

## OPINION

연구위원  
김민기

## IPO 공모가 저평가 요인 분석 및 시사점\*

일반적으로 IPO 시장에서 발생하는 공모가 저평가 현상은 정보 비대칭을 줄이고 공모 실패를 막기 위한 보상으로 설명되지만, 기업의 적정가치가 충분히 공모가격에 반영되지 않으면 신규공모기업의 자본조달 비용이 증가할 수 있다. 국가별로 IPO 시장의 저평가를 비교한 결과, 우리나라는 다른 비교국가 대비 가장 큰 저평가를 보였고, 시기적 변동과 정보의 영향을 고려해도 여전히 꾸준히 나타난다. 이러한 IPO 공모가 저평가에는 신규상장기업의 특성 변화, 즉 정보 비대칭 수준이 높은 기업의 신규상장 증가도 일정 부분 연관된 것으로 추정되며, 공모가격 결정 과정의 비효율성도 영향을 끼친 것으로 판단된다.

공모가 저평가가 발생한 표본을 중점적으로 살펴본 결과, 주관사가 평가한 기준가 대비 희망공모가격의 할인율이 저평가 기업에서 다소 높게 나타났고 기준가격의 책정도 실제 시장가치에 비해 현저히 낮았다. 또한, 저평가가 발생한 신규공모기업의 수요예측과정에서 희망공모가격 범위를 초과하는 수요가 충분히 관찰되었음에도 불구하고, 최종 공모가격에 이를 충분히 반영하지 못한 것으로 판단된다. 이러한 결과는 우리나라 IPO 시장에서 인수인이 신규공모기업의 가치를 시장 상황이나 기업의 특성에 맞게 유연하게 평가하지 않거나, 혹은 시장 관행이나 제도적 환경으로 인해 공모가 산정에 있어 인수인의 재량이 충분히 발휘되지 못하는 구조임을 시사한다. IPO 시장의 성숙도는 자본시장의 경쟁력과도 연결되기 때문에 장기적인 관점에서 IPO 시장의 제도와 관행을 개선해 나갈 필요가 있다.

일반적으로 IPO(Initial Public Offering)는 기업이 처음으로 일반 대중에게 정보를 공개하여 적절한 가격에 자본을 조달하고 거래소에 발행주식을 상장하는 과정을 의미한다. 이를 통해 기업은 혁신과 성장을 위한 자금을 마련하고 자산의 유동성과 투명성을 높일 뿐 아니라 일반투자자에게도 새로운 투자 기회를 창출한다. 일반투자자와 기업 간의 자금중개라는 자본시장의 본연적 기능이 최초로 실현되는 과정이라는 점에서 IPO 시장의 효율성은 자본시장의 경쟁력 측면에서 중요하다고 할 수 있다.

이에 본 고는 우리나라 IPO 시장의 효율성을 공모가 저평가 관점에서 분석하고 시사점을 도출해 보고자 한다. 이를 위해 IPO 공모가 저평가 현황을 간단히 짚어보고, 이러한 요인에 대해 몇 가지 분석 결과를 제시한다.

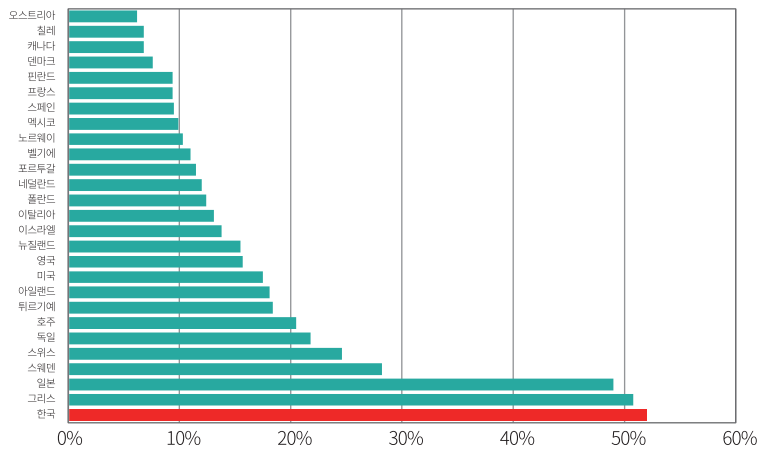
\* 본고의 견해와 주장은 필자 개인의 것이며, 자본시장연구원의 공식적인 견해가 아님을 밝힙니다.

### 우리나라 IPO 공모가 저평가 현황

신규공모주의 저평가(IPO underpricing)는 IPO 시장에서 일반적인 현상으로 국내외 학술연구를 통해 잘 알려져 있는 사실이다. 이러한 현상을 설명하기 위해 여러 이론이 제시되었는데<sup>1)</sup>, 기본적으로 IPO 과정에서 정보 비대칭을 축소하고 투자자를 유인하기 위한 일종의 보상으로 공모가격이 낮게 책정된다(Beatty & Ritter, 1986). 정보 비대칭으로 인한 시장 실패를 방지하는 측면에서 이를 합리적으로 볼 수 있으나, 기업의 적정가치가 공모가격에 충분히 반영되지 않게 되면 신규공모기업의 자금조달 비용이 증가하게 된다. 따라서 신규상장기업의 정확한 가치평가와 공모가격의 적절한 책정은 IPO 과정에서 가장 중요한 요소다.

국가별 공모가 저평가 현황을 비교해 보면 우리나라 IPO 공모가 저평가는 역사적으로 가장 크게 나타난 것으로 확인된다. <그림 1>은 OECD 회원국을 대상으로 국가별 평균 상장 첫날 수익률을 요약한 것이다. 국가별로 분석 기간의 차이는 있으나<sup>2)</sup>, 우리나라 IPO 시장의 공모가 대비 상장 첫날 증가 수익률은 평균 52%로 OECD 회원국 중 가장 높은 수준이다.<sup>3)</sup> 공모가 저평가 측면에서 다른 국가와 비교했을 때 우리나라 IPO 시장의 효율성은 상대적으로 낮다고 평가할 수 있다.

**<그림 1> 국가별 상장 첫날 수익률 평균 비교**



주 : 공모가 대비 상장 첫날 증가 수익률의 역사적 평균 (OECD 38개국 중 가용한 자료가 있는 27개국 대상)  
 자료: Jay R. Ritter 홈페이지(site.warrington.ufl.edu/ritter/ipo-data/)

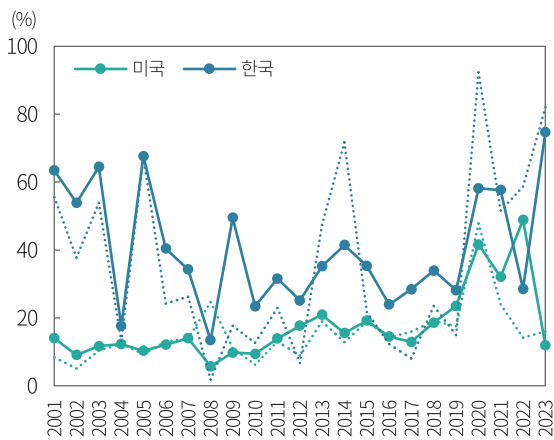
1) 관련 선행연구에 따르면, 신규공모주의 저평가는 정보 비대칭(Beatty & Ritter, 1986), 주관사의 시장조성(Ruud, 1993), 기업지배구조 및 대리인 비용(Brennan & Franks, 1997), 투자자 또는 발행사의 행태적 요소(Loughran & Ritter, 2002; Ljungqvist et al., 2006) 등 다양한 요인이 복합적으로 작용한 결과로 평가된다.

2) 우리나라의 분석 기간은 1980~2022년이고, 그 외 대부분의 국가들도 80년대 초반부터 최근까지의 기간을 포함한다. 미국, 영국, 캐나다, 일본, 호주 등 선진국은 80년대 이전의 기간도 포함하고 있다.

3) OECD 회원국 외 국가와 비교해도 우리나라의 신규공모주의 상장 첫날 평균 수익률은 중국, 인도, 몇몇 중동 국가(예: 요르단, UAE, 사우디아라비아 등) 다음으로 가장 높다.

다만 IPO 공모가 저평가 정도는 시기적인 편차가 있고(Lowry et al., 2010), 상장 첫날 수익률은 투자자의 심리적인 요인과 거래행태 등에 의해 영향을 받을 수 있으므로(Aissia, 2014), 이를 어느 정도 보정하여 살펴볼 필요가 있다. <그림 2>는 연도별로 신규상장주식의 공모가 대비 첫날 수익률을 우리나라와 미국을 대상으로 비교한 것이다. 미국의 경우 코로나19 이후 시장 활황으로 상장 첫날 평균 수익률이 크게 증가했으나, 2022년을 제외하면 공모가 대비 평균 시장가격은 우리나라에서 더 높게 형성되었다. 또한, 상장 초기에는 가격 변동성이 크기 때문에 공모가격의 저평가를 공모가격이 결정된 후 상장 당일이 아닌 상장 이후 5거래일(또는 20거래일)의 가격과 비교하여 분석하는 것이 합리적이다. <그림 3>은 이러한 점을 보정하고 공모가격 확정 후 정보 효과를 통제하기 위해 벤치마크 수익률을 차감한 공모가 저평가를 연도별로 측정된 결과이다.<sup>4)</sup> 그림에서 알 수 있듯이 시기적인 변동은 있었으나 공모가격과 시장가격의 괴리는 전반적으로 크게 관찰되고, 2008년 금융위기와 같은 특정 시기를 제외하면 공모가격은 평균적으로 적정 시장가격에 비해 저평가되어 있음을 알 수 있다. 이러한 현상에 대해 다양한 요인을 고려할 수 있겠으나, 본 고에서는 신규상장기업의 특성과 공모가격 결정과정을 중심으로 살펴본다.

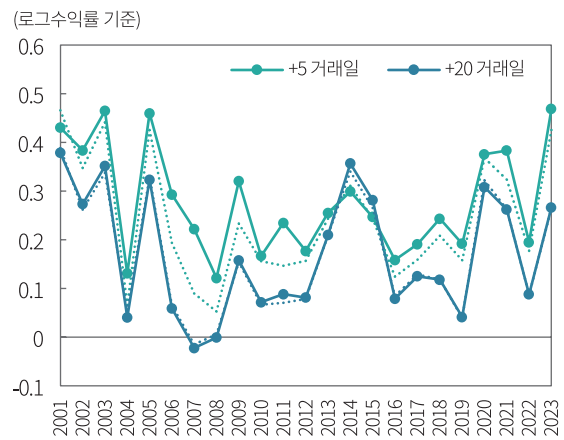
<그림 2> 상장 첫날 수익률 평균 추이



주 : 실선(점선)은 동일가중(공모금액가중) 평균을 나타냄

자료: Jay R. Ritter 홈페이지, DataGuide, KRX

<그림 3> 우리나라 공모가 저평가 추이



주 : 실선(점선)은 가격 괴리를 평가할 때, 시장수익률(동일 업종수익률)을 벤치마크 수익률로 설정한 경우를 의미

자료: DataGuide, KRX

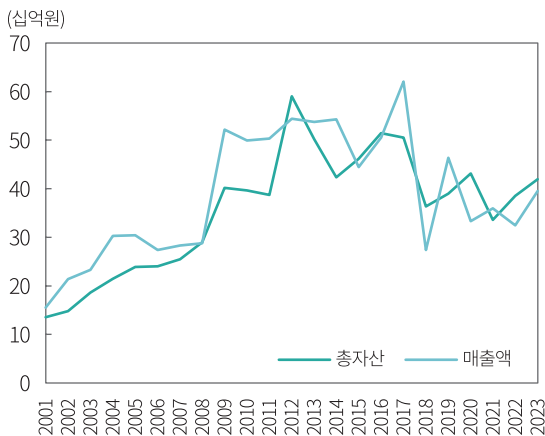
4) 공모가 저평가는 아래 수식과 같이 공모가격( $P_0$ )과 상장 이후  $T$ 거래일 이후 증가( $P_T$ ) 간 로그수익률에서 공모가격 확정 이후 해당 거래일까지의 벤치마크 로그수익률( $\log R_{BM}$ )을 차감하여 산출한다.

$$\log \left( \frac{P_T}{P_0} \right) - \log R_{BM}$$

**공모가 저평가 요인: ① 신규상장기업의 특성**

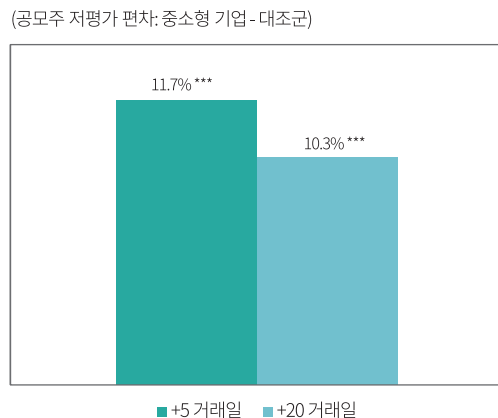
먼저, 신규상장기업의 특성을 살펴보자. IPO 시장이 성숙해짐에 따라 인수인(underwriter)의 역량과 재량권이 강화되었더라도, 정보 비대칭이 큰 신규상장기업의 비중이 늘어났다면 적정 공모가격의 책정이 어려울 수 있다. <그림 4>는 신규상장기업의 상장 전 회계연도 말 기준 총자산과 매출액의 중위값 추이를 보여준다.<sup>5)</sup> 2000년대 이후 2010년대 중반까지 신규상장기업의 중위 규모는 지속적으로 늘어났지만 이후 점차 감소한 것을 알 수 있다. 즉, 자산 또는 매출 규모가 작은 기업의 IPO가 2010년대 중반 이후 늘어났는데 이는 거래소의 상장 요건 완화와 특례상장 제도 확대에 기인한다. 그간 거래소는 혁신기업의 상장 활성화를 위해 상장의 문턱을 낮춰왔고, 이 과정에서 재무성과가 부족하더라도 성장성과 기술력이 입증된 기업의 진입이 증가했다.<sup>6)</sup>

**<그림 4> 신규상장기업의 중위 규모 추이**



주 : SPAC을 제외한 신규상장기업 기준  
 자료: DataGuide, KRX

**<그림 5> 상장기업의 규모와 저평가 크기**



주 : 1) 신규상장기업을 총자산 규모 기준 두 그룹으로 나눠 시간, 업종 고정효과를 통제한 패널회귀분석으로 추정  
 2) 그림 수치는 두 그룹의 공모주 저평가 크기의 편차를 나타내고, \*\*\*은 1% 수준에서 통계적으로 유의함을 의미  
 자료: DataGuide, KRX (2013~2023년 신규상장기업 대상)

정보 비대칭 정도와 공모가 저평가의 관계를 간략히 살펴보기 위해 신규상장기업을 총자산 규모를 기준으로 두 그룹으로 나누고, 각 그룹의 평균적인 공모가 저평가의 크기를 산출해 보았다. 앞서 <그림 3>에서 사용한 방법론을 토대로 공모가 저평가를 상장 후 5거래일 또는 20거래일 가격과 비교하여 추정한다. 2013년 이후<sup>7)</sup> 상장한 기업 표본을 토대로 분석한 결과는 <그림 5>와 같다. 그림의 수

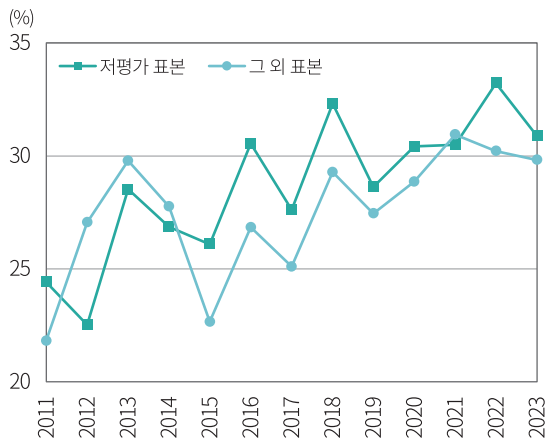
5) 평균의 경우 대규모 신규공모기업에 영향을 크게 받기 때문에 통계치를 중위값으로 설정하였다.  
 6) 2005년 기술 특례상장 제도가 도입된 이후, 2017년 성장성 및 이익미실현 상장(테슬라 요건) 제도 시행 등 코스닥 상장요건이 완화되면서 최근에는 50% 이상의 신규상장기업이 이러한 완화된 요건을 통해 신규공모시장에 진입하고 있다.  
 7) 표본을 2013년 이후로 설정한 이유는 2013년 이후 신규공모기업의 평균 규모의 감소, 특례상장기업 증가 등 신규상장기업의 특성 변화가 관찰되는 시기이기 때문이다.

치는 자산규모가 300억원 미만인 신규공모기업과 그렇지 않은 대조군의 공모가 저평가 크기의 차이를 보여주고 있다. 분석 결과에 따르면 중소기업의 평균 공모가 저평가 수준은 대조군 대비 약 10.3~11.7% 높고, 이는 통계적으로 유의하다. 기업의 규모가 정보 비대칭 수준을 나타내는 척도라면 공모가 저평가는 정보 비대칭 정도에 영향을 받는 것으로 해석할 수 있다. 즉, 우리나라에서 IPO 시장의 저평가가 꾸준히 발생하는 데에는 상장요건 완화와 더불어 신규상장기업의 구성 변화가 일정부분 영향을 끼친 것으로 판단된다.

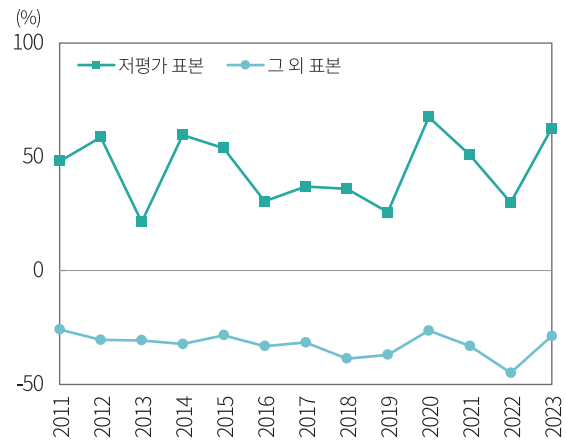
### 공모가 저평가 요인: ② 공모가격 결정 과정

앞서 기업 관점에서 공모가 저평가의 요인을 탐색해 보았다면, 이번에는 신규공모기업 주관사의 공모가격 결정 과정 측면에서의 효율성을 진단해 보자. 그간 우리나라 IPO 시장은 크고 작은 제도 변화와 함께 인수인의 재량이 확대되는 방향으로 정책이 시행되었지만, 상세한 공시 규제, 가격 범위 제한 규정, 수요예측 참여자 및 물량배정 규정, 형식적인 법적 책임 등 규제기관의 영향력이 크고 시장참가자의 자율성과 책무성이 부족한 특징을 보였다(김갑래 외, 2016). IPO 주관사는 실사 평가, 수요예측 등을 토대로 최종 공모가격을 결정하는데, 이 과정에서 인수인이 제출한 공시 정보를 토대로 ‘기준가 → 희망공모가 → 최종공모가’로 이어지는 일련의 가격 결정 과정을 파악할 수 있다. 분석의 비교가능성을 높이기 위해 공모가 저평가 표본을 정의하고<sup>8)</sup>, 이를 대조군과 비교하여 공모가격 결정 과정에서의 효율성을 진단한다.

〈그림 6〉 기준가 대비 희망공모가 할인율 비교



〈그림 7〉 기준가 대비 상장 이후 시장가 비교



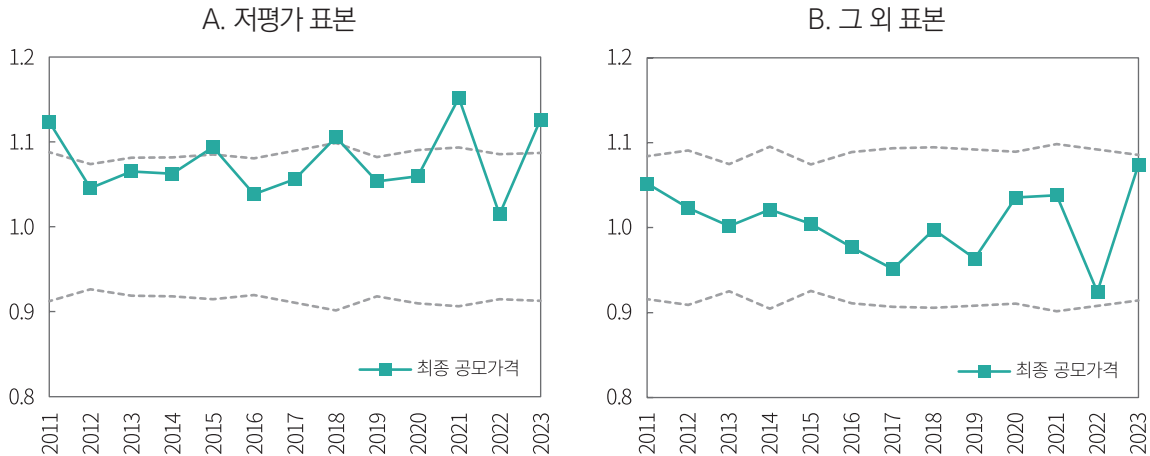
주 : 1) 〈그림 6〉의 희망공모가는 희망공모가격 밴드의 중앙값으로 정의  
 2) 〈그림 7〉은 상장 20거래일 이후 증가(시장가격)의 기준가격 대비 변화율을 나타냄  
 자료: 자본시장연구원

8) 공모가 저평가 표본은 앞서 〈그림 3, 5〉에서 사용한 방식을 토대로 저평가 지표(동일 업종수익률 통제)가 0.2를 초과하는 경우로 정의한다. 0.2(로그수익률 기준)를 초과하는 것은 대략적으로 적정 시장가치 대비 공모가격이 약 22% 정도 저평가되어 있음을 의미한다. 저평가 표본의 기준을 변경해도 결과의 질적인 차이는 없다.

먼저, 인수인의 기준가 및 희망공모가 결정에 관해 살펴보면 다음과 같다. 인수인은 기업실사 등을 토대로 기업을 평가하여 기준가를 산정하는데, 기준가 대비 희망공모가를 어느 정도 할인하는지 연도별로 계산해보면 <그림 6>과 같다. 분석 시작시점<sup>9)</sup> 이후 기준가 대비 평균 할인율이 전반적으로 증가했고, 무엇보다 공모가 저평가가 컸던 표본에서 할인율이 약 2~3%가량 높게 나타났다. 또한, 인수인이 평가한 기준가격을 상장 이후 시장가격과 비교해 보면 저평가 표본에서 기준가격을 시장가격 대비 현저히 낮게 평가한 것으로 보인다. <그림 7>에서 알 수 있듯이, 공모가 저평가가 발생한 표본에서는 상장 20거래일 후 가격이 기준가격 대비 약 20~50% 정도 높게 형성되었는데, 반대로 그렇지 않은 표본에서는 오히려 기준가격이 더 높았다.

다음으로 희망공모가 밴드를 제시한 후 수요예측과정을 거쳐 최종 공모가격이 어떻게 산출되는지 두 그룹을 비교해서 살펴보자. <그림 8>은 각 표본의 연도별 평균 희망공모가 밴드와 최종 공모가격을 보여주고 있다. 일반적으로 밴드의 범위는 중앙값으로부터 상·하위 10% 정도에서 결정되는데, 저평가 표본의 최종 공모가격은 평균적으로 밴드 상단 또는 상단 내에서 결정된다. 대조군 표본의 경우 저평가 표본과 달리 최종 공모가격이 밴드 안에서 주로 형성되고 있다.

**<그림 8> 희망공모가 대비 수요예측가격 및 최종 공모가격 비교**



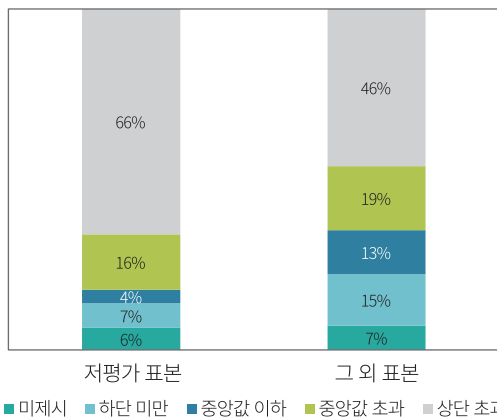
주 : 점선은 희망공모가 밴드의 상단과 하단을 의미하고, 모든 가격은 밴드의 중앙값으로 표준화  
 자료: 자본시장연구원

9) 분석기간을 2011년부터 설정한 이유는 2007년 6월 인수업무 자율화 조치 이후 2010년 8월까지의 신규공모기업 공시 자료에 기준가에 대한 정보가 부재하기 때문이다. 이후 2010년 IPO 활황 당시 공모가 부풀리기 논란으로 인해 감독당국의 공시규제 및 가격결정 규제 권한이 강화되었다.

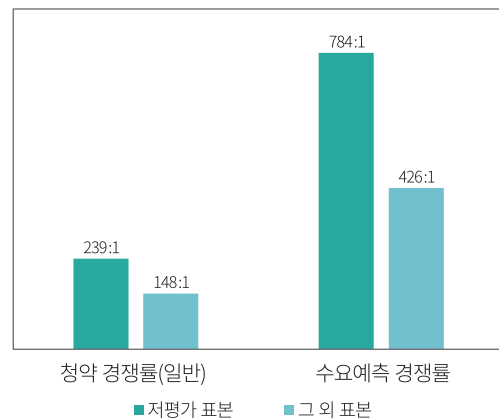
〈그림 9〉는 수요예측 가격 구간별 저평가 표본과 대조군의 수요 분포를 요약한 것인데, 저평가 표본의 경우 약 66%의 수요가 희망공모가 밴드 상단을 초과한다. 이는 신규공모 참여 경쟁률에서도 나타나는데, 저평가 표본의 경우 수요예측 경쟁률은 평균 784:1, 일반 청약 경쟁률은 평균 239:1로 대조군에 비해 높게 관찰된다(〈그림 10〉). 앞서 〈그림 8〉과 종합해 보면, 저평가가 발생한 표본의 경우 실제 공모시장 참여자의 수요가 희망공모가 범위를 벗어나고 수요 자체도 많음에도 불구하고 최종 공모 가격은 밴드 상단 또는 밴드 내에서 제한적으로 결정되는 경향이 강한 것을 알 수 있다.

공모가 저평가가 발생한 표본을 중심으로 이상의 결과를 요약하면 다음과 같다. 먼저, 저평가 신규 공모기업의 경우 기준가격이 실제 시장가치 대비 낮게 책정되고 있으며, 희망공모가격의 할인율도 다소 높게 설정되고 있다. 또한, 수요예측 과정에서 희망공모가격 범위를 벗어난 수요가 충분히 관찰되었음에도 불구하고 최종 공모가격은 이러한 수요를 적절히 반영하지 못하고 있다.

〈그림 9〉 수요예측 가격 분포



〈그림 10〉 공모 참여 경쟁률



주 : 청약 경쟁률은 개인과 기관을 합산한 일반투자자 경쟁률을 의미  
 자료: 자본시장연구원

**맺음말**

그간 우리나라 IPO 시장은 2007년 인수업무 자율화 조치 이후 꾸준한 제도 변화로 인해 외형적으로는 선진국의 제도적 기반을 어느 정도 갖추고 있지만, 공모가 저평가로 대표되는 IPO 시장의 효율성은 여전히 낮은 상황이다. 우리나라 공모가 저평가 요인을 분석한 결과, 신규상장기업의 특성 변화가 일정부분 기여한 것으로 보이고, 더욱이 공모가격의 형성 과정에서 시장의 수요가 인수인의 재량 부족으로 충분히 가격에 반영되지 못하는 것으로 판단된다. 이러한 결과는 두 가지 가능성을 시사한다. 첫째, 인수인이 신규공모기업의 가치를 시장 상황이나 기업의 특성에 맞게 유연하게 평가하지 못하고 있을 가능성이 있다. 둘째, 규정상 인수인의 재량이 확대되었더라도 최종 공모가격은 희망공모가 밴드

내에서 결정되는 관행이 존재하는 것으로 추측된다.

이러한 상황이 지속된다면 공모가 저평가로 인해 신규상장기업의 자금조달 비용이 증가하고 불필요한 부의 이전이 꾸준히 발생할 것이다. IPO 시장의 성숙도는 자본시장의 경쟁력과도 직결되기 때문에 IPO 시장의 제도와 관행을 개선해 나갈 필요가 있다. 또한, IPO 과정에서 가장 핵심적인 역할은 정보 비대칭을 해소하고 기업과 일반투자자를 연결해야 할 인수인에게 있기 때문에, 인수인의 자율성과 책임을 강화하고 동시에 인수인이 충분히 성장할 수 있는 방향으로 제도적 환경을 조성할 필요가 있다.

## 참고문헌

- 김갑래 · 김준석 · 이석훈 · 신인석, 2016, 『한국 신규공모시장의 구조분석』, 자본시장연구원 연구총서 16-02.
- 이석훈, 2021, 『최근 IPO 시장의 개인투자자 증가와 수요예측제도의 평가』, 자본시장연구원 이슈 보고서 21-14.
- Aissia, D.B., 2014, IPO first-day returns: Skewness preference, investor sentiment and uncertainty underlying factors, *Review of Financial Economics* 23(3), 148-154.
- Beatty, R.P., Ritter, J.R., 1986, Investment banking, reputation, and the underpricing of initial public offerings, *Journal of Financial Economics* 15(1-2), 213-232.
- Brennan, M.J., Franks, J., 1997, Underpricing, ownership and control in initial public offerings of equity securities in the UK, *Journal of Financial Economics* 45(3), 391-413.
- Ljungqvist, A., Nanda, V., Singh, R., 2006, Hot markets, investor sentiment, and IPO pricing, *Journal of Business* 79(4), 1667-1702.
- Loughran, T., Ritter, J.R., 2002, Why don't issuers get upset about leaving money on the table in IPOs?, *Review of Financial Studies* 15(2), 413-444.
- Lowry, M., Officer, M.S., Schwert, G. W., 2010, The variability of IPO initial returns, *Journal of Finance* 65(2), 425-465.
- Ruud, J.S., 1993, Underwriter price support and the IPO underpricing puzzle, *Journal of Financial Economics* 34(2), 135-151.

## OPINION

선임연구위원  
이승호

## 외환거래의 디지털 진화에 따른 영향과 시사점\*

글로벌 외환시장의 디지털화 진전으로 외환거래의 신속성과 편의성이 제고되고 거래비용이 절감되는 한편, 대고객거래의 역할이 확대되는 시장구조 변화가 나타나고 있다. 아직까지 외환거래의 디지털화가 초기단계에 머물러 있는 우리나라에 다음과 같은 점을 시사한다. 첫째, 국내 은행들은 대고객 외환거래의 디지털화가 안정적인 대고객 기반을 확보하는 방안이라는 인식의 전환이 요구되며 비은행금융기관들도 외환매매 및 중개업무와 관련한 디지털 경쟁력 우위를 확보하고 다양한 외환업무 개발 및 확장에 노력해야 한다. 둘째, 은행 간 및 대고객으로 구별되는 외환시장 구분이 점차 모호해지고 있다는 점에서 향후 다수의 외화유동성 공급자와 수요자가 신속하고 편리하게 저비용으로 외환거래 및 매매를 할 수 있도록 관련 법체계 정비와 시장하부구조 개선이 필요하다. 셋째, 외국인에 대한 우리나라 은행 간 시장 개방이 현물환율을 바탕으로 비거주자의 글로벌 고객에 대한 전자호가 제공으로 이어질 수 있도록 함으로써 역외 NDF거래자들을 국내 현물환시장으로 흡수하고 외환시장의 대고객 디지털화를 촉진하는 계기로 삼아 나가야 할 것이다.

개방경제 체제하에서 대외의존도가 높은 우리나라의 경우 외환시장(FX exchange market)의 역할과 기능은 매우 중요하다. 국가 간에 이루어지는 상품 및 서비스 거래는 물론 다양한 자본·금융거래가 필연적으로 외환시장을 통해 이루어지며 그 과정에서 결정되는 환율(exchange rate)은 국내 거시경제 전반과 금융안정성에 큰 영향을 미친다. 이런 점에서 외환시장의 하부구조(infrastructure)가 성숙하여 다양한 외환거래 수요를 뒷받침하고 환율변동성을 완화하는 방향으로 발전할 필요가 있다.

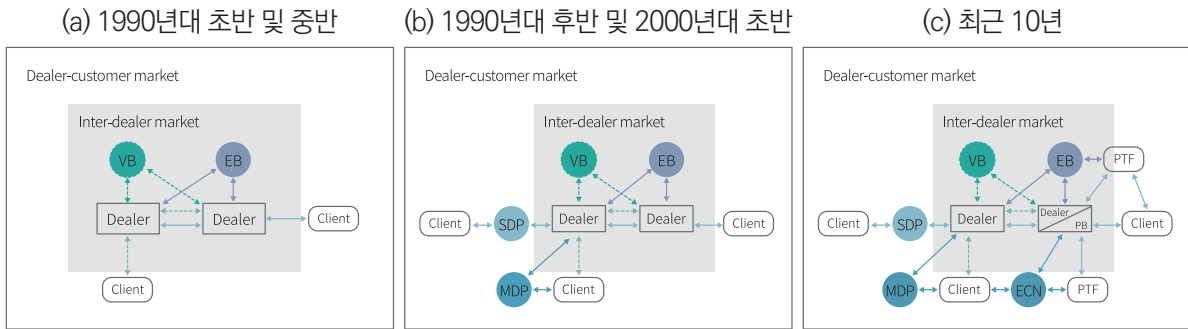
지난 20여년간 글로벌 외환시장은 전산기술의 발달로 외환거래의 디지털화(digitalization)가 빠르게 진행되고 있다. 그 결과 외환시장의 가격효율성이 높아지고 대고객 거래를 중심으로 유동성이 크게 확대되는 등 시장구조에 많은 변화가 일어나고 있다. 반면 우리나라 서울외환시장의 경우 양적 및 질적 발전이 상대적으로 지체되고 있는바, 우리 정부도 2021년 대고객 거래의 디지털화를 허용한 데 이어 2024년 하반기를 목표로 추진 중인 국내 은행 간 시장 개방 계획에서는 시장하부 구조의 개선을 함께 도모하고 있다. 본고에서는 글로벌 외환시장의 디지털 진화 및 시장구조 변화의 내용과 그 영향을 살펴보고 우리나라 외환시장에 대한 시사점을 제시하였다.

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

### 외환거래 방식의 디지털 전환이 가속화

1990년대 초반까지 글로벌 외환시장에서 은행과 기업 등 고객 간의 거래(대고객시장)는 물론 은행 딜러(dealer)들 간의 거래(은행 간 시장)도 대부분 전화나 팩스 등을 통한 주문을 거쳐 수동적으로 거래가 이루어졌다. 그러나 1990년대 초중반 들어서는 은행 간 시장(interbank market)을 필두로 외환 딜러들 간의 외환거래(중개사 경유거래 포함)가 전자적 방식으로 전환되기 시작하였다. 당시 로이터 사나 EBS사가 대표적으로 전자거래서비스를 처음 도입하였는데 이후 전화에 의존하던 보이즈브로커(voice broker)는 일부 경우를 제외하고는 급속히 도태되었다.(<그림 1>의 (a)). 이는 전자적 방식에 의한 주문 및 거래체결로 거래의 신속성과 편의성이 획기적으로 개선된데 기인한다. 그러나 은행의 대고객 거래는 여전히 보이즈브로커에 의존하였다.

**<그림 1> 외환거래의 디지털 진화과정**



주 : 1) 음영부분은 은행 간 시장을 의미  
 2) EB=전자브로커, MDP=멀티딜러플랫폼, ECN=장외전자통신네트워크, PB=프라임브로커, PTF=자기자본거래회사, SDP=단일딜러플랫폼, VB=보이즈브로커를 의미  
 자료: Chaboud et al.(2023), 국제결제은행

1990년대 후반부터 2000년대 초반경에는(<그림 1>의 (b)) 전자적 거래방식이 대고객시장으로 확산되었다. 글로벌 대형은행들은 자체개발한 독자적인 전자기술<sup>1)</sup>을 이용하여 대고객과의 거래에서 단일딜러플랫폼(Single Dealer Platform: SDP)을 도입하였다. 그 예로 1996년 도이치뱅크는 중개사를 통한 은행 간 가격정보를 대고객 전자호가시스템을 통해 고객에게 전자적으로 서비스하기 시작하였다. 또한 2000년 초반경에는 특정 고객이 호가를 요청(Request For Quote: RFQ)하면 여러 은행들의 가격 및 물량정보를 통합하여 가장 유리한 가격조건으로 거래를 성사시켜 주는 멀티딜러플랫폼(Multi Dealer Platform: MDP)<sup>2)</sup>이 출현하였으며 이 과정에서 은행들의 가격정보를 모아 고객에게 연결시켜 주는 대고객 전자중개업자(aggregator)가 등장하였는데 대형은행은 물론 통신사들이 그 역할을 담당하고 있다.

1) 주요한 전자기술로는 은행 간 시장의 실시간 가격정보를 전자적으로 대고객에게 전달하는 API(Application Programming Interface)와 은행들의 내부 시스템딜러라 할 수 있는 MMS(Market Making System)를 들 수 있다.  
 2) 대표적인 초기 MDP로는 Currenex, Hostpot FX, Fxall 등을 들 수 있다.

최근 들어서는 글로벌 외환시장의 구조가 훨씬 복잡하고 다양해지고 있다. <그림 1>의 (c)에서 보이는 바와 같이 장외전자통신네트워크(Electronic Communication Networks: ECN)가 등장하면서 기존의 글로벌 은행 및 외환중개사 역할을 상당 부분 대체하고 있다. 이들은 다양한 외환 수요자의 조건에 맞는 가장 유리한 가격과 물량정보를 모아 비은행금융기관이나 자기자본거래회사(Principal Trading Firms: PTF)는 물론 개인투자자들에게 증개하고 있다. 특히 자기자본거래회사는 알고리즘(algorithm) 트레이딩<sup>3)</sup>을 구사하면서 주요한 외환매매자로 부상하고 있는데 외환의 수요자로서뿐만 아니라 유동성 공급자 기능도 일부 수행하고 있다. 유동성 공급자의 역할이 가능한 것은 은행들이 대고객의 신용도를 보강해 주면서 고객의 외환거래 시 은행의 이름을 사용할 수 있도록 하는 프라임브로커리지(Prime Brokerage: PB) 제도에 따른 것으로 생각된다. 또한 외환투자를 전문적으로 추구하는 개인투자자들을 대상으로 하는 소매 전자중개업자가 등장하는 등 외환중개기능도 빠르게 발전하면서 외환시장의 구조변화가 복잡다기화되고 있다.

한편 우리나라 서울외환시장의 경우에는 위에서 설명한 발전 단계에서 <그림 1>의 (b) 초기단계에 머물러 있는 것으로 생각된다. 은행 간 시장의 디지털 거래는 2002년 10월부터 국내 외환중개사<sup>4)</sup>의 전산인프라를 은행 딜러들에게 제공하며 은행 간 거래의 전산화가 개시된 바 있으나, 대고객 외환거래의 디지털화는 약 2년 전인 2021년 12월부터 외환당국이 은행의 대고객거래 전자화를 허용하면서 부터이다. 그나마 국내에서 실시간 은행 간 시장의 가격정보를 대고객거래에 전자적으로 연결하여 활용하고 있는 국내은행은 아직까지 일부에 그치고 있는 것으로 알려지고 있다. 이는 서울외환시장에서 대고객거래의 디지털화가 글로벌 외환시장에 비해 약 20여년 뒤쳐져 있다고 하여도 과언이 아님을 의미한다.

### 디지털 전환에 따른 영향 및 시장구조 변화

글로벌 외환시장 거래의 디지털화가 발전하며 시장의 효율성 증가, 유동성 확대 등의 긍정적 변화와 대고객시장의 발전을 중심으로 한 외환시장 구조의 변화 등이 나타나고 있다. 주요 영향과 시장구조 변화를 살펴보면 다음과 같다.

첫째, 외환거래의 디지털화가 대고객거래로 확산되면서 고객의 거래편의가 획기적으로 개선되고 비용절감 효과가 나타났다. 즉, 많은 기업이나 헤지펀드 등 주요 고객들이 은행에 전화로 가격을 문의하는 대신 은행이 전자적으로 제시하는 실시간 가격정보를 편리하게 파악하고 가장 유리한 가격으로

3) 알고리즘 트레이딩이란 증권 및 외환매매 시 컴퓨터 프로그램을 이용하여 일정한 알고리즘에 따라 자동으로 거래하는 매매 방식을 의미한다.

4) 서울외환시장의 원/달러 현물환거래는 서울외국환중개사와 한국자금중개사가 담당하고 있으며 각각의 은행 간 거래를 위한 전산인프라를 은행딜러들에게 제공하고 있다.

신속한 외환매매가 가능해졌다. 과거 은행이 주도적으로 고객의 신용도를 바탕으로 스프레드(spread)를 제시하던 것에서 고객의 가격 주도권이 증가한 셈이다. 반면 은행들은 대고객거래의 경쟁심화로 수익성이 다소 낮아지기는 하였으나, 사람을 대신한 시스템딜러를 활용하여 고객의 신용도에 따라 차등화된 대고객호가를 전자적으로 제공하고 과거 은행의 백오피스(back office)에서 담당하던 환포지션 관리나 거래주문 및 체결 관리 등을 자동적으로 수행할 수 있게 되었다. 이러한 시스템딜러를 통한 외환매매 체계의 구축은 전체적으로 비용절감 효과를 가져왔으며 이를 대고객 관리와 새로운 서비스 개발 등에 투자하는 것이 가능해지고 있다.

둘째, 외환거래의 디지털화 진전에 따른 시장효율성 제고는 시장유동성이 크게 확대되는 결과로 나타나고 있다. 국제결제은행이 3년마다 실시하는 서베이 자료에 따르면 전 세계 전통적 외환거래량은 2022년의 경우 일평균 7.1조달러로 이중 현물환거래는 2.1조달러에 달하였다. 이는 2001년의 일평균 규모에 비해 각각 6.0배와 5.5배 증가한 규모로 대부분의 외환거래 형태에서 고른 성장세를 보였다. 반면 같은 기간중 전 세계 주식시장의 시가총액은 약 3배 정도 증가한 가운데, 시가총액 기준으로 1위를 차지하는 뉴욕증권거래소(NYSE)의 일평균 매매대금은 크게 변화하지 않는 모습을 나타내고 있어 상대적으로 대고객 외환거래의 디지털화에 기인한 외환시장 유동성 증가가 더 빠른 모습을 보였다.<sup>5)</sup>

〈표 1〉 글로벌 외환거래 및 주식시장 규모

(단위: 십억달러)

	2001	2004	2007	2010	2013	2016	2019	2022
현물환	386	631	1,005	1,489	2,047	1,652	1,979	2,107
선물환	130	209	362	475	679	700	998	1,163
외환스왑	656	954	1,714	1,759	2,240	2,378	3,198	3,810
합계	1,172	1,794	3,081	3,723	4,966	4,730	6,175	7,080
글로벌 주식시장 규모	-	35,837	59,716	51,984	61,975	66,339	86,990	97,588
뉴욕증권거래소 일평균 매매대금	-	46	55	27	21	29	31	45

주 : 1) 글로벌 외환거래 규모는 각 연도 4월중 일평균 거래 기준  
 2) 글로벌 주식시장 규모는 국가별 주식시장의 시가총액의 합  
 자료: 국제결제은행, 블룸버그

셋째, 은행 간 시장과 비교하여 상대적으로 대고객시장의 비약적 발전이 나타났다. 현물환(spot)의 주체별 거래규모를 예로 살펴보면 은행-은행 간 현물환거래는 위 기간중 3.9배 증가한데 반해 은행-비은행금융기관<sup>6)</sup> 간의 거래규모는 무려 10배나 상승하였다.<sup>7)</sup> 그 결과 <그림 2>에서 보는 바와 같이

5) 우리나라의 일평균 현물환거래 규모는 2001년 53.2억달러에서 2022년 231.3억달러로 증가하였다.  
 6) 비은행금융기관에는 글로벌 헤지펀드, 뮤추얼펀드, 공적연기금, 보험회사 등을 포함한다.  
 7) 현물환, 선물환 및 외환스왑을 포함한 전통적 외환거래로 보더라도 비슷한 결과를 나타내었다.

2010년 이후 은행-비은행금융기관 간의 현물환거래가 은행 간 거래 규모를 능가하고 있다. 이러한 비은행금융기관의 외환거래 비중 확대는 전 세계적으로 글로벌 헤지펀드나 공적연기금 등 비은행금융기관의 외환거래 수요가 증가한 데다 대형은행들이 이들과의 거래 편의성을 높이기 위해 프라임브로커리지(PB) 기능을 확대하고 대고객 전자거래 플랫폼 개발에 꾸준히 노력해 온 결과로 판단된다.<sup>8)</sup>

〈표 2〉 글로벌 외환시장의 주체별 현물환거래 규모

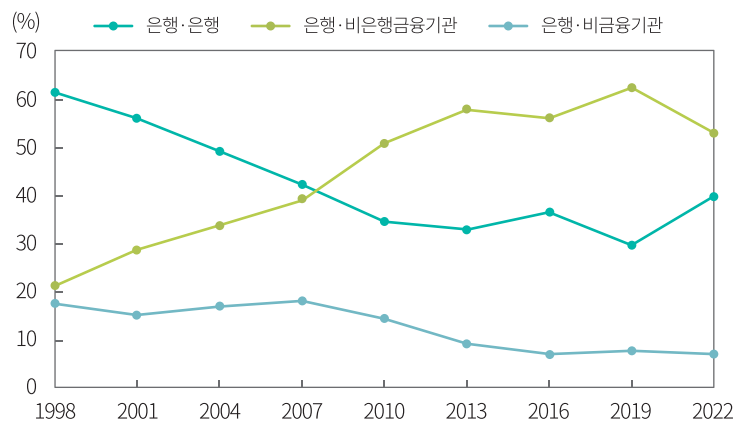
(단위: 일평균, 십억달러)

	2001	2004	2007	2010	2013	2016	2019	2022
은행-은행	216	310	426	518	676	605	589	842
은행-비은행금융기관	111	213	394	755	1,183	930	1,234	1,114
은행-비금융기관	58	108	184	217	188	117	155	150
현물환 합계	386	631	1,005	1,489	2,047	1,652	1,979	2,107

주 : 각 연도 4월중 기준

자료: 국제결제은행

〈그림 2〉 글로벌 현물환거래의 주체별 비중



자료: Chaboud et al.(2023)

넷째, 이러한 변화로 과거 은행과 기업으로 양분되던 외환시장 구조가 보다 다층적으로 진화하고 있다. 은행들은 대고객거래에서의 경쟁이 심화되고 고객의 저변 확대로 이전보다 환리스크 완화를 위한 연쇄적인 거래(hot potato trading) 필요성이 줄어들음에 따라 현물환거래가 과거보다 위축되는 모습을 보이고 있다. 반면 과거에 비해 대고객시장의 규모가 커지고 고객들의 가격결정에 대한 주도권은 확대되고 있다. 특히 자기자본거래회사들의 거래 규모 및 빈도가 확대되고 글로벌 은행들의 프라이머리 브로커리지를 통해 유동성 공급기능까지도 일부 담당하는 등 중요성이 커지고 있다. 이는 과거

8) 국제결제은행의 조사에 따르면 은행 간 거래보다 대고객거래의 디지털화 비중이 더 큰 것으로 나타났으며 거래형태 별로는 현물환거래의 디지털화 비중이 가장 큰 것으로 나타났다.

외환시장에서 유동성 공급(LP)을 담당하는 은행과 유동성을 수요(LC)하는 기업 등 대고객으로 대별되던 기존의 전통적인 시장구조가 점차 모호해지고 있음을 의미한다.

## 시사점

대고객시장을 중심으로 한 외환거래의 디지털화로 외환매매 시 거래의 신속성과 편의성이 제고되고 거래비용이 절감되는 긍정적 효과가 나타나고 있다. 또한 외환매매에서 은행보다 대고객거래의 역할과 비중이 확대되고 있고, 특히 주요 기업 및 비은행금융기관들은 외환수요자를 넘어 유동성 공급자의 기능을 동시에 수행하는 등 전통적인 외환시장 구분이 모호해지고 있는 상황이다. 이러한 글로벌 추세는 대고객 디지털화의 발전이 초기단계에 머물러 있는 우리나라에 시사하는 바가 적지 않다.

첫째, 국내은행들은 아직까지 대고객거래 디지털화에 대체로 소극적인 입장이나 이는 거스를 수 없는 글로벌 추세로서 거래의 편의성과 신속성 및 비용절감을 통해 대고객 기반을 안정적으로 확보할 수 있다는 점에 유념할 필요가 있다. 따라서 은행들은 개별적인 전산개발은 물론 선진 디지털화 체계를 적극 도입함으로써 향후 은행들의 대고객거래 시 주도권 약화와 경쟁심화에 대비하고 대고객 서비스 개선에 노력해 나갈 필요가 있다. 아울러 우리나라 대내외 증권투자자금의 유출입 규모가 앞으로도 더욱 커질 것으로 예상되므로 국내 증권회사 등 비은행금융기관들도 외환매매 및 중개업무와 관련한 디지털 경쟁력 우위를 확보하고 다양한 업무 개발 및 확장에 노력하여 디지털화에 따른 외환시장구조 변화에 선제적으로 대비할 필요가 있다.

둘째, 글로벌 외환시장에서 은행 간 및 대고객으로 나누어지는 전통적인 시장구분이 점차 모호해지고 있다는 점에서 우리나라의 관련 법체계도 이를 반영해 나갈 필요가 있다. 즉, 과거와 같이 외환거래 또는 외환매매의 중심에 반드시 은행이 있어야 한다는 인식을 탈피하고 외국환관련 법령에 암묵적으로 내재하고 있는 '외국환은행중심주의'를 제고할 필요가 있다. 개방경제체제하의 원활한 대외거래와 이를 효율적으로 뒷받침하기 위한 외환시장 기능이 더욱 발전하기 위해서는 현재와 같이 외국환은행과 기타외국환업무취급기관의 구분에 얽매이기보다는 궁극적으로 다수의 외화유동성 공급자와 수요자가 신속하고 편리하게 저비용으로 외환거래 및 매매를 할 수 있는 방향으로 관련 법체계와 외환시장 하부구조를 개선할 필요가 있다.

셋째, 우리나라 외환당국이 금년 하반기를 목표로 하고 있는 외국 금융기관(RFI)에 대한 은행 간 시장 개방을 우리나라 외환시장 하부구조 개선의 기회로 삼을 필요가 있다. 외국인에 대한 은행 간 시장 개방이 효과를 거두기 위해서는 무엇보다 이들이 국내 외환시장에 참여할 유인을 강화하는 것이 중요하다. 현재 역외 거래자들은 디지털 기반의 원화 NDF거래에 치중하고 있다는 점을 감안하여 이들의 국내 은행 간 시장 참여 시 역내에서 형성되는 현물환율을 바탕으로 글로벌 헤지펀드 등 대고객에

대한 전자적 호가 제공이 차별 없이 이루어지도록 시장인프라를 구축할 필요가 있다. 이를 통해 역외 NDF거래자들을 국내 현물환시장으로 흡수하여 개방효과를 달성하는 동시에 우리 외환시장의 대고객 디지털화를 촉진하는 계기로 삼아 나가야 할 것이다.

### 참고문헌

BIS, 2022, *OTC Foreign Exchange Turnover in April 2022*.

Chaboud, A., Rime, D., Sushko, V., 2023, The foreign exchange market, BIS Working Papers NO.1094.

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

ZOOM  
-IN

## CFPB의 디지털 지갑 및 결제서비스 규제

- 미국 CFPB는 디지털 지갑(digital wallets) 및 결제 앱(payment apps)과 같은 서비스를 제공하는 대규모 비은행 기업에 대한 감독 규칙을 제안
- 제안된 규칙은 대형 비은행 디지털 결제 기업들에 대한 CFPB의 심사 권한을 부여하고, 시장 전반에 걸쳐 소비자금융보호법(CFPA)을 일관되게 적용받을 수 있도록 함
- 빅테크 기업 및 기타 비은행 결제 회사의 소비자 금융시장 진입을 주의 깊게 감시하기 위한 CFPB 노력의 일환으로, 디지털 지갑 제공업체에 대한 신뢰를 증진하게 될 것으로 기대

#### □ 미국의 소비자금융보호국(CFPB)<sup>1)</sup>은 디지털 지갑(digital wallets) 및 결제 앱(payment apps)과 같은 서비스를 제공하는 대규모 비은행 기업에 대한 감독 규칙을 제안

- Apple Pay, Google Pay, PayPal, Venmo 및 Cash App과 같이 빅테크 및 기타 대형 기술 기업에 의해 주도되는 디지털 결제 앱과 지갑의 이용률은 지속적으로 증가하고 있으나, 많은 비은행 기업이 CFPB의 감독을 받고 있지 않음
  - 미국에서는 결제 및 P2P(peer-to-peer) 이체 기능을 제공하는 회사는 화폐서비스기업(Money Services Businesses: MSBs)으로 연방정부의 규제를 받음
  - 3개의 연방은행기관(연방준비제도이사회(FRB), 연방예금보험공사(FDIC), 통화감독청(OCC)) 중 하나의 감독대상이 되는 은행과 달리, MSBs는 은행 건전성 규제의 감독을 받지 않음
  - 대신, MSBs는 금융범죄단속네트워크(Financial Crimes Enforcement Network: FinCEN)에 등록 및 감독 대상이 되고, 국세청(IRS)의 심사를 받음
- 이번에 제안된 감독 규칙으로 이러한 비은행 금융회사들에 대해 CFPB가 이미 감독하고 있는 대형 은행, 신용조합 및 기타 금융기관들과 동일한 수준의 일관된 규칙 준수를 보장함으로써 규제차익 거래를 단속하고 공정한 경쟁을 촉진하는 것을 목표로 함
  - 디지털 어플리케이션은 신용카드나 직불카드와 같은 기존의 결제방식과 비슷하거나 더 큰 전자상거래 결제량의 점유율을 가지고 있고, 상당한 양의 직접 소매지출을 증가시키고 있음

1) 미국의 소비자금융보호국(CFPB)은 소비자가 은행, 대출업체 및 기타 금융기관으로부터 공정한 대우를 받을 수 있도록 보장하기 위해 설립된 연방준비은행 산하 미국 정부기관으로, 은행·비은행권에 대한 소비자보호 업무를 담당하고 소비자 민원조사, 시장조사·연구, 소비자금융 관련 연방법률 시행을 위한 규정제정, 감독, 검사·제재업무를 수행하며, 금융소비자보호국장은 상원의 승인을 받아 대통령이 임명하며 독자적으로 예산을 수립하는 등 독립기구 수준의 독립성이 보장됨

- 금융기관과 유사한 금융서비스를 제공하는 빅테크 및 기타 비은행 기업들은 소비자 금융에 미치는 영향에도 불구하고, 은행 및 신용조합과 동일한 규제 조사 및 감독을 받지 않고 있어 소비자 보호에 대한 우려를 제기
- CFPB는 이미 해당 기업에 대한 집행 권한을 갖고 있지만, 해당 기업이 법을 준수하고 임원을 모니터링하는지 확인하기 위한 면밀한 조사가 이뤄지지 않았음

□ 이번 제언된 규칙은 대형 비은행 디지털 결제 기업들에 대한 CFPB의 심사 권한을 부여하고, 시장 전반에 걸쳐 소비자금융보호법(Consumer Financial Protection Act: CFPA)을 일관되게 적용 받을 수 있도록 함

- 도드-프랭크법(Dodd-Frank Act)에 따라 CFPB는 ‘기타 소비자 금융 상품 또는 서비스 시장의 대규모 참가자’(larger participant[s] of a market for other consumer financial products or services)를 감독할 권한<sup>2)</sup>을 갖게 되고, 이를 통해 CFPB는 대규모 참가자로 하여금 소비자 금융보호법을 준수하도록 감독할 수 있음
  - CFPB는 소비자 보고(consumer reporting), 소비자 부채추심(consumer debt collection), 학자금대출 서비스(student loan servicing), 국제송금(international money transfers) 및 자동차 금융분야(automobile financing)등 4개의 다른 시장의 대규모 참가자를 감독 대상으로 하고 있었음
  - 이번에 제언된 규칙은 소비자금융보호법 section 1024(a)(1)(B)의 목적을 위해 소비자의 일상 생활에서 중요한 역할을 하는 소비자금융상품 및 서비스 시장의 대규모 참가자를 정의하는 일련의 CFPB 규칙 제정 중 여섯번째
- 제언된 규칙은 일반적인 사용의 소비자 결제 어플리케이션(general-use consumer payment applications) 제공자를 대규모 참가자(larger participants)로 정의하고 CFPB가 해당 제공자와 관련하여 감독할 권한을 부여
  - ‘대규모 참가자(larger participants)’는 중소기업청(SBA) 기준 소기업에 해당하지 않고 연간 소비자 결제 거래가 500만건을 충족 또는 초과하는 제공자를 의미<sup>3)</sup>
  - 대규모 참가자 지정의 최소 기간을 2년으로 설정하고, 대규모 참가자 자격을 갖춘 모든 비은행 적용 대상자는 과세 연도의 첫날부터 대규모 참가자 테스트(larger-participant test)를 마지막으로 충족한 2년까지 대규모 참가자로 유지됨
- ‘일반적인 사용의 소비자 결제 어플리케이션(general-use consumer payment applications)’은 ‘소비자 결제 거래 시 소비자의 일반적인 사용을 위해 디지털 어플리케이션을 통해 보장되는 결제 기능을 제공하는 것’을 의미
  - 예를 들어 일반적으로 디지털 지갑, 결제 앱, 자금 이체 앱, 개인 간 결제 앱, P2P 앱 등으로 설명되는 많은 소비자 금융 상품 및 서비스가 해당

2) 12 U.S.C. 5514(a)(1)(B), (a)(2)

3) [https://files.consumerfinance.gov/f/documents/cfpb\\_nprm-digital-payment-apps-lp-rule\\_2023-11.pdf](https://files.consumerfinance.gov/f/documents/cfpb_nprm-digital-payment-apps-lp-rule_2023-11.pdf)

- ‘소비자 결제 거래(consumer payment transaction)’는 주로 자금을 이체하는 것을 의미하는데, ‘자금’은 금전적 가치가 있고 금융 목적으로 쉽게 사용할 수 있는 디지털 자산을 포함함. 따라서 비트코인과 같은 디지털 자산과 관련된 소비자와 판매자의 거래는 다른 제외 사항이 적용되지 않는 한 범위에 해당
- ‘보장되는 결제 기능(covered payment functionality)’은 송금을 목적으로 자금을 수령하거나 결제 지시를 수락 및 전송하는 ‘자금이체 기능(funds transfer functionality)’과 암호화 또는 토큰화된 형태를 포함하여 계정 또는 자격 증명을 저장하는 상품 또는 서비스인 ‘지갑 기능(wallet functionality)’을 포함
- ‘일반적인 사용(general use)’은 ‘디지털 소비자 결제 어플리케이션을 통해 제공되는 해당 결제 기능에 의해 촉진되는 소비자 결제 거래의 목적에 중대한 제한이 없는 것’으로 정의되어, 제한된 결제 기능을 갖추고 특정 유형의 상품을 구매하거나 임대하기 위한 경우에는 ‘일반적인 사용’으로 간주되지 않음

— 제안된 규칙에서는 특정 유형의 거래를 제외로 함

- 국제 결제 또는 송금(예: 이주송금(remittances))
- 외화 구매(미국 달러를 다른 통화로 환전)
- 특정 디지털 자산의 구매, 판매 또는 교환
- 증권 또는 상품의 매매를 주된 목적으로 하는 자금의 이전
- 비은행이 제공하는 온라인 또는 오프라인 매장, 마켓플레이스에서 상품이나 서비스를 구매하기 위해 처리하는 결제
- 비은행이 상품이나 서비스를 구입하기 위해 소비자에게 돈을 빌려주는 디지털 앱과 같은 소비자 신용 확장

□ 제안된 규칙에 따라 비은행 대상 대규모 참가자는 CFPB 집행 권한의 적용을 받게 되고 정기적인 모니터링, 정보 요청, 규정 준수 검사를 통해 강화된 조사를 받게 됨

— CFPB는 비은행 대상 감독 권한은 해당 기업의 감독 대상이 되는 상품이나 서비스에만 국한되지 않고, 다른 소비자 금융상품이나 서비스와 관련되거나 소비자금융보호법의 적용을 받는 기타 기업 활동도 포함됨

- CFPB는 위험을 기준으로 각 법인의 규모, 소비자 금융상품 또는 서비스와 관련된 거래 규모, 시장에서 제시되는 규모 및 위험 등을 고려하여 비은행 대상자에 대한 감독 활동의 우선순위를 정함

— 자금 이체, 개인정보 보호 및 기타 소비자 보호 법규의 준수: CFPB는 소비자의 자금 이체 및 사생활 보호에 대한 불공정하고 기만적이며 남용적인 행위 및 관행에 대해 소비자금융보호법을 준수하도록 감독

— 은행 및 신용조합과 동일한 규칙을 준수: 비은행에 대한 감독을 강화하여 공정한 경쟁을 촉진하고, 비은행 기관과 기존 금융기관 간에 소비자금융보호법이 일관되게 시행되도록 보장할 수 있음

- 제안된 규칙은 빅테크 기업의 소비자 금융시장 진입을 주의 깊게 감시하기 위한 CFPB 노력의 일환으로, 보다 명확한 이용 약관, 향상된 데이터 보안 및 효율적인 불만 해결 메커니즘을 약속하여 전반적인 사용자 경험을 향상시키고 디지털 지갑 제공업체에 대한 신뢰를 증진하게 될 것으로 기대
- 2022년 CFPB는 빅테크 기업들이 금융상품을 마케팅하기 위해 정교한 행동 타겟팅 기법(sophisticated behavioral targeting techniques)을 사용할 때 연방소비자금융보호법을 준수해야 한다고 경고하고, 잠재적인 정책 솔루션과 함께 빅테크의 결제 플랫폼이 야기하는 위험에 대한 더 많은 정보를 얻기 위해 공개 조사를 시작
  - 2023년 CFPB는 2021년 빅테크 기업에 결제시스템 계획에 대한 정보를 요청하고 민감한 개인 데이터 사용에 대한 보다 자세한 정보를 확인하기 위해 후속 조치를 취했으며, 모바일 결제에서 경쟁과 혁신을 제한하는 특정 빅테크 기업의 역할을 강조
  - 이러한 조치 이외에도 CFPB는 신생기업이 소비자금융분야에서 빅테크기업과 경쟁할 수 있도록 경쟁 및 혁신사무소를 개설하고 기술전문가와 심사관으로 구성된 감독기술프로그램을 구축하여 빅테크 소비자 금융제품과 관련된 위험에 초점을 맞추고 있음
    - 제안된 규칙이 확정되면 190개 이상의 비은행 제공업체로 구성된 전체 시장 중 약 17개 기업이 제안의 거래 기준을 충족하여 시장 점유율의 88%를 차지할 것으로 추정
    - 이들 기업은 거래량을 검토하여 CFPB 감독 기준을 충족하는지 확인하고 모의 시뮬레이션 등을 통해 감독 검사를 준비해야 하며, 강화된 감독에는 잠재적으로 직원 수 증가, 포괄적인 직원 교육 및 새로운 규제 요구 사항을 충족하기 위한 운영 프로세스 정밀 검사를 포함하여 더 높은 규정 준수 책임이 수반됨
  - CFPB는 빅테크 기업과 기타 비은행 결제 회사가 적절한 감독을 받도록 보장함으로써 규제차익거래를 방지하기 위해 기업이 연방 소비자 보호 및 기타 해당 법률을 준수하는 방식뿐만 아니라 준수 관리 시스템의 효율성을 포함하여 이를 수행하는 방법에 대해서도 중요한 의미를 두고 있음
    - 제안된 규칙에 따라 대규모 참가자로 분류될 수 있는 회사는 현재 규정 준수 관리 프로그램을 검토하고 제안된 규제 제도를 준수하도록 보장하기 위한 로드맵을 수립해야 함
- 우리나라의 경우 결제서비스 사업자가 제공하는 개별·구체적인 서비스 형태에 따라 「여신전문금융업법」상 여신전문금융업자(신용카드, 할부·리스 등), 「전자금융거래법」상 전자금융업자(선불업자, 전자지급결제대행업자 등) 등의 등록 및 관련 규제 준수가 필요
- 제공하는 서비스 유형에 따라 전자지급결제대행업자(PG업자), 전자금융보조업자, 선불전자지급업자, 신용카드업자, 할부금융업자 등으로 분류하고 있는데, 현행법상 삼성페이나 애플페이와 같은 간편결제를 제공하는 사업자는 규제의 사각지대에 놓여 있음
    - 삼성페이나 애플페이 제공업체인 삼성전자와 애플은 금융사와 제휴를 통해 전자결제서비스를 제공하면서도 휴대폰제조사로 분류되어 있으며, 여신전문금융업법상 여신전문금융업자도 전자금융거래법상 전자금융업자에도 해당되지 않음

- 동일한 기능과 서비스를 제공함에도 다른 업종으로 분류되어 현행 업권별 인·허가, 감독체계 하에서는 서비스 유형에 따른 소관 법령 및 준수 의무사항 등에 있어 다른 규제를 적용받는 규제차익이 발생
  - 삼성페이에 이어 애플페이까지 도입되면서 우리나라도 디지털 지갑, 간편결제 서비스 등의 이용자가 더욱 늘어날 것으로 예상되는 가운데, 이에 따른 보안 및 해킹 등의 리스크 증가로 인한 소비자 피해 방지를 위해 보호방안을 강화하여야 할 것이라는 지적이 있음
- 금융위에서는 신용카드사의 애플페이 서비스 도입 당시 「여신전문금융업법», 「전자금융거래법」 등 관련 법령과 그간의 법령해석 등을 고려하여, 신용카드사들이 필요한 관련 절차 등을 준수하여 애플페이 서비스 도입을 추진할 수 있음을 확인<sup>4)</sup>
  - 관련 법령 준수와 함께, 신용카드사는 애플페이와 관련된 수수료 등의 비용을 고객(약관에 반영) 또는 가맹점(기존 법령해석)에 부담하게 하지 않아야 하며, 고객의 귀책 없는 개인(신용) 정보 도난, 유출 등으로 야기된 손해에 대해 책임(약관에 반영)을 지는 등 소비자 보호 방안을 강구해야 한다고 명시
- 동일업무 동일규제의 원칙에 맞춰 규제를 적용해야 규제차익으로 인한 소비자 피해를 막을 수 있겠으나, 과도한 규제 적용은 디지털지갑 및 결제 앱과 같은 간편결제서비스시장 성장을 위축시키고 금융소비자의 편익을 저해하는 결과를 가져올 수 있으므로 형평성에 맞는 법제도 개선이 필요

선임연구원 신경희

---

4) 금융위원회, 2023. 2. 3. 신용카드사의 애플페이 서비스 제공 관련 필요 절차 등의 확인 결과, 보도자료

ZOOM  
-IN

## 인도 주식시장 현황 및 지속 상승 배경

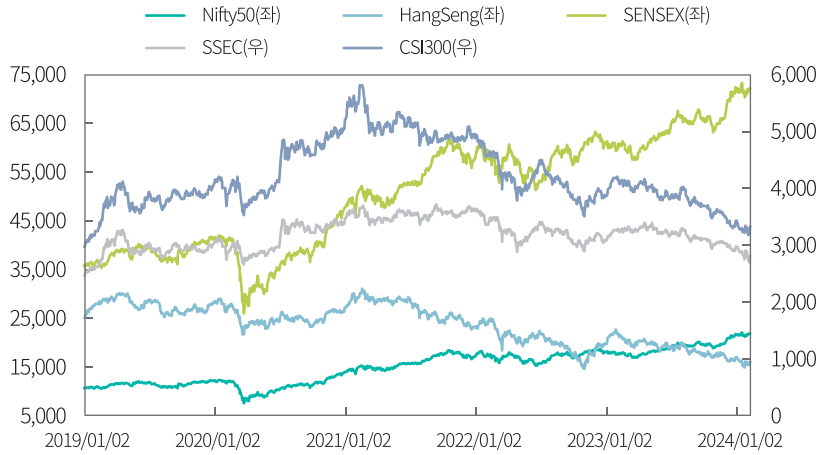
- 인도 주가지수는 역사적 최고치를 경신하며 상승 추세를 나타내고 있는 가운데 지난 1월 홍콩거래소를 넘어서며 세계 4위의 시가총액 규모를 기록
- 증시 활황에 힘입어 IPO 역시 크게 증가했고 올해 들어서도 여러 기업들의 상장 신청이 이어지고 있어 IPO 증가가 계속될 전망
- 이와 같은 인도 증시의 지속적인 상승 배경은 인구수 증가 및 다른 신흥국 대비 경제성장 기대감과 정책적 지원, 개인투자자 증가 등에 기인
- 인도는 다른 국가 대비 높은 성장세를 나타내며 '포스트 차이나'로 주목받으면서 외국인 투자자의 관심이 더욱 높아짐에 따라 주식시장의 성장이 계속될 것으로 기대
- 국내에서도 인도 관련 투자에 대한 관심이 증대되는 분위기이며, 인도 관련 ETF 거래가 증가하고 순자산이 크게 확대

- 인도 주가지수는 역사적 최고치를 경신하며 상승 추세를 나타내고 있는 가운데 지난 1월 홍콩거래소를 넘어서며 세계 4위의 시가총액 규모를 기록
  - 인도 증시는 2020년 코로나 팬데믹을 겪으며 다른 국가처럼 주가지수가 크게 하락한 이후 꾸준히 상승세를 나타내다가 2023년 들어 급격한 성장세를 나타냈고 올해 들어서도 최고치를 경신하며 지속 상승
    - 인도증권거래소(NSE) 대표지수인 Nifty50지수는 2023년 4분기 급격하게 상승하며 연초대비 19.4% 상승했고 2024년 들어서도 계속 상승을 이어가며 1월 15일 역사적 최고점을 갱신하여 22,097.45를 기록
    - 뭄바이증권거래소(BSE)의 SENSEX지수 역시 상승 추세를 보이는 가운데 2023년 연초대비 18.1% 증가했고, 올해 들어 최고치(73,327.94)를 기록
  - 같은 기간 중국, 홍콩 등 다른 국가의 주요지수는 하락 추세를 보이는 것과는 달리 인도 주가지수는 지속적인 상승 추세를 보이며 높은 상승률을 나타냄
    - 홍콩 항셱지수(HSI Index)는 2023년 연초 대비 13.8% 하락했으며 중국의 상해종합주가지수(SSEC)는 3.7% 하락, CSI300지수<sup>1)</sup>는 11.4%의 하락률을 나타내며 하락세를 시현

1) 상하이증권거래소와 선정증권거래소에서 거래되고 있는 시가총액 기준 상위 300개 주식으로 구성된 지수

- 런던증권거래소그룹(LSEG)에 따르면 Nifty50의 12개월 선행 주가수익비율이 22.8로 미국 S&P500의 20.23보다 높으며 중국보다는 3배 이상 높은 것으로 나타남<sup>2)</sup>

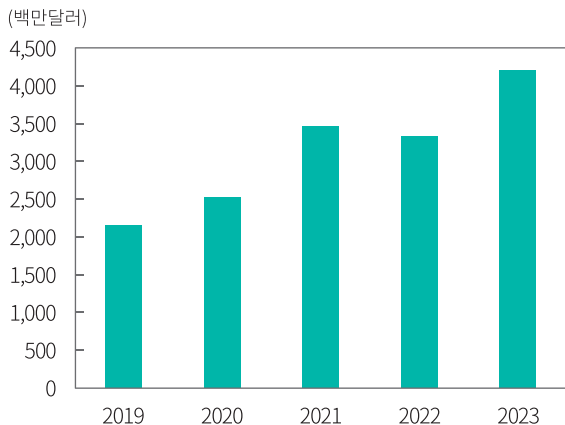
〈그림 1〉 인도 주가지수 추이: 중국, 홍콩과 비교



자료: Bloomberg

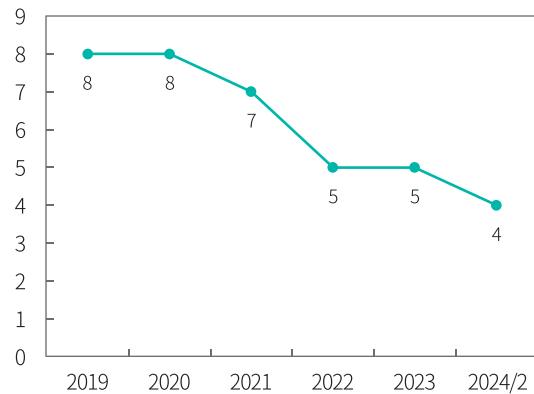
- 2024년 2월 현재 인도 주식시장의 시가총액은 4.36조달러로 세계 4위의 규모
  - 2023년 12월 인도 증시의 시가총액은 4조달러를 돌파하며 2020년초에 비해 2배 이상 확대되었고 상장된 기업 수도 2,190개에 달함
  - 2022년에는 시가총액 기준으로 세계 거래소 순위 7위에서 프랑스, 영국을 넘어서며 5위로 올라섰고, 2024년 1월에는 홍콩증권거래소를 제치면서 미국, 중국, 일본에 이어 4위를 기록

〈그림 2〉 인도 증권거래소 연도별 시가총액



자료: Bloomberg

〈그림 3〉 인도 증권거래소의 시가총액 기준 순위 변화



자료: Bloomberg

2) Reuters, 2024. 2. 5, Investors dig into India's stock market as China flounders, discount risks.

- 특히 외국인 투자자들의 매수 규모가 증가하며 2023년 순유입 규모가 200억달러를 돌파<sup>3)</sup>
  - 외국인 기관투자자의 인도 주식 투자 규모는 2021년 37억달러의 순유입 이후 2022년에는 165억달러의 순유출을 기록했으나 2023년 들어 순유입으로 전환되며 207억달러의 순유입을 나타냄
  - 일본에서도 개인투자자들의 인도 주식 투자가 증가하여 1월에만 인도 관련 주식펀드에도 1,400억엔 규모의 자금이 유입된 것으로 나타남<sup>4)</sup>

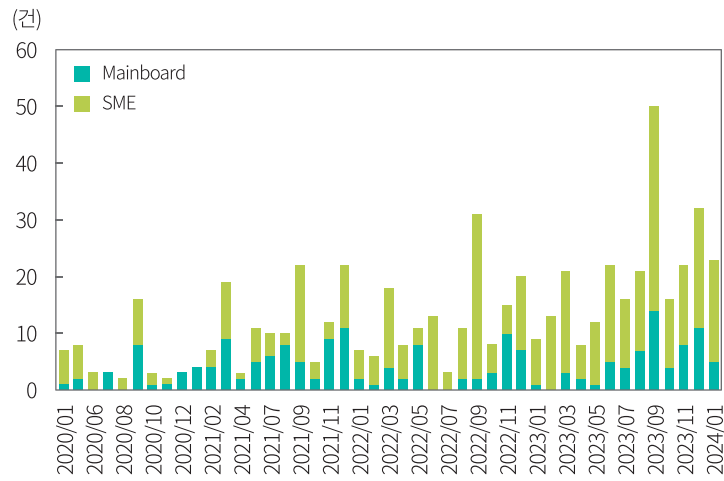
□ 증시 활황에 힘입어 IPO 역시 크게 증가했고 올해 들어서도 여러 기업들의 상장 신청이 이어지고 있어 IPO 증가가 계속될 전망

- 인도 주가지수가 지속 상승하며 증시가 활발해진 가운데 IPO 건수도 증가했고 중소기업의 IPO 증가가 두드러짐
  - 2023년 동안 242건의 IPO가 이루어졌고 2023년 하반기에만 157건의 IPO를 기록하며 전년도 같은 기간 대비 두배 가량 증가
  - 중국, 홍콩 증시에서 IPO 건수가 전년대비 감소한 것과 달리 인도는 2023년 IPO 건수가 전년대보다 60% 증가
  - 2023년 전체 242건 중 182건이 중소기업(SME)의 IPO로 2022년부터 중소기업의 IPO가 전체 IPO 중 70% 이상을 차지
- 이와 같은 IPO 증가세는 2024년 들어서도 계속될 것으로 전망
  - 2024년 1월과 2월 현재까지 40건의 IPO가 이루어짐
  - 또한 IIFL에 의하면 2024년 2월 현재 총 66개 회사가 인도 규제 당국에 상장 문서를 제출한 상태이며 지난 2년 동안 인도 최대 IPO 중 하나로 예상되어 왔던 Ola Electric과 핀테크 그룹 MobiKwik이 포함<sup>5)</sup>

---

3) Reuters, 2024. 1. 1, Indian shares, bonds seen rallying in 2024 on continued foreign inflows: The Economic Times, 2023. 12. 24, Are we still dependent on FII flows? Paradoxically, we are.  
4) Bloomberg, 2024. 2. 1, Japanese retail investors pile billions into Indian equities.  
5) Financial Times, 2024. 2. 1, India's stock market rally fuels rush of IPOs.

〈그림 4〉 인도 IPO 건수



자료: Chittorgarh

□ 이와 같은 인도 증시의 지속적인 상승 배경은 인구수 증가 및 다른 신흥국 대비 경제성장 기대감과 정책적 지원, 개인투자자 증가 등에 기인

— 인구수 증가로 젊은 노동력을 보유하고 있어 강력한 내수경제 성장이 기대됨에 따라 GDP 성장이 연평균 6~7%대에 이르는 지속적인 성장 전망

- 인도는 지난해 4월 14억여명의 인구를 보유하고 있어 중국을 제치고 세계에서 가장 인구가 많은 나라로 등극했고, 평균 연령은 28세로 25세 미만의 젊은 인구가 40%를 차지하여 중국(39세), 미국(38세)에 비해 젊은 인구 비중도 높은 것으로 나타남<sup>6)</sup>
- 따라서 인도의 도로 및 철도, 재생 가능 인프라 등에 대한 투자와 기술적 강점에 대한 기대감으로 현재는 GDP 규모 5위지만 2030년 전후로 2~3위에 올라설 것으로 예측<sup>7)</sup>

— 주식거래를 위한 온라인 거래 플랫폼의 발달과 정부의 IPO 절차 개선 등도 인도 증시에 우호적으로 작용

- PwC 보고서에 따르면 인도는 2023년 9월 기준 5억 1천만명의 인터넷 사용자를 보유하고 있고, 2022년 대비 2023년 디지털 결제 규모가 56% 증가했으며<sup>8)</sup> 이같은 디지털 역량에 힘입어 개인투자자의 주식 보유 비중이 8.75%로 3년 전 1.85%에서 5배 정도 증가
- 온라인 거래 플랫폼의 발달로 개인투자자의 접근이 용이해졌고 현재 가장 사용빈도가 높은 거래 플랫폼은 Groww로 점유율이 20.35%이고 Zerodha가 19.9%로 그 뒤를 이으며 AngelOne, Upstox 및 ICICIdirect 등도 있음<sup>9)</sup>

6) Kotra, 2023. 5. 23, 14억 인구 대국 인도, 노동인구 현황 및 전망.

7) Reuters, 2023. 12. 5, India to be world's third-largest economy by 2030 -S&P Global Ratings.

8) PwC, 2023, *The Indian Payments Handbook - 2023-2028*.

9) Inc42, 2023. 12. 22, Online stock trading platforms in India: Who's thriving & Who's striving

- 2021년에는 IPO 장려를 위해 IGP(Innovators Growth Platform) 관련 제도를 개선하여 실적요건 완화 등을 통해 절차를 개선하여 주식시장 활성화를 촉진
- 온라인 거래가 활성화되면서 젊은 세대의 투자 참여 증가와 함께 인도 증산층의 금융인식이 높아지면서 개인투자자가 증가<sup>10)</sup>
  - 코로나19로 인한 재택근무 증가 등으로 인해 개인투자자가 증가하면서 온라인 기반의 주식투자가 증가
  - 2019년말 개인 주식계좌가 3,600만개에서 2023년 말 9,000만개로 증가했고 전체 주식거래 중 개인투자자 비중도 확대되었으며 인도 주식에 투자하는 개인투자자가 8,000명에 달함

□ 인도는 다른 국가 대비 높은 성장세를 나타내며 ‘포스트 차이나’로 주목받으면서 외국인 투자자의 관심이 더욱 높아짐에 따라 주식시장의 성장이 계속될 것으로 기대

- 중국의 경기 둔화와 미국과의 갈등이 장기화되면서 투자자들의 신흥 시장에 대한 관심이 인도로 이동<sup>11)</sup>
  - 대외적으로 신흥시장의 강자인 중국이 미국과의 갈등이 지속되고 중국이 디플레이션과 부동산 거품의 붕괴로 타격을 입을 것으로 예상되면서 주식시장 침체기를 겪고 있고 홍콩 역시 그 영향을 받아 IPO 및 주가지수 모두 감소추세를 보이는 상황
  - 또한 올해 총선을 앞두고 있어 높은 경제성장률 달성과 외국인 투자 확대, 인프라 개발 등을 이루어 낸 현 총리의 연임 가능성이 커지면서 투자자의 기대감이 증대
- 이처럼 여러 기대가 반영되면서 인도 주식시장의 성장을 예상하지만 한편으로는 정부 부채비율의 상승 및 고평가된 주식 등 위험요인과 외국인 투자자 확대를 위해 개선해야 할 점도 존재<sup>12)</sup>
  - 최근 MSCI 글로벌 스탠다드 지수에서 인도 기업의 비중이 기존 17.9%에서 18.2%로 상향된 반면, 중국은 26.6%에서 25.4%로 감소하여 2020년 중국 기업의 가중치가 인도의 5배였던 것을 감안하면 격차가 크게 축소된 것으로 2024년 초까지 20%의 비중을 넘어설 것으로 예상<sup>13)</sup>
  - 하지만 인도의 증가하는 정부 부채비율 및 주가의 고평가 등 꾸준히 제기되고 있는 위험요인과 주식에 대한 외국인 소유 한도 등을 고려할 필요<sup>14)</sup>

---

10) The Economic Times, 2024. 1. 30, The new landscape of Indian stock trading: Empowered retail investors and advanced technology.

11) Financial Times, 2023. 12. 15, India's booming stock market.

12) Business Standard, 2023. 12. 19, IMF cautions India on govt debt vulnerabilities, Centre disagrees.

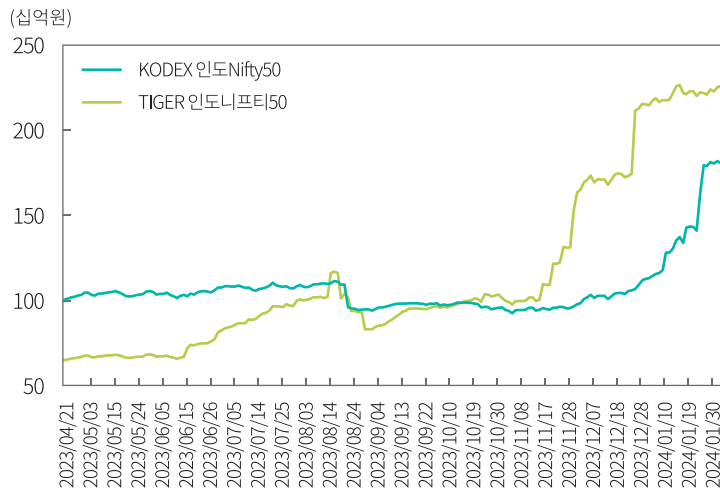
13) Reuters, 2024. 2. 13, India narrows gap with China in key MSCI index with weight hitting new high.

14) Financial Times, 2023. 12. 15, India's booming stock market.

□ 국내에서도 인도 관련 투자에 대한 관심이 증대되는 분위기이며, 인도 관련 ETF 거래가 증가하고 순자산이 크게 확대

- 인도가 중국을 대체할 투자처로 부상하고 있어 국내에서도 인도 관련 투자에 대한 관심이 증대되고 있는 가운데 인도 증시 관련 ETF 투자가 증가하는 추세
  - 국내에서는 개인투자자의 직접투자는 제도적으로 어려우므로 간접투자 방식의 인도 증시 관련 ETF로는 주로 Nifty50 지수 ETF로 5개 종목이 거래
  - Nifty50 지수를 추종하는 ETF의 순자산은 지난해 말부터 급격한 증가추세를 나타내고 있으며 올해 들어 개인투자자의 순매수 금액이 약 638억원으로 지난해 12월 92억원에 비해 7배 가량 증가(KODEX 인도Nifty50과 TIGER 인도니프티50 ETF 관련 금액)
- 인도 증시 관련 ETF 수익률도 양호하게 나타나고 있으며 평균적으로 연초대비 22%의 수익률을 나타냄
  - 중국 관련 ETF는 여러 종목에서 하락률을 나타내고 있는 것과 대비

〈그림 5〉 주요 인도 ETF 시가총액



자료: 한국거래소

선임연구원 홍지연