

OPINION

선임연구위원
남길남

빠르게 늘어나는 상장기업 임원보수와 주주역할 강화 필요성*

2021년 KOSPI200 기업에서 가장 많은 보수를 받은 임원의 보수 중위수는 17.3억원이며 일반 직원 보수 대비 배율은 19.2배에 이르고 있다. KOSPI200 임원보수를 S&P500의 최고경영자 보수와 비교하면 금액과 일반직원 대비 배율에 있어서는 1/10에도 못 미치는 작은 수준이라고 할 수 있지만 2013년 이래 누적증가율은 S&P500 기업의 2배에 이를 정도로 가파르게 증가하고 있다. 또한 국내 상장기업에서는 미등기 지배주주가 지배력을 이용해 최고경영자보다 더 많은 보수를 받거나 경영성과에 무관하게 보수를 인상하고 여러 계열사로부터 중복해서 보수를 받는 특징이 관측되고 있다. 따라서 국내 상장기업에서도 과도한 임원보수에 대한 주주의 견제 권한을 강화할 필요가 있으며 대표적으로 주주승인투표(say on pay vote)의 도입을 고려해야 한다.

국내 상장기업의 임원보수 공시는 2013년 사업보고서부터 5억원 이상 고액 보수를 받는 등기이사를 대상으로 시작된 이후 2018년부터 미등기임원을 포함한 상위 5명으로 확대 시행되고 있다. 따라서 매 공개시점마다 주요 기업의 임원보수에 대한 사회적 관심도 커지고 있다.¹⁾ 본고에서는 KOSPI200 기업의 임원보수와 미국 S&P500 기업의 최고경영자 보수 간 비교를 통해 국내 상장기업 임원보수의 특징을 알아보고 정책 개선안을 제시하고자 한다.

KOSPI200 임원보수와 S&P500 최고경영자 보수

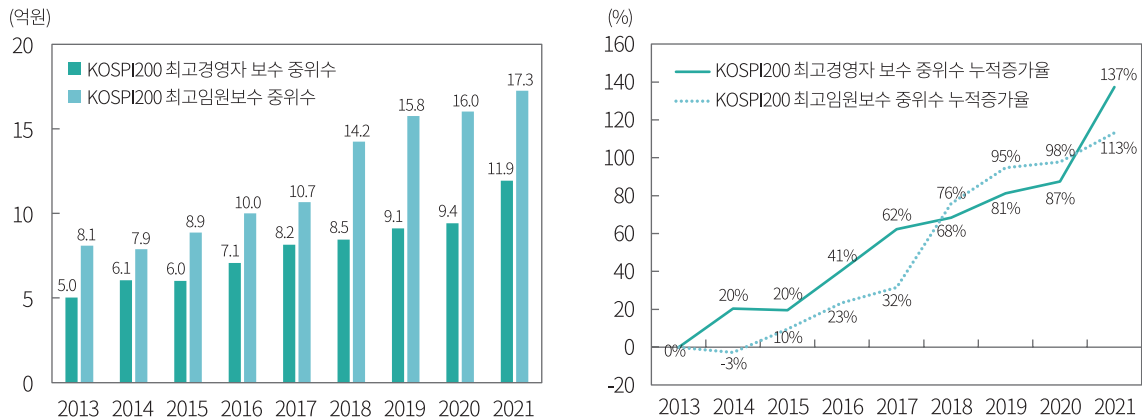
2021년 사업보고서에서 공시된 KOSPI200 기업의 임원보수를 최고경영자가 받은 보수와 가장 많은 보수를 받은 임원의 보수(이하, 최고임원보수)로 구분하여 중위수를 계산하면 최고경영자의 보수와 최고임원보수는 1년 전에 비해 각각 26.6%, 7.7% 증가한 11.9억원과 17.3억원으로 나타났다(그림 1) 좌 참조). 한편 미국의 대표기업들로 구성된 S&P500 기업의 최고경영자 보수 중위수는 2021년의 경우 1년 전보다 9.7% 증가한 1,470만달러로 절대 금액에서 KOSPI200 기업의 임원보수보다 월등히 많다(그림 2) 참조).

그런데 국내에서 임원보수 공시가 시작된 2013년부터 누적증가율을 계산하면 S&P500 최고경영자 보수의 중위수는 60.7% 올랐지만 KOSPI200 중위수는 최고경영자 보수가 137.3%, 최고임원보수가 113.1% 늘어남으로써 S&P500 기업에 비해 각각 2.3배, 1.9배 크다(그림 1) 우, (그림 2) 참조).

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

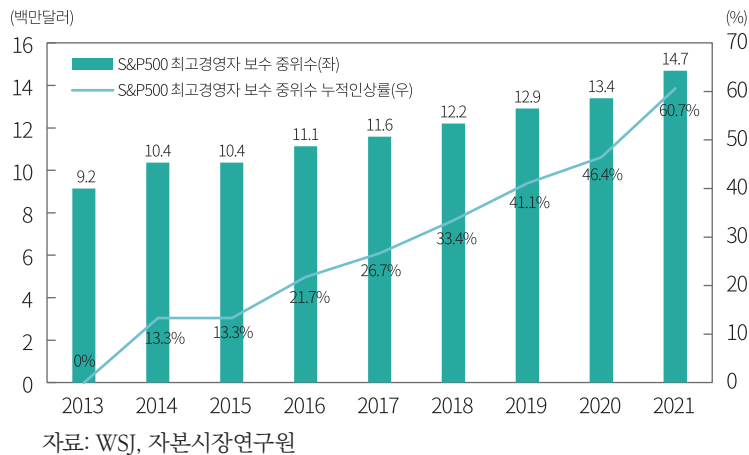
1) 조선일보, 2022. 8. 29, 상반기에만 361억 받았다... 상장사 연봉킹은 누구?

〈그림 1〉 KOSPI200 임원보수 중위수 추이(좌), 누적증가율 추이(우)



주 : 최고임원보수는 5억원 이상 임원보수 공시 중 최고액을 받는 임원의 보수를 지칭
 자료: TS2000, 자본시장연구원

〈그림 2〉 S&P500 최고경영자 보수 중위수 및 누적증가율 추이

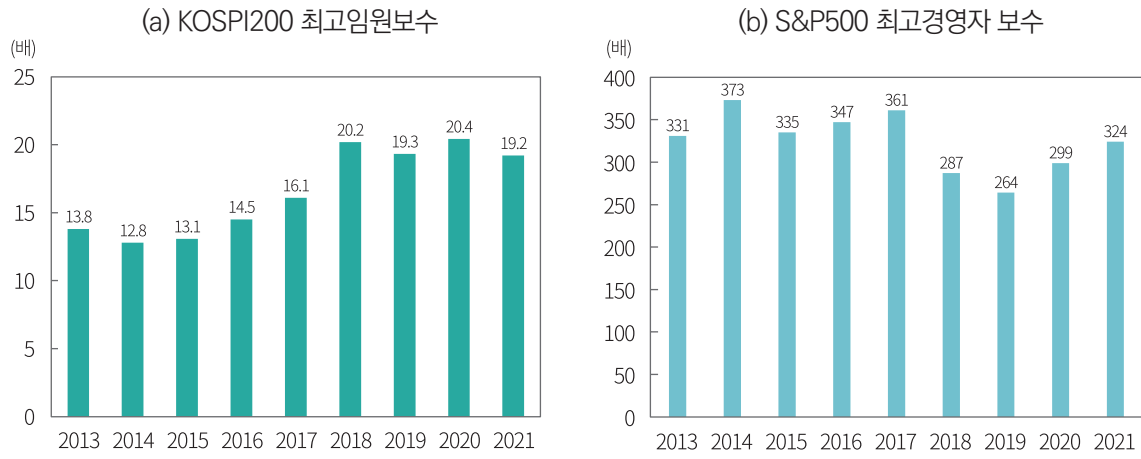


자료: WSJ, 자본시장연구원

한편 최고경영자 등 고위 임원의 보수가 일반 직원에 비해 얼마나 많은지를 알아보기 위해 KOSPI200 최고임원보수와 S&P500 최고경영자 보수를 일반직원 보수의 배율로 계산해 보면 KOSPI200의 배율 중위수는 2021년 19.2배, S&P500의 배율 중위수는 324배로 나타났다. KOSPI200 기업의 최고임원보수와 일반 직원 보수의 격차는 1년 전 20.4배에 비해 다소 낮아졌지만 S&P500의 격차는 1년 전 299배에 비해 더 커졌으며 절대적인 크기도 KOSPI200에 비해 약 17배에 이르고 있다(〈그림 3〉 참조).²⁾ 즉, KOSPI200 기업의 임원보수는 S&P500 기업에 비해 아직 절대적 규모나 일반 직원과의 격차 모두 작은 편이라고 할 수 있지만 증가율은 훨씬 가파르다고 할 수 있다.

2) 다만 일반 직원의 보수에 대한 양국의 공시 기준은 동일하지 않다. 국내 상장기업의 임직원 평균 보수는 등기임원의 보수를 제외한 나머지 직원 전체의 보수 평균으로, 고액의 보수를 받는 미등기 이사들이 많다면 실제 일반 직원의 보수가 과대평가될 수 있다. 이에 비해 미국 상장기업의 일반 직원 보수는 전체 직원의 중위수 값으로 산정되기에 실제 값에 더 가깝다.

〈그림 3〉 일반 직원 보수 대비 배울 중위수 추이



자료: AFL-CIO, TS2000, 자본시장연구원

국내 상장기업의 미등기 지배주주 이슈

본고에서는 최고경영자 보수만 산출하는 미국과 달리 KOSPI200 임원보수는 최고경영자 보수와 최고임원보수를 구분하고 있다. 이는 일반적으로 미국 기업에서는 기업의 경영을 총괄적으로 책임지는 최고경영자가 가장 많은 보수를 받지만 국내 상장기업의 경우 최고경영자보다 더 많은 보수를 받는 임원이 존재하기 때문이다. 단적으로 2021년 KOSPI200 최고임원보수 중위수는 최고경영자 보수 중위수보다 5.3억원 더 많다.

국내 상장기업에서 최고경영자보다 더 많은 보수를 받는 임원들 대부분은 지배주주인 미등기임원이다.³⁾ 특히 최고 보수를 받는 지배주주 미등기임원들은 기업 영업이익이 하락하거나 심지어 적자 상태에도 과거보다 늘어난 보수를 받는 것으로 나타나 기업의 성과에 관계없이 고액의 보수를 받고 할 수 있다.⁴⁾ 또한 이들 중에는 여러 개의 계열사 상장기업으로부터 동시에 보수를 받는 경우도 다수 확인되고 있다. 2013~2020년 기간 381명의 임원이 2~5개의 상장기업으로부터 5억원 이상의 보수를 받은 것으로 나타났으며 2018년 이후에는 이런 경향이 더 심화되는 양상이다(〈표 1〉 참조). 결과적으로 국내 상장기업에서는 미등기 지배주주가 기업에 대한 지배력을 바탕으로 경영성과에 관계없이 최고경영자 이상의 보수를 받는 사례가 흔하며 기업지배구조 관점에서는 임원보수에 대한 견제장치가 제대로 작동하지 않는다고 해석할 수 있다.

3) 일시적인 퇴직금의 영향과 운용성과에 따라 성과급이 지급되는 금융업이나 핵심 엔지니어의 역할이 매우 중요한 혁신기업을 제외하면 최고경영자보다 더 많은 보수를 받는 경우는 대부분 미등기 지배주주라고 할 수 있다.

4) 남길남, 2021, 『상장기업의 임원보수와 미등기 지배주주 이슈』, 자본시장연구원 이슈보고서 21-18호.

〈표 1〉 상장기업의 중복 보수 수령 임원 수 및 1인당 평균 보수

(단위: 명)

	단독 수령 임원 수 (평균 보수, 억원)	2개 기업 중복 수령 임원 수 (평균 보수, 억원)	3개 기업 중복 수령 임원 수 (평균 보수, 억원)	4개 기업 중복 수령 임원 수 (평균 보수, 억원)	5개 기업 중복 수령 임원 수 (평균 보수, 억원)
2013	498(11.5)	25(31.3)	9(68.4)	2(42.2)	
2014	551(11.8)	18(34.2)	5(77.7)	2(48.5)	
2015	587(12.1)	23(26.0)	5(42.2)	1(38.1)	
2016	602(11.5)	27(30.3)	3(50.6)	1(49.5)	
2017	668(12.6)	36(25.7)	5(50.1)	2(71.5)	
2018	1,240(13.9)	61(25.3)	5(65.0)	1(365.9)	2(82.3)
2019	1,268(13.1)	62(26.5)	9(60.1)	1(60.0)	2(412.4)
2020	1,349(14.4)	64(32.7)	6(55.7)	3(52.9)	1(112.3)

자료: 남길남(2021)

주주의 임원보수 통제 강화 필요성

2022년 3월 4일 애플의 정기주주총회에서는 최고경영자 팀 쿡의 9,870만달러에 이르는 보수⁵⁾에 대한 주주들의 찬반투표가 있었다. 애플은 다른 미국 상장기업과 마찬가지로 최고경영자를 비롯한 핵심 임원의 보수에 대해 매년 주주총회에서 주주승인투표(say on pay vote)를 시행하고 있는데, 약 1.3조달러를 운용하는 세계 최대 규모의 노르웨이 국부펀드는 주주총회 이전부터 팀 쿡의 보수가 과도하다고 반대 의사를 밝혔다.⁶⁾ 그 결과 2021년 주주총회에서 팀 쿡의 보수에 대한 찬성률은 95%에 달하였으나 2022년 주주총회에서는 64.4%의 찬성을 얻는 데 그쳤다. 비록 팀 쿡의 보수가 부결된 것은 아니지만 저조한 찬성률은 향후 팀 쿡의 보수를 더욱 신중하게 결정하도록 만들었다.

미국 상장기업의 주요 경영진 보수에 대한 주주승인투표는 2010년 도드-프랭크법에서 도입되었다. 주주승인투표는 비록 비구속적으로 기업이 투표 결과를 따르지 않아도 되지만 애플의 사례에서 보듯이 주주승인투표를 주주총회 안건으로 상정하는 과정에서 보수 내역이 세부적으로 드러날 수밖에 없고 찬성률이 낮아지면 경영진에 대한 경고의 신호를 준다고 할 수 있다. 현재 임원 보수에 대한 주주

5) 일반 애플 직원 보수의 1,447배에 달하는 금액이다.

6) 노르웨이 국부펀드는 각 기업이 최고경영자의 보수에 대해 4가지 원칙을 준수하도록 하고 있다. 첫째, 보수는 장기적 가치창출에 의해 결정되어야 하고 최고경영자와 주주의 이익이 일치되어야 한다. 보수의 상당부분은 최소 5년, 가능하다면 10년간 양도제한(locked in) 주식으로 지급되어야 한다. 둘째, 이사회는 단순하고 기업지배구조에 과도한 부담을 주지 않는 보수지급 관행을 개발해야 한다. 보수로 할당된 주식은 기업의 목표와 일치하도록 성과조건과 단순한 기준을 가져야 한다. 셋째, 보수가 과도한 수준이 되는 것을 피하기 위해 전체 보수는 투명하게 결정되어야 한다. 최고경영자 보수는 매년 현금과 양도제한 주식으로 결정되고 지급되어야 한다. 이사회는 연간 총보수 한도를 공시해야 한다. 넷째, 이사회는 모든 혜택이 명확한 사업상 근거를 갖도록 해야 한다. 연금성 보수는 총보수에서 작은 비중으로 구성해야 하며 양도제한을 단축하거나 완화하는 고용종료 약정을 맺어서는 안 된다.

승인투표는 10여 개 주요 선진국에서 채택하고 있는데 채택 후 보수 증가율이 하락하고 기업실적과의 연관성이 커지는 긍정적 결과가 확인되고 있다. 국내도 미등기 지배주주를 비롯한 고유의 기업지배구조 이슈 속에 고액 보수를 받는 임원 수가 꾸준히 증가하고 있고 보수 금액도 빠르게 늘어나고 있는 상황이기에 주주승인투표 도입을 고려할 시점이라고 할 수 있다.

OPINION

연구위원
홍원구

사전지정운용제도와 TDF의 성장*

목표일펀드(Target Date Funds: TDF)가 빠른 성장을 보이고 있다. 미국의 경우 디폴트 옵션 제도의 시행을 계기로 TDF 규모가 급격한 성장을 보였기 때문에, 국내에서도 사전지정운용제도의 본격 시행과 함께 TDF의 성장은 더욱 가속화될 것으로 예상된다.

사전지정운용제도의 시행에 따라 확정기여형(Defined Contribution: DC) 퇴직연금을 도입한 기업들은 근로자들과 함께 TDF의 수익과 비용 등을 고려하여 특정 TDF를 사전지정해야 한다. 안정적이던 TDF의 수익률이 최근 주가 하락의 영향으로 변동 폭이 커져, 선택 과정이 더욱 어려워 것으로 예상된다. 낮은 비용은 TDF의 장점 중 하나인데, TDF 비용과 수익이 반드시 비례하는 것이 아니기 때문에, 상대적으로 낮은 비용의 TDF가 관심을 끌 것으로 예상된다. 국내 TDF의 도입 기간이 짧아 현재의 TDF 성과지표들은 신뢰할만한 정보를 제공하지 못하지만, 그럴수록 합리적 절차를 통해 적합한 TDF를 선택해야 하며, 그 과정의 투명성을 확보해야 한다.

목표일펀드(Target Date Funds: TDF) 규모가 빠르게 성장하고 있다.¹⁾ 2016년말 기준 672억원이던 TDF 적립액은 2021년말 10.9조원으로 증가하였다. 이미 2021년말 기준 TDF 적립금 중 퇴직연금 자산은 7.6조원으로 TDF 적립액의 70.2%에 해당한다.

국내에서도 DC형 퇴직연금 자산의 운용 효율성을 높이려는 노력의 하나로 디폴트 투자 옵션(Default Investment Alternatives, 기본 투자상품) 제도가 '사전지정운용제도'라는 명칭으로 2022년 7월 시행되었다.²⁾ TDF도 기본 투자상품의 하나로 포함되었으며, TDF에 대한 관심과 적립액이 증가할 것으로 예상할 수 있다. 미국의 경우 퇴직연금 자동가입 방식과 TDF 등의 기본 투자상품 방식이 도입된 이후 TDF 적립액이 크게 증가하였기 때문이다.³⁾

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

- 1) 목표일펀드(Target Date Funds: TDF)는 목표일이 가까워질수록 자산배분이 보수적으로 조정되는 펀드이다. 이때 목표일은 투자자의 자산 필요 시점, 대개 퇴직 시점을 기준으로 하며, 자산배분곡선(glide path)에 따라 자산배분이 이루어진다.
- 2) 디폴트 투자 옵션(Default Investment Alternatives)이란 투자자의 명시적인 의사표시가 없을 때 퇴직연금 적립금이 투자되는 기본 투자상품을 말한다.
- 3) 자동가입의 배경과 퇴직연금 자산구성 등에서 우리나라의 퇴직연금은 미국과 다른 점이 있어 디폴트 투자옵션의 도입 결과가 미국 등과 달라질 수 있다. 특히 디폴트 옵션에 원리금보장형 상품이 포함됨으로써 원리금보장형 상품에 집중된 기존의 투자방식이 지속될 가능성도 배제할 수 없게 되었다.

2022년 들어 주식시장의 침체로 국내외 TDF의 수익률이 낮아졌다. 특히 목표일이 가까운 TDF는 수익률이 악화될 경우 회복할 수 있는 기간이 짧기 때문에 더욱 관심을 끈다. 예를 들어 2020년 1분기 미국 TDF2020 펀드 중 JP Morgan의 수익률은 10.1% 하락한 반면, T. Rowe Price의 수익률은 14.2% 하락하였다.⁴⁾ 2020년 1분기의 수익률 하락은 2분기 주가 상승으로 대부분 상쇄되었지만, 2022년 주가 하락의 영향은 현재도 진행 중이다. 한편 국내에서도 2022년 상반기 주가 하락에 따른 영향으로 TDF의 수익률도 악화되고 있는 상황에서 TDF 상품별로 수익률 격차가 커져 관심을 끌고 있다.⁵⁾

사전지정운용제도가 도입되는 시점에서 TDF의 현황과 성과를 점검해보는 작업은 사전지정운용제도의 안착을 위해서 의미 있는 작업이라 생각한다.⁶⁾ 그리고 TDF 선정에 있어 기업이 고려해야 할 점들에 대해 살펴본다.

TDF의 성장

2021년말 기준 TDF 설정액은 8.1조원, 순자산액은 10.9조원에 이르렀다. 2020년말 기준 4.2조원이었던 TDF 설정액은 2021년말 8.1조원으로 2배 가까운 성장을 보였다.⁷⁾ 2021년말 기준 16개의 운용사가 TDF를 출시하고 있는데, 운용사별 TDF 설정액을 살펴보면 상위 3사의 점유율이 76.4%, 상위 5사의 점유율이 93.0%에 이른다. TDF 상위 운용사들은 상대적으로 TDF 출시가 빨랐고 펀드 수도 많았다(〈그림 1〉 (a) 참조).⁸⁾ 목표일별 설정액을 살펴보면 2025년 TDF가 1.9조원으로 가장 규모가 컸으며, 2030년 TDF가 1.4조원, 2045년 TDF가 1.3조원으로 뒤를 이었다.

2021년말 기준 TDF에 투자된 퇴직연금 자산은 7.6조원으로 TDF 순자산의 70.2%에 해당한다.⁹⁾ 이는 실적배당형 상품에 투자된 퇴직연금 자산 40.2조원의 19.0%에 해당하는 금액으로 최근 3년간 실적배당형 상품 중 TDF의 비중이 상당히 높아졌다(2019년 21.8조원 중 1.5조원(7.0%), 2020년 27.3조원 중 3.1조원(11.3%)). TDF 투자의 대부분은 IRP형 퇴직연금(58.5%)과 DC형 퇴직연금(39.9%)을 통해서 이루어진다(〈그림 1〉 (b) 참조).

4) 동일한 목표일의 TDF, 그리고 목표일이 가까운 TDF 사이에도 주식 비중에 상당한 차이가 있음을 보여 준다. (Smith, R., 2020. 4. 5, What the market selloff revealed about target-date funds, The Wall Street Journal)

5) 김경미, 2022. 6. 1, [TDF 연간수익률 뜯어보니] 장투상품이라지만 ... 연수익 10%씩 벌어져, 서울경제신문.

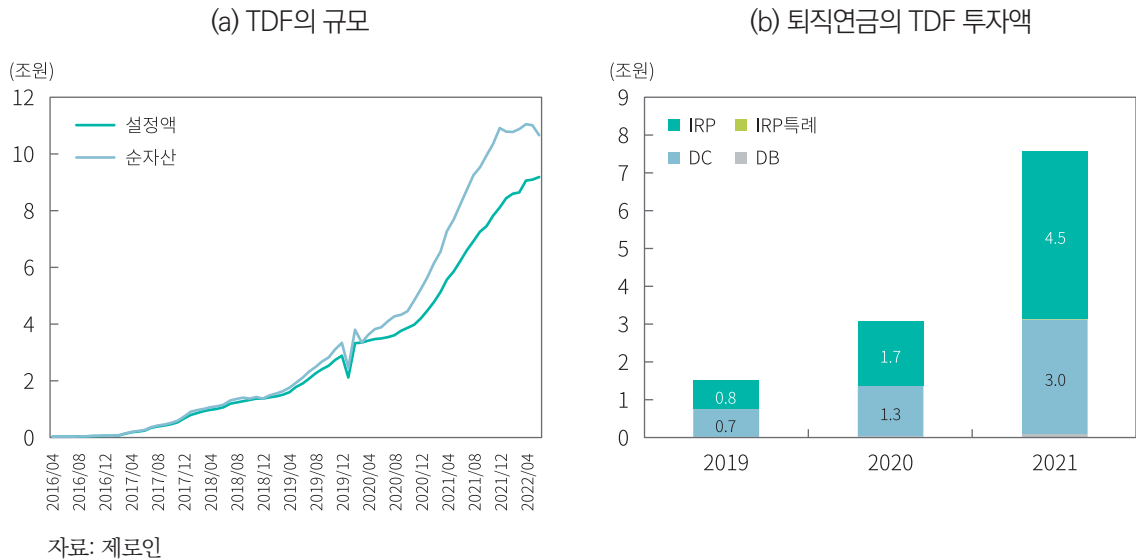
6) 분석 작업에는 제로인의 펀드 데이터가 사용되었으며, 이외에도 FnSpectrum, 금융투자협회의 데이터가 사용되었다. 국내 TDF의 도입, 운용기간이 짧아 수익률, 보수율 등 성과지표의 안정성에 한계가 있을 수 있다.

7) 2022년 6월말 TDF의 설정액은 9.1조원으로 전년말 대비 13% 정도 증가하였으나, 2022년 상반기 중 수익률 하락으로 TDF의 순자산액은 10.6조원으로 연초 대비 3,000억원 가량 감소하였다.

8) 미국 TDF의 경우 2021년 상위 1사(Vanguard)의 점유율이 36.7%, 상위 3사(Fidelity, T.Rowe Price)의 점유율이 61.6%, 상위 5사(BlackRock, American Funds)의 점유율이 78.3%이다(Pacholok, M., Zaya, K., 2022, 2022 Target-Date Strategy Landscape, Morningstar Manager Research).

9) 2021년 12월말 현재 퇴직연금 외에 개인연금 TDF가 2.1조원(19.0%), 일반 펀드 TDF가 1.2조원(10.9%)을 차지하고 있다. TDF 내 퇴직연금 펀드의 비율은 2016년말 25.9%, 2017년말 39.5%, 2018년말 49.6%, 2019년말 59.3%, 2020년말 59.3%, 2021년말 70.2%로 매년 TDF 내 퇴직연금 펀드의 비중이 높아졌다.

〈그림 1〉 TDF의 규모와 퇴직연금 자산의 TDF 투자액



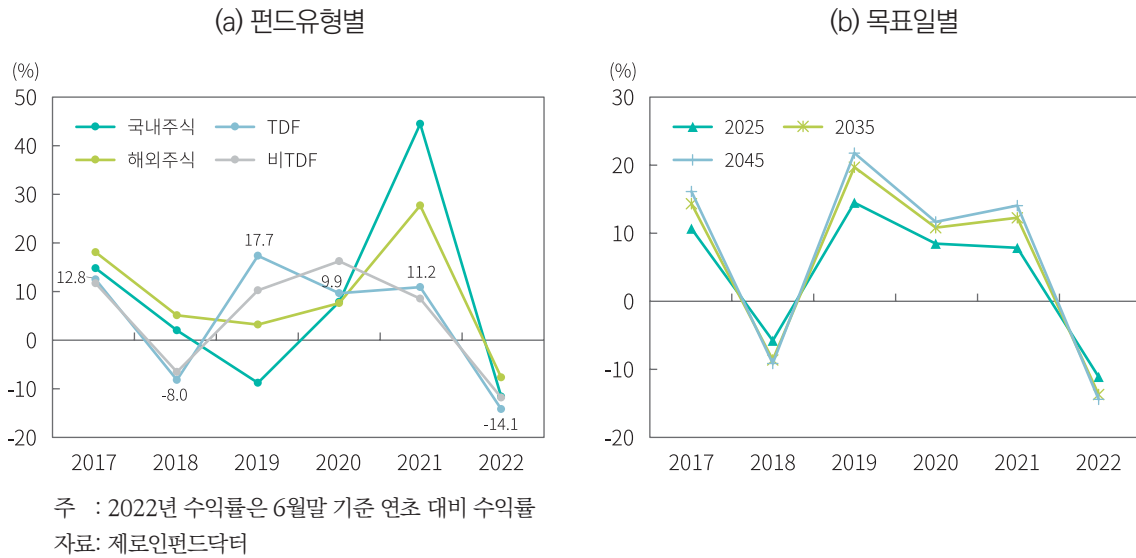
TDF의 수익률

2018년 이후 TDF는 연 10%대의 수익률을 거두며, 퇴직연금 투자상품으로서의 안정성을 보여주었다. 펀드 유형별 수익률을 비교해 보면 TDF의 수익률은 국내 주식형 펀드와 해외주식형 펀드보다 변동 폭이 작으며, 해외주식형 펀드의 수익률 흐름과 가깝게 움직이고 있다(〈그림 2〉 (a) 참조). 목표시점별 수익률을 비교해보면 수익률이 높았을 때는 목표일이 멀수록 수익률이 높았으며, 2022년 상반기처럼 주식시장이 하락기일 때는 반대의 경향이 나타났다(〈그림 2〉 (b) 참조).

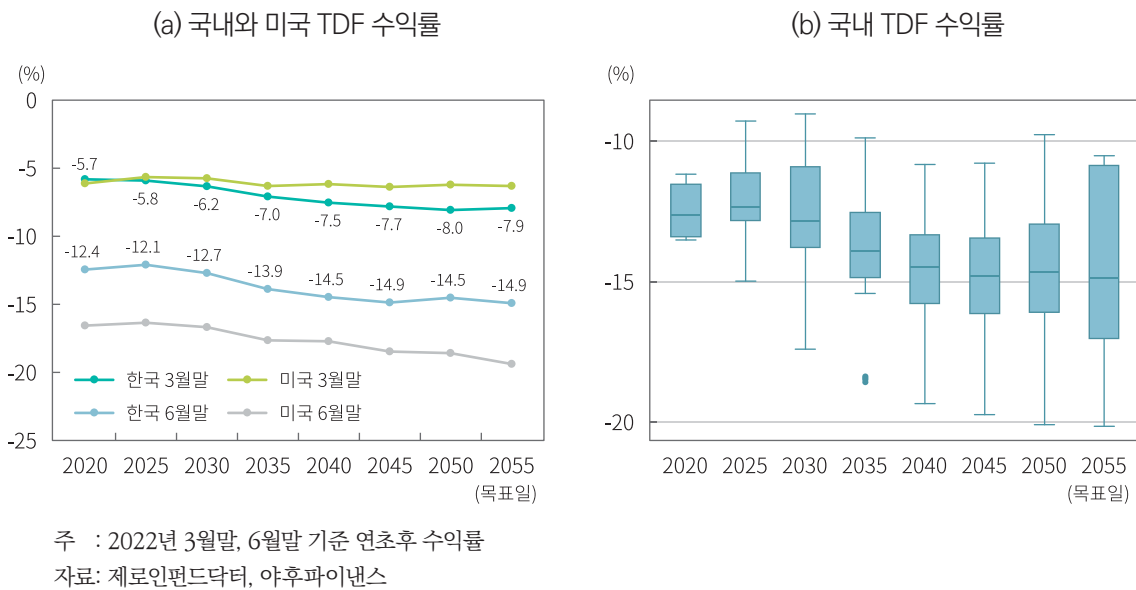
2021년까지 안정적인 수익률을 보여주던 TDF는 2022년 상반기 주가 하락 등의 영향으로 TDF의 수익률도 크게 낮아졌다. 2021년 11.2%대에 머물던 TDF의 수익률은 2022년 6월말 기준 수익률이 연초 대비 -14.0%로 낮아졌다(〈그림 3〉 (a) 참조). 같은 기간 미국의 TDF들도 낮은 수익률을 보였는데, 국내 TDF의 수익률이 같은 기간 미국의 TDF보다 덜 하락하고 있다.¹⁰⁾ 목표일 전반에 걸쳐 미국 TDF에 비해 국내 TDF의 주식 비중이 낮기 때문으로 보인다. 한편 TDF의 목표일이 늦어질수록 펀드 수익률이 낮아졌고, 같은 목표일 펀드내의 수익률 편차가 크다(〈그림 3〉 (b) 참조). 미국 TDF의 수익률도 목표일이 멀수록 하락 폭이 컸는데, 목표일이 멀수록 주식 비중이 높기 때문이다.

10) 2021년말에서 2022년 6월말까지 국내 TDF의 벤치마크인 MSCI ACWI지수는 20.1% 하락하였으며, 다우존스산업평균 지수는 15.3% 하락하였다.

〈그림 2〉 TDF 수익률 비교



〈그림 3〉 2022년 상반기 TDF 수익률



TDF의 총보수율

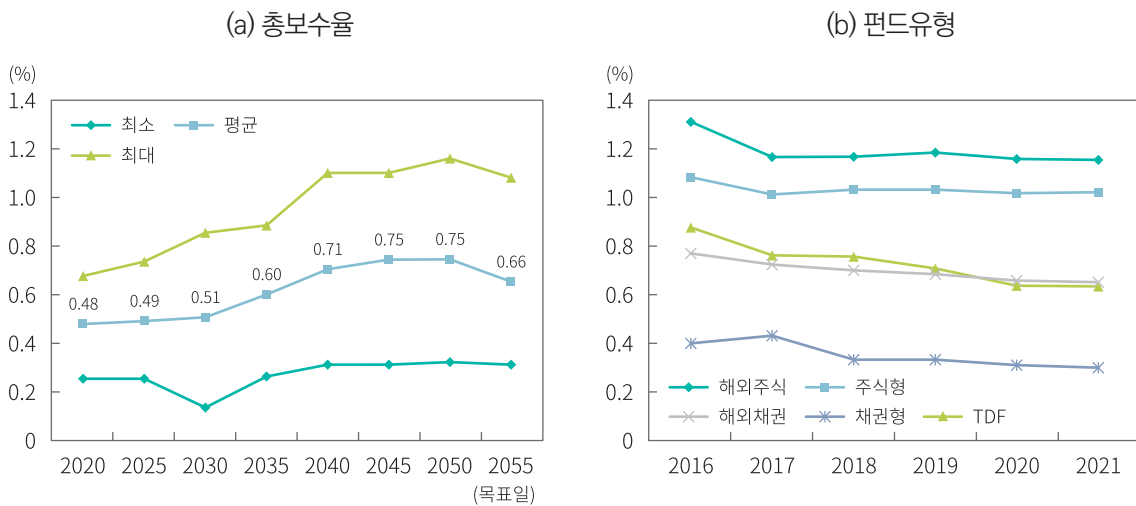
투자자는 펀드 운용의 대가로 매년 운용자산의 일정 비율의 비용을 운용사에 지불하는데, 이 비용을 총보수 비율로 알 수 있다. 총보수가 중요한 것은 수익률은 운용 결과에 따라 달라지지만 투자자가 지급하는 비용은 결과에 관계없이 지급되어 총보수의 차이는 장기 투자성가에 중요한 영향을 미칠 수 있기 때문이다.

펀드 클래스별 총보수율을 살펴보면 퇴직연금 펀드의 경우 대부분 C클래스(0.843%)와 S클래스(0.637%)로 판매되고 있는데, 퇴직연금 펀드의 평균 총보수율은 0.826% 정도로 일반 펀드의 평균 총보수율 0.788%에 비해 약간 높다. TDF의 경우는 총보수율이 일반 퇴직연금 펀드에 비해 낮아서, 평균 0.626%, C클래스는 0.684%, 그리고 S클래스는 0.451% 수준이다.¹¹⁾

총보수 수준을 보면 목표일이 늦을수록 높아지는 경향이 있다. 목표일이 늦을수록 주식 보유 비중이 높아져 그만큼 펀드 비용이 높아지는 것으로 볼 수 있다(<그림 4> (a) 참조).¹²⁾ 또한 목표일에 따라 보수율의 차이도 커지는 경향이 보인다. 펀드유형별 수수료율을 보면 TDF의 수수료율은 해외채권형과 비슷한 수준이며, 주식형과 해외주식형에 비해 훨씬 낮다(<그림 4> (b) 참조).

그리고 신규 진입하는 TDF의 수수료가 낮은 경향이 있기 때문에 운용기간이 길수록 수수료가 높게 나타난다(<그림 5> (a) 참조). 한편 펀드 총보수는 펀드 수익률과의 사이에 일관된 경향은 찾기 어렵다(<그림 5> (b) 참조). TDF 보수율의 최대값과 최소값의 차이는 목표일에 따라 최소 0.43%(TDF2020)에서 최대 0.80%(TDF2040, TDF2045)에 이른다. 따라서 보수율이 높은 TDF의 수익률이 충분히 높지 않다면 퇴직연금 가입자에게 잠재적 손실이 될 것이기 때문에 TDF의 선택에 있어 비용 측면이 중요해진다.

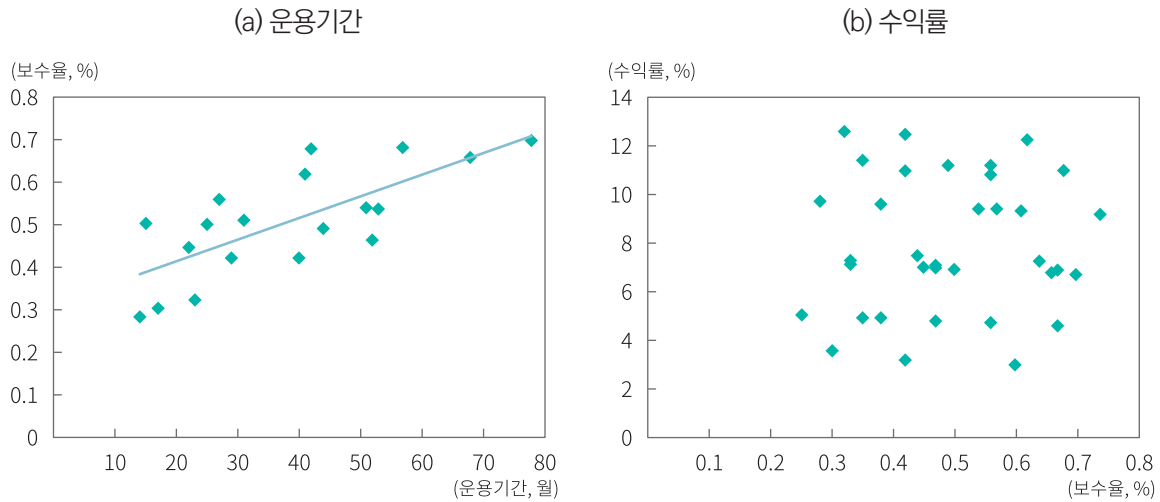
<그림 4> 목표시점과 펀드유형에 따른 총보수율



주 : TDF2030의 최소값이 특히 작은 것은 ETFTDF2030이 새롭게 추가되었기 때문임
 자료: 제로인펀드닥터

11) A클래스(전체 펀드 중 17.0%)는 선취로 판매수수료를 떼다. C클래스(전체 펀드 중 74.0%)는 선취수수료가 없으며, 운용기간에 비례해 정률로 판매보수를 떼다. S클래스(전체 펀드 중 9.0%)는 한국포스증권(펀드온라인코리아)이 운영하는 펀드슈퍼마켓에서 판매한다.
 12) 국내 TDF가 자산의 많은 부분을 미국 펀드에 투자하고 있다. 2021년 미국 주식형 펀드의 수수료율(expense ratios)이 0.47%, 채권형 펀드의 평균 수수료율이 0.39%이므로 주식형 펀드를 많이 담고 있는 TDF가 총보수율이 높다(ICI, 2022).

〈그림 5〉 총보수율과 운용기간, 수익률(TDF2025)



사전지정운용제도의 시행과 TDF

사전지정운용제도의 도입, 본격 시행을 준비하고 있는 시점에서 DC형 퇴직연금 가입자와 퇴직연금 도입 기업뿐만 아니라 정책당국도 관심을 가져야 한다.

무엇보다 퇴직연금 가입자가 관심을 가져야 한다. TDF의 기본 속성이 ‘설정 후 잊어버리는’ 측면이 있기는 하지만 적어도 선택 단계에서 TDF 비용, 과거 수익률, 변동성 등 중요한 정보에 대해 알아야 한다. 앞에서 보았듯이 미국 TDF보다는 덜 하지만 국내 TDF도 수익률, 비용 측면에서 상당한 편차를 보이고 있어 TDF 선택에 있어 주의해야 한다. 모든 퇴직연금 펀드가 그렇지만 특히 TDF는 장기 투자를 전제로 하므로 최초의 선택이 매우 중요해진다.

기업의 입장에서도 근로자들에게 정확한 정보를 알려야 한다. 제공되는 정보와 그에 따른 근로자들의 투자결정이 근로자들의 퇴직자산에 중요한 영향을 미칠 수 있기 때문이다. 또한 퇴직연금 도입 기업은 퇴직연금 운용관리사업자와 함께 그 기업에 맞는 TDF 등 투자상품을 선정하는 데 관심과 노력을 기울여야 한다. 미국 노동부는 적어도 TDF 비교, 선정 절차, 선택한 TDF에 대한 정기적인 점검 절차를 마련하고, 투자관련 비용 등 관련 정보를 근로자들에게 전달할 수단 등을 준비할 것을 권고하고 있다.¹³⁾

13) U.S. Department of Labor, 2013, *Target Date Retirement Funds-Tips for ERISA Plan Fiduciaries*.

투자상품을 추천하는 퇴직연금 운용관리사업자는 대개 자산관리사업자와 동일한 경우가 많다. 미국 등 외국에서도 흔히 있는 경우이다.¹⁴⁾ 따라서 그 자체가 문제될 것은 없으나 운용관리사업자가 지나치게 자사위주의 상품을 추천하지 못하도록 기업이 관심을 가지고 지켜보아야 할 것이다. 예를 들어 TDF의 경우도 다른 회사의 상품을 선택할 수 있는지 또는 한 회사의 여러 상품 중에서만 선택할 수 있는지 등에 대해 기업이 관심을 가져야 한다.¹⁵⁾

마지막으로 정책당국은 TDF 운용에 관련된 정보가 투명하게 공개될 수 있도록 최선의 노력을 하여야 한다. 미국 TDF의 성과에 대한 일부 비판적인 연구자들은 그 원인으로 펀드 운용사들의 이해상충 문제를 지적한다.¹⁶⁾ TDF는 장기 보유를 전제로 하므로 일반 펀드에 비해 그 문제가 더욱 심각할 수 있다. 따라서 TDF 운용에 관련된 정보의 공개가 더욱 중요해진다.

14) 미국의 경우 국내 퇴직연금 운용관리회사에 해당하는 퇴직연금수탁사(퇴직연금 사무관리사)의 상위 3사(수탁자산 기준)를 보면 Fidelity, Vanguard, Principal인데, 이들에게 펀드를 제공하는 운용사의 상위 3사를 보면 Vanguard, Fidelity, T.RowePrice 이다(Duarte, V., Fonseca, J., Goodman, A., Parker, J.A., 2021, Simple allocation rules and optimal portfolio choice over the lifecycle, working paper. NBER Working Paper 29559).

15) 퇴직연금 가입자의 기업만이 소송 대상이 되는 것은 아니다. 미국 BlackRock의 LifePath Index Funds, Fidelity Freedom funds 등에 대한 소송이 진행 중이다(Adams, N.E., 2022. 8. 3, TDF performance targeted in several plan suits, <https://www.napa-net.org/news-info/daily-news/appellate-court-backs-freedom-funds-fee-suit-dismissal>).

16) TDF 관련하여 다양한 문제점들이 제기됨에 따라 2021년 5월 미 의회는 TDF 현상과 문제점에 대한 공식 조사를 GAO(Government Accountability Office)에 요청하였다(U.S. Senate Committee on Health, Education, Labor and Pensions, 2021). 상하 양원의 위원회 의장이 발송한 조사 요청서에는 TDF의 성과, 비용 구조, 자산구성, 자산운용사의 마케팅 방식 등 상품과 시장 상황과 퇴직연금 가입자를 위해 노동부가 취한 조치들, 그리고 미 의회가 취할 수 있는 정책 대안에 대한 조사를 요청하였다.

ZOOM
-IN금리 상승기의 컨티뉴에이션 펀드 활용 증가와
규제 논의

- 최근 글로벌 PEF 시장에서는 회수 전략의 하나로 컨티뉴에이션 펀드를 적극 활용함에 따라 2020년 이후 컨티뉴에이션 펀드 거래 규모가 급증
- 컨티뉴에이션 펀드는 최근 급격한 금리 인상 기조 속 글로벌 긴축이 본격화되면서 자본시장 내 투자 및 회수 활동이 위축되자 GP가 우량 자산의 장기 보유를 통해 차익실현을 유예하기 위한 회수수단으로 선호
- 단, 컨티뉴에이션 펀드의 성장이 빠르게 이루어진 만큼 거래 절차와 관련하여 아직 모범사례나 가이드라인 등이 완전히 확립되어 있지 않아 업계의 몇 가지 우려 사항이 공존
- 그리하여 ILPA는 최근 GP 주도형 단일자산 거래에 대한 투명성과 공정성을 높이기 위해 새로운 가이드라인을 마련 중이며, SEC 또한 GP 주도형 세컨더리 거래의 투명성 강화를 목적으로 새로운 규칙을 제안
- 국내의 경우 2022년 7월 이루어진 최초의 컨티뉴에이션 펀드 결성은 국내 PEF 시장에서 의미 있는 시도로 평가되며, 향후 컨티뉴에이션 펀드를 활용한 회수 전략이 점차 증가할 것으로 기대

□ 최근 글로벌 PEF 시장에서는 회수 전략의 하나로 컨티뉴에이션 펀드(continuation funds)를 적극 활용함에 따라 2020년 이후 컨티뉴에이션 펀드 거래 규모가 급증

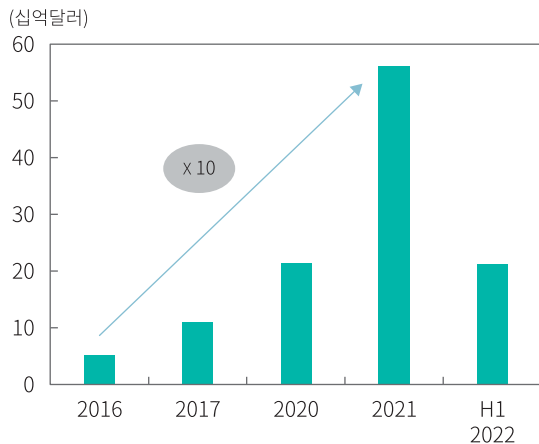
- 글로벌 컨티뉴에이션 펀드의 거래 규모는 2016년 약 100억달러 미만에 불과하였으나 2021년에는 대형 LP의 출자 확대로 564.4억달러까지 급증하며 2020년 이후 가파른 성장세를 보임¹⁾
 - 컨티뉴에이션 펀드는 PEF의 만기가 다가올 때 GP가 동일한 자산의 재투자를 위해 신규 펀드를 결성하고 기존의 투자자산을 이전하는 전략
 - 기존 PEF의 LP(Limited Partner: 유한책임사원) 출자지분을 유동화하기 위해 다양한 방식의 거래가 이루어지는 세컨더리²⁾ 시장은 과거에는 전통적인 방식인 투자자 간의 거래를 통해 투자를 회수하는 LP 거래(LP-led)가 대부분이었으나, 최근 운용사가 적극적으로 관여하는 GP(General Partner: 무한책임사원) 주도형 거래(GP-led)가 확대되며 세컨더리 거래의 주류로 형성

1) Lazard, 2022, *Sponsor-Led Secondary Market Report H1 '22*.

2) 세컨더리 거래는 투자자들에게 유동성을 공급하기 위해 PEF 간의 거래를 통한 회수 방식을 의미하며 PEF가 보유 중인 특정 기업의 지분을 다른 PEF가 직접 인수하는 방식과 펀드 내 LP 지분을 거래하는 방식이 있음

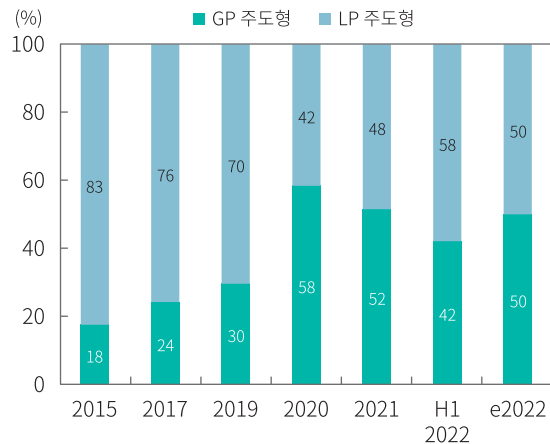
- 컨티뉴에이션 펀드는 세컨더리 시장 내 GP 주도형 거래의 한 유형으로, 주로 LP 간 이루어졌던 세컨더리 거래에서 최근 GP가 적극적으로 관여하는 GP 주도형 거래의 확대를 이끈 주요 동인
- 그리하여 전체 세컨더리 시장에서 GP 주도형 거래가 차지했던 비중은 2015년 17.5%에서 2020년 58%까지 확대된 후 2022년 상반기 42%로 다소 감소하였으나, 2022년말에는 약 50%까지 확대될 것으로 추정하며 세컨더리 시장에서 GP 주도형 거래와 LP 간 거래의 양분화 현상은 지속될 것으로 전망³⁾
- GP 주도형 거래 유형⁴⁾ 중 컨티뉴에이션 펀드의 점유율은 2022년 상반기 기준 80%로 대부분을 차지하며 대표적인 거래 구조로 자리매김

〈그림 1〉 글로벌 컨티뉴에이션 펀드 거래 규모 추이



자료: Lazard, preqin

〈그림 2〉 LP vs. GP 주도형 세컨더리 거래 비중 추이



자료: Jefferies(1H 2022)

- 이 가운데 특히 우수한 성과를 기록한 소수의 기업을 적극적으로 보유하기 위한 GP의 전략으로 단 일자산 또는 집중도 높은 포트폴리오를 중심으로 한 컨티뉴에이션 펀드의 활용이 두드러짐
- GP 주도형 거래 중 단일자산 컨티뉴에이션 펀드(single-asset continuation fund)의 비중은 2018년 14%에서 2021년 52%까지 확대⁵⁾
 - 반면 여러 기업으로 구성된 복수자산 컨티뉴에이션 펀드(multi-asset continuation fund) 및 이외 유형의 경우 2018년 86%로 대부분을 차지하였으나 2021년 48%까지 꾸준히 축소

3) Jefferies, 2022, 1H 2022 Global Secondary Market Review.

4) GP 주도형 거래의 유형으로 컨티뉴에이션 펀드(단일자산, 복수자산), tender offer(공개매입), preferred equity(우선배분출자 지분), strip sale(LP 지분 부분 매각), 기타 등이 있음

5) Lazard, 2022, Sponsor-Led Secondary Market Report H1 '22.

- 초기 컨티뉴에이션 펀드는 펀드 구조조정(fund recapitalization)으로 불리며 주로 매각가가 순자산가치(NAV)보다 낮은 기업들을 대상으로 수익실현이 어려운 부실화된 PEF를 구조조정하기 위해 활용되었으나, 최근에는 선제적 펀드 운용을 위한 효과적인 수단으로 기능하며 LP들의 인식 개선과 함께 출자가 점차 확대
- 이는 코로나19 팬데믹 상황에서 GP들이 우수한 성과를 통해 세컨더리 투자자들의 인수 가능성이 높은 소수의 기업을 선택하여 단일자산 또는 집중도 높은 포트폴리오로 구성된 컨티뉴에이션 펀드를 결성하면서 초기 컨티뉴에이션 펀드와는 다른 양상으로 발전

〈그림 3〉 컨티뉴에이션 펀드 유형별 비중 변화

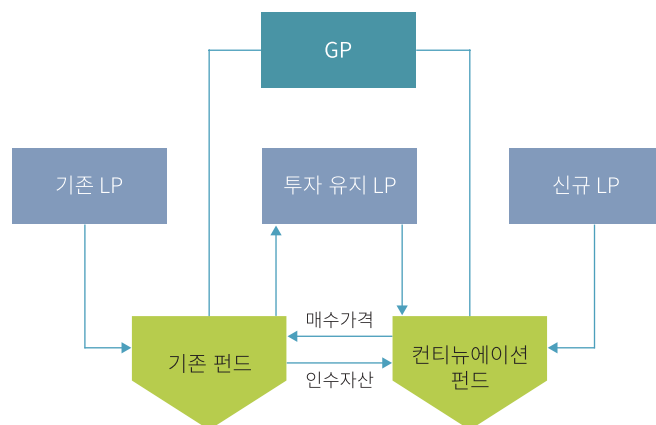


주 : GP 주도형 세컨더리 거래 규모 기준
 자료: Lazard

- 컨티뉴에이션 펀드는 최근 급격한 금리 인상 기조 속 글로벌 긴축이 본격화되면서 자본시장 내 투자 및 회수 활동이 위축되자 성장잠재력이 높은 투자자산을 회수하는 대신 장기 보유를 통해 차익 실현을 유예하기 위한 수단으로 선호
 - 컨티뉴에이션 펀드의 기본 구조는 동일한 GP가 특정 자산을 장기적으로 보유하기 위한 목적으로 펀드 만기 시 GP는 그대로 유지하되 새로운 LP를 모집하여 신규 펀드를 결성하고, 기존 펀드에 있던 자산을 새롭게 결성한 펀드로 이전
 - 기존 LP는 일반적으로 사전에 설정된 가격으로 현금화하고 투자를 종료할 것인지 또는 보유 지분을 신규 펀드에 계속해서 투자할 것인지 선택할 수 있으며, 신규 LP의 투자금은 매각을 선택한 기존 LP의 펀드 현금화를 위해 사용
 - 그리하여 기존 LP 측면에서는 투자금 회수를 통해 즉각적인 현금이 유입되거나 포트폴리오를 재구성할 수 있으며 신규 LP에게는 안정성이 보장된 우량 자산에 대한 투자 기회가 제공
 - 기존 및 신규 LP 모두 컨티뉴에이션 펀드를 관리하기 위해 보수체계, 수익 메커니즘 등을 포함한 새로운 조건을 GP와 협상할 기회를 가짐

- GP 측면에서는 투자 기업의 회수가 어려울 때 유동성을 확보하고 인수한 투자자산을 지속 관리할 수 있으며 포트폴리오 가치를 극대화하기 위한 동기로 작용
 - GP는 회수를 대신하여 장기적인 수익 기반 마련을 위해 포트폴리오에 속한 기업의 성장을 지원할 유인을 가짐
 - GP와 LP의 이해관계가 더욱 일치할 수 있도록 GP는 펀드의 조건을 재설정하며 장기적 만기를 요구하는 자산을 최대한 활용하거나, 포트폴리오의 추가적 가치 창출의 기회를 통해 후속 투자를 위한 신규 자본을 확보할 여지도 존재
- 최근 금리 인상이 가속화되고 경기가 위축되는 등 불안정한 시장 상황에서 투자 기업의 기업공개나 매각이 어려워 가치가 높은 기업들을 회수하는데 어려움을 겪자 GP들은 이를 대신하여 장기적 투자를 도모하기 위해 컨티뉴에이션 펀드를 활용한 회수 전략에 주목
- 인플레이션 및 금리 인상 기조로 향후 1-2년간 회수 시장의 불확실성이 지속될 것으로 예상되므로 컨티뉴에이션 펀드에 대한 관심은 이어질 것으로 전망

〈그림 4〉 컨티뉴에이션 펀드의 기본 구조



- 다만 컨티뉴에이션 펀드의 성장이 빠른 기간 급격히 이루어진 만큼 거래 구조 및 절차와 관련하여 아직까지 모범사례나 가이드라인 등이 완전히 확립되어 있지 않아 업계의 몇 가지 우려 사항이 공존
 - LP 입장에서는 할당된 시간 내에 기존 펀드의 매각 또는 재투자를 결정하기 위한 시간(영업일 기준 10일)이 일반적으로 짧아 의사결정에 어려움이 있으며 컨티뉴에이션 펀드에 속해 있는 자산에 대한 추가적 실사를 위해 수반되어야 하는 번거로움이 있다는 의견이 제기
 - 동일한 GP가 매수자 및 매도자 양측에서 역할을 수행하기 때문에 거래 과정에서 잠재적 이해 상충 문제가 내재
 - 일반적으로 컨티뉴에이션 펀드는 GP가 기존 펀드의 매도자로서 LP에 대해 신의성실 의무 (fiduciary duty)를 가지는 동시에 신규 펀드에 대한 새로운 LP에게는 유리한 가격 제공을 통해 투자를 이끌어내야 하는 기본 거래 구조를 가짐

- 즉, 기존 펀드의 LP는 보유 자산을 높은 가격에 매도하여 수익률을 극대화해야 하는 반면 신규 LP는 저렴한 가격에 자산을 매수해야 하는 다른 이해관계가 존재하므로 공정한 가격책정이 어려움
- 또한 GP는 기존 펀드로부터 성과보수 수취가 어려울 것으로 예상되는 경우 컨티뉴에이션 펀드를 결성하여 신규 LP와 새로운 보수체계를 설정하려는 유인을 가짐⁶⁾
- 이에 더해 기존의 단일자산에서 여러 자산으로 구성된 포트폴리오로 이전하는 경우 개별 투자의 상세한 할당이나 상대적 규모에 대한 자세한 정보 없이 투자자금이 풀링(pooling)될 수 있어 가치평가가 복잡함
- 이러한 몇 가지 우려 사항들로 인해 컨티뉴에이션 펀드의 거래 절차에 대한 투명성과 객관성을 높이기 위한 관련 이해관계자들의 요구가 증가

□ 그리하여 ILPA(Institutional Limited Partners Association)는 2019년 GP 주도형 세컨더리 거래에 대한 최초의 가이드라인을 발표한 지 3년여만인 2022년 2월 단일자산 거래에 초점을 맞춘 새로운 가이드라인 설립 마련을 진행 중인 것으로 나타남

- 2019년 4월 ILPA는 GP 주도형 세컨더리 펀드 구조조정(GP-led secondary fund restructurings)의 투명하고 일관성 있는 거래 절차를 지원하기 위해 LP와 GP가 고려해야 할 사항과 권장 모범 사례를 담은 가이드라인을 발표⁷⁾
 - 가이드라인의 주요 내용으로 GP의 펀드 구조조정 거래 시 독립적 제3자를 통한 자문을 받을 것, 이해상충 문제와 관련한 충분한 정보를 제공할 것, 기존 LP의 거래 참여를 위해 가능한 빠른 의사소통을 실행할 것, 거래 전반에 걸쳐 LP 자문위원회(Limited Partner Advisory Committee: LPAC)의 검토를 받을 것 등을 포함
- 최초 가이드라인이 발표된지 3년 후인 2022년 2월에 ILPA는 빠른 증가 추세를 보이는 GP 주도형 단일자산 거래에 대해 새로운 가이드라인 마련을 위한 초기 단계에 있으며, 올해 안에 마무리할 계획이라고 발표⁸⁾
 - LP가 단일자산 거래에서 수반되는 복잡한 의사결정을 GP가 이끄는 짧은 시간 내에 이전보다 더욱 빈번하게 내려야 하는 상황에 주목하며 거래 절차의 이해와 효율성을 높이기 위한 구체적인 가이드라인을 설립할 계획
 - 그리하여 LP와 GP 간의 이상적인 단일자산 거래 절차를 위해 불공정한 투자계약 조건, 투자 의사결정 시간의 제약, 과도한 수수료 등을 방지할 수 있는 구체적인 고려사항을 포함할 예정
- 또한 지난해 11월에는 정보 비대칭성을 개선하고 효율적인 실사 프로세스를 지원하기 위해 GP 주도형 세컨더리 및 컨티뉴에이션 펀드 거래를 포함하여 사전 실사 업무에 필요한 실사 설문지(due diligence questionnaire) 표준 양식⁹⁾을 새롭게 업데이트 함

6) 박용린, 2021, 모험자본시장 발전을 위한 펀드구조조정 세컨더리의 역할, 자본시장연구원 자본시장포커스 2021-01호.

7) ILPA, 2019, *GP-led Secondary Fund Restructurings: Considerations for Limited and General Partners*.

8) Secondaries Investor, 2022. 2. 8, ILPA eyes single-asset secondaries market for next guidance.

9) ILPA, 2021, *Due Diligence 2.0*.

- 해당 설문지에는 GP 주도형 세컨더리 및 컨티뉴에이션 펀드 거래 시 사전 이해상충 검토 여부 및 식별 방법, 기존 LP 대상 현상 유지 옵션 제공 여부, LP의 의사결정 기한 내 필요 정보 제공 방식 등의 질문을 포함

— 이와 같이 관련 업계에서도 최근 세컨더리 시장에서 시장점유율을 빠르게 확대하고 있는 GP 주도형 컨티뉴에이션 펀드 거래를 효율적으로 수행하기 위해 모범사례나 고려사항을 새롭게 정립해야 할 필요성을 인식하고 있는 것으로 판단

□ 또한 SEC는 2022년 2월 사모펀드 자문업자에 대한 강화된 의무를 부과하는 새로운 규칙을 제안한 가운데 여기에는 GP 주도형 세컨더리 거래에 적용될 수 있는 주요 규칙 2가지가 있으며, 만약 채택 되는 경우 거래의 투명성과 공정성을 높일 수 있을 것으로 예상

— SEC는 사모펀드 자문업자(private fund adviser)에 대한 규제를 강화하고 투자자를 보호할 목적으로 2022년 2월 1940년 투자자문업자법(Investment Advisers Act of 1940)에 따른 새로운 규칙을 제안¹⁰⁾하였으며, 여기에는 등록 사모펀드 자문업자(registered private fund adviser)가 특정 자문업자 주도의 세컨더리 거래 시 이행해야 할 의무사항을 포함

- SEC는 최근 급증하는 GP 주도형 세컨더리 거래의 경우 동일한 GP가 매수자와 매도자 양쪽에서 기능하므로 사모펀드 자문업자가 거래 종결을 조건으로 하는 추가적 관리보수 또는 이월된 이자수익과 같은 경제적 이익을 얻을 수 있는 기회가 발생하기 때문에 이러한 이익이 거래에 미칠 수 있는 잠재적 영향을 완화하는데 중점을 둔 규칙 제정이라고 언급

— GP 주도형 세컨더리 거래에 적용되는 주요 규칙은 크게 2가지로, 거래 전 공정성 확보 의무와 거래 후 보고 의무가 있음

- 사모펀드 자문업자가 제시하는 펀드 가격이 공정하다는 평가를 독립적 제3자인 의견 제공자로부터 서면의 형태로 받아야 함
- 사모펀드 자문업자 또는 그 관계자가 지난 2년간 의견 제공자와 맺은 중요한 비즈니스 관계에 대한 정보를 거래 전에 공시해야 함
- Form PF의 수정을 통해 자문업자는 반드시 GP 주도형 거래가 완료된 후 영업일 기준 1일 이내에 완료 날짜와 거래에 대한 설명이 포함된 보고서를 제출해야 함

— 이는 GP가 LP와의 이해상충을 포함한 모든 중요 정보를 완전하고 공정하게 공개하도록 하여 거래 구조상 발생할 수 있는 잠재적 이해상충 문제를 사전에 점검하고, 독립적 제3자의 거래 가격 검토를 통해 불공정한 가치평가에 따른 투자자 피해를 낮춤으로써 거래 절차의 투명성과 공정성을 강화하기 위한 목적

□ 국내의 경우 글로벌 시장과는 대조적으로 컨티뉴에이션 펀드의 활용이 그간 전무하였으나, 2022년 7월 최초의 펀드가 결성되며 향후 국내 PEF 시장에서 컨티뉴에이션 펀드를 활용한 회수 전략이 점차 증가할 것으로 기대

10) SEC, 2022, Private fund advisers: Documentation of registered investment adviser compliance reviews, Release Nos. IA-5955.

- 2022년 7월 국내 최초로 PEF 운용사인 한앤컴퍼니가 콜리캐피탈 컨소시엄 및 골드만삭스 등 해외 LP와 국내 연기금 등이 국내 LP로 참여하여 쌍용 C&E에 투자하는 컨티뉴에이션 펀드를 약 15억달러 규모로 결성 완료
 - 한앤컴퍼니는 포트폴리오의 추가적 수익 창출이 가능할 것으로 판단하고, 투자 기업과의 장기적 파트너십을 유지하면서 기업가치를 높이기 위한 목적으로 컨티뉴에이션 펀드를 결성했다고 언급
- 곧이어 9월에도 국내 대형 PEF 운용사인 IMM 인베스트먼트는 피투자기업의 성장잠재력이 높다고 판단하고 5년 만기의 컨티뉴에이션 펀드를 결성하여 기업의 경영권을 유지하면서 중장기 성장 지원 계획을 수립할 것이라고 발표
- 국내 세컨더리 거래는 구주의 인수 또는 LP 지분의 인수를 주요 목적으로 이루어져 온 만큼 최초로 이루어진 컨티뉴에이션 펀드 결성은 국내 PEF 시장에서 의미 있는 시도라고 보임
- 아직까지는 펀드 공정가치 책정의 어려움 등으로 일부 우려가 제기되고 있으나, PEF 시장에서 우량 자산에 대한 장기투자 수요가 증가하고 있는 만큼 컨티뉴에이션 펀드 활용을 통해 기업의 성장을 지원하는 방향으로 발전할 수 있도록 관련 기반 마련이 뒷받침돼야 할 것으로 판단

선임연구원 안유미

ZOOM
-IN글로벌 지속가능연계채권(SLB) 시장 현황
및 국내 시사점

- 지속가능연계채권(SLB)은 발행기관이 사전에 정의한 지속가능목표의 달성 여부에 따라 재무 및 구조적 특성이 달라지는 채권으로 ESG 관련 프로젝트가 아닌 ESG 목표를 기반으로 한다는 점에서 다른 ESG채권과는 차이가 있음
- SLB의 자금사용 유연성 및 사후목표 중심의 핵심적인 특징으로 그리니엄과 그린워싱이 방지될 수 있고 지속가능성 이슈에 대한 탄력적인 대처가 가능하며, ESG채권 발행이 어려운 소규모 자본 기업에서도 활용이 가능
- SLB는 2019년 처음 발행된 이후 2020년 국제자본시장협회(ICMA)의 SLB에 관한 자발적인 프로세스 지침 마련에 힘입어 발행이 급격히 증가하며 시장이 확대
- 국내의 경우 ESG채권 시장규모가 지속적으로 확대되고 있지만 SLB는 아직 발행되지 않고 있는 가운데 현재 도입을 검토 중

- 지속가능연계채권(Sustainability-linked bond; 이하 SLB)은 사전에 정의한 지속가능목표의 달성 여부에 따라 재무 및 구조적 특성이 달라지는 채권¹⁾으로 ESG 관련 프로젝트가 아닌 ESG 목표를 기반으로 한다는 점에서 다른 ESG채권과는 차이가 있음
 - SLB는 발행기업의 ESG 핵심성과지표(KPI)에 기반한 지속가능성과목표치(SPT)를 설정하여 달성 여부에 따라 금리가 변동되는 구조
 - 온실가스 배출 감축량, 재생 에너지 사용비율 증가 정도 등과 같은 미리 설정한 지속가능성과 목표치를 달성하면 보상(금리 유지)을 받고 달성하지 못할 경우 페널티(금리 상향)를 부과하는 방식
 - SLB는 발행 당시 ESG 관련 적격 프로젝트가 없어도 발행이 가능하며 자금사용 용도에 제약이 없다는 점에서 ESG 관련 프로젝트를 기반으로 발행되는 녹색채권, 사회적채권, 지속가능채권 등의 다른 ESG채권과는 차별화
 - ESG채권 발행 시에는 ESG 관련 프로젝트에 들어가는 자금의 목적을 명확히 하기 위해 자금 사용처를 검토하는 사전 인증 과정을 거침
 - 반면, SLB는 자금 사용처에 대해 엄격하게 제한하지 않으며 달성 가능한 ESG 관련 목표를 설정하면 발행이 가능

1) ICMA, 2020, *The Sustainability-Linked Bond Principles*.

〈표〉 SLB와 다른 ESG채권 비교

	SLB	ESG 관련 채권
발행	ESG 관련 적격 프로젝트가 없어도 발행 가능	ESG 관련 적격 프로젝트가 있는 경우 발행
자금사용처	제약 없음	ESG 관련 특정 사업부문으로 한정
구조변화	지속가능목표 달성 여부에 따라 변화 가능	변화 없음
핵심요소	<ul style="list-style-type: none"> • 핵심 성과지표(KPI) 선정 • 지속가능성 성과목표(SPT) 설정 • 채권의 특성 • 보고 • 사후검증(Verification) 	<ul style="list-style-type: none"> • 자금의 사용처 • 프로젝트의 평가와 선정 절차 • 자금관리 • 보고

자료: ICMA 참조

□ SLB의 자금사용 유연성 및 사후목표 중심의 핵심적인 특징으로 그리니엄과 그린워싱이 방지될 수 있고 지속가능성 이슈에 대한 탄력적인 대처가 가능하며, ESG채권 발행이 어려운 소규모 자본 기업에서도 활용이 가능

- SLB는 ESG 관련 목표를 달성하지 못한 경우 발행기업에게는 페널티를 부과하고, 투자자에게는 인센티브를 제공하는 사후적 목표 중심의 채권으로 투자자에게는 높은 비용으로 발행자에게는 낮은 비용으로 발행되는 그리니엄(Greenium)을 방지할 수 있음
 - 발행기업이 일반채권에 비해 상대적으로 낮은 차입비용으로 자금을 조달하는 그리니엄이 발생하는 이유는 ESG채권에 대한 선호가 확대되면서 공급과 수요의 불균형이 나타나고, 다른 채권에 비해 위험이 낮을 것이라는 후광 효과(halo effect)에 기인²⁾
 - 따라서 지속가능목표 달성 여부에 따라 금리가 변동되는 SLB는 성과가 금리에 즉각적으로 반영되므로 투자자에게는 높은 금리로, 발행기업에게는 낮은 금리로 발행되는 그리니엄을 방지할 수 있음
- 또한 SLB는 실제 목표 달성 여부를 평가하기 때문에 기업이 투자자에게 실제보다 환경개선을 많이 한다고 믿게 하는 그린워싱을 방지할 수 있음
 - 그린워싱은 ESG 프로젝트에 자금이 실제로 투입되지 않았거나 부적합 또는 모호한 프로젝트가 적격으로 판단되는 경우, ESG 프로젝트에 자금이 투입되었지만 ESG 수준이 낮은 경우 등이 있음
 - ESG채권은 발행전 엄격한 심사가 실시되지만 발행후에는 자금 사용에 대한 모니터링이 제대로 이루어지지 못하고 있다는 문제가 있는데, SLB는 발행시점에 지속가능성목표치가 명확한 수치로 제시되어야 하고 사후결과도 보고되므로 목표를 수행하지 못하면 불이익이 발생하기 때문에 기업의 그린워싱 행위가 줄어들 것으로 예상

2) Cardo, 2022. 5. 27, The Greenium: challenges ahead for the EU green bonds sector.

- 이에 더해 SLB는 기후와 직접적인 관련이 없는 지속가능성이나 사회적 이슈에 대처하는데 활용될 수 있고³⁾, ESG채권을 발행할 만큼 환경 관련 자금수요가 크지 않은 기업이나 소규모 자본 기업에서도 활용
 - ESG채권의 발행 대상 프로젝트는 국제적으로 통용되는 신재생 에너지, 친환경 시설, 서민을 위한 주택 및 금융지원 등으로 정해져 있어 적합한 프로젝트를 찾지 못하면 발행이 어렵지만 SLB는 반드시 해당 프로젝트에 지출되지 않아도 특정한 지속가능성 목표를 담보로 자금조달이 가능
 - 다른 ESG채권에 비해 유연성이 높아 석유 및 가스 등 탄소 집약적인 부문 기업, 즉, 녹색 자산에 대한 자본투자요건이 제한된 발행기업의 활용이 가능⁴⁾
 - 또한 ESG채권 발행에 적합한 프로젝트를 식별하는데 어려움을 겪는 소규모 자본기업에서도 유용하게 활용될 수 있음

□ SLB는 2019년 처음 발행된 이후 2020년 국제자본시장협회(ICMA)의 SLB원칙 마련에 힘입어 발행이 급격히 증가하며 시장이 확대

- 국제자본시장협회(ICMA)는 SLB에 관한 자발적인 프로세스 지침을 마련했고, 최근에는 SLB원칙을 업데이트하며 추가적인 지침을 발표
 - ICMA는 2020년 6월 SLB원칙(Sustainability-Linked Bond Principles: SLBP)을 발표하며 핵심성과지표(KPI) 선정, 지속가능성과목표(SPT) 설정, 채권의 특성(Bond Characteristics) 명시, 사후보고(Reporting), 검증(Verification)의 5가지 핵심요소를 제시
- Bloomberg에 따르면 전세계 SLB 발행 규모는 2020년 164억달러에서 2021년 1,602억달러로 10배 가량 증가했고 전체 ESG채권 대비 비중도 확대되고 있는 추세
 - 2022년 9월 현재까지도 SLB 발행금액이 이미 1,000억달러를 넘어섰고, 2022년말에는 2,000억달러를 넘어설 것으로 예상⁵⁾
 - 전체 ESG채권 대비 비중은 17.5%로 2020년 2.9% 이후 급격하게 증가하며 다른 ESG채권 비중과의 차이는 점차 축소될 것으로 예상
- ESG채권은 발행 비중이 일부 산업에 집중되어 나타나는 반면, SLB는 유틸리티, 산업, 소비재, 농식품 등 다양한 업종에서 발행⁶⁾
 - 그린본드(green bond)의 경우 유틸리티 업종에서 50% 이상 발행

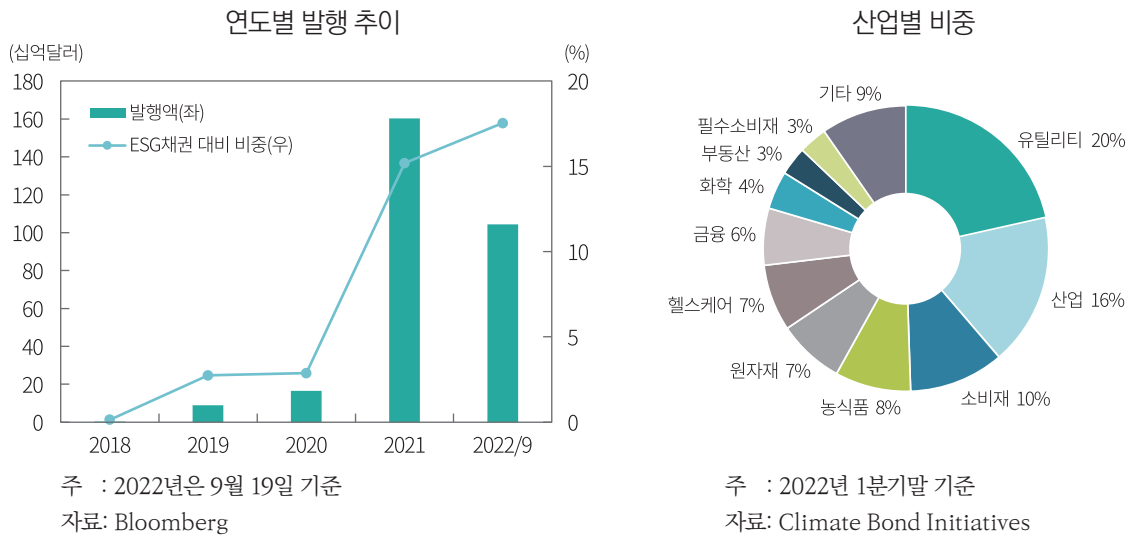
3) NNIP, 2021. 5. 6, Sustainability-linked bonds: a viable alternative for green bonds?

4) Barclays, 2022. 4. 26, Sustainability-linked bonds: flexibility drives growth.

5) Bloomberg, 2022. 4. 20, McDonald's biggest franchisee plans to debut ESG-linked bonds.

6) S&P Global, 2021. 6. 23, Sustainability-linked bonds in 'rapid growth' as more firms tap ESG debt market.

〈그림 1〉 글로벌 SLB 발행 현황



— SLB 발행규모는 탄소감축을 주도하고 있는 유럽지역에서 크게 나타나 전체 SLB 발행규모의 59%를 차지하고 있으며, 21%는 아시아 지역에서 발행

- ECB는 2021년부터 SLB가 다른 모든 자격 기준을 충족하는 경우 유로시스템에서 SLB를 담보물로 인정한다고 발표함에 따라⁷⁾ SLB 발행 증가에 기여
- 중국에서도 2022년 9월 현재까지 146.7억달러 규모의 SLB가 발행되었고 일본도 2020년 첫 발행 이후 200억엔에서 2022년 8월까지 2,750억엔의 발행규모를 기록하며 급격한 증가 추세를 나타냄⁸⁾

— 최근에는 SLB원칙에 콜옵션이 가능한 SLB에 대한 KPI 및 지속가능성과지표 점검 일정 등에 관한 추가 지침을 발표⁹⁾

- 2022년 6월 SLB원칙을 업데이트하여 SLB를 만기 이전 조기상환할 경우 최소 한 개 이상의 사전 설정목표에 대한 성과 평가에 관한 내용을 포함

□ 국내의 경우 ESG채권 시장규모가 지속적으로 확대되고 있지만 SLB는 아직 발행되지 않고 있는 가운데 현재 도입을 검토 중

— 국내에서도 ESG채권 상장이 지속적으로 증가하고 있으며 2018년 5개에서 2021년에는 1,149개, 2022년 9월 현재 1,517개를 기록하였고 상장잔액도 193.8조원에 달함

- 채권유형별로는 사회적채권이 81%로 공기업 등이 발행하는 특수채에 ESG 인증 의무로 인해 가장 큰 발행비중을 차지¹⁰⁾

7) ECB, 2020. 9. 22, ECB to accept sustainability-linked bonds as collateral.

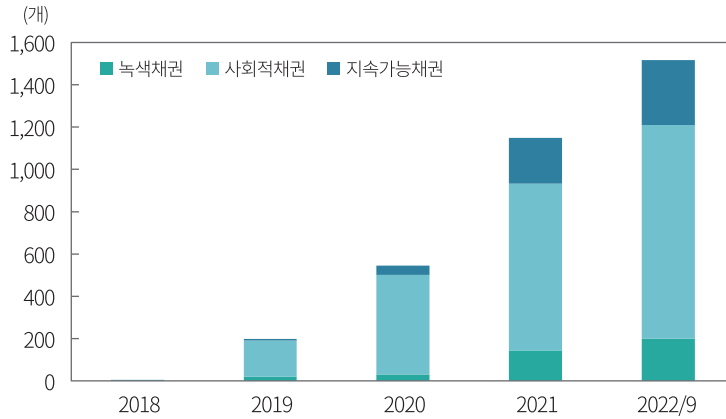
8) Bloomberg, Statista

9) ICMA, 2022. 6. 28, The Principles announce key publications and resources in support of market transparency and development.

10) 김필규, 2021, 『ESG채권의 특성 분석과 활성화 방안』, 자본시장연구원 자본시장포커스 2021-11호.

- 국내 ESG 채권 발행 비중은 전 세계에서 5.2%로 국제기구와 유럽국가 및 미국, 중국에 이어 7번째로 높은 편

〈그림 2〉 국내 ESG 채권 상장현황



주 : 2022년은 9월 19일 기준

자료: 한국거래소

- 이처럼 국내에서도 ESG의 중요성이 확대되며 ESG채권 시장 규모가 확대되고 있지만, SLB 발행은 아직 되고 있지 않아 도입 노력이 진행중
 - 2021년 ESG 경영-투자의 선순환 확산의 일환으로 금융 과제로 제시되며 SLB의 도입 노력이 시작¹¹⁾
 - 한국신용평가는 2021년 8월 SLB의 평가방법론을 발표하였고, 한국기업평가와 NICE신용평가도 평가체계를 마련하며 사전 목표설정과 사후 성과관리에 초점을 둔 SLB의 성격에 적합하게 기존의 ESG채권에 비해 등급체계를 단순화
 - 한국거래소는 최근 SLB 도입을 위한 세미나에서 SLB의 도입 및 발행 활성화를 위해 다양한 정보 제공 및 신규상장 수수료와 부과금을 면제하는 등의 노력을 하겠다고 밝힘¹²⁾
- 전 세계의 SLB 발행 확대와 함께 국내에서도 도입이 고려되고 있는 상황에서 SLB의 올바른 활용을 위해서는 발행기업의 지속가능목표에 대한 투자자의 신뢰성 확보가 중요하며 SLB의 자금조달이 자유로운 한편 적절한 사용이 이루어지지 않을 위험도 고려해야 함
 - 발행시점에 설정하는 지속가능목표는 달성하지 못할 경우 기업의 평판에 악영향을 미칠 수 있으므로 신중하게 설정되어야 하며 목표기준에 대한 투자자의 이해도를 높이는 노력도 병행되어야 할 필요¹³⁾

11) 관계부처합동, 2021. 8. 26, 친환경·포용·공정경제로의 대전환을 위한 ESG 인프라 확충 방안, 보도자료.

12) 한국거래소, 2022. 8. 19, 지속가능연계채권(SLB) 도입을 위한 세미나.

13) Institute for Energy Economics and Financial Analysis, 2022. 8. 18, Issuers of sustainability-linked bonds could step up efforts to enhance investor confidence; Eisenegger, M., 2022. 3. 1, Sustainability-linked bonds: a growing market that will soon be too big to ignore.

- SLB는 환경 관련 프로젝트가 준비되어 있지 않거나 여력이 안되는 기업도 발행할 수 있어 자금조달이 용이하다는 장점이 있지만 이면에는 궁극적으로 ESG와 관련 없는 프로젝트에 사용될 수 있다는 위험이 존재

선임연구원 홍지연