OPINION

선임연구위원
이성복

주식시장 거래시간 연장 논의 동향과 과제*

미국이 주식시장의 결제주기 단축에 이어 거래시간 연장을 주도하고 있다. 이에 영국, 독일, 홍콩 등 주요 국가에서도 거래시간 연장을 논의하고 있다. 거래시간을 연장할 경우 국내외 투자자의 시장 접근성을 향상함으로써 시장 유동성을 증대시키고 시장 효율성을 제고할 수 있다. 그러나 긍정적 효과뿐 아니라 부정적 효과도 발생할 수 있다. 시장 유동성이 시간대별로 분산됨으로써 가격왜곡이 나타날 수 있고 시장 전체적으로는 가격발견 기능이 약화될 수 있다. 그럼에도 해외 투자자의 시장 접근성을 제고하기 위해 우리나라 주식시장도 거래시간을 지금보다 더 길게 연장할 필요가 있다. 미국처럼 거래시간을 24시간으로 연장하는 방안도 검토해야 한다. 근본적으로는 우리나라 주식시장의 투자 매력도를 제고해야 한다. 또한 거래시간 연장에 필요한 관련 제도를 보완하고 시장 안정성을 확보하기 위해 관련 인프라도 보강해야 한다.

미국은 2024년 5월에 주식시장의 거래대금 결제주기를 T+2에서 T+1로 단축한 데 이어 2026년 하반기부터 주요 주식거래소의 거래시간을 24시간으로 연장할 예정이다.[1) 2)] 이에 따라 영국, 독일, 홍콩 등 주요국에서도 거래시간 연장에 대한 논의가 활발하게 전개되고 있다.[3)] 거래시간 연장은 각 국가를 대표하는 주요 거래소의 글로벌 경쟁력에 직접적으로 영향을 미칠 수 있는 사안이기 때문이다. 본 고에서는 거래시간 연장에 대한 논의 배경과 거래시간 연장에 따른 파급 효과를 검토하고 우리나라가 취해야 할 대응 방향을 제안하고자 한다.

거래시간 연장 논의 배경

주가에 영향을 미칠 수 있는 정보는 24시간 생산 · 전파된다. 따라서 정보가 시의적절하게 주가에 반영되도록 주식시장도 24시간 개장되는 것이 자연스러울 수 있다. 그러나 전통적으로 주식거래소는 시장의 효율성과 안정성을 위해 거래시간을 제한해 왔다.[4)] 기술적 진보로 2000년대 초반부터 전자거래 시스템이 도입되었고 거래시간을 자유롭게 연장할 수 있는 기술적 여건이 마련되었음에도 주식거래소들은 프리마켓(pre-market)과 애프터마켓(after-market)의 거래시간을 연장하는 데 그쳤다.[5)]

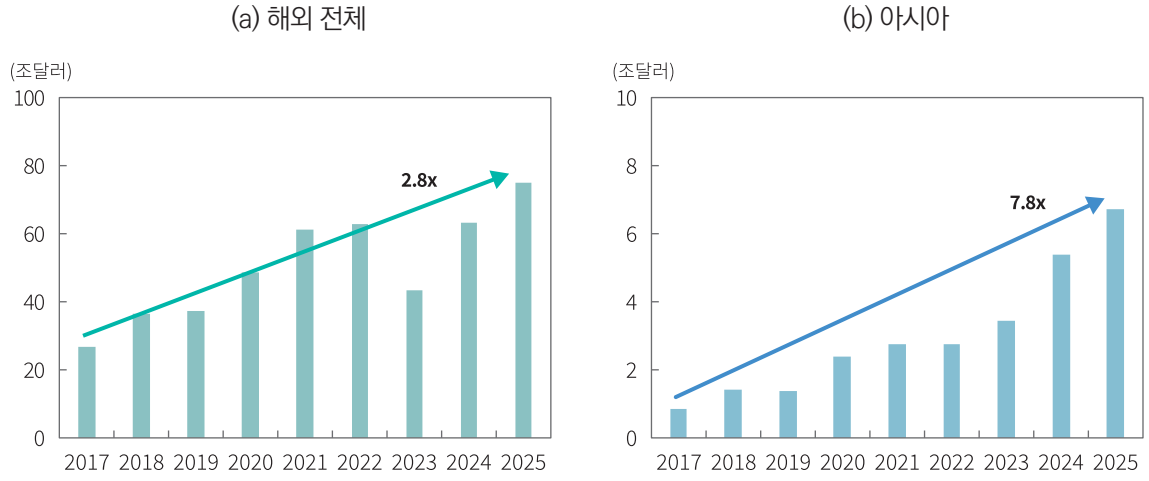
1) 강소현·노성호·정수민, 2024, 『미국 주식시장 결제주기 단축의 영향과 시사점』 자본시장연구원 이슈보고서 24-10.
2) 이성복, 2025. 4. 14, 미국의 야간(overnight) 주식시장 변화가 주는 시사점, 자본시장연구원 『자본시장포커스』 2025-08호.
3) World Federation of Exchange, 2025, Policy and Market Impacts of Extended Trading.
4) The Economist, 2025. 6. 23, Why 24/7 trading is a bad idea.
5) 프리마켓은 정규거래소 개장 전, 애프터마켓은 정규거래소 폐장 후 운영되는 주식거래 세션(session)을 뜻한다.

현재 거래시간 연장에 대한 논의를 선도하고 있는 미국의 경우에도 주요 주식거래소는 야간(overnight)에 주식시장을 열지 않았다. 야간 주식거래는 별도의 대체거래소를 통해 이루어졌다.[6] 이마저도 2021년 6월에 야간 주식거래에 특화한 대체거래소가 미국 최초로 설립되면서 가능해졌다. 이전에는 대부분의 대체거래소가 주요 주식거래소의 개장시간에 연동되어 운영되었다.

그런데 미국의 주요 주식거래소인 뉴욕증권거래소(NYSE)와 나스닥(Nasdaq)이 각각 2024년 10월과 2025년 3월에 거의 하루 종일 주식거래가 가능하도록 거래시간을 연장하겠다고 발표하였다.[7][8] 두 거래소가 공통적으로 내세운 주된 이유는 글로벌 투자자의 수요이다. 특히 2024년 8월 초 야간 주식거래를 지원하던 대체거래소가 시스템 문제로 일시 중단된 사건을 계기로 아시아 투자자들의 야간 주식거래 수요가 강하다는 것이 확인되자 두 거래소가 거래시간을 연장하겠다고 적극적으로 나선 것이다.[9]

실제 해외 투자자의 미국주식 거래대금 추이를 살펴보면, 2025년 거래대금이 2017년 대비 2.8배에 이를 것으로 예상된다. 2023년에 해외 투자자의 거래대금이 일시적으로 대폭 감소하였으나 빠르게 회복되면서 예년 수준을 크게 상회할 것으로 추정된다. 특히 아시아 투자자의 거래대금 증가 추세가 두드러진다.[10] 2025년 거래대금이 2017년 대비 7.8배에 달할 정도로 다른 지역에 비해 빠르게 증가하였다.

〈그림 1〉 해외 투자자의 미국주식 거래대금 추이



주 : 2025년 거래대금은 2025년 상반기 거래대금에 2배를 곱한 값으로 추정
자료: U.S. Treasury

6) 2024년 8월 초 대체거래소의 시스템 문제로 야간 주식거래시장이 일시 중단한 사건이 발생하기 전까지 야간 주식거래가 미국 내에서조차 큰 주목을 받지 못하였다.

7) 뉴욕증권거래소의 전자거래시스템인 NYSE Arca는 종전의 거래시간인 16시간(4:00 a.m. – 8:00 p.m.)을 22시간(1:30 a.m. – 11:30 p.m.)으로, 나스닥은 24시간으로 연장하겠다고 각각 발표하였다.

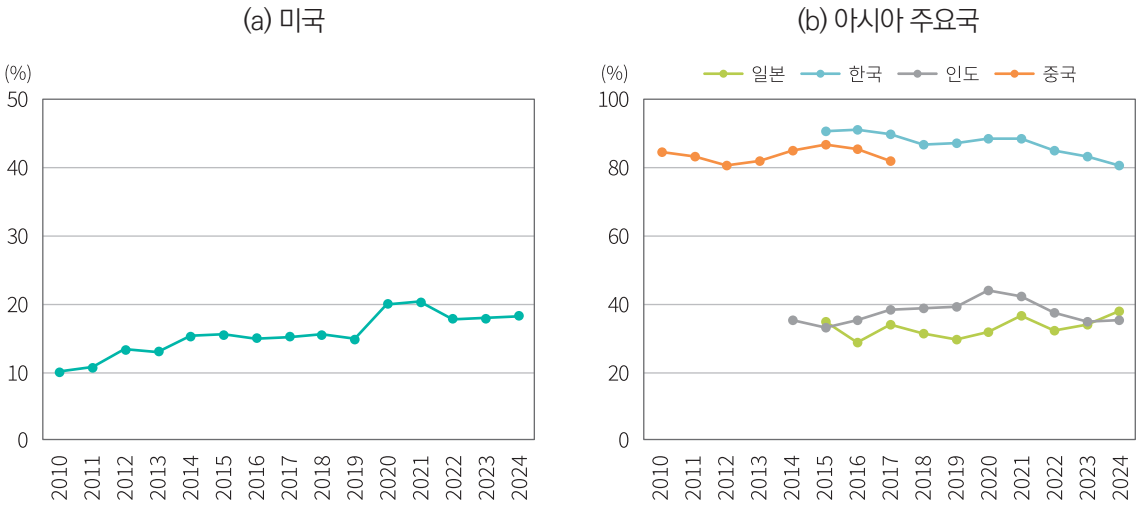
8) NYSE, 2024. 10. 25, The New York Stock Exchange plans to extend weekday trading on its NYSE Arca Equities exchange to 22 hours a day; Nasdaq, 2025. 3. 7, The markets never sleep, should trading? Nasdaq will enable 24-hour trading on the Nasdaq Stock Market.

9) BlackRock, 2025. 3. 19, Market spotlight: 24 hour trading.

10) 동일 기간 중 유럽의 경우 3.1배, 캐리비안의 1.8배, 라틴아메리카의 경우 4.5배, 아프리카의 경우 5.3배로 계산된다.

코로나19 팬데믹 때부터 개인투자자가 빠르게 증가한 점도 크게 작용하였다. 미국의 경우 2020년에만 1천만좌 이상의, 2020년부터 2022년까지는 약 3천만좌의 위탁매매계좌(brokerage account)가 새롭게 개설되었다.[11] 또한 2010년에만 해도 미국 주식시장에서 개인의 거래량 비중이 10% 내외에 불과했으나 지금은 20%에 달한다. 이와 같은 개인투자의 주식시장 참여 추세는 아시아와 유럽에서도 강하게 관찰된다.[12]

〈그림 2〉 개인투자자의 거래량 비중



자료: Bloomberg Intelligence, JPX, 한국거래소, CEIC, NSE Market Pulse.

스마트폰의 보편화와 주식거래 플랫폼의 모바일화도 중요한 배경 중 하나이다. 모바일 주식거래 플랫폼은 개인투자자의 주식시장 진입장벽을 대폭 낮추었다. 스마트폰에서 위탁매매계좌를 쉽게 개설할 수 있고 시간과 장소에 구애받지 않으며 소액으로도 주식투자에 참여할 수 있다. 더구나 스마트폰을 통해 실시간으로 투자정보가 공급되기 때문에 개인투자자의 거래 수요를 지속적으로 유발할 수 있다.

거래시간 연장에 따른 파급 효과

영국의 런던주식거래소그룹(London Stock Exchange Group: LSEG)도 2025년 7월부터 미국의 주식시장 거래시간 연장에 따른 파급 효과를 고려해 상업적, 기술적, 규제적 측면에서 거래시간 연장

11) European Capital Market Institute, 2024, Digital-Savvy Retail Investors – How Can the Financial Industry and Regulation Help Them to Prosper? ECMI Research Report No. 21.

12) 우리나라의 경우 2024년 개인주주가 2020년 대비 약 800만명, 2024년 위탁매매활동계좌는 2020년 대비 약 5,500만좌 증가하였다.

여부를 검토하고 있다.[13] LSEG가 가장 우려하는 파급 효과는 영국을 대표하는 주식거래소인 LSE의 글로벌 경쟁력이다. 거래시간을 연장하지 않을 경우 단기적으로는 영국의 시장 유동성이 미국으로 이탈할 수 있고, 중장기적으로는 글로벌 유동성의 미국 집중화로 영국이 아닌 미국 상장에 대한 기업들의 수요가 더 커질 것으로 판단하기 때문이다.

현재는 지역별 시차로 인해 글로벌 유동성이 투자 전략 또는 시장 상황에 따라 순차적으로 지역을 이동할 수 있다. 예를 들어, 지역별 시차를 이용해 글로벌 유동성이 아시아에서 유럽으로, 유럽에서 미국으로, 다시 미국에서 아시아로 이동할 수 있다. 그러나 각 국가들이 주식시장 거래시간을 24시간으로 연장할 경우 글로벌 유동성의 흐름이 완전히 바뀔 수 있다. 주요 주식거래소 간 글로벌 유동성 경쟁이 치열해질 것이고, 결국 투자 매력도가 높은 주식시장으로 글로벌 유동성이 편중되거나 집중될 가능성이 크다.[14]

주식시장의 거래시간 연장으로 글로벌 유동성 경쟁이 치열해질 수밖에 없는 이유는 글로벌 투자자의 시장 접근성이 대폭 개선되기 때문이다. 예를 들어, 아시아 투자자의 경우 미국의 주요 주식거래소를 통해 미국주식에 투자하려면 야간 시간대를 이용해야 한다. 하지만 미국이 거래시간을 24시간으로 연장할 경우 일상생활 시간대인 주간에도 편리하게 미국주식을 사고 팔 수 있다. 이는 각 국가에서 주식시장 거래시간을 24시간으로 연장할 경우 공통적으로 나타날 수 있는 파급 효과이다.

거래시간 연장은 자국 투자자의 시장 참여도 촉진할 수 있다. 특히 개인투자자의 주식거래 편의성을 높일 수 있다. 개장 시간대와 근로 시간대가 겹쳐 개별적 상황에 따라 주식거래에 제약을 받았지만, 거래시간이 연장될 경우 시간적 제약이 완화되기 때문이다. 이와 같은 효과는 개인투자자 비중이 높은 주식시장일수록 더 크게 나타날 것으로 예상된다.[15]

이에 따라 주식시장 전반의 유동성이 증가할 수 있고, 정보가 가격에 더 빨리 반영될 수 있으며, 결과적으로 주식시장의 가격발견(price discovery) 기능이 강화될 수 있다. 하지만 거래시간 연장이 항상 긍정적인 결과만을 가져오는 것은 아니다. 거래시간 연장에 따른 리스크 요인도 존재한다.

우선 거래시간을 연장해도 시장 유동성이 증가하지 않을 수 있다. 거래시간 연장에 따른 추가적인 유동성 유입을 기대할 수 있으나 투자 매력도가 상대적으로 낮을 경우 유동성 이탈이 더 크게 발생할 수 있다. 투자 매력도가 낮더라도 지역별 시차가 유동성 이탈을 억제한 측면이 있었으나, 각 국가의 주식시장 거래시간이 24시간으로 연장될 경우 지역별 시차에 따른 제약이 사라지면서 투자 매력도가 높은 시장으로 유동성이 이동할 수 있기 때문이다.

---

13) The Guardian, 2025. 7. 21, London Stock Exchange considers 24-hour trading to stimulate market.

14) Börsen-Zeitung, 2025. 9. 23, Trend toward 24-hour trading intensifies stock market competition.

15) World Federation of Exchange, 2025, Policy and Market Impacts of Extended Trading; BlackRock, 2025. 3. 19, Market spotlight: 24 hour trading.

〈표 1〉 주식시장 거래시간 연장에 따른 긍정적 · 부정적 효과

긍정적 효과	부정적 효과
• 시장 접근성 개선 • 개인투자자 거래 증대 • 글로벌 유동성 유입 • 시장 유동성 증가 가능 • 가격발견 기능 강화 가능 • 시장 효율성 향상	• 자국 유동성 유출로 시장 유동성 감소 • 시간대별 유동성 분산과 편차 심화로 가격왜곡 발생과 가격발견 기능 약화 가능 • 시장 신뢰, 평판, 안정성 저하

또한 거래시간이 연장되면 시장 내 유동성이 하루 전반에 걸쳐 더 분산될 수 있고, 시간대별 유동성 편차가 심화될 수 있다. 이러한 유동성 불균형은 개별 종목별로는 가격왜곡을 유발할 수 있고 시장 전체적으로는 가격발견 기능을 약화시킬 수 있다. 특히 이러한 부정적 효과는 시장규모가 작고 거래빈도가 적을수록 더 크게 나타날 가능성이 높다.[16)]

거래시간 연장은 시장 신뢰와 평판을 저하하는 원인으로도 작용할 수 있다. 시장 상황에 따라 적시에 대응하지 못하고, 거래시스템 안정성을 지속적으로 유지하지 못하며, 불공정거래를 철저하게 감시하지 못할 경우 거래시간 연장에 따른 득보다 실이 더 클 수 있다. 또한 시장 운영과 감시에 필요한 직원의 근무 체계에 대한 완비 없이 거래시간만을 연장할 경우 시장 안정성이 위협받을 수도 있다.[17)]

우리나라 대응 방향

미국이 2026년 하반기부터 주식시장 거래시간을 24시간으로 연장하는 것은 거의 확정된 사실이다. 이에 발맞춰 주요국들도 거래시간 연장을 본격적으로 검토하고 있고, 세부 운영 방식에서 차이가 있더라도 24시간 거래(round-the-clock trading)가 전 세계 주식시장의 뉴노멀(new normal)로 자리잡을 것으로 예상된다.

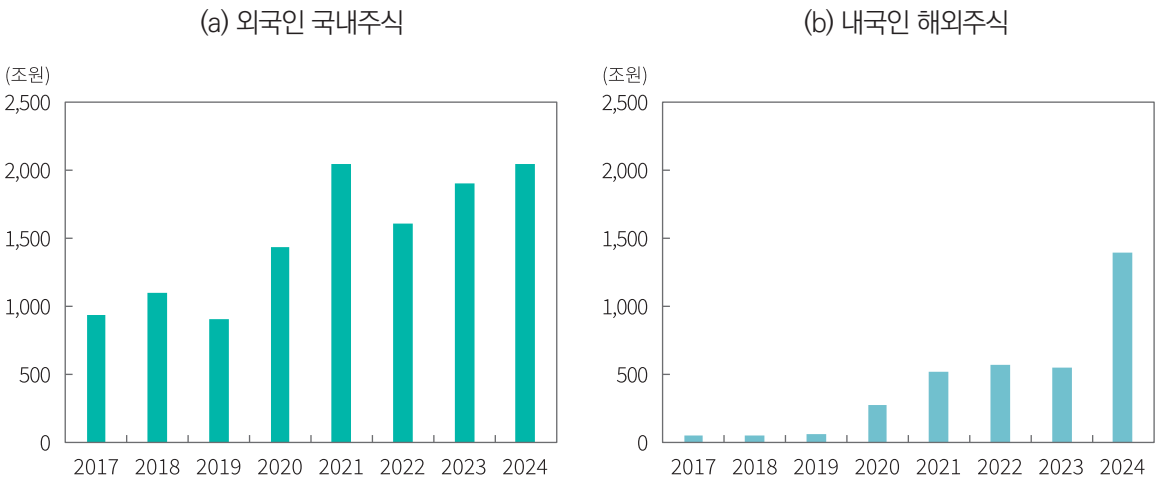
거래시간 연장에 따른 효과는 각 국가의 주식시장 규모와 깊이에 따라 상이하게 나타날 것이다. 하지만 세계 최대 규모의 주식시장을 보유한 미국이 24시간 주식거래를 도입하면 다른 국가들은 선택의 여지가 없어질 것이다. 거래시간 제한을 고수해 국내외 투자자의 시장 접근성을 제약하여 주식거래소의 경쟁력을 스스로 약화시킬 이유가 없기 때문이다.

우리나라도 마찬가지다. 글로벌 유동성 경쟁이 심화될 것에 대비하여 거래시간을 연장할 필요가 있다. 그렇지 않으면 시장 접근성 열위에 따른 불이익을 감수해야 한다. 국내 투자자의 이탈이 더 빨라질

16) Blonien, P., Ober, A., 2025, Is 24/7 Trading Better? https://ssrn.com/abstract=4942934.
17) The Economist, 2025. 6. 23, Why 24/7 trading is a bad idea.

수 있고, 해외 투자자의 유입이 줄어들 수 있다. 참고로 현재까지는 외국인의 국내주식 거래대금이 내국인의 해외주식 거래대금보다 크다.

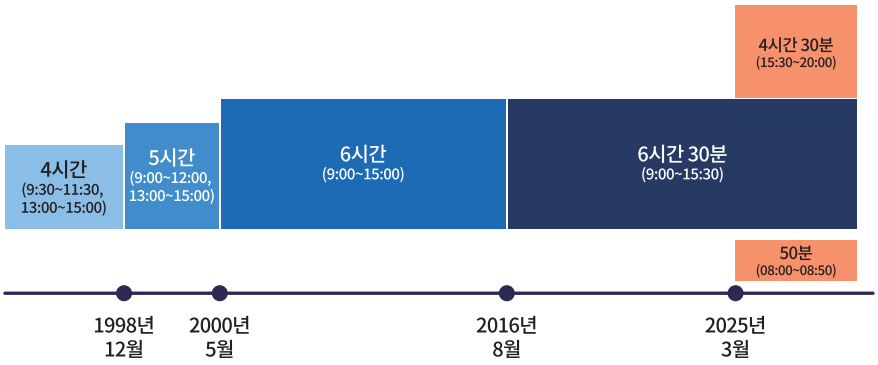
〈그림 3〉 외국인 국내주식과 내국인 해외주식 거래대금 추이



주 : 내국인 해외주식 거래대금은 국내 증권사를 통한 위탁매매 거래대금
자료: 한국거래소 정보데이터시스템, 금융감독원 금융통계정보시스템, 저자 정리

우리나라 주식시장의 거래시간은 경쟁매매 방식으로 운영되는 정규시장을 기준으로 2016년 8월부터 2025년 3월 국내 최초의 대체거래소가 출범하기 전까지 오전 9:00부터 오후 3:30까지인 6시간 30분 체계를 유지해 왔다.[18] 그리고 대체거래소가 출범한 2025년 3월 4일부터는 대체거래소에 한하여 경쟁매매 거래시간이 오전 8:00부터 오후 8:00까지 12시간 체계로 확대되었다.[19]

〈그림 4〉 우리나라 주식시장의 경쟁매매 거래시간 변천



자료: 한국거래소, 넥스트레이드, 저자 정리

18) 금융위원회, 2025. 2. 5, 넥스트레이드의 다자간매매체결회사 투자중개업 본인가: 3월 4일 대체거래소(ATS) 출범 예정.

19) 정규시장 개장 및 폐장 전 각각 10분 동안 거래가 중단되고, 폐장 후 10분 동안은 단일가로 매매된다. 이에 따라 대체거래소의 프리마켓은 오전 8:00부터 8:50까지, 애프터마켓은 오후 3:30부터 8:00까지다.

따라서 우리나라 주식시장도 대내외 시장 접근성을 향상하고 글로벌 경쟁력을 강화하기 위해 거래시간을 지금보다 더 길게 연장해야 한다. 이에 한국거래소(KRX)도 코스피시장과 코스닥시장의 거래시간을 대체거래소와 동일하게 12시간으로 연장하기로 발표한 상태이다.[20] 그러나 중장적으로는 해외 투자자의 시장 접근성을 고려해 거래시간을 24시간으로 연장하는 방안도 검토해야 한다.

거래시간 연장만으로는 부족하다. 우리나라 주식시장이 글로벌 경쟁력을 지금보다 더 강화하기 위해서는 우리나라 상장기업의 투자 매력도를 근본적으로 제고해야 한다. 거래시간이 연장되더라도 투자 매력도가 상대적으로 열위에 있으면 글로벌 유동성 경쟁에서 뒤처질 수 있기 때문이다. 제도적 기반과 시장 인프라도 보완해야 한다. 해외 투자자가 편리하게 우리나라 주식에 투자할 수 있도록 관련 제도를 정비하고, 시장 안정성을 확보 · 유지할 수 있도록 관련 인프라를 보강해야 한다.

마지막으로 거래시간을 지금보다 더 길게 연장할 경우 주식시장 유관기관뿐 아니라 증권사까지도 물적 · 인적 비용을 추가로 부담해야 할 수 있다.[21] 특히 시장 안정성을 위해 시장 운영과 감시에 필요한 시설과 인력을 충분히 확보하기 위해 부담해야 할 추가 비용이 상당할 수 있다. 이를 고려할 때 우리나라 주식시장의 거래시간 연장에 대한 국내외 투자자의 수요도 면밀히 검토할 필요가 있다.

20) 한국경제, 2025. 7. 31, 한국거래소 '12시간 체제'로 간다.

21) 대체거래소를 통한 12시간 거래체계가 이미 갖추어져 있기 때문에 코스피시장과 코스닥시장의 거래시간을 12시간으로 연장하는 데 따른 추가적인 비용 부담은 크지 않을 수 있다. 하지만 거래시간을 24시간으로 연장할 경우에는 상당할 수 있다.

OPINION

연구위원
정화영

가계 자산의 자본시장 참여 확대 필요성과 과제*

우리나라 가계의 부동산 중심 자산 형성 방식은 생산성이 높은 산업으로 잉여자금이 공급되는 것을 제약하고, 이는 경제 전반의 성장 잠재력과 역동성을 약화하는 요인으로 작용한다. 자본시장을 통한 자금조달 활성화가 혁신기업을 중심으로 민간부문의 성장세를 촉진하고 경제성장을 뒷받침한다는 연구 결과는 가계 자금이 국내 자본시장으로 유입될 경우, 경제성장률 제고에 기여할 수 있음을 시사한다.

한편, 우리나라는 부동산가격 상승 기대가 높아지는 시기에 가계부채가 빠르게 늘어나고 금융불균형이 확대되는 문제가 이어지고 있다. 주택에 대한 투자는 거래 단위가 매우 크기 때문에 레버리지 활용을 수반하는 반면, 자본시장 상품은 자기자본만으로도 투자가 가능하다. 따라서 자본시장을 통한 자산 형성을 장려하는 것은 가계부채 문제를 완화하는 데에도 도움이 될 수 있다.

다만, 가계가 부동산 중심의 자산 구조를 지속해 온 사실은 가계의 자산 형성 방식이 자발적으로 변화하기 어렵다는 점을 시사한다. 따라서 가계의 국내 자본시장 참여를 유도하기 위해서는 정책적 인센티브가 제공될 필요가 있다. 특히, 가계의 노후소득 준비가 충분하지 않다는 점을 고려할 때 연금 적립에 대한 세제혜택을 강화하는 방안을 검토할 수 있다. 궁극적으로 가계 자금의 국내 자본시장 유입을 확대하기 위해 무엇보다 중요한 것은 자본시장이 충분한 수준의 수익률을 제공하여 투자자 신뢰를 확보하는 것이다. 따라서 자본시장의 제도 및 운영을 개선하기 위한 노력을 지속적으로 강화하여 국내 자본시장의 신뢰성을 꾸준히 제고할 필요가 있다.

최근 자본시장 활성화를 통해 생산성이 높은 부문으로 자금 공급을 확대하고자 하는 논의가 확산되고 있다. 본고에서는 자본시장에 대한 자금 공급 측면에서 가계 자산의 유입 확대 필요성을 살펴보고, 이를 유도하기 위한 과제를 논의하고자 한다.

우리나라 가계 자산 구조 현황

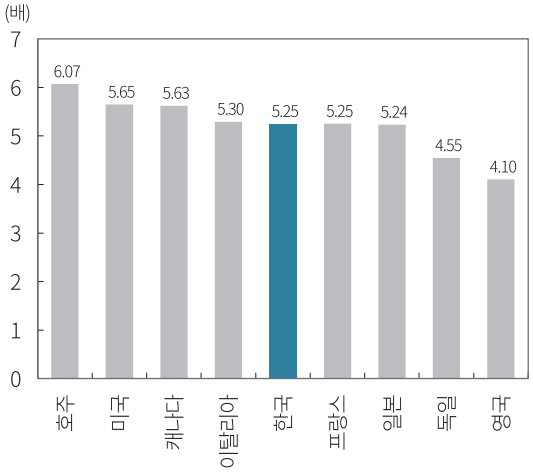
경제규모 대비 우리나라 가계가 보유한 순자산(wealth)은 주요국에 비해 결코 적지 않다. 우리나라의 GDP 대비 가계부문 순자산 배율은 5.25로 주요국 평균 수준이다(〈그림 1〉 (A)). 그러나 가계 자산의 구성 측면에서는 주요국과 크게 다른 모습을 나타내고 있는데, 〈그림 1〉 (B)에서 확인할 수 있는 바와 같이 우리나라는 비금융자산 비중(65%)이 상당히 높은 반면 금융자산 비중(35%)은 낮다.[1)]

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

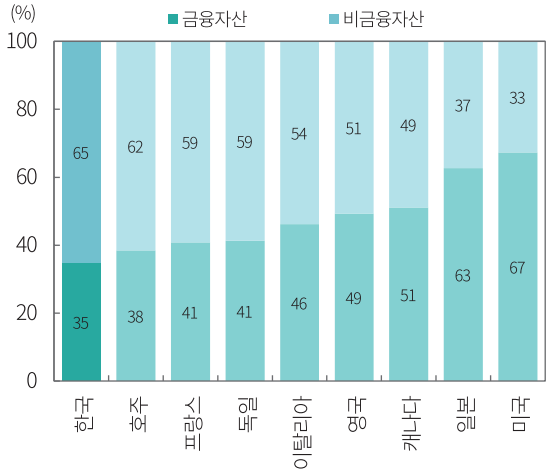
1) 각국 가계부문 대차대조표(household balance sheet)를 이용하여 계산하였다. 해당 통계는 가계부문 전체의 총량(aggregate

〈그림 1〉 주요국과의 가계 자산 비교

(A) GDP 대비 가계 순자산 배율



(B) 가계 자산 구성



주 : 1) 가계는 가계에 봉사하는 비영리단체(non-profit institutions serving households)를 포함
2) 순자산=금융자산+비금융자산-금융부채
3) 2023년 기준
자료: 각국 통계작성 기관, 저자계산

부동산을 중심으로 자산을 형성하는 국내 가계의 행태는 순자산 분포에 따라 구분하여 살펴보면 더욱 뚜렷하게 나타난다. 〈표 1〉은 우리나라와 자본시장이 발달한 미국을 대상으로 각각 순자산 상위 1%, 10%, 50%를 기준으로 가계를 구분한 다음, 각 그룹의 자산에서 부동산이 차지하는 비중을 비교하고 있다. 우리나라는 순자산 상위 그룹일수록 부동산 비중이 더 높아지는 데 반해, 미국의 경우 순자산이 많을수록 부동산 비중이 크게 낮아지는 경향을 보인다. 이를 통해 우리나라와 미국 가계는 자산 포트폴리오를 형성하는 방식이 크게 다르다는 것을 확인할 수 있다.

〈표 1〉 한 · 미 가계의 순자산 그룹별 부동산 비중 비교

(단위: %)

	한국				미국			
	상위 1%	상위 1~10%	상위 10~50%	하위 50%	상위 1%	상위 1~10%	상위 10~50%	하위 50%
2012년	79.1	74.1	68.9	49.8	12.5	19.4	29.8	48.7
2016년	78.7	72.3	68.9	52.8	13.1	19.9	32.8	48.4
2020년	77.3	78.1	71.6	52.1	14.3	21.1	35.4	50.6
2024년	79.4	75.2	70.9	48.8	13.1	23.8	38.7	49.4

주 : 1) 총자산에서 부동산 자산이 차지하는 비중, 2) 매년 3월말 기준
3) 한국은 가계금융복지조사자료 기준이며, 미국은 Distributional Financial Accounts 기준
자료: 통계청, Fed, 저자계산

quantity)을 기준으로 작성됨에 따라 가구 단위 조사에 기반한 통계와는 차이가 있다. 참고로 가구 단위 조사인 가계금융복지조사에서는 2024년 가구 평균 기준 총자산에서 실물자산이 차지하는 비중이 75.2%로 나타난다.

일반적으로 가계는 소득이 소비보다 많은 자금잉여 주체로, 가계의 저축은 기업과 정부의 경제활동에 필요한 자금을 공급하는 역할을 한다. 그러나 우리나라 가계의 부동산 중심 자산 형성 방식은 생산성이 높은 산업으로 가계의 잉여자금이 공급되는 것을 제약하고, 이는 경제 전반의 성장 잠재력과 역동성을 약화하는 요인으로 작용한다.

가계 자산의 자본시장 유입 필요성

자본시장을 통한 자금조달 활성화가 혁신기업을 중심으로 민간부문의 성장세를 촉진하고 경제성장을 뒷받침한다는 연구 결과가 제시되고 있다. Didier et al.(2021)[2]은 65개 국가의 기업 단위 데이터를 활용하여 금융과 성장 간의 관계를 실증 분석한 결과, 자본시장을 통해 자금을 조달할 때 기업이 더 빠르게 성장하며 고용과 유·무형자산을 늘려 생산 역량을 강화한다는 것을 확인하였다. 특히 소규모 신생기업이나 R&D 비중이 높은 기업 등 자금조달 제약(financing constraints)이 큰 기업일수록[3] 자본시장을 통한 자금조달이 더 빠른 성장세로 이어졌다. 또한 은행 중심의 간접금융 구조보다 자본시장이 더 발달한 국가일수록 상장된 기업의 평균 규모가 작고, 업력이 짧으며, R&D 집약도가 높은 경향을 보였다. 이와 같은 연구 결과는 가계 자금이 국내 자본시장으로 유입될 경우, 보다 혁신적이고 성장성 높은 기업의 자금조달을 지원함으로써 경제성장률 제고에 기여할 수 있음을 시사한다.

이러한 맥락에서 최근 유럽에서도 가계 자산을 자본시장으로 유도해야 한다는 필요성이 제기되고 있다. 유럽연합 집행위원회(European Commission)의 요청으로 유럽 경제의 성장과 경쟁력 회복을 위한 로드맵을 제시한 드라기 보고서(Draghi report)[4]는 유럽의 금융중개 효율성이 낮은 원인으로 자본시장의 분절성과 함께 저축의 낮은 자본시장 유입률을 지적하고 있다.[5] 보고서는 유럽 가계가 대부분의 저축을 예금 등 안전자산으로 보유함에 따라 민간 저축이 생산적 투자로 연결되지 못하였다고 분석하였다. 또한 낮은 수익률의 안전자산 중심 자산구성으로 인해 유럽 가계의 저축이 미국 가계보다 더 많았음에도 불구하고, 자본시장 상품을 중심으로 자산을 보유한 미국 가계보다 글로벌 금융위기 이후 순자산 증가가 더 적었음을 지적하였다.[6]

---

2) Didier, T., Levine, R., Montanes, R. L., Schmukler, S. L., 2021, Capital market financing and firm growth, *Journal of International Money and Finance* 118, Article 102459.

3) 통상 규모가 작고 업력이 짧으며 보다 혁신적인 기업일수록, 담보로 제공할 유형자산이 적고 기업에 대한 정보 접근성이 낮아 외부 자금을 조달하는 데 어려움이 크다.

4) Draghi, M., 2024, *The future of European competitiveness*.

5) 드라기 보고서의 Part A (A competitiveness strategy for Europe)에서 다음과 같이 지적하고 있다. "A key reason for less efficient financial intermediation in Europe is that capital markets remain fragmented and flows of savings into capital markets are lower(p.63)."

6) 보고서는 이러한 문제점을 해결하기 위해 유럽이 자본시장연합(Capital Market Union)을 구축하여 국가별 분절된 자본시장을 통합하는 한편 사적연금의 활용을 통해 가계 자금을 자본시장으로 유도하여 생산적 투자로 연결하는 방안을 제시하였다.

반면 자본시장 중심의 금융구조를 가진 미국의 경우, 가계 자산이 자본시장으로 적극 유입되고 있음을 확인할 수 있다. 미국 가계부문의 자산별 비중을 살펴보면(〈표 2〉) 주식, 채권, 펀드, 연금과 같이 자본시장에 투자하는 자산의 합산 비중이 약 50%로 매우 높은 수준을 나타낸다. 이는 미국 가계의 잉여 자금이 자본시장으로 활발하게 유입되어 자본시장의 발달과 기업의 투자를 지원하는 데 중요한 역할을 하고 있음을 보여준다.

한편, 앞서 살펴본 바와 같이 부동산을 중심으로 부를 형성하는 우리나라 가계의 특성으로 인해 부동산가격 상승 기대가 높아지는 시기에 가계부채가 빠르게 늘어나고 금융불균형이 확대되는 문제가 꾸준히 이어지고 있다(〈그림 2〉). 최근 한국은행도 기준금리 인하의 제약 요인으로 부동산가격 상승 기대와 그에 따른 가계부채 증가를 언급하는 등 높은 가계부채는 통화정책 운용에도 부담으로 작용하고 있다.

일반적으로 주택에 대한 투자는 거래 단위가 매우 크기 때문에 레버리지 활용을 수반한다. 반면 자본시장 상품의 경우, 가계가 자기자본만으로도 투자가 가능하다. 따라서 자본시장을 통한 자산 형성을 장려하는 것은 지속적으로 국내 경제의 위험요인으로 지목되는 가계부채 문제를 완화하는 데에도 도움이 될 수 있다.

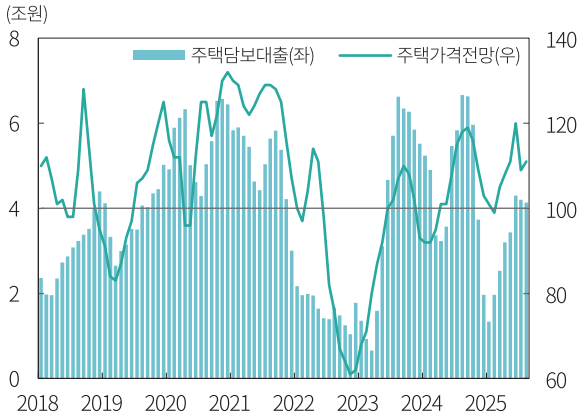
〈표 2〉 미국 가계부문의 자산별 비중

(단위: %)

	2015	2020	2025
비금융자산	30.2	29.3	31.8
금융자산	69.8	70.7	68.2
주식	**13.4**	**17.6**	**21.2**
채권	**3.3**	**2.5**	**3.0**
펀드	**8.4**	**9.3**	**8.9**
연금	**22.5**	**20.1**	**16.9**
비법인기업 지분	9.4	8.8	7.9
예금	8.8	9.1	7.5
기타	4.1	3.4	2.9
합계	100.0	100.0	100.0

주 : 가계 부문은 가계에 봉사하는 비영리단체를 포함
자료: Fed(Financial Accounts)

〈그림 2〉 가계 주택담보대출과 주택가격 전망



주 : 1) 주택담보대출은 은행 주택담보대출의 증감(3개월 이동평균)
2) 주택가격전망은 소비자동향조사의 1년 후 주택가격 전망, 100보다 큰(작은) 경우 상승(하락)할 것으로 응답한 가구수가 많음을 의미
자료: 한국은행

가계 자산의 자본시장 유입을 위한 과제

이처럼 경제성장을 제고하고 가계부채 문제를 완화하기 위해 가계 자산의 국내 자본시장 유입을 확대할 필요성이 크다. 그러나 우리나라 가계가 부동산 중심의 자산 구조를 지속해 온 사실은 가계의 자산 형성 방식이 자발적으로 변화하기 어렵다는 점을 시사한다. 따라서 가계의 국내 자본시장 참여 확대를 유도하기 위해서는 정책적 인센티브가 제공될 필요가 있다.

우리나라 가계의 노후소득 준비 수준이 충분하지 않다는 점을 고려할 때 다양한 인센티브 방안 가운데 연금 적립에 대한 세제혜택을 강화하는 방안을 검토할 수 있다. 의무가입 연금을 기준으로 주요국의 소득대체율을 비교해 보면(〈그림 3〉), 우리나라는 31.2%로 OECD 평균(50.7%)에 비해 상당히 낮은 수준이다. 따라서 가계는 연금을 통해 은퇴 이후 부족한 현금흐름을 보완할 필요가 있으나, 부동산 중심의 자산 형성으로 인해 사적연금 적립액이 충분하지 않고 노후소득으로 활용할 수 있는 유동성 자산 역시 부족한 실정이다(김재칠·정화영, 2023)[7].

주요국들은 사적연금에 대해 상당한 수준의 세제혜택을 제공함으로써 그 기능을 강화하고 은퇴 이후 소득 마련을 유도하고 있다(김갑래·황세운, 2023)[8]. 미국의 경우, 대표적인 퇴직연금 제도인 401(k)의 연간 납입 한도가 2025년 기준 70,000달러에 달할 정도로 세제혜택 규모가 크다.[9] 이러한 세제 인센티브는 가계 자산이 연금 계좌를 통해 자본시장으로 유입되는 데 중요한 역할을 하고 있음을 보여준다. 나아가 이러한 인센티브는 가계 자산이 실물경제로 유입되는 선순환을 창출하고, 장기적으로는 노후 빈곤 지원을 위한 국가 재정부담을 완화하는 데에도 기여할 수 있다.[10]

궁극적으로 가계 자금의 국내 자본시장 유입을 확대하기 위해 무엇보다 중요한 것은 자본시장이 충분한 수준의 수익률을 안정적으로 제공하여 투자자 신뢰를 확보하는 것이다. 주요국 주가지수의 장기 성과를 비교해 보면, 우리나라의 수익률은 상대적으로 낮은 수준이다(〈그림 4〉). 아울러 국내 금융자산과 비교할 때 부동산은 가격변동성 대비 상대적으로 높은 가격상승률을 보여왔는데(성병묵 외, 2022)[11], 이러한 특성이 가계 자산의 부동산 집중도가 높은 주요 요인으로 해석할 수 있다. 최근 국내 자본시장의 성과를 개선하기 위해 기업의 성장성과 수익성을 높이고 주주환원 확대, 기업지배구조 개선 등 관련 제도를 지원하기 위한 노력이 꾸준히 이어지고 있는 것은 긍정적인 변화이다. 이에 대한 기대를 바탕으로 최근 국내 주가지수는 해외 주요 지수 대비 우수한 성과를 보이고 있다(Bloomberg,

7) 김재칠·정화영, 2023, 『가계의 사적연금소득과 주택연금의 역할』, 자본시장연구원 이슈보고서 23-11.

8) 김갑래·황세운, 2024, 『연금세제의 특성분석 및 개선방향』, 자본시장연구원 조사보고서 24-01.

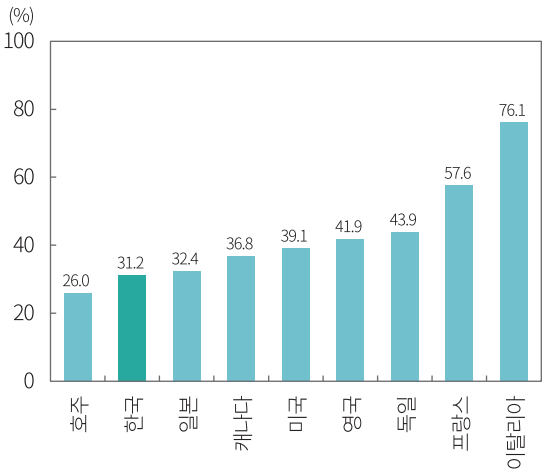
9) 2025년 기준 사용자(고용주)와 근로자의 합산 납입 한도가 $70,000이며, 근로자만의 납입 한도는 $23,500이다. 한편 401(k) 납입 한도는 물가 상승을 반영하여 매년 조정되며, 50세 이상에 대해서는 추가 납입 한도가 주어진다.

10) 다만, 사적연금 적립금이 자본시장으로 원활히 유입되기 위한 제도 운용 측면의 개선이 필요하다. 2022년 7월부터 확정기여형(DC형)과 개인형(IRP) 퇴직연금에 대하여 사전지정운용제도가 도입되었으나, 가입자의 대부분이 예금 등 안전자산 중심의 원리금보장상품을 선택하고 있어 연금 적립금의 자본시장으로의 유입이 제한적이다.

11) 성병묵·김찬우·황나윤, 2022, 『자산으로서 우리나라 주택의 특징 및 시사점』, BOK 이슈노트 제 2022-19호.

2023. 10. 11)[12]. 따라서 자본시장의 제도 및 운영을 개선하기 위한 노력을 지속적으로 강화하여 국내 자본시장의 신뢰성을 꾸준히 제고할 필요가 있다.

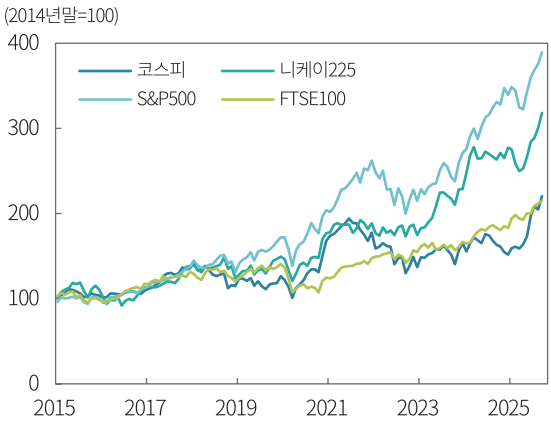
〈그림 3〉 주요국 의무가입 연금의 소득대체율



주 : 평균 임금근로자의 은퇴시점 기준 의무가입 공적·사적 연금의 총 소득대체율

자료: OECD Pension at Glance(2023)

〈그림 4〉 주요국 주가지수 추이



주: 1) Total Return Index 기준
2) 2015.1월~2025.9월 기준

12) Bloomberg, 2025. 7. 1, Korean stocks gain on renewed optimism over corporate reforms.

ZOOM-IN

일반 지급결제수단으로 스테이블코인 사용 확대

□ 법정 화폐를 담보로 가격 안정성을 유지하는 스테이블코인은 미국 정부의 정책적, 제도적 지원과 함께 시장이 급성장하였고, 이는 블록체인 기반 결제시장의 성장으로 이어짐

□ 스테이블코인 기반 지급결제시장이 급성장할 것으로 예상됨에 따라 미국의 주요 카드사들은 기존 네트워크를 확장하여 스테이블코인 결제 인프라를 구축하고 실제 지급 및 정산에 활용

□ 빅테크 기업들은 일부 직접 발행 혹은 스테이블코인을 기반으로 한 결제 인프라, 암호화폐 지갑 등으로 관련 사업을 진행 또는 계획 중

□ 일부 유통업체들의 적극적 수용, 핀테크 업체의 스테이블코인 충전용 카드 발행 등도 일반 지급결제용 스테이블코인 사용 확산에 기여

□ 또한, 기존 비은행권 기업에 의해 주도되던 스테이블코인 시장에 전통적 금융기관들이 본격적으로 참여

□ 우리나라의 경우, 관련 제도가 준비중이며 핀테크, 기존 금융사, 비금융기업 등이 향후 스테이블코인 도입을 대비한 준비 작업을 진행 중

□ 법정 화폐를 담보로 가격 안정성을 유지하는 스테이블코인은 미국 정부의 정책적, 제도적 지원과 함께 시장이 급성장하였고, 이는 블록체인 기반 결제시장 확대로 이어지고 있음

— 암호화폐는 높은 가격 변동성으로 결제수단으로 부적절한 측면이 있으나, 법정화폐를 담보로 발행되는 스테이블코인 가격은 대체로 안정성을 유지[1)]

- 스테이블코인 시장은 2020년을 기점으로 본격 성장하였으며 현재 시장규모는 약 2,700억 달러
- 이 중 93%가 법정화폐 담보로 대부분이 법정화폐와 연동되어 가치가 안정적으로 유지

— 그 중 미달러화를 담보로 한 USDT와 USDC가 크게 성장하여 전체 스테이블코인 시장에서 이들이 차지하는 비중이 91.7%에 달함[2)]

- Tether(USDT)가 전체의 64.2%, USD Coin(USDC) 27.5%를 차지하였고, 알고리즘 기반인 Etherna USDe(USDe) 5.3%, 암호화폐 기반 Dai(DAI) 1.7%, 미달러화 담보 Paypal USD(PYUSD)가 0.7%를 차지

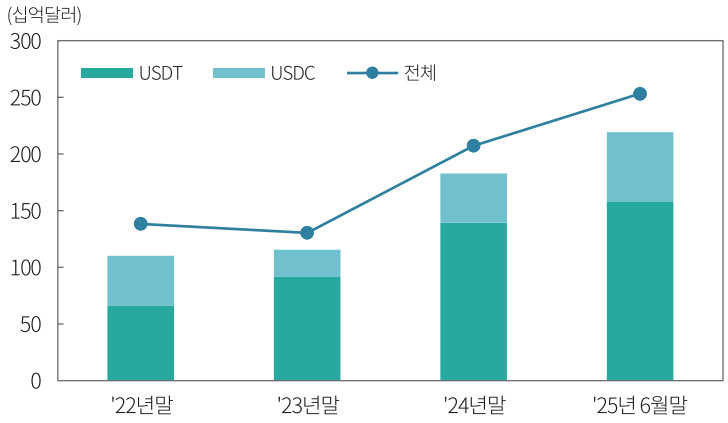
1) 2025년 9월 25일 기준(stable.com)

2) CoinGate, 2025. 9. 3, CoinGate crypto payments report 2024: The year of stablecoins.

— 스테이블코인 시장은 트럼프 행정부의 일반 지급결제용 스테이블코인(Payment Stablecoin) 관련 제도적 뒷받침에 힘입어 높은 성장세를 지속[3)]

- 트럼프 행정부는 출범 직후부터 미국 디지털자산 산업 전반에 대한 정책 방향을 발표하였고, 여기에 지급결제용 스테이블코인(Payment Stablecoin) 관련 내용이 우선 순위로 포함
- 최초의 연방 차원 스테이블코인 관련 규제 법안인 GENIUS Act가 제정되어 상거래용 스테이블코인의 글로벌 확산 기반을 마련

스테이블코인 시가총액 추이



자료: DefiLlama

□ **스테이블코인 기반 지급결제시장이 급성장할 것으로 예상됨에 따라 미국의 주요 카드사들은 기존 네트워크를 확장하여 스테이블코인 결제 인프라를 구축하고 실제 지급 및 정산에 활용**

— 카드사는 기존 결제 구조의 한계인 거래 속도와 수수료 경쟁을 블록체인 기반 결제망을 통해 해결하기 위해 노력

- 기존 카드 네트워크를 통한 결제는 중개은행 및 정산 등에 지연 및 수수료가 발생, 영업일, 시스템 점검 등으로 인한 운영 중단, 환전 수수료 부과 등 높은 결제 단가 문제

— 주요 카드사들은 자체적 스테이블코인 결제 인프라를 구축하여 실제 결제 및 정산에 활용하였고, Visa가 가장 앞섬[4)5)6)]

- Circle과의 제휴를 통해, 2021년부터 자사 재무 및 정산에 USDC를 활용
- 2023년 Ethereum 및 Solana 블록체인을 통해 USDC 결제·송금·정산 시범사업 성공으로 글로벌 카드사 최초 스테이블코인 기반 네트워크를 구축, 2025년 Stellar와 Avalanche 블록체인을 추가하여 4개의 블록체인을 비자 네트워크에서 지원

3) Deloitte, 2025. 6, 2025, 지급결제용 스테이블코인의 제도화 전환점, Deloitte Insights.

4) Visa, 2025. 4. 30, Visa's role in stablecoins - The significant potential in stablecoins and the value they can provide for payments.

5) Visa, 2025. 7. 31, Visa expands stablecoin settlement support. News Details.

6) Visa, 2025. 4. 30, Visa's role in stablecoins - The significant potential in stablecoins and the value they can provide for payments.

- 2025년, Paxos와의 제휴를 통해 USDG, PYUSD 등 달러 기반 뿐만 아니라, 유로화 기반 스테이블코인 EURC를 자사 정산 플랫폼에 추가하여 4개의 스테이블코인을 지원
- 또한 Bridge, Baanx, Rain 등의 업체와 협력하여 즉시 결제가 가능한 스테이블코인 연계 카드에 지속 지원을 발표

— 네트워크 표준화 및 멀티토큰 통합 등 안전한 결제 인프라 작업에 집중하던 Mastercard는 금년 6월 공식적으로 스테이블코인 결제 지원을 발표[7)]

- 2022년, 자체 디지털 자산 통합 인프라 '멀티 토큰 네트워크(Mastercard Multi-Token Network)' 개발을 발표
- 2023년, Polygon, Avalanche와의 제휴, 이후 Ethereum을 포함한 3개의 블록체인을 지원
- 2024년 6월, 블록체인 이체를 간소화하고 보안을 강화한 '크립토 크레덴셜(Crypto Credential) 서비스를 출시, 블록체인을 통한 P2P 송금 거래를 지원
- 2025년 6월, USDG, USDC, PYUSD, FIUSD 등 4개의 스테이블코인 네트워크 결제 지원 내용을 공식적으로 발표

□ **빅테크 기업들은 직접 발행 혹은 스테이블코인 기반의 결제 인프라, 암호화폐 지갑 등으로 관련 사업을 진행 또는 계획 중**

— Paypal은 2023년 미국달러와 1:1로 연동되는 자체 스테이블코인 PYUSD를 발행

- PYUSD를 미국 내 결제, P2P 송금, 암호화폐 거래에 직접 연결하였으며 Venmo 지갑에도 통합, 연간 1.5조달러 이상의 거래를 처리하는 자사 플랫폼에 바로 편입될 수 있는 구조

— Meta는 과거 스테이블코인 성격의 프로젝트가 실패한 이후, 결제 플랫폼 중심 전략으로 전환

- 2019년, 스테이블코인의 일종인 리브라(이후 디엠) 프로젝트를 진행하였으나 규제 당국의 반발로 2022년 중단
- 최근 미국 및 라틴아메리카를 대상으로 USDC를 이용하여 WhatsApp을 통한 송금 테스트를 진행, 브라질, 인도를 대상으로 QR 결제와 통합된 MetaPay 상용화를 추진
- 향후 앱 내에서 창작자와 기업 간 즉각적, 저비용 결제 서비스 제공을 목표로 자사 생태계에서 통용되는 스테이블코인을 검토[8)]

— Google은 최근 AI 애플리케이션 간의 결제를 위한 오픈소스 결제 프로토콜 발표에서 스테이블코인 결제를 지원하는 내용이 포함[9)]

- 프로토콜은 기존 결제 방식(신용카드, 직불카드 등) 뿐만 아니라 스테이블코인 결제를 지원하는 구조로 설계

---

7) Mastercard, 2025. 6. 23, Bringing real utility and global scale to stablecoins, News and trends.

8) 삼정 KPMG 경제연구원, 2025. 7, 달러 스테이블코인, 글로벌 금융시장을 흔들다 – 미국 디지털자산 3법을 중심으로, Issue Monitor.

9) Cointelegraph, 2025. 9. 17, Google unveils open-source protocol for AI payments with stablecoin support.

□ **일부 유통업체들의 스테이블코인 적극적 수용, 핀테크 업체의 스테이블코인 충전용 카드 발행 등도 일반 지급결제용 스테이블코인 사용 확산에 기여**

— 스테이블코인은 e커머스, 디지털 서비스, 소규모 P2P 거래 등에서 지급결제 수단으로 주로 사용

- 전자상거래 업체 Shopify는 코인베이스와 파트너쉽을 맺고 모든 가맹점에 USDC 결제를 도입('25.6월)
- FXAIR, Virgin Voyages, SeaDream Yacht Club 등 럭셔리 여행사는 암호화폐 결제를 도입

— 홍콩 핀테크 업체에서 발행한 RedotPay는 비자카드와 제휴하여, USDT, USDC 등의 주요 스테이블코인을 충전하여 소매 결제에 사용

□ **또한, 기존 비은행권 기업에 의해 주도되던 스테이블코인 시장에 전통적 금융기관들이 본격 참여**

— 초기 스테이블코인은 비금융회사에서 주로 발행되어 블록체인 기술 혁신을 빠르게 적용한 반면 금융 규제에 직접적인 적용을 받지 않아 투명성 논란이 지속

- 특히, 세계 최대 스테이블코인 USDT의 발행사 Tether(엘사바도르)는 준비자산의 상당 부분을 위험자산으로 보유하고 있으며, 정보공개 측면에서도 미흡(미국 등 주요국 기준에 미달)

— 그러나 최근 미국, 싱가포르, 홍콩 등에서 스테이블코인의 발행과 운용에 관한 명확한 법적 기준이 정립되면서 제도권 금융기관이 참여할 수 있는 요건을 갖춤

- 미국 GENIUS ACT(2025년), 싱가포르의 SCS Framework: Single-Currency Stablecoins (2022년), 홍콩 Stablecoins Ordinance(2025년) 등에서 스테이블코인의 발행자, 허가, 준비금 요건, 상환 기준, 소비자 보호, 자본금, 공시 의무 등의 관련 내용을 명확하게 규정

— 이후, 전통적 금융기관의 스테이블코인 및 연관 시장 참여를 위한 준비가 본격화[10]

- Blackrock은 기관투자자용 토큰화 MMF인 BUIDL 출시('24.3월)[11], USCD의 준비금 운용 파트너로 참여('25.5월) 하는 등 스테이블코인 결제 생태계를 후방에서 확장 중
- 그동안 내부 블록체인 인프라(Quorum, Kinexys 등) 및 기관결제용 스테이블코인(JPM) 등에 집중하던 JP Morgan은 최근 실적발표회에서 CEO는 스테이블코인과 유사한 특성을 가진 은행예금토큰 JPMD(JP Morgan Deposit Token) 프로젝트와 함께 스테이블코인 사업에 참여할 것을 언급
- Goldman Sachs는 최근 보고서에서 스테이블코인이 결제 인프라로 자리잡을 수 있다는 전망을 내놓음[12]
- Bank of America는 수년전부터 법·제도적 명확성을 전제로 스테이블코인을 발행할 것이라고 언급하였으며, 최근 관련 인프라 개발 작업 및 일부 스테이블코인과의 파트너쉽 논의 등이 보도 등을 통해 알려짐

10) Reuter, 2025. 7. 17, Some big US banks plan to launch stablecoins, expecting crypto-friendly regulations.

11) BlackRock USD Institutional Digital Liquidity Fund(BUIDL)

12) Goldman Sachs, 2025. 8. 20, TOP of MIND Stablecoin Summer.

- Citi group은 최근 실적발표회('25.7월)에서 시티 스테이블코인 발행을 검토하고 있다고 공개적으로 밝힘

□ **우리나라의 경우, 관련 제도가 준비중이로 핀테크, 기존 금융사, 비금융기업 등이 향후 스테이블코인 도입에 대비한 준비 작업을 진행 중**

— 국내 핀테크 업체들은 직접 발행보다는 블록체인 결제 인프라와 송금, 지갑 등을 연동, 글로벌 결제 등을 중심으로 관련 프로젝트를 진행

- 카카오페이의 경우 현재 스테이블코인 기반 해외송금, 결제 개념 검증 등을 테스트 중
- 토스는 자체 결제망 내에서 암호화폐 결제 수용 기술을 검토 중이며, 일부 파트너사와 자사의 토스페이를 통해 스테이블코인 정산 테스트를 진행할 예정이라고 보도
- 네이버는 최근 국내 최대 암호화폐거래소 업비트를 운영하는 두나무와 합병을 발표하며, 향후 네이버페이를 통한 스테이블코인 인프라 뿐만 아니라 발행 가능성까지 열어두고 준비 중

— 비금융기업들도 스테이블코인 인프라에 투자하는 등 최근 다양한 업종에서 향후 스테이블코인 도입에 대비한 움직임이 관측[13)]

- 삼성전자 벤처투자 조직 삼성넥스트는 미국 스테이블코인 결제사인 Rein에 투자 참여가 알려짐('25.8월)
- 쿠팡은 최근 미국 핀테크 스트라이프 등이 공동 개발한 스테이블코인 결제 전용 인프라 Tempo의 초기 파트너로 참여를 발표('25.9월)

— 다만, 카드사의 경우 규제 불확실성으로 아직까지는 대부분 검토 단계에 머물러 있음

- 여신금융협회 중심으로 TF를 구성하고, 업계 공동 상표권 KCardCoinWON을 출원[14)]
- 롯데, 신한, 국민, 우리 등 카드사들은 스테이블코인 사업을 염두에 두고 개별 상표권을 등록

선임연구원 김보영

13) 한국경제신문, 2025. 9. 16, "뒤처지면 안돼"…美서 스테이블코인 선점 나선 삼성·쿠팡.

14) 머니투데이, 2025. 8. 30, 전국에 깔린 가맹점, 스테이블코인?… 카드사 "우리 잘 할 수 있어".

ZOOM-IN

주요국의 권고적 주주제안 특징과 시사점

□ 국내 스튜어드십 코드 제도와 관련하여 권고적 주주제안 도입 필요성이 꾸준히 제기되고 있음

□ 주요국에서는 권고적 주주제안을 허용하여 기후변화·인권 등 다양한 이슈에서 활용하고 있으며, 이는 이사회 권한을 침해하지 않으면서도 주주와의 소통을 확대하는 방향으로 작동하고 있음

□ 반면, 국내의 경우 주주제안이 주총 승인사항에 한정되어 소극적으로 이루어지고 있으며, 이는 상법 체계상 권고적 주주제안이 해석상 인정되기 어렵기 때문임

□ 이에 따라 권고적 주주제안의 국내 도입을 위해 상법·자본시장법 등 관련 법령 개정을 논의하는 움직임이 최근 진행되고 있음

□ 국내 스튜어드십 코드(수탁자 책임 원칙) 제도에 권고적 주주제안을 도입해야 할 필요성이 꾸준히 제기되고 있음

— 권고적 주주제안(Advisory shareholder proposal)[1]이란 주주총회에서 표결되지만 법적 구속력은 없는 결의로, 이사회 및 경영진에게 특정 정책이나 공시, 계획 수립 등을 권고(recommend)하는 형식을 의미

- 주주총회에서 가결되어도 구속력이 없고 회사나 이사가 이에 따를 의무는 없으나, 기업 현안에 대해 주주들이 의견을 제시하거나 회사가 주주들의 의견을 수렴하는 데 유용
- 2011년 미국 도드-프랭크법에 따른 Say-on-Pay도 대표적인 자문(advisory) 투표에 해당

— 올해 국내 정기주주총회에서 권고적 주주제안이 새로운 이슈로 부각되었으며, 특히 소액주주들은 주주행동주의의 수단으로 권고적 주주제안을 활용하기 위해 다양한 시도를 하고 있음[2]

- 주주들이 권고적 주주제안 도입을 시도하는 배경에는 회사가 상법이나 정관으로 정한 결의사항이 아니라는 이유로 주주제안을 거부하는 일이 빈번하고, 이와 관련된 법 해석이나 판례가 명확하지 않은 상황에서 권고적 주주제안 제도가 대안이 될 수 있기 때문

— 또한 스튜어드십 코드에 대한 지적이 잇따르면서, 제도적 한계 개선을 위해 권고적 주주제안을 도입해야 한다는 목소리도 높아지고 있음[3]

---

1) '주주제안'이라는 용어는 미국과 우리나라에서 주로 사용하며, 영국, 유럽 등은 주로 주총 결의안(resolution)으로 사용하는 경우가 많아 본 보고서에서는 이를 모두 주주제안으로 통일

2) ERRI, 2025, 2025 주주제안과 국내외 기관투자자 의결권 행사 – 권고적 주주제안을 중심으로, 경제개혁연구소 경제개혁 리포트.

3) 서울경제, 2025. 9. 1, 5%룰 완화·권고적 주주제안…이번엔 '스튜어드십 코드' 칼 뽑나.

- 스튜어드십 코드는 소액주주 이익 보호를 목적으로 2016년 국내에 도입되었으나, 기관투자자들이 경영권 침해 우려 등을 이유로 기업 의사결정에 반대 의결권을 행사하는 사례가 드물어 실효성이 낮다는 비판이 지속적으로 있었음

□ **주요국에서는 주주제안으로 이사회 권한 자체를 침해하는 것은 대체로 불가능하나, 구속력이 없는 권고적 제안을 허용하거나 특별결의 및 권고적 성격의 표결 등을 통한 주주제안이 가능함**

— 미국은 연방 행정규칙에서 주주제안을 규정하며, 법률이나 정관이 정한 주총의 결의사항(예: 정관 개정, 이사 선임 등)에 국한되지 않고 법적으로 구속력이 없는 권고적 제안(precatory proposal)의 경우에도 주주제안에 포함될 수 있음[4)]

- 주주제안 요건은 지분가치와 보유기간별로 구분하며 (a) 최소 3년 동안 $2,000 이상의 지분 보유, (b) 최소 2년 동안 $15,000 이상의 지분 보유, (c) 최소 1년 동안 $25,000 이상의 지분 보유 중 하나 이상을 만족하면 주주제안을 할 수 있음
- 이처럼 미국은 회사 규모와 상관없이 절대적인 지분가치 기준으로 규정하고 있어 다른 국가들에 비해 상대적으로 주주제안이 활발하게 이루어지고 있음

— 한편 미국에서는 회사가 특정한 경우 주주제안을 배제(exclude)할 수 있는데, 이에 대한 세부 해석을 SEC Staff Legal Bulletin 형태로 안내함[5)]

- 일상적 경영 사안 배제: 주주제안이 회사의 일상적 경영 사안(ordinary business)에 해당하면 이를 위임장에서 제외할 수 있음
- 경제적 관련성 배제: 주주제안이 회사의 사업과 중요한 경제적 연관성을 가지지 않는다면 배제할 수 있음

— 영국은 회사법과 모범정관(model articles of association)에서 주주제안을 규정하며, 해당 모범정관을 도입한 기업은 이사회가 기업의 모든 권한을 행사할 수 있으나, 주주가 특별결의(special resolution)를 통해 이사에게 특정 조치를 취하거나 특정 조치를 취하지 말 것을 요구할 수 있음[6)]

- 따라서 주주제안은 단순히 주총 승인사항에 국한되지 않고, 특별결의를 통해 보다 다양한 사안에 대해 주총 결의를 요구할 수 있음
- 주주제안 요건은 (a) 전체 의결권의 5% 이상을 보유한 주주들, 또는 (b) 1인당 평균 £100 이상 납입된 주식을 가진 주주가 100명 이상인 경우 정기총회 안건 상정을 요구할 수 있음
- 정관 변경을 요구하는 안건은 구속적 결의가 되나 권고적 주주제안(advisory shareholder resolution)은 법적 구속력이 없음

4) 17 CFR § 240.14a-8 — Shareholder proposals

5) https://www.sec.gov/about/shareholder-proposals-staff-legal-bulletin-no-14m-cf

6) Companies Act 2006, Section 338; Model articles for private companies limited by shares 3-4

- 영국은 2002년에 Say on Pay(임원 보수 정책에 대한 주주투표)를 도입하여 초기에는 권고적 투표(advisory vote)로 시작하였으나 이후 2013년 개정으로 구속적 투표(binding vote) 요소가 도입되었음

— 프랑스는 상법에서 주주제안을 규정하며, 원칙적으로 총회 권한 사항에 대해 상정되고 채택이 되면 구속력 있는 결의가 되나 일정 영역에서 권고적 성격의 표결(vote consultatif)이 가능함[7)]

- 프랑스도 Say on Pay에 대해서 권고적 투표 성격이었으나 2016년 이후 일부 항목은 구속적 표결로 전환됨
- 기후변화 대응이나 이사회 다양성 요구와 같은 지속가능성 관련 주주안건은 권고적 성격이 일반적임

— 독일은 주식법에서 주주제안을 규정하며, 주주총회 권한을 엄격하게 한정(enumerated powers)하고 경영 관련 사항에 대한 자문적(advisory) 주주제안 제도는 존재하지 않아 사실상 권고적 주주제안은 인정되지 않음[8)]

- 발행 주식의 5% 또는 액면가액 합계 €50만에 해당하는 주식을 가진 주주의 경우 주주제안권을 행사할 수 있음
- 독일은 총회에서 주주제안이 표결로 채택될 경우 법적으로 구속력을 갖기 때문에 Say on Pay 관련 주주제안 역시 법적 구속력을 가짐

— 일본은 회사법에서 주주제안을 규정하며, 주총의 권한은 법령 및 정관에 근거한 결의사항(법령상 주총 권한 사항, 주총 권한에 속하도록 정한 사항)으로 한정되어 사실상 권고적 주주제안은 제도적으로 허용되지 않음

- 주주제안 요건은 의결권의 1% 이상 또는 300주 이상을 보유해야 하며, 원칙적으로 6개월 이상 계속적으로 보유해야 함

□ **권고적 주주제안이 허용된 국가에서는 기후변화, 인권 등 다양한 이슈에서 권고적 주주제안이 활용되고 있으며, 대부분 이사회 권한을 제한하지 않으면서 주주와의 소통을 확대하는 방향으로 이뤄지고 있음**

— 미국은 지난 10년간 지배구조 · 보상 제안은 줄어들고 환경 · 사회(E&S) 관련 제안이 급증했으며, 특히 기후변화(climate change)와 인적자본관리(human capital management)가 중요한 이슈로 제안됨[9)]

- 2024년 기준 미국 상장기업 전체 주주제안 건수의 62%인 612건이 E&S 관련 내용이었으며, 2020년 대비 약 58% 증가(ISS-Corporate, Voting Analytics Data 기준)
- 제출된 제안 중 상당수가 기후, 인권, 자본구조 등과 관련된 주제가 많으며 실제로 통과되지 않더라도 기업의 정책 변화에 큰 영향을 미치는 경우가 많은 것으로 확인

7) Code de commerce Article L225-105; R225-74; L225-35

8) AktG §119; §122

9) ISS-CORPORATE, 2024, U.S. Shareholder Proposals: A Decade in Motion, Corporate Governance.

— 한편, 미국은 최근 SEC의 새로운 지침에 의해 전체적인 주주제안 건수가 감소하였으나, 여전히 거버넌스와 기후 리스크 및 에너지 전환이 중요 이슈로 제안되고 있음[10)]

- 경제적 관련성 배제 기준에 의해 기업이 환경 및 사회적 주주제안을 의제에서 제외하기 쉬워지면서 2025년 전체 주주제안 건수는 2024년 대비 감소했으나 여전히 거버넌스와 환경·사회 관련 주주제안이 활발하게 이루어지고 있음

— 영국의 경우 기후변화와 관련된 권고적 주주제안은 활발하게 논의됨

- 영국 기업 Unilever는 기후변화 전환 계획(Climate Transition Action Plan: CTAP)에 대해 3년마다 권고적 주주표결(advisory vote)에 부치고 있으며, 지난 2024년 약 97.5%의 높은 지지를 받아 승인됨[11)]
- 이와 유사하게 Shell에서도 에너지 전환 전략(Energy Transition Strategy)을 권고적 주주표결에 부치는 방식을 이행해 왔고, 2024년 약 78%의 지지로 승인됨[12)]

□ **국내의 경우 대체로 주주제안 자체가 소극적으로 이뤄지고 관련 주제도 주총 승인사항에 한정되어 있으며, 이는 현재 상법 체계 내에서 권고적 주주제안이 해석상 인정되기 어렵기 때문임**

— 2025년 정기총회에서 주주제안이 상정된 기업은 총 41개사(유가증권시장 16개사, 코스닥시장 25개사)이며, 주주제안으로 상정된 안건 수(동일 의제 안건이 다수인 경우 1건으로 집계)는 82건으로 2024년 대비 46.8% 감소

- 12월 결산 유가증권시장 및 코스닥시장 상장회사가 총 2,440개사(유가 805개사, 코스닥 1,635개사)임을 감안할 때 유가증권시장 상장회사 중 약 2%, 코스닥시장 상장회사 중 약 1.5%만이 주주제안이 제기된 것

— 주주제안 안건을 유형별로 살펴보면 임원의 선 · 해임(28건, 34.2%), 주주환원 · 정관변경(각 20건, 24.4%), 임원보수(3건, 3.7%), 기타(14건, 17.1%) 순이며, 상정된 주주제안 안건이 1건이라도 가결된 회사는 10개사(가결률 24.4%)로 전년 대비 12.2%p 감소

- 앞서 환경 및 사회적 이슈에 관한 주주제안이 활발히 이뤄지고 있는 미국과 달리 우리나라는 주총 승인사항에 한정되어 있음

— 이러한 국내 상황은 현 규제 체계와 연관되는데, 상법 제363조의2에 따르면 주주제안을 주총의 권한사항으로 제한하고 있어 권고적 주주제안이 제도적으로 허용되지 않음

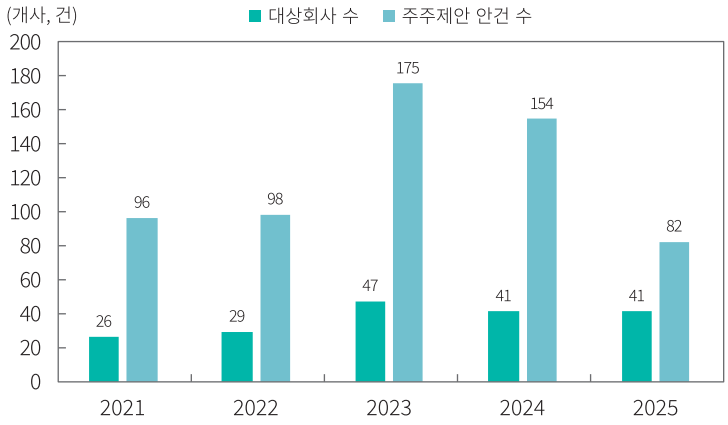
- 이에 따라 주주들이 다양한 사안에 대해 의견을 제시하고자 해도 주총 결의사항이 아니라는 사유로 이사회가 이를 거부할 수 있음

10) EY, 2025, 2025 proxy season review: four key takeaways.

11) Unilever, 2024. 5. 28, Why we've updated our Climate Transition Action Plan, All news stories.

12) GlobeNewswire, 2024. 5. 21, Shell plc-Result of annual general meeting.

〈그림 1〉 정기주주총회 주주제안 안건 및 대상회사 수



주 : 12월 결산사 대상
자료: 상장협

□ **이에 따라 권고적 주주제안의 국내 도입을 위해 상법 · 자본시장법 등 관련 법령 개정을 논의하는 움직임이 최근 진행되고 있음**

— 2025년 3월말까지 제출된 주주제안 중 절반 이상이 소액주주 및 소액주주연대에서 제출된 의안이며, 소액주주들은 권고적 주주제안 신설, 집중투표제 도입 등을 요구함[13)]

• 이처럼 소액주주들은 주주행동주의의 수단으로 권고적 주주제안에 관심을 높이고 있으며, 이와 관련된 의안을 다수 상정함

— 국내 권고적 주주제안 도입을 위한 상법, 자본시장법 등 관련 규정의 개정이 논의되고 있음

• 최근 권고적 주주제안 도입 등을 위한 상법 개정 등이 추진되고 있으나, 아직까지 구체적인 방안 및 제도 신설 여부는 포함되지 않은 상황[14)]

• 현행 상법상 권고적 주주제안을 수용하기 어려운 만큼 주주총회 결의의 효력에 예외 규정을 두어 특정 사안에 대해서는 권고결의 형태를 인정하는 조치가 필요하며, 이를 남용할 수 없도록 안건 제외 사유 등을 규정해 안전장치를 갖춰야 한다는 의견도 제시[15)]

— 기업 입장에서는 권고적 주주제안 도입으로 인해 공시 의무 확대, 주주와의 소통 비용 등 관련 부담이 발생할 수 있으므로 이를 완화할 수 있는 명확한 가이드라인과 행정 및 감독 지원이 병행될 필요

선임연구원 정지수

13) ERRI, 2025, 2025 주주제안과 국내외 기관투자자 의결권 행사 – 권고적 주주제안을 중심으로, 경제개혁연구소 경제개혁 리포트.
14) 한국경제, 2025. 7. 14, 與, 동시다발 상법 개정 추진…권고적 주주제안·6개월 내 자사주 소각法 등장.
15) 김영주, 2024, 상법상 권고적 주주제안의 도입 쟁점, 「기업법연구」 38(4), 41-93.