레버리지 · 인버스 상품의 운용방식 개선방안*

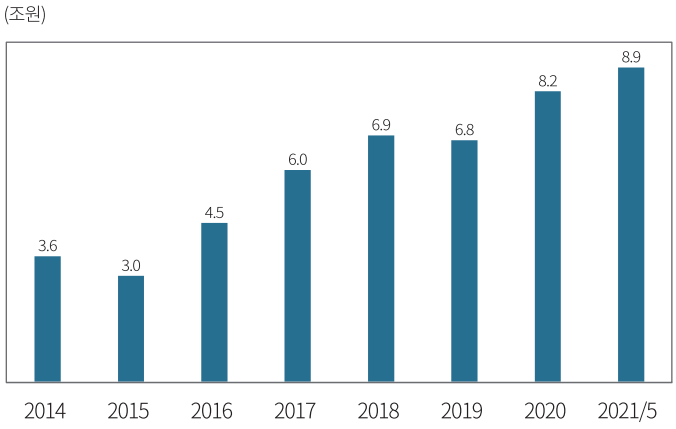
연구위원 권민경

국내외 문헌에 따르면 레버리지·인버스 상품의 잦은 리밸런싱 거래는 다음과 같은 중대한 문제들을 야기한다. 첫째, 부정적 복리효과를 일으켜 투자자의 장기성과를 저해한다. 둘째, 코로나19 사태와 같은 위기 상황에서 국내 증시의 변동성을 증폭시킬 위험이 있다. 이에 본고에서는 레버리지·인버스 상품의 불필요한 리밸런싱 거래규모를 감소시키는 새로운 운용방식을 제안한다. 백테스팅 결과에 따르면 새로운 방식은 이러한 부작용들을 상당 부분 완화시키는 것으로 나타났다.

레버리지 · 인버스 상품이 지닌 문제점

코로나19 사태 국면에서 레버리지 · 인버스 ETF 상품이 개인투자자들 사이에서 크게 인기를 모으고 있다. 일례로 국내 대표 레버리지 · 인버스 상품인 KODEX200선물인버스2X ETF의 순자산규모는 2019년말 0.7조원에서 2021년 5월말 현재 2.3조원으로 3배 가까이 늘어났다. 코로나19 사태로 인해 침체된 경기 상황과는 달리 주가지수의 고공행진이 계속되면서 개인투자자들이 괴리감을 느끼고 동 상품 투자에 적극 나선 것으로 해석된다. 이에 힘입어 레버리지 · 인버스 ETF의 전체 순자산규모는 같은 기간 동안 6.8조원에서 8.9조원으로 30% 성장하였으며, 일평균거래대금은 2019년 0.7조원에서 2020년 2.9조원으로 1년 사이 3배 가까이 폭증하였다.

〈그림 1〉 레버리지 · 인버스 ETF 상품의 순자산규모 추이



자료: 한국거래소

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

그러나 레버리지 · 인버스 상품 시장의 성장을 마냥 반길 수만은 없다. 현재 국내에 상장된 레버리지 · 인버스 상품들은 공통적으로 다음의 두 가지 중대한 부작용을 지니고 있기 때문이다. 첫째, 동 상품에 내재된 복리효과가 투자자의 장기성과에 악영향을 미친다. 둘째, 순자산규모가 급격히 성장하면서 동 상품이 일으키는 리밸런싱 거래가 향후 증시 변동성 확대를 야기할 위험이 증가하였다. 이에 대한 상세한 내용은 권민경(2020a, 2020b) 등에서 이미 다루었으므로 본고에서는 이에 대한 개선방안에만 따로 초점을 맞추어 논의를 진행하고자 한다.

과도한 리밸런싱 규모 억제 방안

레버리지 · 인버스 상품이 지닌 부작용의 근본적인 원인은 운용과정에서 나타나는 잦은 리밸런싱 거래에 있다. 리밸런싱 거래란 추종배율을 유지하기 위해 레버리지 · 인버스 상품에서 매일 일으키는 거래인데 추세추종(trend-following)의 모습을 띤다. 예를 들어 기초지수가 하루에 1% 상승하면 이를 -2배로 추종하는 이른 바 '곱버스' 상품[1]은 전일 순자산규모의 6%를 추가로 매수해야 하고, 반대로 1% 하락하면 6%를 추가로 매도해야 한다.[2] 리밸런싱 거래규모는 기초지수 변동폭과 비례하여 커지는 특성이 있다. 만약 주식시장이 크게 출렁여서 하루에 5%가 하락하고 다음날 다시 반등하여 원래 수준으로 복귀한다면 곱버스 상품은 단 이틀 동안 원래 순자산규모의 무려 65%에 달하는 리밸런싱 거래를 일으키게 된다. 만약 기존 레버리지 · 인버스 상품의 운용방식을 개선하여 현재의 과도한 리밸런싱 거래 규모를 줄일 수 있다면 상기의 부작용들을 상당 부분 줄일 수 있을 것이다.

과도한 리밸런싱 거래 규모를 줄이기 위한 간단한 해결책으로는 리밸런싱 주기를 현재의 일간 단위 이상으로 길게 늘이는 방법이 있다. 〈그림 2〉의 (가)에서 보는 것처럼 기초지수가 상승과 하락을 번갈아가며 반복할 때 기존 곱버스 상품에서는 '100→95'와 '95→100'의 변화에 대해 각각 리밸런싱 거래를 수행하게 되며 매 거래일마다 전일 순자산가치 대비 약 30% 수준의 거래를 일으키게 된다. 그런데 만약 주기를 늘려서 이틀에 한 번씩 리밸런싱을 하는 상품이 있다고 가정해보자. 이 상품은 '100→95'로 하락하는 첫째 날에는 리밸런싱을 수행하지 않고 그대로 지켜보았다가 다시 '95→100'으로 복귀하는 둘째 날에 리밸런싱을 진행한다. 따라서 결과적으로 '100→100' 변화에 대해 리밸런싱 거래를 일으키게 되는데 그 변화폭이 0이기 때문에 리밸런싱 거래가 전혀 발생하지 않는다. 즉, 불필요한 리밸런싱 거래를 억제하는 효과가 있는 것이다.

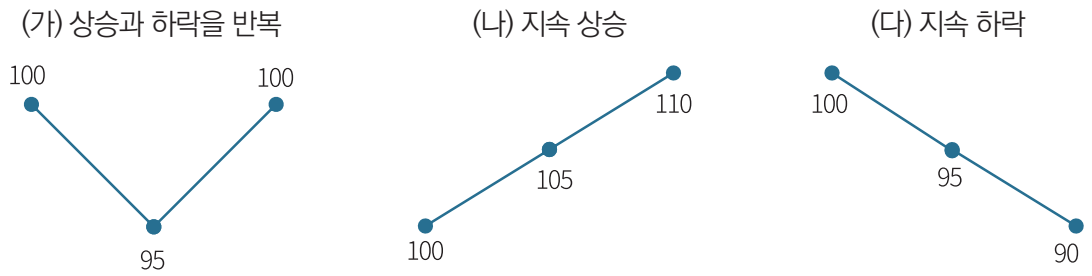
---

1) '곱버스'는 기초지수의 수익률을 음의 방향으로 1배를 초과하여 추종하는 상품을 의미하는 신조어인데, 국내에서는 특히 -2배로 추종하는 상품이 가장 보편화되어 있으므로 본문에서는 -2배 추종 상품을 편의상 간단하게 '곱버스'라고 표현하도록 한다.

2) 곱버스 상품의 순자산가치가 100일 때 기초자산에 대한 익스포저는 -200이 되어야 한다. 그런데 만약 다음 날 기초자산이 1% 상승하면 익스포저는 -202로 변하게 되고 순자산가치는 98로 감소한다. 이때 아무 포지션도 취하지 않으면 추종배율이 -2.06배(-202/98)로 변화하기 때문에, 추종배율을 -2배로 맞추기 위해서는 익스포저를 -196(-2×98)으로 줄여야 하며 따라서 +6만큼 리밸런싱 거래를 일으켜야 한다. 같은 원리로 만약 1% 하락하면 반대로 -6만큼 리밸런싱 거래를 일으켜야 추종배율이 -2배로 유지된다.

그러나 단순히 리밸런싱 주기만 늘려서는 모든 문제가 해결되지 않는다. 다른 경우에는 오히려 부작용이 심해질 수도 있기 때문이다. 〈그림 2〉의 (나) 또는 (다)의 사례와 같이 상승 또는 하락이 같은 방향으로 지속되는 경우가 바로 그러한 예다. 이들의 경우 이틀마다 리밸런싱을 하면 '100→110' 또는 '100→90'으로 이틀 동안 누적된 변화에 대해 한꺼번에 대응해야 하므로 곱버스 상품의 경우 순자산가치의 60%에 달하는 대규모 리밸런싱 거래를 둘째 날 집중적으로 일으키게 된다. 따라서 기초지수의 변동성을 증폭시킬 위험이 오히려 더욱 확대될 수 있다.

〈그림 2〉 기초지수 변화 예시



본고에서는 이러한 단점을 보완하여 리밸런싱 주기를 늘리되 포지션을 분할하여 운용하는 방식을 새롭게 제안한다. 예컨대 리밸런싱 주기를 이틀로 늘리되 두 개의 포지션으로 분할하여 각각 번갈아가며 격일로 리밸런싱 거래를 수행하는 식이다. 〈표 1〉에서 보듯 포지션의 절반은 t일, t+2일, t+4일 등에, 나머지 절반은 t+1일, t+3일, t+5일 등에 리밸런싱을 수행하는 것이다. 이렇게 하면 〈그림 2〉에서 (가)와 같이 기초지수가 상승과 하락을 반복하는 경우에 불필요한 리밸런싱 거래규모를 효과적으로 줄일 수 있으며, (나) 또는 (다)와 같이 상승 또는 하락을 지속하는 경우에도 리밸런싱 거래규모가 이틀 동안 누적되어 충격이 집중되는 문제를 해결할 수 있다.[3] 만약 리밸런싱 주기를 2일이 아닌 3일로 설정하고 싶다면 포지션을 3개로 분할하여 같은 방식으로 운용할 수 있으며, 같은 방식으로 4일, 5일 또는 그보다 더욱 길게 주기를 가져가는 것도 가능하다.

〈표 1〉 리밸런싱 수행 주기 비교

	t	t+1	t+2	t+3	t+4	t+5
(기존) 1일 주기	O	O	O	O	O	O
(개선) 2일 주기, 포지션 분할	O	X	O	X	O	X
	X	O	X	O	X	O

주: 1) O과 X는 각각 해당 날짜에 대해 리밸런싱 수행 여부를 의미
2) 개선안은 포지션을 두 개로 나누어 겹치지 않게 격일로 리밸런싱을 수행

3) 자세한 운용 메커니즘은 본고 끝부분에 첨부한 〈참고〉의 사례를 통해 확인할 수 있다. 이를 자세히 살펴보면 상승과 하락을 번갈아 반복하였던 t+2일과 t+4일에는 개선안에서 리밸런싱 규모가 기존 대비 크게 줄었으며 상승 또는 하락이 지속되었던 t+3일과 t+5일에는 기존과 비슷한 수준을 유지하였다는 사실을 확인할 수 있다.

백테스팅 결과

새로운 운용방식을 적용하였을 때 레버리지·인버스 상품의 부작용들이 얼마나 감소하는지 확인하기 위해 백테스팅(backtesting)[4]을 수행하였다. KOSPI200선물지수를 대상으로 분석을 실시하였으며 백테스팅 기간은 동 지수가 산출되기 시작한 2007년 1월부터 2021년 5월까지 총 3,561거래일이다. 본고에서는 편의상 곱버스 상품의 결과만을 제시하였으나, 추종배율이 다른 레버리지·인버스 상품의 경우에도 전반적으로 비슷한 결과를 나타냈다. 모든 리밸런싱 주기는 편의상 2일로 고정한다.

우선 리밸런싱 거래의 절대 규모가 얼마나 줄었는지를 확인해보자. 분석 기간 중 임의의 거래일에 100만원 상당의 곱버스 상품을 매수하였을 때 이후 30거래일 동안 기존 방식과 개선안에서는 평균적으로 각각 168만원, 120만원의 리밸런싱 거래가 발생하였다. 개선안에서 약 30% 정도의 거래 억제 효과가 있었던 것이다. 특히 기초지수의 등락이 하루 단위로 번갈아 나타나는 경우에 불필요한 리밸런싱 거래규모를 상당 부분 줄일 수 있었던 것으로 나타났다.

그렇다면 리밸런싱 규모가 줄어든 만큼 레버리지·인버스 상품의 부작용 또한 감소하였을까? 먼저 복리효과에 따른 수익률 저하 현상을 살펴보자. 〈그림 3〉은 임의의 날짜에 곱버스 상품을 매수하였을 때 경과 기간에 따른 복리효과의 평균값을 나타낸다. 기존 방식에 따르면 30거래일 동안 복리효과의 크기는 -23bp였던 반면, 개선안에서는 -14bp를 기록하여 부정적인 효과가 약 40% 감소하였다. 연율로 환산할 경우 75bp 수준의 수익률 향상 효과가 존재하는 셈이다. 더군다나 이는 순수하게 복리효과의 크기만 측정한 것이므로 리밸런싱 규모 감소에 따른 거래비용 절감 및 운용사의 인건비 부담 완화 등의 부수적인 효과까지 감안하면 실질적인 투자성과 향상 효과는 이보다 더욱 크게 나타날 것이다.

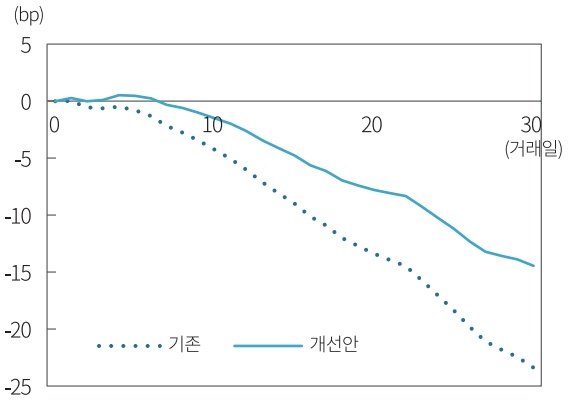
다음으로 레버리지·인버스 상품이 기초지수 변동성 확대에 미치는 영향을 살펴보자. 만약 기초지수의 수익률이 높을(낮을) 때 같은 날 리밸런싱 거래가 양(음)의 포지션으로 크게 나타난다면 동 상품이 기초지수 변동성을 확대시키는데 기여한다고 볼 수 있다. 이러한 효과를 살펴보기 위해 일간 단위로 '기초지수 수익률'과 '전일 순자산 대비 리밸런싱 포지션의 비중' 간 공분산 지표를 측정하여 비교해보았다. 그 결과 분석기간 중 기존 방식에서는 공분산이 0.00113인 반면, 개선안에서는 0.00053으로 나타났다. 개선안이 기초지수 변동성 확대 위험을 기존 대비 절반 수준으로 낮춘 셈이다.[5]

---

4) '만약 과거에 신규 방식을 적용했더라면 그 효과가 어땠을까'라는 질문에서 비롯된 방법론으로 새로운 방식을 검증하는데 주로 사용한다.

5) 앞에서 리밸런싱 거래의 억제 효과가 30% 수준이었는데 변동성 확대 위험 감소 정도가 이보다 더 큰 50%에 달한다는 사실은 매우 흥미롭다. 이는 개선안이 단순히 불필요한 리밸런싱 거래를 억제하는 것 이상으로 기초지수 변동성 확대 위험을 축소시키는 효과가 있음을 보여주는 것으로, 개선안에서는 기존 방식과 대조적으로 리밸런싱 포지션이 기초지수의 변동과 정확히 비례하지 않기 때문에 이러한 결과가 나타난다.

〈그림 3〉 복리효과에 따른 수익률 저하 현상 비교



주: 곱버스 상품을 대상으로 효과 추정

〈표 2〉 부정적 요인 감소 효과

리밸런싱 거래규모	29%
부정적 복리효과	38%
기초지수 변동성 확대	53%

맺음말

본고에서는 새롭게 제안하는 운용방식이 레버리지 · 인버스 상품의 불필요한 리밸런싱 거래를 억제함으로써 이에 따른 부작용을 상당 부분 개선하는 효과가 있음을 확인하였다. 즉, 새로운 운용방식의 적용은 향후 투자자의 장기성과 저하 현상을 상당 부분 억제하고 나아가 금융시장 안정성에도 긍정적인 도움을 줄 전망이다.

다만 새로운 운용방식이 적용된 상품이 실제로 출시되기 위해서는 우선 정부 차원의 일부 규제 완화가 선행되어야 한다. 현 규제 하에서 ETF의 파생상품 위험평가액 한도가 200%로 제한되어 있는데, 리밸런싱 주기가 이틀 이상으로 늘어나게 되면 ±2배 추종 상품의 위험평가액 한도가 일시적으로 200%를 넘을 수 있기 때문이다. 새로운 방식을 적용하더라도 대부분의 경우 위험한도액이 200% 부근에서 크게 벗어나지 않으며 설령 일시적으로 높아진다 하더라도 운용 메커니즘 상 바로 다음 날 원래 수준으로 복귀한다는 점을 감안하였을 때[6], 관련 규제를 완화하더라도 큰 무리가 없어 보인다.

참고자료

권민경, 2020a, 「리밸런싱 거래가 레버리지 · 인버스 펀드 성과에 미치는 영향」, 자본시장연구원 자본시장포커스 2020-12호.

권민경, 2020b, 「레버리지 · 인버스 ETP 현황 및 위험요인」, 자본시장연구원 이슈보고서 20-17.

6) 분석기간 중 곱버스 상품에 개선안을 적용할 경우 레버리지 비율은 평균 -2.00배, 표준편차 0.04배를 기록하였으며 전체의 97%의 경우 -2.1배 ~ -1.9배의 구간 내에 분포하였다.

〈참고〉 곱버스 상품 운용방식 비교

기존 방식

	t	t+1	t+2	t+3	t+4	t+5
기초지수	100	95	100	105	100	95
(전)포지션	·	-190.0	-231.6	-206.7	-168.7	-184.3
순자산가치	100.0	110.0	98.4	88.6	97.0	106.7
(후)포지션	-200.0	**-220.0**	**-196.8**	**-177.2**	**-194.0**	**-213.4**
손익	·	10.0	-11.6	-9.8	8.4	9.7
리밸런싱거래	·	-30.0	34.7	29.5	-25.3	-29.1

개선안

		t	t+1	t+2	t+3	t+4	t+5
기초지수		100	95	100	105	100	95
(전)	포지션1	·	-95.0	-100.0	-104.2	-99.2	-92.8
	포지션2	·	-95.0	-115.8	-121.6	-84.2	-80.0
	계	·	-190.0	-215.8	-225.8	-183.5	-172.8
순자산가치		100.0	110.0	99.2	88.5	97.6	106.7
(후)	포지션1	-100.0	-95.0	**-99.2**	-104.2	**-97.6**	-92.8
	포지션2	-100.0	**-110.0**	-115.8	**-88.5**	-84.2	**-106.7**
	계	-200.0	-205.0	-215.0	-192.6	-181.9	-199.5
손익		·	10.0	-10.8	-10.8	9.2	9.1
리밸런싱거래		·	-15.0	0.8	33.1	1.6	-26.7

주: 1) 초기 순자산이 100이고 기초지수가 100→95→100→105→100→95로 변화하는 상황을 가정
2) (전)/(후)는 각각 리밸런싱 거래 전과 후의 포지션을 의미
3) 굵은 숫자는 리밸런싱 여부를 표시

국내 PEF의 ESG 투자 확산을 위한 고려 사항*

선임연구위원 박용린

최근 국내 PEF 시장 전반에 ESG 투자에 대한 관심이 높다. 장기 투자와 피투자기업 경영에 관여하는 PE는 기업의 ESG 경영 확산에 중요한 촉매 역할을 할 수 있다. 해외 PE에서도 ESG 투자는 가치제고와 위험 통제의 수단으로 인식되고 있어 ESG 투자가 빠르게 확산되고 있다. 해외 PE에서의 ESG 요소 통합은 자금모집-투자-가치제고-회수의 투자 순환 전 과정에서 이루어지고 있으며 ESG 전문인력의 활용 및 운용사 조직 내 ESG 문화 구현을 통해 이루어지고 있다. 현재 해외 ESG 투자에서 해결해야 할 중요한 현안으로 논의되고 있는 것은 표준화된 ESG 정보의 부재이다. 국내 PEF의 경우 비상장 중소 · 중견기업이 다수인 피투자기업의 특성과 소수지분 투자의 방식으로 인해 다소 불리한 ESG 투자환경을 가지고 있어 ESG 투자 확산을 위한 노력이 배가될 필요가 있다.

배경

최근 ESG 경영과 책임투자에 대한 국내 기업과 투자업계의 관심이 고조되는 가운데 시장규모가 크게 확대된 국내 PEF도 대형 선도 운용사를 중심으로 ESG 도입이 발표되는 등 업계 전반의 관심이 높은 상황이다. 주지하듯이 ESG 투자는 위험관리와 지속가능한 장기 수익 창출을 위해 포트폴리오 기업의 성과와 평판에 중요한 영향을 미칠 수 있는 환경(Environment: E), 사회(Social: S), 지배구조(Governance: G)의 ESG 요소를 투자결정에 반영하는 투자 방식을 지칭한다.

2006년 UN 책임투자원칙(United Nations' Principle for Responsible Investment: UN PRI)이 천명되고 이에 주요 자산보유자(asset owner)와 자산운용사, 서비스 기관들이 서명하기 시작한 이후 자본시장 투자자들은 뮤추얼펀드, ETF, 헤지펀드, PE 등 다양한 투자기구를 통하여 기업의 ESG 경영 확산에 있어 주도적인 역할을 수행하고 있다.[1] ESG 경영의 성과가 가시적으로 나타나는 데에는 시간이 소요되며, 인적 · 물적 자원의 투입이 필요하다. 이러한 관점에서 다른 투자 방식에 비하여 비교적 장기의 투자 시계(horizon)를 가지고 있으며 피투자기업 경영에 대한 깊은 관여(engagement)를 가치제고와 투자 수익의 원천으로 삼는 PE 투자 방식은 기업의 ESG 경영 확산에 중요한 촉매 역할을 할 수 있다. 또한 PE는 2020년말 기준 전체 글로벌 대체투자 시장 운용자산 규모(AUM)인 10.7조 달러의

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

1) 본고는 특정 투자방식 또는 자산군으로서 PE(private equity)와 관련하여 국내의 경우는 PEF, 해외의 경우는 PE로 구분 사용하였다.

41%를 차지하고 있는 거대 시장이다.[2] 본 고는 ESG 투자가 이미 확산하고 있는 해외 PE와 비교하여 상대적으로 불리한 투자 환경에 놓여 있는 국내 PEF의 ESG 투자 확산을 위해 필요한 고려사항을 검토해 본다.

해외 PE의 ESG 투자 현황

현재 4,000개의 투자 유관기관이 UN 책임투자원칙에 서명하였으며, 이들은 자산운용사(74%), 자산보유자(15%), 서비스 제공기관(11%)으로 구성되어 있다. Bain & Company에 의하면 2020년말 기준 3,000여개의 자산운용사 중 PE 운용사는 430여개로 약 14% 정도를 차지하고 있으나, 이 중 16개 운용사만이 ESG가 투자 수익에 미치는 영향을 보고하고 있으며, 8개 운용사만이 포트폴리오 기업 전반의 ESG 모니터링을 체계적으로 시행하고 있는 등, 해외 PE 시장에서조차 ESG 투자가 현장에서 광범위하게 확산되지는 않고 있음을 보고하고 있다.[3]

해외 PE 시장에서의 ESG 투자 확산은 자본시장의 다른 투자 분야와 마찬가지로 연기금과 같은 자산보유자(asset owner)의 ESG 관련 책임투자의 천명, ESG 요소에 대한 정부 규제 강화, 그리고 소비자, 종업원 등 이해관계자의 ESG 인식 변화 등이 직접적인 동인이 되고 있다. PE는 전통적으로 임직원에 대한 인센티브 제공을 통한 기업가치 제고에 주력해 왔다. 그러나 해외 PE에서 ESG가 근본적으로 확산하고 있는 이유는 ESG 강화가 이해관계자가 원하는 것을 충족시켜 줌으로써 기업가치를 실제로 증가시킬 수 있으며 동시에 투자위험을 줄일 수 있는 방편임을 인식하는 운용사들이 증가하고 있기 때문이다.

해외 PE는 자본시장의 다른 투자 방식과 마찬가지로 ESG 확산 초기 위험요소 파악을 위해 중점을 두었던 체크리스트(checklist) 중심의 네거티브 스크리닝(negative screening) 방식으로부터 점차로 기회요소를 파악하는 포지티브 스크리닝(positive screening) 방식과 ESG 통합(integration)으로 진화해 왔다. PE에서의 ESG 통합은 투자 의사결정과 이후 모니터링 활동에서의 ESG 관련 위험 및 기회요인의 포착, 사후관리 및 출자자 보고를 위한 정합적 투자체계를 의미한다. 투자 대상기업의 특성에 따라 정도의 차이는 있지만 ESG 통합은 자금모집-투자-가치제고-회수의 투자 순환 전 과정에서 이루어지고 있으며 이러한 투자 순환 각 국면에서의 ESG 통합은 가치제고를 염두에 두고 기업가치와의 연관성을 극대화하는 방향으로 이루어지고 있다. 현재 ESG 통합의 온전한 실행 역량이 운용사 간 주요 차별화 요인으로 자리잡고 있다.

글로벌 PE는 피투자기업 경영진 뿐만 아니라 PE 내부 ESG 전문가 활용 또는 외부 전문가 조직과의 파트너쉽을 통하여 투자 결정을 위한 실사 단계와 '100일 계획'으로 불리는 투자 후 기업개선 계획

2) Preqin, 2020, Future of Alternatives 2025
3) Bain & Company, 2021, Global Private Equity Report 2021

에 ESG 요소를 반영하고 있다. 이러한 변화는 기존의 오퍼레이션 전문가 조직에 ESG 요소를 통합한 기업가치 제고 방식으로 진화하는 것을 의미한다. 또한 PE 운용사 자체가 ESG 경영의 원칙을 도입하고 이를 위해 ESG 투자 성과를 보상에 연동시킴으로써 조직 내 ESG 문화를 구현하는 방향으로 변화를 모색하고 있다.

PE에서의 ESG 투자 장애요인: ESG 정보의 표준화

궁극적으로 출자자로부터 계량화된 투자 수익으로 평가받는 PE 투자의 속성상, ESG 통합이 재무적 성과로 연결되지 않으면 PE 운용의 지속가능성이 보장되기 어렵다. 동시에 자산보유자들은 위탁운용사들의 성실한 ESG 투자 집행 여부 및 ESG 투자가 기업가치에 미치는 영향에 대한 모니터링 수요가 존재한다. 자산보유자들의 ESG 수요에 부응하기 위하여 운용사들은 피투자기업의 ESG 모니터링과 ESG 성과에 대한 출자자 보고가 필요하다. 피투자기업에 대한 ESG 모니터링은 ESG 성과를 측정할 수 있는 표준화된 측정 지표를 전제로 하고 있으나 현실적으로 표준화된 ESG 정보를 체계적으로 수집하고 포괄적으로 투자전략에 반영하기 곤란하다는 난점이 존재한다.

PE에 있어서 ESG 데이터의 문제는 통일 기준의 부재 및 출자자별 보고에 따라 발생하는 ESG 보고의 중복 문제, 다양한 형태로 존재하는 ESG 자료의 균질화 필요성, 그리고 ESG 측정 지표와 기업가치 지표와의 연계성 파악의 문제로 집약할 수 있다. 특히, 위험요소의 파악과 가치창출 가능성의 판단을 위해서는 ESG 정보 및 자료가 표준적인 가치평가에 있어서 필요한 재무 및 경영성과 지표와 어떻게 연계될 수 있는지에 대한 실증적 모수의 축적이 필요하다. 이러한 ESG 관련 표준화된 자료 및 측정 지표의 부재는 ESG 투자와 관련된 분야 전반에 걸친 문제점이라 할 수 있으며 PE는 그 문제점이 가장 크게 부각되는 분야라 할 수 있다. 상장기업의 경우 시장 가격을 이용하여 ESG 요소가 기업가치에 미치는 영향을 불완전하게나마 추산할 수 있지만, 대부분 비상장기업인 PE의 피투자기업은 추정의 불확실성이 높을 수 밖에 없다. 물론 시간이 지남에 따라 현재 글로벌 PE 운용사 개별적으로 이루어지고 있는 ESG 투자 노하우와 경험의 축적이 일정 부분 이루어지고 나면 업계 전반의 공통적인 데이터의 축적이 이루어질 것으로 예상된다.

국내 PEF 시장의 특징과 ESG 투자에 대한 영향

국내 PEF 시장에서의 ESG 투자 확산은 해외와 마찬가지로 공적연기금과 정책금융기관의 ESG 참여 확대에 의해 주도될 것으로 예상된다. 자금모집이 소수 출자자로부터 이루어지는 PEF의 속성상 이러한 주요 출자자의 ESG 참여 의지는 절대적이기 때문이다. 이러한 추세에 따라 ESG 성과 축적을 위해 인적 · 물적 자원 측면에서 상대적으로 유리한 선도 운용사와 그렇지 않은 후발 운용사 간 격차가

벌어질 것으로 예상된다. 한편, 피투자기업 규모와 투자방식에서 해외 PE 시장과 상이한 국내 PEF 시장의 특성은 ESG 투자 확산의 속도에도 영향을 미칠 것으로 예상된다.

첫째, 국내 PEF의 피투자기업은 대부분 비상장 중소 · 중견기업으로 이들 기업 중 PEF 투자가 가능한 주요 기업은 국내외 제조업 공급망에 속해 있어 생존 또는 평판위험 관리를 위해 ESG 경영 도입의 필요성이 높아지고 있다. 반면, 이들 비상장 중소 · 중견기업에 대해서는 아직까지 ESG 의무공시가 도입되지 않아 ESG 관련 정보가 부족하며 ESG 경영을 구현할 기업 내 전담인력이 부족하다. 국내 상장기업의 경우 2030년 ESG 의무공시 시행을 앞두고 ESG 공시 체계 구축을 위한 노력이 지속되고 있으나, 비상장기업 ESG 공시 제도에 대한 검토는 아직 이루어지고 있지 않다. 따라서 중소 · 중견기업에 대한 PEF의 ESG 관여는 필수적인 반면 ESG 전문인력과 같은 피투자기업의 ESG 경영자원 부족으로 실효성 있는 ESG 투자 확산에는 시간이 소요될 것으로 예상된다.

둘째, 최근 국내 PEF 시장에서 바이아웃 비중이 증가하고 있으나 국내 PEF 투자의 상당 비중은 소수지분 투자로서 피투자기업에 대한 적극적 ESG 관여에 본질적 제한이 따를 수 있다. 이는 바이아웃 투자가 대다수인 서구 PE 시장과 달리 소수지분 투자가 상대적으로 높은 비중을 차지하는 아시아 PE 시장에서도 공통적으로 제기되는 사항이다. 2대주주 이하의 지분 투자가 이루어지는 소수지분 투자의 경우 포괄적인 ESG 통합의 추진에 어려움이 따를 수 있다. 또한, 소수지분 투자에 ESG 투자 초기 단계에서 흔히 활용되는 네거티브 스크리닝(negative screening) 방식을 사용할 경우 모집한 자금 규모 대비 충분한 투자처 발굴에 어려움을 겪을 수 있다.

한편 지속가능한 ESG 투자의 확산을 위해서는 피투자기업에 대한 ESG 관여 뿐만 아니라 운용사 자체의 ESG 경영 도입과 ESG 투자 철학의 조직원 간 공유, 그리고 ESG 투자 성과와 인력 보상체계와의 연동이 필요하다. 이는 아직까지 피투자기업에 대한 ESG 투자의 도입 단계에 머무르고 있는 국내 PEF가 장기적인 관점에서 효과적이면서도 지속가능한 ESG 통합을 이루어낼 수 있는 조직자본이 될 것이다.

국내 PEF 시장은 PE가 이미 성숙하고 ESG 투자의 도입도 국내보다 상대적으로 빠른 미국 및 EU 등 해외 PE 시장과 달리 다소 불리한 ESG 투자 환경을 가지고 있다. 따라서 국내 PEF 운용사는 ESG 성과 측정, ESG 공시, 출자자 보고 등 해외 ESG 투자에서 발생하고 있는 일반적인 현안에 추가하여 국내 PEF 시장의 고유한 특징에 기인하는 다소 불리한 ESG 투자 환경 극복을 위한 노력이 배가될 필요가 있다.

CBDC에 대한 미연준의 입장과 주요국 중앙은행의 준비 현황

□ 그동안 CBDC에 관해 신중했던 미연준이 금년들어 발행 가능성을 전제한 전향적 기조를 보임

□ 일부 언론은 이를 중국 인민은행의 CBDC 발행 임박과 연관을 지으나 미국은 CBDC의 긍정적 측면에서 검토임을 밝히며 다른 국가와의 관련성에 선을 그음

□ 미국을 제외한 주요국 중앙은행들은 팬데믹 및 민간 가상화폐시장 열풍 등을 계기로 그동안 거액결제용 CBDC 중심에서 소액결제용으로 연구를 강화하고 있으며, 이와는 별도로 BIS와 함께 CBDC의 역외거래 활용 등에 관한 공동 연구를 진행

□ 금융 및 기술발전과 함께 팬데믹으로 인하여 지급수단의 디지털화가 빠르게 진행되면서 향후 CBDC의 도입 시기는 더 빨라질 가능성이 있음

□ 그동안 미연준은 중앙은행 디지털화폐(Central Bank Digital Currency, 이하 CBDC)에 대해 매우 신중한 입장을 표명하였으나, 금년들어 이전과는 다른 기조를 보임

— 지난해 초까지 미연준은 CBDC 발행보다는 관련 규제 및 국제표준 제정 등에서 미국이 주도적인 역할을 하기 위해 관련 연구를 진행한다는 입장[1)]

- 그동안 미연준은 달러화의 중요성을 고려하여 CBDC 발행 및 감독주체, 금융안정성 등 관련 제반 연구를 선제적으로 수행함으로써 CBDC 연구에서 주도권을 차지하기 위한 차원에서 CBDC를 연구 중이라고 밝혀 왔음

— 그러나 금년들어 CBDC에 관한 포커스를 관련 연구에서 발행으로 이동

- 2021년 2월, 연준은 CBDC 발행 전제 조건(명확한 정책 목표, 광범위한 이해관계자 지원, 견고한 법적 프레임워크, 강건한 기술적 기반, 시장의 준비상태 등)을 담은 연구결과를 발간하고 국민과 CBDC의 장단점에 관한 논의를 진행할 예정임을 밝힘[2)]
- 2021년 3월, Powell 연준의장은 바젤은행감독위원회(BCBS)가 주최한 가상결제 컨퍼런스에서 CBDC가 현금과 공존할 필요가 있음을 밝힘
- 2021년 5월, 연준의장은 홈페이지를 통해 CBDC를 다양한 측면에서 검토중이며 금년 여름 CBDC 발행 가능성을 전제한 토의보고서를 발표할 계획임을 언급[3)]

1) 김보영, 2020. 5, 중국의 법정 디지털화폐(CBDC) 발행 추진과 주요국의 입장 변화, 자본시장연구원 자본시장포커스 ZOOM-IN 2020-12호.

2) Federal Reserve, 2021. 2. 24, Preconditions for a general-purpose central bank digital currency, FEDS Notes.

3) Federal Reserve, 2021. 5. 19, Chair Powell's Message on Developments in the U.S. Payments System, May 20, 2021,

□ **최근 미국 내에서 비트코인 등 민간 가상화폐 시장이 커지면서 민간 가상화폐에 대해서는 규제 필요성이 크게 대두된 반면 CBDC는 지지하는 분위기가 조성**

— 최근 민간 가상화폐 시장이 빠른 속도로 확대되자 이의 부작용을 우려하며 규제 필요성이 대두

- 변동성 확대 등 높은 투기성에 따른 투자자보호 필요성
- 익명성을 이용한 자금세탁 및 테러자금 조달 동원 가능성 등 불법거래 악용에 대한 우려

— 반면 비대면 결제 증가, 결제시스템 편의성 등을 이유로 CBDC의 도입에는 지지를 보냄

- 팬데믹을 계기로 비대면 지급결제 거래가 크게 증가하자 안전하고 신뢰할 수 있는 지급수단의 디지털화에 대한 요구가 증가
- 2021년 2월, 미재무장관 Jenet Yellen은 뉴욕타임즈가 주최한 2021 DealBook DC Policy Project에서 연준의 디지털달러(digital dollar)에 대해 더 빠르고 안전하며 저렴한 지불수단일 될 수 있을 것이라고 언급
- 2021년 5월, 미연준이사 Lael Brainard는 세계 최대 블록체인 행사 Consensus2021에서 민간 가상화폐의 변동성 및 소비자 보호 측면 등의 위험을 강조하며, 중앙은행이 발행하는 디지털 달러의 효율성과 금융포용성을 강조[4]
- 2021년 6월, '강력한 금융 시스템 구축: CBDC의 기회'라는 주제로 열린 미상원 청문회에서 Elizabeth Warren 미상원의원은 민간 가상화폐 시장 확대의 부작용과 이에 대한 대안으로 CBDC가 성공적으로 설계될 경우 금융시스템의 효율성과 안전성을 개선할 수 있다고 언급

□ **이를 두고 일부 언론 등에서는 미 · 중 갈등이 지속되는 상황에서 미연준의 입장 변화를 중국 인민은행의 CBDC 발행과 연관지으나 미연준은 결제편의성, 거래비용 절감 등 긍정적 측면을 중심으로 논의 중임을 강조하며 다른 국가와의 관련성에 선을 그음**

— 중국은 2014년부터 인민은행 CBDC인 DCEP(Digital Currency Electronic Payment) 발행을 준비하였으며 현재까지 가장 진전된 디지털 화폐로 평가받으며 상용화를 앞두고 있음

- 2020년 10월, 선전시 뤄후구에서 첫 시범운영을 실시하였고, 이후 쑤저우(12월)[5], 선전시 푸테구(2021.1월), 선전시 롱화구(2021.2월), 베이징(2021.2월) 등으로 시범운영을 확대 실시[6]

— 일부에서 연준의 CBDC 발행 공론화와 인민은행 DCEP 상용화의 연관성을 기정사실화하자 미연준은 미달러화의 국제적 위상 및 CBDC의 실용성 등 긍정적 측면에서 대중 및 다양한 전문가의 의견을 반영한 논의를 시작한 수준임을 강조[7]

News&Events.

4) Coindesk, 2021. 5. 24, Fed's Brainard Breaks Down CBDC Policy Considerations, Sees Price Pressures Waning in the Future.

5) 오프라인 결제 및 온라인 쇼핑몰 결제 테스트

6) 김준기, 2021. 3, 중국 디지털 인민폐 시범운영 현황과 시사점, KOTRA 중국 시안무역관.

7) 한국은행, 2021. 5. 24, 최근 연준의 디지털화폐(CBDC) 추진 관련 움직임 및 시사점, 국외사무소자료(워싱턴주재원 현지정보).

- 2021년 2월, 연준의장은 의회보고에서 CBDC의 기술 및 설계이슈 등을 검토 중이며, 관련 영향을 다양한 측면에서 면밀하게 검토한 후 오래 걸리더라도 제대로 추진하는 것이 중요하다는 입장을 밝힘
- 2021년 4월, 연준의장은 FOMC 기자간담회에서 글로벌 준비자산으로서 미국달러의 지위는 확고하며, 여타 국가의 CBDC가 미국 내에서 통용될 화폐가 아니라는 견해를 밝힘

— 중국 또한 그동안 많은 매체 및 전문가들이 DCEP 개발에 대해 위안화 국제화 및 미달러화 대체 가능성 등과 연관지어 언급한 것에 대해 최근 공식적으로 이 둘은 별개의 문제라고 밝힘

- 2021년 4월, 인민은행 부총재 Li Bo는 보아오포럼에서 위안화 국제화는 기타 국제통화를 대체하는 것이 아니며, DCEP의 국제적 사용은 매우 복잡한 문제로 추후 가능성이 있을지 모르나 현재는 불가능함을 밝힘

□ **그동안 주요국 중앙은행들은 거액결제용 CBDC를 중심으로 연구 및 테스트를 시행하였으나 지난해 팬데믹에 이어 최근 과도한 민간 가상화폐 열풍 등의 영향으로 소액결제용 CBDC 연구를 강화**[8]

— 그동안 효율적인 지급결제시스템을 보유한 주요국들은 금융기관간 결제 효율성 및 복원력을 높이고, 운영리스크를 줄이는 결제시스템 개선을 목표로 관련 사업을 진행[9]

- 싱가포르통화청(MAS)은 분산원장 기반의 거액결제용 CBDC를 직접 발행하여 2016년 11월~2020년 7월에 걸쳐 5단계의 프로젝트(Project Ubin)를 완료, 2019년 4단계 작업에서 캐나다중앙은행(BoC), 영란은행(BoE) 와 함께 이종통화의 국경간 지급결제 테스트를 수행
- 일본은행(BoJ)과 유럽중앙은행(ECB)은 2017년 9월~2020년 2월에 걸쳐 분장원장 기술을 활용한 중앙은행 및 참가기관 간의 거액결제 자금 이체 공동 프로젝트(Project Stella)를 완료

— 그러나 지난해 코로나19 바이러스 확산으로 비대면 지불수단 논의와 함께 CBDC가 주목 받았으며 금년들어 전세계적으로 민간 가상화폐 열풍이 과도해지자 각국 정부와 중앙은행은 이의 위험성을 경고하는 동시에 국내 경제주체를 대상으로 한 CBDC 관련 연구를 확대

- ECB는 2020년 10월 발표한 디지털유로 보고서에서 사회 전반의 급속한 디지털 전환, 금융의 포용성 등의 측면에서 디지털 유로 발행을 전제로 발행의 기본원칙, 필수요건 등을 제시, 2021년 1월 EU집행위는 ECB와 도입 타당성에 대한 논의를 거친 후 7월경 디지털유로 도입 여부를 발표할 예정[10]
- 수년간 관련 연구를 진행했던 영국 재무부와 영란은행은 2021년 4월, CBDC 도입 결정을 내리지 않았으나 본격적인 CBDC 사용에 관한 연구를 위해 TF를 출범하고 향후 관련 연구를 포괄적으로 진행할 계획을 발표[11]

---

8) CBDC는 이용목적에 따라 모든 경제주체가 이용할 수 있는 소액결제용(general-purpose) CBDC와 은행 등 금융기관들이 이용하는 거액결제용(wholesale) CBDC로 나누어짐.

9) 한국은행, 2020. 5. 18, 해외 중앙은행의 CBDC 추진 현황(기술검토 진행상황을 中心으로), 보도참고자료.

10) ECB, 2020. 10. Report on a digital euro.

11) Bank of England, 2021. 4. 19, Bank of England statement on Central Bank Digital Currency, Bank of England News and publications.

- 그동안 소액결제 CBDC 도입에 부정적이었던 일본은행은 발행 계획은 없으나 향후 지급결제 시스템 변화 및 대중의 수요에 대비하는 차원에서 2020년 10월 디지털통화 보고서를 발표하고 2021년 4월부터 1년간 3단계의 CBDC 테스트를 실시, 특히 마지막 3단계에서는 민간사업자 및 일반 소비자가 참여하는 공개 테스트가 포함[12)13)]

□ **이와 함께 주요국 중앙은행들은 향후 글로벌 지급결제시스템 환경 변화에 대비하여 자체 연구와 별도로 BIS를 중심으로 CBDC의 역외거래 활용 등에 관한 공동연구를 동시에 진행**

— 2020년 1월, BIS와 주요국(일본, 유럽, 영국, 스웨덴, 스위스, 캐나다) 중앙은행은 CBDC 공동연구에 착수

- 2019년 페이스북의 디엠(당시 리브라) 프로젝트 발표를 계기로 주요국 중앙은행들은 스테이블 코인에 강력한 규제를 촉구하는 동시에 CBDC 공동 연구에 착수

— 주요국에 설립한 BIS 혁신금융허브와 해당국의 중앙은행이 공동으로 CBDC 프로젝트를 중점적으로 수행

- BIS 혁신허브(Innovation Hub)란 금융서비스의 기술혁신이 가속화되면서 글로벌 금융시스템 및 중앙은행에 큰 영향을 주자, 디지털화폐, 분장원장기술 등 금융기술 트렌드를 연구하기 위해 설립한 조직
- 현재 홍콩(2019년 설립), 런던(2021년), 스톡홀름 노르딕센터(덴마크, 아이슬란드, 노르웨이, 스웨덴 중앙은행, 2021년), 싱가포르(2019년), 스위스(2019년) 등에서 혁신허브가 운영 중

BIS 혁신허브에서 진행중인 CBDC 프로젝트

센터	프로젝트명	내용
스위스	Helvetia	· 스위스 국립은행(SNB) 및 금융인프라 운영사 SIX와 함께 토큰화된 거액결제용 CBDC의 결제 및 분장원장플랫폼과 기존 지급결제시스템과의 연결 등의 기능적 실행가능성 및 법적 견고함에 관하여 연구
홍콩	mCBDC Bridge	· mCBDC Bridge는 분장원장기술의 기능 및 이종통화의 역외 지급결제 금융인프라에 CBDC를 적용하는 연구를 시험 중인 거액 CBDC 공동개발 연구 프로젝트 · 기존 홍콩 통화당국(HKMA)과 태국 중앙은행이 Inthanon-LionRock 이라는 프로젝트로 처음 시작, 이후 중국 인민은행 및 아랍에미레이트 중앙은행이 함께 참여
	Aurum	· 상업은행 및 결제서비스 업체를 통한 소액결제 CBDC의 유통에 관한 연구로 hybrid CBDC 및 CBDC가 보증하는 e-money의 두 가지 구조를 모두 포함
싱가포르	Dunbar	· 싱가포르 통화청(MAS)과 함께 다중통화 CBDC를 사용한 국제 결제시스템 네트워크에 관하여 연구

자료: BIS

12) Bank of Japan, 2020.10. 9, The Release of "The Bank of Japan's Approach to Central Bank Digital Currency", Announcements.

13) Bank of Japan, 2021, 4. 5, Commencement of Central Bank Digital Currency Experiments.

□ **금융 및 기술의 발전과 함께 팬데믹으로 지급수단의 디지털화가 빠르게 진행되면서 향후 CBDC 도입 시기는 빨라질 가능성이 있음**

— 금년 발표된 BIS의 중앙은행 CBDC 서베이에 따르면, 2020년 12월 기준, 조사대상 65개국 중앙은행 중 86%가 어떤 형태로든 CBDC 발행에 관한 검토작업에 착수 중[14)]

— 팬데믹을 계기로 전세계 중앙은행들은 그동안의 CBDC 개념 연구 중심에서 실제 실험으로 연구를 발전

• CBDC 연구 현황을 살펴보면 CBDC 가능성을 검증하는 단계에 해당되는 국가는 42%(2019년)→60%(2020년)로, 개발 및 파일럿 테스트 단계에 해당되는 국가는 10%→14%로 증가

— CBDC 발행 필요성은 각국 상황별로 상이하나 향후 글로벌 지급결제시스템 변화 대응 등으로 도입이 빨라질 가능성이 있음

• 최근 BIS는 50개국 중앙은행을 대상으로 CBDC를 활용한 역외결제 거래의 잠재 수요를 조사하는 등 향후 CBDC의 역외결제 시스템 등의 구축에 대비하여 국제적 공조 필요성을 언급[15)]

선임연구원 김보영

14) BIS, 2021. 1. 27,Ready, steady, go? — Results of the third BIS survey on central bank digital currency, BIS Papers No 114.

15) BIS, 2021. 6. 11, CBDCs beyond borders: results from a survey of central banks, BIS Papers No 116.

영국의 회계감사 및 기업지배구조 감독체계 개혁 추진 현황

□ 영국 정부는 기업 재무정보의 신뢰성 향상을 위해 회계감사 및 기업지배구조 감독체계에 관한 광범위한 개혁을 추진 중

□ Big4 감사법인의 시장지배력을 완화하는 차원에서 소규모 감사법인의 활용을 확대하고 기업 이사의 보고 의무 및 책임을 강화하는 방안을 제시

□ 이와 같은 개혁은 기업의 회계부정과 감사실패를 줄이기 위해 Big4 감사법인 중심의 독점적인 회계감사시장을 개선하고 기업 내부의 감독체계를 강화하기 위한 목적

□ 영국의 회계감사 및 기업지배구조 감독체계 개혁 조치로 기업 재무정보의 질적 향상을 기대할 수 있지만, 소규모 감사법인의 감사역량을 제고하고 기업이 충분히 대비하는 데 필요한 준비기간에 대한 고려 필요

□ 영국 정부는 기업 재무정보에 대한 신뢰성 향상을 위해 회계감사 및 기업지배구조 감독체계에 관한 광범위한 개혁을 추진 중임

— BEIS(Department for Business, Energy and Industrial Strategy)[1]는 2021년 3월 발간한 백서를 통해 Big4 감사법인[2]의 시장지배력을 완화하고 감사인 및 기업 이사의 책임을 강화하는 다양한 방안을 제시함[3]

- Big4 감사법인의 독점력을 억제하기 위해 시장점유율을 제한하거나 소규모 감사법인과 합동으로 '공유감사(shared audit)'[4]를 실시하고 감사인의 회계문제에 관한 보고 의무를 강화하는 등의 방안을 제안함
- 또한 기업 이사의 책임을 강화하는 차원에서 내부통제에 관한 보고 의무를 확대하고 회계부정과 같은 심각한 문제 발생하는 경우 이사에 대한 벌금 부과 및 직무 정지와 같은 제재도 강화함
- 특히, 회계감사 및 기업 내부감독 기능이 제대로 작동하는지 검토하기 위해 새로운 규제 기관인 ARGA(Audit, Reporting and Governance Authority)의 책임 및 권한을 강화함

1) 에너지 · 기후 변화부와 사업 · 혁신 · 기술부를 통합한 영국 정부의 행정부처

2) Deloitte, EY(Ernst & Young), KPMG, PwC(PricewaterhouseCoopers)

3) UK government, 2021. 3. 18, Business Secretary launches major overhaul of UK's audit regime in wake of big-name company collapses, Press release.

4) 공유감사(Shared Audit)는 일반적으로 Big4 감사법인 중 한 곳이 감사에 대한 책임을 지고 회계감사 작업 중 일부(최소 30%)를 소규모 감사법인에 부여하는 것이고, 공동감사(Joint Audit)는 두 곳의 감사법인이 공동의 책임을 지고 유사한 수준의 회계감사를 진행하는 것으로 차이가 있음

영국 회계 감사 및 기업지배구조 감독체계 개혁의 주요 내용

목적	주요 내용
회계감사시장의 시장지배력 완화	· FTSE350 기업에 대한 Big4 감사법인의 시장지배력 완화를 위해 Big4 감사법인과 소규모 감사법인 간의 '공유감사(shared audit)' 실시 · 개선되지 않을 경우 FTSE 350 기업을 대상으로 Big4 감사법인의 시장 점유율 한도를 설정 · 감사법인의 감사와 비감사 부서 간의 구조적인 분리 · 운영 의무
회계감사에 대한 신뢰성 향상	· 회계부정 방지를 위한 감사인 및 기업 이사의 보고 의무 신설 · 감사위원회의 감사인 임명 및 감독에 대한 권한 강화 · 재무제표 외에도 감사 범위를 확장하여 환경(Environment), 사회(Society)를 위한 지속가능한 목표도 검토
기업 이사의 의무 및 책임 강화	· 이사는 배당 가능한 적립금 총액을 공시하여 기업의 지급 상태를 파악하고 보고 · 이사는 내부통제 효과에 대한 검토를 수행하고 보고서를 작성 · 심각한 경우 벌금 또는 일시적 정직 처분 · 파산위험이나 기업붕괴 혹은 위법행위 시 해당기업 이사에게 지급한 현금 또는 주식 환수 가능 · 이사는 기업 전망을 평가하고 기후 변화로 인한 위험을 포함하여 장단기 위험 평가를 위한 '탄력성 성명서(resilience statements)' 작성을 의무화
회계감사 감독기관의 권한 강화	· ARGA(Audit, Reporting and Governance Authority)는 FTSE 350 기업뿐만 아니라 대규모 비상장 기업을 감독할 권한 보유 · ARGA에 기업의 재무제표 작성과 관련하여 수정 및 설명요구 등의 강력한 권한을 부여하는 법적 기반을 마련 · ARGA의 검토범위를 연례보고서 전체로 확장하여 기업지배구조 보고서 및 이사보수 및 감사위원회 보고서, CEO 보고서 등을 포함

자료: BEIS, 2021. 3, Restoring trust in audit and corporate governance; AccountancyAge, 2021. 3. 18, 'Once in a generation' audit reforms published

□ **이와 같은 영국의 회계감사시장 및 기업지배구조 개선을 위한 제도 개혁은 그동안 축적된 기업의 회계부정 사건과 감사실패 문제로 인해 Big4 감사법인 중심의 과점적인 회계감사시장 개선의 필요성을 인식하고 기업 내부의 감독체계를 강화하기 위한 목적임**

— Big4 감사법인이 회계감사를 실시한 기업임에도 불구하고 대규모 기업의 회계부정 사건이 지속적으로 발생하면서 기업 내부의 감독기능뿐 아니라 감사인의 부실감사 실태와 Big4 감사법인의 시장독점에 관한 문제가 제기됨

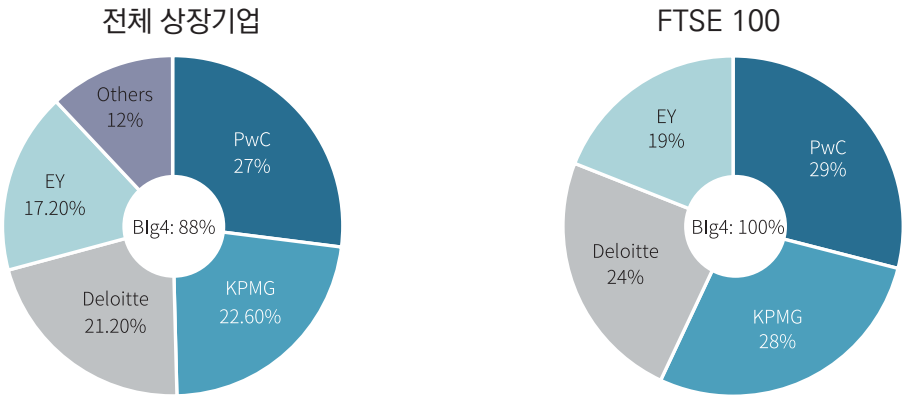
- 2016년 백화점 체인인 BHS의 경우 자금난으로 파산한 이후 부실감사를 했던 PwC가 6,500만파운드의 벌금을 부과받은 사례가 있음
- 2018년에 발생한 시설관리 · 건설분야의 2위 규모였던 카릴리언(Carillion)의 부도사건은 직전연도 감사에서 적정 감사의견을 받았음에도 과다한 부채로 인해 4개월만에 파산하면서 감사를 맡았던 KPMG에 대한 책임 문제가 대두되었고, Big4 감사법인의 시장독점 문제가 거론되는 계기가 됨

- 2019년에는 여행기업인 토마스쿡(Thomas Cook)도 대규모의 경영진 보너스를 제공하며 자금난을 겪으면서 파산하였고, 감사를 담당했던 PwC가 자문업무까지 담당하여 2,100만파운드의 수임료를 받았다는 것이 논란이 됨

— 이와 같은 Big4 감사법인의 부실감사 사례는 독점적인 시장지배력을 가지고도 감사품질의 향상에 기여하지 못했다는 것에 대한 책임과 회계감사 규제기관인 FRC(Financial Reporting Council)의 기능에 대한 문제점을 인식하는 계기가 됨

- 영국 기업에 대한 Big4 감사법인의 시장점유율은 FTSE 100 기업의 경우 100%, FTSE 350 기업은 95%, 전체 상장기업에 대해서도 88%로 높은 시장지배력을 나타냄
- 대규모 기업의 회계부정 사건이 잇따르자 기업지배구조 및 회계감사 감독을 담당하는 기관인 FRC의 역할과 기능이 제대로 이루어지지 않는다는 문제점이 제기되었고[5], 이에 감독 권한이 더욱 강화된 AGRA라는 새로운 규제기관을 설립하기로 함

영국 기업에 대한 감사법인별 시장점유율



주 : 2019년말 기준

자료: Audit Analytics, 2021. 3. 16, Who Audits Public Companies-United Kingdom

□ **Big4 감사 법인의 회계감사시장 지배력을 완화하고 감사인 및 기업 이사의 책임을 강화하는 내용을 중심으로 한 제도 변화에 따라 기업 재무정보의 질적 향상이 기대되는 가운데, 영국의 개혁 조치는 다른 국가에도 영향을 미칠 것으로 예상됨**

— 이번 개혁의 목적은 2020년 발표된 Big4 법인의 회계감사 및 자문 업무의 분리에 더하여 소규모 감사법인의 활용을 확대하여 경쟁력 있는 회계감사시장을 형성하고, 기업의 내부감독을 강화하여 재무보고 투명성을 높이기 위함임

- 영국은 2020년 동일 감사법인이 감사업무와 자문업무를 함께 담당하지 못하도록 감사서비스와 비감사서비스를 분리하는 원칙을 발표함[6]

5) Financial Times, 2018. 4. 17, L&G chief to lead probe of 'toothless' accountancy watchdog.

6) Big4 법인에 대해서는 실행방안을 제출하도록 하였으며 FRC는 분리 운영에 대한 22단계 계획을 발표하여 2024년부터 의무화하도록 정함(FRC, 2020. Operational Separation Principles July 2020; FRC, 2021. Operational separation of audit practices)

- 소규모 감사법인과 Big4 감사법인의 공유감사는 Big4 감사법인의 독점적인 지배력을 완화시켜 감사시장의 경쟁도를 제고함으로써 감사품질 향상을 기대할 수 있고, 기업의 내부 감독 강화와 어우러져 재무정보의 신뢰성을 높일 수 있을 것으로 기대함

— 영국의 Big4 감사법인에 대한 시장점유율을 제한하려는 움직임은 회계감사시장에 큰 변동을 초래하는 계획으로 해외 다른 국가에서도 Big4 감사법인의 시장독점이 나타나고 있는 상황에서 이번 개혁은 회계감사시장에서 중요한 전환점이 될 것으로 예상됨

- 영국뿐 아니라 미국 S&P500, 독일 DAX30, 네덜란드 AEX25, 스페인 IBES35 기업의 경우 거의 대부분이 Big4 감사법인의 회계감사를 받고 있는 것으로 나타나 대규모 기업 감사에 대한 Big4 감사법인의 높은 시장지배력이 나타남[7)]

□ **한편, 이번 개혁을 추진하는 과정에서 소규모 감사법인의 감사역량을 제고하고 기업이 충분히 대비하는 데 필요한 준비기간에 대한 고려가 필요함**

— 소규모 감사법인의 활용 확대는 대규모 우량 기업의 회계복잡성과 이에 대처하는 역량 부족으로 인한 감사 리스크에 따른 우려가 있음[8)]

- Big4 감사법인의 감사품질이 높다는 여러 연구에서는 소규모 감사법인의 인력 및 보수규모, 경험치 등이 Big4 감사법인에 비해 작아 높은 감사품질로 이어지지 못한다는 결과를 나타냄[9)]
- 또한 공유감사를 실시할 경우 회계감사 업무의 배분 및 중복에 따른 비효율이 증대될 수 있음

— 또한 기업의 입장에서는 부담이 가중될 수 있는데 최근 영국 상장기업 CFO를 대상으로 실시한 설문조사 결과에서도 감사시장 및 기업지배구조 개혁안 시행을 계획보다 연기해야 한다는 의견이 68%로 나타남[10)]

- 응답자의 85%는 개혁안을 수행하기 위해 기업에서 내부통제 시스템 및 정관, 인력 등 정비해야 할 요소가 많고, 완전한 구현을 위해서는 2년 이상의 기간이 소요될 것으로 예상한다고 밝힘
- 또한, 응답자의 66%는 미국의 사베인스 옥슬리법(Sarbanes-Oxley Act)과 같은 규정을 준수하기 위해서는 기업의 내부통제시스템을 개선해야 한다고 답해 선제적 준비가 필요함을 시사함
- 그리고 공유감사를 받는 기업은 양쪽에서 감사받았다는 점에서 재무정보에 대한 투자자의 신뢰성 향상이 될 수 있다는 장점이 있으나 인력 및 시간, 비용이 더 소요되어 이중으로 감사를 받는 부담이 있을 것으로 예상됨

선임연구원 홍지연

7) 2019년말 기준, Audit Analytics, 2020, 2019 Auditor Market Share.

8) Reuters, 2021. 7. 8, Britain's bosses: Delay 'step into the unknown' audit reform.

9) Francis, J. R., Yu, M. D., 2009. Big 4 office size and audit quality. The accounting review 84(5), 1521-1552; Eshleman, J. D., Guo, P., 2014, Do Big 4 auditors provide higher audit quality after controlling for the endogenous choice of auditor?. Auditing: A Journal of Practice & Theory 33(4), 197-219.

10) Lemmon, T., 2021. 6. 9, FTSE firms call for audit reform delay, AccountancyAge.