

## OPINION

선임연구위원  
강현주

## 가계부채 관리체계의 구조적 개선방안\*

정부의 현행 가계부채 관리방식은 연간 경상성장률 전망에 연동되어 운용되고 있으나, 다음과 같은 두 가지 구조적 한계를 지닌다. 첫째, 경상성장률의 예측 불확실성이 커 경제전망이 수시로 변경됨에 따라 가계부채 관리 기조 또한 변동되어 정책의 일관성이 약화되고 시장의 예측 가능성이 저하된다. 둘째, 단기 전망에 기반한 관리방식은 경기 둔화기에는 신용공급을 과도하게 억제하고, 호황기에는 레버리지 확대를 용인하는 등 경기순응적 운용으로 인해 경기 변동성을 오히려 증폭시킬 우려가 있다. 이러한 문제를 해소하기 위해서는 중기적 시계에서 추세 경상성장률을 기준으로 한 관리체계 도입이 필요하다. 아울러, 거시적 총량규제와 DSR 중심의 미시적 규제만으로는 가계부채 안정화에 한계가 있으므로, 개별 차주의 과도한 차입이 유발하는 외부효과를 내부화할 수 있도록 대출 금액에 따른 거시건전성 부담금 도입 등 보완적 정책수단 마련이 요구된다.

가계부채 관리는 금융안정과 거시경제 안정성 확보를 위한 핵심 정책과제 중 하나이다. BIS에 따르면 한국의 GDP 대비 가계부채 규모는 2024년말 기준 주요국 중 세계 5위 수준으로 2021년 3분기 이후 점진적으로 하락하고 있으나 여전히 90%를 상회하고 있는 만큼 체계적이고 지속 가능한 관리 방안이 필요하다. 이러한 배경 하에서 정부는 경상성장률에 연동한 가계부채 관리방식을 채택하고 있으나, 최근 경제환경의 변화와 전망 불확실성의 증대로 인해 한계가 점차 드러나고 있다. 본고에서는 현행 가계부채 관리방식의 구조적 문제점을 분석하고, 경기 변동성 완화를 위한 개선방향을 제시하고자 한다. 특히 경상성장률 전망의 불확실성 및 가계부채의 경기순응성 확대라는 양 측면에서 종합적으로 검토하고 중기적 시계에 기반한 새로운 관리체계를 제시하는 한편, 개별 차주의 과도한 차입에 따른 외부효과를 내부화할 수 있는 보완적 규제방안의 필요성을 논의하고자 한다.

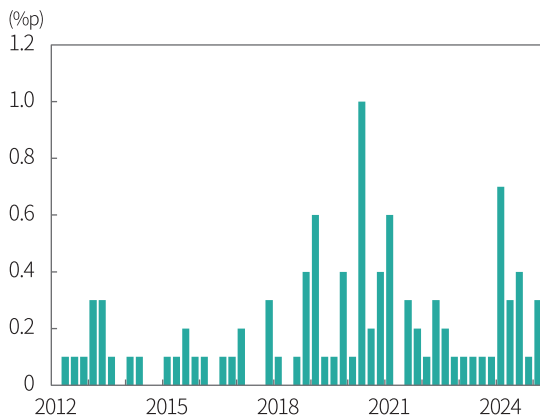
### 현행 가계부채 관리방식의 개요와 한계

정부는 현재 GDP 대비 가계부채 비율의 하향 안정화를 위해 가계부채 증가율을 연간 경상성장률 전망에 연동하여 관리하고 있다. 금융위원회의 「25년도 가계부채 관리방안」(2025년 2월 27일 발표)에 따르면, 2025년도 가계부채 증가율을 경상성장률 전망치 3.8% 내에서 관리하기로 하였다. 가계부채 증가 속도가 경제성장을 넘어서지 않도록 함으로써 부채의 지속가능성을 확보하겠다는 취지이다.

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

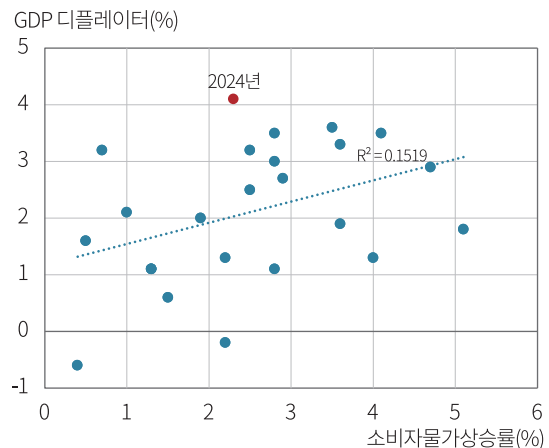
그러나 이러한 연간 단위의 경상성장률 전망에 기반한 가계부채 관리방식은 여러 구조적 문제점을 내포하고 있다. 우선 문제가 되는 점은 연초의 전망치에 근거한 관리목표 설정이 연간 전체로는 타당하지 않을 수 있다는 것이다. 경제전망은 연중 지속적으로 수정되며, 특히 최근과 같이 불확실성이 높은 환경에서는 초기 전망과 실제 성과 간의 괴리가 더욱 커질 수 있다. 경상성장률은 실질성장률과 GDP 디플레이터(deflator) 증가율의 합으로 구성되는데, 두 요인 모두 상당한 전망 불확실성을 내포하고 있다. 먼저 실질성장률 전망부터 살펴보면, <그림 1>에서 나타난 바와 같이 2018년 이후 글로벌 경제는 지정학적 위험이나 보건 위험과 같은 비경제적 요인에 의해 좌우되면서 실질성장률의 전망 오차가 크게 확대되었다.<sup>1)</sup> 전통적인 경제모형들은 주로 경제적 요인들 간의 관계를 바탕으로 구축된 만큼 팬데믹, 전쟁, 자연재해 등과 같은 외생적 충격의 파급효과를 적절히 반영하기 어려운 구조적 한계를 갖고 있다. 또한 글로벌 공급망의 재편, 기술패권 경쟁의 심화, 기후변화 대응 등 구조적 변화 요인들이 복합적으로 작용함에 따라 기존의 경제관계가 변화하고 있어 전망의 정확성이 더욱 저하되고 있다.

<그림 1> 경제성장률 전망 오차



주 : 전기대비 성장률에 대한 컨센서스 전망치와 실제치 간의 차이(절대값)  
자료: Refinitiv

<그림 2> GDP 디플레이터와 소비자물가상승률



주 : 2001~2024년  
자료: 한국은행

경상성장률의 또 다른 구성요소인 GDP 디플레이터 전망 역시 상당한 어려움을 안고 있다. GDP 디플레이터 전망은 참고할 만한 전망치가 없어 대체로 소비자물가지수(CPI) 전망을 기반으로 추정하고 있으나, 두 지표 간에는 지속적인 괴리가 존재하는 만큼 이러한 접근법은 뚜렷한 한계가 있다. GDP 디플레이터는 국내에서 생산된 모든 재화와 서비스의 가격 변화를 포괄적으로 반영하는 지표이다. 여기에는 소비재뿐만 아니라 수출재, 투자재 등이 모두 포함된다. 반면 CPI는 가계가 소비 목적으로 구

1) 분기별 경제성장률 전망 오차를 RMSE(Root Mean Square Error, 값이 클수록 전망 오차가 크다고 해석됨)로 측정하여 비교해보면, 2012~2017년 중 0.14에서 2018~2024년 중 0.35로 2.5배 증가한 것으로 나타났다.

입하는 재화와 서비스의 가격 변화만을 측정하는 지표이므로 그 범위가 상대적으로 제한적이다.<sup>2)</sup> 이러한 통계 편제상의 차이로 인해 GDP 디플레이터와 CPI는 모두 물가를 측정하는 지표이지만, <그림 2>에서 나타난 것처럼 상관관계는 크지 않다. 특히 2024년에는 GDP 디플레이터와 CPI간의 차이가 1.8%p에 달했다.

종합적으로 경상성장률 전망은 구성요소인 실질성장률과 GDP 디플레이터 각각의 불확실성에 영향을 받기 때문에, 이에 기반한 연간 단위의 관리방식은 상황에 따라 정책 목표 수준이 수시로 변경되며, 그에 따라 가계부채 관리 기조 역시 자주 변화하는 문제가 발생할 수 있다. 이로 인해 정책의 일관성이 훼손되고 시장참가자들의 예측가능성도 저하된다. 특히 금융기관은 대출 포트폴리오 구성이나 리스크 관리 전략 수립 과정에서 정책 방향의 예측가능성이 매우 중요한데, 빈번한 정책 변화는 이러한 계획 수립을 어렵게 만든다. 가계의 경우에도, 갑작스러운 대출 규제 강화로 인해 주택 구입이나 사업 자금 조달 등 필요한 시점에 대출을 이용하지 못하는 문제가 발생할 수 있다. 결과적으로 금융시장의 효율성이 저하되고 자원 배분의 왜곡으로 이어질 수 있다.

현행 방식의 보다 근본적인 문제는, 경기순응적(pro-cyclical) 정책 운용으로 인해 경기 변동성을 오히려 증폭시킬 위험이 있다는 점이다. 경기 둔화기에 경상성장률이 하락할 것으로 예상되면 가계부채 증가율도 함께 낮춰야 하므로, 이미 위축된 신용공급이 더욱 억제되는 결과를 초래할 수 있다. 이러한 메커니즘은 경기 침체를 심화시키고 회복 속도를 지연시키는 요인으로 작용한다. 반대로 경기 호황기에는 높은 경상성장률에 맞춰 가계부채 증가율의 허용 수준도 확대되기 쉬워, 자산가격 급등이나 과도한 레버리지 확대를 방지할 가능성이 커진다. 이와 같은 정책 운용은 장기적으로 금융안정을 저해하고, 이후 경기 사이클에서 더 큰 조정 압력으로 이어질 수 있다.

### 중기적 관점의 관리방식 도입 방안

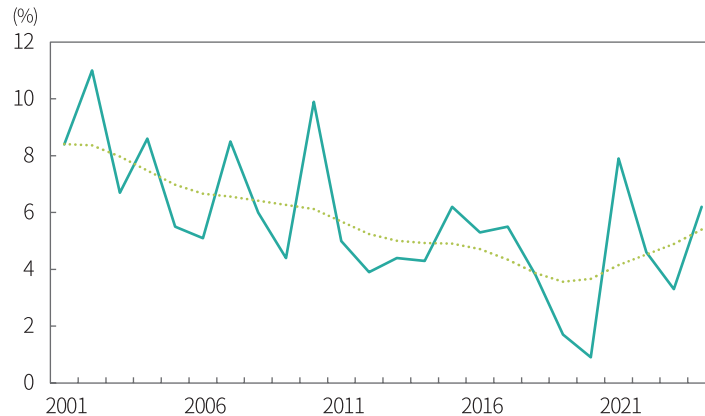
중기적 관점에서의 가계부채 관리는 중앙은행의 통화정책 운용 방식과 많은 유사점을 갖는다. 대부분의 중앙은행들은 단기적 물가 변동에 즉각 반응하기보다는 중기적 시계에서 물가안정목표를 달성하려고 한다. 단기적 충격에 과도하게 반응할 경우 경기 변동성을 오히려 증폭시킬 위험이 있기 때문이다. 가계부채 관리 역시 이와 마찬가지로, 중장기적 금융안정성과 경제 전반의 균형 있는 발전을 목표로 하는 접근이 보다 바람직하다.

현행 시스템의 문제점을 해결하기 위해서는 <그림 3>에서 나타난 바와 같이 변동성이 큰 연간 단위의 경상성장률보다는 중기적 시계에서 산출한 경상성장률의 추세치를 가계부채 관리목표 설정의 기준으로 활용할 필요가 있다. 추세 경상성장률은 통계적 기법을 통해 일시적 충격이나 계절적 요인 등을

2) 특히 한국처럼 수출 의존도가 높은 경제에서는 이러한 오차가 더욱 클 수 있다. 예를 들어 인공지능 관련 투자 확대에 따른 고대역폭 메모리(High Bandwidth Memory) 가격 상승은 GDP 디플레이터에 영향을 줄 뿐 CPI와는 무관할 수 있다.

제거하여 산출되며, 경제의 기초적 성장 능력을 반영한다. 예를 들어 추세 경상성장률보다 소폭 낮은 수준(예: 추세성장률의 80~90% 수준)으로 3년간 연평균 가계부채 증가율 목표를 설정하는 방안을 고려할 수 있다.

〈그림 3〉 경상성장률 및 추세



주 : 점선은 HP 필터로 산출한 추세치

자료: 한국은행, 저자 계산

중기적 관점의 관리방식을 도입할 경우 가장 중요한 효과는 경기 안정화 기능이다. 불경기에는 실제 성장률이 추세성장률보다 낮아지므로, 대출을 상대적으로 여유 있게 취급할 수 있어 경기 침체를 완화하는 데 기여할 수 있다. 반대로 호황기에는 실제 성장률이 추세를 상회하게 되어, 긴축적인 관리가 이루어짐으로써 과열을 방지하는 효과를 기대할 수 있다. 이처럼 경기 상황에 따라 정책 스탠스가 자동으로 조정되는 구조는 일종의 자동 안정화 장치로 기능한다. 아울러 중기적 관리목표는 가계 및 금융기관의 예측가능성을 높이는 데도 기여한다. 연간 전망치가 수시로 변경되더라도, 중기적 관리 기조는 일관성을 유지할 수 있기 때문이다.

### 가계대출 거시건전성 분담금 부과 필요성

아울러 현재의 거시적 총량규제와 개별 차주의 상환 능력을 평가하는 미시적 DSR(Debt Service Ratio) 규제만으로는 가계부채를 안정화하는 데 한계가 있는 만큼 추가적 대응 수단이 필요하다. 소득 양극화 심화로 인해 DSR 규제는 대출 접근성의 양극화를 초래하여 수도권 일부 지역과 전국 기타 지역 간 부동산 가격 차별화를 심화하는 구조적 요인으로 작용할 수 있다. 가계금융복지조사 마이크로데이터를 분석한 결과 2024년 기준 소득 상위 10%는 전체 부동산 담보대출의 28.7%를 차지하는 것으로 나타났다. 최근 수도권 중심의 부동산 가격 상승과 주택담보대출 확대는 주택 가격 상승 기대심리

가 강하게 형성된 가운데 3단계 스트레스 DSR 규제 강화 이전 대규모 차입이 가능한 고소득 차주들이 선제적으로 대출을 확대한 것에 기인하는 것으로 판단된다.

이와 같이 개별 경제주체의 합리적 부채 확대 결정이 사회 전체의 금융안정이라는 후생 개선으로 연결되지 못하는 것은 가계부채가 외부성을 갖기 때문이다.<sup>3)</sup> 특정 개인의 소음이 다수의 사람에게 부정적 영향을 주듯, 개별 차주의 대출은 전체 대출총량을 확대하여 불특정 다수의 신용 가능액을 제약하는 음(-)의 외부효과를 발생시킨다. 더 나아가 경기 둔화 상황에서는 가계부채 확대를 우려한 중앙은행이 금리인하를 지연하면서 대출 부담이 큰 취약계층에 간접적 피해가 발생하기도 한다.<sup>4)</sup> 특히 DSR 규제로 인해 가계대출이 고소득 차주의 거액 대출에 편중되는 경우, 이러한 외부효과는 더욱 심화된다. 따라서, 음의 외부효과가 존재할 때 개인 차원의 합리적 대출 결정을 사회적 최적 수준으로 유도하려면, 대출자들이 자신의 대출이 초래하는 외부효과를 스스로 내부화할 수 있도록 유도하는 정책 메커니즘이 필요하다.

최근 정부는 부동산 시장 과열과 가계부채 급증에 대응하여 수도권 및 규제지역 내 주택담보대출의 최대한도를 제한하는 내용을 포함한 6·27 대책<sup>5)</sup>을 발표하였다. 이번 대책은 고액 대출을 억제하기 위한 긴급 조치라는 점에서 일정한 의의가 있으나, 대출 금액을 획일적으로 제한하는 수량 규제 방식인 만큼, 실수요자의 금융 접근성을 저해할 수 있는 부작용도 존재한다. 이에 따라 보다 체계적으로 과잉 차입에 따른 외부효과를 내부화하기 위해서는, 주택의 매매 또는 전세 여부와 관계없이 대출 금액이 일정 수준을 초과할 경우 부담금이 차등적으로 증가하는 누진적 거시건전성 부담금 제도의 도입을 검토할 필요가 있다. 이 제도는 대출 금액에 비례해 부과되는 가격 기반 규제 방식으로, 실수요자의 접근성을 보호하여 시장 왜곡을 최소화할 수 있는 대안으로 판단된다. 또한, 소수의 고액 대출이 전체 대출에서 차지하는 비중이 큰 점<sup>6)</sup>을 감안하여, 다수의 소액 대출자에게는 영향을 미치지 않으면서도 전체 대출총량 증가에 결정적으로 기여하는 고액 대출자에 대해서만 선택적으로 부과함으로써 규제 대상을 정교하게 설정할 수 있다. 또한, 사회적 형평성을 제고하는 동시에 총량 관리의 실효성을 높일 수 있다. 이를 통해, 경상성장률 기반 총량규제와 DSR 중심의 상환능력 평가를 보완하고, 차주의 수요 형태까지 포괄하는 통합적 거시건전성 정책체계로의 발전을 도모할 수 있을 것이다.

3) Bianchi, J., 2011, Overborrowing and systemic externalities in the business cycle, *American Economic Review* 101(7), 3400-3426.

4) 2024년 8월, 한국은행 금융통화위원회는 물가상승률 둔화와 내수 부진에도 불구하고 주택가격 상승세와 가계부채 증가를 우려하여 기준금리를 동결했다. 이에 따라 금리 인하가 다음 회의인 10월로 연기되었다. 실제로 당시 한국은행의 우려를 뒷받침하듯 2024년 8월 중 전체 금융권 가계부채는 9.8조원 증가한 것으로 나타났다.

5) 금융위원회, 2025. 6. 27, 「긴급 가계부채 점검회의」를 개최하여 수도권 중심의 「가계부채 관리 강화 방안」 발표, 보도자료.

6) 가계금융복지조사 마이크로데이터에 따르면 2024년 기준 6억원 이상의 부동산담보대출을 받은 가구는 전체 부채보유 가구의 3.0%에 불과하나 전체 부동산담보대출금의 19.2%를 차지한다. 반면, 3억원 미만을 대출 받은 가구는 전체 부채보유 가구의 88.2%에 해당하나 전체 부동산담보대출금의 59.2%를 차지한다.

## OPINION

선임연구위원  
김필규

## 상장리츠시장의 현황과 개선과제\*

상장리츠시장은 정부의 활성화 정책에 힘입어 지속적인 성장을 기록하였다. 그러나 금리 상승에 따른 부동산시장 침체와 리츠에 대한 투자자의 낮은 신뢰로 인하여 대부분의 상장리츠 주가가 상장 공모가를 하회하는 저조한 실적을 보이고 있다. 특히 신규 상장이나 기존 상장리츠의 유상증자 이후에는 수급불안정이 심화되어 주가가 크게 하락하는 상황이 반복되고 있다. 이와 같은 상장리츠의 낮은 주가는 기존 상장리츠의 자산 편입을 통한 규모 확대를 제한하고, 리츠의 신규 상장을 어렵게 하여 장기적으로 리츠시장 활성화에 부정적인 영향을 미칠 가능성이 높다.

이에 따라 상장리츠시장을 활성화하기 위한 다각적인 노력이 필요하다. 상장리츠 활성화를 위해서는 무엇보다도 투자자의 신뢰 회복을 통해 상장리츠의 주가를 정상화하는 것이 절실하다. 이를 위해 상장리츠 투자에 유용한 정보가 적기에 제공될 수 있도록 투자보고서를 포함한 리츠 공시체계가 개선되어야 한다. 또한 운용 중인 리츠에 대한 정보제공을 확대하고, 자산 편입 및 배당 유지 전략에 대한 정보를 적극적으로 공유해야 한다. 이러한 신뢰 회복을 기반으로 투자기반을 확대하고 우량자산의 편입 확대를 통한 리츠의 대형화, 투자자산의 다변화를 도모해야 한다. 또한 리츠 간 합병 등을 통해 시장 규모를 확대하는 전략도 추진되어야 한다. 이와 더불어 장기 안정적인 배당상품으로의 리츠의 기능에 대한 투자자의 인식도 제고될 필요가 있다.

리츠시장은 국민들의 부동산 간접투자를 활성화하기 위해 2001년 부동산투자회사법 제정을 통해 도입되었다. 과거 국내 리츠시장은 비상장리츠 위주의 시장이 형성되어 개인의 부동산 간접투자 수단 보다는 구조조정이나 기관투자자의 부동산 투자 수단 및 임대주택공급 확대와 같은 정책적인 목적으로 주로 활용되었다.

국내 상장리츠는 2018년 공모리츠 활성화 정책 도입을 기점으로 높은 성장세를 기록했다. 정책 도입 이후 상장리츠의 수와 운용자산 규모가 지속적으로 증가하였다. 그러나 2022년 이후 금리 상승과 부동산시장 침체의 영향으로 상장리츠시장의 성장세가 둔화되었다. 최근 금리 하락으로 상장리츠의 수익성 개선이 기대되고 있음에도 불구하고 대부분의 상장리츠 주가는 상장 공모가를 하회하는 저조한 실적을 보이고 있다. 또한 일부 상장리츠의 거래정지 사건은 상장리츠에 대한 투자자의 신뢰를 하락시키는 요인으로 작용하고 있다.

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

이에 본고에서는 국내 상장리츠의 상황을 다각도로 살펴 당면한 문제점을 검토하고, 개인의 부동산 간접투자 기회의 확대와 안정적인 배당수익 제공이라는 상장리츠 본연의 목적을 달성하기 위한 상장리츠시장의 활성화 방안을 살펴본다.

## 리츠시장 현황

국내 리츠시장은 제도 도입 이후 외형적 성장세가 지속되었다. 운용 중인 전체 리츠의 수는 2012년 71개에서 2020년 286개, 2025년 5월말에는 415개로 늘어났다. 리츠의 총자산 규모도 2012년 9.5조원에서 2020년에는 62.0조원, 2025년 5월에는 107.4조원으로 대폭 증가했다.

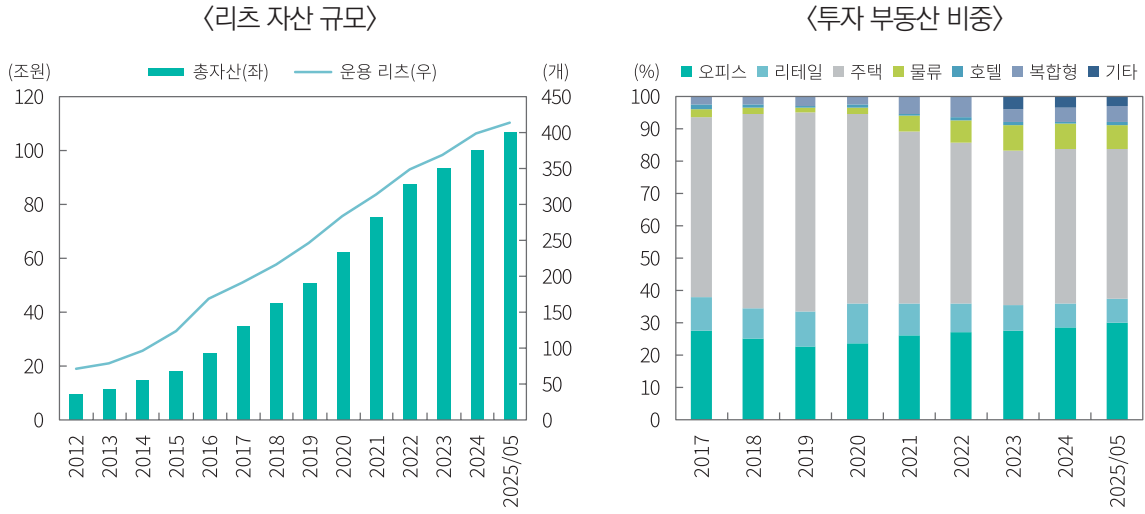
리츠의 유형은 자기관리리츠<sup>1)</sup>, 위탁관리리츠<sup>2)</sup> 및 CR리츠<sup>3)</sup>로 구분된다. 리츠제도 도입 초기에는 주로 기업 구조조정 수단으로 CR리츠가 활용되었으나, 이후 민관 합작투자를 가능케 한 공공 임대주택 리츠의 도입을 통해 공공 목적 위주의 위탁관리리츠시장이 활성화되었다. 또한 기관투자자의 부동산 투자 수단으로 위탁관리리츠가 활용되면서 리츠시장의 규모는 지속적으로 증가하였다. 최근 설정되는 대부분의 리츠는 위탁관리리츠의 구조를 도입하고 있다. 이에 따라 현재 운용 중인 리츠 중에 위탁관리리츠가 차지하는 비중은 96.7%를 기록하고 있다.

전체 리츠시장의 부동산 유형별 비중을 보면 주택의 비중이 가장 높고 다음으로 오피스, 리테일 및 물류의 순서로 비중이 높게 나타나고 있다. 리츠시장에서 주택의 비중이 높은 것은 2014년부터 뉴스테이정책을 위한 자금조달 수단으로 리츠가 적극적으로 활용되었기 때문이다. 리츠시장의 상당 부분을 차지하는 토지주택공사의 경우 정책지원이나 공공지원 임대주택 건설 등을 위한 수단으로 다양한 리츠를 도입하고 있다. 그러나 최근에는 리츠시장에서 주택이 차지하는 비중이 감소하는 반면 오피스와 물류의 비중은 증가하는 추세를 보이고 있다. 이는 일반 부동산 투자를 목적으로 설정하는 리츠가 정책 목적 리츠에 비해 높은 증가세를 나타내기 때문이다.

---

1) 자기관리리츠란 자산운용 전문인력을 포함한 임직원을 상근으로 두고 자산의 투자·운용을 직접 수행하는 회사를 의미  
 2) 위탁관리리츠란 자산의 투자·운용을 자산관리회사에 위탁하는 리츠를 의미  
 3) CR리츠란 기업의 구조조정을 목적으로 매각하는 부동산 등을 투자대상으로 하는 리츠를 의미

〈그림 1〉 국내 리츠시장 추이



자료: 리츠협회

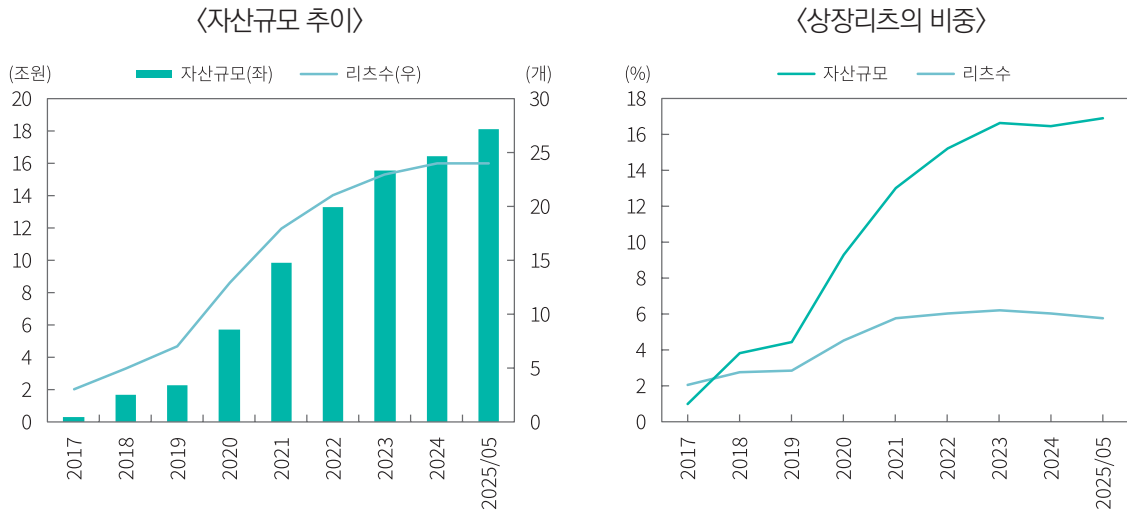
### 상장리츠시장의 주요 특징

상장리츠는 일반투자자의 부동산 간접투자를 위해 한국거래소에 상장하는 리츠를 의미한다. 국내 상장리츠시장 규모는 지속적으로 증가하였다. 상장리츠의 수는 2017년 3개에 불과하였으나 이후 활발한 신규 상장에 힘입어 2020년 13개, 2024년에는 24개로 증가했다. 상장리츠의 자산 규모도 2017년 0.4조원에서 2020년 5.8조원, 2025년 5월에는 18.1조원으로 증가했다. 이러한 증가세는 일반 투자자의 부동산 간접투자에 대한 관심이 높아지고, 상장리츠를 활성화시키려는 정부의 정책이 효과를 거두었기 때문이다. 이에 따라 전체 리츠시장에서 상장리츠가 차지하는 비중도 지속적으로 늘어나 2025년 5월말 현재 자산규모 기준으로 16.9%를 기록하고 있다.

연도별 상장리츠의 자산규모를 보면 2022년까지는 높은 증가세를 보였으나 2023년부터 2024년까지는 증가세가 둔화되었다. 이는 금리 상승 및 부동산시장의 침체로 인해 리츠의 신규 상장이 크게 위축되었기 때문이다. 최근 금리가 하락세로 돌아서고 부동산 간접투자에 대한 투자자의 관심이 다시 높아짐에 따라 일부 상장리츠가 신규 자산 편입을 위한 증자를 추진하고 있고, 리츠의 신규 상장<sup>4)</sup>도 재개되는 모습을 보이고 있다.

4) 2025년 7월 10일 대신밸류리츠가 신규 상장될 예정이다.

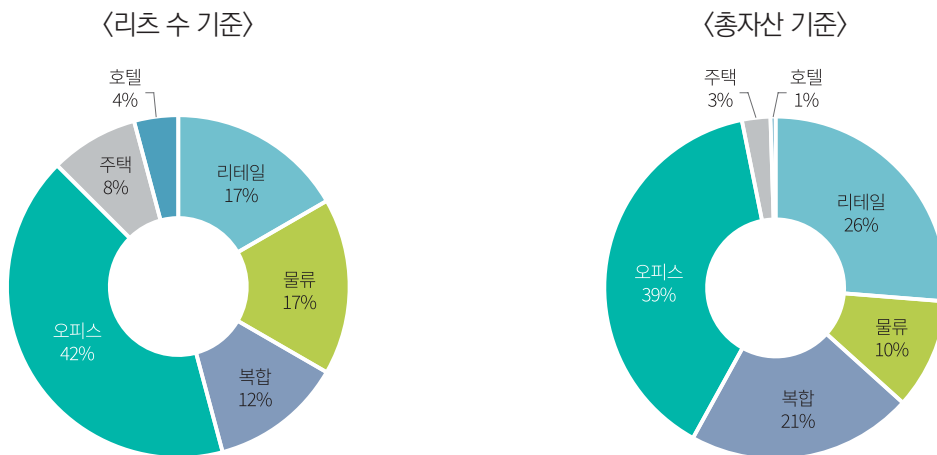
〈그림 2〉상장리츠 규모 추이



자료: 리츠협회

상장리츠의 투자 부동산 유형을 보면 오피스의 비중이 가장 높게 나타나고 있다. 리츠 수를 기준으로 오피스, 리테일, 물류의 순서로 비중이 높게 나타나고 있고, 총자산 기준으로는 오피스, 리테일, 복합자산의 순서로 비중이 높은 것으로 나타났다. 이와 같은 결과는 상장리츠가 주로 현금흐름의 예측이 용이한 건설이 완료된 부동산을 대상으로 설정되기 때문이다. 최근에는 다양한 자산을 포함하는 대형 리츠를 상장하거나 증자 등을 거쳐 자산을 추가하여 상장리츠의 대형화를 도모하려는 전략이 활발히 추진되고 있다.

〈그림 3〉상장리츠의 자산 유형별 비중 추이

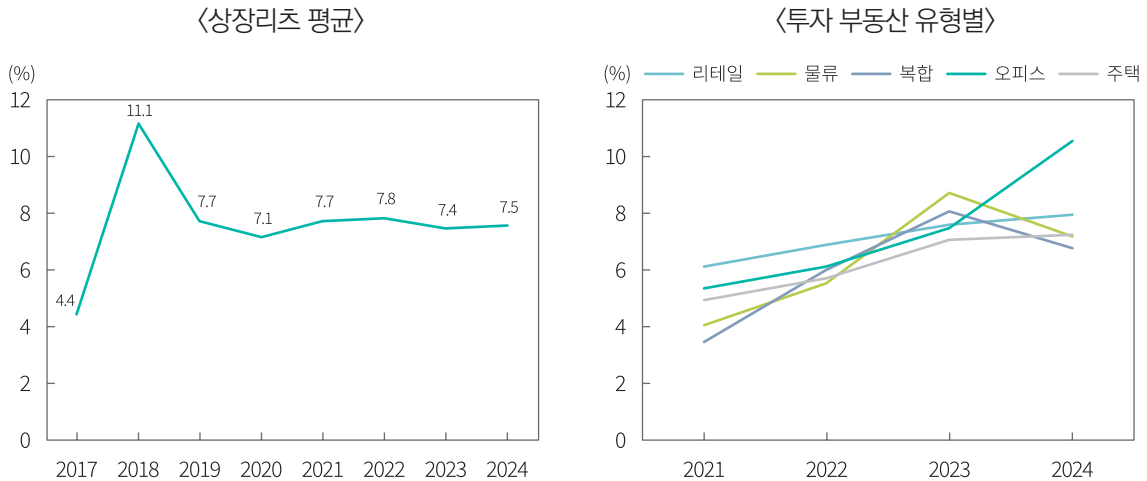


주 : 1) 2024년말 기준  
 2) 상장리츠의 핵심 자산을 위주로 리츠의 기초자산을 구분  
 자료: 리츠협회

상장리츠 투자의 핵심적인 매력 중 하나는 안정적인 배당 수익률을 제공한다는 점이다. 국내 상장리츠의 경우에도 지속적으로 7% 이상의 배당을 제공하고 있다. 특히 글로벌 금리 상승으로 인하여 부동산시장이 침체된 기간에도 국내 상장리츠는 높은 배당률을 기록하였다. 이는 상장리츠의 대부분이 임대 수익을 창출하는 완성 부동산을 기초로 하고 있기 때문이다.

상장리츠의 투자 부동산 유형별 배당률은 기간에 따라 다소 높은 변동성을 보이고 있다. 리테일과 오피스의 경우 배당률이 상승하는 추세를 보이는 반면 물류와 복합자산의 배당률은 최근 들어 다소 하락하고 있다.

〈그림 4〉 상장리츠의 배당률 추이



주 : 1) 리츠별 배당수익률의 산출 평균 값  
 2) 부동산 유형별 배당률의 경우 자기관리리츠를 제외한 평균값임  
 자료: 리츠협회, 저자 계산

높은 배당율에도 불구하고 상장리츠의 주가는 부진한 상황이다. 상장리츠의 평균 주가<sup>5)</sup>는 2022년 이후 지속적으로 하락하는 추세를 보이고 있다. 기간별로 보면 2022년 5월 금리 상승에 따른 부동산 시장 침체의 영향으로 상장리츠의 평균 주가가 크게 하락하였고, 이후에도 이전 수준으로 회복하지 못하고 있는 것으로 나타났다.

금리 상승은 리츠의 가격에 부정적인 영향을 미친다. 금리가 낮은 상황에서는 배당수익률의 매력도가 커져서 리츠 투자에 대한 수요가 증가할 가능성이 있다. 반면 금리가 상승하는 경우 리츠의 배당수익률의 매력도가 감소하고, 리츠의 차입 비용 증가로 수익성이 악화될 수 있다. 2024년말 기준 국내 상장리츠 평균 부채비율은 89.6%를 기록하고 있으며, 3개의 리츠를 제외한 대부분의 상장리츠가 투자를 위해 차입을 하고 있다. 최근 금리 상승기에 상장리츠 주가가 크게 하락한 것은 리츠의 차입비용

5) 평균 주가는 개별 상장리츠의 주가를 2024년 7월 1일을 기준으로 표준화한 값의 평균으로 산출

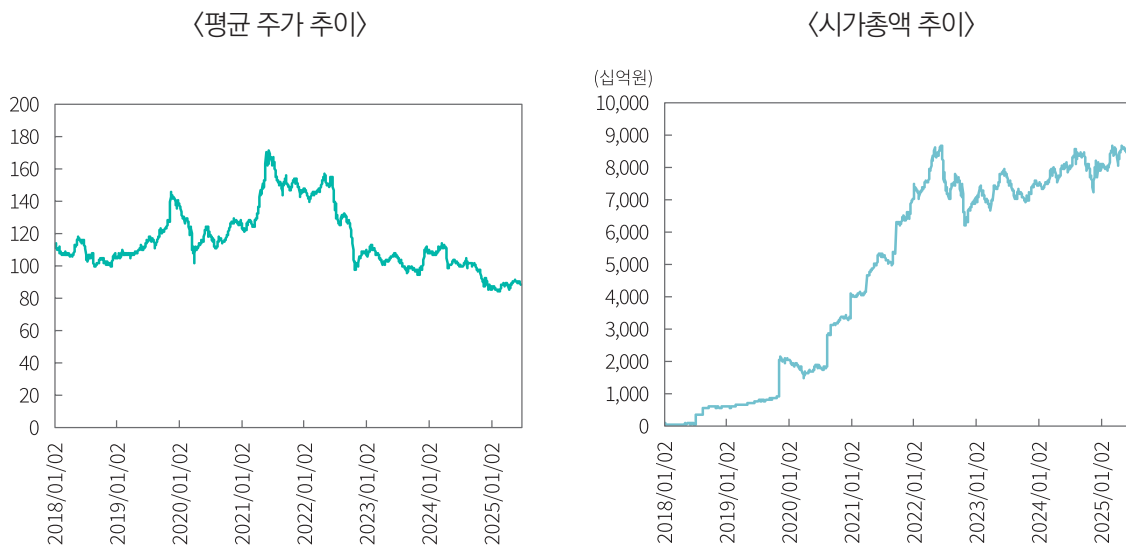
상승에 따른 수익성 악화와 부동산 경기 침체에 대한 투자자의 우려가 주가에 악영향을 미친 것으로 보인다. 그런데 최근 금리가 하락세로 돌아섰음에도 불구하고 상장리츠의 주가는 회복세를 보이지 않고 있다. 이는 리츠의 투자 기반이 미약한 상황에서 상장리츠의 유상증자와 신규 상장이 수급불균형을 초래하였기 때문이다.

한편 일부 상장 자기관리리츠의 유가증권시장에서 거래정지 조치가 발생한 것도 상장리츠시장에 대한 투자자 신뢰를 하락시키는 요인으로 작용하고 있다. 리츠제도 도입 초기에 상장된 에이리츠는 수익성 저하로 인하여 2024년 2월부터 거래가 정지된 상황에서 개선기간을 부여받은 상황이다. 또한 자기관리리츠인 스타에스엠리츠의 경우에는 배임 및 횡령 사건으로 인하여 2025년 2월 거래가 정지되었다. 이러한 일부 상장리츠의 거래정지 조치는 전체 상장리츠시장에 대한 투자자 신뢰도를 저하시키는 요인으로 작용할 가능성이 높다.

대부분의 투자자들은 상장리츠의 높은 배당률에도 불구하고 주가 하락으로 인하여 손실을 기록하고 있으며, 이러한 주가 하락은 상장리츠시장의 투자자 기반 확대를 위해 도입된 리츠 ETF의 성과에도 악영향을 미치고 있다.

상장리츠의 주가 부진은 상장리츠의 시가총액에도 영향을 미치고 있다. 전체 상장리츠의 시가총액은 2022년 6월 8,600억원 내외로 상승하였으나 이후 부동산 경기 하락과 금리 상승에 따른 주가 하락의 영향으로 감소하는 추세를 보이고 있다. 특히 국내 상장리츠의 시가총액은 신규 상장이 이루어지는 시기에 일시적으로 상승하다가 수급 불안정에 따른 주가 하락으로 다시 하락하는 모습을 반복하고 있다.

〈그림 5〉 상장리츠의 평균 주가 및 시가총액 추이



주 : 1) 평균 주가는 개별 리츠 주가의 표준화 값의 평균  
 2) 시가총액은 상장리츠 전체의 합계  
 자료: 리츠협회, 한국거래소, 저자 계산

## 상장리츠시장의 활성화를 위한 제언

국내 상장리츠시장은 정부의 시장 활성화를 위한 다양한 정책에 힘입어 규모가 지속적으로 성장하였다. 그러나 상장리츠의 수요를 촉진하기 위해 리츠 ETF의 도입, 신규 투자 확보를 위한 내부 유보의 허용 등 다양한 정책 방안이 도입되었음에도 상장리츠에 대한 낮은 신뢰도로 인하여 투자 기반은 미흡한 상황이다. 특히 상장리츠의 낮은 투자 수익률은 상장리츠시장의 발전에 가장 큰 걸림돌로 작용하고 있다.

이에 따라 상장리츠에 대한 투자자의 신뢰 회복을 통해 투자기반을 확대하고, 상장리츠의 주가를 정상화시키는 것이 리츠시장 활성화를 위한 가장 핵심적인 요인으로 등장하고 있다. 이를 위해서는 세제혜택을 포함한 상장리츠의 투자 매력도를 높이는 다양한 정책을 지속적으로 추진할 필요가 있다. 리츠의 신뢰도 제고를 위해 상장리츠 특성을 적합하게 반영하는 투자보고서 양식의 개정이 필요하며, 투자자산의 특성과 운용성과에 대한 적절한 사후 공시제도도 마련되어야 한다. 이러한 정보 투명성을 전제로 시장 상황 변화에 따른 리츠의 자금조달의 탄력성을 제고하는 정책도 검토될 필요가 있다. 장기적으로 리츠 운용자산 다각화와 규모 확대는 리츠의 상품성을 제고하고 투자 기반을 확대하는 주요 요인이 된다. 따라서 우량자산의 편입 확대 및 리츠 간의 합병 유도 등을 통해 개별 리츠의 규모를 확대하고, 운용자산의 다각화를 도모하는 정책이 추진되어야 한다.

리츠 자산관리회사의 입장에서는 상장리츠 투자자에 대한 적극적인 정보 제공과 소통을 강화하는 노력이 필요하다. 상장리츠의 정보 투명성과 접근성 부족은 투자자와 리츠자산관리회사 간의 정보 비대칭을 심화시켜 상장리츠시장에 대한 불신을 야기할 수 있다. 따라서 운용 중인 리츠에 대한 정보제공을 확대하는 한편 자산 편입에 대한 정보와 배당을 유지하기 위한 전략 등을 시장에 적극적으로 공유해야 한다. 이를 통해 시장의 신뢰를 제고하고, 투자 기반을 확대해야 리츠의 주가가 정상화되고, 시장이 활성화될 수 있다.

이와 더불어 투자자들의 리츠에 대한 인식도 제고되어야 한다. 단기 투자성과보다는 장기 안정적인 배당상품으로의 리츠의 기능에 대한 투자자의 인식이 개선되어야 한다. 그러나 일반적으로 특정한 금융투자상품의 투자자 인식은 단기간에 바뀌지 않는다. 리츠 투자의 성공 사례가 축적되고, 투명한 시장 속에서 투자자의 효익이 제고되어야 투자자의 신뢰가 축적되고 이를 통해 투자자의 인식도 개선될 수 있다. 금리가 하락하는 현재 시점이 그동안의 저조한 리츠의 성과를 높이고 투자자 신뢰도를 회복하는 적절한 시기라고 볼 수 있다.

ZOOM  
-IN

## 일본의 암호자산 규제 동향

- 일본에서는 암호자산 규제에 있어 즉각적이고 구체적인 이용자 보호와 스테이블코인, 중개업 등 새로운 서비스에 대한 규제를 위한 자금결제법과 투자대상으로서의 암호자산에 대한 장기적인 제도 개편을 위한 금융상품거래법 개정이 제안됨
- 우리나라도 현행 특금법과 가상자산법의 가상자산에 대한 규제 한계와 공백에 대응하여, 다양한 형태의 디지털자산의 정의와 분류체계를 정립하고 업권별 진입규제 및 행위규제, 발행 및 유통에 관한 절차 등 가상자산을 포괄적으로 규율하기 위한 디지털자산기본법을 발의
- 일본과 우리나라는 각자의 방식으로 디지털 시장에서의 암호자산 혹은 가상자산에 대한 규제체계를 구축하고 있으며, 두 나라 모두 단일법 규제보다는 이원적·기능적인 분류체계를 유지하며 상호 보완하는 역할을 하는 것으로 볼 수 있음
- 일본은 이미 자금결제법을 통해 스테이블코인 발행을 허용하고 있고, 우리나라는 디지털자산기본법안에서 인가제를 통한 스테이블코인 도입을 고려하고 있는 만큼 일본의 암호자산 규제 체계가 시사점이 될 것으로 생각됨

- 일본의 암호자산은 자금결제법(資金決済に關する法律)과 금융상품거래법(金融商品取引法) 두 가지 법률을 통해 규제되고 있음
  - 암호자산은 단순히 지불수단으로 사용될 수도 있고, 금융상품처럼 투자대상으로 활용될 수 있기 때문에 자금결제법과 금융상품거래법은 암호자산 규제에 공백이 발행하지 않도록 상호보완적인 역할을 함
  - 자금결제법에서는 암호자산을 지급결제 수단으로서의 기능에 초점을 맞춰 규제
    - 2017년 개정을 통해 비트코인 등을 '가상통화(仮想通貨)'로 정의하고 규제대상에 포함시켰으며, 2019년 개정을 통해 명칭을 '암호자산(暗号資産)'으로 변경, 암호자산 교환업자(거래소)에게 금융청 등록의무를 부과
    - 암호자산의 매매, 교환, 매매·교환의 매개·중개, 관리 등을 업으로 하는 암호자산 교환업자는 자금세탁 방지 규제, 이용자 설명의무, 이용자 자산분리 관리 업무 등의 의무를 준수하여야 함
    - 2020년 개정에서는 암호자산 파생상품 거래에 대한 규제를 금융상품거래법에 도입하여, 암호자산의 금융 상품적 성격에 대한 규제 기반을 마련

- 2023년 개정을 통해 스테이블코인 등을 포함하는 ‘전자결제수단(電子決済手段)’에 대한 규제를 자금결제법에 포함하였으며, ‘전자결제수단 등 취급업자(電子決済手段等取扱業者)’에 대한 허가 제도를 신설하여, 새로운 형태의 디지털 화폐에 대한 규제 공백을 해소
- 금융상품거래법에서는 암호자산을 금융상품 즉, 투자대상으로서의 성격에 초점을 맞추어 규제
  - 2019년 개정으로 ‘전자기록 이전권리’를 표시하는 암호자산을 유가증권의 일종으로 간주하여 주식이나 회사채와 동등하게 금융상품거래법의 규제를 받도록 함
  - 증권형토큰(Security Tokens: STO)을 유가증권으로 명시하여 STO 발행은 제1종 금융상품거래업 등록을 하도록 하고, 발행사에 투자자 보호를 위한 공시의무 부과
  - 2022년 개정에서는 암호자산의 시세조종, 풍설유포 등 불공정거래행위 금지규제에서 제외되었던 내부자거래에 대한 규제를 도입

□ 일본에서는 2019년 금융상품거래법 개정 이후 암호화 자산이 투자대상으로 자리매김하고 있는 상황으로, 암호자산 거래 시장의 건전한 발전과 이용자 보호를 도모하기 위해 규제 정비의 필요성이 커짐

- 일본가상자산거래소협회(JVAC)의 통계에 따르면, 2025년 6월 3일 기준 등록된 암호자산 교환업자는 30개사에 달하며, 2025년 4월 기준 현물거래고는 1조 6339억 2900만엔(약 15조원), 증거금거래고는 1조 7107억 2600만엔(약 16조원)에 달함<sup>1)</sup>
- 암호자산 교환업자에 의한 누적 계좌 개설 수는 1,214만 계좌(2025년 1월 기준)이며, 이용자 예치금 잔고는 5조엔 이상, 금융청(FSA)이 실시한 투자자 인식 조사에 따르면, 투자 경험이 있는 국내 개인 투자자의 7.3%가 암호자산을 보유하고 있으며 인터넷 금융기관 이용자로 한정하면 10.2%의 고객이 암호자산을 보유<sup>2)</sup>
  - 암호자산 보유율은 전통적인 금융상품인 주식 등에 비하면 낮지만, 이는 FX(외국환 증거금 거래) 거래나 회사채, 저축성 보험보다 높은 보유율임
- 암호자산을 투자대상으로 하는 인식이 퍼지면서<sup>3)</sup> 사기적 투자권유도 증가추세(금융청 월평균 300건 이상)를 보이는 등 불법행위 발생 우려도 커짐<sup>4)</sup>
  - 암호자산 거래에 대한 투자세미나나 온라인 살롱 등의 출현으로 인한 부적절한 투자 및 자문 관행, 그리고 미등록 사업자에 의한 불법 권유 행위, 사기 등에 대한 우려도 제기
  - 암호자산의 투자 대상화가 가속화되면서 전통적인 금융시장에서와 같이 내부자거래를 포함한 부당행위, 시장남용행위 등도 유의해야 하는 상황

1) <https://jvcea.or.jp/about/statistics/>

2) 金融廳, 2025. 6. 25, 暗号資産を巡る制度のあり方に関する検討について (暗号資産制度に関するワーキンググループ (仮称) の設置について), 金融審議會總會.

3) 암호자산 거래에 대한 일본의 기관투자자(일본내 기관투자자 등에 재직하는 운용담당자 547명)의 의식조사에 따르면 응답자의 62%가 암호자산을 분산투자의 기회로 인식하고 있는 것으로 나타남. 野村ホールディングス・Laser Digital Holdings AG, 2024. 6, デジタルアセットの投資動向に関する機関投資家調査2024.

4) 金融廳, 2025. 6. 25, 暗号資産を巡る制度のあり方に関する検討について (暗号資産制度に関するワーキンググループ (仮称) の設置について), 金融審議會總會.

— 이에 따라 사용자 보호 장치를 강화하고 미등록 사업자에 대한 억지력을 높여 암호자산 거래 시장의 건전한 발전을 위한 규제 정비의 필요성이 대두되고 있어, 일본 정부는 자금결제법 개정을, 금융청은 금융상품거래법 개정을 추진

- 자금결제법 개정이 즉각적이고 구체적인 이용자 보호와 스테이블코인, 중개업 등 새로운 서비스에 대한 규제를 위한 것이라면, 금융상품거래법 개정 제안은 자금결제법으로는 규제 공백이 발생하는 부분을 해소하고 투자대상으로서의 암호자산에 대한 장기적인 제도 개편을 포함

□ 일본 정부는 2025년 3월 이용자 보호를 강화하고 암호자산 및 전자결제수단과 관련된 규제를 개선하기 위한 자금결제법 개정안을 국회에 제출<sup>5)</sup>

— 암호자산 교환업자에 대한 자산의 국내 보유 명령 도입<sup>6)</sup>

- 암호자산 현물만 취급하는 암호자산 교환업자·전자결제수단 등 거래업자가 파산할 경우 이용자의 자산 반환을 담보하기 위해 암호자산 파생상품 등을 취급하는 금융상품거래업자에 대한 규제와 동일하게 자산의 국내 보유 명령을 도입(개정 자금결제법 제63조의16의2, 제62조의21의2)

— 신탁형 스테이블코인(특정신탁수익권) 담보자산(준비금) 관리·운용 유연화

- 현행법에서는 신탁형 스테이블코인 발행자는 발행액에 상당하는 담보자산의 전액을 요구불예금<sup>7)</sup>으로만 관리하도록 요구하고 있음
- 이를 개정을 통해 완화하여 발행액의 최대 50%까지는 위험이 매우 낮은 저위험 자산으로 운용할 수 있도록 허용하여, 만기·잔존기간 3개월 이내의 국채 및 중도 해지가 가능한 정기예금에 의한 관리·운용을 인정(개정 자금결제법 제2조 제9항)

— 암호자산 거래에 관한 중개업의 신설

- 암호자산 교환업자·전자결제수단 등 거래업자와 암호자산 등의 매매·교환을 원하는 이용자를 연결하는 행위(매개) 만을 업으로 하는 중개업을 신설(개정 자금결제법 제3조의4 등)
- 이용자에게 설명의무 및 광고 규제(자금세탁 규제는 제외)에 대해 암호자산 교환업자 등과 동일한 규제를 적용(개정 자금결제법 제63조의22의12, 제63조의22의15)

5) <https://www.fsa.go.jp/common/diet/217/02/houritsuanriyuu.pdf>

6) 2022년 11월, 글로벌 암호자산 비즈니스를 수행하던 해외 법인 FTX Trading Limited(본사: 바하마)가 파산하면서, 일본에서는 자회사인 FTX Japan 주식회사가 암호자산 현물 및 파생상품을 취급하고 있었는데, 간토 재무국은 FTX Trading Limited의 파산에 따라 FTX Japan(암호자산 교환업자 및 금융상품거래업자)에 대해 금융상품거래법에 근거한 자산의 국내 보유 명령을 포함한 행정 처분을 실시함에 따라 동사의 자산이 국외로 유출되는 것을 방지. FTX Japan처럼 암호자산 파생상품을 취급하는 사업자에 대해서는 금융상품거래법에 근거한 국내 보유 명령 발동이 가능한 반면, 암호자산 현물만 취급하는 사업자가 파산할 경우, 자금결제법에는 자산의 국내 보유 명령 규정이 존재하지 않아 자산의 국외 유출을 방지할 규제가 없었음  
<https://lfb.mof.go.jp/kantou/kinyuu/pagekthp202211103297.html>

7) 요구불예금(要求拂預貯金)은 입출금이 자유로운 예금으로 만기일이나 특정 인출 제한이 없어 현금 및 현금성자산에 해당

- 일본 금융청(FSA)은 암호자산 관련 제도 전반을 재검토하기 위한 노력의 일환으로 2025년 4월 10일 ‘암호화 자산과 관련된 제도의 본연의 자세 등의 검증 토론·페이퍼’(暗号資産に關連する制度のあり方等の検証 ディスカッション・ペーパー)를 공표하고, 2026년까지 논의를 거쳐 금융상품거래법 개정 예정<sup>8)</sup>
- 암호자산이 주식 등 전형적인 유가증권과는 다른 특성을 가지고 있음을 감안하여 2개의 유형으로 구분해 규제하기 위한 금융상품거래법 개정을 제안
  - 자금조달·사업활동형의 유형 1 암호자산
    - 유형 1 암호자산은 자금조달 수단으로 발행되고 그 조달자금이 프로젝트, 이벤트, 커뮤니티 활동 등에 이용되는 암호자산(예, 일부 유틸리티, 토큰)으로 규정
    - 유형 1 암호자산은 자본이득에 의한 금전적인 수익을 기대할 수 있는 것 외에 암호자산의 발행에 의한 자금조달에 의해 사업활동이 이루어지는 것으로 상정
    - 암호자산의 신뢰성과 가치에 영향을 미치는 정보, 관계자 정보, 조달자금으로 수행되는 프로젝트 정보, 위험 관련 정보 등을 공시 및 제공하여야 함
  - 비자금조달·비사업활동형의 유형 2 암호자산
    - 유형 2는 유형 1에 해당하지 않는 것(예, 비트코인, 이더리움 등)으로 비자금조달·사업활동형 암호자산으로 유형 1의 암호자산과 달리 발행자를 특정할 수 없어 발행자에 대한 정보공시 및 제공의무를 부과하는 것에 어려움이 있음
    - 대신 암호자산을 취급하는 암호자산 교환업자에게 암호자산 관련 정보에 대한 설명의무를 부과하고, 가격변동에 중요한 영향을 미칠 수 있는 정보에 대해서 투자자가 정보제공을 요청할 수 있는 방안을 고려
    - 암호화 자산이나 유가증권에 해당하지 않는 NFT(Non Fungible Token) 및 스테이블코인에 대해서는 현시점에서 투자대상으로서 규제의 대상으로 상정되고 있지는 않음
  - (업 규제) 현행법상 암호자산의 매매·교환 등을 업으로 하는 행위는 자금결제법 및 일본 암호자산등거래협회(JVCEA)의 자율규제가 적용되지만, 일부 자율규제 내용은 금융상품거래법에서 법령 수준으로 정해져 있어 이용자 보호 관점에서 검토가 필요<sup>9)</sup>
    - 암호자산 거래에 대한 투자세미나, 온라인 살롱 등이 출현하는 현상을 감안할 때, 암호자산 교환업에 해당하지 않는 현물의 암호자산을 투자대상으로 하는 투자운용행위나 투자조언행위에 대해서 규제대상으로 하는 것이 바람직한지에 대한 문제제기가 있음

8) 金融廳, 2025. 4. 10, 暗号資産に關連する制度のあり方等の検証, ディスカッション・ペーパー.

9) 무등록업체의 경우 자금결제법상 무등록으로 암호자산 교환업을 실시한 경우 3년 이하의 징역 또는 300만엔 이하의 벌금 또는 이를 병과(제107조 제12호); 금융상품거래법에서는 무등록으로 금융상품거래업을 한 경우 5년 이하의 징역 또는 500만엔 이하의 벌금 또는 이를 병과(제197조의2 제10호의4); 무등록으로 금융상품거래업을 하는 취지의 표시나 권유를 하는 것에 대해서도 1년 이하의 징역(200조 제12호의3); 금융상품거래업자는 감사위의 검사대상이 되며, 무등록 금융상품거래업자에 대해서는 법원의 긴급금지명령 가능(제192조)

- 조직적인 사기, 해킹을 통한 암호자산이 유출등의 우려도 존재하기 때문에 건전하고 적절한 운영이 확보되도록 미등록업자에 대한 실효적이고 엄격한 규제 프레임워크에 대한 검토를 통해 실무면에서의 대처가 필요
- (시장개설 규제) 다수의 당사자를 상대로 하는 집단적인 거래 시장을 제공하는 경우, 적절한 가격 형성이나 업무 운영의 공정성·중립성은 중요하므로 금융상품거래법에서 거래 플랫폼의 시장개설을 규제하고 있음
- 현행법상 금융상품거래소나 사설거래시스템(PTS)에는 시장개설규제가 부과되는 반면, 암호자산은 금융상품거래법상의 '시장'으로 평가되지 않기 때문에 금융상품거래소 면허가 요구되지 않음
  - 암호자산 현물거래에서 고객끼리의 주문 매칭(판거래, 板取引)은 일정한 가격형성기능을 가진다고 볼 수 있으나, 많은 암호화 자산에 대해서 동일한 종목이 해외의 거래소도 포함한 다수의 거래소(암호자산 교환업자)에서 거래되고 있는 것을 감안하면, 개별 거래소의 가격 형성 기능은 한정적
  - 다른 교환업자에게서도 거래되고 있는 암호자산에 대해서는, 만일 그 교환업자가 파산하더라도 고객은 다른 거래장소를 확보할 수 있으며, 또 다른 교환업자에게서 거래되지 않은 암호자산이라 하더라도 암호자산 거래는 교환업자를 통하지 않고도 가능하다는 특성이 있음
  - 이런 점을 감안하면 다수의 당사자를 상대로 하는 집단적인 거래의 장을 제공하는 이상, 적절한 거래 관리나 시스템 정비가 필요하지만, 현 시점에서는 이러한 암호자산의 거래소에 대해서 금융상품거래소에 관한 면허제에 근거하는 규제나 금상업자에 관한 PTS 규제와 같은 엄격한 시장개설규제를 적용할 것인지 여부에 대한 과제가 있음
- (암호자산 내부자거래 규제 강화) 암호자산에 관한 불공정거래에 대해 금융상품거래법에서는 부정행위의 금지에 관한 일반 규제 등이 있지만, 내부자거래 규제에 관한 규정은 없음
- IOSCO 권고나 유럽의 법제화의 움직임 등에 근거해, 암호자산에 관한 내부자 거래에 대해 역지력을 높이고자 상장 유가증권 등과 유사하게 중요사실, 내부자, 공표 등의 요건을 암호자산의 특성을 고려하여 위반 유형을 구체화한 형식범(거동범)적 규정 도입을 고려
  - 투자자의 투자 판단에 영향을 미칠 가능성이 있는 사실과 같이 추상적인 규정과 그러한 정보를 이용한 거래를 규제하는 실질범(결과범)적 규정 도입을 고려할 수 있으나, 입증의 어려움, 예견 가능성의 저하 등의 문제 발생이 있을 수 있음<sup>10)</sup>
  - 부정행위금지에 관한 규정(금융상품거래법 제185조의22)을 활용하여 규제의 실효성을 높이는 방안을 고려

□ 국내에서도 디지털자산기본법 등의 입법 및 스테이블코인 관련한 이슈가 있는 만큼 일본의 암호자산 규제체계에 대한 변화는 시사점이 될 것으로 생각됨

10) 형식범과 실질범은 범죄 구성요건의 해석 방식에 따라 구분되는 개념으로, 실질범은 범죄 행위 외에 결과 발생이 있어야 성립하지만, 형식범은 행위만으로 범죄가 성립하며, 결과 발생을 요하지 않음

- 국내에서는 「특정 금융거래정보의 보고 및 이용 등에 관한 법률」(이하, 특금법)과 「가상자산 이용자 보호 등에 관한 법률」(이하, 가상자산법)에 의해 가상자산에 대한 규제가 이루어지고 있음
- 특금법은 국제자금세탁방지기구(Financial Action Task Force: FATF)가 가상자산서비스 제공자에 대하여 자금세탁방지를 위한 규제를 적용하도록 권고하면서 특금법이 개정되었고, 가상자산사업자에 대한 자금세탁방지 규제를 구체화하는 내용을 담고 있음
  - 특금법에서는 가상자산의 개념을 정의하고, 가상자산사업자의 범위, 가상자산사업자의 고객 확인의무, 의심거래보고, 금융정보분석원 신고의무 등 금융규제가 적용되지 않던 가상자산사업자에 대하여 처음으로 규제를 적용하였다는 점에서 의의가 있음
  - 다만 특금법은 자금세탁방지 중심의 규제체제로 불공정거래행위에 대한 적극적 대응이 어렵고, 이용자의 피해 발생을 사전에 방지하거나 가상자산사업자에 대한 감독·처벌 및 이용자 피해를 구제하는 등에 한계가 있다는 지적이 있음
- 가상자산법은 이용자 자산 보호를 위해 가상자산사업자가 준수해야 할 의무, 불공정거래행위 금지, 금융위원회의 가상자산사업자에 대한 감독·검사권한 등을 주로 규정
  - 이용자 보호를 위해 가상자산사업자에게 이용자 예치금의 예치·신탁 의무, 이용자 가상자산과 동일종목·동일수량 실질 보유 의무, 해킹·전산장애 등 사고에 대비한 보험·공제 가입 또는 준비금 적립 의무, 가상자산 거래기록의 생성·보관 의무를 부과
  - 현행 가상자산법은 이용자 자산 보호와 불공정거래행위 규율에 초점을 맞춘 1단계 법률로, 발행·유통·공시·거래지원 등 디지털자산 생태계 전반을 포괄하기에는 한계가 있음
- 특정 부분에 대한 규제 중심이었던 특금법과 가상자산법의 한계와 규제 공백으로 인해, 다양한 형태의 디지털자산의 정의와 분류체계를 정립하고 업권별 진입규제 및 행위규제, 발행 및 유통에 관한 절차, 공시의무, 불공정거래행위 금지 등을 포괄적으로 규율하기 위한 디지털자산기본법을 발의<sup>11)</sup>
  - 디지털자산의 개념을 ‘분산원장에 디지털 형태로 표시되는 경제적 가치를 지닌 자산으로서 거래 또는 이전될 수 있는 것’으로 정의하되, 전자화폐 등은 제외(제3조 제1항)하였는데, 이는 가상자산법에서 ‘가상자산’을 ‘경제적 가치를 지닌 것으로서 전자적으로 거래 또는 이전될 수 있는 전자적 증표’로 정의하고 있는 것과 달리, ‘분산원장에 디지털 형태로 표시’된다는 표현을 사용
  - 발행규제에 있어 ‘디지털자산’을 ‘자산연동형 디지털자산(일명 스테이블코인)’과 그 외 ‘일반 디지털자산’으로 구분(제3조 제2항)하고, 자산연동형 디지털자산의 발행은 인가제로, 일반 디지털자산의 발행은 신고제로 규정(제103조, 제104조)
  - 업권별 진입규제에 있어서는 디지털자산사업자를 매매, 중개, 보관, 집합관리, 일입, 자문 등 업의 종류에 따라 인가제, 등록제, 신고제로 구분하여 시장진입을 규율하고 각 진입방식에 따른 요건을 부과하고, 각 업의 겸영을 허용하는 대신 이해상충 방지체계 구축을 요구

11) 의안번호 2210736, 민병덕의원등 37인, 2025. 6. 11.

- 디지털자산기본법은 금융위원회가 디지털자산중개업자 중 일정한 요건을 갖춘 자를 디지털 자산거래소로 지정하도록 함(제90조 제1항)
- 디지털자산기본법은 불공정거래행위로서 미공개중요정보 이용행위(제115조), 시세조종행위(제117조), 부정거래행위(제119조), 시장질서 교란행위(제120조)를 금지하고, 이러한 금지 행위를 한 자의 손해배상책임에 대해서도 규정(제116조, 제118조, 제121조)

□ **일본과 우리나라 모두 각자의 방식으로 디지털 시장에서의 암호자산 혹은 디지털자산에 대해 단일 법 규제가 아닌 이원적인 법률적용을 통해 상호 보완적인 규제체계를 구축하고 있음**

- 일본은 암호자산을 기능적 측면에 중점을 두고 지급수단으로 쓰일 경우에는 자금결제법으로 규제하면서 투자성이 있는 경우에는 금융상품거래법으로 규제하는 이원적인 법체계를 가지고 있다면, 우리나라는 이용자 보호를 최우선 과제로 하면서 암호자산 규제에 대해 단계적·대응적 체계를 가지고 가상자산법을 기본으로 디지털자산기본법안을 통해 포괄적으로 규제하고자 함
  - 일본은 변화하는 암호자산 시장에서 별도의 독립적인 법을 제정하는 대신 기존의 자금결제법과 금융상품거래법 내로 암호자산 규제를 포섭하고, 일본암호자산거래업협회(JVCEA)를 통한 자율규제를 적극적으로 활용하며 선제적이고 점진적으로 제도를 개선
  - 우리나라는 시장의 문제가 임계점을 넘어 규제의 공백이 발생하면 이를 해결하기 위한 입법을 추진하고, 디지털자산의 특수성을 포괄적으로 규율하는 체계를 새로이 만들어 대응해가는 형식의 규제 중심 체계라 할 수 있음
- 우리나라는 스테이블코인을 제도화하기 위해 디지털자산의 개념, 발행규제, 진입규제 등을 내용으로 한 디지털자산기본법안을 발의하고 추진하고 있지만, 자기자본 요건이나 공시의무, 감독주체 등에 있어 발의된 법안 사이에 이견이 있고, 법정화폐를 대체하는 스테이블코인이 난립하게 되면 통화정책의 유효성을 해칠 수 있다는 우려도 있음<sup>12)</sup>
- 일본은 자금결제법에서 스테이블코인을 도입하여 발행자를 은행업, 자금이체업, 신탁업과 특정 금전신탁업의 자격을 취득한 은행, 자금이체기관, 신탁회사로 한정하고, 준비자산 관리를 규제하는 등 구체적인 체계를 갖추고 있는 만큼, 우리나라가 스테이블코인 도입에 있어 실효성 있는 체계를 갖추는데 시사점이 될 것으로 사료됨

선임연구원 신경희

12) 더불어민주당은 한국핀테크산업협회와 함께 디지털자산혁신법 발의를 추진할 예정으로 민병덕의원의 디지털자산기본법안과는 자기자본요건과 규율주체등에서 차이가 있음. <https://www.hani.co.kr/arti/economy/finance/1203256.html>

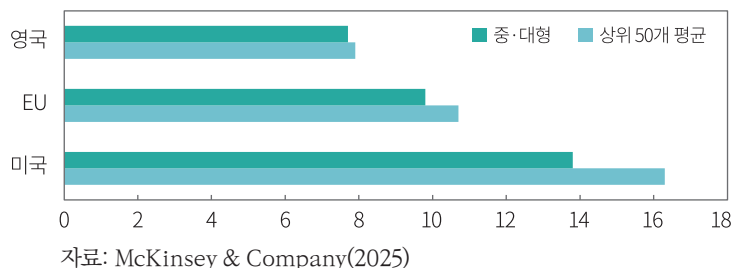
ZOOM  
-IN

## 영국 자본시장 경쟁력 약화 배경 및 과제

- 영국 자본시장은 기업가치 저평가 및 상장기업 수 감소, 기업 성장 둔화에 직면함에 따라 자본시장의 위축과 기업 경쟁력 약화로 이어질 수 있다는 위기감이 확산
- 이는 낮은 자본효율성과 민간 투자 부진, 경쟁력 낮은 임원 보상 체계 등 구조적 한계에 기인
- 브렉시트 후 영국은 자본시장 경쟁력 강화의 일환으로 상장 규제 개편 및 연기금 투자 유도, 핀테크 산업 활성화 정책 등을 추진하며 정책적 대응을 지속
- 이에 더해 구조적 요인의 약점을 보완하고 강점을 활용하여 시장규모, 민간-공공 자본의 연계를 기반으로 한 성장 잠재력을 바탕으로, 단기성과보다는 장기 전략, 투자자 참여, 기술 혁신 및 인력 관리 등을 통해 영국 자본시장의 경쟁력을 제고해야 한다는 의견 대두
- 국내의 자본시장 역시 오랜 기간 동안 기업가치 저평가 현상을 겪어온 만큼 구조적 요인을 점검하고 성장전략 및 제도 개선 병행할 필요가 있으며, 이 과정에서 영국 사례는 일부 시사점을 제공

- 영국 자본시장은 기업가치 저평가, 상장기업 수 감소로 인한 성장 둔화에 직면함에 따라 자본시장의 위축과 기업 경쟁력 약화로 이어질 수 있다는 위기감이 확산
  - 주식시장에서 영국 기업은 미국이나 EU에 비해 주가수익비율(PER) 및 EV/EBITDA<sup>1)</sup> 배수가 낮게 나타남
    - 2025년 영국 상장기업의 평균 EV/EBITDA 배수는 7.7배로 미국의 13.8배와 EU의 9.8배보다 낮게 나타났으며, 이는 투자자들이 영국 기업 성장에 대한 기대치가 낮음을 시사<sup>2)</sup>

〈그림 1〉 영국, EU, 미국의 EV/EBITDA 비교

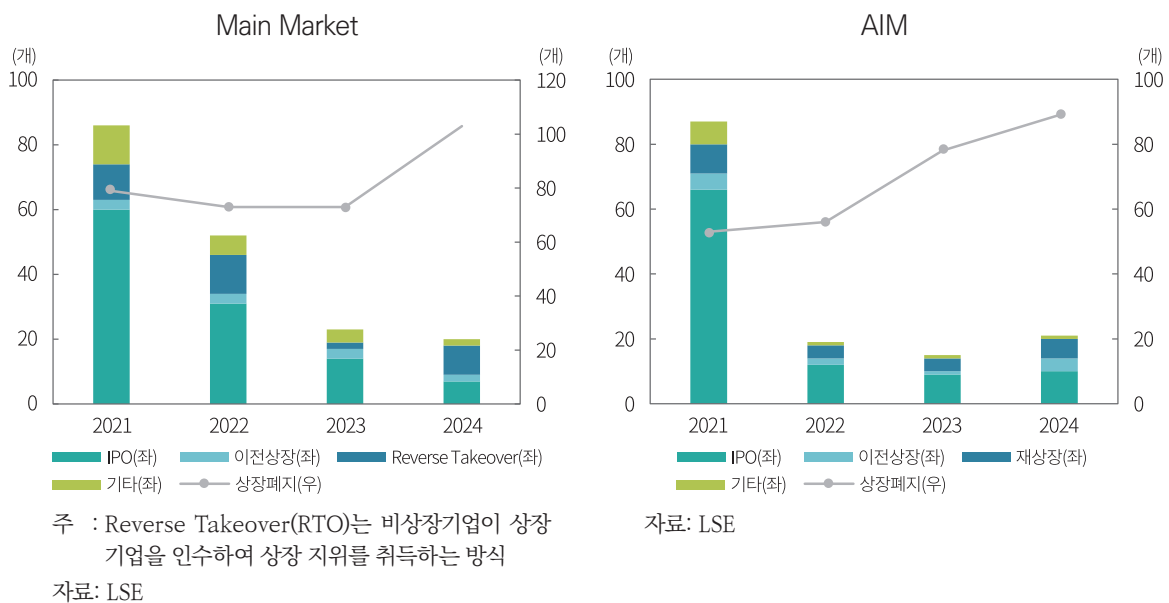


1) EV/EBITDA는 EV(Enterprise Value, 시가총액+순차입금)를 EBITDA(Earnings Before Interest, Taxes, Depreciation, and Amortization, 이자비용, 세금, 감가상각비 등 차감 전 이익)로 나눈 값으로 기업가치가 영업활동으로부터 얻은 이익의 몇 배인지 나타내는 지표

2) McKinsey & Company, 2025, UK capital markets: Looking beyond surface narratives.

- 영국 기업의 저평가 현상과 더불어, 상장기업 수는 지속적으로 감소하고 있으며 2022년에는 한때 프랑스에 유럽 지역 시가총액 1위 자리를 내주기도 하며 런던증권거래소의 위상도 약화
  - 런던증권거래소에 의하면 런던 증시의 상장기업 수는 2015년 2,708개에서 2025년 5월 기준 1,603개로 약 40% 가까이 감소
  - 또한 2024년 한 해 동안 192개의 기업이 런던 증시에서 상장폐지 또는 상장 이전을 선택한 반면, IPO는 17건에 불과
- 또한 영국 경제의 저성장 기조 가운데 상장기업들의 실적 측면에서도 어려움이 관찰
  - 2024년에는 영국 상장기업의 19%가 이익 경고(profit warning)를 발표했는데, 이는 2001년 닷컴 붕괴와 2020년 코로나19 팬데믹의 영향으로 실적이 악화되었던 해에 이어 세 번째로 높은 수치<sup>3)</sup>
  - 블룸버그에 의하면 2024년 FTSE 100지수 상승률은 5.8%에 그치며 S&P500(24%), 나스닥(30.8%), Nikkei225(19.8%) 등 글로벌 증시 랠리에 크게 뒤처진 것으로 나타남

〈그림 2〉 영국 기업의 신규상장 및 상장폐지 현황



□ 이는 낮은 자본효율성과 민간 투자 부진, 경쟁력 낮은 임원 보상 체계 등 구조적 한계에 기인

- 영국 기업들은 자본효율성(capital efficiency)이 낮게 나타나 성장 기대가 약화되고 기업가치가 저평가<sup>4)</sup>

3) EY, 2025. 1. 27, One in five UK-listed companies issued a profit warning in 2024.

4) McKinsey & Company, 2025, UK capital markets: Looking beyond surface narratives.

- 영국 기업의 자본효율성은 투자자본수익률(ROIC)<sup>5)</sup> 기준으로 3%에 불과해 미국의 7% 대비 낮은 수준이며, 미래 성장 기대에 영향을 미치는 EBIT 성장률도 영국은 7%, 미국은 13%로 나타나는데, 이는 기업가치 저평가로 이어지는 구조적 원인으로 작용
  - 미국 주가지수에는 기술 대기업 등 시장에서 높은 평가를 받는 우량 기업들이 많이 포함되어 있어 전체 주가지수의 평균 가치를 끌어올리는 효과를 주는 반면, 영국은 이런 기업들이 거의 없고 대형 기업들의 성과도 저조하여 지수 전반의 가치가 낮게 유지
- 또한 민간기업 투자의 지속적 저하는 영국 기업 성장 둔화의 핵심 원인으로 지난 몇 년간 낮은 투자율을 기록하고 있으며 최근 5년간 그 추세가 더욱 두드러짐<sup>6)</sup>
- 2022년부터 영국의 GDP 대비 민간기업 투자 비중은 3년 연속 G7 국가 최하위를 기록하며 투자 부진을 겪고 있는데, 이는 브렉시트에 따른 불확실성과 무역환경 변화, 생산성 저하, 정책 일관성 부족 등이 복합적으로 작용한 결과<sup>7)</sup>
  - 기업들은 단기성과와 배당을 중시하는 경영관행에 따라 장기사용 설비나 R&D 투자보다는 비용 절감과 주주환원에 우선순위를 두는 경향<sup>8)</sup>
  - 또한 성장 스타트업과 대기업 중심의 자금 흐름 속에서 중견기업들이 적절한 외부 자금조달 수단을 확보하지 못하고 있어 결과적으로 잠재 성장기업이 성장 기회를 상실하는 '스케일업 자금격차' 문제도 발견<sup>9)</sup>
- 마지막으로 임원 보상 관련해서도 미국과의 큰 격차로 인해 글로벌 인재 유치에 어려움을 겪고 있음
- 영국의 급여 체계는 CEO 고정보수 중간값이 100만 달러로 미국의 150만 달러, 독일의 160만 달러보다는 상당히 낮은 것으로 나타남<sup>10)</sup>

□ 브렉시트 후 영국은 자본시장 경쟁력 강화의 일환으로 상장 규제 개편 및 연기금 투자 유도, 핀테크 산업 활성화 정책 등을 추진하며 정책적 대응을 지속

- 최근 몇 년간 영국 자본시장에 대한 위기의식이 고조되면서, 정부와 금융당국은 자본시장 활력 제고와 기업 성장 기반 마련을 위한 다양한 정책적 노력을 전개
- 우선 영국 금융행위감독청(Financial Conduct Authority: FCA)은 상장기업들의 자본조달을 용이하게 하고 경쟁력을 강화하기 위해 상장제도를 간소화하고 규제를 완화

5) 투자자본수익률(ROIC): 투자 자본 대비 산출(이익)을 얼마나 효율적으로 내는지를 나타내는 지표로, 흔히 자본효율성의 측정치로 사용

6) IPPR, 2024. 6. 18, Revealed: Investment in UK is lowest in G7 for third year in a row, new data shows.

7) Kaya, A., Liadze, I., Low, H., Juanino, P. S., Millard, S., 2024, Business investment, productivity and Brexit, National Institute Economic Review, 1-16.

8) IPPR, 2024. 6. 18, Revealed: Investment in UK is lowest in G7 for third year in a row, new data shows.

9) UK Finance, 2025. 3, *UK Public and Private Capital Markets*.

10) McKinsey & Company, 2025, UK capital markets: Looking beyond surface narratives.

- 기존 프리미엄(premium) 상장 및 일반(standard) 상장의 이원화된 상장 체계를 단일 상장 체계 ESCC(equity shares (commercial companies))로 통합하여 모든 기업에 동일한 기준을 적용
- 상장기업들의 주요 거래 및 특수관계자 거래에 대한 의무적 주주 투표를 폐지하고 공시 중심의 체제로 전환
- 차등의결권 구조 허용 대상을 확대하고 상장 시점 보유해야 하는 최소 유동주식 비율 축소, 그리고 프리미엄 상장 요건 중 일정 수준의 재무성과 제출 의무를 삭제함으로써 기업들의 자본시장 접근성을 제고

— 지방정부 연기금을 통합하여 장기 투자 기반 확충 및 다양한 투자기회 창출을 추진

- 연기금의 영국 내 투자가 점진적으로 감소하는 상황으로 확정기여형(DC) 자산 비중은 현재 20%대로 2012년 50% 이상이었던 것에 비해 크게 감소<sup>11)</sup>
- 이에 분산된 지방정부 연기금을 통합하여 '메가 펀드' 조성을 추진하고 있으며, 2030년까지 250억~500억 파운드 규모의 연기금 자산 조성을 목표로 하여 민간자본 시장 확대와 성장산업 투자를 유도할 계획

— 또한 핀테크 산업 혁신을 가속화하고 스타트업 지원 정책을 강화하여 신성장동력 확보를 추진

- 2023년 스타트업 지원 정책을 통해 다양한 혁신 금융 서비스 개발을 촉진하여 32억 달러의 투자를 유치하여 글로벌 핀테크 허브로서의 입지를 강화<sup>12)</sup>
- 스타트업에 대한 투자 세제 혜택과 자금지원을 지속하며 혁신 생태계 조성 및 자본시장과의 연계를 강화

□ 이에 더해 구조적 요인의 약점을 보완하고 강점을 활용하여 시장규모, 민간-공공 자본의 연계를 기반으로 한 성장 잠재력을 바탕으로, 단기성과보다는 장기 전략, 투자자 참여, 기술 혁신 및 인력 관리 등을 통해 영국 자본시장의 경쟁력을 제고해야 한다는 의견 대두

— 영국의 사모자본 부상이 상장기업을 감소시켰다는 부정적인 입장도 있지만 성장동력 전환 측면에서 보면 비상장기업의 성장과 투자를 유도할 수 있다는 점에서 사모 시장의 중요성을 인식할 필요<sup>13)</sup>

- McKinsey 연구에 의하면 영국 기업 상장폐지의 약 2/3가 사모펀드에 의한 것이고, 영국 전체 사모펀드 거래 중 약 18%가 상장사 인수 형태로 미국은 1%, 프랑스 2%, 독일 12% 수준인 것과 비교하면 높은 편으로 사모자본이 상장기업의 감소에 영향을 미친 것으로 나타남<sup>14)</sup>

11) GOV.UK, 2025. 5. 29, Pension plan to double £25 billion+ megafunds, boost investment and improve returns for savers.

12) The City UK, 2024. 1, Key facts about the UK as an international financial centre 2023.

13) BlackRock, 2025, *Financing Growth in the UK*.

14) McKinsey & Company, 2025, UK capital markets: Looking beyond surface narratives.

- 그러나 사모자본은 스타트업의 IPO를 촉진하고, 기존 기업이 상장폐지 후 재상장을 거치며 구조 개선과 재도약의 기회를 마련할 수 있다는 점에서 긍정적인 측면도 존재
- 영국은 공공 자본과 민간 자본의 교차점을 경험하고자 하는 글로벌 기업들에게 매우 적합한 곳이 될 수 있으므로 이해관계자들은 이를 자사 전략에 어떻게 활용할 수 있을지 모색할 필요<sup>15)</sup>
- 단기 배당에 집중하기보다 장기 성장에 투자하는 문화를 확산
  - 영국 기업들은 배당 성향을 낮추고 장기 성장에 재투자함으로써 해외 다른 국가와의 기업가치 격차를 줄이고 경영 효율 개선과 미래 성장동력 확보에 주력할 필요
- 또한 혁신 기업과 성장산업에 대한 투자를 장려하여 영국 시장에 신규 ‘챔피언’ 기업 육성을 모색
  - 현재 영국에는 글로벌 기술 대기업 같은 초대형 성장 기업이 부족하여 시장 전체의 가치를 끌어올릴 기업이 부족하므로 정부와 투자자들은 기술 스타트업의 성장을 지원하고 유망 기업의 IPO를 독려함으로써 산업 구조의 고도화 견인
- 패시브 자금의 급증을 기회로 삼아 투자자와 경영진 간의 소통을 보다 적극적으로 개선
  - 패시브 펀드의 영향력이 점차 커지고 있는 상황에서 경영진은 패시브 투자자와의 관계를 개선할 방안을 적극적으로 모색하여 자본시장의 효율성 향상을 도모
- 우수한 글로벌 인재 유치를 위해 영국 기업들의 경영진 보상 수준과 구조를 국제 기준에 부합하게 개선
  - 주식 등 장기 성과보상 비중을 확대하고, 기업 성장에 따른 보상 상승 여력을 높이는 방향으로 보상 정책을 재설계하여 영국 기업이 세계 최고 인재를 끌어들이 수 있는 기반을 마련

□ **국내의 자본시장 역시 오랜기간 동안 기업가치 저평가 현상을 겪어온 만큼 구조적 요인을 점검하고 성장전략 및 제도 개선을 병행할 필요가 있으며, 이 과정에서 영국 사례는 일부 시사점을 제공**

- 국내에서도 낮은 자본효율성과 주가 저평가로 인한 코리아 디스카운트 현상이 오랜 기간 문제로 지적되어 왔으며 그 주요 원인으로는 기업지배구조와 주주환원 문제 등이 거론
  - 국내 상장기업의 과반에서 주가가 무위험수익률보다 낮게 형성되어 있고, PBR(주가순자산비율)도 오랜 기간 낮은 수준에 머물러 왔다는 점에서 주식시장의 구조적 저평가 문제가 확인<sup>16)</sup>
  - 이러한 만성적 저평가 현상의 원인으로 취약한 기업지배구조와 미흡한 주주환원, 저조한 수익성 및 성장성이 복합적으로 작용<sup>17)</sup>
- 국내 기업의 경우에도 기업가치 저평가 요인으로 영국과 마찬가지로 낮은 자본효율성에 따른 구조적 문제가 지적되고 있으며, 이를 해결하기 위해서는 지속가능한 성장동력 확보가 중요

15) McKinsey&Company, 2025, UK capital markets: Looking beyond surface narratives.

16) 이상호·강소현·김민기, 2025, 『국내 상장기업 저평가에 관한 고찰』, 자본시장연구원 이슈보고서 24-31.

17) 김준석·강소현, 2023, 『코리아 디스카운트 원인 분석』, 자본시장연구원 이슈보고서 23-05.

- 기업 자본의 비효율적 운영은 기업 내부 구조적 문제에 기인하므로 장기적 관점에서 R&D 확대 및 설비투자 강화, 혁신 역량 제고 등의 성장전략이 실행되어야 하며, 외부적으로는 정책적 지원이 뒷받침될 필요
  - 이 과정에서 사모자본은 자본의 효율적 재배분을 통해 비효율이 고착된 기업에 새로운 전략과 자금을 제공할 수 있는 대안으로 작용할 수 있으며, 투자와 경영참여를 통해 구조개선 및 성장잠재력 회복을 유도하여 상장기업의 전환을 지원하는 역할이 가능
- 또한 국내 자본시장의 또 다른 구조적 문제로 지적되어 온 기업지배구조 개선과 관련해서는 최근 상법 개정이 추진되고 있다는 점은 긍정적인 신호
- 이사의 충실 의무 적용 대상을 기존의 ‘회사’에서 ‘회사 및 주주’로 확대하고, 주주 참여 확대를 위한 전자주주총회 도입 의무화, 사외이사의 독립이사 변경 등에 대한 개정안 통과
  - 또한 감사위원 선임 시 최대주주와 특수관계인의 의결권을 합산하여 3%로 제한하는 ‘3%룰’에 대해서도 합의
  - 이러한 상법 개정 추진은 기업지배구조 개선을 통해 기업 밸류업 정책의 제도적 기반을 강화하는데 기여할 것으로 기대

선임연구원 홍지연