

OPINION

연구위원
이상호

한계기업 증가와 상장폐지 요건 강화의 시사점*

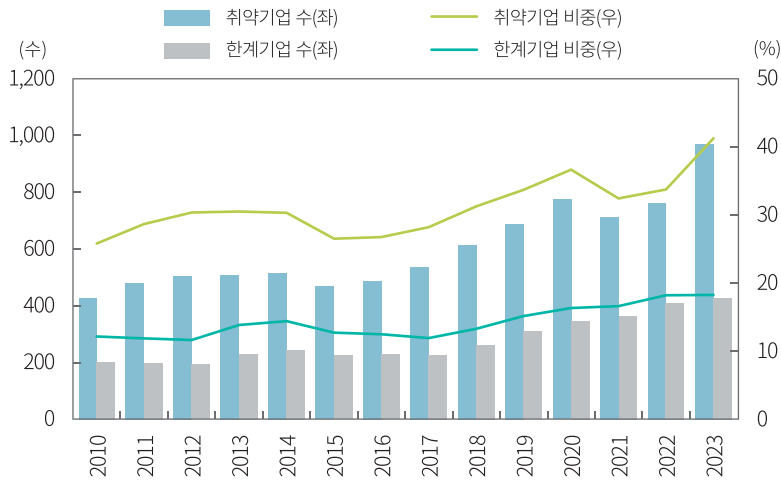
최근 금융당국이 발표한 상장폐지 요건 강화 방안은 한계기업의 시장 퇴출을 촉진하고 자본시장의 신뢰도를 회복하는 데 있어 중요한 진전으로 평가된다. 특히, 감사의견 비적정 기업에 대한 개선 기회를 1회로 제한하고 퇴출 절차를 신속화하는 조치는 퇴출제도의 비효율성을 완화하고 시장 건전성을 높이는 긍정적인 변화로 볼 수 있다. 다만, 한계기업 문제는 완화적 통화정책, 산업 구조 변화, 정부 및 금융기관의 지원 정책 등 다양한 요인이 복합적으로 작용하여 나타나는 구조적 현상이다. 따라서, 이번 개편안의 실효성을 극대화하기 위해서는 시장 내 경쟁 압력을 강화하고, 정부 및 금융기관의 지원 관행을 재검토하는 등 보다 포괄적인 접근이 병행될 필요가 있다. 또한, 퇴출 심사 과정에서 기업의 공시 정보를 보다 충실히 제공하고, 시가총액 기준이 실효적으로 적용될 수 있도록 보완하며, 청산가치 미만으로 거래되는 자산주의 퇴출 시 투자자 보호를 강화하는 방안도 함께 고려해야 한다. 이번 개편안이 한계기업 문제 해결의 중요한 첫걸음인 만큼, 지속적이고 일관된 정책 대응을 통해 기업 부문의 역동성을 제고하고 시장 신뢰를 더욱 강화하는 방향으로 나아갈 필요가 있다.

한계기업 확산과 증시 경쟁력 저하

최근 금리 상승과 대내외 경제 환경 악화로 인해 재무적으로 취약한 상장기업 비중이 빠르게 증가하고 있다. 2023년 말 기준, 영업이익으로 이자비용을 감당하지 못하는 기업은 전체 상장사의 약 41%에 달했으며, 이 중 이자보상배율이 3년 연속 1 미만인 기업은 약 18%로 집계되었다(〈그림 1〉 참조). 이러한 한계기업 문제는 2017년 이후 미·중 무역분쟁, 코로나19 등의 충격을 거치며 더욱 심화되었으며, 특히, 코스닥시장과 소규모 기업을 중심으로 부실기업이 퇴출되지 않고 지속적으로 존속하면서, 소위 좀비기업(zombie firm) 현상이 확산하고 있다.

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

〈그림 1〉 취약·한계기업 추이



주 : 취약기업 = 이자보상배율 1 미만 기업;
 한계기업 = 3년 연속 이자보상배율 1 미만 기업을 의미
 자료: DataGuide, 자본시장연구원

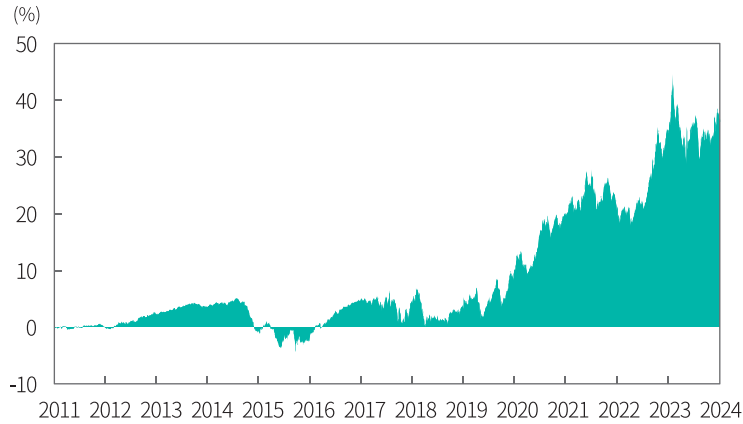
한계기업의 증가는 단순한 개별 기업의 문제가 아니라, 주식시장 전반의 투자 유인을 저해하고 증시 경쟁력을 약화하는 요인으로 작용한다. 먼저, 부실기업의 경영진은 자금 확보를 위해 불투명한 자본 조달, 무분별한 M&A 등 불공정 거래를 시도할 동기가 높아지며¹⁾, 최근에는 상장폐지를 회피하기 위해 허위·가공 매출을 계상하는 회계 부정 사례도 보고되고 있다.²⁾ 이는 투자자 피해를 초래할 뿐만 아니라, 시장 신뢰도를 저해하는 주요 요인으로 지적된다.

아울러, 한계기업은 경제 내 희소한 자원을 비효율적으로 점유하면서 정상 기업의 생산성을 저해하고 성장 기회를 제한하는 요인으로 작용한다.³⁾ 국내 연구에서도 한계기업 비중이 증가할수록 정상기업의 고용 및 설비투자, 기술 생산성이 위축됨을 확인한 바 있다.⁴⁾

한계기업의 존속이 증시에 미치는 부정적 영향 역시 실증적으로 확인된다. 한계기업의 주식 수익률은 장기간 시장 평균을 하회하고 있으며, 특히 한계기업 비중이 높은 코스닥시장에서 이러한 현상이 두드러진다. 예를 들어, 2011년 이후 매년 6월을 기준으로 3년 연속 이자보상배율 1 미만 기업을 지수에서 제외하고 이를 재산출할 경우, 2024년 6월 말 기준 코스닥 지수는 37% 추가 상승하는 것으로 분석된다(〈그림 2〉 참조).⁵⁾

1) Cressey, D.R., 1986, Why managers commit fraud, *Australian & New Zealand Journal of Criminology* 19(4), 195-209.
 2) 금융감독원, '선제적 회계감리를 통해 한계기업을 조기 퇴출시키겠습니다', 보도자료, 2024. 11. 27
 3) Banerjee, R., Hofmann, B., 2022, Corporate zombies: Anatomy and life cycle, *Economic Policy* 37(112), 757-803.
 Acharya, V.V., Crosignani, M., Eisert, T., Eufinger, C., 2024, Zombie credit and (dis-) inflation: Evidence from Europe, *The Journal of Finance* 79(3), 1883-1929.
 4) 이상호, 2021, 기업역동성 제고를 위한 한계기업 구조개혁 필요성, 자본시장연구원 『자본시장포커스』 2021-03호.
 5) 유가증권시장의 경우 비한계기업의 시가총액 비중이 상대적으로 높아 한계기업 퇴출이 시장수익률에 미치는 영향은 제한적인 것으로 분석된다. 그러나, 시장 신뢰도 제고의 관점에서 한계기업의 적시 퇴출 필요성은 여전히 중요한 과제로 남아 있다.

〈그림 2〉 한계기업 퇴출 시 코스닥시장 수익률 증분 효과



주 : 1) 2011년 7월부터 2024년 6월까지 코스닥시장 내 한계기업 퇴출을 가정한 누적 수익률 증분
 2) 한계기업 퇴출은 매년 6월 말 3년 연속 이자보상배율 1 미만 기업의 영구적 편출을 가정
 자료: DataGuide, 자본시장연구원

결과적으로, 한계기업의 적시 퇴출과 상장기업의 적격성 제고는 저조한 주가지수의 회복을 촉진하고, 나아가 자본시장의 경쟁력과 투자 매력을 강화하는 데 기여할 것으로 기대된다. 그러나 기존의 상장폐지 제도는 기업 회생을 우선시하는 방향으로 운영되어 왔으며, 경기 하강 국면에서는 퇴출 요건이 지속 완화되면서 한계기업의 시장 퇴출이 지연되는 결과를 초래했다.⁶⁾ 이는 증시 경쟁력과 시장 신뢰도를 제고하기 위해 퇴출제도의 운용 기초를 구조적으로 전환할 필요가 있음을 시사한다.

상장폐지 요건 강화 및 절차 효율화

2025년 1월, 금융당국은 자본시장의 신뢰도를 높이고 한계기업의 실효적 퇴출을 촉진하기 위해 상장폐지 제도 개편안을 발표하였다.⁷⁾ 이번 개편은 과소 설정된 재무 요건을 현실화하고, 퇴출 절차의 비효율성을 개선하며, 투자자 보호 장치를 강화하는 데 중점을 두고 있다.

우선, 상장폐지 요건 중 재무 기준이 대폭 강화된다. 현재 시가총액 기준은 유가증권시장의 경우 50억 원에서 2028년까지 500억 원으로, 코스닥시장은 40억 원에서 300억 원으로 점진적으로 상향 조정된다. 매출액 기준 역시 유가증권시장은 2029년까지 50억 원에서 300억 원으로, 코스닥시장은 30억 원에서 100억 원으로 상향된다. 이번 조치는 기존 기준이 과도하게 낮아 실질적인 퇴출 효과를 기대하기 어려웠다는 점을 반영한 것으로, 기업의 계속성과 시장 건전성을 보다 엄격한 기준으로 평가하도록 유도할 것으로 보인다.

6) 구체적으로, 2014년에는 형식적 상장폐지 사유에 대한 이의신청 범위를 확대하였으며, 2019년에는 감사의견 요건을 완화하여 비적정 의견을 받은 기업이 자기 감사의견을 통해 상장폐지 사유를 해소할 수 있도록 하였다. 2022년에는 기업 실적 요건을 완화하고, 회생 중심의 실질심사 적용을 확대하면서 퇴출 기준을 더욱 완화하였다.

7) 금융위원회, 2025. 1. 21, '상장폐지 제도 개선방안'.

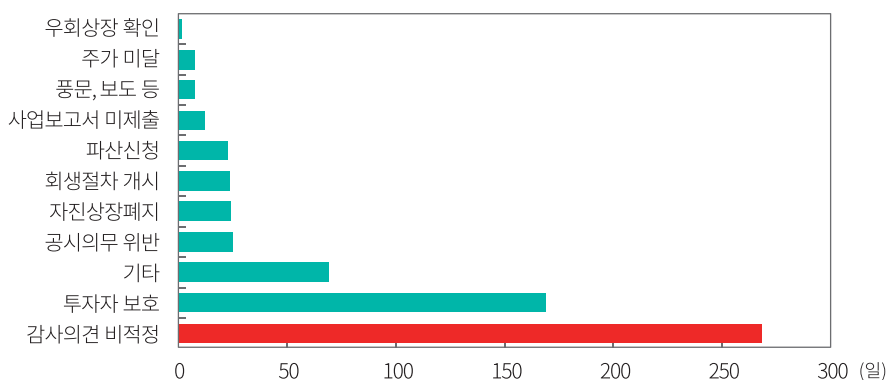
감사의견 요건도 강화하여, 2년 연속 감사의견이 비적정일 경우 즉시 상장폐지되도록 규정을 명확히 한다. 이는 재무제표의 신뢰성조차 확보하지 못한 기업이 장기간 시장에 남아 투자자 피해를 초래하는 문제를 방지하고, 회계 투명성을 제고하기 위한 조치로 해석할 수 있다.

아울러, 퇴출 절차의 신속성을 높이기 위해 심의 단계를 간소화하고, 개선기간을 단축한다. 기존 유가증권시장에서 최대 4년까지 허용되었던 개선기간은 2년으로 줄어들며, 코스닥시장은 기존 3심제에서 2심제로 전환하고 개선기간 역시 2년에서 1년 6개월로 단축된다. 또한, 형식적 상장폐지 사유와 실질심사 사유를 병행하여 판단하도록 개선함으로써, 퇴출 심사의 불필요한 장기화를 방지할 것으로 기대된다.

한편, 퇴출 이후 시장 충격을 완화하고 투자자 보호를 강화하기 위한 보완 조치도 마련된다. 상장폐지 이후에도 거래 연속성을 유지할 수 있도록 금융투자협회 K-OTC 내 '상장폐지 기업부'를 신설하여 6개월간 비상장 주식의 거래를 지원한다. 또한, 퇴출 심사 과정에서 기업이 제출하는 개선계획의 주요 내용을 공시하도록 의무화하여, 투자자들이 퇴출 위험 기업의 계속성에 대한 정보를 보다 투명하게 접근할 수 있도록 한다.

이번 제도 개편 이후, 상장 적격성이 저하된 한계기업의 상당수가 보다 이른 시기에 퇴출 대상에 포함될 것으로 예상된다. 재무 요건만 고려하더라도 2024년 말 기준, 유가증권시장 기업의 약 8%, 코스닥시장 기업의 약 7%가 최종 상향될 요건을 충족하지 못하고 있기 때문이다. 또한, 기존 퇴출 심사 과정에서 가장 큰 절차적 지연을 초래한 감사의견 비적정 기업에 대해 개선 기회 부여를 1회로 명확히 제한한 점은 퇴출 절차의 효율성을 크게 높일 것으로 기대된다(〈그림 3〉 참조). 이는 거래정지 장기화를 완화하는 동시에, 시장의 가격발견 기능을 정상화하는 데 기여할 것으로 보인다. 나아가, 투자자의 환금성을 높이고, 시장 신뢰 회복에도 긍정적인 영향을 미칠 것으로 전망된다.

〈그림 3〉 거래정지 사유별 평균 거래정지 일수



주 : 1) 2010년 1월부터 2024년 6월 말까지 거래정지 사유별 평균 거래정지 일수
 2) 복수 사유에 의한 거래정지 기업은 표본에서 제외하였으며, 거래정지 당일 원인 사유를 해소한 경우에도 산출 대상에서 제외함

자료: DataGuide, 자본시장연구원

향후 과제

다만, 한계기업 문제는 완화적 통화정책, 산업 구조 변화, 정부 및 금융기관의 지원 정책 등이 복합적으로 작용하여 나타나는 구조적 현상이다. 학계에서는 2008년 글로벌 금융위기 이후 지속된 저금리 환경과 완화적 통화정책이 한계기업 확산의 주요 요인으로 작용했다고 평가한다.⁸⁾ 또한, 기술 혁신과 산업 구조 변화에 적응하지 못한 기업이 경쟁에서 도태된 점⁹⁾, 정부의 과도한 보조금 및 재정 정책¹⁰⁾, 금융기관의 관대한 대출 관행¹¹⁾ 등도 한계기업이 구조적으로 존속하는 요인으로 지적된다.

따라서, 한계기업 문제를 근본적으로 해결하기 위해서는 상장폐지 요건 강화를 출발점으로 삼되, 시장의 구조적 요인을 고려한 보다 포괄적인 접근이 병행될 필요가 있다. 이에, 이번 개편안의 실효성을 더욱 높이고 한계기업 문제를 근원적으로 완화하기 위해 다음과 같은 과제를 제시한다.

첫째, 시장 내 경쟁 압력을 강화할 필요가 있다. 한계기업의 엄격한 퇴출은 증시 전반의 경쟁력을 높이는 데 기여할 수 있으나, 중간재 수출 중심의 경기순환형 기업이 큰 비중을 차지하는 우리나라의 산업 구조를 고려할 때, 한계기업을 적기에 판별할 수 있는 요건을 설정하는 것은 매우 어려운 과제이다. 이는 필연적으로 정상기업을 한계기업으로 오인하는 중대한 오류 가능성을 내포한다. 퇴출 기준을 일률적으로 상향하는 것만으로는 한계기업 문제를 해결하는 데 한계가 있는 만큼, 시장 내 경쟁을 촉진하여 생산성이 낮은 기업이 시장 규율을 통해 신속히 퇴출될 수 있도록 제도적 기반을 마련할 필요가 있다.

둘째, 정부 및 금융기관의 지원 관행을 재검토할 필요가 있다. 경기 침체 완화를 위한 정부의 지원 정책은 생산성이 낮은 기업의 퇴출을 지연시키고, 경제 내 희소한 자원의 배분 효율성을 저해할 수 있다. 따라서, 취약 기업을 지원하는 정책은 기업의 생산성과 업종 내 자원 배분의 효율성을 고려하여 보다 선별적이고 체계적으로 운영될 필요가 있다. 아울러, 회생 기업에 대한 정책 금융과 한계기업에 대한 대출 관행도 비효율성을 초래하지 않도록 면밀한 검토가 필요하다.

셋째, 상장폐지 과정에서 기업이 관련 정보를 충실히 공시하도록 유인 체계를 확립할 필요가 있다. 이번 개편을 통해 퇴출 심사 과정에서 개선계획의 주요 내용을 공시하도록 의무화한 점은, 투자자가

8) Banerjee, R., Hofmann, B., 2022, Corporate zombies: Anatomy and life cycle, *Economic Policy* 37(112), 757-803.
Acharya, V.V., Crosignani, M., Eisert, T., Eufinger, C., 2024, Zombie credit and (dis-) inflation: Evidence from Europe, *The Journal of Finance* 79(3), 1883-1929.

9) McGowan, M.A., Andrews, D., Millot, V., 2018, The walking dead? Zombie firms and productivity performance in OECD countries, *Economic Policy* 33(96), 685-736.

10) Andrews, D., McGowan, M.A., Millot, V., 2017, Confronting the zombies: Policies for productivity revival, OECD Economic Policy Papers No. 21.

Schivardi, F., Sette, E., Tabellini, G., 2020, Credit misallocation during the European financial crisis, *Review of Corporate Finance Studies* 9(3), 569-597.

11) Caballero, R.J., Hoshi, T., Kashyap, A.K., 2008, Zombie lending and depressed restructuring in Japan, *American Economic Review* 98(5), 1943-1977.

기업의 개선 가능성을 보다 신속하게 평가할 수 있다는 측면에서 긍정적이다. 그러나, 기업이 불리한 경제적 상황을 왜곡 없이 투명하게 공시할지는 여전히 불확실하다. 공시의 신뢰성과 충실도를 높일 수 있는 보완책 마련이 병행될 필요가 있다.

넷째, 시가총액 기준이 보다 실효성 있게 적용될 수 있도록 세부 방안을 검토할 필요가 있다. 현행 거래소 규정에 따르면, 시가총액 미달로 관리종목에 지정된 이후 90일 동안 일정 일수 이상 시가총액 기준 미달 상태가 지속되어야 상장폐지가 이루어진다. 그러나, 관리종목으로 지정되려면 우선 30거래일 연속 시가총액 미달 상태가 유지되어야 하며, 이 과정에서 단 하루라도 기준을 초과하면 관리종목 지정 요건 자체를 충족하기 어려운 문제가 있다.¹²⁾ 분기 또는 반기 등 일정 기간을 기준으로, 일평균 시가총액이 기준 시가총액 미만일 경우 시장 조치가 이루어질 수 있도록 관리종목 및 상장폐지 규정을 보완하는 방안을 검토할 필요가 있다.

마지막으로, 투자자 보호를 강화하기 위한 제도적 기반을 정교하게 정비할 필요가 있다. 특히, 청산 가치 미만으로 거래되는 자산주의 퇴출 시, 기업의 본질가치 대비 지나치게 낮은 가격에서 정리매매가 이루어질 가능성이 제기된다. 기본적으로 자산주의 저평가 현상이 합리적으로 해소될 수 있도록 M&A 압력을 강화하는 방안을 검토하는 한편, 일반 주주의 권리를 보호할 수 있는 제도적 장치도 마련할 필요가 있다.

아울러, 일부 기업이 시가총액 미달 기준을 벗어나기 위해 무분별한 M&A나 유상증자를 시도하는 사례가 발생하지 않도록, 자금조달의 목적성과 투명성에 대한 외부 감시 체계가 효과적으로 작동할 수 있어야 한다. 나아가, 정규시장에서 상장이 폐지되더라도 거래의 연속성을 유지할 수 있도록 장외시장의 거래 기반을 충분히 확충할 필요가 있다. 이와 관련해, 미국의 Pink Sheets 시장과 같이 진입요건을 최소화하는 방식은 상장폐지 기업의 거래를 효과적으로 지원하는 방안이 될 수 있다. 다만, 투기적 접근에 따른 손실은 온전히 투자자의 몫이며, 시장에서도 이를 명확한 원칙으로 인식하는 문화가 자리잡을 필요가 있다.

이번 상장폐지 요건 개편은 퇴출 기준을 강화하고, 절차를 효율화함으로써 시장 신뢰를 회복하는 중요한 진전으로 평가할 수 있다. 그러나, 퇴출 제도 개선만으로 한계기업 문제를 근본적으로 해결하는 데는 한계가 있는 만큼, 시장 규율을 강화하고 제반 환경을 보완하는 정책이 뒤따를 필요가 있다. 보다 장기적이고 종합적인 개선을 통해 한계기업 문제를 구조적으로 완화하고, 시장의 경쟁력과 신뢰를 더욱 강화하는 방향으로 나아가길 기대한다.

12) 유가증권시장 상장규정 제47조(관리종목지정) 및 제48조(상장폐지), 코스닥시장 상장규정 제53조(관리종목) 및 제54조(형식적 상장폐지) 참조

OPINION

선임연구위원
이승호

원화 국제화의 효용 및 리스크에 대한 재고찰과 시사점*

우리나라는 자본시장개방 이후 지난 30여년간 외환부문의 위기대응력이 크게 확충되고 자본수출국으로 변모하였다. 그러나 아직까지 과거의 규제적 틀에 갇혀 원화는 국제 교환성통화로 기능하지 못하고 원화 국제화가 갖는 다양한 경제적 효용을 향유하지 못하고 있다. 점차 설득력을 잃어가고 있는 원화 국제화의 잠재적 리스크에 대한 우려가 지나친 까닭이다. 우리 경제주체들의 인식전환이 필요하다. 원화 국제화는 가장 효율적인 위기방어막이며 국제경쟁력 강화를 통해 자본시장 발전과 경제활력을 제고하는 방안이다. 당국은 외환관련 법체계를 정비하여 원화연계 금융상품이 글로벌 시장에서 활발히 거래되는 국제통화로 만드는데 노력하고 민간 경제주체들도 외환부분을 새로운 수익원으로 인식하여 외환 및 국제금융업무 역량을 강화하는데 원화 국제화를 적극 활용할 필요가 있다. 원화 국제화는 더 이상 미룰 수 없는 과제이다.

우리나라가 외국에 대해 국내 주식시장을 개방하며 개방경제체제를 도입한 지 언 30여년이 지났다. 그간 무역규모와 자본·금융거래의 확대로 국경간 자본의 유출입이 크게 증가하고 이를 뒷받침하기 위해 외환 및 자본자유화 조치가 꾸준히 이루어져 왔다. 그러나 대외거래 자유화 조치의 마지막 과제라 할 수 있는 원화 국제화는 아직까지 큰 진전이 없는 상황이다. 본고에서는 우리나라의 현 경제 상황에 비추어 원화 국제화의 효용과 리스크에 대해 재고찰하고 시사점에 대해 살펴보았다.

통화 국제화의 구분

일반적으로 통화 국제화(currency internationalization)란 한 나라의 통화가 자국내에서 뿐만 아니라 해외에서 널리 사용되는 것을 의미한다. 이는 자국통화가 갖는 지급수단, 계산단위, 가치저장 등 화폐의 기본적인 기능이 해외로 확대됨을 의미한다. 현재 이러한 화폐의 기능을 모두 충족하는 통화는 미달러화가 유일하며 진정한 의미의 기축통화(vehicle currency)라 할 수 있다. 미달러화는 전세계 무역 및 자본거래에서 지급결제 수단으로 가장 널리 사용되고 있고¹⁾ 다른 나라 환율의 척도를 제공한다. 또한 많은 나라에서 외환보유액의 구성통화로 미국채를 보유하고 국제금융시장에서 가치저장 또는 투자대상 통화로 활용된다.

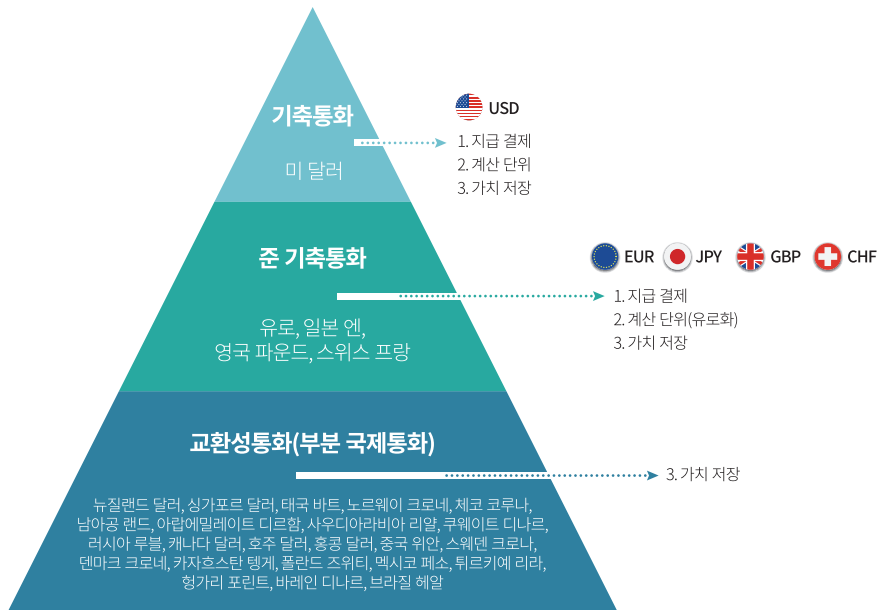
* 본고의 견해와 주장은 필자 개인의 것이며, 자본시장연구원의 공식적인 견해가 아님을 밝힙니다.

1) BIS에 따르면 2022년 기준 미달러화는 국제무역의 50%, SWIFT 결제통화의 42%, 전세계 외환보유액 구성통화의 60%를 차지하고 있다.

미달러화와 함께 3대 글로벌 통화에 포함되는 유로화와 일본 엔화는 물론 영국 파운드화, 스위스 프랑화 등도 이러한 화폐의 기능들을 상당 부분 만족하고 있으나 미달러화에 비하면 그 역할과 비중이 제한적이다. 그런 의미에서 이들 통화를 준기축통화라 부르기도 하는데 국제적 수용성(acceptability)과 신뢰를 바탕으로 각국 중앙은행의 외환보유액 구성통화로 활용된다는 데 특징이 있다.²⁾

준기축통화 이외에도 많은 국가의 통화들이 글로벌 금융시장에서 자유로이 교환되는 교환가능성 통화(convertible currency) 또는 부분 국제통화로서 거래되고 있다. 호주 달러화, 싱가포르 달러화, 캐나다 달러화, 홍콩 달러화 등을 들 수 있다. 이들은 결제통화나 외환보유액을 구성하는 지급준비금(reserve currency)으로서의 기능은 미흡하나 뉴욕, 런던 등 글로벌 금융중심지에서 다른 나라 통화와 은행간 외환매매가 일어나고 자국통화표시 금융상품이 활발히 거래되면서 가치저장 수단으로서 이용되고 있다. 이러한 부분 국제통화에는 우리나라보다 경제 및 금융의 발전 정도가 크지 않은 것으로 생각되는 중국 위안화, 태국 바트화, 러시아 루블화, 멕시코 페소화 등 많은 신흥국 통화들도 다수 포함된다.

〈그림〉 국제통화의 분류



이처럼 전세계 많은 국가들이 국제적 수용성이 충분히 뒷받침되는 (준)기축통화는 아니더라도 자국 통화 또는 자국통화표시 금융상품을 글로벌 금융시장에서 자유로이 거래 유통되도록 함으로써 국제통

2) 한편 IMF의 특별인출권(SDR)의 구성통화는 그 나라의 수출 규모와 통화의 '자유로운 사용 여부(freely usable)' 등으로 편입 기준으로 삼고 있는데 2023년 현재 (준)기축통화중 미달러화, 유로화, 엔화, 파운드화와 함께 2016년 새로 편입된 중국 위안화 등 총 5개 통화로 구성되어 있다.

화가 갖는 다양한 효용을 추구하고 있다. 그러나 기대와 달리 세계 10대 경제권이라 자부하는 우리나라의 원화는 아직까지 교환성 통화에 포함되지 못하고 있어 국격과 위상에 걸맞지 않다는 지적이 적지 않다.

원화 국제화의 현주소

현재 원화의 국제적 활용도나 국제화 수준은 미미하다. 우리나라의 수출과 수입에서 차지하는 원화결제 비중은 2022년 기준 각각 2.3% 및 6.1%에 불과하다. 원화는 글로벌 외환시장에서 교환성 통화가 되지 못하고 금융시장에서 원화연계 금융상품의 거래도 없는 한국내 지역통화에 머물러 있다. 그 결과 세계 20위까지 결제통화 순위를 발표하는 SWIFT에서 원화는 찾아볼 수 없다. 우리나라가 경제 개방체제를 도입한지 30여년이 지난 지금 세계 10대 무역대국으로 자리매김하고 외국인과 거주자의 양방향 증권투자규모 증가로 국경간 자금유출입 규모가 비약적으로 확대된 현 상황에서 원화의 국제적 활용성이 전혀 담보되지 못하고 있는 것은 바람직하지 않다. 대외거래가 확대되더라도 해외에서 원화는 화폐로서의 기능이 거의 없으니 원화를 매개로 한 금융 국제화와 선진화는 한계를 가질 수밖에 없다.

우리나라에서 원화 국제화에 대한 노력이 전혀 없었던 것은 아니다. 2000년대 중반경 정부의 ‘신 외환법(2009년 예정)’ 도입 계획에 이미 원화 국제화가 포함되어 있었으나 글로벌 금융위기 발생 여파로 잠정 중단된 후 오늘에 이르고 있다. 현재 원화 국제화와 관련한 제도적 현황을 살펴보면 우리나라의 외환위기 직후 수출입 등 경상거래에 대해서는 원화사용에 대한 제한을 철폐하여 원칙적으로 국내 및 해외에서 비거주자의 원화 사용을 허용하였다. 그러나 자본거래에 대해서는 아직까지 매우 보수적인 정책을 유지하고 있다. 급격한 자본유출입에 따른 변동성 확대 우려 때문이다. 비거주자가 국내에서 이용할 수 있는 원화계정으로 ‘자유원계정’을 아직까지 유지하여 이 계정에 대한 예치 및 처분사유를 명시하고 있으며 자금의 입출금시 이에 부합하는지 은행의 심사를 거치도록 하고 있다. 비거주자의 원화차입³⁾이나 원화증권 발행⁴⁾시에는 당국에 신고토록 하고 있다. 이렇게 조달된 원화는 당국의 모니터링이 용이하도록 외국금융기관 명의의 특정계정에 예치되어야 하며 외국인들의 원화계정간 자금 이체도 불가능하다. 외국인이 우리나라의 시장접근성(market accessibility)에 대해 인색한 평가를 하고 있는 것은 이러한 제도적 규제에 주된 이유가 있다고 판단된다.

3) 현재 외국환거래규정 7-45조 2항에서는 비거주자의 원화차입 잔액이 300억원을 초과한 경우 최초로 초과한 날로부터 3영업일 이내에 한국은행총재에게 이를 보고하여야 하며, 차입잔액이 300억원을 초과하는 경우의 그 차입 변동내역은 매월별로 다음달 10일까지 한국은행총재에게 보고하여야 한다고 규정하고 있다.

4) 외국환거래규정에서는 거주자(7-29조) 및 비거주자(7-30조)가 해외에서 원화증권(원화연계외화증권 포함)을 발행하고자 하는 경우에는 증권발행신고서에 발행자금의 용도를 기재한 발행계획서를 첨부하여 기획재정부장관에게 제출하여야 한다고 규정하고 있다.

이처럼 국내에서조차 외국인의 원화 사용에 불편과 번거로움이 크니 해외에서의 원화 사용이나 원화의 국제적 수용성을 기대하기는 더더욱 어렵다. 비거주자가 해외에서 원화를 차입하거나 원화결제 는 사실상 제한되어 있고 원화채권발행도 우리 외환당국에 사전신고를 요구하고 있다.⁵⁾ 해외에서 원 화가 유통되기도 전에 모니터링을 위한 신고체계 등 방어막부터 구축해 놓은 셈이다. 또한 원화는 글 로벌 외환시장에서 은행간 매매에 사용되지 못하여 교환성이 없으므로 이에 기반한 다양한 원화연계 금융상품 출현이나 거래가 일어나기 어렵고 가치저장 수단으로서의 기능은 미미하다고 할 수 있다. 원 화의 국제화를 추진함에 있어 해외에서 원화수요가 일어나기 어려워 시기상조라고 하는 일부 주장은 그 원인이 여기에 있음을 직시하고 교환성통화를 보유한 다른 나라들의 사례를 참고할 필요가 있다.

원화 국제화의 경제적 효용

많은 나라에서 자국통화의 국제화에 노력하고 있는 것은 많은 경제적 효용과 이점이 발생하기 때문 이다. 원화가 국제화되어 국제거래에서의 활용도가 높아질 경우 다음과 같은 긍정적 효과가 기대된다.

첫째, 대외의존도가 큰 우리나라에서 기업의 환위험이 감소하고 환헤지 비용이 축소되는 효과가 있 다. 수출입기업이 무역대금을 원화로 결제하면 환율변동에 따른 위험이 원천적으로 사라지고 환위험 의 헤지(hedge)에 드는 비용도 소멸한다. 또한 기업이 자금조달 수요가 있을 경우 해외에서 원화채권 발행을 통해 보다 유리한 조건으로 자금을 조달할 수 있게 되어 기업의 자금조달과 관련한 비용이 감 소하거나 적어도 선택폭이 넓어지게 될 것이다. 원화의 국제적 활용도가 높을수록 많은 개인들이 환전 과정에서 겪는 환율변동 위험도 줄어들게 된다.

둘째, 원화 국제화는 우리 금융기관의 대외경쟁력 향상을 가져오고 자본시장과 금융산업 발전에 도 움이 된다. 해외 금융시장에서 원화표시 또는 원화연계 금융상품이 거래될 경우 원화기반 영업에 비교 우위가 있는 우리나라 금융기관들의 대외거래 활성화와 수익창출은 물론 해외진출에도 도움을 준다. 즉 원화 국제화는 우리나라의 양방향 자본유출입을 원활하게 하고 원화연계 금융상품이 글로벌 차원 에서 유통될 수 있게 함으로써 우리 금융기관들의 국제경쟁력을 강화하고 금융 국제화와 국내 자본시 장의 발전에 획기적 전기가 될 것이다.

셋째, 국가 전체적으로 외화유동성 위기 발생가능성이 최소화된다. 원화 국제화는 외환시장의 저변 을 글로벌 차원으로 확대시켜 시장효율성과 유동성을 풍부하게 하므로 외부충격에 대한 경제의 복원 력(resilience)을 강화시키는 요인이 된다. 또한 원화가 국제적으로 신뢰받는 교환성 통화가 될 경우에 는 글로벌 위기발생으로 갑작스러운 외환수요가 발생하더라도 원화를 대가로 긴급한 외자조달 수요에 충족할 수 있다. 이는 외환에 대한 의존도를 줄이는 방법이 될 뿐만 아니라 외환보유액 확충 등 전통적

5) 다만, 해외에서의 원화 파생거래에 대해서는 허용하고 있는데 비거주자간 원화 NDF거래가 크게 증가한 것은 당국에 대한 신고와 같은 규제가 전혀 없는 데도 기인하는 것으로 판단된다.

인 위기대응 방식이 가져오는 비용을 줄여준다. 이런 점에서 원화의 국제화는 선제적이고 가장 효율적인 위기대응 방안이라 할 수 있다.

넷째, 원화 국제화는 대외신인도 향상을 통해 코리아 디스카운트 완화에도 기여할 수 있다. 글로벌 투자은행인 모건스탠리(Morgan Stanley)사의 MSCI지수에서 우리나라가 아직까지 신흥국으로 분류되고 있는 요인중 역외 외환시장 부재에 따른 시장접근성 미흡이 오래전부터 지적되고 있다. 원화 국제화는 외국인투자자들의 우리나라 외환시장 자유화 정도에 대한 부정적 시각을 제거하여 우리나라가 선진국지수로 분류될 수 있게 함으로써 장기안정적인 외국인투자자금의 국내 유입을 가능하게 하고 국가신용도 상승 등 대외신인도 개선에 도움이 된다.

다섯째, 원화 국제화는 최근 가파른 증가세를 이어가고 있는 우리나라의 해외금융투자를 지원하여 안정적인 경상흑자 기초 강화와 국민가처분소득 증가에 기여한다. 즉 원화 국제화는 거주자의 해외증권투자시 편의성을 제고하고 환위험 관리에 도움을 줌으로써 자본수출국으로서의 위상을 강화하는데 도움이 된다. 특히 해외금융투자를 통한 안정적인 이자 및 배당소득 증가는 우리나라의 잠재성장률 저하, 인구고령화 등에 대비한 노후소득 확보와 금융부문의 성장기여도 증대를 통해 경제활력 회복에 긍정적 요인이 될 것이다. 뿐만 아니라 소득수지 확대를 통한 안정적인 경상흑자 기초 정착은 미국의 관세 압박 등 대외불확실성에 기인한 경제의 변동성을 줄이고 대외충격에 대한 경제의 복원력을 높이는 데도 도움이 될 것으로 생각된다.

잠재적 리스크에 대한 비판

이처럼 원화 국제화의 효용과 이점이 적지 않음에도 불구하고 아직까지 이에 관한 진전이 거의 이루어지지 못하고 있는 것은 이의 추진과정에서 발생할 수 있는 잠재적 리스크에 대한 우려가 과도하기 때문이라 생각된다. 1997년 외환위기와 2008년 글로벌 금융위기의 트라우마가 아직 자리 잡고 있는 까닭이다.

대표적으로 원화 국제화는 비거주자의 환투기공격(speculative attack)을 용이하게 하여 환율변동성을 증가시킬 수 있다는 주장이 오래전부터 제기되어 왔다. 해외에서의 원화사용이 확대되면 국내에 유입되어 있는 외국인투자자금의 유출시와 마찬가지로 해외에서 원화를 대가로 미달러화에 대한 수요가 늘어나 원화환율의 상승을 초래하게 된다는 논리이다. 그러나 이는 우리나라 외환시장이 현물환 중심의 역내시장과 차액결제선물환(NDF) 중심의 역외시장으로 양분되어 있어 역외시장을 통한 환투기 공격이 오래전부터 얼마든지 가능한 구조임을 감안할 때 설득력이 없다. 즉 현재에도 역외시장에서 원화의 실물인수도가 필요 없는 NDF거래를 통하여 비거주자들이 원화환율에 즉각적인 영향을 주고 있

으며 오히려 역외 NDF시장의 일평균 거래량⁶⁾이 역내 현물환시장보다 약 3배나 커 몸통보다 꼬리가 큰 상황이므로 환투기공격 가능성을 이유로 원화 국제화에 소극적일 필요가 없다고 생각된다.

일부에서는 원화의 해외사용이 늘어날 경우 복수의 역외 원화외환시장 형성으로 우리 당국의 모니터링이 어려워지고 외환정책의 통제권을 벗어난다는 주장도 있다. 그러나 원화의 국제화로 역외 현물환시장이 발전하면서 NDF시장을 상당부분을 흡수한다면 투기적 거래성향이 강한 것으로 알려진 역외 비거주자의 NDF거래가 사라져 오히려 환율변동성이 줄어들 것으로 생각된다.⁷⁾ 다수의 글로벌 금융중심지에서 자국통화가 24시간 연속적, 효율적으로 거래되는 것은 선진통화들의 보편적인 관행으로 다수의 외환시장 형성이 모니터링 등 외환관리의 어려움을 가져올 수 있다는 주장은 시장자율기능보다 관리통제를 우선시하는 시대착오적인 발상이다.

마지막으로 원화 국제화가 우리나라 통화정책의 유효성이나 자율성(autonomy)을 저해한다는 주장이 제기되기도 한다. 가령 미연준의 금리인상시 우리나라 금리가 변화가 없다면 한미금리차 변화로 인해 자본유출 요인으로 작용하므로 우리나라도 금리를 동반하여 올리지 않을 수 없고 따라서 통화정책의 자율성이 침해된다는 논리이다. 그러나 이는 원화의 국제화 여부와는 별 상관이 없는 주장이다. 우리나라를 포함한 대다수 국가의 통화정책은 경제성장이나 고용, 물가 등 자국내 요인 외에 기축통화국인 미국 연준의 통화정책 변화, 글로벌 불확실성, 주변국 환율동향 등 다양한 대외변수들을 종합적으로 감안하여 이루어지고 있으므로 원화 국제화가 통화정책의 자율성을 저해한다는 것은 설득력이 없다.

시사점

우리나라의 자본시장 개방 이후 지난 30여년을 돌아해보면 우리나라는 두 차례 위기를 극복하며 거시건전성 제도의 정비 등에 힘입어 위기대응력이 과거와 비교할 수 없을 정도로 강해졌고 외환보유액 확충과 민간부문의 풍부한 외화유동성을 바탕으로 이미 대외순채권국으로 변모하였다. 무역 및 자본거래를 통한 대외거래 규모가 꾸준히 증가하며 개방경제체제가 더욱 공고해진 가운데 최근에는 우리나라의 해외증권투자 규모가 1조달러에 육박하는 등 자본수출국으로서의 역할이 강화되었다. 외채에 대한 걱정은 이미 오래전 일이 된 반면 외화자금의 효율적 투자와 운용이 더욱 중요한 시대적 과제가 되었다.

이러한 상황변화에도 불구하고 아직까지 우리나라는 위기에 대한 트라우마를 완전히 떨쳐내지 못하고 과거의 규제적 틀에 갇혀 원화는 국제 교환성통화로서의 역할을 하지 못하고 개방경제체제의 장

6) BIS의 조사에 따르면 역외 원/달러 NDF거래량은 일평균 500~600억달러에 달하는 것으로 추정된다.

7) 한때 신흥국중 가장 역외 NDF시장의 거래규모가 컸던 중국의 CNY NDF시장은 2010년 역외 CNH(deliverable)시장 개설 이후 거래량이 큰 폭으로 감소하며 현물환시장으로 흡수된 바 있다.

점은 제한적으로만 향유하고 있는 것으로 생각된다. 원화 국제화의 다양한 경제적 효용은 점점 커지고 있는 반면 이에 따른 잠재적 리스크는 과거와 달리 설득력을 잃어가고 있다. 현재 우리나라의 잠재성장률 저하와 인구고령화 등 산적한 구조적 문제를 극복하기 위해서는 원화 국제화를 경제의 활력을 제고하는 기회로 삼을 필요가 있다.

원화 국제화를 추진해 나감에 있어서는 준기축통화를 지향하기보다는 글로벌 금융중심지에서의 교환성을 확보하는 부분 국제통화를 추진해 나가는 것이 바람직하다. 우리나라는 전세계 GDP의 2%, 교역량의 3%에 불과한 소규모 개방경제로서 무역 등 대외의존도 또한 높은 나라이므로 부분 국제통화를 추진하는 것이 원화 국제화에 따른 잠재적 위험을 최소화하는 현실적인 대안으로 생각된다.

이를 위해서는 무엇보다 당국 및 경제주체들의 인식 전환이 필요하다. 자본수출국인 우리나라에서 원화 국제화는 더 이상 위기발생 요인이 아니라 위기를 가장 효율적으로 차단하는 위기방어막이며 외환시스템 선진화와 국제경쟁력을 강화하는 방안이라는 점에 유념할 필요가 있다. 정책당국은 외환관련 법체계를 정비하여 비거주자의 원화차입과 처분에 과한 규제를 철폐하고 글로벌 외환시장에서 원화 현물환 거래가 역외 비거주자의 NDF거래를 흡수하도록 하여 원화를 국제통화로 만들어 나가야 한다. 이를 기반으로 원화연계 금융상품이 글로벌 시장에서 활발히 거래 유통되도록 노력할 필요가 있다. 우리 경제주체들도 외환부분을 새로운 수익원으로 인식하고 외환 및 국제금융업무 역량을 강화하는데 원화 국제화를 적극 활용해 나가야 할 것이다. 원화 국제화는 이제 더 이상 미룰 수 없는 과제이다.

ZOOM
-IN

중국 개인연금제도의 전국 확대 배경과 평가

- 중국은 급속한 고령화와 공적연금 재정부담 증가에 대응하기 위해 2024년 12월부터 개인연금 제도를 전국으로 확대 시행하기로 결정
- 인구구조의 변화와 공적연금제도의 구조적 문제로 인한 기금 고갈 가능성, 그리고 자본시장에 장기적인 유동성을 공급할 필요성에 따라 개인연금제도를 도입
- 새롭게 시행되는 개인연금제도는 세제혜택을 제공하는 동시에 기존 시범사업 대비 더 다양한 금융상품을 포함하며 중도해지 가능한 상황을 추가 마련
- 그러나 2년여 간의 시범사업 기간 동안 개설된 계좌 수에 비해 실제 기여금은 저조한 수준에 머물러 있었으며, 중국의 낮은 소득수준으로 인해 가입유인이 제한된 가운데 기여금에 대한 세제 혜택 등 면에서 주요 선진국과 비교할 때 미흡해 추가적인 제도 개선이 필요

□ 중국은 급속한 고령화와 공적연금 재정부담 증가에 대응하기 위해 시범사업으로 도입되었던 개인연금제도를 2024년 12월부터 전국으로 확대 시행하기로 결정¹⁾

— 중국의 노후소득보장 체계는 공적연금, 기업연금·직업연금 및 개인연금의 3층 구조로 이루어져 있으며 공적연금에 대한 의존도가 높은 반면 기업연금·직업연금과 개인연금의 참여율은 저조한 상황

- 국가 주도의 공적연금(Pillar I)은 1991년에 도입되었으며 도시근로자 기본양로보험과 도시·농촌 주민 기본양로보험으로 구분되며, 2023년 기준 10억 6,643만명(75.7%의 비중)이 가입
- 기업연금·직업연금(Pillar II)은 2004년에 도입되어 임의가입 방식으로 운영되는 가운데 국유기업 또는 일반기업의 도시근로자를 대상으로 한 기업연금과 정부기관과 공공부문 직원을 대상으로 한 직업연금으로 구성되며, 2023년 기준 전체 기업 중 0.24%만이 기업연금에 가입되어 있어 공적연금 대비 활용도가 낮음²⁾³⁾
- 노후소득보장 체계의 3층(Pillar III)에 해당하는 개인연금제도는 개인이 은퇴를 대비해 자발적으로 가입하는 연금으로 2024년 12월부터 공식 시행되어 아직 초기 단계에 있음

1) 人力资源社会保障部 财政部 国家税务总局 金融监管总局 中国证监会, 2024. 12. 10, 「关于全面实施个人养老金制度的通知」.

2) 중국인력자원사회보장부 2023년 통계공보.

3) 이 중 대부분은 국유기업이나 대형 민간기업이며 중소기업은 낮은 참여율을 보임

- 개인연금 시범사업은 2022년 11월 베이징과 상하이를 포함한 36개 주요 도시에서 도입되었으며, 2년여 간의 시범 운영을 통해 제도 보완을 거쳐 2024년 12월 15일부터 공식 시행
 - 이전에도 2018년 5월 상하이, 푸젠, 쓰저우 공업원구에서 세제적격 개인연금 시범사업을 먼저 도입했으나, 제한적인 세제혜택, 투자상품 종류 부족, 복잡한 가입 절차 등으로 인해 가입률이 저조한 것으로 평가⁴⁾
 - 이를 바탕으로 2022년부터 새롭게 개인연금제도 시범사업을 36개 도시에서 시행했으며, 이후 제도 보완을 거쳐 2024년 12월 15일부터 전국으로 확대

□ 인구구조의 변화와 공적연금제도의 구조적 문제로 인한 기금 고갈 가능성, 그리고 자본시장에 장기적인 유동성을 공급할 필요성에 따라 개인연금제도를 도입

- 저출생·고령화로 인한 인구구조 불균형 심화로 공적연금 시스템에 대한 부담 가중
 - 65세 이상 인구 비율은 2013년 9.7%에서 2023년 15.4%(2억 1,700만명)로 증가하여 급속한 고령화가 진행되고 있으며, UN에 따르면 2032년에는 초고령사회(65세 이상 인구 비율 20% 이상)에 진입할 전망⁵⁾
 - 2023년 합계출산율은 1.02명을 기록하였으며, 출생아 수는 전년 대비 54만명 감소한 902만명으로 인구구조의 불균형이 더욱 심화
 - 이에 따른 생산가능인구(15~64세) 비율은 2013년 73.9%에서 2023년 68.3%로 감소하고, 노인부양비는 2013년 13.1%에서 2023년 22.5%로 상승하여 가구당 노인부양 부담이 가중
- 이와 더불어 공적연금제도의 구조적 문제로 인해 연금 기여금과 지급액 간 격차가 확대됨에 따라 민간 저축의 필요성 대두
 - 2015년부터 기업 부담을 줄이기 위해 6차례에 걸쳐 기업 연금 기여율을 16%로 하향 조정하였으나 여전히 OECD 국가 대비 높은 수준을 유지 중이며, 기업 기여율의 조정으로 연금기금 수입 감소 문제 악화⁶⁾
 - 또한 도시·농촌 이원화 체계로 인한 연금 격차, 비정규직 노동자의 낮은 가입률, 자영업자 및 특수고용직 보호 미비 등으로 인해 제도적 사각지대 확대⁷⁾
 - 중국사회과학원(CASS)은 현재의 기업 기여율(16%)을 유지할 경우 연금 가입자 대비 수급자 증가로 인해 사회보장기금이 2035년까지 고갈될 가능성이 높다고 경고⁸⁾

4) 2021년말 기준 수입보험료는 6.29억위안이며, 가입자는 대부분 보험회사 직원인 것으로 알려짐(李金輝, 2022, 税延养老保险试点经验与探索)

5) UN, 2024, World Population Prospects 2024(Medium fertility variant).

6) 고용주의 연금 기여율은 16%로 미국(10.6%)나 한국(9.0%) 대비 현저히 높은 수준

7) Council on Foreign Relations, 2025. 1. 23, What is the Chinese pension system and why are its problems hard to fix?

8) 中国社会科学院社会保障实验室, 2019, 中国养老金精算报告2019-2050.

- 이에 중국 정부는 2024년 9월 13일 1950년대 이후 처음으로 퇴직연령을 점진적으로 연장하는 「법정 퇴직연령의 점진적 연장에 관한 결정」을 발표하고 2025년 1월 1일부터 시행⁹⁾하였으며, 또한 2030년부터 근로자의 연금 수급을 위한 최소 기여 기간을 현행 15년에서 20년으로 늘림
- 또한 개인연금제도의 활성화를 통해 자본시장에 장기적인 유동성을 공급하고 금융시장 안정성 강화를 추진
 - 중국 증시는 개인투자자가 80% 이상을 차지하며, 시장 변동성이 크고 단기 매매가 빈번한 특징이 있음
 - 개인연금제도가 활성화될 경우 연기금·보험사·자산운용사 등의 기관투자자 역할이 확대됨에 따라 장기투자 비중 증가 및 안정적인 투자 환경 조성이 기대

□ 새롭게 시행되는 개인연금제도는 세제혜택을 제공하는 동시에 기존 시범사업 대비 더 다양한 금융 상품을 포함하며 중도해지 가능한 상황을 추가 마련

- 개인연금제도는 공적연금 가입자를 가입대상으로 하며 납입단계 비과세, 운용수익 비과세, 연금수령 단계 과세(Exempt, Exempt, Tasted: EET) 방식을 적용하여 연간 12,000위안의 세제 혜택을 제공
 - 공적연금 가입자 전체를 대상으로 하며, 1인 1계좌 원칙 하에서 전자정부 플랫폼을 통한 온라인 신청이 가능하도록 하고, 기본 납입한도를 연간 12,000위안으로 설정하되 월납·분기납·연납 방식 중 선택 가능
 - 또한 금융기관 간 자유로운 계좌이전을 허용하고 원리금 보장형 상품(정기예금, 저축성보험)부터 투자형 상품(펀드, 양로보험, ETF), 국채에 이르기까지 다양한 금융상품을 통해 개인의 노후자산 형성을 지원
 - 중도인출 가능의 경우도 시범단계에서는 노동능력 완전 상실 및 이민 시에만 중도인출을 허용했지만, 현행 제도에서는 중대질병, 실업보험금 수령 후 일정 요건 충족, 최저생활보장금 수령자의 경우에도 중도인출 가능
 - 연금수령 방식을 다양화하여 월별, 분할 지급 혹은 일시금으로 수령 가능하며, 수령 방식 변경도 허용

9) 2025년부터 15년에 걸쳐 남성의 은퇴 연령은 60세에서 63세로, 여성의 은퇴 연령은 생산직의 경우 50세에서 55세로, 관리직의 경우 55세에서 58세로 점진적으로 상향 조정

〈표 1〉 중국의 개인연금제도 현황

	주요 내용
가입대상	공적연금 가입자
가입방법	개인연금정보관리플랫폼 혹은 상업은행에서 개설
납입방법	월별, 분기별, 연간
납입한도(세액공제한도)	EET(납입-운용-수급) 단계의 세제혜택 연간 최대 12,000위안(약 1,650달러)
연금수급 개시	공적연금 수령 시기
수령방법	월별, 분할 지급 혹은 일시금으로 수령가능
중도인출	노동능력 완전 상실, 이민, 중대질병, 실업보험 수령 후 일정 요건 충족, 최저생활보장금 수령
투자상품	예금, 금융기관 자산관리상품, 상업양로보험, TDF, 국채, ETF, 특정연금저축

□ 그러나 2년여 간의 시범사업 기간 동안 개설된 계좌 수에 비해 실제 기여금은 저조한 수준에 머물러 있었으며, 중국의 낮은 소득수준으로 인해 가입유인이 제한된 가운데 기여금에 대한 세제혜택 등 면에서 주요 선진국과 비교할 때 미흡해 추가적인 제도 개선이 필요

— 2024년말 기준 개인연금제도 시범지역의 계좌 개설 수는 7,000만개로 시범지역 도시 양로보험 가입자의 42.2%를 차지했으나 실제 기여금이 납입된 계좌는 전체 개설 계좌의 약 30%에 불과하여 참여율은 낮은 수준¹⁰⁾¹¹⁾

— 한편, 낮은 소득수준으로 인해 세제혜택을 실질적으로 받을 수 있는 대상이 제한적인 것으로 평가¹²⁾

- 국가세무국의 2023년 개인소득세 데이터에 따르면 종합소득 발생자의 70% 이상이 개인소득세를 납부하지 않으며, 나머지 30%의 납세자 중에서도 60% 이상이 3%의 최저 소득세율 적용 대상

- 이에 따라 소득세율 3% 이하 적용자는 개인연금 세제혜택을 받을 수 없으며, 소득세율 3% 이상 적용자는 전체 취업인구의 약 12%에 불과하기 때문에 가입 유인이 제한적

— 자본시장 유동성 공급 측면에서도 낮은 참여율과 짧은 시행기간으로 인해 미미한 영향

- Morningstar에 따르면 중국 개인연금의 운용규모는 전체 4조 4,000억달러 규모의 공모펀드 산업 내에서 극히 일부를 차지하며, 국내 투자자들의 제도 인지도 역시 낮은 수준¹³⁾

10) 중국인력자원과사회보장부, 2024. 12. 16, 개인연금제도 전면 실시, 보도자료.

11) 平安证券, 2025. 1. 15, 中国补充养老保险: 个人养老金的发展现状与制度优化.

12) 平安证券, 2025. 1. 15, 中国补充养老保险: 个人养老金的发展现状与制度优化.

13) Financial Times, 2024. 12. 17, China expands private pension scheme and adds index funds.

- 미국 등 주요 선진국과 비교할 때 중국 개인연금제도는 납입한도 제한, 정부 보조금 부재, 투자 선택폭 제한, 수령 단계의 높은 세금 부담 등 상대적으로 보수적인 정책을 운영
 - 특히 미국의 경우 가장 다양한 옵션과 유연성을 제공하며, 독일은 정부 보조금을 통한 직접 지원이 특징적
 - 중국 개인연금 시장은 아직 초기 단계이나 향후 지속적인 정책 지원을 통해 세제혜택을 개선하고 참여율을 높일 것으로 예상

〈표 2〉 국가별 개인연금제도 비교

	미국	독일	일본	중국
세제유형	전통적 IRA: EET Roth IRA: TEE	Riester-Rente: EET Rürup-Rente: EET, 수령 시 연금소득 일부만 과세	iDeCo: EET	개인연금: EET
연간 납입한도	7,000달러, 50세 이상 8,000달러(2024년)	Riester-Rente: 연소득의 4% Rürup-Rente: 27,565유로(2024년)	iDeCo: 연 최대 816,000엔 (직장인 276,000엔)	12,000위안
정부보조금	무	Riester-Rente: 유 Rürup-Rente: 무	무	무
상품선택	유연	제한적	유연	제한적
수령단계 과세	전통적 IRA: 일반 소득세율 적용 Roth IRA: 비과세	Riester-Rente: 전액과세 Rürup-Rente: 부분과세	연령에 따라 세금 공제 적용, 낮은 세율	전액과세
적용 범위	넓음 (다양한 고용형태)	넓음(정부 보조금으로 증거소득층 참여 유도)	넓음 (다양한 고용형태)	좁음 (주로 도시근로자 대상)

- 한편, 중국의 사적연금 시장의 확대는 글로벌 자산운용사들에게 새로운 시장 진입 기회를 제공하고 있으며, 이에 따라 외국계 금융기관들의 연금 자산운용시장 진출이 더욱 활발해질 것으로 예상
 - KPMG와 ASIFMA(Asia Securities Industry and Financial Markets Association)에 따르면, 중국의 개인연금 부문이 2030년까지 7조위안 규모로 성장할 것이라고 전망¹⁴⁾
 - 이에 따라 외국계 금융기관들은 현지 규제 환경을 심층적으로 이해하고 대응하는 동시에, 선진국의 연금 운용 경험과 노하우를 활용하여 중국 시장 내 경쟁력을 확대할 것으로 예상

선임연구원 김은화

14) KPMG · asifma, 2023, *China pensions reform*.

ZOOM
-IN영국 디지털시장에서의 전략적 시장지위
사업자 규제 동향 및 시사점

- 영국은 디지털시장에서 빅테크 기업의 독과점 문제 해결과 소비자 권리 강화를 목적으로 디지털시장·경쟁·소비자법을 제정
- 경쟁시장국에 의해 전략적 시장지위 사업자로 지정되면 행위요건, 친경쟁요건, 신고요건을 준수하여야 하며 위반시 제재를 받음
- 우리나라도 네이버, 카카오 등 빅테크 기업들의 금융진출이 증가하면서 빅테크 기업의 시장지배적지위가 구축되어 독과점 및 불공정 경쟁이 발생할 우려가 있어 디지털시장에서의 시장 지배적지위 사업자를 규제하기 위해 많은 법안이 발의된 상태
- 영국을 포함한 유럽, 미국 등 주요국에서도 디지털시장에서 시장 지배력을 가진 금융업 관련 빅테크 사업자에 대한 규제를 강화하고 있는 추세인 만큼, 추후 우리나라의 디지털 플랫폼 규제 관련 입법에 시사점이 될 수 있을 것으로 사료됨

- 영국은 2024년 5월 24일에 디지털시장에서의 독과점 문제 해결과 소비자 권리 강화를 목적으로 한 「디지털시장·경쟁·소비자법」(Digital Markets, Competition and Consumers Act 2024: DMCCA)을 제정¹⁾
 - DMCCA는 디지털시장에서 ‘전략적 시장지위’(Strategic Market Status: SMS)²⁾를 가진 사업자를 지정하여 반경쟁적(antitrust competition) 행위를 규제
 - DMCCA의 핵심 목표는 전략적 시장지위를 보유한 대형 디지털 플랫폼 즉, 빅테크 기업의 독과점 문제를 통제하는데 중점을 두고 있음
 - DMCCA는 전략적 시장지위 사업자에게 공정한 경쟁을 보장하도록 구속력 있는 행동 강령 (codes of conduct) 준수 의무를 부과함으로써, 빅테크 기업의 독과점이 소비자와 소규모 경쟁자에게 막대한 영향력을 행사하여 시장경쟁을 제한하는 등의 문제를 해결하기 위해 설계한 법률
 - 이를 준수하지 않으면 상당한 제재를 받을 수 있어 시장지배력을 남용하려는 기업에 강력한 억제력을 제공

1) <https://www.legislation.gov.uk/ukpga/2024/13/contents> 2025년 1월 1일 시행

2) 전략적 시장지위(Strategic Market Status: SMS)는 EU의 디지털시장법(Digital Markets Act)의 게이트키퍼(gatekeeper)와 유사한 지위로, 게이트키퍼는 핵심 플랫폼 서비스를 제공하는 대형 디지털 플랫폼 사업자로 강력한 경제적 입지를 갖추고 있으며, 내부 시장에 중대한 영향을 미치고, 강력한 중개자 역할을 수행하기 때문에 대규모 사용자 기반을 많은 기업 간 연결을 해주는 역할을 하는 경우 지정됨. 지정된 게이트키퍼는 DMA상 의무사항과 금지사항을 준수하여야 하며, 위반시 과징금등의 제재가 취해짐

- 경쟁시장국(Competition and Markets Authority)에 강화된 권한을 부여하여 전략적 시장지위 사업자 지정요건을 충족하는지 직권으로 조사·지정하고(DMCCA 제2조~제18조), 전략적 시장지위 사업자는 법률에서 정한 ‘행위요건’(conduct requirements), 경쟁시장국이 제시하는 ‘친경쟁요건’(pro-competitive interventions), 기업결합에 대한 ‘신고요건’(reporting requirements)을 준수해야 함(DMCCA 제19조~제68조)

□ 경쟁시장국의 전략적 시장지위 사업자 지정요건

- 전략적 시장지위 사업자는 ‘디지털 활동’(digital activities)³⁾을 하면서 ‘영국과의 연관성’(link to the UK), ‘실질적이고 확고한 시장지배력’(substantial and entrenched market power)과 ‘중요한 전략적 지위’(position of strategic significance)를 갖추고, 12개월 간 디지털활동과 관련된 ‘전 세계 매출총액이 250억 파운드(약 44조 원)를 초과’하거나 ‘영국 내 매출총액이 10억 파운드(약 1조 8천억 원)를 초과’한 경우 전략적 시장지위 사업자로 지정(DMCCA 제4조~제6조)
 - (영국과의 연관성) 상당한 수(significant number)의 영국 이용자들이 관련 사업자의 디지털활동을 이용하고, 관련 사업자가 디지털활동과 연관되어 영국에서 사업을 하며, 관련 사업자의 디지털활동 또는 그 수행방식이 영국에 즉각적이고 실질적이며 예측가능한 영향을 미칠 가능성이 존재하는 경우를 의미
 - (시장지배력) 실질적이고 확고한 시장지배력은 경쟁시장국이 최소 5년 간 관련 사업자의 디지털시장에 대한 시장지배력을 예측하여 평가하며, 관련 사업자를 전략적 시장지위 사업자로 지정하지 않는 경우 예견되는 경쟁의 폐해, 디지털활동에 미칠 수 있는 영향을 고려
 - (전략적 지위) 디지털활동에서 상당한 크기와 규모를 달성하고 다수의 다른 사업자들이 관련 사업자의 디지털활동을 이용하며, 시장지배력이 해당 디지털활동 이외에 다른 활동에까지 확대되어 다른 사업자의 행동방식을 결정하거나 이에 상당한 영향을 미치는 경우 중요한 전략적 지위를 보유한 것으로 봄

□ DMCCA에서는 공정한 거래와 신뢰 및 투명성을 보장하기 위해 전략적 시장지위 사업자의 행위요건(conduct requirement)을 명시

- 허용되는 행위요건(DMCCA 제20조 제2항)
 - 공정하고 합리적인 조건으로 거래할 것
 - 사용자 또는 잠재적 사용자의 불만·분쟁처리를 위한 효과적인 절차를 갖출 것
 - 사용자 또는 잠재적 사용자에게 디지털 활동에 대한 명확하고 관련성이 있으며 정확하고 접근가능한 정보를 제공할 것

3) 디지털활동이란, 대가 여부와 관계없이 인터넷을 통한 서비스 제공, 디지털콘텐츠 제공 및 그 밖에 이러한 활동을 위해 수행하는 활동을 의미(DMCCA 제3조)

- 디지털활동과 관련된 변동사항을 사용자 또는 잠재적 사용자에게 사전에 통지·설명하고 실질적인 영향을 미칠 가능성이 있는 경우 변경할 것
- 사용자가 정보에 따른 효과적인 결정을 하기 위한 옵션 또는 기본설정(options, default settings)을 제시하여 효과적인 결정을 내릴 수 있도록 할 것

— 금지되는 행위요건(DMCCA 제20조 제3항)

- 사용자 또는 잠재적 사용자에게 차별적 용어(discriminatory terms), 조건, 정책을 요구하거나 특정 설명(certain descriptions)을 제공하는 행위
- 디지털활동과 관련된 자신의 지위, 관련 데이터에 대한 접근성을 이용하여 자사 제품을 더 유리하게 취급하는 행위
- 디지털활동과 관련하여 시장지배력을 실질적으로 높이거나 중요한 전략적 지위를 강화하는 행위
- 사용자 또는 잠재적 사용자에게 해당 사업의 다른 제품 중 하나 이상을 디지털 콘텐츠와 함께 사용하도록 요구하거나 인센티브를 제공하는 행위(끼워팔기, 결합판매)
- 상호운용성(interoperability), 디지털활동의 사용 여부 및 방법, 다른 사업자의 제품 사용을 제한하는 행위
- 데이터를 불공정하게 사용하는 행위

□ 전략적 시장지위 사업자의 불공정 경쟁행위로 인한 문제 발생을 방지하기 위해 경쟁시장국은 친경쟁요건을 부과(DMCCA 제46조~제55조)

- 경쟁시장국은 디지털활동과 관련된 요인(factor or combination of factors)이 디지털시장 경쟁에 부정적인 영향을 미치는 경우 부정적인 영향을 완화 또는 예방하기 위한 목적으로 ‘친경쟁적 개입’(PCI, pro-competitive interventions)을 실시할 수 있음
- 시장독점 등 부정적인 영향을 제거하기 위해 데이터 독점 여부 개입, 소비자 선택 개입, 공정한 계약조건을 제공하는지 여부등을 조사하여 친경쟁적인 개입을 시도하고 효과를 검증
- 경쟁시장국은 PCI를 통해 디지털활동 등과 관련하여 일정한 시정조치를 부과하는 ‘친경쟁적 명령’(pro-competitive order)을 내리거나, 필요하다고 판단되는 조치를 권고하는 방식, 또는 이 두가지 방식을 모두 적용하는 결정을 할 수 있음

□ 전략적 시장지위 사업자는 기업간 합병 가능성(Duty to report possible mergers)이 있는 경우 이를 경쟁시장국에 신고하여야 함(DMCCA 제57조~68조)

- 합병으로 인해 전략적 시장지위 사업자가 취득하는 영국과 연관된 법인(UK-connected body corporate)의 주식·의결권의 보유지분이 15%, 25% 또는 50%의 임계값을 초과하여 취득하고, 적격 지위를 가지게 된 경우
- 합병을 위해 전략적 시장지위 사업자가 영국과 연관된 법인의 주식·의결권을 취득한 대가가 2천 5백만 파운드 이상인 경우

□ 경쟁시장국은 전략적 시장지위 사업자의 행위요건, 친경쟁요건, 신고요건 위반에 대해 제재를 부과할 수 있음

- 경쟁시장국은 경쟁요건 미준수시 정액(fixed amount) 또는 일일 요율(daily rate), 또는 정액과 일일 요율을 기준을 결합 적용하여 산정한 금액을 관련 사업자에 벌금으로 부과할 수 있음(DMCCA 제85조~102조)
 - 정액의 경우 해당 사업의 총 매출총액(total value of the worldwide turnover)의 최대 10%에 해당하는 금액을 벌금(civil penalties)으로 부과
 - 일일 요율을 기준으로 계산된 경우 일일 매출총액(total value of the daily worldwide turnover)의 최대 5%에 해당하는 금액을 벌금으로 부과
- DMCCA에서는 소비자 보호 규칙(consumer protection orders)위반에 대해서도 벌금을 부과할 수 있는 권한을 경쟁시장국에 부여(DMCCA 제151조~제179조)
 - 불공정한 상업 관행(unfair commercial practices), 구독 계약(subscription contracts), 소비자 저축제도(consumer savings schemes) 등 소비자 보호 규칙 위반의 경우 매출총액의 최대 10% 또는 300,000 파운드 중 더 높은 금액을 벌금 한도로 함
 - 경쟁시장국이 부과한 지시 위반 또는 심각한 행정적 위반의 경우에는 매출총액의 최대 5% 또는 150,000 파운드 중 더 높은 금액
 - 경쟁시장국에 실질적으로 허위 또는 오해의 소지가 있는 정보를 제공하는 경우, 법정 정보 고지 불이행의 경우 매출총액의 최대 1% 또는 30,000 파운드 중 더 높은 금액
- 소비자 보호 규칙 위반의 종범(accessory)인 개인에 대해서도 벌금 부과가 가능(DMCCA 제219조)
 - 위반에 대한 종범(accessory)은 이사나 고위관리자 등이 포함될 수 있지만, 특별한 관계에 있거나 위반행위를 동조 또는 방조한 사람으로 광범위하게 해석되기 때문에 다른 개인에게도 확대 적용될 수 있음
 - 경쟁시장국 지침 또는 명령 위반에 대해서는 최대 150,000 파운드의 정액 벌금 또는 일일 최대 15,000 파운드의 벌금, 경쟁조사국의 조사 권한을 위반한 경우 최대 30,000 파운드의 정액 벌금 또는 일일 최대 15,000파운드의 벌금 부과

□ 우리나라도 디지털시장에서의 ‘시장 지배적지위 사업자’ 즉, 지배적 플랫폼 사업자(독과점 사업자)를 사전 지정하고 위반행위를 규율하고자 온라인플랫폼 공정화법(가칭), 플랫폼 공정경쟁 촉진법(가칭), 전기통신사업법 개정안, 공정거래법 개정 등 다수의 법률안이 발의되었음

- 우리나라의 플랫폼 규제 입법 논의는 영국, EU, 미국 등 주요국처럼 강력한 빅테크 규제안보다는 거래상 우월적 지위의 남용을 막기 위한 온라인플랫폼 공정화법(가칭)을 중심으로 이뤄져 왔음

- 이는 디지털시장에서 GAF(Google, Apple, Facebook, Amazon) 수준의 글로벌 국가대표 기업(national champion)이 아직 없는 우리 현실상 혁신성장 지원론과 규제 시기상조론이 일각에서 제기되고 있는 데서도 기인⁴⁾
- 올해에만 온라인 플랫폼 규제에 관한 입법 발의안만 18개이고, 이 중 17개가 국회 계류 중⁵⁾
 - 시장점유율, 매출액, 사용자 수, 네트워크 효과 등을 종합적으로 고려하여 지배적 사업자를 사전에 지정하며, 지정된 시장지배적지위 사업자의 부당행위에 대해 시정명령, 과징금 등의 조치 부과를 내용으로 함
- 공정거래위원회는 2025년 업무추진 계획에서 시장 영향력이 압도적인 거대 독과점 플랫폼의 반경쟁행위를 신속히 차단하기 위한 입법을 추진할 계획⁶⁾
 - 공정위가 공정거래법을 개정하여 추진하는 플랫폼법에서는 플랫폼 시장을 좌우할 정도로 영향력이 큰 소수의 핵심 플랫폼운영자를 지배적 플랫폼 사업자로 사전 지정하고, 지정 기준은 플랫폼 산업의 혁신을 저해하지 않으면서 시장지배적지위 남용은 규율할 수 있는 방향으로 규정⁷⁾
 - 시장지배적 지위를 가진 플랫폼 기업이 자사 우대, 끼워팔기, 멀티호밍(동시에 다수의 플랫폼을 이용하는 행위) 등 불공정 거래 행위를 규제하며, 플랫폼 운영자가 시장지배적지위 남용유형에 해당하는 행위를 하였으나 이에 정당한 이유가 있었다는 사실을 증명하는 경우에 한하여 금지 대상에서 제외
 - 해외 플랫폼에 대해서도 소비자 기만행위 등에 대한 감시가 강화되며 위반에 대한 과태료 부과 등의 범위만 억지력 강화를 위한 제재체계도 개편을 내용으로 함

□ 네이버, 카카오 등 빅테크 기업들의 금융진출이 증가하면서 빅테크 기업의 영향력과 규모가 커지고 있어 시장지배적지위가 구축되어 독과점 및 불공정 경쟁이 발생할 우려가 있음

- 2024년 상반기 중 카카오페이 나 네이버페이 등 간편결제 서비스 이용규모(일평균)는 2,971만건, 9,392억원으로 전년동기 대비 각각 13.0%, 11.0% 증가하였고, 빅테크 전자금융업자가 간편결제 서비스 제공자 중 49.6%로 가장 높은 비중을 차지하고 있음⁸⁾
 - 전자금융업자의 경우 선불금 기반 간편지급 이용비중이 지속적으로 확대될 것으로 예상됨 (2022년 상반기 31.2% → 2023년 상반기 32.6% → 2024년 상반기 33.7%)
- 실물카드가 아닌 모바일기기를 이용한 간편결제 서비스의 이용 비중이 확대되는 등 결제 행태가 변화되고 있음⁹⁾

4) 강지원, 2021, 『빅테크 규율 강화하는 미국과 EU』, 국회입법조사처 해외입법동향.

5) <https://likms.assembly.go.kr/bill/BillSearchResult.do>

6) 공정거래위원회, 2025. 1. 2025년 주요업무 추진계획, 주요업무계획.

7) 안영철, 2024, 빅테크의 시장지배적지위 남용행위 규제에 관한 법적 쟁점과 개선 과제, 『경제법연구』 제23권 제3호.

8) 한국은행, 2024. 9. 23, 2024년 상반기중 전자지급서비스 이용현황, 보도자료.

9) 한국은행, 2024. 9. 27, 2024년 상반기중 국내 지급결제동향, 보도자료.

- 신용카드 사용에 있어서도 오프라인 결제시장에서의 모바일기기 등(실물카드 제외)을 이용한 지급규모(일평균 1.5조원)는 4.1% 증가한 반면, 실물카드를 이용한 지급규모는 3.4% 감소하면서 전체 이용규모 중 모바일기기 등을 이용한 지급 비중(52.1%)은 지속적으로 확대 추세
 - 간편결제 서비스 중 핀테크기업(ICT업체, 휴대폰제조사)이 제공하는 서비스를 이용한 비중은 69.0%로 확대된 반면, 카드사 이용 비중은 31.0%로 축소
 - 간편결제서비스 이용 규모(일평균)는 2971만건, 9,392억원으로 2023년도에 비해 각각 13%와 11%가 증가
 - 후불결제 서비스(BNPL)도 빅테크 기업 중심으로 가입자 약 300만명, 채권액 약 450억원 수준(2023년 6월 기준)으로 시장이 형성
- 이처럼 빅테크 기업의 금융산업 진출 규모가 커지면서 특정 플랫폼이 시장지배적지위를 갖게 되는 경우 독과점 및 불공정 경쟁이 발생할 우려가 있으므로 일정한 진입요건과 행위규제가 필요할 것으로 생각됨
- 빅테크 기업이 제공하는 금융서비스의 안정과 불공정거래행위 금지, 빅테크 기업과 입점 기업 간 공정경쟁 촉진 및 금융소비자 권익 보호, 빅테크 금융의 특성을 반영한 규제 기준도 고려할 필요가 있음

□ 영국을 포함한 유럽, 미국 등 주요국에서도 디지털시장에서 지배력을 가진 빅테크 사업자에 대한 규제를 강화하고 있는 추세인 만큼, 추후 우리나라의 시장지배적지위 사업자에 대한 규제를 내용으로 한 플랫폼 규제 관련 입법에 시사점이 될 수 있음

- 다만, 플랫폼 규제 관련 입법이 과도한 사전규제로 인해 플랫폼 시장의 위축을 초래할 것이라는 업계의 반발도 고려해야 하며, 글로벌 경쟁에서 국내 기업의 경쟁력을 약화시킬 수 있다는 우려도 있을 수 있음
- 빅테크 금융의 시장지배적 지위 남용행위는 기존의 전통적인 시장지배적 지위 남용행위와 달리 온라인플랫폼 상에서 발생한다는 점에서 행위유형, 규제방식 등을 판단하는 기준을 마련하는 것이 중요할 것으로 생각됨¹⁰⁾
- 빅테크의 금융서비스 제공에 대해 신용카드사나 다른 여신업종과의 동일기능-동일규제라는 규제 형평성 문제도 배제할 수 없으며, 독점적이고 지배적인 사업자의 부당행위로 인한 소비자 이익의 침해와 공정한 시장경쟁을 저해하는 측면도 고려하여야 합리적이고 적절한 규제가 가능할 것으로 생각됨

선임연구원 신경희

10) 김명아, 『빅테크 금융의 공정경쟁과 금융안정을 위한 법제연구』, 한국법제연구원 연구보고 24-05.