

## OPINION

선임연구위원  
김필규

## 신용채권시장의 현황과 전망

최근 금리가 하락하는 추세를 보임에 따라 국내 신용채권시장 발행이 증가하고 있다. 투자자의 신용채권 투자 수요가 늘어남에 따라 2024년 11월 현재 신용채권 발행 규모는 전년도 연간 발행 규모를 넘어섰다.

신용채권시장 확대의 영향을 미친 주요 요인은 금리 하락이다. 금리가 하락하는 방향성을 보임에 따라 신용채권 투자자의 신용위험에 대한 선호가 변화하여 A등급의 비중이 크게 증가하고 있다. 이러한 신용채권에 대한 수요 증대는 신용스프레드의 축소로 이어지고 있다. 그러나 금리 하락기조의 지속 여부와 일부 산업 부문 신용도에 대한 불확실성 등으로 인하여 금리 상승기에 단기화된 신용채권의 만기 구조는 크게 변화하지 않고 있다.

2025년 신용채권시장은 경제 및 금융 여건, 금리 하락의 지속성, 수급 요인 등에 영향을 받을 가능성이 있다. 향후 금리 변화의 방향은 인플레이션의 향방에 따라 영향을 받을 것으로 보인다. 최근 낮아진 인플레이션 압력은 각국의 기준금리 인하로 이어질 가능성이 있지만 트럼프 정부 출범 이후 관세 정책은 물가 및 금리의 불안정 요소로 작용할 가능성이 있다. 2025년도 신용채권 차환 수요 감소는 국내 신용채권의 수급에 긍정적인 요인으로 작용할 것이다. 다만 국고채 발행 확대는 신용채권 수급에 일부 영향을 미칠 가능성이 있다. 이러한 신용채권시장 내부의 요인과 더불어 최근의 국내 정치 불안정성은 내년도 신용채권시장에 가장 큰 영향을 미치는 요인이 될 가능성이 있다.

신용채권시장<sup>1)</sup>은 거시경제, 금융정책, 수급 상황 및 금리 등 다양한 요인에 의해 영향을 받는다. 국내 신용채권시장은 금리 하락에 대한 기대감과 발행 수요 증대 및 건조한 투자 기반에 힘입어 발행 규모가 지속적으로 증가하고 있다. 또한 발행자 수가 크게 증가하였고, 채권 유형도 다양화되고 있다. 그럼에도 불구하고 공모 신용채권의 발행은 일부 신용도 높은 대기업과 금융기관으로 제한되어 있다. 금리 상승에 따라 신용채권의 만기도 단기화되어 장기 자금조달 수단으로서 기능이 약화되고 있다.

향후에는 외부 환경의 변화가 신용채권시장에 영향을 미칠 것으로 보인다. 최근의 정치적 이슈나 대외적인 환경 변화에 따른 시장 불안정성은 신용채권의 수급 불안정 요인으로 작용할 가능성이 있다. 시장 불안이 경기 둔화로 이어지는 경우 발행자의 신용사건 등의 문제를 초래할 수도 있다. 이에 본고에서는 최근 신용채권시장의 현황과 특성을 분석하고, 2025년 신용채권시장을 전망한다.

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

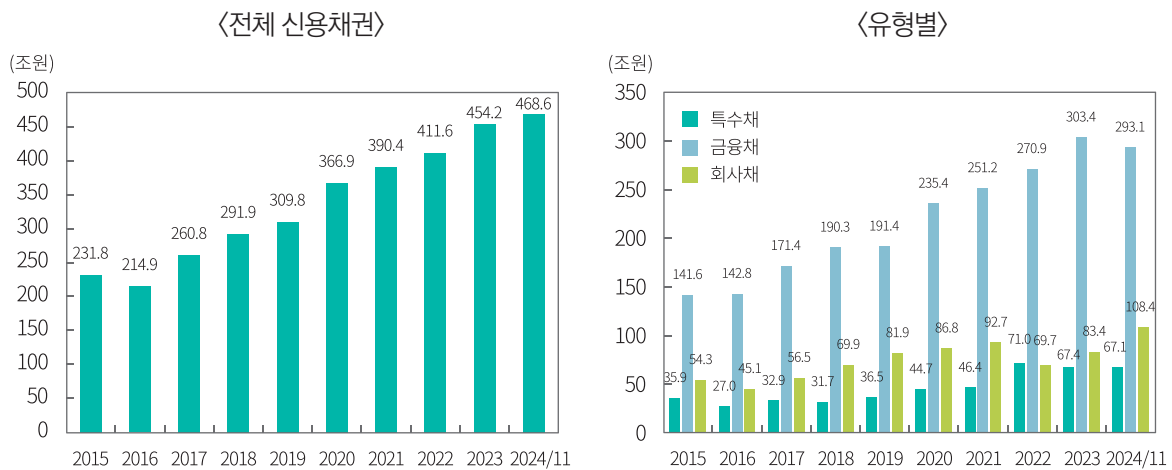
1) 신용채권은 특수채, 금융채, 회사채(ABS, MBS 제외)를 포함한 신용위험이 존재하는 채권으로 정의한다.

### 2024년 신용채권시장 동향

최근 국내 신용채권 발행은 지속적으로 증가하고 있다. 2024년 11월말 현재 신용채권 발행은 전년도 연간 발행을 넘어선 468.6조원을 기록하였다. 전년 동기와 비교하여 9.2% 증가한 규모이다. 올해 신용채권 발행이 크게 증가한 것은 회사채 발행이 전년에 비해 대폭 늘어났기 때문이다. 유형별 발행 규모를 보면 회사채 발행은 전년 동기 대비 32.5% 증가하였고 특수채와 금융채 발행은 전년 동기 대비 각각 6.2%, 3.1% 증가한 것으로 나타났다.

이와 같이 회사채 발행이 크게 늘어난 것은 금리가 하락하는 추세에서 기존에 발행한 회사채를 보다 유리한 조건으로 차환하려는 수요가 크게 늘었기 때문이다. 또한 투자자 측면에서는 수익성 제고를 위해 A등급 회사채의 투자를 확대한 것도 한 요인으로 작용하였다.

〈그림 1〉 신용채권 발행 추이



주 : 특수채, 금융채, 회사채를 포함한 금액이며, ABS와 MBS는 제외  
 자료: 인포맥스, 저자 계산

세부 유형별 발행 현황을 보면 특수채의 경우 한전채 발행 감소에 따라 전년 동기 대비 소폭 증가에 그쳤다. 2022년 한전의 대규모 채권 발행으로 인해 특수채의 발행 규모가 크게 증가하였다. 한전채 발행은 2023년에 이어 2024년 들어서도 줄어들었고, 다른 공기업의 채권 발행도 크게 늘어나지 않아 일반 특수채의 발행은 전년 동기와 비슷한 수준을 기록하였다. 반면 지방공기업과 기타공기업의 채권 발행이 늘어남에 따라 특수채 발행은 전년 대비 소폭 증가하였다. 금융채의 경우에는 대출 억제 정책의 영향으로 은행채 발행은 감소하였으나 카드사와 캐피탈사의 채권 발행 증가로 인해 전체 금융채 발행이 증가한 것으로 나타났다. 회사채의 경우 일반회사채와 자본증권의 발행이 대폭 증가하였다. 일반 회사채는 기존의 고금리 채권을 낮은 금리로 차환하는 수요가 증대함에 따라 전년 대비 대폭적인 증가를 기록하였다. 자본증권 발행이 확대된 것은 보험회사가 대규모 신종자본증권을 발행하였기 때문

이다. 보험회사들은 금리 하락에 따른 보험부채 할인율 조정으로 K-ICS(Korean Insurance Capital Standard) 비율이 하락하였고, 이에 따라 자본확충을 위해 자본증권 발행을 확대하였다. 주식관련사채는 불공정 거래 및 기존 주주 희석화 방지를 위한 규제 강화에도 불구하고 발행 규모가 전년 동기 대비 증가하였다.

**〈표 1〉 신용채권의 세부 유형별 발행 현황**

(단위: 조원)

		2023	2023.11	2024.11
특수채	일반	55.9	52.2	52.8
	지방공기업	6.2	5.8	7.3
	기타 공기업	5.3	5.1	7.1
	합계	67.4	63.2	67.1
금융채	은행채	219.6	206.8	201.3
	카드채	27.3	25.3	32.6
	기타금융채	56.4	52.1	59.1
	합계	303.4	284.2	293.1
회사채	일반회사채	69.7	68.7	87.6
	자본증권	6.7	6.6	12.9
	주식관련	7.0	6.5	7.9
	합계	83.4	81.8	108.4

주 : ABS와 MBS는 제외  
 자료: 인포맥스, 저자 계산

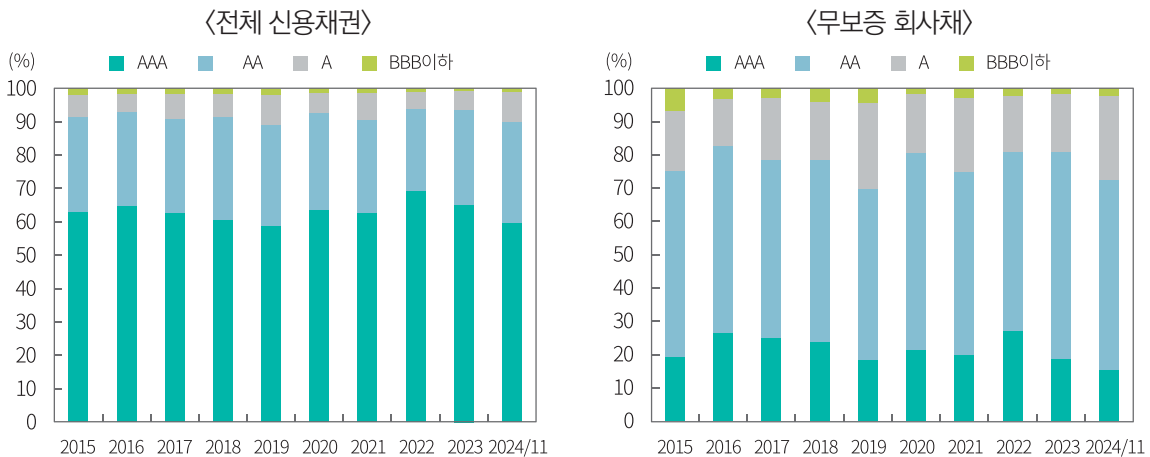
**2024년 신용채권시장의 주요 특징**

2024년 글로벌 인플레이션 압력 둔화에 따라 각국 중앙은행은 기준금리를 인하하였고, 이에 따라 금리가 하향 추세로 전환되었다. 금리 방향의 변화는 신용채권의 신용도, 만기 및 스프레드의 변화에 주요한 요인으로 작용할 수 있다.

전체 신용채권의 신용등급 분포 추이를 보면 AAA등급의 비중이 높게 나타나고 있다. 이는 신용채권시장에서 높은 비중을 차지하는 공기업과 은행의 신용등급이 높기 때문이다. 2024년에는 전체 신용채권에서 AAA등급이 차지하는 비중이 감소한 반면 AA등급과 A등급의 비중은 증가하였다. 이는 AA등급 금융채 발행과 A등급 무보증회사채 발행이 증가하였기 때문이다.

최근 신용채권 발행시장에서 신용등급 분포가 변화한 것은 금리 하락에 따른 투자자의 위험 선호가 변화하고 기업 및 금융기관의 차환 수요가 확대되었기 때문이다. 금리 하락 기조에서 신용채권 투자자는 수익성 제고를 위해 신용위험을 지닌 채권에 대한 투자를 확대한다. 이러한 신용채권에 수요가 증가함에 따라 A등급 발행자는 신용채권 발행을 통한 자금조달을 확대하였다. 또한 기업과 보험 부문의 자본증권 발행 증가도 AA등급과 A등급 신용채권 비중 증가의 한 요인으로 작용하였다.

〈그림 2〉 신용채권의 신용등급 분포 추이



주 : 1) 특수채, 금융채, 회사채를 포함한 금액이며, ABS와 MBS는 제외  
 2) 무등급채권은 제외한 비중  
 자료: 인포맥스, 저자 계산

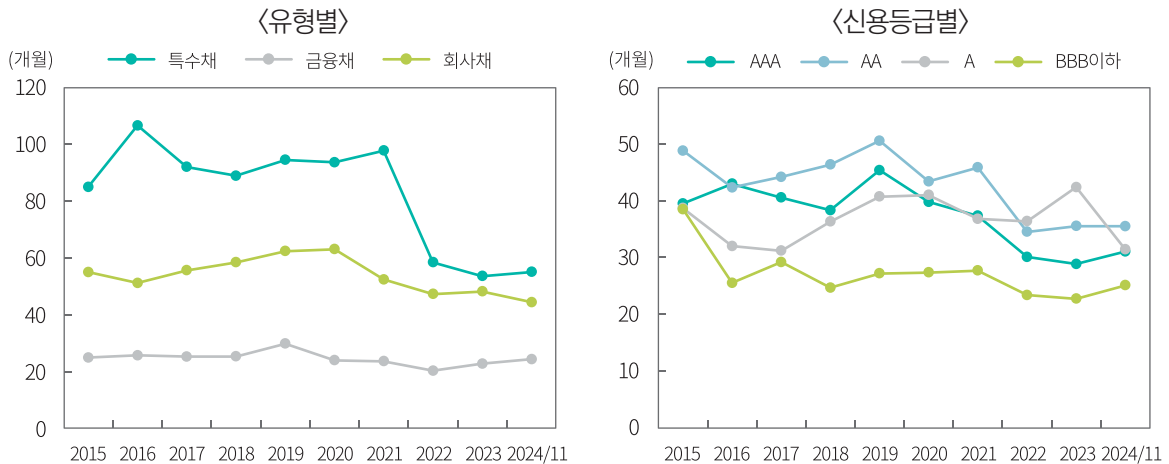
신용채권 평균 만기는 유형별로 차이를 보이고 있다. 특수채의 평균 만기는 다른 유형에 비해 비교적 장기인 반면 금융채는 짧은 것으로 나타났다. 금융채의 만기가 다른 유형에 비해 짧은 것은 은행이 단기 채권을 주로 발행하기 때문이다. 은행의 경우 수신을 대체하거나 자본확충을 위해 채권을 활용하며, 자본증권을 제외하고는 비교적 짧은 만기의 채권을 발행한다.

신용채권의 평균 만기는 2022년부터 급격히 단기화된 이후 최근까지 지속되는 모습을 보이고 있다. 특수채의 경우 한전의 채권 발행이 크게 증가한 2022년에 급격히 단기화된 이후 이전 수준으로 회복되지 않고 있다. 회사채는 2024년 들어 A등급 회사채의 비중이 높아짐에 따라 평균 만기가 줄어 들고 있다.

신용채권의 신용등급별 평균 만기를 보면 전기간에 걸쳐 AA등급의 평균 만기가 AAA등급에 비해 긴 것으로 나타났다. 이는 AAA등급 신용채권의 높은 비중을 차지하는 은행이 주로 단기채를 발행하고 있기 때문이다. 한편 2024년 들어 A등급의 평균 만기가 과거에 비해 짧아지는 모습을 보이고 있다. 이는 투자자들이 금리 방향성이 변화하는 단계에서 불확실성을 관리하기 위해 장기채권보다는 단기채권을 선호하는 투자 특성이 반영된 것으로 보여진다.

이상에서와 같이 신용채권의 만기는 시장상황, 발행자의 신용도와 특성 등에 영향을 받고 있다. 최근 신용채권의 만기구조의 변화는 금리 방향성이 변화하는 초기 단계의 특성을 나타내고 있다. 또한 일부 등급의 경우에는 신용도 변화 가능성을 감안하여 짧은 만기의 채권이 주로 소화되는 특성을 보이고 있다.

〈그림 3〉 신용채권의 평균 만기 추이

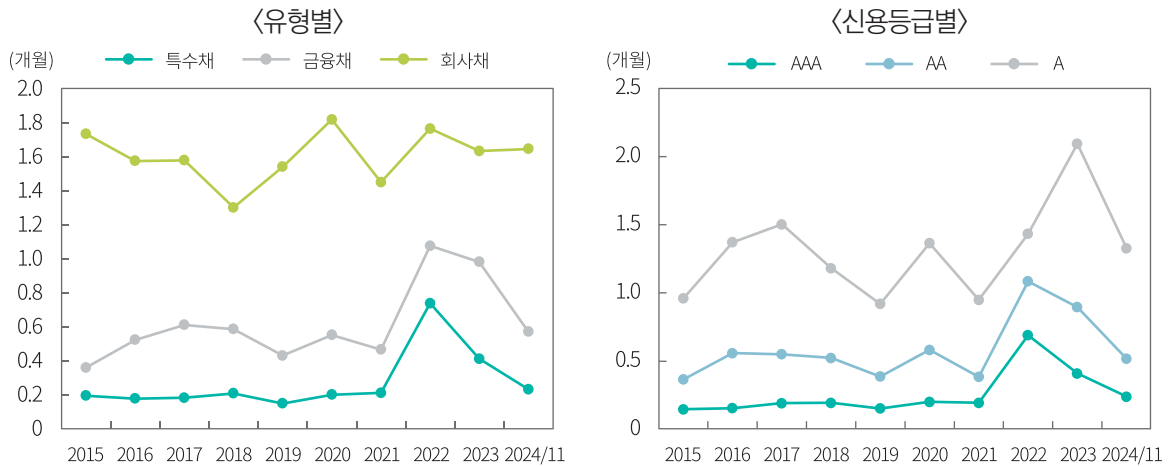


주 : 1) 금액가중 평균 만기  
 2) ABS와 MBS 및 자본증권 제외  
 자료: 인포맥스, 저자 계산

금리가 하향 기조로 전환됨에 따라 국고채 대비 신용채권의 신용스프레드는 대폭 축소되고 있다. 신용등급별 스프레드 추이를 보면, 모든 등급에 걸쳐 신용스프레드가 낮아지고 있다. 특히 다른 신용등급과 달리 2023년까지 상승하였던 A등급의 신용스프레드가 2024년 들어 대폭 하락하였다. 이는 신용위험을 지닌 채권에 대한 투자자의 수요가 증가한 것이 주요 요인으로 작용하였기 때문이다. 유형별로 보면 특수채와 금융채의 신용스프레드는 낮아지는 반면 회사채는 전년 대비 소폭 상승한 것으로 나타났다. 이는 A등급 회사채의 비중이 대폭 늘어났기 때문이다.

이상에서와 같이 최근 금리 하향 기조는 신용스프레드를 축소시키는 요인으로 작용하고 있다. 금리 하락에 따라 투자자들의 신용채권에 대한 수요 증가가 신용스프레드 축소의 주요 요인이 되고 있다. 이와 같은 신용스프레드 축소는 궁극적으로 기업 및 금융기관의 채권 발행을 통한 조달 비용을 낮추는 효과를 거두고 있다.

〈그림 4〉 신용채권의 국고채 대비 신용스프레드 추이



주 : 1) 이표채 형태로 발행된 신용채권의 발행수익률에서 동일 만기 국고채 수익률을 차감한 값의 단순 평균값  
 2) ABS와 MBS는 제외  
 자료: 인포맥스, 저자 계산

이상과 같이 최근 금리 방향성의 변화는 신용채권시장의 구조를 변화시키는 요인으로 작용하고 있다. 단기적으로 신용도가 낮은 채권에 대한 투자 수요가 확대되고 있다. 이러한 신용채권에 대한 수요 증가는 신용 스프레드를 축소시키고 있다. 그러나 신용채권의 만기 구조는 크게 변화하지 않고 있다. 이는 아직까지 금리 방향성과 크레딧시장 여건의 불확실성이 존재하고 있음을 반영하는 것이라고 볼 수 있다.

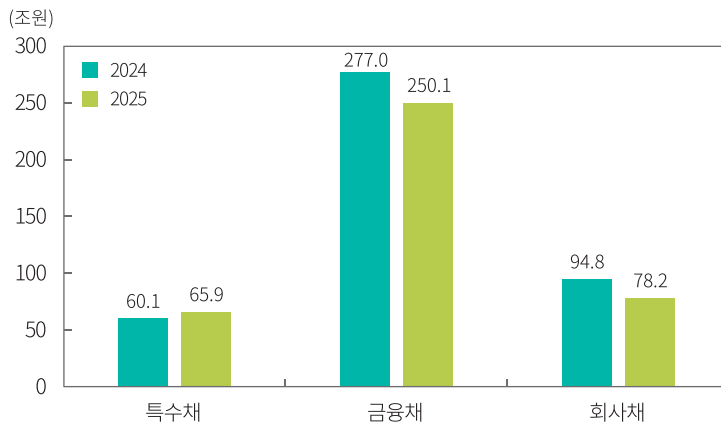
### 2025년 신용채권시장 전망

채권시장은 대외 및 경제, 수요, 발행 및 가격 등 다양한 요인에 의해 영향을 받는다. 2025년 신용채권시장에 영향을 미치는 가장 큰 요인은 금리의 변화이다. 앞에서 살펴본 바와 같이 금리의 변화는 신용채권시장 구조에 커다란 영향을 미친다.

최근 글로벌 인플레이션 압력 완화에 따라 각국 중앙은행은 기준금리를 인하하고 통화정책의 정상화를 도모하고 있다. 이러한 기준금리 인하에 대한 기대감은 채권시장으로의 자금 유입을 확대시키고 시장금리가 기준금리를 하회하는 역캐리 국면이 지속되는 요인으로 작용하고 있다. 2025년 금리의 하향 방향성 지속 여부는 글로벌 인플레이션의 방향에 영향을 받을 가능성이 높다. 근원물가가 여전히 높은 상황에서 과거와 같은 저금리로의 회귀는 기대하기 어려우며, 금리 하향의 추세가 단기간에 그칠 가능성을 배제하기 어려운 상황이다. 이와 더불어 외부 요인의 불안정성이 금리 변동에 영향을 미칠 가능성도 있다. 특히 트럼프 정부 출범 이후 관세 정책의 추진에 따른 물가 압력은 금리 하락의 지속성에 커다란 영향을 미칠 가능성이 있다.

국내 신용채권의 수급 요인은 비교적 우호적인 상황이다. 은행의 대출 축소 정책으로 채권 투자 여력이 증가할 것으로 예상되며, 기관투자자의 경우에도 수익성 제고를 위한 신용채권에 대한 수요가 지속될 것으로 전망된다. 한편 2025년도 신용채권 만기도래 금액은 전년 대비 줄어들 것으로 예상되어 공급 측면의 부담은 감소할 것으로 보인다. 유형별로 보면 특수채의 만기 도래는 소폭 증가하지만 금융채와 회사채의 만기도래 규모는 2024년 대비 대폭 감소할 것으로 예상된다. 이에 따라 신규 자금수요가 크게 확대되지 않는 경우 2025년도 신용채권 발행 물량은 올해보다 감소할 것으로 예상된다. 다만 2025년도 국고채의 발행 확대는 신용채권에도 일부 영향을 미칠 것으로 보인다. 국고채와 신용채권은 신용위험의 측면에서 다른 유형의 상품이라고 볼 수 있다. 그럼에도 불구하고 신용도 높은 일부 특수채와 금융채의 경우에는 국고채와의 대체성이 존재할 가능성이 있다. 이에 따라 국고채 발행 확대는 일부 신용도 높은 특수채와 은행채의 수급에 부담 요인으로 작용할 가능성이 있다.

〈그림 5〉 신용채권의 만기 현황



자료: 인포맥스

신용채권의 조달 비용률은 대외 요인과 시장 상황의 급격한 변화가 발생하지 않는 경우 일정기간 하향 추세를 보일 것으로 예상된다. 다만 트럼프 취임 이후 관세 정책 등에 따른 인플레이션 압력과 국내 정치 불안정에 따른 환율 변화 및 금융시장 불안정성은 위험요인으로 작용할 가능성이 있다.

단기적으로 국내 정치적인 요인이 가장 큰 리스크로 등장하고 있다. 국내 정치 상황의 불안정성은 기업 및 금융기관의 건전성을 저해하고 시장 변동성을 확대시키는 요인으로 작용하고 있다. 이러한 위험이 장기화될 경우 경제 및 금융시장 전반에 영향을 미치고 이는 신용채권시장의 불안정성으로 이어질 가능성이 있다. 다만 시장을 둘러싼 상황이 단기간에 정리되는 경우에는 금리의 방향성이 하락 기조를 유지하고, 수급 안정성 요인이 더해지며, 신용채권시장은 안정화 단계를 나타낼 가능성이 있다. 정치적인 안정이 금융시장 안정화에 가장 중요한 요소로 등장하고 있다.

## OPINION

연구위원  
정희철

## 국내 인구구조 변화와 가계의 자산보유 및 자본시장 참여\*

국내 인구의 연령구조와 세대구조가 빠르게 변화하고 있으며, 이러한 인구구조 변화는 가계 부문의 자산수요에 영향을 미칠 가능성이 있다. 본고에서는 가계 패널 데이터를 활용하여 국내 가계의 자산보유와 자본시장 참여에 대한 가구주 연령대별 및 세대별 패턴을 분리하여 분석하였다.

자산보유의 세대별 차이를 분리한 후 연령대별 패턴을 분석한 결과, 총자산, 순자산, 부동산, 금융자산은 고령층에서의 소진 규모가 완만한 반면, 자본시장자산 보유액은 고령층에서 연령 증가에 따라 빠르게 감소하는 것으로 나타났다. 특히, 가계의 자본시장 참여율은 30대 초반을 기점으로 연령 증가에 따라 급격히 감소하는 경향을 보였다. 자산보유의 연령대별 차이를 분리한 세대별 패턴을 분석한 결과, 자본시장자산 보유액에 대해서는 세대 간에 유의한 차이가 관찰되지 않았으나, 자본시장 참여율의 경우 최근 세대일수록 감소하는 경향을 보였다.

만약 이러한 연령별 및 세대별 패턴이 향후에도 지속된다면, 인구 고령화는 가계 부문의 자본시장자산 수요를 감소시키는 주요 요인으로 작용할 가능성이 있으며, 세대구조의 변화로 인해 자본시장 참여 가구 비율이 지속적으로 감소할 가능성이 있다. 따라서, 향후 국내 자본시장의 수요 기반을 유지하고 투자자 저변을 확대하기 위해서는 최근 세대의 자본시장 참여를 촉진하고, 중장년층과 고령층의 지속적인 참여를 유도하는 노력이 필요할 것이다.

출산을 저하와 기대수명 증가로 인해 우리나라의 인구 고령화가 심화되고 있다. 인구 고령화는 경제 전반에 걸쳐 다양한 영향을 미치며, 가계 부문의 자산 보유 규모와 위험자산에 대한 수요에도 변화를 초래할 것으로 예상된다. 생애주기가설(life-cycle hypothesis)에 따르면, 개인은 근로 시기에 저축과 투자를 통해 자산을 축적하고, 은퇴 후에는 축적한 자산을 소진해 소비를 충당한다. 만약 이 이론이 성립한다면, 자산을 축적하는 청년 및 중장년층의 비중이 감소하고 자산을 소진하는 고령층의 비중이 증가함에 따라 가계 부문의 전체 자산 보유 규모가 축소될 가능성이 있다. 또한, 고령층은 금융자산 배분에 있어서 상대적으로 강한 위험회피 성향을 보이는 것으로 알려져 있다. 따라서 고령층 비중의 증가는 주식이나 펀드와 같은 위험자산에 대한 가계 부문의 총수요 감소로 이어질 수 있다.

본고에서는 가계 패널 데이터를 활용하여 국내 가계의 자산 보유와 자본시장 참여에서 나타나는 연령별 및 세대별 패턴을 분석하고자 한다. 특정 연도에서 관측되는 연령별 자산 보유 패턴은 연령별 차이 뿐만 아니라 세대별 차이를 동시에 포함하고 있다는 한계가 있다. 이에, 자산보유의 세대별 차이를

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

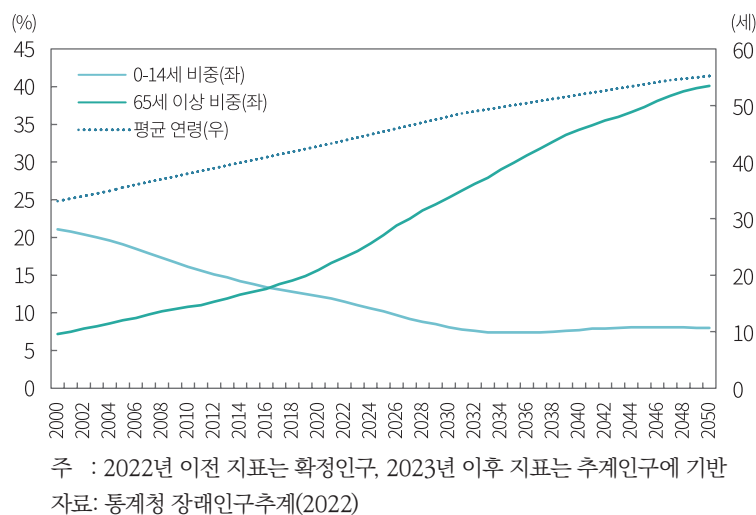
분리된 연령별 패턴인 연령효과(age effect)와 자산보유의 연령별 차이를 분리된 세대별 패턴인 세대 효과(cohort effect)를 구분하여 분석한다. 마지막으로, 분석 결과를 바탕으로 국내 인구구조 변화가 향후 자산 규모와 자본시장에 미칠 잠재적 영향을 논의한다.

### 국내 인구구조의 변화

통계청 장래인구추계에 따르면, 우리나라의 65세 이상 인구 비율은 지속적으로 증가하고 있으며, 2024년 19.2%에서 2049년에는 39.8%로 상승하여 향후 25년 간 두 배 이상 증가할 것으로 전망된다 (<그림 1>). 국내 인구의 평균 연령 또한 꾸준히 상승하여 2024년에는 44.9세, 2049년에는 55세에 이를 것으로 예상된다.

한편, 인구구조의 변화는 단순히 연령별 구성비의 변화에 그치지 않고, 세대별 구성비의 변화도 함께 수반한다. 2024년 기준으로 34세 이하 연령대<sup>1)</sup>에 해당하는 1990년 이후 출생 세대가 인구에서 차지하는 비율은 2024년 32.8%에서 꾸준히 증가하여 2049년에는 46.1%에 이를 것으로 보이며, 이전 출생 세대들의 비율은 점진적으로 감소할 전망이다(<표 1>). 즉, 미래에는 더 최근에 출생한 세대들이 인구에서 차지하는 비중이 점차 커지고, 이들의 연령대가 점진적으로 상승하는 형태로 인구구조가 변화해갈 것이다. 연령구조의 변화가 가계 부문의 자산수요에 미칠 영향은 연령대별 자산보유 패턴에 의존할 것이며, 세대구조의 변화에 따른 영향은 세대별 자산보유 패턴에 의존할 것이다.

<그림 1> 국내 인구의 연령구조 추이 (2000~2050)



1) 청년층(19-34세) 및 이하 연령대

〈표 1〉 출생연도 기준 세대별 인구구조 추이

(단위: %)

연도	1949년 이전	1950년대	1960년대	1970년대	1980년대	1990년 이후
1999	19.9	14.1	18.2	17.7	15.4	14.6
2004	18.3	13.3	17.5	17.0	14.5	19.4
2009	16.3	12.7	17.1	16.6	14.3	23.1
2014	14.4	12.0	16.6	16.0	14.1	26.9
2019	13.1	11.4	16.1	15.6	13.7	30.2
2024	12.0	10.8	15.6	15.3	13.5	32.8
2029	10.8	10.1	15.2	15.2	13.5	35.2
2034	6.7	12.4	14.7	15.0	13.4	37.9
2039	4.1	13.9	13.8	14.5	13.2	40.4
2044	2.0	9.6	18.3	14.1	13.1	43.0
2049	0.7	6.8	19.6	13.7	13.0	46.1

주 : 2022년 이전 지표는 확정인구, 2023년 이후 지표는 추계인구에 기반

자료: 통계청 장래인구추계(2022) 자료를 바탕으로 저자 계산

### 국내 가구의 연령대별 자산 보유

본 분석에서는 재정패널조사의 가계 데이터를 활용하여 국내 가구의 가구주 연령대별 자산 보유 패턴을 살펴본다. 분석에 사용된 변수는 총자산, 순자산, 부동산, 금융자산, 자본시장자산이다. 자본시장 자산은 주식, 펀드, 채권 보유 금액의 합으로 정의하였고, 금융자산은 예·적금, 자본시장자산, 보험 및 연금자산, 기타 금융자산의 합으로 구성하였다. 부동산은 거주주택, 거주주택 외 보유주택, 주택 외 부동산 평가액의 합으로 구성하였다. 총자산은 금융자산, 부동산, 전·월세보증금, 차량 가액, 기타 실물 자산의 합으로 정의하였으며, 순자산은 총자산에서 총부채(부채 조사 항목의 합)를 차감한 값으로 산출하였다.

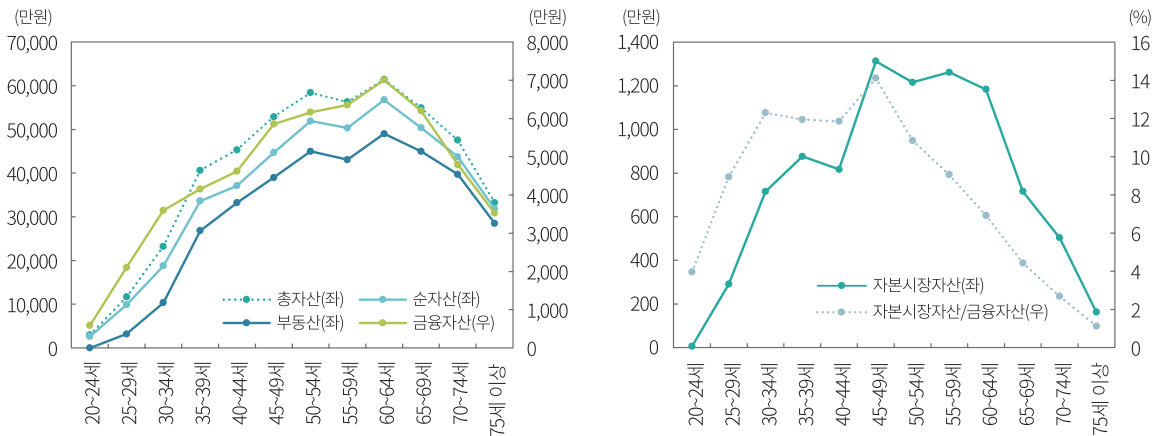
〈그림 2〉의 좌측 패널은 2021년<sup>2)</sup>의 국내 가구주 연령대별 평균 자산 보유 패턴을 보여준다. 국내 가구의 총자산, 순자산, 부동산, 금융자산의 연령대별 평균 보유액은 연령대가 상승함에 따라 꾸준히 증가하는 경향을 보이며, 60~64세 연령대에서 정점에 도달한다. 이후 65~69세 연령대부터 감소하여, 전반적으로 역U자 형태를 보인다. 75세 이상 연령대의 각 자산의 보유 규모는 정점 연령대인 60~64세의 보유 규모 대비 50%를 상회하는 수준이다.

2) 다른 연도에 대해서도 정성적으로 유사한 패턴이 관찰된다.

반면, 자본시장자산 보유액은 더 이른 연령대에서 감소하기 시작하며, 감소율 또한 더 큰 경향이 있는 것으로 나타났다. 2021년 기준 자본시장자산의 연령대별 평균 보유액은 45~49세까지 연령대 상승에 따라 증가, 60~64세 연령대까지는 다소 정체되었다가 이후 빠르게 감소한다(〈그림 2〉의 우측 패널). 75세 이상 연령대의 보유 규모는 정점 연령대인 45~49세의 보유 규모 대비 약 12%에 불과하다. 금융자산 대비 자본시장자산 비율은 45~49세에 약 14.1%로 정점에 도달한 뒤, 연령대가 상승함에 따라 빠르게 감소하여 75세 이상 연령대에서는 약 1.1%에 그치는 것으로 나타났다.

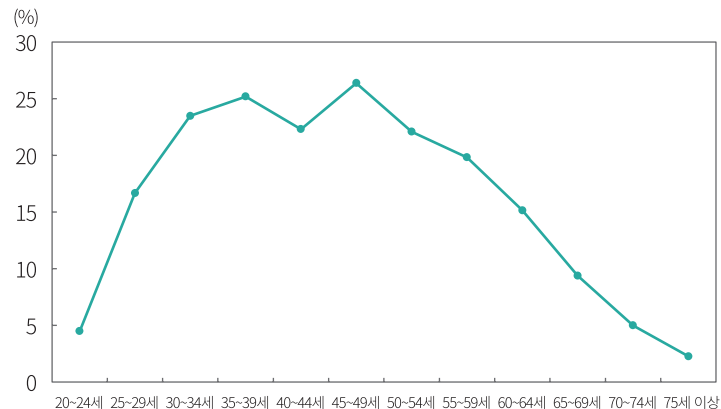
한편, 〈그림 2〉의 연령대별 패턴은 각 자산을 보유하지 않은 가구를 포함한 연령대별 평균이다. 자본시장자산은 부동산이나 금융자산에 비해 비보유 가구의 비율이 훨씬 더 높은 특징을 가진다. 2021년 재정패널 자료 기준 부동산을 보유하고 있는 가구의 비율은 63.5%, 예적금 보유 가구 비율은 86.3%였으나, 자본시장자산 보유 가구 비율은 15.7%에 불과하다. 따라서, 자본시장자산의 낮은 보유액과 구성 비율은 국내 가계의 낮은 자본시장 참여에서 기인할 가능성이 크다. 〈그림 3〉은 2021년 기준 가구주 연령대별 자본시장자산 보유 가구 비율을 나타낸다. 자본시장자산을 보유한 가구의 비율은 45~49세에서 약 26.4%로 정점에 도달한 뒤, 연령이 높아짐에 따라 빠르게 감소하여 75세 이상 연령대에서는 2.3%에 그치는 것으로 나타났다.

〈그림 2〉 가구주 연령대별 평균 자산 보유 (2021)



주 : 2021년 기준, 연령그룹별 단순 평균  
 자료: 저자 계산

〈그림 3〉 가구주 연령대별 자본시장자산 보유 가구 비율 (2021)



주 : 2021년 기준, 연령그룹별 가구수 대비 자본시장자산 보유 가구수  
 자료: 저자 계산

### 자산 보유에 대한 연령효과와 세대효과

가계 패널 데이터의 특정 시점 자료를 바탕으로 국내 가구의 연령대별 자산 보유 패턴을 분석한 결과, 자본시장자산 보유액은 총자산, 부동산, 금융자산에 비해 더 이른 연령대에서 더 큰 감소율로 감소하는 경향을 보였다. 그러나 특정 시점에서 관측되는 자산 보유의 연령별 차이는 연령효과와 세대효과가 동시에 반영된다는 한계가 있다. 연령효과는 개인의 생애주기에서 특정 연령대에 도달했을 때 나타나는 평균적인 특성을 의미하며, 세대효과는 유사한 시기에 출생한 개인들이 생애주기 동안 공통적으로 경험한 경제적 상황 등으로 인해 발생하는 평균적인 특성을 뜻한다. 주어진 시점에서 연령대가 높을수록 더 이전에 출생한 세대이며, 따라서 더 높은 연령대의 자산 보유는 해당 연령대의 연령효과뿐만 아니라 더 이전 세대의 세대효과도 포함한다. 이에, 본 분석에서는 자산 보유에 대한 연령효과와 세대효과를 분리하여 분석하고자 한다.

이를 위해 각 자산 보유액을 종속변수로 설정하고, 연령대별 더미변수와 세대별 더미변수를 설명변수로 사용한 선형 회귀모형<sup>3)</sup>을 재정패널의 2007~2021년 데이터를 기반으로 추정하였다.<sup>4)</sup> 이 더미변수 회귀분석에서는 기준 그룹을 1990년 이후 출생 세대로 설정하였다.

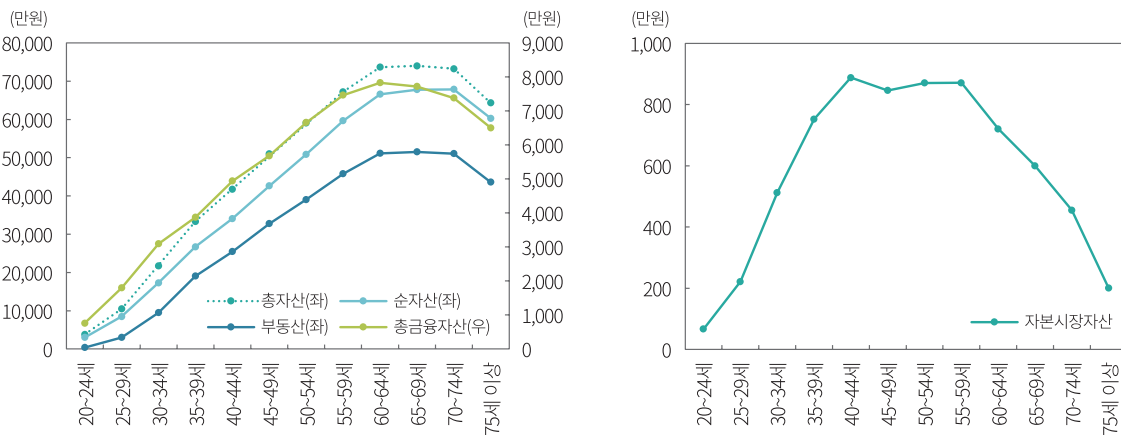
〈그림 4〉는 세대효과를 통제된 연령효과에 따른 자산 보유액의 추정치를 보여준다. 기준그룹이 1990년 이후 출생 세대로 설정되었으므로, 〈그림 2〉에서 제시하는 연령효과는 1990년 이후 출생 세대가 각 연령대에 도달했을 때의 연령효과를 반영한 자산 보유액의 추정치를 의미한다.<sup>5)</sup> 연령효과에

3) 해당 분석 방법의 이론적 배경 등에 대해서는 'Poterba, J., 2001, Demographic structure and asset returns, *Review of Economics and Statistics* 83(4), 565-584.'을 참고할 수 있다.  
 4) 분석 표본에는 15,248가구가 포함되었으며, 표본 기간 동안의 총 관측치 수는 84,314개이다. 모든 연도의 금액 변수는 2021년 소비자물가지수를 사용하여 실질 가치로 변환하였다.  
 5) 다른 세대를 기준그룹으로 설정하더라도 그래프의 개형은 동일하다.

의한 각 자산 보유액의 경우, 총자산과 부동산은 65~69세까지, 순자산은 70~74세까지, 금융자산은 60~64세까지 증가한 뒤 연령대 상승에 따라 감소하는 역U자 형태를 가지며, 75세 이상 연령대에서도 각 정점 연령대 보유액 대비 80% 이상의 수준을 유지하는 것으로 나타났다. 반면, 연령효과에 따른 자본시장자산 보유액은 40~44세까지 증가한 뒤 55~59세 연령대까지 정체되었다가 이후 빠르게 감소하며, 75세 이상 연령대에서는 통계적으로 유의하지 않은 것으로 나타났다.

한편, <그림 5>는 세대효과에 의한 자산 보유액의 추정치를 보여준다. 이는 연령대가 일정하게 주어진 상태에서 각 세대의 평균적인 자산 보유액이 1990년 이후 출생 세대와 비교해 얼마나 차이가 나는지를 나타낸다. 총자산, 순자산, 부동산, 금융자산의 경우, 더 최근에 출생한 세대일수록 세대효과에 의한 자산 보유액이 증가하는 경향이 있음을 확인할 수 있다. 즉, 최근에 출생한 세대는 이전 출생 세대에 비해 이들 자산에서 양(+)의 세대효과를 가지는 것으로 나타났다.<sup>6)</sup> 반면, 자본시장자산 보유액에 대한 세대효과는 이러한 경향이 나타나지 않았으며, 모든 세대에서 세대효과가 통계적으로 유의하지 않은 것으로 나타났다. 이는 자본시장자산의 경우, 총자산, 부동산, 금융자산과 달리 최근 출생 세대에 서 양의 세대효과가 나타나지 않으며, 세대 간 세대효과의 차이가 유의미하지 않음을 시사한다.

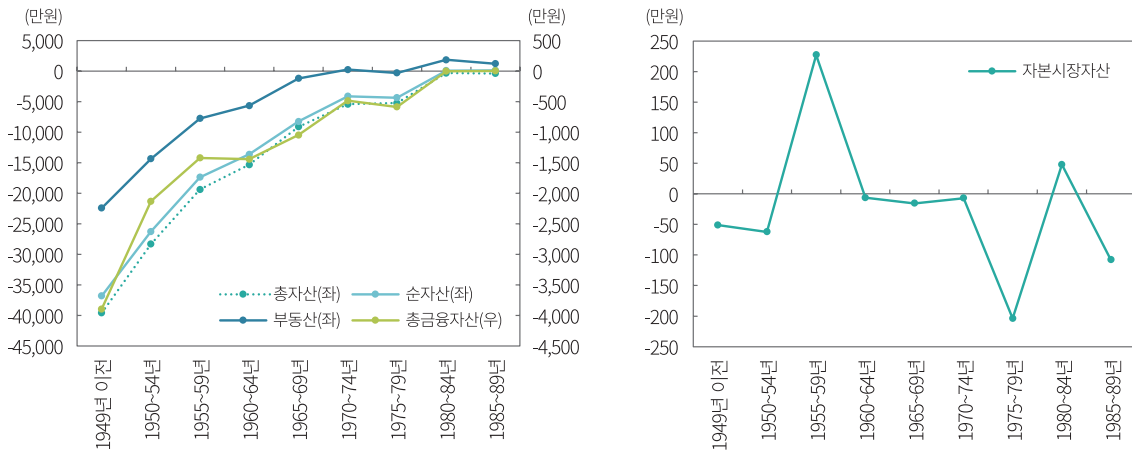
<그림 4> 연령효과에 의한 자산 보유액



주 : 2021년 기준 실질 금액  
 자료: 저자 추정

6) 세대 간 생산성, 선호 체계 등의 차이로 인해 생애소득(lifetime earnings), 저축 및 자산보유 패턴 등에 있어서 세대 간 차이가 발생할 수 있다. Jappelli, T., 1999, The age-wealth profile and the life-cycle hypothesis: A cohort analysis with a time series of cross-sections of Italian households, *Review of Income and Wealth*, 45(1), 57-75; Poterba, J., 2001, Demographic structure and asset returns, *Review of Economics and Statistics* 83(4), 565-584 참조

〈그림 5〉 세대효과에 의한 자산 보유액



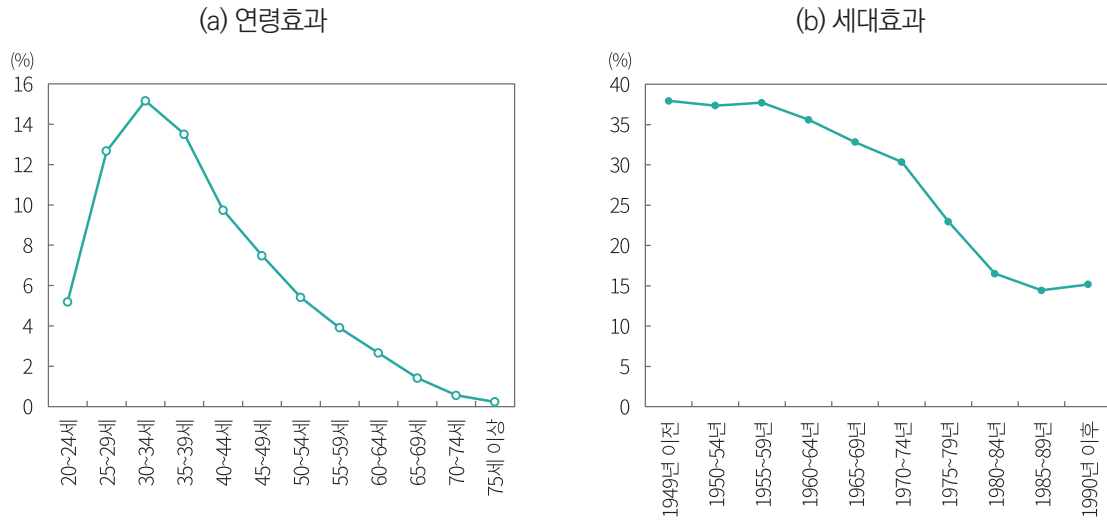
주 : 2021년 기준 실질 금액  
 자료: 저자 추정

마지막으로, 국내 가계의 자본시장 참여율에 대한 연령효과와 세대효과를 구분하여 분석한다. 이를 위해 자본시장자산 보유 여부에 대한 더미변수를 종속변수로, 연령대별 더미변수와 세대별 더미변수를 설명변수로 설정하여 프로비트 회귀분석(probit regression)을 수행하였다. 이후, 각 더미변수의 프로비트 회귀계수 추정치를 활용해 연령효과와 세대효과에 따른 자본시장자산 보유 확률을 계산하였다.

〈그림 6〉은 연령효과와 세대효과에 따른 가계의 자본시장 참여율 추정치를 나타낸다. 연령효과는 1990년 이후 출생 세대가 각 연령대에 도달했을 때의 자본시장 참여 확률을, 세대효과는 각 세대가 30~34세 연령대에 도달했을 때의 자본시장 참여 확률을 나타낸다.<sup>7)</sup> 자본시장 참여율에 대한 연령효과는 30~34세까지 증가한 뒤, 이후 연령이 상승함에 따라 빠르게 감소하는 역U자 형태를 보인다. 반면, 세대효과는 최근 세대일수록 자본시장 참여율이 감소하는 경향이 있음을 확인할 수 있다.

7) 다른 세대그룹이나 연령그룹을 기준 그룹으로 설정하더라도 각 그래프의 개형은 거의 동일하다.

〈그림 6〉 자본시장 참여율에 대한 연령효과와 세대효과 추정치



주 : 1) 연령효과: 1990년 이후 출생 세대가 각 연령대에 도달했을 때의 자본시장 참여 확률  
 2) 세대효과: 각 세대가 30~34세 연령대에 도달했을 때의 자본시장 참여 확률  
 자료: 저자 추정

### 시사점

미래의 국내 인구구조는 고령층 비중 증가로 인한 연령구조 변화와 더불어 더 최근에 출생한 세대들의 비중이 증가하는 세대구조의 변화를 동시에 수반할 것이다. 따라서, 국내 인구구조의 변화가 가계 부문의 자산수요에 미칠 영향은 연령대별 및 세대별 자산보유 패턴에 의존할 것이다. 가계 패널 데이터를 활용하여 국내 가계의 가구주 연령대별 및 세대별 자산보유 패턴을 구분하여 분석한 결과, 총자산, 순자산, 부동산, 금융자산은 고령층에서의 소진 규모가 완만한 반면, 자본시장자산 보유액은 고령층에서 연령이 상승함에 따라 빠르게 감소하는 것으로 나타났다. 특히 가계의 자본시장 참여율은 30대 초반을 기점으로 연령 상승에 따라 급격히 감소하는 경향을 보였다.

또한, 총자산, 순자산, 부동산, 금융자산에 대해서는 최근 출생 세대들에 대해 양의 세대효과가 관찰된 반면, 자본시장자산 보유액에서는 모든 세대에 걸쳐 통계적으로 유의미한 세대효과가 나타나지 않았다. 더 나아가, 자본시장 참여율의 경우 더 최근에 출생한 세대일수록 감소하는 음의 세대효과가 관찰되었다.<sup>8)</sup>

만약 이러한 연령별 및 세대별 패턴이 향후에도 지속된다면, 연령구조의 변화로 인해 가계 부문의 총자산 보유 규모가 축소될 가능성은 크지 않을 것이다. 이는 고령층의 자산 소진 규모가 완만하고, 최

8) 자본시장 참여율에 대한 음의 세대효과는 펀드시장 참여율의 음의 세대효과에 주로 기인한 것으로 판단된다. 주식시장 참여율과 펀드시장 참여율의 세대효과를 각각 추정된 결과, 주식시장 참여율에서는 양의 세대효과가 관찰된 반면, 펀드시장 참여율에 대해서는 음의 세대효과가 나타났으며, 특히 기울기가 훨씬 더 가파른 것으로 나타났다.

근 세대일수록 자산을 더 많이 보유하는 경향이 있는 양의 세대효과가 존재하기 때문이다. 반면, 연령 구조의 변화는 자본시장자산 수요를 감소시키는 주요 요인으로 작용할 가능성이 높다. 세대구조의 변화는 이를 상쇄하지 못할 것으로 보이며, 특히 자본시장 참여 가구 비율은 지속적으로 감소할 가능성이 크다.

따라서, 인구 고령화와 세대구조 변화라는 흐름 속에서 향후 국내 자본시장의 수요 기반을 유지하기 위해서는, 최근 세대의 자본시장 참여를 촉진하고 중장년 및 고령층의 지속적인 참여를 유도할 필요가 있다. 이를 위해, 연령대별 및 세대별 투자 수요와 성향을 고려한 맞춤형 금융투자상품을 제공하고, 계층별 금융 이해도와 투자 경험의 차이를 반영한 맞춤형 금융 교육 프로그램을 마련하는 등 업계와 정책당국의 지속적인 노력이 필요할 것이다.

ZOOM  
-IN최근 핀플루언서 영향력 확대에 따른 감독  
강화 추세

- 최근 전 세계적으로 개인 투자자에 대한 핀플루언서들의 시장 영향력이 커지면서 투자 피해 등의 위험성 또한 확대되자 해외 주요국의 금융당국은 핀플루언서에 대한 규제를 강화
- 영국 FCA는 2024년 3월 핀플루언서가 금융상품을 홍보할 때 준수해야 할 지침을 발표하고 핀플루언서에 대한 감시와 집행조치를 강화하였으며, 미국 SEC와 FINRA 또한 최근 핀플루언서의 불공정거래 행위에 대한 감독 및 집행조치에 적극적으로 나섬
- 인도 증권거래위원회(SEBI)는 2024년 6월 핀플루언서를 규제하는 내용의 새로운 규정을 승인하였으며, 말레이시아 증권위원회(SC)는 2024년 7월 핀플루언서 활동 규제를 위한 투자자문 제공 지침을 업데이트
- 국내 또한 핀플루언서들의 불공정거래 행위가 포착되고 있는 만큼 투자자보호 차원에서 핀플루언서에 대한 강력한 관리 체계가 필요

- 최근 전 세계적으로 개인 투자자에 대한 핀플루언서<sup>1)</sup>들의 시장 영향력이 계속해서 커지면서 금융 소비자들이 피해를 입을 수 있는 잠재적 위험성 또한 확대
  - 핀플루언서는 소셜미디어를 통해 개인 투자자를 대상으로 금융 관련 정보 및 투자 조언 등을 제공하며 전통적인 금융사의 자문 역할을 대신 수행
    - 핀플루언서는 소셜미디어를 통해 자산관리, 가상자산, 금융 트렌드, 투자 등 다양한 금융 주제에 대한 지식을 공유하고 조언을 제공하며, 후원 게시물 광고, 추천 또는 특정 금융상품 홍보 등을 통해 수수료 수익을 창출
  - 최근 소셜미디어가 정보를 공유하는 강력한 플랫폼으로 부상하고, 특히 코로나 팬데믹 이후 금융에 초점을 맞춘 핀플루언서들이 이러한 소셜미디어를 통해 활발하게 활동하면서 개인 투자자의 투자 판단에 미치는 영향력이 확대<sup>2)</sup>
    - FINRA 연구<sup>3)</sup>에 따르면 35세 미만의 미국 투자자의 60% 이상이 소셜미디어를 통해 투자 정보를 얻는 반면, 금융 전문가를 활용하는 사람은 57%에 불과

1) 핀플루언서(finfluencer)는 금융(Finance)과 인플루언서(influencer)의 합성어로, 다양한 소셜미디어를 통해 주식, 부동산 등 금융정보와 투자조언을 제공하는 사람을 의미

2) 이 외에도 FCA의 데이터에 따르면 18~29세의 62%가 소셜미디어의 인플루언서를 팔로우하며, 그 중 74%가 인플루언서의 조언을 신뢰한다고 답함. 또한 젊은 연령대의 SNS 팔로우의 90%는 핀플루언서로부터 금융 행동을 바꾸라는 권고를 받은 것으로 나타남

3) FINRA, 2022, *Investors in the United States: The Changing Landscape*.

- CFA 분석 보고서<sup>4)</sup>에서는 핀플루언서는 특히 젊은 연령대의 투자자와 유색인종 투자자에게 영향력을 미치고 있으며, 이들은 금융정보를 얻기 위해 전문 투자자문업자보다 소셜미디어, 거래 앱 등을 통한 정보 출처에 의존할 가능성이 높은 것으로 나타남
  - 세계경제포럼(WEF)<sup>5)</sup>은 향후 Z세대가 얻는 금융정보는 핀플루언서가 주도할 것이며, 금융정보는 소셜미디어에 집중될 것으로 전망
- 그러나 인증되지 않은 투자자문업자를 통한 허위정보 제공, 과장광고, 시세조종 등에 따른 투자자 피해사례 또한 잇따름
- SEC는 2023년 상반기에만 미국에서 소셜미디어를 통한 투자 관련 사기로 인해 총 27억달러의 손실이 발생하였으며, 이러한 손실의 37%는 20~29세 투자자에게 발생하였다고 보고<sup>6)</sup>
  - Barclays 데이터에 따르면 영국인 30%가 소셜미디어에서 사칭 사기의 표적이 되었으며, 투자사기 피해자의 26%가 30세 미만, 모든 투자사기의 77%가 소셜미디어와 같은 플랫폼을 통해 발생하는 것으로 분석<sup>7)</sup>

#### □ 이처럼 핀플루언서의 활동에 위험성을 내포함에 따라 해외 금융당국에서는 핀플루언서에 대한 감독의 필요성을 인지하고 이들을 규제하기 위한 체계를 마련

- IOSCO는 핀플루언서가 투자 접근성을 높이고 투자자 교육에 긍정적 역할을 수행하는 반면 고의적 또는 무의식적으로 투자자 피해를 높일 수 있는 잠재적 위험성을 동시에 내포하고 있음을 우려<sup>8)</sup>
- 핀플루언서 인증제도의 미비, 일반 투자자를 타겟으로 하는 사기, 부적절하거나 위험한 금융상품의 홍보 및 조언, 오해의 소지가 있는 내용, 투자자에게 공개하지 않는 이해상충 문제 등의 위험성을 보유
- IOCSO는 각국의 감독당국이 핀플루언서와 같은 소셜미디어 관리에 대한 책임이 있음을 상기하고, 2024년 의제에서 이를 최우선 순위로 다루어 디지털 시대에 핀플루언서로부터 투자자를 보호하기 위한 방안을 강구<sup>9)</sup>
- 감독당국은 핀플루언서 의무에 대한 지침을 제공하고, 불법행위에 대한 강력한 집행조치를 취해야 한다고 강조
- 해외 주요국의 금융당국 또한 핀플루언서의 활동을 규제하기 위한 지침 발표, 사전 인증제도 도입, 단속을 통한 집행조치 부과 등을 통해 핀플루언서에 대한 감독을 강화하는 추세

4) CFA, 2024, *The Finfluencer Appeal: Investing in the Age of Social Media*.

5) WEF, 2024. 7. 17, Are 'finfluencers' the future of financial advice?

6) *ibid.*

7) Barclays, 2023. 7. 10, Over a quarter of investment scam victims are under the age of 30.

8) IOSCO, 2024, *Finfluencers*, Consultation Report.

9) IOSCO, 2024. 4. 12, IOSCO publishes an updated Workplan, Media Release.

- 영국 FCA는 2024년 3월 소비자보호 규정(Consumer Duty)의 일부로 핀플루언서가 금융상품을 홍보할 때 준수해야 할 지침을 발표<sup>10)</sup>하고, 핀플루언서에 대한 감시와 집행조치를 강화
  - FCA는 소셜미디어를 통한 금융서비스 및 상품 광고가 공정하고 오해의 소지가 없도록 해야 하며, 균형 잡힌 견해를 제공하고 적절한 위험 경고를 포함해야 함을 강조
  - 지침은 가상자산을 포함하여 고위험 투자에 대해 보다 엄격한 광고 규칙을 시행함으로써 금융 소비자가 정보에 입각한 투자 결정을 내리도록 지원하는 것을 목표
  - 그리하여 FCA 승인기관에서 사전에 승인받은 금융서비스 및 상품의 광고만 허용하도록 하고, 만약 승인받지 않은 금융상품을 홍보할 경우 법적 처벌이 가능함을 명시
    - 핀플루언서는 소셜미디어에 가상자산, 금융서비스 및 상품에 대한 광고를 게시하기 전 FCA가 지정한 대리인의 승인을 받아야 하며, 만약 사전 승인 없이 콘텐츠를 광고할 경우 최대 2년 징역형과 무제한 벌금형에 처할 수 있음을 경고
  - 또한 금융서비스 및 상품을 불법적으로 광고하는 핀플루언서에 대한 표적조치(target action)를 시작하고 심문, 핀플루언서가 운영하는 소셜미디어 계정 경고 발령, 기소 등 적극적으로 단속
    - 5월에는 소셜미디어에서 차액결제거래 매매에 대해 승인 없이 투자 계획을 실행하고 홍보한 혐의로 9명을 기소하였으며, 10월에는 핀플루언서에 대한 표적조치로서 20명의 핀플루언서를 주의 하에 심문
  
- 미국 SEC와 FINRA, FTC는 핀플루언서에 적용될 수 있는 다양한 법률 및 규칙을 운영 중이며, 최근 핀플루언서의 불공정거래 행위에 대한 감독 및 집행조치에 적극적으로 나섬
  - 현재 미국은 1933년 증권법(Securities Act of 1933), 1934년 증권거래법(Securities Exchange Act of 1934) 및 1940년 투자자문업자법(Investment Advisers Act of 1940)에서 특정 활동 또는 특정 핀플루언서를 관리하는 법률을 포괄적으로 규율<sup>11)</sup>하고 있으며, FINRA Rule을 통해 소셜미디어 게시물에 대한 요구사항 및 금지사항을 명시
    - 연방거래위원회(Federal Trade Commission: FTC)에서도 사기성 광고를 금지하는 내용의 FTC법 제5조를 시행하고 금융서비스 부문에서도 이를 적용하였으며, 인플루언서를 통한 광고에서 추천 및 조언의 활용을 다루는 지침을 발행하고 지침과 일치하지 않는 관행에 대해 집행조치를 수행
    - FINRA는 2023년 2월 기업이 금융상품과 서비스를 홍보하고 신규 고객을 모집하기 위해 핀플루언서 및 추천 프로그램을 자체적으로 활용할 때의 고려사항을 담은 지침을 발표<sup>12)</sup>

---

10) FCA, 2024, *Finalised Guidance on Financial Promotions on Social Media*, Finalised Guidance 24/1.

11) 증권법 제12조, 제17조, 증권거래법 제9조, 제10조 및 Rule 10b-5, 투자자문업자법 제206조(4)-1조 등에 의거

12) FINRA, 2023, *FINRA Provides Update on Sweep: Social Media Influencers, Customer Acquisition and Related Information Protection, Rules & Guidance*.

- 2024년 SEC 및 FINRA는 핀플루언서의 위반 행위에 대해 견책과 벌금형을 부과하는 등 집행조치를 취함
  - SEC는 2024년 2월 새로운 ETF 출시에 참여한 핀플루언서의 역할을 공개하지 않은 등록 투자자문사에 대한 집행조치로 175만달러의 벌금을 부과<sup>13)</sup>
  - FINRA는 2024년 3월 핀플루언서 활용 기업을 대상으로 최초의 징계조치로서 불공정하고 오해의 소지가 있는 내용을 소셜미디어에 게시한 것에 대해 85만달러의 벌금을 부과<sup>14)</sup>
- 다만, 미국은 현재 핀플루언서에 특정하는 별도의 법률은 도입되어 있지 않은 상태로, 2024년 11월에는 투자자문위원회(Investor Advisory Committee: IAC)가 투자자보호 강화를 위한 추가 조치로서 SEC에 핀플루언서 규제 공백을 메우기 위한 구체적인 규칙 제정을 제안<sup>15)</sup>
  - 핀플루언서가 특정 정보를 공개하도록 요구하는 규칙을 제안하였으며, 이 외에도 핀플루언서 활동에 대한 지침 발행, 불공정거래 행위 관련 데이터 수집 및 공개, 핀플루언서에 지나치게 의존하는 것에 대한 위험성과 문제점에 관한 투자자 교육 제공 등을 제시

□ 인도 증권거래위원회(SEBI)는 2024년 6월 핀플루언서의 조언에 지나치게 의존하는 금융소비자들의 위험성을 인식하고 핀플루언서를 규제하는 내용의 새로운 규정을 승인<sup>16)</sup>

- 2023년 인도 광고표준위원회(ASCI)는 복잡한 금융상품 거래의 폭발적인 증가에 따른 시장조작 위험으로부터 투자자를 보호하기 위한 목적으로, 인플루언서 광고에 대한 업데이트된 지침을 발표하고 은행, 금융서비스 및 보험 부문에서 인플루언서 활동을 위한 SEBI 등록을 의무화<sup>17)</sup>
  - 해당 지침에 따르면 핀플루언서는 SEBI에 투자자문 또는 리서치 애널리스트로 등록한 후에만 투자 관련 조언을 제공할 수 있으며<sup>18)</sup>, 이름을 포함한 자격증명 공개 및 명확한 이해상충 방지 등을 요구
- 2024년 6월에는 SEBI가 미등록 핀플루언서를 규제하기 위해 규제대상 기관과 미등록 핀플루언서 간의 연계 활동을 금지하는 내용의 새로운 규정을 승인
  - 뮤추얼펀드, 리서치 애널리스트, 등록 투자자문사 및 주식 중개인 등 규제대상 기관이 미등록 핀플루언서와 직간접적으로 협력하지 않아야 하며, 만약 이를 위반할 경우 금융당국은 영업정지, 벌금 등을 부과

13) 1940년 투자회사법 제15조(c), 1940년 투자자문업자법 제206조(2) 및 206조(4)항을 위반한 혐의

14) FINRA는 2024년 FINRA Rule 2210 및 2010 위반혐의로 현재까지 총 3건의 핀플루언서 관련 집행조치를 취했으며, 이는 i) 핀플루언서 게시물 내용이 공정하지 못하거나 과장된 사례, ii) 기업이 핀플루언서 게시물의 내용을 검토 또는 승인하지 않았으며 핀플루언서를 감독하기 위한 합리적 시스템을 갖추지 않은 사례, 마지막으로 iii) 부정확한 개인정보 고지 및 마케팅을 목적으로 제휴하지 않은 제3자와 비공개 정보를 공유한 사례로 견책 및 벌금을 부과

15) SEC, 2024. 11. 22, Recommendations of the disclosure subcommittee of the SEC investor advisory committee regarding the protection of investors in their interactions with finfluencers.

16) SEBI, 2024. 6. 27, SEBI board meeting, Press releases.

17) ASCI, 2023, *Guidelines For Influencer Advertising In Digital Media*.

18) SEBI (Investment Advisers) Regulations, 2013 및 SEBI (Research Analysts) Regulations, 2014에 따른 의무화

- 12월에는 핀플루언서 단속을 강화하여 금융당국의 허가 없이 투자자문 서비스를 운영하고 소셜미디어를 통해 투자자에게 허위정보를 제공한 7개 기관에 대해 증권시장 참여 금지, 이익 환수 등을 조치

□ 말레이시아 증권위원회(SC)는 2024년 7월 핀플루언서 활동 규제를 위한 투자자문 제공 지침을 업데이트<sup>19)</sup>

- SC는 소셜미디어에서 금융상품 및 서비스를 홍보하는 핀플루언서의 영향력이 커지는 상황에 대응하기 위한 일환으로 기존 투자자문 제공에 관한 지침을 업데이트 하고, 핀플루언서를 규제 대상으로 편입
- 해당 지침에는 소셜미디어를 통해 투자조언을 제공하거나 금융상품을 홍보하기 위한 핀플루언서의 활동을 위해서는 SC로부터 자격을 취득하고 요구사항을 준수할 것을 의무화
- 만약 이를 위반할 경우 최대 1천만RM의 벌금 또는 10년 미만의 징역형을 부과하며 이중처벌도 가능함을 명시

□ 위와 같은 국가 외에 프랑스, 호주의 경우 일찍이 핀플루언서에 대한 자격인증 제도, 법적 책임에 관한 지침 등 강력한 규제 체계를 마련

- 프랑스 광고자율규제기관(ARPP)은 2020년 인플루언서 자격인증 제도인 Responsible Influence Certificate를 도입하였으며, 2023년부터 금융시장청(AMF)과 협력하여 금융 부문의 인플루언서에 특화하여 해당 제도를 운영<sup>20)</sup>
  - 핀플루언서로 활동하기 위해서는 마케팅 표준 교육과 자격인증 시험 2단계를 거쳐야 하며, 인증된 핀플루언서가 작성한 게시물을 정기적으로 모니터링하여 규정을 준수하는지 확인
  - 또한 통화금융법(Code Monétaire et Financier)에 핀플루언서에 대한 금지사항 및 준수사항을 명시
- 호주는 핀플루언서에 대한 강력한 규제를 일찍이 도입한 국가로 2022년 3월 ASIC는 핀플루언서 및 핀플루언서 활용 금융서비스 인가기관(Australia Financial Services: AFS)의 법적 책임을 강조하는 지침 성격의 정보문서를 발표<sup>21)</sup>하였으며, 이후 핀플루언서 위반 행위를 적극 단속하고 처벌함
  - 정보문서에는 인플루언서가 금융상품 및 서비스 부문에서 홍보 활동하기 위해서는 AFS 라이선스가 요구되며, 핀플루언서를 활용하는 AFS 라이선스 기관의 경우 자체적인 실사 수행, 적절한 위험관리 시스템 수립, 핀플루언서를 모니터링하기 위한 프로세스 구현 및 배포 의무 등을 설명

---

19) SC, 2024, *Guidance Note on th Provision of Investment Advice*.

20) AMF, 2023. 9. 7, *The AMF and the ARPP launch the Responsible Influence Certificate in finance*.

21) ASIC, 2022, *Information Sheet 269*.

- 만약 이를 위반할 경우 개인의 경우 최대 5년의 징역형, 법인의 경우 백만호주달러 이상의 벌금형 부과를 명시
- ASIC은 정보문서 발간 이후 시장교란 행위와 관련된 핀플루언서를 적극적으로 단속하고 형사처벌 및 민사적 제재를 수행하였으며, ASIC의 이러한 단속 강화로 2023년 호주의 핀플루언서 이용자 수가 전년 대비 6%p 감소한 것으로 나타남<sup>22)</sup>

〈표〉 해외 국가의 핀플루언서 규제 주요 현황

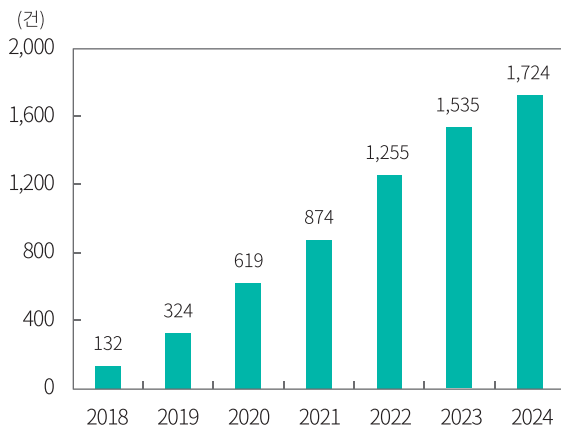
국가	주요 내용	위반 시 제재
영국	• FCA에 사전 승인받은 금융서비스 및 상품의 홍보만 허용	• 무제한 벌금 및 최대 2년 징역형 • 이중처벌 가능
미국	• FINRA Rule: 소셜미디어 게시물에 대한 요구 사항 및 금지사항 명시 • 1933년 증권법, 1934년 증권거래법, 1940년 투자자문업자법에서 포괄적으로 규율 • FTC법 제5조: 사기성 광고를 금지	• 사건의 성격에 따라 형사처벌로 최대 5백만달러 벌금 및 20년 이하의 징역형, 이익환수(손해배상) 등 민사적 제재금, 중지명령 등 • 이중처벌 가능
인도	• 핀플루언서 활동을 위한 SEBI 등록 의무화: 자격증명, 이해상충 방지 등을 공개 • 규제대상 기관과 미등록 핀플루언서 간의 연계 활동 금지	• 영업금지, 이익환수, 벌금형 등
말레이시아	• 금융상품 홍보를 위한 핀플루언서 활동 시 SC 자격취득 및 요구사항 준수 의무화	• 최대 1천만RM의 벌금 또는 10년 이하의 징역형 • 이중처벌 가능
프랑스	• 핀플루언서 자격인증 제도 운영: 인증시험, 교육 및 모니터링 절차 • 통화금융법: 핀플루언서 금지사항 및 준수사항 명시	• 최대 30만유로의 벌금 및 2년 이하의 징역형
호주	• 핀플루언서 활동을 위한 사전 AFS 라이선스 요구 • 핀플루언서 활용 AFS 라이선스 기관에 대한 요구사항 명시	• 형사처벌: 개인은 최대 5년의 징역형 또는 600 penalty unit(약 AU\$19.8만), 법인은 6,000 penalty unit(약 AU\$198만) • 민사적 제재: 개인은 5,000 penalty unit(약 AU\$ 165만) 또는 3배 이익환수 중 큰 금액, 법인은 50,000 penalty unit(약 AU\$1,650만) 또는 3배 이익환수 또는 연간매출의 10% 중 가장 큰 금액

- 국내 또한 개인 투자자들이 핀플루언서에 의존하여 투자하는 상황이 증가하면서 시세조종 등 핀플루언서의 불공정거래 행위가 포착되고 있는 만큼 투자자보호 차원에서 핀플루언서에 대한 강화된 관리 체계가 요구
- 소셜미디어에서 별도의 자격 없이 무분별한 투자조언, 허위정보 유포, 시세조종 등을 통해 부당 이득을 취하는 핀플루언서가 증가

22) Money Management, 2023. 9. 19, Finfluencer usage drops on back of ASIC crackdown.

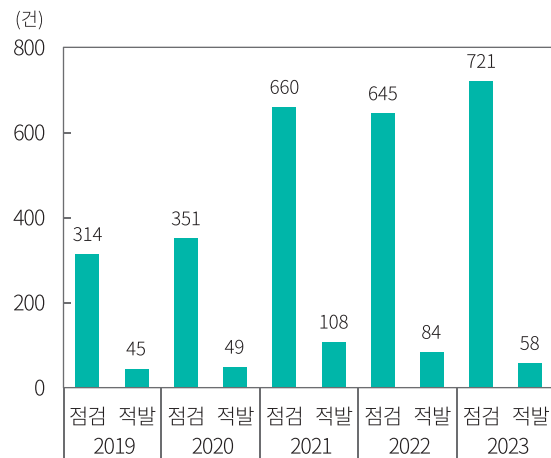
- 현재 금융당국은 사전 등록을 통해 단방향 채널을 이용해 불특정 다수에게 개별성 없는 조인을 제공하는 영업만 허용되는 유사투자자문업자와 SNS, 오픈채팅방 등 온라인 양방향 채널을 통해 유료 회원제로 영업하는 투자자문업자로 구분하여 규율
  - 최근 영업채널이 온라인 중심으로 이루어지면서 등록 유사투자자문업자 수가 크게 증가한 가운데 불법·불건전행위 적발 가능성 또한 확대되었으며, 여전히 미등록 투자자문업자들의 SNS 등을 통한 허위·과장광고 등이 이루어지고 있음<sup>23)</sup>
- 최근 금융당국은 불공정거래와 관련된 핀플루언서를 단속하여 소셜미디어를 통해 주식 리딩방을 운영하며 수백 개의 종목에서 선행매매를 통해 차익을 실현한 핀플루언서를 부정거래 행위 금지 위반 혐의로 검찰에 고발 조치<sup>24)</sup>
- 이처럼 지속적으로 증가하고 있는 핀플루언서들의 영향력과 위험성을 고려하여, 금융당국의 사전감시와 사후제재 등의 강력한 관리 체계가 요구
- 핀플루언서 및 이들을 활용하는 금융기관에 대한 금융당국의 지속적인 모니터링이 요구되며, 소셜미디어를 통해 금융정보를 제공할 경우 추가적으로 지켜야 할 규칙 마련 등을 고려
  - 또한 위험관리 인식 향상을 위한 투자자 교육 등을 통해 투자자보호 환경을 조성할 필요

〈그림 1〉 유사투자자문업자 신고 현황 (누적)



자료: 금융감독원

〈그림 2〉 유사투자자문업자 불법·불건전행위 적발 현황



선임연구원 안유미

23) 금융위원회, 2024. 5. 22, 2023년도 유사투자자문업자 영업실태 점검결과, 보도자료.

24) 금융위원회, 2024. 12. 5, SNS 리딩방 이용 선행매매 등 부정거래 행위 다수 적발 및 신속 조치, 보도자료.

ZOOM  
-IN

## 아시아 거래소들의 IPO 유치를 위한 노력

- 기업 공개 시 국경 제약이 줄어들며 해외 상장을 통한 자금 조달이 증가하고 있음
- 역외 상장 시장 중 미국 편중이 심화하자 아시아의 거래소들은 자국 기업들의 국내 상장을 독려하고, 해외 기업들을 유치하기 위해 인센티브 제공 및 홍보
- 홍콩거래소(HKEX)의 경우 전문기술 기업에 대해 상장요건을 완화하였으며, 도쿄거래소(TSE)의 경우 아시아 지역의 테크기업을 자국 내 거래소에 유치하기 위한 노력 중
- 타국 거래소로의 상장은 많은 기회를 제공하기도 하지만, 각 국가의 규정에 대한 깊은 이해가 중요하며, 진입장벽이 낮은 경우 유지조건이 까다로워 투자자들 또한 주의가 필요

- 기업 공개 시 국경 제약이 줄어들며 기업들은 상장 시장에 대한 선택의 폭을 넓히고 있는데, 해외 상장을 선호하는 기업들은 주로 테크기업들로 시장 자체가 크고, 미래 성장 가능성에 대한 가치를 더 높이 평가해 주는 미국 시장에서의 상장을 선호

— 기업의 상장 동기는 자본조달을 하는 것이므로 만약 해외 시장에서 더 높은 가치를 인정받아 더 많은 자금 조달이 가능하다면, 자국 시장보다는 해외를 택할 유인이 존재

- 성공한 기업들은 대부분 테크기업들로 중국의 알리바바, 바이두, 디디추싱, 싱가포르의 Sea 등이 있음

— 중국의 테크기업들은 트럼프 시절 무역 분쟁 상황에서도 미국시장에서의 상장을 선호하였으며<sup>1)</sup>, 애널리스트들은 2025년에도 중국기업들의 홍콩 또는 미국시장에서의 IPO가 증가할 것으로 예측<sup>2)</sup>

— 그동안 중국기업들은 회계정보의 불투명성, 낮은 주식 수를 이용한 주가 조작 문제<sup>3)</sup> 등 여러 가지 문제가 불거지면서 미국 내 규제가 점차 강화되자 한동안 스위스에서의 상장을 선호<sup>4)</sup>

- 중국은 2019년 자국 기업이 정부 승인 없이 외국 감독 당국에 회계자료를 제출하지 못하도록 하었는데, 미국 내 중국 상장기업의 회계 부정 사태 등 문제가 발생하자 미국 내 중국 상장기업에 대한 회계 감사가 가능하도록 미·중 양국이 합의하면서 미국 내 상장 중국기업에 대한 퇴출 위험이 낮아지게 됨<sup>5)</sup>

1) Nikkei Asia, 2018. 8. 24, Brushing off trade war, Chinese startups flock to US for IPOs.

2) CNBC, 2024. 10. 28, Chinese IPOs in the U.S. and Hong Kong are set to increase next year, analysts say.

3) 이종은, 2022, 미국시장에서 IPO 후 가격 급등락 현상의 증가, 자본시장연구원 『자본시장포커스』 2022-22호.

4) 아시아경제, 2023. 3. 7, 중국기업 놀이터 된 스위스... 떠나면 IPO 여정

5) 홍지연, 2022, 미국 상장 중국기업의 회계감독권에 대한 양국 간 합의, 자본시장연구원 『자본시장포커스』 2022-21호.

- Ernst&Young(EY)에 따르면 올해 글로벌 IPO의 9%가 국경 간 거래를 통한 상장이며, 이 경우 주로 선택하는 곳은 아메리카 지역 중에서도 미국 시장으로 해외 상장 건수 중 유입이 제일 높음
  - <표 1>을 보면 유럽과 아시아지역의 경우 해외 시장으로 나가 상장하는 건수(outbound)가 많고, 미국 시장의 경우 해외 기업들이 유입되는 경우(inbound)의 상장 수가 월등히 높음
  - 유럽/중동/아프리카 지역의 경우 해외 상장의 유입과 유출이 큰 차이가 나지 않지만, 아시아 태평양 지역의 경우 해외 상장으로의 유출이 더 많은 상황

**<표 1> 2024년 1-3분기까지의 지역별 해외 상장(cross-border listing)**

	아메리카		유럽/중동/아프리카		아시아 태평양	
	2023 Q1-Q3	2024 Q1-Q3	2023 Q1-Q3	2024 Q1-Q3	2023 Q1-Q3	2024 Q1-Q3
Outbound	3	4	10	8	45	54
Inbound	48	62	9	3	1	1

자료: EY<sup>6)</sup>

- 미국 시장으로의 상장 선호가 지속되자 아시아의 거래소들은 자국 기업들의 국내 상장을 독려하고, 해외 기업들을 유치하기 위해 인센티브 제공 및 홍보
  - 인도는 자국 내 경제특구에 국제금융서비스센터를 세우고 자국 테크기업 및 해외 기업 유치를 위해 노력하고 있으며, 싱가포르거래소와의 연계 서비스도 제공<sup>7)</sup>
  - 도쿄증권거래소의 경우 아시아 유니콘기업을 유치하기 위한 아시아 스타트업 허브 출범<sup>8)</sup>
  - 말레이시아 거래소의 경우 해외 기업 유치 및 자국 내 유망 기업의 국내 상장 유도를 위한 이중 상장 도입을 추진하고 있으며, 해외 기업들을 위하여 상장 절차를 간소화
- 인도는 자국 내 금융거래 경제특구(SEZ)인 GIFT CITY(Gujarat International Finance Tec-City)에 International Financial Services Center(IFSC)를 세우고 해외 및 국내 기업의 상장을 허용
  - 경제특구 내의 거래소는 인도 본토의 거래소와는 별도의 거래소로 IFSC에서는 인도의 기업 및 해외 기업의 상장이 허용<sup>9)</sup>
    - 현재 경제특구에는 구글, 오라클 SAP 등의 회사가 진출해 있으며, CITI은행과 JP Morgan, Goldman Sachs, 미래에셋 등이 진출
  - 인도 증권거래위원회(Securities and Exchange Board of India: SEBI)는 경제특구 내 기업의 상장 시 최소 분산 요건을 완화하여 본토에서는 25%인 분산 요건을 10%로 완화<sup>10)</sup>
  - 또한 싱가포르거래소와 해외 연계 서비스를 제공

6) EY, 2024. 9. 25, How can you shape your IPO with confidence?

7) IFLR, 2024. 7. 30, Indian exchanges need to create path for foreign IPOs.

8) 글로벌비즈, 2024. 10. 13, 도쿄증권거래소, 아시아 유니콘 기업 유치에 '사활'

9) Business Standard, 2024 .8. 30, IFSCA releases final norms for Gift City listings, sets IPO eligibility.

10) MINT, 2024. 8. 29, Finance ministry reduces mandatory public offering on IFSC bourses from 25% to 10%.

□ 홍콩거래소(HKEX)의 경우 2024년 9월부터 소위 테크기업으로 지칭되는 전문 기술기업의 IPO와 de-SPAC 거래를 장려하기 위해 상장요건을 한시적으로 완화<sup>11)</sup>

- 테크기업의 IPO에 대한 최소시가총액요건과 de-SPAC 거래를 하려는 특수목적회사에 대한 제3자 투자요건을 2024년 9월 1일부터 2027년 8월 31일까지 3년간 완화<sup>12)</sup>
  - HKEX는 2023년 테크기업들의 IPO 장려를 위해 상장규정을 마련하였으나, 해당 규정에 따라 IPO에 성공한 회사는 두 개 기업에 그침
- De-SPAC 거래의 경우 독립 제3 투자자에게 할당하는 PIPE 투자 최소금액을 5억 홍콩달러 또는 평가액의 일정 비율에서 요구하는 금액 중 낮은 금액을 선택할 수 있도록 낮춤
  - 기존 규정에서는 평가대상 회사의 가치가 20억 홍콩달러 미만인 경우 PIPE투자액은 25%, 평가액 70억 이상인 경우 최소 7.5%를 요구
- 홍콩의 경우 중국기업들이 본격적인 해외 상장을 하기 전 테스트 성격을 가지는 경우가 있으며, 미국에 상장한 중국기업들은 미국에서의 상장 퇴출을 염두에 두고 안전을 위해 이중상장하려는 유인도 존재

〈표 2〉 홍콩거래소(HKEX)의 테크기업에 대한 한시적 IPO 완화 요건

	기존 최소 시가총액	한시적 최소 시가총액 요건
상업화 기업	60억 홍콩달러	40억 홍콩달러
비상업화 기업	100억 홍콩달러	80억 홍콩달러

주 : 상업화 기업의 요건은 최근 감사받은 회계연도에서 최소 2억 5천만 홍콩달러의 매출을 올린 기업  
 자료: Skadden

□ 도쿄증권거래소(TSE)는 올해 3월 아시아 지역의 신생 회사를 유치하고 지원·상장하기 위해 TSE Asia Startup Hub를 발족<sup>13)</sup>

- 유망한 아시아 기업들을 대상으로 일본에서 사업을 확장하고 자금을 조달할 수 있도록 금융과 법률 등 지원이 가능한 파트너십을 맺어 서비스를 제공
  - 파트너사들은 증권사, 회계사, 은행, 로펌 및 언론 등으로 구성되어 있어 다양한 측면에서의 지원이 가능
- CEO인 야마지 히로미는 이 사업이 크로스보더 상장을 활성화하기 위한 일환으로 추진되는 것이라고 밝히며 선정된 14개의 기업은 약 4~5년 후 일본 도쿄거래소 상장을 목표로 사업을 추진 중<sup>14)</sup>

11) South China Morning Post, 2024. 1. 30, Hong Kong eyes moves to attract IPOs of mainland Chinese, Middle Eastern firms to spur stock market, Paul Chan says.  
 12) Skadden, 2024. 8. 30, HKEX and SFC Reduce Barriers for Specialist Technology Company IPOs and De-SPACs.  
 13) Market News & Insights, 2024. 3. 26, Establishment of TSE Asia Startup Hub, JPX.  
 14) 법률신문, 2024. 12. 9, 도쿄증권거래소, 스타트업 지원 허브.

— 우리나라의 전자책 사업자인 ‘리디’가 TSE아시아 스타트업 허브로 선정되었으며, 한국과 싱가포르, 말레이시아, 대만 등 총 6개 국가의 신생기업이 선정<sup>15)</sup>

□ 말레이시아 거래소(Bursa Malaysia)의 경우 복수상장 허용과 테크기업의 자국 내 유치를 위한 차등의결권의 도입 추진, 외국인 투자자금의 증가로 인한 자본시장 자체로의 자금유입이 증가<sup>16)</sup>

— 2023년 말레이시아 정부는 테크기업들의 국내 상장을 유도하기 위하여 특정 주주나 창업자들에게 의결권을 더 부여하는 차등 의결권(dual-class shares)의 발행 및 상장을 허용하기로 발표<sup>17)</sup>

— 올해까지 41개의 기업이 IPO에 성공<sup>18)</sup>하였으며, 2025년에는 50개의 기업이 상장될 전망으로 이는 2005년 이후 최대 규모

— 구글과 마이크로소프트와 같은 글로벌 테크기업들의 투자계획 발표 및 데이터센터 구축 등으로 인해 해외 투자자금이 유입되고 있으며, 주식시장이 활발해짐에 따라 M&A 거래 역시 증가<sup>19)</sup>

— 우리나라 기업인 쿠팡의 말레이시아 법인 또한 2025년도 말레이시아 증권시장에 상장을 계획하고 있으며, 약 7억5천만 링깃의 자금 조달을 예상하며, OCI홀딩스의 현지 폴리실리콘 사업부 또한 말레이시아에서의 상장을 검토하고 있음<sup>20)</sup>

□ 그러나 타국 거래소로의 상장은 많은 기회를 제공하기도 하지만, 각 국가의 규정에 대한 깊은 이해가 중요하며, 미국 거래소의 경우 진입장벽은 낮으나 상장을 유지하기에는 쉽지 않음

— 타국 거래소로의 상장은 문화적 차이는 물론 상장규정에 대한 정확한 이해가 필요하여 그에 대한 이해가 없으면, 상장에 시간이 지체되거나 상장을 유지하기 어려워질 수 있음

• 2019년부터 2023년까지 글로벌 IPO의 93%가 회사가 설립된 자국 내 시장에서 이루어졌다는 점을 유념<sup>21)</sup>

• 2022년 말 나스닥 시장에 상장한 pH파마의 경우 4년만에 상장폐지되었고, 미국 시장에 상장하겠다고 하였던 국내 바이오 테크기업들도 실제 성과까지 이어진 사례는 거의 없어 투자자 주의가 필요<sup>22)</sup>

선임연구원 이종은

15) 6개의 아시아 국가는 한국 1개사, 싱가포르 6개사, 말레이시아 1개사, 대만 4사, 베트남 1개사, 인도네시아 1개사로 총 14개 회사가 선정되었음. TSE Asia Startup Hub, <https://www.jpx.co.jp/english/equities/listing-on-tse/startuphub/02.html>

16) Reuters, 2024. 8. 22, Malaysia shines as foreign investors return, peers stumble.

17) Mondaq, 2023. 8. 15, Beyond “one share, one vote”: Listing of dual-class shares on Bursa Malaysia.

18) Bursa Malaysia, IPO Listing Statistics.

19) BNN Bloomberg, 2024. 7. 15, Bankers chase more M&A in Malaysia amid stock market rally.

20) 연합뉴스, 2024. 10. 29, 쿠팡, 말레이시아 증시 상장 추진...“2천400억원 조달 전망”

21) George Chan, 2024. 6. 19, How to avoid the four common pitfalls of cross-border IPOs, EY.

22) 머니투데이, 2024. 5. 17, ‘6년째 상장 준비’...나스닥 간단던 바이오텍 잔혹사.