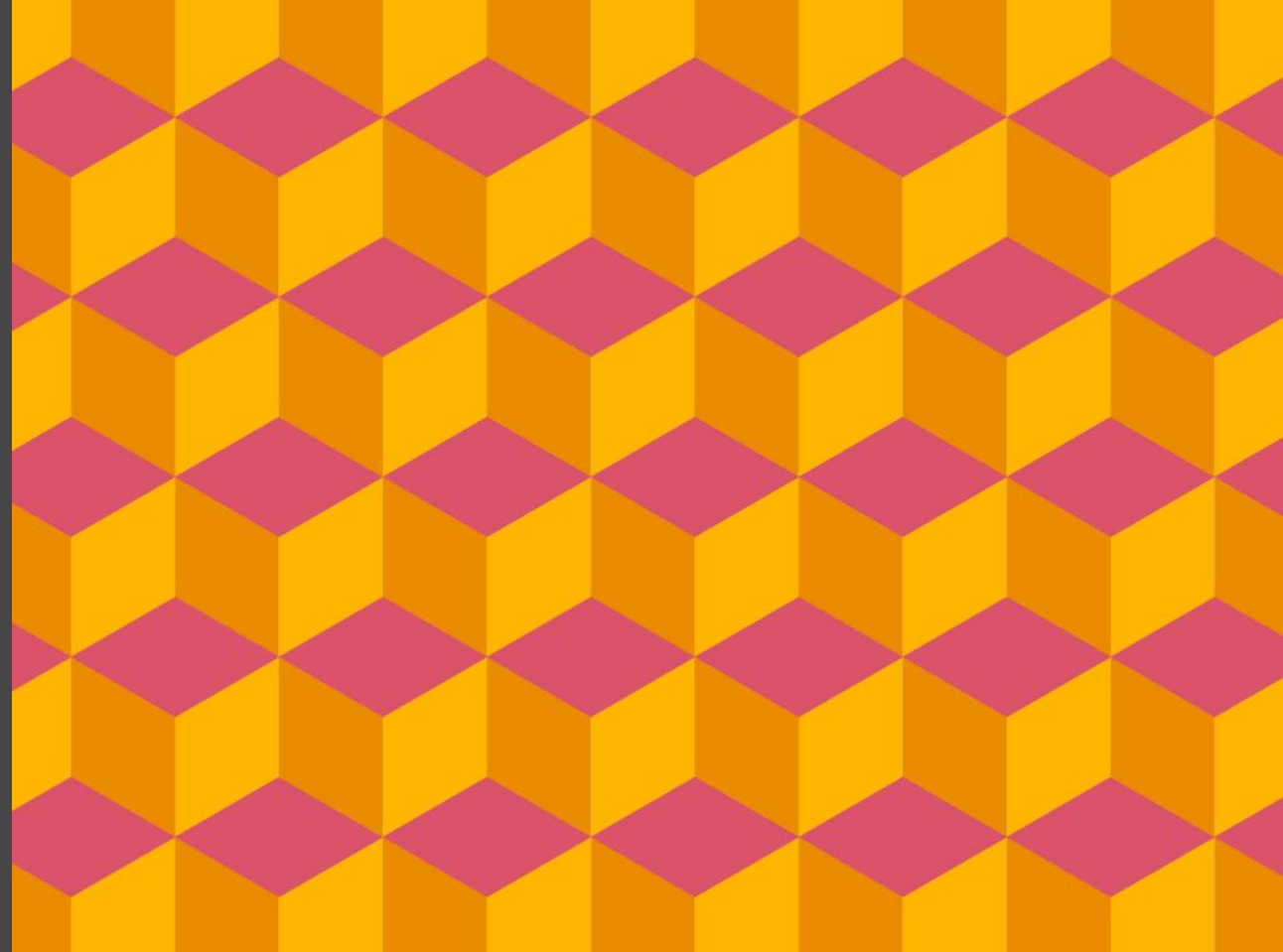


# 대체투자자산 공정가치 평가

삼일회계법인  
박대준 파트너

2020.06



# Agenda

1. 대체투자자산 공정가치 평가 관련 법규
2. 대체투자자산 공정가치 평가 현황
3. 공정가치 평가 이슈
4. 공정가치 평가 개선방향

A modern office interior with multiple levels. The space is characterized by large glass walls and white structural elements. On the left, a glass-walled office space is visible, with people working inside. To the right, a prominent white staircase with a glass railing leads up. The background shows more office space with desks and people. Large orange numbers '3' and '4' are visible on the walls, indicating different levels or sections of the building.

# 1

대체투자자산 공정가치 평가 관련 법규

# 대체투자자산 공정가치 평가 중요성

- 자본시장의 큰 비중을 차지하는 연기금은 주식, 채권 등 전통적인 투자에서 벗어나 보다 높은 기대수익률을 충족할 수 있는 사모펀드, 헤지펀드, 부동산, 파생상품 등 각종 대체투자를 적극적으로 발굴하고 있는 추세임
- 대체투자자산의 경우, 기존의 주식 및 채권과는 달리 여러 가지 다양한 자산들의 집합체로 구성됨에 따라 공정가치 평가에 많은 시간과 비용이 소요됨. 연기금은 i) IFRS의 도입 ii) 국민의 알권리 보호 iii) 기금운용수익률 왜곡방지 등 목적으로 공정가치 평가를 수행하고 있으며, 이는 각 연기금 운용수익률을 측정함에 있어 매우 중요한 요소에 해당됨

# 대체투자자산 공정가치 평가 관련 법규

- 자본시장법 제238조와 동법 시행령 제260조는 대체투자자산의 공정가치 평가를 강제하지 않으며, 원가법을 허용하고 있음
- **자본시장법 제238조**
  - ✓ (집합투자재산의 평가 및 기준가격의 산정 등) ① 집합투자업자는 대통령령으로 정하는 방법에 따라 집합투자재산을 시가에 따라 평가하되, 평가일 현재 신뢰할 만한 시가가 없는 경우에는 대통령령으로 정하는 공정가액으로 평가하여야 한다. 다만, 투자자가 수시로 변동되는 등 투자자의 이익을 해할 우려가 적은 경우로서 대통령령으로 정하는 경우에는 대통령령으로 정하는 가액으로 평가할 수 있다. <이하 생략>

# 대체투자자산 공정가치 평가 관련 법규 (계속)

## ■ 동법 시행령 제260조

- ✓ (집합투자재산의 평가방법) ② 법 제238조제1항 본문에서 "대통령령으로 정하는 공정가액"이란 집합투자재산에 속한 자산의 종류별로 다음 각 호의 사항을 고려하여 집합투자재산평가위원회(경영참여형 사모집합투자기구의 경우는 업무집행사원을 말한다. 이하 이 항에서 같다)가 법 제79조제2항에 따른 충실의무를 준수하고 평가의 일관성을 유지하여 평가한 가격을 말한다. 이 경우 집합투자재산평가위원회는 집합투자재산에 속한 자산으로서 부도채권 등 부실화된 자산에 대하여는 금융위원회가 정하여 고시하는 기준에 따라 평가하여야 한다.

1. 투자대상자산의 취득가격, 2. 투자대상자산의 거래가격,
3. 투자대상자산에 대하여 다음 각 목의 자가 제공한 가격(채권평가회사, 회계법인, 감정평가업자 등),
4. 환율, 5. 집합투자증권의 기준가격

# 한국채택국제회계기준 대체투자자산 관련 회계처리

- 한국채택국제회계기준(이하 “K-IFRS”)에서는 대체투자자산에 대한 정의 및 회계처리에 대한 명시적인 규정은 존재하지 않음
- 다만, 대체투자자산의 세부 항목이 비상장주식, 대출채권 및 출자금 등으로 구성되어 있으며, 이는 동 회계기준의 제1032호 금융자산의 정의를 충족함

## ■ K-IFRS 제1032호 문단 11

✓ 금융자산은 다음의 자산을 말한다.

1. 현금, 2. 다른 기업의 지분상품, 3. 거래상대방에게서 현금 등 금융자산을 수취할 계약상 권리, 4. 잠재적으로 유리한 조건으로 거래상대방과 금융자산이나 금융부채를 교환하기로 한 계약상 권리, 5. 기업 자신의 지분상품으로 결제하거나 결제할 수 있는 다음 중 하나의 계약 <이하 생략>

# 한국채택국제회계기준 대체투자자산 관련 회계처리 (계속)

- K-IFRS 1109호에 따르면 금융자산은 i)금융자산 관리를 위한 사업모형과 ii)계약상 현금흐름 특성에 따라 **상각후원가, 기타포괄손익-공정가치, 당기손익-공정가치**로 측정되도록 분류함

계약상 현금흐름 특성/사업모형	원금과 이자만으로 구성	그 외
계약상 현금흐름 수취 목적	상각후원가 측정 (*1)	당기손익-공정가치 측정 (*2)
<b>계약상 현금흐름 수취 및 매도 목적</b>	<b>기타포괄손익-공정가치 측정 (*1)</b>	
<b>매도 목적 및 기타</b>	<b>당기손익-공정가치 측정</b>	

(\*1) 회계불일치를 제거하거나 감소시키기 위하여 당기손익-공정가치 측정 항목으로 지정 가능 (취소 불가)

(\*2) 단기매매목적이 아닌 지분증권의 경우 기타포괄손익-공정가치 측정 항목으로 지정 가능 (취소 불가)



# 비상장주식 공정가치 평가 가이드라인 - 금융위원회

- 2020년 2월 금융위원회는 K-IFRS 1109호 도입 이후 소규모 회사의 비상장주식을 보유한 벤처캐피탈 등 기업들이 공정가치 평가에 따른 경영부담이 큰 점을 감안하여, 공정가치 평가 관련 감독지침 '원가가 공정가치의 적절한 추정치가 될 수 있는 경우'를 발표함
- 비상장주식 등은 공정가치 평가를 원칙으로 하되, 다음 중 하나에 해당한다면 원가가 공정가치의 적절한 추정치가 될 수 있음
  - ✓ 피투자기업의 직전 사업연도말 자산총액이 120억원 미만인 경우
  - ✓ 피투자기업이 설립된 지 5년이 경과하지 않은 경우
  - ✓ 투자기업이 비상장주식 등을 취득한 시점부터 2년이 경과하지 않은 경우

# 한국채택국제회계기준 (K-IFRS)의 공정가치 평가 방법론

## 시장접근법 (Market approach)

- 유사 또는 비교 가능한 자산과 부채에 대해 시장거래 시 발생하는 관찰 가능한 가격 및 관련정보 등을 이용하여 공정 가치를 측정하는 방식
- 비교 가능한 사례들로부터 도출된 시장배수(multiples), 시장의 유사 거래 가격을 바탕으로 한 transaction value, 매트릭스 가격결정(matrix pricing)방법을 사용

## 이익접근법 (Income approach)

- 자산을 소유함으로써 얻게 되는 수익 또는 비용에 대해 현재가치 기법(present value technique)을 적용하여 산출
- 대표적인 현재가치 기법(present value technique)으로는 블랙-숄즈(Black-sholes model), 이항분포 모형(Binominal tree model)과 같은 옵션-가격결정 모형과 일부 무형자산의 공정가치를 측정하는데 사용되는 다기간 초과이익법(multiperiod excess earnings method) 등이 존재

## 원가접근법 (Cost approach)

- 해당 자산과 동등한 서비스 능력을 유지하면서 대체에 필요한 현재의 금액(현행대체비용)에 기초하는 방법
- 매도자 관점에서의 자산 수취 가격은 매수자의 진부화에 대한 대체자산의 획득 또는 건축에 소요되는 비용에 근거하여 결정
- 진부화란 물리적 퇴화, 기능적(기술적), 경제적(외부적) 진부화를 포괄하며, 재무보고목적 및 세금목적의 감가상각보다 보다 포괄적인 개념

(Source: K-IFRS 13 문단 61~66, 적용지침 B5~B11)

# 2

## 대체투자자산 공정가치 평가 현황



# 대체투자자산의 종류 및 평가대상 구분

- 일반적으로 전통적인 금융시장에서 대표 투자자산으로 분류되고 있는 주식과 채권을 제외한 대부분의 투자자산이 대체투자자산으로 분류됨

구분	세부투자 항목	평가대상	K-IFRS 9 계정과목 분류
SOC/인프라	국내 SOC/인프라 직접투자	비상장주식	당기손익/기타포괄손익-공정가치금융자산
		대출채권	상각후원가금융자산
	국내/해외 SOC/인프라 간접투자	출자금	당기손익/기타포괄손익-공정가치금융자산
부동산	국내/해외 부동산 간접투자	간접부동산	당기손익/기타포괄손익-공정가치금융자산
		대출채권	상각후원가금융자산
사모펀드	국내/해외 PEF/VC 간접투자	출자금	당기손익/기타포괄손익-공정가치금융자산
기타대체자산	국내 기타대체자산 간접투자	출자금	당기손익/기타포괄손익-공정가치금융자산
헤지펀드	해외 헤지펀드 간접투자	집합투자증권	당기손익/기타포괄손익-공정가치금융자산

# 자산별 분류에 따른 공정가치 평가방법

- 자산운용사는 자체적으로 공정가치 평가를 하거나, 외부전문기관을 활용하여 공정가치를 평가 하며, 자산별 분류에 따른 일반적인 공정가치 평가방법은 다음 표와 같음

구분	평가방법
비상장주식 (보통주, 우선주)	<ul style="list-style-type: none"> <li>• 이익접근법(Income Approach) 중 현금흐름 할인법</li> <li>• 시장접근법(Market Approach) 중 유사기업비교법, 과거 거래 이용법</li> <li>• 자산접근법(Asset Approach) 중 순자산가치법</li> </ul>
메자닌 (CB, BW, EB, 상환전환우선주 등)	<ul style="list-style-type: none"> <li>• 옵션평가모형 (이항모형, 블랙솔즈모형, Goldman-Sachs모형, Tsiveriotis-Fernandes모형 등)</li> </ul>
SOC관련 주식	<ul style="list-style-type: none"> <li>• 이익접근법 중 배당할인모형 또는 현금흐름 할인법</li> </ul>
출자금(PEF, VC) 및 집합투자증권	<ul style="list-style-type: none"> <li>• 순자산가치법(Net Asset Approach)</li> </ul>

# (참고) 주요 연기금 대체투자자산 공정가치 평가 현황

A 연금	<ul style="list-style-type: none"><li>2009년부터 대체투자자산의 공정가치 평가를시행</li></ul>
B 연금	<ul style="list-style-type: none"><li>2009년부터 공정가치 평가를 시행하여 매년 1회 자산평가 및 검증</li><li>위탁운용 자산은 운용사가 평가(자체 또는 외부자문기관활용)하며 기금운용본부는 검증기관을 활용해 검증</li><li>직접운용자산은 평가기관을 활용해 평가 후 검증기관을 활용하여 검증절차 진행</li></ul>
C 연금	<ul style="list-style-type: none"><li>2011년부터 공정가치 평가를 시행하여 매년 1회 자산평가 및 검증</li><li>대체투자는 자산운용사를 통한 간접투자만 존재하며 매년1회 자산운용사가 공정가치를 평가(자체 또는 외부자문기관활용)하고 검증기관을 활용하여 검증</li></ul>
D 공제회	<ul style="list-style-type: none"><li>2013년부터 공정가치 평가를 시행하여 매년 1회 자산평가 및 검증</li><li>직접운용 자산의 경우 평가기관을 활용해 평가하며 자체적으로 검증</li><li>위탁운용 자산은 자산운용사의 평가 결과(자체 또는 외부자문기관활용)를 활용</li></ul>





3

공정가치 평가 이슈

# 1. 신뢰성 있는 평가자료 확보

- 현황: 대체투자는 대부분 공개시장이 없어, 시장가격에 대한 정확한 정보가 없으므로 신뢰성 있는 평가자료 확보에 어려움 존재
- 주요 이슈
  - ✓ 일부 소형 투자자는 공정가치 적용배제  
(자본시장법에서 대체투자자산에 대한 원가법 적용을 허용)
  - ✓ 복잡한 투자구조 또는 투자대상에 대한 비대칭적 정보로 인해 신뢰성 있는 자료 확보 한계
  - ✓ 단기가 아닌 최소 4~5년 경과 후 투자수익률을 객관적으로 확인할 수 있음
  - ✓ 연기금이 공정가치평가를 요구하는 경우에도, 일부 운용사/평가사는 부실한 자료 제출



## 2. 해외 대체투자의 증가

- **현황:** 수익성 확보를 위해 해외 인프라, 부동산, 원자재 등 다양한 해외대체투자로 해외투자비중이 증가추세
- **주요 이슈**
  - ✓ 해외 현지 특수성에 대한 지식과 전문성 부족(최초 투자시 현지 외부자문사에 의존)
  - ✓ 투자 이후 공정가치 평가보고서 입수에 상당한 시일 소요
  - ✓ 해외평가기관의 다양성과 신뢰성 비교에 어려움 존재
  - ✓ 다양한 투자구조와 유형으로 인해, 국내 투자자산 대비 수익률 왜곡가능성이 상대적으로 큼

### 3. 기관별 수익률 공시

#### ■ 현황: 연기금 운용수익률 중 대체투자자산 평가이익도 정량평가 항목에 포함

(참고) 국내 3대 연기금 운용수익률

구분		국민연금		사학연금		공무원연금	
		2018	2019	2018	2019	2018	2019
국내	주식	(16.8%)	12.6%	(18.5%)	12.0%	(17.5%)	10.4%
	채권	4.9%	3.6%	5.7%	4.1%	4.8%	3.7%
해외	주식	(6.2%)	30.6%	(8.7%)	30.4%	(7.8%)	30.4%
	채권	4.2%	11.9%	1.2%	7.2%	(1.1%)	8.6%
대체투자		11.8%	9.6%	8.3%	12.0%	8.1%	8.5%
운용수익률		(0.9%)	11.3%	(2.5%)	11.2%	(1.7%)	8.4%

Source: 국민연금, 사학연금, 공무원연금 홈페이지

#### ■ 주요 내용

- ✓ 대체투자자산의 수익률은, 공개시장이 있는 주식이나 채권에 비해 안정적인 수익률로 보여짐
- ✓ 기관별 외부평가기관을 활용하고 있으나, 통일된 평가기준을 가지고 있지는 않음
- ✓ Risk있는 대체투자의 경우 검증프로세스가 미비할 경우, 운용수익률의 왜곡가능성 존재
- ✓ 주요 연기금외의 기관들도 대체투자 공정가치와 수익률의 적극적 공시 필요

## 4. 평가 프로세스와 평가 결과의 검증

- 현황: 자체 검증 또는 외부 검증이 없는 경우 존재
- 주요 이슈
  - ✓ 평가의 검증 프로세스가 없거나, 특히 해외 투자의 경우 외부에 의존하는 경우가 많음
  - ✓ 자체 검증 프로세스의 경우 전문성면에서 제한적인 부분 존재
  - ✓ 검증이 미비한 경우, 운용사들은 부실한 투자결과를 보고하지 않거나 늦게 보고하려는 유인 발생
  - ✓ 평가 프로세스와 검증 프로세스의 적절한 조화 필요

## 5. 평가 전문가 확보

- **현황: 공정가치평가 전문가의 내부 확보 또는 외부 활용 불충분**
- **주요 이슈**
  - ✓ 다양한 투자대상 증가로 인해 투자자산 평가 전문인력 확보에 어려움 존재
  - ✓ 전문성 있는 외부 평가기관의 충분한 활용 미비
  - ✓ 외부 평가 비용에 대한 부담 >> risk 고려시 투자비용으로 인식전환 필요  
(모 연기금의 제안요청서상 국내외 약 100여개 대체투자자산의  
연간 평가비용 예산이 99백만원으로 제시됨)

4

공정가치 평가 개선안



# 대체투자자산 평가 개선방향

현재 대체투자자산 평가의 문제는 제도나 규정의 문제라기 보다는

- 공정가치 평가 필요성에 대한 경영진/참여자의 인식
- 객관성 있는 자료의 확보
- 평가 전문가의 확보와 참여
- 신뢰성 있는 평가프로세스와 검증

이 필요한 것으로 사료됨

# 대체투자자산 평가 개선방향

구분	개선방향
공정가치 평가 필요성의 인식	<ul style="list-style-type: none"> <li>• Tone at the top (감독기구 및 사회적 요구의 강조)</li> <li>• 공정가치 적극적 공시</li> <li>• 평가 가이드라인 제공</li> </ul>
객관성 있는 평가자료의 확보	<ul style="list-style-type: none"> <li>• 투자 단계에서부터 자료 확보 가능성 검토</li> <li>• 특히 해외투자의 경우 현지 전문가의 참여 강화</li> <li>• 대체투자를 위한 일관성 있는 평가기준</li> </ul>
평가전문가의 확보와 참여	<ul style="list-style-type: none"> <li>• 연기금 내부 및 외부의 관련 업종 평가전문가 확보</li> <li>• 외부 공정가치 평가전문가의 적극적 활용 (비용을 투자로 인식)</li> <li>• 대체투자관련 평가전문가 그룹의 market practice 정립</li> </ul>
신뢰성 있는 평가 프로세스와 검증	<ul style="list-style-type: none"> <li>• 자산별 일관성 있는 평가 프로세스를 마련하고</li> <li>• 내부/외부 전문가를 사용한 검증기능 강화</li> </ul>

# Thank you

(Disclaimer)

본 자료는 발표자 개인의 견해이며 소속된 기관의 공식적인 견해나 의견이 아님을 밝혀둡니다.