,
  - 어떤 기업, 어떤 산업에 투자, 누가 어떤 위험을 부담했는지를 배분·평가할 수 있는 역량 구비가 매우 중요

## (2) 자본시장 체질 개선 4대 방안

- 자본시장 개혁은 「신뢰, 주주보호, 혁신, 시장접근성」 네 축으로 정리

- ①신뢰: 주가조작, 불공정거래, 분식회계에 대한 적발·제재를 강화하고 부실기업의 시장퇴출을 신속화함.
- ②주주보호: 중복상장, 낮은 주가 방치, 불공정한 M&A 가격 산정, 자기주식 남용 등 일반주주 침해 요인을 축소
- ③혁신: 코넥스·코스닥·비상장시장·BDC·STO·M&A를 연결해 혁신기업의 단계별 성장사다리를 조성
- ④시장접근성: 국내 장기투자 상품, 세제지원, 외국인 접근성, 영문공시, 거래 인프라 개선을 통해 국내외 자금을 유입 촉진

### 3. 자본시장 체질개선 방안 고찰(현재 추진중)

#### 가. 신뢰회복: 자본시장의 기본 인프라

- 개혁의 출발점은 "믿고 투자할 수 있는 시장" 조성
- 주가조작, 미공개정보 이용, 시세조종, 분식회계가 반복되면 투자자는 장기 투자자가 아니라 단기 투기자가 됨.

- 부실·저성과 기업의 퇴출이 지연되면 시장 전체의 신뢰가 훼손되고, 우량 혁신기업의 자본조달 비용도 높아짐.
- 따라서 상장폐지 기준의 예측가능성, 회계감리의 전문성, 신용평가·감사·애널리스트 등 게이트키퍼의 평판관리가 중요(평판 인프라)

## 나. 주주보호와 밸류업: K-디스카운트 해소의 핵심

- 그간 우리 증시의 낮은 밸류에이션은 경기 요인과 더불어 주주보호와 지배 구조 문제와도 관련됨.
- 낮은 배당, 자기주식의 불투명한 활용, 물적분할 후 중복상장, 다יר루션(Dilution), 대주주 중심 의사결정은 일반 주주의 신뢰를 떨어뜨렸음.(주주보호를 위한 상법 개정의 효과 발생)
- 밸류업(Value-up) 정책은 기업가치 제고계획 공시, 자본효율성 개선, 배당·자사주 등 주주환원 확대를 통해 기업과 투자자의 소통을 강화하는 정책이어야 함.

- 다만 밸류업의 궁극적 목표는 일회적 주가 상승이 아니라, 기업이 자본비용을 낮추고 장기 투자자금을 조달할 수 있는 시장규율 구성에 두어야 함.

## 다. 혁신기업 자금공급: 회수시장 활성화 필요성

- 벤처·혁신기업에 필요한 자금은 담보대출이 아니라 지분투자, 메자닌, 벤처대출, M&A 금융, 장기 크레딧 제공
  - 코넥스는 초기기업의 인큐베이팅 시장, 코스닥은 성장기업의 자금조달 시장, IPO와 M&A는 투자자금 회수시장으로 기능해야 함.
- BDC는 일반 투자자도 제도권 내에서 성장기업에 대한 투자성과를 공유할 수 있도록 하는 장치지만, 공정가치 평가와 투자자 보호가 전제되어야 함.
- 또, 회수시장이 약하면 민간 벤처자금은 재투자되지 못하고, 정책펀드는 계속 새 이름으로 반복될 수밖에 없음(지금까지의 딜레마)

## 라. 시장접근성: 국내외 장기자금 유입의 조건

- 국내 투자자의 해외시장 이동(서학개미)하는 이유 중 하나가 국내시장의 낮은 수익률, 낮은 주주환원, 제한된 상품 선택권 때문임.
  - 더불어 국내 장기투자를 유도하려면 세제혜택 상품, ISA 확대, 배당소득 과세특례, 장기투자형 ETF·펀드 등과 함께 투자자 보호 장치도 갖춰져야 함.
- 외국인 투자자에게는 공시 언어, 외환시장 접근성, 배당제도 등 시장 인프라가 중요
- 시장접근성 개선은 단순한 규제완화가 아니라, 자본시장의 유동성·가격발견·자본조달 기능을 높이는 것이 기반이 되어야 함.

## 마. 2단계 자본시장 체질 개선 방안

- 금융위 26.3월 보도자료

4대 정책방향을 **일관되게**, 그리고 **더욱 강력하게** 추진

신뢰

주주보호

혁신

시장접근성

신뢰	<p>“주가조작·분식회계 = 패가망신”, “부실기업 = 퇴출” 원칙 착근</p>
	<ul style="list-style-type: none"> <li>① 주가조작 적발역량 및 처벌 강화</li> <li>② 회계부정 엄단 등 회계투명성 강화</li> <li>③ 자본시장 평가인프라 기관의 객관성·공정성 제고</li> <li>④ 부실·저성과 기업 신속퇴출             <ul style="list-style-type: none"> <li>1) 엄격·신속한 상장폐지, 2) M&amp;A 활성화를 통한 퇴출유도</li> </ul> </li> </ul>
주주 보호	<p>주주 중심 기업문화 정착을 위한 주주권익 확립 및 투자자 감시 강화</p>
	<ul style="list-style-type: none"> <li>① 중복상장 원칙금지</li> <li>② 낮은주가 방치 등 기업가치 훼손 방지             <ul style="list-style-type: none"> <li>1) M&amp;A시 공정가액 산정, 2) 저PBR 기업 가치제고, 3) 보유자산 재평가</li> </ul> </li> <li>③ 스톱워드십코드 내실화로 기관투자자 감시기능 강화</li> </ul>
혁신	<p>혁신기업의 단계별 성장사다리 조성을 위한 시장개편 추진</p>
	<ul style="list-style-type: none"> <li>① 코넥스 시장의 인큐베이팅 기능 활성화</li> <li>② 코스닥 시장의 경쟁력 및 역동성 제고             <ul style="list-style-type: none"> <li>1) 맞춤형 기술특례상장 확대</li> <li>2) 모험자본 생태계(회수시장) 개선을 통한 상장 전 기업성숙 지원</li> <li>3) 코스닥 세그먼트 분리로 역동성과 경쟁력 제고</li> </ul> </li> <li>③ 국민성장펀드 및 대형IB 모험자본 공급 본격 가동</li> </ul>
시장 접근성	<p>자금이 장기·안정적으로 투자되도록 투자환경 개선</p>
	<ul style="list-style-type: none"> <li>① 세제지원 신상품 조속 출시 등 국내 장기투자 기반 마련</li> <li>② 외환·증권시장 시스템 선진화를 통한 외국인 투자촉진</li> <li>③ 토큰증권을 통한 디지털 자본시장 확대</li> </ul>

## 바. 그간의 성과와 한계

### □ 성과

- 인터넷전문은행, 마이데이터, 보험 플랫폼, ATS 등은 경쟁과 소비자 편익을 제고
  - 중·저신용자 신용대출 잔액 증가 및 대안신용평가모형도 일부 작동(20년말 2.0조 원→23년말 9.6조원으로 확대)
- 혁신모험펀드, 성장지원펀드, 코스닥·코넥스 활성화 노력, 밸류업은 혁신기업 자금 공급과 주주환원 논의를 제도권으로 불러옴.

### □ 한계

- 실제 금융회사의 수익구조는 여전히 부동산 PF, 담보대출, 브로커리지, 구조화상품에 의존하는 상황
- 특히 보험업 경쟁 촉진 정책의 상품 다양화 효과는 제한적이었음.
  - 대형 생보·손보, GA 판매망, 실손·자동차보험 중심 구조가 강해서, 시장의 큰 변화 촉진이나, 혁신 리스크 인수 기능 확대에는 한계
- 정책명이 바뀌고, “규제완화, 신규인가, 펀드조성, 신상품 도입” 정책의 cycle은 반복되었지만, 실제 산업자금 흐름 전환은 제한적이었음.
  - “생산적 금융”→“혁신금융”→“모험자본”→“기업 밸류업”→“자본시장 체질개선”

### III. 결론 및 시사점

#### 1. 향후 과제: 금융기관별 역할 재정립

- 생산적 금융을 위해서는 금융기관별 역할 차별화, 기능을 명확히 구분할 필요
  - 高리스크 산업 투자독려 시, 정책금융기관이 보증 제공, 후순위 or 매칭투자가 불가피하지만, 민간금융기관의 심사능력 고양, 민간 운용사의 운영능력(손실 부담) 제고도 유도해 나가야 함
    - 한국 금융산업은 아직까지도 담보·보증·부동산 친화적임.
    - 은행은 담보대출이 용이하고, 정책금융기관이 보증을 통해 리스크를 흡수해주면, 민간금융사가, 기업의 기술·현금흐름·사업모델 평가 능력 고양 유인이 약해짐.
  
- 은행
  - 부동산담보 중심 대출에서 현금흐름 기반 기업금융, 기술금융, 지역기업 금융으로 이동해야 함.

## □ 증권사

- 브로커리지·PF 중심에서 기업성장, 회사채 인수, M&A, IPO, 사모·공모 모험자본 중개로 이동해야 함.

## □ 보험사·연기금

- 장기부채 구조에 맞는 인프라, 장기 크레딧, 성장기업 펀드 투자자로 기능해야 함.

## □ 자금흐름 중개과 리스크 선별 관리 강화 필요

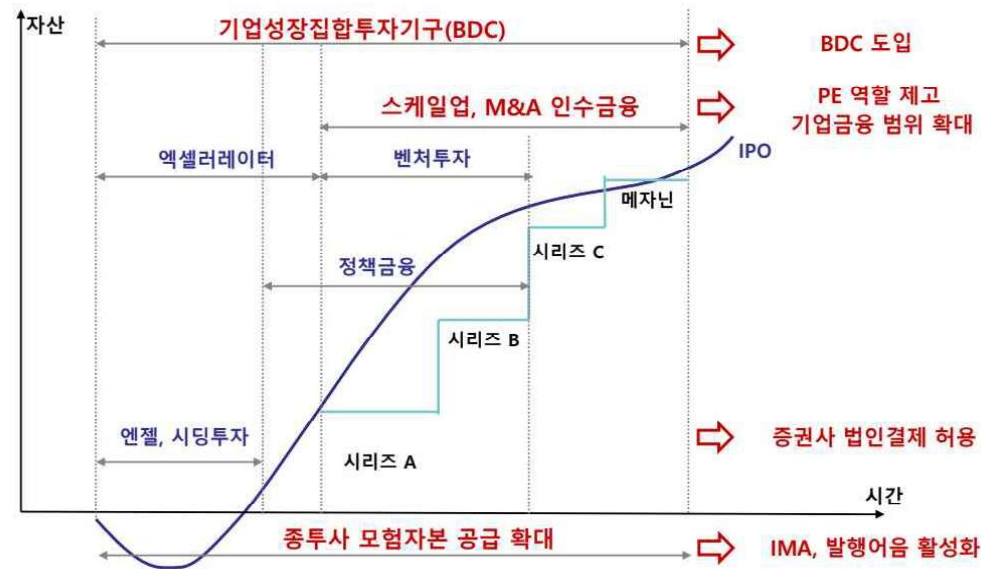
- 자금중개의 만기불일치, 대출시 리스크 선별 기능, 신용위험 대비와 위험 분산 강화

## □ 정부의 KPI 변경도 필요

- 「인가 확대」와 「제도 도입」의 틀에서 벗어날 필요
  - 인터넷은행 추가 인가, 소액보험사 허용, BDC나 STO 도입만으로 생산적 금융이 되지는 않음.
  - 「신규인가 0개, 0조원 펀드 조성」보다는, 실제 자금이 어느 산업·기업으로 공급되었는지, 회수·재투자까지 이어졌는지를 점검해야 함.

- 現 「자본시장 체질 개선 정책」의 방향은 타당하지만, 이것도 집행이 약하면 또 하나의 “종합대책”에 그칠 우려

□ 외국 제도 모방의 한계 극복도 중요 사안(생태계 조성)



- BDC, 벤처대출, 사모신용은 미국식의 연기금·보험사·대학기금·고액자산가 자금, 깊은 M&A 시장, 파산·회생 시장, 전문 운용사 생태계가 함께 있어야 작동할 수 있음.

- 회수시장, 구조조정시장, 기관투자자의 위험감수 문화가 약하므로 제도만 들어오면 “모험자본”이 아니라 세제혜택이 붙은 또 다른 금융상품으로 전락할 우려도 있음.

---

○ 미국의 BDC 성공 이유

- 「GFC 이후 은행 규제 강화→신기술산업에 대한 자금 공급 공백」 발생
- 금리 높음/투자자 다양/크레딧 시장 발달  
⇒BDC 자연 성장

○ 한국\_미국과의 차별점

- 정책금융기관 역할이 큼
- 금리 낮음/투자자 기반이 제한적/ 구조화 금융 미성숙  
⇒BDC “필요성 자체가 적음”

## 2. 향후 과제: 투자자 보호와 시장문지기 강화

- 비상장기업, BDC, STO, 벤처대출 상품은 성장성이 있는 반면에, 유동성 착시와 가치평가 부실 위험이 높음.
- 따라서 개인투자자에게 판매하기 전에 공정가치 평가, 정보공시, 환매제한, 손실위험 설명, 이해상충 관리가 강화되어야 함.

## □ (역량)자본시장 게이트키퍼 역량 강화 필요

### ○ 금융인프라 구비가 중요(회계, 감리, 기업신용평가 등)

- 회계법인, 신용평가사, 애널리스트, 거래소, 예탁결제원, 감독당국은 자본시장의 문지기.

### ○ 정보의 신뢰성 강화

- 시장문지기의 신뢰가 약하면 아무리 많은 펀드와 상품을 만들어도 장기자금은 유입되지 않을 것임.

### ○ 시장의 예측가능성 향상 필요

## □ (제재)자본시장 질서 문란(사고발생)시 엄중 책임추궁 필요

### ○ 불공정 행위 제재 실효성 강화: 집단소송 유사제도 도입 고려 등

### ○ 자본시장 조사단 기능 강화

- 現 정부가 추진중인 상장폐지 강화, 주주보호, 회계투명성 강화는 그래서 생산적 금융의 전제조건에 가까움.

### ○ 주주환원율이란 지표 도입도 평판 관리 유인책(事前)으로 고려할 만한 대안

- 배당과 자사주 소각 등 주주 환원에 긍정적인 요인과 다일루션(CB, BW 발행 등) 등 부정적 요인을 감안한 지표 개발

### 3. 소결

- 경제성장을 제고를 위한 자본시장 개혁의 최종목표는 단기적 주가지수 상승에 그쳐서는 안 될 것임.
  - 이보다는 신뢰할 수 있는 시장규칙, 주주가치 중심 경영, 혁신기업의 성장자금 조달, 회수와 재투자의 선순환을 만드는 것이어야 함.
  - 現 자본시장 체질 개선 4대 과제가 선순환 구축을 위한 것임.
    - 신뢰-주주보호-혁신-시장접근성
  
- 향후 관건은 “얼마의 자금을 조성”했느냐만이 아니라, “누가 손실을 부담하며, 어떤 산업과 기업에, 어떤 방식으로, 얼마나 오래동안 자금을 공급했는가”에 두어야 함.

---

감사합니다.

