

OPINION

선임연구위원
백인석

포스트 LIBOR 시대의 글로벌 지표금리 체제와 국내 시사점*

LIBOR 산출 중단으로 주요국의 지표금리 개혁이 완료되고 포스트 LIBOR 시대가 시작되었다. 주요국은 각자의 상황에 따라 기존 지표금리인 IBOR(Inter-Bank Offered Rates)와 새로운 지표금리인 RFR(Risk-Free Reference Rates)을 병행하거나, IBOR 산출을 중단하고 RFR만을 지표금리로 사용하고 있다. 금융안정위원회(FSB)와 글로벌 규제당국이 추진해 온 지표금리 개혁의 가장 중요한 원칙은 RFR을 이자율 파생거래의 준거금리로 적용하는 데 있다. 이에 따라 글로벌 금융시장에서 RFR이 파생거래의 핵심 준거금리로 정착하였다.

국내에서도 CD 금리의 산출 방법을 개선하고 RFR로 KOFR(Korea Overnight Financing Repo rate)를 산출 중이며, 민관이 협력하여 지표금리 체제를 KOFR 중심으로 전환하기 위한 노력을 본격적으로 시작했다. CD 금리는 산출 방법의 변화로 신뢰도가 향상되었지만, 기초거래 부진이라는 구조적 한계가 지속되고 있다. 따라서 국내에서도 글로벌 흐름에 맞춰 이자율 파생거래의 핵심 준거금리를 CD 금리에서 KOFR로 변경하는 것이 바람직하다. 이를 위해 KOFR 파생거래가 활성화될 수 있는 제도적 환경을 조성할 필요가 있다. KOFR는 앞으로 국내 금융시장에서 중요한 역할을 담당하게 될 것이다. 그런 만큼, 금리 안정성을 개선하기 위한 노력이 뒷받침되어야 한다.

2023년 6월, 미 달러 LIBOR 산출이 중단되면서 1980년대부터 글로벌 금융시장을 지배해 온 LIBOR가 역사 속으로 퇴장하였다. 지표금리는 다양한 금융거래의 준거금리로 사용되어 금융시장의 작동에 중추적인 역할을 담당하며, 금융안정 및 금융소비자 보호에 중대한 영향을 미친다. LIBOR 산출 중단으로 2013년경부터 추진되어 온 주요국의 지표금리 개혁이 마무리되고 포스트 LIBOR 시대가 시작되었다. 국내에서도 기존 지표금리인 CD 금리의 산출 방법을 개선하고, 무위험 지표금리인 KOFR(Korea Overnight Financing Repo rate) 사용을 위한 노력이 본격화되고 있다. 본고는 포스트 LIBOR 시대의 글로벌 지표금리 체제를 조망하고 국내 지표금리 개혁을 위한 시사점을 모색한다.¹⁾

포스트 LIBOR 시대의 글로벌 지표금리 체제

LIBOR는 대형은행의 무담보 자금조달 비용을 대변하는데, 1960년대 말에 은행들의 신디케이트 대출과 변동금리부채권의 준거금리로 사용하기 위해 도입되었다. 이후 1980년대 중반부터 이자율 스왑

* 본고의 견해와 주장은 필자 개인의 것이며, 자본시장연구원의 공식적인 견해가 아님을 밝힙니다.

1) 본고 작성에 유익한 조언을 해주신 하나은행 김진동 박사께 감사드립니다.

거래의 준거금리로 채택되면서 파생시장의 성장과 함께 LIBOR 활용이 전체 금융시장으로 확산되었다. 1990년대에 EURIBOR와 TIBOR 등의 금리가 도입되며 IBOR(Inter-Bank Offered Rates) 체제가 형성되었는데, IBOR 지표금리는 이자율 파생을 중심으로 다양한 금융거래의 준거금리로 사용되며 글로벌 금융시장에서 중추적인 역할을 담당해 왔다. 그러나 잘 알려진 바와 같이, 2012년에 광범위한 금리 조작이 밝혀지면서 금융안정위원회(FSB) 총괄로 주요국의 지표금리 개혁이 추진되었다.²⁾

지표금리 개혁은 지표금리의 산출과 금융거래에 대한 지표금리의 적용으로 나누어 살펴볼 수 있다. 첫째, 지표금리 산출은 지표금리가 대변하고자 하는 경제적 실질(예: IBOR는 은행의 무담보 자금조달 비용)을 측정하는 과정이다. IBOR 조작으로 지표금리의 신뢰도가 훼손됨에 따라 글로벌 규제당국은 지표금리에 대한 국제표준을 마련하고,³⁾ 금리의 산출과 관리에 대한 공적 규율을 강화하였다. 지표 조작이 가능했던 이유가 실거래에 기반하지 않은 금리 산출에 있었던 만큼, IBOR 산출 방법을 개선하여 전문가 판단에 대한 의존도를 낮추고 최대한 실거래에 기반할 수 있도록 하였다.

아울러 2008년 글로벌 금융위기로 금융기관의 담보부 자금조달이 증가하고 파생거래에 대한 담보 사용 및 중앙청산이 의무화되어 무위험 지표금리의 필요성이 증가함에 따라, 주요국은 금융기관의 무위험 자금조달 비용을 측정하기 위한 무위험 지표금리(*near Risk-Free Reference Rates: RFR*)를 개발하였다. RFR은 국가(통화)별로 단기자금시장에서 실거래가 가장 많은 익일물 Repo 금리 또는 무담보 금리로 선정되었다. RFR과 IBOR는 다양한 측면에서 차이가 있는데, 핵심적으로 IBOR가 은행의 신용위험을 포함하는 반면, RFR은 금융거래 중 무위험 금리에 가장 가까운 특성을 가진다. 이상을 통해 기존 IBOR 체제가 IBOR+(산출 방법이 개선된 IBOR)와 RFR 복수지표 체제로 변경되었다.

둘째, 지표금리의 사용은 금융거래의 손익(*payoff*)을 결정하는 준거금리로 지표금리를 선택하여 적용하는 과정을 의미한다. 금융거래에 대한 지표금리의 적정성은 지표금리가 해당 금융거래의 사용 목적에 부합하는지를 기준으로 판단할 수 있다. 금융기관이 금융거래를 수행하는 목적은 특정 위험을 관리하는 데 있으므로, 금융거래에 대한 지표금리의 적합도는 지표금리가 측정하는 위험이 금융거래를 통해 관리하고자 하는 위험과 얼마나 일치하는지에 따라 달라진다. 이런 관점에서 보면 은행이 대출을 통해 무담보 자금조달 비용 위험을 차입자와 공유하고자 할 때의 대출 준거금리로는 IBOR가 적합하다.

과거 IBOR 체제에서는 지표금리의 특성 및 금융거래와의 적합성을 고려하지 않고 일률적으로 IBOR를 적용하였다. 하지만 FSB는 금융거래별로 RFR과 IBOR 중 적합한 금리를 적용하도록 권고하였다. 대출 및 채권 등 현물거래에 대해서는 기존과 같이 IBOR를 적용할 수 있게 하였으나, 이자율 파생거래는 다음과 같은 이유에서 IBOR 대신 RFR을 표준 준거금리(*standard reference rate*)로 적용하도록 하였다.

2) Financial Stability Board (FSB), 2014, *Reforming major interest rate benchmarks*.

3) International Organization of Securities Commissions (IOSCO), 2013, *Principles for financial benchmarks*.

첫째, 이자율 파생거래는 IBOR 연계 금융거래 중 비중이 절대적으로 크고 대규모이기 때문에 다른 금융거래보다 조작의 유인이 높다. 따라서 풍부한 실거래로부터 산출되어 원천적으로 조작이 어렵고 강건성이 높은 RFR을 이자율 파생거래의 준거금리로 적용함으로써 금융안정과 금융소비자 보호를 도모할 수 있다. 둘째, 이자율 파생거래의 주요 목적이 시장금리(무위험 금리, marketwide interest rates) 변동 위험의 관리에 있으므로 준거금리로 은행의 신용위험을 반영하는 IBOR보다 RFR이 더 적합하다. 2008년 글로벌 금융위기 이전에는 대형은행의 신용위험이 매우 낮은 것으로 인식되어 IBOR가 사실상 무위험 금리로 평가되었기 때문에 IBOR를 준거금리로 사용하는 이자율 파생거래를 통해 시장금리 위험의 관리가 가능했다. 하지만 금융위기로 은행의 신용위험이 부각되면서 IBOR와 무위험 금리 간에 격차가 크게 확대되었고, 이에 따라 금리 위험관리 측면에서 이자율 파생거래의 준거금리로서 IBOR의 적합성이 크게 낮아졌다.

이자율 파생거래의 준거금리를 IBOR에서 RFR 중심으로 변경하는 방향은 지난 10년간 추진되어 온 글로벌 지표금리 개혁의 가장 중요한 원칙이자 목표이다. 아울러, 동 원칙은 글로벌 규제당국과 함께 지표금리 개혁에 참여한 금융기관들의 공통된 의견이었다. 다만, FSB는 대출 및 채권 등의 현물거래에 IBOR를 적용하여 위험관리가 필요한 경우에는 IBOR를 파생거래의 준거금리로 사용하도록 하였다.

주요국은 복수지표 원칙에 따라 IBOR 산출 방법을 개선하였으며, RFR을 파생거래의 준거금리로 적용하기 위한 노력을 진행해 왔다. 이런 가운데 LIBOR 산출 중단이 확정됨에 따라 LIBOR만을 지표금리로 사용해 오던 미국, 영국, 스위스는 LIBOR와 연계된 모든 금융거래에 RFR을 적용하는 방향으로 지표금리 개혁이 변경되었다. 이처럼 IBOR 산출이 중단되어 RFR만을 지표금리로 사용하는 지표금리 체제를 RFR 체제라 한다. 반면, 자국 내 IBOR를 사용하던 유로지역과 일본은 RFR과 IBOR+를 병행하여 사용하는 복수지표 체제가 자리 잡았다. 여타 국가들도 각국의 상황에 따라 RFR 체제 또는 복수지표 체제를 선택하였다. 아래에서는 주요 금융거래별 RFR 및 IBOR+ 적용 현황을 살펴본다.

글로벌 지표금리 개혁의 주요 목적이 파생거래에 대한 RFR 적용에 있는 만큼, 이자율 파생시장에서 RFR의 역할이 크게 확대되고 있다. FSB는 복수지표를 선택한 국가에도 파생시장에 대해서는 RFR 적용 확대를 권고하였다.⁴⁾ 미국, 영국, 스위스는 LIBOR 산출이 중단되었으므로 RFR이 파생거래의 표준 준거금리로 정착했다. <표 1>은 글로벌 이자율 파생거래 중 RFR을 준거금리로 적용하는 거래의 비중을 보여준다. 영국과 스위스는 모든 이자율 파생거래의 준거금리가 RFR로 변경되었으며, 미국도 RFR 파생거래의 비중이 70%를 상회하고 있다. 미국의 비중이 영국이나 스위스보다 낮은 이유는 미국에서는 RFR 파생거래와 함께 연방기금금리를 준거로 하는 파생거래가 공존하기 때문이다.

4) Financial Stability Board (FSB), 2022, *Progress report on LIBOR and other benchmark transition issues*.

〈표 1〉 주요 통화별 이자율 파생거래 중 RFR 연계 거래 비중

(단위: %)

준거금리	미 달러화	파운드화	스위스 프랑화	유로화	엔화	호주 달러화
2022년 4분기	59.9	99.8	100	20.2	96.3	34.0
2023년 4분기	72.3	99.8	100	30.7	99.0	34.7

주 : 2023년 4분기 장내외 청산 이자율 파생거래 기준
자료: ISDA

다음으로 IBOR+와 RFR 복수지표 체제를 운영 중인 국가들도 RFR 파생거래의 비중이 유의미하게 증가하고 있다. 특히 일본은 대부분의 이자율 파생거래가 RFR을 준거금리로 사용하고 있다. 유로지역과 호주의 경우, 과거에는 IBOR 연계 거래가 절대다수를 차지하였으나, RFR 도입으로 RFR과 IBOR+가 파생시장의 중요 준거금리로 공존하고 있다. 양 지역에서는 IBOR+가 대출과 채권에 널리 사용되고 있어, 헤지 수요로 IBOR+ 파생거래가 지속되고 있다. 일본에서도 IBOR+가 대출 및 채권의 준거금리로 활용되고 있으며, 동 거래에 대한 위험관리를 위해 일부 IBOR+ 파생거래가 활용되는 것으로 파악된다.

변동금리부채권(FRN)의 경우, 미국, 영국, 스위스는 대략 2020년을 전후한 시점부터 RFR이 시장의 표준 준거금리로 정착하였다. 〈표 2〉에서 IBOR+를 유지하는 유로지역, 일본, 호주 등에서는 IBOR+가 FRN의 핵심 준거금리로 유지되고 있다. 다만, 유로지역과 일본에서는 RFR이 FRN 시장에서 준거금리로 활용되기 시작한 것으로 평가된다.

〈표 2〉 주요 통화 변동금리부채권(FRN)의 준거금리 비중 (발행금액 기준)

(단위: %)

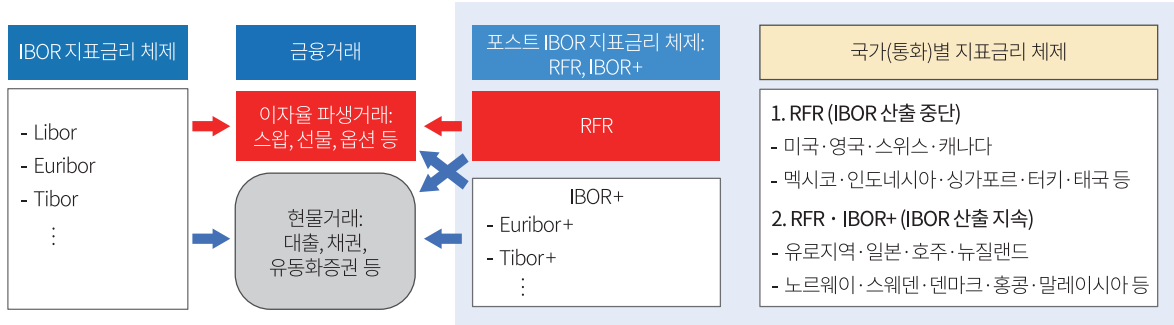
준거금리	미 달러화	파운드화	스위스 프랑화	유로화	엔화	호주달러화
RFR	96.2	100	83.7	14.0	16.4	0.6
IBOR+				85.4	61.5	99.4
기타	3.8		16.3	0.6	22.1	

주 : Bloomberg에서 확인할 수 있는 2023년 4분기 통화별 FRN 발행 자료에 기초
자료: Bloomberg

대출의 경우, 준거금리 선택에 있어 국가별 제도와 역사적 특수성이 중요 요인으로 작용한다. 이에 따라 대출에 대한 RFR 적용은 국가별로 차이가 존재하는 가운데, 미국, 영국, 스위스 등에서는 RFR이 성공적으로 정착 중인 것으로 평가된다. 다만, 동 국가들의 RFR 연계 대출은 기존 LIBOR 연계 대출의 준거금리 전환이라는 점에 유의할 필요가 있다. 해당 국가들에서는 RFR과 함께 중앙은행 기준금리 등 여타 준거금리에 기초한 대출도 활성화되어 있다. 유로지역과 일본에서는 여전히 IBOR+가 대출의 핵심 준거금리로 사용 중인 것으로 파악된다.

지금까지 살펴본 글로벌 지표금리 체제 변화는 <그림 1>과 같이 정리할 수 있다.

<그림 1> 지표금리 개혁 전후의 글로벌 지표금리 체제 비교



자료: 자본시장연구원

국내 지표금리 개혁 방향에 대한 시사점

국내에서도 「금융거래지표의 관리에 관한 법률」(이하 지표법)을 제정하여 지표금리의 산출 및 공시에 대한 규율을 강화하였다. 동시에 IBOR에 해당하는 CD 금리의 산출 방법을 개선하여 CD+를 도입하였고, 익일물 Repo 금리인 KOFR를 RFR로 선정하였다. CD 금리와 KOFR는 지표법상 중요지표로 지정되어 관리되고 있으며, 각각 금융투자협회와 한국예탁결제원이 산출을 담당하고 있다. 2023년에는 국내 지표금리 체제를 KOFR 중심으로 전환하기 위해 민관합동으로 「지표금리 및 단기금융시장 협의회」(이하 협의회)가 출범하였으며, 2024년부터 KOFR 적용을 위한 노력이 본격화되었다.⁵⁾

구체적인 지표금리 개혁 방향은 협의회가 결정하겠으나, 일부 이슈에 대해 살펴보려고 한다. 우선 현재 활용도가 높은 CD 금리의 특성을 살펴본다. 금융감독원 등의 집계를 참고할 때, 국내에서 CD 금리를 준거금리로 사용하는 금융거래 규모는 대략 7,400조원(2023년 3분기 잔액 기준)이며, 이중 약 7,000조원 정도는 이자율 파생거래로 추정된다. 국내 CD 금리는 해외 금융기관 간 원화 이자율 스왑 거래의 준거금리로도 활용되며, 대표적인 청산기관인 LCH가 청산하는 국내 CD 연계 이자율 스왑거래 규모가 5,200조원(2024년 6월 15일 잔액)에 달한다.

CD 산출을 담당하는 금융투자협회는 주요국 IBOR+와 같이 금리의 신뢰도와 강건성을 제고하기 위해 산출 방법을 개선하였으며, 2023년 10월부터 개선된 방법으로 CD+를 산출하고 있다. 또한 지표법을 통해 CD+의 산출 과정 등이 엄격히 규율되고 있어 지표 조작 및 산출 오류 가능성이 주요국 IBOR+와 견주어 높지 않은 것으로 평가된다. 국내에서는 CD 발행기관(은행)과 금리제출기관(증권사)이 분리된 만큼, 양 기관(은행)이 동일한 주요국 IBOR+보다 구조적으로 조작의 유인이 낮은 상황이다.

5) 금융위원회, 2024. 3. 29, 「지표금리·단기자금시장 협의회」 개최, 보도자료.

CD 금리는 그동안 높은 경직성을 보여 가격발견 기능이 낮은 것으로 평가되었으나, <표 3>이 보여 주듯 산출 방법의 개선으로 경직성이 개선되고 있다. 최근에 산출 방법이 개선된 만큼 추이를 지켜볼 필요가 있다. 다만, 이 같은 개선에도 불구하고 기초거래인 CD 발행이 부진하다는 구조적인 문제가 지속되고 있어 금리의 강건성이 충분히 확보되지 않은 것으로 보인다. 따라서 CD 금리가 다양한 금융거래에 광범위하게 사용되는 현재의 체제는 변화가 필요한 것으로 판단된다.

<표 3> 국내 CD 금리 미변경일 비중

(단위: %)

	2018년	2019년	2020년	2021년	2022년	2023년	2024년
5영업일	95	75	82	61	62	46	21
10영업일	95	69	70	43	47	35	10

주 : 전체 영업일 중 금융투자협회가 고시하는 CD 금리가 5(10)영업일 동안 변경되지 않은 일수의 비중
 자료: 금융투자협회

이에 따라 협의회가 천명한 바와 같이, 국내에서도 글로벌 지표금리 개혁 방향에 부합하여 이자율 파생거래에 대해 KOFR를 핵심 준거금리로 적용하는 것이 필요하다. 이를 위해 KOFR 연계 이자율 파생거래, 즉 KOFR-OIS(Overnight Index Swap, 이하 KOFR 스왑) 거래의 활성화를 핵심 과제로 들 수 있다. KOFR 스왑은 KOFR 관련 위험을 관리할 수 있는 금융 수단으로, 대출 및 채권 등 다양한 KOFR 연계 금융거래가 원활하게 이루어지기 위한 필요조건이며, 향후 KOFR 생태계의 근간이 될 것이다.

KOFR 스왑시장 활성화는 금융안정 및 금융소비자 보호 측면에서도 중요한 시사점을 갖는다. 글로벌 금융위기 이후 파생거래에 대한 담보 교환 및 중앙청산이 확대됨에 따라 대부분의 국가에서는 IBOR 파생거래의 가치평가 시 기준이 되는 할인율을 기존 IBOR 수익률 곡선에서 무위험 금리인 OIS 수익률 곡선으로 변경하였다. 대부분의 국가에서 OIS시장이 형성된 반면, 우리나라는 OIS 시장이 존재하지 않아 CD-IRS(Interest Rate Swap) 거래를 포함한 다양한 파생거래의 가치평가에 여전히 CD-IRS 수익률 곡선을 사용하고 있다. 현재와 같은 방식에서 발생하는 평가 오류⁶⁾는 금융기관의 손익 평가 왜곡, 시장위험 측정 오류, 회계상 경제적 손익 반영 오류 등 다양한 경로를 통해 금융안정과 금융소비자 보호에 영향을 미칠 수 있다. 따라서 KOFR 스왑시장을 활성화하여 파생거래의 가치평가 방법을 정상화할 필요가 있다.

KOFR 스왑시장 도입은 이자율 스왑거래의 준거금리로 CD 금리 대신 KOFR를 적용하는 것을 의미한다. 향후 협의회에 참가하는 금융기관 간에 자율적으로 거래가 활성화될 수도 있겠으나, 경제적으로 이미 형성된 지표금리 생태계에는 유동성 외부효과가 작동하여 새로운 지표금리의 적용이 어렵다는 특성이 있다. 이에 따라 글로벌 지표금리 개혁 방향 선정을 이끌어 온 스탠퍼드대 Duffie 교수와

6) 파생거래 시 현금 또는 우량담보가 교환되므로 현금흐름 교환에 대한 거래상대방 신용위험이 제거된 것으로 볼 수 있다. 따라서 파생거래 계약의 현재가치 산출에 사용되는 할인율은 은행의 신용위험이 반영된 CD-IRS 수익률 곡선이 아닌 무위험 금리의 수익률 곡선(KOFR 스왑 수익률 곡선)을 사용하는 것이 타당하다.

하버드대 Stein 교수는 관계 당국이 공적 조치를 통해 금융기관의 RFR 적용을 독려할 필요가 있음을 강조한 바 있다.⁷⁾

따라서 국내에서도 KOFR 스왑거래가 활성화될 수 있는 제도적 환경을 마련해야 할 것이다. 첫째, 앞선 논의에 기초하여 파생상품 가치평가에 KOFR 스왑 수익률 곡선을 사용하도록 유도할 필요가 있다. 둘째, 금융기관의 비즈니스에 KOFR 포지션이 생성되도록 하여 KOFR 스왑거래의 필요성을 확대해야 할 것이다. 이를 위해 CD 금리를 사용하는 금융거래에 대한 fallback 금리⁸⁾가 KOFR에 기초하도록 설계할 필요가 있다. 단기적으로는 이자율 파생거래에 대한 fallback을 마련하되, 장기적으로는 대출 및 채권 등 여타 금융거래에 대한 fallback도 수립해야 한다. 셋째, 통화스왑(Cross Currency Interest Rate Swap, 이하 CRS) 거래의 준거금리를 KOFR로 변경하는 방안을 고려할 필요가 있다. CRS는 이종 통화 간 현금흐름을 교환하는 스왑거래로, 주요국의 경우 규제당국 등의 조치로 준거금리를 각국의 RFR로 통일하였다. IBOR를 유지하는 일본이나 유로지역도 CRS 거래에는 자국의 RFR을 사용한다. 이에 반해 국내 CRS 거래는 예를 들어, 미 달러화 준거금리는 미국의 RFR인 SOFR로 변경하였으나, 원화 금리는 여전히 과거와 동일하게 고정금리를 사용하고 있다. 글로벌 금융시장에서 통화 간의 프리미엄 차이를 currency basis라 하는데, 이는 통화별 리스크 프리미엄을 포착하며 CRS 거래의 핵심 요소이다. 따라서 currency basis에 대한 원활한 가격발견을 위해 주요 통화와의 CRS 거래 시 국내 금리도 RFR인 KOFR를 사용하는 것이 바람직하다. CRS 준거금리로 KOFR를 적용하면 금융기관의 KOFR 스왑을 통한 헤지 수요가 발생해 KOFR 스왑시장 활성화에도 크게 기여할 것이다.

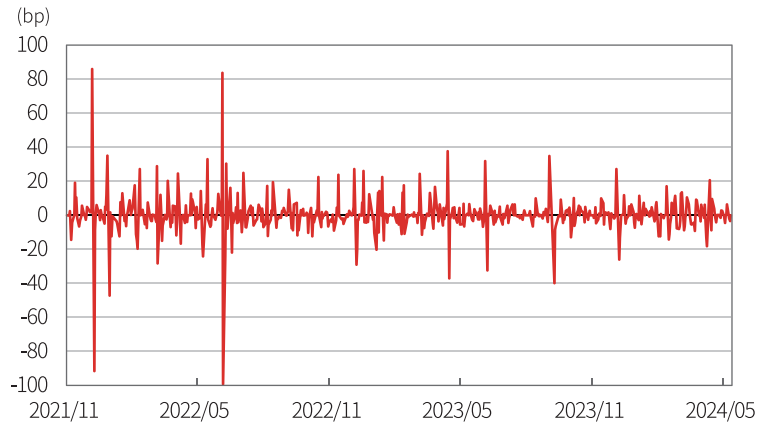
한편, 각국은 RFR의 중요성이 커짐에 따라 변동성을 관리하기 위해 노력 중이다. 국내에서도 KOFR가 금융시장에서 중요한 역할을 담당할 것이므로, 금리 변동의 안정성을 제고하기 위한 노력을 지속할 필요가 있다. KOFR는 콜금리와 마찬가지로 여타 위험이 배제된 무위험 금리인 만큼, 한국은행 기준금리에서 추세적으로 이탈하지 않는 가운데 안정성을 유지하는 것이 통화정책 및 KOFR 활용 관점에서 바람직하다. <그림 2>는 KOFR 금리의 일별 변화를 보여주는데, KOFR 산출이 시작된 이후 일별 금리 변화의 변동성이 11bp에 달한다. 절대 수준으로 변동성의 적정성을 평가하는 것에 한계가 있겠으나, 낮지 않은 것으로 판단되므로 원인을 생각해 볼 필요가 있다. 통상 국내외 RFR 및 익일물 단기 자금시장 금리는 규제 비율 보고일을 중심으로 특정일에 반복적으로 금리가 급등·급락하는 경향(금리의 점프 현상)이 있다. 분석에 따르면 미국의 SOFR도 2019년까지는 월말 및 분기말 효과가 존재하였다. 하지만 미 연준의 SRF(Standing Repo Facility) 도입 등으로 2021년부터는 이러한 점프 현상이 사라지며 금리 안정성이 크게 개선되었다.⁹⁾

7) Duffie, D., Stein, J. C., 2015, Reforming LIBOR and other financial market benchmarks, *Journal of Economic Perspectives* 29(2), 191-212.

8) Fallback 금리는 CD 금리를 준거금리로 적용하는 금융거래에서, CD 금리 산출이 영구적으로 중단될 때 대체하여 적용할 수 있는 준거금리를 의미한다.

9) Brace, A., Gellert, K., Schlogl, E., 2023, SOFR term structure dynamics-Discontinuous short rates and stochastic

〈그림 2〉 일별 KOFR 금리 변화



주 : 일별 KOFR 금리의 기준금리 대비 스프레드 변화(2021년 11월 26일~2024년 6월 5일)
 자료: 한국예탁결제원

KOFR는 주요국 RFR과 비교해 점프 현상을 유발할 수 있는 이벤트 발생 빈도가 높은 특징을 가지고 있다. 시장참여자들에 따르면, 국내 단기자금시장에서는 주요국보다 다양한 기술적 요인이 금리 점프를 유발하고, 때로는 은행의 지급준비금 상황과 상호작용하며 변동성을 증폭하는 것으로 파악된다.¹⁰⁾ 이로 인해, 2021년 11월 26일 이후 일별 KOFR 금리 변화폭이 10bp 이상인 경우가 전체 영업일 중 15%에 달한다. 향후 면밀하게 살펴보아야 할 것이나, 이러한 요인들로 인한 금리 변화가 금융기관의 경제적 수급 변화를 반영하지는 않더라도 KOFR 파생거래의 가치평가에 영향을 미칠 수 있으며, 잠재적으로 금융기관의 KOFR 활용에 불편을 유발할 가능성을 배제할 수 없는 만큼 유의할 필요가 있다. 이런 측면에서 한국은행이 시행 예정인 공개시장운영 대상기관 확대 등의 제도 개선 효과를 기대해 볼 필요가 있다.¹¹⁾

맺음말

글로벌 지표금리 개혁 결과 글로벌 금융시장에서 RFR의 활용 범위가 당초 예상보다 커졌다. CD 금리의 신뢰도가 개선되었지만, 국내 지표금리 체제를 국제적 흐름에 맞춰 개선할 필요가 있다. 이를 위해 가장 중요한 과제로 KOFR 파생거래의 활성화를 꼽을 수 있다. 지표금리 개선은 일부 금융기관의 노력으로 달성될 수 없는 만큼 협의회를 통해 장기적 관점에서 체계적으로 추진되어야 한다. 공공부문은 제도적 환경을 조성하여 금융기관의 KOFR 파생거래를 독려함과 동시에 금융기관별로 KOFR를 수용할 수 있는 여건에 차이가 있다는 점을 감안할 필요가 있다.

volatility forward rates, *Journal of Futures Markets* 44(6), 936-985.

10) 이러한 특성은 콜시장에서도 유사하게 관찰된다.

11) 한국은행, 2024. 1. 25, 한국은행, 공개시장운영 대상기관 확대 및 제도 개선, 보도자료.

OPINION

선임연구위원
이효섭

생성형 AI 확산에 따른 금융산업 지형변화 및 대응 과제*

금융산업이 생성형 AI를 적극적으로 활용함에 따라 경제주체 간 효율적 자원배분 및 위험분산 기능이 강화되고, 금융·비금융 융합 및 혁신 산업 출현을 촉진할 것으로 기대한다. 글로벌 금융회사들은 내부 업무 효율성 제고, 고객 상담역량 강화, 혁신 금융서비스 확대 등을 목표로 생성형 AI를 적극적으로 도입하고 있다. 반면 한국 금융회사들은 디지털 수용 능력 부족, 규제 제약 등의 이유로 생성형 AI의 활용도가 낮은 상황이다. 한편, 생성형 AI가 빠르게 확산하면서 정보 유출, 데이터 환각 및 오남용에 대한 우려가 있다. 특히 금융회사가 생성형 AI를 사용하면서 금융안정을 훼손하거나 금융소비자 피해를 초래할 위험이 존재하며 법적 위험, 지식재산권 침해 위험 등도 존재할 수 있다.

국내 금융회사가 생성형 AI를 활용한 혁신 서비스를 확대할 수 있도록 지원하는 한편, 생성형 AI로 인한 금융리스크를 예방하기 위해 규율체계를 정비할 필요가 있다. 첫째, 국내 금융회사가 생성형 AI 관련 인력 및 인프라 투자를 확대하도록 장려해야 한다. 둘째, 생성형 AI 활용의 걸림돌이 되는 '망분리 규제'를 개선하고, 이종 데이터간 결합을 촉진하며, 금융회사의 자회사 소유 제한을 완화하고 부수업무 범위를 확대할 필요가 있다. 셋째, 생성형 AI 활용에 따른 금융리스크를 체계적으로 규율하기 위해 '금융규제 샌드박스 제도' 및 '금융분야 AI 가이드라인'을 개선할 필요가 있다.

생성형 AI 등장에 따른 생산성 향상

2022년말 Chat GPT 등장 이후 생성형(Generative) AI는 거의 모든 산업에서 혁신을 가져왔고 생산성 향상에 기여하고 있다. 경제주체 누구나 생성형 AI 서비스를 활용하여 창의적인 텍스트, 이미지, 음악, 동영상, 프로그램 소스 코드를 생성할 수 있으며, 방대한 데이터의 심화학습을 통해 기존 데이터의 검색, 번역, 요약 등을 신속하고 정확하게 수행할 수 있다. 또한 특정 이용자의 선호도를 고려하여 개인 맞춤형 뉴스, 영상물 제작, 헬스케어 서비스와 금융서비스 추천도 과거보다 편리하고 저렴하게 수행할 수 있다. 주요 학술 연구¹⁾에 따르면, 기술 혁신은 총요소생산성(Total Factor Productivity: TFP) 증대를 통해 잠재성장률을 높이는 등 경제발전에도 기여하는 것으로 알려져 있다. 최근 골드만삭스²⁾는 생성형 AI 혁신으로 인해 10년간 전 세계 GDP가 7%(약 7조 달러) 증가하고, 경제주체의 생산성이 1.5% 향상될 것으로 예측했다. 맥킨지³⁾는 생성형 AI 기술이 거의 모든 산업에서 노동생산성을 높

* 본고의 견해와 주장은 필자 개인의 것이며, 자본시장연구원의 공식적인 견해가 아님을 밝힙니다.

1) Schumpeter(1911), Garleanu et al.(2012) 등 참조

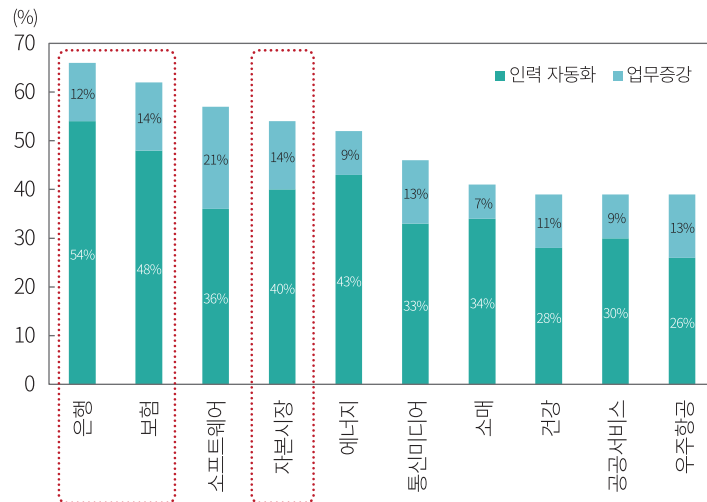
2) Goldman Sachs(2023) 참조

3) McKinsey & Company(2023) 참조

여 주요 산업에서 1.3~9.3%의 영업수익 증가를 가져올 것이며, 생성형 AI로 인해 2040년까지 전 세계 경제성장률이 연평균 0.2~0.6% 증가할 것으로 전망했다.

생성형 AI의 확산은 제조업과 서비스업 전체의 혁신을 가져올 것으로 예상되며 주요 산업 중에서도 금융산업에서의 혁신이 두드러질 것으로 기대한다. 금융산업은 본래 경제주체 간 자원을 효율적으로 배분하고, 위험분산 기능을 제공함으로써 경제주체의 효용을 높여주는 것을 목표로 한다. 생성형 AI를 사용하면 방대한 금융데이터와 비금융데이터를 신속하게 학습하고, 이를 바탕으로 경제주체에게 맞춤형 금융서비스를 과거보다 더 편리하고, 저렴하며, 신속하게 제공해 줄 수 있다. 이는 경제주체의 효용을 증가시키고 장기적으로 잠재성장률을 높이는 데 기여할 것으로 예상된다. 실제 Accenture(2023)는 20가지 유형의 산업 중 은행업과 보험업이 생성형 AI 확산으로 인해 인력 자동화 및 업무증강 효과가 가장 클 것으로 제시했으며 금융투자업도 생성형 AI로 인한 인력 자동화 및 업무증강 효과가 4번째로 높다고 언급했다(이하 <그림 1> 참조). 맥킨지도 은행업이 첨단기술산업 다음으로 생성형 AI 확산에 따른 수익성 증가 효과가 클 것으로 제시했다. 구체적으로, 첨단기술산업은 생성형 AI의 영향으로 2,400~4,600억 달러의 수익 증가가 예상되며, 은행업은 생성형 AI의 영향을 받아 2,000~3,400억 달러의 수익 증가가 예상된다고 전망했다.

<그림 1> 생성형 AI가 산업별 인력 자동화·업무증강 효과에 미치는 영향



자료: Accenture(2023)

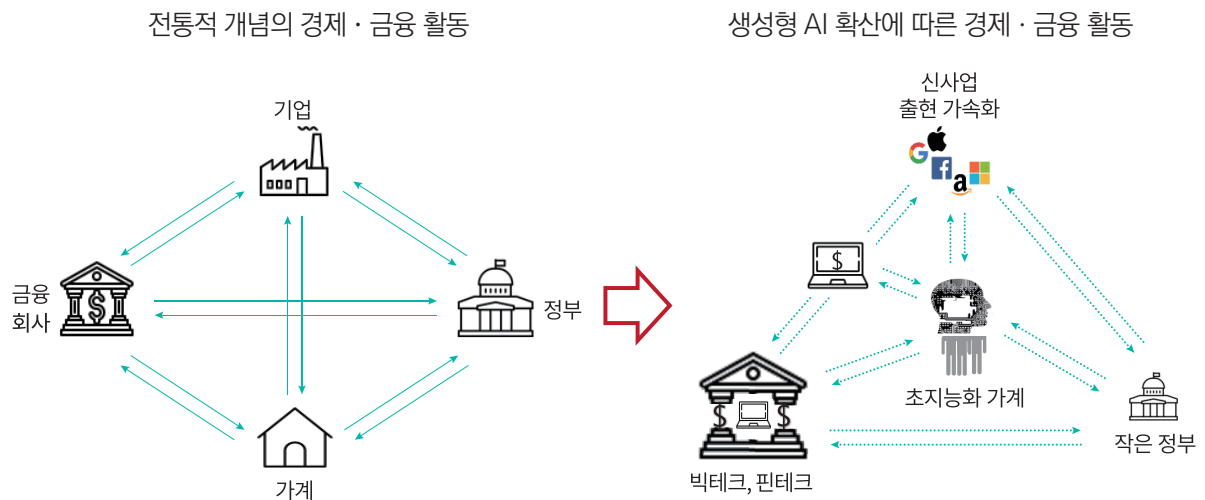
이처럼 생성형 AI 확산으로 인해 국내외 금융산업의 디지털 혁신은 가속화될 것으로 전망한다. 특히 해외 상업은행, 보험회사, 투자은행(IB) 등 대형 금융기관들이 생성형 AI를 활용한 혁신 서비스를 확대함에 따라 국내 금융권에서도 생성형 AI의 활용 가능성에 대한 기대가 높아지고 있다. 다만, 생성형 AI가 빠르게 확산하면서 고객 정보 유출, 알고리즘 오류로 인한 금융시스템 혼란과 소비자 피해가

능성 등 금융리스크가 촉발될 우려가 제기된다. 이에 본 고에서는 생성형 AI 확산으로 인한 금융산업의 지형변화를 제시하고 생성형 AI의 바람직한 발전 방향을 모색하려고 한다.

생성형 AI 확산에 따른 금융산업의 지형변화

생성형 AI 확산으로 인해, 미래의 경제·금융 활동은 과거와는 다른 특징을 보일 것으로 예상된다(이하 <그림 2> 참조). 첫째, 생성형 AI의 발전으로 개인 맞춤형 서비스가 확산함에 따라 가계의 영향력이 확대될 것이다. 주거, 음식, 의류, 여가 활동까지 생성형 AI를 갖춘 초 지능화된 가계가 경제활동의 주체로 변화하면서 금융회사들도 개인 맞춤형 금융서비스를 확대할 것으로 예상된다. 둘째, 생성형 AI의 확산은 경제주체 간 정보비대칭을 해소하고 자원의 효율적 배분 기능을 제고시킬 것이다. 즉, 금융회사가 수행해 온 자원의 효율적 배분 기능은 더욱 강화될 것이며, 정부의 자원배분 역할이 생성형 AI로 대체되어 정부는 소규모 정부 형태로 변화할 것으로 예상된다. 셋째, 생성형 AI를 활용해 산업 간 융합이 촉진되고 혁신적인 산업의 출현이 증가함에 따라 모험자본의 공급 역할은 더욱 중요해질 것이다. 넷째, 데이터의 중요성이 커지면서 양질의 정보 등 부가가치를 창출할 수 있는 무형자산의 가치가 증가할 것이다. 이에, 금융회사들은 유형자산 중심에서 무형자산 중심으로 중개와 투자를 확대할 것으로 전망한다.

<그림 2> 생성형 AI 확산에 따른 경제·금융활동 변화



글로벌 금융회사들은 내부 효율성 증대, 고객 상담역량 강화, 혁신 금융서비스 제공 등을 목표로 생성형 AI를 적극적으로 활용하고 있다. 뱅크오브아메리카는 이미 2016년에 AI 알고리즘을 탑재한 에리카 챗봇을 출시했다. 최근 에리카는 생성형 AI 알고리즘을 도입하여 수많은 고객 데이터를 학습하

여 고객 선호에 맞는 답변과 금융서비스를 제공하고 있다. 고객의 반응이 좋지 않으면 에리카는 고객 선호를 예측해 새로운 답변을 제시하고 피드백을 받는다. JP모건체이스 은행은 2024년 4월 현재 생성형 AI를 활용하여 400개 이상의 업무 활용 사례를 개발했으며 고객 상담, 자산관리, 재무예측, 이상거래 탐지 등에 생성형 AI를 적극적으로 활용하고 있다고 발표했다. 미국 씨티은행은 생성형 AI 서비스를 확장하기 위해 GitHub Copilot 플랫폼을 구축하여 생성형 AI 알고리즘을 손쉽게 개발할 수 있도록 하였으며, 고객 상담, 자산관리 서비스, 이상거래 탐지, 컴플라이언스 준수 등을 목적으로 자체 생성형 AI 알고리즘을 개발해 활용하고 있다. 이처럼 대부분의 글로벌 대형 상업은행들은 내부 업무 효율성 증대, 고객 상담역량 강화 등을 위해 생성형 AI를 적극적으로 활용하고 있다.

글로벌 IB들과 자산운용사는 내부 업무 효율성 증대, 분석 대상 기업의 커버리지 확대 등을 목표로 생성형 AI를 적극적으로 활용하고 있다. 골드만삭스 트레이딩 부서는 생성형 AI를 활용하여 거대 금융데이터와 비금융데이터를 학습 및 분석하고 이를 기초로 최적의 시스템 트레이딩 알고리즘을 찾고 있으며, 골드만삭스 리서치 부서는 자체 구축한 LLM 모델과 생성형 AI 알고리즘을 통해 전 세계 기업의 실적 전망치를 제시하고 있다. 모건스탠리는 OpenAI사와 협업을 통해 내부와 외부 데이터를 학습 및 분석하여 창의적 결과물을 제시하는 AI 서비스를 자체 개발하였다. 모건스탠리는 해당 생성형 AI 서비스를 통해 고객의 선호도를 파악하고, 고객 투자성향에 적합한 최적 포트폴리오를 실시간으로 제공하고 있다. 또한 고객이 투자한 기업 관련 뉴스를 실시간으로 제공하며, 매수·매도 추천 등의 투자자문 서비스도 제공하고 있다. 블랙록과 뱅가드 등의 글로벌 자산운용사는 생성형 AI를 활용해 특정 개인에게 최적화된 투자 포트폴리오를 제시하고, 금융시장 상황을 예측하여 동적 리밸런싱 서비스를 제공하고 있다. 이들 자산운용사는 신규 고객을 유치하거나 신상품을 제공하는 데도 생성형 AI 알고리즘을 활용하는 것으로 알려져 있다.

글로벌 보험회사들은 거의 모든 비즈니스 영역에서 생성형 AI를 활용하거나 활용할 계획을 세우고 있다. 보험회사는 고객의 보험상품 니즈 파악, 손해율 산정, 인수(underwriting), 보험상품 판매, 보험금 지급, 고객 상담 등 보험 생태계 모든 분야에서 방대한 금융데이터와 비금융데이터를 활용하고 있어 생성형 AI 활용에 대한 기대가 높다. 특히 고령화로 인한 헬스케어 융합 서비스의 수요가 증가함에 따라 대형 글로벌 보험회사들은 개인의 의료 데이터를 활용해 맞춤형 보험상품을 설계하여 판매하고, 음식 및 운동 처방과 같은 개인 맞춤형 헬스케어 서비스를 제공하고 있다. 미국의 디지털 보험회사 Lemonade는 고객의 금융정보와 비금융정보를 학습하여 개인 맞춤형 주택보험, 자동차보험을 제시하고 있고, 자체 개발한 생성형 AI 알고리즘을 통해 보험사기 탐지 기능도 제공하고 있다. 스위스 보험회사 Zurich와 일본 SBI 생명보험사 등은 생성형 AI를 탑재한 챗봇을 보험상품 개발과 보험금 지급 서비스 등에 활용하는 것으로 알려져 있다.

생성형 AI 확산에 따른 금융리스크

생성형 AI 확산으로 금융회사는 업무 효율성이 증대되고, 고객들은 혁신적인 금융서비스를 제공받을 수 있게 되었으나 생성형 AI로 인한 금융리스크 또한 증가할 수 있다. 생성형 AI는 방대한 금융데이터와 비금융데이터의 학습과 분석 능력을 기반으로 하므로, 생성형 AI를 활용하는 과정에서 금융회사와 개인의 중요 정보가 유출될 수 있다. 또한 새로운 문서, 이미지, 영상 등을 생성하는 과정에서 거짓 정보가 생성될 위험도 있으며 중요하지 않은 데이터가 과잉 생산되는 문제도 생길 수 있다. 더불어 생성형 AI가 데이터 제공자의 동의를 구하지 않고 중요 데이터를 학습 및 분석하여 새로운 창작물을 제시하는 경우, 지식재산권을 침해할 수 있는 위험에 노출된다.

금융회사가 생성형 AI에 과도하게 의존하는 경우, 생성형 AI 알고리즘의 오작동으로 인해 금융시스템이 혼란에 빠져 시스템리스크가 발생할 수 있다. 생성형 AI를 탑재한 트레이딩 알고리즘이 공개되면 다수의 투자자가 해당 트레이딩 알고리즘을 사용하게 되어, 금융 쏠림이 나타날 개연성도 있다. 생성형 AI를 사용한 로보어드바이저가 보편화되는 경우, 프로그래머가 고의 또는 실수로 금융회사나 특정 고객에게 유리한 금융상품을 추천하면 금융소비자 피해가 발생할 가능성도 있다.

생성형 AI 알고리즘의 오작동으로 인해 금융소비자가 대규모 피해를 입게 되면, 법적 책임을 묻기 어려운 문제도 있다. 은행법, 보험업법, 자본시장법 등 주요 금융업권 법률의 경우 규제 위반시 행위자에 대한 인적 제재 또는 금융회사에 대한 금전 제재가 주로 부과되기 때문에 현행 규제 체계에서는 금융회사가 사용한 생성형 AI의 오작동에 대한 책임을 묻기 어렵다. 금융산업 내 양극화 문제도 발생할 수 있다. 중소 금융회사의 경우 인력과 예산의 한계로 인해 생성형 AI를 활용하기가 어려워 금융서비스 경쟁력이 저하되고 장기적으로 금융산업 내 양극화가 발생할 수 있다. 금융산업에서 생성형 AI의 사용이 보편화되면 양질의 일자리가 사라지는 문제도 발생할 수 있다. 생성형 AI가 고객 상담, 상품 개발, 신용평가, 위험관리 등 우수한 인력이 수행하던 금융회사 업무를 쉽게 대체하면서 금융산업의 양질 일자리가 사라질 수 있다.

국내 시사점

생성형 AI 확산으로 금융산업의 디지털 혁신은 가속화될 전망이다. 금융회사들은 생성형 AI를 활용하여 과거보다 더 많은 경제 주체들에게 더 편리하고 저렴하며 신속한 금융서비스를 제공할 수 있으며, 금융서비스와 비금융서비스의 융합과 혁신을 통해 새로운 산업들의 출현이 촉진될 것으로 기대한다. 실제 글로벌 상업은행, 보험회사, 금융투자회사들은 내부 업무 효율성 강화, 고객 상담역량 강화, 혁신 금융서비스 제공 확대 등을 목표로 생성형 AI를 적극적으로 활용하고 있다. 이와 달리 한국 금융회사들은 디지털 수용 능력 부족, 규제 제약으로 인해 생성형 AI의 활용도가 낮은 상황이다.

국내 금융회사들이 생성형 AI를 적극적으로 활용해 금융혁신을 장려하기 위해서는 첫째, 금융회사 경영진이 생성형 AI의 도입 및 사용을 적극적으로 추진해야 한다. 이를 위해 금융회사 경영진이 생성형 AI 관련 인력과 IT 인프라에 장기적인 관점에서 투자를 확대할 수 있도록 경영진 인센티브 제도를 개선하고, 책무구조도상 면책 범위를 확대할 필요가 있다. 둘째, 금융회사가 생성형 AI를 적극적으로 활용할 수 있도록 금융규제를 완화해야 한다. 보안 사고에 대한 제재를 강화하는 것을 전제로 하여, 망 분리 규제를 완화하고 이중 데이터간 결합을 촉진하는 방향으로 규제 개선이 필요하다. 금융회사의 디지털 혁신을 지원하기 위해 자회사 소유 한도 규제를 완화하고 겸영 및 부수업무 범위를 확대할 필요가 있다. 셋째, 생성형 AI를 활용하는 과정에서 금융리스크가 발생하지 않도록 생성형 AI 규율체계를 확립해야 한다. 금융회사와 핀테크 회사가 혁신 디지털 서비스를 자유롭게 개발하고 테스트할 수 있도록 금융규제 샌드박스 제도를 정비하고, 생성형 AI를 활용한 금융서비스가 금융안정과 소비자보호 기능을 훼손하지 않도록 '금융분야 AI 가이드라인'을 개선할 필요가 있다.

참고문헌

Accenture, 2023, *A New Era of Generative AI for Everyone*.

Garleanu, N., Panageas, S., Yu, J., 2012, Technological growth and asset pricing, *Journal of Finance* 67(4), 1265-1292.

Goldman Sachs, 2023, *Generative AI Could Raise Global GDP by 7%*, Goldman Sachs Research(2023.5).

McKinsey & Company, 2023, *What's the Future of Generative AI? An Early View in 15 Charts*(2023. 8).

Schumpeter, J.A., 1911, *The Theory of Economic Development*, Harvard University Press, Cambridge.

ZOOM
-IN일본의 소액주주 보호 및 그룹 경영에 관한
가이드라인 발표

- 도쿄증권거래소는 2023년 12월 소액주주 보호 및 그룹 경영에 관한 가이드라인을 발표하였으며 모자회사 및 지분법 적용 관계회사의 공시제도 확충방안을 마련함
- 모자 상장회사와 지분법 적용 관계회사는 소액주주 보호 및 그룹 경영에 관한 내용을 기업지배구조 보고서에 상세히 기재해야 함
- 추가적으로 독립 사외이사의 역할 중 지배주주와 소액주주 간 이해상충 리스크 감독의 중요성을 명시함
- 소액주주 보호 및 투자판단에 중요한 정보의 공개는 기업가치 제고에 중요한 요인이며 최근 국내에도 이슈가 되고 있는 가운데 충분한 논의를 통해 국내 실정에 맞는 법안 마련이 필요함

- 도쿄증권거래소(이하 동증)는 2023년 12월 소액주주 보호 및 그룹 경영에 관한 가이드라인을 발표하였으며 모자회사 및 지분법 적용 관계회사의 공시제도 확충방안을 마련함¹⁾
 - 모자 상장회사와 지분법 적용 관계 상장회사에 자발적인 정보공시의 확충을 요구하고 있음
 - 모자상장은 모회사 내 신규 사업을 분리해 자회사로 상장시켜 기업 성장을 촉진한다는 이점이 있으나 자회사에 대한 모회사의 실질 지배력 행사 및 모회사와 자회사 소액주주와의 이해상충 등의 문제가 생길 가능성이 높음
 - 지분법 적용 관계회사란 연결재무제표상 지분법의 적용 대상이 되는 회사로 모회사의 의결권 소유 비율이 20%이상 50%이하인 비연결자회사²⁾ 및 관련회사를 포함함³⁾
 - 지분법 적용 범위는 모회사 및 자회사가 출자, 인사, 자금, 기술, 거래 등의 관계를 통해 회사의 재무 및 영업 정책 결정에 중요한 영향을 미칠 수 있는지 여부에 따라 판단됨⁴⁾
 - 2024년 6월 정기 주주총회 이후 공시되는 기업지배구조 보고서부터 반영될 것으로 보이며 일본 내 모자 관계, 관련회사 등 일정한 자본 관계에 있는 상장기업은 1,000여개 이상으로 이는 동증 상장기업의 약 1/4에 해당함

1) 東京証券取引所, 2023. 12. 26, 少数株主保護及びグループ経営に関する情報開示の充実.

2) 지배가 일시적이거나 자산이나 매출액 등의 규모에서 중요성이 부족함 등의 이유로 연결 범위에서 제외된 자회사

3) 재무 및 영업 또는 사업 방침 결정에 중요한 영향을 줄 수 있는 해당 자회사 이외의 다른 회사(재무제표 등의 용어, 양식 및 작성방법에 관한 규칙 제8조 5항)

4) 구체적으로는 (1) 투자회사가 피투자회사의 의결권의 20% 이상을 소유하는 경우, (2) 의결권 비율이 15% 이상 20% 미만이라도 투자회사는 피투자회사에 대하여 대표이사 등의 파견이나 중요한 대출, 기술제공, 판매·매입, 기타 영업상 또는 사업상의 거래 등을 실시하고 있는 경우가 대상이 됨

□ 모자 상장회사와 지분법 적용 관계회사는 소액주주 보호 및 그룹 경영에 관한 내용을 기업지배구조 보고서에 상세히 기재해야 함

- 상장 자회사는 기업지배구조 보고서 '기재상의 포인트'에 소액주주 보호 관점과 모회사와 관련된 정보를 공시해야 함⁵⁾
 - 이전에도 소액주주 보호에 관한 정보를 공개하도록 권고하였으나 실제 공시 상 내용이 불충분한 경우도 많아 '기재상의 포인트'의 형태로 구체적인 내용 작성을 요구하고 있음
 - 상장 사유, 자회사 경영이나 임원 인사에서 모회사의 관여, 모회사가 경영에 미치는 영향, 소액주주 보호 관점에서의 독립성 확보에 대한 개념 및 시책 등을 공시해야 함
- 모회사의 경우 상장 자회사의 소액주주와 모회사와의 이해상충 리스크 및 대응방안이 주요점⁶⁾
 - 기업지배구조 코드에 따라 소액주주 보호를 위해 특별위원회를 설치하는 상장회사가 증가하는 반면, 실태에 대한 공개가 미흡하다는 지적에 따라 특별위원회에 대한 정보 공개 확충을 요구하고 있음⁷⁾
 - 상장의 합리성이나 이사회에 보고체계 및 이해상충 감독체제 등을 설명해야 함
- 지분법 적용 관계회사는 소액주주 보호의 관점에서 상장 자회사를 보유한 모회사와 같은 수준의 내용을 공시하도록 하고 있으며 해당하지 않는 경우 사유에 대한 설명이 요청되고 있음

〈표 1〉 모회사가 있는 상장 자회사의 공시

항목	기재상의 포인트 개요
모회사의 그룹 경영에 관한 개념 및 방침	1. 모회사의 사업 포트폴리오 전략에 대한 자사의 위치 설정 2. 모회사의 그룹 내 사업 영역의 구분에 대해 현재 상황이나 향후 전망 3. 모회사 간 자금 관리를 실시하고 있는 경우와 의의
소액주주 보호 관점에서 모회사로부터의 독립성 확보에 관한 개념 및 시책	1. 의사결정 프로세스에 대한 모회사의 관여 유무 및 내용 2. 모회사로부터의 독립성 확보를 위해 설치한 특별위원회의 개요 <ul style="list-style-type: none"> - 상설 또는 비상설의 구분 - 모회사로부터의 독립성에 관한 생각, 위원의 구성 - 특별위원회의 심의 항목이나 권한·역할과 실제 활동 상황 3. 독립임원 및 지명위원회의 역할 4. 독립임원의 선임 및 해임에 있어서 모회사 의결권 행사의 개념·방침

주 : 독립임원이란 일반주주와 이해상충이 발생할 우려가 없는 사외이사 또는 사외감사위원을 말함

자료: 도쿄증권거래소

- 5) 상장 자회사란 '재무제표 등의 용어, 양식 및 작성 방법에 관한 규칙'(재무제표 등 규칙) 제8조 3항에서 규정하는 '자회사'(실질 지배 기준에 근거한 자회사) 중 일본 내의 금융상품거래소에 상장되어있는 회사를 말함
- 6) 모회사란 재무제표 등 규칙 제8조 3항에서 규정하는 '모회사'(이른바 실질지배기준에 근거한 모회사)를 말함. 여기에서는 모회사의 상장·비상장은 요건이 되어 있지 않기 때문에 모회사 상장의 경우뿐만 아니라 비상장 모회사를 가지는 상장회사에도 공시가 요구됨
- 7) 기업지배구조 코드 보충원칙 4-8③ 지배주주를 보유한 상장회사는 이사회에서 지배주주로부터 독립성을 가지는 독립 사외이사를 적어도 3분의 1 이상(프라이머리 상장회사는 과반수) 선임하거나 지배주주와 소액주주의 이익이 상충되는 중요한 거래·행위에 대하여 심의·검토하는 독립 사외이사를 포함한 독립성을 가진 자로 구성된 특별위원회를 설치해야 함

<표 2> 상장 자회사를 보유한 모회사의 공시

항목	기재상의 포인트 개요
그룹 경영에 관한 생각 및 방침	1. 사업 포트폴리오 전략에 관한 기본적인 생각·방침 - 상장 자회사 보유에 관한 개념·방침 - 상장 자회사와 타회사 보유 형태의 구분에 대한 개념·방침 - 그룹 내 사업 기회·사업 분야의 조정·배분에 관한 개념·방침 - 사업 포트폴리오의 검토·재검토에 대한 생각·방침이나 실제 실시 상황 2. 그룹 관리 체제에서의 상장 자회사에 관한 기본적인 개념·방침 - 상장 자회사와의 그룹 경영방침·경영전략 공유 유무 및 내용 - 상장 자회사의 의사결정 프로세스에 대한 관여 유무 및 내용 - 자금 관리체제에 관한 상장 자회사의 처리방침
상장 자회사로 보유한 의의	1. 자회사 보유의 합리적 사유와 자회사 상장에 대한 합리성 - 상장 자회사로 보유하게 된 경우 - 상장 자회사로 보유한 장점과 단점 - 완전 자회사 등 타 회사 보유형태와 비교할 때의 합리성
상장 자회사 지배구조 체제의 실효성 확보에 관한 방안	1. 상장 자회사의 지배구조 체제 구축 및 운용에 대한 모회사의 관여 방침 - 상장 자회사 임원 선임 및 해임에 관한 의결권 행사의 개념·방침 - 상장 자회사의 임원 지명 프로세스 관여에 대한 개념 및 방침 2. 소액주주 보호의 관점에서 필요한 상장 자회사의 독립성 확보를 위한 방침

자료: 도료증권거래소

<표 3> 기업지배구조보고서 내 기재상의 포인트 사례

회사명	사례	기재상의 포인트
라쿠텐 은행	(소액주주 보호 관점에서 모회사로부터의 독립성 확보에 관한 개념 및 시책) (중략) 또한, <원칙 1-7: 관련 당사자 간의 거래>와 같이 당행은 독립임원으로 구성되는 '특별감시위원회'를 설치하였습니다. 라쿠텐 그룹(주)의 그룹 사업 전략상 요청에 근거한 경영 결정이나 상호 관련된 인사 안건, 거래·행위 실행 시 팔길이원칙(Arm's length principle) 및 이해상충 행위 등에 대해 은행업무의 건전하고 적절한 운영확보의 관점에서 타당성을 검증함과 동시에 소액주주 보호의 관점에서 필요성 및 타당성을 검증하고 있습니다. 동 위원회에 사전자문 또는 사후보고를 해야 하며, 다양한 제후를 실시함에 있어서는 동 위원회에 자문·보고를 통해 타당성을 검증하기 때문에 당행의 독립성이 저해되거나 소액주주의 이익이 훼손되는 일은 발생 되지 않는다고 생각합니다.	· 지배구조 상 중요사항 및 심의 항목에 대한 특별위원회(특별 감시위원회)의 역할 및 활동 기재 · 독립성 확보를 위해 계약사항을 구체적으로 기재
후지쯔	(상장 자회사로 보유한 의의) FDK 주식회사: (중략) 그룹 경영방침에서 언급한 바와 같이 직접금융에 의한 자본조달능력의 유지 및 모티베이션 유지향상, 우수한 인재채용 등에서 지속가능한 성장, 사업가치 향상의 실현 가능성을 높일 수 있다는 점, 그것이 그룹 전체가 아니라 특정 사업에 한정된 투자기회 제공으로 이어진다는 점이 상장자회사를 가지는 의의라고 생각합니다. 향후, 당사 그룹은 테크놀로지 솔루션에 경영자원을 집중, 디지털 기업으로 변혁해 갈 것입니다. 비핵심 사업영역의 상장 자회사는 독립적인 사업영역으로 독립시킬 방침입니다. 각 상장 자회사의 상장유지에 관한 구체적 검토 내용은 이사회에서 검증하고 있습니다.	· 상장 자회사 보유에 관한 개념·방침 기재 · 사업 포트폴리오 검토의 개념·방침에 대하여 기재

주 : 2023년도에 공시된 각 사의 기업지배구조 보고서에서 발췌

자료: 도료증권거래소

<표 4> 상장 관련회사를 보유한 상장회사의 공시

대상	항목	기재상의 포인트 개요
(1) 그룹 경영에 관한 개념 및 방침을 바탕으로 상장 관련회사를 가진 의의		
그룹 경영대상	그룹 경영에 관한 생각 및 방침	1. 사업 포트폴리오 전략에 관한 기본적인 생각 - 상장 관련회사 보유에 관한 개념 및 방침 - 그룹 내 사업 기회·사업 분야의 조정·배분에 관한 개념·방침 - 사업 포트폴리오의 검토·재검토에 대한 생각·방침 및 실시 상황 2. 그룹 관리 체제에서 상장 관련회사에 관한 기본적인 개념 및 방침 - 상장 관련회사의 의사결정 프로세스 관여 여부 및 내용 - 자금 관리체제에 관한 상장 관련회사의 취급방침
	상장 관련회사를 보유한 의의	1. 상장 관련회사로 보유하는 것의 합리성 - 상장 관련회사로 보유하게 된 경위 - 상장 관련회사로 보유한 장점·단점
비그룹 경영 대상	상장 관련회사와의 관계	1. 그룹 관리체제가 없을 것에 대한 설명 2. 자본 관계의 목적
(2) 상장 관련회사의 지배구조 체제 실효성 확보에 관한 방안		
독립성 확보 있음	상장 관련회사의 지배구조 체제 실효성 확보에 관한 방안	1. 상장 관련회사의 지배구조 체제 구축 및 운용에 대한 그룹 경영상 관여 방침 - 상장 관련회사의 임원 선해임에 관한 의결권 행사의 개념·방침 - 상장 관련회사의 임원 지명 프로세스 관여에 대한 개념 및 방침 2. 소액주주 보호의 관점에서 필요한 상장 관련회사의 독립성 확보를 위한 방침
독립성 확보 없음	자사와 상장 관련회사 소액주주와의 이해상충 리스크에 대한 우려가 적음	1. 의결권 보유를 통한 영향력의 정도 2. 상장 관련회사의 의사결정 프로세스 관여 여부 및 내용 3. 인적 관계나 거래 관계의 유무나 내용 4. 상기와 관련된 계약의 유무나 내용

주 : 독립성 확보 없음의 경우는 회사가 상장 관련회사에 대한 영향력이 낮기 때문에 소액주주 보호 관점에서 독립성 확보를 위한 특별한 대응이 불필요한 경우에 해당함

자료: 도쿄증권거래소

□ 동등은 추가적으로 독립 사외이사의 역할 중 지배주주와 소액주주 간 이해상충 리스크 감독의 중요성을 명시함⁸⁾

— 기업지배구조 코드 원칙 4-7에 제시된 소액주주 권익 보호를 위하여 독립 사외이사의 적절한 관여가 이루어질 수 있도록 체계적인 정비 체제를 구축해야 함⁹⁾

8) 東京証券取引所, 2023. 12. 26, 支配株主・支配的な株主を有する上場会社において独立社外取締役に期待される役割.

9) [원칙 4-7. 독립 사외이사의 역할·책임]

상장회사의 독립 사외이사에게는 특히 다음과 같은 역할과 책무를 다할 것으로 기대됨에 유의하면서 그 효과적인 활용을 도모해야 한다.

(8) 경영 방침이나 경영 개선에 대해 자신의 지식을 바탕으로 회사의 지속적인 성장을 촉진하고 중장기적인 기업가치 향상을 도모한다는 관점에서 조언을 하는 것

(II) 경영진의 선해임이나 그 밖의 이사회的重要한 의사결정을 통하여 경영 감독을 하는 것

- 영업양도 및 사업조정, 지배주주에 의한 완전 자회사화 등 이해상충 리스크가 생길 경우 독립 사외이사의 적절한 감독이 필요
- 모든 거래를 감독하는 것은 불가능하기 때문에 이해상충 리스크의 소재를 파악하기 위한 보고 체제 정비가 중요함
 - 지배주주와의 거래·행위에 있어서 기준을 책정한 후 정기적으로 상황 확인 및 검증하는 방법을 제시함
 - 이해상충 리스크가 될 수 있는 특정거래·행위를 심의하는 경우 독립 사외이사는 소액주주의 이익이 도모되고 있는가의 관점에서 검토 및 감독하는 것이 중요함
- 지배주주와 독립 사외이사 간 그룹 경영방침이나 이해상충 리스크를 둘러싼 상황에 대해 지속적으로 대화하는 것이 바람직함
 - 상장회사, 지배주주, 소액주주가 기업가치 향상을 위해 같은 시선을 갖는 것이 중요하며 기업 지배구조 코드 기본원칙에 따른 대화를 권고함

□ 소액주주 보호 및 투자판단에 중요한 정보의 공개는 기업가치 제고에 중요한 요인이며 최근 국내에도 이슈가 되고 있는 가운데 충분한 논의를 통해 국내 실정에 맞는 법안 마련이 필요함

- 이번 동증의 발표는 상장기업의 기업지배구조 실정을 밝히고 정보를 공개함으로써 투자자에게 신뢰를 주고 투자 판단에 용이한 환경을 만드는 것이 목적임
 - 또한 기업지배구조 코드에 따라 지배주주와 소액주주 간 이해상충 리스크가 발생하는 거래·행위에 있어 독립 사외이사의 역할을 명확히 하고 있음
 - 권고사항이나 이러한 정보를 공개하지 않으면 기관투자자 및 행동주의 펀드의 공격을 받을 수 있기 때문에 자발적으로 공시하는 기업이 증가할 것으로 보임
- 향후 기업지배구조 강화 및 경영효율성을 높이기 위해 모자상장 해소 움직임이 한층 확대될 가능성이 있음
 - 동증의 시장 재편과 기업지배구조 코드 개정에 따라 모자 상장기업의 감소세가 이어지고 있으며, 2022년 모자 상장기업수는 209개로 2006년의 절반 수준으로 감소함¹⁰⁾
 - 특별위원회 설치비용 절감 목적 및 최근 발표한 공개매수제도의 재정비에 따라 상장 자회사를 매각하거나 공개매수를 통해 상장폐지를 택하는 기업들이 늘어날 것으로 보임
- 국내에서도 상법 개정에 대한 이슈가 있는 가운데 소액주주 보호, 모자회사 중복상장 이슈 등 국내 사정에 적합한 방안을 모색해야 할 것임
 - 2022년 기업지배구조 보고서 가이드라인 개정에 따라 소액주주 권리보호 방안이 마련되어 있으나 물적분할 등 소유구조 변경, 내부거래와 같은 일부 내용에 한정됨

(iii) 회사와 경영진·지배주주 등 사이의 이해상충을 감독하는 것

(iv) 경영진·지배주주로부터 독립된 입장에서 소액주주를 비롯한 이해관계자의 의견을 이사회에 적절히 반영시키는 것

10) 西山賢吾, 2023. 9. 12, 親子上場の状況(2022年度末) -16年間で半減、今後は公開買付制度見直し議論にも注目-

- 이번 동증의 발표는 각 회사와 그룹 전체에 걸쳐 소액주주 보호에 대한 관점을 세우고 이해상충이 생기지 않도록 구성원의 역할 및 실효적 대응 방안을 강구하라는 점이 특징임
- 국내에서도 소액주주 보호에 관한 법적·정책적 논의가 진행중임에 따라 회사, 주주, 정부 등 이해관계자와의 충분한 논의를 통해 국내 실정에 적합한 규정 마련이 필요함
- 기업 밸류업 프로그램과 맞물려 소액주주 권익 보호를 통해 주주와의 관계를 강화, 기업가치 제고로 이어지는 것이 중요함

선임연구원 여밀림

ZOOM
-IN일본은행 통화정책 정상화에 따른
금융시장 영향

- 일본은행은 2024년 3월 금융정책결정회의에서 17년만에 금리인상을 단행하며 그동안 지속하였던 대규모 금융완화정책 방향을 전환
- 일본은행은 이번 정책 전환이 본격적인 긴축으로의 행보가 아닌 점을 강조하고 완화적 금융 여건을 유지한다는 방침으로, 통화정책 정상화는 경제적 충격을 최소화하며 점진적으로 진행될 것으로 예상
- 통화정책 정상화 결정 이후 추가 금리인상 전망 및 국채 매입 축소 경계감 등으로 국채금리의 상승세가 지속되는 반면, 엔저 현상은 오히려 심화되는 모습
- 한편, 일본은행의 신중한 정책적 대응으로 변동성 확대 등 충격은 크지 않을 것으로 판단돼 한국 경제에 미칠 영향은 제한적일 전망

- 일본은행은 2024년 3월 금융정책결정회의에서 2007년 이후 17년만에 금리인상을 단행하며 그동안 지속하였던 대규모 금융완화정책 방향을 전환
 - 일본은행은 장기간 이어져 온 디플레이션 탈피 및 경제 회복을 목표로 2013년 양적·질적 금융완화정책을 도입하였으며, 이후 2016년 마이너스 금리 및 수익률곡선 제어(Yield Curve Control, 이하 YCC) 등의 정책 도입을 통해 완화적 기조를 강화하며 대규모 금융완화정책을 약 10년간 지속¹⁾
 - 2013년 3월 본원통화량 확대(양적완화)와 매입 국채의 평균 잔존만기 연장 및 ETF 및 J-REIT 등 자산 매입 확대(질적완화) 등을 골자로 한 양적·질적 금융완화정책을 시행
 - 2016년 1월 당좌예금 중 정책금리잔액에 대해 -0.1% 금리를 도입
 - 2016년 9월 단기금리는 일본은행 당좌예금 중 정책금리잔액에 적용되는 금리로 -0.1% 수준을 적용하고, 장기금리는 10년물 국채금리로 0% 수준을 유지하도록 장기국채를 매입
 - 2024년 3월 18~19일 금융정책결정회의에서 임금과 물가의 선순환을 통해 물가안정이 가시적으로 나타나고 있고, 2%의 물가안정목표가 안정적으로 달성될 것이라는 판단 하에 마이너스 금리 정책 및 YCC 정책을 폐지하고, 단기금리를 주요 정책 수단으로 사용하여 통화정책을 운영하기로 결정²⁾

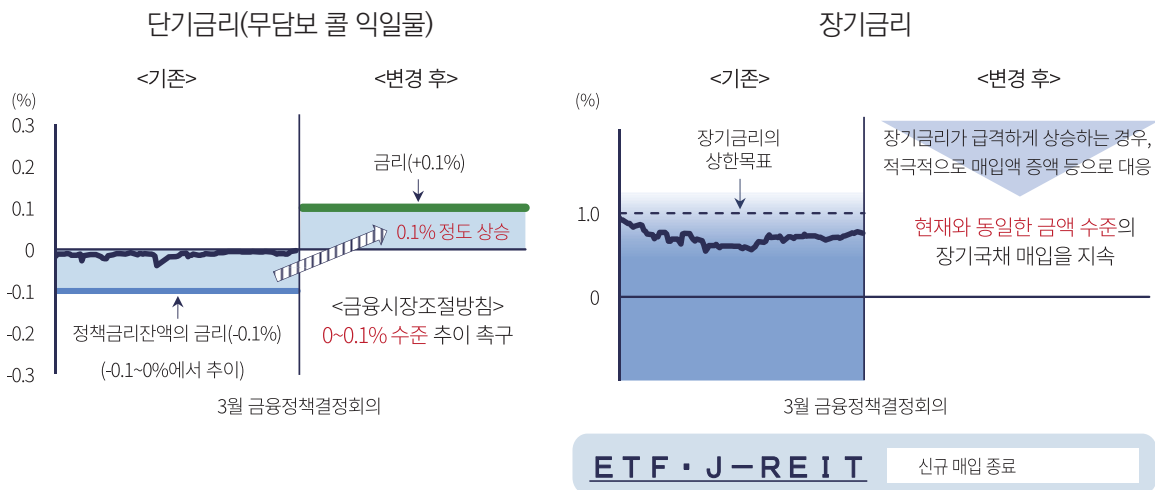
1) 대외경제정책연구원, 2023. 8. 10, 일본은행의 금융완화정책 10년의 평가와 향후 전망.

2) Bank of Japan, 2024. 3. 19, *Changes in the Monetary Policy Framework*.

Bank of Japan, 2024. 3. 19, 金融政策の枠組みの見直し.

- 정책금리를 무담보 콜금리(O/N)로 하고 0.0~0.1% 수준 추이를 촉구
- 기존과 거의 동일한 규모의 장기국채 매입을 지속하되, 장기금리의 급격한 상승 시 기동적으로 매입 규모를 증액, 지정가격 오퍼레이션 실시 등의 방법으로 대응
- ETF 및 J-REIT의 신규 매입은 종료하며, CP 및 사채의 경우 매입 금액을 단계적으로 축소하여 1년 후 종료
- ‘임금 상승을 수반하는 2% 물가안정목표를 안정적·지속적으로 실현하기 위해 필요한 시점까지 장·단기 금리 조절을 통한 양적·질적 금융완화를 계속하고 필요시 추가적인 금융완화 조치를 강구한다’는 포워드 가이드를 삭제

〈그림 1〉 2024년 3월 일본은행 금융정책결정회의의 주요 변경 내용



자료: 일본은행

- 일본은행은 이번 정책 전환이 본격적인 긴축 행보가 아닌 점을 강조하고 완화적 금융 여건을 유지한다는 방침으로, 통화정책 정상화는 추진 과정에서 발생할 수 있는 경제적 충격을 최소화하며 점진적으로 진행될 것으로 예상
 - 일본은행 금융정책결정위원회들은 통화정책 기조 변화가 미국이나 유럽처럼 통화 긴축 국면으로의 전환은 아니라는 점을 지적하며, 일본의 중장기 인플레이션 기대치가 2%를 향해 상승하는 과정에 있어 여전히 완화적 금융 여건을 유지한다는 방침을 강조³⁾
 - 3월 통화정책 전환 이후 개최된 4월 및 6월 두 차례의 금융정책결정회의에서도 완화적 스탠스를 지속
 - 4월 25~26일 금융정책결정회의에서 3월에 결정된 방침을 유지⁴⁾

3) BOJ, 2024. 5. 2, Minutes of the Monetary Policy Meeting on March 18 and 19, 2024.

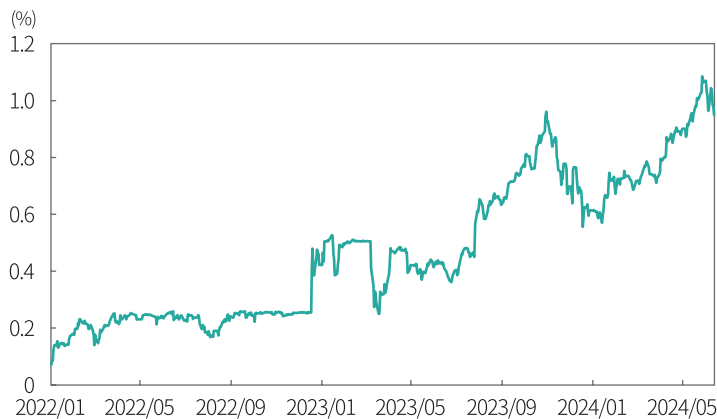
4) BOJ, 2024. 4. 26, Statement on Monetary Policy.

- 6월 13~14일 금융정책결정회의에서 기준금리는 동결하는 한편 장기 국채 매입 규모 감축 방침을 결정하였으나, 국채 매입 감축 규모 등 향후 1~2년 정도의 구체적인 계획은 시장참가자 의견을 확인해 7월에 제시한다고 밝힘⁵⁾

□ 통화정책 정상화에 따른 추가 금리인상 전망 및 국채 매입 축소 경계감 등은 채권시장 금리상승 압력으로 작용

- 일본은행은 장기금리를 0% 수준으로 유도하되, 금리 변동 폭 상한을 최대 1%까지 용인하는 형태(YCC 정책)를 2024년 3월까지 유지
 - 일본의 장기금리는 2022년초 0.1~0.2% 수준이었으나, 이후 미 연준의 금리인상 등의 영향으로 금리상승 압력이 커짐에 따라 장기금리 상승 허용폭을 점차 확대
- 통화정책 정상화에 따른 금리인상 및 YCC 정책 폐지로 금리상승 압력이 확대된 가운데 6월 국채 매입 규모 감축 방침이 결정되며 금리상승 압력이 가중
 - 일본의 장기금리는 2012년 4월 이후 처음으로 1%를 상회(국채 10년물 5.22일 1.009%)
 - 다만, 국채 매입 규모를 감액하더라도 그 속도는 점진적일 것으로 예상되고, 장기금리가 급격하게 상승하는 경우 매입액 증액 등으로 적극적으로 대응한다는 일본은행의 입장에 따라 가파른 금리 상승은 억제될 것으로 전망

〈그림 2〉 일본 10년물 국채금리



자료: Bloomberg

□ 반면, 통화정책 정상화 결정 이후 엔저 현상은 오히려 심화되는 모습

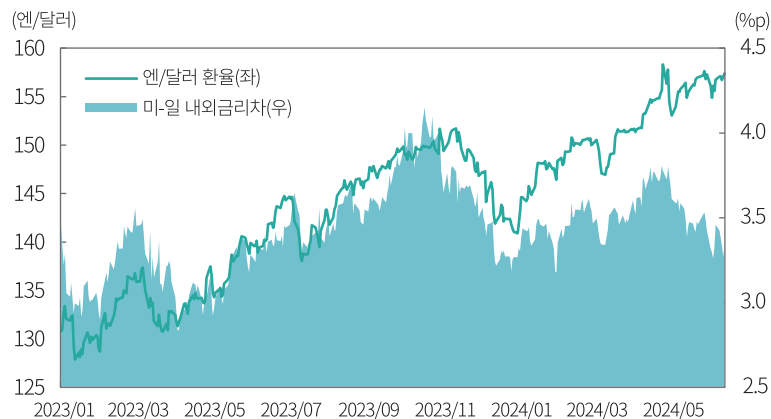
- 엔화의 큰 폭 약세 시현에도 불구하고, 3월 이후 개최된 금융정책결정회의에서 완화적 스탠스 유지 및 일본은행 총재의 환율 관련 발언 등에 따라 엔화가 더욱 가파르게 절하⁶⁾

5) BOJ, 2024. 6. 14, *Statement on Monetary Policy*.

6) 朝日新聞, 2024. 4. 26, Japanese yen rises sharply after hitting 34-year low against dollar.

- 4월 금융정책결정회의 직후에 있었던 기자회견에서 우에다 가즈오 일본은행 총재의 “엔저가 구조적인 물가상승률에 현재로서는 큰 영향을 주고 있지 않다”는 발언이 시장에서는 ‘엔저 용인’으로 인식되면서 엔화 약세가 심화
 - 4월 29일 엔/달러 환율은 장중 160엔을 상회하며 1990년 이후 34년 만에 가장 높은 수준을 기록
 - 엔/달러 환율 급등에 대응하여 일본 재무성은 4월 26일부터 5월 29일까지 9.79조엔 규모의 시장 개입을 실시⁷⁾함에 따라 엔/달러 환율은 5월중 153엔 수준까지 하락하며 안정세를 보였으나 효과는 일시적으로 이후 재반등
 - 6월 금융정책결정회의 이후 구체적인 국채 매입 감액 계획 부재에 따른 실망감 등으로 엔화 약세폭이 확대되면서 6월 14일 157엔대까지 상승
- 또한 미 연준의 금리인하 전망 축소 등의 영향으로 미·일 양국의 금리 차이가 부각되며 엔화 약세가 가중
- 미 연준은 6월 11~12일 개최한 FOMC 회의에서 기준금리를 동결하고, 점도표 상의 금리인하 횟수 전망을 3회에서 1회로 축소⁸⁾

〈그림 3〉 엔/달러 환율 및 미-일 내외금리차



자료: Bloomberg

□ 시장에서는 엔화 약세 국면 지속 및 우에다 총재의 엔저와 물가 불안, 금리정책과 관련된 발언 수정 등으로 기준금리 인상 속도가 가속화될 수 있다는 의견이 확대

- 우에다 총재는 5월 8일 요미우리국제경제간담회에서 과거와 비교해 환율의 변동이 물가에 영향을 미치기 쉬워진 측면이 있다고 언급하였으며, 물가가 예상보다 상승하거나 상승할 리스크가 커질 경우 정책금리를 조기 조정하는 것이 적절하다고 발언⁹⁾

7) Japan Ministry of Finance, 2024. 5. 31, *Foreign Exchange Intervention Operations* (April 26, 2024 – May 29, 2024).

8) Fed, 2024. 6. 12, *Decisions Regarding Monetary Policy Implementation*.

Fed, 2024. 6. 12, *Summary of Economic Projections*.

9) WSJ, 2024. 5. 8, BOJ governor says early rate hike possible if prices rise faster than expected.

- 이는 지금의 엔저가 물가를 예상 이상으로 견인할 경우 추가 금리인상에 나설 수 있음을 시사한 것으로 분석
 - 시장참가자들의 추가 금리인상 시기에 대한 전망은 당초 10월이 지배적이었으나 엔화 약세 등의 영향으로 예상 시기가 7월로 앞당겨진 것으로 조사¹⁰⁾
 - 반면, 일부에서는 7월 금융정책결정회의에서 국채 매입 감액 규모 결정과 금리인상이 동시에 실시될 가능성은 낮은 것으로 평가¹¹⁾
- 한편, 일본은행의 신중한 정책 대응으로 시장 변동성 확대 등 충격은 크지 않을 것으로 판단돼 한국 경제에 미칠 영향은 제한적일 전망
- 다만, 엔화 환율 및 대내외 환경 변화 등 불확실성이 상존함에 따라 향후 일본은행의 금리인상 과정에서 일시적인 시장 변동성 확대 가능성과 그에 따른 파급효과 등에 대해서는 대응이 필요

선임연구원 장효미

10) Bloomberg, 2024. 6. 7, A majority of BOJ watchers expects cut in bond buying next week.

Bloomberg, 2024. 6. 14, BOJ PREVIEW: Rate hold, QT start, Ueda to flag a July hike.

11) Reuters, 2024. 6. 17, Economists remain split on timing of BOJ's next rate hike: Reuters poll.