

OPINION

연구위원
이상호

최근 상장사 대규모 횡령 사태와 내부회계관리제도의 시사점*

코스닥 상장사의 대규모 횡령 사태로 내부회계관리제도의 실효성에 대한 논란이 불거졌다. 2016년도부터 2021년까지 주권상장법인을 대상으로 횡령·배임 사건의 발생 빈도를 전수 조사한 결과 2019년도부터 단계적으로 시행된 내부회계관리제도의 감사는 횡령·배임 사건을 예방하는 데 일정 부분 기여한 것으로 판단된다. 그럼에도 불구하고 최고경영진의 확고한 의지 없이는 이와 같은 대규모 횡령 사태의 재발을 막기 어렵다는 점에서 관련 제도의 보완 방안을 마련할 필요가 있다. 첫째, 중요성 금액 기준을 초과하는 금융자산 및 금융부채에 대해서는 중간재무제표의 검토 과정에서 계정잔액의 입증가능 여부에 대해 보다 엄격한 검토 절차를 수행할 필요가 있다. 둘째, 횡령·배임죄의 형량에 대한 예측가능성을 높여 위반 동기를 원천적으로 억제할 필요가 있다. 셋째, 경영진과 이사회가 내부회계관리제도의 충실한 설계와 운영을 입증하는 경우 인적·금전적 제재를 경감하는 조항을 명문화하여 내부회계관리제도의 실효적 구축 및 운영에 대한 인센티브를 제공할 필요가 있다. 마지막으로 내부고발 유인을 확대하여 대규모 부정 사태의 예방과 조기 적발 유인을 제고할 필요가 있다.

회사는 신뢰할 수 있는 회계정보의 작성과 공시를 위하여, 회계정보의 오류 및 위·변조를 방지하기 위한 통제절차와 함께 관련 임직원의 업무분장 및 책임에 관한 사항을 포함한 ‘내부회계관리제도’를 갖추어야 한다.

- 주식회사 등의 외부감사에 관한 법률(이하 외부감사법) 제8조 -

외부감사법 상 내부회계관리제도에 관한 법적 의무는 형식적 설계만을 갖출 것을 의미하는 것이 아니다. 회계정보의 신뢰성을 확보하기 위해 경영진으로 하여금 실질적인 통제와 운영, 엄정한 관리를 수반할 것을 요구한다. 회계감사만으로는 모든 오류·부정을 적발할 수 없고 정보이용자에게 절대적 확신을 제공할 수 없는 고유 한계가 존재하기 때문이다. 이에 재무제표의 작성 책임이 있는 경영자 스스로에게 재무보고 과정 전반에 걸쳐 회계정보의 완결성을 높이도록 법적 의무를 부여한 것이다. 효과적인 내부회계관리제도의 설계와 운영으로 잘 통제된 환경에서는 위반 행위자의 동기가 고의이든 과

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

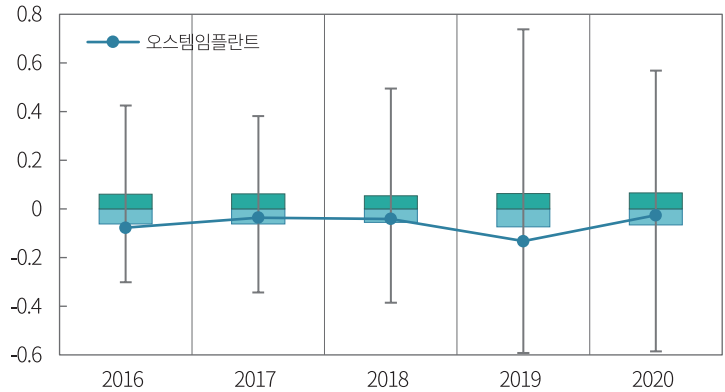
실이든 합리적인 수준에서 이를 사전에 예방할 수 있다.

2022년 1월 3일, 코스닥시장에 상장된 오스텨임플란트는 자금관리 직원이 1,880억원의 회사 자금을 횡령한 혐의가 있음을 공시했다. 내부회계관리제도가 정상적으로 구축·관리·운영되었다면 발생할 수 없는, 발생해서도 안 될 일이 일어난 것이다. 최초 공시 이후 추가적인 횡령 혐의가 확인되면서 최종 횡령 규모는 2,215억원으로 파악됐다. 추가 횡령액 335억원은 이미 회사로 반환되어 피해발생액에 해당되지는 않으나 결과적으로 2021년 9월말 기준 모회사가 보유하는 것으로 공시한 현금성자산의 91%는 실재하지 않았다.¹⁾ 1월 25일 681억원 상당의 금괴를 환부 받는 등 피해액의 상당 부분은 회수 가능할 것으로 보이나, 횡령이 발생하기 이전에 정상적으로 작동했어야 할 내부통제 기능이 전혀 작동하지 않았다는 점에서 지배기구, 경영진, 내부감사의 중과실이 없었는지는 엄중히 따져보아야 한다.

1997년에 설립한 오스텨임플란트는 본업에서의 우수한 브랜드 평판을 기반으로 장기간 꾸준히 잉여금을 축적해왔으며 차입자본을 공격적으로 활용하여 고성장을 달성해왔다. 최근 중국 시장을 필두로 고마진 제품의 매출이 증가하면서 수익성도 대폭 향상되어 2021년 3분기 연결 자기자본수익률(ROE)은 57.6%를 기록했다.²⁾ 팬데믹 국면 이후 이익 지속성을 유지하기 어려울 것으로 예상되는 진단키트 판매 기업을 제외하면 의료 섹터 내에서 오스텨임플란트의 실적은 독보적이다. 최근 5년 간 재량적 발생액(discretionary accruals)으로 추정된 오스텨임플란트의 이익의 질(quality)도 매우 우수한 편이다(〈그림 1〉 참조).³⁾ 견조한 펀더멘털로 투자자의 기대감이 컸기에 대규모 횡령 사태는 시장에 적지 않은 충격을 안겼다.

-
- 1) 2021년 9월말 오스텨임플란트의 현금성자산 규모는 별도재무제표를 기준으로 현금 및 현금성자산과 단기금융상품을 합산한 2,062억원으로 파악하였으며, 이는 당기손익-공정가치(FVPL)로 측정하는 주식 및 수익증권 보유 내역 867억원을 포함하지 않은 금액이다.
 - 2) 동기간 금융회사를 제외한 2,176개 기업 중 자기자본수익률(ROE)이 50%를 초과하는 기업은 19개사에 불과하다.
 - 3) 재량적 발생액은 영업현금흐름과 순이익의 비정상적 괴리 정도를 측정하는 지표로 이 값이 작을수록 이익의 질이 높다. 오스텨임플란트의 재량적 발생액이 낮은 이유는 고객사인 치과와 대량의 장기 공급계약을 맺고 금융회사로부터 전체 계약금액을 선수취하는 영업구조에 기인한다. 계약수주 시점에 영업현금흐름을 조기에 수취하는 반면, 장부상 매출은 실제 제품을 공급하여 위험과 보상이 고객사로 이전된 이후 인식하므로 의료 섹터 내 타 기업 대비 이익의 질이 우수하게 나타난다. 반대의 예로 셀트리온헬스케어의 2020년 재량적 발생액은 상위 10% 수준이며 이는 섹터 내 타 기업 대비 공격적인 회계처리 관행을 보이는 것으로 해석할 수 있다.

〈그림 1〉 의료 섹터의 연도별 재량적 발생액 분포



- 주 : 1) 의료 섹터(FnGuide Sector 분류기준)의 연도별 성과대응 재량적 발생액에 대한 상자 그림(box plot)으로 상자의 중앙은 중위수, 하단은 하위 25%, 상단은 상위 25%를 의미
 2) 재량적 발생액은 수정 Jones 모형을 활용하여 추정하며, 섹터 내 기초 총자산수익률 차이가 가장 작은 기업을 1대1 매칭하여 기업 성과와 발생액 간 비선형성을 보정(Kothari et al., 2005)
 3) 중위수 미만에 위치할수록 영업현금흐름 대비 보수적인 회계처리 가능성이 높으며, 이익의 질(quality)이 높은 것으로 해석(Dechow et al., 2010)

자료: FnGuide, 자본시장연구원

더욱이 개정 외부감사법의 시행으로 감사환경이 한층 강화되었고, 내부회계관리제도의 인증 수준 역시 검토에서 감사로 상향되는 와중에 내부회계관리제도의 부실이 드러나 회계개혁 전반의 실효성에 대한 논란도 초래했다.⁴⁾ 자산규모 5천억원 이상에 해당하는 오스템임플란트는 2020년 처음으로 내부회계관리제도의 외부감사를 받았다(〈그림 2〉 참조). 통제활동의 구축 시 업무분장은 가장 기초적으로 고려해야 할 사항이며, 업무분장은 거래의 기록, 승인 및 관련 자산의 보관에 대한 책임을 분리하는 것에서 시작한다.⁵⁾ 오스템임플란트는 내부회계관리제도의 설계 및 운영 효과성에 대해 ‘적정’ 의견을 받은 만큼 자금부문에 대해 중요한 취약점은 없었을 것으로 예상된다. 그럼에도 불구하고 동일한 담당자가 자금 이체의 승인과 기록을 동시에 담당하는 운영이 가능했다는 것은 어떠한 이유에서건 설계된 업무분장대로 통제절차가 수행되지 않았을 가능성을 시사한다. 거래에 대한 적정성 검토, 장부 상 잔액과 실제 잔액 간 대차 절차 등 여러 단계에 걸쳐 설계된 통제활동과 감독체계 역시 무시(override)되었을 개연성이 높다.

4) 파이낸셜뉴스, 2022. 1. 9, 초유의 오스템임플란트 횡령, ‘신 외감법 무용론’ 번지나.

5) 내부회계관리제도 설계 및 운영 개념체계 문단 A57 참조

〈그림 2〉 내부회계관리제도 감사 시행 일정

자산 규모	'18년	'19년	'20년	'21년	'22년	'23년	'24년	'25년	'26년	'27년	'28년
2조원 이상	검토	감사 의무화									
		계도 위주 감리					본격 감리				
5천억원~2조원	검토	감사 의무화									
		계도 위주 감리					본격 감리				
1천억원~5천억원	검토				감사 의무화						
					계도 위주 감리			본격 감리			
1천억원 미만	검토				감사 의무화						
					계도 위주 감리			본격 감리			

주 : 개별·별도 재무제표 기준 시행 일정이며, 연결재무제표 기준 내부회계관리제도의 감사는 2023년부터 자산 규모 2조원 이상 기업을 우선적으로 단계적 시행 예정

자료: 금융위원회(2021. 7. 12)

이에 대한 시장의 우려는 두 가지로 정리할 수 있다. 첫째는 내부회계관리제도의 감사 결과를 신뢰할 수 있는지에 대한 의문이다. 이는 내부회계관리제도 감사의 실효성에 대한 의문이기도 하며, 우리나라 자본시장에서 제2의 대규모 횡령 사태가 또 다시 발생할 가능성은 없는지에 대한 우려이기도 하다. 두 번째는 감사인의 분·반기 재무제표 ‘검토’ 과정에서 대규모 횡령과 같은 부정 사태를 조기에 적발할 수 없는지에 대한 의문이다.

우선 분·반기 재무제표의 검토에서는 감사인이 자산의 실재성을 확인할 의무는 없다. 일반적으로 검토 업무에서는 검사, 관찰, 조회 등을 통한 계정잔액의 입증절차를 요구하지 않으며, 재무·회계 담당자에 대한 질문, 분석적 절차의 수행으로 회계감사보다 낮은 수준의 확신을 제공한다.⁶⁾ 즉, 검토 수준으로는 중요 왜곡표시 사항을 발견하지 못할 위험이 상대적으로 높다.

다만, 분·반기 재무제표 검토의 도입 목적이 결산기에 감사 업무가 집중됨에 따라 발생할 수 있는 감사품질 저하 문제를 완화하고, 연중 상시 감사체제를 구축하여 회계부정의 발생 가능성을 낮추는 데 있음을 상기할 필요가 있다(정재연 등, 2018). 검토 수준의 한계로 인해 사업보고서 및 감사보고서 제출이 이루어지는 3월 이후부터 중간감사가 시작되는 11월까지(12월말 결산법인 기준) 약 7개월 간 자산의 실재성에 대한 외부감사가 공백 상황에 놓일 수 있다는 점은 내부통제에 취약점 혹은 미비점이 있을 것으로 예상되는 기업에 대해서 세부적인 검토 준칙을 보강할 필요성을 제기한다. 특히, 자금 관리 시스템이 구축되어 있지 않은 회사는 잔고증명서 위조에 의한 횡령에 취약할 수 있다. 중요성 금액 기준을 초과하는 금융자산 및 금융부채에 대해서는 계정잔액의 입증가능 여부에 대해 보다 엄격한 검

6) 분·반기 재무제표 검토준칙 문단 22 참조

토 절차를 수행할 필요가 있다.

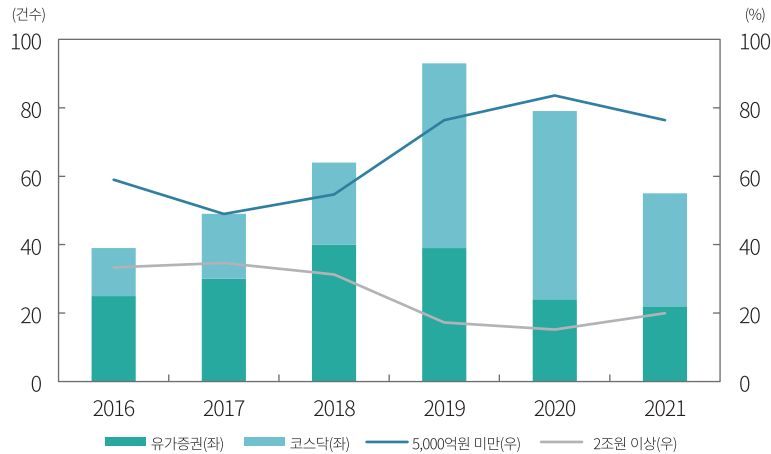
아울러, 내부회계관리제도에 대한 전사적인 인식 전환이 필요하다. 공인부정조사사협회(Association of Certified Fraud Examiners)가 전 세계 125개국을 대상으로 2,504건의 부정(fraud) 사건을 분석한 결과에 따르면, 사기·횡령으로 인한 기업 손실이 연간 매출의 5%에 육박한다(ACFE, 2020). 이는 사기·횡령이 특수한 상황에서 비경상적으로 발생하는 문제가 아니라 일상적, 시스템적으로 통제·관리되어야 하는 문제임을 시사한다. 홍콩 시장의 연구결과에 따르면, 사람에 대한 신의를 중시하는 아시아권에서 횡령의 빈도나 규모가 크게 나타나는 경향이 있으며, 이를 방지하는 데에 외부 회계감사의 역할은 제한적인 반면, 감사위원회 및 내부감사기구의 효과성 제고, 경영진의 확고한 의지와 강력한 윤리 강령 수립 등이 유의미한 통제수단으로 확인된 바 있다(Law, 2011).

즉, 오스팀임플란트 사태가 주는 교훈은 명확하다. 내부회계관리제도의 인증 수준을 높여 설계·운영의 효과성에 대한 감사를 의무화하더라도 최고경영진의 의지(tone at the top)가 뒷받침되지 않으면 내부회계관리제도는 형식에 불과한 허상(none at the top)으로 남는다는 사실이다. 문서화된 증빙 자료를 통해 내부회계관리제도의 유효성을 입증하고 적정 의견을 받는 것은 불가능하지 않다. 실질적 운영을 위한 경영진의 확고한 의지를 바탕으로 기업 내부에서부터 독립적인 감독과 전사적 지원이 수반되어야 한다. 그래야만 내부회계관리제도의 구축·인증에 투입하는 자원이 헛된 비용으로 낭비되지 않고, 오히려 위험을 예방하고 운영효율성을 높이는 투자가 되는 것이다. 그러한 점에서 오스팀임플란트 사태 이후 경영진 스스로 내부회계관리제도 운영의 실효성을 높이기 위한 자발적 노력이 감지된다는 점은 긍정적이다.⁷⁾

다만, 한 기업의 일탈에 가까운 사례를 지나치게 일반화하여 지난 3년여 간 우리나라 자본시장의 회계투명성을 높이기 위한 개혁조치의 실효성에 대해 논란을 제기하는 것은 경계해야 한다. 유가증권 및 코스닥시장 상장 기업을 대상으로 연도별 횡령·배임 사건 발생 건수를 살펴보면, 내부회계관리제도의 감사가 의무화된 2019년을 기점으로 횡령·배임 사건의 발생 빈도가 전체적으로 감소하고 있다(<그림 3> 참조). 2019년도 93건 대비 2020년도는 79건으로 15.1% 감소하였으며, 2021년도에는 55건으로 2020년도 대비 30.4% 감소했다.

7) 조세일보, 2022. 1. 14, “우리는 괜찮을까?...오스팀임플란트 사고 후 관심 높아진 감사시스템.
매일경제, 2022. 1. 16, 오스팀 사태에 논란 기업들, 회계법인에 도움요청 쇄도.

〈그림 3〉 연도별 횡령·배임 사건 발생 건수 및 기업규모별 비중



주 : 1) 유가증권시장 및 코스닥시장 상장기업의 연도별 횡령·배임의 혐의 발생 혹은 사실 확인 공시의 건수 및 기업규모별 비중

2) 확정되지 않은 풍문 또는 보도에 의한 조회 공시 요구, 최초 공시 이후 금액 등의 정정 공시, 무혐의 처분에 의한 공시를 제외하였으며, 별도 재무제표 기준 내부회계관리제도 구축 효과를 살펴보기 위해 연결 자회사 단독으로 횡령·배임 사건이 발생한 경우도 제외하여 집계

자료: FnGuide, 자본시장연구원

내부회계관리제도에 대한 감사가 2019년 자산규모 2조원 이상의 기업부터 단계적으로 적용되었음을 감안하면, 자산규모 2조원 이상 기업이 많이 포진해있는 유가증권시장 상장기업을 중심으로 횡령·배임 사건의 감소 추세가 먼저 나타나고 있다는 점 또한 내부회계관리제도 감사의 실효성 측면에서 시사하는 바가 결코 작지 않다. 횡령·배임 사건의 전체 발생 건수에서 자산규모 2조원 이상의 기업이 차지하는 비중은 2019년도를 기점으로 47% 감소했다(전·후 3개년 비교). 반면, 2021년까지 내부회계관리제도에 대한 감사를 받지 않은 자산규모 5천억원 미만 기업에서는 정반대의 모습이 나타나고 있다. 이는 내부회계관리제도의 인증 수준 상향이 내부통제를 고도화하여 부정을 예방하는데 실질적으로 기여하는 바가 있을 것으로 예상되는 대목이다. 이상의 결과가 직권지정 사유의 확대, 주기적 지정제 시행 등 감사환경이 강화되면서 횡령·배임 사건에 대한 적발 가능성이 예전보다 비약적으로 제고된 상황에서 나타나고 있다는 점 또한 의미 있는 결과이다.

기업의 이행비용에 대한 논의도 반드시 필요할 것이나, 상술한 분석결과와 같이 내부회계관리제도 감사는 시스템적으로 부정의 발생을 예방하는 데 실질적인 효과가 있다고 봄이 타당하다. 다만, 이번의 사태가 불러일으킨 파장이 작지 않다는 점에서 제2의 대규모 횡령 사태를 방지하기 위한 추가적인 제도 보완 방안 검토를 주저해서는 안 될 것이다.

첫째, 횡령·배임죄의 형량에 대한 예측가능성을 높여 위반 동기를 원천적으로 억제할 필요가 있다. 우리나라의 횡령·배임죄에 대한 권고형량 기준은 2009년 시행안에 머물러 있다. 범죄 이득액이

300억원 이상으로 권고형량이 가장 높은 제5유형에 해당하더라도 기본 형량기준은 5~8년에 해당한다. 범행수법이 불량하고 심각한 피해를 야기한 경우로 형량이 가중되더라도 권고형량은 7~11년이다.⁸⁾ 물론, 범죄 이득액이 50억원 이상일 때에는 특정경제범죄 가중처벌 등에 관한 법률을 적용하여 무기 또는 5년 이상의 징역이 가능하고, 범죄 이득액 이하에 상당하는 벌금을 병과할 수 있으나 회사의 신뢰도 하락으로 인한 주가 폭락, 상당수 주주의 피해를 야기하는 상장회사의 횡령·배임죄에 대해 어느 정도의 형량이 합리적일지에 대해서는 구체적 재검토가 필요할 것이다(김혜정·기광도, 2015).

둘째, 경영진과 이사회가 내부회계관리제도의 충실한 설계와 운영을 입증하는 경우 인적·금전적 제재를 경감 받을 수 있는 조항을 명문화하여 내부회계관리제도의 실효적 구축과 운영에 대한 인센티브를 제공할 필요가 있다. 최근 금융회사를 중심으로한 유인부합적 내부통제 제도 개선 마련 논의가 좋은 참고사례가 될 것이다(이효섭 등 2022). 동시에 내부회계관리제도가 무력화되는 경우 감독책임을 무겁게 적용하여 관리와 운영에 책임이 있는 자가 확고한 의지를 가질 유인을 강화해나가야 할 것이다. 외부감사법 상 내부회계관리규정 또는 회계감사기준에서 요구하는 통상적인 절차를 명백하게 거치지 않거나 형식적으로 실시한 경우 담당 임직원, 감사(위원) 등에는 중과실 책임이 있다.⁹⁾

셋째, 내부고발 유인을 보다 확대할 필요가 있다. 우리나라는 2017년 11월 회계부정신고에 대한 포상금 한도를 1억원에서 10억원으로 증액하였고, 최근에는 분·반기 재무제표 관련 부정신고도 포상금 지급 대상에 포함하는 등 회계부정에 대한 내부고발 유인을 점차 확대하고 있다. 이에 2019년도부터 내부고발에 따른 포상금 지급건수, 평균 포상금 지급금액은 상당히 증가하는 추세이다(〈그림 4〉 참조). 다만, 최고한도가 10억원으로 제한된다는 점에서 고액의 부정 사태에 대한 내부고발 유인이 극대화되지 못하는 점은 보완 검토가 필요할 것으로 보인다. 회계부정으로 인해 회사에 부과되는 과징금은 회계처리기준 위반 금액에 비례하여 부과되는 만큼¹⁰⁾ 내부고발에 따른 포상금도 회사의 과징금에 비례하는 방안을 고려할 수 있다. 미국은 회계부정에 대한 내부고발로 회사에 백만달러 이상의 과징금이 부과되는 경우 과징금의 10~30%를 내부고발자에게 포상금으로 지급하고 있으며, 관련 제도의 시행으로 회계부정의 발생 가능성이 12~22% 감소한 것으로 평가된다(Berger & Lee, 2022).

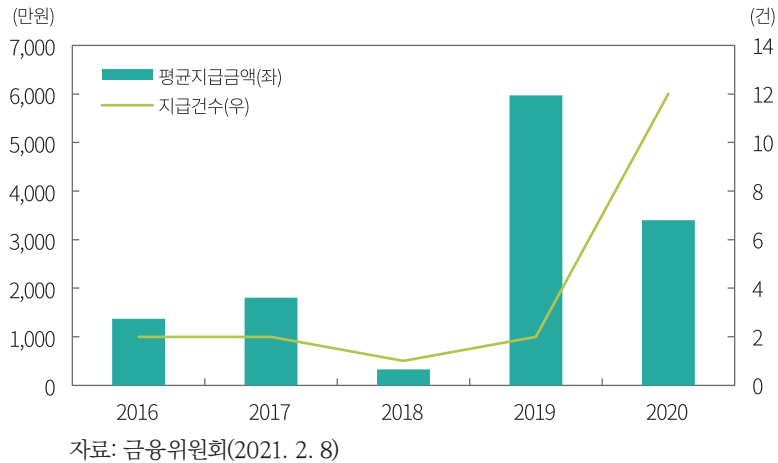
8) 양형위원회 횡령·배임범죄 양형기준 참조

(https://www.scourt.go.kr/sc/krsc/criterion/criterion_05/embezzlement_01.jsp)

9) 외부감사 및 회계 등에 관한 규정 시행세칙에 의한 심사·감리결과 조치양정기준 III.2.가.2) 참조

10) 과징금은 위법행위의 중요도에 따라 회계처리기준 위반 금액에 최대 20%까지 부과될 수 있다(외부감사 및 회계 등에 관한 규정에 의한 과징금 부과기준 참조).

〈그림 4〉 회계부정신고 포상금 지급현황



한편, 최근 미국의 경우 소규모 상장회사에 대한 내부회계관리제도 감사 의무를 완화하는 방향으로 제도개선을 한 바 있다.¹¹⁾ 소규모 상장회사일수록 거래규모가 작아 수익인식 관련 왜곡표시 위험이 낮고 사업구조가 단순하여 회계감사를 통한 오류·부정 적발의 가능성이 높다는 점에서 내부회계관리제도 감사의 이행비용이 편익을 초과한다고 판단했기 때문이다. 실제 상당수의 소규모 상장회사들은 회계 전문 인력의 부족과 업무분장 미비 등 인력 구성의 사유로 내부회계관리제도의 형식적 설계 요건을 충족하지 못하는 경우가 많다.

단, 미국에서 이러한 제도개선이 추진될 수 있었던 배경에 주목할 필요가 있다. 바이오·기술성장 기업을 중심으로 한 소규모 상장회사들은 제도개선의 필요성을 주장하면서 형식적 요건과 무관하게 적절한 보완통제를 충실히 갖추고, 실제 재무제표의 재작성 빈도가 여타 상장기업 대비 유의적으로 낮음을 먼저 입증했다(Lewis & White 2019). 이번 대규모 횡령 사태를 계기로 내부회계관리제도에 대한 중요성을 상기하되 회계투명성을 저해하지 않는 수준에서 기업에 대한 이행부담을 합리적으로 완화하는 것 또한 매우 중요한 의제임을 놓쳐서는 안 된다. 장기적으로 보다 발전적인 논의를 위해서는 기업의 실효적인 내부통제 구축 노력이 선행될 필요가 있다.

11) 종전에는 유동주식(public float) 시가총액 7,500만달러 미만인 기업을 소규모 상장회사(non-accelerated filers)로 정의하여 내부회계관리제도 감사 의무를 면제하였으나, 2020년 4월 27일부터 유동주식 시가총액 2억 5,000만달러 미만인 기업에 대해 감사 의무를 면제하는 것으로 소규모 상장회사 기준을 완화하였으며, 매출액이 1억달러 미만일 경우 유동주식 시가총액 7억 달러까지도 감사 의무를 면제한다.

참고문헌

- ACFE, 2020 Report to the Nations,
<https://acfepublic.s3-us-west-2.amazonaws.com/2020-Report-to-the-Nations.pdf>
- Berger, P. G., Lee, H., 2022, Did the Dodd-Frank Whistleblower Provision Deter Accounting Fraud?, *Journal of Accounting Research*, forthcoming.
- Dechow, P., Ge, W., Schrand, C., 2010, Understanding earnings quality: A review of the proxies, their determinants and their consequences. *Journal of Accounting and Economics* 50(2-3), 344-401.
- Kothari, S. P., Leone, A. J., Wasley, C. E., 2005, Performance matched discretionary accrual measures, *Journal of Accounting and Economics* 39(1), 163-197.
- Law, P., 2011, Corporate governance and no fraud occurrence in organizations: Hong Kong evidence. *Managerial Auditing Journal* 26(6), 501-518.
- Lewis, C., White, J. T., 2019, Science or Compliance: Will Section 404(b) Compliance Impede Innovation by Emerging Growth Companies in the Biotech Industry?
- SEC, 2021 Annual Report to Congress, Whistleblower Program,
<https://www.sec.gov/files/owb-2021-annual-report.pdf>
- 금융위원회, 2021. 2. 8, “회계부정 적발에 크게 기여하고 있는 회계부정신고 포상금 제도를 적극 활용하시기 바랍니다.”, 보도자료.
- 금융위원회, 2021. 7. 12, “내부회계관리제도 감사·감리의 안정적 정착을 위해 「내부회계관리제도 감리 로드맵」을 마련하였습니다.”, 보도자료.
- 김혜정·기광도, 2015, 횡령·배임죄 양형기준제도의 준수현황 및 개선방안. 『형사정책연구』 26(1), 55-84.
- 이효섭·이석훈·안수현, 2022, 『주요국 내부통제 제도 현황 및 한국 내부통제 제도 개선 방향』, 자본시장연구원 연구보고서 22-01.
- 정재연·기은선·심준용, 2018, 분·반기 검토가 상시 감사체제의 구축을 가져왔나?, 『회계·세무와 감사 연구』 60(1), 1-27.

OPINION

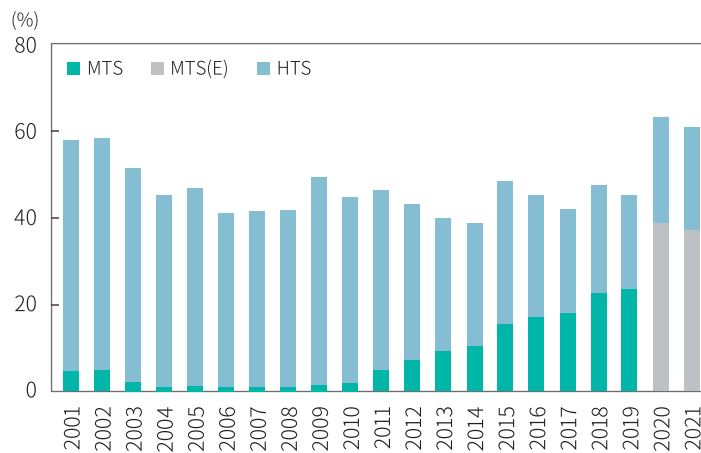
선임연구위원
김준석

주식시장 개인투자자의 모바일 거래*

2020년 3월부터 10월까지 국내 개인투자자 13만 4천명의 상장주식 거래내역을 토대로 분석한 결과, 모바일 투자자는 다른 거래매체를 이용하는 투자자에 비해 거래회전율과 일종거래 비중이 높고 주가가 급등한 주식을 매수하는 경향이 강하며 투자성과는 저조한 것으로 나타난다. 개인투자자의 모바일 주식거래는 높은 접근성과 편의성을 바탕으로 비중이 빠르게 늘고 있으나 비합리적인 거래행태와 저조한 투자성과라는 비용이 따르고 있는 것으로 판단된다. 모바일 거래의 접근성과 편의성이 즉흥적이고 투기적인 거래로 이어지지 않도록 합리적 투자의사결정을 지원하는 모바일 거래환경을 조성하기 위한 노력이 필요하다.

주식거래 활동계좌수 5,551만개, LG 에너지솔루션 공모주 청약건수 442만건. 이제 개인투자자의 주식 직접투자가 대중화, 일상화되었다고 해도 과언이 아니다. 이러한 변화에는 주식투자 수요의 확대와 더불어 MTS(Mobile Trading System)의 확산으로 주식거래의 접근성과 편의성이 크게 높아진 것이 영향을 주었을 것으로 보인다. MTS를 이용한 거래는 2011년부터 꾸준히 증가하여 2019년 유가증권시장 전체 거래대금의 24%를 차지한 것으로 나타나며 2020년, 2021년에는 약 40% 수준에 이르는 것으로 추정된다(〈그림 1〉).

〈그림 1〉 유가증권시장 주문매체별 거래대금 비중



주 : 유가증권시장 기준. HTS는 Home Trading System, MTS는 Mobile Trading System을 의미
자료: KRX, 삼성증권, 자본시장연구원 추정

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

모바일 거래는 휴대폰을 이용하는 만큼, 언제 어디서나 투자정보를 얻고 거래할 수 있다. 또한 소형 화면을 효과적으로 활용하기 위해, 그리고 투자경험이 적은 투자자도 손쉽게 이용할 수 있도록 하기 위해 단순하고 직관적인 사용자 환경(user interface)을 제공한다. 이러한 투자 편의성은 개인투자자의 주식시장 참여를 확대시키는 데 기여하나, 개인투자자의 투자성과와 거래행태에 대해서는 부정적인 영향을 미친다는 분석이 제시되고 있다(Barber et al., 2021; Kalda et al., 2021). 실증적으로, 모바일 거래를 시작한 이후 거래빈도가 증가하고 투자위험이 큰 주식을 매수하며 단기수익률에 민감하게 반응하는 경향이 관찰된다. 시장변화에 대해 신속하고 합리적으로 대응하는 투자의사결정보다는 즉흥적이고 투기적인 투자의사결정이 나타날 가능성이 높다는 것이다. 이러한 논의를 고려하여, 본고는 개인투자자 약 13만 4천명의 2020년 3월부터 10월까지 상장주식¹⁾ 거래내역을 토대로 모바일 거래가 투자성과와 거래행태에 미치는 영향을 검토해 보고자 한다.

거래매체별 개인투자자의 투자성과

먼저 개인투자자의 거래매체 이용 현황을 살펴보자. 거래매체는 MTS, HTS(Home Trading System)²⁾, 기타(영업점, ARS) 등 세 가지로 구분하며, 특정 매체를 통한 거래대금 비중이 95% 이상인 투자자를 매체별 투자자, 즉 MTS 투자자, HTS 투자자, 기타투자자 등으로 정의한다. <그림 2>에 따르면 분석대상 전체 투자자의 73.1%가 MTS 투자자, 20.7%가 HTS 투자자로 분류된다. 두 가지 이상의 매체를 혼용하는 투자자는 4.6%이며, 기타투자자는 1.6%에 불과하다.

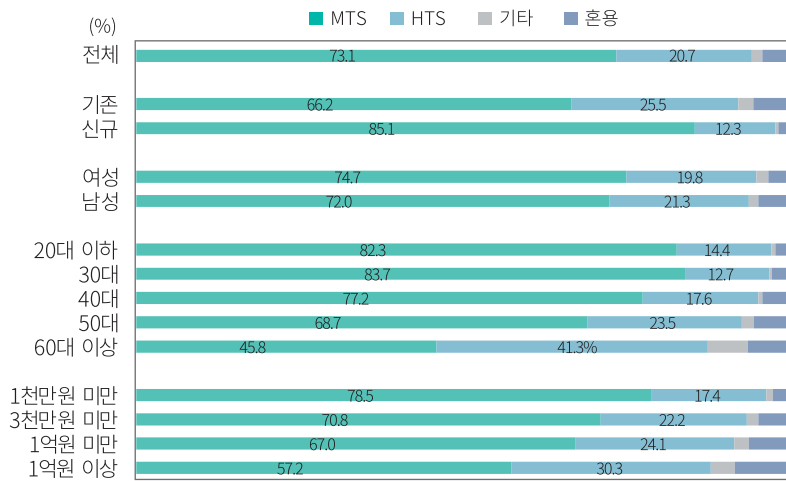
개인투자자를 유형별로 구분해 보면, 기존투자자보다는 신규투자자³⁾, 남성투자자보다는 여성투자자, 연령대가 낮은 투자자, 투자자산 규모가 작은 투자자에서 MTS 투자자의 비중이 상대적으로 높다. 60대 이상 투자자, 투자자산 1억원 이상의 투자자에서도 MTS 투자자의 비중이 각각 45.8%, 57.2%에 이르고 있어, 국내 개인투자자의 주식거래 매체가 HTS 중심에서 MTS 중심으로 빠르게 이동하고 있는 것으로 보인다.

1) 코넥스시장 종목과 SPAC은 제외한다.

2) WTS(Web Trading System)을 포함한다.

3) 2020년 3월 이후 증권거래 계좌를 개설한 투자자를 의미한다.

〈그림 2〉 거래매체별 투자자 비중

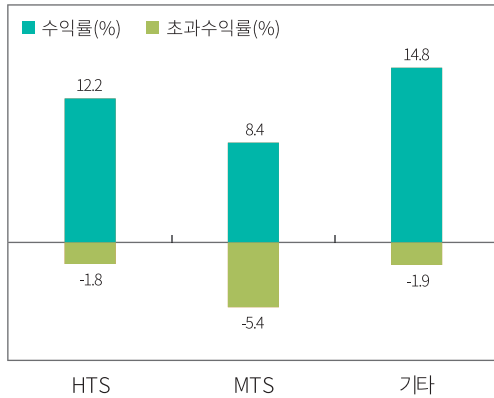


각 매체별 투자자의 투자성과를 비교해보자. 투자성과는 분석기간 동안 투자기간이 20일 이상인 개인투자자의 시간가중 수익률(time-weighted return)로 측정하며 거래비용(위탁매매수수료 및 거래세)은 고려하지 않는다. 〈그림 3〉에 따르면 MTS 투자자의 수익률은 평균 8.4%로, HTS 투자자 12.2%, 기타투자자 14.8%에 비해 낮은 것으로 나타난다. 투자기간 동안의 시장수익률⁴⁾을 차감한 초과수익률을 기준으로 비교할 경우에도, MTS 투자자 -5.4%, HTS 투자자 -1.8%, 기타투자자 -1.9%로 MTS 투자자의 투자성과가 가장 낮다. MTS 투자자의 저조한 투자성과는 개인투자자 유형별 구성의 차이 때문은 아닌 것으로 보인다. 신규투자자 여부, 성별, 연령, 투자자산 규모와 무관하게 모든 개인투자자 유형에서 MTS 투자자의 투자성과가 HTS 투자자의 투자성과에 비해 낮으며 그 차이는 통계적으로 유의하다(〈그림 4〉).

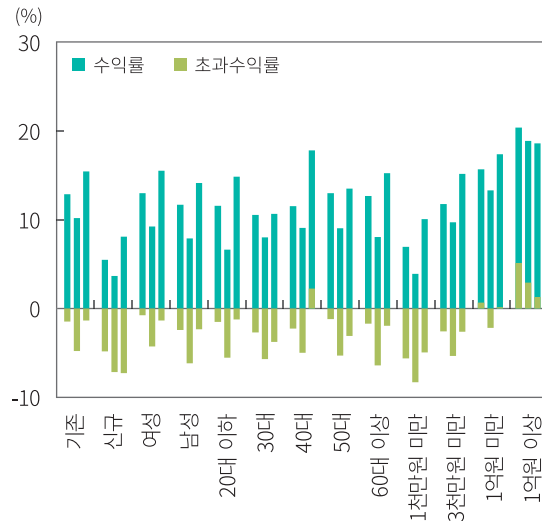
이러한 결과는 모바일 거래가 투자성과에 부정적인 영향을 미치는 거래행태를 유발하거나, 혹은 투자성과에 부정적인 영향을 미치는 거래행태를 보유한 개인투자자가 모바일 거래를 선호하기 때문에 나타나는 결과로 이해할 수 있다. 두 가지 가능성을 비교·검증하는 것은 엄밀한 분석이 요구되므로, 대신 MTS 투자자의 투자성과에 부정적인 영향을 미치는 것으로 예상되는 거래행태가 어떤 것인지에 대해 간략히 살펴보도록 하자.

4) KOSPI지수와 KOSDAQ지수의 가중평균 수익률

〈그림 3〉 거래매체별 투자자 수익률



〈그림 4〉 거래매체-투자자유형별 투자자 수익률



주: 개인투자자 유형별로 HTS 투자자, MTS 투자자, 기타투자자의 수익률이 순서대로 제시되어 있다.

거래매체별 개인투자자의 거래행태

〈그림 5〉의 A와 B는 각 매체별 투자자의 평균 일간 거래회전율과 평균 일중거래(day trading) 비중을 보여준다. 일간 거래회전율은 일간 거래대금(매수대금과 매도대금의 평균)을 보유금액으로 나눈 값이며, 일중거래 비중은 당일 매수 후 당일 매도한 수량의 거래대금을 일간 거래대금으로 나눈 값이다. MTS 투자자는 다른 매체 투자자에 비해 거래회전율과 일중거래 비중이 높은 것으로 나타난다. MTS 투자자의 평균 일간 거래회전율은 2.6%로 HTS 투자자의 1.7배, 기타투자자의 4.3배 수준이며, 평균 일중거래비중은 16.0%로 HTS 투자자의 1.4배, 기타투자자의 5.7배에 수준이다. 즉 MTS 투자자는 상대적으로 투기적인 경향을 보여준다고 평가할 수 있다.

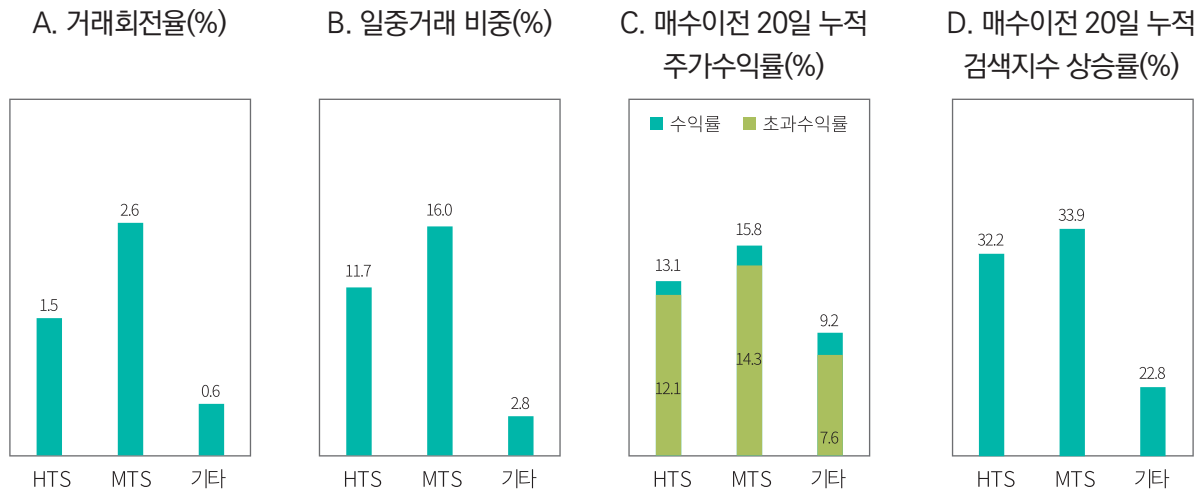
〈그림 5〉의 C는 투자자가 매수한 주식의 매수 직전 20일간의 누적수익률을 보여준다. MTS 투자자의 경우 평균 15.8%로 HTS 투자자 13.1%, 기타투자자 9.2%에 비해 높다. 개별주식 수익률에서 시장 수익률을 차감한 초과수익률을 기준으로 보더라도 결과는 유사하다. MTS 투자자 14.3%, HTS 투자자 12.1%, 기타투자자 7.6%로 역시 MTS 투자자에서 가장 높다. 이는 MTS 투자자가 단기적으로 주가가 급등한 주식을 매수할 확률이 높다는 것을 의미한다.

〈그림 5〉의 D는 투자자가 매수한 주식의 매수 직전 20일간의 검색지수 상승률을 보여준다. 검색지수는 네이버 검색어트렌드⁵⁾에서 추출한 각 개별주식 검색량을 지수화한 것으로 시장참여자의 관심도

5) <https://datalab.naver.com/keyword/trendSearch.naver>

를 측정할 수 있는 지표다.⁶⁾ 검색지수 상승률 또한 MTS 투자자가 33.9%로 가장 높아, 시장참여자의 관심이 집중되는 주식을 매수하는 경향이 강하다. 한편 <그림 5>의 결과는 신규투자자 여부, 성별, 연령, 투자자산 규모에 관계없이 모든 개인투자자 유형에서 동일한 패턴으로 관찰된다.

<그림 5> 거래매체별 투자자 거래행태



개인투자자의 투자성과와 거래행태에 대한 기존연구에 따르면 개인투자자는 과도하고 투기적으로 거래하고, 분산투자 수준이 낮으며, 최근 수익률이 높았던 주식, 눈에 띄는 특성을 갖는 주식을 선호하는 것으로 나타난다. 이러한 경향은 자극추구(sensation seeking), 과잉확신(over-confidence), 제한된 주의(limited attention), 대표성 편의(representativeness biases) 등 행태적 편의(behavioral biases)와 연관된 것으로, 저조한 투자성과의 주요 원인으로 평가된다. 본고의 분석결과는, 개인투자자의 비합리적 거래행태와 이에 따른 저조한 투자성과가 모바일 거래에서 보다 현저하게 관찰되고 있음을 보여준다.

시사점

모바일 거래는 높은 접근성과 편의성을 바탕으로 개인투자자 주식거래의 중심 매체로 자리 잡아 나가고 있다. 그러나 그 이면에는 개인투자자의 비합리적인 거래행태와 저조한 투자성과라는 비용이 수반되고 있는 것으로 판단된다. 개인투자자의 모바일 주식거래 행태를 어떻게 개선할 것인가에 대한 고민이 필요하다. 모바일 주식거래 환경이 개인투자자의 비합리적인 거래행태를 유발하는 경우 이는 시급히 해결해야 할 과제이며, 비합리적인 거래행태를 보유한 개인투자자가 모바일 거래를 선호하는 경우에도 문제의식은 여전히 유효하다.

6) 자본시장연구원 김민기 연구위원이 구축한 자료를 활용하였다.

모바일 주식거래 환경의 개선과 관련하여 로빈후드(Robinhood) 투자자를 연구한 Barber et al.(2021)은 흥미로운 분석결과를 제시하고 있다. 로빈후드 주식거래 앱이 제공하는 급등락주(Top Mover) 목록에 오르는 경우 해당 주식에 대한 로빈후드 투자자의 매수가 늘어난다는 것이다. 다른 거래매체를 이용하는 투자자에서는 나타나지 않는 현상이다. 모바일 주식거래 앱이 어떤 정보를 어떻게 제공하느냐에 따라 개인투자자의 거래행태가 영향을 받는다는 결과로, 모바일 주식거래 환경의 설계에 따라 개인투자자를 합리적 투자로 이끌 수 있다는 것을 시사한다.

어떠한 모바일 주식거래 환경이 바람직한지 구체적인 방안을 도출하기 위해서는 보다 많은 실증적, 실험적 연구가 뒷받침될 필요가 있다. 다만 지금까지 알려진 개인투자자의 비합리적 거래행태를 전제로 본다면 기본방향은 비교적 명확하다. 단기적인 수익률 추세보다는 장기적인 수익률 전망에, 개별 보유종목의 수익률보다는 전체 포트폴리오의 수익률에 초점을 맞출 수 있도록 해야 한다. 또한 투자위험(변동성) 정보와 거래비용 정보에 대한 주목성, 접근성을 높임으로써 투기적 거래, 과도한 거래의 부정적 영향을 인식할 수 있도록 하는 것이 바람직하다.

주식투자라는 불확실성과 복잡성에 직면한 개인투자자의 의사결정은 행태적 편이에 노출되기 쉽다. 모바일 주식거래의 접근성과 편의성 제고에만 집중할 경우 개인투자자의 비합리적 거래행태와 이로 인한 저조한 투자성과를 피하기 어렵다. 주식투자의 대중화, 일상화가 결실을 맺도록 하기 위해서는 개인투자자의 합리적 투자의사결정을 유도하고 지원할 수 있는 모바일 거래환경을 설계하기 위한 노력이 뒷받침되어야 한다.

참고문헌

- Barber, B. M., Huang, X., Odean, T., Schwarz, C., 2021, Attention induced trading and returns: Evidence from robinhood users, *Journal of Finance*, Forthcoming.
- Kalda, A., Loos, B., Previtero, A., Hackethal, A., 2021, Smart (Phone) Investing? A within Investor-time Analysis of New Technologies and Trading Behavior, SAFE Working Paper No. 303, Available at SSRN: <https://ssrn.com/abstract=3765652>.

ZOOM
-IN글로벌 그린워싱(Greenwashing)
사례 및 규제 강화

- ESG 중심 경영의 기초가 확산되면서 ESG 관련 규제 및 공시규정 등이 마련되고 있는 가운데, 기업에서는 지속가능한 성장을 위해 ESG 경영전략을 수립하고 이행하며 소비자 및 투자자에게 알리기 위한 노력도 진행
- 기업이 자사의 ESG 활동을 홍보하고 관련 상품을 출시하여 판매하고 있지만, 그 이면에는 ESG 기준에 부합하지 못하거나 단순한 홍보 수단으로 활용되는 경우가 발견되어 '그린워싱'의 문제가 제기
- 이에 해외 각국에서는 그린워싱 행위를 방지하기 위해 관련 규제를 검토하여 마련 중에 있으며, 국내에서도 최근 그린워싱 피해를 예방하기 위한 가이드라인을 발표

- ESG 중심 경영의 기초가 확산되면서 ESG 관련 규제 및 공시규정 등도 마련되고 있는 가운데, 기업에서는 지속가능한 성장을 위해 ESG 경영전략을 수립하고 이행하며 소비자 및 투자자에게 알리기 위한 노력도 진행
 - 재무적 성장 중심의 경영에서 지속가능한 성장 중심의 트렌드로 변화함에 따라 세계 각국에서는 ESG 관련 규제 및 공시규정을 마련
 - MSCI에 의하면 2015년 파리협약 이후 글로벌 ESG 규제 건수는 가파르게 증가하여 2016년에 53건 이후 2017년 106건, 2020년에는 206건으로 크게 증가¹⁾
 - 또한 통일된 공시기준의 요구로 국제지속가능성기준위원회(International Sustainability Standards Board: ISSB)를 설립하여 ESG 공시에 관한 글로벌 기준점(global baseline)을 마련할 예정
 - GSIA(Global Sustainable Investment Alliance)²⁾와 Opimas에 따르면 글로벌 ESG 투자자산 규모는 매년 증가하고 있으며 2020년 6월기준 40.5조달러의 규모를 기록하며 2018년 대비 32% 증가
 - 2016년 22.9조달러에서 2020년 40.5조달러로 두배 가량 증가하였고 2030년에는 130조달러에 이를 것으로 전망

1) www.msci.com/who-will-regulate-esg2) GSIA, 2020, *The Global Sustainable Investment Review 2020*.

- 이와 같은 ESG 관련 투자 확대는 투자자의 기업에 대한 ESG 경영 요구가 커졌다는 것을 의미하며, 기업들은 ESG 경영을 할 뿐 아니라 이를 홍보에도 활용하여 ESG를 추구하는 기업으로서의 인식을 높여 투자 유치를 하려는 유인이 있음
 - 기업들은 ESG 경영을 통해 친환경 경영, 지속가능한 성장을 꾀하며 적극적인 홍보 전략도 실시하고, ESG 관련 금융상품을 통해 투자자를 끌어들이
 - ESG 관련 연구에서는 ESG 경영에 관한 사항을 공시할 때 주가 및 장기성과에 긍정적인 영향을 미친다는 실증결과³⁾를 통해 ESG 활동에 관한 정보가 기업에 대한 투자자의 신뢰성을 높이는 역할을 한다는 것을 보여줌

□ 그러나 ESG 경영 및 투자상품의 확산과 함께 그 이면에는 ESG 기준에 부합하지 못하거나 단순한 홍보 수단으로 활용되는 ‘그린워싱(greenwashing)’⁴⁾의 문제가 제기

- 그린워싱은 친환경 경영이 아니지만 유사하게 보이도록 ‘친환경 이미지로 세탁’하는 것을 의미하며 이는 소비자 및 투자자를 오도하는 결과
 - 즉, 기업이 실제 경영 행위보다 환경을 보호하기 위해 더 많은 일을 하고 있다고 믿게 하는 것을 의미하며 잘못된 정보로 구매 결정을 내리기 때문에 소비자 및 투자자에게 피해를 줄 수 있음
 - 영국의 금융서비스 기업인 Quilter가 펀드 투자자들을 대상으로 실시한 조사에서는 조사 대상 투자자의 44%가 ESG 투자에서 그린워싱이 가장 우려된다고 답함⁵⁾
- 그린워싱 행위는 친환경적 요소에 대한 증거 여부, 기업이 제시한 친환경적 요소의 사실 여부 등을 보고 판단
 - 친환경적인 속성을 뒷받침할 수 있는 증거가 없거나 모호한 경우, ESG 관련 경영 성과를 거짓으로 홍보하여 고객에게 제공하는 행위 등이 있으며 세부적으로 다음과 같은 종류가 있음

3) Dhaliwal, D. S., Li, O.Z., Tsang, A., Yang, Y.G., 2011, Voluntary Nonfinancial Disclosure and the Cost of Equity Capital: The Initiation of Corporate Social Responsibility Reporting, *The Accounting Review* 86, 9-100; Clarkson, P.M., Fang, X., Li, Y., Richardson, G.D., 2013, The Relevance of Environmental Disclosures: Are Such Disclosures Incrementally Informative?, *Journal of Accounting and Public Policy* 32, 410-431.

4) 그린워싱(Greenwashing)이란 녹색(green)과 세탁(washing)의 합성어로 1986년 미국 환경운동가가 가짜 친환경 홍보를 비판하며 처음으로 제시

5) Quilter, 2021. 5. 24, Greenwashing tops investors' concerns around ESG products, new research finds.

그린워싱 판단 기준

항목	내용
숨겨진 상충효과 (Hidden Trade-Offs)	일부 환경문제가 해결된 것처럼 보이지만 또 다른 환경적인 문제가 야기되는 경우 ex) 종이 빨대는 플라스틱으로 인한 환경오염 문제를 해결했지만, 플라스틱 빨대는 재활용 가능한 반면, 종이 빨대는 재활용하지 못함
불충분한 증거 (No Proof)	주장을 뒷받침하는 정보나 제 3자의 인증이 없는 경우 ex) BPA라는 화학물질에 대한 유해성이 입증되지 않은채 BPA-free 제품을 이용한 마케팅을 통해 친환경 기업임을 주장
모호함 (Vagueness)	구체적인 설명 없이 친환경과 관련된 용어를 남용하여 소비자의 이해를 저해하는 행위 ex) 성분에 관한 상세한 설명이 없이 녹색, 지속가능, 에코와 같은 단어를 상품명에 무의미하게 사용
관련성 없음 (Irrelevance)	중요하지 않은 환경적 특징을 광고하는 행위 ex) CFC(염화불화탄소)는 30년 이상 금지되어 왔지만 CFC 불포함을 내세워 광고
두 가지 해로운 요소 중 덜한 것 (Lesser of Two Evils)	친환경적인 특징은 있지만 비교 대상보다 덜 해로운 환경에 해치는 요소가 있음에도 친환경적인 것처럼 광고하는 행위 ex) 버거킹의 메탄 소고기 패티 사용으로 메탄가스를 줄이겠다고 캠페인을 벌였으나 그 영향은 미미하고 지구 온난화의 문제가 되는 육류 소비는 그대로인 상황
거짓말 (Fibbing)	친환경적인 요소가 없음에도 친환경 상품인 것처럼 광고를 하는 행위 ex) 디젤 자동차가 이산화탄소 배출량을 제로로 만든다고 하는 경우
허위 라벨 (Worshipping False Labels)	어떤 기관에서도 인증되지 않은 라벨을 부착하는 행위 ex) USDA Organic, ISO 14001, Green Seal 등

주 : 캐나다의 친환경 컨설팅사인 Terra Choice에서 2007년 그린워싱의 6가지 기준을 제시하고, 2010년 7가지 기준을 제시
자료: Terra Choice, 2010, Sins of Greenwashing

□ ESG 경영이 강조되고 관련 상품이 증가함에 따라 여러 기업에서 ESG 경영을 표방하면서도 친환경 요소에 반하는 행위를 하거나 ESG 경영에 대한 사항을 허위로 공시하는 등의 ‘그린워싱’ 사례가 증가

- ESG 관련 금융상품을 출시하면서도 지속적으로 친환경성에 반하는 분야에 투자
 - JP 모건은 지속적으로 녹색채권 발행을 확대하고 있지만, 여전히 화석연료 산업에 대출을 실행하고 있어 한 자산운용사에서는 JP 모건이 발행한 녹색채권의 매입을 거부
 - 영국에서는 ESG 관련 펀드를 분석한 결과, 저탄소 포트폴리오의 1/3이 석유 및 가스 생산기업의 주식을 포함하고 있고 일부 펀드는 기후 법안에 반대하는 Exxon Mobil에 투자하고 있음을 발견⁶⁾

6) Financial Times, 2020. 12. 1, Third of low-carbon funds invest in oil and gas, think tank finds.

- 일본에서도 국제협력기구(Japan International Cooperation Agency: JICA)가 녹색채권 판매 수익금을 석탄발전소에 투자하지 않겠다고 명시했음에도 녹색채권 자금 5억 8000만달러 중 일부를 방글라데시 소재 석탄화력발전소에 투입한 것에 대해 5개의 NGO가 SEC에 제소
- 또한 ESG 관련 상품으로서 적합하지 않음에도 불구하고 ESG 상품으로 제시하는 등 허위로 공시
 - 도이치뱅크 계열사인 DWS는 ESG 투자 성과를 과장해서 공시하거나 기준에 부적격인 펀드를 ESG 상품으로 내세워 허위로 공시했다는 혐의로 독일 연방금융감독기관(BaFin)과 SEC가 조사에 착수
- 이와 같은 그린워싱 행위는 환경단체 등이 고발하여 소송까지 이어지는 사례도 있음
 - 미국의 에너지 기업 쉘브론은 향후 배출가스 절대량이 늘어날 가능성이 있는데도 친환경 목표를 내세운다는 혐의로 환경단체가 연방거래위원회(Federal Trade Commission: FTC)에 고발했고, 블루브라이트는 천연자원 고갈, 플라스틱 오염 등의 환경문제를 일으켰음에도 친환경 마케팅을 하여 소비자를 기만했다는 혐의로 한 기후단체로부터 고발당해 소송 중

□ 이처럼 그린워싱 사례가 지속적으로 발견되면서 각국에서는 이를 방지하기 위해 규제 마련을 검토하고 진행 중

- 미국은 SEC와 FTC를 중심으로 그린워싱에 대한 조사를 강화하고 관련 규제를 강화할 예정⁷⁾
 - SEC는 ESG 관련 위반을 조사하기 위해 2021년 3월 집행부서 내 ESG TF를 구성하였고, 2022년에는 그린워싱 문제에 더욱 집중할 계획을 밝힘
 - 또한 SEC는 ESG 펀드매니저에게 펀드 설정 기준 및 데이터 공개를 요구하는 방안을 검토 중으로 ESG 펀드 분류 기준을 구체적으로 설명하도록 요구하며 ESG 관련 펀드의 명칭과 관련한 규제를 강화할 계획
 - FTC는 그린 가이드(Green Guides)를 통해 기업의 ESG 관련 마케팅 활동에 있어 그린워싱 행위를 하지 않도록 지원하며 위반 행위에 대해 조사
- 영국 FCA는 지속가능성 데이터 및 등급을 공시하는 계획을 추진하면서 그린워싱 시도에 대해 경고하며 방지책을 검토⁹⁾
 - FCA는 ESG 펀드의 설계, 공시 지침 등을 명시하여 ESG 정보에 투자자 접근 및 성과 파악이 용이하도록 ESG 관련 펀드 규정을 강화할 예정
 - CMA(Competition and Market Authority)는 2022년부터 그린워싱에 대해 강력하게 단속할 것을 예고하며 소비자법에 근거한 6가지 원칙을 담은 ‘그린 클레임코드(Green Claims Code)’를 발표

7) National Law Review, 2022. 1. 18, Greenwashing and the SEC: the 2022 ESG Target.

8) JD Supra, 2021. 11. 4, Increased Scrutiny on Greenwashing.

9) Global Trade Review, 2021. 3. 11, FCA takes aim at greenwashing as government prepares ESG ratings overhaul.

- 유럽은 ESG 관련 공시를 의무화하는 SFDR(Sustainable Finance Disclosure Regulation)을 시행하여 그린워싱 여부를 검증¹⁰⁾
 - SFDR은 ESG 관련 금융상품의 지속 가능성 관련 기능에 대한 공시의 투명성과 비교 가능성을 개선하여 그린워싱을 방지
- 일본에서도 자산운용사들과 펀드 유통사, 뮤추얼펀드의 상품명에 대한 규제의 필요성에 대해 검토를 진행 중
 - 일본 금융청의 금융상품에 대한 그린워싱 여부의 검토는 94억달러 규모의 글로벌 ESG 하이 퀄리티 성장주식펀드가 ESG 관련 상품인지에 대한 정보가 부족하다는 점이 발견되면서 시작됨
- 싱가포르에서도 ESG 프로젝트에 많은 자금이 유입됨에 따라 그린워싱 가능성이 높아지고 있다고 문제를 제기하며 문제 해결을 위한 규제의 필요성을 언급¹¹⁾
 - MAS(Monetary Authority of Singapore)는 기후변화 및 기타 환경문제 관련 위험을 관리할 수 있도록 규제를 공개하며 싱가포르 은행을 대상으로 2022년부터 스트레스 테스트를 실시하고 녹색금융상품 여부를 입증하는 기술을 이용한 데이터 검증도 실시할 예정이라고 밝힘

□ **국내의 경우 국제기준과 비교해 검토하고 국내 상황을 반영하여 최근 환경부가 그린워싱 피해를 예방하기 위한 가이드라인을 발표**

- 2021년 12월 환경부는 녹색금융 활성화 및 그린워싱 피해를 예방하기 위한 '한국형 녹색분류체계(K-Taxonomy) 지침서'를 발표¹²⁾
 - 한국형 녹색분류체계는 탄소중립 및 환경개선에 필수적인 활동인 '녹색부문'과 탄소중립의 최종목표에 도달하기 위한 중간과정에서 필요한 활동인 '전환부문'으로 구분하여 녹색사업 해당 여부를 명확히 제시하여 금융권 및 산업계에서 준거로 활용할 수 있도록 함
 - 녹색분류체계가 금융시장에 조기 정착할 수 있도록 지원할 계획으로 채권, 프로젝트 파이낸싱 등에 우선 시범적으로 적용하고 시범적용 과정에서 나온 다양한 의견을 반영하여 지속적으로 보완하여 2023년부터는 한국형 녹색분류체계를 전면 적용할 계획
- 녹색분류체계 지침서 마련으로 그린워싱 행위가 예방될 것으로 기대되는 가운데, ESG 경영의 중요성 강조와 투자상품의 확대에 따라 동반 증가하는 그린워싱 가능성을 줄이기 위해 지침을 준수하여 그린워싱을 방지하려는 기업의 노력도 필요

선임연구원 홍지연

10) Fund Europe, 2021. 3. 29, Does SFDR go far enough in fighting greenwashing?

11) The Straits Times, 2021. 11. 8, Singapore aims to curb 'greenwashing' via stress tests, technology: MAS.

12) 환경부, 2021. 12. 30, 한국형 녹색분류체계 제시...녹색금융 활성화 기대, 보도자료.

ZOOM
-IN

일본 증권업계의 ESG 대응 현황

- 전 세계 지속가능투자(Sustainable Investment)의 규모가 증가하는 가운데 일본에서도 ESG 투자에 대한 강화 기조가 확산되고 있음
- 그동안 일본 정부 및 관련 기관들은 지배구조(G)와 환경(E) 중심의 대책을 내놓았으며 최근에는 사회(S)의 확산에 대한 논의가 이어지고 있음
- 증권회사는 시장의 자금부족 해결과 금융중개 기능의 충실화를 목표로 ESG 금융상품을 설계, 취급하고 있으며 ESG 부서를 설치하여 경영전략을 수립 및 추진하고 있음
- ESG 투자가 기업의 지속가능성을 높이고 수익성을 제고하기 위한 국제적 기류임을 인식함에 따라 일본 정부와 관련기관은 제도 마련을 위한 논의와 함께 모니터링을 강화하고 있으며 증권업계에서도 ESG 경영 전략은 더욱 확대될 것

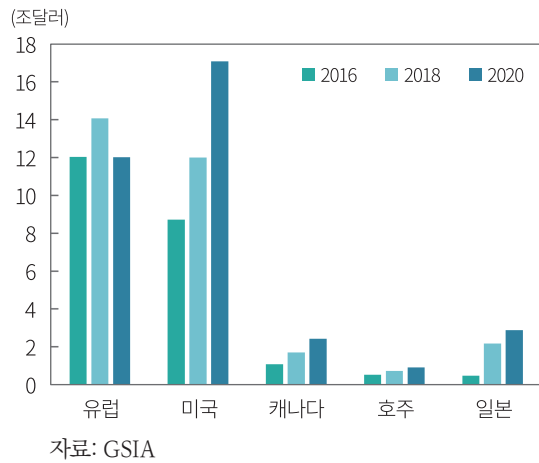
- 전 세계 지속가능투자(Sustainable Investment)의 규모가 증가하는 가운데 일본에서도 ESG 투자에 대한 강화 기조가 확산되고 있음
 - 2020년 일본의 지속가능투자는 2조 8,740억달러로 미국, 유럽에 이어 전세계 규모의 8.1%를 차지하였으며 2018년 대비 31.8%증가함¹⁾
 - ESG경영의 중요성이 강조되면서 일본 내 ESG 채권 발행규모 또한 급증하고 있으며 2016년부터 2021년 9월까지 발행규모는 5조 7,107억엔에 이룸²⁾
 - 2021년 1월부터 9월까지 ESG 채권의 발행규모는 1조 6,554억엔이며 사회적채권 46.3% 녹색채권 31.4%, 지속가능채권 22.3%의 비중을 차지하고 있음
 - 2015년 일본공적연금(Government Pension Investment Fund : GPIF)이 ESG 투자에 나서면서 확산되기 시작하였음
 - GPIF는 2017년 ESG 투자를 도입한 뒤 2020년에는 ESG 투자대상을 주식에서 전체로 변경하였음³⁾

1) GSIA, 2020, *Global Sustainable Investment Review 2020*.

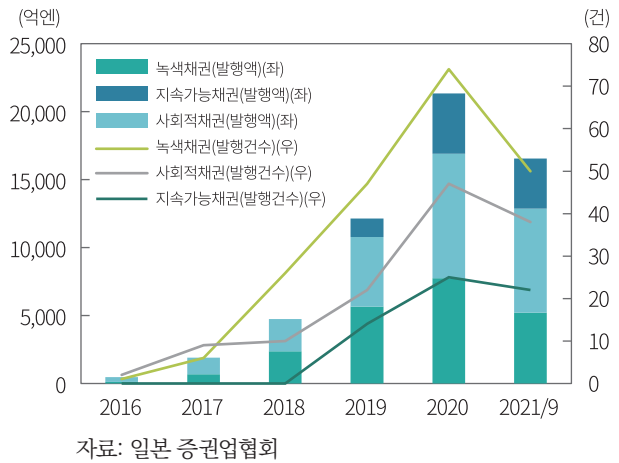
2) ESG채권은 환경(E), 사회(S), 지배구조(G)개선과 같은 사회적책임투자와 관련한 자금을 조달할 목적으로 발행되는 채권임. 현재 ESG채권의 요건을 규정하는 법적·제도적 근거는 없으며, 민간에서 자율적으로 기준을 도입하여 ESG채권을 정의하고 있음. ESG채권은 발행 목적 및 기준에 따라 녹색채권, 사회적채권 및 지속가능채권으로 구분하고 있음(김필규, 2021, ESG채권의 특성 분석과 활성화 방안, 자본시장연구원 『자본시장포커스』 2021-11호)

3) ESG 투자가 연금가입자의 이익을 위해서 장기적인 수익 확보의 관점에서 행해지는 것을 명확화하면서, ESG를 고려한 투자의 추진에 대해 필요한 대응을 명기, GPIF의 2020년도 ESG 투자 운용액은 10조 6,000억엔에 달함

〈그림 1〉 전 세계 지속가능투자 규모



〈그림 2〉 일본 내 ESG 채권 발행규모



□ 그동안 일본 정부 및 관련 기관들은 지배구조(G)와 환경(E) 중심의 대책을 내놓았으며 최근에는 사회(S)의 확산에 대한 논의가 이어지고 있음

- 금융청은 2014년 스튜어드십 코드(G), 2018년과 2020년 TCFD 가이드선스 및 그린투자 가이드선스(E)를 제정하였으며 2020년 12월부터는 지속가능 금융전문가 회의(S 포함)를 주도하고 있음
 - 지속가능성을 위한 기업정보 공시 프레임워크 구축, ESG 채권의 적격성 인증 프레임워크 구축, ESG 평가기관의 역할 정립, 기후변화 리스크 관리를 위한 모니터링 외에 인적자본 투자, 젠더 다양성 등을 중점으로 논의하고 있음
- 일본거래소그룹은 2015년 기업지배구조 코드(G), 2018년 9월부터 탄소효율지수를 산출 및 공표(E)하고 있으며 이후 지속가능성 추진 본부(S)를 설치함
 - 도쿄증권거래소 및 S&P가 공동 개발한 S&P/JPX 탄소효율지수는 일본 주식시장에 상장된 종목들의 매출단위당 탄소배출량을 점수화한 지수임
 - ESG 투자 확대를 위해 관계기관, 투자자, 상장회사들과 협력하여 지속가능성 관련 활동의 조사, 실행방안의 기획·입안 등을 추진하고 있음⁴⁾
- 일본증권업협회에서는 지속가능개발 추진 워킹그룹을 조직하였으며 증권업계 관계자들과 금융상품 개발에 관한 논의를 지속적으로 하고 있음
- 일본은행은 2021년 7월 금융정책결정회의에서 『기후변화 대응을 지원하기 위한 자금공급의 프레임워크』 초안을 공표함
 - 대출이율 0%로 민간 금융기관에 장기 자금을 제공하는 구조이며 금융기관은 이 자금을 그린론/채권, 지속가능 연계 대출/채권 등 기후변화 대응에 관한 투자와 대출에 사용함⁵⁾

4) ESG 채권 전용 정보 플랫폼 개설, 상장회사의 ESG 지원을 위한 ESG knowledge Hub 구축, 평가기관에 대한 정보 제공 등을 시행하고 있음

5) 대출기간은 원칙적으로 1년이지만, 반복적인 이용으로 장기 자금조달이 가능함. 실시기간은 2021년 12월 23일부터 2031년 3월 31일까지임

- 대출 가능 대상은 TCFD 제언 4개의 항목(지배구조, 전략, 리스크 관리, 지표와 목표)과 투자자금의 목적·실적을 공개하고 있는 기관임

〈표 1〉 일본 ESG 관련 프레임워크, 가이드라인 공표

일시	내용
2006년 4월	PRI(Principle for Responsible Investment) 공표
2014년 2월	금융청「스튜어드십 코드」 도입
2015년 3월	도쿄증권거래소「기업지배구조 코드」 도입
2017년 3월	환경성「녹색채권 가이드라인」 제정
2017년 5월	금융청「스튜어드십 코드」 개정
2018년 6월	도쿄증권거래소「기업지배구조 코드」 개정
2018년 6월	정부 '미래투자전략 2018' 발표, ESG 요소와 기업가치 제고 강조
	금융청「투자자와 기업의 대화 가이드라인」 공표
2020년 3월	금융청「스튜어드십 코드」 개정
	환경성「녹색채권 가이드라인 2020년판」
	「그린론 및 서스테이너빌리티 링크 론 가이드라인 2020년판」제정
2021년 6월	금융청「투자자와 기업의 대화 가이드라인」 개정
	도쿄증권거래소「기업지배구조 코드」 개정

□ 증권회사는 시장의 자금부족 해결과 금융중개 기능의 충실화를 목표로 ESG 금융상품을 설계, 취급하고 있으며 ESG 부서를 설치하여 경영전략을 수립 및 추진하고 있음

- 증권사의 인수 및 IR 등을 통해 얻은 발행자에 대한 재무적·비재무적 정보로 ESG 기업이 자금조달을 원활히 할 수 있도록 기여함
- 시장 자금부족의 해결방안 중 하나로 투자자 교육이 확산되면 개인투자자 층이 두터워지고 이후 임팩트투자 등을 통해 기업의 자금조달 활성화에 도움이 될 수 있다는 취지
 - 2020년 8월 모건스탠리가 운용하는 ESG 주식형펀드 최초 자금모집에 3,830억엔이 모집되었고 7개월 만에 순자산 총액 1조엔을 돌파하는 등 개인투자자의 ESG 펀드에 대한 관심이 고조되는 상황임
- 노무라 홀딩스는 2025년까지 사회문제 해결을 통한 지속적인 성장실현을 경영전략으로 삼고 다방면으로 대응하고 있음
 - ESG 자문업 활성화: 정부기관, 자치단체, 민간단체, 기업을 대상으로 컨설팅을 통해 환경문제 해결에 기여하고 기업의 지속가능한 경영을 지원하고 있음
 - ESG 채권시장의 확대: 신흥국 지원이나 지구 온난화 대책 등 환경이나 사회적 과제의 해결을 위하여 발행되는 ESG 채권의 인수 및 판매를 확대
 - ESG 상품 개발: 노무라증권에서는 2019년 조달자금 전체를 지속가능한 사업에 사용하는 '지속가능성 FITs'(Flexible Issuer's Transactions)⁶⁾를 개발하였으며 현재까지 3개사에 발행

6) 신주예약권(우리나라에는 해당되는 부분이 없음. 해당 회사의 주식을 교부받을 수 있는 권리로 회사법 제2조에 규정되어 있음. 전

- 연구 및 산학협력 확대: 노무라 지속가능 연구센터를 설립하여 학계와 공동으로 연구를 진행, 운용사와 연구기관이 전략적 제휴를 맺고 있으며 배당은 모두 해당기관이 수령하고 연구 목적에만 이용할 수 있도록 함
- 다이와증권은 지속가능성 관련 M&A 자문·투자·펀드운용을 통한 사회과제 해결을 목표로 하고 있으며 최근에는 지속가능성·솔루션 추진부서의 신설과 지역사회를 위한 재단 설립을 추진함
 - 해외사업부를 DC Advisory라는 브랜드명으로 통일하였으며 M&A 네트워크의 강화를 추진하고 있으며 신재생 에너지 분야에 특화된 자문 사업을 중점으로 사업을 확대하고 있음
 - 그동안 ESG 채권 인수를 중심으로 각 사업부에서 대응하였으나 신설부서를 통해 광범위한 업무를 일원화하여 추진할 수 있는 체제를 마련함
- 자산운용사는 적극적인 스튜어드십 활동과 더불어 ESG 요소를 고려한 투자정책을 수립하거나 ESG를 고려한 운용자산을 늘리고 있음
 - 미쓰이 스미토모는 스튜어드십 활동에 관한 자문기관을 설치하여 활동 전반을 심의하고 있으며, 투자대상 기업의 지속적 성장과 비재무적 정보를 분석·평가할 수 있는 플랫폼을 자체 개발함
 - 미즈호 파이낸셜의 자회사 애셋 매니지먼트 One은 ESG를 투자대상 선정의 판단기준으로 설정한 펀드 상품을 개발하였으며 2021년 12월 순자산총액 1조엔을 돌파⁷⁾
- P2P 및 크라우드펀딩 업체를 포함한 제2종 금융상품 거래업자⁸⁾들은 ESG를 고려한 마이크로 파이낸스 사업과 크라우드 펀딩을 통한 임팩트 투자 플랫폼을 운영하고 있음
 - 블루오차드는 인도, 인도네시아, 필리핀 등의 빈곤층과 영세기업에 마이크로 파이낸스 서비스를 제공하고 있으며 기후변화 관련 등 사업 대상 범위를 확장하고 있음
 - 뮤직 시큐리티는 사회적 수익 지표를 설정하여 투자자모집 페이지에 공개하였으며 임팩트 투자 플랫폼인 시큐리티를 개발하여 자금조달 기업의 ESG 정보를 공개하고 있음

□ ESG 투자가 기업의 지속가능성을 높이고 수익성을 제고하기 위한 국제적 기류임을 인식함에 따라 일본 정부와 관련기관은 제도 마련을 위한 논의와 함께 모니터링을 강화하고 있으며 증권업계에서도 ESG 경영 전략은 더욱 확대될 것

- 금융상품에서 ESG라는 용어를 사용하기 위한 판단 기준이 없어 금융청에서는 ESG 금융상품에 대한 모니터링을 진행하기로 함
 - 최근 각국에서 지적되고 있는 '워싱(washing)'문제를 해결하기 위해 과거의 상품을 ESG로 칭해 판매하는 상품을 모니터링함

환사채(CB)의 전환권 부분, 신주인수권(워런트), 스톡옵션의 권리를 포함한 것으로 유상 또는 무상(임직원 제외)으로 배정할 수 있어 유용한 자금조달 수단으로 자리를 굳힘)에 따라 자금이 조달되는 형태로 환경, 지속가능한 사업에만 사용할 수 있으며 공장 건설, 연구개발비에 사용할 수 있음. 지속가능성에 대한 평가는 일본 종합연구소가 그린본드 원칙(GBP)에 따라 적합성을 평가함

- 7) 이 펀드에서는 도박, 무기 제조 등 환경·사회에 바람직하지 않은 업종을 투자 대상에서 제외(네거티브 스크리닝)하고 개별기업에 대해 독자적인 ESG 평가를 실시해 편입비율을 조정함으로써 포트폴리오를 구성함
- 8) 제2종 금융상품거래업은 의제유가증권의 매매, 조합형 펀드의 모집, 유가증권의 파생상품거래를 제외한 시장파생상품거래의 위탁 중개 등을 하며 주로 펀드의 자기모집을 행하는 경우임. 주식회사만 가능한 1종과 달리 개인이나 법인도 등록이 가능함

- ESG 관련 금융상품을 다루는 증권회사나 자산운용사는 고객이 투자 정보를 쉽게 알 수 있도록 공개하도록 하고 있음
- ESG 상품과 이전 상품과의 차이점, ESG 대응에 대한 설명, 운용 프로세스 어느 단계에서 어떤 ESG 평가를 하고 있는지 등을 기재해야함
- 현재까지 ESG 관련 법령과 규정은 없으나 가이드라인과 사례집을 발간하여 기업의 자발적인 참여를 독려하고 있으며 향후 업계의 자율규제를 통한 대응을 검토하고 있음
- 2022년 4월 재편되는 도쿄증권거래소 프라임시장(현 1부) 상장기업에 대하여 ESG에 대한 대응을 요구하고 있음
 - 프라임시장 상장기업은 2021년 6월 개정된 기업지배구조 코드에 따라 TCFD 제언에 따른 공시가 필요하며 3월 결산기업의 경우 6월 주주총회 후 기업지배구조 보고서에 TCFD 관련 기재를 공시해야함⁹⁾
 - 금융청에서는 TCFD 기재 의무화를 2023년 이후 유가증권보고서 제출 기업 전체로 확대하는 것을 논의하고 있음
- 일본증권업협회에서는 지속가능 개발목표 추진 간담회, 지속가능한 금융 추진위원회, 근무환경 개선·다양성 추진위원회, 어린이 빈곤대책 지원위원회를 지속적으로 운영하고 있음
 - 임팩트 투자(백신채권, 워터본드, 녹색채권의 조성), ESG 투자 대응에 대한 조사와 생산성 향상, 인재관리 등 지속가능 개발 목표에 비취 공헌하고 있는 분야를 조사
 - 중고등학생을 대상으로 지속가능 개발 목표 관련 교재를 보급, 대학교에 강사를 파견하여 교육활동을 지속, 사회인을 위한 교육용 웹사이트를 운영중
 - 2019년 12월부터 ‘어린이 지원 증권넷’을 운영하고 있으며 협력증권사와 비영리 법인과 연결, 증권업계 지원에 관한 사례집을 발간하고 있음
- 증권회사에서는 ESG 경영 강화와 더불어, 학계와 연계한 ESG 교육 프로그램 및 투자를 확대하고 있음
 - SMBC닛코증권에서는 임원실 직속으로 지속가능성 추진위원회를 조직하여 위원장을 CsuO(Chief Sustainability Officer)로 임명, 정기적으로 논의 후 이사회에 보고하는 체계를 갖추
 - 노무라증권은 전국 초중고대학교에 출장수업을 진행하고 있으며 다이와증권은 기부 프로젝트의 형태로 대학교와 제휴를 맺어 지속가능성을 가진 스타트업 육성에 주력하고 있음

선임연구원 여밀림

9) 기업지배구조 코드 보충원칙 3-1③ : 상장회사는 경영 전략의 공개에 있어서 자사의 지속성에 대한 대응을 적절히 공시해야 한다. 또, 인적자본이나 지적 재산의 투자 등에 대해서도, 자사의 경영전략·경영과제와의 정합성을 의식하면서 알기 쉽게 구체적으로 정보를 개시·제공해야 한다. 특히 프라임 시장 상장회사는 기후변화와 관련한 리스크 및 수익기회가 자사의 사업활동이나 수익 등에 미치는 영향에 대해 필요한 데이터의 수집과 분석을 실시하고, 국제적으로 확립된 프레임워크인 TCFD 또는 이와 동등한 틀에 근거한 공개의 질과 양의 내실화를 추진해야 한다.