

OPINION

선임연구위원
김재철

공모펀드 상장클래스 도입: 전망과 과제*

공모펀드 상장클래스가 2025년 10월 27일 두 개 펀드를 시작으로 상장 및 거래되기 시작한다. 공모펀드 상장클래스는 간접투자시장의 액티브 운용을 선호하는 투자자들에게 선택의 폭을 넓혀 줌과 동시에, 액티브 운용의 쇠퇴를 막을 수 있는 좋은 대안으로 평가된다. 초기 시장의 안착을 위해서는 다른 클래스에 투자하고 있는 기존 투자자들의 상장클래스 전환을 적극적으로 유도하고, 공모펀드 투자계획을 세운 연기금 자금을 신규로 유치해야 한다. 향후 액티브 주식형펀드 전문운용사 위주로 혁신금융서비스를 추가 지정함으로써 공모펀드 문제의 본질인 액티브 운용 쇠퇴 문제를 풀어 내야 한다. 그러나 공모펀드 상장클래스는 다른 클래스에 비해 판매보수가 매우 낮아 펀드 판매회사들의 유인체계와 부합하지 않는다. 급증하는 ETF 수와 운용자산규모를 고려해 볼 때 지정참가회사(AP)와 유동성공급회사(LP)로 참여할 증권회사의 수도 부족하다. 따라서 장기적으로 공모펀드 상장클래스가 ETF와 함께 안정적으로 발전하기 위해서는 판매회사, AP 및 LP 등 모든 참여자들의 유인체계를 어떻게 만들어 갈지에 대한 정책적인 고민이 필요하다.

공모펀드 상장클래스가 2025년 10월 27일 두 개 펀드의 상장거래 개시를 시작으로 출범한다. 이는 금융위원회가 2024년 1월 3일에 발표한 「공모펀드 경쟁력 제고방안」과 그 후속 조치인 혁신금융서비스 지정(2024년 11월 13일 및 2025년 4월 16일), 한국거래소의 운영규정 및 시행세칙 시행(2025년 5월 12일)¹⁾ 등 여러 과정들의 첫 번째 결과물이다. 이 글에서는 공모펀드 상장클래스 도입의 배경과 기대 효과를 살펴보고, 향후 정책과제에 대해 논의한다.

도입 배경 및 제도적 틀

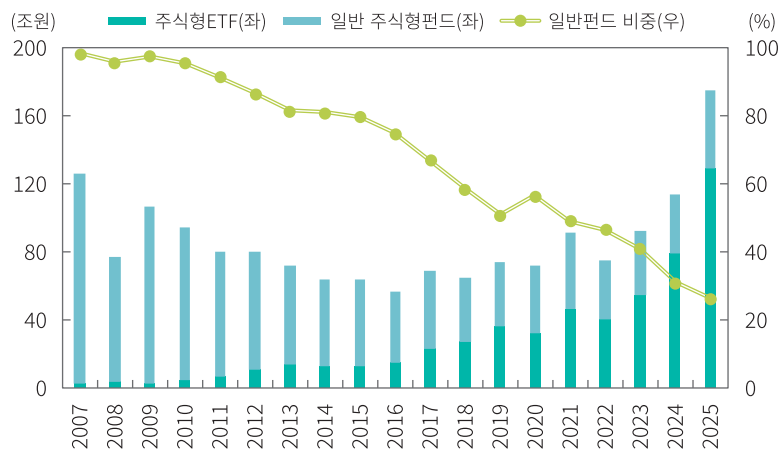
공모펀드 상장클래스 도입은 액티브 운용 펀드, 특히 액티브 공모 주식형펀드의 급격한 쇠퇴에 대한 우려가 그 배경이다. 2010년대 중반을 넘어서면서 우리나라 공모펀드의 중심은 일반펀드에서 ETF로 급격하게 이동했다. 지난 2007년말 123조원을 넘어섰던 일반 주식형펀드의 순자산총액은 2025년 10월 15일 기준 46조원으로 줄어들었다. 반면 주식형 ETF는 같은 시기에 순자산총액이 2조원에서 128조원으로 증가했다. 이는 주식에 대한 간접투자 수요가 액티브 운용에서 패시브 운용으로 이동

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

1) 한국거래소 종류형집합투자기금 상장형 수익증권시장 운영규정 및 운영규정 시행세칙

했음을 의미한다. 저렴한 투자비용과 손쉬운 거래라는 ETF의 결정적인 장점으로 인해 ETF로의 투자 수요 이동은 불가피하지만, 액티브 운용의 쇠퇴는 여러 문제를 초래할 수 있다. 액티브 운용의 쇠퇴와 패시브 펀드의 비대화는 저평가 기업 발굴과 창의적인 상품 설계 등 자산운용사 경쟁력의 근간을 위축시킬 수 있으며, 시가총액 상위 기업으로의 자금집중을 야기하는 것으로 평가된다(Anadu et al., 2020; Blitz, 2014).²⁾ ETF와 일반 공모펀드의 균형 성장이 필요하다는 시각은 액티브 운용의 순기능이 필요하다는 관점에서 출발한 것이며, 이를 위한 정책의 일환이 바로 공모펀드 상장클래스 도입이다.³⁾

<그림> 공모 주식형펀드 순자산총액 추이



주 : 일반펀드 비중은 공모 주식형펀드 전체(주식형ETF+일반 주식형펀드)에서 차지하는 일반 주식형 펀드의 비중. 연말 기준이며, 2025년은 10월 15일 기준
 자료: 금융투자협회

공모펀드 상장클래스는 이미 출시되어 운용 중인 종류형 공모펀드에 새로운 클래스인 상장클래스(X클래스)를 추가한 것이다. 이는 종류형 공모펀드 중 특정 클래스를 한국거래소에 상장함으로써 ETF 고유의 장점을 공모펀드에 접목한 것이 핵심이다. 따라서 펀드 순자산가치와 거래소 거래가격이 동시에 존재하는 이중가격체제, 원활한 차익거래 메커니즘을 유지하기 위한 지정참가자(AP) 및 유동성공급자(LP)의 역할 등 ETF의 독특한 구조가 공모펀드 상장클래스에도 그대로 적용된다. 즉, 공모펀드 상장클래스와 ETF는 경제적 실질이 사실상 동일하다. 그러나 공모펀드 상장클래스는 종류형집합투자구에 포함되기 때문에 ETF, 즉 상장지수집합투자구를 규율하는 자본시장법 제234조와 한국거래소의 유가증권시장 상장규정을 그대로 적용하기 어렵다. 이에 따라 금융위원회는 공모펀드 상장클래스의

2) Anadu, K., Kruttli, M., McCabe, P., Osambela, E., Shin, C., 2020, The Shift from Active to Passive Investing: Potential Risks to Financial Stability? *Financial Analysts Journal* 76(4), 23-29; Blitz, D., 2014, Invited Editorial Comment: The Dark Side of Passive Investing, *Journal of Portfolio Management* 41(1), 1-4.
 3) 국내에서도 액티브 ETF시장이 커지고 있지만, 주식형 ETF 중 액티브의 비중은 6%에 그칠 정도로 미미하다(김재철, 2025, 『액티브 ETF의 부상과 과제』, 자본시장연구원 이슈보고서 25-15).

운영 및 관리를 위해 필요한 모든 금융서비스를 금융혁신지원특별법에 따른 혁신금융서비스로 지정함으로써 금융규제 샌드박스를 적용하도록 했다. 이를 통해 금융위원회는 종류형집합투자기구 내 상장클래스가 ETF처럼 운용될 수 있도록 다양한 특례를 부여하였다.⁴⁾ 한국거래소에서는 종류형집합투자기구 상장형 수익증권시장 운영규정과 시행세칙을 제정함으로써 공모펀드 상장과 관련된 세부적인 규정을 마련하였다. 이에 따르면, 공모펀드 상장클래스는 ETF와 운영 및 관리 방식이 사실상 동일한데, 중요한 차이점도 발견된다. ETF에는 패시브 운용뿐만 아니라 액티브 운용에 대해서도 추종지수와의 상관계수 유지 의무가 부과되는데, 공모펀드 상장클래스에는 상관계수 유지 의무가 부과되지 않았다. 즉, 액티브 펀드의 상장클래스 추가를 위한 중요한 장벽을 없앤 것이다. 자산구성내역 일일공개는 차익거래 원활화를 위해 불가피하지만, 이 역시 자산액을 기준으로 편입자산의 70% 이상 공개하도록 함으로써 자산운용사들의 부담을 일부 덜어주었다.⁵⁾

해외 동향

해외에서도 종류형펀드의 ETF Share클래스 또는 상장클래스 추가 움직임이 본격화되고 있으며, 자산운용사들의 ETF시장 진출 전략 중 하나로 주목받고 있다. 글로벌 펀드시장에서 종류형펀드에 상장클래스를 추가하는 아이디어는 미국의 대형 자산운용사인 Vanguard에 의해 시작되었다. Vanguard는 지난 2001년 회사의 대표적인 인덱스 뮤추얼펀드인 Vanguard Total Stock Market Index Fund에 ETF Share클래스를 추가할 수 있는 예외조치명령(exemptive order)을 미국 증권거래위원회(이하 SEC)로부터 취득했고, 이 아이디어에 대한 미국 내 특허권까지 확보했다.⁶⁾ Vanguard는 이후 운용 중이던 다수의 인덱스 뮤추얼펀드에 ETF Share클래스를 추가했다. Vanguard의 특허권이 만료된 2023년 5월 이후 BlackRock, State Street Global Advisors, Fidelity 등을 포함, 60개가 넘는 글로벌 자산운용사들이 미국에 설정한 종류형 뮤추얼펀드에 ETF Share클래스를 추가할 수 있도록 SEC에 예외조치명령 취득을 신청했다.⁷⁾ SEC는 Dimensional Fund Advisors의 신청에 대해 2025년 9월 29일, 허용의사를 공식적으로 표명함으로써 조만간 예외조치명령을 부여할 것으로 보인다(K&L Gates, 2025. 9. 30). SEC에 신청서를 제출한 자산운용사들의 펀드 구조에 거의 차이가 없어서 다른 자산운용사들의 예외조치명령 취득 신청도 조만간 받아들여질 것으로 예상된다. 이에 따라 향후 다수의 액티브 전문 운용사들이 ETF Share클래스를 통해 미국 내 액티브 ETF시장의 경쟁수위를

4) 금융위원회, 2024. 11. 13, 일반 공모펀드의 상장클래스 신설을 통한 상장거래 서비스 34건 혁신금융서비스 지정, 보도자료

5) 자본시장법상 상장지수집합투자기구는 자산구성내역의 전부를 매일 공개해야 한다. 이는 ETF의 펀드 순자산가치와 시장 거래가격 간 괴리 최소화를 위해 필수적인 정보이다.

6) 다만, 당시 SEC는 인덱스 종류형 뮤추얼펀드에 대해서만 ETF Share클래스 추가를 허용했다. 이에 대해서는 MorningStar (2025. 6. 11, Vanguard requests active ETF share classes), K&L Gates(2025. 9. 30, Is the industry ready for ETF Share class?)를 참조할 수 있다.

7) 이 중 대부분은 액티브 펀드들이다.

끌어올릴 것으로 전망된다.

미국 이외 ETF시장이 발전한 다른 국가에서도 종류형펀드에 ETF Share클래스 추가나 상장클래스 추가를 허용하고 있다. 예를 들어 호주에서는 Quoted Managed Fund를 통해 상장과 비상장클래스를 동일한 펀드 내에 둘 수 있다.⁸⁾ EU 지역 UCITS펀드의 등록 및 승인 중심 국가인 룩셈부르크와 아일랜드에서도 UCITS 구조의 펀드 내에 ETF Share클래스를 추가할 수 있는 것으로 확인된다.⁹⁾ 이 두 개 국가에서 승인된 ETF Share클래스는 UCITS 펀드가 통용되는 EU 지역의 국가들에서 상장 및 거래될 수 있다.

펀드와 ETF시장이 발전한 주요 국가에서 종류형펀드에 ETF Share클래스 또는 상장클래스 추가를 허용하고 있는 것은 몇 가지 측면에서 의미가 크다. 우선, 각국 금융당국은 투자자 편익에 도움이 된다면 규제완화에 적극적인 모습을 보인다. 최근 글로벌 펀드시장에서 투자자들은 투자비용이 저렴하고 상품이 다양하며, 시장변화에 적극적으로 대응할 수 있는 ETF를 선호하고 있음이 명확하게 드러나고 있다. 이에 각국 금융당국은 기존에 운용 중인 개방형 일반펀드에도 ETF의 특성을 적극적으로 접목시킴으로써 투자자들의 수요 변화에 대응하고 있다. 여기에 더하여, ETF, 종류형펀드 ETF Share클래스 등 광의의 ETF 구조에 액티브 운용이 더욱 확산될 것이라는 점을 지적할 수 있다. 미국 사례에서 보듯 종류형펀드에 ETF Share클래스 추가를 원하는 자산운용사들은 대부분 액티브 운용 펀드에 이를 도입하고자 한다. 이는 글로벌 ETF시장의 액티브 ETF 확대 추세의 한 단면을 보여주는 것이다. 그리고 액티브 ETF시장 확대는 중소형 자산운용사들의 ETF시장 점유율 확보에 크게 기여하고 있음이 미국 사례에서 여실히 입증되고 있다.¹⁰⁾

국내 공모펀드 상장클래스 도입의 기대 효과 및 전망

공모펀드 상장클래스 도입으로 기대되는 효과는 다음과 같다. 펀드시장의 중심축이 ETF로 옮겨감에 따라 전통적인 액티브 운용의 입지가 크게 약해졌는데, 상장클래스 도입으로 인해 액티브 펀드에 ETF의 장점을 더할 경로가 생겼다. 그동안 중소규모 자산운용사들은 패시브 ETF시장의 첨예한 경쟁과 보수를 급락으로 인해 ETF시장에 진출하기 어려웠다. 이 회사들은 액티브 ETF를 통해 ETF시장에 진출할 수도 있다. 그러나 자산운용사들은 액티브 ETF에 부여된 추종지수와 상관계수 유지 의무(0.7 이상)로 인해 액티브 ETF에 기존 액티브 펀드의 운용전략을 그대로 활용하기 어렵다. 자산운용사들은 기존에 운용 중이던 종류형 공모펀드에 상장클래스를 추가하면, 운용전략의 변화없이 ETF와 동일한

8) Australian Securities & Investments Commission(2024, Exchange traded products: Admission Guidelines, INFO230.) 참조

9) Commission de Surveillance du Secteur Financier(2014, Circulaire CSSF 14/592), Central Bank of Ireland(2025, UCITS Questions and Answers, 42nd Edition) 참조

10) 김재철, 2025, 『액티브 ETF의 부상과 과제』, 자본시장연구원 이슈보고서 25-15.

구조의 상품을 운용할 수 있다. 이는 이미 ETF시장에 진출한 자산운용사들에 비해 상대적으로 규모가 작은 ETF시장 미진입 자산운용사들에게 더 큰 이점으로 작용할 것이다. 이미 운용성과가 입증된 액티브 공모펀드에 상장클래스를 추가하면 액티브 운용을 선호하는 투자자들에게 선택의 폭을 넓혀 줄 수도 있다.

국내에서 ETF시장이 급격하게 성장한 이후 운용성과가 우수한 공모 주식형펀드에서도 자금유출이 지속되었다.¹¹⁾ 공모펀드 상장클래스 도입은 공모펀드로부터의 자금유출 완화에 일부 도움이 될 것으로 전망된다. 다만, 몇 가지 제약 요인으로 인해 공모펀드 상장클래스가 빠르게 정착될 수 있을지는 불확실하다. 먼저, 공모펀드 상장클래스 도입이 판매회사들의 유인체계와 부합하기 어렵다는 점이 지적된다. 기존 종류형펀드의 여러 클래스에 투자하고 있던 투자자들을 상장클래스로 이전시키거나, 새로운 투자자를 상장클래스로 유치하는 것은 판매회사들의 역할이다. 공모펀드 상장클래스는 ETF 수준의 투자비용을 추구한다. 따라서 판매보수도 대폭 낮아질 것이다. 만약 상장클래스 도입을 통해 새로운 투자자를 대거 유치하지 못하고, 다른 클래스 투자자들의 이전에 그친다면, 판매사들의 판매보수수의 하락은 불가피하다. 즉, 판매사들의 입장에서는 투자자를 적극적으로 유치할 유인이 부족하다. 판매회사들이 공모펀드 상장클래스 업무에 적극적으로 참여하지 않는다면, 판매회사들과 계열 관계에 있는 다수의 자산운용사들 역시 상장클래스 확산에 적극적으로 참여하기 어려울 것이다.

종류형 공모펀드의 상장클래스 추가에 필수적인 지정참가회사(이하 AP)와 유동성공급회사(이하 LP) 확보 역시 쉽지 않을 것으로 예상된다. 이미 국내에는 1,000개 이상의 ETF가 설정되어 운용 중인데,¹²⁾ AP와 LP로 참여할 수 있는 규모를 갖춘 증권회사는 많지 않다. 거래가 활발한 ETF시장에서도 증권회사들이 AP와 LP로 참여할 유인이 크지 않은 상황에서 도입 초기 거래가 많지 않을 것으로 보이는 공모펀드 상장클래스 시장에서는 이 문제가 더 클 것으로 보인다.

출범 초기 상장 대상에 포함될 수 있는 펀드의 요건이 높은 것도 제약 요인이다. 한국거래소는 상장될 수 있는 종류형 공모펀드의 기설정액을 500억원 이상으로 제한했고, 해외주식형펀드를 상장 대상에서 제외했다. 이로 인해 액티브 주식형펀드 전문 중소형 자산운용사의 상장클래스 참여가 쉽지 않을 것으로 보이며, 상품의 다양성도 부족할 가능성이 크다.

마지막으로 지적할 수 있는 제약 요인은 개인 투자자들이 공모펀드 상장클래스를 ETF와 사실상 동일하면서도 운용상의 유연성이 더 우수한 상품이라는 점을 인식할 수 있을지 여부이다. 공모펀드 상장클래스는 소속 종류형 펀드의 이름을 그대로 따르며, 클래스 X라는 표기로만 구분된다. 기존 다른 클래스 투자자들에게는 상장클래스로의 전환 기회가 부여되기 때문에 공지가 될 것이다. 그러나 판매

11) 지난 2012~2022년 중 국내 액티브 주식형펀드 중 초과수익률 상위 50%에 속하는 펀드들의 연평균 초과수익률은 4.4%였지만, 연평균 현금흐름증감률은 -4.7%를 기록한 것으로 보고된다(김재철, 2023, 『공모주식형펀드시장의 변화와 자산운용사의 대응』, 자본시장연구원 이슈보고서 23-26).

12) 금융투자협회에 따르면, 2025년 10월 15일 기준 국내에 설정되어 운용 중인 ETF는 모두 1,029개이다.

회사들이 상장클래스의 장점을 투자자들에게 적극적으로 알리지 않는다면, 새로운 투자자들이 스스로 이를 인식해 적극 투자하기는 쉽지 않아 보인다.

정책 과제

공모펀드 상장클래스의 성공적인 안착을 위해서는 여러 가지 추가적인 과제가 필요하다. 우선, 지난 2024년 11월 13일과 2025년 4월 16일에 혁신금융서비스로 지정된 자산운용사들의 상장클래스를 순차적으로 출시해야 한다. 이번엔 처음으로 출시되는 펀드는 두 개에 그쳤다. 다른 펀드들은 판매 및 신탁회사와의 조율, AP 및 LP 선정 등에 시간이 더 필요한 것으로 추정된다. 두 번의 혁신금융서비스 지정을 통해 네 개의 증권회사가 상장클래스 업무에 AP 및 LP로 참여하기로 했는데, 이를 더 늘리는 것도 고려해 봐야 할 것이다. 단기적으로는 유인체계의 전면적인 개선이 어려운 만큼 증권회사들이 대승적인 차원에서 참여할 수 있도록 금융당국과 잘 협의할 필요가 있다.

각 공모펀드 상장클래스가 상장거래를 시작하기 이전에 해당 펀드 내 다른 클래스를 보유 중인 투자자들에게 상장클래스로의 전환 기회를 부여하는데, 그 기간이 1개월 내외로 비교적 짧다. 이 기간을 늘리고, 다른 클래스 투자자들이 상장클래스로 전환할 수 있음을 충분히 인지할 수 있도록 효율적인 방법으로 투자자들에게 공지해야 할 것이다. 아울러 상장거래 초기에 상장클래스의 운용자산규모를 빠르게 늘리기 위해서는 공모펀드 신규투자 계획이 있는 연기금 등 기관투자자들을 상장클래스로 유치할 필요가 있다. 단기간에 상장클래스 내 포트폴리오 거래규모를 늘려야 AP와 LP의 적극적인 참여를 유도할 수 있다.

지금까지 채권형 및 단기금리형, 인덱스펀드 등 다양한 유형의 종류형펀드가 상장클래스 도입 펀드로 선정되었다. 이는 출범 초기 기관투자자들의 적극적인 참여를 유도함으로써 시장의 안정적인 안착을 기하기 위한 것으로 해석된다. 그러나 공모펀드 상장클래스 확대는 절대적으로 액티브 주식형펀드에 초점을 맞추어야 할 것으로 본다. 공모펀드 위기의 본질은 액티브 주식형펀드의 쇠퇴에 있기 때문이다. 따라서 액티브 주식형펀드 운용을 전문으로 하는 자산운용사들을 조속한 시일 내에 추가적으로 혁신금융서비스 제공업자로 지정해 상장클래스 시장에 진입시킬 필요가 있다. 투자자들에게 신뢰를 준다는 차원에서 과거 운용성과가 우수한 펀드가 대상이 되어야 할 것이다. 다만, 상장될 수 있는 종류형펀드의 설정액 한도를 낮추고, 해외주식형펀드까지 그 대상에 포함시키는 것이 바람직하다. 이러한 조치가 없다면 액티브 운용 전문 중소형 자산운용사는 상장클래스 시장에 진입하기 어렵다. 성과가 우수한 다양한 유형의 액티브 주식형펀드에 상장클래스가 추가되어야 개인투자자들의 관심을 유도할 수 있을 것으로 본다.

어려운 과제이지만, 장기적으로는 펀드 판매회사, AP 및 LP 등 공모펀드 상장클래스의 원활한 운영을 위해 꼭 필요한 참여자들에게 적절한 유인체계가 제시될 필요가 있다. 특히 AP 및 LP에 대한 유인체계 제공은 공모펀드 상장클래스와 ETF에 동일하게 적용되는 매우 중요한 문제다. ETF 수와 운용 자산규모 급증에 비해 AP와 LP 역할을 할 수 있는 규모의 증권회사 수가 지금도 부족한 것으로 평가된다. 따라서 공모펀드 상장클래스 수가 많아지면, 각 펀드들의 AP와 LP 확보가 더 어려워질 가능성이 크다. 현재 ETF시장에서 AP와 LP들이 수취하는 수익과 부담하는 위험 및 비용에 대한 객관적인 분석을 근거로 어떤 유인구조를 만들 수 있을지 고민해 볼 시점이다.

OPINION

연구위원
노성호

AI 경쟁력 제고를 위한 산업정책*

생성형 인공지능(Generative AI)을 통한 생산성 혁신에 대한 기대로 주요 선진국들은 AI 경쟁력 강화를 위한 산업정책(industrial policy)을 국가 전략 차원에서 추진하고 있다. 이 글에서는 미국, 중국, 유럽의 AI 산업정책을 비교하여 각국의 정책 목표와 이를 달성하는 수단으로써 자본시장의 역할을 분석하고, 한국의 AI 전략에 대한 시사점을 도출한다.

AI 산업은 규모의 경제, 외부효과, 과점적 시장구조 등의 측면에서 산업정책의 필요조건을 충족하고 있다. 산업정책 수단은 공급(기술·인력), 수요(시장 창출), 거버넌스(제도·규범) 측면으로 나누어 볼 수 있는데, 자본시장은 이들을 연결하는 기반으로 정책의 효과를 극대화하는 요소로 기능한다.

미국, 중국, 유럽은 각각 민간, 정부, 규범이 중심인 성장 전략을 수립하였으나 자본시장을 통해 혁신의 동력을 얻는 공통점이 있다. 한국은 민간 자본의 역할이 확대되고 있으나 투자 규모, 특히 해외 투자 유치는 제한적이다. 정부는 AI 가치사슬 중 강점이 있는 분야를 중심으로 효율적인 성장 전략을 제시하는 한편, 자본시장을 통한 민간 투자를 활성화하여 R&D 수익이 재투자로 이어지는 혁신의 선순환 구조를 확립할 필요가 있다.

생성형 인공지능(Generative AI: GenAI)을 통한 생산성 혁신에 대한 기대가 높아지면서 인공지능(Artificial Intelligence: AI)과 연관된 가치사슬(value chain) 전반에서 경쟁력을 높이기 위한 노력이 활발하게 진행되고 있다. 이는 특히 AI 산업의 생산성을 제고하려는 다양한 형태의 산업정책(industrial policy)이 국가별로 추진되는 배경이 되었다.¹⁾ 이와 같은 배경에서 AI 산업에서 선도적인 지위에 있는 미국과 중국, 그리고 유럽을 중심으로 AI 경쟁력을 제고하기 위한 산업정책의 내용과 범위, 특징을 비교 분석한다. 이를 바탕으로 국내 환경에서 AI 산업정책을 지원하는 자본시장의 역할을 논의하였다.

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

1) 지정학적 위기의 심화, 공급망 위기 등을 이유로 자국의 산업을 보호 및 육성하려는 정책적 노력이 선진국에서도 광범위하게 확산되고 있는데 AI 산업에 대한 지원도 연장선상에서 이루어지고 있는 것으로 볼 수 있다. 최근 산업정책의 확산 경향은 Millot, V., Rawdanowicz, L., 2024, The return of industrial policy: Policy considerations in the current context, *OCED Economic Policy Papers* No. 34에서 자세하게 논의하고 있다.

산업정책의 의미와 수단

넓은 의미에서 산업정책은 특정한 경제 활동을 증진하거나 산업 구조를 재편하기 위한 정부의 ‘의도적’이고 ‘목표 지향적’인 지원을 의미한다.²⁾ 성장 잠재력이 높은 자국의 산업을 육성하기 위한 정부의 개입 정책은 역사적으로 다양한 맥락에서 논의되었다. 예를 들어, 미국의 초대 재무장관인 Alexander Hamilton은 금융지원을 통해 당시 신생국인 미국의 제조업 경쟁력을 강화할 필요성을 주장했으며³⁾ 영국의 정치경제학자 John Stuart Mill은 성장 잠재력이 높은 유치산업(infant industry)을 보호할 필요성을 역설하였다.⁴⁾ 최근에는 노벨 경제학상 수상자인 Paul Krugman, Daron Acemoglu 등이 과점시장, 투자 유인의 왜곡 등이 산업정책의 필요조건이 될 수 있음을 주장하였다.⁵⁾

그렇다면 AI 산업에 정책적 지원이 필요한지에 대하여 자문해 볼 필요가 있다. Krugman은 산업정책의 성공을 위한 조건으로 시장 실패의 존재, 특수한 산업 구조, 다른 대안의 부재를 제시하였다.⁶⁾ 우선, 시장 실패가 존재하면 산업의 육성과 자원의 효율적인 배분을 위한 정부의 지원이 필요할 수 있다. AI 산업 중 특히 파운데이션 모델(foundation model)의 경우 거대화로 인하여 R&D에 규모의 경제(economies of scale)가 존재하며 하나의 고성능 모형이 다양한 응용 분야에 사용될 수 있어 외부성(externality)이 있다. 또한, 구조적인 측면에서 AI 산업은 과점시장에 가까우며 이는 반도체, 대규모 AI 모형 개발 등의 분야에서 두드러지게 나타난다.

2) 예를 들어, Juhasz, R., Lane, N.J., Oehlsen, E., Perez, V.C., 2025, Measuring industrial policy: A text-based Approach, *NBER Working Paper* No. 33895.에서는 정책 목표를 명시한 문서를 체계적으로 분석하여 역사적으로 시행된 다양한 산업정책에서 공통적으로 발견되는 요소를 정책적인 목표와 의도적인 개입으로 분석하였다.

3) Hamilton, A., 1791, *Report on the Subject of Manufactures*, Washington DC.

4) Mill, J.S., 1848, Principles of political economy, In: Robson, J.M. (Ed.), *Collected Works of John Stuart Mill*, vol. III. University of Toronto Press, 918-919.

5) 이와 관련된 논의는 Krugman, P.R., 1983, Targeted industrial policies: Theory and evidence. *Industrial change and public policy*, 123-155; Acemoglu, D., 2023, Distorted innovation: does the market get the direction of technology right?, *AEA Papers and Proceedings*, 1-28. 등을 참고할 수 있다.

6) Krugman, P.R., 1983, Targeted industrial policies: Theory and evidence. *Industrial change and public policy*, 123-155.

〈표 1〉 산업정책의 수단

공급 정책		수요 정책	거버넌스
기업 성과	산업 구조		
투자 유인 조정 • 지원금, 보조금 • 정책 펀드 • 대출 보증	제도적 요인 • 자본시장 • 기업가정신 • 지식재산권 • 노동시장	제품 규정 • 제품 표준 규정 • 피구세 • 보조금	산업 협의체
생산요소 접근성 • 공공 R&D 투자 • 인프라 개발 • 인재 양성	보완적 정책 • 시장 경쟁 구조 • 무역 및 투자	공공 조달	공공-민간 포럼
		인식 제고 및 개입	국제 협력

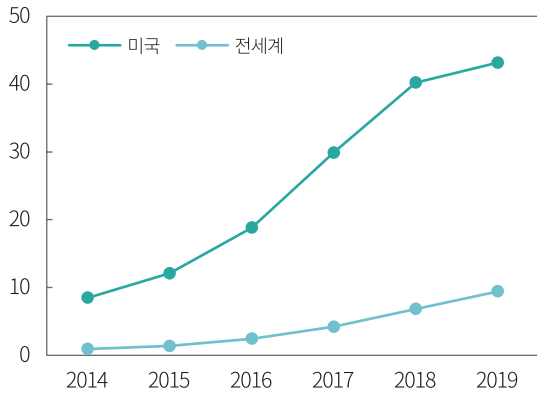
자료: OECD, 저자 번역

자본시장은 다양한 정책적 수단을 실현시키는 기반이 된다는 점에서 산업정책과 밀접하게 연관되어 있다. 산업정책의 수단은 크게 공급, 수요, 거버넌스 측면으로 나누어 볼 수 있는데(〈표 1〉), 자본시장의 활성화는 좁게는 (민간) 투자의 활성화를 통해 혁신 기업으로 자원이 효과적으로 배분될 수 있도록 하는 제도적 수단 중 하나이다. 그러나 자본시장의 역할은 이에 그치지 않고 정책 펀드의 조성, 공공 R&D 및 인프라 투자의 효과적인 시행을 지원하며, 수요 정책 요소 중 공공 조달 정책과도 연관되어 있다. 이처럼 자본시장은 산업정책의 성공적인 수행을 위한 인프라로서 작동하고 있으며, 구체적인 역할은 국가 및 시장 환경에 따라 다르게 나타난다.

국가별 AI 산업정책 특징: 미국, 중국, 유럽

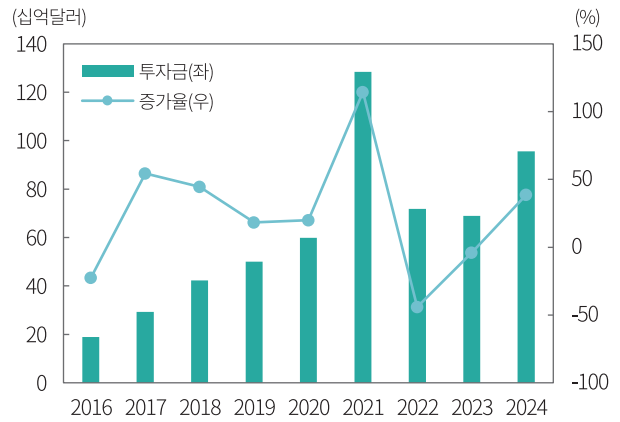
미국, 중국, 유럽은 글로벌 AI 경쟁을 선도하고 있다는 공통점이 있으나 이들 각각의 산업정책은 다른 양상을 보인다. 이는 정책의 지향점에서 비롯된 것이기도 하지만 동시에 국가 및 지역별 가용 자원, 특히 산업정책을 지원하는 자본시장의 환경 차이가 영향을 미치고 있다.

〈그림 1〉 AI 관련 특허 출원



주 : 인구 100만명당 AI 관련 특허 출원 수
 자료: CSET(2025), Our World in Data

〈그림 2〉 미국 AI 기업 VC 투자



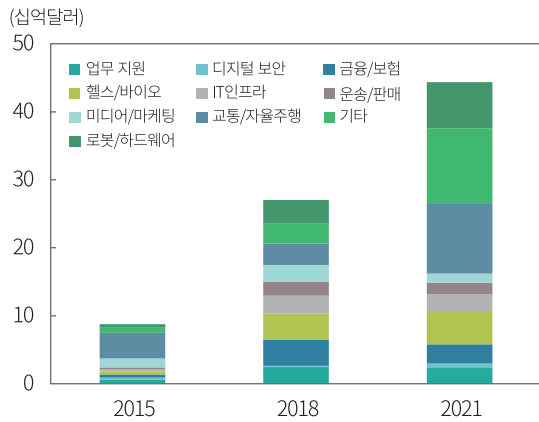
주 : 연도별 AI 관련 VC 투자 규모를 나타내며 증가율은 전년 대비
 자료: OECD.AI(2025), Preqin

AI 산업을 선도하고 있는 미국을 보면 민간의 창의성과 자본시장의 역동성이 AI 개발과 활용 모든 면에서 가장 높은 수준의 경쟁력을 갖춘 원동력이 되고 있다. 고등교육기관과 실리콘밸리 등을 중심으로 결집한 우수한 R&D 자원은 혁신적인 AI 기술의 탄생 기반으로서 산업 발전의 기초가 된다. 미국 내 AI 관련 특허 출원 집중도가 세계 평균을 크게 상회하는 것에서 이와 같은 혁신의 기반을 확인할 수 있다(〈그림 1〉). 우수한 R&D 자원이 태동시킨 신기술은 자본시장의 지원을 기대할 수 있다. 미국 내 모험자본(VC) AI 투자 규모는 지난 10여 년간 매년 약 18%씩 증가하여 2024년에는 950억 달러를 초과하는 규모의 자금이 조달되었다(〈그림 2〉).

미국의 AI 산업 발전이 민간의 주도로 이루어진 반면, 중국은 정부의 주도하에 체계적으로 자국의 AI 산업을 육성하고 있다. 2017년 중국 국무원은 2030년까지 AI 분야 세계 1위 달성을 목표로 제시하였다.⁷⁾ 이를 달성하기 위한 주요 전략적 요소로는 기술 자립, 데이터 주권 확보, AI 생태계 국산화가 제시되었다. 이와 같은 전략의 결과는 중국의 AI 투자 규모의 변화에서 살펴볼 수 있는데, 2015년에는 자율주행 분야에 집중되었던 투자가 양적으로 크게 증가하였을 뿐만 아니라 다양한 분야에 고르게 분산되어 있음을 확인할 수 있다(〈그림 3〉).

7) 国务院, 2017, 新一代人工智能发展规划的通知, 国发[2017]35号. Webster, G., Creemers, R., Kania, E., 2017. 8. 1, Full Translation: China's 'New Generation Artificial Intelligence Development Plan' (2017), *DigiChina*.의 번역을 참고하였다.

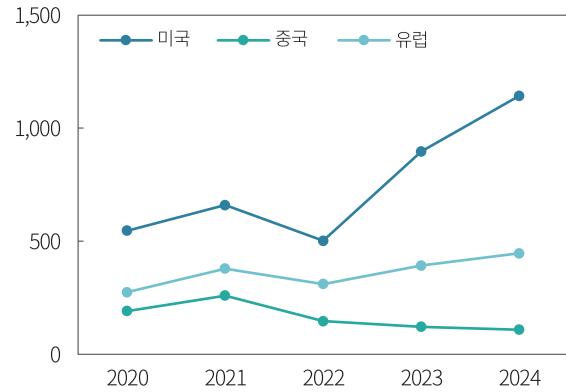
〈그림 3〉 중국의 AI 응용 분야별 투자



주 : 분야별 VC 투자 규모

자료: OECD.AI(2025), Preqin

〈그림 4〉 신규 AI 기업 수



주 : 연도별로 새롭게 투자를 유치한 기업

자료: AI Index Report(2025)

중국의 AI 산업정책 실행 구조를 구체적으로 살펴보면 중앙정부가 목표를 제시하고 지방 정부가 조달 재원을 마련하면 국영 또는 민간 기업이 실행에 옮기는 협력에 기반하고 있음을 알 수 있다. 특히, 중앙집중화된 기획과 집행 구조는 조달 효율성 측면에서 강점을 보여 최근 중앙정부의 약 82억 달러 규모의 AI 산업 펀드 조성(약 1,000억 위안 규모), 베이징(약 500억 위안 규모) 등 지방정부 또한 AI 산업 육성을 위한 대규모의 재원을 마련하였다.⁸⁾ 이와 같이 조달된 기금으로 중국은 AI 반도체·딥러닝 프레임워크 등 핵심 기술의 내재화를 위해 연간 수십억 달러 규모의 공공투자를 지속하고 있다.

유럽은 시장이 주도하는 미국, 국가 전략이 주도하는 중국과 달리 규범이 주도하면서 다층적인 협력을 바탕으로 부족한 투자 재원을 확보하고자 노력하는 점이 특징이다. GDPR, EU AI Act와 같은 포괄적인 규제 원칙과 더불어 최근 10년간 유럽 지역에서 발의된 AI 관련 법안이 128개⁹⁾에 이르는 점은 거버넌스의 확립을 우선시한 결과이다. 이와 같은 접근 방식은 AI 기술이 (단기적인) 성장 동력을 넘어 신뢰할 수 있는 기술로 정착하도록 유도할 것으로 기대된다. 더불어 InvestAI, EU AI Champions Initiative 등의 역내 국가들과 민간 투자 협력 계획을 통해 투자 규모 면에서 미국·중국과의 격차를 줄이려는 노력을 지속하고 있다.¹⁰⁾ 이와 같은 노력으로 유럽 지역에서 새롭게 조달에 성공한 AI 기업 수는 2022년 이후 꾸준히 증가하고 있어 같은 기간 동안 감소 추세인 중국과 대비된다(〈그림 4〉).

8) Chan, K., Smith, G., Goodrich, J., DiPippo, G., Pilz, K. F., 2025, Full Stack: China's Evolving Industrial Policy for AI, *RAND Expert Insight*.

9) Stanford HAI, 2025, Chapter 6: Policy and Governance, *AI Index Report 2025*.

10) European Commission, 2025. 2. 11, EU launches InvestAI initiative to mobilize €200 billion of investment in artificial intelligence, Press Release.

AI 산업정책 비교 및 국내 시사점

앞서 살펴본 바와 같이 AI 경쟁을 선도하는 미국·중국·유럽은 다양한 산업정책의 수단 중에서 각자의 환경에 적합한 방식을 활용하고 있다(〈표 2〉). 높은 R&D 역량과 풍부한 유동성을 가진 자본시장이 있는 미국은 민간 중심으로 혁신의 선순환 구조를 만들고 정부의 역할은 상대적으로 제한된다. 반대로 중국은 기술 자립을 목표로 AI 생태계 전반에 대한 경쟁력을 제고하기 위하여 정부 주도로 기획 및 조달의 효율성을 높이는 전략을 선택하였다. 유럽은 다자간 협력을 통해 투자 규모 측면에서 경쟁력을 확보하는 한편 선제적으로 규범 체계를 확립하여 지속가능한 혁신을 유도한다는 점에서 앞선 두 사례와 차별점이 있다.

〈표 2〉 AI 산업정책 비교

	미국	중국	유럽
특징	<ul style="list-style-type: none"> · 높은 기술 수준 및 자본시장 경쟁력을 바탕으로 민간 주도 · 유연한 규제로 혁신 유도 	<ul style="list-style-type: none"> · 기술 자립을 목표로 AI 생태계 모든 분야에서 선도 기업 육성 · 중앙 및 지방정부 주도로 자금 조달 	<ul style="list-style-type: none"> · 경쟁 우위 분야를 중심으로 투자 활성화 · 엄격한 규범 체계를 바탕으로 안정적인 기술 확산
강점	<ul style="list-style-type: none"> · AI 산업 전 분야에서 경쟁 우위 · 낮은 자본 조달 비용과 규제 장벽 	<ul style="list-style-type: none"> · 분야별로 고른 발전을 통한 시너지 효과 · 정부 주도로 조달 비용 완화 	<ul style="list-style-type: none"> · 다자간 협력을 통한 규모의 경제 · 안정적이고 신뢰성 높은 AI 확산
한계점	<ul style="list-style-type: none"> · 일부 기업으로 투자 편중 가능 	<ul style="list-style-type: none"> · 자원 배분 과정에서 비효율 발생 가능 	<ul style="list-style-type: none"> · 높은 규제 장벽으로 혁신 동력 저하 우려

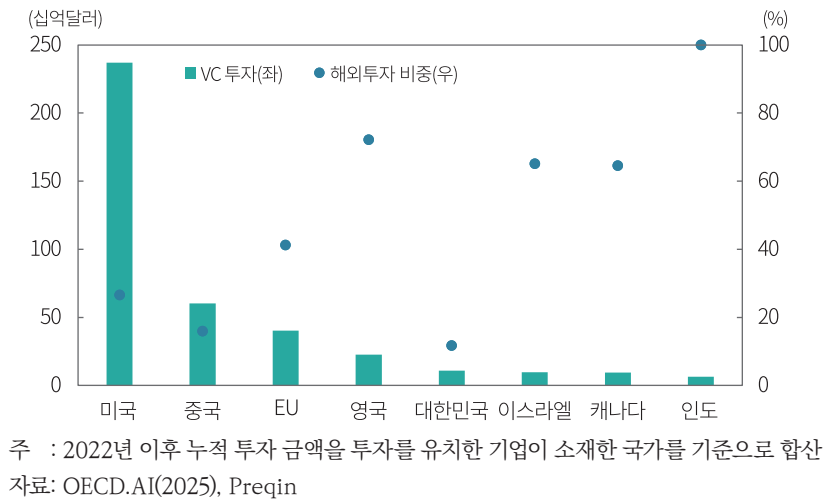
이와 같이 서로 다른 AI 발전 전략을 비교할 때 장점과 더불어 한계점 또한 살펴볼 필요가 있다. 민간 자본시장이 주도하는 미국의 전략은 성장성이 높은 소수의 기업으로 투자가 집중되어 양극화, 일자리 감소 등 사회 전반에서 자원의 비효율적인 배분이 발생할 수 있다.¹¹⁾ 반면, 정부가 주도하는 중국의 전략은 제한된 자원을 지나치게 많은 분야에 분산하여 배분 과정에서 비효율이 발생할 가능성이 있다. 마지막으로 유럽의 상대적으로 높은 규제 장벽은 혁신 기업의 탄생을 어렵게 하여 초기 단계에서부터 성장 동력이 축적되기 어려울 수 있다.

AI 선진국의 사례는 후발주자인 한국의 산업정책이 성공하기 위하여 자본시장의 역할이 중요하다는 점을 시사한다. 미국의 발달한 자본시장은 VC와 혁신 기술을 보유한 기업을 연결하여 연구 성과를 빠르게 사업화하고, 수익을 다시 혁신에 재투자하는 선순환 구조를 가능하게 한다. 한국 역시 민간 자

11) Acemoglu, D., 2023, Distorted innovation: does the market get the direction of technology right?, *AEA Papers and Proceedings*, 1-28.

본이 혁신을 적극적으로 지원할 수 있도록 정부가 초기 위험을 분담하고 민간이 자율적으로 투자할 수 있는 여건을 강화할 필요가 있다. 한편, 중국의 사례는 정부가 장기적인 발전 전략을 설정하고 대규모의 기금을 투입하는 방식이다. 한국은 기술 후발주자인 점에서 중국과 같이 명확한 중장기 전략을 세워 자원 배분의 효율성을 제고할 수 있다. 다만, 중앙집중화된 투자 결정으로 발생할 수 있는 편의를 보완하기 위하여 정부는 인프라 구축과 인재 양성 등 혁신의 기반을 마련¹²⁾하고 민간 자본이 전문성에 기반하여 효과적인 투자를 할 수 있도록 민관 협력 체계에 기반한 운영이 필요하다. 마지막으로 유럽의 사례와 같이 명확한 AI 규율 체계 마련하여 투자자의 신뢰를 확보하고 지속가능한 혁신을 추구할 필요가 있다.

〈그림 5〉 국가별 AI 벤처투자 규모



한국의 자본시장은 제한된 규모이지만 간접투자를 중심으로 AI 산업을 지원할 수 있는 역량이 성장하고 있으며 이를 지속가능하게 만드는 노력이 필요한 시점이다. 2024년 기준 AI 벤처투자는 전년 대비 75.1% 증가하였으며¹³⁾, 2025년 1분기 기준 신규 결성 펀드의 83.5%가 민간 출자로 이루어진 점¹⁴⁾은 긍정적인 요소이다. 그러나 투자 규모 면에서 미국, 중국, 유럽과의 격차는 아직 클 뿐만 아니라 양적인 면에서 유사한 이스라엘, 캐나다와 비교해서 해외 투자를 유치한 비중이 낮은 현실(〈그림 5〉)에 주목할 필요가 있다. 이는 추가적인 성장 동력을 확보하기 위해서는 해외 공동펀드 등을 활용한 투자 협력에도 적극적으로 노력할 필요가 있다는 점을 시사한다. 나아가 민간의 후속 투자는 정책 펀드로 인

12) Bloom, N., Van Reenen, J., Williams, H., 2019, A Toolkit of Policies to Promote Innovation. *Journal of Economic Perspectives* 33(3), 163-184.은 시장 실패가 없는 상황에서는 민간의 주도로 충분한 수준의 혁신이 일어날 수 있으나 그렇지 않을 경우 R&D 보조금 지원, 고속권 인력 양성 등의 정책이 필요하다는 점을 지적하였다.

13) 중소벤처기업부, 2025. 4. 8, 2024년 딥테크 10대 분야 벤처투자 동향 발표, 보도자료.

14) 중소벤처기업부, 2025. 5. 20, 2025년 1분기 벤처투자 2.6조원, 펀드결성 3.1조원, 보도자료.

한 구축효과(crowding out effect)를 제한하면서 경쟁력이 높은 산업에 대한 전략적인 지원을 강화할 수 있다¹⁵⁾는 점에서 지속적인 성장의 필요조건이라고 할 수 있다. 결론적으로 정부의 명확한 성장 전략 및 규율 체계, 자본시장을 통한 공공, 민간, 해외 투자 협력이 종합적으로 작용하여 글로벌 AI 경쟁력을 제고할 수 있을 것으로 기대한다.

15) 정책펀드의 한계점과 이를 보완하는 제도적인 방안에 대한 논의는 최성일, 2025, 전략산업 육성을 위한 정책펀드의 효과적 운용, 『KIRI 리포트 포커스』를 참고하였다.

ZOOM
-IN

홍콩의 금융중심지로서의 최근 전략 변화

- 홍콩은 2019년 대규모 시위 사태와 코로나19 팬데믹, 미·중 갈등 등으로 금융중심지로서의 위상이 크게 흔들렸으나 2024년 9월 발표된 국제금융센터지수에서 다시 글로벌 3위, 아시아 1위를 회복
- 홍콩 금융중심지 회복 전략에는 중국 본토 자본시장과의 연계 심화와 위안화 국제화의 허브로서의 기능 강화, 금융혁신을 통한 디지털금융 허브 추진 및 자산관리 허브로서의 기능 강화가 포함
- 홍콩은 금융혁신을 선도하여 금융중심지로서의 위상을 회복했으나 그 기반이 중국 본토와의 연계 심화에 크게 의존하고 있어 구조적 리스크가 상존하며, 국가보안법 시행 이후 서방의 신뢰 약화와 제도적 불확실성 심화는 홍콩 금융시장의 안정성과 국제 신뢰 회복을 제약하는 주요 요인으로 작용

- 홍콩은 2019년 대규모 시위 사태와 코로나19 팬데믹, 미·중 갈등 등으로 금융중심지로서의 위상이 크게 흔들렸으나 2024년 9월 발표된 국제금융센터지수(Global Financial Center Index: GFCI)¹⁾에서 다시 글로벌 3위, 아시아 1위를 회복
 - 홍콩은 전통적으로 낮은 세율, 투명한 법제도, 안정된 금융 인프라, 그리고 중국 본토의 관문이라는 이점을 기반으로 뉴욕, 런던과 함께 글로벌 3대 금융중심지로 기능해 오
 - 그러나 2019년 범죄인 인도법 반대 시위와 국가보안법 제정, 코로나19로 인한 엄격한 봉쇄 정책 및 미·중 갈등 심화 등으로 인해 금융중심지로서의 위상이 약화
 - 이는 외국자본 유출, 인재 이탈, IPO 부진 등으로 이어졌으며, 실제로 2022년 GFCI에서 홍콩은 아시아 2위(싱가포르에 역전), 글로벌 4위로 하락
 - 이에 홍콩 정부와 금융당국은 중국 본토와의 금융 연계 심화, 위안화 국제화 허브 강화, 자본시장 효율화, 디지털금융 허브 추진 등의 다각적인 전략을 추진하였고, 그 결과 2024년 9월 GFCI에서 아시아 1위, 글로벌 3위로 복귀
- 홍콩은 중국 본토 자본시장과의 연계 심화를 통한 자본 유입 기반 강화와 위안화 국제화 허브로서의 역할 확대를 주요 전략으로 추진

1) GFCI는 영국 Z/Yen 그룹이 세계 주요 도시의 금융 경쟁력을 영업환경, 금융발전도, 인프라, 인적자본, 평판 등 정량·정성지표를 바탕으로 작성

- 2024년 4월 19일 중국 증권감독관리위원회(CSRC)는 홍콩의 글로벌 금융중심지 지위 강화를 위한 5대 조치를 발표하여 양자 간 금융 연계를 강화(〈표 1〉)
 - 이러한 제도 개선으로 본토에서 홍콩으로의 남향(Southbound) 자금 유입이 크게 확대되어 남향 일평균 거래대금은 2024년과 2025년(1~9월)에 각각 전년동기대비 54.9%, 158.5% 증가(〈그림 1〉)
 - 또한 2023년 도입된 HKD-RMB 듀얼카운터 제도는 본토 투자자들이 환전 없이 위안화로 직접 홍콩 주식을 거래할 수 있도록 하여 본토 자금의 홍콩 유입을 더욱 촉진

〈표 1〉 중국 본토와 홍콩의 자본시장 협력 강화를 위한 5대 조치 주요 내용

5대 조치	주요 내용
ETF 적격 범위 확대	상하이·선전-홍콩 주식연계(Stock Connect) 프로그램에서 거래 가능한 ETF 상품의 적격 범위 확대
리츠(REITs) 포함	REITs를 Stock Connect 거래대상에 신규 포함
위안화 표시 주식 거래 허용	위안화 표시 주식을 남향 Stock Connect 거래대상에 포함
펀드 상호인정 강화	중국 본토와 홍콩 간 펀드 상호인정(Mutual Recognition of Funds: MRF) 체계에서 국경 간 판매 비율 제한 완화
본토 기업의 홍콩 상장 지원	해외 상장 등록제 시행 이후 1년간 72개 본토 기업이 홍콩 상장 신고 완료

자료: CSRC

- 한편, 홍콩은 위안화 국제화 허브로서의 기능을 지속적으로 강화
 - 홍콩은 세계 최대의 역외 위안화 결제 및 유동성 공급 중심지로, 역외 위안화 결제의 약 75% 이상이 홍콩을 통해 이루어지고 있으며, 위안화 예금 및 무역결제액 모두 사상 최고 수준을 기록
 - 또한 2024년 역외 위안화 채권(딤섬본드) 발행 규모가 처음으로 1조위안을 돌파하며 사상 최대치를 기록

〈표 2〉 홍콩의 역외 위안화 허브 지표

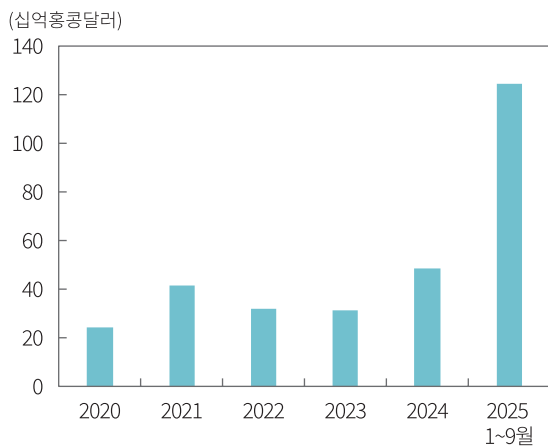
(단위: 십억위안)

	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024
위안화 예금	658	658	757	945	982	1,043	1,073
홍콩은행을 통한 위안화 무역결제액	4,210	5,380	6,300	7,100	9,300	11,700	15,200
역외 위안화 채권 발행 규모	42	49	59	110	143	545	1,072

자료: HKMA

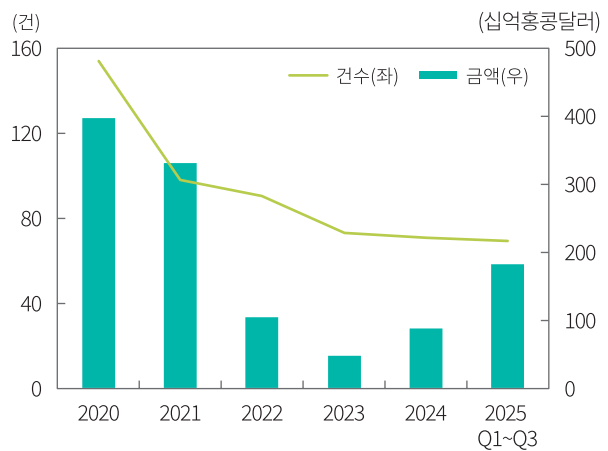
- 글로벌 경기 불확실성에도 불구하고 홍콩의 IPO 시장은 중국 기업들의 상장 확대에 힘입어 빠르게 회복세를 보이고 있음(〈그림 2〉)
 - 2025년 1~3분기 홍콩 IPO 건수는 전년말대비 2.8% 하락했지만 공모금액은 109% 크게 증가했고, 전년동기대비 각각 53%, 229% 증가
 - 이러한 IPO 시장의 회복은 중국 내 규제 강화와 미국 내 중국 기업 감시 강화로 인해 해외 상장을 모색하는 중국 기술기업들의 홍콩시장 선호가 주요 배경으로 작용²⁾
 - 홍콩 정부와 증권거래소는 IPO 시장 활성화를 위한 제도 개선을 통해 인지세 인하 등 비용 완화, 기술기업 특화 상장 경로 도입, 상장 심사 기간을 단축³⁾
- 홍콩 내 다국적 기업들의 아시아 또는 중화권 사업의 지역본부 수는 중국 본토기업을 중심으로 크게 증가
 - 중국 본토기업의 지역본부 수는 2018년의 197개에서 2024년 310개로 증가하였으며, 특히 2024년에만 전년대비 63개 증가
 - 중국 본토기업을 제외한 미국, 일본, 영국 등 다국적 기업의 지역본부 수는 2018년의 1,147개에서 2023년 932개까지 감소한 이후 2024년 1,020개로 다시 증가하여 회복 조짐을 보임

〈그림 1〉 Southbound 일평균 거래 규모



자료: HKEX

〈그림 2〉 홍콩 IPO 규모



자료: HKEX

2) Financial Times, 2025. 7. 9, The Hong Kong stock market's tentative revival.

3) 홍콩은 기술기업 상장 활성화를 위해 IPO 제도 완화: 1) 2024년 3월, HKEX는 'TECH Channel'을 신설하여 기술기업(특히 딥 테크·AI·반도체 등)의 IPO 심사 절차 간소화 2) 'Chapter 18C Tech Firms Temporary Relief(2024-2027)' 도입을 통해 기술기반 기업의 최소 시가총액 요건 완화 3) 클로백(clawback) 메커니즘을 도입하여 공모주 배정 비율을 시장 수요에 맞게 조정(자료: EY, 2025, EY Global IPO Trends Q3 2025)

- **홍콩은 디지털화(digitalisation)와 지속가능성(sustainability)을 새로운 금융전략으로 설정⁴⁾하고 자산토큰화· 디지털 통화· 스테이블코인 등 신기술 기반 금융혁신을 통해 디지털금융 허브를 추진**
- 홍콩은 정부 주도의 토큰화 국채 및 녹색채권을 성공적으로 발행하여, 아시아 최초의 국채 디지털 발행 체계를 구축
 - 분산원장기술(DLT)을 활용하여 발행, 결제, 이자지급, 상환 전 과정을 디지털화하였으며, 결제 기간을 기존 T+5에서 T+1로 단축
 - 2024년 2월에는 홍콩달러, 위안화, 미달러, 유로화 등 4개 통화로 총 60억홍콩달러 규모의 다통화 토큰화 채권을 발행하여 디지털채권 시장의 상용화 가능성을 입증
 - 2024년 9월 홍콩금융관리국(HKMA)은 디지털 홍콩달러(e-HKD) 2단계 파일럿 프로그램을 개시하여 토큰화 예금(tokenised deposits) 활용 가능성, 프로그래머블 결제(programmable payments) 기능, 오프라인 결제 기능을 테스트⁵⁾
 - DBS 홍콩, HSBC, Standard Chartered, Ant Group 등 주요 금융기관이 참여하고 있으며, 2025년 상반기 DBS는 ESG 바우처 결제에 e-HKD를 연계한 실증을 완료⁶⁾
 - 홍콩은 아시아에서 가장 선제적으로 스테이블코인 규제체계를 구축
 - 2025년 7월 발표된 스테이블코인 발행자 가이드라인(Guidelines for Licensed Stablecoin Issuers)은 법정화폐 담보형 스테이블코인의 투명성, 감사, 준비금보고를 의무화함
 - 2025년 8월 1일부터 시행된 스테이블코인 조례(Stablecoins Ordinance)는 발행자에게 라이선스 취득, 100% 유동성 담보, 준비금 보유, 자금세탁방지(AML) 및 테러자금조달방지(CFT) 준수 등을 요구
- **또한 자산관리 허브(Wealth Management Hub)로서의 기능을 강화하고 인재 유치 전략을 시행**
- 패밀리오피스(Family Office)와 고액자산가 유치를 위한 세제 인센티브 제도를 도입하여 적격 패밀리오피스에게 투자 수익에 대한 세금 면제, 자산 규모 요건 완화, 거주 요건 유연화 등의 혜택을 제공
 - 홍콩 증권선물위원회(SFC)에 따르면 2024년 홍콩의 총 운용자산(AUM)은 전년대비 13% 증가한 35조홍콩달러(약 4.5조달러)를 기록하였으며, 특히 프라이빗 बैं킹 및 프라이빗 자산관리 부문의 AUM은 15% 증가하였고 순자금 유입액은 3,840억홍콩달러를 기록⁷⁾
 - 2025년 상반기 기준 프라이빗 बैं킹 및 자산관리 부문의 AUM은 전년말대비 14% 성장하며 강한 상승세를 지속

4) HKMA, 2023. 7. 12, Report on “The digitalisation of financial services in Hong Kong: Recent experience, regulatory developments and considerations for sustainable innovation and growth”.

5) HKMA, 2024. 9. 23, HKMA commences Phase 2 of e-HKD Pilot Programme and expands Project e-HKD to explore new forms of digital money.

6) DBS, 2025. 9. 15, DBS Hong Kong completes pilot under Project e-HKD+, leveraging tokenisation and programmability to enhance digital voucher programmes.

7) HKMA, 2025. 8. 4, Hong Kong’s wealth management market: Opportunities ahead.

- 홍콩 정부는 2022년 Top Talent Pass Scheme을 시행하여 글로벌 금융·핀테크 전문가, 세계 상위대학 졸업자 등 고급 인재를 대상으로 비자 요건을 대폭 완화
 - 2024년 1~10월 기준 한 해에만 약 3.3만명의 중국 본토 출신 인재가 이 제도를 통해 승인받았으며 전체의 약 94.8%를 차지

- 홍콩은 금융혁신을 선도하여 금융중심지로서의 위상을 회복했으나 그 기반이 중국 본토와의 연계 심화에 크게 의존하고 있어 구조적 리스크가 상존하며, 국가보안법 시행 이후 서방의 신뢰 약화와 제도적 불확실성 심화는 홍콩 금융시장의 안정성과 국제 신뢰 회복을 제약하는 주요 요인으로 작용
 - 홍콩의 금융 회복은 중국 특색이 강한⁸⁾ 형태로 이루어지고 있어 본토 경기 둔화·정책 변동성·자금경색 등이 홍콩 IPO 및 자산운용 부문에 직접적인 충격을 줄 가능성이 높아지고 있음
 - Fitch Ratings는 “홍콩이 다변화된 글로벌 금융중심지로 인식되지 못할 경우, 중국 본토에 대한 과도한 의존과 더욱 심화된 통합은 홍콩으로의 자본 유입을 위축시킬 수 있다”고 지적⁹⁾
 - 또한 국가보안법 시행 이후 서방의 신뢰 저하와 제도적 불확실성 심화는 홍콩 금융시장의 구조적 리스크로 확대¹⁰⁾
 - 다수의 글로벌 금융기관들은 법적·제도적 리스크 확대에 대응하여 홍콩 내 운영전략을 재검토하고 있으며, 일부는 싱가포르 등으로의 이전 가능성을 검토 중¹¹⁾
 - 특히 싱가포르는 정치적 안정성, 영어 중심의 비즈니스 환경, 효율적 행정, 동남아 시장 접근성 등 강점을 보유하고 있어 홍콩과의 경쟁은 지속될 전망
 - Atlantic Council(2023)은 이러한 변화는 단기적 현상이 아니라, 홍콩의 제도적 기반과 국제 신뢰 회복이 향후 금융중심지 지속성의 핵심 변수로 작용할 것이라고 지적

선임연구원 김은화

8) Financial Times, 2025. 9. 9, Hong Kong: a comeback with Chinese characteristics.

9) Fitch Rating, 2024. 3. 6, Chinese securities firms' strategic position in Hong Kong remains intact.

10) Atlantic Council, 2023. 3. 7, Fractured foundations: Assessing risks to Hong Kong's business environment.

11) South China Morning Post, 2024. 2. 22, More multinationals are picking Singapore over Hong Kong to set up Asia hubs.

ZOOM
-IN

미국의 해외기업에 대한 규제 강화 움직임

- 최근 미국 SEC와 나스닥은 해외 상장기업에 대한 감독 및 상장규제를 강화할 계획을 발표
- SEC는 시장 불공정 행위와 게이트키퍼 책임을 집중 점검하고, 나스닥은 소규모 기업의 공모요건 과 상장유지 기준을 변경하는 방안을 추진
- 이는 일부 해외기업의 상장 후 주가 급등락과 거래정지 사례가 발생하고, 회계감사 접근이 제한되면서 감독의 한계가 지적된 데에 따른 조치
- 이번 조치는 미국 내 해외 상장기업의 회계 및 공시 투명성 제고를 통해 시장 신뢰 개선에 기여할 것으로 기대
- 국내 기업 역시 미국 상장을 추진할 경우 내부통제 및 공시, 외부감사 대응 역량에 대한 사전 준비 필요성이 커질 전망

- 미국 SEC와 나스닥은 최근 해외 상장기업에 대한 감독과 상장규제를 한층 강화하겠다는 방침을 발표
 - SEC는 미국 증권시장에 상장된 해외기업의 위법 행위를 점검하고 게이트키퍼에 대한 감독을 확대할 계획¹⁾
 - ‘국경 간 태스크포스(Cross-Border Task Force)’를 신설하여 해외기업의 시장조작 행위를 조사하고 감사인, 주관사, 브로커-딜러 등 게이트키퍼에 대한 단속을 강화할 예정
 - 나스닥 역시 소규모 기업의 상장요건 강화를 중심으로 규정 개정을 추진²⁾
 - IPO 시 최소 공모비율과 자본요건을 상향하고 상장유지 요건을 충족하지 못하는 기업에 대해서는 거래정지 및 상장폐지 절차를 보다 강화하는 방향으로 제도 개편을 검토
- SEC는 전담 TF를 신설해 해외기업의 미국 시장 진입 및 상장 이후 거래 과정에서 발생할 수 있는 시장조작 및 회계부정 등 불공정 행위에 대한 조사와 감독을 강화할 계획³⁾
 - TF는 해외기업의 주가조작, 허위홍보, 사기성 거래 등 위반 행위에 대한 조사를 강화할 방침
 - 최근 소규모 중국계 기업을 중심으로 소셜미디어 기반의 부정거래와 급등락 사례가 지속적으로 확인되면서 주요 점검 대상으로 부상

1) SEC, 2025. 9. 5, SEC announces formation of cross-border task force to combat fraud, Press Release.

2) Nasdaq, 2029. 9. 3, Nasdaq proposes changes to its listing standards.

3) White & Case, 2025. 9. 16, SEC targeting cross-border fraud, with a focus on Chinese companies & gatekeepers; Ropes & Gray, 2025. 9. 30, SEC intensifies focus on cross-border fraud with new enforcement task force.

- 해외기업의 회계부정 및 공시 위반, 내부자 거래 등 불법행위를 중점적으로 점검하고 특히, 규제 투명성이 낮은 관할지역의 기업에 대해서는 회계감사 신뢰성과 공시 투명성 문제를 면밀히 조사할 것으로 예상

— 게이트키퍼에 대한 감독 역시 강화될 전망

- 감사인, 인수인, 브로커딜러, 법률자문 등 해외기업의 미국시장 진입을 지원하는 게이트키퍼에 대한 실사(due diligence) 및 검증 절차에 대한 감독을 강화
- 미국 증시에 상장된 외국 기업의 회계감리 규정 준수를 의무화하는 외국기업책임법(Holding Foreign Companies Accountable Act: HFCAA) 이행 이후 미국 회계감독위원회(Public Company Accounting Oversight Board: PCAOB)와의 공조를 강화하여 감사품질 및 해외 제후법인의 내부통제 수준을 점검
- 소규모 감사, 인수 네트워크를 활용해 상장한 고위험 해외기업에 대해서는 상장 전 과정에 걸쳐 심사를 강화하고, 상장 이후에도 거래 모니터링을 강화할 전망

□ 나스닥은 IPO 최소 공모금액과 공공 유통주식 요건을 상향하는 방안을 검토하며 소규모 기업에 대한 상장 규정과 거래 기준을 강화할 계획

— 제안된 변경안은 신규 상장 시 요구되는 최소 유통주식(public float) 및 자본조달 규모 기준을 상향하고, 상장유지 요건 미충족 기업의 거래정지 및 폐지 절차를 신속하게 진행하도록 하는 내용을 포함

- 순이익 요건(net income standard)을 적용받는 신규 상장기업의 유통주식(public float) 최소 시장가치 요건을 기존 500만 달러에서 1,500만 달러로 상향 조정
- 상장유지 요건을 충족하지 못하고, 동시에 시가총액이 500만 달러 미만인 기업은 거래정지 및 상장폐지 절차를 신속히 진행
- 특히, 중국을 주 사업 기반으로 하는 신규 상장기업에 대해서는 최소 2,500만 달러의 공모조달 요건을 재도입

— 나스닥은 SEC 및 금융산업규제기관(Financial Industry Regulatory Authority: FINRA)과의 공조를 지속하고, 해외 규제기관과 협력해 잠재적 시장조작 행위에 대한 모니터링과 제재 체계를 강화할 예정

- 소규모 기업 중심의 주가조작 위협과 정보 접근이 제한된 기업의 공시 투명성이 낮다는 문제 의식 하에 유동성 및 공모요건 강화를 통해 상장규제의 실효성과 투자자 보호를 강화하는 것이 목표

— 이러한 조치는 런던, 홍콩 등 주요 거래소가 상장요건을 완화하는 흐름과는 차별화된 것으로 미국의 강한 규제 기조를 분명히 드러내는 움직임

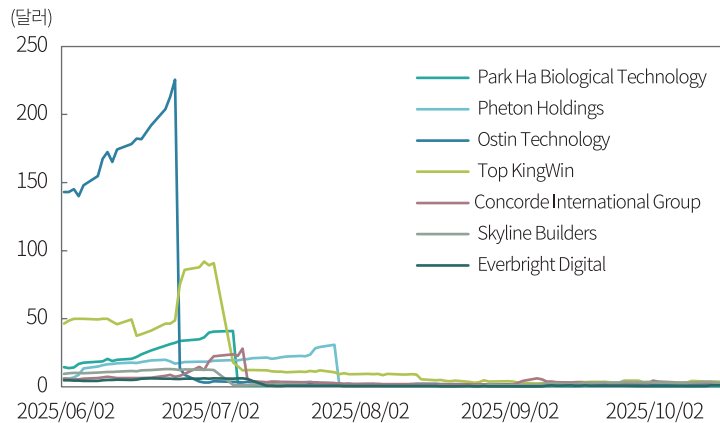
- 런던거래소는 지난해 신규 상장 진입장벽을 낮추기 위해 요건 완화 중심으로 제도를 개편했고, 홍콩거래소 역시 공모주 유통 물량 기준을 완화하며 소형IPO의 진입 부담을 줄이는 방향으로 추진

□ 이는 일부 해외기업의 상장 후 주가 급등락과 거래정지 사례가 발생하고, 회계감사 접근이 제한되면서 감독의 한계가 지적된 데에 따른 조치

— SEC와 나스닥이 해외기업, 특히 소규모 상장기업을 대상으로 규제를 강화한 배경에는 잇따른 불공정 거래 및 시장 교란 사례가 나타난 데 기인

- 최근 몇 년간 미국 시장에 상장한 중국계 소규모 기업을 중심으로 ‘페이퍼컴퍼니형 상장’과 ‘Pump-and-Dump⁴⁾’ 방식의 허위 홍보 및 시세조종 사례가 빈번하게 발생
- 특히 왓츠앱 등 소셜미디어와 온라인 커뮤니티를 활용한 과장성 마케팅 이후 주가가 단기간 급등한 뒤 80% 이상 폭락하는 사례가 다수 확인⁵⁾

〈그림 1〉 나스닥 상장 일부 소형주의 주가 추이



주 : 가격 급락 현상을 보인 7개 종목 대상(Financial Times, 2025. 8. 18 참조)
 자료: 나스닥

— 이러한 문제는 중국 기반 기업의 미국 상장 확대와 소규모 IPO 급증으로 더욱 심화

- NYSE 및 나스닥, NYSE American에 상장된 중국 기업은 2025년 9월 현재 287개로 시가총액 1조 달러를 넘어섰으며, 이는 2024년 이후 약 30% 증가한 수치⁶⁾
- 중국 기업의 IPO 역시 팬데믹 기간의 부진을 지나 2024년 들어 IPO 건수가 소규모 IPO를 중심으로 반등
- 다만 2024년 중국 기업의 IPO 규모는 평균 약 5,000만달러 수준으로 2021년 평균 4억달러 수준과 비교하면 크게 축소된 상황
- 이러한 상장 규모 축소는 미중 갈등과 함께 중국 당국이 해외 자본조달에 대한 규제 심사 강도를 높이고 새로운 규제를 도입한 영향에 따른 것으로 분석⁷⁾

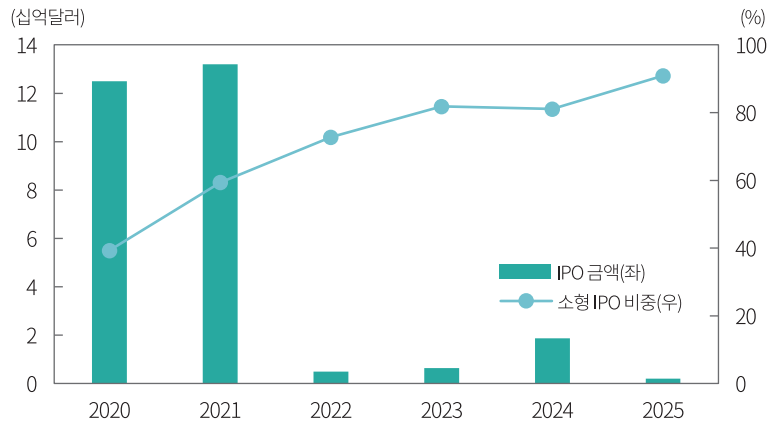
4) 허위 마케팅이나 거래 관행을 통해 증권의 가격을 인위적으로 부풀린 후, 상승된 가격에 주식을 매도하는 행위

5) Financial Times, 2025. 8. 18, ‘I almost fell off my chair’: Investors lose billions on meme stocks as ‘pump and dump’ scams multiply.

6) Ropes & Gray, 2025. 9. 30, SEC intensifies focus on cross-border fraud with new enforcement task force.

7) U.S.-China Economic AND Security Review Commission, 2025. 3. 7, Chinese companies listed on major U.S. stock exchanges.

〈그림 2〉 미국 증시에서의 중국 기업 IPO 현황



주 : 소형주는 IPO금액 5천달러 이하

자료: U.S.-China Economic AND Security Review Commission(2025. 3. 7) 참고

— 이러한 배경하에 중국 기업들의 투명성 결여 문제에 대한 우려가 커지며 감독 강화 요구가 확대⁸⁾

- 구체적으로는 중국 회계법인에 대한 검사 제한, 중국 당국의 기업 실사(due diligence) 활동에 대한 제약 등이 문제로 지적
- 중국 기업들은 자국의 정보관리 정책으로 인해 SEC 및 PCAOB의 감사자료 접근이 제한되는 경우가 있어, 투자자들이 재무정보를 충분히 검증하기 어려운 구조적 제약에 직면할 가능성이 존재
- 이러한 환경에서 감사인의 현장 실사와 내부통제 점검이 형식적으로 이루어질 우려가 있으며, 복잡한 VIE(Variable Interest Entity) 구조⁹⁾는 실질 소유자와 지배주체 간의 관계를 불명확하게 만들어 지배구조 투명성 측면에서 한계가 있다는 지적이 제기

□ 이번 조치는 미국 내 해외 상장기업의 회계 및 공시 투명성 제고를 통해 시장 신뢰 개선에 기여할 것으로 기대

— SEC와 나스닥은 ‘시장 게이트키퍼의 책임성 강화’ 및 ‘저유동성 및 고위험 종목 유입 차단’을 핵심 기조로 제시하며, 글로벌 자본시장의 투명성, 투자자 신뢰, 시장 건전성 제고를 목표로 설정

- 불투명하거나 시장조작 위험이 높은 기업의 상장을 사전에 차단하고, 감사인, 주관사에 대한 검증 강화로 시장 신뢰도 회복을 도모

8) Ropes & Gray, 2025. 9. 30, SEC intensifies focus on cross-border fraud with new enforcement task force.

9) VIE(Variable Interest Entity) 구조는 외국인투자가 제한된 산업의 중국 기업이 미국 등 해외 시장에서 자금을 조달하기 위해 활용하는 우회적 상장 방식으로 외국인 투자자가 법적 소유권 없이도 계약을 통해 경제적 이익과 지배력을 확보할 수 있도록 설계되어 있으며, 시나(Sina)와 알리바바(Alibaba) 등 주요 중국 기업들이 해외 증시 상장 과정에서 사용한 대표적 사례

- 이로 인해 해외기업의 미국 상장 진입 문턱은 한층 높아질 것으로 보이며, 상장을 추진하는 기업과 주관사, 회계법인 등 이해관계자들의 신중한 대응이 필요
 - 이번 조치는 중국 사례를 주로 언급하고 있으나, 미국 시장에서 ADR 또는 기타 증권을 발행하고 유통하는 모든 해외기업이 감독 대상이 될 수 있음
 - SEC의 감독 강화 기조는 외국 정부 통제 위험을 핵심 개념으로 삼고 있어 중국뿐 아니라 정보공시 인프라가 취약한 신흥국 기업 전반으로 규제가 확대될 가능성 존재
- 국내 기업 역시 미국의 상장규제 강화에 따라 상장 추진과정에서 주관사, 회계법인의 책임과 심사 부담이 확대될 수 있으므로, 이에 대비해 내부통제 및 공시 요건을 사전에 정비하는 것이 중요

선임연구원 홍지연