

디지털자산 과세체계의 현황 및 합리적 발전방향*

선임연구위원 황세운

지난 12월 2일 국회 본회의를 통과한 소득세법 개정안은 가상자산에 대한 과세시기를 2022년 1월 1일에서 2023년 1월 1일로 1년 유예하였을 뿐, 디지털자산으로부터 발생하는 소득에 대한 과세방법에 있어서는 아무런 변화도 시도하지 않았다. 가상자산이 지불토큰, 유틸리티토큰, 증권토큰 등으로 세분화되는 추세를 감안할 때 현행 소득세제는 디지털자산 시장의 현황 및 특성을 제대로 반영하고 있다고 평가하기는 어려울 것이다. 세법상의 가상자산이 지불토큰으로만 한정되고 있다는 점, 그리고 가상자산 거래로부터 발생하는 소득이 양도소득이 아니라 기타소득으로 분류된다는 점은 현행 디지털자산 과세체계가 가진 문제점이라 볼 수 있으며 이에 대한 근본적인 세제개선이 필요할 것이다.

디지털자산에 대한 과세는 디지털자산 시장의 발전방향에 중대한 영향을 미칠 수 있는 요소이므로 발행수요와 거래수요를 적절히 고려하여 신중하게 설계해야 한다. 디지털자산의 세분화가 뚜렷하게 진행되고 있다는 점을 과세체계에 충분히 반영해야 할 것이다. 지불토큰, 증권토큰, 유틸리티토큰에 대한 판단기준을 제시하고 유형별로 소득성격에 합당한 과세체계를 적용할 필요성이 있다. 특히 증권토큰에 대한 판단기준을 준비하여 자본시장법상의 금융투자상품규제가 증권토큰에 대해 동일하게 적용될 수 있는 제도적 기반을 마련하고, 증권토큰으로부터 발생하는 소득에 대해서는 금융투자소득세제를 적용함이 타당하다. 금융투자소득세제가 허용하는 기본소득공제, 손익통산, 손실의 이월공제를 증권토큰으로부터 발생하는 소득에 대해서도 동일하게 적용해야 할 것이다. 지불토큰의 경제적 특성과 더불어 지불토큰의 매매로부터 발생하는 수익의 성격, 계산방법 등을 고려할 때 양도소득의 성격을 강하게 가짐을 감안하여 지불토큰에 대해 기타소득이 아니라 양도소득 또는 금융투자소득으로 과세하는 방안도 검토할 필요성이 크다.

지난 12월 2일 가상자산에 대한 과세 유예를 담은 세법개정안이 국회 본회의를 통과했다. 이번에 통과된 소득세법 개정안은 가상자산에 대한 과세시기를 기존 2022년 1월 1일에서 2023년 1월 1일로 1년 유예하였을 뿐 가상자산으로부터 발생하는 소득에 대한 과세방법에 있어서는 아무런 변화가 없었다.

소득이 있는 곳에 과세한다라는 조세의 기본원칙을 감안할 때 가상자산의 양도나 대여 등으로부터 발생한 소득에 대해 세금을 부과하는 것은 타당한 정책적 결정이라고 볼 수 있을 것이다. 그럼에도 불

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

구하고 그간 가상자산에 대한 과세 유예의 필요성이 강하게 제기되어 왔던 것은 조세행정의 실효성에 대한 근본적인 우려에서 기인한다. 가상자산 거래 및 이에 따른 양도소득의 발생을 빠짐없이 추적해서 세금을 부과할 수 있는 과세인프라가 갖추어져 있는가에 대한 의문이 제기되어 왔던 것이다. 국내 가상자산(암호화폐)의 거래는 주요 가상자산 거래소의 거래정보를 바탕으로 그 소득발생 유무를 추적하는 것이 가능하다. 그렇지만 예를 들어 가상자산을 개인지갑으로 이전한 후 해외 거래소로 옮겨 거래할 경우 이에 대한 소득발생의 유무를 추적하는 과세인프라는 아직 마련되어 있지 못한 상황이다. 가상자산에 대한 소득과세가 제대로 이루어지려면 세원파악이 중요한데 아직까지 세원파악에 대한 과세인프라가 적정수준에 도달했다고 평가하기는 어려울 것이다. 시장의 현실이 이러한 점을 감안할 때 가상자산에 대한 과세를 1년간 유예하고 과세에 필요한 인프라를 제대로 갖추는 것은 적절한 정책적 결정이라 판단된다.

가상자산에 대한 과세유예와는 별도로 미흡한 과세내용을 보완함으로써 가상자산에 대한 과세체계의 정합성을 제고하려는 노력이 필요하다. 시장환경의 변화에 따라 가상자산에 대한 새로운 시도들이 나타나면서 가상자산의 특성은 점차 세분화되는 추세에 있다. 가상자산의 목적에 따라 그 특성이 뚜렷하게 달라지고 있음을 감안할 때 세제가 이러한 가상자산의 세분화 내용을 적절히 반영해줄 필요성이 커지는 것이다. 이에 본고는 가상자산에 대한 기본적인 과세 방향성을 점검하고 미국 과세제도와 비교분석을 통해 향후 가상자산 과세제도의 합리적 방향성을 모색하고자 한다. 최근 국회를 중심으로 이른바 가상자산업법의 제정이 추진되고 있음을 감안할 때 과세제도가 시장의 변화를 적절히 반영하는 것은 건전한 시장발전에 있어서 중요한 요소가 될 것이다. 현재까지 법률적인 용어로 가상자산이 주로 쓰이고 있지만, 본고에서는 보다 포괄적인 의미를 부여하기 위해 가상자산이 아니라 디지털자산(Digital asset)이라는 용어를 사용할 것임을 밝힌다.

디지털자산의 세분화와 그 수익에 대한 이론적 접근방식

전통적인 의미의 디지털자산은 전자적인 형태로 존재하고 재산적 가치를 가지며 사용할 권리가 있는 무형자산으로 정의된다. 사진, 로고, 삽화, 애니메이션, 시청각 미디어, 프레젠테이션 자료, 전자문서, 전자메일, 전자적 데이터, 응용 프로그램 등을 포함하는 포괄적인 개념으로 볼 수 있다. 그런데 블록체인(Block-chain) 기술과 암호화폐가 등장한 이후 디지털자산은 암호화폐를 가리키는 용어로 변화하고 있다. 암호화폐는 다양한 명칭으로 불리고 있으나 최근에는 화폐의 성격보다 자산의 관점으로 접근하는 경향이 강해짐에 따라 디지털자산이라는 용어의 사용이 확대되고 있다. 국내에서는 「특정 금융거래정보의 보고 및 이용 등에 관한 법률」(이하 특금법)이 디지털자산이라는 용어 대신에 가상자산을 법률적 용어로 사용하고 있다. 특금법상의 정의를 따르면 가상자산은 경제적 가치를 지닌 것으로서 전자적으로 거래 또는 이전될 수 있는 전자적 증표를 말한다.

디지털자산에 대한 제도적 접근에서 나타나는 뚜렷한 추세는 디지털자산 관련 규제의 세분화라 할 수 있을 것이다. 디지털자산에 대한 규제와 과세는 디지털자산의 특성에 따른 거래위험(정보비대칭성, 원본손실 가능성 등), 거래목적(투자목적인지 사용목적인지의 여부) 등을 고려하여 세분화되고 있다. 획일적인 정의를 통해 디지털자산에 대한 규제체계를 마련하는 것보다는 활용 목적을 고려하여 디지털자산을 유형화하는 것이 규제의 목적을 달성함에 있어서 더 효과적이기 때문이다. 한편, 디지털자산에 관한 규제를 설계함에 있어서 디지털자산을 단순히 금융상품 또는 무형자산으로 정의하는 접근방식은 그 효율성 측면에서 바람직하다고 보기가 어렵다. 투자계약성이 높은 디지털자산은 증권으로 정의하고, 재화나 용역의 사용권을 표시하는 디지털자산은 무형자산 또는 금융자산으로 인식하는 것과 같은 유연하고 합리적인 접근방식이 요구된다.

활용 목적에 따라 디지털자산을 구분해보면 크게 지불토큰(Payment token), 유틸리티토큰(Utility token), 그리고 증권토큰(Securities token)으로 세분화할 수 있다. 한 가지 유형의 특성만을 가지는 것이 아니라 복수의 특성을 중복적으로 가지는 하이브리드토큰 형태도 흔히 관찰된다. 지불토큰은 유통 및 교환을 목적으로 발행된 디지털자산이다. 비트코인이나 이더리움은 가장 널리 알려진 지불토큰이며, 가상화폐(Virtual currency)라는 용어로도 불리고 있다. 지불토큰은 탈중앙화된 분산원장 네트워크에서 정부가 공적으로 규제하는 중개업자의 개입없이 거래가 이루어진다. 일반적으로 전통적인 증권규제를 받지 않지만, 지급결제규제·자금세탁방지규제 등의 적용이 확대되어 가는 추세이다. 유틸리티토큰은 네트워크상의 재화 또는 용역에 접근할 수 있게 하는 권한을 부여한 디지털자산이다. 유틸리티토큰의 보유자는 의결권이나 이익배당청구권을 가지는 것은 아니기 때문에 투자자산으로서의 특성은 강하지 않다. 증권토큰은 특정 투자에 관련된 권리와 의무를 수반하는 디지털자산으로 정의된다. 증권법상 주식 또는 채권에 해당하거나 투자계약의 요건을 충족하는 디지털자산이며, 투자자의 보호의 필요성이 상대적으로 강하게 제기된다.

전술한 세 가지 종류의 디지털자산은 자산의 특성이 각각 상이하므로 해당자산의 목적과 특성을 감안하여 과세제도도 세분화하여 발전하고 있다. 지불토큰의 경우 화폐성보다는 자산성을 강조하는 경향이 뚜렷해지고 있다. 지불토큰은 발행자가 뚜렷하지 않으며, 전통적인 화폐·증권·외환·상품 등의 개념 및 성격과는 상이한 특성을 가진다. 이로 인해 기존의 규제방식으로는 규제하기가 어려운 것이 사실이지만, 과세목적에 있어서는 금전으로 전환가능한 지불토큰을 자산으로 인정하여 자산의 취급과 관련된 세법의 규정을 적용하는 방식이 일반화되는 추세이다. 다만 자산성을 인정하더라도 지불토큰으로부터 발생하는 소득의 성격에 대해서는 인식방식에 차이가 존재한다. 지불토큰의 양도로부터 발생하는 소득은 양도소득 또는 기타소득으로 분류되고 있는데, 기타소득보다는 양도소득의 성격이 더 강하다고 평가할 수 있다. 지불토큰의 거래를 통해 발생하는 이익은 자산가격의 상승에 따른 자본이득의 성격을 가진다는 점을 고려해야 할 것이다.

증권토큰의 경우 발행과정에서 투자자가 발행자에게 기존의 지불토큰을 제공한 부분은 특정투자자에 대한 투자지분에 해당될 수 있기 때문에 증권토큰을 매각할 경우와 증권토큰에 따라 수익을 분배받을 경우 해당 수익을 어떻게 인식할 것인가가 관건이 된다. 유통시장을 통해 증권토큰을 매각하는 경우에 발생하는 차익은 일반적으로 주식을 매각하였을 때와 동일하게 자본이득으로 분류하여 과세하는 방식이 일반화되는 추세이다. 증권토큰을 발행자에게 환매(Redemption)하는 경우에는 해당 토큰을 취득하여 보유하고 있던 자가 환매를 통해 받게 되는 수익을 배당소득으로 분류할 수 있을 것이다. 또한 증권토큰을 보유한 자들에 대해 부수적으로 서비스가 제공된다면 그 부분은 배당소득으로 해석하는 것이 타당할 것이다.

유틸리티토큰의 경우 양도시 발생하게 되는 차익이 양도소득 과세대상이 될 수 있는가에 대해서 해석이 나누어진다. 네트워크상의 재화 또는 용역에 접근할 수 있게 하는 권한이 거래되었을 때 이를 양도소득으로 보는 것이 타당한가, 아니면 기타소득으로 간주하는 것이 타당한가에 대해서는 이견이 존재하는 것이다. 다만 유틸리티토큰도 금전적 가치를 가지는 자산이라 인정할 수 있다면 이의 거래로부터 발생하는 수익을 양도소득으로 인식할 가능성은 충분하다 할 것이다.

국내 디지털자산 과세제도 현황 및 문제점

우리나라에서 디지털자산에 대한 과세는 기본적으로 소득세법의 규정을 따른다. 현행 소득세법은 가상자산으로부터 발생한 양도소득을 기타소득으로 정의하고 있다.¹⁾ 다만 소득세법은 가상자산에 대한 정의를 자체적으로 규정하지 않았으며, 특금법이 규정한 가상자산의 정의에 의지하고 있다. 특금법은 가상자산을 경제적 가치를 지닌 것으로서 전자적으로 거래 또는 이전될 수 있는 전자적 증표(그에 관한 일체의 권리를 포함한다)로 정의한다.²⁾ 가상자산에 대한 이러한 정의를 따를 경우 가상자산의 범위가 지나치게 모호해지는 문제점이 발생한다. 특금법에 대한 해석에 있어서 가상자산은 지불토큰을 의미하는 것으로 판단된다. 그런데 디지털자산의 범위가 지불토큰뿐만 아니라 유틸리티토큰과 증권토큰으로 확장되어 가고 있는 글로벌 추세를 감안할 때 특금법상의 가상자산이 유틸리티토큰과 증권토큰을 모두 포함하는 것으로 해석해야 하는 것인지에 대해서는 모호함이 존재한다. 세제당국은 가상자산을 무형자산으로 정의하여 자산성은 인정하고 있으나, 자본시장법상의 금융투자상품은 아니라는 입장을 유지하고 있다. 이는 그 특성에 있어서 지불토큰과 상당한 차이를 보이는 증권토큰의 경우 기타소득세제가 적용되는 가상자산으로 인정할 것인가, 아니면 금융투자소득세제가 적용되는 금융투자상품으로 인정할 것인가에 관해 제도적 불확실성을 초래한다. 한편 현재 국회에서는 가상자산업법의 제정이 시도되고 있으나 금융당국은 국내에서 ICO(Initial Coin Offering)를 아직까지 불허하고 있어,

1) 소득세법 제21조(기타소득) 제1항 제27호

2) 특정 금융거래정보의 보고 및 이용 등에 관한 법률 제2조 제3호

세제상의 가상자산이 유틸리티토큰과 증권토큰으로 범위를 확장하는 데에 있어서 제약요소로 작용할 가능성이 크다. 2017년 9월 금융당국은 지분증권이나 채무증권 등 증권발행 형식으로 가상통화를 이용하여 자금조달하는 행위는 자본시장법 위반으로 처벌할 것임을 밝혔다. 또한 ICO를 앞세워 투자를 유도하는 유사수신 등 사기위험 증가, 투기수요 증가로 인한 시장과열 및 소비자 피해 확대 등의 부작용이 우려됨에 따라 기술·용어 등에 관계없이 실제 ICO가 프로젝트에서 나오는 수익을 배분하는 방식, 기업에 대한 일정한 권리 배당을 부여하는 방식, 플랫폼에서의 신규 가상통화를 발행하는 방식 등 모든 형태의 ICO를 금지해왔다. 이는 디지털자산의 범위를 지불토큰으로만 제한하는 것을 의미하며, 세법상의 가상자산도 특금법상의 포괄적인 정의와는 달리 지불토큰만을 의미하는 것으로 변형되는 결과로 이어졌다.

소득세법은 가상자산의 양도, 교환, 대여로부터 발생한 소득을 기타소득으로 과세한다. 그런데 가상자산의 양도로부터 발생한 소득의 산출방식을 살펴보면 일반적인 양도소득의 계산방법과 동일한 방법을 따른다. 이는 가상자산으로부터 발생한 소득을 기타자산으로 인정하는 것이 타당한 것인가에 관한 논란을 야기한다. 가상자산은 경제적 실질로 판단할 때 무형자산보다는 금융자산에 가깝다고 보는 것이 타당하지만, 세제당국은 새로운 형태의 자산이기 때문에 국제회계기준(IFRS)의 정의를 만족시키지 못해 회계상 무형자산으로 분류되고 있음을 감안해 가상자산의 거래로부터 발생한 소득을 기타소득으로 분류하였다. 국제회계기준 해석위원회가 통상적인 영업활동 차원에서 판매목적으로 보유한 가상자산을 재고자산으로 회계처리하고, 그 외의 경우에는 무형자산으로 처리한다는 점을 따른 것이다. 그러나 국제회계기준상 가상자산이 무형자산으로 취급된다고 해서 가상자산으로부터의 소득을 기타소득으로 과세해야 하는 것은 아니다. 특히 향후 국내 발행이 허용될 것으로 기대되는 증권토큰의 경우 거래로부터 발생하는 소득은 기타소득이 아니라 양도소득의 성격을 가진 금융투자소득으로 과세함이 타당할 것이다. 가상자산으로부터 발생한 소득이 기타소득으로 간주되면서 과세기간내의 손익통산은 가능하지만 손실의 이월공제는 허용되지 않는다는 것도 문제점으로 인식된다.

미국의 디지털자산 과세제도

해외의 디지털자산 과세제도를 점검함에 있어 가장 먼저 살펴볼 필요가 있는 국가는 미국이다. 이는 미국이 가장 신속하게 디지털자산 과세제도를 정교화시키고 있는 나라중의 하나이기 때문이다. 미국은 디지털자산의 거래로부터 발생한 소득을 기본적으로 자본이득으로 인식하여 과세하고 있다. 지불토큰의 경우 자산으로 간주하여 자산의 과세체계를 적용한다.³⁾ 지불토큰을 자산으로 간주하여 일반적인 과세관계가 성립하며, 통화로 보지 않기 때문에 외환손익이 발생하지는 않는다. 재화나 용역의 대가로 지불토큰을 수취할 경우 자산의 교환거래로 보아 수취한 지불토큰의 공정가치를 총소득에 포

3) 미 연방 국세청 가이드(IRS Virtual Currency Guidance) 및 지침(IRS Notice 2014-21)

함시킨다. 지불토큰의 매각 이익은 자본이득으로 과세의 대상이 되고, 지불수단으로 지불토큰을 사용한 경우 지불한 자에 대해서는 지불토큰의 취득가격과 지불시의 시장가격의 차액이 자본이득으로 과세의 대상이 된다. 지불토큰을 수취한 자에 대해서는 수취시의 시장가격에 의해 지불토큰을 자산으로서 평가하도록 한다. 지불토큰을 매도할 때 지불토큰의 양도가액과 취득가액 및 거래수수료, 커미션과 같은 비용을 고려한 조정 기초가액과의 차이에 근거하여 양도소득 또는 양도손실을 계산한다. 자산의 보유기간에 따라 장기양도소득과 단기양도소득으로 구분하여 세율의 적용을 다르게 적용한다. 양도손실이 발생한 경우에는 그 손실을 신고하도록 하고 일정한 한도에서 손익통산을 허용하며, 손실이 허용한도를 초과하면 차기에 대해 이월공제를 허용한다. 채굴에 의해 지불토큰을 취득한 때에는 원시취득한 것으로 보아 시장가격으로 평가하고 채굴에 든 비용을 공제한 금액을 소득으로 과세한다.

증권토큰의 경우 기본적으로 증권법상의 증권에 적용되는 과세체계가 동일하게 적용된다. 기업이 토큰을 발행할 때, 토큰발행자에 대한 과세는 발행되는 토큰의 특성에 크게 영향을 받는다. 토큰의 증권성이 인정될 경우 증권법의 적용을 받고 과세도 증권과 동일한 방식으로 이루어진다. 따라서 디지털 자산의 증권성 판단이 매우 중요한 이슈가 되며, 토큰의 증권성 판단을 위해 Howey Test를 실시한다. 증권토큰을 발행하는 과정에서 발행자가 받게 되는 지불토큰은 투자목적의 출자금액에 해당하기 때문에 발행자의 소득과세 대상수입에 포함되지 않는다. 디지털자산이 증권토큰으로 분류되는 경우 증권토큰의 발행자가 ICO과정에서 지불토큰을 받고 증권토큰을 새로이 발행하면 투자 당시 지불토큰의 시장가격으로 출자된 것이라고 간주한다. 유통시장을 통해 증권토큰을 매각하는 경우에 발생하는 차익은 일반적으로 주식을 매각하였을 때와 동일하게 자본이득으로 인식하여 과세한다. 증권토큰을 발행자에게 환매하는 경우에는 해당 토큰을 취득하여 보유하고 있던 자가 환매로부터 받게 되는 차익을 배당소득으로 인정한다. 증권토큰을 소유한 자들에 대해 추가적으로 블록체인의 서비스 제공된다면 그 부분에 대해서는 배당소득으로 인정한다.

디지털자산 과세제도의 발전방향

디지털자산에 대한 과세는 디지털자산 시장의 발전방향에 중대한 영향을 미칠 수 있는 요소이므로 발행수요와 거래수요를 적절히 고려하여 신중하게 설계해야 한다. 디지털자산의 세분화가 뚜렷하게 진행되고 있다는 점도 과세체계에 충분히 반영해야 할 것이다. 디지털자산의 과세제도가 정교화되기 위해서는 디지털자산의 유형구분이 세제에 있어서도 일관성 있게 유지되어야 한다. 이를 위해 정부는 지불토큰, 증권토큰, 유틸리티토큰에 대한 판단기준(가이드라인)을 제시할 필요성이 크다. 특히 증권토큰에 대한 판단기준을 마련하여 자본시장법상의 금융투자상품규제가 증권토큰에 대해 동일하게 적용될 수 있는 제도적 기반을 마련하고, 증권토큰으로부터 발생하는 소득에 대해서는 금융투자소득세제를 적용함이 타당하다. 금융투자소득세제가 허용하는 기본소득공제, 손익통산, 손실의 이월공제를 증권토큰으로부터 발생하는 소득에 대해서도 동일하게 적용해야 할 것이다.



지불토큰의 거래로부터 발생한 소득에 대한 인식방식도 기타소득이 아니라 양도소득으로 전환할 필요성이 있다. 지불토큰은 금융투자상품은 아니지만 이에 대한 규제체계는 증권관련법(우리나라에서는 자본시장법)상의 규제체계를 기본으로 하여 설계되는 경향이 관찰된다. 지불토큰에 대한 규제체계는 지불토큰의 발행시장 및 유통시장에 관한 공시제도를 통해 정보격차를 줄이고, 다양한 불공정거래에 대해 자본시장 규제원칙을 적용하며, 디지털자산사업자에 대해 금융투자업자 수준의 진입규제 및 행위규제를 적용하는 방식으로 설계되고 있다. 또한 지불토큰은 금융투자상품은 아니지만 금융투자상품과 유사한 특성이 다수 관찰되고, 대부분의 거래참여자들에게 투자자산으로 인식되고 있다. 지불토큰의 이러한 경제적 특성과 더불어 지불토큰의 매매로부터 발생하는 수익의 성격, 계산방법 등이 양도소득의 성격을 강하게 가짐을 고려하여 지불토큰에 대해 기타소득이 아니라 양도소득 또는 금융투자소득으로 과세하는 방안을 검토해야 할 것이다.

국내투자자의 해외주식 직접투자 확대 추세에 대한 소고*

연구위원 김한수

최근 국내투자자의 해외주식투자는 개인 등 소규모 투자자의 직접투자 방식 주도로 빠른 확대 추세를 보이고 있다. 해외에서 발행 및 유통되는 주식을 거래하는 해외주식투자는 국경간 거래의 특성상 다수의 금융기관을 경유하는 복잡한 경로를 거치게 되며 국내 거래 대비 높은 거래비용 및 환위험 등 추가적 위험요인을 수반한다. 이러한 제약요인으로 인해 주요국의 경우 소규모 투자자의 해외주식 직접투자는 제한적인 수준인 것으로 알려져 있으나, 우리나라의 경우 해당 거래의 편의성 측면에서의 상대적 이점으로 인해 코로나19 발발 이후 개인투자자의 관심이 크게 확대되고 있는 것으로 파악된다. 국내시장의 높은 해외주식 거래 편의성은 거래비용 감소라는 경제적 편익을 제공함과 동시에 투자자 보호 측면에서의 위험성을 내포하고 있다. 특히 최근 개인투자자의 직접투자 방식에 따른 해외주식투자 확대 추세는 여전히 해외주식투자를 고위험·고수익 투자의 일환으로 인식하고 있음을 시사하고 있어 국제분산투자를 통한 위험조정 수익률 제고의 방향으로 투자자 인식을 개선하는 노력이 필요할 것으로 판단된다.

코로나19 발발 이후 전세계적으로 개인투자자의 자본시장 참여가 확대되고 있는 가운데 최근 우리나라의 경우에는 개인투자자의 해외주식 직접투자에 대한 관심이 크게 증가하고 있는 것으로 나타나고 있다. 최근 통계에 따르면 개인 및 법인 등 국내 일반투자자의 해외주식투자 잔액은 코로나19 발발 이전 시점 대비 5배 이상 증가한 것으로 나타난다. 본고에서는 최근 국내투자자의 해외주식 직접투자 구조 및 특징 분석을 통해 최근 추세를 살펴보고 이에 따른 시사점을 제시하였다.

국내투자자의 해외주식투자 추이

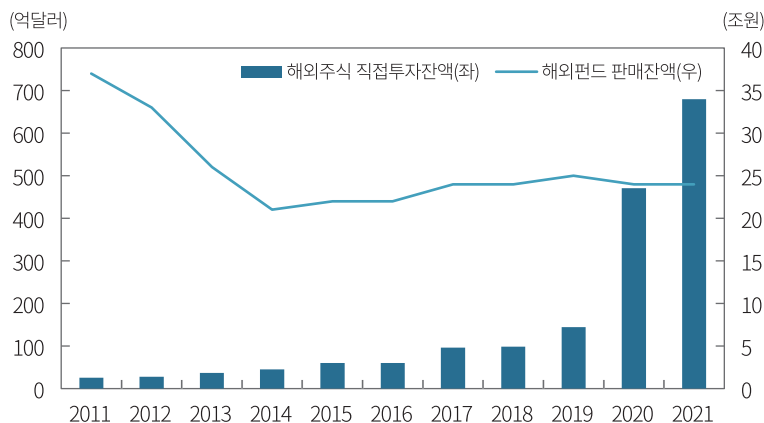
국내투자자의 해외주식투자는 2000년대 초반 이후 빠른 증가세를 지속해오고 있다. 2021년 3분기 기준 국내투자자의 해외주식투자 잔액은 약 5,527억달러로 2003년 말 잔액(34억달러) 대비 160배 이상 증가하였다. 특히 글로벌 금융위기 이후 시점에서는 주요 연기금 등 공공부문의 해외주식투자가 크게 증가하고 있다. 국내 최대 해외주식투자 주체인 국민연금의 경우 현재 해외주식 보유비중은 총자산의 약 1/4에 달하는 것으로 추정되며, 국민연금을 포함한 일반정부 부문의 해외주식투자 잔액은 국

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

내투자자의 해외주식 보유잔액의 과반을 상회하는 것으로 나타나고 있다. 이와 더불어 최근에는 주요 금융기관 및 개인 등 민간부문의 해외주식투자 잔액 또한 상승세를 보이고 있는 것으로 나타나고 있다.¹⁾

최근 국내투자자의 해외주식투자 추이에서 가장 두드러지는 특징은 개인투자자의 직접투자 방식에 의한 해외주식거래가 빠르게 증가하고 있다는 점이다. 개인투자자의 해외주식 직접투자 추이는 예탁결제원의 해외주식 보관잔액 통계를 통해 간접적으로 추정해 볼 수 있다.²⁾ 2021년 10월말 기준 국내투자자가 예탁결제원을 통해 보유하고 있는 해외주식투자 잔액은 약 680억달러로 코로나 위기 발발 이전 시점인 2019년 말 대비 5배 이상 증가한 것으로 나타난다. 해당 통계는 개인투자자 및 일반법인 등 기타 주체의 예탁결제원 외화증권 예탁계좌를 통해 보관중인 해외주식을 포함하고 있으나, 최근의 확대 추세는 대부분 개인투자자의 해외주식 직접투자 증가분에 따른 것으로 추정된다.³⁾ 이는 특히 최근 개인의 해외펀드 등을 통한 간접투자 방식의 해외주식투자가 감소 추세를 보이고 있는 점과 비교할 때 개인의 해외주식투자 경로가 직접투자 방식으로 이동하고 있음을 보여주고 있다.⁴⁾

〈그림 1〉 해외주식 직접투자 및 해외펀드 잔액 추이



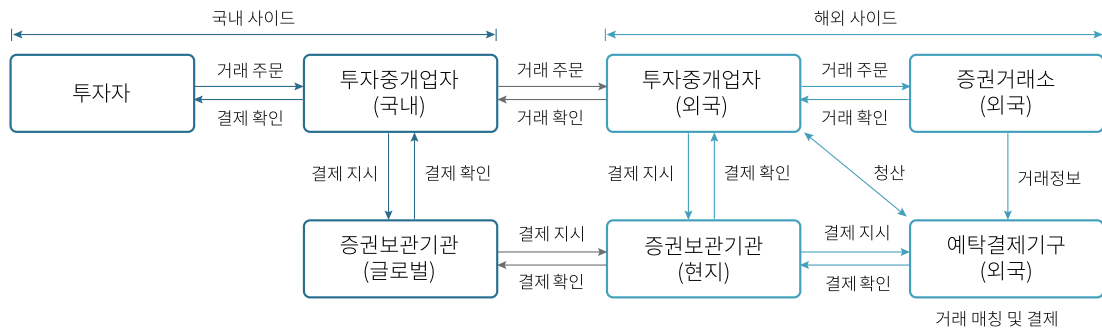
주 : 해외주식 직접투자 잔액은 예탁원 외화증권 보관 잔액 기준; 해외펀드는 해외자산 투자비중 30% 이상 펀드 판매잔액 기준; 2021년은 각 10월 18일(해외주식 직접투자) 및 8월말(해외펀드) 기준
 자료: 한국예탁결제원, 금융투자협회(김한수(2021)에서 재인용)

- 1) 주요 민간 기관투자자 및 일반투자자(개인 및 일반법인)의 2021년 3분기 기준 해외주식투자 잔액은 약 2,541억달러로 2016년말 대비 4배 이상 증가하였다(한국은행 국제투자대조표).
- 2) 예탁결제원 통계시스템(Seibro)에 포함된 해외주식 보관잔액은 개인투자자 뿐만 아니라 일반법인 및 증권사 고유자산 등 국내 예탁결제원을 통해 집중예탁되고 있는 총 보관잔액이다.
- 3) 금융감독원이 간헐적으로 발표하고 있는 개인투자자 해외투자 동향(보도자료) 등을 통해 간접적으로 추정해 볼 경우 2020년 8월 말 기준 예탁결제원 해외주식 보관잔액의 약 80%가 개인투자자 보유잔액으로 추정된다.
- 4) 2020년 말 기준 개인 대상 해외투자펀드 판매잔액은 약 24조원 수준으로 2011년말 대비 약 35% 감소한 것으로 나타난다.

해외주식 직접투자 구조 및 특징

해외에서 발행 및 유통되는 증권을 국내에서 국경간 거래의 형식으로 직접 매매하는 해외주식 직접 투자는 다수의 금융기관을 경유하는 복잡한 투자경로를 거치게 된다. <그림 2>에 나타난 바와 같이 국내 투자자가 국내 투자중개업자를 통해 해외주식의 매매거래를 수행하는 경우 해당 증권 소재국의 투자중개업자 및 해외 증권보관기관을 경유해야 한다. 즉 국내 투자중개업자는 해외증권의 매매거래를 위해 해당증권 소재국의 투자중개기관에 계좌를 개설하고 글로벌 증권보관기관을 경유하여 현지 자본 시장에서의 매매 및 결제 업무가 진행된다. 이러한 복잡한 거래구조에 따라 해외주식거래는 국내거래 대비 비용적 측면에서의 제약요인이 존재한다. 국내투자자가 부담하는 해외주식거래 수수료에는 국내 기관의 중개수수료와 더불어 해외 시장에서의 중개 및 보관 수수료 등이 포함되기 때문이다.

<그림 2> 국경간 주식거래 주문 흐름



자료: 김한수(2021)

해외주식투자는 거래비용 측면에서의 제약요인과 더불어 국경간 거래의 특성에 기인한 다양한 추가적 제약요인이 존재한다. 특히 국제거래의 특성상 현지와 국내와의 시차 및 현지에서 처리되는 결제 업무 속도 등이 각국별로 상이함에 따라 국내거래 대비 추가의 시간이 소요되며, 매매처리 관련 정보의 취득과 관련하여서도 다수의 기관을 경유해야 하는 구조적 특성으로 인해 국내거래 대비 정보의 취득 및 이용이 제한적이다. 또한 국제거래에는 환율위험이라는 추가적 변동요인이 작용하게 되며 언어 및 시차에 따른 투자정보의 비대칭성 등으로 인한 다양한 진입장벽이 존재한다. 이러한 다양한 제약요인으로 인해 일반적으로 소규모 투자자의 직접투자 방식의 해외주식투자는 대부분 국가의 경우 해외 펀드 등을 활용한 간접투자 방식 대비 제한적인 수준으로 알려져 있다. 특히 최근 주요국 증권거래소에는 해외주식 ETF 상품 등이 상장되어 있기에 소규모 투자자 또한 국내 주식거래와 동일한 방식으로 손쉽게 해당상품의 거래가 가능하다. 이러한 측면에서 최근 국내투자자의 직접투자 방식의 해외주식 투자 확대 추세는 다소 이례적인 상황으로 볼 수 있다.

해외주식 직접투자 확대 요인 및 시사점

최근 내국인의 해외주식 직접투자 확대 추세는 코로나19 발발 이후 개인투자자의 해외주식투자에 대한 관심 확대와 더불어 국내시장의 높은 해외주식 직접투자 편의성이 반영된 결과로 해석된다. 우리나라는 한국예탁결제원이 국내 증권사 등을 대상으로 해외주식 결제 및 보관 업무를 대리하는 외화증권 집중예탁 구조를 보유하고 있으며⁵⁾, 이러한 국내 방식은 규모의 경제 및 서비스 제공자의 업무 구축 용이성 등의 측면에서 국내투자자의 해외주식 직접투자 편의성 제고에 일조하고 있다. 이는 일차적으로 예탁자산 보관규모 등에 따라 수수료를 차등 부과하는 등 집중예탁에 따른 규모의 경제 효과가 존재하는 데 기인한다. 실제 예탁원이 국내 증권사에 부과하는 해외주식 결제 및 보관비용은 예탁자산 규모 확대와 더불어 인하되고 있는 것으로 파악되고 있다. 또한 복잡한 국경간 거래구조에도 불구하고 국내 증권사는 집중예탁을 통해 상대적으로 개인투자자 대상 해외주식투자 지원 업무 구축이 용이하다는 점에서도 거래비용 감소 요인이 존재한다. 특히 해외 네트워크 구축이 어려운 소규모 증권사 또한 집중예탁방식을 통한 해외증권 계좌개설 및 서비스 구축이 가능하다. 현재 국내에는 23개의 증권사가 개인투자자 대상 해외주식 직접투자 서비스를 제공하고 있는 것으로 파악되며, 다수의 서비스 제공자가 참여함에 따라 수수료 인하 경쟁 등을 통한 금융소비자 측면에서의 편익이 발생하고 있는 것으로 판단된다.⁶⁾

이러한 편의성 측면에서의 경제적 편익에도 불구하고 최근 개인투자자의 해외주식 직접투자 확대 추세가 국제분산투자 측면에서의 경제적 편익을 충분히 활용하고 있다고 보기에는 어려운 측면이 존재한다. 이는 다수의 연구결과에서 제시된 바와 같이 개인의 직접투자 행태는 기관투자자 등 여타 투자주체 대비 비효율적인 성향이 나타나고 있기 때문이다.⁷⁾ 김한수(2017) 및 김한수(2020) 등에 따르면 우리나라 개인투자자의 경우 국제분산투자 목적의 투자행태가 관찰되지 않고 있으며⁸⁾, 개인투자자의 지역별 해외투자편향(Foreign Investment Bias)⁹⁾ 또한 여타 주체 대비 높은 수준으로 나타나고 있다. 이러한 연구결과는 개인의 경우 해외주식투자를 국제적 위험분산을 고려한 포트폴리오투자의 일환으로 활용하기보다는 고위험·고수익을 추구하는 개인투자자의 경향이 크게 반영되고 있음을 시사하고 있다.

5) 자본시장법은 국내 투자중개업자가 취득하게 되는 외화증권은 국내 증권과 동일하게 예탁결제원을 통해 집중예탁할 것을 의무화하고 있다(자본시장법 제61조 등 참조).

6) 국내증권사의 해외주식 거래수수료는 약 7~25bp 수준으로 일반 개인투자자의 거래규모 등을 감안할 때 주요국(미국 Fidelity의 경우 건당 20~50달러의 거래수수료 부과) 대비 낮은 수준이다.

7) 최근 개인투자자의 국내 주식시장에서의 투자행태를 분석한 김민기·김준석(2021)의 연구에서도 개인투자자는 높은 투자위험을 감수하는 공격적인 투자성향을 보이고 있으며 기관투자자 대비 열악한 투자성과를 보이는 것으로 보고되고 있다.

8) 해당 연구에 따르면 기관투자자의 경우 국제적 위험분산 동기가 통계적으로 유의한 해외주식투자 결정요인으로 추정되었으나 개인의 경우 유의하지 않은 것으로 추정되었다.

9) 해외투자편향은 이론적 지역별 최적 자산배분과 실제 국내투자자의 지역별 자산배분 비중과의 괴리로 측정한다(편향도 범위: -1(과대편향) ~ +1(과소편향)).

또한 개인투자자는 공격적 투자행태에 따른 위험요인과 더불어 해외주식투자 관련 국내·외 규제차이에 기인한 투자자보호 측면에서의 위험에도 노출되고 있다는 점에서도 주의가 필요하다. 이는 개인투자자가 국내 증권사를 통해 취득할 수 있는 해외주식 관련 상품에는 레버리지를 활용한 다양한 상품이 포함되어 있으나, 외국법에 의해 조성된 해외투자 상품에 대해서는 국내법에 따른 접근성 제한 및 투자자 보호 관련 조항이 적용되지 않기 때문이다.¹⁰⁾ 예컨대 내국인이 국내 레버리지 ETF 상품에 투자하는 경우 사전교육 및 기본예탁금 납입 등의 의무조항을 이수하도록 규정하고 있으나 외국법에 의해 조성된 해외 상품의 경우에는 이러한 조항이 적용되지 않는다.

이론적으로 해외주식투자의 가장 큰 경제적 편익은 국제분산투자를 통한 위험조정 수익률 제고에 있다.¹¹⁾ 이미 다수의 연구를 통해 국제분산투자를 통한 포트폴리오 수익 극대화의 효과가 실증적으로 보고되고 있으며, 우리나라의 경우 주요국 대비 모국투자편향(Home Bias)이 높은 수준임을 반영할 때 접근성 개선을 통한 해외주식투자 활성화는 경제적 측면에서의 추가적 편익을 도모할 수 있는 기회를 제공한다는 점에서 긍정적인 측면이 존재한다.¹²⁾ 다만 개인투자자의 과도한 직접투자 방식의 해외주식투자 확대는 투자자보호 측면에서의 추가적 위험성을 동시에 내포하고 있으며, 실제 최근 개인투자자의 해외주식투자 행태가 고위험·고수익 투자 방안에 가깝다는 현실을 고려할 때 국제분산투자 차원에서의 해외주식투자 활용 필요성에 대한 일반투자자의 인식을 제고하는 방향으로의 노력이 필요할 것으로 판단된다.

참고문헌

김민기·김준석, 2021, 『코로나19 국면의 개인투자자: 투자행태와 투자성과』, 자본시장연구원 이슈보고서 21-11.

김한수, 2017, 『글로벌 해외포트폴리오투자 현황 및 결정요인에 관한 연구』, 자본시장연구원 연구보고서 17-08.

김한수, 2020, 『국내투자자의 지역별 해외주식투자 현황 및 특성 분석』, 자본시장연구원 이슈보고서 20-02.

10) 최근 6개월간 순매수 1위 종목인 'PROSHARES ULTRAPRO QQQ ETF' 상품은 국내에서는 허용되지 않는 3배 레버리지를 활용한 해외주식 ETF 상품이다.

11) Markowitz(1952)는 포트폴리오 다각화를 통한 위험조정 수익률 제고에 대한 이론적 기반을 제공하고 있으며, Sonlik(1974) 등 다수의 연구는 국제분산투자를 통한 위험조정 수익률 개선의 효과를 실증적으로 보여주고 있다.

12) 모국투자편향은 이론적 최적 해외포트폴리오 대비 국내투자자의 모국 주식에 대한 편향도를 추정하고 있으며(추정치 범위는 0(편 없음)~1(최대 편향), 2018년 말 기준 우리나라 모국투자편향은 약 0.79로 영국(0.33) 및 독일(0.38) 등 주요국 대비 높은 수준이다.

김한수, 2021, 『국내투자자의 해외주식 직접투자 접근성 분석 및 시사점』, 자본시장연구원 이슈보고서 21-30.

Coeurdacier, N., Rey, H., 2012, Home bias in open economy financial macroeconomics, *Journal of Economic Literature* 51(1), 63-115.

Markowitz, H., 1952, Portfolio selection, *Journal of Finance* 7(1), pp.77-91.

Portes, R., Rey, H., 2000, The determinants of cross-border equity flows: The geography of information, CEPR.

Solnik, B., 1974, An equilibrium model of the international capital market, *Journal of Economic Theory* 8(4), 500-524.

금융소비자보호와 빅테크 규제

- 금융소비자보호법이 시행되면서 빅테크 기업에도 해당 법을 적용할 필요성이 대두
 - 동일기능·동일규제 원칙하에 빅테크 기업의 영업행위는 금융소비자보호법상 중개행위에 해당되어 금융상품판매대리·중개업자로의 등록이 요구됨
 - 빅테크 기업과 금융사 간 공정한 경쟁질서의 확립을 위한 합리적인 감독 방안이 필요
 - 빅테크에 대한 규제가 소비자 편익과 금융혁신을 저해하는 요소가 되지 않는 범위 내에서 금융소비자보호법 등의 적용을 위한 명확한 해석과 기준, 가이드라인 필요
- **지난 9월 25일부터 금융소비자보호법이 시행되면서, 빅테크 기업에도 해당 법을 적용할 필요성이 대두되고 있음¹⁾**
- 금융소비자보호법은 금융상품 판매 등의 행위를 규율하는 법으로 금융상품의 직접 판매, 대리·중개, 자문 등의 행위를 규제하고 있어 해당 업을 영위하기 위해서는 금융상품판매대리·중개업자로 등록하여야 함
 - 금융상품 판매를 중개하는 빅테크 기업의 금융권 내 영향력이 커지면서 금융소비자보호법 시행과 맞물려 빅테크 기업의 소비자보호책임 문제에 대한 지적이 나오고 있음
 - 빅테크 기업이란 광범위한 고객 네트워크를 바탕으로 기존의 금융상품 및 서비스를 제공하는 대형 IT회사를 말함²⁾
 - 빅테크 기업이 별도의 금융업 자격 없이 금융회사와 제휴하는 방식으로 금융 업무를 수행하면서 규제차익으로 인한 문제가 제기되고 있음
- **금융위는 ‘동일 기능·동일 규제’ 원칙을 내세워 빅테크 기업에 대한 금융진출 과정의 공정성, 수수료 문제, 영업행위 등을 기존 금융사와 동일하게 규제하여 규제차익을 해소하겠다는 입장³⁾**
- 카카오페이, 네이버 파이낸셜, 토스 등 빅테크 기업은 풍부한 고객 기반, 고도의 기술력 등을 바탕으로 온라인 금융플랫폼을 통해 송금, 결제, 투자, 대출, 보험서비스 등을 제공하며 금융업에 진출하고 있음

1) 2020년 3월 25일 공포 후 1년간 유예기간과 추가적 유예기간 6개월이 종료되고 2021년 9월 25일부터 시행

2) Financial Stability Board, 2019. 12. 9, Big tech in Finance: Market developments and potential financial stability implications.

3) 금융위원회, 2021. 9. 7, 금융소비자보호법 적용대상 여부 판단 관련 온라인 금융플랫폼 서비스 사례 검토결과, 보도자료.

- 예를 들어, 카카오페이는 송금과 결제 등의 서비스를 통해 이용자와 데이터를 모으고, 이를 바탕으로 투자상품, 대출, 보험 등의 맞춤형 금융서비스를 제공하고 있음
 - 토스는 대출 비교 조회 서비스를 운영하고 있고, 전자금융방식의 대출성 금융상품 판매대리·중개업자로 등록하였음
- 단순 금융상품 광고는 금융소비자보호법 규제 밖의 행위가 되겠지만, 금융상품에 대한 정보를 제공하고, 비교·추천, 맞춤형 금융정보의 제공 등이 중개 또는 자문서비스에 해당되는 것으로 판단되면, 이는 단순광고가 아니고 중개업자 등록대상에 해당되며 금융소비자보호법의 적용을 받게 됨
- 결국 빅테크 기업은 현재와 같은 영업행위를 지속하기 위해서는 금융소비자보호법에 따라 금융상품판매대리·중개업자로 금융위원회에 등록을 하여야 함(금융소비자보호법 제2조 제2호, 제3호, 제11조, 제12조)

〈표 1〉 빅테크 기업에 대한 금융소비자보호법 적용

	주요 내용	금융소비자보호법 적용
금융상품 정보제공	<ul style="list-style-type: none"> • 첫 화면에서 '결제, 대출, 보험 등'과 함께 '투자'를 제공 서비스로 표시 • 펀드, 보험 등 상품정보 확인 및 '청약 → 송금 → 계약내역 관리' 가능 • 소비자 시각에서 모든 계약절차가 플랫폼 내에서 이루어지며, 판매업자는 화면 최하단에 가장 작게 표기 • 판매실적에 따라 수수료를 수령 	<p>※ 중개에 해당</p> <ul style="list-style-type: none"> • 전반적으로 플랫폼이 판매를 늘리기 위해 적극적으로 관여한다고 볼 수 있음 • 소비자는 금융상품 계약 주체를 실질적 판매업자가 아닌 플랫폼으로 인지할 가능성이 높음 • 소비자가 계약체결 당사자를 판매업자가 아닌 플랫폼으로 오인할 우려가 있는 광고는 금융소비자보호법상 금지행위에 해당할 소지가 있음 • (펀드) 플랫폼이 중개행위를 하기 위해서는 자본시장법상 투자권유대행인 등록이 필요하지만, 자본시장법에서는 개인만 등록을 허용(플랫폼이 자산운용사와 판매계약을 체결하여 자본시장법상 투자중개업자로서 중개하는 경우 금융소비자보호법상 금융상품직접판매업에 해당)
금융상품 비교·추천	<ul style="list-style-type: none"> • 금융상품 비교·추천 서비스 제공 (예: ~가 추천하는 인기 보험, ~를 위한 신용카드 Top 10) 	<p>※ 중개에 해당</p> <ul style="list-style-type: none"> • 금융상품 추천은 판매과정 중 하나인 '잠재고객 발굴 및 가입유도'에 해당 • 플랫폼이 판매에 미치는 영향이 상대적으로 크며, 판매업자의 플랫폼에 대한 의존도가 클수록 플랫폼의 우월적 지위에 따른 부작용은 더 크게 부각될 가능성이 있음 • 상품추천 알고리즘의 편향성으로 인한 소비자 피해, 플랫폼 판매수수료 인상에 따른 소비자 부담 증대 가능성 등 • 추천 금융상품이 소비자에 유리한 객관적 근거가 제시되어 있다고 보기 어려운 경우, 금융소비자보호법상 광고규제 위반 소지가 있음

〈표 1〉 빅테크 기업에 대한 금융소비자보호법 적용(계속)

	주요 내용	금융소비자보호법 적용
맞춤형 금융정보 제공	(보험상담) · 가입자가 보험상담 의뢰 시 보험대리점 소속 설계사를 연결	※ 플랫폼이 판매업자인지에 따라 달라짐 (판매업자가 아닌 경우) · 자문서비스에 해당 · 플랫폼에서 보험상담을 서비스로 표시하며, 상담 후 절차 및 사후관리가 플랫폼 내에서 관리되고, 직접적 대가를 받지 않는 않으나 제공 하는 서비스에 영리목적이 없다는 특별한 사정이 없는 한 자문업에 해당 (판매업자인 경우) · 중개에 해당 · 금융소비자보호법상 판매업자가 소비자로부터 대가를 받지 않고 상담을 제공하는 경우는 자 문업의 예외에 해당 · 플랫폼이 판매업자임에도 보험상담에 판매목 적이 없음을 강조하는 행위는 금융소비자보호 법상 허위광고에 해당할 소지가 있음
	(가입 보험상품 분석서비스) · 가입자가 보험상품 정보를 제공하면, 플랫폼과 제휴하는 특정 보험회사에서 그 정보에 대한 분석결과를 제공 · 분석결과에서는 가입자가 보완해야 할 보장사 항과 관련 보험상품(분석서비스 제공 보험회 사의 상품)을 추천	※중개에 해당 · 분석결과 제공 뿐 아니라 관련 상품추천 및 가입지원(보험설계 등)도 이루어지는 점을 감안 · 플랫폼으로부터 분석서비스 제공을 허락받은 업체에 단독으로 판매회회가 부여되므로 플랫 폼의 우월적 지위로 인한 부작용 우려가 있음

자료: 금융위원회(2021. 9. 7)

- 빅테크 기업의 금융권 내 영향력이 확장되면서 판매업자였던 빅테크 기업이 금융상품 제조업자
인 금융사에 직접적인 지배력을 행사하게 될 가능성도 있음
 - 인허가를 받지 않고 규제를 우회하며 금융상품 서비스를 제공하는 경우, 특히 온라인을 통한
금융상품의 판매 등은 설명의무가 온전히 이행되지 않고, 금융상품 판매에 관한 자격·책임 없
는 자로 인한 불완전판매 등으로 이어질 가능성이 높아 금융소비자보호가 취약해질 수 있음

□ 금융소비자보호법에서 빅테크 기업에 대한 규제를 구체화하기 위해서는 빅테크 자체에 대한 정의
및 권유, 추천, 중개행위 등에 대한 개념을 현행 법률에 정립할 필요가 있음⁴⁾

- 금융상품판매대리·중개업은 금융상품에 관한 계약의 체결을 대리하거나 중개하는 것을 영업으
로 하는 것을 의미(금융소비자보호법 제2조)

4) 이준희, 2021. 11. 30, 금융 플랫폼 영업 행위 규제의 이슈와 과제, 금융플랫폼 영업행위 관련 규제 방향 토론회.

- 금융상품판매대리·중개업에서 ‘대리·중개’, ‘권유’ 등의 개념은 금융소비자보호법에는 명시적 정의규정이 없고, 판례나 법령해석에 의존하고 있어,⁵⁾ 법령상의 정의 규정을 정립할 필요가 있음
 - 법령해석에 따르면, 특정 사실행위가 ‘대리·중개(또는 모집)’에 해당하는지는 금융상품 또는 계약관계의 특성 등에 따라 금융상품 유형별, 금융상품판매업자 업종별로 형평에 맞게 적용하여 판단
 - ‘권유’행위는 특정 소비자로 하여금 특정 금융상품에 대해 청약의사를 표시하도록 유인하는 행위를 의미하며, 설명의 정도, 계약체결에 미치는 영향, 실무처리 관여도, 이익발생 여부 등과 같은 계약체결에 관한 제반사정을 종합하여 판단
- 금융소비자보호법에서는 금융상품판매대리·중개업자가 소비자에게 손해를 발생시킨 경우 금융상품직접판매업자의 책임만을 적시하고 있음(금융소비자보호법 제45조)
 - 금융상품직접판매업자가 금융상품계약체결 등의 업무를 위탁할 때 적절한 주의를 하였고 손해를 방지하기 위하여 노력한 경우에는 예외로 하고 있으나,
 - 결국 빅테크 기업이 소비자에게 피해를 입힌 경우 실질적인 책임은 빅테크 기업과 계약을 맺은 금융회사 등의 직접판매자가 책임을 지도록 되어 있음

□ 일본은 업권별 규제를 중복으로 적용받지 않는 금융서비스중개업을 법으로 명시하고 있음⁶⁾

- 일본의 경우 중개 서비스를 하던 플랫폼 업체가 금융사에 소속되어 있었으나 사업 범위가 확장되면서 별도의 규제 필요성이 대두됨
 - 2020년 6월에 「금융상품 판매 등에 관한 법률」이 「금융서비스 제공에 관한 법률」로 변경되며 업권별 규제를 중복으로 적용받지 않는 ‘금융서비스중개업’이 신설
 - 금융서비스 중개업이란 예금 등 매개업무, 보험매개업무, 유가증권 등 중개업무 또는 대부업 대부매개업무의 어느 하나를 업으로서 행하는 것을 말함
- 금융서비스중개업자는 고도의 전문적 설명을 필요로 하는 상품·서비스의 취급이 제한됨
- 또한 금융서비스중개업자가 소비자 피해 발생 시 직접적인 손해배상책임을 부담하며, 보증금 공탁의무 또는 배상책임보험계약 가입, 업권별로 지정된 분쟁해결기관과의 업무계약 체결의무가 부과됨
 - 금융서비스중개업자는 특정 금융기관에 소속되지 않고 독립적으로 금융서비스를 제공함에 따라, 금융서비스 제공 과정에서 발생한 고객들의 손해에 대해 금융서비스중개업자가 손해배상책임을 부담함
 - 종전에는 금융상품 판매를 위탁한 금융기관이 중개업자에 대한 감독책임을 부담함에 따라, 중개업자가 고객에게 손해를 끼친 경우 은행, 증권회사, 보험회사 등 위탁금융기관이 일차적 배상책임을 지고 있었음
 - 소비자 피해 발생 시 손해배상자력 확보를 위해 보증금 공탁의무가 부과됨

5) 대법원 판례(2014도14924), 금융규제민원포털(better.fsc.go.kr), 법령해석

6) 신경희, 2020. 12. 7, 일본의 새로운 금융서비스중개업 도입, 자본시장포커스 2020-26호 참고.

— 중개업자로서의 중립성 확보를 위한 정보제공 의무, 고객정보보호 의무, 고객자산예탁 금지 등의 영업행위 규제가 적용됨

□ 빅테크 기업에 대한 규제는 일본 뿐 아니라 미국, EU, 중국 등 전 세계적인 추세

— 미국, EU, 중국 등 주요국도 빅테크 기업리스크에 대응하여 사후적 규제체계를 사전적 규제로 전환하고 개별 기업체 행위기반 규제를 병행하고 있음

— 빅테크 기업과 금융사 간 공정한 경쟁 질서의 확립을 위한 합리적인 감독 방안이 필요

- 빅테크에 대한 규제가 소비자 편익과 금융혁신을 저해하는 요소가 되지 않는 범위 내에서 금융소비자보호법 등의 적용을 위한 명확한 해석과 기준, 가이드라인 필요
- 동일기능·동일규제를 적용하더라도 신중한 검토가 전제되어야 하며, 빅테크 기업들도 금융규제와 감독으로부터 예외를 적용받기보다는 금융소비자보호 및 건전한 시장질서 유지를 위한 노력이 필요

선임연구원 신경희

중국의 공동부유 정책과 기업규제 리스크

- 시진핑 중국 주석은 2021년 8월 개최된 중앙재경회의에서 ‘공동부유는 사회주의의 본질적 요구’임을 강조하고 공산당 창당 두 번째 100년의 국정 어젠다로 제시
- G2로 부상하는 과정에서 중국의 지역 간·계층 간 불균형이 갈수록 심화되는 가운데, 사회적 불평등 해소와 중산층 확대를 통해 지속가능한 성장을 도모하기 위해 공동부유 정책을 추진
- 최근 빅테크 기업, 사교육과 부동산 등에 대한 전방위적인 기업 규제는 공동부유 정책의 일환으로 당국의 규제가 잇따름에 따라 불확실성이 확대되고 관련 기업들의 규제 리스크 부각
- 내수 확대 및 집권체제 안정을 위한 기업규제에 따른 불확실성은 상당기간 지속될 것으로 예상되는 가운데 기업규제로 인한 성장 둔화라는 부정적 요인과 불평등 해소를 통한 긍정적 요인이 공존

- 시진핑 중국 주석은 2021년 8월 개최된 중앙재경회의에서 ‘공동부유는 사회주의의 본질적 요구’임을 강조하고 공산당 창당 두 번째 100년의 국정 어젠다로 제시
 - 공동부유는 시장 효율에 따른 1차 분배, 세금과 사회보장제도를 통한 2차 분배, 자발적 기부를 통한 3차 분배 등의 부의 재분배를 통해 중산층 비중을 확대하고 저소득층의 소득을 증가시키는 것을 핵심으로 함
 - 공동부유는 절대적 평등이 아닌 포용적 성장을 통한 부의 재분배를 강조하는 가운데, 민생 분야에 대한 보장과 지원을 확대하고, 가계의 소비 여력을 개선
 - 구체적으로 독점산업 규제, 교육에 대한 공정한 접근 보장, 세제 개혁, 사회복지시스템 개선, 고소득층 기부 확대 등의 내용이 포함

〈표 1〉 공동부유 정책 내용

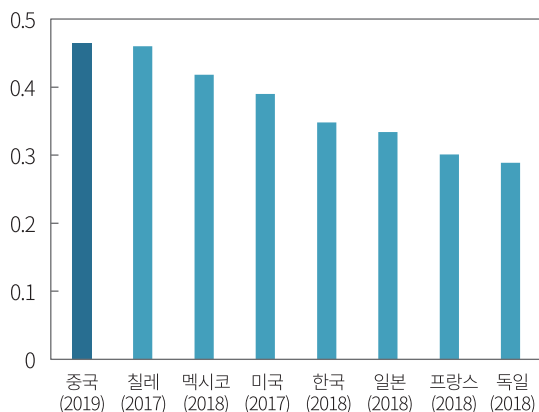
	주요 내용
균형적, 조화로운, 포용적 발전	지역발전 균형 추구, 독점산업 개혁 가속화, 금융과 부동산의 실물경제와의 조화로운 발전 추진, 중소기업 발전 지원
중산층 확대	학력수준 제고, 기술인재 양성, 중소기업 경영환경과 세금부담 개선, 호적제도 개혁
공공서비스 보급 확대	저소득층의 교육부담 경감 및 저소득층 자녀의 교육수준 향상, 사회복지시스템 개선(연금, 의료, 주택 등), 근로자와 주민·도시와 농촌의 소득과 복지 격차 감소, 최저생활보장수준 제고
고소득층 규범과 조정 강화	개인소득세 제도 개선, 부동산세의 입법과 개혁 추진, 소비세 징수범위 확대 연구, 자선사업 규범화 관리와 세금혜택 보완, 독점산업과 국유기업의 소득분배관리 강화
정신생활 공동부유 추진	사회주의 핵심 가치관 강화, 공공문화사업과 서비스 발전, 문화수요 충족
농민과 농촌의 공동부유 추진	농업 산업화, 농민 소득 증대

자료: 중국 공산당 저널 'Seeking Truth(求是)'

□ G2로 부상하는 과정에서 중국의 지역 간·계층 간 불균형이 심화되는 가운데, 사회적 불평등 해소와 중산층 확대를 통해 지속가능한 성장을 도모하기 위해 공동부유 정책을 추진

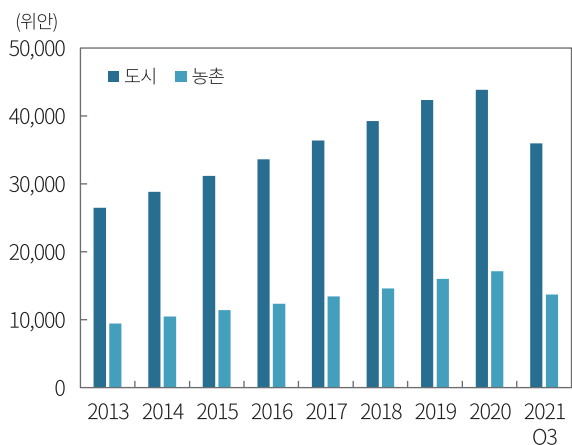
- 계층 간 소득 불균형을 나타내는 지니계수는 2019년 기준 0.465로 주요국 대비 높은 수준
 - 2020년 베이징의 1인당 GDP는 가장 낮은 간쑤의 4.6배를 기록
 - 2021년 3분기 기준 도시 가처분소득은 농촌의 2.6배 수준

〈그림 1〉 주요국 지니계수



자료: 국가통계국, OECD

〈그림 2〉 도시와 농촌의 가처분소득 추이



자료: 국가통계국

- 빈부격차 확대는 사회불안과 더불어 성장 둔화를 초래하기 때문에 공동부유 추진을 통해 빈부 격차를 줄이고 내수를 진작하는 것을 목표로 함

- 빅테크 기업들의 독점에 따른 시장지배력 확대, 불공정 경쟁 심화로 빈부격차 심화
 - 부동산 가격 급등으로 인한 주거비용 상승과 높은 사교육비로 인한 출산율 저하¹⁾는 궁극적으로 내수 부진을 초래
 - 또한 미중 갈등이 무역분쟁에서 기술, 금융, 안보 등으로 전방위적으로 확대되는 가운데 대외부문 부진을 타개할 내수 성장 전략이 필요
- 한편, 2022년 20차 당대회에서 시진핑 주석의 3연임이 결정되는 가운데 집권체제 안정성 강화를 위한 정치적인 조치로 해석
- 시진핑 주석의 3연임을 앞두고 불평등 심화, 높은 주택 가격과 사교육비 등 문제에 적극 대응하는 모습을 보여줌으로써 민심을 확보하려는 노력²⁾
 - 빅테크 기업들을 대상으로 한 ‘인터넷 플랫폼 경제 반독점 가이드라인(2021. 2)’, ‘데이터 보안법(2021. 9)’, ‘개인정보보호법(2021. 11)’을 완료한 가운데 관련 기업 통제 및 국가 안보를 강화

□ 최근 빅테크 기업, 사교육과 부동산 등에 대한 전방위적인 기업 규제는 공동부유 정책의 일환으로 당국의 규제가 잇따름에 따라 불확실성이 확대되고 관련 기업들의 규제 리스크 부각

- 빅테크 기업들의 시장 독점, 시장지배력 남용, 데이터 안보 등을 이유로 동 기업들에 대한 제재 확대
- 알리바바의 자회사 앤트파이낸셜의 상장 연기, 빅테크 기업들에 대한 과징금 부과, 디디추싱에 대한 인터넷 안보 심사 및 고강도 조사, 관련 기업들 면담, 온라인 광고 제한 등
- 인구절벽 방지 및 공공서비스의 평준화를 위하여 교육, 부동산 등 업종에 대한 규제를 강화
- 치솟는 교육비 부담으로 인한 출산율 하락을 우려하여 2021년 7월 사교육기업을 비영리기업으로 전환
 - 또한 부동산에 의존한 성장구조 전환 및 과도한 주택가격 상승으로 인한 주거비용 상승 등을 이유로 부동산 개발기업들의 무분별한 투자를 억제하는 부동산 시장 안정화 조치 발표³⁾
 - 이외에 미성년자 게임시간 제한, 과도한 연예인 팬 문화에 대한 조치, 미용산업 규제 등 전방위적인 제재 시행
- 이에 따라 알리바바, 디디추싱, 텐센트 등 규제 대상 업종 기업들의 주가는 연초대비 급락하였으며, 부동산 개발기업들의 신용 위험 증가
- 미국 상장 중국 기업으로 구성된 나스닥 골든 드래곤 차이나 지수와 중국 빅테크 기업 비중이 큰 항셱테크 지수는 2021년 11월말 기준 연초대비 각각 34.0%, 28.5% 급락하였으며, 관련 기업들의 주가도 크게 하락

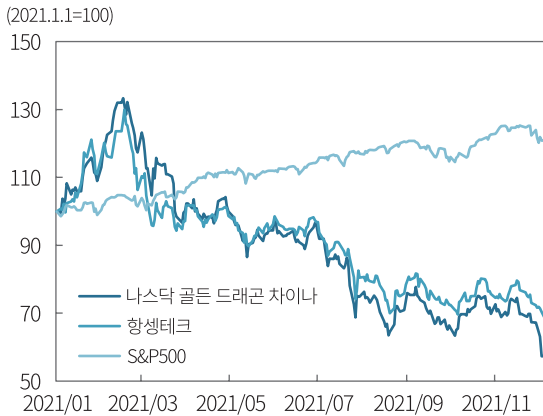
1) 중국 제7차 인구조사에 따르면 2020년 기준 1인당 여성 출산율은 1.3명 수준

2) WSJ, 2021. 10. 24, Xi's 'Common Prosperity' in Theory and Practice.

3) 2020년 8월 주택건설부, 인민은행은 다음과 같은 '3대 레드라인'을 설정하고 기업별 차별화 등급을 부여하여 등급별 차기 연도 부채 증액 한도를 설정(① 선수금을 제외한 자산부채비율<70%, ② 순부채비율<100%, ③ 현금성자산 대비 단기부채 비율>100%)

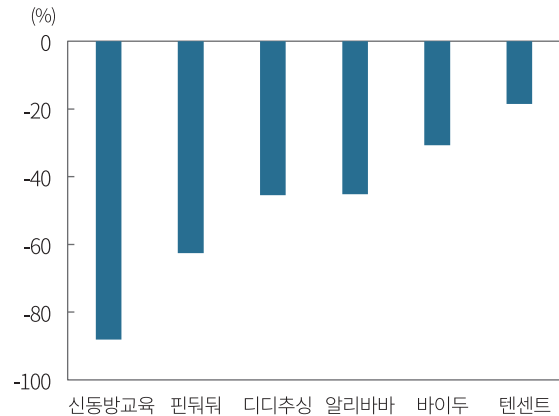
- 부동산 규제 강화로 중국 2위 부동산 개발기업인恒大그룹(Evergrande)은 막대한 부채에 대한 이자지급에 실패함에 따라 '제한적 디폴트'로 신용등급이 강등

〈그림 3〉 주요 주가지수 추이



자료: Bloomberg

〈그림 4〉 규제 대상 기업 연초대비 주가 수익률



주 : 1) 2021년 11월말 기준

2) 디디추싱은 공모가대비 수익률

자료: Bloomberg

□ 내수 확대 및 집권체제 안정을 위한 기업규제에 따른 불확실성은 상당기간 지속될 것으로 예상되
는 가운데 기업규제로 인한 성장 둔화라는 부정적 요인과 불평등 해소를 통한 긍정적 요인이 공존

— 빈부격차 축소를 위한 독과점 산업, 민생 관련 산업에 대한 규제는 지속되고 세계개혁 및 고소득층의 기부 장려 정책을 시행할 전망

- 독점산업 규제와 교육, 의료, 노인부양, 부동산 등 민생사업 및 공공서비스 보급 관련 정책 지속
- 개인소득세의 징수범위 확대, 부동산세 입법 추진, 사치품에 대한 소비세 징수 등의 세계 개혁을 추진하고 기업 및 고소득층의 기부 장려정책 시행

— 단기적으로 규제 불확실성은 부동산 시장 침체, 실업률 증가, 민간부문의 발전 억제 등의 성장 둔화요인으로 작용할 소지가 있음

- 부동산 투자가 중국 GDP에서 차지하는 비중은 약 14%로 부동산 시장 침체시 경기 둔화 우려 증가
- 미 연준의 2021년 11월 금융안정보고서(Financial Stability Report)에 따르면 부동산 가격의 급격한 조정은 취약한 금융기관으로의 리스크가 확산될 가능성이 있고, 잠재적인 리스크는 글로벌 경기 및 미국에 부정적 영향을 미칠 것이라고 밝힘
- 또한 사교육, 빅테크 산업 등에 대한 규제는 관련 분야 고용 둔화를 초래하고 민간부문 발전을 억제할 가능성

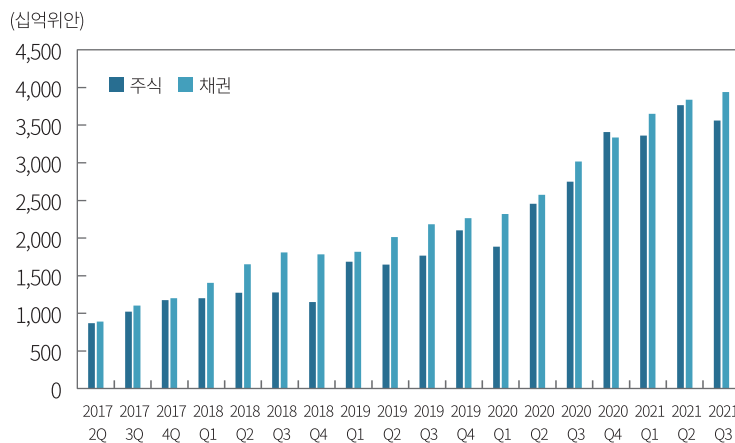
— 다만, 장기적으로 공동부유 정책의 성공적인 시행은 사회안정 유지 및 지속가능한 성장 추진 등의 긍정적인 측면이 공존

- 적절하게 규제되는 시장 환경, 투기활동 및 정책 허점 감소, 보다 포괄적인 지속가능한 성장 모델 등 정책 변경이 적절하게 시행될 경우 장기적으로 민간소비 확대 등의 긍정적 효과가 있는 것으로 평가⁴⁾

□ 외국인의 중국 주식 및 채권 보유 규모는 연초대비 증가하였지만 불확실성 확대로 시장참여자들의 금융시장에 대한 신뢰 훼손 우려 증가

- 중국 금융시장의 점진적 개방 확대에 힘입어 외국인 보유 금융자산 규모는 지속적인 확대를 시현
 - 2021년 3분기말 기준 외국인의 주식·채권 보유 규모는 2017년말의 3배 수준이며, 2020년 말대비 11.3% 증가
 - JP모건, 골드만삭스, 블랙록 등의 글로벌 투자은행과 자산운용사들에 대한 금융시장 개방이 확대되고 글로벌 채권지수 편입⁵⁾으로 패시브 자금 유입이 증가
- 다만, 정치적 불확실성과 기업규제 확대 등의 불안요인이 상존하여 시장참여자들의 중국 시장에 대한 신뢰 훼손 우려가 커짐
 - 2021년 6월에 뉴욕증권거래소에 상장한 차량 공유 기업인 디디추싱은 2021년 12월 2일 뉴욕증권거래소에서 상장폐지 절차를 시작하고 홍콩에서 재상장 준비 계획을 밝힘
 - 세계 최대 벤처캐피탈 펀드를 운영하는 소프트뱅크는 당분간 중국 IT 기업에 대한 투자 중단을 선언하였고, 미국의 전설적인 헤지펀드 투자자 조지 소로스는 블랙록의 중국 투자는 비극적인 실수라고 비판⁶⁾

〈그림 5〉 중국 주식·채권 외국인 보유 규모



자료: Bloomberg

선임연구원 김은화

4) PIMCO, 2021. 10. 6, What China's Odyssey Towards "Common Prosperity" Means for Portfolios.
 5) 중국 국채는 글로벌 3대지수인 블룸버그-바클레이즈 글로벌 종합지수(2018년)와 JP모건 글로벌 신흥시장 국채지수(2019년), FTSE 글로벌 국채지수(2020년) 편입이 결정
 6) WSJ, 2021. 9. 6, BlackRock's China Blunder.