

## OPINION

선임연구위원  
강소현

## 배당기준일 제도 변경 현황과 향후 과제\*

배당기준일 제도 개선은 배당 여부와 규모를 사전에 확정하여 투자자들의 예측성을 높이고, 글로벌 투자자의 신뢰를 확보하며, 국내 자본시장의 경쟁력을 강화하기 위해 2023년 1월에 시행되었다. 이는 한국 자본시장의 투명성을 높이는 중요한 계기로 평가되지만, 제도 도입 이후에도 실행률이 낮아 실효성은 여전히 부족한 상황이다.

2024년 배당기준일 제도 변경과 실행 현황을 살펴본 결과, 유가증권시장과 코스닥시장에서 배당 제도를 개선한 기업의 비율은 각각 23.8%와 36.0%에 머물렀으며, 실제로 개선된 절차를 시행한 기업은 더 적었다. 유가증권시장의 경우 정관을 개정한 기업의 절반만이 새로운 제도를 실행했으며, 코스닥시장에서는 실행률이 9.5%에 불과했다. 투자자의 관심도와 시장에서의 중요도가 높은 유가증권시장 시가총액 상위기업은 상대적으로 높은 비율(20.3%)로 정관을 개정하고 실행했으나, 여전히 충분한 수준으로 보기 어렵다.

2024회계연도 결산 시점이 다가옴에 따라, 배당기준일 제도 개선에 대한 기업과 투자자의 관심과 노력이 필요하다. 기업은 배당제도 개선 사항을 실질적으로 실행하여 배당 예측성과 신뢰도를 제고하고, 주주는 배당 정책 변화에 관심을 갖고 적극적으로 개선을 요구해야 할 것이다. 이를 통해 배당제도의 실효성을 강화하고, 국내 자본시장의 신뢰와 경쟁력을 높이기를 기대한다.

### 배당기준일 제도 변경

배당제도는 기업이 주주와의 신뢰를 구축하고 자본시장에서의 투명성을 확보하는 핵심적인 역할을 한다. 그런데, 기존의 배당절차에 따르면 배당을 받을 주주를 확정하는 배당기준일 이전에 배당 여부와 배당 규모에 대한 정보가 제공되지 않아, 투자자에게 불확실성을 초래하고 투자 의사 결정에 부정적인 영향을 미쳤다. 이러한 문제를 개선하고자 금융위원회는 2023년 1월에 배당기준일 전에 배당금액을 확정하여 공시하도록 하는 제도 개선을 시행하였다.<sup>1)</sup>

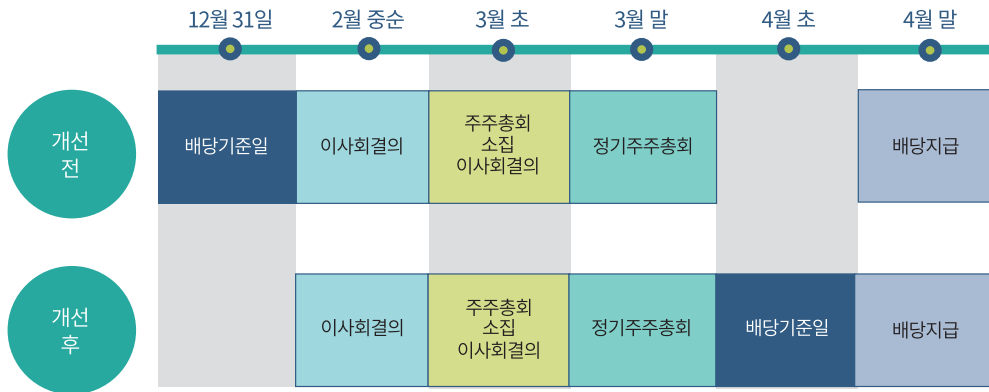
개선된 제도는 '선(先) 배당액 확정, 후(後) 배당기준일 지정'이라는 방식을 도입하여, 적시에 투명하고 신뢰할 수 있는 배당 정보를 제공함으로써 투자자 중심의 제도를 실현하는 데 초점을 맞추고 있다. 이에 따라 일부 기업은 금융위원회의 방안을 반영하여 자율적으로 정관을 개정하고 새로운 절차를 반영하였다. 이를 통해 기존에 혼재되어 있던 의결권 행사기준일과 배당기준일을 분리하고, 배당기준

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

1) 금융위원회(2023. 1. 31), 황현영(2023)

일을 배당액 확정 이후로 명확히 정하게 된다.

〈그림 1〉 배당기준일 제도 개선



자료: 저자 작성

### 배당기준일 제도 변경의 기대효과

배당기준일 제도의 변경은 국내 자본시장의 경쟁력을 강화하고 투자자 신뢰를 회복하는 등 다양한 관점에서 시장에 긍정적인 영향을 미칠 것으로 기대된다.

첫째, 배당기준일 제도 개선으로 배당 예측성을 제고할 수 있다. 이는 앞서 설명한 대로, 배당 관련 결정이 확정된 이후에 투자 여부를 판단할 수 있게 됨으로써, 투자자들은 보다 명확하고 신뢰성 있는 정보를 바탕으로 투자 의사결정을 내릴 수 있게 된다. 이는 기업 투명성을 강화하고 투자자 신뢰를 높이는 데 기여할 수 있다.

둘째, 배당제도의 글로벌 정합성을 제고하는 긍정적인 측면이 있다. 기존 한국의 배당 정책은 배당액이 배당기준일 이후에 확정되는 점에서 국제적 표준과 맞지 않다는 지적을 받아왔다. MSCI(Morgan Stanley Capital International)는 이를 한국 시장이 신흥시장에 머무르는 주요 원인 중 하나로 지적하며 지속적으로 개선을 요구해 왔다. 배당액 확정 후 배당기준일을 정하는 방식은 글로벌 투자자의 신뢰를 얻고, 코리아 디스카운트를 해소하며, 해외 자금 유입에도 긍정적으로 기여할 것이라는 기대하에 추진되었다.

셋째, 배당기준일이 결산기 말일(12월 31일)로 집중되면서 배당락으로 인한 주가 하락과 시장 지수 변동성이 발생하는 문제가 있었다. 배당락은 배당받을 권리가 사라지는 시점에 배당금액만큼 주가가 하락하는 현상으로, 투자자들의 거래에 영향을 미치고 시장의 불필요한 변동성을 유발하였다. 이번 제도 개선으로 배당기준일을 분산시키고 기업별로 유연하게 지정할 수 있게 되어, 시장 안정성을 높이고 변동성을 완화하는 효과를 기대할 수 있다.

### 제도 개선 현황

그런데 배당기준일 개선은 의무사항이 아닌 자발적인 참여를 기반으로 하고 있어, 실제로 각 기업이 이를 얼마나 수용하고 실행하고 있는지에 대해 확인해 볼 필요가 있다.

〈표 1〉 국내 상장기업 배당절차 개선 기업 현황

패널A: 시가총액 기준 구분

(단위: 개사)

구분		유가증권시장			코스닥시장			시장 전체		
		정관 유지	정관 개정	개정 비율	정관 유지	정관 개정	개정 비율	정관 유지	정관 개정	개정 비율
규모	상위(1분위)	105	58	35.6%	189	135	41.7%	309	178	36.6%
	중위(2&3분위)	240	86	26.4%	416	232	35.8%	668	306	31.4%
	하위(4&5분위)	275	50	15.4%	432	216	33.3%	680	293	30.1%
합계		620	194	23.8%	1,037	583	36.0%	1,657	777	31.9%

패널B: 외국인투자자 보유 비중 기준 구분

(단위: 개사)

구분		유가증권시장			코스닥시장			시장 전체		
		정관 유지	정관 개정	개정 비율	정관 유지	정관 개정	개정 비율	정관 유지	정관 개정	개정 비율
외국인 비중	상위(1분위)	111	52	31.9%	219	105	32.4%	333	154	31.6%
	중위(2&3분위)	245	81	24.8%	410	238	36.7%	665	309	31.7%
	하위(4&5분위)	264	61	18.8%	408	240	37.0%	659	314	32.3%
합계		620	194	23.8%	1,037	583	36.0%	1,657	777	31.9%

주 : 1) 2024년 3월말 사업보고서 기준

2) SPAC 제외

3) 유가증권시장과 코스닥시장의 기업규모와 외국인투자자 보유 비중은 각각의 시장에 대해 2023년말을 기준으로 상위 20%, 중위 40%, 하위 40%로 구분함

4) 시장 전체의 기업규모와 외국인투자자는 2023년말 기준 전체 상장기업을 대상으로 구분함

자료: 한국거래소 상장공시시스템(KIND), 한국상장회사협의회, 코스닥협회, FnGuide.

2024년 3월말 사업보고서를 기준으로, 국내 전체 상장기업 2,434개 중 777개 기업(31.9%)이 배당 기준일 변경을 위한 정관 개정을 완료한 것으로 나타났다. 시장별로 살펴보면, 유가증권시장에서 194개사(23.8%)가 정관을 개정하였으며, 코스닥시장에서 583개사(36.0%)가 개선된 배당절차를 도입하였다. 이는 코스닥시장 기업들이 유가증권시장 기업에 비해 상대적으로 더 적극적으로 제도 개선에 참여했음을 보여준다(〈표 1〉 참조).

시가총액에 따라 기업을 5분위로 구분하여 살펴본 결과, 시가총액이 높은 기업일수록 배당기준일

개선에 적극적으로 참여한 것으로 나타났다. 유가증권시장의 경우, 시가총액 상위 1분위 기업의 정관 개정 비율은 35.6%로, 중위(26.4%) 및 하위(15.0%) 기업에 비해 높았다(〈표 1〉 패널A 참조). 코스닥시장에서도 시가총액 상위 1분위 기업의 개정 비율은 41.7%로 나타나, 유가증권시장보다도 높은 비율을 보였다. 이는 시가총액이 큰 기업일수록 글로벌 투자자들의 관심과 요구에 민감하게 반응하며, 배당 절차 개선을 통해 신뢰를 강화하려는 경향이 강하게 나타났을 가능성을 시사한다.

또한, 글로벌 투자자의 관심도에 따른 배당제도 개선 현황을 분석하기 위하여, 외국인투자자의 보유비중에 따른 개선 여부를 살펴보았다. 유가증권시장의 경우, 외국인투자자 보유 비중이 가장 높은 1분위 기업의 개정 비율은 31.9%로, 중위 및 하위 기업보다 높았다. 그러나 코스닥시장에서는 외국인 보유 비중이 낮은 기업들이 오히려 더 많이 정관 개정을 한 것으로 나타나, 시장별로 상이한 양상이 관찰되었다(〈표 1〉 패널B 참조). 이는 외국인투자자가 대형 종목이 집중된 유가증권시장의 상위종목에 집중되어 있으며, 코스닥시장은 외국인투자자의 관심이 개별 기업의 특성과 내수 중심의 투자 요구에 따라 다르게 반응했을 가능성이 있다.

요컨대, 유가증권시장과 코스닥시장에서 배당 제도를 개선한 기업의 비율이 1/4에서 1/3 수준에 머물러, 여전히 충분한 제도 반영이 이루어졌다고 보기 어렵다. 특히, 유가증권시장의 개선 비율(23.8%)은 코스닥시장(36.0%)에 비해 상대적으로 낮아, 주요 대기업이 더 많은 책임감을 가지고 배당 절차 개선에 참여해야 할 필요성이 있다.

〈표 2〉 배당지급 기업 정관 개정 및 개정 실행 현황

구분	유가증권시장		코스닥시장		시장 전체	
	공시건수 (건)	실행비중 (%)	공시건수 (건)	실행비중 (%)	공시건수 (건)	실행비중 (%)
정관유지	427	0.0	413	0.0	840	0.0
정관개정	개정 실행	52.6	19	9.5	91	27.1
	개정 미실행		65		180	
전체	564	12.8	612	3.1	1,176	7.7

주 : 1) 2024년 3월말 사업보고서 기준

2) 2024년 1월부터 2024년 11월 20일까지 배당을 지급한 기업의 공시를 대상으로 분석함

자료: 한국거래소 상장공시시스템(KIND), 한국상장회사협의회, 코스닥협회, FnGuide.

배당 관련 정관 변경은 배당기준일 절차 변경의 규제상 기반을 마련하는 기본적인 것으로, 정관 개정을 통해 실제로 개선된 방식을 시행했는지는 별도로 검토할 필요가 있다. 분석 결과, 정관을 개정한 기업 중에서도 개정에 따라 실제 후배당기준일을 실행하지 않고 기존의 방식대로 배당 확정 전에 배당 받을 주주를 확정된 경우가 상당수 차지한 것으로 나타났다. 2024년 유가증권시장에서 564건의 배당

공시 중 정관을 개정한 공시가 137건이었다. 그러나 이 중 개정된 정관에 따라 배당을 지급한 건은 72건으로 전체의 절반 수준에 머물렀다(〈표 2〉 참조).

코스닥시장에서는 정관 개정을 완료한 기업의 비율이 유가증권시장보다 상대적으로 높았음에도 불구하고, 실제 후배당기준일 방식을 적용한 사례는 극히 드문 것으로 나타났다. 전체 612건의 배당 공시 중 후배당기준일 방식을 실행한 사례는 19건에 불과하여, 실행률은 단 9.5%로 매우 낮은 수준이었다. 이는 코스닥시장의 정관 개정이 제도 개선 취지에 따른 실행으로 이어지지 않은 경우가 많음을 시사한다(〈표 2〉 참조).

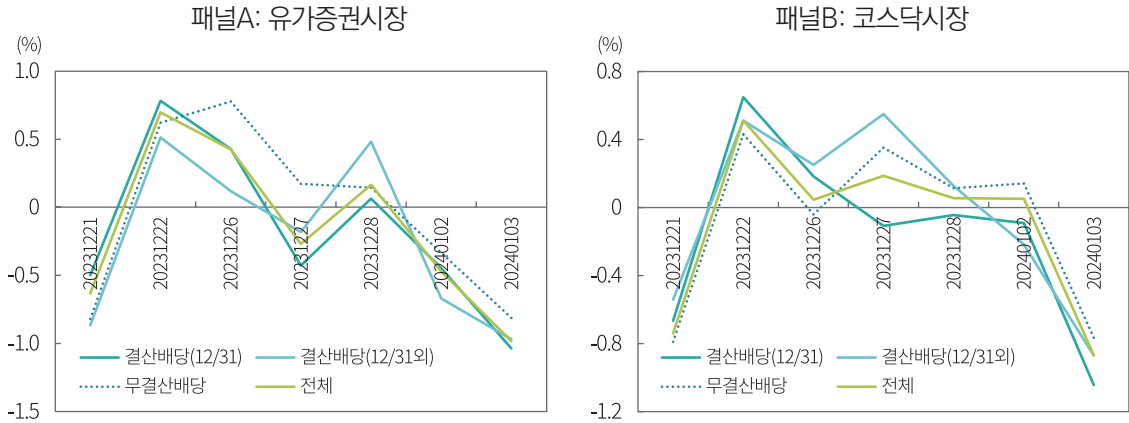
〈표 3〉 시가총액 및 외국인투자자 비중별 후배당기준일 실행 현황

구분		시가총액			외국인투자자 비중		
		선기준일 (건)	후기준일 (건)	후기준일 비중(%)	선기준일 (건)	후기준일 (건)	후기준일 비중(%)
유가증권 시장	상위(1분위)	98	25	20.3	113	17	13.1
	중위(2&3분위)	218	31	12.4	212	35	14.2
	하위(4&5분위)	176	16	8.3	167	20	10.7
코스닥 시장	상위(1분위)	142	6	4.1	173	4	2.3
	중위(2&3분위)	262	7	2.6	247	6	2.4
	하위(4&5분위)	187	6	3.1	171	9	5.0

주 : 1) 2024년 3월말 사업보고서 기준  
 2) 2024년1월부터 2024년 11월 20일까지 배당을 지급한 기업을 대상으로 분석함  
 3) 현금 결산배당만 포함함  
 4) '선기준일'은 정관개정을 하지 않은 기업과 정관개정을 하였으나 실제 배당에 실행하지 않은 기업의 공시를 포함함  
 자료: 한국거래소 상장공시시스템(KIND), 한국상장회사협의회, 코스닥협회, FnGuide.

시가총액과 외국인투자자 비중을 기준으로 구분하여 살펴본 결과, 유가증권시장의 상위종목에서 실행률이 상대적으로 높았으나, 다른 분위 또는 코스닥시장에서는 이와 같은 경향이 나타나지 않았다. 유가증권시장에서 시가총액 상위 1분위(상위 20%) 기업은 후기준일을 적용한 비율이 20.3%로, 중위권(12.4%) 및 하위권(8.3%)에 비해 높았다. 이는 시가총액이 큰 기업일수록 배당 기준일 개선에 더 적극적으로 참여했음을 시사한다. 그러나, 상위기업 실행률이 20.3%로 높은 수준이라 보기 어렵다. 반면, 코스닥시장에서는 시가총액에 따른 배당제도 개선 실행률의 차이가 두드러지지 않았다. 특히, 코스닥시장에서 개선된 기준일 제도를 실행한 기업 수가 매우 적어, 유의미한 경향을 도출하기 어려운 상황이다. 또한, 외국인투자자 비중과 후기준일 적용률 사이의 뚜렷한 상관관계는 나타나지 않았다. 이는 기존의 외국인투자자 주주가 배당제도 개선 실행에 미치는 영향이 제한적이거나, 시가총액과 같은 다른 요인에 의해 상쇄될 가능성이 있다.

〈그림 2〉 배당락 전후 전일종가 대비 당일시가 변동성 추이



- 주 : 1) 일별 주가 변동 상하위 1%는 제외함
- 2) 12월 결산법인의 현금 결산배당만 포함함
- 3) 주가 변동성은 (당일시가-전일종가)/전일종가로 계산함
- 4) 시가총액 가중평균함

자료: 한국거래소 상장공시시스템(KIND), 한국상장회사협의회, 코스닥협회, FnGuide.

마지막으로, 배당락 효과를 살펴보기 위하여 시가총액으로 가중평균한 주가 변동성을 살펴보았다. 결산기말인 2023년 12월 31일을 배당기준일로 선정한 기업(〈그림2〉의 ‘결산배당(12/31)’)의 주가 하락폭은 다른 기간에 배당을 지급하거나(〈그림2〉의 ‘결산배당(12/31 외)’) 배당을 시행하지 않은 기업(〈그림2〉의 ‘무결산배당’)에 비해 배당락 효과로 인한 주가 하락폭이 더 큰 것으로 나타났다. 12월 31일을 배당기준일로 설정한 기업은 배당락일에 전일 대비 평균 42.8bp의 주가 하락을 기록한 반면, 12월 31일 이외의 날짜를 배당기준일로 선택한 기업은 18.1bp, 결산배당을 시행하지 않은 기업은 17.3bp의 하락폭을 보여 상대적으로 완만한 주가 변동을 나타냈다. 특히, 결산기말 기준일을 채택한 기업들은 유가증권시장 전체 시가총액의 61%를 차지하여, 배당락 효과가 시장 전체에 영향을 미쳤다. 이는 개선된 배당기준일 제도의 필요성을 강조하는 결과로 해석된다.

한편, 코스닥시장에서는 12월 31일을 배당기준일로 설정한 기업들의 배당락 효과가 10.7bp로 유가증권시장보다 낮은 수준을 보였다. 특히, 결산기말 이외의 날짜를 배당기준일로 설정하거나 결산배당을 시행하지 않은 기업들은 주가 상승을 기록하는 양상을 보여, 배당기준일 설정이 코스닥시장의 주가 변동성에 미치는 영향이 상대적으로 작았다.

이러한 결과는 결산기말에 배당기준일을 집중 설정하는 관행이 시장 전체의 주가 변동성을 증가시킨다는 점을 보여준다. 개선된 배당기준일 제도를 실제로 시행하는 기업이 증가한다면, 배당기준일이 결산기말에 집중되는 현상이 완화되어 배당락 효과로 인해 특정일의 주가 하락폭이 증가하는 양상이 완화될 것으로 보인다. 이는 투자자에게 보다 안정적인 투자 환경을 제공하고 국내 자본시장의 신뢰도

를 높이는 데 기여할 것이다.

### 향후 과제

배당기준일 제도 개선은 한국 자본시장의 투명성과 신뢰성을 높이는 중요한 계기로 평가된다. 그러나 제도 도입 이후 일부 기업들이 정관을 개정하여 개선된 절차를 반영했음에도 불구하고, 실제 배당지급 과정에서 이를 적용하지 않는 사례가 많아 제도의 실효성은 여전히 부족한 상황이다. 배당제도 개선의 효과를 극대화하기 위해 기업들의 보다 적극적인 참여와 책임감 있는 실행이 요구된다.

제도의 안정적 정착을 위해 기업들은 적극적으로 배당제도 개선을 추진해야 하며, 이를 통해 배당 정책의 투명성을 강화하고 글로벌 투자자들의 신뢰를 확보할 필요가 있다. 주주들의 관심과 요구 또한 중요한 역할을 한다. 투자자들은 기업의 배당 정책과 기준일 변경 여부를 면밀히 검토하고, 투명성과 공정성을 중시하는 요구를 지속적으로 제기해야 한다. 이러한 투자자들의 적극적인 참여는 기업들이 책임감을 가지고 배당제도 개선에 나설 수 있도록 하는 동력이 될 것이다.

2024회계연도 결산과 함께 배당기준일 제도가 다시 한번 시장에 중요한 영향을 미칠 것으로 보인다. 적극적인 실행을 통해, 제도 개선으로 기대했던 배당 예측성 제고, 글로벌 투자자 편의성 향상, 그리고 시장 변동성 완화 등의 효과가 본격적으로 나타나길 기대한다. 이러한 변화는 한국 자본시장의 성숙도를 한층 더 높이는 중요한 계기가 될 것이다.

### 참고자료

금융위원회, 2023. 1. 31, 글로벌 스탠더드에 부합하는 배당절차 개선방안, 보도자료.

황현영, 2023, 『합리적 배당 의사결정을 위한 제도 개선과제』, 자본시장연구원 이슈보고서 23-09.

## OPINION

선임연구위원  
강현주

## 트럼프 1기 행정부의 교훈 및 2기 행정부에 관한 시사점\*

본고는 트럼프 2기 행정부 출범이 무역정책과 경제에 미칠 영향을 점검한다. 트럼프 1기의 반지성주의와 대중영합주의적 성향이 2기에도 이어질 것으로 예상되나, 고물가·고금리라는 달라진 경제 여건을 감안하면 트럼프 당선자가 공약한 관세정책(중국 60%, 기타 국가 10~20%)의 완전한 이행은 어려울 것으로 판단된다. 이를 대신하여 1기와 마찬가지로 자본재 및 중간재 중심의 단계적·실용적 관세 인상을 통해 협상 지렛대로 활용할 것으로 예상된다. 한편, 중국은 경제성장률이 크게 둔화된 데다 자본유출에 대한 우려로 위안화 절하 여력이 줄어들고 우회수출에 대한 미국의 규제 가능성도 높아 내수부양을 위한 재정지출 확대가 불가피한 상황이다. 한국 경제는 무역분쟁 심화에 따른 직간접 성장 하방압력과 원/달러 환율 상승압력에 직면할 것으로 보인다. 또한 가능성은 작으나 자동차 등 주력 수출품목에 대한 관세 위협과 함께 장기적으로 국내 기업의 미국 현지생산 확대에 따른 국내 투자 및 고용 부진 위협에 대비해야 한다.

최근 국제금융시장에서는 트럼프 미국 대통령 당선자의 공약에 따른 자산별 율불리를 반영한, 이른바 트럼프 트레이드(Trump trade)가 시장 움직임을 주도하고 있다. 특히 대선 과정에서 언론들과의 인터뷰를 통해 중국에 대한 60% 관세 부과와 함께 전방위적인 10~20% 관세 부과를 공약으로 제시함에 따라 글로벌 무역분쟁 심화에 대한 우려가 고조되고 있다. 1기 행정부 시기와는 달리 고물가·고금리 환경에서 출범하는 2기 행정부가 실제로 공약을 이행할 수 있을지, 이행한다면 어떤 방식으로 전개될지에 대한 불확실성이 매우 큰 상황이다. 이에 본 고에서는 트럼프 1기 행정부의 무역전쟁 과정과 그 경제적 영향으로부터 교훈을 도출하고, 1기와 2기 행정부 사이 변화된 미국, 중국의 경제 상황을 감안하여 2기 행정부 공약의 실현 가능성과 한국 경제에 대한 파급효과를 점검하고자 한다.

### 트럼프 1기의 정치경제적 성격 및 교훈

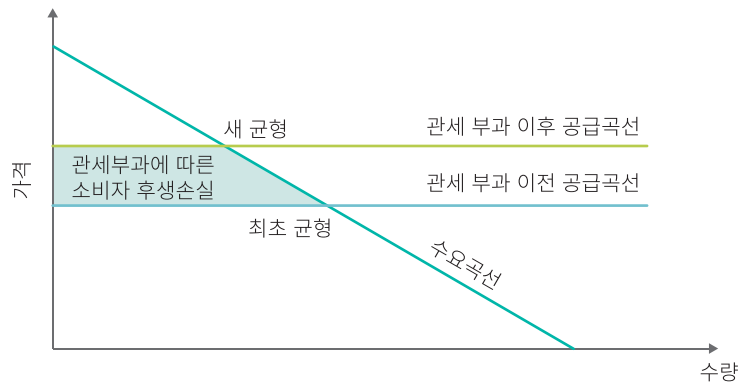
트럼프 1기 행정부의 무역정책은 반지성주의 및 대중영합주의라는 두 가지 성격으로 요약된다. 먼저 반지성주의적 성향은 전문가와 지식인을 불신하고 복잡한 문제를 단순화하는 경향으로 나타난다. 미국의 수입관세 부담이 결국 미국 소비자에 귀속될 것이라는 경제학계의 지배적 견해<sup>1)</sup>에 근거하여

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

1) 시카고 대학교 경영대학원의 국제금융시장센터가 2019년 5월 주요 경제학자를 대상으로 실시한 설문조사에서 미국의 수입관세 부담이 미국 소비자에 귀속될 것이라는 주장에 동의한다는 의견이 전체 응답자의 74%였다. 금년 대선을 앞두고 실시된 설문조사(2024년 9월)에서는 유사한 주장(수입 관세 부담은 관세 도입 국가의 소비자에 귀속된다)에 대해 응답자의 95%가 동의했다.

당시 주요 예측기관들과 시장참가자들은 무역분쟁의 현실화 가능성을 낮게 판단했다. 반면, 트럼프 행정부는 자유무역주의 확대가 세계 최대 시장을 확보한 미국에 불리하다고 주장하면서 관세 부과를 통해 무역적자를 줄이고 고용을 보호하겠다는 논리를 폈다. 대중 수입관세의 소비자 전가 우려에 대해서는 수출기업이나 중국 정부에 전가된다고 주장하면서 무역분쟁을 본격화했다. 트럼프 1기 당시의 이러한 경험은 최근 2기 행정부의 공약 이행에 대한 시장의 신뢰성을 높이는데 일정 부분 기여하고 있다.

〈그림 1〉 관세부과에 따른 소비자 잉여 변화

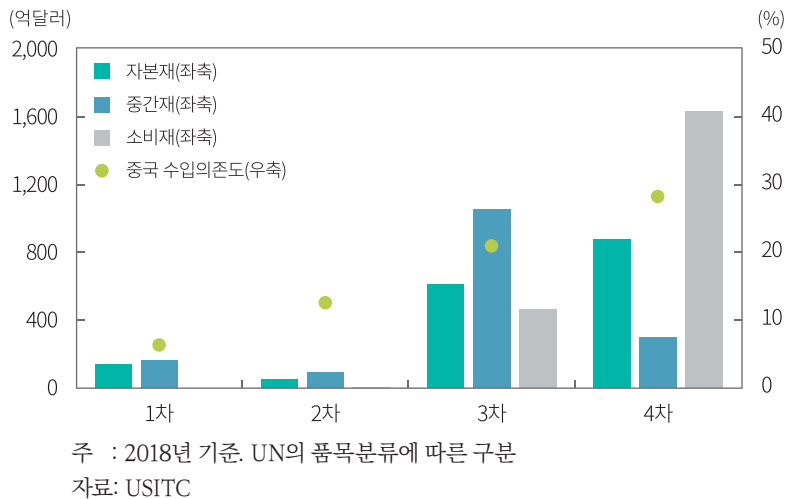


다만, 트럼프 1기 행정부의 공언과 달리 2018~2019년 관세 부과에 대한 다수의 실증연구 결과들은 〈그림 1〉에 나타난 바와 같이 중국의 수출 공급곡선이 단기적으로 완전 탄력적(우상향이 아니라 수평을 의미)이어서 관세 부과에 따른 후생손실이 미국 소비자 및 수입업자에게 귀속되는 것으로 보고한다. 또한 당시 관세부과가 제조업 고용에도 부정적인 효과를 미쳤으며, 중국의 미국 농산물에 대한 보복관세는 농업 부문에 악영향을 초래했던 것으로 나타났다. IMF 또한 2019년 10월 세계경제전망에서 2019년 5월까지의 미중간 관세 부과로 인한 경제적 손실이 미국과 중국 GDP의 각각 0.2% 및 0.6%에 달하는 것으로 추정했다.

이러한 반지성주의가 실제 정책으로 이어진 배경에는 대중영합주의적 성격이 자리 잡고 있었다. 트럼프 후보는 선거 운동 및 집권 후 정책 입안 과정에서 그동안 초세계화와 기술발전 과정에서 소외된 자국민의 정서에 감정적으로 호소하며 미국 우선주의를 노골화했다. 1기 행정부 당시 무역대표부(USTR) 대표였던 라이트하우저는 미국이 무역적자로 중국에 수천억 달러를 송금하여 그 돈으로 중국 정부가 군대를 증강시키고 있다고 주장하기도 했다. 다만, 대중영합주의는 반지성주의와 긴밀히 연관되면서도 상황에 따라 이를 제어하는 역할도 했다. 실제로 코로나19 팬데믹 초기 위험성을 축소하다가 미국내 감염이 크게 확대되자 어쩔 수 없이 사회적 거리두기 지침을 발표하는 등 전문가 의견을 수용하는 모습을 보였다.

트럼프 1기 행정부가 예상되는 경제적 손실이나 인플레이션 위험에도 불구하고 무역분쟁을 격화시킬 수 있었던 이유는 미국의 거시경제 여건에 비추어 관세 부과에 부정적 영향이 상대적으로 제한적이었기 때문이다. 당시 미국 경제는 글로벌 금융위기 이후의 장기 침체에서 회복세를 보이고 있었으며, 물가상승률도 안정적인 수준을 유지하고 있었다. 이러한 경제적 여건을 바탕으로 미국은 중국산 수입품에 대한 관세를 품목별로 구분하여 단계적으로 인상하였다. 특히, <그림 2>에서 나타나듯 대부분 소비재로 구성된 4차품목에 대한 관세 인상으로 소비자 및 수입기업에 대한 직접적 피해<sup>2)</sup>가 예상되자, 미국 측의 실질적 성과가 의문시되었던 1단계 합의<sup>3)</sup>에 서둘러 도달했다. 이러한 점은 대중영합주의적 성향이 대중의 이익에 민감하게 반응하여 정책의 강도와 속도를 조절하는 요인으로 작용했음을 보여준다.

**<그림 2> 트럼프 1기 행정부 당시 대중 관세부과 품목별 분류**



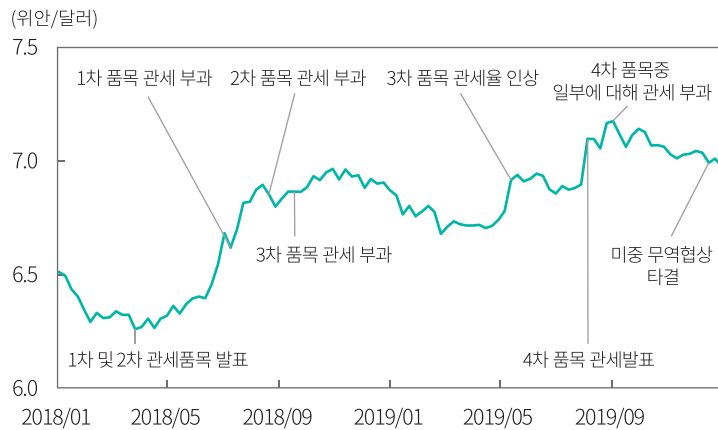
미국의 관세 부과에 대해 중국은 위안화 절하 및 우회수출 등으로 대응했다. 미국의 단계적 관세 인상으로 대중 실효 관세율이 3%에서 21%로 상승하는 동안 위안화 환율은 2018년 2월 달러당 6.3위안에서 2019년 9월 7.1위안까지 12.7% 상승하면서 관세 인상 효과를 부분적으로 상쇄했다(<그림 3> 참조). 이에 따라 무역전쟁 기간 동안 아시아 역내 통화는 위안화와 크게 연동된 움직임을 나타내었는데, 원화와 위안화의 대미달러 환율 변화율의 상관계수는 2017년 0.22에서 2018년 0.50, 2019년 0.55로 크게 상승하였다. 한편, 표면적으로는 관세 부과에 따라 미국의 무역적자에서 중국이 차지하는 비중이 2018년 48%에서 2024년 25%로 크게 줄어들었으나, 멕시코 및 베트남 등을 통한 우회수출 가능성이 꾸준히 제기되었다. <그림 4>는 중국의 대미 수출과 미국의 대중 수입 추이를 보여주고 있다. 통관

2) 이와 관련하여 당시 애플은 자사 제품이 중국에서 최종 조립되므로 관세 부과 대상이 되는 반면, 삼성전자 제품은 한국과 베트남 등에서 생산되므로 대중 관세 영향을 받지 않는 점을 트럼프 행정부에 강조한 바 있다(한국경제, 2019. 8. 19, 혁신 사라진 애플, '관세'로 삼성 걸고 넘어졌다)

3) 1단계 합의는 중국의 미국 제품 수입확대 및 시장접근 개선 등을 포함하고 있었으나, 예상대로 중국의 합의 이행은 제한적이었으며 코로나19 감염확산 등으로 양국 모두 팬데믹 대응에 주력하면서 자연스럽게 무역 협상이 양국의 우선순위에 밀려나게 되었다.

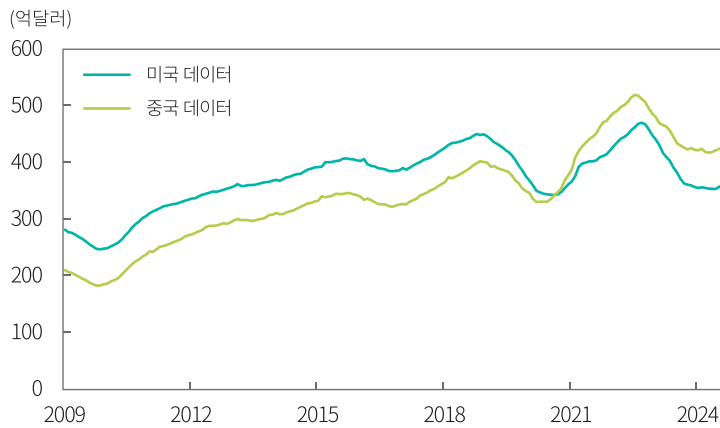
시점의 차이 등으로 두 통계가 무역분쟁 이전까지는 격차가 60억 달러 수준으로 일정하게 유지되었으나, 2019년을 기점으로 과거와 달리 미국의 대중 수입이 중국의 대미 수출을 크게 하회하는 것으로 나타났다. 동시에 중국을 대신하여 멕시코 및 베트남의 대미 무역흑자 규모가 각각 2배 및 3배 늘어남에 따라 미국의 수입관세 및 무역제재를 회피하기 위한 중국의 대미 수출 경로가 복잡해지고 길어졌을 가능성을 시사한다.

〈그림 3〉 단계별 대중 관세부과 발표 시점에 따른 위안화 환율



자료: Refinitiv

〈그림 4〉 중국의 대미수출 및 미국의 대중수입 비교



주 : 12개월 이동평균

자료: Refinitiv

### 트럼프 1기와 2기의 간극

트럼프 2기는 1기와는 크게 달라진 경제여건에서 출범하게 된다. 먼저 미국의 물가상승률이 코로나19 감염확산기를 거치면서 크게 상승함에 따라 2019년말 대비 2024년 3분기까지 22% 상승했다.

기준금리도 2018년말 2.5%에 비해 크게 인상된 2024년 11월말 기준 4.75%를 유지하고 있다. 이처럼 달라진 경제 여건은 트럼프 2기의 공약 이행을 제약할 것으로 보인다. 피터슨국제경제연구소의 분석<sup>4)</sup>에 따르면 불법이민 추방<sup>5)</sup>과 더불어 대중 60% 및 전면적인 10% 관세부과가 실행될 경우, 미국의 GDP가 2% 감소할 것으로 예측되는 가운데 인플레이션이 2%p 이상 상승함에 따라 기준금리가 0.7%p 인상될 것으로 전망된다. 생계비의 가파른 상승이 2024년 미 대선에서 정권교체를 유발한 주요 요인으로 언급되는 만큼, 트럼프의 대중영합주의적 성향을 고려할 때 공약대로 관세가 일시에 전면 인상되기 보다는 1기 행정부 시절과 유사하게 자본재 및 중간재를 중심으로 단계적 관세 인상이 이루어지면서 장기적으로는 협상의 지렛대로 활용될 가능성이 높다. 중국 기업의 멕시코산 전기차 등 중국의 우회수출을 막기 위한 선별적 고율 관세를 제외하면 중국 외 국가들에 대한 전면적 관세부과의 실효 관세율 인상폭 또한 크지 않을 것으로 판단된다. 예를 들어 대체 가능성이 매우 제한적인 한국 및 대만의 반도체 제품에 대한 관세 부담은 미국 수입기업에 그대로 전가될 수 밖에 없기 때문이다. 이에 따라 블룸버그, 골드만 삭스 등 주요 예측기관들 또한 전망의 기본 시나리오로 대중 실효 관세율이 대체로 20%p 상승하고 전면적 관세율 인상은 2~3%p일 것으로 예상한다.<sup>6)</sup> 실제로 대선 이후 금융시장의 반응 또한 트럼프의 공약에 따른 영향을 일부만 반영하고 있는 것으로 판단된다. 일례로 연방기금 선물시장에 내재된 2025년말 연방기금금리는 대선 직후인 11.4~6일 사이에 15bp 상승에 그쳤다.

한편, 중국은 2018년 6.7%였던 경제성장률이 2024년 4.8%로 둔화될 것으로 예상되는 등 트럼프 1기에 비해 경제성장이 크게 둔화되었다. 앞서 언급한 피터슨국제경제연구소의 분석을 기반으로 미국의 관세율이 20%가 상승하는 경우 중국의 성장률은 0.4% 하락할 것으로 예상된다. 이에 대응하여 위안화 환율이 상승할 것으로 예상되나, 트럼프 1기 당시 6.3위안이었던 위안화 환율이 최근 7.2위안까지 상승했다는 점이 문제로 지적된다. 2005년 7월 환율제도 개편 이후 8위안이 자본유출 우려를 감안한 심리적 마지노선으로 받아들여지고 있다는 점을 고려하면, 중국의 관세 인상에 대한 환율 대응 여력은 크게 축소된 상황이다. 더욱이 바이든 행정부에서 이미 시작된 중국의 우회수출 규제 논의가 트럼프 2기 행정부에서 한층 강화될 것으로 예상되는 만큼, 중국은 내수부양을 위한 재정지출 확대가 불가피할 것으로 판단된다.

4) McKibbin, W., Hogan, M., Noland, M., 2024, The international economic implications of a second Trump presidency, PIIIE working paper 24-20.

5) 대규모 불법이민 추방은 미국내 정치적 사안이나, 불법 이민자들이 전체 경제활동인구에서 차지하는 비중이 4~5%로 추정되는 만큼 실제 트럼프의 공언대로 군대를 동원하여 불법 이민자들이 대규모로 추방당할 경우 노동공급 축소에 따른 경제성장률 하락 및 물가상승이 불가피하다.

6) Yahoo Finance, 2024. 11. 16, Goldman Sachs projects more U.S. tariffs on Chinese goods by early 2025; Bloomberg, 2024. 11. 19, US INSIGHT: How trade war II may actually unfold our baseline.

## 한국경제에 대한 시사점

이러한 트럼프 2기 행정부의 무역정책에 대한 분석이 한국경제에 미치는 영향에 대한 시사점은 다음과 같이 정리할 수 있다. 첫째, 트럼프의 공약 대비 실제 관세인상 폭이 낮더라도 1기와 같이 무역분쟁의 긴장이 단계적으로 고조될 경우 관세인상의 직접 효과와 더불어 경제 주체들의 비관적 기대가 성장에 부정적 영향을 미칠 수 있다. 실제로 트럼프 1기 시절인 2019년 미중 무역분쟁으로 인한 성장률 하락 효과는 글로벌 수요충격 0.2%p, 경제주체들의 심리충격 0.1%p로 추정된 바 있다.<sup>7)</sup>

〈표 1〉 트럼프 1기 및 2기의 주요 대미 흑자국

(단위: 억달러, %)

	2024년		2018년	
중국	2,887	(24.9)	4,192	(47.7)
멕시코	1,665	(14.4)	815	(9.3)
베트남	1,208	(10.4)	395	(4.5)
독일	849	(7.3)	683	(7.8)
아일랜드	827	(7.1)	468	(5.3)
대만	729	(6.3)	155	(1.8)
한국	669	(5.8)	179	(2.0)
일본	661	(5.7)	676	(7.7)
캐나다	597	(5.2)	198	(2.3)
미국 무역적자	11,577	(100.0)	8,787	(100.0)

주 : ()내는 비중  
자료: 한국무역협회

둘째, 트럼프의 경제정책이 고금리를 유도하는 가운데, 무역분쟁으로 인한 위안화 약세와 무역흑자 축소는 이미 글로벌 달러화 강세로 높은 수준을 유지하고 있는 원/달러 환율에 추가적인 상승압력으로 작용할 수 있다. 이에 따라 내수회복이 더딘 상황임에도 불구하고 통화정책을 통한 대응이 제한적일 것으로 예상되는 만큼 대외 충격을 상쇄할 적극적인 재정확대가 필요할 것으로 판단된다. 특히, 〈표 1〉에서 나타난 바와 같이 2018년 대비 대미 무역흑자가 3.7배 확대된 만큼 미국산 제품 구입 및 방위비 증액 요구가 거세질 것으로 예상되는 만큼 재정지출 확대는 불가피할 것으로 예상된다.

셋째, 트럼프 행정부의 단계적 및 실용적 접근 가능성에도 불구하고 무역적자 폭이 크고 상징성이 큰 일부 제조업 품목에 대한 관세 부과 위협에 대해서는 유의할 필요가 있다. 대표적인 품목이 자동차

7) 강현주, 2019, 『최근 대내외 요인의 국내 경기하락에 대한 영향력 평가』, 자본시장연구원 이슈보고서 19-14.

및 자동차 부품으로 2024년 1~9월중 전체 대미 수출의 1/3을 차지하고 있다. 이미 2018년에도 트럼프 행정부는 무역확장법(Trade Expansion Act) 232조에 따라 국가안보에 대한 위협을 근거로 수입 산 자동차에 대한 관세부과를 검토한 바 있다. 가능성은 크지 않으나 만약 수입 자동차에 대해 20% 관세 부과가 현실화한다면 국내 직간접 생산감소액은 21.7조원, 부가가치 감소효과는 GDP의 0.3%로 추정<sup>8)</sup>되는 등 파급효과가 매우 클 것으로 예상되는 만큼 국내 주력업종에 대한 관세 부과 움직임을 면밀히 모니터링할 필요가 있다.

끝으로, 이미 바이든 행정부에서 도입된 인플레이션 감축법(Inflation Reduction Act)이나 반도체 및 과학법(CHIPS and Science Act)을 통한 대규모 보조금 지급으로 국내 기업들이 미국내 현지 생산 시설을 확대하고 있는 가운데 트럼프 행정부의 보호무역 기조는 이러한 움직임을 더욱 가속화할 것으로 판단된다. 이에 따라 장기적으로 국내 산업의 공동화에 따른 투자 및 고용 부진의 가능성을 고려한 산업전략이 마련되어야 할 것이다.

---

8) 국내 자동차 업계가 관세인상분을 가격에 완전 전가하고 자동차 수입수요가 완전 탄력적이라는 가정을 바탕으로 2020년 산업연관표를 통해 시산한 추정치이다.

ZOOM  
-IN

## 영국 주식 시장 상장 제도 개편

- 영국 주식 시장은 과거에 비해 상장사와 IPO 수가 감소하며 경쟁력 상실
- 경쟁력 약화의 주요 요인으로 복잡한 상장 규범과 유연성 부족이 지목되었으며 올해 7월 제도 개편으로 개선 추구
- 이번 개편의 핵심 두 가지는 '상장 간소화'와 '공시 기반 시스템으로의 전환'
- 주식 시장의 활기와 경쟁력 강화가 기대되는 한편, 기업지배구조와 투자자 보호 등에 대한 우려도 존재

### □ 영국 주식 시장은 여전히 유럽의 최대 금융 중심지이지만 과거에 비해 상장사와 IPO 수가 감소하며 경쟁력을 잃어감

- 런던증권거래소(London Stock Exchange; LSE)의 상장사 수는 2008년 대비 40% 감소하였으며, 프랑스, 네덜란드 등으로 기업들이 유입되면서 미국과 아시아뿐 아니라 유럽 내에서도 경쟁<sup>1)</sup>
  - 영국은 유럽 최대 주식 시장이라는 타이틀을 2022년 프랑스에 뺏긴 뒤 최근에서야 되찾았으며<sup>2)</sup>, 한때 애플의 시가총액이 FTSE 100의 모든 기업을 합한 것보다 컸음<sup>3)</sup>
  - 주시장의 상장사 수는 2017년 1,261개 이후 꾸준히 하락하여 2024년 10월 기준 993개를 기록하고 있으며, AIM의 상장사 수는 2015년 1,044개 이후 하락세를 보이며 2024년 10월 기준 693개를 기록
  - 주시장과 AIM의 시가총액 합은 2016년 4조 5,780억 파운드 이후 하락세를 보이며 2024년 10월 기준 3조 6,260억 파운드를 기록
- 역사적으로 영국의 프리미엄 세그먼트에 상장하는 것은 좋은 기업이라는 의미가 되었지만, 2015년부터 2020년까지 런던은 세계 IPO의 5%만을 차지하였으며<sup>4)</sup>, 2023년에는 1% 미만을 차지<sup>5)</sup>
  - 신규 상장사 수의 경우 등락은 있으나 2021년 주시장 86개, AIM 87개로 최고를 보인 이후 2024년 10월 기준 주시장 18개, AIM 16개로 큰 폭으로 하락

1) 영국 재무부, 2021, *UK Listing Review*.

2) Guardian, 2024. 6. 17, Paris loses spot as Europe's largest equity market to London.

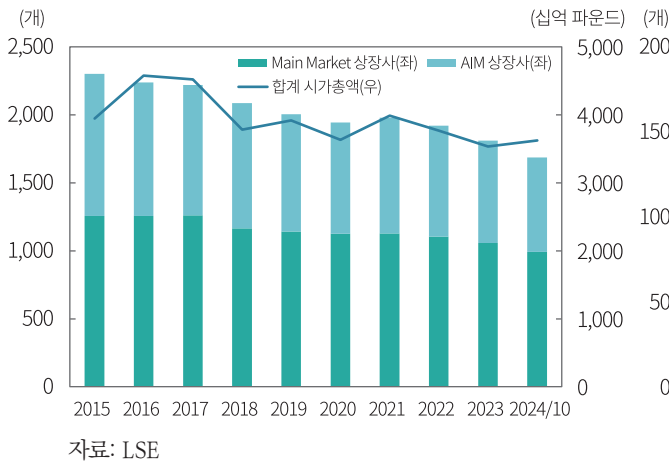
3) BBC, 2020. 9. 3, Apple more valuable than the entire FTSE 100.

4) 영국 재무부, 2021, *UK Listing Review*.

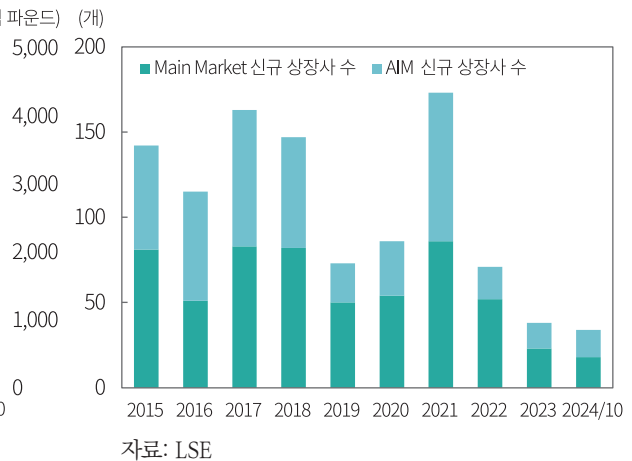
5) Akin, 2024. 7. 3, The new UK listing rules - The most significant change to the UK's listing regime in 40 years.

- FTSE 100를 구성하는 기업 대부분이 금융 쪽이거나 구경제(old economy)에 속하며 기술 및 생명과학 분야의 영국 기업들 중 소수만이 런던에 상장하는 것도 하나의 난관
  - LSE 시가총액 상위는 석유·자원과 HSBC Holdings의 금융 기업 등이며, 영국의 반도체설계 업체인 Arm Holdings는 2023년 상장에서 런던 대신 뉴욕을 선택<sup>6)7)</sup>

〈그림 1〉 영국 주식 시장 상장사 수 및 시가총액



〈그림 2〉 영국 주식 시장 신규 상장사 수



□ 경쟁력 약화의 주요 요인으로 복잡하고 중복되며 오랜 시간이 필요한 상장 규범과 프리미엄 상장 부문의 유연성 부족을 꼽았으며 이를 해결하고 완화하기 위해 2021년부터 논의하여, 올해 7월 상장 제도의 개편 완료

- 2021년 영국 재무장관의 요청으로 영국 주식시장 상장 현황을 검토하는 UK Listing Review가 발간되어 주식 상장 제도 개편을 위한 방향성을 제시
  - 상장 부문 재단장, 차등의결권 제도 확대 등 런던에서 기업들이 상장하도록 환경 개선하기
  - 투자설명서 요구사항 변경 등 투자설명서 규범을 재단장
  - 투자자들의 요구 충족을 위한 정보 맞춤
  - 개인 투자자 역량 강화 및 기존 상장사 자본 조달 개선
  - 상장 절차 효율성 개선
- 이후 Primary Market Effectiveness Review를 통해 여러 의견을 수렴하였으며 최종 개편안을 완성하여 2024년 7월 29일부터 발효
  - 영국 주식시장은 중·대형, 우량기업 위주의 주시장(Main Market)과 중·소형 벤처 및 성장형 기업 중심인 AIM(Alternative Investment Market)으로 구성되며 개편은 FCA의 상장 규제를 받는 주시장에 적용

6) 글로벌이코노믹, 2023. 5. 1, 나스닥 선택한 ARM, 영국 자본시장 추락 현주소 드러내.

7) BBC, 2023. 12. 18., Nasdaq on the hunt for more UK firms to list in US.

□ 40년만의 가장 중요한 변화인 이번 개편의 주요 핵심 두 가지는 ‘상장 간소화’와 ‘공시 기반 시스템 전환’이며 이외에 제도에 유연성을 부여

- 상장 부문을 기존의 두 개에서 하나로 줄였으며 간소화된 적격 상장요건(eligibility requirement)을 적용
  - 기존의 일반(standard)과 프리미엄(premium) 부문을 단일화된 주식 카테고리(Equity Share(Commercial Company) Category: ESCC)로 통합
  - 일반 부문은 EU 규제의 최저 수준 요건을 적용하여 충분한 유연성을 제공했지만 기업과 투자자들에게 좋지 못하게 인식되는 한편, 프리미엄 부문은 보다 엄격한 요건이 적용되었으나 과도한 부담을 주어 영국 상장을 저해한다는 평가<sup>8)</sup>
  - 3개년 재무 및 수입 기록, 과거 재무정보 혹은 적정 운전자본 보고서 제출에 대한 요건과 기업이 수익 및 자금 조달을 특정인에 의존하지 않고 운영상 통제권을 가져야 한다는 독립적 사업 조건 삭제
  - 다만, ESCC 진입을 위한 적격 상장요건 중 대부분은 기존 프리미엄 부문을 따르고 있으며, 프리미엄에 적용되었던 기업지배구조 모범규준(UK Corporate Governance Code)도 적용
- 공시 기반 시스템을 채택하여 중대한(significant) 거래와 특수관계인(Related Party) 거래에 주주 승인과 스폰서 선임 요구사항이 사라지고 공시로 대체
  - 기존에는 주주 승인으로 인해 신속한 거래가 어려웠으며 거래 실행 위험 등의 불확실성 존재
  - 프리미엄 상장을 위해 의무적으로 선임해야 되는 스폰서는 상장 전후로 자문인 역할 수행하며 중대한 거래 시 상장사는 스폰서를 지정하거나 조언을 구함
  - 다만, 주주의 권리 보호를 위해 역인수(reverse takeover)<sup>9)</sup> 및 상장폐지(cancellation of listing)에 대한 주주 승인은 유지
- 차등의결권 제도(Dual Class Share Structure: DCSS), 지배적 주주(controlling shareholders)와 스폰서에 관하여서도 유연성을 발휘
  - 차등의결권 제도는 기존에 자연인(설립자와 이사 등)에게만 허용되었으나, 개편으로 법인(사모펀드 등의 기관투자자)에도 확대되어 법인은 최대 10년 동안 보유 가능<sup>10)</sup>
  - 소수 주주 보호를 위해 지배적 주주(단독 혹은 공동으로 의결권의 30% 이상을 보유하고 있는 자)와 독립성을 입증하는 구속력 있는 계약 의무가 있었으나, 이해상충, 계약 체결 부담 등의 문제로 삭제되고 투자설명서, 공시 등으로 독립성을 입증하고 충분한 정보를 제공하는 것으로 대체

8) 영국 재무부, 2021, *UK Listing Review*.

9) 상장법인과 상대법인 간의 인수합병 등의 거래 비율(상대법인/상장법인)이 100% 이상이거나 사업이사화·주요 주주의 변동을 초래하는 경우

10) Akin, 2024. 7. 3, The new UK listing rules – The most significant change to the UK’s listing regime in 40 years.

- 프리미엄 부문과 마찬가지로 스폰서가 필요하며 ESCC 진입 시 스폰서의 역할은 상장 규정 준수에 대한 자문 등으로 이전과 비슷하나 상장 이후에는 역인수, 특수관계인 거래, 추가 주식 발행 및 ESCC 진입 혹은 퇴출의 경우로 국한하여 스폰서의 불필요한 부담 완화 및 역량 강화

〈표 1〉 영국 주식 시장 상장 요건 비교

요건	기존 상장 제도		개편 상장 제도
	프리미엄	스탠다드	ESCC
유동주식비율 (Free Float)	10%	10%	10%
시가총액	3,000만 파운드	3,000만 파운드	3,000만 파운드
재무정보	3년간의 재무정보(매출, 현금흐름, 이익 등)가 사업의 75% 이상을 대변할 것	-	-
3개년 수익 기록	요구	-	-
지배적 주주 (controlling shareholder)	지배적 주주가 있는 경우 건전한 거래질서 및 지배구조를 위한 법적 구속력 있는 계약이 필요	-	지배적 주주에 대한 독립성은 유지되어야 하나 법적 구속력 있는 계약은 불필요 지배적 주주가 제시한 결의안이 상장 규칙을 회피하는 것으로 판단 되는 경우 이사진은 의견을 표명해야 함
차등의결권	허용되나 보유자는 이사로 한정되며 최대 20:1의 의결권 비율 및 일몰 기간 5년 등의 제한 적용	제한 없음	자연인 및 법인의 보유가 허용되며 법인의 경우 최대 10년의 일몰 기간 적용
중대한 거래	class test <sup>1)</sup> 5% 이상(Class 2)인 경우 중요거래 공시 class test 25% 이상(Class 1)인 경우 주주 승인 필요	-	class test 25% 이상인 경우 한 개 이상의 중요거래 공시가 필요하며 주주 승인 불필요
특수관계인 거래	특수관계인: 기업 내부에서 10% 이상의 의결권 보유 class test 5% 이상인 특수관계인 거래는 주주 승인 필요	특수관계인: 기업 내부에서 10% 이상의 의결권 보유 class test 5% 이상인 특수관계인 거래의 경우 이사회 승인 및 거래 주요 사항 공시 필요	특수관계인: 기업 내부에서 20% 이상의 의결권 보유 class test 5% 이상인 특수관계인 거래의 경우 이사회 승인 및 거래 주요 사항 공시 필요
역인수 및 상장폐지	주주 승인 필요	-	주주 승인 필요
스폰서	필요	-	필요

주 : 1) 총자산, 이익, 시가총액, 총자본 등을 이용하여 기업 규모 대비 거래액을 계산하여 거래를 class 1, class 2, 특수관계인 거래, 역인수 등으로 분류하기 위한 테스트. 개편되어 이익 테스트가 사라졌으며 class 1과 class 2가 중대한(significant) 거래로 간소화

자료: FCA, LSE

□ 이번 개편으로 영국 주식 시장의 활기와 경쟁력 향상을 기대할 수 있는 한편, 높은 수준의 상장 제도와 기업지배구조 수준이라는 기존의 명성이 약화될 위험도 존재할 것으로 예상되어 앞으로의 평가와 대처가 중요

— 주주 승인 폐지와 확대된 차등의결권 제도 등의 규제완화로 글로벌 M&A 시장에서 영국 상장 기업들의 경쟁력이 증진될 것으로 기대<sup>11)</sup>

• 주주들의 사전 승인을 받을 필요가 없으므로 기업들의 더욱 민첩한 경쟁 기반 마련

— 이번 개편이 충분한 수준의 기업지배구조와 주주 보호 수준을 유지할 것인지는 지켜보아야 함

• 초기 상장 및 상장 유지에서의 위험 부담이 상장사에서 투자자로 의도적으로 이동되었으며<sup>12)</sup>, 투자자들은 상장사와 지배적 주주들이 투자자들의 위험 선호와 같은지 판단해야 함

• FCA는 이번 변화가 기업들의 주주들에 대한 법적 의무와 이사진들의 수임자의무(fiduciary duties)를 변화시키지 않는다고 언급<sup>13)</sup>했으며, 새로운 상장 제도에 대해 향후 5년간 전체적인 평가를 할 것이라고 밝힘

연구원 최지운

---

11) FCA, 2024. 7, *PS24/6: Primary Markets Effectiveness Review: Feedback to CP23/31 and final UK Listing Rules.*

12) Akin, 2024. 7. 3, *The new UK listing rules – The most significant change to the UK’s listing regime in 40 years.*

13) FCA, 2024. 7, *PS24/6: Primary Markets Effectiveness Review: Feedback to CP23/31 and final UK Listing Rules.*

ZOOM  
-IN중국 회계법인의 감사 자료에 대한  
규제 강화와 그에 따른 영향

- 중국 정부는 자국 내 회계법인이 기업 감사 자료를 해외로 반출할 때 당국의 승인을 받도록 하는 ‘회계법인 데이터 보안 관리 임시 조치’를 발표하여 시행
- 새로운 규제의 시행은 핵심 기업 및 대형 플랫폼 기업들의 민감한 정보를 보호하려는 목적
- 중국은 최근 몇 년 동안 국가적으로 데이터 보호를 강화하기 위한 다양한 제도를 마련하여 대응해 옴
- 이번 조치 역시 미국과의 갈등이 지속되고 있는 가운데 이루어진 것으로 중국 정부의 데이터 보호를 위한 강력한 의지를 반영한 한편, 다국적 기업의 운영과 중국 기업의 해외 진출에 영향이 있을 것으로 예상

- 중국 정부는 자국 내 회계법인이 기업 감사 자료를 해외로 반출할 때 당국의 승인을 받도록 하는 새로운 규제를 발표하여 시행
  - 중국 재무부 및 사이버 관리국은 회계법인의 데이터 처리 활동을 규제하고 데이터 보안을 위한 ‘회계법인 데이터 보안 관리 임시 조치(会计师事务所数据安全管理办法)’를 시행
    - 이번 규제는 중국의 공인회계사법, 사이버보안법, 데이터보안법, 개인정보보호법 등 다양한 법률에 기반
  - 새로운 규정은 상장기업뿐만 아니라 국유기업과 일정 규모 이상의 사용자를 보유한 플랫폼을 대상으로 감사 서비스를 제공하는 회계법인에 적용
    - 상장기업 및 비상장 국유 금융기관 및 중앙 관리 기업 등에 대한 감사 서비스를 제공하는 회계법인
    - 100만명 이상의 사용자를 보유한 네트워크 플랫폼 운영자나 중요 정보 인프라 운영자에게 감사 서비스를 제공하는 회계법인
    - 해외 상장을 위한 중국 기업에 대한 감사 서비스를 제공하는 회계법인
    - 규정한 범위 외에도 중요 데이터 또는 핵심 데이터를 포함하는 회계법인의 감사 업무에도 적용
- ‘회계법인 데이터 보안 관리 임시 조치’의 주요 내용은 데이터 분류 및 등급 관리, 데이터 보관 및 보안 관리를 강화하는 내용<sup>1)</sup>

1) 会计师事务所数据安全管理办法

- 회계법인은 회계감사 수행 시 사용하는 감사 자료 관련 데이터를 기준에 따라 등급별로 분류하고 관리
  - 회계법인은 감사 대상 기업의 업종 데이터 분류 및 분류 기준에 따라 핵심 데이터(Core Data), 중요 데이터(Import Data), 일반 데이터(General Data)로 분류
  - 회계법인과 감사 대상은 계약서나 확인서를 통해 감사 자료의 데이터 성격, 범위 등을 명확히 해야 함
- 회계법인은 데이터 보안 관리 체계를 수립하여 안정적 네트워크 환경을 보장
  - 데이터 전송 절차를 명확히 해야 하며, 핵심 데이터와 중요 데이터를 전송할 때는 암호화 기술을 사용
  - 데이터 백업 제도를 구축하고 감사 관련 시스템이 외부 기술적 문제로 인해 사용이 중지되거나 제한되는 경우에도 관련 감사 작업 서류에 접근하고 이를 조회 및 사용할 수 있도록 해야 함
  - 네트워크 분리, 사용자 인증, 접근 제어, 데이터 암호화, 바이러스 방지, 불법 침입 탐지 등의 기술을 사용하여 관련 네트워크 공격과 불법 접근을 신속히 식별, 차단, 추적할 수 있도록 하여 데이터 보안을 보장
  - 데이터 보안에 대한 비상 대응 체계를 수립하고 보안 위험을 모니터링하며, 데이터 유출이나 보안 취약점 등의 위험이 발견되면 즉시 보완 및 조치하고 핵심 데이터 또는 중요 데이터가 유출, 손실, 도난, 변조된 경우 지체 없이 관련 감독 기관에 보고
  - 최소 권한 원칙에 따라 데이터 접근 및 처리 권한 설정 및 주기적 검토를 실시하고 데이터 보안 교육 및 훈련 실시
- 회계법인의 감사 작업 문서는 중국 내에 보관해야 하며 감사 계약에서 해외 규제 기관에 데이터를 제공한다는 내용을 포함하지 말아야 함
  - 감사 작업 서류와 관련 암호화 장비는 중국 내에 저장해야 하고 운영 및 유지 관리를 담당하며, 암호 키 역시 중국 내 저장
  - 중국 내에서 수집하거나 생성된 개인 정보 및 중요 데이터를 해외 다른 국가에 제공하는 경우, 국가 데이터 해외 이전 관리 규정을 준수
  - 감사 문서의 해외 제공과 관련하여 단계별 검토 체계를 마련하고, 다른 국가에 제공해야 하는 감사 문서에 대해서는 국가 관련 규정에 따라 승인 절차를 진행
  - 또한 회계법인의 업무 약정서 또는 유사한 계약에 해외 규제 기관에 국내 프로젝트 자료 데이터를 제공한다는 내용을 포함하는 것을 금지
- 회계법인은 네트워크 보안을 위한 체계적인 시스템을 구축하고 기술적 보호 및 접근을 제어함으로써 네트워크를 관리
  - 네트워크 보안 관리 시스템을 체계적으로 구축하고, 내부 관리, 실행 및 감독 메커니즘을 구축
  - 업무 활동의 규모와 복잡성에 따라 적합한 전문 기술 수준을 갖춘 네트워크 관리 기술 인력을 배치하고, 합리적인 네트워크 자원 및 자금 투입 보장

- 정보 시스템의 보안 관리와 기술적 보호를 철저히 하고 저장 및 처리되는 데이터의 등급에 따라 적절한 네트워크 분리 조치를 취하고, 접근 제어 정책을 엄격하게 설정하여 비정상적인 접근 행위를 방지
  - 감사 업무 시스템의 네트워크 장비 및 네트워크 보안 장비에 대한 자율 관리 권한을 확보해야 하며, 시스템 관리자 계정과 직원 계정을 통합적으로 설정 및 유지 관리
  - 무제한적이고 모니터링되지 않는 관리자 계정을 설정하거나 관리자 계정을 제3자 운영 기관에 양도하여 관리 및 사용하는 것을 금지
  - 국제 네트워크에 가입한 회계법인이 해당 국제 네트워크의 정보 시스템을 사용할 경우, 국가 데이터 보안 법률 및 이 규정을 준수하도록 필요한 조치를 취해 데이터 보안을 확보
- 회계법인은 국가 기관의 법적 데이터 보안 감독 검사에 협조해야 하며 규정을 위반한 경우 관련 법률에 따라 처벌
- 재정부는 국가 기관과 협력하여 회계법인의 데이터 보안 감독 정보 공유를 강화하고 회계법인의 데이터 보안 상황에 대한 감독 및 검사를 실시할 책임
  - 회계법인은 규정에 따라 실시되는 데이터 보안 감독 및 검사에 협조해야 하며, 회계법인의 데이터 처리 활동이 국가 안전에 영향을 미치는 경우 보안 심사 진행

□ 중국 당국의 새로운 규제 시행은 핵심 기업 및 대형 플랫폼 기업들의 민감한 정보를 보호하려는 목적

- 중국 회계법인의 국제적 제후가 증가함에 따라 자국 감사문서 보호의 필요성도 증대
- 중국 내 35개의 회계법인 중 28개 회계법인이 국제회계 네트워크와 관계가 있어 업계의 대외 교류 및 협력 범위가 확대되면서 더욱 긴밀해지고 있어 자국 감사문서의 보호가 필요한 상황<sup>2)</sup>
- 이번 조치는 중국 기업의 데이터 보안 및 국가 안보 보호를 강화하기 위한 정책의 일환으로 회계법인의 데이터 보안 관리에 대한 명확한 지침을 제공하고, 데이터 보안 관리를 강화하며, 업계의 건전한 발전을 촉진하는 것을 목표<sup>3)</sup>
- 회계 관련 국가 네트워크 및 데이터 보안 관리 규정을 개선하고 회계법인의 데이터 보안 및 관리 체계를 확립하고 이를 바탕으로 회계 업계의 데이터 보안 관리 제도화 및 표준화를 추진
  - 또한 회계감사 기본 시스템 구축을 가속화할 필요성을 강조하며 회계 업계 및 관련 시스템 규정을 개선하여 디지털 경제의 발전 추세에 부응
  - 재무 및 회계 감독에 대한 관련 요구 사항을 구현하여 수평적 조정 및 수직적 연결을 통해 회계 업계 데이터 보안 감독 메커니즘을 구축하고, 재무 및 사이버 담당 기관, 국가 보안 기관 등 각 책임을 명확히 하며 효과적인 연결을 보장하여 감독 체계 확립

2) STCN, 2024. 5. 13, 审计底稿要放境内!会计师事务所新规来了,事关数据安全.

3) CQKZ, 2024. 7. 25, 制定《会计师事务所数据安全暂行办法》的背景与意义是什么?: Global Times, 2024. 5. 11, China releases interim measures for data security management by accounting firms.

□ 중국은 최근 몇 년 동안 국가적으로 데이터 보호를 강화하기 위해 다양한 제도를 마련하여 대응해 옴

- 중국의 데이터 보호 규제 강화는 사이버 보안법 마련 후 꾸준히 진행되고 있는 가운데, 미국과의 갈등은 데이터 보호를 국가 안보와 연결하여 더욱 강화하게 된 계기
  - 2020년 데이터 저장 및 전송, 처리에 관한 사이버 보안법을 시행했고 2021년에는 기업 데이터를 중요도에 따라 분류하도록 요구하고 국경 간 전송을 제한하는 내용의 데이터 보안법과 개인정보보호법을 시행
  - 특히 미국이 2020년 외국기업책임법(HFCAA)을 근거로 미국에 상장된 중국 기업의 감사 투명성 강화를 위해 기업 데이터 제공을 요구하자 중국은 데이터 유출과 국가 기밀 보호를 이유로 반발하며 미중 갈등의 심화는 데이터 보호를 더욱 강화하는 계기
- 하지만 2022년에는 중국과 미국이 감사 감독 협력 협약을 통해 중국 기업에 대한 미국 감독당국의 감리가 가능하도록 합의<sup>4)</sup>
  - 미국 PCAOB가 조사 및 감사 대상 기업을 선정하여 재량권을 갖고 감리를 실행할 수 있고 감사 작업 서류를 볼 수 있으며 정보를 보관할 수 있고 감사와 관련된 모든 직원을 직접 인터뷰하고 증언을 들을 수 있는 권한을 갖는 것에 합의
- 하지만 이와 같은 합의 이후에도 이후에도 중국의 감사 자료 제공은 당국의 관여하에 제한적인 가운데,<sup>5)</sup> 꾸준히 자국 기업의 데이터 보호를 강화하는 기초를 이어감
- 2023년에는 중국 증권감독관리위원회(CSRC)가 상장기업의 기업 자료 보안 책임을 명확히 하는 ‘국내 기업의 해외 상장 관련 보안 및 기록 관리 업무 강화 규정’을 개정<sup>6)</sup>
  - 상장기업의 기밀유지책임과 회계 기록 관리 요건을 명확히 하고 중국 기업의 해외 상장과 관련된 업무 문서를 국내에 보관하고 해외로 반출하는 경우 승인을 받아야 함
- 또한 지난 9월에는 재무부가 외국 회계법인의 중국 내 사업 활동 관리를 위한 규정 초안을 발표<sup>7)</sup>
  - 2019년 가이드라인에 명시된 규제 프레임워크를 강화하여 외국 회계기관에 대한 감독 강화를 위한 것으로 외국 회계법인은 중국에서 사업을 영위하는 동안 중국의 법률과 규정을 준수해야 한다는 내용

□ 이번 조치 역시 미국과의 갈등이 지속되고 있는 가운데 이루어진 것으로 중국 정부의 데이터 보호를 위한 강력한 의지를 반영한 한편, 다국적 기업의 운영과 중국 기업의 해외 진출에 영향이 있을 것으로 예상

- 미국과 중국의 경제적, 기술 경쟁 등 갈등이 지속되고 있으며, 미국의 중국 기업에 대한 회계감독도 최근 몇 년 점점 더 적극적인 추세

4) PCAOB, 2022. 8. 26, Fact sheet: China agreement.

5) 중국전문가포럼, 2022. 9. 8, [이슈트렌드] 미·중 회계감사 합의...중 기업 증시 퇴출 면해.

6) 关于加强境内企业境外发行证券和上市相关保密和档案管理工作的规定

7) Reuters, 2024. 9. 5, China issues draft rules for foreign accounting firms' domestic operations.

- 시행된 새로운 규정은 중국 내 회계법인이 감사한 감사 자료 반출에 관한 규정으로 특히, 미국 증시에 상장된 중국 기업들의 감사 자료 전송이 이번 규제의 주요 타겟 중 하나로 분석
  - PCAOB는 2023년 미국에 상장된 중국 기업의 약 40%를 감사하고 있는 중국 KPMG Huazhen과 홍콩 PwC에 대한 감리를 실시하여 감사 업무에서 상당한 결함을 발견하고 벌금을 부과
- 이번 회계법인 데이터 보안 관리 임시 조치는 중국 기업의 데이터 보호를 위한 강력한 의지를 반영한 것으로 판단되지만 다국적기업의 데이터 전송 및 중국 기업의 해외 진출 등에 영향을 미칠 것으로 예상
- 중국은 회계법인의 데이터 처리 활동, 특히 작업 감사 문서의 국경 간 전송을 규제하고 데이터 보안 관리를 강화하고자 함
  - 하지만 이번 데이터 보안 조치는 해외 데이터 전송 제한으로 인해 다국적 기업이 불편을 겪을 수 있고 중국 기업의 해외 진출이나 해외 자본 유치에도 부정적인 영향을 미칠 수 있음

선임연구원 홍지연