

OPINION

선임연구위원
김재철

고령가구 소득구조와 자산보유 : 문제점과 과제*

최근 십여년간 우리나라 고령가구의 소득은 평균적으로 상승했다. 그러나 이들은 고연령대로 접어들어도 근로시장에 머물러 있는 등 소득구조의 안정화를 이루지 못한 것으로 보인다. 이는 다른 여러나라에서도 발견되는 바와 같이 평생동안의 저축이 거주용 주택자산으로 집중된 결과, 안정적이고 연속적인 현금흐름을 만들 수 있는 금융자산이 부족하기 때문이다. 고령자들은 경제적, 심리적 동기로 인해 보유주택 지분을 줄이는 것을 기피하며, 주택지분의 활용 방법에 대해서도 개인별 성향의 차이가 큰 것으로 알려진다. 따라서 주택연금제도 이외에 고령자 보유주택 지분의 현금화를 촉진할 수 있는 다양한 제도 도입을 검토하고, 기도입 제도의 편익에 대해서도 적극적인 홍보가 절실하다.

우리나라 고령인구의 비중은 최근 십여년간 빠르게 늘어나고 있다. 전체 가구 중 가구주 연령이 65세 이상인 가구의 비중은 지난 2007년 15.6%에서 2022년에는 24.1%로 증가했다. 이 비중은 30년 후인 2052년에는 50.6%에 이를 전망이다.¹⁾ 국민연금제도의 모수적 개편과 함께 공·사적 연금체계 전반의 구조적 개편 필요성이 제기되는 것은 연금체계 전반의 재정문제 축소와 고령세대의 안정적인 소득구조 구축이 동시에 요구되기 때문이다. 특히 고령가구 비중이 상승할수록 노후소득에 대한 사적영역의 역할 증대는 불가피하다. 이 글에서는 우리나라 고령가구의 소득구조를 조망해 보고, 가구보유 자산의 핵심인 부동산, 특히 거주용 주택의 역할을 논의한다.

고령가구 소득구조와 자산보유의 특징 및 문제점

가구 패널 데이터를 통해 최근 십여년간 고령가구의 소득구조와 자산보유에 어떤 변화와 특징이 발견되는지 알아보자.²⁾ <그림 1>은 연령 그룹별 경상소득과 총지출을 연도별로 정리한 것이다. 이에 따르면, 실질가치로 평가한 우리나라 가구의 평균 경상소득은 2007년 이후 꾸준히 상승했다. 특히 60-64세 연령 그룹을 포함한 고령가구에서 과거 대비 소득 증가 폭이 크다. 이는 최근의 정년연장 움직임과 국민연금 평균 가입기간 증가에도 영향을 받았을 것으로 보인다. 반면, 총지출은 과거 대비

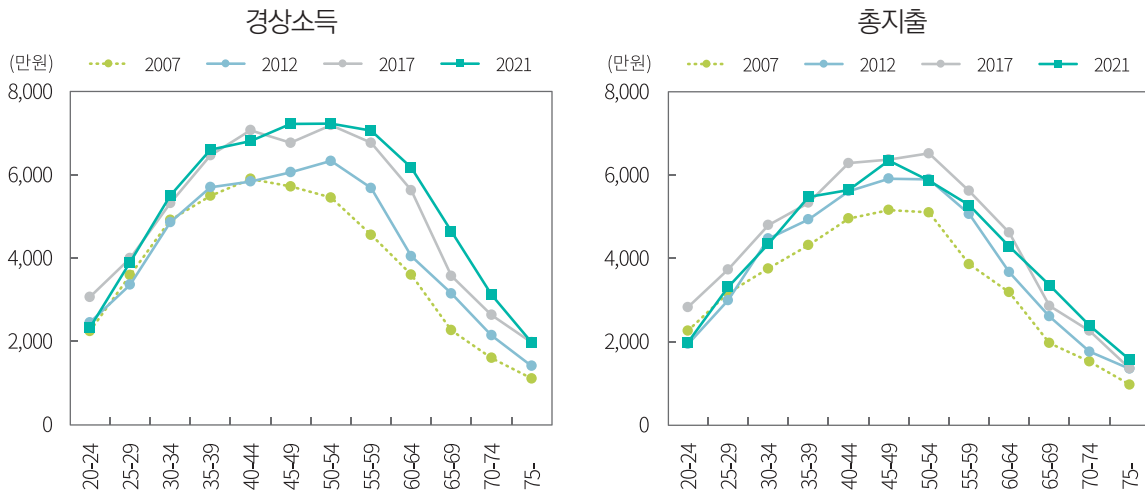
* 본고의 견해와 주장은 필자 개인의 것이며, 자본시장연구원의 공식적인 견해가 아님을 밝힙니다.

1) 통계청 KOSIS 장래가구추계 (2022년 전국 기준) 참고

2) 이 글에서는 한국조세재정연구원의 '재정패널' 데이터를 분석자료로 활용한다. 분석에 활용된 패널은 1차에서 15차까지 총 15년이며, 통계의 측정 기준시점은 2007~2021년(조사시점은 2008~2022년)이다.

증가 폭이 경상소득에 비해 크지 않은 것으로 나타난다. 총지출은 45-49세 연령에서 정점을 형성한 후 빠르게 줄어든다. 높은 연령 그룹에서 총지출이 떨어지는 속도는 소득과 거의 차이가 없어서, 소위 ‘생애주기 소비 평탄화’가 잘 관측되지 않는다.³⁾

〈그림 1〉연령 그룹별 소득 및 지출



주 : 2021년 기준 실질 금액, 연령 그룹내 가구 단순평균
 자료: 재정패널 2008~2022년(조사 기준) 각 연도, 저자 계산

우리나라 고령가구의 지출은 적정 수준에 이르지 못하고 있는 것으로 평가되는데(김민기 외, 2025),⁴⁾ 이는 다음과 같은 원인이 영향을 미쳤을 것으로 추정된다. 먼저, 과거보다 길어진 기대수명으로 인해 대부분의 퇴직자들이 미래의 삶을 불확실하게 인식하고 있을 가능성이 크다. 그 결과, 주직업에서 퇴직한 고령가구는 새로운 소득원을 확보하더라도 최대한 지출을 줄여 노후에 필요한 생활비, 의료비 등을 마련해 두어야 한다는 압박을 받고 있을 것이다.

소득구조가 안정적이고 연속적일수록 고령가구의 미래에 대한 사전적 대비 필요성은 줄어든다. 〈표 1〉에 따르면, 과거 70세 이상 고령가구 소득의 대부분을 차지했던 공·사적 이전소득이 차지하는 비중은 크게 줄어들고, 연금보험소득의 비중이 늘어나는 등 고령가구의 소득구조가 조금씩 안정화되고 있다. 그러나 몇 가지 측면에서 볼 때 우리나라 고령가구의 소득구조가 안정적이고 연속적인 구조라고 보기는 어렵다. 첫째, 고령가구의 연금보험소득 비중이 과거보다 높아졌지만, 그 비중은 여전히 낮다. 2021년 기준 공·사적 연금보험소득이 경상소득에서 차지하는 비중은 65-69세 연령대에서

3) 개인의 생애주기 소비 평탄화 여부를 정확하게 추정하기 위해서는 각 개인의 실제 생애주기 전체 소비를 측정해야 한다. 이를 위해서는 정교한 실증분석이 요구된다. 따라서 이 글에서와 같이 동일시점에 측정된 다른 연령대간 통계 비교를 통해서도 정확하게 파악하기 어렵다는 점을 밝힌다.

4) 김민기·정희철·김재철, 2025, 『고령화와 가계 자산 및 소비 (II) : 고령가구의 소비와 자산 적정성』, 자본시장연구원 연구보고서 25-03.

평균 20.6%, 70-74세 연령대에서 22.7%, 75세 이상 연령대에서 17.7%에 불과하다.

둘째, 고령가구 연금보험소득의 대부분은 국민연금소득으로 추정되며, 퇴직연금과 개인연금 등 사적연금보험소득은 그 비중이 크지 않을 것으로 추정된다. <표 1>에 따르면, 연금보험소득을 보유한 고령가구의 비율이 과거 대비 크게 올라갔다. 예를 들어 2021년 기준 70-74세와 75세 이상 연령 그룹 중에서 연금보험소득이 있는 가구는 각각 70.9%와 48.9%로 과거보다 크게 늘어났다. 그러나 연금보험소득 보유 고령가구는 대부분 국민연금소득 보유 가구인 것으로 추정된다. 기업들이 퇴직연금제도를 본격적으로 도입하기 시작한 시점이 2010년 이후임을 고려해 볼 때, 70세 이상 고령가구의 대부분은 퇴직시 퇴직일시금을 수령했을 가능성이 크다. 고령가구 중 개인연금보험을 보유하고 있는 가구의 비율 역시 매우 낮다. 그 비율은 2021년 기준 2.4%(70-74세), 0.6%(75세 이상)에 불과하다. 따라서 고령가구는 사적 연금보험소득이 매우 미미할 것으로 추정된다.

셋째, 이자 및 배당소득, 임대소득 등으로 구성되는 재산소득이 차지하는 비중이 매우 낮다. 재산소득이 고령가구 경상소득에서 차지하는 비중은 시계열적으로 떨어지는 추세이며, 2021년 기준으로 5% 내외에 그친다. 이는 후술할 자산구성, 특히 금융자산 구성 비율이 낮은 현상과 맞닿아 있다.

넷째, 고령가구 소득에서 차지하는 근로소득의 비중이 과거에 비해 크게 높아졌다. 대부분 영세 자영업을 통해 창출했을 것으로 추정되는 사업소득과 합산하면 경상소득 대비 비중이 20.2%(75세 이상)~53.3%(65-69세)에 이른다. 고령 근로자의 근로소득은 저임금, 불안정한 일자리로부터 창출되었을 가능성이 크고, 따라서 안정적인 소득원으로 보기 어렵다. 우리나라 고령가구의 높은 근로소득 비중은 다른나라와 비교해도 두드러진다. OECD(2024)에 따르면 2020년 기준 우리나라 65세 이상 고령자 총소득 중 자영업 소득과 근로소득이 차지하는 비중은 약 48%로 비교 대상국 중 멕시코, 칠레와 함께 가장 높다.⁵⁾

5) OECD(2024), p.197, Figure 7.1 참조(OECD, 2024, *Pensions at a Glance 2023 : OECD and G20 Indicators*)

〈표 1〉 고령가구 경상소득 대비 소득 종류별 비율

(단위: %)

	이전소득				연금보험소득			
	60-64	65-69	70-74	75-	60-64	65-69	70-74	75-
2007	19.7	34.1	43.4	70.8	9.9	12.3	10.0	5.7
2012	16.9	32.3	47.6	67.1	15.1	16.2	15.1	9.3
2017	9.8	20.7	36.6	60.4	15.5	20.2	19.0	15.1
2021	9.6	21.8	35.3	56.9	11.9	20.6	22.7	17.7
	재산소득				근로소득			
	60-64	65-69	70-74	75-	60-64	65-69	70-74	75-
2007	6.3	7.6	11.2	6.4	40.6	22.4	18.0	7.5
2012	4.6	6.9	7.6	7.6	40.7	30.1	16.8	8.3
2017	4.9	5.5	8.1	5.8	44.5	33.5	21.1	9.5
2021	3.0	4.2	5.1	5.2	50.7	33.8	22.7	12.3
	사업소득				연금보험소득 보유자 비율			
	60-64	65-69	70-74	75-	60-64	65-69	70-74	75-
2007	23.7	23.7	17.5	9.7	41.6	34.2	24.5	10.8
2012	23.3	19.3	16.9	9.7	57.3	59.0	45.7	20.8
2017	25.1	20.0	15.1	9.3	57.7	74.3	67.6	38.5
2021	24.6	19.5	13.9	7.9	45.2	71.9	70.9	48.9

주 : 연령 그룹내 가구 단순평균

자료: 재정패널 2008~2022년(조사 기준) 각 연도, 저자 계산

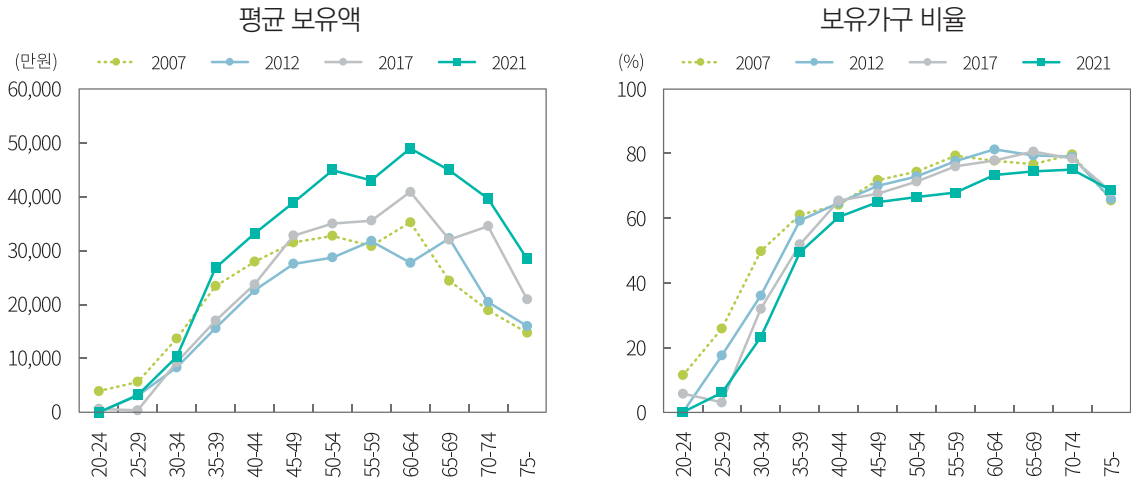
고령가구 소득의 안정성과 연속성이 부족한 문제는 자산구성의 부동산 쏠림과 연결되어 있다. 〈그림 2〉는 연령 그룹별 부동산 평균 보유액과 보유 가구 비율을 보여준다.⁶⁾ 가구 평균 부동산 보유액과 보유가구 비율 모두 75세가 넘어야 소폭 하락하는 것으로 나타난다. 70-74세 연령 그룹의 부동산 평균 보유액은 55-59세 연령 그룹과 큰 차이가 없다. 부동산 보유가구 비율은 70-74세 연령그룹에서 75%로 가장 높은 수준을 보이며, 75세가 넘어도 68.6% 수준에 이른다.

〈표 2〉는 연령 그룹별 자산구성 비율을 보여준다. 가구 총자산에서 차지하는 부동산의 비중은 연령대의 증가와 함께 지속적으로 올라간다. 부동산 구성 비율은 70-74세 연령 그룹에서 69.1%로 정점을 이룬다. 데이터에 나타난 특성을 통해 볼 때 우리나라 가구는 젊은 연령대에서 금융자산을 축적하고, 전세 또는 월세를 이용해 주거를 해결한다. 나이가 들면서 축적된 금융자산과 전월세보증금 자산을 처분해 주택을 구입한다. 그 결과, 고연령대가 되면, 금융자산이 총자산에서 차지하는 비중은 16~18% 내외에 그치며, 대부분의 자산이 거주 관련 자산에 묶여있다. 이러한 구성은 초 고연령대에도 거의

6) 여기에서 부동산은 대부분 거주용 주택으로 구성된다.

변화 없이 유지된다.⁷⁾ 결국, 상당수의 고령가구는 미미한 금융자산 보유로 인해 노동시장에 머물러 있을 수밖에 없다.

〈그림 2〉 연령 그룹별 부동산 보유 변화



주 : 부동산 보유액은 2021년 기준 실질 금액이며 가구 단순평균. 우측 그래프는 연령 그룹별로 부동산을 보유한 가구의 비율

자료: 재정패널 2008~2022년(조사 기준) 각 연도, 저자 계산

〈표 2〉 연령 그룹별 주요 자산구성 비율 : 전기간 평균

(단위: %)

연령 그룹	금융자산	부동산	전월세보증금
20-24	40.0	3.2	54.3
25-29	37.0	12.3	47.5
30-34	23.0	31.0	42.8
35-39	18.3	46.1	32.6
40-44	16.7	53.5	27.1
45-49	16.1	56.9	24.4
50-54	16.6	60.0	21.1
55-59	16.3	64.1	17.2
60-64	16.2	66.8	14.8
65-69	16.3	68.8	13.0
70-74	16.8	69.1	12.9
75-	18.8	63.4	16.9

주 : 자산구성 비율은 개별가구 비율의 연령 그룹내 단순평균. 2007~2021년 평균

자료: 재정패널 2008~2022년(조사 기준) 각 연도, 저자 계산

7) 금융자산 중에서도 현금흐름을 만들어주는 개인연금의 구성 비율이 매우 낮으며(70-74세 0.9%, 75세 이상 0.2%), 수익률이 낮고 현금흐름 창출이 어려운 예금의 구성 비율이 대부분이다(70-74세 96.3%, 75세 이상 98.7%).

고령가구 자산에서 차지하는 거주용 부동산의 의미

거주용 부동산이 가구 자산, 특히 고령가구의 자산 중에서 대부분을 차지한다는 사실은 우리나라에만 국한된 것은 아니다. 대부분 국가에서 이러한 현상이 발견된다. Marcinkiewicz(2023)에 따르면 65세 이상 고령가구 중 거주주택을 보유하고 있는 가구의 비율이 분석대상 국가 평균 77%에 이른다.⁸⁾ 이는 65세 미만 비고령가구의 보유 비율인 64%를 크게 웃도는 수준이다. 유럽, 호주, 미국 등에서도 고령가구의 부동산 보유 선호 현상이 명확하게 확인된다. 높은 주택보유 비율은 모든 소득분위에서 고르게 나타난다(OECD, 2013).⁹⁾ 가구 총자산에서 차지하는 거주주택 자산의 비중도 미국을 제외한 대부분 국가에서 60~80%대에 이르며, 고령가구일수록 그 비율이 더 높다(Lu et al., 2020).¹⁰⁾

〈표 3〉 거주주택 보유 가구 비율 국가별 비교

(단위: %)

국가	고령가구		비고령가구	
	소득 중간 분위	전체	소득 중간 분위	전체
오스트리아	51	47	46	46
호주	91	84	61	62
독일	59	54	39	41
에스토니아	88	79	76	74
스페인	86	84	75	73
핀란드	89	77	65	62
그리스	87	85	63	66
이탈리아	81	78	57	63
룩셈부르크	88	86	67	64
노르웨이	86	78	70	63
슬로베니아	91	88	67	72
슬로바키아	91	89	90	89
영국	81	76	65	62
미국	83	81	60	58
전체	81	77	65	64

주 : 고령가구의 정의는 가구주 연령이 65세 이상인 가구. 2016년 기준

자료: Marcinkiewicz(2023), p.5, <Table1> 재인용

8) Marcinkiewicz, E., 2023, Elderly vs Working-Age generation: Homeownership and housing asset inequality in a cross-country perspective, LWS Working Paper Series No. 41, Cross-National Data Center in Luxembourg.

9) OECD, 2013, The role of housing, financial wealth and public services for adequate living standards in old age, *Pensions at Glance 2013: OECD and G20 Indicators*.

10) Lu, X., Guo, J., Gan, L., 2020, International comparison of household asset allocation: Micro-evidence from cross-country comparisons, *Emerging Markets Review* 43, 100691.

즉, 대부분의 국가에서 거주용 주택은 개인들이 일생동안 저축해 축적한 자산의 결과물이다. 생애 주기가설에 따르면 개인들은 퇴직 후 소비를 퇴직전까지 저축한 자산으로 충당한다. 퇴직전까지 축적한 자산의 대부분이 주택이면 그 보유주택 지분을 다양한 방식으로 줄여가면서 소비에 활용할 것이다.¹¹⁾ 보유주택 지분을 매각해 현금을 창출하는 방법은 다양하다. 역모기지 가입, 보유주택 지분 전체 혹은 부분 매각 후 해당 주택 임차(매각임차(sale and lease-back, home reversion)), 보유주택 지분 전체 매각 후 더 저렴한 타지역 주택지분 매입, 보유주택 지분 전체 매각 후 타지역 주택 임차, 보유주택 부분 임대, 주택을 담보로 한 대출 등이 대표적이다.¹²⁾ 연구에 따르면 고령가구는 보유주택 지분을 활용함으로써 생활수준을 유지하고 빈곤을 방지할 수 있으며, 공공연금의 소득대체 부족을 보완할 수 있다(Rouwendal, 2009; Doling & Elsinga, 2013; Marcinkiewicz, 2022).¹³⁾

상당수 국가에서 거주용 주택의 유동성이 높고 역모기지 등 현금흐름을 확보할 수 있는 제도적 틀이 구축되어 있음에도 불구하고, 초 고연령대 개인들조차 주택을 현금흐름 확보의 수단으로 활용하는 것을 주저한다(Venti & Wise, 2001; Elsinga, 2011; Haffner, 2008; Jones et al., 2012).¹⁴⁾ 즉, 고령자들은 보유주택의 지분을 어떤 식으로든 줄이려고 하지 않는다. 이에 대해 상술한 문헌들은 몇 가지 동기를 제시한다. 첫째, 고령자들에게 있어서 주택보유는 경제적 합리성을 충족한다. 기회비용을 고려하더라도 주택보유는 거주비용 측면에서 임차보다 유리하며, 충분한 투자가치를 창출한다. 이는 전 세계 각국의 금리가 낮은 수준을 유지하던 2019년까지 거의 대부분의 국가에 적용되는 설명이다. 둘째, 주택보유는 주거라는 가장 기본적이고 중요한 안전망을 제공함과 동시에, 미래의 불확실성에 대비할 수 있는 가장 안전한 수단이다. 이 두 가지 동기로 인해 고령자들은 보유주택 지분을 전액 매각하고 현금성 금융자산을 보유하는 것을 선호하지 않는다. 즉, 주택의 온전한 보유는 현금흐름을 포기하더라도 가치가 있는 선택이라는 것이다. 셋째, 심리적인 측면에서도 고령자들은 보유주택의 지분을 줄이는

11) 여기에서 주택지분(housing equity)은 주택 소유권을 의미한다.

12) 역모기지, 주택담보대출 등의 현금화 수단은 주택지분 매각이 동반되지 않는다. 그러나 이 역시 부채 만기시점에 주택지분 매각(전체 또는 부분)을 통해 부채 원리금이 상환된다는 의미에서 주택지분 축소(housing equity releasing) 수단에 포괄된다. 매각임차시장에서 주택지분 매입자는 주택가격 상승분을 지분율만큼 확보할 수 있지만, 주택가격 하락분 역시 지분율만큼 부담한다. 매각임차시장에서 주택지분을 매입하는 주체는 금융회사, 주택관련 공공금융기관 등이며, 따라서 일반적인 개인간 거래 구조와 차이가 있다.

13) Rouwendal, J., 2009, Housing wealth and household portfolios in an ageing society, *De Economist* 157(1), 1-48; Doling, J., Elsinga, M., 2013, *Demographic change and housing wealth: Home-owners, Pensions and Asset-based welfare in Europe*, Springer; Marcinkiewicz, E., Chybalski, F., 2022, Income-poor, asset-rich? The Role of home-ownership in shaping the welfare position of the elderly, LWS Working Paper Series No. 38, Cross-National Data Center in Luxembourg.

14) Venti, S., Wise, D., 2001, Aging and housing equity: Another look, NBER Working Paper 8608; Elsinga, M., 2011, A qualitative comparative approach to the role of housing equity in the life cycle, *International Journal of Housing Policy* 11(4), 357-374; Haffner, M., 2008, Savings for old age? Housing wealth of the Dutch elderly, *Housing, Theory and Society* 25(2), 110-131; Jones, A., Geilenkeuser, T., Helbrecht, I., Quilgars, D., 2012, Demographic change and retirement planning: Comparing households' views on the role of housing equity in Germany and UK, *International Journal of Housing Policy* 12(1), 27-45.

행위를 기피한다. 주택담보 대출은 보유주택 가격이 크게 하락할 경우 지분 전체를 잃을 수 있다는 우려로 고려대상이 아니다. 고연령대에 발생하는 새로운 대출 자체를 기피하는 심리적 동기도 제시된다. 역모기지지는 주택가격 하락 위험을 대출 제공 금융기관 또는 공공기관이 부담하지만, 상당수 고령자들은 복잡한 역모기지 구조를 잘 이해하지 못하기 때문에 이를 일반 대출과 동일한 구조로 여겨 기피한다. 고령에 진입한 개인들은 장기간 보유한 주택에 자신의 정체성을 투여하기도 한다. 고령자들은 가족의 오래된 추억 및 역사, 인생의 성공 스토리 등이 보유주택에 녹아있다고 생각하는 경향이 강하며, 지역공동체와의 관계 역시 중요하게 생각한다는 것이다.¹⁵⁾ 이러한 심리적인 요인들로 인해 고령자들은 보유주택 지분 축소에 소극적이며, 특히 삶의 터전을 옮기는 것에 대해 거부감이 심하다고 알려진다.¹⁶⁾

과제

우리나라 고령가구의 안정적인 소득구조 확보는 쉽지 않은 과제다. 65세 이상 고령가구는 이미 공·사적 연금을 수급받고 있는 연령대이기 때문에 연금소득을 추가로 늘리기 어렵다. 따라서 주택을 보유한 고령가구는 적절한 수준의 소비를 통해 삶의 질을 유지하기 위해 보유주택 지분의 활용이 불가피하다는 인식을 가져야 한다. 이러한 인식의 변화는 정부 정책을 통한 제도 구축만큼 중요하다.

기존 문헌에서는 보유주택 지분을 활용할 수 있는 다양한 방법이 제시된다. 정부는 고령가구 보유주택 지분의 활용을 촉진할 수 있는 다양한 옵션들을 검토해 제도화하고 이를 널리 알릴 필요가 있다. 정책 및 제도 설계에 있어서 고령가구의 보유주택 유지 경향이 강하다는 사실을 전제로 한 접근이 유효할 것으로 본다. 주택연금제도가 도입되고 점차 활성화되고 있지만, 더 많은 고령자들이 이를 이용할 수 있도록 제도의 편익을 적극적으로 홍보할 필요가 있다. 여기에 더해 고령가구가 보유주택 지분을 전체 또는 부분 매각한 후 해당 주택을 장기간 임차하는 매각임차시장의 활성화도 필요할 것으로 본다. 이외의 다양한 현금흐름 창출 방식이 촉진될 수 있는 정책적 아이디어가 필요하다. 주택 보유자의 경제적, 심리적 환경, 보유주택이 위치한 지역의 경제환경 및 부동산시장 환경 등 여러 변수에 따라 각 개인이 선호하는 방식은 매우 다양할 것으로 보이기 때문에 다양한 옵션의 제공은 매우 중요하다.

15) 주택에 대한 심리적인 선호를 'age in place'라고 하는데, 이를 결정하는 요인에 대해서는 Clark et al.(2023)을 참고할 수 있다 (Clark, W., Viforj, R., Phelps, C., 2023, Place attachment and aging in place: Preferences and disruptions, *Sage Journals* 46(3-4)).

16) 이외에 다운사이징을 통한 이동에 소요되는 비용 등 여러 설명이 있지만 나머지 다양한 설명은 생략한다.

OPINION

연구위원
황현영

스튜어드십 코드의 현황 및 실효성 제고를 위한 과제*

자본시장 선진화와 밸류업에 대한 관심이 높아지면서 스튜어드십 코드의 중요성이 강조되고 있다. 금융위원회는 2025년 업무계획에서 스튜어드십 코드 운영 개선을 통해 적극적 주주권리 행사를 지원하겠다고 발표한 바 있다. 이에 본 글에서는 2016년에 제정된 스튜어드십 코드의 운영 성과와 한계를 진단하고, 스튜어드십 코드의 실효성을 제고하기 위한 방안을 제안하였다.

우리나라의 경우 2016년에 제정된 스튜어드십 코드가 약 10년간 운영되면서, 참여기관이 지속적으로 증가하여 2025년 4월 현재 242개의 기관투자자, 자문사 등이 코드에 가입하였다. 또한 스튜어드십 코드 도입이 기관투자자의 적극적 의결권 행사에 영향을 미친 것으로 나타났고, 코드 도입 기관의 실적 및 상장기업의 주주환원에도 긍정적 변화가 있다는 실증 분석도 존재한다. 그러나 여전히 기관투자자들의 의결권 행사가 충실하지 않다는 문제와 수탁자 책임활동에 대한 공시가 미흡하다는 문제가 제기되고 있다. 우리나라 스튜어드십 코드의 실효성을 제고하기 위해서는 스튜어드십 코드 이행 점검 방안 마련, 기관투자자의 스튜어드십 코드 이행에 장애가 되는 제도 개선, 스튜어드십 코드에 대한 인식 제고가 필요하다.

자본시장 선진화와 밸류업에 대한 관심이 높아지면서 스튜어드십 코드¹⁾의 중요성이 강조되고 있다. 스튜어드십 코드는 타인의 자산을 맡아 운용하는 수탁자가 단순히 주식을 보유하는데 그칠 것이 아니라 고객 및 수익자의 이익을 위해 투자한 대상 회사의 중장기적 기업가치 향상에 기여하는 활동을 할 책임이 있다는 원칙이다. 스튜어드십 코드는 2010년 영국에서 처음 제정되었는데, 2008년 금융위기가 주주 특히 기관투자자들의 무관심에서 비롯되었다는 문제의식에서 출발하였다.²⁾ 이후 캐나다(2010), 스위스(2013), 일본(2014), 한국(2016), 싱가포르(2016), 대만(2016), 홍콩(2016), 미국(2017), 호주(2018) 등에서도 스튜어드십 코드를 도입하여 시행하고 있다. 나라마다 스튜어드십 코드의 구체적 내용은 다르지만, '기관투자자의 적극적인 주주활동 → 기업지배구조 개선 → 주주이익 확대 → 자본시장 발전'과 같은 선순환 구조를 구축하고자 하는 것은 동일하다.³⁾ G20/OECD 기업지배구조 원칙에서도 스튜어드십 코드의 역할을 강조하고 있고⁴⁾, 일본 자본시장 개혁 성과를 논의할 때 스

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

1) 우리말로는 '수탁자 책임 원칙'이라고 번역되나, 스튜어드십 코드가 통상적으로 사용되는 용어이기 때문에 본 글에서는 '스튜어드십 코드'로 사용한다.

2) David Walker, 2009, A review of corporate governance in UK banks and other financial industry entities.

3) KCGS, 2018, 『한국 스튜어드십 코드의 이해』.

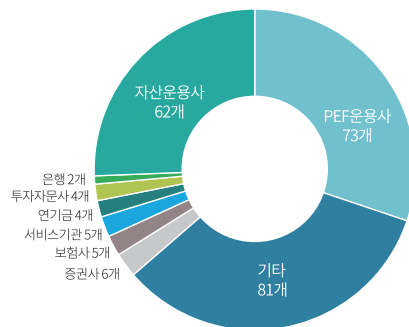
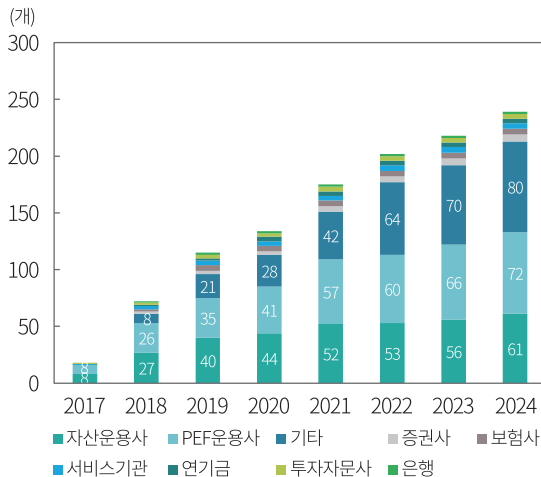
4) OECD, 2023, *G20/OECD Principles of Corporate Governance 2023*.

튜어드십 코드의 채택이 항상 등장할 정도로 일본에서는 스투어드십 코드가 자본시장 발전에 중요한 역할을 수행하였다.⁵⁾ 우리나라에서도 스투어드십 코드의 중요성이 강조되고 있고, 금융위원회가 2025년 1월 8일 발표한 업무계획에도 스투어드십 코드 운영 개선을 통해 적극적 주주권리 행사를 지원하겠다는 내용이 담겨 있다.⁶⁾ 본 글에서는 2016년에 제정된 스투어드십 코드의 운영 성과와 한계를 진단하고, 스투어드십 코드의 실효성을 제고하기 위한 방안을 제안하고자 한다.

스튜어드십 코드의 참여 현황과 운영 성과

우리나라는 2014년 금융위원회에서 스투어드십 코드 도입 계획을 공개한 이후 2016년 12월 민간 기구인 스투어드십 코드 제정위원회에서 이를 제정하였고, 2017년에는 참여기관이 16개에 불과하였으나 이후 지속적으로 증가하여 2025년 4월 현재 242개의 기관투자자, 자문사 등이 코드에 가입하였다.

〈그림 1〉 연도별 누적 스투어드십 코드 참여기관 현황 〈그림 2〉 스투어드십 코드 참여기관별 현황(2025. 4)



자료: 한국ESG기준원

스튜어드십 코드 도입이 기관투자자의 적극적 의결권 행사에 영향을 미친 것으로 나타났는데⁷⁾, 2024년 주주총회 기준으로 스투어드십 코드에 참여한 기관투자자의 의결권 행사비율은 95%인 반면 미참여 기관투자자의 의결권 행사비율은 62%에 불과하였다.⁸⁾ 또한 스투어드십 코드 도입 이후 기

5) 이효섭, 2024, 『일본 자본시장 개혁의 성과 동인 및 시사점』, 자본시장연구원 이슈보고서 24-16; 고일훈, 2024, 일본의 자본시장 및 기업지배구조의 개혁 과정과 시사점, 『경제법연구』 23(3); 이보미, 2024, 일본의 자본시장 개혁 노력과 우리나라 밸류업 프로그램에 대한 시사점, 『금융브리프』 33(16).
 6) 금융위원회, 2025. 1. 8, 금융위원회 2025년 업무계획, 보도자료.
 7) 김선민·박경서·정찬식, 2020, 스투어드십 코드가 기관투자자의 의결권 행사에 미치는 영향에 관한 연구, 『한국증권학회지』 49(4).
 8) 김선민, 2024, 국내외 기관투자자의 의결권 행사 반대 사유 공시 비교·분석, 『SC 조사보고서』 2.

관투자자들이 회사가 제안한 안전에 대해 신중하게 검토하고 반대의견을 표명하는 비율도 높아지고 있다. 2016년에는 반대 의결권 행사 비율이 1.84%에 불과했는데 2018년에는 3.34%, 2020년에는 4.26%로 매년 조금씩 증가하고 있는 것으로 나타났다. 또한 스튜어드십 코드에 참여한 기관투자자들의 주주활동(서신 발송, 기업과의 대화 등)이 2018년에는 123건, 2019년에는 286건, 2020년에는 331건으로 매년 조금씩 늘어나고 있는 것으로 보인다.⁹⁾

특히 국민연금의 경우 스튜어드십 코드 도입 이후 꾸준히 수탁자 책임을 이행하고 있는 것으로 나타났다. 국민연금은 회사가 제안한 안전에 대해 2021년에는 16.3%, 2022년에는 23.3%, 2023년에는 21.8%의 반대 의결권을 행사하였고, 반대 안전별 비율을 보면 2023년 기준으로 이사 및 감사보수 안전이 가장 많고(44.7%), 다음으로 이사 및 감사 선임(31.9%), 정관변경(11.7%), 기타 안전(11.7%) 순으로 다양하다. 뿐만 아니라 중점관리사안 및 예상하지 못한 우려와 관련한 국민연금의 주주활동도 꾸준히 보고되고 있다. 2021년에는 158개사를 상대로 313건, 2022년에는 139개사를 상대로 272건, 2023년에도 172개사를 상대로 297건의 서신발송 및 면담이 있었다.¹⁰⁾

이와 같이 기관투자자들의 행태 변화가 나타나면서, 스튜어드십 코드의 도입이 자본시장에 긍정적 영향을 미치고 있다는 연구도 발표되고 있다. 2017년과 2018년을 기준으로 스튜어드십 코드 도입 기관과 미도입 기관의 비교분석을 수행한 연구에서, 스튜어드십 코드를 도입한 자산운용사들이 미도입 기관에 비해 ROE와 ROA가 더 높다는 연구가 있다.¹¹⁾ 또한 상장기업에도 긍정적인 영향을 미치고 있는 것으로 나타났는데, 주주활동 전후 상장기업의 배당 변화를 분석한 결과 주주활동 이전보다 이후에 배당 성향이 평균적으로 22.94% 증가한 것으로 나타났고, 배당수익률도 평균적으로 0.27% 상승한 것으로 나타났다.¹²⁾

스튜어드십 코드 운영의 한계와 개선 필요성

스튜어드십 코드에 참여할 것인지 여부는 기관투자자의 자율에 맡겨져 있으나, 코드에 참여함으로써 고객과 수익자에게 충실한 수탁자 책임을 이행하겠다는 신뢰를 줄 수 있다. 그러므로 스튜어드십 코드 참여가 기관투자자들의 홍보 수단에 그치지 않고, 진정성 있는 책임 이행으로 이어지도록 제도를 운영하는 것이 중요하다. 그러나 현재로서는 스튜어드십 코드에 참여를 희망하는 기관들을 등록하는

9) 김선민, 2021, 스튜어드십 코드와 국내 기관투자자의 주주활동 : 주주활동의 이행 현황, 적정성 및 효과 분석을 중심으로, 『KCGS Report』 11(10).
 10) 국민연금, 2023, 국민연금기금 수탁자 책임 활동 연차보고서.
 11) 조혜진, 2014, 한국 자산운용사의 스튜어드십 코드, 의결권 행사, 성과 간의 연관성, 『Journal of East Asia Management』 5(1).
 12) 김선민, 2021, 스튜어드십 코드와 국내 기관투자자의 주주활동 : 주주활동의 이행 현황, 적정성 및 효과 분석을 중심으로, 『KCGS Report』 11(10).

절차만 있을 뿐, 참여기관이 실제로 스투어드십 코드를 이행하고 있는지 점검하는 기관이나 절차는 존재하지 않는다. 등록 절차도 형식심사이다 보니 2017년에 참여예정기관으로 등록한 기관이 참여예정 시기로 공표한 기한인 1년을 훌쩍 넘긴 지금도 여전히 예정기관이고, 현재 51개사가 참여예정기관으로 등록되어 있다.

스튜어드십 코드에 참여하겠다고 공표만 하였을 뿐 실제로 활동하지 않고 있다면, 고객과 수익자의 자산을 관리하는 수탁자로 책임을 이행하지 않는 것이기에 이에 대한 점검이 중요하다. 이러한 이유로 스투어드십 코드의 이행 점검이 필요하다는 주장은 오래전부터 제기되어 왔고, 특히 지난 해 금융감독원이 기관투자자들의 의결권 행사와 공시 현황 점검 결과를 발표하면서 기관투자자들의 스투어드십 코드 이행이 미흡하다는 점이 부각되었다.¹³⁾

이에 금융위원회는 2025년 2월에 개최된 스투어드십 코드 발전 방향 세미나에서 2016년 제정 당시 모습을 유지하고 있는 현재의 스투어드십 코드가 변화한 자본시장 현실에 적합한지 고민할 필요가 있다는 문제를 제기하였다. 또한 스투어드십 코드 원칙 준수 여부를 점검·공개하는 방안 등에 대한 논의가 이루어져야 하며, 스투어드십 코드의 운영이 우리 자본시장의 체질 개선으로 이어질 수 있도록 기관투자자의 적극적인 활동이 중요함을 강조하였다.¹⁴⁾ 금융위원회는 2025년 업무계획으로 스투어드십 코드 운영 개선을 추진하고 있으므로, 구체적으로 어떻게 제도를 개선하여 스투어드십 코드의 실효성을 제고할 것인지에 대한 논의가 필요하다. 이를 위해 최초로 스투어드십 코드를 제정하였고 지금도 활발하게 코드 개정과 점검이 이루어지고 있는 영국¹⁵⁾과 스투어드십 코드를 활용하여 자본시장 개혁의 성과를 이루어낸 일본¹⁶⁾의 사례를 참고하여 한국 실정에 맞는 스투어드십 코드 이행력 제고 방안을 마련하는 것이 중요하다고 판단된다.

스튜어드십 코드의 실효성 제고를 위한 과제

첫째, 스투어드십 코드에 참여한 기관들이 실제로 이를 이행하고 있는지에 대한 점검이 필요하다. 한국 스투어드십 코드는 7가지 원칙을 제시하고 있는데, 고객, 수익자 등 타인 자산을 관리·운영하는 수탁자로서 책임을 충실히 이행하기 위한 정책 및 이해상충 방지 정책을 마련하여 공개하고(원칙

13) 금융감독원이 2024년 8월 기관투자자들의 의결권 행사 및 공시 현황을 점검한 결과, 의결권 행사·불행사 사유 불성실 공시, 의결권 행사 관련 내부지침의 형식적 공시, 공시 서식 작성 기준 미준수, 의결권 불성실 행사의 문제가 지적되었다(금융감독원, 2024. 8. 6, 펀드 의결권 행사, 공시 현황 점검 결과 및 향후 계획, 보도자료).

14) 금융위원회, 2025. 2. 5. 스투어드십 코드 발전방향 논의를 위한 세미나 개최, 보도자료.

15) 영국에서는 자본시장의 변화에 맞추어 여러 차례 개정이 이루어졌는데 2025년 현재 3차 개정이 진행중이고, 스투어드십 코드 가입기관은 2024년 7월 기준 287개 기관으로 자산운용사 등 자산관리자 196개사, 연금 등 자산소유자 72개사, 의결권 자산사 등 서비스 제공기관 19개사이다.

16) 일본 역시 2025년 현재 3차 개정이 논의 중이며, 2025년 3월 기준 340개 기관이 가입하였고 신탁 은행 등 6개사, 투자회사, 자산사 등 212개사, 보험사 24개사, 연금 등 87개사, 그 외 기관투자자용 서비스 제공자 등 11개사이다.

1, 2), 투자대상회사의 중장기적 가치제고를 위해 주기적으로 점검하며 이를 위한 내부지침을 마련해야 한다(원칙 3, 4). 또한 충실한 의결권 행사를 위한 정책을 마련해 공개하고 의결권 행사의 구체적인 내용과 그 사유를 공개하며(원칙 5), 의결권 행사와 수탁자 책임 이행 활동에 관하여 고객과 수익자에게 주기적으로 보고하여야 한다(원칙 6). 그리고 이를 위해 필요한 역량과 전문성을 갖추어야 한다(원칙 7). 결국 핵심은 타인 자산을 관리·운영하는 수탁자로서 책임을 충실히 이행하기 위한 정책 마련에 그치지 않고, 실제로 이를 충실히 이행한 후 그 결과를 고객과 수익자에게 주기적으로 보고하라는 것이다. 그런데 우리나라의 스투어드십 코드의 이행 현황을 보면, 정책을 마련하였는지 여부를 공개하고 등록하는 절차만 있을 뿐 실제로 정책을 따라 이행하고 있는지 여부나 주기적으로 보고하고 있는지 여부에 대한 점검 절차는 마련되어 있지 않다. 영국에서는 공적기관인 재무보고위원회(Financial Reporting Council: FRC, 이하 FRC)가 매년 스투어드십 코드의 이행을 점검하고 있다. 스투어드십 코드에 참여한 기관은 매년 코드 이행 상황을 기재한 연례 보고서를 작성하여 FRC에 제출하여야 하고, FRC는 보고서를 평가한 후 참여기관의 지위를 유지하게 할지 여부를 판단한다.¹⁷⁾ 일본은 우리나라와 같이 참여기관의 자율적 이행을 시행하고 있으나, 2024년 기업 지배구조 개혁을 위한 액션 플랜¹⁸⁾으로 금융청의 스투어드십 코드 이행 점검이 논의되고 있다. 한편 일본의 스투어드십 코드 이행점검에 관하여 정부 연기금(Government Pension Investment Fund: GPIF, 이하 GPIF)의 역할이 크다. GPIF는 2024년 9월 기준 약 1조 6천억달러(한화 2,264조원)의 자산을 보유한 세계 최대 연기금¹⁹⁾으로, 연금의 자산을 수탁받아 운용하는 기관을 평가할 때 스투어드십 코드 관련 노력을 평가기준에서 높게 반영하고 있음을 공개적으로 밝히고 있다.²⁰⁾ 또한 GPIF는 매년 수탁기관의 스투어드십 코드 이행 현황을 보고받고 이를 공표하면서, 기관투자자들의 적극적인 스투어드십 코드 이행 성과가 나타나고 있다.²¹⁾ 우리나라에서도 스투어드십 코드 이행 점검을 위해, 먼저 이행 점검의 주체 및 절차를 마련하여야 한다. 민간 주체의 주도로 운영시 스투어드십 코드의 강제성이 낮다는 한계는 제도 도입 초기부터 지적되어 왔다.²²⁾ 영국이나 일본 같이 공적기관이 이를 담당하는 것이 가장 바람직하나, 민간에서 이를 제정하여 운영하고 있는 우리나라의 현행 제도 하에서 이행 점검의 실효성 확보를 위한 자율성과 제도적 장치 간의 적절한 기준 설정이 필요하다. 더불어 이행 점검 결과에 따른 사후조치 방안과 지속적으로 참여가 미흡한 참여기관에 대한 시정조치 방안도 마련하여야 한다. 또한 일본의 GPIF 성과에서 드러

17) FRC, 2024, *UK Stewardship Code 2020 Application and Assessment Terms and Conditions*.

18) <https://www.fsa.go.jp/news/r5/singi/20240607.html>

19) A Thinking Ahead Institute and Pensions & Investments, 2022, *Global top 300 pension funds*.

20) GPIF, 2025, *Policy to Fulfill Stewardship Responsibilities*.

21) 수탁기관의 기업과 대화 건수가 2017년 약 3,000건에서 2023년 약 6,000건으로 꾸준히 증가하고 있고, 주주들이 제안한 안전에 수탁기관이 찬성하는 비중도 2013년 2.3%에서 2023년 11.1%로 늘어나고 있다(GPIF, 2025, *Policy to Fulfill Stewardship Responsibilities*).

22) 이시연, 2017, 국내 스투어드십 코드의 실효성 확보를 위한 선결 과제, 『금융브리프』 26(22).

나뉘어 공적 연기금의 역할이 중요하다. 공적 연기금이 수탁기관의 스튜어드십 코드 이행을 보고받고 이에 대한 결과를 공시하는 방안, 수탁기관 평가시 스튜어드십 코드 이행 노력에 대하여 가중치를 높게 부여하는 방안도 고려할 필요가 있다.

둘째, 스튜어드십 코드 이행을 위한 제반 여건을 조성하는 것이 필요하다. 우리나라는 기관투자자들의 충실한 의결권 행사를 위한 제도적 기반이 부족한 현실이다. 2024년 기준으로 보면, 3월 하순(20~29일)에 97.2%의 상장회사가 집중적으로 주주총회를 개최하는 상황에서, 약 90%의 상장회사가 안건 검토에 필요한 사업보고서와 감사보고서를 1주 전에 공시한다.²³⁾ 이로 인해 기관투자자들은 일주일 안에 수백 개 회사의 주주총회 안건을 검토하여야 하는 현실이고²⁴⁾, 이런 상황에서 ‘충실한’ 의결권 행사를 기대하기 어렵다. 주주총회 개최 집중도가 우리나라보다 낮음에도 영국은 주주총회 세부안건을 검토할 수 있는 자료가 3주 전에, 일본은 2주 전에 제공된다는 점을 감안할 때²⁵⁾, 우리나라 역시 제도 개선이 필요하다. 또한 기관투자자들이 스튜어드십 코드를 이행하는 과정에서 발생하는 불확실성을 해소할 필요가 있다. 우리나라의 경우 미국, 영국, 일본 등 해외 주요국과 비교할 때 대량보유보고제도와 의결권대리행사 권유제도의 규제 범위가 넓은 반면, 이에 대한 제재가 강력하여 기관투자자들이 수탁자 책임활동에 장애가 된다는 지적이 오래전부터 있어 왔다.²⁶⁾ 영국 금융감독청(Financial Services Authority)은 특정 기업의 경영에 지속적으로 영향을 미치는 합의가 있을 때만 규제하고, 특정 이슈에 관한 기관투자자들 간의 일회성 논의는 이에 해당하지 않는다고 보고 있다.²⁷⁾ 일본은 2024년에 금융상품거래법을 개정하여 대표이사 선·해임의 제안 등 경영활동에 중대한 영향을 미치는 합의를 하지 않는 한 공동보유자에 해당하지 않음을 명확히 하였고(제27조의23), 2025년 현재 협력적 주주활동을 촉진하기 위한 스튜어드십 코드 개정이 진행 중이다.²⁸⁾ 우리나라 역시 기관투자자들의 스튜어드십 코드 이행에 장애가 되는 대량보유보고제도의 공동보유자 요건과 경영권에 영향을 주기 위한 보유목적의 범위, 의결권 대리행사 권유의 ‘권유’ 개념 등에 대한 정비가 필요하다.

이러한 제도 개선과 함께 스튜어드십 코드에 대한 인식 제고도 중요하다. 스튜어드십 코드의 충실한 이행은 투자대상인 상장회사의 기업가치 제고에 긍정적 역할을 할 수 있음을 기관투자자, 투자대상

-
- 23) 황현영, 2024, 2024년 주주총회를 통해 살펴본 주주권의 보호 현황과 과제, 자본시장연구원 『자본시장포커스』 2024-09호.
- 24) 국민연금의 경우 2024년 기준 2월과 3월 정기주주총회에서 의결권을 행사한 상장회사가 602개사이고, 민간 기관투자자의 경우 예를 들어 삼성자산운용은 332개사, 한국투자신탁운용의 경우 314개사에서 의결권을 행사하였다.
- 25) OECD, 2023, *Corporate Governance Fact Book 2023*.
- 26) 이철송, 2011, 대량보유보고제도의 엄격해석론-제재수단을 중심으로, 『증권법연구』 6(2); 김병태, 2016, 주식 등의 대량보유상황 보고제도의 개선을 위한 비교법적 고찰, 『선진상사법률연구』 73; 김주영, 2018, 기관투자자의 주주권 행사에 대한 법률적 제약에 관한 연구, 『법학평론』 8; 김경일, 2021, 위임장권유규제의 비교분석과 그 시사점, 『인권과 정의』 500; 윤승영, 2023, “자본시장법 제147조상 경영권에 영향을 주기 위한 목적에 대한 고찰”, 『기업법연구』 37(4호) 등 다수 논문
- 27) FSA, 2009, Open letter to institutional Shareholders Committee.
- 28) 2025년 3월 21일 입법예고 하였고, 4월 20일까지 의견 접수를 진행할 예정이다(<https://www.fsa.go.jp/news/r6/singi/20250321-3.html>).

기업을 비롯한 자본시장의 이해관계자들이 인지할 필요가 있다. 우리나라에 비해 기업과의 대화와 같은 주주 활동을 활발히 하는 일본의 경우, 상장기업들 역시 스튜어드십 코드 이행에 대해 긍정적 평가를 하고 있다는 점은 우리에게도 시사점을 준다. GPIF의 자금을 수탁받은 기관투자자는 2023년 한해 동안 924개사를 상대로 약 6,000건의 기업과의 대화를 진행하였고, 특히 TOPIX 100 기준 100%의 기업, TOPIX 500 기준 93%의 기업에 대해 주주 활동을 실시하였다. 모든 업종에서 전반적으로 지배구조 관련 주제의 대화가 많고, 그 외에 자본 효율성, 재무 전략 등 다양한 주제가 포함되어 있다.²⁹⁾ 이후 2024년에 GPIF가 상장기업 2,154개사를 대상으로 설문을 수행한 결과, GPIF의 스튜어드십 활동에 대해 긍정적으로 평가한 기업이 76.6%였고 외부자산운용사 평가시 스튜어드십 활동 비중을 확대하는 것에 대하여도 74.9%가 긍정적이라고 답변하였다.³⁰⁾ 이는 기관투자자들이 스튜어드십 코드를 충실히 이행할 때 주주 이익 확대 뿐 아니라 상장기업의 기업가치 제고에도 도움이 될 수 있음을 보여주는 사례라 할 수 있다.

스튜어드십 코드 도입 10년을 맞이하는 우리나라도 그간의 운영 성과와 한계를 돌아보고, 스튜어드십 코드의 실효성 제고 방안을 마련함으로써, 스튜어드십 코드가 본래의 취지대로 주주이익 확대 및 자본시장 발전에 더욱 기여할 수 있기를 기대한다.

29) GPIF, 2025, *Policy to Fulfill Stewardship Responsibilities*.

30) GPIF, 2024, *Report of the 9th Survey of Listed Companies Regarding Institutional Investors' Stewardship Activities*.

ZOOM
-IN최근 국내외 PE의 카브아웃(carve-out)
M&A 거래 증가와 전망

- 최근 글로벌 PE 시장에서 카브아웃 M&A 거래가 차지하는 비중이 빠르게 확대되는 추세
- 경기 둔화로 기업들이 비핵심 자산의 매각을 통해 핵심 사업에 집중하는 전략과 PE의 저평가된 사업 인수를 통한 수익 창출 기회를 모색하는 움직임이 맞물리며 카브아웃 거래가 촉진
- 또한 풍부한 PE 미집행약정액, 증가하고 있는 PE 운용사 및 투자 대상 기업의 풀 감소에 따른 PE 간 경쟁 심화 등으로 다양한 유형의 거래가 증가하고 있는 시장환경 변화도 작용
- 그리하여 일본, 유럽 기업들이 성장전략의 일환으로 사업구조 재편에 나서자 글로벌 주요 PE는 이를 수익 창출 기회로 활용하며 2024년 대형 카브아웃 거래를 주도
- 국내 PE의 카브아웃 거래 또한 최근 대기업의 사업구조 재편 본격화로 점차 확대되고 있으며, 제한적인 M&A 환경에서 기업 사업재편을 위한 PEF의 역할이 더욱 커질 것으로 전망

□ 최근 글로벌 PE(Private Equity) 시장에서 카브아웃 M&A 거래¹⁾가 차지하는 비중이 빠르게 확대되는 추세

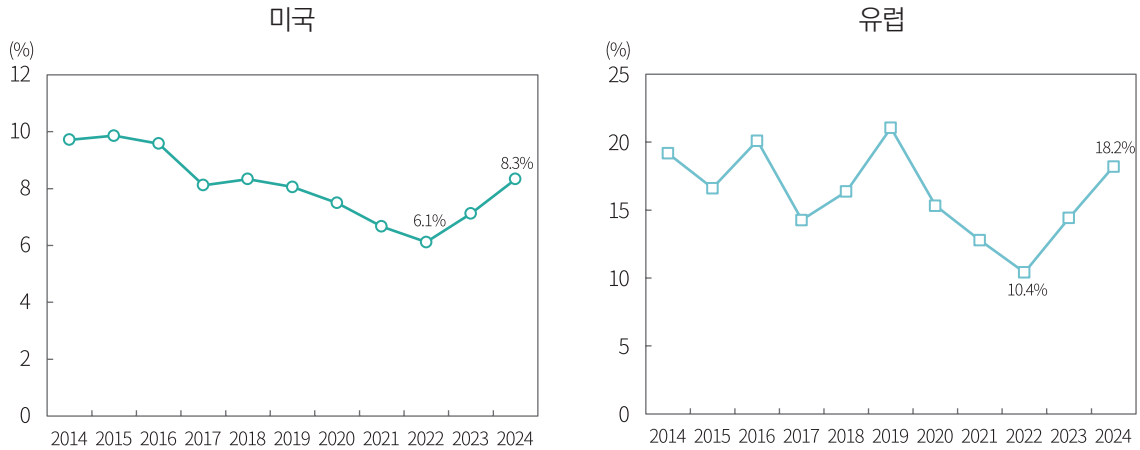
- 미국 전체 PE 거래에서 2022년 기준 6.1%까지 하락했던 카브아웃 거래 비중이 상승세로 전환하며 2024년 8.3%를 기록
 - PE 전체 바이아웃 거래(buy-out deal) 중 카브아웃이 차지하는 비중 또한 2021년 4분기 역대 최저치인 5.7%에서 크게 확대되며 2024년 4분기 11.8%를 기록한 가운데 이는 2016년 이후 가장 높은 수준
- 유럽 지역의 PE 카브아웃 거래 비중은 2022년 10.4%까지 감소하였으나 지난 3년간 꾸준히 증가하며 2024년 3분기 기준 전체 PE 거래의 18.2%까지 확대
- 2024년 아시아·태평양 지역(APAC) 바이아웃 거래 중 20%가 1억달러 이상 규모의 카브아웃 거래로 이루어졌으며, 이는 전년 대비 11% 증가한 수치
- 특히 일본의 경우 2024년 PE 거래규모는 전년대비 40.8% 증가한 179억달러를 기록한 가운데 이러한 성장세의 주요 요인은 대형 규모의 카브아웃 거래 증가에 기인
 - AVCJ Research에 따르면, 해당 기간 동안 20억달러 이상의 모든 카브아웃 거래가 일본에서 이루어진 것으로 나타남²⁾

1) 카브아웃 거래는 기업이 보유하고 있는 자회사나 사업부를 분리하여 독립적으로 매각하거나 외부 투자자에게 양도하는 것으로, 모기업은 새로운 기업의 일부 지분을 계속 보유하게 됨

2) ION Analytics, 2025. 3. 25, PE bullishness on Asia carve-outs remains even as returns fall back-Bain & Co, News.

- 일본은 최근 기업지배구조 개혁에 대한 사회적 요구와 함께 주주가치 제고 압력에 대응하기 위해 대기업이 잇따라 사업재편(restructuring)을 위한 비핵심 사업을 매각하는 추세이며, 이는 글로벌 PE의 투자처로 부각

〈그림 1〉 PE의 카브아웃 거래 비중 추이



자료: Pitchbook

□ 2022년 이후 고금리 기조와 인플레이션 가속화로 경기가 둔화하자 기업들이 핵심 사업에 집중하기 위한 전략과 PE들이 저평가된 사업 인수를 통해 수익 창출 기회를 모색하려는 움직임이 맞물리며 카브아웃 M&A 거래 증가 요인으로 작용

- 2022년 이후 인플레이션 가속화와 이자율 상승으로 전반적인 M&A 거래가 둔화세를 보이면서 경제적 여건에 의해 기업들이 핵심 사업에 집중하기 위한 일환으로 비핵심 사업을 매각하고 현금 확보에 주력
 - 기업 측면에서는 증가하는 운영 비용과 부진한 수익으로 사업 포트폴리오의 전략적 적합성을 재고하도록 요구되었으며, 이에 따라 기업의 비핵심 사업부나 저조한 실적의 자산을 매각하고 매각 대금으로 핵심 사업에 집중하여 수익성을 높이려는 의도
- 한편 PE는 저평가된 사업에 대한 투자를 통해 자산가치를 제고시킨 후 매각하는 운용 전략을 통해 수익 기회를 창출하는 기회를 모색
 - 자산을 선택적으로 인수하고 운영을 간소화할 수 있는 장점으로 카브아웃 거래를 선호하는 가운데 기업의 비핵심 자산이 포트폴리오 수익성을 높일 수 있다는 PE 운용사들의 긍정적 전망이 맞물리며 카브아웃 거래가 증가
 - 또한 카브아웃 거래 이후에도 대기업과의 네트워크를 통해 IPO, 지분인수 등 투자 유치에 유리한 측면을 보유하며, 연관 사업을 추가적으로 인수하는 볼트온(bolt-on) 전략도 확보 가능

□ 또한 풍부한 미집행약정액(dry powder), 증가하고 있는 PE 운용사, 투자 대상 기업의 풀 감소에 따른 PE 간 경쟁 심화 등으로 전통적인 레버리지 매수 전략 외에 다양한 유형의 딜이 증가하고 있는 PE 시장환경 변화도 카브아웃 거래 확대를 뒷받침

- 글로벌 PE의 미집행약정액이 2023년 기준 2조 6,624억달러³⁾로 최고치를 기록하고, PE 시장의 둔화세로 거래가 지연되자 출자자(Limited Partner: LP)들의 투자집행 요구가 강화되면서 PE 운용사(General Partner: GP)는 상대적으로 거래 가격이 합리적인 카브아웃 기회를 적극적으로 모색
- 투자 대상 선점을 위한 PE 간 경쟁으로 수익률을 창출하기가 점점 더 어려운 상황에서 차별화된 전략을 위해 카브아웃 거래와 같은 복잡한 유형의 전략을 추구
 - PE 운용사 수는 2010년 4,300개에서 2022년 12,000개로 12년 만에 3배 가까이 증가⁴⁾하였으며, 2024년에는 약 13,000개 이상으로 추정함에 따라 증가하고 있는 PE 간 경쟁이 더욱 치열
 - PEF 평균 보유기간이 2023년 기준 6.8년으로 사상 최고치를 기록하며 PEF 투자 기간이 장기화하는 추세⁵⁾로, GP는 LP의 유동성 회수 수요에 대응하기 위해 펀드 구조의 유연성이 요구
- 이러한 환경에서 GP는 투자를 가속화하고 유연한 PEF 구조를 구축하기 위해 카브아웃 거래를 적극적으로 활용
 - Bain & Company의 2024년 설문조사에 따르면 아시아-태평양 지역 GP의 44%가 카브아웃 거래를 가장 매력적인 투자 기회로 인식⁶⁾

□ 카브아웃 거래는 높은 복잡성과 초기 리스크를 수반하지만 기업이 체계적인 가치 창출 전략을 구사하여 PE에 비핵심 자산을 매각한 경우 상대적으로 높은 총주주수익률(Total Shareholder Return: TSR)을 기록하는 것으로 분석⁷⁾되었으며, 특히 헬스케어 부문에서 성과가 두드러진 것으로 나타남

- BCG에 따르면, 기업 측면에서 실적이 저조한 자산의 체계적인 매각(prepackaged carve-out)은 핵심 자산의 매각보다 2년 상대 TSR이 더 높은 것으로 기록
 - 이는 비핵심 자산을 상대적으로 낮은 밸류에이션으로 매입할 수 있는 가능성, 분리된 사업부의 독립 이후 비효율성 제거 및 비용구조 개선, 저평가 사업부의 성장 잠재력 부각 등으로 기업의 매출 성장을 견인할 수 있으며, 이를 통해 TSR을 개선
 - 경기 침체기에 이루어진 비핵심 자산의 매각은 경기 호황기에 이루어진 것에 비해 수익률 면에서 우위를 기록
- 또한 이러한 비핵심 자산을 일반 기업(non-PE buyer) 등이 인수하는 것보다 PE가 인수했을 경우 더욱 높은 TSR을 기록하였으며, 결과적으로 기업이 체계적으로 준비한 비핵심 자산의 매각은 빠른 가치 창출과 안정적인 수익률 실현 가능성이 높은 것으로 분석

3) S&P Global, 2025. 1. 15, Private equity-backed megadeals jumped higher in 2024, New & Insights.

4) Accenture, 2023, *Conquering the Next Value Frontier in Private Equity*.

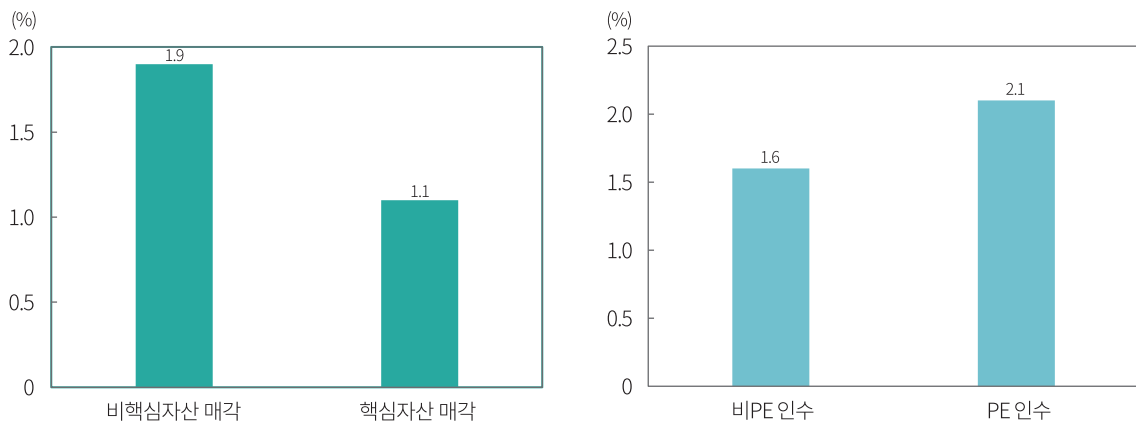
5) McKinsey & Company, 2024, *Private markets: A Slower era*, McKinsey Global Private Markets Review 2024.

6) Bain & Company, 2025, *Asia-Pacific Private Equity Report 2025*.

7) BCG, 2024. 7. 24, When prepackaged carve-outs make sense—and how to structure them, Article.

- 특히, 헬스케어 부문에서 PE 카브아웃 거래는 일반적인 바이아웃 거래보다 상대적으로 높은 내부수익률(IRR)을 기록하였으며, 기업의 매출액 증가가 TSR에 크게 기여⁸⁾
 - 2010~2024년간 헬스케어 부문에서 PE의 카브아웃 거래와 바이아웃 거래의 IRR은 각각 45%, 26%로 카브아웃 거래가 우위를 기록
 - 이는 주로 매출액 증가에 기인한 것으로, 매출액 증가의 TSR 기여도가 제약 부문의 경우 전체 산업 대비 약 2배, 의료기술 부문의 경우 약 7~9배 높은 것으로 나타나며 헬스케어 산업에서의 카브아웃 거래는 기업 매출 성장과 TSR 향상에 중요 역할을 하는 것으로 분석

〈그림 2〉 카브아웃 거래 전략의 총주주수익률 비교



주 : 1990~2023년 6월 동안 이루어진 거래금액 1억달러 이상, 50% 이상 지분 인수 거래를 대상으로 분석
 자료: BCG

□ 이러한 배경 아래 최근 일본, 유럽 기업들이 성장전략의 일환으로 사업구조 재편에 나서자, Bain Capital, Carlyle 등 글로벌 주요 PE는 이를 수익 창출의 기회로 활용하며 2024년 대형 카브아웃 거래를 주도

- 2024년 주요 카브아웃 거래는 기술, 헬스케어 부문의 대형 거래가 주도하였으며, 글로벌 PE는 미국 대비 성장 잠재력이 높으면서 저평가되어 있는 유럽 기업의 사업 부문 인수에 주력
 - 2024년 2월, KKR은 미국 반도체 및 인프라 소프트웨어 공급업체 Broadcom의 최종 사용자 컴퓨팅 사업부(EUC)를 40억달러에 인수하였으며, 이를 통해 Broadcom은 핵심 사업에 집중하기로 결정
 - KPS Capital Partners는 Siemens가 사업구조 재편을 위해 매각한 모터 드라이브 사업부 Innomotics를 35억유로에 인수하였으며, 이는 지난 2년간 독일 산업재 부문에서 PE의 가장 큰 규모의 카브아웃 거래⁹⁾

8) Bain & Company, 2025, *Carve-Outs Open Up Value in a Tight Deal Market*, Global Healthcare Private Equity Report 2025.

9) BCG, 2024, *2024 M&A Report*.

- 2024년 9월, KKR은 독일의 미디어 그룹인 Axel Springer를 두 개의 독립적인 사업 부문으로 분할하고, 이 중 하나인 광고 사업 부문을 인수하는 135억유로 규모의 거래를 체결
- 일본은 최근 외국인 투자자에 대한 우호적인 정책과 활발히 이루어지고 있는 기업지배구조 개혁으로 카브아웃 거래에 적합한 환경이 조성되면서 글로벌 PE들은 이러한 투자 기회에 주목
- 2024년 1월 Blackstone은 Sony Group의 자회사인 Sony Bank가 신사업 투자를 위해 매각한 Sony Payment Services를 약 2억 8천만달러에 인수하였으며, 이는 블랙스톤이 일본 핀테크 부문에 처음으로 투자한 카브아웃 사례
- 2024년 3월, Apollo Global은 일본 Panasonic Holdings가 재무건전성 강화 및 사업구조 재편을 위해 매각한 자동차 사업 부문인 PAS 지분 전량을 약 3,110억엔에 인수
- 2024년 5월, Carlyle Group은 일본 지역의 기업 인수, 카브아웃 거래 등에 투자하는 것을 목표로 하는 약 28억달러 규모의 신규 펀드를 조성

〈표 1〉 글로벌 PE의 카브아웃 거래 주요 사례

날짜	매각사 (모기업)	매각대상 (사업부)	인수사 (PE)	지역	산업	금액	주요 목적
2024. 1	Sony Bank	Sony Payment Services (결제서비스 사업부)	Blackstone	일본	핀테크/결제	500억엔	핵심 사업 집중, 고성장 분야 투자
2024. 2	Fidelity National	Worldpay 결제사업부	GTCR	미국	핀테크/결제	185억달러	핵심 사업 집중, 재무건전성 강화
2024. 3	Panasonic Holdings	PAS (자동차 사업부)	Apollo Global	일본	자동차 부품	3,110억엔	사업구조 재편, 재무건전성 강화
2024. 5	Siemens	Innomotics (전기 모터 및 드라이브 사업부)	KPS Capital Partners	독일	산업재	35억유로	사업구조 재편, 핵심 사업 집중
2024. 8	Baxter International	신장관리 사업부	Carlyle	미국	헬스케어	38억달러	재무건전성 강화, 고성장 분야 투자
2024. 9	Axel Springer	StepStone 등 (광고사업부)	KKR	독일	미디어	100억유로	사업부문 분리 및 구조 재편

자료: 각사 홈페이지, Bain & Company, 언론보도

□ 국내 PE의 카브아웃 거래 또한 최근 대기업의 사업구조 재편 본격화로 점차 증가하고 있으며, 제한적인 M&A 환경에서 기업의 사업재편 과정에 참여하는 PEF의 역할은 한층 더 확대될 것으로 전망

- 국내 카브아웃 거래는 주요 대기업이 경기침체 우려에 대응하여 신규기업에 대한 투자 또는 인수 대신 유동성 확보를 위한 구조조정 및 자발적 사업재편을 통한 비핵심 자산 매각을 본격화하며 2024년 크게 증가

- 국내 카브아웃 거래 건수¹⁰⁾: 11('20) → 10('21) → 8('22) → 10('23) → 17('24)
- 2024년 PE의 주요 카브아웃 거래 사례로 2월 SK엔펄스와 SKC가 재무건전성 개선, 신사업 투자 등을 위한 목적으로 각각 파인 세라믹 사업, PU원료 사업 부문을 PE에 매각하였으며, 12월에는 태영그룹 구조조정을 위해 PE에 폐기물 처리 부문 자회사를 약 2조 7백억원에 매각
- 국내 대기업의 사업구조 재편 작업이 상시적으로 이루어지는 흐름을 보이고 있으며, 최근 미국의 상호관세 등 불확실한 대내외 환경을 고려해 당분간 기업은 적극적인 투자보다는 비핵심 자산 매각을 통한 유동성 확보에 집중할 것으로 예상
- 과거에는 구조조정으로 간주되었던 자회사 매각이 점차 핵심 사업 경쟁력 강화와 증장기적인 가치 창출을 위한 기업의 전략적 선택으로 자리매김
- 이는 금리인하 기조로의 전환과 맞물려 국내 M&A 시장이 점진적 회복세를 보일 것으로 전망하는 가운데 지난해에 이어 올해도 SK, CJ, LG그룹 등이 자회사 매각을 추진 중으로, PEF를 활용한 카브아웃 거래는 주요한 M&A 유형으로 활용될 것으로 기대
- 2023년말 기준 국내 기관전용 사모펀드의 약정액은 136.4조원, 미집행약정액은 37.5조원으로¹¹⁾, 연기금 등으로부터 PEF 자금 유치를 위해서는 대형 투자를 통해 자금 소진해야 하는 상황
- 최근 국내 카브아웃 거래 특화 PE의 펀드 결성규모가 1조원 이상으로 대형화되고 있으며 이러한 대형 펀드 중심으로 카브아웃 거래를 견인할 것으로 예상
- PE는 저평가 사업부를 인수하여 기업가치 제고 후 시장에 매각하는 생태계를 조성함으로써 기업 사업재편 과정에서 전략적, 재무적 파트너십 역할을 하는 것이 중요할 것으로 판단
- 다만, 지난해 PE가 투자한 홉플러스의 기업회생 절차로 인해 최근 금융당국이 사모펀드 제도 전반을 재검토 중으로, 향후 규제 환경의 변화에 따라 PE의 투자 활동에 영향을 미칠 가능성 염두

10) PWC, 2024, 대기업 Carve-out Deal의 주요 이슈 및 향후 전망, Issue Brief.

11) 금융감독원, 2024. 6. 25, 2023년 기관전용 사모펀드 동향 및 시사점, 보도자료.

〈표 2〉 최근 국내 PE의 카브아웃 거래 주요 사례

날짜	매각사 (모기업)	매각대상 (사업부)	인수사 (PE)	산업	금액 (억원)	주요 목적
2022. 11	SKC	필름 가공사업부	한앤컴퍼니	플라스틱 제조업	16,000	사업구조 재편, 신사업 투자
2023. 7	LG화학	진단사업	글랜우드 PE	의약품 제조업	1,518	재무건전성 개선, PE 볼트온 계획
2024. 2	SK엔펠스	파인 세라믹 사업부	한앤컴퍼니	비금속 광물 제조업	3,303	재무건전성 개선, 신사업 투자
2024. 2	SKC	SK피유코어 (PU원료사업)	글랜우드 PE	화학제품 제조업	4,024	재무건전성 개선, 사업구조 재편
2024. 12	티와이홀딩스	에코비트	IMM인베스트먼트 컨소시엄	폐기물 처리	20,700	기업 구조조정, 재무건전성 개선
2025. 3	SK엔펠스	CMP 패드 사업	한앤컴퍼니	화학제품 제조업	3,410	재무건전성 개선, 핵심사업 집중
2025. 4	SK	SK스페셜티	한앤컴퍼니	화학제품 제조업	26,000	재무건전성 개선, 신사업 투자 등
2025 (진행 중)	CJ제일제당	바이오사업부	우선협상대상자 선정 중	화학제품 제조업	미정	재무건전성 개선
2025 (진행 중)	SK	SK실트론	우선협상대상자 선정 중	전자부품 제조업	미정	재무건전성 개선, 신사업 투자 등
2025 (진행 중)	LG화학	에스테틱 사업부	매각 주관사 선정	화학제품 제조업	미정	핵심 사업 집중

주 : 거래완료 날짜 기준

자료: 더벨, 언론보도

선임연구원 안유미

ZOOM
-IN

주식시장 결제주기 단축에 대한 글로벌 동향

- 2024년 5월 미국의 주식시장 결제주기 단축(T+1)에 맞춰 주요국들의 추진 및 논의가 활발해졌으며 주된 전환 요인은 시장 변동성 대응, 경쟁력 제고, 글로벌 시장 정합성 제고임
- 미국 시장과의 연계가 뚜렷한 캐나다, 멕시코 등 북미 국가들은 미국과 동시에 결제주기를 단축하였으며 미국보다 하루 먼저 시행하여 안정적으로 전환
- 영국, 스위스, 유럽연합 등의 유럽은 각자의 시장 경쟁력 제고 등을 이유로 논의가 이루어져왔으며, 유럽 시장 정합성 및 불필요한 비용 감소를 위해 2027년 10월 동시 전환을 목표로 함
- 일본, 호주 등 아시아 지역은 아직 구체적인 전환 목표는 없는 초기 단계이나 인도의 경우 단계별 전환을 통해 미국보다도 먼저 T+1 시행

□ 미국이 2024년 5월 28일 증권거래의 결제주기를 기존 T+2에서 T+1로 단축하면서, 세계적으로 주식시장 결제주기 단축에 대한 활발한 논의가 이루어짐

— 결제주기는 거래일(T)로부터 청산·결제 완료되는 시간을 의미하며, T+1은 1영업일 이후 완료를 의미

- 결제주기 단축으로 미결제 수량 감소와 거래증거금 완화를 통해 신용·시장위험을 감소하고 유동성을 높이는 효과가 기대되며, 거래 편의성을 개선하여 주식시장 경쟁력을 확보할 수 있음
- 한편, 결제주기 단축에 대응하기 위해 청산·결제 업무 자동화 등의 인프라 투자가 필요하며 해외 투자자의 자금 이동, 환전 등의 처리시간이 촉박해질 수 있음

— 미국 이후 주요국들의 전환 추진 배경에는 가격 변동성 및 거래량 증가 대응, 주식시장 경쟁력 제고, 글로벌 시장 정합성 제고 등이 있음¹⁾

- 가격 변동성 및 거래량 증가에 대응하여 결제 리스크 감소, 증거금 절감, 유동성 개선 등의 긍정적 효과를 기대
- 단축된 결제주기를 통해 개선된 거래 편의성으로 국내외 투자자들을 확보
- 글로벌 시장의 제도와 일치함으로써 불필요한 비용 감소 및 시장 통합 제고

□ 북미는 시장 변동성에 대응하기 위한 미국의 전환에 따라 캐나다와 멕시코도 북미 주식시장 정합성을 위해 같은 시기에 T+1으로 전환

1) 강소현·노성호·정수민, 2024, 『미국 주식시장 결제주기 단축의 영향과 시사점』, 자본시장연구원 이슈보고서 24-10.

— 미국 SEC는 2022년부터 업계 의견수렴을 거쳐 2023년 2월 15일 규칙 개정안을 최종 채택하였으며, 이후 약 15개월의 준비를 통해 2024년 5월 28일 시행

- 미국 내 주식 결제 업무를 담당하는 증권청산기구(National Securities Clearing Corporation: NSCC)는 회원사들이 납부한 증거금(margin)으로 이루어진 청산기금을 통해 회원사의 결제 불이행 위험 확산을 예방
- 미국은 2021년 초 게임스탑 등 ‘뮌 주식’ 사태로 가격 변동폭 및 거래량이 급증하자 증권사나 자산운용사 등의 거래증거금 부담과 유동성 압박 문제로 2022년부터 결제주기 단축 논의가 본격화
- 거래 상대방 부도나 가격변동 위험에 노출되는 기간을 축소하여 신용·시장·유동성 리스크를 경감하고 시장 효율성을 높이고자 함
- 증권거래법 규칙을 개정하여 모든 증권 거래의 결제주기를 T+1로 단축 의무화하고, 브로커-딜러와 청산기관이 서면절차 또는 내부통제를 마련하도록 규정하며, 투자자문사의 기록 보관 의무를 강화하고 매매확인기관의 증권 결제 자동화 촉진을 위한 의무를 부과²⁾³⁾
- T+1로 전환 이후 증권청산기구(National Securities Clearing Corporation: NSCC)의 청산기금은 기존 128억 달러에서 23% 감소한 98억 달러로 유동성이 향상됨⁴⁾

— 캐나다와 멕시코는 미국 시장과의 밀접한 연계성을 고려하여 결제리스크 감소와 북미 시장 효율성 제고를 위해 2024년 5월 27일부터 T+1로 전환

- 캐나다 증권관리국(Canadian Securities Administrators: CSA)은 National Instrument 24-101 규칙 개정을 통해 기관투자자들의 거래가 효율적이고 시기적절하게 청산되기 위한 프레임워크를 제공하고 참여자들에게 내부 정책 수립 및 준비를 의무화
- 멕시코는 증권협회(AMIB)의 의견을 수렴하여 중앙청산소인 CCV 2023년 7월에 T+1 전환을 공식 발표하였으며 2024년 4월 12일 멕시코 중앙은행과 금융감독원의 허가를 얻음
- 한편, 5월 27일은 미국 시장 휴장일로 평소 대비 거래량이 적어 두 나라 모두 비교적 쉽게 전환할 수 있었으며, 이번 동시 전환으로 북미 자본시장의 통합성과 경쟁력이 강화

□ 영국, 스위스와 유럽연합 등 유럽 지역은 글로벌 시장 정합성과 주식시장 경쟁력 제고를 위해 T+1 전환을 논의해왔으며 불필요한 비용 감소 등을 이유로 2027년 10월 11일 같은 날을 목표로 전환 추진

— 유럽연합위원회(European Commission: EC)는 2025년 2월 12일 증권시장 결제주기 단축을 골자로 하는 CSDR(Central Securities Depository Regulation) 개정안을 발의하고 2027년 10월 11일을 목표 시행일로 제안

2) SEC, 2024. 8. 22, Shortening the securities transaction settlement cycle.

3) 강소현·노성호·정수민, 2024, 『미국 주식시장 결제주기 단축의 영향과 시사점』, 자본시장연구원 이슈보고서 24-10.

4) BNP Paribas, 2024. 9. 23, Global T+1 outlook.

- 시장 및 기술 발달로 2024년 10월 시가총액 기준 세계 시장의 약 60%가 T+1로 전환⁵⁾하면서 유럽과 다른 주요 시장의 결제주기 불일치는 비용 및 비효율성이 증가
 - ESMA(European Securities and Markets Authority)는 2024년 11월 18일 결제주기 단축 권고 보고서를 발표하여 표준 및 절차 정립, 시행, 테스트에 각 1년씩 기간을 두어 약 3년 뒤인 2027년 10월 11일을 목표 시행일로 권고
 - T+1 전환으로 상대방 위험 등의 청산 관련 위험 감소, 필요 증거금 감소를 통한 비용 절감, 거래 후 처리 과정 자동화 향상으로 인한 효율성 증대 등이 기대되며, 저축 및 투자 통합이라는 EU 정책목표 달성에도 기여⁶⁾해 역내 자본시장 활성화에 긍정적 영향이 예상됨
 - 한편, 거래 후 처리 가능 시간 80~90% 단축, 자동화 부족 등으로 증권대차, repo, 환거래, 국경간 거래 등의 업계가 업무 시간 부족 등의 어려움에 직면하겠지만, 이러한 운영상 어려움 중의 일부는 결제주기와 무관하게 개선이 필요한 사항이라고 지적
- 영국은 2022년 12월 Accelerated Settlement Taskforce를 수립하여 T+1 전환을 검토하였으며, 2024년 3월 보고서를 통해 국제시장과의 조화, 시장 회복력 및 신뢰성 제고, 거래 관련 신용위험 및 비용 감소, 거래 후 프로세스 자동화 촉진 등을 이유로 늦어도 2027년 말까지 전환할 것을 권고
- 이후 재무부는 기술 작업반(Technical Group)을 구성하여 2024년 12개의 ‘핵심(critical)’ 과제와 26개의 ‘권장(highly recommended)’ 과제를 담은 보고서를 제출하였으며, 영국 정부는 유럽연합과 동일하게 2027년 10월 11일을 T+1 시행일로 채택
 - 핵심 및 권장 과제에는 결제 범위, 결제 처리 시간 및 절차, 시장 인프라, 데이터 표준, 증권 대차 거래 및 환전에 관한 내용이 구체적인 시작과 마감일을 설정하여 제시됨
 - 영국이 유럽연합과 동일한 전환 날짜 선정에는 주변 시장과의 정합성과 불필요한 비용 감소가 주요 원인으로 작용⁷⁾
- 스위스 증권 후속거래 위원회(Swiss Securities Post-Trade Council; swiss: SPTC)는 2025년 1월 권고문을 통해 영국, 유럽연합과 함께 2027년 10월에 T+1로 전환할 것을 권고
- 연방재무부도 지지하였으며, 증권거래소 운영사인 SIX 그룹이 이를 받아들여 개정 절차에 착수
- 한편, 청산·결제 속도 향상을 위한 시스템 개선 및 인프라 투자는 전반적인 과제로 남아 있음

□ 아시아 지역은 나라별로 상황이 다르며 공통된 전환 목표 시점은 없으나, 각자 검토 및 고려 중이며 인도는 미국보다 빠른 2023년 초 전면적인 T+1 시행

5) European Commission, 2025. 2. 14, T+1 Settlement.

6) 저축 및 투자 연합(Savings and Investment Union: SIU)은 자본의 자유로운 이동 및 시장 통합, 금융 인프라 향상, 투자 장려, 가계 저축의 투자 촉진 등을 목적으로 하며, 결제주기 단축을 통한 결제리스크 감소, 증거금 완화, 자동화 등이 시장 통합, 투자 활성화 및 경쟁력 강화에 도움을 줄 것으로 기대

7) The Accelerated Settlement Taskforce Technical Group, 2025. 2, UK Implementation Plan for first date of trading for T+1 settlement.

- 인도는 2022년 2월부터 종목별 단계적 T+1 전환을 시작하여 2023년 1월 27일 전체 종목에 적용되었으며 더 나아가 인도증권거래위원회(Securities and Exchange Board of India: SEBI)는 2024년 3월부터 25개 종목에 대해 시범적으로 T+0을 적용
 - 초기에는 시가 총액 하위 100개 종목부터 적용하여 시장 혼란을 최소화하였으며, 매일 마감 금요일 500개 종목이 추가되어 최종적으로 약 5,200개 종목에 T+1 결제 적용⁸⁾
 - 인도의 결제주기 단축의 주된 요인은 개인투자자 증대⁹⁾로 인한 거래량 급증 대응 및 결제 인프라 현대화를 통한 글로벌 투자자의 신뢰 제고임¹⁰⁾
 - 다만, 시차 및 환전 시간 부족으로 인한 해외투자자들의 우려가 있었으나 이는 앞서 말한 종목별 단계적 도입을 통해 적용 시간을 부여하여 완화
 - 결제주기 단축으로 미결제 거래 규모가 감소되었으며, 자금 유동성도 증대되어 결제 대응 절차 보완 등의 비용을 상쇄한 것으로 판단
- 일본 금융청은 2024년 7월부터 결제주기 단축에 대한 논의를 시작하였으나 아직 구체적인 목표나 준비 단계는 정해지지 않음¹¹⁾
 - 일본 종합연구소(JRI)는 2024년 10월 보고서를 통해 미결제 위험 감소, 증거금 부담 경감, 결제업무 효율화 등을 제시하며 결제주기 단축을 위한 실질적 검토에 착수해야 한다고 강조¹²⁾
 - 글로벌 정합성도 고려되고 있으나 시차 및 환전으로 인해 거래 사후 처리 시간 부족 문제도 해결해야 함
 - 한편, 일본은 이전 T+3에서 T+2로 전환에도 약 5년의 시간이 걸린만큼 이번 전환에도 이전 사례를 참고하여 충분한 준비를 할 것으로 예상
- 호주는 2024년 업계 의견 수렴을 통해 장기적으로 T+1로의 전환이 필요하지만 현재 진행 중인 청산·결제 시스템 교체사업(CHESS replacement)이 완료된 이후 시점으로 고려
 - CHESS 교체사업은 2026년 도입 예정인 1단계 청산 서비스와 2029년 도입 예정인 2단계 결제 서비스로 이루어져 있으며¹³⁾, 호주증권거래소는 교체 완료 이후 시점으로 T+1 전환 여부를 결정할 것으로 2026년 이후 본격적인 추진 일정이 나올 것으로 예상
 - 미국 등과의 시차로 인한 해외 거래의 청산·결제 처리 시간 부족도 해결해야 할 과제이며, 아시아 주요 시장인 일본, 싱가포르 등이 여전히 T+2를 유지하고 있어 다른 나라들에 비해 글로벌 정합성 측면에서는 여유가 있을 것으로 판단
- 우리나라도 미국의 T+1 전환이 결정되었을 때 관련 논의가 있었으나 현재까지 구체적인 결정 내용이나 추진 현황은 없음

8) GlobalTrading, 2021. 11. 9, India Stock Exchanges to implement T+1 settlement in phases.

9) 2021년 4월부터 12월까지 약 1억 9,000만 개의 신규 계좌가 개설

10) Flow, 2022. 3. 23, India trumpets T+1 settlement.

11) FSA, 2024. 7. 2, Report of the working group on financial markets of the financial system council.

12) JRI, 2024. 10. 10, 株式決済期間短縮 (T+1) に向けた動きと わが国の対応の方向性.

13) ASX, 2024. 8, Considerations for accelerating cash equities settlement in Australia to T+1.

- 다른 아시아 나라와 마찬가지로 시차 및 환전 문제에 따른 외국인 투자자의 불편함을 고려하고 있으며, 국내 시장은 상·하한가 제도를 통해 증권사들의 증거금 부담이 높지 않음
- 다만, 유럽 등 다양한 국가들이 T+1로 전환하여 글로벌 표준으로 자리잡게 된다면 국내에서도 충분한 논의가 이루어질 것으로 예상

〈표 1〉 주요국 주식시장 결제주기 단축 현황

국가	전환 일정	추진 배경	진행 단계
미국	2024. 05. 28	결제리스크 감소, 시장 변동성 대응, 유동성 개선	시행 완료
캐나다, 멕시코	2024. 05. 27	미국 시장과의 연계	시행 완료
유럽연합, 영국, 스위스	2027. 10. 11	글로벌 시장 정합성, 주식시장 경쟁력 제고	추진 중
인도	2023. 01. 27	거래량 증가 대응, 글로벌 신뢰 제고	시행 완료
일본	미정	글로벌 정합성 고려	논의 초기
호주	미정	글로벌 정합성 고려, 시스템 교체 이후 추진 예정	논의 초기

자료: 국가별 자료 저자 취합

- 많은 국가들이 결제주기 단축의 장점에 대해 공감하는 것으로 보이며 앞으로도 추가적인 논의가 나타날 것으로 예상
- 〈표 1〉에서 볼 수 있듯 지역별로 진행 정도에는 차이가 있으며 북미와 유럽은 동시 전환을 통해 비용 감소와 시장 정합성을 추구
 - 아시아 시장은 아직 논의 단계에 있으며 시차 및 환전을 위한 시간 확보가 필수적일 것

연구원 최지운