

OPINION

연구위원
김진영

해외 장기자산펀드 도입과 시사점*

장기자산펀드는 일정 수준의 환매 기능을 제공하면서 사모·비유동성 자산에 투자하도록 설계된 펀드이다. 영국, 프랑스, 이탈리아, 캐나다 등 주요 국가들은 민간 자본이 생산적 자산으로 보다 원활하게 유입되도록 장기자산펀드를 도입했거나 제도화를 추진하고 있다. 이러한 국가들은 장기자산펀드를 통해 기존에 접근이 제한적이었던 사모·비유동성 자산 투자를 일반 투자자에게까지 개방하는 한편, 환매 조건을 포함한 엄격한 유동성 관리 규정과 가치평가 원칙을 적용해 장기투자 상품의 안정성과 투자자 보호를 강화하고 있다.

우리나라 역시 비상장주식과 사모대출 등 사모자산에 대한 민간 자본의 참여 경로를 점차 넓혀가고 있다. 성장금융 기초가 강화된 현재, 장기투자 채널을 다변화하는 것은 서로 다른 투자 기간과 선호도를 가진 투자자들이 시장에 참여할 수 있도록 하는 중요한 과제로 부상하고 있다. 이러한 맥락에서 장기자산펀드는 사모자산을 편입하고자 하면서도 일정 수준의 환매성을 필요로 하는 투자자에게 매력적인 투자수단으로 평가된다.

장기자산펀드 개념

장기자산펀드(Long-Term Asset Fund)는 공모펀드의 폭넓은 투자자 접근성과 사모펀드의 장기·비유동성 자산 투자 기능을 결합한 운용 구조의 펀드로서, 비상장기업 지분, 사모대출, 인프라 등 기존 공모펀드가 취급하기 어려웠던 사모자산에 투자하면서도 일반 투자자가 참여할 수 있는 공모형 체계를 유지한다는 점에서 차별성이 있다(표 1) 참고).¹⁾ 특히 개방형 구조를 유지하되 월·분기·반기 등 일정 주기의 환매 창구를 두고, 환매 사전 통지 및 이에 부합하는 유동성 관리 절차를 마련하도록 설계된 점이 특징적이다. 또한 운용사는 공정한 순자산가치 산정을 위해 체계화된 평가 절차를 준수해야 한다. 이러한 구조적 특성은 민간의 장기자본을 생산적 부문으로 유도하려는 정책적 목적과 새로운 투자 기회를 모색하는 민간 자본의 수요가 맞물리며 형성된 것으로 이해할 수 있다.

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

1) 본 고에서 '장기자산펀드(Long-Term Asset Fund)'란 영국의 LTAF, 유럽의 장기투자펀드(Long-Term Investment Fund) 등을 포괄하는 개념으로, 공모 형태를 통해 일반 투자자의 접근을 허용하되 비유동성 자산 투자의 특성상 환매에 제약이 있는 펀드를 통칭한다.

〈표 1〉 장기자산펀드 제도 비교

구분	장기자산펀드	개방형 공모펀드	사모펀드
주 투자 대상	사모 · 비유동성 자산	유동성 자산 (상장 주식 · 채권 등)	사모 · 비유동성 자산
구조 및 환매	폐쇄형 또는 엄격한 환매주기를 동반한 개방형 구조	일일 또는 단기 환매 가능	주로 폐쇄형
일반 투자자 접근성	높음	높음	낮음 (기관 · 전문 투자자 중심)

자료: 저자

해외 장기자산펀드 도입 현황

영국 금융행위감독청(FCA)은 2021년 생산적 자산에 대한 투자를 촉진하기 위해 장기자산펀드(Long Term Asset Fund: LTAF) 제도를 도입하였으며, 이후 규제 개정과 정부의 적극적인 성장금융 정책 기조에 힘입어 LTAF 시장은 빠르게 확대되고 있다. 특히 2023년 규정 개정을 통해, 기존에는 DC 디폴트 펀드, 전문투자자, 고액투자자 등 제한된 투자자에게만 허용되던 LTAF의 판매 대상이 자문 · 일임 서비스를 이용하는 일반투자자, 투자자산의 10% 범위 내 직접 투자하는 개인 투자자, 자기 선택형 DC 가입자, 장기 보험상품 가입자 등으로 대폭 확대되었다. 같은 해 영국 정부는 ‘Mansion House Compact’를 발표하며 DC형 퇴직연금과 마스터트러스트의 사모시장 참여 확대 의지를 재차 강조했고, 참여 기관들은 주로 LTAF를 활용한 간접투자 방식으로 해당 정책을 이행하겠다는 계획을 제시하였다.²⁾ 이러한 제도적 변화의 결과, 2025년 중반 기준 LTAF의 운용자산은 약 50억 파운드에 이르렀으며, 이 중 약 30억 파운드는 약정자본으로 남아 있는 것으로 나타났다.³⁾ 2025년 11월 기준 승인된 LTAF는 12개의 엠브렐라 펀드 아래 22개의 하위 펀드로 구성되어 있으며, 제도 시행 3년 만에 실질적인 운용 규모를 확보하며 영국의 장기 · 비유동성 자산 투자 기반이 빠르게 정착되고 있는 것으로 평가된다.

유럽연합의 유럽장기투자펀드(European Long Term Investment Fund: ELTIF) 1.0은 2008년 금융위기 이후 유럽 전체적으로 심화된 성장둔화와 투자 부족 그리고 은행 중심 금융중개의 한계를

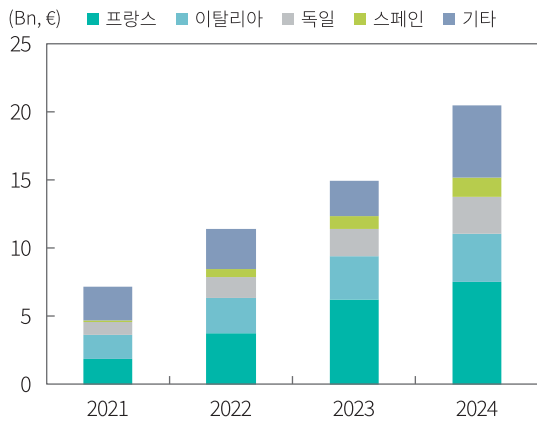
2) Mansion House Compact는 2023년 7월 영국 재무장관의 Mansion House 연설에서 발표된 DC형 퇴직연금의 비상장·장기 대체투자 확대를 위한 업계 자발적 협약으로, 9개 주요 DC형 직장연금 제공사와 퇴직연금 위탁 전문 기금인 마스터트러스트 운영사가 2030년까지 디폴트 펀드 자산의 최소 5%를 비상장 주식에 투자하겠다는 비구속적 약속을 담고 있다. 이어서 좀 더 강화된 협약인 Mansion House Accord를 2025년에 발표하였다. 이 협약에는 최대 17개 주요 DC형 직장연금 제공사 및 마스터트러스트가 참여한다. 이 협약의 핵심은 2030년까지 이들 DC 디폴트 펀드 전체 자산의 최소 10%를 사모시장 자산에 배분하겠다는 것이며, 그중 최소 5%는 영국 내 사모시장 자산에 투자하겠다는 목표를 포함한다. 법적 구속력은 없지만 영국 정부가 이행 상황을 정기적으로 점검한다는 점에서 정책적 실효성이 뒷받침되고 있다.

3) Morningstar, 2025, LTAFs will get an ISA boost, but new investors should do their homework.

해결하기 위한 정책적 수단으로 2015년에 도입되었다. ELTIF 1.0의 출시 이후 7년간 설정된 펀드 수와 운용 자산 규모는 매우 제한적이었고, 업계는 규제 복잡성 때문에 ELTIF가 실질적으로 기능하기 어렵다고 평가했다. 특히 (1) 투자 가능한 자산 범위의 협소함, (2) 일반투자자 진입장벽, (3) 실질적 폐쇄형 구조 등이 시장 성장의 주요 장애물로 지적되었다. 이에 EU는 2023년 ELTIF 2.0을 통해 투자 자산 범위, 투자자 접근성, 유동성 구조, 운용 규제를 대폭 완화함으로써 공모형 장기투자펀드 시장을 본격 확대하고 장기 생산적 투자를 위한 자금 공급이라는 정책 목표를 실질적으로 구현하는 데 초점을 맞추었다.⁴⁾

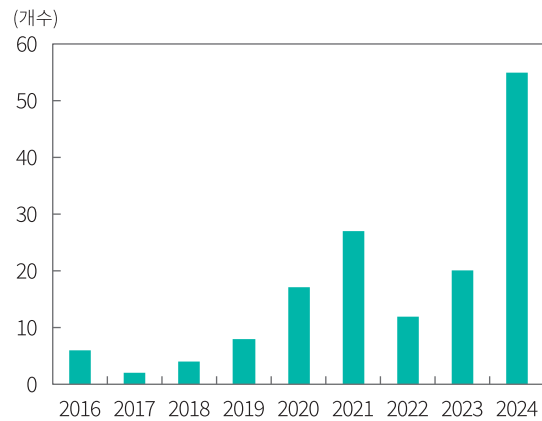
2023년 7월까지만 해도 ESMA 공시 기준 ELTIF 수는 95개 수준에 그쳤으나 개정 이후 2024년 말까지 ELTIF는 150개로 늘어났다. ELTIF의 전체 설정규모는 2023년 말 149억 유로에서 2024년 말 205억 유로로 확대되어 1년 새 57억 유로(약 38%) 증가했다. 2025년 들어서도 신규 인가와 설정이 활발히 이어져, 2025년 7월 기준 전체 인가 ELTIF는 211개로 증가하는 등 시장 저변이 확대되고 있다.

〈그림 1〉 ELTIF 시장 규모



자료: Scope 리포트, 2023, 2025

〈그림 2〉 신규 ELTIF 개수



자료: Scope 리포트, 2023, 2025

캐나다는 전통적으로 개방형 공모펀드의 비유동성 자산 편입을 엄격히 제한해 왔으며, 사모투자자는 적격투자자 요건을 충족하는 경우에만 허용되어 왔다. 이러한 제도적 한계를 완화하기 위해 캐나다 온타리오 증권위원회(OSC)는 2024년 개인투자자의 장기·비유동성 자산 접근성을 확대하는 새로운 제도인 온타리오 장기자산펀드(Ontario Long-Term Asset Fund: OLTAF)를 제안하였다. OLTAF는 일반

4) 2023년 ELTIF 2.0 개정은 일반투자자의 참여를 가로막던 기존 규제를 전면적으로 정비하여 접근성을 크게 확대한 것이 핵심이다. 우선 소매투자자에게 적용되던 최소 1만 유로 투자요건이 폐지되어 투자금액과 관계없이 참여가 가능해졌으며, 금융자산 50만 유로 미만 투자자에게 부과되던 투자총액의 10% 한도 규정도 삭제되어 비율 제한 없이 투자할 수 있게 되었다. 또한 ELTIF에 별도로 적용되던 소매투자자 대상 적합성·적정성 테스트가 사라지고 MiFID II 규정 체계로 일원화되면서 투자자 보호기준이 보다 명확하고 일관된 틀 안에서 운영되도록 개선되었다. 더불어 기존에는 사실상 폐쇄형 구조만 허용되었으나, 2.0 개정에서 개방형 ELTIF가 명시적으로 허용되면서 실질적 환금성이 강화되고 일반투자자의 이용 가능성이 크게 높아졌다.

투자자에게 벤처캐피털, 사모대출, 부동산, 인프라, 자원개발 프로젝트 등에 간접 투자할 수 있는 구조를 제공하는 것을 목표로 한다. OSC는 2025년 2월까지 업계 의견을 수렴한 데 이어 같은 해 5월 'LaunchPad Long-Term Asset Fund Project'의 공식 출범을 발표하며, 실제 상품 설계 및 새로운 펀드 구조의 시범 도입 단계에 본격 착수한 상황이다.

해외의 장기자산펀드 제도 비교

유럽의 ELTIF, 영국의 LTAF, 캐나다 온타리오의 OLTIF는 모두 장기·비유동성 자산에 대한 민간 투자자의 접근성을 확대하고 실물경제로의 자본 공급을 촉진하기 위해 설계된 제도적 장치라는 점에서 공통점을 지닌다. 해외의 장기자산펀드는 장기·실물자산을 중심으로 한 최소 적격투자 비중을 규정하고, 제한적 환매가 허용되는 개방형 구조를 가능하게 한다는 측면에서 유사한 기본 틀을 공유하고 있다.

ELTIF 2.0은 최소 55% 이상을 적격자산에 투자하도록 규정하고 있으며⁵⁾, LTAF 역시 전체 자산의 50% 이상을 장기·비유동성 자산에 배분할 것을 규정하고 있다. 투자자 접근성 측면에서 볼 때, 두 제도 모두 개인 투자자의 참여 문턱을 낮추는 방향으로 진화해 왔다. ELTIF는 제도 도입 초기부터 개인 투자자의 시장 진입과 범유럽적 판매를 핵심 목표로 설계된 반면, LTAF는 당초 기관 및 DC형 퇴직연금 중심의 운용을 목적으로 출범하여 최근 들어 개인 투자자에 대한 접근성을 점진적으로 확대하는 경로를 취하고 있다. 환매 구조를 보면, LTAF는 월 1회 이하 환매, 최소 90일 이상의 사전 통지 등 매우 엄격한 유동성 관리 기준을 요구하며, 개방형 ELTIF 역시 환매 요청 조건, 접수 기간, 환매 빈도와 주기, 제출 절차 등을 포함한 체계적 환매 정책을 마련해야 한다. 개방형 ELTIF는 분기별 환매보다 더 잦은 환매나 3개월 미만의 사전통지 기간을 설정할 경우 운용사는 그 타당성과 ELTIF 구조와의 부합성을 감독당국에 설명해 정당화해야 한다.

이처럼 각국의 장기자산펀드는 규제 체계와 운영 방식에서 차이를 보이지만, 모두 장기·비유동성 자산에 대한 접근성을 제고하고 민간 자본을 생산적 부문으로 유도하려는 정책적 목표 아래 설계된 제도라는 점에서 방향성을 공유한다. 각국은 투자자 보호를 전제로 유동성 관리 장치를 정교화하면서도, 장기투자의 문턱을 낮추기 위해 지속적으로 노력하고 있다.

5) ELTIF의 적격 자산에는 비상장기업, 시가총액 15억 유로 이하의 상장 중소기업, 인프라 프로젝트, 실물자산, 사모대출 등 장기·비유동성 자산이 포함되며, ELTIF 2.0에서는 UCITS(증권형 펀드)와 AIF(대체투자펀드) 등 다른 규정된 투자펀드에 대한 재간접 투자와 모자펀드 구조를 활용한 간접투자까지 허용되도록 범위가 확대되었다.

〈표 2〉 장기자산펀드 제도 비교

구분	ELTIF (유럽)	LTAF (영국)
도입 시기	2015년 도입, 2024년 ELTIF 2.0 시행	2021년 11월 도입
주요 목적	장기자산 투자 촉진, 리테일 투자자 사모자산 접근성 확대, 실물경제 자금 지원	DC 연기금 등 장기투자자의 비유동자산 접근성 확대, 생산적 금융지원
펀드 구조	개방형 또는 폐쇄형	개방형
일반투자자 접근성	전면 개방 (ELTIF 2.0), 최소투자금액 및 10% 포트폴리오 한도 폐지	자문이나 일임 서비스를 받는 투자자 전면 개방, 직접투자자는 투자가능자산의 10% 한도
최소 투자금액	폐지 (ELTIF 2.0, 구 규정: €10,000)	없음
적격 자산 최소 비중	55% (ELTIF 2.0에서 70% → 55%로 완화)	50% 이상 (FCA 기대치)
환매 빈도	운용사 재량이나 환매일이 분기보다 더 자주 발생할 경우 감독당국에 설명 필요	월 1회 이하
환매 통지 기간	운용사 재량이나 3개월 미만의 사전통지 기간을 설정할 경우 감독당국에 설명 필요	최소 90일

자료: 저자

시사점

사모·비유동성 자산은 포트폴리오 포트폴리오 다각화와 수익률 제고의 중요한 수단임에도 불구하고, 그간 구조적인 진입 장벽으로 인해 일반 투자자는 이러한 시장 접근이 제한적이었다. 이러한 시장 불균형을 해소하기 위해 선진 자본시장에서는 장기자산펀드로 대표되는 ‘준유동성(Semi-liquid)’ 모델을 해법으로 제시하고 있다. 유동성 관리와 가치 평가의 기술적 난이도에도 불구하고, 이 모델은 일반 대중에게 사모투자 기회를 개방하여 자산 형성의 기회를 제공하는 동시에, 실물 경제에 모험 자본을 공급하는 선순환 구조의 핵심축으로 부상하고 있다.

장기자산펀드 해외 사례는 한국이 장기·비유동성 자산 투자체계를 설계하는 과정에서 중요한 시사점을 제공한다. 우리나라 또한 비상장주식, 사모대출 등 사모자산에 대한 민간 자본의 참여 경로를 점진적으로 확장하고 있으며, 성장금융 기조가 강화된 현재 다양한 투자 기간과 위험 선호를 가진 투자자가 시장에 참여할 수 있도록 장기투자 채널을 다변화하는 것이 중요한 과제로 부상하고 있다.⁶⁾ 이러한 점에서 완전 폐쇄형과 개방형의 중간 지점에 있는 장기자산펀드는 일반 투자자의 사모시장 접근성을 높이면서도 투자 안정성을 높이는 유용한 대안이 될 수 있다.

6) 2026년 도입이 예정된 기업성장집합투자기구(BDC) 역시 이러한 흐름의 한 사례다. 우리나라는 상장 BDC 제도를 도입할 예정이며, 장기자산펀드는 상장 BDC에 비해 환금성은 낮다. 그러나, 장기자산펀드는 NAV 기준으로 환매가 가능한 반면, 상장 BDC는 거래소에서 거래되기 때문에 공정가치(NAV) 대비 프리미엄 또는 디스카운트가 발생할 수 있다는 점이 중요한 차이로 지적된다.

나아가 장기자산펀드는 정부가 추진 중인 150조 원 규모의 ‘국민성장펀드’의 성공적 안착을 위한 구조적 해법으로 활용 가능하다. 첨단전략산업 및 벤처생태계 육성에는 장기 인내 자본이 필수적이나, 일반 국민의 참여를 위해서는 적절한 환금성이 보장되어야 한다. 이 자산 만기와 투자자 유동성 선호 간의 근본적 불일치를 해소하기 위해, 장기자산펀드의 주기적 환매 구조를 벤치마킹하여 정책 펀드의 완결성을 높일 필요가 있다. 또한, 영국의 LTAF가 연금·보험 등 기관 자금을 바탕으로 초기 시장을 형성했듯, 이를 국내 퇴직연금의 장기·비유동성 자산 편입을 확대하는 계기로 삼을 수 있을 것이다.

결론적으로, 장기자산펀드 제도가 지속가능한 인프라와 혁신기업 투자 확대와 밀접하게 연계되어 있다는 점을 감안할 때, 한국도 성장금융 정책 기조 속에서 장기자산펀드를 민간자본의 실물경제 투자 확대를 유도하는 제도적 플랫폼으로 적극 활용하는 것을 고려해 볼 수 있을 것이다.

OPINION

선임연구위원
신보성

스태이블코인 가격 안정을 위한 정책과제*

스태이블코인은 민간통화에 해당하는데, 역사적으로 민간통화가 안정된 가치를 유지하는 경우는 드물었다. 그 결과 지급결제시스템 훼손이 빈발했다. 이를 고려, 주요국에서는 스테이블코인의 준비자산을 안전자산으로만 구성하도록 규제한다. 그럼에도 불구하고 극단적 위기시에는 공적 안전망(public safety net) 제공이 불가피할 수 있다. 따라서 향후 스테이블코인의 가격 안정을 통해 지급결제시스템의 무결성을 확보하고, 아울러 공적 안전망이 제공될 여지를 사전에 차단하는 것이 중요한 정책과제로 대두된다. 구체적으로, 엄격한 준비자산 규제와 더불어 발행업자에 대한 건전성 및 유동성 규제 부과, 발행업자 수 제한 등의 조치가 이루어져야 할 것이다.

EU, 미국, 일본 등 세계 주요국에서 스테이블코인 입법이 완료되면서 우리나라에서도 관련 논의가 급물살을 타고 있다. 이 글에서는 스테이블코인이 통화로서 기능하기 위한 핵심요소인 가격안정 가능성을 평가하고, 향후 스테이블코인의 가격 안정성 확보를 위한 정책과제를 제시한다.¹⁾

민간화폐의 불안정성

스태이블코인이 도입될 경우 다수의 민간 사업자가 각자 자신의 화폐를 발행하게 된다. 그런데 역사적으로 민간화폐의 가치가 안정된 경우는 드물었다. 대표적인 예가 은행의 예금통화다. 오늘날 일상의 지급결제에 사용되는 통화는 거의 대부분 은행예금이다. 실제로 우리는 상거래 과정에서 다른 이에게 은행예금을 전송하고, 상대방은 자신이 받은 예금이 확정적인 원금의 가치를 온전히 유지할 것임을 믿는다. 그런데 은행의 예금이 안정성을 갖게 된 것은 비교적 최근의 일이다.

지금의 은행예금은 17세기 런던 금장(goldsmith)의 보관증에서 비롯되었다. 금장은 자신에게 귀금속이나 주화의 보관을 의뢰한 사람에게 보관증을 발급했는데, 시간이 흐르면서 이 보관증이 마치 통화처럼 유통되기 시작했다. 그러자 보관증에 대한 수요가 생겨났다. 사람들이 주화나 귀금속을 맡기지 않은 상태에서 보관증(가짜 보관증)을 발급해 달라고 요구하기 시작한 것이다.

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

1) 스테이블코인과 관련해서는 가격안정성 확보 외에도 다양한 정책과제들이 존재한다. 이 글의 내용을 포함, 스테이블코인 도입과 관련한 정책과제 전반에 대한 보다 폭넓은 논의는 『스태이블코인 발행의 경제적 의미와 정책적 시사점』(신보성, 2025, 자본시장연구원 이슈보고서 25-17)을 참고하기 바란다.

금장은 가짜 보관증을 발급해 주는 대가로 이자를 받았고, 따라서 이자수입을 늘리기 위해 자신이 보관 중인 주화나 귀금속의 양을 초과하는 보관증을 발급했다.²⁾ 이처럼 보관증이 남발되자 사람들은 보관증 가치를 의심하기 시작했다. 그 결과 보관증이 액면가(확정금액)로 수용되지 못하는 경우가 빈발했다. 상거래 과정에서 통화는 여러 사람의 손을 거쳐 유통되는데, 각 유통단계마다 통화의 가치가 의심받는다면 상거래는 중단되기 마련이다. 모든 사람이 통화에 기록된 액면과 정확히 동일한 가치, 즉 고정된 가치(fixed amount)가 유지될 것임을 확신할 때만 상거래는 단절 없이 이루어질 수 있다. 재화나 서비스를 제공한 사람이 상대방이 건네는 통화를 조금의 의심도 없이 수용할 수 있어야 한다는 것이다. 이를 NQA 원칙(No Questions-Asked Principle)이라고 한다.³⁾

그러나 민간은행이 만들어낸 통화는 남발로 인해 끊임없이 가치를 의심받았고, 그 결과 통화로 수용되지 못하는 일이 주기적으로 발생했다. 사람들이 은행예금을 의심 없이 수용하게 된 것은 중앙은행의 최종대부자(lender of last resort) 기능을 비롯, 은행에 대한 안전망(safety net)이 제공된 후의 일이다. 민간이 창출한 화폐임에도 불구하고 은행예금이 거의 언제나 액면가를 유지할 수 있는 힘은, 사실상 정부의 신뢰에서 비롯되는 것이다.

스테이블코인 가격 안정을 위한 준비자산 규제

스테이블코인 제도를 도입한 주요국에서는 코인 가치 안정을 위해 엄격한 준비자산 규제를 부과하고 있다. 미국의 지니어스법(GENIUS Act)에 의하면, 스테이블코인 발행업자는 자신이 발행한 코인의 가치가 항상 액면가를 밑돌지 않도록 해야 한다. 액면가 유지에 스테이블코인이 상거래에서 지불수단으로 사용될 수 있도록 하는 핵심요소이기 때문이다. 그런데 이러한 액면가 보장은, 코인을 소지하고 있는 사람이 코인의 상환(redeem)을 요구할 때 액면에 표시된 금액, 즉 확정금액(fixed amount)을 내줄 수 있는 발행업자의 능력에서 비롯된다. 즉, 항상 코인의 액면가와 미 달러화 간에는 1:1의 관계가 성립하도록 해야 한다는 것이다. 이것이 스테이블코인 발행업자에게 엄격한 준비자산규제를 부과하는 이유다.

구체적으로, 코인을 발행하고 받은 자금은 미국 법화(US coins and currency), 부보은행 요구불예금(demand deposit at insured depository institutions), 만기 93일 이하의 국채, 만기 7일 이하의 환매조건부채권(Repurchase Agreement: RP), Money Market Fund(전술한 자산들만 편입한 경우) 등으로만 운용할 수 있다.⁴⁾ 한편, 코인 발행업자는 최대한 높은 수익을 얻으려 할 것이므로, 코인발행

2) 가짜 보관증 발급행위는 은행의 대출에 해당하며, 보관 주화 혹은 귀금속의 양을 초과해 보관증을 발급하는 관행은 지금의 부분 준비은행제도로 발전했다 (신보성, 2024, 『부채로 만든 세상』, 이콘).

3) Gorton, G., Zhang, J., 2023, Taming wildcat stablecoins, *University of Chicago Law Review* Vol. 90, Issue3.

4) GENIUS ACT, Sec4 (a)(1)(A)

자금의 대부분을 주로 국채에 투자할 개연성이 높다. 그런데 만기가 긴 국채를 편입할 경우, 약간의 금리 상승으로도 국채가격이 큰 폭으로 하락하고 그 결과 1:1 원칙이 무너질 수 있다. 짧은 만기의 국채만 편입하도록 규제하는 데는 이러한 우려가 반영된 것이다.

EU의 준비자산규제 또한 미국과 크게 다르지 않다. 코인 발행업자는 코인발행으로 받은 자금의 최소 30% 이상을 여신금융기관(credit institution)에 예치해야 한다.⁵⁾ 여기서 여신금융기관이라 함은 예금을 수취하는 금융기관, 즉 은행(혹은 이름만 다를 뿐 경제적으로 은행과 동일한 금융기관)에 해당한다. 미국의 지니어스법이 은행예금 비중의 하한을 정하지 않은 것과 대비된다. 그리고 준비자산 중 은행예금을 제외한 부분은 시장위험, 신용위험, 집중위험이 최소화된 금융상품에 투자할 수 있다.⁶⁾

일본은 일찍이 2023년 자금결제법 개정을 통해 스테이블코인에 대한 규제 근거를 마련하였다. 일본의 준비자산규제에 의하면, 스테이블코인 발행으로 받은 자금은 전액 요구불예금으로만 운용할 수 있다. 그러나 2025년 개정안에서는 코인 발행자금의 최대 50%까지는 잔존만기 3개월 이내의 국채, 중도해지 가능 정기예금도 준비자산으로 인정하는 것으로 변경되었다.⁷⁾

주요국 준비자산 규제에 대한 평가

전술한 바와 같이 주요국에서는 스테이블코인의 준비자산으로 은행예금이나 국채 등 위험도가 낮은 상품을 편입하도록 규제한다. 이 경우 스테이블코인 가격의 안정성은 상당 부분 확보될 수 있다. 소위 NQA원칙이 달성되고, 그 결과 민간화폐임에도 불구하고 스테이블코인이 통화로 수용될 가능성이 커진다는 것이다.

그러나 위기가 도래하면 얘기가 달라진다. 예를 들어 준비자산으로 은행예금을 주로 보유할 경우, 해당 은행에 위기가 발생하면 코인발행업자의 준비자산 가치가 훼손되고 그 결과 은행위기가 코인시장으로까지 확대될 수 있다. 실제로 2023년 3월 10일 밤, USDC의 발행기관인 씨클은 자신의 준비자산 중 USD33억을뱅크런에 겪고 있던 실리콘밸리은행(Silicon Valley Bank)에 예치 중이라고 공시했다. 그 즉시 USDC와 미달러화 간의 1:1 관계는 무너졌다. USDC의 가격이 빠른 속도로 1달러에서 이탈, 액면가 대비 최대 12.5%까지 급락한 것이다.

정반대의 상황도 생각해 볼 수 있다. 스테이블코인 발행사에 대한 신뢰 저하로 코인런이 발생할 경우, 코인 발행사는 준비자산으로 보유하고 있는 은행예금을 인출해야 한다. 그런데 예금인출 규모가 클 경우 준비자산 보유 은행은 유동성 위기에 직면한다. 코인런이 뱅크런으로 확산되는 것이다. 이러한 상황이라면 위기전염 차단을 위해 정부가 코인 발행업자를 규제해야 할 수도 있다.

5) MiCA, 54조(a)

6) MiCA, 54조(b)

7) Financial Services Agency, Japan, 2025, 資金決済に関する法律の一部を改正する法律案 説明資料.

준비자산으로 국채를 보유하는 경우도 마찬가지다. 극단적인 위기에서는 가장 안전하다고 여겨지는 국채마저 현금화하는 것이 쉽지 않다. 위기 국면에서는 모든 경제주체들이 본원통화(현금)를 확보하기 위해 총력을 기울이며, 이로 인해 평소 안전자산이라고 간주되는 국채조차 무차별적인 투매 대상이 되기 때문이다. 그 결과 국채가격이 하락하면서 준비자산의 가치가 하락하고, 코인과 법정통화 간의 1:1 관계도 무너진다.

미국의 지니어스법을 비롯, 주요국 스테이블코인 법규는 준비자산 규제를 통해 코인 가치의 안정성을 달성하고자 한다. 이는 중앙은행에 의한 최종대부자 기능, 예금보험과 같은 은행에 제공되는 공적 안전망이 아닌, 준비자산 구성만으로 코인의 안정성이 구조적(structural) 혹은 기계적(mechanical)으로 달성될 수 있음을 전제하는 것이다. 그러나 극단적 위기가 발생할 경우, 준비자산 구성에만 의존해 코인의 구조적 안정성이 유지될 것이라고 장담하기 어렵다. 그 결과 지급결제시스템 붕괴를 차단하기 위한 중앙은행의 유동성 공급이 불가피할 수 있다. 공적 안전망이 코인 발행업자에게까지 확장될 개연성이 있다는 것이다.

스테이블코인 가격 안정을 위한 정책과제

스테이블코인이 지불수단을 위한 통화로 사용되기 위해서는 코인 가격의 안정이 반드시 확보되어야 한다. 그렇지 않을 경우 지급결제시스템 및 금융안정 훼손, 공적 안전망 확대 등을 초래함으로써 자칫 득보다 실이 많은 결과를 맞이할 수도 있기 때문이다. 향후 스테이블코인의 가격 안정을 위해서는 최소한 다음의 요건을 검토할 필요가 있다고 판단된다.

첫째, 준비자산 요건이 완화될 가능성을 경계해야 한다. 2025년 7월말 현재 우리나라 국채 발행잔액은 1,223조원이며, 이 중 만기 3개월 이하는 42조 8천억원으로 전체 발행잔액의 3.5%에 불과하다.⁸⁾ 이처럼 미국과 달리 단기국채 물량이 많지 않다는 점에서 향후 스테이블코인 발행량이 급격히 늘어날 가능성은 크지 않다고 생각된다. 시노리지도 마찬가지다. 미국에 비해 우리나라의 국채수익률이 낮은 만큼 코인 발행업자가 향유할 시노리지 또한 상대적으로 크지 않다.

그러나 시노리지가 작다는 점, 그리고 준비자산으로 편입할 국채 물량이 부족하다는 점이 코인의 안정성을 해치는 요인으로 작용할 수 있다. 낮은 시노리지와 단기국채 물량 부족을 만회하기 위해 준비자산으로 편입할 자산의 유형과 만기를 확대하자는 요구가 제기될 수 있다는 것이다. 그러나 준비자산 규제 완화는 코인 가치의 안정성 훼손으로 직결된다는 점에서 신중한 접근이 필요하다.

둘째, 코인 발행업자에 대한 건전성 및 유동성 규제가 필요하다. 단기국채 등 우량자산에 기초한 100% 준비자산 규제가 부과되더라도, 예상치 못한 위기가 발발할 경우 1:1 원칙의 훼손, 즉 코인 가치

8) 연합인포맥스 통계자료

가 액면가에 미달할 수 있다. 이때 1:1의 관계를 신속히 회복하려면, 발행사가 자체 자금으로 부족한 준비자산을 보충할 여력이 있어야 한다. 그렇지 않을 경우 지급결제시스템이 훼손되면서 중앙은행의 유동성 공급 등 공적 안전망에 의존해야 하는 상황이 벌어질 수 있기 때문이다. 그러나 실물경제활동에 필요한 자금공급과는 거리가 먼 코인 발행업자에게까지 공적 안전망이 확장되는 것은 바람직하지 않다. 따라서 충분한 수준의 진입자본을 요구하는 동시에, 진입 이후에도 적정 수준 이상의 자기자본을 유지하도록 하는 최소 자본비율규제가 부과되어야 할 것이다.

한편, 준비자산 부족에 대비한 자본버퍼를 쌓더라도, 이러한 버퍼가 유동성이 낮은 자산의 형태를 띠는다면 액면가의 신속한 회복에는 도움이 되지 않는다. 이러한 점을 고려할 때, 준비자산과는 별도로 일정 금액의 현금성 고유동성 자산을 상시 보유하도록 함으로써, 준비자산 부족 시 즉각 투입할 수 있는 체제를 갖출 필요가 있다. 여기서 발행업자가 준비자산과는 별도로 보유하는 고유동성자산은 일종의 초과담보(excessive collateral)로서, 코인의 가치가 액면가를 하회할 가능성을 최소화하는 역할을 하게 될 것이다.

끝으로 코인발행업자 수를 제한할 필요가 있다고 판단된다. 신규 진입자, 특히 비금융업에 종사하는 코인 발행자의 경우, 금융회사와 달리 금융규제가 갖는 의미나 규제준수(compliance) 필요성에 대한 인식이 약할 개연성이 크다. 이러한 점에서 비금융업 코인 발행업자의 준비자산에 대해서는 당국의 철저한 감독이 필요하나, 코인 발행자 수가 늘어날 경우 한정된 감독자원으로는 실효성 있는 감독을 기대하기 어렵다. 그리고 이러한 우려가 현실화된다면 그 파장은 결코 작지 않을 것이다.

ZOOM
-IN

최근 부상하고 있는 일본의 주주관여펀드

- 주주관여펀드(Engagement Fund: EF)는 기업가치 제고를 위해 경영진과의 협력적 대화 (engagement)를 중시하는 장기투자형 펀드로 일본에서도 최근 활발히 운영되고 있음
- EF 투자 기업의 규모 확대와 개선 사례들도 관찰되고 있으며 지배구조, 자본정책, 사업·투자정책, 경영전략 등 주주제안의 범위도 다양함
- 일본의 EF는 2010년대를 기점으로 정부 및 공공기관의 정책적 지원과 제도적 기반 정비를 통해 본격적으로 발전하기 시작함
- EF의 활동은 대화 문화 확산 및 지표 개선 등 긍정적 효과를 보이고 있어, 국내에서도 협력 기반 생태계를 통한 기업가치와 시장 신뢰 제고가 필요함

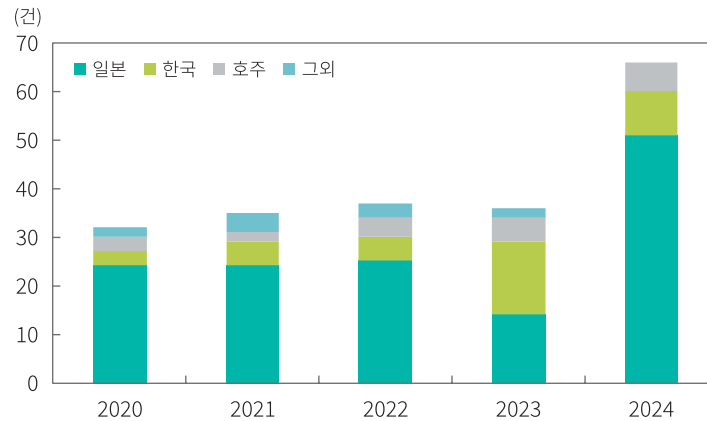
- 주주관여펀드(Engagement Fund: EF)는 기업가치 제고를 위해 경영진과의 협력적 대화 (engagement)를 중시하는 장기투자형 펀드로 일본에서도 최근 활발히 운영되고 있음
 - 기업가치 제고 목적으로 경영진과의 실질적 대화를 수행하기 위한 펀드로 주주행동주의 펀드와 유사함
 - 행동주의 펀드가 단기적인 주주제안과 같은 공세적 경영개입을 특징으로 한다면 주주관여 펀드는 장기적인 대화를 통해 기업의 자발적 변화를 유도함으로써 기업가치를 높이려는 점에서 차별화됨
 - 2010년대 이후 행동주의 펀드의 한계를 보완하고 ESG 투자 활성화와 더불어 협력적 대화 중심의 관여형 펀드로 발전함
 - 일본에서는 기업의 낮은 자본효율성(ROE), 과도한 내부유보금 문제와 함께 지배구조 개선 및 기업가치 제고 요구가 확산되면서 2010년대 중반 이후 등장함
 - 글로벌 펀드의 아시아지역 진출이 크게 확대되었으며 2024년에는 일본이 그 중 절반 이상을 차지하고 있음¹⁾
 - 일본 공적연금(GPIF)의 책임투자 확대 및 ESG 중시 기조가 EF 활성화의 주요 촉매 역할을 하였음
 - 일본 내 기업과 투자자의 대화 건수는 FY2017 3,128건에서 FY2022 6,096건으로 증가함²⁾

1) Barclays, 2025. 1. 21, Barclays Shareholder Advisory Group 2024 Review of Shareholder Activism.

2) 年金積立金管理運用獨立行政法人, 2024. 11. 19, GPIFによるエンゲージメントの効果検証プロジェクトについて.

- 2023년 GPIF의 위탁을 받은 일본 자산운용사들은 924개 기업과 대화를 진행하였는데 이는 GPIF가 보유한 일본 주식의 40%, 시가총액 기준으로는 94%에 해당함

〈그림 1〉 글로벌 펀드의 아시아지역 진출 추이



자료: Barclays

- EF 투자 기업의 규모 확대와 개선 사례들도 관찰되고 있으며 지배구조, 자본정책, 사업·투자정책, 경영전략 등 주주제안의 범위도 다양함
 - 2025년 5월 기준 일본 내 EF는 약 73개로 추정되며 글로벌 상위 10개 EF 중 5개가 일본기업을 주요 대상으로 활동한 것으로 나타남³⁾
 - 과거 중소형 기업 중심에서 최근에는 세븐&아이 홀딩스, 카오, 교세라 등 대기업에도 EF가 제안하는 사례가 늘고 있음
 - 과거 일본에 진출한 펀드들은 규모가 작기 때문에 적은 투자금액으로도 주요주주로 될 수 있는 중소형 기업이 주로 타겟이 되었으며 저 PBR, 저 ROE, 순현금 보유 비율이 높은 기업을 중심으로 주주제안을 하였음⁴⁾
 - 최근 미국 ValueAct Capital Master Fund LP(세븐&아이 홀딩스, 2023년), 홍콩 Oasis Japan Strategic Fund Ltd.(카오, 2024년), 홍콩 Oasis Management(교세라, 2025년)와 같은 해외 EF 들의 대기업 대상 주주제안 사례도 관찰되고 있음
 - Japan Engagement Fund(JEF)는 일본 스낵회사인 Calbee의 지분을 1%도 보유하지 않았으나 2014년부터 지속적으로 대화를 추진하였음
 - 장기보유를 전제로 한 비공개 미팅 중심의 기업대화를 실시하였으며 배당정책, 성장전략, 현금 활용 등을 주제로 하였음⁵⁾

3) IR ジャパン, 2025. 5. 13, 2025 年3月期決算説明會資料.

4) 日経ビジネス, 2025. 2. 10, アクティビストの論理 - データで予測 狙われる40社 -.

5) Calbee, 2024. 3. 31, Annual report 2014.

- Calbee의 해외진출 지원에 대한 대화 중 자사주 매입을 제안하였으나 조언을 따르도록 강요하지 않았음
- Calbee의 매출액은 2014년 1,999억엔에서 2022년 2,454억엔으로 증가하였으며 JEF의 운용 자산(AUM)은 2015년 4.2억달러에서 2022년 5.93억달러로 확대되었음
- Japan Engagement Consortium(JEC)는 2009~2016년까지 일본의 글로벌 맥주·음료그룹에 해외사업 전략 재검토, 비핵심사업(소프트 드링크 사업) 매각, 포이즌필 폐지 등을 7년간 약 16번 비공개 미팅을 통해 대화하였음
 - 기업은 포이즌필 폐지에 반대하였으나 JEC의 메모·서한 등 설득으로 2013년 폐지를 결정하였으며 이 발표(2013년 2월 13일)를 전후로 3일 CAR(-1~+1일) +7.0%, 11일 CAR(-5~+5일) +14.1%의 비정상수익이 관측됨⁶⁾
- 2020년 영국 자산운용사 M&G Investment는 산리오와 3년간 대화를 통해 신규 중국 사업 전략 등에 대한 브레인스토밍 세션을 제안했고, 이와 함께 중국 전자상거래 업체와의 제휴가 이루어졌음⁷⁾
 - 2020년 약 1,135억엔이던 시가총액은 2025년 11월 기준 1조 4,847억엔까지 증가하였으며 매출액은 2020년 411억엔에서 2024년 1,449억엔으로 증가함
- EF의 주주제안은 공개적 압박보다는 건설적 대화를 통해 중장기적 개선을 유도하여 궁극적으로 자본생산성 향상과 주가상승을 목표로 함⁸⁾⁹⁾
 - 지배구조: 이사·사외이사 선임·교체, 위원회 설치, KPI·보수제도 설계 등
 - 자본정책: 배당정책, 자사주 매입, 레버리지 수준, 과잉 현금·정책보유주식·부동산 정리 등
 - 사업·투자정책: 사업 포트폴리오 재편, 저수익 사업·자회사 매각, M&A·비상장화 제안 등
 - 경영전략·오퍼레이션: 중기경영계획의 구체화·목표 상향, 생산성/비용구조 개선, 해외전략·브랜드 전략 재검토 등

□ 일본의 EF는 2010년대를 기점으로 정부 및 공공기관의 정책적 지원과 제도적 기반 정비를 통해 본격적으로 발전하기 시작함

- 2014년 스투어드십 코드, 2015년 기업지배구조 코드 도입을 계기로 기관투자자의 적극적 관여 활동이 제도화되었음
 - 2014년 이전에도 장기투자를 수행하는 펀드 매니저나 애널리스트가 기업 경영자와 기업 가치 향상에 대한 논의가 있었지만 기업분석이나 투자활동의 일부로 인식되는 경우가 많았음
 - 이러한 인식의 변화는 2014년 2월 금융청이 발표한 스투어드십 코드로 다양한 투자자가 관여를 수행하게 되었고 이후 기업지배구조 코드 제정으로 활동내용이 ESG 등 다방면으로 확대됨

6) Becht, M., Franks, J.R., Miyajima, H., Suzuki, K., 2021, Outsourcing active ownership in Japan.

7) M&G Investment, 2023. 7. 26, 日本企業とのエンゲージメントについて深堀りする.

8) 日本証券経済研究所, 2025. 6. 16, 日本株エンゲージメントファンドの現状と課題.

9) 大和総合研究所, 2025. 2. 10, アクティビスト投資家動向(2024年総括と2025年への示唆).

- 일본 금융청은 스투어드십 코드와 기업지배구조 코드 간 연계성을 강화하고, '투자자와 기업 간 대화 가이드라인'을 제정하여 대화의 절차·주제 설정·성과 측정 방식을 구체화하였음
- 2023년 3월 도쿄증권거래소 및 4월 금융청의 요청, 8월 경제산업성의 공표로 EF의 실질화가 이루어졌음¹⁰⁾
 - 경제산업성의 공표에서 적대적 인수는 동의 없는 인수라는 표현으로 변경되었으며 이사회가 인수 제안에 진지하게 대응하는 것이 이사회 행동규범에 포함되었음
 - 경영진은 EF를 포함한 투자자들과의 대화에서 자본생산성 향상을 고려해야 했고 기업가치 향상에 기여할 것으로 여겨지는 인수제안을 이사회 논의의 대상으로 삼아야 했음
 - 또한 이러한 과정들을 공개하여 투자자와의 대화가 기업의 중요한 경영활동으로 인식되는 단계로 접어들게 됨

□ EF의 활동은 대화 문화 확산 및 지표 개선 등 긍정적 효과를 보이고 있어, 국내에서도 협력 기반 생태계를 통한 기업가치와 시장 신뢰 제고가 필요함

- 이러한 활동은 기업과의 비공개적·건설적 대화를 통해 경영진 참여를 확대하고 시장 전반의 신뢰 기반을 형성함
 - 상장기업을 대상으로 한 조사에서 사외이사와 투자자의 대화를 한 시가총액 5,000억엔 이상의 기업 비율이 2020년 18%에서 2024년 48%까지 상승하였음¹¹⁾
- GPIF가 2017~2022년 EF를 대상으로 한 연구에서 그렇지 않은 기업 대비 기업의 자본효율성 및 배당정책 개선, ESG 리스크 관리 강화 등 긍정적 변화가 관찰됨¹²⁾
 - 관여 대상 기업의 ROE 1.38 증가, 배당수익률 3.68 증가, PBR 0.11 증가 등 유의미한 지표들이 관찰되었음
 - 또한 관여 대상 기업은 그렇지 않은 기업 대비 평균 시가총액이 6% 증가하였음
- 최근에는 인적자본·기후변화 이슈 등 비재무 영역으로 확장되고, 해외 투자자와의 공동 관여도 늘고 있음
 - 이는 단순 ESG 정보공개를 넘어, 기업의 인적자원 전략·탄소중립 목표 설정 등 비재무적 경영 지표를 관여 주제로 포함하기 시작했음을 의미함
 - 일본내 주요 자산운용사 뿐 아니라 해외 장기투자자 및 연기금의 참여가 증가하고 있으며 공동 참여를 통해 관여의 범위와 깊이 모두 점차 확대되고 있음
- 국내에도 상법개정 등 기업지배구조 및 주주총회 관련 법적 제도적 변화가 있는 만큼 향후 기업과 투자자 간 건설적인 대화 메커니즘의 형성이 중요함

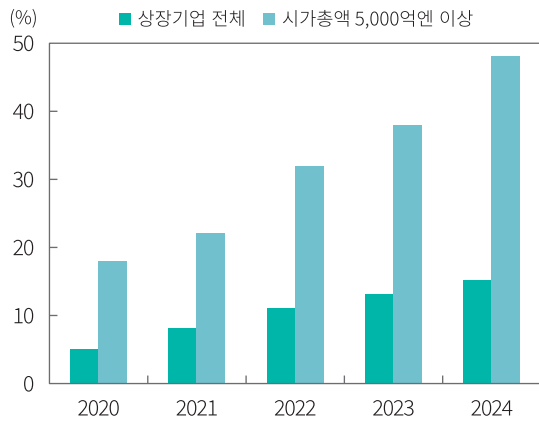
10) 도쿄증권거래소(資本コストや株価を意識した経営の實現に向けた対応について、株主との對話の推進と開示について)、금융청(コーポレートガバナンス改革の實質化に向けたアクション・プログラム)、경제산업성(企業買収における行動指針—企業価値の向上と株主利益の確保に向けて—).

11) GPIF, 2024. 5, 엔게이지먼트의 효과검증 프로젝트 보고서.

12) 상계서.

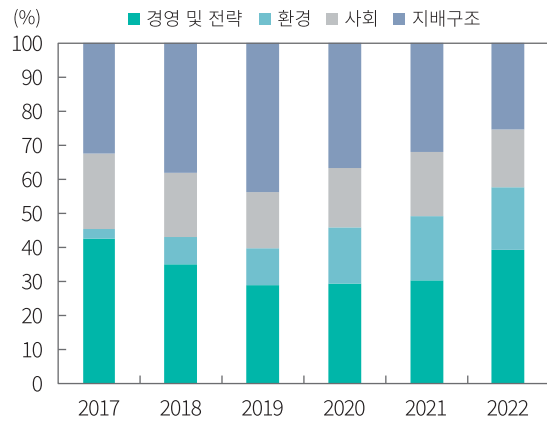
- 앞서 언급한 바와 같이 일본 내 EF가 기업 가치 향상을 위해 경영진 이사회와의 대화를 중심으로 지배구조와 자본정책, 비재무영역까지 활동범위를 확대하고 있음
- 향후 제도 개선으로 EF의 이사회 영향력 확대가 예상될 수 있어서, 주주협력 기반의 기업가치 제고형 펀드 생태계 구축이 중요해질 것임

〈그림 2〉 상장기업 대화 건수 추이



자료: 미쓰이스미토모 신탁은행

〈그림 3〉 주제별 대화 비중 추이



자료: GPIF

선임연구원 여밀림

ZOOM
-IN영국의 비상장 기업 거래 플랫폼 PISCES
출범과 기대효과

- 영국 FCA는 비상장 민간기업 주식을 일정 기간 거래할 수 있는 규제된 거래 플랫폼인 PISCES를 도입
- PISCES 설립 추진은 영국의 자본시장 경쟁력 회복과 투자혁신이라는 정책적 목적을 반영
- PISCES의 도입은 비상장 기업의 자금조달 유연성 확대와 투자자의 자금 회수 용이성 제고에 기여할 것으로 기대
- 국내에도 여러 비상장 주식 거래 플랫폼이 운영되고 있는 가운데, 보다 안정적인 중간 플랫폼에 대해 검토해 볼 필요

- 영국 FCA는 2025년 자본시장 혁신 프로젝트의 일환으로 ‘비상장 민간기업 주식을 일정 기간 동안 거래할 수 있는 규제된 플랫폼’ PISCES를 도입¹⁾
 - PISCES(Private Intermittent Securities and Capital Exchange System)는 비상장 기업이 정기적인 상장절차를 거치지 않더라도 일정한 기간 동안 주식을 공식적인 절차에 따라 거래할 수 있도록 설계
 - PISCES의 도입은 비상장 기업이 상장 이전 단계에서 초기 투자자나 직원에게 유동성을 제공하여 투자회수와 인재 확보를 용이하게 하고, 장기적 성장 기반을 강화하기 위한 목적
 - 또한 최근 런던 증권시장에서 IPO가 감소하고 대형 기업의 이탈이 이어지고 있는 상황에서, 비상장 기업 생태계와 공모 시장을 연결하는 새로운 통로를 마련함으로써 런던 금융시장의 경쟁력 제고를 도모
 - PISCES는 금융혁신 촉진을 위한 ‘금융시장 인프라 샌드박스(Financial Markets Infrastructure Sandbox)’ 내에서 운영
 - UK MiFIR(Markets in Financial Instruments Regulation)상 공식적인 ‘거래소(Exchange)’로 분류되지 않아 기존 거래소에 적용되는 엄격한 투명성 및 시장남용 규제가 직접적으로 적용되지 않음
 - 기존 비상장 주식 거래의 유동성, 투명성, 가격발견 기능의 한계를 PISCES의 도입으로 보완이 가능
 - 특히 PISCES는 일정한 간헐적 거래 기간을 운영하고 중앙화된 절차와 기본적 감독 체계를 갖춘 규제된 환경에서 거래를 진행함으로써, 기존의 사모, 개별 협상 중심 구조에서 발생하던 비정기성, 정보 비대칭을 완화하고 더 높은 유동성, 공정한 가격 형성, 그리고 보다 폭넓은 투자자 접근성을 확보할 수 있도록 함

1) FCA, 2025. 5. 26, PISCES: platforms for trading private company shares.

— FCA는 2025년 말부터 PISCES의 시범 운영을 시작해 제도의 실효성과 시장 반응을 점검할 계획

□ PISCES는 허가받은 운영사가 정해진 기간에만 간헐적 거래를 열고, 투자자를 한정하며 일정 요건을 갖춘 비상장 기업만 참여하도록 하는 한편, FCA 감독과 세계 인센티브를 통해 정보비대칭을 완화하고 거래 활성화를 도모²⁾

— PISCES는 상장시장처럼 지속적 거래가 이루어지는 구조가 아니라, 운영사(Operator)가 정한 특정 기간에만 간헐적(Intermittent) 거래 이벤트 형태로 매매가 가능

- 이는 기업 경영진이 거래 시기와 방식에 대한 통제력을 유지하고, 기업가치 변동성을 관리할 수 있게 하려는 목적
- PISCES는 ‘구매자 책임 원칙(buyer-beware)’ 시장으로 설계되어 운영사가 가격의 적정성을 검증할 의무가 없고, 가격은 주로 매도자와 매수자의 수요와 공급에 의해 결정되나, 기업이 참고 가격(Reference Price)을 제시하거나 경매 방식을 채택할 수 있음
- 또한 공식적 거래소가 아니므로 엄격한 투명성 요건이 적용되지는 않지만, 운영사에게 이해 충돌 방지와 필요한 공시가 이루어지도록 감시할 의무를 부여

— PISCES는 투자자를 제한하고 참여 비상장 기업은 요건을 충족해야 하며 운영사도 허가가 필요

- 비상장 주식 거래의 위험성을 고려하여 일반 개인투자자 참여를 제한하고 전문투자자 및 기관투자자와 이들과 동등한 자격을 갖춘 고액자산가(High-Net-Worth Individuals) 또는 공인된 투자자(Certified Sophisticated Investors)로 한정
- 참여 기업 요건은 유동주식 수가 일정 수준 이상이거나 자산, 매출액 등 재무 요건을 충족하는 일정 규모 이상의 비상장 기업
- 또한 PISCES 운영은 증권거래소, 핀테크 플랫폼, 투자은행 등 적합한 기술과 관리 역량을 갖춘 기관으로 FMI Sandbox의 운영 허가를 받아야 가능

— PISCES는 FCA의 감독하에 운영되며, 거래 활성화 및 참여 유도를 위해 세계 인센티브도 부여

- FCA는 플랫폼 운영 승인, 거래 절차, 공시 의무 등을 규정하여 불투명한 비상장 주식 거래의 불투명성과 정보비대칭 문제를 완화
- 거래 활성화를 위해 인지세를 면제하고, 직원 스톡옵션 행사 시점에 과세를 유예하는 등 세계 인센티브를 제공하여 투자자 참여 유도

□ PISCES 설립 추진은 영국의 자본시장 경쟁력 회복과 투자혁신이라는 정책적 목적을 반영

— PISCES 도입은 브렉시트 이후 런던 금융시장이 겪고 있는 구조적인 문제에 대한 전략적 대응

2) FCA, 2025. 5. 26, PISCES: platforms for trading private company shares; FCA, 2025. 6, *Private Intermittent Securities and Capital Exchange System: Sandbox Arrangements*.

- 최근 몇 년간 영국 FTSE 100 대형 기업들이 높은 규제 부담 및 상장비용, 유동성 우려 등을 이유로 뉴욕 등 해외 시장으로 상장을 이전하며 상당한 시가총액이 런던시장을 이탈했고, 이로 인해 금융허브로서의 위상과 성장동력이 약화³⁾
 - 스타트업 및 유니콘 기업들도 영국 상장시장의 낮은 PER로 인한 저평가 문제로 상장을 기피하며 비상장 상태에서의 자금조달을 선호하는 경향이 강해짐
 - 그러나 비상장 주식의 공식 거래 시장이 부재하여 초기 투자자 및 직원들의 유동성 확보가 어렵고, 이는 기업의 인재 유치 및 장기 성장 전략에 제약으로 작용⁴⁾
- 이에 FCA는 자본시장 경쟁력 회복과 혁신 촉진을 위해 다수의 제도 개편을 추진해온 가운데, 비상장 주식 시장에서 자금조달 및 주식 거래 수요가 확대되면서 새로운 플랫폼에 대한 요구도 높아짐
- PISCES는 비상장 시장과 공모 시장의 평가격차(Valuation Gap)를 완화하는 중간 단계의 시장 인프라로서 역할 수행이 가능
- PISCES는 스타트업의 IPO전, 유동성을 부분적으로 확보하고 시장 기반의 가치 평가를 받을 수 있는 중간 단계를 제공하는 연결고리으로써 비상장 민간기업의 유동성 확보와 투자시장 접근성 제고를 구체화한 실험적 제도

□ PISCES의 도입은 비상장 기업의 자금조달 유연성 확대와 투자자의 자금 회수 용이성 제고에 기여할 것으로 기대

- PISCES의 출범은 비상장 기업 생태계 전반에 긍정적인 영향을 미칠 것으로 기대
- 상장 전 단계의 고성장 기업들은 은행 대출이나 벤처캐피탈에 의존하던 기존 구조에서 벗어나 초기 투자자 및 임직원 주식에 간헐적 유동성을 제공할 수 있는 체계적인 거래 창구를 확보하게 되며, 특히 유니콘 기업이나 증견 스타트업은 PISCES를 활용해 소수 투자자 간 지분 거래를 합법적이고 효율적으로 처리할 수 있음
 - 간헐적이지만 공식 절차를 갖춘 거래를 통해 객관적 시장가치를 도출할 수 있는 기반이 마련되며, 이는 후속 투자 유치나 향후 IPO 과정의 불확실성을 줄이는 효과로 연결
- 또한 전문 투자자에게 새로운 형태의 투자 기회를 제공할 수 있고 시장 측면에서도 거래 투명성과 신뢰가 개선될 것으로 기대
- 성장 잠재력이 높은 비상장 기업에 상장 이전 단계에서 접근할 수 있게 되면서, 그동안 사모펀드나 벤처캐피탈의 영역에 국한되던 비상장 투자 기회가 보다 넓어짐
 - FCA 감독 아래에서 운영되는 만큼 기존 비상장 시장의 구조적 문제였던 정보 비대칭, 가격 불투명성 등이 완화되며, 세제 인센티브 부여는 참여 유인을 높여 시장 활성화에 기여할 것으로 예상

3) ECGI, 2023, *Who is Killing the London Stock Exchange's Equity Market?*

4) HM Treasury, 2024. 11. 15, PISCES: HM Treasury response to consultation.

- 비상장 상태에서도 제한적 거래를 허용하여 기업의 시장성 테스트를 가능하게 함으로써, 보다 성숙한 시점에 IPO를 추진하게 하고 장기적으로 런던의 상장 파이프라인을 강화하는 효과를 기대

- 다만, PISCES가 공모시장의 현실적 대안이 되기 위해서는 간헐적 거래로 인한 유동성 부족, 우수한 참여자 기반 확보의 어려움, 그리고 실사 포털(due diligence portal)을 통한 정보 과부하 위험⁵⁾ 등 과제 해결이 선행되어야 할 것으로 예상⁶⁾

□ 해외 주요국에서는 다양한 방식으로 비상장 주식의 거래를 활성화함으로써 비상장 주식시장의 유동성을 높이고 성장 기반을 강화

- 전통적으로 비상장 기업 주식 거래는 장외시장 또는 사적 거래의 형태로 이루어졌으나 최근에는 핀테크 기업의 등장과 디지털 플랫폼의 발전으로 비상장 주식 거래에 보다 투명하고 접근성이 높은 방식으로 변화하는 추세

- 미국은 다양한 민간 주식 거래 플랫폼들이 활성화되어 있어 비상장 기업 주식 거래가 활발

- 미국에서는 Nasdaq Private Market(NPM), Forge, CartaX 등과 같은 거래 플랫폼에서 고성장 비상장 기업의 사모 지분 거래를 중개하며 기관투자자 및 공인투자자(Accredited Investor)를 대상으로 간헐적 거래 방식

- 일본은 비상장 기업의 자금조달 촉진을 위해 공적 인프라와 민간 플랫폼을 병행하는 방식

- 도쿄증권거래소가 운영하는 TOKYO PRO Market을 통해 전문투자자의 비상장 주식 거래를 허용

- 민간 영역에서는 FUNDINNO, Unicorn 등 크라우드 펀딩 기반 플랫폼이 활성화되어 초기 기업을 중심으로 개인투자자의 소액 투자 유입이 가능하고 세제 혜택도 있음

- 싱가포르의 민간 플랫폼을 통해 비상장 주식 거래를 허용

- 싱가포르의 비상장 주식 거래를 위해 싱가포르거래소(SGX)가 전략적 파트너로 참여하고 있는 Ixchange(IX)와 같은 민간 증권거래소를 운영

- 전문투자자 위주이며 개인투자자는 연간소득 30만싱가포르달러 이상이거나 순금융자산 100만싱가포르달러 규모를 보유하는 경우 투자자 자격을 부여

□ 국내에도 비상장 주식 거래 플랫폼이 운영되고 있는 가운데, 보다 안정적인 중간 플랫폼에 대해 검토해 볼 필요

- 국내에는 여러 비상장 주식 거래 플랫폼이 운영되고 있으며, 금융투자협회가 운영하는 K-OTC와 민간 장외주식 플랫폼 등이 있음

5) 실사 포털(due diligence portal)은 주식 거래 절차를 간소화하도록 설계되었지만, 제공되는 정보의 양이 기업과 투자자 모두에게 부담을 줄 수 있는 위험이 있음(Bird&Bird, 2025. 9. 23, PISCES: A new approach to private company share trading)

6) Bird&Bird, 2025. 9. 23, PISCES: A new approach to private company share trading; Browne Jacobson, 2025. 3. 12, PISCES: A big fish in the capital markets pond or a red herring?

- K-OTC는 금융당국이 제도적으로 인정한 장외시장으로 일정 수준의 공시 및 요건이 존재하나, 참여 기업 수가 제한적이고 거래 활성화도 낮은 편
 - 민간 플랫폼은 접근성과 편의성이 뛰어나 개인투자자 중심으로 성장했지만, 기업 정보 불균형, 시세 신뢰성 부족, 투자자 보호 미흡 등의 문제가 있으며 기업별로 공정가치를 체계적으로 확인하기 어렵고, 기관투자자가 활용하기에는 신뢰도 및 규모 측면에서 한계
- 국내에서도 비상장 주식의 거래 활성화를 위해 샌드박스 기반 비상장 및 조각투자 거래 플랫폼의 제도권 편입을 위한 법 개정을 추진
- 올해 규제 샌드박스 하에 시범적으로 운영되던 비상장주식 거래 플랫폼과 조각투자 장외거래소의 제도권 편입을 위한 자본시장법 시행령 개정안이 의결⁷⁾
- 국내에서도 사적시장 거래 인프라 신뢰성과 효율성을 높이기 위해 비상장 주식 거래 플랫폼의 제도화 과정에서 거래 구조와 공시 체계를 점진적으로 정비하여 보다 안정적인 중간시장 역할을 수행할 수 있도록 유도하는 방안을 고려해 볼 필요

선임연구원 홍지연

7) 금융위원회, 2025. 9. 16, 비상장주식, 조각투자 장외거래소(유통플랫폼) 제도 도입을 위한 자본시장법 시행령 개정안 국무회의 의결, 보도자료.