

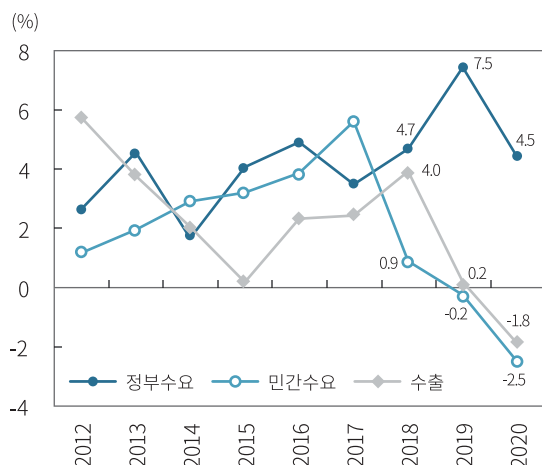
최근 국고채 시장 주요 이슈와 개선과제*

연구위원 정화영

코로나19 이후 대내외 수요가 크게 약화됨에 따라 정부는 확장적 재정정책을 통해 경제 회복세를 지원하고 있다. 그러나 재정운용을 지원하는 과정에서 국고채 발행규모가 큰 폭 증가하였는데 이에 따른 수급불균형이 금리상승 요인으로 작용하고 있다. 한편 가계부채 증가 등 금융안정에 대한 우려로 기준금리 조기 인상 가능성이 높아지고 있다. 글로벌 경기 회복세 강화로 금리 오름세가 지속되는 가운데 국고채 수급불균형, 기준금리 인상 등 추가 상승요인이 가중될 경우 금융시장의 불안이 증대될 수 있다. 정부지출 효율화, 신중한 통화정책 운용 등 정부와 한국은행의 효과적인 정책조합이 요구된다. 한편 국고채 발행시 시장상황에 따라 탄력적인 운용이 가능하도록 순증을 기준으로 국채발행한도를 설정하는 제도개선이 요구된다.

코로나19 충격으로 민간부문의 성장 동력이 크게 약화됨에 따라 재정정책의 적극적인 역할이 요구되고 있다. 이에 각국 정부는 재정지출을 크게 확대함으로써 팬데믹 위기를 극복하고 있다. 우리나라도 2020년 민간수요와 수출이 각각 2.5%, 1.8% 감소하는 등 대내외 수요가 크게 약화되었으나 정부가 소비 및 투자를 4.5% 늘림으로써 국내 경제의 급격한 위축을 완화하는데 큰 역할을 하였다(그림 1). 한편 재정지출의 큰 폭 증가는 정부 적자수지의 확대를 수반하였는데, GDP대비 관리재정수지가 2019년 -2.8%에서 2020년 -5.8%로 적자폭이 확대되었다(그림 2)).¹⁾

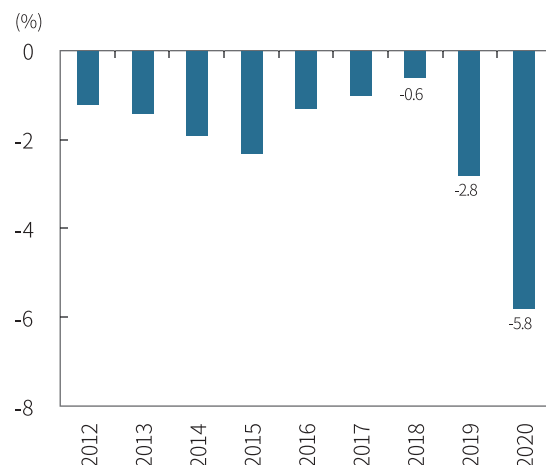
〈그림 1〉 정부·민간수요 및 수출 증가율



주 : 정부수요는 정부소비와 정부투자(총고정자본형성), 민간수요는 민간소비와 민간투자(총고정자본형성)의 합

자료: 한국은행 ECOS, 저자계산

〈그림 2〉 GDP대비 관리재정수지



자료: 기획재정부

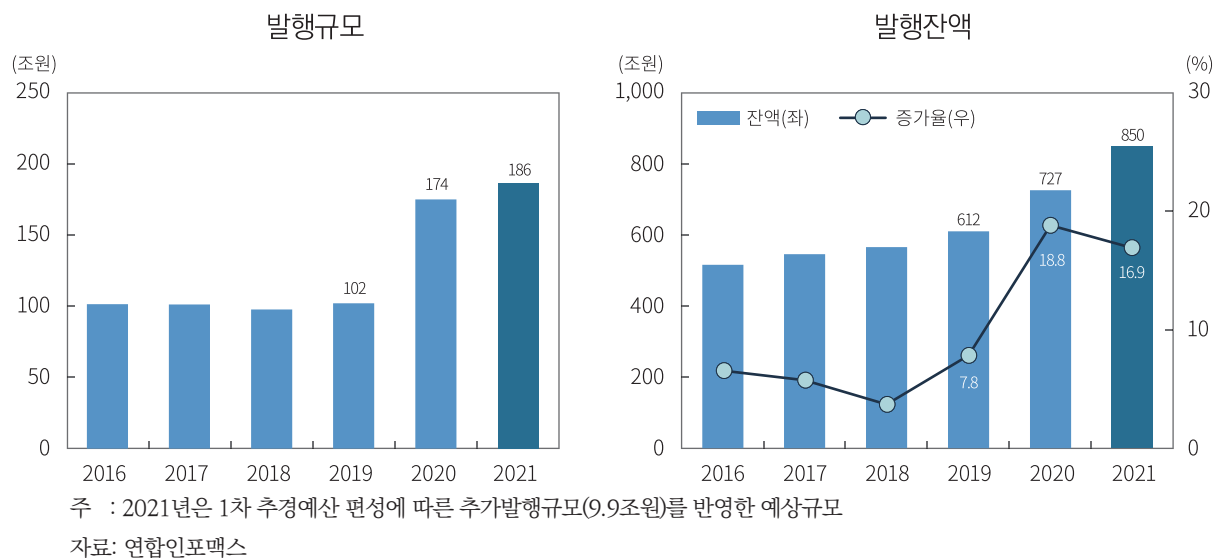
* 본고의 견해와 주장은 필자 개인의 것이며, 자본시장연구원의 공식적인 견해가 아님을 밝힙니다.

확장적 재정운용 지원을 위해 국고채 발행이 크게 증가하였는데 이에 따른 리스크 요인에 유의할 필요가 있다. 글로벌 경제 회복세 강화로 금융시장 환경이 빠르게 변화하고 있는 가운데 시장금리가 오름세를 지속하고 있다. 2021년에도 경기회복 지원을 위한 재정의 역할이 요구되나 시장 여건의 변화로 국고채 금리의 가파른 상승 등 재정지출을 위한 자금조달에 어려움을 겪을 위험이 있다. 본고에서는 최근 대내외 여건 변화에 따른 국내 국고채 시장의 주요 이슈를 살펴보고 시사점 및 향후 과제를 논의하고자 한다.

국고채 발행규모의 큰 폭 증가

팬데믹 이후 국고채 발행이 큰 폭 증가함에 따라 수급부담에 대한 우려가 커지고 있다. <그림 3>은 국고채 발행규모와 발행잔액 추이를 나타낸다. 2016~2019년중 100조원 수준을 기록하던 국고채 발행규모는 코로나19 이후 재정지출 확대를 위한 소요가 늘어남에 따라 2020년 174조원으로 큰 폭 증가하였다. 2021년에도 확장적 재정정책이 지속되는 가운데 1차 추경예산 편성에 따른 추가발행규모 9.9조원을 반영한 발행규모는 186조원으로 예상되며, 2021년말 국고채 잔액은 850조원에 달할 전망이다.

<그림 3> 국고채 발행규모 및 발행잔액



1) 관리재정수지는 국민연금기금 등 사회보장성 기금수지를 제외하는데 반해 통합재정수지는 이를 포함한다. 사회보장성기금은 미래 지출의무에 대한 기금으로 정부가 운용할 수 있는 재정여력으로 보기 어려운데, 이에 따라 관리재정수지가 재정운용에 대한 정보를 보다 정확하게 포함하고 있다.

주요 국고채 투자기관의 자산 증가율 추이를 감안하면 최근 국고채 발행 증가에 따른 수급부담이 적지 않을 것으로 판단된다. 2020년과 2021년 국고채 잔액 증가율은 각각 18.8%, 16.9%로 투자기관들의 최근 5년 연평균 자산 증가율을 상회하고 있다(〈표 1〉). 국고채 발행잔액의 70% 이상을 보유²⁾하고 있는 은행과 보험사의 자산 증가율이 연평균 10% 이하를 기록하고 있는 가운데, 연기금은 국내채권투자 비중을 지속적으로 축소하고 있어 수급부담 가중요인으로 작용할 전망이다.³⁾

〈표 1〉 투자기관별 자산 및 국고채 잔액 증가율

(단위: %)

		2016	2017	2018	2019	2020	2016~2020년 평균
투자기관별 자산	은행 ¹⁾	7.2	4.3	6.5	7.6	9.7	7.1
	보험사 ²⁾	8.8	7.3	4.6	7.2	6.7	3.4
	연기금 ³⁾	9.1	11.6	2.8	15.1	13.0	10.2
	증권사	14.7	9.6	12.5	10.1	26.2	14.4
국고채 잔액		6.6	5.8	3.7	7.8	18.8	8.4

주 : 1) 은행계정과 신탁계정 합산(외은지점 포함) 기준

2) 생명보험사와 손해보험사 합산 기준

3) 국민연금기금, 사학연금기금, 공무원연금기금의 운용금융자산 합산 기준

자료: 금융감독원 금융통계정보시스템, 각 연기금 홈페이지, 연합뉴스포맷

한편 우리나라의 경우 양적완화를 시행하고 있는 주요국에 비해 중앙은행의 국채매입 여력도 상대적으로 낮은 수준이다. 2021년 3월말 기준 연준이 미 국채의 23.1%를 보유하고 있는데 반해 한국은행의 국내 국고채 보유 비중은 통화정책 운용방식의 차이 등으로 인해 3.6%에 그치고 있다(〈그림 4〉).⁴⁾ 이에 따라 시장에서 소화해야하는 물량의 증가율은 우리나라가 미국에 비해 더 높은 상황이다. 2020년 1월~2021년 3월중 한국은행 보유분을 제외한 국고채 잔액 증가율은 24.7%를 기록하였는데, 이는 연준 보유분을 제외한 미 국채 잔액 증가율 14.6%를 상회한다.

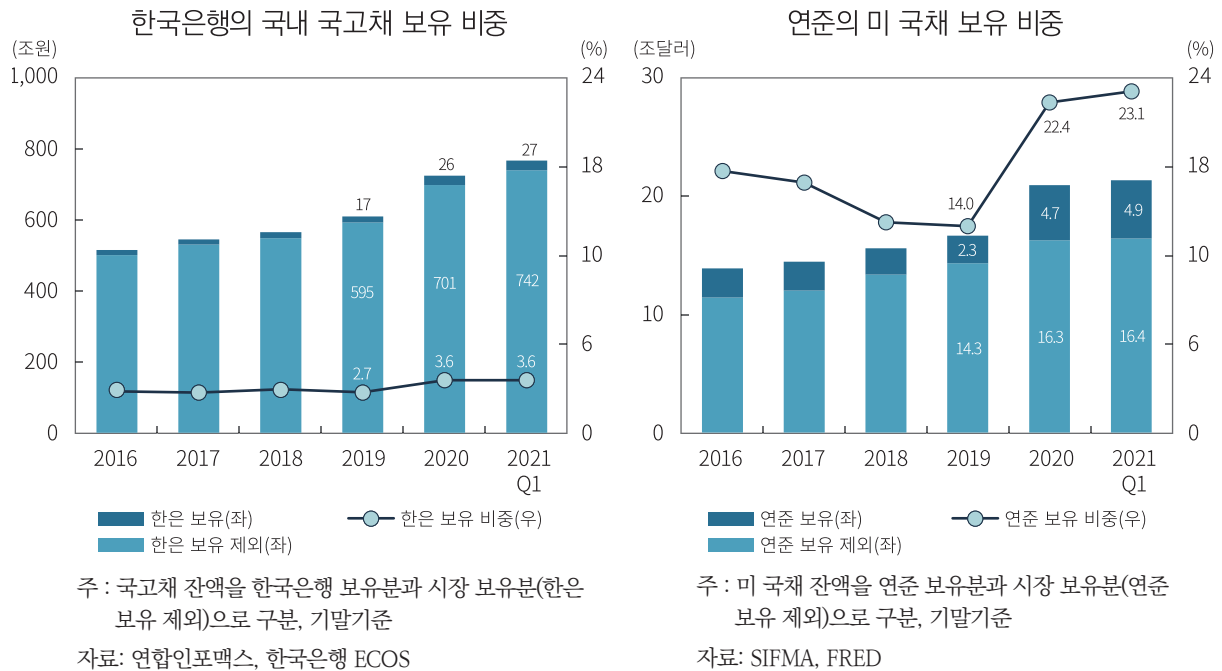
2) 2020년말 기준 주요 투자기관의 국고채 보유 비중은 다음과 같다(기획재정부, 2021).

은행	보험	연기금	증권	투신	기타
41%	31%	13%	9%	4%	2%

3) 국민연금기금의 경우, 국내채권 투자비중이 2011년 64%에서 2020년 39%로 크게 축소되었으며 2025년에는 25% 내외로 더욱 축소될 예정이다.

4) 연준은 작년 국채금리의 하향안정화를 위해 무제한 국채매입정책을 도입하였는데, 이에 따라 연준의 국채 보유가 대규모로 늘어났다(백인석, 2020). 반면 한국은행의 국고채 매입은 시장금리 변동성 완화를 목적으로 함에 따라 연준에 비해 매입 규모가 작은 수준이다.

〈그림 4〉 한·미 중앙은행의 국(고)채 보유 비중 비교



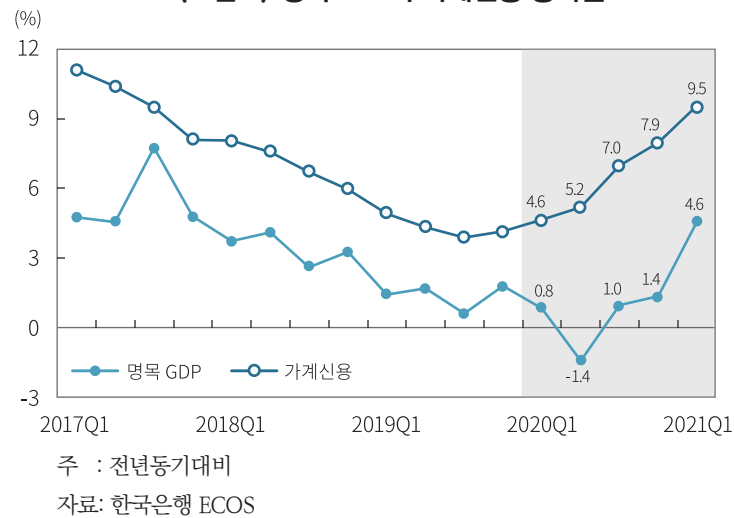
이와 같은 국고채 수급불균형에 대한 우려는 금리상승 압력으로 작용하고 있다. 향후 추정편성으로 인해 국고채 발행물량이 늘어날 경우, 금리의 상방위험이 커지는 가운데 금융시장의 변동성이 확대될 가능성이 높다.

기준금리 조기 인상 가능성 확대

국내 경제는 수출 및 설비투자를 중심으로 2021년 회복세가 확대될 것으로 전망된다. 그러나 완전적인 금융환경 지속으로 실물경제에 비해 가계부채의 가파른 증가세가 지속됨에 따라 금융불안에 대한 우려가 크게 높아지고 있다(〈그림 5〉). 이에 따라 지난 5월 통화정책방향 기자간담회에서 기준금리 조기 인상 가능성이 높아진 가운데 연내 인상 가능성도 제기되었다.⁵⁾

5) 5월 27일 통화정책방향 결정회의 직후 기자간담회에서 이주열 한국은행 총재는 금융불균형 누적 방지를 위해 가계부채 증가세를 억제할 필요성을 강조한 가운데 경제상황 전개에 따라 연내 기준금리 인상 가능성을 시사하였다.

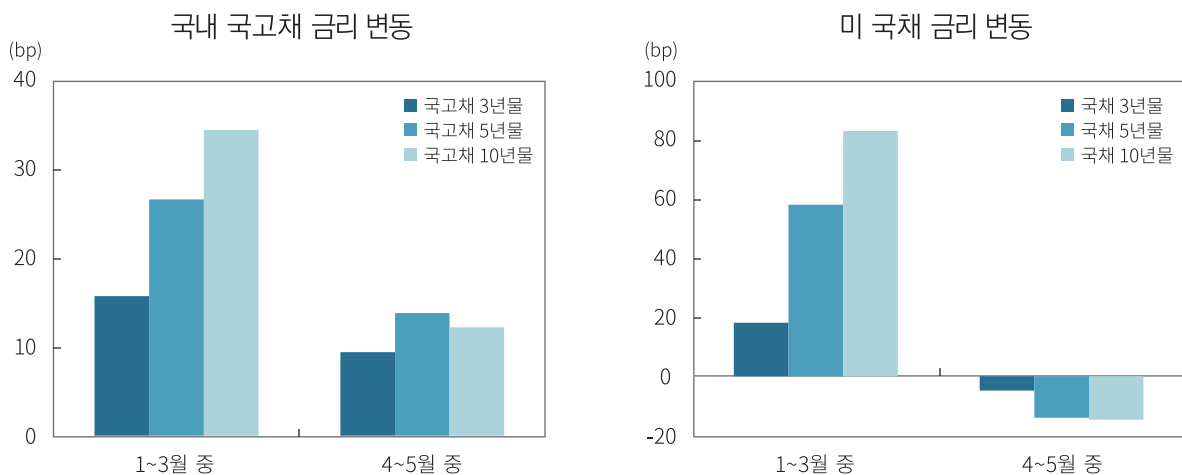
〈그림 5〉 명목GDP와 가계신용 증가율



대내외 경기 회복세 강화, 국고채 발행 증가에 따른 수급부담 등 상승요인이 지속되는 가운데 기준금리 인상 가능성 확대로 국고채 금리가 꾸준히 상승하고 있다. 특히 올해 1~3월중에는 미 국채 금리와 국내 국고채 금리가 함께 상승하며 동조화 양상을 나타낸 반면, 4~5월중에는 국내 국고채 금리만 오름세를 지속하였다(〈그림 6〉). 이는 고용시장의 더딘 개선 등으로 소폭 하락 반전한 미 국채 금리와 대조적인 모습으로, 국내 국고채 금리가 국내 요인에 상당부분 영향을 받고 있는 것으로 판단된다.

한편 10년 이상 장기물 뿐 아니라 3~5년의 중·단기물 금리도 오름세를 나타내고 있다. 대부분 회사채 금리는 3년물 또는 5년물 국고채 금리를 기준으로 결정된다. 이에 따라 중·단기물 국고채 금리가 빠르게 상승할 경우 기업의 자금조달 비용이 증가하여 경기 회복세 저해요인으로 작용할 수 있다.

〈그림 6〉 2021년중 한·미 국(고)채 금리 변동 비교



자료: 금융투자협회, Bloomberg

시사점 및 향후 과제

정부와 한국은행은 경제·금융 상황에 대한 인식을 공유하고 금리 변동성 확대에 따른 시장불안에 유의해야 한다. 대내외 실물경기 회복세 강화로 금리 오름세가 지속되는 가운데 국고채 수급불균형, 기준금리 인상 등 추가 상승요인이 가중될 경우 금융시장의 불안이 증대될 수 있다. 따라서 재정정책과 통화정책 간의 효과적인 정책조합(policy mix)을 통해 경기회복을 뒷받침해야 한다. 향후 추경예산 편성 등으로 국고채 발행이 추가로 늘어날 경우 금융시장 전반의 금리 상승으로 이어질 수 있으므로 정부지출 효율화 등의 노력이 요구된다.⁶⁾ 한국은행도 경제상황의 개선 여부를 면밀히 점검하는 가운데 신중한 통화정책 운용이 요구된다.

한편 국고채 발행시 시장상황에 따라 탄력적인 운용이 가능하도록 제도개선이 요구된다. 현재 정부는 연간 국채발행한도 총액을 국회로부터 승인 받은 후, 동 한도 내에서 국채를 발행하고 있다. 그러나 교환 및 조기상환을 위한 국고채 발행이 연간 발행한도에 포함됨에 따라 이를 적극적으로 활용하지 못하는 실정이다. 특히 금리 상승에 따른 변동성 확대시 교환과 조기상환 제도를 활용하여 채권시장의 안정과 발행비용 절감을 도모할 수 있다.⁷⁾ 따라서 미국, 영국 등 주요국과 같이 순증을 기준으로 국채 발행한도를 관리할 수 있도록 국가재정법의 개정이 필요하다.⁸⁾

참고문헌

기획재정부, 2021, 국채 2020.

김필규·백인석·황세운, 2014, 『주요국 국채시장의 제도적 특성과 시사점』, 자본시장연구원 조사보고서 14-01.

백인석, 2020, 『코로나19 대응: 국채매입(양적완화)을 통한 국채금리 하향안정화 필요성』, 자본시장연구원 이슈보고서 20-08.

IMF, 2021, World Economic Outlook: Managing Divergent Recoveries.

World Bank Group, 2015, Bond Buybacks and Exchanges: Background Note.

6) IMF는 팬데믹 전개상황, 경제회복 강도 등을 감안한 정책조정 필요성을 제시한 가운데, 피해 가계·기업 지원을 위한 선별적 재정 지원을 권고하고 있다(IMF, 2021).

7) 장단기 금리 역전 등 수익률 곡선에 왜곡이 발생할 경우 교환 및 조기상환을 활용하여 이를 해소할 수 있다. 예를 들어 특정 연분이 저평가된(수익률이 높은) 경우, 해당 연분을 매입하고 상대적으로 고평가된(수익률이 낮은) 연분을 발행하는 교환방식을 사용하여 수익률 곡선의 왜곡을 해소할 뿐 아니라 발행비용도 절감할 수 있다(World Bank Group, 2015). 올해 3월 국고채 10년물과 30년물의 금리가 역전된 바 있으나 현행 제도에서는 발행한도의 제약으로 적극적인 대응이 어렵다.

8) 주요 선진국들은 연간 국채의 순발행액 또는 총발행잔액을 기준으로 국회의 승인을 받는 제도를 운영하고 있다(김필규 외, 2014).

글로벌 외환시장의 전자거래 현황 및 시사점*

연구위원 김한수

글로벌 외환시장의 전자거래는 최근 대고객 시장을 중심으로 크게 확대되고 있다. 전자거래 시스템 발전을 통해 기존 은행 중심의 유동성 공급 구조가 점차 대고객 부문으로 이동하고 있으며, 다양한 형태의 전자거래시스템을 통한 대고객 부문의 외환시장 참여가 크게 확대되고 있는 것이다. 반면 국내 외환시장의 전자거래는 은행간 시장 거래에 국한되어 활용되고 있어 글로벌 시장과의 격차가 점차 벌어지고 있으며, 특히 최근 역외 원·달러 NDF 거래규모가 국내 은행간 외환시장의 현물환 거래 규모를 크게 초과하는 등 전자거래 확대에 따른 글로벌 외환시장의 변화는 우리나라 외환시장에도 일부 영향을 미치고 있는 것으로 추정된다. 이러한 글로벌 외환시장의 변화 및 영향을 고려할 때 우리나라는 대고객 시장에서의 전자거래 확대를 유도하는 방향으로 외환부문 전자거래 인프라를 개선할 필요가 있을 것으로 판단된다. 특히 국내 대고객 외환거래의 전자화가 진전될 경우 고객편의 증대, 외환시장 유동성 증가, 은행의 환위험관리 효율성 증진 등의 긍정적 효과와 더불어 장기적으로는 외환업무의 다양화를 통해 국내 금융투자업계 발전 및 금융시장 고도화에 일조할 것으로 기대된다. 다만 원화가 부분적 국제통화라는 국내 외환시장의 특수성을 고려하여 건전성 측면에서 외환시장 전자거래 확대에 대비한 안정장치 구축 등 위험관리 체계를 갖출 필요가 있을 것이다.

글로벌 외환시장은 전자거래¹⁾ 확산 이후 다양한 구조적 변화가 나타나고 있다. 장외시장이라는 외환시장의 특성에도 불구하고 글로벌 외환시장의 전자거래 비중은 이미 보이스거래 비중을 크게 상회하고 있으며, 전자거래시스템의 발전을 통해 기존 은행간 시장과 대고객 시장의 구분조차 그 의미가 점차 희석되어 가고 있는 상황이다. 이러한 글로벌 외환시장의 변화 추세를 반영하여 최근 국내에서도 외환부문 전자거래 활용도 제고 필요성에 대한 관심이 확대되고 있다. 본고에서는 글로벌 외환시장의 전자거래 현황 및 특성을 살펴봄으로써 우리나라 외환시장 전자거래 인프라 선진화 방향에 대한 시사점을 제시하고자 한다.

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

1) 본고의 외환시장 전자거래는 은행의 대은행 거래(은행간 시장) 및 기업 등 대고객 거래(대고객 시장)에서의 전자거래 플랫폼을 통한 외환거래를 의미한다.

외환시장의 전자거래 발전과정

거래참가자에 따라 은행간 시장과 대고객 시장으로 구분되는 외환시장은 전자에서의 대규모(도매) 외환거래를 통해 대고객(소매) 유동성 공급이 이루어지는 이분화된 시장구조를 보유하고 있다. 이러한 구조적 특성으로 인해 외환시장의 전자거래 발전은 먼저 소수 대형은행들만이 참여하는 은행간 시장에서 활성화되었으며, 이후 대형 은행 위주로 대고객 시장에서의 전자거래가 확산되는 방향으로 진행되고 있다. 또한 전자거래시스템의 발전과 더불어 최근에는 대고객 시장의 주문이 은행간 시장으로 전자적으로 연계되는 형태로 전자거래 방식이 진화됨에 따라 기존 은행간 시장과 대고객 시장과의 경계가 사라지고 비은행 주체가 글로벌 외환시장의 주요 유동성 제공자 역할을 수행하는 등 다양한 변화가 나타나고 있다.

글로벌 외환시장의 전자거래 발전과정을 단계별로 살펴보면, 본격적으로 외환시장에서의 전자거래 확산이 시작된 시점은 은행간 외환시장의 다자간 전자중개시스템이 도입된 1990년대 중반으로 파악된다. 당시 주요 글로벌 외환중개사인 EBS 및 Reuters는 은행간 시장 전용 중앙지정가 주문방식(Central Limit Order Book)²⁾ 거래시스템을 출시하였으며, 기 도입된 전자거래시스템의 거래 효율성 증진효과로 인해 은행간 시장의 거래방식은 단기간 내 전자거래 방식으로 대거 이동한 것으로 나타나고 있다(King et al., 2011). 이후 외환시장의 전자거래는 2000년대 초반을 기점으로 대고객 시장에서 확산세가 이어졌다. 은행간 시장에서의 전자거래를 통해 거래비용이 감소하고 유동성 확보가 용이해진 글로벌 은행들이 자체적인 대고객 전자거래시스템 개발에 나서기 시작하면서 대고객 외환시장의 전자거래가 크게 증가한 것이다.³⁾

〈표 1〉 글로벌 외환시장의 전자거래 발전 과정

발전단계	주요 내용	주요 시스템 및 기타
1단계 (1995년~2000년)	글로벌 외환중개사 CLOB 방식 전자중개시스템 출시	Reuters(Matching) 및 EBS(Electronic Broking System, 은행 연합)
2단계 (2000년~2005년)	주요 은행 자체 대고객 외환 전자거래시스템 출시	싱글뱅크 플랫폼: UBS(FX trader), Deutch Bank(Auto Bhan), Citi(Velocity) 멀티뱅크 플랫폼: 16개 은행 연합(FXall)
3단계 (2005년 이후)	글로벌 외환중개사 전자중개시스템 업그레이드	통합형 전자거래시스템(ECN): 360T, Lava(2010년 FXall 합병), Hotpot FX(2017년 CBOE 합병) 등

자료: 김한수(2021)를 참조하여 저자 작성

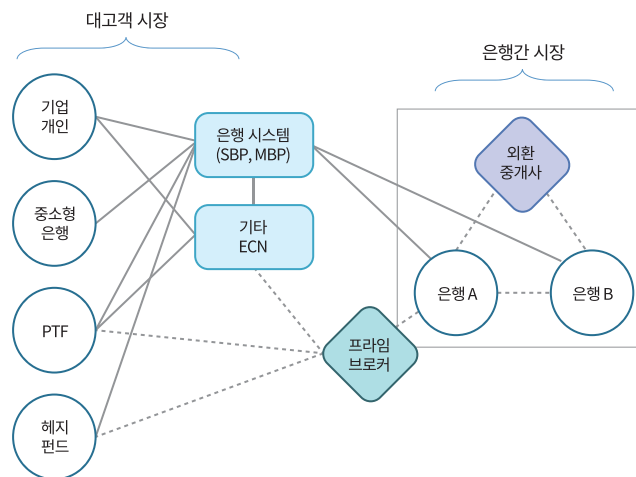
2) CLOB 방식의 전자중개시스템은 증권 및 상품거래소 등에서 사용되고 있는 전자거래체결 시스템으로, 다자간 실시간 호가 확인, 지정가 주문, 최적가 거래 체결, 후선업무 자동화 등을 지원한다.

3) 은행의 대고객 전자거래시스템은 단일은행의 단독 전자거래시스템인 SBP(Single Bank Trading Platform)와 다수 은행의 공동 시스템인 MBP(Multi Bank Trading Platform)로 구분된다.

주요 글로벌 은행 중심의 외환시장 전자거래 확대 추세는 2000년대 중반 이후 비은행 주체의 외환부문 전자거래 서비스 출시를 통해 더욱 가속화되었다. 당시 글로벌 외환중개사는 시스템 간 전산적 연계가 가능한 개방형(API)⁴⁾ 방식으로 시스템 업그레이드를 진행하였으며, 이를 통해 비은행 주체의 외환시장 참여가 크게 확대된 것이다. 특히 최근에는 다수의 대고객 전자거래시스템을 연계하여 대고객 부문 유동성 제공 서비스를 제공하고 있는 통합형 전자거래시스템(Electronic Communication Network: ECN)이 다수 등장하고 있다. 일명 ‘aggregator’로 지칭되고 있는 통합형 시스템은 수백여 개의 은행 및 비은행 외환거래플랫폼을 연계하여 대형 고객 뿐 아니라 개인 등 소매 고객의 외환거래 체결 서비스까지 지원하고 있는 것으로 파악되고 있다.⁵⁾

현재 글로벌 외환시장의 전자거래 구조는 <그림 1>과 같이 요약된다. 기존 소수 대형은행만이 참가 하였던 은행간 시장(박스 안)은 주요 글로벌 외환중개사의 전자중개시스템을 통해 다자간 전자거래 서비스를 제공하고 있으며, 대고객 시장의 경우에는 은행들이 자체적으로 개발한 전자거래시스템(SBT, MBT) 및 통합형 전자거래시스템(ECN)을 통해 은행간 시장 실시간 호가정보 획득 및 최적가 거래체결이 가능하다. 최근에는 대고객 시장 참가자의 은행간 시장 거래의 직·간접적 참여 또한 가능하다. 일부 대형은행은 자사 고객이 해당 은행명으로 은행간 시장 거래에 참여할 수 있는 프라임 브러커리지 서비스를 제공하고 있으며, 이를 통해 대형 헤지펀드 및 외환부문 전자거래 전문회사(PTF)⁶⁾ 등이 은행간 시장 거래 참여가 확대되고 있다(점선 부분).

<그림 1> 글로벌 외환시장 전자거래 구조



주 : 점선은 은행간 시장 거래를 표시

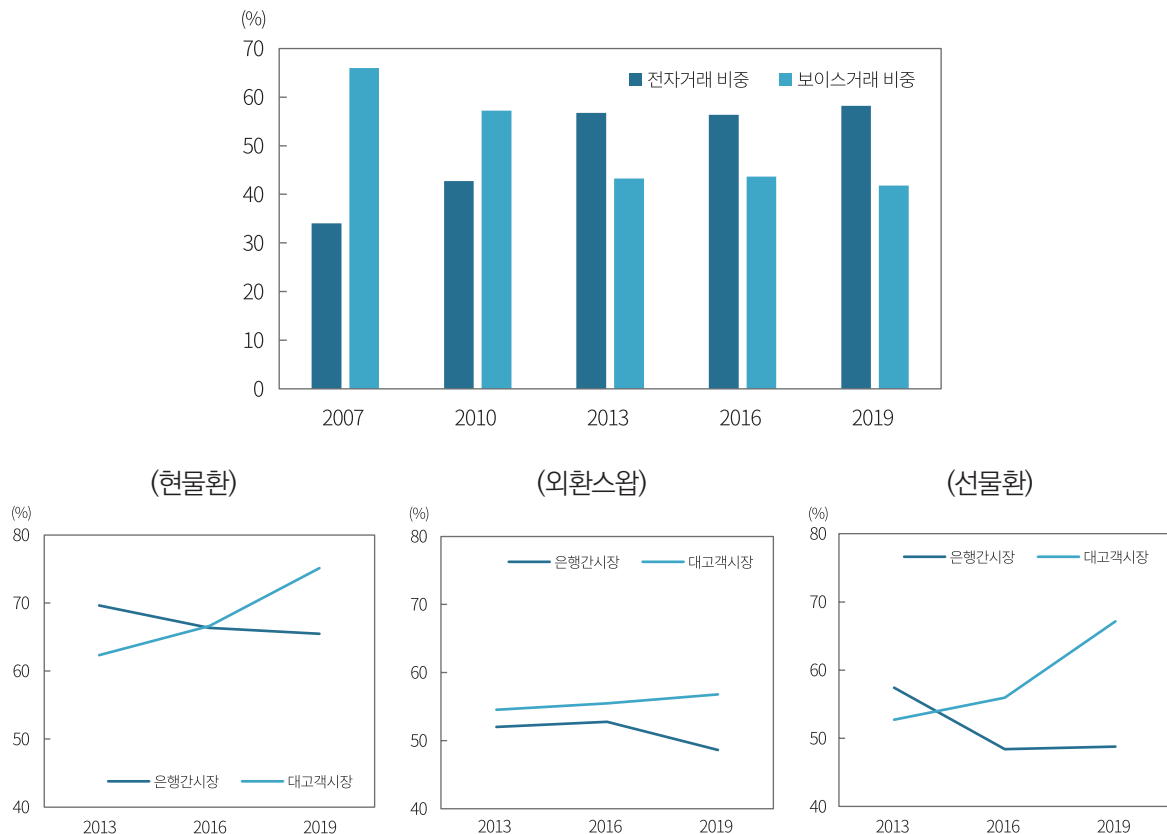
자료: King et al.(2011)을 참조하여 저자 작성(김한수(2021)에서 재인용)

- 4) 외환부문의 API(Application Programming Interface)는 은행간 시장 전자중개시스템과 은행의 대고객 전자중개시스템간 전용 회선을 통해 연결하여 호가제공, 체결, 조회 등의 거래업무의 전산적 연계를 지원하는 서버간 커뮤니케이션 인터페이스를 의미한다.
- 5) 대표적인 통합형 ECN인 360T사는 현재 약 400여개의 은행 및 비은행 외환거래 플랫폼을 연계하여 통합 서비스를 제공하고 있다.
- 6) PTF는 고빈도 매매전략을 통해 유동성을 제공하는 알고리즘 기반 투자 전문회사로 기존 HFT(High Frequency Trading Firms)로 널리 알려져 있으나, 최근 미선물산업협회(FIA)는 해당 명칭의 부정적 이미지에 대한 회원사의 우려를 반영하여 공식적 용어로서 자기자본거래회사(Principal Trading Firms: PTF)를 사용하고 있다.

글로벌 외환시장 전자거래 현황 및 특징

국제결제은행(BIS)에 따르면 2019년 전자거래 방식을 통한 외환거래 비중은 총 외환거래량 대비 약 57% 수준으로, 2013년 이후 전자거래 비중은 기존 보이저거래 비중을 초과하고 있는 것으로 나타난다.⁷⁾ 특히 여타 외환상품 대비 거래 구조가 간단한 현물환 시장의 전자거래 비중은 2019년 기준 약 72% 수준으로 높은 비중을 차지하고 있으며, 최근에는 선물환 및 외환스왑 시장에서의 전자거래 비중 또한 대고객 부문 거래를 중심으로 확대 추세를 보이고 있다. 특히 대고객 외환시장의 선물환 거래는 최근 NDF 시장의 대고객 전자거래 확대가 해당 부문 전자거래 비중 확대에 크게 기여하고 있는 것으로 추정되고 있다.⁸⁾

〈그림 2〉 글로벌 외환시장 전자거래 비중 추이



자료: BIS Triennial Central Bank Survey(김한수(2021)에서 재인용)

이러한 글로벌 외환시장의 전자거래 확대 추세는 기존 대형은행 중심의 거래행태의 변화를 초래하고 있다. 최근 BIS 통계에 따르면 2019년 기준 총 외환거래량 대비 대고객 시장의 거래비중은 약 62%

7) 보이저거래는 BIS 통계 집계 방식에 따라 문자 전송 등 전화 주문의 기타 방식을 포함한다.

8) Shrimpf & Sushko(2019)에 따르면 NDF 거래량은 글로벌 외환중개사(EBS)의 해당 부문 전자거래서비스 출시 시점인 2016년을 기점으로 크게 증가한 것으로 나타났다.

수준으로, 2007년 이후 대고객 부문의 외환거래량은 은행간 시장의 거래량을 초과하고 있는 것으로 나타난다. 이는 먼저 은행의 대고객 전자거래시스템 활용도 증가에 따른 대고객거래의 내부화 비중이 증가하고 있음에 기인한다. 즉 대고객 거래에서 발생한 외환 포지션 청산 목적의 은행간시장 거래 수요가 감소하고, 은행의 대고객 전자거래 플랫폼 안에서 대고객 포지션을 상계처리(netting)하는 내부화 비중이 확대되고 있는 것이다. Schrimpf & Sushko(2019)에 따르면 2019년 기준 유럽 및 미국 지역 기반 은행의 내부화 거래 비중은 약 60~83% 수준으로, 대고객 거래의 대다수가 은행 내부 전자거래시스템을 통해 상계처리되고 있는 것으로 파악된다.

최근에는 다수의 전자거래플랫폼을 활용하여 외환시장의 유동성 공급자로서의 역할을 제공하고 있는 비은행 외환거래전문회사(PTF)의 거래량이 급성장하고 있는 것으로 나타나고 있다. PTF는 다양한 전자거래 플랫폼을 활용해 대고객 시장에 유동성을 제공하고 있으며, 특히 헤지펀드 등 주요 대형 바이사이드 고객의 외환주문 상당부분을 담당하고 있는 것으로 추정된다. 기존 대형 은행의 외환시장 유동성 공급자로서의 역할이 전자거래의 빠른 거래체결 속도에 기반한 비은행 외환전자거래 전문기관으로 이동하고 있는 것이다. 최근 조사에 따르면 2019년 기준 주요 PTF 회사의 거래 비중은 글로벌 현물환 시장 거래량의 약 32%를 차지하고 있는 것으로 나타나고 있으며, 거래량 기준 상위 10개사 중 4개사가 알고리즘 기반 PTF 회사로 나타나고 있다.⁹⁾

우리나라 외환시장에 대한 시사점

우리나라 외환시장은 국내 외국환은행이 주도하는 고유시장임에도 불구하고 전자거래 확대에 따른 글로벌 외환시장의 변화는 국내 외환시장에도 일부 영향을 미치고 있는 것으로 추정된다. 일례로 최근 역외 원·달러 NDF 시장의 거래량은 국내 은행간 시장 현물환 거래규모를 크게 상회하고 있다. NDF 부문 전자거래시스템이 개선되면서 다양한 거래주체의 원·달러 NDF 시장 참여가 확대되고 있는 것이다. 반면 국내 은행간시장의 현물환 거래량은 2007년 이후 성장세가 정체되고 있는 것으로 나타나고 있으며, 이는 동기간 국내투자자의 해외증권투자 확대 추세 등에 비교할 때 국내 외환시장의 유동성이 역외시장 대비 상대적으로 감소하고 있음을 시사하고 있다. 이에 따라 일부에서는 역외시장의 국내 외환시장 잠식 및 원·달러 가격 발견 역할의 주도권 이동 등 부정적 영향에 대한 우려의 목소리가 확대되고 있는 실정이다.

현재 우리나라 외환시장의 전자거래 활용도는 앞서 살펴본 글로벌 외환시장의 발전 2단계에 진입하는 수준으로 판단된다. 2000년대 초반 국내 외환중개회사의 전자중개시스템 도입 이후 은행간 시장에서의 전자거래는 크게 확대되었으나, 대고객 부문의 전자거래 활용도는 여전히 미미한 실정이다. 현

9) Euromoney(2019)에 따르면 현물환 시장 거래량 기준 상위 10개 기관 중 PTF는 전체 2위(현물환 거래 비중 9.6%)인 XTX Markets 등 4개사(HC Tech, Jump Trading, Citadel Securities)가 포함된 것으로 나타났다.

재 일부 국내은행 등은 개인 및 기업 등을 대상으로 대고객 전자거래시스템을 출시하고 있으나, 대부분 시스템은 일부 소규모 외환거래 체결만을 지원하는 등 활용도는 여전히 낮은 수준이다. 특히 은행 간시장 시스템과 대고객 거래시스템의 전자적(API) 연계가 지원되지 않고 있어 대고객 시스템 확장성 또한 제한적인 수준으로, 대고객 전자거래가 크게 확산되고 있는 글로벌 외환시장 추이와는 큰 괴리를 보이고 있다.

일반적으로 전자거래의 확산은 거래 효율성 증진 및 거래정보 투명성 개선 등의 효과를 견인한다. 해외 주요 연구에서도 외환시장의 전자거래 확산은 외환시장 유동성 측면에서 긍정적 효과를 견인하고 있으며(Bloomfield & O'Hara, 2000), 호가 스프레드(bid-ask spread)가 축소(Ding & Hiltrop, 2010)되는 등 긍정적 효과가 부정적 효과를 상회하고 있는 것으로 나타나고 있다. 특히 전자거래를 통한 주문 전산화는 거래비용 감소 효과뿐 아니라 수작업에 따른 다양한 리스크 요인 감소 등 업무 효율성 증진에 기여하고 있는 것으로 나타나고 있다.

이러한 측면에서 국내 외환시장의 전자거래 확대 필요성은 다음과 같이 요약할 수 있다. 첫째, 최근 국내거주자의 해외증권투자 확대 추세 등을 감안하여 외환부문 전자거래 활성화를 통한 국내 외환시장 유동성 개선 방안을 고려할 필요가 있을 것이다. 특히 글로벌 금융위기 이후 주요 달러은행의 유동성 공급 여력이 제한되고 있는 시점에서 대고객 시장 중심의 새로운 유동성 공급기반을 구축한다는 점에서도 긍정적인 검토가 필요할 것으로 판단된다. 둘째, 최근 역외 NDF 거래의 급격한 확대 등 전자거래 기반의 글로벌 외환시장 성장 추세를 감안할 때 국내 외환시장의 경쟁력 제고 차원에서의 전자거래 인프라 개선 노력이 필요할 것이다. 셋째, 국내 금융투자업계의 외환업무 활력 제고 측면에서도 외환부문 전자거래시스템의 활용을 고려할 필요가 있다. 최근 해외에서는 비은행 부문의 전자거래시스템을 통한 외환시장 참여가 크게 확대되고 있는 점을 고려할 때 국내 외환시장의 전자거래 인프라 개선은 외환업무의 다양화를 통한 국내 금융투자업계 발전 및 금융시장 고도화에 일조할 것으로 기대된다.

그러나 원화가 부분적 국제통화라는 국내 외환시장의 특수성을 감안할 때 외환부문 건전성 측면에서의 우려에 대한 충분한 고려가 필요할 것으로 판단된다. 전자거래시스템 개선을 통한 외환시장의 거래 편의성 제고는 유동성 확대의 긍정적 효과와 더불어 투기적 거래 증가라는 필연적 양면성을 내포하고 있기 때문이다. 이러한 측면에서 외환시장 전자거래 확대한 대비한 안정장치 구축 등의 위험관리 체계를 갖출 필요가 있을 것이다.

참고문헌

김한수, 2021, 『전자거래 확대에 따른 외환시장의 변화 및 시사점』, 자본시장연구원 이슈보고서 21-01.

Bloomfield, R., O'Hara, M., 2000, Can transparent markets survive? *Journal of Financial Economics* 55, 425-459.

Ding, L., Hiltrop, J., 2010, The electronic trading systems and bid-ask spreads in the foreign exchange market, *Journal of International Financial Markets, Institutions and Money* 20(4), 323-345.

Euromoney, 2019, *Foreign exchange survey 2019: electronic trading*.

King, M., Osler, C., Rime, D., 2011, Foreign exchange market structure, players and evolution, Norges Bank Working Paper 2011(10).

Schrimpf, A., Sushko, V., 2019, FX trade execution: complex and highly fragmented, *BIS Quarterly Review* 2019(12).

글로벌 디지털세 도입 현황 및 논의 방향

- 글로벌 디지털 기업에 대한 디지털세를 부과해야 한다는 논의가 OECD의 주도로 시작된 이후 유럽을 중심으로 여러 국가에서 도입하고 있으며, 일부 국가에서는 도입을 준비 중임
- 디지털세의 부과 대상은 주로 미국의 대형 디지털 기업이 될 것으로 예상되는 상황 속에서 미국에서는 높은 세율의 관세를 부과하는 방법으로 대응하며 디지털세 도입 국가와 미국 간의 갈등이 지속
- 최근 G7 회담에서 최저 법인세율의 설정과 글로벌 기업의 사업 수행 국가에 대한 세금납부에 관한 합의가 이루어지면서 디지털세 도입에 긍정적인 논의가 예상되지만, 국가 간 합의 및 명확한 과세 기준의 정립 등 과제가 여전히 존재
- 국내에서도 디지털세 도입에 대한 대응책이 논의되고 있는 가운데, 디지털세의 도입이 디지털 기업 뿐 아니라 제조업까지 확대될 우려가 있으므로 국제적 합의 상황을 주시하며 대응체계를 마련하여 준비 중

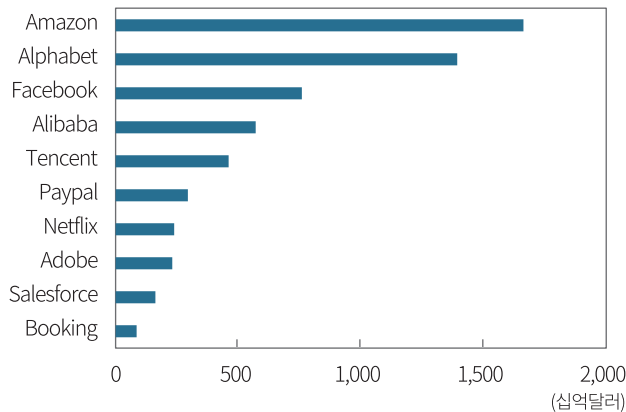
□ 글로벌 디지털 기업에 대한 ‘디지털세(digital tax)’¹⁾ 부과에 관한 논의가 OECD 주도로 시작된 이후 진행 중에 있음

- 법인세는 통상 사업장 소재지를 기준으로 부과되지만 디지털 기업은 사업장의 소재지 외에서도 수익이 발생하므로 ‘가치창출과 과세권 배분의 불일치’에 따른 조세회피 발생 가능성에 디지털세에 관한 도입 논의가 시작됨
 - 기존의 과세제도는 각 국가에 설치된 사업장을 중심으로 실체가 있는 수익에 대한 과세가 이루어졌으나, 사업의 디지털화가 급격하게 확대됨에 따라 과세권 배분의 문제가 발생함
 - 현재의 과세 방식으로는 디지털 기업이 여러 국가에서 온라인을 기반으로 대규모의 수익을 얻지만 해당 국가에서는 세금을 납부하지 않고 세율이 낮은 국가에 지사를 설립하여 비교적 낮은 법인세를 납부하는 방식으로 조세회피가 가능함
- 전 세계적으로 디지털 기업의 사업 규모가 확대되고 있는 가운데, 디지털세 부과에 해당하는 기업은 주로 구글과 같은 미국 기업으로서 국내뿐 아니라 미국 외 지역에서도 많은 수익을 얻고 있음
 - 글로벌 디지털 기업의 시가총액 기준 상위 10개 기업 중 Alibaba와 Tencent를 제외하고는 모두 미국에 본사를 두고 있는 기업임

1) 디지털세(digital tax)는 글로벌 디지털 기업이 물리적인 사업장 소재지가 아닌 온라인을 통해 창출하는 수익에 대해 부과하는 세금을 의미하며, 구글, 애플, 페이스북, 아마존 등과 같은 기업을 대상으로 논의가 시작되면서 논의 초반에는 ‘구글세’라고도 함

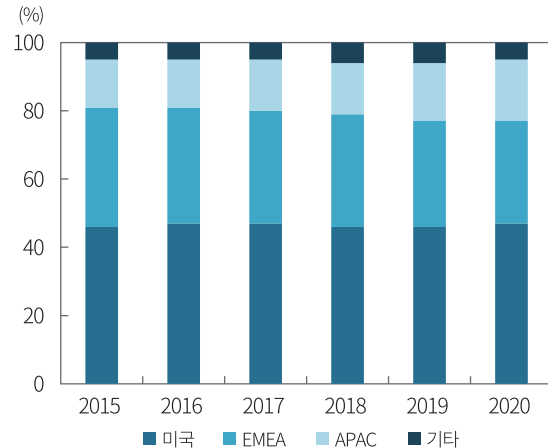
- 구글의 모회사 알파벳의 수익 규모를 살펴보면 2015년부터 2020년까지 미국 외 지역에서 발생한 수익의 비중이 50%를 지속적으로 상회함²⁾

디지털 기업의 시가총액



주 : 2021년 2월말 기준
자료: Statista

알파벳의 지역별 수익비중



주 : EMEA는 유럽, 중동 및 아프리카, APAC은 동아시아, 동남아시아, 오세아니아 지역을 의미함
자료: Statista

- OECD는 2013년부터 세원잠식 및 소득이전의 문제(Base Erosion and Profit Shifting)에 관한 프로젝트를 시작하여 글로벌 기업의 조세회피 대응 방안을 논의하였고, 2020년 1월 그동안의 논의 내용을 바탕으로 두가지 접근법(Two Pillar Approach)을 발표함³⁾
 - Pillar 1은 통합접근법(unified approach)으로서 글로벌 기업의 초과이익 중 시장 소재지 국가에서 창출한 매출을 배분하고(Amount A), 시장 소재지 국가에서의 판매, 홍보 활동 등에 대한 보상(Amount B) 및 특별기능에 대한 보상(Amount C)으로 구성됨
 - Pillar 2는 글로벌 최저한세로 자국 기업의 글로벌 거래에서 발생한 소득에 대해 하한선을 정하여 과세하는 방안임

□ 이러한 논의 방향에 따라 유럽 국가를 중심으로 여러 국가에서 디지털세를 도입하였으며, 일부 국가에서는 도입을 준비 중임

- EU 차원의 논의는 2017년 10월 시작되었지만 유럽 국가 간 합의가 이루어지지 않아 개별 국가별로 도입을 추진하게 되었고, 유럽 지역 외의 국가에서도 점차 도입되는 추세임
 - 디지털세 도입에 적극적이었던 프랑스가 가장 먼저 2019년에 도입하였고, 이어서 다른 여러 유럽 국가에서도 시행되었으며, 벨기에, 체코 등에서도 도입을 준비 중임

2) Facebook의 경우에도 2020년 기준 미국 및 캐나다에서 발생하는 수익이 44.7%, 유럽, 아시아 등을 포함한 다른 지역에서 발생하는 수익이 55.3%임

3) OECD, 2020, Statement by the OECD/G20 Inclusive Framework on BEPS on the Two-Pillar Approach to Address the Tax Challenges Arising from the Digitalisation of the Economy.

- 유럽 국가 외에 말레이시아, 인도, 뉴질랜드, 브라질 등에서도 온라인 기반의 디지털 서비스 수익에 대한 디지털세를 부과하기 시작함

국가별 디지털세 도입 현황

국가	시행 시기	부과대상 기준		세율	과세대상
		전 세계 매출액 (이상)	자국 매출액 (이상)		
프랑스	2019년 1월부터 소급적용	7억 5,000만유로	2,500만유로	3%	디지털 인터페이스 제공, 광고 서비스
헝가리	2019년 7월~ 2022년 12월(한시적)	3억유로	-	7.5%	광고
이탈리아	2020년 1월	7억 5,000만유로	550만유로	3%	광고, 데이터 서비스 판매
말레이시아	2020년 1월	50만링깃	-	6%	디지털 인터페이스 사용
터키	2020년 3월	7억 5,000만유로	400만유로	7.5%	광고, 콘텐츠, 소셜미디어
인도	2020년 4월	2,000만루피	-	6% (2%)	광고, 전자상거래 운영자
영국	2020년 4월부터 소급적용	5억파운드	2,500만파운드	2%	SNS, 검색엔진, 온라인 중개 서비스
폴란드	2020년 7월	7억 5,000만유로	-	1.5%	시청각 미디어 서비스, 광고
뉴질랜드	2020년 10월	7억 5,000만유로	350만뉴질랜드달러	3%	온라인 중개 서비스, 소셜미디어, 콘텐츠, 검색 엔진
스페인	2021년 1월	7억 5,000만유로	300만유로	3%	광고, 데이터 판매
오스트리아	2021년 1월	7억 5,000만유로	2,500만유로	5%	광고
브라질	2021년 5월	7.6억달러	2,500달러	1~5%	광고, 데이터 서비스 판매
벨기에	도입예정	7억 5,000만유로	2,500만유로	3%	데이터 판매
체코	도입예정	7억 5,000만유로	1억코루나	5%	광고, 디지털 인터페이스 사용, 데이터 판매

자료: KPMG, 2021. 1. 15, Taxation of the digitalized economy: Developments summary, 각 기사 참조

- 한편, 아일랜드와 독일, 룩셈부르크, 네덜란드, 그리스 등은 자국 경제에 미칠 영향을 우려하여 디지털세 도입에 대한 반대 입장을 고수함

- 아일랜드는 법인세가 낮아⁴⁾ 해외 기업이 조세피난처(tax haven)로 활용하는 국가로 구글과 페이스북 등 미국 디지털 기업의 사업장이 위치해 있어 자국 내 디지털 기업 지사의 유출 가능성이 때문에 디지털세 도입을 반대하는 입장임
- 독일은 디지털세 부과 추세가 향후 대상 기업의 확대로 자동차 산업에 부정적인 영향을 미칠 가능성을 우려하여 반대함

□ 디지털세의 부과 대상은 주로 미국의 대형 디지털 기업이 대상이 될 것으로 예상됨에 따라 미국에서는 높은 세율의 관세를 부과하는 방법으로 대응하며 디지털세 도입 국가와 미국 간의 갈등이 지속됨

- 디지털세 도입 논의의 시작은 미국에 본사를 둔 주요 글로벌 디지털 기업을 대상으로 매출이 발생하는 국가에 세금을 납부해야 한다는 것으로서 미국은 자국 기업의 보호를 위해 디지털세 부과에 대한 반대입장을 표명해옴
 - 미국은 디지털세 부과를 시작한 국가, 즉, 오스트리아, 인도, 이탈리아, 스페인, 터키, 영국에서 수입되는 상품에 대해 25%의 관세를 부과할 계획을 발표함⁵⁾
 - 다만, OECD와 G20에서 관련 협상이 진행 중인 상태를 고려하여 6개월 간 관세 부과를 유예하기로 함⁶⁾

□ 최근 G7 회담에서 최저 법인세율의 설정과 글로벌 기업의 사업 수행 국가에 대한 세금납부에 관한 합의가 이루어지면서 디지털세 도입에 긍정적인 논의가 예상되지만, 국가 간 합의 및 명확한 과세 기준의 정립 등 과제가 여전히 존재함

- 미국은 여전히 디지털세 도입 국가를 대상으로 고율의 관세를 부과하겠다는 입장이지만, 대선 이후 정부의 기조 변화로 디지털세 도입에 관한 논의가 긍정적인 방향으로 진행될 것으로 예상됨
 - 트럼프 전 행정부는 디지털세의 도입이 자국 기업의 부담을 확대한다며 강경하게 반대해왔으나, 바이든 취임 이후에는 글로벌 기업의 과세배분 문제를 인식하며 전 행정부의 입장인 디지털세의 선택적인 적용, 즉, '세이프하버(Safe Harbor)'를 주장하지는 않는다고 발표함⁷⁾
- 최근에는 G7 회담에서 법인세 최저한도(global minimum tax)를 정하고 글로벌 디지털 기업의 이익에서 일정 비율을 과세할 권리에 대해 논의 시작 8년만에 합의가 이루어짐⁸⁾
 - G7 국가는 글로벌 기업이 사업을 영위하는 각 국가에서 최소 15%의 세금을 납부하도록 보장하는 방안에 동의함

4) 일반기업 12.5%, 기술기업 6.25%

5) 영국에 대해서는 의류·신발·화장품 등 8억 8,700만달러, 이탈리아에 대해서는 의류·핸드백·광학렌즈 등 3억 8,600만달러, 스페인에 대해서 3억 2,300만달러, 터키에 대해서 3억 1,000만달러, 인도에 대해서는 1억 1,800만달러, 오스트리아에 대해서는 6,500만달러 규모의 상품에 25%의 관세를 부과(USTR, 2021. 6. 2)

6) USTR, 2021. 6. 2, USTR Announces, and Immediately Suspends, Tariffs in Section 301 Digital Services Taxes Investigations.

7) Financial Times, 2021. 2. 27, US removes stumbling block to global deal on digital tax.

8) UK Government, 2021. 6. 6, G7 Finance Ministers Agree Historic Global Tax Agreement.

- 또한 매출액의 일정 비율 이상 초과 이익이 발생하는 경우 초과분의 일정 비율에 해당하는 금액을 과세한다는 조치에 합의함
- 그러나 디지털세 도입에 관한 국제적 합의를 위해서는 적용 기업의 범위, 이중과세 가능성 문제, 소비자에게 세부담의 전가 문제 등 국가 간 합의를 통하여 해결해야 할 과제가 남아있음
 - 디지털세의 적용에 있어서 적용 대상 기준 및 세율 등을 정해야 하고, 여전히 디지털세의 도입에 반대하는 국가의 합의를 이끌어내어야 함
 - 디지털세의 부과는 무형자산 비중이 커지고 있는 상황에서 사업활동 소재지 파악의 어려움으로 인해 발생하는 조세회피를 방지할 수 있으나, 기업의 세부담을 소비자가 떠안을 가능성이 있음
 - 애플은 2020년 9월 세금변동을 이유로 칠레, 멕시코, 사우디아라비아, 터키에서 유통되는 애플리케이션 가격을 올리는 방식으로 전가한 사례가 있음⁹⁾

□ 국내에서도 디지털세의 도입에 대한 대응책 논의가 진행 중인 가운데, 디지털세의 도입이 빅테크 기업뿐 아니라 제조업까지 확대될 우려가 있으므로 국제적 합의 상황을 주시하며 대응체계를 마련하여 준비 중임

- 국내에서는 2018년 구글과 아마존 등 해외 디지털 기업의 거래에 부가가치세를 부과하는 법안이 통과되어 2019년부터 시행함으로써 디지털세 논의의 기초를 마련함¹⁰⁾
 - 해외 사업자가 공급하는 전자용역 중 ‘클라우드 컴퓨팅, 광고게재, 중개용역’을 과세 대상에 포함하는 것으로 구글, 애플, 아마존 등의 웹서비스 이용료와 숙박 플랫폼인 에어비앤비의 중개수수료에 대하여 10%의 부가가치세를 부과하는 내용임
 - 이는 기업과 개인 간 거래(B2C)에만 해당되는 것으로서 법인세 개념의 디지털세 부과는 아님
- 국내에서도 디지털세의 도입이 디지털 기업뿐 아니라 제조업에게까지 미칠 영향을 우려하고 있으며, 국내 산업 및 세수에 미칠 부정적인 영향을 최소화하기 위한 방안을 모색 중임
 - OECD는 논의 과정에서 디지털 기업뿐 아니라 소비자 대상 사업(consumer facing business)으로의 과세 대상 확대를 제안함에 따라 국내 대형 제조업 기업이 포함될 가능성이 있음¹¹⁾
 - 글로벌 디지털세 도입에 대응하기 위해 2021년 1월 기획재정부는 ‘신국제조세규범과’라는 한시적 전담조직을 신설하여 운영함

선임연구원 홍지연

9) CNBC, 2020. 9. 3, TECH Big Tech finds a way to pass on the cost of digital taxes in Europe.

10) 부가가치세법 제53조의2(전자적 용역을 공급하는 국외사업자의 사업자등록 및 납부 등에 관한 특례)

11) 국회입법조사처, 2020, 디지털세 국제논의 최근 동향과 산업적 시사점.

도쿄증권거래소의 시장구조 재편 추진

- 도쿄증권거래소는 글로벌 금융위기 이후 상장기준의 완화 기조를 유지하고 있었으나 오사카증권거래소와의 합병 이후 시장 정체성 명확화와 1부 시장의 집중 완화를 위해 시장구조 및 TOPIX 지수 재편을 추진
- 재편되는 시장은 프라임, 스탠다드, 그로스 3개의 시장으로 구성되며 유동성, 기업지배구조, 재무 성과에 따라 소속시장이 결정됨
- TOPIX 구성종목은 상장시장과 관계없이 유동성에 따라 선정되며 이외의 지수는 폐지 또는 변경
- 대외적으로 투자자금을 둘러싼 거래소 간 국제경쟁, 대내적으로 상장기업의 경쟁력 강화에 목적을 둔 것으로 볼 수 있으며 2022년 4월 전면시행이 예정됨

- 도쿄증권거래소¹⁾는 글로벌 금융위기 이후 상장기준의 완화 기조를 유지하고 있었으나 오사카증권거래소와의 합병 이후 시장 정체성 명확화와 1부 시장의 집중 완화를 위해 시장구조 및 TOPIX 지수 재편을 추진
 - 도쿄증권거래소(이하 동증) 상장시장은 시장 제1부, 시장 제2부, 마더스로 구성되어 있으며, 2013년 오사카증권거래소와 합병 이후 자스닥(스탠다드, 그로스)까지 합쳐져 4개의 시장으로 구성
 - 동증 시장 제2부, 마더스 및 오사카증권거래소의 자스닥이 중견 및 벤처기업 대상 상장시장으로 포지셔닝이 중복
 - 규제완화 이후 제1부 시장에 상장이 집중되면서 역삼각형의 형태가 되었으며 1부 상장을 목적으로 한 기업, 2부 및 마더스에서 1부로 승격 이후 기업가치의 변화가 크지 않은 기업이 존재, 1부 상장기업 간 시가총액의 차이가 큰 상황이 발생
 - 2021년 5월 말 기준 동증 상장기업 3,767개사 중 1부에 상장한 기업은 2,192개로 58.2%를 차지하고 있으며 시가총액 1조엔 이상 기업과 수십억엔의 기업이 혼재
 - 1부 상장기업이라는 것이 브랜드화되어, 1부 승격 이후 기업가치를 높이기 위한 동기의 부재, 상장폐지 기준이 낮은 것도 요인
 - 두 거래소 합병 이후 자스닥 그로스의 상장은 없음
 - 업계 및 당국에서는 시장 대표성을 겸비한 지수의 부재가 지속적인 문제점으로 제기됨²⁾
 - 많은 기관 투자자들이 벤치마킹하고 있는 TOPIX는 1부 시장 전종목으로 구성되어 있기 때문에, TOPIX 연동 인덱스 투자시 시가총액과 유동성이 낮은 종목으로 인해 가격형성의 왜곡이 발생

1) 2013년 1월 오사카증권거래소와의 합병 이후 일본거래소그룹으로 사명이 변경되었으며 같은해 7월 주식시장은 도쿄증권거래소, 파생상품시장은 오사카증권거래소로 이동하여 일원화 됨, 주식시장 거래소상의 공문서 및 통상적인 명칭은 도쿄증권거래소라 함

2) 東京証券取引所, 2019. 5. 30, 市場構造の在り方等に関する市場関係者からのご意見の概要. 市場関係者からのご意見の概要.

□ 2019년 초부터 재편 논의가 이어졌으며 현재까지 3차례 제도 개정이 이루어짐

- 경제산업성은 2019년 3월 보고서를 통해 시장구조 및 지수 재편의 기본개념을 정리³⁾
 - 시장구조 재편의 컨셉트는 상장 후 기업성장을 지원하고 성장 동기부여가 되는 시장, 벤처기업 자금조달이 잘 되는 시장, 기관투자자 등에 의한 장기투자를 촉진하는 시장을 조성한다는 것임
- 2020년 7월 1차 제도 개정은 2월 시장재편 개요 공표의 연장선으로 시장 승격의 엄격화, 적자상장의 완화, 시장 제2부·자스닥 스탠다드·마더스의 신규상장 기준 통일이 포함됨⁴⁾
 - 현행 1부 승격 기준이 시가총액 40억엔 이상에서 250억엔 이상으로 상향된 것이 특징
 - 1부 신규상장 기업의 모집 또는 매출총액 규모가 1,000억엔 이상으로 정해질 경우 상장시 유동주식비율 기준이 완화되는 특례 마련⁵⁾
 - 기업의 단기실적과 관계없이, 수익기반이 확인되고 중장기적 기업가치 향상을 위한 일시적인 적자가 나타날 경우 해당 투자 내용과 기업 전기간의 실적, 향후 전망 등을 감안하여 1부시장에 상장 가능
 - 현행 2부에 적용된 기업지배구조 코드의 모든 원칙이 자스닥 스탠다드, 마더스에도 확대 적용됨
- 2020년 12월 2차 제도 개정은 유동성 항목 중 유동주식의 정의를 재검토⁶⁾
 - 유동주식수 = 상장주식수 - {① 주요 주주가 소유하는 주식 (10%이상 소유) + ② 임원 등 (임원 이외의 특수 관계자 포함) 소유주식수 + ③ 자기주식수 + ④ 은행, 보험회사, 사업법인 등이 소유하는 주식⁷⁾ + ⑤ 기타 거래소가 고정으로 인정하는 주식}
 - 그러나 ④에서 보유목적이 순투자⁸⁾라고 기재되어있는 주식은 유동주식에 포함
- 2021년 4월 3차 제도 개정은 기업지배구조 코드⁹⁾에 관한 내용이 중심이며 이사회의 독립성 강화, ESG 요소(저탄소, 다양성, 지적재산권)가 키워드¹⁰⁾¹¹⁾
 - 그룹 전체를 포함한 내부통제의 구축, 소수주주의 이익에 반하는 중요 거래 행위에 대해서는 특별위원회의 심의를 거쳐야 함 등이 포함됨
 - 여성·외국인 고용 등 다양성(diversity)에 대한 생각과 시행·목표에 대한 공개, 지속가능성에 대한 대처상황의 공개, 이사회의 전사적 리스크 관리 체제, 경영전략의 지속가능성 기본방침 구축이 신설됨

3) 経済産業省, 2019. 3. 6, 市場構造の在り方等の検討について.

4) 東京証券取引所, 2020. 7. 29, 資本市場を通じた資金供給機能向上のための上場制度の見直し.

5) 주식 모집 또는 매출액 규모가 1,000억엔 이상으로 정해지고, '유동주식비율과 관련된 기준에 적합하기 위한 계획서(流通株式比率に係る基準に適合するための計画書)'를 제출하면 상장시까지 유동주식비율 10%이상 기준만 충족해도 1부 시장(향후 프라임시장) 상장이 가능함, 이후 5년 내 유동주식비율 35%이상을 충족해야함

6) 東京証券取引所, 2020. 12. 25, 流通株式の定義の見直しについて.

7) 유동주식 산출식에서 ④의 포함 여부가 주요이슈였는데 일본기업의 주식은 계열사, 은행, 보험회사, 사업법인 등에 의해 상호보유되는 경우가 많기 때문, 거래소는 이러한 연결고리를 끊고 거래주식을 늘려 해외 투자자의 자금유치를 목적으로 산출식에서 빼는 것으로 최종적인 결론을 내림

8) 보유상황 보고서, 대량보유 보고서에서 기재 보유목적을 '순투자'라고 기재 후 추가 신고해야 하며 5년 이내 거래실적을 확인할 수 있는 주주의 소유분에 한함

9) 이사회의 바람직한 모습과 기업과 주주 등 이해관계자와의 관계 등을 설명한 자율규범으로 금융청과 동증이 2015년 제정

10) 金融庁, 2021. 3. 31, コーポレートガバナンス・コード～会社の持続的な成長と中長期的な企業価値の向上のために～(改訂案).

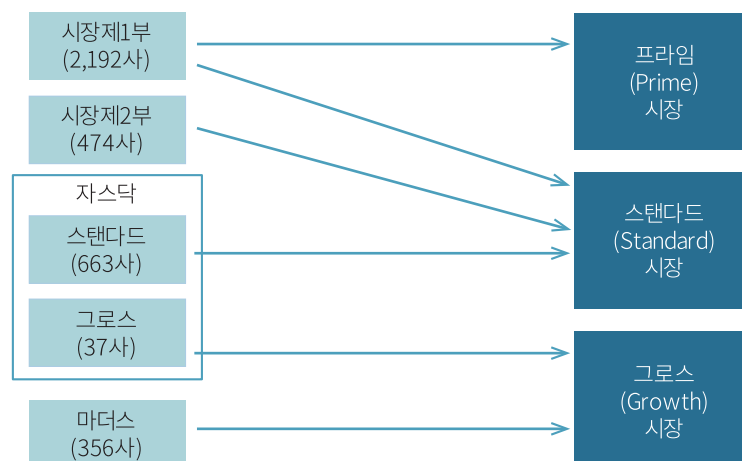
11) 金融庁, 2021. 4. 7, 投資家と企業の対話ガイドライン(改訂案).

- 프라임 시장에서는 회사 경영진으로부터 독립적인 사외이사를 현재 2명에서 과반수 또는 1/3 이상으로 선임, TCFD(Task force on Climate-related Financial Disclosures) 또는 국제기준에 근거한 기후변화 정보의 공시, 의결권 전자행사 플랫폼 이용 의무화, 공시서류의 영문서류 제출이 포함됨

□ 재편되는 시장은 프라임, 스탠다드, 그로스 3개의 시장으로 구성되며 유동성, 기업지배구조, 재무성과에 따라 소속시장이 결정됨¹²⁾

- 프라임 시장은 시가총액 규모가 크고, 유동성이 높으며 지배구조가 좋은 기업이 상장하는 시장으로 재편
- 스탠다드 시장은 일정수준의 시가총액 규모 및 유동성을 갖추고 있으며, 기본적인 지배구조 수준을 갖춘 기업이 상장하는 시장으로 조성
 - 1부 일부, 2부 및 자스닥 스탠다드 기업들이 상장될 것으로 예상
- 그로스 시장은 높은 성장 잠재력을 가진 기업을 대상으로 사업실적 관점에서 상대적으로 위험도가 높은 기업도 상장할 수 있는 시장으로 조성
 - 프라임과 스탠다드에 비해 완화된 기준을 두고 있으며 마더스와 자스닥 그로스 기업들이 상장될 것으로 예상
 - 사업계획 및 성장 가능성에 관한 정기적인 공시가 다른 시장과의 차이점¹³⁾
- 기존 상장기업에 대해서는 세 시장 중 하나를 선택할 수 있도록 함
 - 프라임 시장 기준에 미달하더라도 기업지배구조 개선 등 계획을 제시하면 상장을 인정하는 방향을 갖고 있으며 이후 기준을 충족하지 못하면 강등

상장시장 재편 전후 구분



주: 괄호 상장기업 수는 2021년 5월 말 기준

12) 東京証券取引所, 2021. 2. 15, 市場区分の見直しに向けた上場制度の整備について - 第二次制度改正事項に関するご説明資料 -.

13) 사업모델(사업내용 및 수익구조 기술), 시장환경(시장규모, 경쟁환경 등 기술), 경쟁력의 원천(경쟁우위성에 대해 기술), 사업계획(성장전략, 경영지표, 수익계획, 진척상황에 대해 기술), 리스크 정보(성장 실현이나 사업계획 수행에 중요한 영향을 미칠 수 있는 주요 리스크 및 그 대응방안에 대해 기술)

프라임 시장과 시장 제1부 신규상장 기준 비교

항목		프라임 시장	현행 시장 제1부
유동성	주주수	800인 이상	2,200인 이상
	유동주식수	20,000단위 이상	20,000단위 이상
	유동주식시가총액	100억엔 이상	10억엔 이상
	시가총액	250억엔 이상	250억엔 이상
지배구조	유동주식비율	35% 이상	35% 이상
경영성과 및 재무상태	순이익	최근 2년간 순이익 25억엔 이상	최근 2년간 순이익 5억엔 이상
		매출액 100억엔, 시가총액 1,000억엔	매출액 100억엔, 시가총액 500억엔
	순자산	50억엔 이상	10억엔 이상

주 : 단위(単位)은 회사법 제188조에 규정하고 있는 주주총회의 의결권 행사 및 거래시장에서 주식거래를 원활하게 하기 위해 필요한 일정 수량의 주식수를 말함, 도쿄증권거래소 업무규정 제15조에서 국내주식의 매매단위는 1단위의 주식수로 규정되어 있으며 1단위=1의결권=주식 100주를 의미

순이익은 돌중 한가지를 충족하면 가능

자료: 도쿄증권거래소

스탠다드 시장과 시장 제2부 · 자스닥 스탠다드 신규상장 기준 비교

항목		스탠다드 시장	현행 시장 제2부	현행 자스닥 스탠다드
유동성	주주수	400인 이상	800인 이상	200인 이상
	유동주식수	2,000단위 이상	4,000단위 이상	-
	유동주식시가총액	10억엔 이상	10억엔 이상	5억엔 이상
	시가총액	-	20억엔 이상	-
지배구조	유동주식비율	25% 이상	30%이상	-
경영성과 및 재무상태	순이익	최근 1년 1억엔	최근 2년 5억엔	최근 1년간 1억엔 또는 시가총액 50억엔 이상
	순자산	적자상태가 아님	10억엔	2억엔

자료: 도쿄증권거래소

그로스 시장과 마더스 · 자스닥 그로스 신규상장 기준 비교

항목		그로스 시장	현행 마더스	현행 자스닥 그로스
유동성	주주수	150인 이상	200인 이상	200인 이상
	유동주식수	1,000단위 이상	2,000단위 이상	-
	시가총액	-	10억엔 이상	-

자료: 도쿄증권거래소

- TOPIX 구성종목은 상장시장과 관계없이 유동성에 따라 선정되며 이외의 지수는 폐지 또는 변경
- 현재 1부 전체기업을 대상으로 하고 있으나 2022년 10월부터 유동주식시가총액 100억엔 미만 종목은 단계적으로 제외, 시장 재편과는 별도로 운영할 계획¹⁴⁾
 - 시장 선택 기준에 따라 유동시가총액이 100억엔 미만이라도 개선 계획을 내면 프라임 시장 유지가 가능하지만 TOPIX에서는 제외될 가능성이 있음¹⁵⁾
 - 또한 2022년 4월 프라임 시장 내 보통주, 우선출자증권, 참여적우선주, 외국주식(단독상장에 한함) 전종목을 대상으로 산출되는 '도쿄증권거래소 프라임 시장 종합지수' 신설
 - 2부 주가지수와 자스닥 지수는 2022년 4월 종료되며 마더스 지수는 2022년 10월부터 구성종목을 교체하고 그로스 시장 상위 250종목을 편입한 후 2023년 10월 '도쿄증권거래소 그로스 시장 250지수'로 명칭을 변경할 예정
- 이번 시장구조 재편은 대외적으로 투자자금을 둘러싼 거래소 간 국제경쟁, 대내적으로 상장기업의 경쟁력 강화에 목적을 둔 것으로 볼 수 있으며 2022년 4월 전면시행이 예정됨
- 동증은 2021년 7월 상장기업의 상장 유지기준 적부 판단을 시행할 예정이며 개정된 상장기준에 따라 시장 구분을 각 상장기업에 통보
 - 상장회사는 2021년 9월~12월 말까지 프라임, 스탠다드, 그로스 중 하나의 시장을 선택 후 동증에 신청
 - 1부기업이 프라임 기준을 충족하지 않더라도 2021년 말까지 개선 계획서를 제출하면 경과조치의 적용을 받을 수 있음
 - 최근 각국 거래소와 규제당국이 주도하는 ESG 정보 공개 움직임에 따라, 동증은 ESG 관련 규제가 해외 투자자금 확보와 직결됨을 인식하고 있으며 개정에 반영함¹⁶⁾
 - 동증은 이번 재편으로 상장 기준이 보다 엄격해져 기업구조조정이 가속화되고 기업지배구조 코드로 주주와의 대화 분위기가 조성되어 상장기업의 경쟁력 강화로 이어지는 것을 목표로 함
 - 현재 기업수 기준으로 새로운 상장기준 적용시 30%에 해당하는 600개의 기업은 프라임 시장에서 퇴출될 것으로 예상¹⁷⁾

선임연구원 여밀림

14) 현재 일본은행은 TOPIX 연동 ETF를 매입하고 있는데 선별 없이 1부 전체기업에 자금이 무조건적으로 투입된다는 점에서 우려가 제기되기도 하였음

15) 다만, 프라임 시장 기준이 유동시가총액 100억엔이기 때문에 기준을 충족하는 기업들은 모두 TOPIX 지수가 되므로 동증에서도 시장구조 재편 후 TOPIX 지수 커버비율을 99%로 보고 있음

16) 日本經濟新聞, 2021. 4. 9, 東証・山道社長「市場再編、投資の呼び水に」企業にESG強化促す「空箱上場」は慎重に議論.

17) 단, 600개사가 1부 유동시가총액에서 차지하는 비중은 1%미만에 불과해 TOPIX의 연속성에 큰 영향을 미치지 않는 것