

## 코로나19의 주식시장에 대한 영향 평가\*

선임연구위원 김준석

중국에서 발생한 코로나19가 전 세계로 확산되고 국제유가의 급락이 동반되면서 코로나19 사태는 새로운 국면으로 접어들었다. 코로나19가 글로벌 증시의 공통위험요인으로 작용함에 따라 주요국 증시는 매우 동조화된 하락 양상을 보이고 있으며 국내 상장주식의 주가하락도 대외요인에 대한 민감도에 따라 결정되는 모습이다. 통제하기 어려운 글로벌 위험요인에 직면한 한국 주식시장이 당분간 높은 변동성에 노출되는 것은 불가피한 것으로 보인다. 그러나 코로나19의 경제적 충격이 장기화될 것으로 전망되는 만큼 외국인의 패닉 매도에 단기적으로 대응하기보다는 상장기업이 장기적 충격을 견뎌내는 방안을 모색하는 데 집중할 필요가 있다.

지난 1월 20일 첫 확진자가 확인된 이후 국내 코로나19 확진자 수는 3월 14일 기준으로 8,000명을 넘어섰다. 한국과 중국의 확진자 증가세는 다소 둔화되고 있는 것으로 보이나, 미국, 이탈리아, 독일, 프랑스, 스페인 등의 국가에서 확진자가 급증하는 양상이다. 현재까지 110개국에서 약 14만 2천 명이 확진된 것으로 나타나는데, 3월 4일부터 열흘간 한국과 중국 이외의 국가에서 새롭게 추가된 확진자만 4만 6천명에 이른다.

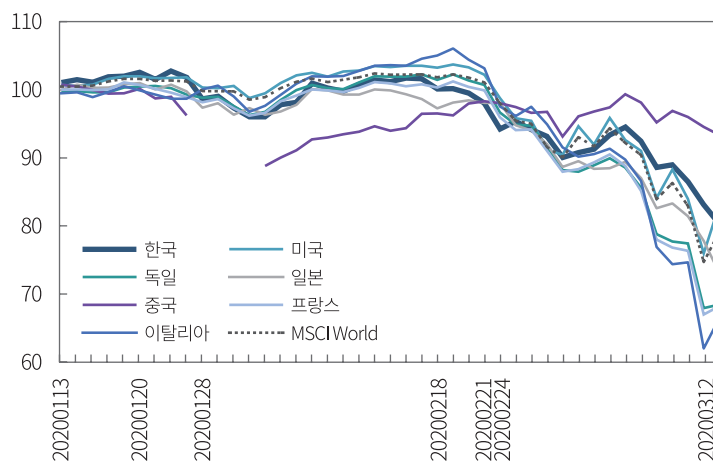
코로나19의 전 세계적 유행이 현실화되면서 세계 경제에 장기적인 충격을 줄 것이라는 우려가 커지고 있다. 코로나19의 확산이 중국에 국한되었다면 일시적 충격으로 그칠 수도 있었겠지만 주요 선진국으로 단계적으로 확산되면서 충격이 증첩적으로 누적되고 있기 때문이다. 특정 국가에서 코로나19가 안정화된다고 하더라도 시차를 두고 나타나는 대외 충격에 의해 회복이 지체될 수밖에 없는 상황으로 전개되고 있어, 이번 코로나19의 경제적 영향은 감염병 확산이 국지적 양상을 띠었던 SARS나 MERS의 경우와는 다른 수준일 것으로 전망되고 있다. 최근 IMF는 올해 세계경제 성장률 전망치를 3.3%에서 2.9% 이하로 조정할 계획을 언급한 바 있으며, OECD는 2.9%에서 2.4%로 하향 조정하면서 코로나19 사태가 장기화될 경우 1.5%까지 떨어질 수 있을 것으로 추정하고 있다.

이러한 우려와 함께 주요국 주식시장의 급락이 이어지고 있다. 코로나19가 중국에서 처음 확인된 1월 11일부터 중국 일부지역을 중심으로 확진자가 급증하던 2월 중순까지 주요국 증시는 소폭 하

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

락 후 반등하여 회복하는 모습을 보였으나, 중국 이외의 국가로 확산되기 시작하면서 급격한 하락이 나타나고 있다(〈그림 1〉). 2월 20일부터 3월 13일까지 17거래일 동안, 미국 -20%, 일본 -26%, 독일 -33%, 프랑스 -33%, 이탈리아 -37%의 수익률을 기록하였다.<sup>1)</sup> 산유국간 감산협상 결렬과 관련하여 발생한 국제유가 폭락과 미국 주식시장의 초장기 상승세로 누적된 과대평가 우려감은 주요국 주가하락을 가속화시킨 요인으로 분석된다. 특히 3월 9일의 유가폭락은 미국 주식시장을 패닉에 빠뜨려 이날 S&P500은 7% 이상 급락하고 1997년 이후 처음으로 서킷브레이커가 발동되었다.

〈그림 1〉 주요국 지수 추이



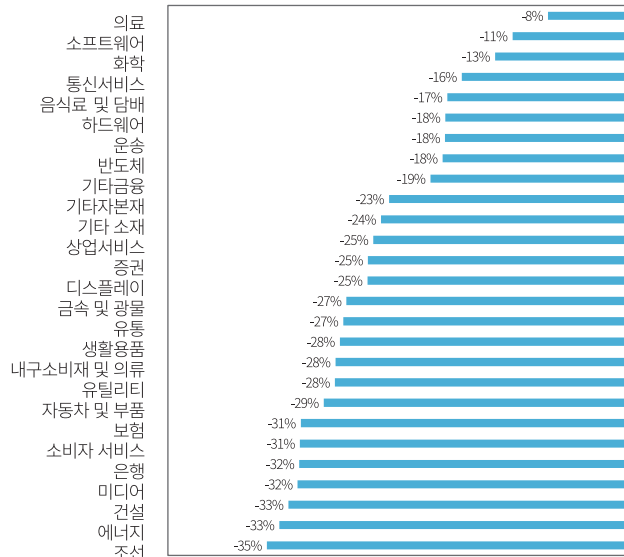
주 : 1) 2020년 1월 10일 지수종가를 100으로 표준화  
 2) 코로나19 관련 주요 타임라인은 다음과 같다. (1월 20일) 국내 첫 확진자 발생 및 위기경보단계 '주의'로 상향, (1월 28일) 위기경보단계 '경계'로 상향, (2월 18일) 31번 환자 확진, (2월 21일) 첫 사망자 발생, (2월 24일) 위기경보단계 '심각'으로 상향, (3월 12일) WHO 팬데믹(세계적 대유행) 선언  
 자료: DataGuide, MSCI

한국 주식시장은 코로나19 발생 이후 약 20% 하락한 상황으로 주요국에 비해 하락폭이 상대적으로 작다. 코로나19 발생 초기 하락폭은 상대적으로 컸으나, 코로나19의 세계적 확산이 가시화되고 국제유가 하락이 시작된 시점 이후의 하락폭은 주요국 중 비교적 작은 수준이다. 국내 상장기업 주가변화를 업종별로 살펴보면, 의료, 소프트웨어, 화학, 통신서비스 등의 하락폭이 상대적으로 작고, 조선, 에너지, 건설, 미디어, 은행·보험, 소비자 서비스 등의 하락폭이 큰 것으로 나타난다(〈그림 2〉). 초기에는 감염병 확산에 따른 이동제한과 중국수요 위축의 영향이 큰 소비자서비스, 생활용품, 유통 부문에 타격이 가장 컸으나, 주요국 증시의 동반 급락이 시작된 이후 글로벌 경기에 민감한 조선, 자동차 및 부품과 거시경제 안정성에 민감한 은행·보험 등 금융부문의 하락폭이 급격히 확대되는 흐름이 확인된다.

1) 일본 Nikkei225, 미국 S&P500, 독일 DAX, 프랑스 CAC40, 이탈리아 FTSE MIB 지수 기준

〈그림 2〉 업종별 수익률

1. 20 ~ 3. 13 기준



주 : FnGuide의 Industry Group 지수를 기준으로 계산  
 자료: DataGuide

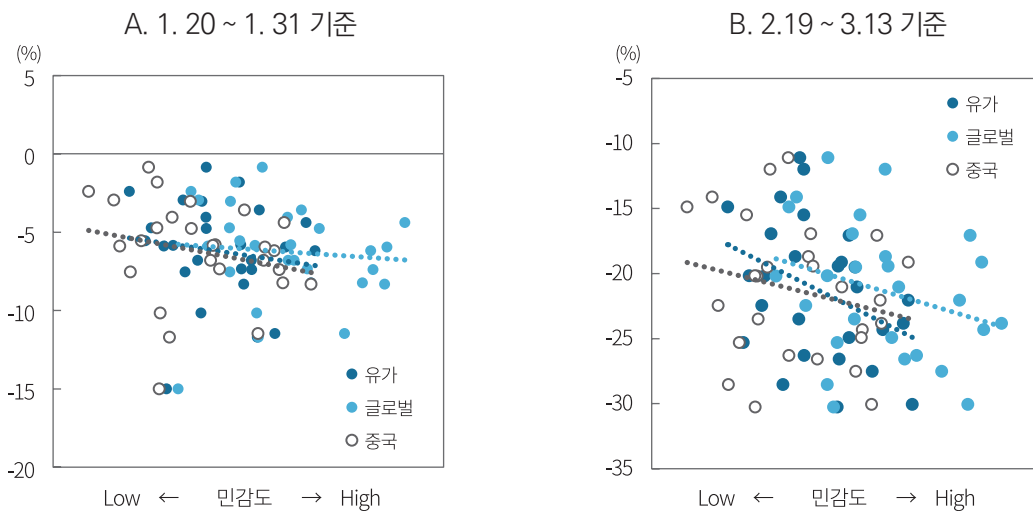
〈그림 1〉에서 확인되는 바와 같이 이번 코로나19 발생 이후 한국을 포함한 주요국 지수의 변화는 상당히 동조화된 흐름을 보여준다. 주요국 주가지수 수익률간 상관계수는 0.6 이상으로, SARS(2002년~2003년) 발생 당시 0.3, 신종플루(H1N1)(2009년)와 MERS(2015년) 발생 당시 0.4 수준에 비해 높다. 코로나19 발생에 따른 중국 경기위축 가능성, 코로나19 확산에 따른 글로벌 경기위축 가능성, 국제 유가의 급락 등의 요인이 주요국 주식시장에 공통 위험요인으로 작용하고 있기 때문으로 판단된다.

이상에서 언급한 세 가지 요인에 대한 국내 상장주식의 민감도<sup>2)</sup>를 업종별로 측정하여 코로나19 발생 이후의 주가변화와의 관계를 살펴보면 이들 요인의 국내증시에 대한 영향력을 추가적으로 확인할 수 있다. 우선 코로나19 발생 직후 주가하락(1월 20일~1월 31일)은 세 가지 요인에 대한 민감도와 뚜렷한 관련성이 확인되지 않는다(〈그림 3〉의 A). 각 요인에 민감한 업종일수록 하락폭이 크고, 이 중 중국요인의 영향이 다소 큰 것으로 나타나나 통계적으로 유의한 수준은 아니다. 주가하락 이후 일제히 반등이 나타났다는 점, 중국시장에서 차별적으로 큰 폭의 하락이 나타났다는 점에서 코로나19의 국지적 확산은 주요국 증시에서 단기적 충격으로 받아들여졌음을 시사한다.

2) 27개 업종별 민감도는 2010년~2019년 각 업종지수의 월간수익률과 중국 상해종합 지수(중국요인), MSCI World 지수(글로벌요인), WTI 유가(유가요인)의 월간수익률의 상관계수를 이용하여 측정한다. MSCI World 지수에는 한국시장과 중국시장이 포함되지 않으므로 중국요인과 글로벌요인은 서로 구분되며 국내요인도 반영되지 않는다.

반면, 코로나19가 세계적으로 확산되고 유가하락이 나타난 시점 이후의 주가하락(2월 19일 ~ 3월 13일)은 세 가지 요인 모두와 관련성이 증가한다(〈그림 3〉의 B). 그 중에서도 유가요인의 영향이 가장 크고 유의한 것으로 확인된다. 유가요인 민감도 하위 1/4에 속하는 업종의 평균 하락률은 약 20%인데 비해 상위 1/4에 속하는 업종의 평균 하락률은 약 25% 수준으로 나타난다.

〈그림 3〉 업종별 요인 민감도와 수익률

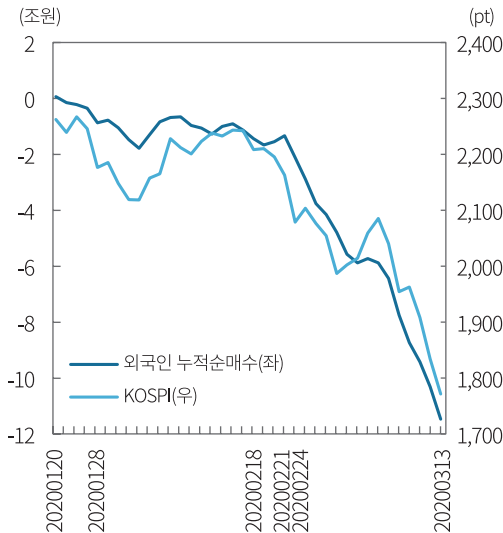


자료: DataGuide, MSCI, 저자계산

한편, 코로나19 발생 이후 국내 주가지수 하락은 외국인 매도에 의해 주도된 것으로 파악된다. 3월 13일까지 외국인은 유가증권시장에서 11조 5천억원을 순매도하였는데 누적순매도 추이는 KOSPI 지수의 움직임과 매우 유사한 패턴을 보여준다(〈그림 4〉). 통상 한국 주가지수와 외국인순매수는 매우 밀접한 상관관계를 보이고, 특히 주가가 하락할 때 상관관계가 더 높은 경향을 보인다. 이번 코로나19 발생 이후 주가하락 과정에서도 이러한 경향은 여전히 뚜렷하게 나타난다. 특히, 주요국 주식시장의 하락이 본격화된 시기의 외국인 순매도는 중국요인, 글로벌요인, 유가요인에 대한 민감도가 높은 업종에 집중된 것으로 확인된다(〈그림 5〉). 그 중에서도 유가요인이 외국인 순매도에 가장 큰 설명력을 갖는다. 업종 시가총액대비 누적순매도는 유가요인 민감도 하위 1/4 업종에 대해 0.18% 수준인 반면 상위 1/4 업종에 대해서는 0.57%로 세 배 이상이다.

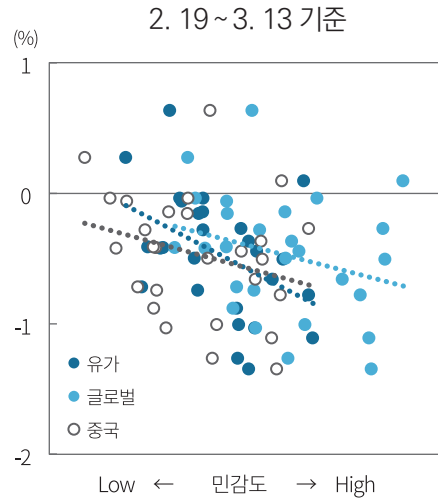
이상에서 살펴본 결과를 종합하면, 코로나19 발생 이후 국내 주식시장의 수익률 변화와 업종별 수익률 패턴은 주요국 증시의 동반 하락을 유발한 세 가지 요인으로 설명이 가능하며 외국인투자자의 순매도 패턴과 일치한다는 사실을 확인할 수 있다.

〈그림 4〉 외국인 누적순매수



자료: DataGuide

〈그림 5〉 업종별 요인 민감도와 외국인 누적순매수



주 : 외국인 누적순매수는 업종별(일간 외국인 순매수 대금/시가총액)을 분석기간 동안 누적하여 계산  
 자료: DataGuide, MSCI, 저자계산

중국에서 발생한 코로나19가 전 세계로 확산되고 국제유가의 급락이 동반되면서 코로나19 사태는 새로운 국면으로 접어든 것으로 판단된다. 국제유가의 경우 산유국간 협상을 통해 진정시킬 수 있는 여지가 있다 하더라도 미국과 유럽 주요국으로 확산된 코로나19가 조기에 효과적으로 통제되지 않을 경우 세계경제에 미치는 타격은 적지 않을 것으로 전망된다. 특히, 중국에 이어 미국이 코로나19의 영향권에 접어든 것은 한국경제에 가장 부정적인 시나리오에 해당한다. 코로나19에 대한 치료제나 백신이 개발된다면 코로나19 사태가 안정화되는 중요한 전환점이 만들어질 수 있겠으나 여기에도 적지 않은 시간이 소요될 것으로 보인다.

현재 국내 상장기업의 주가-장부가 비율은 0.7을 하회하고 상장기업 수익성은 주요국 중 가장 낮다. 코로나19 발생 이후 한국증시의 하락폭이 상대적으로 작았던 것은 충격이 작아서가 아니라 주가가 이미 충분히 낮은 수준이었기 때문일 수 있다. 통제하기 어려운 글로벌 위험요인에 직면한 한국 주식시장이 당분간 높은 변동성에 노출되는 것은 불가피하다. 그러나 코로나19의 경제적 충격이 장기화될 것으로 전망되는 만큼, 패닉에 빠진 외국인의 매도로 인한 주가의 단기적 급락에 대응하는 것보다 수익성과 성장성이 취약한 국내 상장기업이 장기적 충격을 견뎌내는 방안을 모색하는 것이 가장 시급한 과제다.

## 회계감사發 시장조치의 현황 및 시사점\*

연구위원 이상호

엄격한 회계감사로 감사의견 비적정 기업이 늘고 있다. 관리종목 지정, 상장적격성 실질심사 등 시장퇴출과 관련된 조치가 뒤따르면서 결산기 '회계감사 대란'에 대한 우려가 크다. 이에 2019년도 관리종목 기업들을 분석한 결과, 감사인이 비적정 의견을 발행한 주원인은 중요 거래에 대한 회사의 근거자료 미비, 내부통제제도의 취약성이었다. 빈번한 시장조치를 완화하기 위해서는 재무제표의 작성과정에서부터 정보의 완결성을 높일 필요가 있다. 지배기구의 자구책 마련과 함께 정책당국의 세심한 지원이 요구된다.

2018년 11월, 개정 외부감사법 시행 이후 회계감사 환경은 새로운 전기를 맞고 있다. 표준감사시간제, 주기적 감사인 지정제 도입으로 그 어느 때보다 감사인의 독립성이 강화되었다. 2013년 대우건설과 모뉴엘, 2015년 대우조선해양 등 대형 회계부정 사태가 잇따르자 정책당국이 회계신뢰도 회복을 위해 극약 처방을 내린 결과다. 불과 2~3년 전만 해도 감사보수 '덤핑'이 논란이었으나, 이제는 감사보수 '폭등'을 우려할 만큼 상황이 변했다.<sup>1)</sup> 부실감사에 대한 제재 역시 대폭 강화됐다.

감사품질 제고를 위해 정책당국과 감사인이 각고의 노력을 기울이는 가운데 관리종목 지정, 거래정지, 상장적격성 실질심사 등 시장조치 증가에 대한 우려의 목소리도 크다.<sup>2)</sup> 엄격한 회계감사로 비적정(한정·부적정·의견거절) 의견이 증가하면 기업들이 시장퇴출 위험에 과도하게 노출될 수 있다는 지적이다. 회계투명성 제고의 최대수혜자인 투자자들조차 결산기 투자가 두렵다는 의견을 보인다. 감사의견은 예측이 어렵기 때문이다. 본고에서는 최근의 감사환경 변화가 건설한 기업마저 시장퇴출 위험에 내몰고 있는지 실상을 점검해보고 제도 보완의 필요성에 대해 논의하고자 한다.

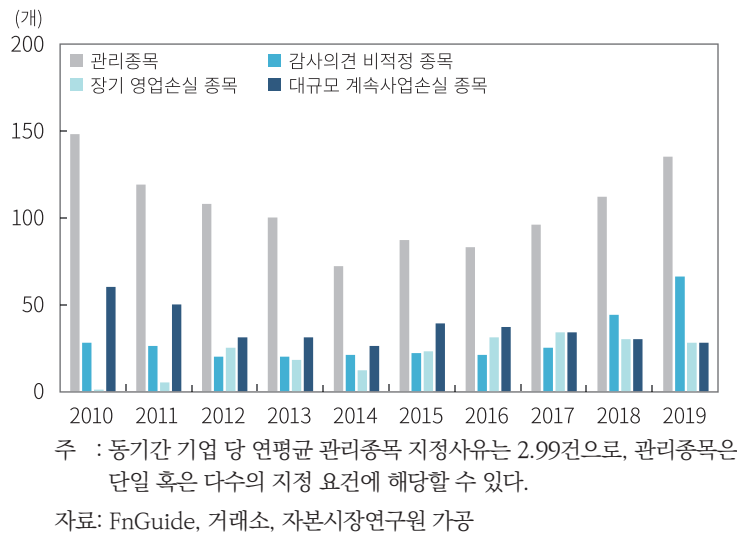
\* 본고의 견해와 주장은 필자 개인의 것이며, 자본시장연구원의 공식적인 견해가 아님을 밝힙니다.

1) 한국경제, 2019. 6. 3, 감사비용 폭등...기업 '新외감법 공포'.  
매일경제, 2020. 2. 18, 상장사들 "감사보수 과도"...단체행동 예고.  
2) 한국경제, 2019. 1. 13, 회계감사 대란이 온다.  
조세일보, 2019. 8. 21, 강화된 회계감사 여파 관리종목 속출...무더기 '상폐' 나오나.  
머니투데이, 2020. 2. 19, 3월 '회계 대란' 오나...'비적정의견' 작년 43개와 비슷.

**감사의견 비적정 사유 관리종목 증가 추세**

최근 10년 간 관리종목 분포를 살펴보면(〈그림 1〉), 2016년을 기점으로 관리종목의 완만한 증가 추세를 확인할 수 있다. 기업 실적 악화와 관련된 장기 영업손실 사유나 대규모 계속사업손실 사유는 소폭 감소한 반면, 감사의견 비적정 사유는 큰 폭의 증가 추세를 보인다. 2010년부터 2018년까지 관리종목 중 감사의견 비적정 사유에 해당하는 비율은 연평균 25%인데, 개정 외부감사법 시행 이후인 2019년도에는 해당 비율이 49%이다. 전년도 사업보고서에 대한 감사의견이 발행되는 3월, 당해 연도 반기보고서에 대한 검토의견이 발행되는 8월 즈음에 지정 사례가 급증했다. 사업보고서에 대한 비적정 의견을 받은 기업은 다음 해 적정 의견을 받지 못할 경우 시장에서 퇴출된다.

**〈그림 1〉 연도별 관리종목 분포**



**비적정 감사의견 발행의 주요인은 회사의 근거자료 미비**

2019년도의 경우 관리종목의 절반에 가까운 기업들이 비적정 감사의견을 받은 만큼, 최근 회계감사 시장 퇴출 위험 증가에 대한 우려는 수치로 확인된다. 단, 해당 수치만으로는 과도한 감사절차가 빈번한 시장조치를 유발했다는 인과관계를 도출하기 어렵다. 감사인이 왜 비적정 의견을 표명하였는지, 감사인이 표명한 의견이 과연 합리적이었는지를 살펴야 올바른 결론을 내릴 수 있다.

2019년 중 감사의견 비적정 사유로 관리종목 명단에 오른 66건에 대하여 감사보고서를 전수 살펴본 결과(〈표 1〉), 대부분이 감사대상 회사의 근거자료 미비로 회계처리의 적정성을 입증하지 못한 경우였다. 일례로 모 상장사의 경우 총자산의 74%를 파생금융자산 평가금액으로 계상하고, 해당 금액의 회수가능성에 대한 근거를 충실히 제시하지 못했다. 동 기업의 유동부채는 유동자산의 19.83배이고, 자기자본 대비 부채는 3.23배인 상황이다. 이에 감사인은 아래와 같은 설명과 함께 해당 금융자산에 대한 감사범위 제한으로 한정 의견을 제시했다.



“회사의 특수관계기업인 〇〇〇가 발행하고 회사가 인수한 전환사채 및 신주인수권부사채의 회수가능성 판단을 위한 충분하고 적격한 감사증거를 제시 받지 못하였습니다. 따라서 우리는 회사가 계상한 금액에 대하여 수정이 필요한지 여부를 결정할 수 없었습니다. (이후 중략)”

항목별로 살펴보면, 금융상품(IFRS 9), 수익인식(IFRS 15), 리스(IFRS 16) 등 신(新)회계기준 관련 지적 사항이 11% 비중이었으나, 기준 해석에 대한 의견 갈등보다는 회사가 재무제표 표시 금액의 적정성을 입증하지 못한 사례들이 많았다. 추정이 개입되는 각종 평가 계정들도 포함되었으나, 회계 상 판단의 문제보다는 감사인이 검토절차를 충실히 수행할만한 합리적 추정 근거를 사측으로부터 제시받지 못한 사안이 대부분이었다.

계속기업 존속능력에 대해 의문을 제기한 비율이 44%에 달했는데 여타 근거자료 미비와 관련한 중복사유를 제외하면, 기업 존폐의 불확실성만으로 비적정 의견을 표명한 경우는 5건이었다. 이마저도 자본잠식이나 대규모 손실과 함께 회사의 파산신청, 회생절차 개시, 상당수준의 채무불이행 등 구체적인 신용사건이 발생한 경우였다.

특수관계자 및 종속기업과의 거래 관련 지적사항이 32%인 점도 눈에 띈다. 일례로 자기자본 규모가 100억 원대인 모 회사는 수십억 원 규모의 회사 자금을 특수관계자에게 단기대여하고 동 회계기간에 전액 대손 처리했다. 독립적인 제3자와의 공정한 거래에서는 이루어지기 어려운 거래로 보인다. 그럼에도 해당 회계처리의 적절성을 확인할만한 증빙이 제시되지 않았다. 또한 거래의 발생부터 재무제표 인식까지 적합한 내부통제절차가 지켜지지 않았다는 점도 중요 지적사항이었다.

〈표 1〉 2019년도 감사(검토)의견 비적정 관리종목의 주요 한정·의견거절 항목

항목	계속기업 존속능력	특수관계자 거래내역	투자자산 회수가능액	내부회계 관리제도	유형자산 평가	신(新)회계기준	종속기업 투자지분 평가	재고자산 평가	매출채권 회수가능액	충당부채 우발부채 평가
건수	29	15	8	8	7	7	7	4	4	4

자료: 금융감독원 전자공시시스템, 자본시장연구원 가공

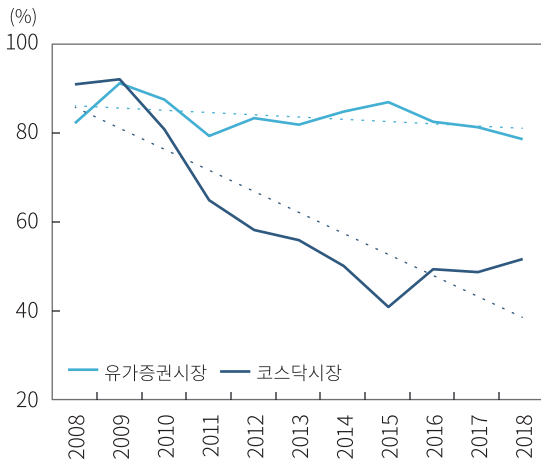
**관리종목 지정 사유 중 장기 영업손실 요건은 보완 검토 필요**

감사의견이 비적정에 이르게 된 세부적인 원인들을 살펴보면, 재무제표의 작성과정에서부터 정보의 완결성을 위한 지배기구의 자구책 마련이 필요해 보인다. 나아가 특수관계자 및 종속기업과의 거래 관련 지적이 많은 점은 관리종목 지정 사유 중 코스닥시장에만 적용되는 4년 연속 영업손실 규정과 연계하여 살펴볼 필요가 있다. 5년 연속 영업손실은 상장폐지 사유이며, 이 때 영업손실은 연결재무제표 기준이 아닌 별도재무제표 기준으로 판단한다. 연결실체가 영업 ‘손실’을 보더라도 종속기업에 밀어내기 매출만으로 별도재무제표 기준 영업 ‘이익’을 달성할 수 있다. 이는 현행 관리종목 지정 사유에 해당하지 않는다.

실제 4년 연속 연결영업손실을 보고한 코스닥시장 상장 기업 중, 별도기준으로도 연속 손실을 보고한 비율은 꾸준히 감소하고 있다(〈그림 2〉). 해당기준이 코스닥시장에 적용된 2008년 첫 해 91%를 기점으로, 2018년에는 52%까지 내려왔다. 계열·종속회사를 이용한 관리종목 지정 회피가 의심되는 대목이다. 4년 연속 별도영업손실을 보고하여 관리종목에 지정된 코스닥시장 상장 기업을 보면, 연결기준으로도 4년 연속 영업손실을 보고한 비율이 86%이다(〈그림 3〉). 해당 규정을 적용받지 않는 유가증권시장 기업이 연결영업손실과 별도영업손실 간 체계적 차이를 보이지 않는 것과는 대비된다.

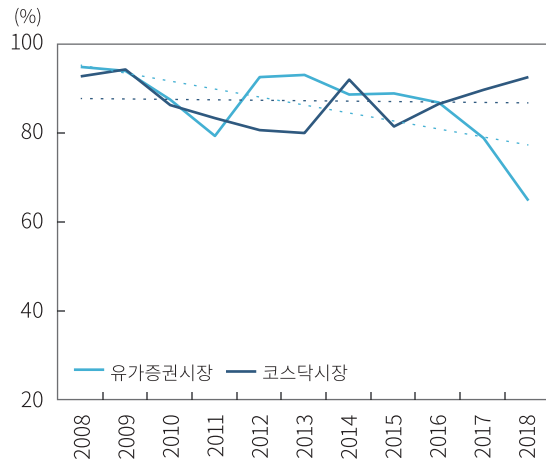
손익의 귀속시기만을 조정하는 것이 아니라 실제 경제활동을 이용한 이익조정은 기업의 장기성과에 미치는 악영향이 크다.<sup>3)</sup> 부실기업들이 규정 중심 규제의 허점을 파고들어 시장의 조기경보 제도를 무력화한다면, 이는 감사인들이 더 꼼꼼하게 들여다봐야할 부분이다. 아울러 연결기준으로 3개년 연속 영업손실 기업에 대한 감사인 지정 요건이 신설된바, 관리감독의 통일성을 위해서도 거래소는 장기 영업손실 규정을 별도기준에서 연결기준으로 변경하는 안을 검토할 필요가 있다.

〈그림 2〉 4년 연속 연결영업손실 기업의 별도영업손실 비율



자료: FnGuide, 자본시장연구원 가공

〈그림 3〉 4년 연속 별도영업손실 기업의 연결영업손실 비율



**감사의견 사전 유출에 대한 관리감독 강화 필요**

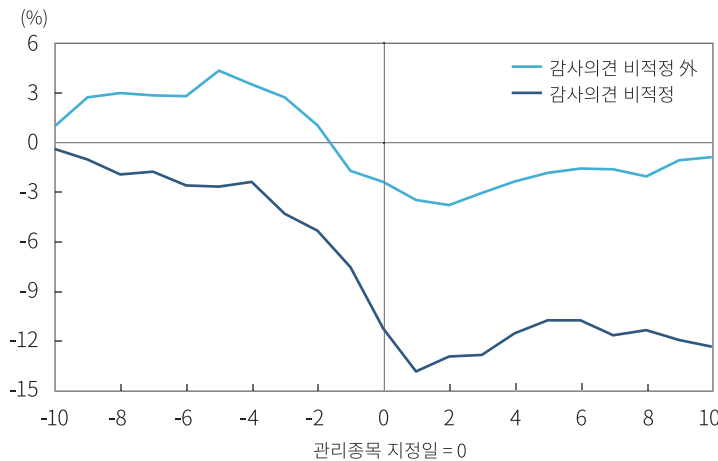
2019년 관리종목 지정 전후 각 10일, 총 21거래일 간 주가수익률을 분석해보면(〈그림 4〉), 감사의견 미달 사유일 경우 11.5% 누적 손실을 보인다. 감사의견 미달 외 사유일 경우 2.54%의 누적 손실을 보인 것과 대조적이다.<sup>4)</sup> 재무비율·주가 수준 등 다른 관리종목 지정 요건과 달리 감사의견은 사전에 예측이 어려워 시장충격이 큰 것으로 판단된다.

3) 전홍민· 차승민, 2012, 실물적 이익조정이 자기자본비용에 미치는 영향 -한국기업을 중심으로-, 세무와 회계저널, 13(1): 99-130.  
 4) 누적 손실은 시장·기업규모·성장성 요인을 고려한 3요인 초과수익률을 기준으로 산출하였다. 표준화 t-통계량은 각각 -4.64, -1.11로, 11.5% 누적 손실은 1% 수준에서 유의한 반면, 2.54% 누적 손실은 10% 수준에서 유의하지 않다.

중요하게 살펴봐야할 것은 감사의견 비적정 기업의 경우 해당사실이 공시되어 관리종목에 지정되는 날보다 4거래일 전부터 급격한 주가하락을 보인다는 점이다. 감독당국은 감사의견 비적정 기업을 중심으로 감사정보 사전유출에 따른 이상거래 징후가 없는지 면밀히 살필 필요가 있다.

감사의견 비적정으로 인한 관리종목 지정 시 투자자들의 대응방안이 마땅치 않다는 점은 안타깝다. 평균적으로 관리종목 지정 +1거래일이 단기 저점이었으며, +5거래일까지 제한적으로나마 반등하는 모양새다. 다만, 평균의 함정을 조심할 필요는 있다. 2019년 중 회사의 자발적인 재감사로 감사의견을 정정한 경우가 8건 있었다. 또한 2019년부터 감사의견 비적정 기업의 즉시 상장폐지가 유예됨에 따라 관리종목 지정기간 동안 평균수익률은 예년보다 높은 수준이다. 관리종목의 과반수가 시장대비 초과수익률을 기록한 점도 성급한 매매보다는 감사보고서 내용을 꼼꼼히 살펴보고 신중한 대응이 필요함을 시사한다.

〈그림 4〉 관리종목 지정 전후 누적초과수익률(3요인)



자료: FnGuide, 자본시장연구원 가공

**결론 및 시사점**

최근 회계투명성 향상을 목표로 외부감사 제도에 상당한 변혁이 있었다. 표준감사시간제, 주기적 감사인 지정제, 감사인 직권지정사유 확대, 감사인 등록제, 내부회계관리제도 감사 의무화, 내부감사 기구 강화 등 상당수의 개선안들이 동시다발적으로 시행되면서 관련 업계 모두 피로감에 쌓여있다. 시행시기가 겹쳐 각 제도별 효과와 부작용을 정교하게 평가하기 어려운 점도 아쉬운 부분이다. 그만큼 회계정보의 신뢰성 제고가 시급한 상황임을 이해해야 할 것이다.

엄격한 감사로 감사의견 비적정 기업이 늘면서 관리종목 지정, 상장적격성 실질심사 등 시장퇴출과 직결되는 조치들이 증가한 것은 사실이다. 그러나 비적정 의견 사유를 검토해보면 재무제표의 완결성을 높이기 위한 지배기구의 자구책 마련이 시급해 보인다. 역량이 부족한 기업에 대해서는 정책당국의 실효적인 지원방안도 고민해볼 시점이다.

관리종목 지정사유 중 부실기업의 회피가능성이 의심되는 별도영업손실 요건은 개선 검토가 필요하다. 감사 중인 정보를 이용한 불공정거래가 없는지 감독당국의 감시 강화도 요구된다.

자본시장의 혁신방안은 멀리 있지 않다. 투자자가 신뢰할 수 있는 시장을 만들면 투자자금은 성장 가능성이 높은 혁신기업에 원활하게 공급될 것이다. 독립적인 회계감사는 내부경영진과 외부투자자 간 정보비대칭을 해소하는데 필연적인 수단이다.

## 영국의 연금 비용 공개 개혁 시행과 시사점

- 영국 금융감독청은 DC형 직장연금의 거래비용 정보 제공 대상을 연금 가입자에게까지 확대하는 것을 주요 내용으로 하는 법 개정을 완료
- 거래비용 정보가 일반 가입자들에게까지 공개될 수 있었던 것은 근로자와 수탁자간 이해상충을 해소하고 연금 가입자의 이익을 대변하는 IGCs와 같은 내부통제기구가 영국 DC형 직장연금에 마련되어 있었기 때문. 운용지시를 내리지 않은 연금에 대해 디폴트펀드를 제공하는 것 역시 연금 가입자의 입장에서 수탁자의 선관주의의무 수행을 감시하는 역할을 담당하는 내부통제기구가 큰 역할을 담당
- 우리나라는 현재 기금형 퇴직연금제도 및 디폴트옵션 도입 논의가 진행중에 있으며, 이 과정에서 연금 가입자의 이해를 반영하고 연금 가입자를 보호할 수 있는 내부통제기구에 대한 고려가 필요

- 영국 금융감독청(Financial Conduct Authority: FCA)은 확정기여(Defined Contribution: DC)형 직장연금(workplace pension)의 거래·관리 비용 정보(cost and charge information, 이하 거래비용<sup>1)</sup> 정보)의 투명한 공개를 위한 법 개정을 완료
  - 영국 공정거래청(Office of Fair Trading: OFT, 한국 공정거래위원회에 해당)의 2013년 조사는 DC형 직장연금 가입자들은 직장연금과 관련된 결정의 대부분을 고용주에게 의존하고 있으며, 직장연금의 구조가 매우 복잡한 관계로 시장의 경쟁만으로는 DC형 직장연금 가입자들의 수익률이 개선될 수 없다고 보았으며, DC형 직장연금의 가치증진을 위해 정보 생산의 질적 향상이 필요하다고 지적
  - 이후 2014년 연금법(Pension Act 2014)은 FCA와 노동연금부(Department for Work and Pensions: DWP)에게 DC형 직장연금 운용에서 발생하는 거래비용 정보의 개시 및 공개에 대한 규칙을 제정하도록 하였으며, 2017년에 이루어진 법 개정을 통해 직장연금 운용회사(asset manager)가 직장연금의 사업자(operator), 수탁자, 관리자에게 거래비용 정보를 보고하도록 함
    - 2017년 이전까지 직장연금 운용회사가 외부에 거래비용 정보를 공개할 의무는 없었음
- 이번 DC형 직장연금 거래비용 정보 공시에 관한 개정은 1) DC형 직장연금의 거래비용 정보 공개를 연금 가입자에게까지 확대하는 것과 2) 거래비용 계산에 관한 업무행위규정집(Conduct of Business Sourcebook: COBS) 개정으로 구성

1) 영국의 DC형 직장연금 거래비용은 크게 외부비용(explicit costs)과 내부비용(implicit costs)으로 구분하여 공시함. 외부비용은 쉽게 인식할 수 있고 정량화가 가능한 비용으로, 직장연금이 투자하는 각각의 투자상품에서 발생하는 중개수수료, 결제수수료, 거래수수료 및 각종 세금, 부담금 등이 이에 속함. 내부비용은 직접 관측할 수 없는 비용으로, 동일 자산의 매수가격과 매도가격과의 차이인 bid-ask 스프레드, 거래 시 거래자에게 유리하지 않은 방향으로 발생하는 시장의 움직임 비용을 비용으로 인식하는 시장충격비용(market impact), 주문이 완료되기 전에 자산가격이 움직이기 때문에 발생하는 거래 미체결 기회비용(miss trade opportunity costs), 거래가 지체되는 가운데 자산가격이 움직이기 때문에 발생하는 거래지체로 인한 비용(delay costs)이 있음

- (DC형 직장연금의 거래비용 정보 개시 및 공개 대상 확대) 연금 관리자는 연금자산 운용회사로부터 연금의 거래비용 정보를 제공받으면 거래비용 정보 및 총비용과 개별 연금계좌에서 발생하는 비용의 복합적인 효과에 대한 일러스트레이션을 가입자들에게 지속적으로 제공해야 함
  - 일러스트레이션은 제공하는 모든 펀드/옵션의 조합을 대상으로 하는 것이 아니라 대표적인 (representative) 펀드/옵션의 조합에 한함
  - 연금자산(pot)의 크기, 기여금, 실질투자수익, 총비용, 시점(time) 등을 요소로 하여 일러스트레이션을 제작할 수 있으며, 직장연금 가입들의 필요성과 선호도를 고려하여 해당 그룹에 적합하다고 생각하는 다양한 접근방식을 자유롭게 사용할 수 있음
- (COBS 개정) 희석방지혜택(anti-dilution benefit)<sup>2)</sup>에 관해 보고하고, 음(-)의 거래비용 (negative transaction costs)이 발생하는 경우 희석방지혜택을 거래비용 계산에서 제외하도록 하였으며, 장외채권거래의 거래비용 계산 시 당일의 시장가격을 알 수 없는 경우 시장가격을 대신하여 가장 최근의 이용 가능한 시장중간가격(market mid-price)을 사용하도록 함
  - FCA는 음(-)의 거래비용이 보고되는 경우 직장연금 가입자에게 혼란을 줄 수 있다고 보고 원칙적으로 음(-)의 거래비용 보고를 금지하고 있으며, 이에 따라 거래비용 계산에서 차감항목인 희석방지혜택 사용을 제한하는 규정을 둔 것<sup>3)</sup>
  - 장외채권거래 참가자들은 거래비용 계산<sup>4)</sup> 시 시장가격이 필요한데 장외채권거래의 특성상 정확한 시장가격을 파악하기 어려우므로 시장가격으로 사용할 수 있는 가격이 무엇인지 명확히 해 줄 것을 규제당국에게 요구하고 있었음

**DC형 직장연금의 거래비용 정보의 개시 및 공개에 대한 개정**

DC형 직장연금 거래비용 정보 개시 및 공개	
개시	<ul style="list-style-type: none"> <li>• 직장연금 가입자들이 선택할 수 있는 기본 계약 및 옵션에 대해 가입자들에게 부과되는 거래·관리 비용 정보를 Chair's report에 개시</li> <li>• 총비용 및 비용의 복합적인 효과에 대한 일러스트레이션 포함</li> <li>• 해당 내용들을 가입자들이 무료로, 공개적으로 이용할 수 있는 웹사이트에 개시</li> <li>• 적어도 매년, 각 연금의 governance year가 끝난 후 7개월 이내에 개시</li> </ul>
공개	<ul style="list-style-type: none"> <li>• 직장연금 가입자들에게 가장 최근의 비용 및 집행 가능한 비용에 대한 간략한 설명, 이용 가능한 정보에 대한 접근방법 등을 포함하는 통신을 매년 제공</li> <li>• 해당 정보는 요청에 따라 직장연금 가입자들의 배우자 등 그 혜택을 받을 자격이 있거나 잠재적으로 자격이 있는 사람들에게 제공</li> </ul>

자료: FCA, 2020, Publishing and disclosing costs and charges to workplace pension scheme members and amendments to COBS 19.8

2) 펀드를 신규로 매입하거나 매도하는 경우 이에 따른 거래비용이 발생하게 됨. 펀드는 투자자들간에 거래비용이 공평하게 분배되는 것을 목표로 하나 신규 매입이나 매도로 인해 발생한 거래비용은 거래를 일으킨 자(신규 매입자, 매도자)에게만 귀속되어야 함. 이러한 원칙에 따라 신규 거래로부터 발생한 거래비용을 '희석부과금(dilution levy)'으로 구분하여 신규 거래자들에게 배분함. 예를 들어 10,000원의 새로운 투자로 인해 펀드의 거래비용의 20원만큼 발생한다면 20원은 희석부과금으로 신규 투자자들에게 명시적으로 전달됨. 거래비용 계산에서 해당 비용은 거래비용 차감항목이 되기 때문에 희석방지혜택이라 칭하는 것으로 여겨짐

3) 거래비용은 외부비용, 내부비용, 기타 간접비용의 합에서 희석방지혜택을 차감하는 방식으로 계산되는데 일반적인 거래의 경우 거래비용 차감항목인 희석방지혜택 금액이 미미하나 대규모 거래가 발생한 경우 희석방지혜택이 커서 비용의 전체 합이 음(-)이 되는 경우가 발생

4) 거래비용 계산은 EU 규정인 PRIIPs(Packaged Retail and Insurance-based Investment Products)가 제시하는 'slippage cost methodology'를 사용하는데, 이는 주문자가 주문한 시점의 가격(arrival cost)과 주문이 실제 실행된 시점의 가격(execution cost), 즉 거래가 이루어지기 바로 직전의 시장가격과의 차이를 산출하고, 거래자 입장에서 주문한 가격보다 높은 비용으로 거래가 체결된 경우 그 차이를 비용으로 인식하는 것임

비용의 복합적인 효과에 대한 일러스트레이션 예시

현재가치로 표기된 예상 연금자산 (Projected pension pot in today's money)								
펀드 선택								
연도	디폴트계약		펀드A		펀드 B		펀드C	
	비용 합산 전	비용 합산 후	비용 합산 전	비용 합산 후	비용 합산 전	비용 합산 후	비용 합산 전	비용 합산 후
1								
3								
5								
.								
.								
.								
30								
35								
40								

자료: FCA(2020)

note

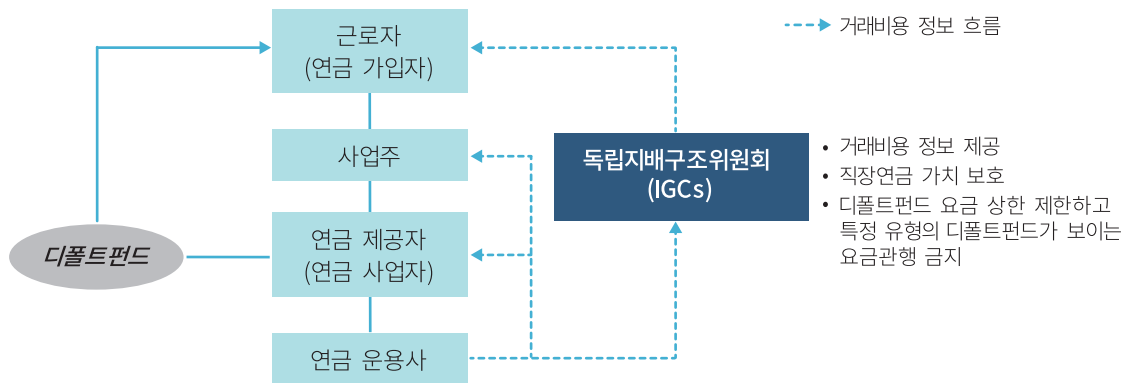
1. 예상 연금자산은 현재가치로 표기
2. 연금자산의 크기는 10,000파운드로 가정
3. 인플레이션은 매년 2.5%로 가정
4. 기여금은 22~68세까지, 매년 2.5% 또는 4%로 상승할 것으로 추정
5. 표시된 값은 추정치임
6. 각 펀드의 예상 성장률은 아래와 같음  
 디폴트계약: 인플레이션의 2.5% 초과  
 펀드 A: 인플레이션의 2% 초과  
 펀드 B: 인플레이션의 1% 초과  
 펀드 C: 인플레이션의 1% 이하

□ 거래비용 정보의 전달 대상이 점진적으로 확대되어 마침내 일반 가입자들에게까지 모두 공개될 수 있었던 것은 근로자와 수탁자간 이해상충을 해소하고 연금 가입자의 이익을 대변하는 독립지배구조 위원회(Independent Governance Committees: IGCs)와 같은 장치가 영국 DC형 직장연금에 마련되어 있었기 때문

- DC형 제도는 기업에 비해 투자지식이 상대적으로 부족한 개인이 투자하고, 운용성과에 따라 연금급여가 변동하며, 위험자산에 과도하게 투자하여 원금손실이 발생한 경우 근로자의 노후소득이 불안해진다는 문제점이 영국 의회에서 제기됨. 이에 따라 2015년 FCA는 연금 선택 능력 및 정보 부족 등으로 인해 약화된 퇴직연금 가입자들의 협상력을 강화하기 위해 DC형 직장연금을 대상으로 5인 이상, 사업자로부터 독립적인 멤버들로 구성된 IGCs를 둘 것을 권고함
  - IGCs는 오직 직장연금 가입자의 이익을 위해 행동한다는 원칙하에 직장연금의 금전적 가치를 평가하고 직장연금의 금전적 가치에 손상이 발생한 경우 연금을 제공하는 사업자의 이사회에 우려를 제기하며, 필요한 경우 FCA에 보고해야 함. IGCs는 업무수행 사항을 매년 보고할 의무가 있음
  - 연금을 제공하는 사업주는 공개적이고 투명한 과정을 통해 독립적인 IGCs 구성원을 모집하고, IGCs가 충분한 집단적 전문지식과 경험을 갖도록 보장하며, 직장연금 가입자들의 의견이 IGCs에 직접 반영될 수 있도록 보장해야 함. 또한 IGCs에 필요한 정보와 자원을 제공하고 IGCs가 제기한 우려를 해소하기 위한 합리적인 조치를 마련할 의무가 있음

- 운용지시를 내리지 않은 DC형 직장연금에 대해 디폴트펀드를 제공하는 것 역시 연금 가입자의 입장에서 수탁자의 선관주의의무 수행을 감시할 수 있는 내부통제기구(IGCs)의 존재가 큰 역할을 담당
  - 영국 DC형 직장연금은 연금 가입자의 운용지시가 없는 경우 연금 가입자의 사업주가 연금 사업자가 제공하는 디폴트펀드로 지정된 상품에 투자하도록 운용지시함. 대부분의 연금 가입자들은 자신들의 연금자산 투자처를 적극적으로 선택하기보다는 디폴트펀드를 유지하는 경우가 다수이며 이 경우 trustee board와 같이 연금 가입자의 입장을 대변하고 수탁자 감독을 수행할 기구가 필요한데 영국 DC형 직장연금에서는 IGCs가 그 역할을 담당

영국 DC형 직장연금 구조



- 한편 이번 개정이 진행되는 동안 거래비용 정보 제공자들은 개정법을 현실에 적용함에 있어 거래비용 산출방식 및 새로운 규제 도입에 필요한 비용 문제, 정보 과부하 문제 등을 꾸준히 제기
  - 거래비용 산출방식인 slippage cost methodology에 문제가 있어 동일 주식거래 시 매매 시점에 따라 저비용·고성과가 아니라 저비용·저성과 또는 고비용·고성과의 결과가 다수 도출되므로 계산법을 수정할 필요가 있다는 의견<sup>5)</sup>
  - 새로운 규정에 맞춰 정보를 공개할 때 시스템 set up 비용과 같이 정보제공자가 신규로 부담해야 하는 비용에 대해 FCA가 해당 비용을 과소평가했다는 지적<sup>6)</sup>
  - 영국 보험업자협회(Association of British Insurers)는 거래·관리 비용의 투명성을 개선하기 위한 이번 개정을 지원하지만 고객에게 정보가 과부하 될 위험으로 인해 법 개정의 목표를 달성할 수 없을 것이라고 발표<sup>7)</sup>

5) 예를 들어 3월 1일 100의 가격으로 주식을 주문하고 102의 가격으로 거래가 완료되었다면 두 가격의 차 2를 비용으로 인식함. 이후 3월 9일 해당 주식의 가격이 상승하여 105가격으로 주문하고 104의 가격으로 거래가 완료되었다면 비용은 -1이 됨. 동일 주식을 102로 매수한 것이 104로 매수한 것보다 성과가 좋은 것이지만 slippage cost methodology를 적용한 거래비용은 3월 1일 거래보다 3월 9일 거래가 더 우월한 것으로 나타남

6) FTAdvice, 2019. 7. 1, Provider slams FCA analysis of fee disclosure.

7) <https://www.abi.org.uk/news/news-articles/2020/02/abi-responds-to-fca-announcement-on-disclosing-cost-and-charges-to-the-workplace-pension-scheme>

- 우리나라에서는 계약형 퇴직연금에서 발생하는 문제점들을 해소하고 근로자의 선택권을 확대하기 위한 방안으로 새로운 형태의 지배구조인 기금형 퇴직연금제도 도입을 위해 노력 중에 있으며<sup>8)</sup>, 저조한 퇴직연금 수익률 개선을 위해 디폴트옵션<sup>9)</sup> 도입을 논의 중에 있음.<sup>10)</sup> 이러한 논의에서 연금 가입자의 이익을 보호할 수 있는 내부통제기구에 대해서는 영국의 예를 참조할 필요가 있음
- 기금형 퇴직연금제도는 기업이 별도의 수탁법인(기금)을 설립하여 퇴직연금을 관리 및 운영하는 제도로 본 제도의 가장 큰 장점은 사용자와 근로자가 동수로 참여하고 외부 전문가가 포함되는 위원회를 조직함으로써 근로자의 이해관계가 반영될 수 있는 의사결정체계를 갖춘 것
    - 계약형 퇴직연금제도는 노사간 합의를 근거로 연금제도가 설정되지만 실질적 운용은 금융회사를 통해 이루어지기 때문에 연금을 운용하는 과정에서 연금 가입자의 역할이 미미하며 퇴직연금 가입자의 권리를 보호할 감시장치가 존재하지 않아 연금 가입자의 이익 침해가 우려
  - 기금형 퇴직연금제도를 운영함에 있어 연금 가입자의 의견이 투자이사 결정에 반영되는 것과 동시에 수탁자의 신의성실의무 이행이 제대로 이루어지고 있는지를 감독할 실질적인 장치 도입 시 영국의 제도를 참조할 필요성이 있음
    - 물론 기금형 퇴직연금제도와 DC형 직장연금의 내부통제기구가 동일할 수 없으나 근본적으로 연금 가입자 보호라는 동일한 입장에서 해당 제도의 수준과 효과를 점검해야 할 것

선임연구원 공경신

8) 남재우, 2018, 기금형 퇴직연금제도 도입의 의의와 시사점, 자본시장연구원 자본시장포커스 2018-14호.

9) 영국의 디폴트펀드와 동일한 개념임

10) 남재우, 2019, 디폴트옵션제도와 타겟데이트펀드(TDF), 자본시장연구원 자본시장포커스 2019-01호.

## 모험자본 공급체계 구축과 자본시장의 역할

- 2019년 벤처투자 규모는 4조 2,777억원으로 2018년 대비 약 25% 증가하여 GDP 대비 비중 세계 4위권 규모로 성장하였고, 2019년 벤처펀드는 4조 1,105억원이 결성되어 2018년 대비 14.7% 감소하였으나 여전히 4조원대를 유지
- 저금리 및 고수익성 투자처 부족 등 금융환경의 변화에 적응하기 위해 단순 펀드출자자였던 금융회사(은행, 지주, 증권회사 등)들이 벤처투자자로 투자영역을 확대하며 기존 벤처캐피탈(VC)과의 경쟁이 치열해지는 등 모험자본 공급 경쟁이 본격화될 전망
- 2020년 3월, 금융당국은 자본시장이 우리경제의 활력제고에 기여할 수 있도록, BDC 도입을 비롯하여 창업부터 성장까지 기업의 성장단계에 따른 맞춤형 자금조달체계를 마련하고 혁신성장기업 투자를 위한 자본시장 인프라 재정비 방안을 발표

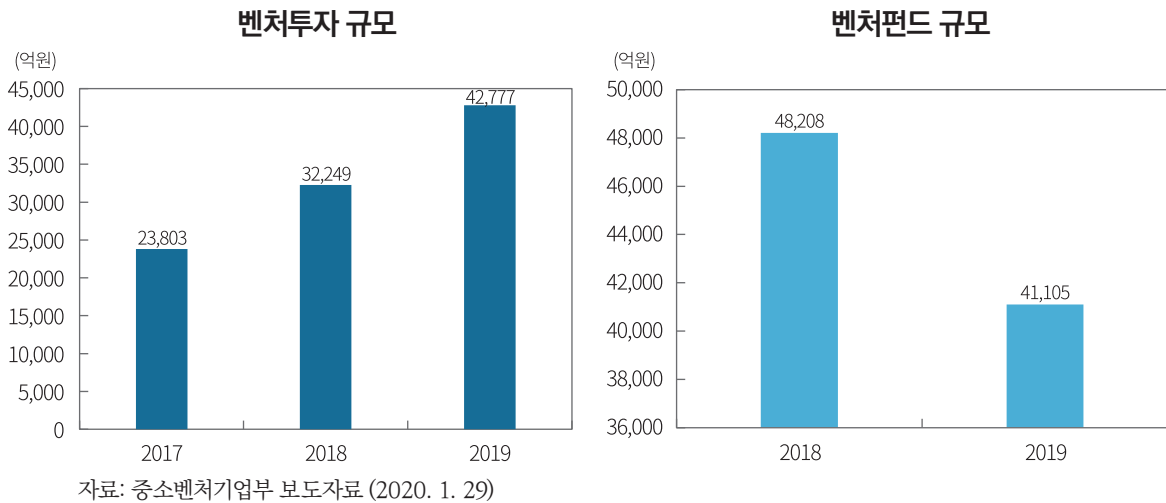
### □ 2019년 벤처투자 규모는 4조 2,777억원으로 2018년 대비 약 25% 증가하였고 GDP 대비 비중도 세계 4위권 규모로 성장하는 등 지속적인 성장세를 나타냄

- 벤처투자 현황(창업투자회사, 창업투자조합, 한국벤처투자조합 포함)
  - 투자금액(억원) : '15(20,858) → '16(21,503) → '17(23,803)→'18(34,249)→'19(42,777)
  - 업체수(개사) : '15(1,045) → '16(1,191) → '17(1,266)→'18(1,399)→'19(1,608)
- 국가별 벤처투자 비교지표이기도 한 GDP 대비 벤처투자 비중은 0.22%로 증가하여 미국(0.4%), 이스라엘(0.38%), 중국(0.27%)에 이어 4위권으로 성장<sup>1)</sup>
- 2017년 중소벤처기업부 신설 이후 벤처산업 활성화 정책과 소득공제 확대 등의 세제혜택으로 엔젤투자 역시 증가함. 이외에도 전문엔젤과 엑셀러레이터 등 전문투자가 그룹 및 개인의 투자 조합결성과 투자 증가가 벤처투자 성장세에 기여
  - 향후 발표될 K-유니콘<sup>2)</sup> 프로젝트 및 엔젤투자 활성화 대책 등 이후에도 벤처투자는 증가할 전망

### □ 2019년 벤처펀드는 4조 1,105억원이 결성되어 2018년 대비 14.7% 감소하였으나 여전히 4조원대를 유지

- 1) 단, 비교국가의 경우 2017년 OECD 기준임에 유의 (중소벤처기업부, 2020. 1. 29, 지난해 벤처투자와 2018년 엔젤투자 모두 사상 최대 기록, 보도자료)
- 2) 국내 11번째 유니콘 기업이 등장하는 등 편입기업 수가 빠르게 증가하고 있고 국가별 유니콘 기업 순위도 독일과 함께 공동 5위 수준으로 성장하였으나 대부분의 사례를 해외 VC가 주도하고 있는 실정임. 이는 국내 VC의 개별펀드 규모가 작고 리스크 관리 차원에서 투자자금을 10여개 이상의 벤처기업에 분산투자하기 때문에 대규모 투자를 단행하는 해외 VC와의 경쟁이 어려움

- 벤처펀드 결성 규모는 2018년 대비 다소 감소하였는데, 2019년 11~12월 중 민간금융기관 및 연기금 등 기관출자자의 펀드참여가 전년 대비 크게 감소함에 기인
  - 2020년 모태펀드 예산이 전년 대비 2배 증가하여 올해 펀드 결성 규모는 증가할 전망
- 벤처펀드 증가분 중 상당 부분을 신기술투자조합 결성액이 차지했는데 이는 기존 VC뿐 아니라 금융회사들의 벤처펀드 진입이 증가한 데 기인



□ 벤처투자와 벤처기업을 육성하고 민간주도의 벤처생태계를 조성하기 위해 ‘벤처투자 촉진에 관한 법률(이하 벤처투자법)’이 제정되어 2월 11일 공포·시행되었고 이러한 벤처투자 시장 변화에 대응하는 실효성 있는 제도 개선과 정책 변화는 유연한 투자가 가능해져 벤처생태계 활성화에 기여할 것으로 기대

- 벤처투자법은 국내법상 처음으로 조건부지분인수계약(Simple Agreement for Future Equity, 이하 SAFE)<sup>3)</sup>을 규정
  - 2월 24일, 산업은행이 국내 은행 중 최초로 SAFE 투자실행 검토의견을 밝힌 바 있음
  - 박용린·천창민(2018)은 창업기업에 대한 투자에서 ‘전통적인 투자방식’과 ‘조건부지분인수계약을 통한 투자’ 모형을 비교분석한 결과, 조건부지분인수계약이 투자자와 창업자 모두에게 바람직할 수 있음을 보임
- 또한 일정한 자격을 갖춘 창업기획자(엑셀러레이터)의 벤처투자조합 결성을 허용
- ‘벤처기업육성에 관한 특별조치법(이하 벤처기업법)’ 개정안도 동시에 공포

3) 2010년 이후 실리콘밸리를 중심으로 창업기업의 자금조달과정에서 발생할 수 있는 투자자와 창업자 간의 갈등관계를 극복하고 창업기업의 자금조달을 원활하게 해주는 수단으로 미국 등에서 널리 이용됨. 특히 조건부지분인수계약은 창업자와 투자자 간 정보 비대칭성으로 인한 문제를 완화시켜 줄 수 있는 벤처자금생태계 내 혁신적인 투자수단으로 평가됨 (박용린·천창민, 2018, 한국형 SAFE 도입의 경제적 의의와 법적 쟁점, 자본시장연구원 이슈보고서 2018-10)

□ 저금리 및 고수익성 투자처 부족 등 금융환경의 변화에 적응하기 위해 단순 펀드출자자였던 금융회사(은행, 지주, 증권회사 등)들이 벤처투자로 투자영역을 확대하며 기존 벤처캐피탈(VC)과의 경쟁이 치열해지는 등 모험자본 공급 경쟁이 본격화될 전망

- 은행계는 주로 별도의 자회사를 설립하고 계열 VC를 통해 직접 자금을 운용
  - 2000년 이후 은행계로는 KB인베스트가 유일하였으나 2018년 하나금융이 하나벤처스를 설립하였고, 2019년 들어 NH금융이 NH벤처투자, BNK금융 역시 기존 VC를 인수한 BNK벤처투자를 자회사로 편입
  - VC를 설립하지 않은 우리금융<sup>4)</sup> 및 신한금융은 우리종합금융 및 신한캐피탈을 중심으로 벤처투자하는 것으로 지침을 세웠고, DGB는 후발주자로서의 경쟁력을 모색하는 중
- 증권회사는 주로 신기술사업금융업 인가<sup>5)</sup>를 획득하여 내부조직을 통해 벤처투자시장에 참여하고 있으며, 이 경우 초기투자·기업공개·대출 및 자금조달 등 중소 및 벤처기업 투자프로세스 전반에 밀접하게 관여함으로써 상장기업 및 비상장기업에 대한 제한 없는 투자 가능
  - 증권회사는 신기술조합, 창투조합, PEF 등 간접투자 및 직접투자 등 다양한 경로로 비상장, 혁신기업에 대한 모험자본을 공급하는 중

**자기자본 3조원 이상 증권회사의 모험자본 투자 현황**

(단위: 억원)

구분	증권회사 투자금액 (약정총액)		
	2017년	2018년	2019년 6월
신기술조합	1,019	1,482	1,164
창투 및 벤처 조합	1,179	1,969	655
PEF	851	5,086	3,593
중소벤처 직접투자	485	2,967	932
합계	3,534	11,504	6,344

자료: 금융위원회, 2019. 6. 28. 종합금융투자사업자의 발행어음 업무 현황 및 평가, 보도자료

□ 2020년 3월, 금융당국은 자본시장이 우리경제의 활력제고에 기여할 수 있도록, 창업부터 성장까지 기업의 성장단계에 따른 맞춤형 자금조달체계를 마련하고 혁신성장기업 투자를 위한 자본시장 인프라 재정비 방안을 발표

4) 우리금융의 경우, 우리은행과 우리종합금융 간 CIB체계 이후 첫 번째 벤처펀드로 260억원 규모의 '피시시-우리LP지분유동화' 벤처펀드를 결성함. 이는 벤처조합의 LP 지분을 매입하는 일종의 세컨더리펀드로 펀드청산 이전에 LP 출자자들의 투자금 회수 방안을 제공함. 우리금융은 향후에도 CIB체계를 통해 벤처투자사업을 확대할 전망 (서울경제, 2020. 1. 5, 우리종합금융 260억 규모 1호 벤처펀드 결성완료)

5) 2016년 4월, 증권회사의 신기술사업금융업 겸영이 허용되어 중소·벤처기업 투자금융 활성화의 계기가 마련되었고, 특히 초기에는 중소형 증권회사들의 틈새시장 전략으로 이용됨. 2019년 12월말 현재 신기술사업금융업 등록회사 수는 113개사로 전년 대비 9개사 증가하였고, 이중 전업사 58개, 겸영금융투자업자는 21개임. 특히 신기술투자조합 출자자 중 금융회사의 비중이 2018년 19.3%에서 2020년 25.3%로 크게 증가 (여신금융협회, 2020. 2, 2019년 신기술사업금융업자 현황 및 투자실적)

- (초기단계) 증권회사에 창업자 선발 및 시드머니를 투자하는 엑셀러레이터 겸업을 허용함으로써, 증권회사의 혁신기업 발굴 및 육성을 지원
  - 엑셀러레이터 현황(개): '17(53) → '18(133) → '19(214)
- (성장단계) 혁신기업 등에 충분한 자금을 공급하기 위한 '기업성장집합투자기구(Business Development Company, 이하 BDC)'를 도입하고, 증권회사가 건전성 규제에 과도한 제약을 받지 않고 중소기업에 자금을 공급할 수 있도록 벤처대출(venture debt)<sup>6)</sup>을 증권회사의 겸영업무에 추가
  - BDC는 일반 투자자들이 보다 쉽게 벤처투자 및 회수가 가능하도록 하는 일종의 간접투자 벤처펀드로 공모를 통해 증시에 상장하는 경우 개인들의 벤처투자가 용이해짐. BDC에는 자산운용사, 증권회사, VC 등 다양한 플레이어의 진입을 허용
  - 벤처대출은 VC 등 기관투자자의 투자를 받은 혁신기업 대상 전용대출로 증권회사 겸영업무에 추가할 경우 종합금융투자회사(자기자본 3조원 이상)가 아닌 일반금융투자회사도 혁신기업 대상 벤처대출이 가능해짐<sup>7)</sup>
- 이외에도 스케일업 기업의 고수의 회사채 시장 활성화 및 건전한 자산유동화 시장 육성을 위한 제도 개편을 추진

□ 새롭게 도입되는 BDC 제도는 1980년 미국에서 처음 시작되었으며 2008년 금융위기 이후 불cker 등 은행 관련 규제가 강화되자 그 대안으로 BDC가 벤처기업의 자금조달 수단으로 자리잡기 시작하여 이후 안정적인 성장세를 지속하고 있으며 채권 중심, 안정적 배당수익률 등의 특징을 나타냄

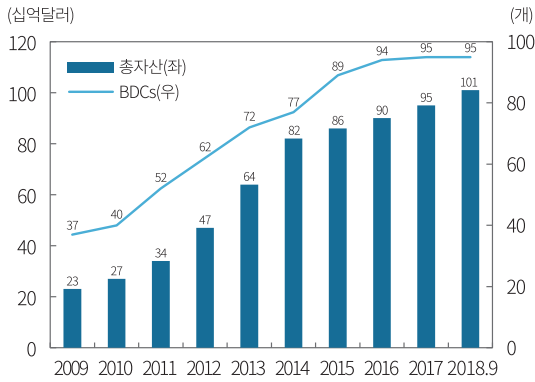
- BDC(비상장 포함)는 2009년 37개사에서 2018년 95개사로 증가하였고, 총자산 규모는 2009년 230억달러에서 2018년 1천억달러 수준으로 성장
  - 안정적으로 성장하였으나 2015년부터는 성장세가 주춤하여 정체된 상태
- 상장 BDC(49개, CEFA 기준)의 대부분이 채권형(debt-focused) BDC로 자산구성의 약 80%를 1, 2순위 회사채에 투자하고 있음
  - 주식형(equity-focused) BDC은 5개에 불과
- BDC는 안정적인 배당수익률을 제공하는 투자처로도 각광받고 있음<sup>8)</sup>
  - 2020년 2월 18일 기준, BDC 배당수익률 평균은 9.5%로 최고치는 TCG BDC(NASDAQ: CGBD) 12.8%, 최저치는 Main Street Cap Corp(NYSE: MAIN) 6.6%임

6) 하나의 금융상품일 뿐만 아니라 VC 및 스타트업과의 협력관계가 핵심이 되는 동반자형 금융모델로 볼 수 있으며, VC의 DNA와 함께 스타트업의 비즈니스 및 라이프 사이클 등에 대한 높은 이해가 요구됨. Venture Debt를 취급하는 은행들은 대부분 벤처기업에 특화된 벤처금융 전문은행으로서, 오랜 업력 등을 토대로 벤처업계와의 긴밀한 협력관계를 구축하고 있으며, 스타트업에 대한 높은 이해와 VC 관리 노하우 등을 보유 (박희원, 2018, 해외 스타트업(start-up) 대출상품 사례연구-Venture Debt 사례-, 산은조사월보 이슈분석 제753호)

7) 증권회사의 벤처대출 활성화를 위해 자기자본의 일정 범위 내의 벤처대출은 순자본비율(NCR) 산정시 영업용순자본에서 차감하지 않기로 함

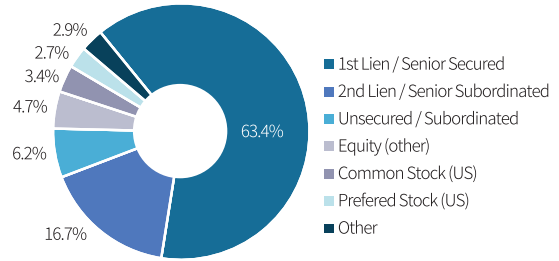
8) 마이다스에셋은 2019년 12월 24일, 국내 최초로 미국(NYSE, NASDAQ) BDC에 투자하는 펀드를 출시하여 출시 일주일만인 2019년말 기준 58억원의 투자금을 모집 (마이다스에셋, 2020. 1. 9, 마이다스에셋, 국내 최초 美 BDC투자펀드 내놓는다)

BDC 총자산 및 설립수



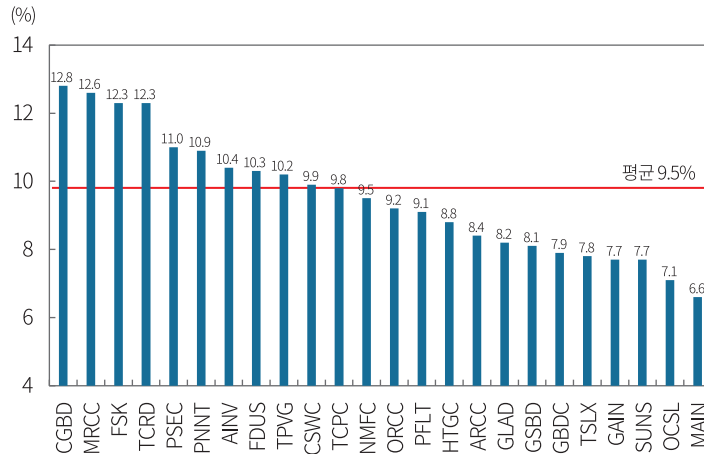
주 : 2018년 9월 기준  
자료: 딜로이트

BDC 자산 구성



주 : CEFA의 Debt-Focused Business Development Company (BDC) Index를 구성하고 있는 33개 BDC 대상 (2019년)  
자료: CEFA

미국 BDC 배당수익률



주 : 2020년 2월 18일 기준  
자료: BDCBUZZ

□ 상장 BDC 현황을 살펴보면 BDC별로 시가총액, 총자산 등 회사 규모에 상당한 차이가 있으며 2008년 이후 증가하던 BDC의 IPO가 2015년부터는 매년 1개사 수준임

- 상장 BDC 49개사 중 시가총액 10억달러 이상은 9개사, 1억달러 미만 10개사로, 대부분(약 60%) BDC의 시가총액은 1~10억달러 미만임
  - 상장 BDC중 시가총액 및 총자산 1위는 Ares Capital Corp(NASDAQ: ARCC)로 각각 약 70억달러, 149억달러임
- 상장 BDC 49개사의 IPO 시기를 살펴보면 2008~2014년에 집중적으로 BCD의 IPO가 이루어졌으며 이후부터는 IPO 사례가 다소 정체된 상태

- 상장된 BDC는 폐쇄형 투자회사(closed-end investment company)이자 상장회사(public operating company)로 SEC에 정기공시 및 수시공시, 위임장 권유신고서(proxy statement)를 제출해야 함

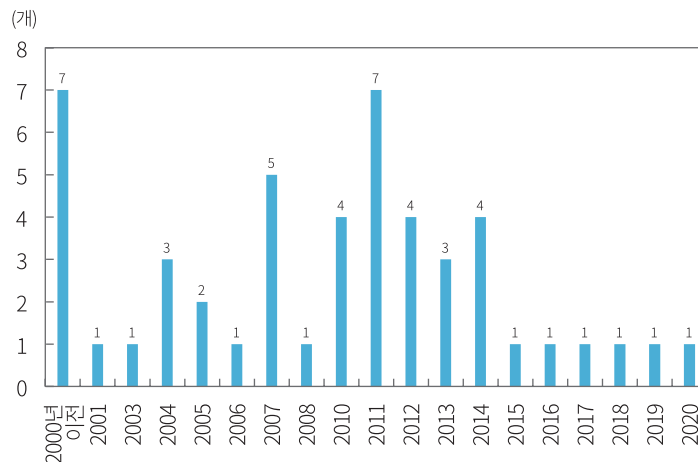
미국 상장 BDC 현황

	종가 (달러)	시가총액 (백만달러)	총자산 (백만달러)	순자산 (백만달러)	부채비율 (Debt-to-Equity)	배당수익률 (%)
평균	10.5	751.4	1,775.3	896.2	0.92	9.5
중간값	10.1	295.3	669.5	365.5	0.90	9.4
최고	33.5	7,078.3	14,905.0	7,466.0	1.80	12.8
최저	1.2	16.2	38.0	49.0	0.20	6.6
합계	-	36,820.0	85,213.0	43,016.0	-	-

주 : 상장된 BDC 49개 대상 (2020. 3. 10 기준)

자료: CEFA

미국 상장 BDC의 IPO 추이



주 : 상장된 BDC 49개 대상 (2020. 3. 10 기준)

자료: CEFA

- 모험자본 투자가 장려되고 이를 위한 제도 개선 및 새로운 제도 도입 등 금융환경의 변화 및 고수익을 추구해야 하는 금융회사들의 이해가 부합하여 벤처투자에 대한 수요는 지속적으로 증가할 전망
  - 주요 글로벌 IB들은 자기자본투자(PI) 전담부서를 설립하고 성장성 유망한 핀테크 기업을 초기에 발견하여 대규모 지분투자를 수행하였고, 이중 상당수는 이미 유니콘 기업으로 자리매김하는 등 초기 지분투자로 대규모 수익을 실현<sup>9)</sup>

선임연구원 윤지아

9) 이효섭, 2019, 디지털 혁신을 위한 한국 금융투자업계의 과제, 자본시장연구원 이슈보고서 19-12.