

OPINION

연구위원
이상호

자산주 저평가 해소를 위한 개선 과제*

한국 자본시장에서 자산주는 보통주 시가총액이 보수적으로 산정한 청산가치에도 미치지 못하는 기업을 의미한다. 2025년 6월 말 기준 상장기업의 약 12%가 이에 해당하며, 이들의 평균 청산가치 배율은 시가총액 대비 1.62로, 상장을 유지하는 것보다 청산할 경우 62% 이상의 잔여 수익률이 기대된다. 실제로 자산주의 장기 실현수익률은 투자자의 요구수익률에 현저히 못 미치고 있으며, 대주주의 높은 지분 집중도와 낮은 유동주식 비율로 인해 시장 기제를 통한 개선은 요원하다. 이러한 만성적 저평가를 해소하기 위해서는 유동 시가총액 제도의 도입, 장기적·협력적 관여 기반의 확대, 장기보유를 유도하는 세제 개편 등 제도적 보완이 요구된다. 궁극적으로 ‘코리아 프리미엄’ 시대의 자산주는 단순히 알짜 자산을 보유한 기업이 아니라, 자산에서 창출된 현금흐름을 주주의 현금흐름으로 연결하는 신뢰 기반을 보유한 기업이어야 한다.

자산가, 자산주, 코리아 프리미엄

2025년 한국에서 ‘자산가’와 ‘자산주’는 어떻게 인식될까? 우선, 건실한 자산의 보유 주체가 개인이면 자산가, 상장된 법인이면 자산주로 구분된다. 자산가에 대한 명확한 기준은 없으나 일반적으로 금융자산 10억 원 이상을 보유한 백만장자(millionaire)를 지칭한다. 이들은 금융자산보다 부동산에 크게 편중된 자산 구성을 보이며, 부의 원천 또한 금융투자보다는 사업 소득과 부동산 투자에 기초한다. 인구 상위 0.9%에 해당하는 이들은 자본주의 사회에서 전망의 대상일 뿐만 아니라, 투자의 방향 측면에서도 대중의 기준점(benchmark)이 된다.¹⁾

자산주 역시 명확한 정의는 없지만, 대체로 알짜 자산을 보유하고 있음에도 시가총액이 순자산 공정가치에도 미치지 못하는 상장법인을 가리킨다.²⁾ 시장 평가가 청산가치에도 못 미치기에, 자본시장에서는 비판의 대상이자 투자 환경에서는 하나의 이례적(anomalous) 현상으로 인식된다. 특히 하부구조(infrastructure)가 발달한 현대의 선진 자본시장에서는 극심한 위기 상황을 제외하면 좀처럼 찾아보기 어려운 ‘자산주’가 한국 증시에서는 여전히 광범위하게 분포한다. 이는 저 PBR을 극복하고 ‘코리아 프리미엄’으로 나아가기 위해 반드시 짚고 넘어가야 할 과제다. 그럼에도 자산주 문제를 한국 자본시장 맥락에서 심층적으로 다룬 연구는 드물고, 정책적 고려에서도 여전히 사각지대에 머물러 있다.

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

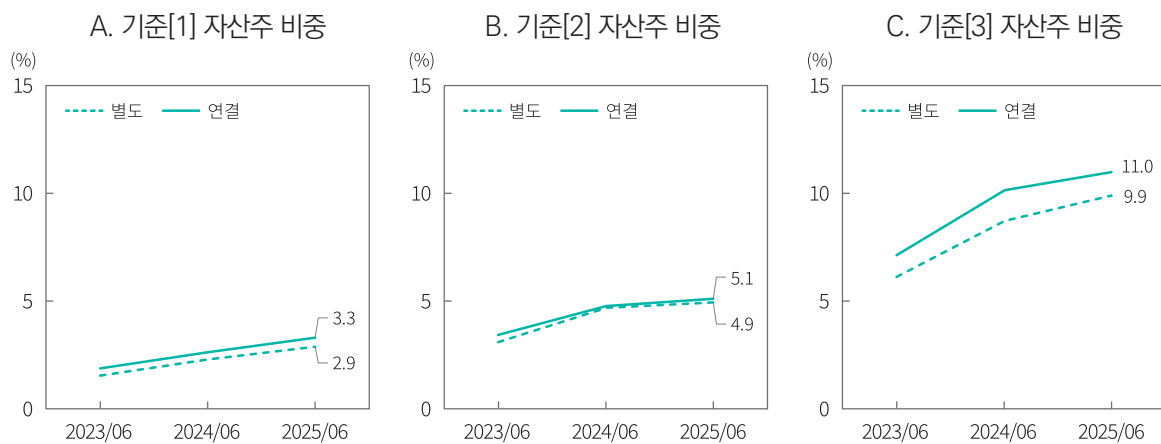
1) 황원경·김남경·김진성, 2024, 2024 한국 부자 보고서, KB금융지주 경영연구소.

2) Graham B., Dodd, D.L., 1934, Security Analysis, McGraw-Hill.

자산주 비중 및 특성

2025년 6월 말 현재 한국 상장기업의 약 12.0%는 보통주 시가총액이 보수적으로 산정한 청산가치에도 미치지 못한다(〈그림 1〉 참조). 비유동자산과 재고자산 가치를 전혀 인정하지 않고 매우 엄격하게 추산하더라도 3.3%가 자산주에 해당한다(기준[1]). 금융자산과 토지 가치는 인정하되, 범용성이 낮을 수 있는 유형자산은 절반만 반영할 경우 자산주 비중은 11.0%에 이른다(기준[3]).³⁾ 연결 및 개별 재무제표 기준을 통틀어, [1]~[3] 가운데 하나라도 충족하는 기업은 전체 주권 상장법인의 12.0% 수준이다.

〈그림 1〉 한국 주식시장 내 저평가 자산주 비중



주 : 1) 2023년 6월 말부터 2025년 6월 말까지, 유가증권 및 코스닥시장 상장 12월말 결산 비금융업종 기업 중 시가총액이 청산가치를 하회하는 기업 비중

2) 청산가치는 자산유형별 회수 가능성을 보수적으로 반영한 조정 순자산으로, 기준 [1]~[3]에 따라 단계적으로 구분됨:
 기준[1] = (유동자산 - 재고자산) - (충부채 + 우선주 시가총액); 기준[2] = 기준[1] + 비유동금융자산; 기준[3] = 기준[2] + 유형자산(건설중인자산 및 토지 제외)×50% + 토지

자료: DataGuide, 자본시장연구원

주목할 점은, 유가증권시장 지수가 2023년 6월 말 2,564.3pt에서 2025년 6월 말 3,072.7pt로 19.8% 상승했음에도 자산주 비중이 확대되었다는 사실이다. 이는 글로벌 선진 시장에서 지수 급락과 함께 일시적으로 나타나는 자산가치 대비 할인 현상과는 다른 양상이다.⁴⁾ 즉, 한국 시장의 자산주는 만성적인 저평가 구조에 놓여있음을 시사한다. 실제로 (주)대한민국 자산주 관점의 합산 재무상태표를 작성해 보면(〈표 1〉 참조), 비효율적 자산 운용의 단면이 드러난다. 토지는 총자산의 20%를 차지하며 단일 자산 항목 중 가장 큰 비중을 보인다. 부채총자산비율은 36%로 안정적이지만, 시가총액은 역사적

3) 금융자산은 시장성 평가에 따라 공정가치로 측정되며(한국채택국제회계기준 제1109호), 토지는 대체로 원가모형을 적용하여 역사적 취득원가로 반영된다(한국채택국제회계기준 제1016호). 따라서 기준[3] 역시 순자산 장부가치를 보수적으로 평가한 청산가치로 간주할 수 있다.

4) Goebel, J.C., Athavale, M., 2013, The persistence of the net current asset value stock selection criterion, *The Journal of Investing* 22(4), 83-91.

원가로 계상된 토지가액 수준에 머물러 있다. 보유 재고를 전액 손상 처리하고, 유형자산의 절반과 금융자산을 제외한 모든 비유동자산을 0으로 간주하더라도, 잔여 청산가치는 시가총액의 약 45%이다 (=16.1÷35.4).

〈표 1〉 자산주의 합산 재무상태표(2025년 6월 말 현재) 및 잔여 청산가치 산정

(단위: 조원)

총 자산	유동 자산	현금 및 현금성자산	15.9	(9%)	총 부채	금융 부채	단기금융부채	17.3	(10%)
		단기금융상품	19.3	(11%)		장기금융부채	15.1	(9%)	
		매출채권	16.3	(9%)		비금융부채	29.8	(17%)	
		재고자산	13.6	(8%)		부채 합계[1]	62.1	(36%)	
		기타유동자산	7.9	(5%)		우선주 및 비지배지분	5.6	(3%)	
	비유동 자산	장기금융자산	13.0	(8%)	총 자본	조정 [1]	재고자산	13.6	(8%)
		유형자산	23.8	(14%)		유형자산×50%	11.9	(7%)	
		토지	34.9	(20%)		기타비유동자산	28.2	(16%)	
		기타비유동자산	28.2	(16%)		청산 가치	35.4	(20%)	
		잔여 청산가치[V=(A-L)-J-M]	16.1	(9%)		자본 합계	110.8	(64%)	
자산 합계[A]		173.0		(100%)		부채 및 자본 합계		173.0 (100%)	

주 : 1) 2025년 6월 말 현재, 유가증권·코스닥시장 상장 12월 말 결산 비금융업종 기업 중 기준[1], [2], 또는 [3] 자산주에 해당하는 273개 기업 모두를 합산하여 작성한 연결재무상태표

2) 괄호 안 %는 자산[A] 대비 각 계정의 비중을 나타냄

3) 잔여 청산가치[V]는 자산[A]에서 금융·비금융 부채[L]를 차감하고, 우선주 시가총액 및 비지배지분과 회수 가능성이 낮은 자산 등[J]을 조정한 후에도 시가총액[M]을 초과하는 부분으로, 시장가치에 반영되지 않은 청산 가능 가치의 잔여분을 의미함

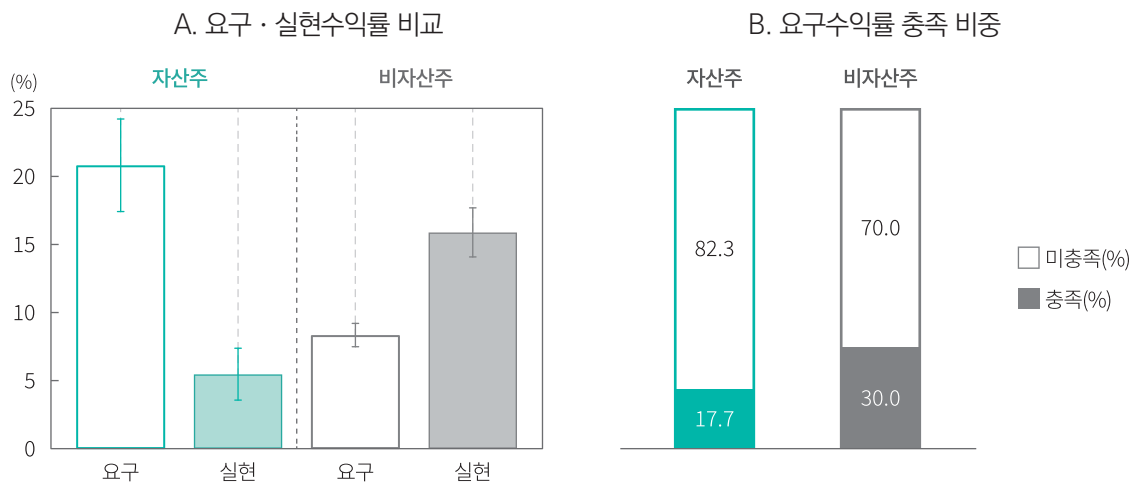
자료: DataGuide, 자본시장연구원

자산주는 전체 시장에서 차지하는 비중이 크지 않아 정책적 우선순위가 낮게 평가될 수 있다. 그러나 개별 기업의 저평가 수준을 살펴보면, 정책 논의에서 핵심 의제로 삼을 충분한 근거가 확인된다. 실제 기준[3] 자산주의 시가총액 대비 청산가치 배율(=청산가치÷시가총액)의 평균은 1.62로, 청산 시 최소 62%의 잔여 수익률이 기대된다. 반면 비자산주의 평균은 -0.05에 불과해 청산가치와 비교할 때 상장유지의 가치가 더 높게 나타난다. 이는 자산주가 비자산주와 유사한 수준에서 상장유지의 가치를 인정받도록 주요 원인을 개선한다면, 주가의 상당한 재평가가 가능함을 시사한다. 특히 자산주가 보유한 순자산의 실현 가능 가치는 가치평가의 확고한 기준점(anchoring value)으로 작용하므로, 불확실성이나 정책 시차 없이도 즉각적인 시장 재평가를 이끌어낼 수 있다.

자산주 저평가 원인

문제는 한국 자본시장에서 자산주의 저평가가 일시적인 이례 현상이 아니라, 근본적 제도개선 없이는 해소되기 어려운 만성적인 현상일 가능성이 높다는 점이다. 실제 최근 5년간 총주주수익률로 측정한 자산주의 실현수익률은 가치평가 모형에 내재한 투자자의 요구수익률을 현저히 밑돌았다(그림 2) 참조). 특히 장기간 요구수익률을 달성하지 못한 기업 비중은 비자산주에서도 적지 않았지만, 자산주의 경우 무려 82%에 달했다. 이는 경영진이 위험자본을 제공한 투자자에게 기대에 상응하는 보상을 돌려주지 못했을 뿐만 아니라, 시장의 기제와 규율 체계 또한 이를 교정하거나 억제하는 역할을 충분히 수행하지 못하고 있음을 보여준다.⁵⁾

〈그림 2〉 자산주 · 비자산주 투자자 요구수익률 대비 실현 성과



주 : 1) 2025년 6월 말 현재, 요구수익률의 추정과 실현수익률의 산출이 가능한 141개 자산주와 751개 비자산주의 요구 · 실현수익률 비교 및 요구수익률 충족 비중

2) 요구수익률 = Hou, Dijk & Zhang (2012)에 따른 OJ·PEG·RIV 모형의 평균 자기자본비용 추정값을 시가총액으로 가중 평균한 값; 실현수익률 = 60개월 누적 연율화 총주주수익률을 시가총액으로 가중 평균한 값; 요구수익률 충족 비중 = 요구수익률 이상으로 실현수익률을 달성한 기업 비중

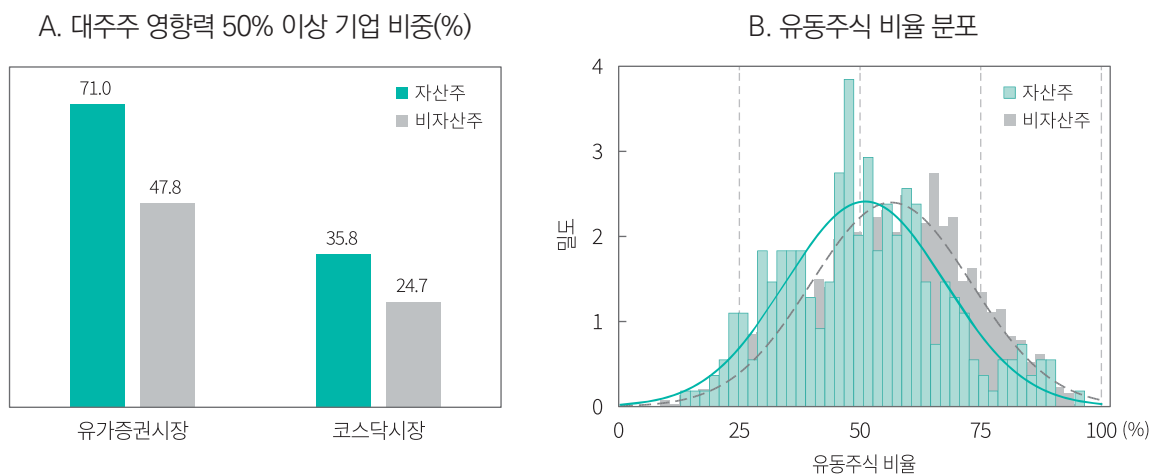
3) 막대 위 실선은 95% 신뢰구간을 나타냄

자료: DataGuide, 자본시장연구원

예컨대, M&A 압력만 정상적으로 작동하더라도 자산주의 저평가는 시장 기제를 통해 상당 부분 신속히 해소될 수 있다. 그러나 한국 시장에서는 대주주의 지분율이 높아 의결권 기반 압력이 실효적으로 작동하기 어렵다. 실제 유가증권시장 자산주의 경우, 대주주의 의결권 영향력이 50% 이상인 기업 비중이 71%에 달하며, 유동주식 비율 또한 현저히 낮아 상장주식으로서 요구되는 충분한 유동성을 확보하지 못한 사례가 다수 존재한다(그림 3) 참조).

5) 자산주의 60개월 시장 베타(β) 평균은 0.87(Fama-French 3요인 모형)로 체계적 위험 수준은 높지 않다. 또한 부채총자산비율은 36%로 재무적 위험이 할인율에 유의적 영향을 미칠 가능성도 제한적이다.

〈그림 3〉 대주주 영향력 및 유동주식 비율 분포



주 : 1) 2025년 6월 말 현재, 유가증권·코스닥시장 상장 12월 말 결산 비금융업종 273개 자산주 및 2,003개 비자산주에 대해 Panel A는 대주주 영향력이 50% 이상인 기업 비중, Panel B는 유동주식 비율 분포를 나타냄
 2) 대주주 영향력 50% 이상 기업 비중 = 보통주 대비 최대주주·특수관계자 보유분 및 자기주식의 합산 비율이 50% 이상인 기업의 비중; 유동주식 비율 = 1 - [최대주주·특수관계자 보유 + 자기주식 + 우리사주 + 보호예수 + 정부기관 (5% 이상) + 해외DR 주식 수 ÷ 지수 산정 주식 수

자료: DataGuide, 자본시장연구원

이와 같은 현실적 제약 속에서 자산주의 비효율성을 개선하려면, 무엇보다 건설적이고 실효적인 주주 관여(engagement)를 도모하기 위해 일반주주의 장기보유 유인을 강화할 필요가 있다. 특히 실질적 의결권 영향력이 없는 세법상 ‘대주주’에게 양도소득세를 부과하는 과세 방식은 상반기 주가 상승 시 하반기 매도 압력을 높여, 개인 투자자의 단기적·복권적 투자 행태를 강화할 수 있다. 더욱이 유동주식 비율이 낮아 국내의 기관의 적극적 투자에 제약이 있는 소규모 자산주일수록, 고액 자산가의 장기적이고 협력적인 관여를 기대하기 어렵다. 따라서 대주주 양도소득세 기준이나 배당소득 과세의 실효세율 등 자본시장의 주요 세제는 장기보유와 정렬된 구조를 갖출 필요가 있다.

개선 과제

한국 자본시장의 만성적인 자산주 저평가를 시장 기제를 통해 해소하려면, 첫째, 상장유지 및 퇴출 제도 운용에 유동(free-float) 시가총액 개념을 도입할 필요가 있다. 상장기업은 적절한 수준의 유통주식 물량이 시장에서 거래될 수 있도록 해야 하며, 이를 충족하지 못하는 기업은 지분 분산, 자사주 소각 등을 통해 유동성 요건을 개선하도록 유도해야 한다. 그럼에도 장기간 개선이 이루어지지 않는다면, 장외시장에서 거래되도록 전환하는 것이 합리적이다. 다만 이 과정에서 자산주가 형식적 상장폐지 절차에 돌입할 경우, 기존 주주는 청산가치보다 현저히 낮은 주가 수준에서 정리매매 절차에 내몰릴

가능성이 있다. 따라서 공개매수 절차 도입 등 일반주주 보호 방안을 함께 논의하는 세심한 제도 설계가 필요하다.

둘째, 건설적인 행동주의를 촉진하는 협력적 주주 관여 기반을 마련해야 한다. 장기 시계를 견지한 행동주의는 관련 문헌에서 기업의 체질 개선과 초과 수익률을 동시에 달성하는 것으로 비교적 일관되게 보고된다.⁶⁾ 이러한 장기 동행형 행동주의를 정착시키기 위해서는 관여 비용을 분담하고 규모의 경제를 실현할 수 있는 제도적 기반의 확충이 필요하다. 예를 들어, 공적 연기금을 중심으로 행동주의 기반의 외부위탁운용관리(OCIO)를 확대할 필요가 있다. 이때 위탁 운용사는 건설적 관여 활동과 그 성과를 기준으로 선정하여, 장기 시계의 행동주의 자본이 제도개선 수단으로 활용되어야 한다.

셋째, 투자 문화 측면에서도 장기보유 관행을 유도하여 주주 관여의 영향력을 확대할 필요가 있다. 자산주는 낮은 거래 유동성과 높은 관여 비용 탓에 주주권의 적극적인 행사를 기대하기가 현실적으로 어렵다. 고액 자산가나 이들의 자금을 수탁받은 운용사의 영향력을 보다 강화하기 위해서는 현행 세제 구조가 투자자의 장기보유 유인과 얼마나 정렬되어 있는지를 되짚어 보아야 한다. 배당소득은 분리과세를 확대하고, 장기적으로 자본이득은 단기적인 과세 회피를 유도하지 않는 근원적 과세 방식을 도입하여, 종합적으로 장기보유 기반의 협력적 관여를 촉진하는 방향을 지향할 필요가 있다.

마지막으로, 자본주의 사회에서 자산가가 선망의 대상이 되듯, 앞으로의 자본시장에서는 자산주 역시 투자자의 선망을 받는 대상으로 그 정의와 인식이 변해야 한다. 진정한 코리아 프리미엄 시대가 도래하려면 일부 대형주 중심의 변화만으로는 부족하며, 시장 전반의 체질 개선이 요구된다. 앞으로의 자산주는 알짜 자산만 보유한 저평가된 기업이 아니라, 자산에서 창출된 현금흐름을 주주의 현금흐름으로 연결하여 투자자 신뢰를 구축하고, 이를 바탕으로 프리미엄을 인정받는 기업이어야 한다. 궁극적으로 코리아 프리미엄 시대의 선망받는 자산가는 부동산이 아니라, 변화한 자산주를 부의 원천으로 삼아 포트폴리오의 새로운 기준을 제시하는 투자자이길 고대한다.

6) Brav A., Jiang W., Partnoy F., Thomas R., 2008, Hedge fund activism, corporate governance, and firm performance, *Journal of Finance* 63, 1729-1775.

Bebchuk L., Brav A., Jiang W., 2015, The long-term effects of hedge fund activism, *Columbia Law Review* 115, 1085-1156.

OPINION

선임연구위원
장근혁

KOFR OIS 시장 활성화를 위한 과제*

금융위원회와 한국은행은 무위험지표금리인 KOFR를 중심으로 하는 국내 지표금리 체계 전환 원칙을 발표하였고, 금융거래의 준거금리로 널리 활용되는 CD수익률 대신 KOFR의 사용 비중을 점진적으로 확대해 나갈 계획이다. 준거금리로 CD수익률이 사용되고 있는 이자율스왑 부문은 규모적 측면뿐만 아니라 금리 헤지 또는 투자 도구로서 다른 부문의 KOFR 활용과도 연계되기 때문에, KOFR 중심의 CD수익률 대체를 위해 KOFR OIS 시장 활성화는 중요한 과제이다.

금융당국은 이자율스왑 부문에서 행정지도를 시작으로 단계적인 KOFR OIS 시장 활성화 정책을 추진하고 있다. 향후에는 중장기(만기 1~10년) KOFR OIS 거래에 초점을 맞추어야 하며, 중장기 시장 형성을 모니터링하면서 적절한 시기에 중앙청산소(CCP)의 CD 이자율스왑 할인율에도 KOFR OIS를 적용할 필요가 있다. KOFR OIS 시장 활성화를 위해 국내 금융사들의 적극적인 참여도 필요하다. 우선 KOFR OIS 거래 이후 평가나 결제 등 처리를 위한 시스템을 준비해야 한다. 또한 조달금리 헤지 등 KOFR OIS의 활용 범위를 확대해 나가고, 이에 따른 위험관리 체계를 정비할 필요도 있다.

금융위원회와 한국은행은 무위험지표금리인 KOFR(Korea Overnight Financing Repo Rate)를 중심으로 하는 국내 지표금리 체계 전환 원칙을 발표하고, 지표금리 개혁 작업을 추진하고 있다. 금융거래(파생상품, 채권, 대출 등)의 준거금리(reference rate)로 널리 활용되는 CD수익률 대신 KOFR의 사용 비중을 점진적으로 확대해 나갈 계획이다.¹⁾ 지표금리 개혁 작업은 이자율스왑 및 변동금리채권(FRN) 분야에서 단계적으로 진행되고 있다.²⁾

CD수익률을 준거금리로 사용하는 이자율스왑 명목잔액은 약 7,000조원 이상으로 추산되는데, 이는 FRN 잔액 48조원(2024년 7월말), 대출 잔액 383조원(2024년 6월말)에 비해 월등히 큰 규모이다.³⁾ 또한 2024년 CD 이자율스왑의 거래금액도 약 4,500조원에 달한다.⁴⁾ 이자율스왑 부문은 규모적 측

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

1) 주요국의 지표금리 개혁과 KOFR 활성화 필요성 및 로드맵은 '한국은행, 2024. 8. 28, 한은, 금융위와 함께 KOFR 중심의 지표금리 체계로의 전환 방향을 발표, 보도자료', '금융위원회, 2024. 12. 10, 2025년 지표금리 개혁 추진 계획, 보도자료', '백인석·장근혁·이종은, 2025, 『포스트 LIBOR 시대의 글로벌 지표금리 체계와 국내 시사점』 자본시장연구원 조사보고서 25-02'을 참고하면 된다. 본고는 이자율스왑 부문에서 KOFR OIS 거래 활성화를 주제로 논의한다.

2) 금융위원회, 2025. 5. 30, 지표금리 개혁 중간 점검 및 향후계획, 보도자료.

3) CD수익률을 사용하는 금융거래의 규모를 정확히 추산하기 어려운 한계가 있으며, '백인석·장근혁·이종은, 2025, 『포스트 LIBOR 시대의 글로벌 지표금리 체계와 국내 시사점』 자본시장연구원 조사보고서 25-02'을 참고하였다. 추가로, 역외 거래인 LCH(London Clearing House)에서 청산하는 원화(KRW) 이자율스왑 잔액이 약4,000조원(2025년 8월 기준)인데, 이 중 대부분이 CD 이자율스왑으로 추정된다.

4) 금융위원회, 2025. 5. 30, 지표금리 개혁 중간 점검 및 향후계획, 보도자료.

면뿐만 아니라 금리 헤지 또는 투자 도구로서 다른 부분의 KOFR 활용과도 연계되기 때문에 KOFR 활성화 및 CD수익률 대체를 위한 핵심 분야라고 할 수 있다. 따라서 이자율스왑 부문에서 KOFR OIS(Overnight Index Swap)⁵⁾ 시장 활성화는 중요한 과제이며, 금융당국도 행정지도를 시작으로 단계적 정책을 추진하고 있다. 본고에서는 이자율스왑 부문에서 KOFR OIS 시장 활성화를 위한 금융당국의 정책과 함께 금융사들의 준비 및 대응 방안을 논의하고자 한다.

이자율스왑 및 KOFR OIS 개요

이자율스왑(Interest Rate Swap: IRS)은 정해진 통화의 계약금액에 대해 서로 다른 이자를 교환하는 파생상품으로, 일반적으로 고정금리(스왑금리) 이자와 변동금리 이자를 교환하는 구조이다(그림 1)).⁶⁾ 현재 원화(KRW) 이자율스왑의 변동금리 준거금리로 대부분 CD수익률이 사용되고 있다. 이자율스왑의 계약 체결 이후 스왑금리 변화에 따라 거래당사자 간 손익이 발생한다. 변동금리를 수취하는 part A는 계약 이후 금리가 상승하면 미래에 받을 변동금리 기대 이자 가치가 커지면서 평가이익을 얻게 되고, 반대로 금리가 하락하면 평가손실을 입게 된다(그림 1)). 따라서, CD 이자율스왑은 FRN이나 대출의 CD수익률을 고정금리로 헤지하는 용도⁷⁾로 활용되기도 하지만, 주로 다양한 금리의 변동에 대한 투자나 금리위험관리를 목적으로 사용되면서 시장이 크게 성장하였다.

KOFR OIS의 경우 <그림 1>에서 KOFR의 일복리⁸⁾가 적용되어 변동금리 이자가 계산된다는 차이점이 있지만, 변동금리와 고정금리(OIS 금리) 이자를 교환하는 기본 구조는 CD 이자율스왑과 같다. 계약 체결 이후 OIS 금리 변화에 따라 거래당사자 간 손익이 발생하는 것도 마찬가지이다. 따라서 시장 참여자는 KOFR OIS 거래를 KOFR 등 다양한 금리 변동에 대응하기 위한 효과적인 도구로 활용할 수 있다.

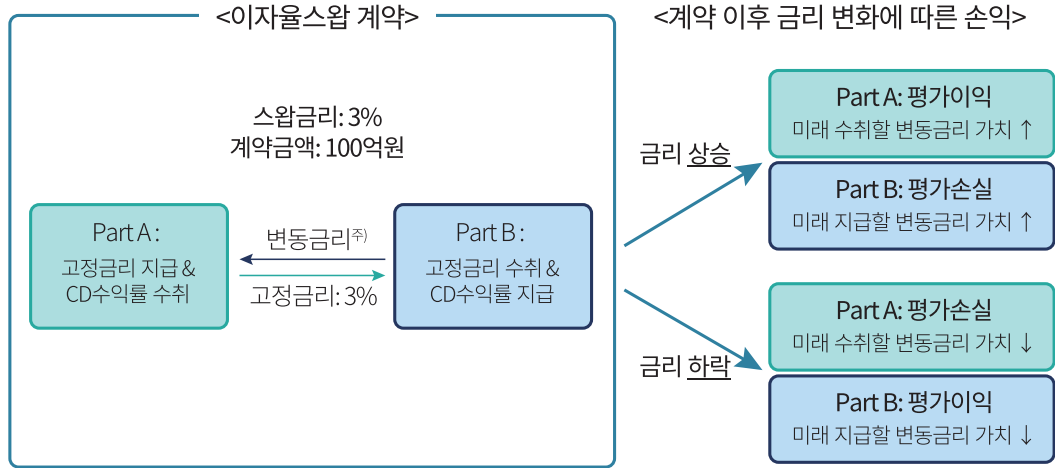
5) KOFR는 익일물(overnight) 금리이다. KOFR와 같은 overnight index를 준거금리로 사용하는 swap을 OIS라고 칭한다.

6) 서로 다른 변동금리를 교환하는 이자율스왑을 베이스(basis) 스왑이라고 한다. 일례로 CD수익률과 KOFR를 교환하는 베이스 스왑을 들 수 있다.

7) 이자율스왑을 이용한 고정금리와 단순한 고정금리 조달 간 비교를 통해 자금조달 비용을 절감한다.

8) 이자계산 기간동안 일복리 방식인 $[(1 + r_1 n_1 / 365)(1 + r_2 n_2 / 365) \dots (1 + r_n n_n / 365) - 1] \times 365 / d$ 로 산출된 이자율을 적용하여 이자율스왑 거래의 변동금리 이자를 계산한다. r 들은 KOFR, n 들은 익일물의 일수(예, 주말 포함 3일), d 는 이자율스왑의 이자 기간 일수를 나타낸다.

〈그림 1〉 이자율스왑 거래와 손익 변화



주: 변동금리로 CD수익률, KOFR(일복리 계산) 등 다양한 준거금리를 사용

LIBOR 이자율스왑과 SOFR OIS

이자율스왑을 포함한 파생상품의 준거금리 전환은 글로벌 지표금리 개혁에서 가장 중요한 부문이었다. 미국의 지표금리 개혁에서 LIBOR 이자율스왑 대신 SOFR OIS⁹⁾ 시장으로 전환되는 과정을 간단히 살펴보기로 하자. LIBOR 준거금리의 대출이나 FRN을 헤지하기 위해 LIBOR 이자율스왑 시장이 발생하였지만, 다양한 금리 변동에 대한 투자 또는 헤지 목적으로 LIBOR 이자율스왑 시장이 빠르게 성장하면서 LIBOR 연동 대출과 FRN 규모에 비해 이자율스왑 등 파생상품 규모가 훨씬 커지게 되었다. 이러한 결과로 인해 LIBOR 이자율스왑의 SOFR OIS 전환에는 많은 노력과 긴 기간이 필요했다.

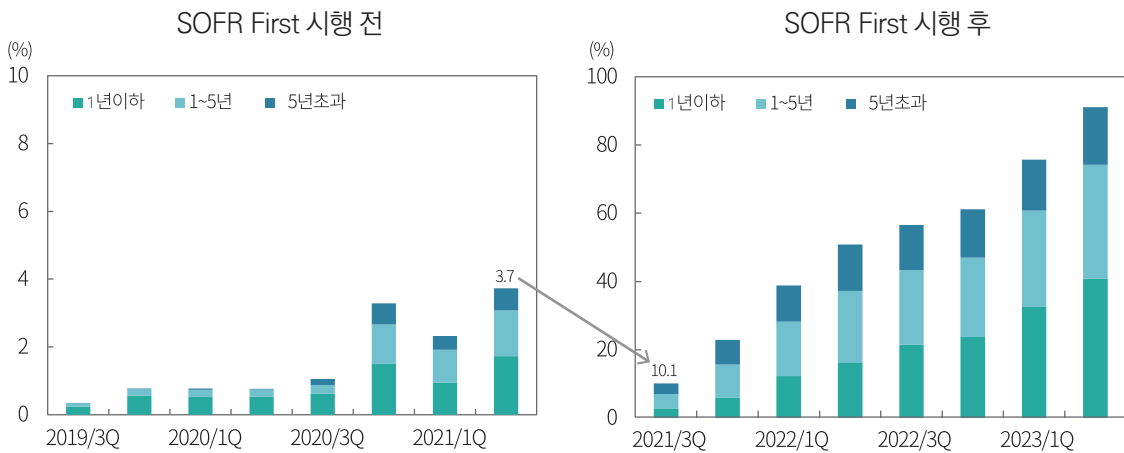
2017년 LIBOR 산출 중단 계획이 발표된 이후, 2018년 하반기부터 SOFR OIS의 거래가 표준화되고 중앙청산소(CCP) 청산이 시작되었지만, 2년 동안 거래가 유의미하게 증가하지 못했으며 단기(1년 이하 만기) 거래가 주를 이루었다. 이후 2020년 3Q부터 점차 중장기(만기 1년 초과) 거래가 증가하였는데(〈그림 2〉, 좌), 이는 2020년 10월부터 LIBOR 이자율스왑에 대한 CCP의 평가 할인율과 조정이자에 각각 SOFR OIS와 SOFR가 적용되면서¹⁰⁾ LIBOR 이자율스왑을 헤지하기 위한 중장기 SOFR OIS 거래 수요가 발생했기 때문이라고 해석할 수 있다.

9) SOFR(Secured Overnight Funding Rate)는 USD LIBOR를 대체하는 무위험 지표금리이다. SOFR OIS는 익일물 금리인 SOFR를 준거금리로 사용한다.

10) ‘할인율’은 이자율스왑 거래를 평가할 때 미래 기대 현금흐름을 현재가치로 할인하기 위해 사용되는 이자율이다. ‘조정이자’는 거래 만기 이전에 평가손익에 따라 제공된 증거금(현금)에 부과되는 이자(증거금을 수취하는 당사자가 조정이자를 지급)를 의미한다. LIBOR 이자율스왑의 평가와 증거금 관리에 SOFR OIS 금리가 반영되게 되었다. ‘할인율’과 ‘조정이자’에 대한 추가 설명은 ‘백인석·장근혁·이중은, 2025, 『포스트 LIBOR 시대의 글로벌 지표금리 체제와 국내 시사점』 자본시장연구원 조사보고서 25-02’의 부록을 참고하면 된다.

2021년 7월부터 SOFR First 정책¹¹⁾이 시행되면서 시장에 변화가 나타났다. <그림 2>는 SOFR First 정책 시행 전후로 구분하여 LIBOR 이자율스왑과 SOFR OIS의 거래금액 합산 대비 SOFR OIS의 거래금액 비중을 나타내는데, SOFR OIS 비중이 2021년 2분기 3.7%에서 2021년 3분기에 10.1%로 급증한 이후 꾸준히 증가하였다. 정리하자면, SOFR OIS의 헤지 수요 창출과 당국의 SOFR First 정책이 추진되면서 SOFR OIS 만기가 다양해지고, 거래량도 증가하였다고 볼 수 있다.

<그림 2> SOFR OIS 거래금액 비중 추이



주 : LIBOR 이자율스왑과 SOFR OIS의 거래금액 합산 대비 비중, 미국 규제 지역의 거래 대상, SOFR OIS는 basis swap을 포함

자료: ISDA Transition to RFRs Review 각호

KOFR OIS 활성화 방안

현재 국내에서는 KOFR OIS 시장을 활성화하기 위한 금융당국의 단계적인 계획이 진행되고 있다.¹²⁾ 금융당국은 2025년 7월부터 1년 동안 주요 금융사별로 이자율스왑 거래의 10% 이상을 KOFR OIS 거래로¹³⁾ 수행하도록 행정지도를¹⁴⁾ 시작하였고 연도별로 목표 비율을 상향해 나갈 계획이다. 또한 KOFR OIS의 CCP 청산 도입과(2025년 10월 중) 비상계획 마련에 대한 비조치의견서 발급¹⁵⁾ 등을 통해 국내 금융사들이 거래할 수 있는 여건을 마련하였다. 다만, 앞으로 CCP 청산이 시작되면 KOFR

11) CFTC는 주요 시장 참여자들에게 이자율스왑에 LIBOR 대신 SOFR를 우선적으로 사용할 것을 제시하였다(CFTC, 2021, SOFR First-MRAC Subcommittee Recommendation). 다른 주요국에서도 RFR First Initiative가 시행되었다(백인석·장근혁·이종은, 2025, 『포스트 LIBOR 시대의 글로벌 지표금리 체제와 국내 시사점』 자본시장연구원 조사보고서 25-02).

12) 금융위원회, 2025. 5. 30, 지표금리 개혁 중간 점검 및 향후계획, 보도자료.

13) KOFR를 준거금리로 사용하는 이자율스왑 거래를 모두 포함한다.

14) 이자율스왑 거래금액이 큰 16개 은행과 12개 증권사가 대상이며, 행정지도 형태로 권고하고 있다.

15) 중요지표인 KOFR 산출이 중단될 경우를 대비하여 KOFR OIS 거래시 비상계획을 마련하여 계약 내용에 반영해야 하는데(금융거래지표법), 이에 대한 비조치의견서이다.

OIS 거래가 증가하기를 기대해 볼 수 있겠지만, 아직 단기(만기 3개월 이하) 위주로 일부 거래만 이루어지고 있는 것으로 알려져 있다.

금융당국은 1년간 행정지도를 시행한 후 탄력적으로 계획을 조정할 방침인데, 우선 중장기(만기 1~10년) KOFR OIS 거래의 활성화에 초점을 맞출 필요가 있다. 현행 행정지도에서 거래 만기에 따른 인센티브로 20%까지(10년 초과 거래) 거래 실적에 가산할 예정이지만, 1년과 10년의 위험도(듀레이션)를 고려한다면¹⁶⁾, 더 현실적인 인센티브가 필요하다고 할 수 있다. 중장기 KOFR OIS 시장 형성이 어느 정도 이루어지면, 미국의 SOFR 사례처럼 CD 이자율스왑에 대한 CCP 평가 할인율과 조정이자에 각각 KOFR OIS와 KOFR를 적용하여 중장기 KOFR OIS 헤지 거래 수요를 창출할 필요가 있다.

또한 중장기 KOFR OIS 거래는 중장기 KOFR FRN 발행과도 밀접한 관련이 있다. FRN 발행사는 변동금리를 헤지하면서 발행하기도 하는데, 중장기 KOFR OIS 거래가 여의치 않다면, 중장기 KOFR FRN 발행 및 헤지에 어려움을 겪을 수밖에 없다. 금융당국의 노력과 국책은행 및 시중은행의 참여로 KOFR FRN은 2025년 8월까지 3.31조원(20건)이나 발행되었지만, 세부적으로 보면 약 60%가 만기 3개월 이하이고, 만기 1년 초과인 발행은 500억원(1건)에 불과하다.

KOFR OIS 시장 활성화를 위해 국내 금융사들의 적극적인 참여와 준비도 필요하다. 국내 이자율스왑 시장 참여자들에게 KOFR OIS 거래 구조가 익숙하지 않다. OIS는 일복리 방식으로 기존의 CD 이자율스왑과 이자 계산 방법이 다르다. 달러 이자율스왑 거래로 SOFR OIS 거래를 수행하던 은행의 경우 이미 관련 시스템을 보유하고 있어 KOFR OIS 거래 처리가 수월할 것이나, 기존의 CD 이자율스왑 거래만 수행하던 금융사들은 KOFR OIS 거래 이후 평가나 결제 등 처리를 위한 시스템을 구축해야 한다.¹⁷⁾

다음으로 금융사들은 KOFR OIS를 활용하는 거래 전략을 개발하고 위험관리 체계도 정비해야 한다. KOFR는 금융사들의 실질적인 단기 조달금리이며, 무위험금리 역할을 하지만, KOFR OIS를 사용해 조달금리 등을 헤지하는 방식에 익숙하지 않다고 할 수 있다. 일반적으로 국내 금융사들은 자금조달을 전사적으로 관리하고 운용 부서에 내부 금리를 기준으로 이자를 적용하는 방식을 주로 사용해 왔다. 운용 부서는 조달금리를 헤지할 필요성이 크지 않았고, 과거에는 단기금리를 헤지할 수 있는 금융상품도 없었다. 예를 들어 금융사가 익일물 RP 조달과 롤오버를 통해 1년간 채권에 투자하는 경우, 과거와 달리 KOFR OIS 거래를 통해 조달금리를 고정금리로 헤지¹⁸⁾할 수 있다. 또한 KOFR OIS를 CD 이자율스왑과 같이 다양한 금리 변동에 대응할 수 있는 도구로 활용 범위를 확대해 나갈 필요가 있다.

16) 10년물의 금리위험(듀레이션)은 1년물의 7~8배 수준이다.

17) 주요국 통화에 대해서는 지표금리 개혁 이전에도 익일물 금리(무위험금리에 가까운 금리)의 OIS와 선물 등 파생상품이 거래되고 있었지만, 국내에는 익일물 금리 파생상품이 없었다. 이러한 점이 KOFR OIS나 장내파생상품인 KOFR 선물 시장 형성이 미국의 SOFR 파생상품 시장 형성에 비해 어려운 원인 중 하나라고 할 수 있다.

18) KOFR 선물을 사용할 수도 있다.

ZOOM
-IN영국 금융 자문 맞춤형 지원 제도 도입 및
시사점

- FCA는 Consumer Duty 시행 이후, 자문 공백 해소를 위해 맞춤형 지원과 간소화 자문 제도 도입을 추진하고 있음
- 맞춤형 지원은 공통된 특성을 가진 소비자 집단에 사전 설계된 제안을 제공하는 방식으로, 기존 지침보다 구체적이지만 포괄적 자문에는 해당하지 않는 중간 단계 모델임
- 간소화 자문은 특정 단일 필요에 대해 제한적이고 신속한 개인 권고를 제공하는 제도로, 포괄적 자문 대비 절차를 단순화하여 비용과 접근성을 개선하는 것을 목표로 함
- 이러한 제도는 소비자에게 '좋은 결과(good outcomes)'를 제공한다는 Consumer Duty의 취지를 실현하기 위한 장치로, 영국 금융시장의 자문 공백 해소 및 소비자 보호 강화를 위한 제도적 실험으로 평가됨
- 한국 금융시장에도 금융 문해력 부족과 자문 공백에 대응하기 위해 금융지원 서비스 공급 확대, 비용 구조 다변화 등을 포괄하는 규제 방향이 요구됨

- 영국 금융행위감독청(FCA)은 2023년 FCA 기업원칙(Principles for Businesses)에 Consumer Duty(Principle 12)¹⁾를 신설한 이후, 지침과 금융 자문 사이에 존재하는 자문 공백 문제를 해소하기 위해 맞춤형 지원과 간소화 자문 제도의 도입을 추진하고 있음
 - FCA는 2025년 6월 30일 발간한 CP25/17에서 맞춤형 지원(Targeted Support)과 간소화 자문(Simplified Advice) 제도의 도입을 제안하였음
 - 맞춤형 지원은 개별 소비자가 아닌 공통 특성을 지닌 집단을 대상으로 사전에 준비된 제안을 제공하는 새로운 지원 방식으로, 기존 지침(guidance)보다 구체적이지만 포괄적 금융 자문에는 해당하지 않는 중간 단계 모델임
 - 간소화 자문은 소비자의 특정 단일 필요에 대해 제한적이고 신속한 개인 권고를 제공하는 제도로, 포괄적 자문 대비 절차를 단순화하여 비용과 접근성을 개선하는 것을 목표로 함

1) 영국 금융행위감독청 기업원칙(FCA Principles for Businesses)은 모든 FCA 인가 금융회사가 반드시 지켜야 할 최상위 행동 규범으로 기존의 11개 원칙에 2023년부터 Principle 12(Consumer Duty)가 추가됨. 12개 원칙은 ① Integrity - 정직한 업무 수행, ② Skill, care and diligence - 숙련도·주의·신중함 유지, ③ Management and control - 합리적 조직 및 통제 체계 구축, ④ Financial prudence - 재무 건전성 유지, ⑤ Market conduct - 적절한 시장행위 준수, ⑥ Customers' interests - 고객 이익을 고려하고 공정하게 대우, ⑦ Communications with clients - 고객에게 명료하고 공정한 정보 제공, ⑧ Conflicts of interest - 이해충돌을 공정하게 관리, ⑨ Customers' relationships of trust - 고객의 신뢰를 기반으로 한 적절한 자문, ⑩ Clients' assets - 고객 자산을 적절히 보호, ⑪ Relations with regulators - 규제 기관에 대해 개방적이고 협조적 대응, ⑫ Consumer Duty - 소매 고객에게 좋은 결과(good outcomes)를 제공해야 할 의무로 구성

- 이러한 제도의 필요성은 2023년 7월 시행된 Consumer Duty에서 비롯되었는데 Consumer Duty는 FCA의 기존 11개 기업원칙에 12번째 원칙(Principle 12)을 신설하여 금융회사가 소비자에게 좋은 결과(good outcomes)를 제공해야 한다는 의무를 부과한 것으로, 이는 절차 중심에서 결과 중심 규율로의 전환을 의미함
- 그러나 실제 시장에서는 여전히 다수의 소비자가 고비용의 포괄적 자문을 이용하지 못하고 단순 정보만 제공받는 상황에 머물러 자문 공백(advice gap) 문제가 지속됨에 따라 소비자에게 좋은 결과를 제공하는 데 어려움이 따름
- 이에 따라 FCA는 2024년 12월 CP24/27에서 처음으로 맞춤형 지원과 간소화 자문을 제안하였으며, 이를 2025년 6월 CP25/17을 통해 구체화하였음
- FCA는 2025년말 최종 규칙(Policy Statement)을 통해 맞춤형 지원 제도를 확정하고, 2026년 1분기부터 인가 신청 절차를 개시할 예정임
 - 또한 간소화 자문에 대해서는 2026년 초 별도의 컨설팅을 통해 구체적 규율안을 마련할 계획임

□ 영국 금융소비자의 상당수는 규제된 금융 자문이나 지침을 이용하지 못해 여전히 자문 공백에 놓여 있음

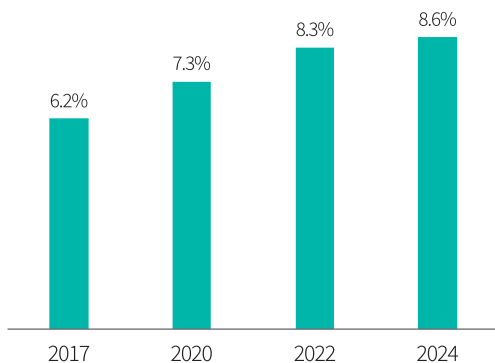
- FCA가 2025년 5월 발표한 Financial Lives Survey 2024²⁾에 따르면, 2024년³⁾ 성인의 8.6%(460만명)이 투자, 연금 저축, 은퇴 설계와 관련하여 규제된 금융 자문을 받은 것으로 조사됨(<그림 1> 참고)
- 또한 <그림 2>에서 2024년 규제된 금융 자문을 받은 사람들 중 74%가 IFA(독립금융자문업자)와 같은 금융 자문회사 소속 자문업자를 이용하였는데, 이는 전체 성인의 6.4%(340만명)에 해당
 - 한편 온라인 자동 자문을 받은 성인 수는 2017년 10만명에서 2022년 80만명으로 8배 증가했으나, 2022년 이후 2024년까지는 더 이상 증가하지 않은 것으로 조사됨
- 반면 2024년 성인의 37%(약 2,030만명)가 투자, 연금 저축, 은퇴 설계와 관련된 의사결정을 돕기 위해 정보나 지침을 이용한 것으로 나타남
 - 가장 흔히 활용된 출처는 정부 지원 서비스(예: Citizens Advice, MoneyHelper, Pension Wise, 17%), 민간 부문의 재무 조언 웹사이트(15%), 은행·건축저축은행(Building Society)·기타 금융회사의 웹사이트나 안내자료(14%), 언론(11%)이었음
- 즉, 자문 또는 정보·지침을 이용하는 영국 금융소비자의 약 40%를 제외한 나머지는 투자, 연금 저축, 은퇴 설계와 관련하여 금융 지원을 받지 못하는 자문 공백 지속
- 특히 연금 의사결정에서는 이러한 공백이 두드러지는데, 확정기여형(DC) 연금 가입자의 33%만이 은퇴 후 재정적으로 어떻게 생활할지 충분히 고민해 본 적이 있었으며, 연간 얼마를 벌어야 합리적인 생활 수준을 유지할 수 있을지 신중히 고려한 가입자는 20% 수준

2) FCA, 2025a, *Financial Lives Survey 2024*.

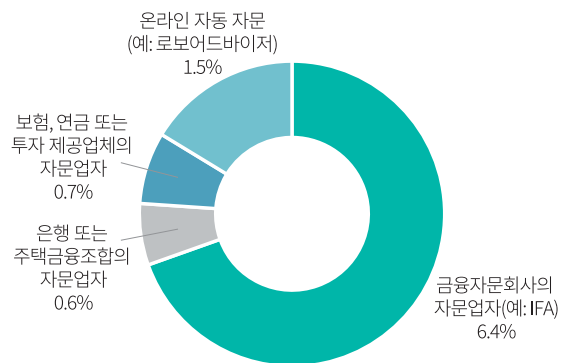
3) 조사 시작 시점인 2024년 5월 직전 12개월

- 또한 DC 연금에 불입하고 있는 사람 중 62%만이 자신이나 고용주가 실제로 얼마를 불입하는지 알고 있는 상황
- 2024년 11월에 발표된 AGBR(Advice Guidance Boundary Review)⁴⁾은 금융소비자의 다수가 고비용의 포괄적 자문을 이용하지 못하고 단순 정보만 제공받는 데 그치면서 자문 공백(advice gap)에 방치되어 있다는 점을 구조적으로 진단
- AGBR은 비자문(non-advised) 자동가입(auto-enrolment) 제도로 인한 소비자 무관심, 2015년 연금 자유화 이후 복잡해진 인출 선택, 확정급여형(DB)에서 DC로의 전환에 따른 개인 부담 증가 등을 자문 공백의 주요 원인으로 지목하며, 지침과 자문 사이의 규제 경계를 재설계할 필요성을 강조
- 또한 AGBR은 인지 부족, 비용 부담, 금융회사에 대한 신뢰 결여, 소비자의 처리 역량(capacity) 한계로 인해 자문 이용이 제한되고, 지침 서비스 역시 규제 범위 제약과 낮은 금융 이해력 탓에 영향력이 제약된다고 평가함

〈그림 1〉 전체 성인 중 규제된 금융 자문 이용 비중



〈그림 2〉 금융 자문업자 유형별 이용 비중(2024)



주 : 〈그림 2〉는 〈그림 1〉에서 2024년에 규제된 금융 자문을 이용했다고 응답한 성인이 이용한 금융 자문업자를 유형별로 분류한 것으로 비중은 전체 성인 대비 비중이며 중복 집계 포함

자료: FCA(2025a)

- **맞춤형 지원(Targeted Support)**은 지침과 포괄적 금융 자문 사이의 공백을 메우기 위해 금융회사가 유사한 특성을 공유하는 소비자 집단에 사전 설계된 제안을 제공하는 새로운 규제 활동
 - (정의) 맞춤형 지원은 공통된 특성을 지닌 소비자 집단을 대상으로 사전에 설계된 제안(ready-made recommendations)을 제공하는 새로운 규제 활동임
 - (특징) 맞춤형 지원은 개별 소비자의 전체 재무 상황을 분석하는 대신, 유사한 특성을 공유하는 그룹에 일반적으로 적합한 조치를 제안하는 방식으로, 기존 지침보다 구체적이지만 포괄적 금융 자문에는 해당하지 않음

4) NMG, 2024, Advice Guidance Boundary Review.

- (운영 원칙) 맞춤형 지원은 금융서비스 및 시장법(Financial Services and Markets Act: FSMA)상 신규 규제 활동으로 지정될 예정이며, 이를 제공하려는 금융회사는 별도의 인가가 필요할 것으로 예상됨
 - 기존 금융 자문 규정(COBS 9/9A)은 적용되지 않지만, 대신 COBS 9B 전용 규칙을 마련하여 금융회사가 설계하는 제안이 세그먼트 전체에 대해 합리적 적합성을 갖추도록 요구함
 - 또한 소비자가 이를 개인 맞춤 금융 자문으로 오인하지 않도록 명확히 고지해야 함
- (비용 구조) 맞춤형 지원은 원칙적으로 무료 또는 교차보조(cross-subsidy)⁵⁾ 방식으로 제공
 - 소비자에게 요금을 부과하는 경우에는 가격·가치(Price and Value) 원칙을 충족해야 하는데, 이는 상품·서비스의 가격이 소비자가 얻는 효익(value)에 비례해야 한다는 의미임⁶⁾
 - 또한 2012년 RDR(Retail Distribution Review)에서 확립된 판매수수료(commission) 금지 원칙이 동일하게 적용되어, 금융회사는 특정 상품 제공사로부터 수수료를 받을 수 없으며, 서비스 비용은 자체 부담 또는 교차보조로 충당해야 함
- (정책적 의의) 맞춤형 지원은 Consumer Duty가 요구하는 ‘좋은 결과(good outcomes)’를 실질적으로 달성하기 위한 제도적 장치임
 - 기존 지침과 금융 자문 사이의 규제 공백을 해소하는 제도로, 소비자에게 실행가능한 권고를 제공하면서도 금융회사에는 포괄적 자문에 따른 규제 부담을 지우지 않는 균형적 모델임
- (적용 사례) <표 1>은 맞춤형 지원이 기존 지침 수준에서는 단순한 경고나 일반적 정보 제공에 그쳤던 영역에서 소비자 집단별로 구체적인 대안(예: 연금 불입률·인출률 제안, 저보수 펀드 권고, 특정 투자상품 제안 등)을 제시할 수 있음을 보여줌
 - 이를 통해 지침과 금융 자문 사이의 공백을 메우고 소비자에게 실행가능한 선택지를 제공하는 방식이 구체화 됨
 - 다만, 특정 연금상품이나 마케팅 제한이 있는 고위험 상품은 맞춤형 지원의 적용 대상에서 제외됨

5) 교차보조(cross-subsidy)란 금융회사가 맞춤형 지원 제공에 따른 비용을 해당 서비스 이용자에게 직접 청구하지 않고, 다른 상품·서비스에서 발생한 수익으로 충당하는 방식

6) FCA, 2022, A new Consumer Duty, Feedback to CP21/36 and final rules FCA는 Consumer Duty의 세부 요소로 금융회사가 반드시 달성해야 할 4가지 핵심 결과(outcomes)를 제시하였는데 다음과 같음. ① Products and Services outcome - 상품과 서비스 설계가 소비자에게 적합해야 함, ② Price and Value outcome - 가격이 소비자가 얻는 효익과 균형을 이뤄야 함, ③ Consumer Understanding outcome - 소비자가 상품을 이해할 수 있도록 명확히 설명해야 함, ④ Consumer Support outcome - 소비자가 상품·서비스를 적절히 사용할 수 있도록 충분히 지원해야 함

〈표 1〉 맞춤형 지원 적용 사례

소비자 상황	현재 제공 가능(지침 수준)	맞춤형 지원 제공 시
연금 저축 부족	“연금 저축이 부족할 수 있다”는 경고	대안적 불입률 제안
연금 인출 결정 곤란	인출 옵션에 대한 사실 정보 제공	세금 효율적 인출 방법 제안 (예: drawdown 대신 UFPLS 활용)
과도한 연금 인출	“인출이 지속 불가능할 수 있다”는 경고	대체 가능한 인출률 제안
투자 가능 자금 보유	“투자를 시작할 수 있다”는 안내	구체적 투자상품 제안
투자상품 보유	보유 상품 위험 · 비용에 대한 정보 제공	대체 투자상품 제안
고비용 펀드 투자	“더 저렴한 대안이 있다”는 안내	구체적 저비용 펀드 제안
투자 vs 연금상품 선택 고민	ISA 등 투자 랩(wrapper) 수준 안내	특정 투자상품 또는 연금상품 제안

자료: FCA, 2025b, CP25/17 Supporting consumers with pensions and investment decisions, §2.40

- 간소화 자문(Simplified Advice)은 소비자의 특정 단일 필요에 대해 핵심 정보만을 바탕으로 제한적이고 신속한 권고를 제공하는 금융 자문으로, 저비용 · 고접근성의 특성을 지니며 맞춤형 지원과 포괄적 자문 사이의 가교 역할을 수행함
 - (정의) 간소화 자문은 소비자의 특정 단일 필요(single, well-defined need)에 대해 제한적이고 신속한 개인 권고를 제공하는 금융 자문임
 - (특징) 포괄적 자문처럼 전체 재무 상황을 다루지 않고, 일정 금액의 목돈 투자, 기존 펀드 교체, 단기 저축 목표 등 단일 과제에 적합한 권고를 제공하는 방식임
 - (운영 원칙) 간소화 자문은 금융 자문(personal recommendation)에 해당하므로 FCA 인가를 받은 금융회사만 제공할 수 있으며, COBS 9/9A 적합성 규정이 적용됨
 - 다만 포괄적 자문과 달리 전체 재무 상황을 조사할 필요는 없고, 해당 과제 해결에 필요한 핵심 정보만 수집하면 충분함
 - (비용 구조) 소비자가 직접 자문 수수료를 지불하며, 판매수수료(commission) 금지 원칙이 동일하게 적용됨
 - 소비자에게 요금을 부과하는 경우 가격·가치 원칙을 충족해야 함
 - (정책적 의의) 간소화 자문은 포괄적 자문에 비해 저비용 · 고접근성의 개인 맞춤 권고를 제공하는 모델로, 맞춤형 지원보다 개인화 수준이 높으면서도 절차가 단순함
 - 이를 통해 소비자는 보다 저렴하고 신속하게 개인 자문에 접근할 수 있으며, 맞춤형 지원과 포괄적 자문 사이의 가교 역할을 수행함

- 포괄적 자문(Holistic Advice)은 소비자의 전체 재무 상황을 종합적으로 조사해 맞춤형 권고를 제공하는 가장 전통적이고 심층적인 형태의 금융 자문임

- (정의) 포괄적 자문은 영국에서 이미 규제되어 온 기존의 금융 자문(full advice, regulated advice)을 의미
- (특징) 소비자의 전체 재무 상황(소득, 지출, 자산, 부채, 연금, 세금, 상속 등)을 종합적으로 조사 (fact-find)하고, 이에 기반해 맞춤형 권고(personal recommendation)를 제공하는 전통적 금융 자문임
- (운영 원칙) 포괄적 자문은 기존부터 FSMA상 규제 활동으로 분류되며, COBS 9 규정(적합성 규정) 등 모든 자문 규제가 적용됨
 - 금융회사는 반드시 FCA 인가를 받아야 하며, 자문 과정에서 고객의 재무 목표, 위험 성향, 재무 상황 전반을 고려한 적합성 평가를 실시해야 함
- (비용 구조) 소비자가 직접 자문 수수료를 지불하며, 판매수수료(commission) 금지 원칙이 동일하게 적용됨
 - 소비자에게 요금을 부과하는 경우 Consumer Duty의 가격·가치 원칙을 충족해야 함
- (Consumer Duty) Consumer Duty 시행으로 포괄적 자문은 단순히 적합한 권고를 제공하는 데 그치지 않고, 소비자가 장기적으로 좋은 결과(good outcomes)를 얻는지 지속적으로 점검할 의무가 부과됨
- (정책적 의의) 포괄적 자문은 여전히 가장 심층적이고 포괄적인 형태의 개인 맞춤 금융 자문으로, 복잡한 재무 상황이나 장기적 목표를 가진 소비자에게 필수적인 서비스임
 - 이번 개편에서 포괄적 자문은 새로운 제도로 대체되지 않고, 맞춤형 지원과 간소화 자문을 추가하여 형성된 금융지원 연속체의 최상위 단계로 자리매김함

〈표 2〉 금융 자문 단계별 비교

구분	지침 (Guidance)	맞춤형 지원 (Targeted Support)	간소화 자문 (Simplified Advice)	포괄적 자문 (Holistic Advice)
정의	금융 전반에 관한 일반 정보와 설명 제공, 개인별 권고 없음	공통된 특성을 지닌 소비자 집단에 대해 사전에 설계된 제안 제공	특정 단일 필요에 대해 제한적이고 신속한 개인 권고 제공	전체 재무 상황과 목표를 종합적으로 고려한 맞춤형 권고
개인화 수준	비개인화 - 모든 소비자에게 동일한 정보 제공	집단 단위 적합성 - 그룹 특성에 적합한 제안	제한적 개인화 - 단일 과제 중심 핵심 정보 기반 권고	전면적 개인화 - 사실조사(full fact-find) 기반 종합 분석
규제	비규제 활동 - FCA 인가 불필요	FSMA상 신규 규제 활동, COBS 9B 적용	기존 자문 규제 (COBS 9/9A) 적용 - 절차 단순화	기존 자문 규제(COBS 9) 전면 적용
인가 요건	없음	별도 인가 필요	기존 금융 자문 인가 필요	기존 금융 자문 인가 필요
비용 구조	무료 제공	무료 또는 교차보조, 판매수수료 금지, 가격·가치 원칙 준수	소비자가 자문 수수료 직접 지불, 판매수수료 금지, 가격·가치 원칙 준수	소비자가 자문 수수료 직접 지불, 판매수수료 금지, 가격·가치 원칙 준수

- 한국 금융시장에도 금융 문해력 부족과 자문 공백에 대응하기 위해 금융지원 서비스 공급 확대, 비용 구조 다변화 등을 포괄하는 규제 방향이 요구됨
 - 첫째, 금융 문해력 부족과 자문 공백 문제를 감안할 때, 단속 중심의 접근을 넘어 합법적이고 접근 가능한 금융지원 서비스의 공급을 점진적으로 확대할 수 있는 규제 방향을 모색할 필요가 있음
 - 둘째, 상품 판매수수료나 거래 실적에 의존하는 현행 거래 기반 PB 모델의 한계를 고려할 때, 영국의 교차보조 등의 사례처럼 다양한 비용 구조를 제도적으로 허용하여 소비자의 이용 편의성을 높이고, 금융회사의 지속가능한 운영을 지원할 수 있는 방안 마련이 필요함

선임연구원 심수연

ZOOM
-IN

중국과 홍콩의 스테이블코인 정책 대응 비교

- 중국은 일국양제에 따라 스테이블코인에 대해서도 이원화된 정책기조를 가지고 있는데, 본토 내에서는 스테이블코인과 관련하여 전면 금지 정책을 시행하는 반면, 홍콩에서는 스테이블코인의 발행과 관련한 규제를 신설하고 8월부터 시행 중
- 중국 본토에서는 그동안 스테이블코인보다는 중앙에서 주도할 수 있는 중앙은행 디지털화폐의 확산에 중점을 두어왔으며, 국가 간 결제 네트워크인 프로젝트 mBridge를 시범 운영
- 홍콩의 스테이블코인 조례는 법정통화에 연동된 스테이블코인에 한해서 적용되는 것으로, 홍콩 금융관리국(HKMA)을 스테이블코인 발행자에 대한 허가 및 감독기관으로 선정하고 스테이블코인의 발행 및 유통에 이르기까지 포괄적인 규제를 시행
- 중국은 미국이 달러 패권을 더욱 공고히 할 수 있는 스테이블코인 시장에서 월등한 우위를 점하고 있는 상황에서 자본 유출을 막기 위해 본토 내에서는 중앙은행 기반의 CBDC 체제로의 전환을 굳건히 하려는 한편, 홍콩을 이용하여 스테이블코인 시장에서의 경쟁력을 놓치지 않기 위해 노력하고 있음

- 스테이블코인은 법정화폐를 이용한 거래에 비해 거래비용과 처리 시간이 짧고 프로그래밍이 가능하여 각 국가들의 관심이 매우 높음
 - 스테이블코인과 관련한 논의가 가장 활발한 곳은 미국으로 최근 지니어스법(GENIUS Act)을 통과시켰으며, 유럽과 일본은 물론 싱가포르 등, 여러 국가의 논의가 활발히 이루어지고 있음¹⁾
- 중국의 경우 일국양제(一國兩制)에 따라 스테이블코인에 대해 이원화된 정책기조를 가져가고 있는데, 중국 본토에서는 암호화폐를 엄격히 금지시키고 있으나, 홍콩에서는 꾸준히 스테이블코인과 관련한 정책을 준비하여 왔음
 - 중국 본토에서는 2021년 9월 모든 가상통화 관련 활동이 불법화되어 민간 기업의 스테이블코인 발행이나 거래는 사실상 금지시켰으며, 이를 자본유출의 경로로 인식
 - 중국 정부는 2023년 위안화 기반 스테이블코인인 CNHC를 발행한 Trust Reserve의 직원들을 구금하고 사무실 폐쇄²⁾

1) 파이낸셜뉴스, 2025. 9. 10, 美·EU, 스테이블코인 제도화 박차...“한국은 아직 멀었다”

2) CoinDesk, 2023. 5. 31, CNHC Stablecoin Issuer Detained By Chinese Police: Report.

— 반면 홍콩금융관리국(HKMA)은 2022년 암호자산과 스테이블코인에 관한 토론을 시작으로 2024년 규제 샌드박스 시행을 통해 스테이블코인의 발행절차, 사업모델, 투자자 보호 등의 이슈를 점검³⁾하였으며, 2025년 8월부터 최종 법안(Stablecoins Ordinance) 통과 및 시행

〈표 1〉 중국의 이원화 된 스테이블코인 기초

	중국 본토	홍콩
정책 기초	스테이블코인 전면 금지, 중앙은행 중심의 CBDC(e-CNY)만 허용	스테이블코인 허용 라이선스 규제
법제도	2021. 9. 24. 통지 불법 금융활동으로 지정	2025. 8. 1. 시행
목표	금융 안정성, 자본 통제, 화폐 주권 유지	혁신 허브, 글로벌 스테이블코인 허용, 위안화 국제화 보조

〈표 2〉 홍콩의 스테이블코인 규제 타임라인

2022년 2월	2022년 2월 암호자산과 스테이블코인에 대한 토론 시작
2023년 12월	스테이블코인 발행자에 대한 규제 제도 시행을 위한 협의 및 샌드박스 제도 도입 발표
2024년 3월	홍콩 금융관리국(HKMA)은 스테이블코인 발행자 샌드박스 제도를 시작
2024년 7월	홍콩 스테이블코인 발행자에 대한 규제 제도 시행을 위한 협의 결론 발표
2025년 5월	스테이블코인 조례 통과
2025년 8월	스테이블코인 조례 시행

□ 중국 본토에서는 그동안 스테이블코인보다는 중앙에서 주도할 수 있는 중앙은행 디지털화폐의 확산에 중점을 두어왔으며, 국가간 wCBDC⁴⁾ 결제 네트워크인 프로젝트 mBridge를 시범 운영

— BIS Innovation Hub가 주도했던 mBridge 프로젝트는 국경 간 지급결제를 위한 도매형 CBDC(wCBDC)실험으로, 여러 국가가 참여

• 홍콩 금융관리국(HKMA), 태국 중앙은행(Bank of Thailand), 중국 인민은행 디지털화폐연구소, 아랍에미리트 중앙은행, 사우디아라비아 중앙은행이 정식 참여국이고 한국은행을 비롯한 다수 국가의 중앙은행 및 IMF와 같은 국제기구가 관찰자 그룹(Observers)로 참여 중

— BIS는 해당 프로젝트가 자립할 만큼의 수준에 도달하였기 더 이상 프로젝트에 관여하지 않는다고 공식적으로 발표⁵⁾

3) HKMA, 2024. 3. 12, HKMA launches the stablecoin issuer sandbox arrangement, Press Releases.

4) wCBDC는 중앙은행이 은행 간 결제나 대규모 금융기관 거래용으로 설계한 도매형 디지털화폐를 지칭할 때 국제 논의에서 쓰는 표현

5) https://www.bis.org/about/bisih/topics/cbdc/mcbdc_bridge.htm

- 홍콩의 스테이블코인 조례에서는 홍콩금융관리국(HKMA)을 스테이블코인 발행자에 대한 허가 및 감독기관으로 선정하고 스테이블코인의 발행 및 유통에 이르기까지 포괄적인 규제를 시행
 - 조례에서는 지정 스테이블코인(specified stablecoin)에 대한 규제를 명시
 - 홍콩달러 등 법정통화에 연동된 스테이블코인에 한정하며, 중앙은행이 발행하는 CBDC나 전자지갑, 은행예금 등은 스테이블코인 정의에서 제외
 - 알고리즘 스테이블코인이나 암호화화폐 담보 스테이블코인은 허용 불가
 - 홍콩 내에서 스테이블코인을 발행, 관리 준비금 보관 등의 활동을 하기 위해서는 라이선스가 필요

- 발행자는 일정 기준의 자본 및 유동성 요건을 충족해야 하며, 아직 허가된 스테이블코인 발행자는 없으나 곧 인가받은 사례가 나올 것으로 예상
 - 발행자의 자본요건은 상시 2,500만 홍콩달러 이상을 요구하고 있으며, 유동성과 관련하여 최소 납입자본 요건 및 1:1 준비자산요건, 준비금 운용능력, 발행 스테이블코인의 상환 청구권 보장, 거버넌스 구조와 내부통제, 엄격한 자금세탁방지 및 테러자금 차단 절차 등을 갖추어야 함
 - 전자 상거래기업인 징둥(JD.COM)과 알리바바 계열의 앤트그룹이 스테이블코인 발행자 라이선스를 신청할 계획이라고 하였으나, 현재 면허를 받은 스테이블코인 발행자는 없는 상태
 - 8월 31까지 HKMA와 발행 면허와 관련, 협의할 수 있는데, 인가신청서는 공개되어 있지 않은 상태로, 사전 협의를 거친 후에만 HKMA 인가팀으로부터 받을 수 있으며, 이르면 내년 초 인가를 획득한 발행자가 나올 것으로 예상⁶⁾
 - 징둥과 RD 이노텍, SC은행 등은 2024년 스테이블코인 발행 샌드박스에 참여⁷⁾

- 투자자보호와 관련하여, 조례에서는 적극적인 마케팅도 오피 및 영업으로 간주하고, 무인가 영업 및 광고에 대한 벌금 및 형사처벌을 규정하고 있으며, 거래와 관련해 사기 및 기망행위 금지는 물론 광고물이나 앱에 라이선스 번호 표시 등 요건 존재
 - 라이선스 취득자는 자신이 발행한 스테이블코인을 보유하는 대가로 이자, 이익 또는 기타 수익의 지급 금지
 - 위반하게 되는 경우 사안에 따라 벌금과 형사처벌 수위가 결정되며, 벌금의 수준은 100만~1,000만홍콩달러이며 형사처벌의 경우 7년~10년 수준의 징역⁸⁾
 - 무허가 광고·제안은 최대 HKD 50,000/6개월
 - 무허가 규제활동은 최대 HKD 5,000,000/7년
 - 사기적 유인 등 중대 위반은 최대 HKD 10,000,000/10년

6) Reuters, 2025. 8. 1, First Hong Kong stablecoin licences may be issued early next year, HKMA says.

7) HKMA, 2024. 7. 18, HKMA announces stablecoin issuer sandbox participants

8) Stablecoins Ordinance §8(3), §9(4), §10(3), §11(2), §12(2)

□ 5월 스테이블코인 조례가 통과된 이후 투자자들은 홍콩의 암호화폐 관련 주식으로 집중

- 국태군안인터내셔널(Guotai Junan)의 경우 홍콩에서 암호화폐 거래 서비스를 제공할 수 있는 승인을 받으며 주가가 사상 최고치를 기록⁹⁾
 - 국태군안인터내셔널은 국태해통증권(국태군안증권과 해통증권이 합병)의 계열사로, 홍콩증권선물위원회(SFC)로부터 암호화폐와 스테이블코인 등 가상자산에 대한 거래 서비스를 제공할 수 있는 허가를 취득하여 홍콩에서 가상자산관련 거래 서비스의 전반을 제공하는 최초의 중국 중개회사로 등극
- 그러나 HKMA는 스테이블코인 관련 시장의 거품 증가에 대해 지속적 경고

〈표 3〉 홍콩의 스테이블코인 조례 주요 사항

조항	주요 사항
규제대상	지정 스테이블코인(specified stablecoin): 법정통화 가치에만 연동되는 토큰(fiat-referenced stablecoin, FRS)
법인의 형태	인가를 받으려는 기관은 홍콩에 설립된 법인이거나, 홍콩 외 지역에 법인인 경우 공인기관, 그 외에는 홍콩 내에 자회사를 설립한 경우에 한함
허가된 발행인	1. 스테이블코인 조례에 따른 인가 기관 2. 증권선물조례에 따라 증권선물위원회(Securities and Futures Ordinance, SFC) 인가를 받은 가상자산 거래 플랫폼 운영자 3. SFC 인가를 받은 1종(증권 매매) 활동 법인 4. 은행조례에 따른 인가 기관 5. 결제시스템 및 저장가치수단 조례에 따른 저장가치수단(stored value facility, SVF) 인가 기관
재무 요건	인가기관은 최소 2,500만 HKD(약 44.6억원) 또는 이에 상응하는 금액의 납입 자본금과 충분한 유동 자산을 보유할 것 충분한 유동자산의 경우 300만 HKD(약 5.4억원)의 자산을 보유
준비 자산	1. 각 유형의 지정 스테이블코인별로 준비 자산 보유할 것 2. 지정 스테이블코인의 시장가치를 액면가 이상으로 유지할 것 3. 투자 위험이 최소화된 고품질 및 고유동성 자산을 유지할 것 4. 준비 자산이 다른 채권과 분리되어 있음을 보장할 것
환매	인가 기관은 지정 스테이블코인 보유자의 환매 요청을 액면가로 부당한 지연이나 불합리한 수수료 없이 처리해야(1영업일 내 환매)
무이자	이자를 지급하는 스테이블코인은 불허
현지 사무소 여부	인가 기관은 규제 감독을 위해 홍콩에 물리적 사무소 유지

9) MarketWatch, 2025. 6. 26, Shares of Guotai Junan International Surge After It Gets Crypto Trading License.

- 홍콩의 스테이블코인 법안이 시행됨에 따라 중국의 빅테크 기업들의 스테이블코인 발행 가능성이 높아지고 있으며, 중국은 홍콩을 아시아 금융 허브에서 디지털자산 허브로서 자리매김하고자 함
 - 중국의 빅테크 기업들은 엄격한 중국의 본토 규제를 우회하여 홍콩에서 스테이블코인의 발행이 가능
 - 이에 중국은 미국이 주도하는 스테이블코인 시장에서 자본유출을 막기 위해 본토 내에서 중앙은행 기반의 CBDC체제로의 전환을 굳건히 하려는 동시에, 홍콩을 이용하여 스테이블코인 시장에서 경쟁력을 놓치지 않기 위해 노력하고 있다 볼 수 있음

선임연구원 이종은