

# KCGS Report

제15권 3호 | 통권 제182호  
2025. 3.



한국ESG기준원

---

## KCGS Report 제15권 3호

발행일 : 2025년 3월 31일

발행인 : 이 정의

발행처 : 한국ESG기준원

서울시 영등포구 여의나루로 76

TEL: 02-3775-3339 [www.cgs.or.kr](http://www.cgs.or.kr)

제작 : 경성문화사 02-786-2999

등록NO : 영등포, 라00532

---

※ 이 보고서의 견해 및 주장은 필자 개인의 것이며, 한국ESG기준원의 공식적인 견해가 아님을 밝힙니다. 또한, 해당 보고서의 저작권은 한국ESG기준원에 귀속되며, 보고서의 전체 또는 일부를 복제, 송신, 출판, 재배포하거나 기타 방법에 의하여 영리 목적으로 이용할 수 없으며, 상기 저작물을 무단 도용하거나 취득한 정보를 임의 가공할 수 없음을 밝힙니다. 해당 보고서 인용시 반드시 출처를 표시 바랍니다.

# KCGS Report

제15권 3호 | 2025. 3.

## ● ESG 동향

• NET GAIN ESG와 인센티브 거버넌스	2
• XBRL 기반의 지속가능성 정보 공시 동향 - 'IFRS 지속가능성 공시 택소노미'를 중심으로 -	9
• 주식기준보상 현황과 쟁점: RSU를 중심으로 본 보상 적정성 및 지배력 강화 논란	19
• ESG 펀드에 대한 공시기준 도입에 따른 국내 ESG 펀드 공시 현황 2 - ESG 펀드의 기업공시서식에 따른 공시현황 (투자설명서 기준)	33

## ● Global News

1. ShareAction, 2024년 자산운용사 의결권 행사 분석 보고서 발표	59
2. EU, 지속가능성 옴니버스 패키지 발표	62

# NET GAIN ESG와 인센티브 거버넌스

양희원\*

- ▶ 트럼프의 환경정책 후퇴 등 정책 변화에 따른 ESG 경영의 불확실성이 대두되고 있음
- ▶ 이런 상황에서 ESG 경영이 경제적 효익을 줄 수 없다면 지속 가능하기 어려움
- ▶ 구체적으로 ESG 경영이 지속 가능하기 위해서는 도덕적, 윤리적 명분보다는 페널티 거버넌스(비용 위주 통제 구조)가 아닌 인센티브 거버넌스(절감 효과 위주 통제 구조)를 마련할 필요가 있음
- ▶ 이에 대해 정책입안자나 기업이 AI 등을 활용하여 실무적으로 할 수 있는 예시를 함께 제공함

---

### 서론 : 트럼프의 환경정책 후퇴와 NET GAIN ESG의 필요성

- 트럼프의 환경정책 후퇴 - 정책 변화에 따른 ESG 경영의 불확실성 대두
  - 트럼프 정부는 이전 행정부에서 추진했던 친환경 정책을 철회하며, 기업의 ESG 관련 의사결정에 불확실성을 증대시킴
  - ESG 경영은 기업의 지속 가능성을 높이기 위한 핵심 전략으로 자리 잡았지만, 외부 환경 변화에 따라 그 방향성이 쉽게 흔들릴 수 있다는 비판을 받고 있음
  - 이러한 문제의식에 기반하여 지속 가능한 ESG 경영을 추진하기 위해서는 도덕적, 윤리적 명분보다는 명확한 경제적 논리가 필요함
- 비용(C)과 절감 효과(S) - NET GAIN ESG의 결정요소
  - 경제적 논리로 ESG 정책이 지속되려면 ESG 활동으로 인한 수익(G)<sup>1)</sup>이 기업이 부담하는 비용(C)에서 절감 효과(S)를 뺀 값보다 커야 함
  - 이를 수식화하면 다음과 같음 :  $NET\ GAIN = G - (C - S) > 0$
  - 만일, 어떤 ESG 경영 전략을 추진할 때 비용(C)이 발생하나, 절감 효과(S)가 미미하다면 기업은 이를 단순한 규제 부담으로 인식하게 됨
  - 반면, 어떤 ESG 전략의 절감 효과(S)가 확실하며 통제된 비용(C)보다 커서 NET GAIN을 만들어낼 수 있다면, 기업은 이를 지속적으로 추진할 수 있게 됨

---

\* 한국ESG기준원 ESG 평가본부 선임연구원, 미국공인회계사(State of Washington), hwyang@cgs.or.kr

1) 수익(G)의 경우, 일반적으로 ESG 경영에 따른 브랜드 가치 상승 등으로 (+)효과가 예상되나 예측이 어려운 면이 있으므로, 본 보고서에서는 비용(C)과 절감 효과(S)를 위주로 기술하였음

- 페널티 거버넌스 vs 인센티브 거버넌스 - NET GAIN 유도를 위한 통제 구조와 실무례 제시
  - 본 보고서는 NET GAIN을 통해 ESG 경영을 지속하기 위해서는 페널티 거버넌스(비용 위주 통제 구조)가 아닌 인센티브 거버넌스(절감 효과 위주 통제 구조)를 마련해야 한다는 점을 중심으로 논의를 전개함
  - 이를 위해, 본론 1과 2에서는 페널티 기반 거버넌스와 인센티브 기반 거버넌스를 병렬적으로 비교하여, 어떤 구조가 기업의 ESG 경영 지속 가능성을 높일 수 있는지 분석함
  - 또한, 본론 3에서는 정책입안자와 기업이 규제 정립 및 합리화 또는 AI 기술 등을 활용하여 투입되는 비용(C)을 줄이고 절감 효과(S)를 극대화하여 창출한 NET GAIN을 기반으로 ESG 경영을 지속하게 할 유인을 제공하는 실무 예시를 제시함

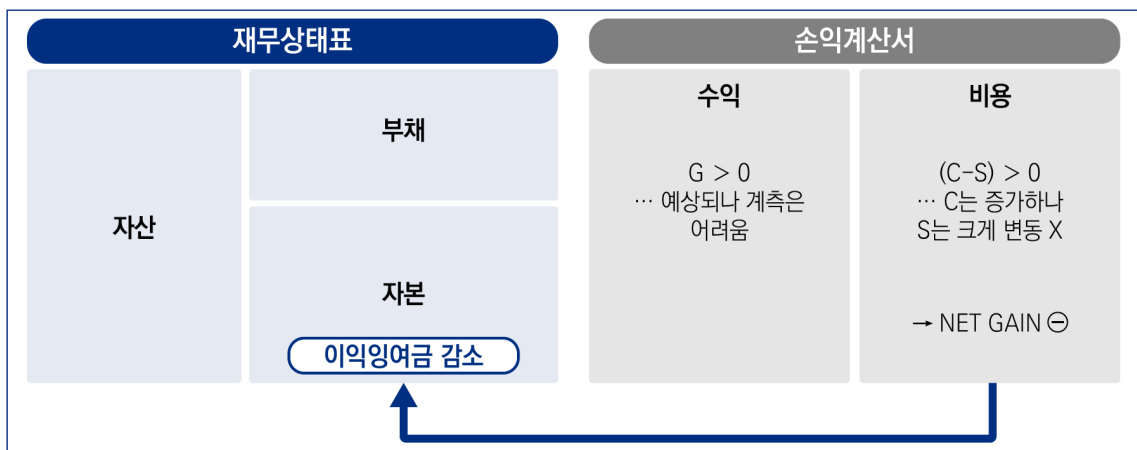
## 본론 1 : 페널티 거버넌스와 NET GAIN ⊖<sup>2)</sup>

- 페널티 중심 ESG 정책의 지속 가능성 문제 - **비용 초과(C)**
  - 본 보고서에서 페널티 거버넌스는 기업이 특정한 행위를 하거나 하지 않으면 벌금 등의 형태로 비용(C)을 유발하는 구조를 말함
  - 경제적으로 ESG 정책이 지속되기 위해서는 기업이 부담해야 하는 비용(C) 대비 절감 효과(S)가 충분해야 하지만, 일부 규제 중심 정책은 이를 충족하지 못함
  - 결국, 페널티 중심으로 설계된 ESG 규제는 기업 입장에서 경제적으로 순이익 감소로 이어지는 구조가 되어 매력이 떨어짐
- 규제가 일관성 없이 적용되는 경우 : ESG 정책 지속 가능성 저해
  - 페널티 거버넌스는 비용(C) 위주 정책이기에 본질적으로 이윤을 추구하는 기업에 매력적이지 못함. 이에 더해, 규제가 일관성 없이 적용되는 경우 지속 가능성은 더 희박해짐
  - 외부 상황 변화에 따라 ESG 규제 도입과 철회가 반복될 경우, 기업들은 매몰되는 불필요한 비용(C)을 추가로 부담해야 하기 때문임
  - 예를 들어, 일회용 컵 보증금제도 의무화, 플라스틱 포장재 사용 제한 의무화, 대형마트 비닐봉투 전면 금지, 종이 영수증의 디지털 전환 의무화, 탄소중립 차량 의무 판매 할당제 등의 의무 사항 위주 정책은 도입이 반복적으로 유예, 취소, 재도입되고 있으며 이런 상황에서 기업은 추가 대응 비용을 감당할 유인을 잃게 됨<sup>3)</sup>

2) NET LOSS가 더 정확한 표현이나 본 보고서에서는 이해 목적상 수익의 결핍값이 음의 값이라는 뜻으로 'NET GAIN ⊖'로 표기함

3) 본문의 예시는 특정 국가의 특정 사례를 말하는 것이 아니며, 개별 상황에 따라 반드시 나쁜 영향만을 준다는 것은 아님

- 페널티 거버넌스로 인한 NET GAIN ⊖가 재무제표에 미치는 부정적 영향
  - 재무제표상에서, 규제 중심 ESG 정책은  $NET\ GAIN = G - (C - S) < 0$ 의 구조를 형성하며, 기업의 순이익에 악영향을 미칠 가능성이 큼
  - 수익(G): ESG 경영에 따른 브랜드 가치 상승 등으로 (+)효과 예상되나 계측 어려움
  - 비용(C): 규제 의무 사항 대응을 위한 비용 발생
  - 절감 효과(S): 규제 준수에 따른 절감 효과는 미미하여 변동 거의 없음

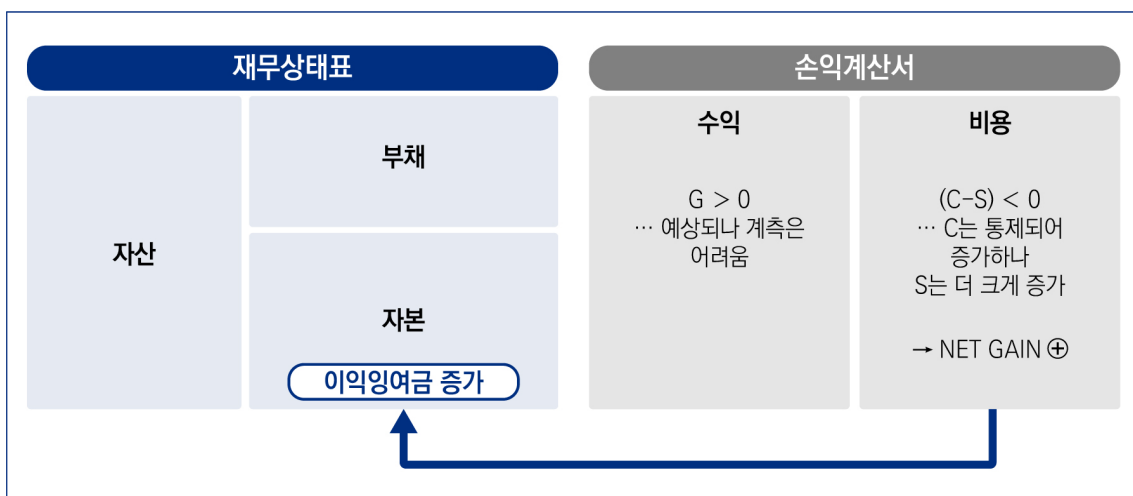


- 소결 1 : 지속 가능한 ESG 경영을 위해 페널티 거버넌스 지양 필요
  - 기업이 ESG 경영을 지속하기에 규제 중심 페널티 거버넌스는 적합하지 않음
  - 페널티 거버넌스가 일관성이 없이 시행된다면 지속 가능성은 더 저해될
  - 규제 중심 페널티 거버넌스가 아닌 다른 접근이 바람직하며, 특히 일관성이 없는 페널티 거버넌스는 더욱 지양되어야 함

## 본론 2 : 인센티브 거버넌스와 NET GAIN ⊕

- 인센티브 거버넌스의 지속 가능성 - 절감 효과(S)
  - 본 보고서에서 인센티브 거버넌스는 기업이 특정한 행위를 하거나 하지 않으면 세제 혜택, 원가절감 등 절감 효과를 볼 수 있는 구조를 말함
  - 경제적으로 ESG 정책이 지속 가능하려면, 기업이 부담하는 비용(C)보다 절감 효과(S)가 커야 함 ( $(C - S) > 0$ )
  - 경제적 유인이 구조적으로 발생하는 인센티브 거버넌스는 기업의 순이익에 긍정적 영향을 미치기 때문에 그 자체로 ESG 경영을 자발적으로 선택할 유인을 제공함

- 규제가 일관성 없이 적용되는 경우 : ESG 정책 지속 가능성 유지 유인
  - 인센티브 거버넌스는 절감 효과(S) 위주 정책이기에 본질적으로 기업에 매력적인 선택지임. 정책이 일관성 없이 적용되더라도 절감 효과(S)가 있다면 어느 정도 추가 비용(C)을 상쇄할 수 있으므로 여전히 ESG 경영을 지속할 유인이 있음
  - 그뿐만 아니라, ESG 경영이 기업의 장기적인 비용 절감, 시장 내 경쟁력 강화, 투자자 선호 등의 요인을 통해 자체적으로 경제적 유인을 창출한다면, 정책 변화로 인센티브 지급 방식이 변하더라도 지속될 가능성이 더욱 큼
  - 예를 들어, 친환경 차 보조금 및 세제 혜택, 재생에너지 REC 거래제도, 폐기물 에너지화, RE100 캠페인 참여 기업에 대한 금융지원 등 기업이 인센티브를 직접 받아 가거나 매출원가를 줄이는 등 절감 효과를 볼 수 있는 구조는 다수 국가에서 자리 잡아 기업이 ESG 경영을 지속할 유인을 제공하고 있음<sup>4)</sup>
  - 이러한 정책들은 기업이 ESG 경영을 통해 실질적인 경제적 절감 효과(S)를 누릴 수 있도록 설계되었다는 공통점이 있음
  
- 인센티브 거버넌스로 인한 NET GAIN ⊕가 재무제표에 미치는 긍정적 영향
  - 재무제표상에서, 인센티브 기반 ESG 정책은  $NET\ GAIN = G - (C - S) > 0$ 을 실현하며, 기업의 순이익 증가로 이어질 가능성이 큼
  - 수익(G): ESG 경영에 따른 브랜드 가치 상승 등으로 (+)효과 예상되나 계측 어려움
  - 비용(C): 초기 대응 비용 존재하지만, 정책 설계를 통해 일정 수준에서 통제 가능
  - 절감 효과(S): 세제 혜택, 금융지원, 비용 절감 효과가 경제적 효익으로 직접 작용



4) 본문의 예시는 특정 국가의 특정 사례를 말하는 것이 아니며, 개별 상황에 따라 반드시 나쁜 영향만을 준다는 것은 아님

- 소결 2 : 지속 가능한 ESG 경영을 위해 인센티브 거버넌스 지향 필요
  - 기업이 ESG 경영을 지속하려면 절감 효과(S)가 명확한 인센티브 거버넌스가 적합함
  - 어느 정도 절감 효과(S)가 보장된다면 정책 방향의 변화가 있어도 ESG 경영의 지속 가능성을 유지하기 유리함
  - 따라서, 기업이 외부 환경과 관계없이 ESG 경영을 지속할 수 있도록 유도하기 위해서는 절감 효과(S)를 극대화하는 인센티브를 받을 수 있도록 구조 설계 필요

**본론 3 : NET GAIN 창출을 위한 실무 적용 예시**

- (페널티 거버넌스 제거) 정책입안자 - 규제 정립 및 합리화를 통한 C 최소화
  - … 규제 정립 및 합리화 ▶ C의 최소화 ▶ ESG 경영 지속 가능
  - ESG 경영이 지속 가능하게 하려면, 기업이 부담하는 비용(C)을 최소화하는 방향으로 정책이 설계되는 것이 유리함. 따라서, 불필요한 규제 요소를 정리하고, 기업이 감당할 수 있는 수준에서 ESG 공시 및 운영 기준을 마련하는 것이 한 가지 방법이 될 수 있음

(예시) ESG 공시 표준화 및 비용 절감

구분	AS-IS	TO-BE
추진 방향	지속가능경영보고서 작성 시 불필요한 디자인·마케팅 요소 포함시키는 업계 관행 존재	디지털 공시 의무화(PDF 형태 간단 제출), 중소·중견기업 대상 차등 공시 규정 도입
▼	▼	▼
결과	과도한 작성 비용 발생, 외부 컨설팅 비용(C) 부담 증가	기업 공시 비용(C) 최소화

- (인센티브 거버넌스 참여) 기업 - AI분석툴<sup>5)</sup>을 활용한 정보 공개 개선으로 감사 비용 절감
  - … AI분석툴 활용 ▶ 적은 비용(C)으로 정보 공개 개선 ▶ 감사비용 절감(S) ▶ ESG 경영 지속 가능
  - 기업이 비용(C) 대비 절감 효과(S)가 큰 ESG 경영 전략을 추진한다면 지속 가능하여질 유인이 있음. 따라서, AI 분석툴을 활용해 투입 비용(C) 대비 절감 효과(S)를 극대화하고, ESG 경영을 지속할 수 있는 유인을 확보하는 것이 한 가지 방법이 될 수 있음

5) 세부 내용은 부록(AI분석툴을 활용한 최소 비용 감사인 지정제 유예 선정 전략 (예시)) 참고

(예시) AI분석툴 활용을 통한 감사 비용 절감

구분	AS-IS	TO-BE
추진 방향	감사인 지정제 도입이 되어 감사보수 협상력 낮아짐	AI분석툴을 통해 낮은 비용(C)으로 정보 공개 개선하여 감사인 지정제 유예 추진
결과	감사 비용 증가	감사인 자유선임으로 감사보수 협상력 제고되어 적정수준 감사 비용 지출(S)

**결론 : NET GAIN이 가능한 인센티브 거버넌스 구축 필요**

- ESG 경영의 지속가능성을 위해서는 명분으로 밀어붙이는 구조가 아닌, 기업이 외부 환경 변화에도 일관되게 ESG를 추진할 경제적 유인이 있는 인센티브 거버넌스가 필요함
- NET GAIN을 유도할 수 있는 제도와 경영환경이 설계되어, 기업이 부담하는 비용(C)은 줄이고 절감 효과(S)는 극대화하는 구조가 마련되어야 함
- 궁극적으로 이를 통해 기업, 정부, 이해관계자 모두가 윈윈할 수 있음

**부록 : AI 분석툴을 활용한 감사인 지정제 유예 제도 대응 전략 (예시)**

- 감사인 지정제 유예 제도 운영 현황
  - 감사인 선임 시 감사보수 정보를 분석한 후 회사 홈페이지에 공개하여 정보 공개 수준을 개선하면, 평가 12번 항목<sup>6)</sup>을 통해 100점을 추가로 얻어 감사인 지정제 유예 기준 점수인 800점에 도달하는 것에 도움이 될 수 있음
- 감사인 지정제 유예 제도 대응을 위한 AI분석툴 (GPTs)<sup>7)</sup>
  - AI분석툴(GPTs)을 활용해 낮은 비용으로 추정 감사투입시간·감사보수를 추정하여 감사위원회 보고를 거친 뒤 홈페이지에 게시 가능
  - 추정 감사투입시간 산출 GPTs  
<https://chatgpt.com/g/g-67b2d64f3a4c8191a2def199b548737f-cujeong-gamsat-uibsigan-sancul>

6) (평가12) 회사가 공모(2주 이상 공고 필요)를 통해 외부감사인을 선임하면서 감사보수 정보(①또는② 방법)를 회사 홈페이지에 공개  
 ① 회사 추정 감사투입시간·감사보수(하한·상한·기준치 모두 가능)를 감사위원회 보고를 거쳐 제시한 경우 100점 부여  
 ② 최근 3년간 예정 실제 감사 투입시간 및 감사보수, 향후 감사투입에 영향을 미칠 수 있는 중요사항\* 을 감사위원회 보고를 거쳐 기재한 경우 60점 부여  
 7) GPTs 활용을 위해서는 구독이 필요하며, 필요시 GPT와 추가 대화를 통해 기업 사정에 맞게 응용 가능

- 사용 방법 : 감사보고서에 있는 감사참여자 구분별 인원수 및 감사시간을 단순히 붙여 넣으면 감사위원회 보고용 결과물을 출력
- 시연 영상: <https://youtube.com/shorts/xwAMObx-Dwk?feature=share>

○ 추정 감사보수 산출 GPTs

<https://chatgpt.com/g/g-67b2d64f3a4c8191a2def199b548737f-cujeong-gamsatuibsigan-sancul>

- 사용 방법 : 사업보고서에 있는 감사용역 체결 현황을 단순히 붙여 넣으면 감사위원회 보고용 결과물을 출력
- 시연 영상: <https://youtube.com/shorts/ks8BJqwultA?feature=share>

---

---

## ESG 동향

# XBRL 기반의 지속가능성 정보 공시 동향 - 'IFRS 지속가능성 공시 택소노미'를 중심으로 -

정선아\*

- ▶ 국내 XBRL 공시는 2012년 상장사 재무제표 공시 의무화를 시작으로 점진적으로 확대되고 있으며, XBRL 공시의 디지털화 및 표준화는 더욱 강조될 전망이다
- ▶ 현재까지 XBRL 공시 의무는 재무정보에 한정되어 있으나, ESG 등 비재무적 정보 공시에 XBRL 활용 가능성이 주목되고 있음
- ▶ 최근 IFRS의 '지속가능성 공시 택소노미' 발표와 더불어 선제적인 XBRL 지속가능성 정보 공시 사례 등이 확인되고 있으며, 이에 대한 분석을 통해 우리나라 기업 ESG 공시 실무의 적용방안을 확인하고, 향후 정책 방향에 대한 유의미한 시사점을 제시하고자 함

---

---

### 들어가며

- 투명한 정보 공시는 투자자를 비롯한 이해관계자의 신뢰 확보 및 기업가치 제고에 필수요소로, 이러한 정보의 효율적인 제공 및 활용을 위해서는 표준화된 형식의 데이터 확보가 중요함
- 공시 데이터 표준화 요구에 대응하여 주요국을 중심으로 XBRL\*기반의 재무정보 공시가 이루어지고 있으며, XBRL 시스템 도입이 확산되고 있음
  - \* XBRL(eXtensible Business Reporting Language) : 기업 재무정보의 용이한 생성, 보고, 분석 등을 목적으로 1999년 미국공인회계사회(AICPA)가 개발한 재무보고용 국제표준 전산언어
- XBRL 기반의 표준화된 재무제표 및 주식 공시를 통해 이해관계자의 재무분석 비용 절감이 기대되며, 표준 데이터에 내장된 연상기능을 활용하여 재무제표·주식 간 상이한 내용을 식별하는 등 재무정보의 정확도를 제고할 수 있음<sup>1)</sup>
  - 외국인 투자자의 경우, 영문 IR보고서 등 후행자료에 의존하던 한계에서 벗어나 재무제표 등을 신속하게 변환/가공할 수 있어 효율적인 정보 이용이 가능함
  - 정부 및 규제당국은 표준화된 기업 데이터를 기반으로 중장기 추세분석, 유사집단 비교분석 등을 통한 효율적인 감독 업무 수행과 보다 신속·정확한 리스크 식별 및 대응을 기대할 수 있음

---

\* 한국ESG기준원 ESG 평가본부 연구원, sac@cgs.or.kr

1) 금융감독원, 2025.01, "금융감독원 DART XBRL재무제표 본문·주석 작성가이드"

- 우리나라는 지난 2012년부터 XBRL 기반의 상장사 재무제표 공시 의무화를 시작으로, 기업 규모와 유형에 따라 XBRL 활용을 단계적으로 확대하고 있음
  - 2007년, 금융감독원과 한국거래소는 효율적인 기업 재무정보 관리를 목적으로 XBRL 도입을 추진한 바 있으며, 2012년 4월, 유가증권시장 및 코스닥 상장사의 XBRL 재무제표 공시가 의무화되었음
  - 2023년부터 금융업 및 비상장 대기업을 대상으로 재무제표 주석의 XBRL 태깅 적용이 의무화되었으며, 2025년까지 단계적으로 중소기업 및 비상장사의 XBRL 주석 공시 적용이 확대될 예정임
- 그러나 현재의 ESG 공시 체계 하에서는 정보의 비교가능성·정보수집 및 관리·신뢰도 등 크게 3가지 관점에서 ESG 정보 표준화 노력에 어려움이 존재함
  - **(비교가능성)** 각 기업이 준용하는 ESG 공시 기준 및 프레임워크가 상이하며, 동일한 활동지표에 대하여 내부적·자체적으로 산식을 마련하는 등 외부 이해관계자가 동일산업 내 기업 ESG 성과를 정확히 비교하기 어려움
    - **(현재)** 각 기업의 ESG 데이터가 PDF, HTML, Excel 등 다양한 형식으로 제공되어 분석에 상당한 Resource 소요 → **(개선)** XBRL을 활용한 구조화된 ESG 데이터 공시 필요
  - **(정보 수집 및 관리)** ESG 데이터는 재무정보와 비교하여 비정형적이며, 정성적(Narrative) 서술이 다소 포함되어 있어 정보의 수집 및 관리가 상대적으로 어려움
    - 기업 실무자가 다양한 ESG 공시 기준 및 보고 요구사항(GRI, TCFD, SEC 규정 등)에 대응하는 과정에서 공시 데이터 형태의 일관성이 저하될 우려가 있음
  - **(신뢰도)** 기업 자율적으로 산출, 공시한 데이터에 대한 외부 전문가의 검증 절차 부재로 ESG 데이터에 대한 신뢰도가 상대적으로 낮고, 일부 기업이 ESG 성과를 과장하거나 불완전한 정보를 제공할 가능성(Green-washing)이 존재함<sup>2)</sup>
- 이러한 기존의 한계 극복을 위한 대안으로 XBRL 기반의 ESG 정보 공시 체계 도입이 제시되고 있음
  - XBRL 기반의 데이터 구조화를 통해, ESG 정보의 표준화 및 비교가능성 제고를 기대할 수 있음
  - 기존 PDF나 Excel 기반의 비정형적 공시 방식은 데이터 검증 및 분석에 상당한 제약을 야기하고 있으나, 향후 자동화된 데이터 처리를 통해 정보 수집 및 분석 시 발생 가능한 오류(Human Error) 최소화가 가능함
  - 기존 재무정보와의 정합성 요구를 충족하고, 국제 주요 공시 기준 및 이해관계자의 요구사항 충족에 기여함

2) ESG 경제, 2023.5.23., "국내 기업 ESG 공시 인증엔 열심...신뢰도는 낮아", <https://www.esgeconomy.com/news/articleView.html?idxno=3651>

- 상기의 배경을 바탕으로 본 고는 최근 IFRS 지속가능성 공시 택소노미를 포함한 주요 사례분석을 통해 XBRL 기반 ESG 정보 공시의 실무 적용방안을 제시하고자 함

## 본론

### 1. 'IFRS 지속가능성 공시 택소노미'보고서의 주요내용

- 2024년 국제지속가능성기준위원회(ISSB)는 기업이 공시하는 지속가능성 관련 정보 분석의 효율성 제고를 목적으로 'IFRS 지속가능성 공시 택소노미<sup>3)</sup>(IFRS Sustainability Disclosure Taxonomy)'를 발표하였음<sup>4)</sup>
- IFRS 지속가능성 공시 택소노미는 IFRS 재무보고 택소노미<sup>5)</sup>(Accounting Taxonomy)와 유사한 구조를 따라 일관성을 유지하도록 설계되었으며, 기존 IFRS 지속가능성 공시기준 S1 및 S2의 공시 요구사항을 준용함
- 한편, 정보이용자 등의 이해도 및 편의성 제고를 위하여 기존의 기준서가 요구하는 공시 관련 사항을 XBRL 태깅을 위한 요소(엘리먼트, Element)의 형태로 구조화하여 제시하고 있으며, XBRL 태깅으로 도출된 결과 데이터의 예시를 함께 제시함

### 2. XBRL 태그의 기본 구조

- XBRL의 기본 구조는 모든 기업 정보에 대하여 그 내용과 특징을 나타내는 태그(Data Tag)를 붙이는 방식으로 볼 수 있음
- 즉, XBRL 태그는 아래 [그림 1]과 같이 “엘리먼트(Element)” + “값(Value)”의 형태로 구성되며, 다음과 같은 형태로 표현 가능함

[그림 1] XBRL 코드로 표현한 온실가스 배출량 데이터

```
<GHG.Scope1.Emissions> 1,500,000 </GHG.Scope1.Emissions>
```

- 이때, <GHG.Scope1.Emissions>는 Scope1 배출량의 XBRL 태그로, 이후의 숫자 '1,500,000'은 해당 태그에 대한 값을 의미함
- 따라서, 위와 같은 형태의 XBRL 태그를 통해 정보이용자는 Scope 1 배출량이 1,500,000임을 해석할 수 있음

3) 택소노미(Taxonomy) : XBRL 태그의 모음으로, 특정 보고 기준(IFRS, CSRD 등)에 맞게 구성된 데이터 체계를 의미

4) IFRS, 2024.4.30., "IFRS Sustainability Disclosure Taxonomy 2024"

5) ISSB에서 발간한 재무보고 목적의 디지털 분류체계

- 아래 <표 1>에 제시된 바와 같이, 각 공시 항목은 XBRL 택소노미에 따라 표준화된 엘리먼트로 정의 및 구조화되어 표현 가능함

<표 1> IFRS의 주요 공시 항목과 XBRL 태그 리스트

공시 항목	엘리먼트	예시 값	단위
기후 변화로 인한 예상 매출 감소율	ClimateRisk. RevenuImpact	-10	%
탄소중립(Net Zero) 목표 연도	ClimateStrategy. NetZeroTargetYear	2040	연도

- 상기의 태그분류 예시를 활용하여, 정보제공자는 아래와 같은 방식으로 최종 데이터를 입력/기록할 수 있음

[그림 2] IFRS 주요 공시항목에 대한 XBRL 태그 예시

```

<ClimateRisk>
  <RevenuImpact unit="%>-10</RevenuImpact>
</ClimateRisk>
<ClimateStrategy>
  <NetZeroTargetYear>2040</NetZeroTargetYear>
</ClimateStrategy>
    
```

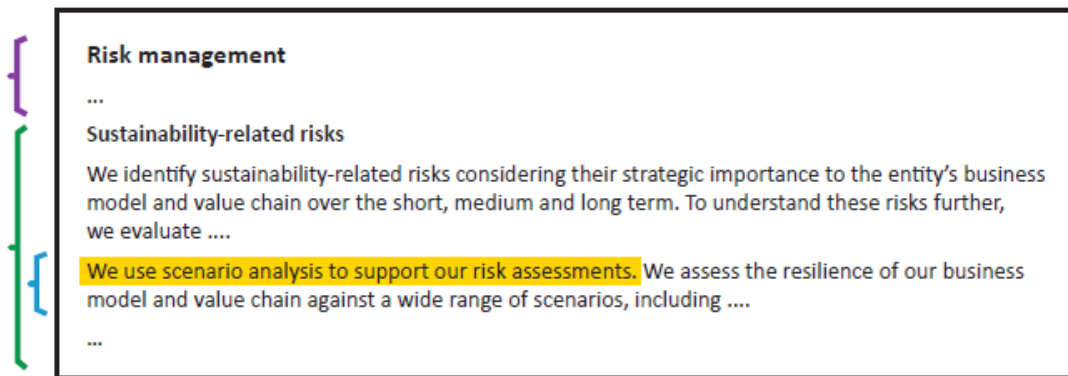
### 3. 기업 공시 프로세스로의 적용

- XBRL 기반의 ESG 정보 공시 프로세스는 아래와 같음
  - **XBRL 택소노미 선택 및 매핑** - 다수의 XBRL 택소노미(분류체계)가 존재하며, 기업은 각자의 경영환경 등을 고려하여 공시에 가장 용이한 XBRL 택소노미를 선택할 수 있음
    - 특히 범용성이 높은 택소노미로는 IFRS 지속가능성 공시 택소노미(ISSB S1 & S2 기반), EFRAG의 ESRS 택소노미, 미국 SEC의 XBRL 택소노미(기후관련 공시에 적용 예정) 등이 있음
    - 적합한 XBRL 택소노미 선택 후, 기존 지속가능성 보고서의 항목을 해당 택소노미의 태그와 매핑하여 구조화된 데이터를 생성함
  - **iXBRL 문서 생성** - XBRL 태깅된 지속가능성 공시 정보를 XHTML 형식의 보고서로 변환하여 생성함
    - 다양한 XBRL 소프트웨어(Workiva, CoreFiling, Arelle 등)를 활용하여 자동화된 태깅이 가능함
  - **보고서 검증 및 제출** - 각 기업은 공시 데이터의 정확성 및 일관성을 검증해야 하며, 규제기관 등의 요구사항 충족 여부를 지속 확인해야 함

#### 4-1. XBRL 태그를 활용한 위험관리 활동 공시 예시 - 기후 관련 Narrative 공시

- IFRS의 '지속가능성 공시 택소노미'에 제시된 사례를 통해, 구체적인 XBRL 태그 활용방안을 확인할 수 있음
- 지속가능경영보고서에 포함되는 비재무적 ESG 정보는 주로 정성적 서술 또는 비정형적 정량지표로 구성되어 있어, 데이터에 대한 비교분석이 어려운 한계가 존재함
- 아래 예시의 지속가능경영보고서 본문에서는 기업 환경경영에 대한 활동 정보가 정성적으로 서술되어 있음

[그림 3] 기후 관련 Narrative 공시에서 태깅하기



- 정보이용자가 지속가능경영보고서 본문 내 다양한 데이터 중 특정 환경 실적 관련 정보를 효과적으로 추출하기 위해서는, 먼저 택소노미에 정의된 요소(Element Label)를 확인하고, 해당 분류 체계에 따라 데이터를 체계적으로 정렬해야 함
- 아래 [그림 4]는 IFRS에서 요구하는 공시 요구사항을 Element Label로 분류한 후 각 XBRL 태그와 매핑한 결과로, 이를 통해 본문 데이터에 적합한 태그를 지정할 수 있음

[그림 4] 기후 관련 공시 요구사항에 대한 XBRL 태그 리스트

Element label and reference	ET <sup>47</sup>
Processes and related policies to identify, assess, prioritise and monitor risks (IFRS S1.44(a), IFRS S2.25(a))	TB
Whether and how scenario analysis used to inform its identification of risks (IFRS S1.44(a)(ii), IFRS S2.25(a)(ii))	TB
Entity uses scenario analysis to inform identification of risks (IFRS S1.44(a)(ii))	B
Other disclosures about risk management (IFRS S1.43, IFRS S2.24)	TB

- 정보제공자와 정보이용자는 Element Label에 대한 유형 분류를 통해 비정형적 성격의 ESG 데이터를 범주화하여 처리/분석할 수 있음

- 예컨대 [그림 4]의 택소노미는 ‘Element Label and Reference’와 ‘ET’로 구성되어 있으며, 좌측 열(Element Label and Reference)에는 IFRS S1/S2의 특정 요구사항에 대한 분류 및 참조를, 우측 열(ET)에는 각 Element Label의 성격을 나타내고 있음
  - 우측 열의 ‘TB’는 텍스트 블록으로 표현된 정성적 정보를, ‘B’는 Boolean (참/거짓)의 값을 가지는 데이터 유형을 의미함

[그림 5] 태깅된 정보의 결과 값

Element	Value
Other disclosures about risk management (IFRS S1.43, IFRS S2.24)	<b>Risk management</b> ...
Processes and related policies to identify, assess, prioritise and monitor risks (IFRS S1.44(a), IFRS S2.25(a))	<b>Sustainability-related risks</b>  We identify sustainability-related risks considering their strategic importance to the entity’s business model and value chain over the short, medium and long term. To understand these risks further, we evaluate ....  We use scenario analysis to support our risk assessments. We assess the resilience of our business model and value chain against a wide range of scenarios, including ....  ...
Whether and how scenario analysis used to inform its identification of risks (IFRS S1.44(a)(ii), IFRS S2.25(a)(ii))	We use scenario analysis to support our risk assessments. We assess the resilience of our business model and value chain against a wide range of scenarios, including ....
Entity uses scenario analysis to inform identification of risks (IFRS S1.44(a)(ii))	True

- [그림 3] 보고서에서 정성적으로 서술된 정보는 [그림 4]의 태그 리스트를 활용하여 [그림 5]와 같은 데이터베이스 형태의 최종 산출물로 재구성될 수 있음
  - 기존 지속가능경영보고서에 포함된 비정형 데이터는 각 Element에 따라 재분류되어 우측 ‘Value’열에 정리되며, 보다 효율적인 데이터 식별·관리 등이 가능함

4-2. XBRL 태그를 활용한 위험관리 활동 공시 예시 - 다차원적 데이터 공시

- 아래의 예시는 XBRL 태그의 다차원적 분류구조를 통해 각 위험과 기회에 대한 정보를 기록한 사례임
- ESG 데이터의 특성상, 동일한 데이터 요소(Element)를 공유하는 경우에도 서로 다른 내용의 정보가 병렬적으로 기재될 수 있음

- 따라서 동일한 데이터 요소(Element)에 포함된 병렬 데이터를 중복 없이 모두 표현하기 위해서는 다차원적인 분류구조를 활용할 수 있음

[그림 6] 위험 및 기회 관련 다차원적 데이터 공시

Sustainability-related risks and opportunities	
...	
<b>W</b>	<b>Water quality regulation</b>
	Stricter water quality regulation might require us to replace some equipment used in our water treatment plants.
<b>W</b>	We expect the effect of this risk to occur in the <b>short term</b> .
<b>W</b>	We assess that water quality regulation risk can affect particular parts of our business model because ....
<b>Flooding</b>	
<b>F</b>	Flooding might disrupt the availability of our water treatment plants.
	We identify flooding as a <b>climate-related physical risk</b> .
<b>F</b>	We expect the effect of this risk to occur in the <b>short term, growing in severity in the medium term</b> .
<b>F</b>	We assess that disruption caused by flooding can affect particular parts of our business model because ....

- [그림 6]은 환경 관련 위험과 기회에 대한 다양한 정보 가운데 ‘수질규제’(W)와 ‘홍수’(F) 등 두 가지 위험요소에 대한 정보를 병렬적으로 나열하고 있음

[그림 7] 위험 및 기회 관련 공시 요구사항에 대한 XBRL 태그리스트

			Risks and opportunities [domain] representing 'overall'	
			Entity-specific elements identifying each risk and opportunity:	
	Element label and reference	ET <sup>54</sup>	'Risk and opportunity X'	'Risk and opportunity Y'
	Description of risk or opportunity (IFRS S1.30(a), IFRS S2.10(a))	TB		
	Topic(s) of risk or opportunity (IFRS S1.30(a), IFRS S2.10(a)) <sup>55</sup>	EE-M	<input type="checkbox"/> Climate topic	<input type="checkbox"/> Climate topic
	Category of climate-related risk (IFRS S2.10(b))	EE-S	<input type="checkbox"/> Physical risk <input type="checkbox"/> Transition risk	<input type="checkbox"/> Physical risk <input type="checkbox"/> Transition risk
	Time horizon(s) over which effects of risk or opportunity could reasonably be expected to occur (IFRS S1.30(b), IFRS S2.10(c))	TB		
	Time horizon(s) over which effects of risk or opportunity could reasonably be expected to occur (IFRS S1.30(b), IFRS S2.10(c))	EE-M	<input type="checkbox"/> Short term <input type="checkbox"/> Medium term <input type="checkbox"/> Long term	<input type="checkbox"/> Short term <input type="checkbox"/> Medium term <input type="checkbox"/> Long term
	Current and anticipated effects of risks and opportunities on business model and value chain (IFRS S1.32(a), IFRS S2.13(a))	TB		

- ‘수질규제’와 ‘홍수’는 유사한 성격을 가진 위험 및 기회 요인이므로 동일한 Element Label에 분류되어 정보의 구분이 어려울 수 있으나, ‘Risk and Opportunity X’, ‘Risk and Opportunity Y’와 같이 위험과 기회를 병렬적으로 나열함으로써 데이터가 중복되지 않도록 다차원적으로 정리할 수 있음
- 또한 [그림 7] ET의 EE (Extensible Enumeration) 요소는 사전에 정의된 값 목록을 기반으로 데이터를 분류할 수 있도록 설계된 데이터 표시 유형임
  - 이러한 기능은 비정형적이고 구조화되지 않은 데이터를 일정한 형태로 변환하여 데이터가 특정 항목에 포함되는지 여부를 범주화함으로써, 정성적 데이터의 성격을 대략적으로 파악할 수 있게 함

[그림 8] 태깅된 정보의 결과 값

Element	Water quality regulation [member]	Flooding [member]
	<b>Value</b>	
Description of risk or opportunity (IFRS S1.30(a), IFRS S2.10(a))	<b>Water quality regulation</b> Stricter water quality regulation might require us to replace some equipment used in our water treatment plants.	<b>Flooding</b> Flooding might disrupt the availability of our water treatment plants. We identify flooding as a climate-related physical risk.
Topic(s) of risk or opportunity (IFRS S1.30(a), IFRS S2.10(a))	-	Climate topic
Category of climate-related risk (IFRS S2.10(b))	-	Physical risk
Time horizon(s) over which effects of risk or opportunity could reasonably be expected to occur (IFRS S1.30(b), IFRS S2.10(c))	We expect the effect of this risk to occur in the short term.	We expect the effect of this risk to occur in the short term, growing in severity in the medium term.
Time horizon(s) over which effects of risk or opportunity could reasonably be expected to occur (IFRS S1.30(b), IFRS S2.10(c))	Short term	Short term Medium term
Current and anticipated effects of risks and opportunities on business model and value chain (IFRS S1.32(a), IFRS S2.13(a))	We assess that water quality regulation risk can affect particular parts of our business model because ....	We assess that disruption caused by flooding can affect particular parts of our business model because ....

- [그림 6]의 공시 정보는 [그림 7]의 태그 리스트를 활용하여 [그림 8]과 같은 데이터베이스 형태의 최종 산출물로 재구성될 수 있음
  - 위 예시는 동일한 구조의 데이터를 다차원적 분류체계를 활용하여 유연성과 정확성을 높임으로써, 복잡하고 다양한 보고 요구사항을 효과적으로 충족할 수 있음을 보여줌

- 제시된 방식의 XBRL 적용을 통해 기업은 데이터 수집 및 관리를 효율화하고 신뢰도 높은 ESG 정보 공시를 실현할 수 있을 것으로 기대함<sup>6)</sup>
  - 특히 ESG 정보를 다양한 보고 목적에 맞게 재가공해야 하는 번거로움을 최소화하고, 회사 내부적으로 일관된 형식의 데이터를 신속하게 수집·가공할 수 있음
- 데이터 수집 및 관리에 어려움을 겪는 기업이나, 공급망 규모가 큰 기업은 XBRL 택소노미를 활용하여 기존 공시 정보를 체계적으로 매핑하여 관리할 것을 권장함

### 5-1. 해외 XBRL 지속가능성 정보 공시 동향 - 美 증권거래위원회(SEC)

- SEC는 2022년 “기후변화 공시 규칙(Climature Disclosure Rule)” 발표를 통해 iXBRL을 활용한 비재무정보 공시를 예고하였음<sup>7)</sup>
  - iXBRL (Inline XBRL) : XBRL 태그를 HTML 문서에 포함하여 기계와 사람 모두가 읽을 수 있도록 가독성을 향상한 형식
- SEC는 iXBRL 태깅방법 관련하여 상세 태깅, 블록 텍스트 태깅, 혼합 접근 방식 등의 다양한 접근방안을 고려하고 있으며, 이에 대한 이해관계자 의견을 수렴하고 있는 단계임
  - 상세 태깅 (Detailed Tagging) : 모든 수치 데이터에 대해 상세한 태깅을 요구하는 방법
  - 블록 텍스트 태깅 (Block Text Tagging) : 특정 내러티브 정보 블록에 대한 태깅만 요구하는 방법
  - 혼합 접근 방식: 수치 데이터에는 상세 태깅을, 내러티브 정보에는 블록 텍스트 태깅을 적용하는 방법
- SEC는 2024년 “2025 SEC Taxonomy” 초안 공개를 통해, 기존 재무정보에 한정되었던 택소노미에 환경 크레딧 관련 신규 요소를 추가하였으며, 향후 기후 관련 공시를 위한 XBRL 택소노미를 수립할 예정임<sup>8)</sup>

### 5-2. 해외 XBRL 지속가능성 정보 공시 동향 - EU CSRD

- EU 증권시장감독청(ESMA)은 2020년부터 재무제표 본문 내 XBRL 적용을 의무화하고 있으며, ESEF (European Single Electronic Format) 요건에 따른 재무보고를 요구하고 있음
- 나아가 EU는 ERSR(European Sustainability Reporting Standards)<sup>9)</sup> 기반 지속가능성 정보 공시에 대한 XBRL 적용을 목표하고 있음

6) XBRL International 공식 홈페이지, <https://www.xbrl.org/>

7) SEC, 2024.3.6., “Climate disclosure rule”

8) SEC 보도자료, 2024.12.20., “Proposed Updates for Future Version of U.S. GAAP Financial Reporting Taxonomy Related to Proposed ASU on Environmental Credits and Environmental Credit Obligations”, <https://www.sec.gov/newsroom/whats-new/2412-proposed-updates-future-version-us-grt-2>

9) ERSR는 CSRD 이행을 위한 세부적인 공시기준으로, 기업이 공개해야 할 지속가능성 정보에 대한 구체적인 지침을 제공함

- 유럽 재무보고자문그룹(EFRAG)은 ESRS Set 1에 대한 XBRL Taxonomy를 개발하였으며, ESMA는 해당 택소노미를 기반으로 지속가능성 공시 정보에 태그를 지정하기 위한 RTS 초안을 개발 예정임<sup>10)</sup>
- EFRAG의 택소노미는 ESRS의 각 공시 요구사항 및 데이터 요소를 XBRL 택소노미에 매핑하는 형식으로 설계되었으며, ① Semi-narrative 요소, ② 중복방지, ③ Fact-to-fact 관계, ④ 긍정적/부정적 값 처리 등 다양한 기술적 사항을 포함하고 있음

### 결론 및 시사점

- 본고는 XBRL 기반의 지속가능성 공시 주요사례 및 美 SEC, EU 등 해외 공시 동향 분석에 중점을 두었음
  - 기업 ESG 데이터의 비정형적인 성격과 정보 수집범위 등의 일관성 부재로, 기업 간 ESG 데이터 비교분석이 어려운 상황임
  - 이에 따라 XBRL 기반의 데이터 표준화는 필수적인 대안으로 대두되고 있으며, 해외 주요 규제기관은 XBRL 기반의 ESG 정보 공시 체계를 구축 (또는 도입을 위한 구체적인 계획을 수립) 하는 추세임
  - 더불어 지난 2024년 IFRS 지속가능성 공시 택소노미가 공개됨에 따라, ESG 데이터를 분석이 가능한 형태로 전환하기 위한 노력과 정보의 변경사항을 보다 효과적으로 모니터링하기 위한 움직임이 커질 전망임
- IFRS 지속가능성 공시 택소노미를 필두로 한 XBRL 기반의 ESG 데이터 표준화 요구에 우리나라 기업이 유연하게 대응할 수 있도록 정책적/기술적 지원과 관련 역량 강화가 필요함
  - 우리나라는 현재까지 ESG 정보에 대한 XBRL 적용 계획을 구체화하고 있지 않은 상황이나, ESG 공시 의무화 시점 이후 중·장기적으로 XBRL 적용을 추진할 것으로 예상됨<sup>11)</sup>
  - 당국은 EFRAG 택소노미, SEC 기후정보 공시규정, IFRS 택소노미 등 주요 동향을 지속 모니터링하여, 우리나라 ESG 공시체계에 XBRL을 적용하기 위한 구체적인 가이드라인을 마련해야 함
- XBRL 공시 프로세스 도입은 기업 비재무정보의 투명성과 신뢰도를 제고하고 ESG 공시 체계 전반의 효율성을 향상하기 위해 나아가야 할 방향임
  - 산업 내 데이터 표준화 작업이 확산·활성화될 경우, 기업은 ESG 정보 수집/관리 비용을 절감하여 공시에 대한 부담을 완화할 수 있으며, 투자자 및 규제당국 등은 효율적인 정보 분석 및 감독이 가능할 것으로 기대됨

10) EFRAG, 2024.2.8., "Sustainability Reporting XBRL Taxonomies"

11) 한경ESG, 2024.04.15., "XBRL' 공시 분류법, ESG 산업 재편한다", <https://www.hankyung.com/article/2024041508081>

# 주식기준보상 현황과 쟁점: RSU를 중심으로 본 보상 적정성 및 지배력 강화 논란

유고은\*

- ▶ 최근 기업들이 스톡옵션 외에도 양도제한조건부 주식(RSU), 성과연동형 주식(PSU) 등 다양한 형태의 주식기준보상을 도입하면서, 대주주의 지배력 강화 가능성과 보상의 적정성 문제가 주요 쟁점으로 떠오르고 있음
- ▶ 법령상 근거·규제가 없는 주식기준보상은 대주주가 핵심 계열사의 주식을 과도하게 받는 수단이 될 수 있으며, 실제로 임원 보수총액 평균의 10배에 달하는 주식이 부여되거나 자회사 임원에게 지배회사 주식이 부여된 사례가 확인됨
- ▶ 현재까지 주식기준보상을 통한 지배력 강화 효과는 미미하지만, 연평균 누적 속도를 감안할 때 장기적으로 기업집단 내 지배력 강화 수단으로 악용될 가능성을 배제할 수 없음
- ▶ 특히 주식기준보상 운영 방식상 성과가 저조한 임원에게도 상당한 규모의 주식이 부여될 수 있어, 지배력 강화 도구로 활용되기 용이한 구조임
- ▶ 주식기준보상의 불투명한 결정 구조를 개선하기 위해, 부여 조건과 산식을 공개하고 주주총회의 승인을 받도록 하는 방안이 필요함

---

---

## 검토배경

- 주식기준보상 또는 주식연계보상(이하 '주식보상')은 임직원에게 회사의 주식을 제공함으로써 주주와 이해관계를 일치시키고, 장기성과를 유도하는 효과적인 보상 제도로 평가받고 있음. 그동안 스톡옵션(주식매수선택권)이 주식보상의 대표적인 방식으로 널리 활용되어 왔으며, 많은 기업이 이를 핵심 인재 유인 및 보상 수단으로 삼아왔음
- 그러나 최근 들어 한화그룹, 네이버, 쿠팡, 두산, 크래프톤 등 여러 기업이 기존의 스톡옵션 중심의 주식보상에서 벗어나, 새로운 형태의 주식보상을 적극적으로 도입하는 사례가 증가하고 있음<sup>1)</sup>

---

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

한국ESG기준원 ESG평가본부 금융사지배구조 파트장/책임연구원, blessgon@cgs.or.kr

1) 이수진, "양도제한조건부주식(RSU), 편법인가 혁신인가?", NARS 현안분석 제318호(2024), 국회입법조사처, 1면; 윤소연, "RSU 및 스톡그랜트 등 임직원에 대한 주식연계보상", BFL 제121호(2023), 서울대학교 금융법센터, 53-56면

- 우수인력 확보와 기업의 장기성장 전략의 일환으로 스톡그랜트, 양도제한조건부 주식(RSU·Restricted Stock Units), 성과연동형 주식(PSU·Performance Stock Units), 추가연계 현금보상(Phantom Stock) 등 새로운 형태의 주식보상이 활용되고 있음
  - 스톡옵션은 미리 정해진 가격에 회사 주식을 매수할 권리를 부여하는 방식으로, 피부여자에게 현금 지출 부담을 발생시켜 운용상의 부담을 초래하는 측면이 있음. 또한 추가 상승 시 무제한적인 이익을 얻을 수 있는 구조 때문에 분식회계나 단기 실적주의를 유인할 가능성이 있다는 비판이 제기되어 옴
  - 반면 RSU 등 최근 도입이 증가하고 있는 주식보상의 공통적인 특징은 가득시점의 시장가격대로 주식(또는 그에 상응하는 현금)을 무상으로 부여한다는 점임. ❶이러한 특성으로 인해 RSU 등 새롭게 부상한 주식보상은 스톡옵션의 부작용을 완화하면서도 임원에게 큰 보상을 제공할 수 있다는 장점을 가짐. 또한 ❷명시적인 법적 규정이 없어 부여 절차가 간편하고, 부여 대상 및 한도 제한이 없어 운용이 용이하고 ❸임직원의 장기재직·주식의 장기보유를 유도하는 효과가 있다는 점에서 우수인력 확보를 위한 보상수단으로 점차 주목받고 있음<sup>2)</sup>
- 다만 스톡옵션과 달리 다른 형태의 주식보상에는 법적 근거 및 규제가 명확하지 않아, 대주주 지배력 강화 또는 경영권 편법 승계 수단으로 악용될 수 있다는 지적이 꾸준히 제기되고 있음
- 이러한 우려를 완화하기 위해 관련 법률 제정이 추진되고<sup>3)</sup> 공시제도도 점진적으로 강화되고 있으나<sup>4)</sup> 여전히 정보 부족과 투명성 문제로 인해 주식보상의 운영 실태를 둘러싼 논란이 지속되고 있음
- 이에 따라 주식보상의 운영방식과 그 영향을 면밀히 분석할 필요가 있으며, 이를 통해 개선 방향을 모색할 필요가 있음. 이 글에서는 상장사 및 기업집단별 주식기준보상 부여 현황을 분석하고, 그 운영 방식과 잠재적 문제점을 검토하고자 함

## 분석개요

- 2024년 유가증권시장 및 코스닥 상장사 중 스톡옵션 외의 주식보상을 부여한 93사를 분석함
- 스톡옵션 외 주식보상 제도를 운영하는 회사는 유가증권 상장사 50사, 코스닥 상장사 43사였으며 이 중 절반 이상(48사)이 대규모기업집단에 해당함

2) 이수진, 위의 논문, 7-10면.

3) 이와 관련된 입법 움직임으로 「자본시장과 금융투자업에 관한 법률」 일부개정법률안(의안번호: 2125205)은 임기 만료로 폐기되었으며, 현재 「상법」 일부개정법률안(의안번호: 2200289)이 국회에 계류 중임

4) 금융감독원의 ① 사업보고서 등 정기보고서, ② 주요사항보고서, ③ 주식 등의 대량보유상황 보고서, ④ 임원 등의 특정증권 등 소유 상황 보고서 서식 개정[금융감독원(2023), "기업이 임직원 보상으로 주식을 활용(주식기준보상)하는 경우 사업보고서에 관련 현황을 기재해야 합니다", 금융감독원 보도자료(2023.12.20.)] ; 공정거래위원회의 대규모기업집단 공시매뉴얼 개정[공정거래위원회(2024), "대규모기업집단 공시매뉴얼 개정-RSU(양도제한조건부 주식) 등 주식지급거래 약정 내역 공시양식 마련-", 공정거래위원회 보도자료(2024.4.16)]

- 93사의 주식보상 유형, 부여 대상 및 규모 등을 확인하였으나, 지배주주 및 개별 임원 부여 관련 내역을 공시한 55사에 한하여 분석함
  - ① 임직원 전체에게 지급된 주식보상 내역은 사업보고서 및 반기보고서의 '임원의 보수' 항목을 통해 확인할 수 있었으나, ② 지배주주 및 개별 임원에게 지급된 상세 내역은 일부 회사에 한해 사업보고서 또는 반기보고서의 '대주주 등과의 거래내용' 항목 또는 기업집단 현황공시의 '특수관계인에 대한 유가증권 거래 현황' 항목을 통해 공시됨. 따라서 개별 임원의 주식보상 부여 현황 분석은 해당 내용을 공시한 회사에 한해 진행함
  - 조사의 출처는 본 글 작성 시점을 기준으로 가장 최근의 정보인 2023년 반기보고서 및 기업집단 현황공시(대표회사의 연 1회 공시)를 토대로 함
- 스톡옵션 외 주식보상은 ㉠ 스톡그랜트, ㉡ 양도제한조건부 주식(RSU·Restricted Stock Units), ㉢ 성과연동형 주식(PSU·Performance Stock Units), ㉣ 추가연계 현금보상(Phantom Stock)으로 구분하여 조사
- 주식보상의 주요 개념과 특징은 다음과 같음<sup>5)</sup> (더욱 상세한 특징은 <표1>을 참고)
  - (㉠ 스톡그랜트) 기본적인 형태는 임직원에게 즉시 회사 주식을 지급하며 별도의 제한을 두지 않는 방식이며, 이러한 기본적인 형태가 실무상으로도 널리 활용되고 있음
  - (㉡ RSU) 부여대상자와 회사 간 부여 계약을 체결하여 주식 부여 수량을 확정하고, 일정 기간이 경과한 뒤 회사의 주식 또는 이에 상응하는 현금을 지급하는 방식. RSU에서 중요한 것은 가득(vesting)조건의 설정으로, 일정 기간 이상 재직을 조건으로 하거나(기간연동형), 개인·조직·전사 차원의 성과목표 달성을 추가 요건으로 설정할 수 있음(기간 및 성과연동형)
  - (㉢ PSU) 사전에 정해진 성과목표 달성을 가득조건으로 한다는 점에서 '기간 및 성과연동형 RSU'와 유사하나, 성과목표 달성률에 따라 최종적으로 부여되는 주식 수량이 변동될 수 있다는 점에서 성과급의 특성이 가장 강한 주식보상 방식임
  - (㉣ 추가연계 현금보상) 부여대상자와 회사 간 부여 계약을 체결하여 주식 부여 수량을 확정하고, 일정 기간이 경과한 뒤 회사 주가에 상응하는 현금을 지급하는 방식

5) 윤소연, 앞의 논문, 49-56면

〈표 1〉 주식보상 유형별 주요 특징

유형	주요 특징						
	성과-보상 연계성		장기성과 연계성		활용 용이성		악용 우려
	주가 연계	개별성과 연계	장기 이연형	최소 이연기간	법적 근거	현금지출 부담	지배권 강화 효과
스톡옵션	0	-	0	2년	0	0	- (대주주 부여 제한·한도 설정)
금융사지배구조법상 장기성과급 중 주식보상	0	0	0	3년	0	-	0 (대주주 부여·한도 제한 없음)
① 스톡그랜트	0	-	-	계약사항	-	-	0 상동
② RSU	0	△	0	계약사항	-	-	0 상동
③ PSU	0	0	0	계약사항	-	-	0 상동
④ 주가연계 현금보상	0	-	0	계약사항	-	-	-

- 주식보상 운용과 관련해 크게 우려되는 두 가지 측면인 ①대주주 지배력 강화수단으로의 악용 가능성, ②주식보상 적정성 문제를 분석하였으며 각 분석대상은 다음과 같음
  - (①대주주 지배력 강화 수단) 임원의 보상이 주식으로 지급되었거나 지급 예정인 주식보상 유형을 분석함. 즉 분석대상은 ① 스톡그랜트, ② 양도제한조건부 주식(RSU) 중 주식 지급 예정인 유형, ③ 성과연동형 주식(PSU)임
    - 주식보상 지급에 따른 일반주주 희석률은 일반주주 입장에서의 실질적인 희석효과와 시장에 미치는 직접적인 영향을 확인하기 위해 유통주식 수를 기준으로 계산함
  - (②주식보상의 적정성: 성과 반영과 규모) 임원 개별성과 반영 여부, 보상 규모의 적정성을 분석하기 위해 보상유형 및 총부여 규모를 조사하였으며, 분석 대상은 ① 스톡그랜트, ② 양도제한조건부 주식(RSU), ③ 성과연동형 주식(PSU), ④ 주가연계 현금보상(Phantom Stock)임
    - (성과 반영의 적정성) 임원 개별성과와 직접 연계될 가능성이 있는 RSU의 가득 조건을 분석하여 주식보상의 성과 연계 적정성을 평가함
    - (규모의 적정성) 임원 보수총액(단위: 원) 대비 주식보상(단위: 주식 수)의 규모가 과도한지 검토하기 위해 임원 보수총액을 기준으로 해당 금액만큼 회사 주식을 매입한다고 가정하고 비교 분석함<sup>6)</sup>
    - 분석의 명확성을 높이기 위해 임원 보수총액(=현금보상)과 주식보상을 비교하였으며, 성과급이 전적으로 주식기준보상으로만 지급된 경우는 분석에서 제외함

6) 2023년 성과를 기준으로 지급된 보수총액과 상여금을 2023년 연말 종가로 나누어 주식 수 단위로 변환한 후, 2024년 임원에게 부여된 주식보상 수량과 비교함

## 주식보상의 쟁점: 대주주 지배력 강화 수단

- **(주식보상 부여 현황)** 스톡옵션 외의 주식보상을 부여한 상장사 93사의 부여 현황을 조사한 결과, 82사(88%)가 양도제한조건부 주식(RSU)을 부여하고 있어 주식보상을 도입한 기업들이 RSU를 가장 선호하는 것으로 나타남
  - 세부적으로 살펴보면 ㉠ 스톡그랜트 부여사 18사(19%) ㉡ 양도제한조건부 주식(RSU) 82사(88%), ㉢ 성과연동형 주식(PSU) 9사(10%), ㉣ 추가연계 현금보상 부여사 14사(15%)로 확인됨<sup>7)</sup>
- 이처럼 기업들이 주식보상을 적극적으로 활용하고 있는 가운데, 주식보상이 임원 보상의 한 형태로서 기업의 장기성장을 유도하고 주주가치와 경영진의 이해관계를 일치시키는 긍정적인 효과가 있음은 분명함. 그러나 과도한 주식보상은 내부주주의 지배력을 강화하고, 일반주주의 의결권을 희석시키는 부작용을 초래할 수 있음
  - 상법 제340조의2제1항에 따라 대주주 및 그 특수관계인에게 부여가 금지된 스톡옵션과 달리, RSU 등 기타 주식보상은 부여 대상 및 한도에 대한 명확한 제한이 없음. RSU 등 최근 대두되고 있는 주식보상에 대한 법령상 근거가 없는 관계로, 대주주 및 그 친인척에게 상당한 규모의 주식을 부여할 수 있으며, 이를 통해 대주주가 주식보상을 활용하여 지배력을 강화할 가능성이 존재함
- **(대주주 지배력 강화 현황)** 현재까지 임원에게 부여된 주식보상 중 주식으로 지급되었거나 지급될 예정인 비율 평균을 분석한 결과, 의결권이 있는 유통주식수의 0.7%에 불과하여 주식보상을 통한 지배력 강화 효과가 아직 미미한 수준인 것으로 확인됨(〈표2〉 참고)
  - 현재까지 부여된 주식보상이 모두 실제 지급된다고 가정하더라도 상장사 전체의 일반주주 의결권 희석률 평균은 0.37%에 그침
  - 특히 대기업집단 내에서 주식보상이 지배력 강화 수단으로 활용될 수 있다는 우려와 달리, 주식보상을 부여한 17개 대기업집단의 예상되는 의결권 누적비율 평균(0.5%)과 연간 증가율(0.3%) 또한 상장사 평균을 하회하는 것으로 나타남(〈표4〉 참고)

7) 한 회사가 복수의 주식보상 유형을 부여할 수 있으므로, 개별 유형별 부여 현황의 총합이 93사(100%)를 초과할 수 있음

〈표 2〉 주식보상으로 인한 의결권 누적 현황

단위: % (회사 수)

부여내역	주식보상 유형									전체		
	A 스톡옵션			B RSU			C PSU					
부여대상*	임직원 전체		지배주주		임원		임직원 전체		지배주주		임원	
	회사 수	18	-	15	82	21	42	9	-	9	93	
누적 부여량	평균	0.3%	-	0.01%	0.7%	0.4%	0.2%	0.1%	-	0.04%	0.7%	
	최댓값	1.7%	-	0.03%	6.1%	1.8%	1.9%	0.3%	-	0.1%	6.1%	
연간 부여량	평균	0.1%	-	0.01%	0.4%	0.2%	0.1%	0.04%	-	0.02%	0.4%	
	최댓값	0.6%	-	0.06%	2.8%	0.9%	1.0%	0.1%	-	0.1%	2.8%	

출처: 금융감독원 전자공시시스템(DART)

\*1 임직원 전체 분석대상: 93사, 특수관계인(지배주주 및 임원) 분석대상: 55사

- (대주주 지배력 강화 우려) 그러나 상장사의 스톡옵션 외 주식보상 활용 기간 평균이 2년에 불과하여, 아직 장기간에 걸쳐 주식보상이 누적된 사례가 적다는 점을 고려해야 함. 또한 주식보상을 운영하는 상장사의 연 평균 부여비율(0.4%)을 감안할 때, 향후 지속적인 부여가 이루어진다면 **중장기적으로 내부주주의 지배력 강화 수단으로 활용될 가능성**을 배제할 수 없음
- 지배주주가 존재하는 회사에서 주식보상을 적극적으로 활용하고 있는 점, 지배주주가 일반 임원보다 2배가량의 주식보상을 받고 있다는 점을 고려할 때, 주식보상이 단순한 임원 보상을 넘어 지배주주의 지배력 강화를 위한 수단으로 활용되고 있을 가능성을 간과할 수 없음
  - 스톡옵션 외 주식보상을 부여한 93개사 중 92.5%(86개사)가 지배주주가 있는 회사이며, 지배주주가 존재하는 회사의 의결권 누적 부여량 평균(0.72%)이 그렇지 않은 회사(0.42%)보다 2배가량 높음(〈표3〉 참고). 또한 지배주주가 일반 임원보다 약 2배 많은 RSU를 부여받고 있다는 사실이 확인됨(〈표2〉 참고)
- 대부분의 대기업집단에서는 주식보상으로 인한 지배력 증가가 크지 않지만 〈표4〉의 일부 기업집단의 사례에서 볼 수 있듯이, 일부 기업집단에서는 주식보상을 통해 내부주주의 의결권이 빠르게 누적되고 있어, 주식보상이 지배력 강화수단으로 활용되고 있을 가능성을 완전히 배제하기 어려움

〈표 3〉 지배주주 유무에 따른 주식보상 부여 현황

단위: 회사 수

구분	주식보상 부여				중복 부여	누적 부여량 (평균)
	A 스톡옵션	B RSU	C PSU	중복 부여		
지배주주 있는 회사	86	78	14	9	12	0.72%
지배주주 없는 회사	7	4	4	0	1	0.42%

□ 특히 스톡옵션 외 주식보상에 대한 명확한 법적 근거가 없어, 부여 대상자와 한도뿐만 아니라 부여 주식의 종류에도 제한이 없음. 실제로 **자회사 임원에게 지배회사 주식을 근로의 대가로 지급한 사례(3건)**가 공시된 것이 확인됨. 일반적으로는 해당 회사의 주식을 주식보상으로 지급하지만, 관련 규제가 없기 때문에 부여 주식의 종류를 보다 유연하게 설정할 수 있으며, 이는 주식보상이 **기업집단 내 지배력 강화를 위한 수단으로 활용될 가능성이 있음**을 시사함

〈표 4〉 지배주주가 있는 대기업집단의 주식보상 부여 현황

단위: %

그룹* (의명)	주식보상으로 인한 의결권 누적비율 예상치					그룹 내 부여 현황	
	평균 누적규모	연간 증가율	유형			계열사 수	평균 부여기간
			RSU	스톡 그랜트	PSU		
A	1.87%	1.87%	1.87%	-	-	1사	1년
B	1.44%	0.62%	1.44%	-	-	6사	2.3년
C	1.13%	0.28%	0.38%	0.74%	-	1사	4년
D	1.05%	0.25%	1.05%	-	-	9사	4.1년
E	0.96%	0.32%	0.96%	-	-	1사	3년
F	0.83%	0.83%	0.83%	-	-	1사	1년
G	0.42%	0.19%	0.06%	0.27%	0.09%	9사	2.2년
H	0.29%	0.10%	0.29%	-	-	2사	3년
I	0.16%	0.05%	0.07%	0.09%	-	2사	3년
J	0.15%	0.15%	0.15%	-	-	1사	1년
K	0.14%	0.11%	0.14%	-	-	4사	1.25년
L	0.14%	0.14%	0.14%	-	-	1사	1년
M	0.12%	0.04%	0.12%	-	-	2사	3년
N	0.07%	0.07%	0.07%	-	-	1사	1년
O	0.02%	0.01%	0.02%	-	-	1사	2년
P	0.01%	0.01%	0.01%	-	-	1사	1년
Q	0.002%	0.002%	-	0.002%	-	1사	1년

출처: 금융감독원 전자공시시스템(DART)

\*1 그룹 내 계열사들이 받은 주식기준보상의 누적 비율을 계산한 뒤, 그 평균값을 기준으로 그룹별로 정렬

\*2 상장사 평균 연간 증가율(0.4%)를 초과하는 경우 색상을 활용하여 강조

### 주식보상의 쟁점: 주식보상의 적정성

- (① 성과 반영의 적정성: **주식보상의 개별성과 연계 부족**) 주식보상은 현금보상에 비해 투명성이 높지만, 전체적인 기업가치에 연동되는 특성상 **집단성과 배분의 성격이 강함**. 즉 개별 임원의 성과평가 결과에 따라 부여 규모가 결정되는 것은 아니기 때문에, **성과가 저조한 임원에게도 상당한 규모의 주식을 부여할 수 있음**
- 현금보상의 경우 지급 기준이 명확하게 공개되지 않는다면, 현금보상의 결과만으로는 보상의

적정성을 평가하기 어려움. 그러므로 불투명한 현금보상의 경우 기업성과에 무관하게 지급되었을 우려가 높음. 반면 주식보상은 임원의 보상을 기업의 장기성과 및 주주 가치와 직접 연계하므로, 상대적으로 보상 체계의 투명성이 높음

- 이처럼 주식보상은 현금보상보다 투명성이 높지만, 부여 규모가 개별 성과에 따라 적절하게 결정되었는지는 확인하기 어려움. 가득 시점의 주가에 따라 임원이 최종적으로 얻게 되는 경제적 이익이 결정된다는 점에서 투명성이 높지만, 최초에 부여되는 주식 수량은 개별 성과와 반드시 연계되는 것은 아니므로 개인의 성과와 무관하게 결정될 수 있음. 즉 주식보상은 개별 성과평가를 기반으로 한 보상이라기보다는, 기업 전체의 성과를 배분하는 집단적 성과급에 가까워, 실제 기여도와 무관하게 과도하거나 부족한 보상이 이루어질 가능성이 존재함

- 주식보상은 가득 시점의 주가에 따라 경제적 이익의 규모가 변동하지만, 이를 통해 확보한 지배력은 변하지 않음. 일반 임원에게는 근로의 대가로서 경제적 이익이 중요한 반면, 지배주주에게는 지배력 확보가 더 중요한 요소임. 따라서 최종 보상 규모가 주가에 따라 달라지더라도, 주식 수량을 재량껏 결정할 수 있는 여지가 있다는 점에서 주식보상이 지배주주의 이해관계와 더욱 부합함

- 이러한 측면에서 주식보상이 개별 임원의 성과와 실제로 연동되고 있는지, 그리고 가득 시점뿐만 아니라 최초 부여 시점의 주식 보상 규모가 적정한지는 단순히 보수와 성과의 연계성 문제를 넘어, 지배주주의 지배력 강화 전략과도 직결되는 중요한 사안임

- 주식보상 중 개별성과급으로 구분할 수 있는 유형은 성과목표 달성률에 따라 주식 가득 여부나 부여수량이 변동되는 ① 기간 및 성과연동형 양도제한조건부 주식(RSU), ② 성과연동형 주식(PSU)에 한정되는데<sup>8)</sup>

- 스톡옵션 외의 주식보상을 부여한 상장사 93사 중 개별성과급, 즉 개별 임원의 성과와 연동되는 주식보상을 부여한 회사는 전체의 21.5%인 20개사(기간 및 성과연동형 RSU 도입 11사, PSU 도입 9사)에 불과함(〈표5〉 참고)

- 주식보상을 도입한 기업들이 가장 선호하는 RSU의 경우(82사), 임원의 성과와 연동되는 RSU를 도입한 회사는 11개사에 불과하며, 대부분의 RSU 도입 기업은 임원의 재직기간만을 가득조건으로 설정하고 있음. 이는 현재 상장사 임원에게 부여·지급되는 주식보상이 전반적으로 개별성과와 직접 연계되지 않으며, 그 운영이 상당히 불투명하다는 점을 시사함

8) 성과평가에 따라 주식 지급 규모를 결정한 후 여러 해에 나눠서 지급하는 '금융사지배구조법상 장기성과급'도 개별성과급의 한 유형으로 볼 수 있으나, 본 글의 분석대상에 포함되지 않으므로 별도로 다루지 않음

〈표 5〉 RSU 가득조건 유형

단위: % (회사 수)

유형	기간연동형	기간 및 성과연동형
비중	87% (71사)	13% (11사)

출처: 금융감독원 전자공시시스템(DART)

- (② 규모의 적정성) 주식보상과 임원 개별성과의 연계성이 불투명한 상황에서, 임원에게 부여되는 **주식보상의 절대적 규모 또한 과도하게 책정되고 있음**. 이는 성과 기반 보상 체계의 신뢰성을 저하시킬 뿐만 아니라, 지배주주의 지배력 확대를 더욱 용이하게 만드는 요인이 됨
- 2024년 임원에게 부여한 주식보상 규모를 임원 유형별로 분석한 결과, 일반 임원의 경우 평균 보수 총액의 0.79배에 해당하는 주식보상을 받은 반면 지배주주는 평균 보수총액의 3.46배에 달하는 주식보상을 부여받음. 이는 주식보상이 단순한 보상을 넘어 지배주주의 지배력 강화를 뒷받침하는 역할을 할 수 있음을 시사함(〈표6〉 참고)
  - 이러한 경향은 상여금 대비 주식보상의 규모 분석에서도 동일하게 확인됨. 일반 임원도 상여금의 6.67배에 해당하는 주식보상을 부여받아 상당한 규모의 보상을 받았지만, 지배주주 임원은 이보다 현저히 높은 수준인 25.45배에 달하는 주식보상을 받은 것으로 나타남

〈표 6〉 임원 보상 대비 주식보상 규모 (평균)

단위: 배

구분	임원 상여금 대비 주식보상 배율	임원 총보수 대비 주식보상 배율
지배주주인 임원	25.45	3.46
일반 임원	6.67	0.79
임원 전체	9.25	1.04

출처: 금융감독원 전자공시시스템(DART)

- 이와 같은 경향에 대해, 일부에서는 보상의 상당 부분을 주식보상으로 지급할 예정이므로 주식보상을 제외한 보수액이 축소 지급되어 주식보상 배율이 상대적으로 높아진 것 아니냐는 반론이 제기될 수 있음. 그러나 주식보상을 지급하는 회사가 그렇지 않은 회사보다 전체 보수총액과 상여금 규모를 더 크게 책정하는 경향이 있으며, 특히 전체 보수에서 상여금이 차지하는 비중도 더 높은 것으로 나타남. 따라서 이러한 반론은 성립하지 않음(〈표7〉 참고)
  - 즉 주식보상을 지급하는 회사와 그렇지 않은 회사를 비교했을 때, 성과급을 주식보상으로 대체하여 일반 상여금 대비 주식보상 배율이 높아진 것이 아니라, **일반 상여금은 그대로 지급하면서 추가적으로 상당한 규모의 주식보상을 부여하는 경향이 확인됨**

〈표 7〉 상장사 평균 보수 및 보수 구성

단위: 천원 (%)

구분	고정급	상여	보수총액
(스톡옵션 외) 주식보상 지급사	749,905 (61%)	481,981 (39%)	1,231,886
(스톡옵션 외) 주식보상 미지급사	653,248 (66%)	335,827 (34%)	989,075

출처: 금융감독원 전자공시시스템(DART)

□ 보상 금액의 절대적 수준이 높은 대기업집단에서는, 주식보상 배율이 상장사 평균보다 낮은 경향을 보였으나 일부 대기업집단에서는 지배주주에게 보수총액의 약 10배에 달하는 주식보상이 부여되는 것으로 확인됨. 이는 과도한 주식보상이 기업집단 내 지배주주의 지배력 강화 수단으로 악용될 가능성이 높음을 다시금 확인시켜 줌(〈표8〉 참고)

〈표 8〉 지배주주가 있는 대기업집단의 주식보상 배율 (임원 총보수 기준)

단위: 배

그룹* (의명)	지배주주가 아닌 임원	지배주주	비고
A	-	-	특정인에 대한 부여내역 미공시
B	0.49	2.07	
C	0.37	-	
D	2.36	10.32	
E	0.85	9.76	
F	0.08	1.34	
G	1.10	-	
H	-	-	특정인에 대한 부여내역 미공시
I	0.19	0.56	
J	-	-	특정인에 대한 부여내역 미공시
K	0.16	0.26	
L	0.36	0.86	
M	0.17	-	
N	-	0.69	
O	0.01	-	
P	0.01	-	
Q	-	-	스톡그랜트만 부여

출처: 금융감독원 전자공시시스템(DART)

\*1 상장사 평균 지배주주의 주식보상 배율(3.46배)을 초과하는 경우 색상을 활용하여 강조

## 주식보상 통제수단

- 주식보상 부여로 인한 회사 재산의 유출 정도와 지배주주의 부당한 지배력 강화, 이사가 수령하는 경제적 이익 정도를 통제하려면, 주주총회에서 이를 결정하는 것이 바람직하나 대부분의 회사는 이사회 결의로 주식보상을 결정하고 있음
  - 스톡옵션 외 주식보상에 대한 규제가 마련되지 않은 상황에서, RSU 등 주식보상은 일반적으로 자기주식 교부 방식으로 부여되므로, 이사회가 자기주식 양도를 포괄적으로 결의한 후 개별 부여 건에 대해서는 대표이사에게 위임하는 방식으로 부여할 수 있다는 해석이 있음.<sup>9)</sup> 실제로 대부분의 회사가 이와 같은 방식으로 주식보상을 부여하는 것으로 확인됨
  - 그러나 상법 제388조에 따르면, 정관에서 이사의 보수를 정하지 않은 경우 주주총회의 결의로 이를 결정해야 하며, 여기서 '보수'란 명칭에 관계없이 이사의 직무 수행에 대한 모든 대가를 포함하므로<sup>10)</sup> 주식보상 역시 보수에 해당함. 따라서 이사에게 주식보상을 지급하려면 정관에 그 액을 명시하거나 주주총회의 승인을 받아야 함. 다만, 실무에서는 주주총회에서 이사 전체의 연간 보수 총액 한도를 정하고, 개별 이사의 보수는 이사회에서 결정하는 방식이 일반적으로 운영됨. 따라서 이사에게 주식보상을 제공할 경우, 주주총회의 승인을 어떤 방식으로 받아야 하는지가 주요 쟁점이 될 수 있음<sup>11)</sup>
    - 주주총회 결의와 관련해 ① 결의 시기, ② 결의 대상이 주요 쟁점이 될 수 있음
    - (결의 시기) 주주총회 결의를 1) 주식보상 계약 체결 시점에 해야 하는지, 2) 계약 이행을 위한 주식 교부 시점에 해야 하는지가 문제가 될 수 있음. 장래 지급할 주식보상 가액을 계약 체결 시점에 정확히 산정하기는 어렵지만, 계약 이행 시점에서 주주총회 결의가 없다는 이유로 계약을 준수하지 않는 것은 더 큰 문제이므로, 계약 체결 시점을 기준으로 삼는 것이 현실적임
    - (결의 대상) 주주총회 결의 대상과 관련해 1) 일반적인 이사 보수 승인과 동일하게 처리해야 한다는 입장(이사 보수 한도를 주주총회에서 승인하고 그 범위 안에서 주식보상 결정), 2) 금액이 확정되지 않은 보수라는 특성을 감안해 주식보상의 구체적인 산정 방법을 주주총회에서 결의해야 한다는 입장<sup>12)</sup>이 대립함
- 일부 기업에서는 주주총회에서 이사 보수 한도를 승인할 때 부여 예정인 주식보상의 '수량'을 공개하는 관행이 있으나, 이는 단순 안내에 그쳐 과도한 보상을 효과적으로 통제하기에는 한계가 있음. 더욱이 일부 사례에서는 보수 한도를 초과하는 주식보상 지급 계획까지 보수 한도 승인 시 함께 안내하는 경우도 확인됨

9) 이수진, 앞의 논문, 9면

10) 대법원 2006. 5. 25. 선고 2003다16062 판결; 대법원 2006. 11. 23. 선고 2004다29570 판결; 대법원 2019. 7.

11) 안태준, "주식회사 임원에 대한 주식연계 보상수단으로서의 양도제한조건부 주식(RSU)에 관한 연구", 선진상사법률연구 제107권 (2024) 법무부, 15면; 윤소연, 앞의 논문, 58면

12) 안태준, 위의 논문, 16-17면

- 일례로 전년도 이사 보수총액이 약 60억 원임을 안내하면서 140억 원의 이사 보수 한도 승인을 요청한 사례에서, 향후 지급 예정인 주식보상의 예상 현금가치가 110억 원에 달해 보수총액과 주식보상을 합한 금액이 이사 보수 한도를 초과한 사례가 확인됨
  - 주주총회에서 주식보상을 어떻게 승인받아야 하는지에 대한 논란이 있지만 ‘계약 체결 시점의 이사 보수 한도’ 내에서 ‘계약 체결 시점의 기준주가’를 토대로 주식보상을 결정하는 것이 최소한의 기준임. 이미 주주총회 안내 시점에 이사 보수 한도를 초과하는 주식보상이라면, 이를 안내할 실익이 전혀 없음<sup>13)</sup>
- 과도한 주식보상을 제한하려면 **주식보상의 부여 조건과 부여 수량 산식을 공개한 후, 주주총회의 승인을 받는 것이 가장 합리적인 방안**이라고 판단됨
  - 주식보상 산식 설정 및 공개를 위한 합리적인 기준 마련을 위해 **국내외 우수사례를 안내함**
    - 한국에서는 주식보상 산식이나 지표를 공시할 의무가 없음에도, 성과연동형 주식보상의 가독 조건과 관련 지표를 공개해 주식보상의 대략적 규모를 파악할 수 있도록 한 우수 사례를 안내함

〈표 10〉 국내 기업의 성과연동형 주식보상 지표 공개 사례

크래프톤	SK 그룹
<p>■ 사내이사 장기성과급</p> <ul style="list-style-type: none"> <li>- 기간연동형 RSU: 1%</li> <li>- 성과연동형 RSU: 99% (최소 시가총액 30조원 이상 구간별 지급 (97%), 상대적 주가상승률 (2%))</li> </ul> <p>■ 대표이사 장기성과급</p> <ul style="list-style-type: none"> <li>- 기간연동형 RSU: 20%</li> <li>- 성과연동형 RSU: 80% (Scale-up the Creative 전략 수행 (40%), 영업이익 (20%), 상대적 주가상승률 (20%))</li> </ul>	<p>■ 경영진 PSU</p> <ul style="list-style-type: none"> <li>- 부여시점에 개인연봉의 0~100%에 해당하는 Unit을 부여</li> <li>- 3년 후 당해 회사 주가 및 KOSPI200의 증감률에 따라 연봉의 0~200% 수준의 주식으로 전환</li> </ul> <p>■ 대표이사 PSU</p> <p>당해 회사 주가상승률 +100% 및 KOSPI200 대비 상대적 주가증감률 +50%p 달성 시, 부여 시점 연봉 100% 상당의 주식 추가지급</p>

출처: 당해 회사 2024년 반기보고서

- 일본 회사법의 경우 확정되지 않은 보수의 산정 방법(제361조 제1항 제2호)과 주식보상의 부여 수량(제361조 제1항 제3호)은 주주총회에서 결의해야 하며, 이에 따라 일본 상장사의 주주총회 자료를 통해 주식보상 부여 조건 및 산식의 우수 사례를 확인할 수 있어 이를 안내함

13) 이러한 문제는 주식보상 지급 계획이 참고 내역으로 제공되더라도 ‘수량’만 공개되어 있어, 보수 한도 대비 실제 지급될 예상 금액을 직관적으로 파악하기 어렵다는 점에서 발생함. 최소한 보수총액과 마찬가지로 주식보상 또한 금액 기준으로도 안내할 필요가 있음

〈표 11〉 일본 기업의 성과연동형 주식보상 지표 공개 사례

2022년 토요타(TMC) 주주총회 참고자료<sup>14)</sup>

## ■ 주식보상 계획

- 주주총회 결의사항에 해당
- 2022년 주주총회에서 '양도제한조건부 주식보상 계획 개정안' 상정

## ■ 사내이사 주식보상 체계

- 총 주식보상 한도: 연간 최대 40억 엔
- 총 배정주식 수: 연간 최대 80만 주
- 개별 주식보상 금액: 기업 실적, 임원의 직무 및 성과를 종합적으로 고려하여 보상위원회에서 매년 결정

## ■ 개별 주식보상 산식

- ① 기업 실적 반영: 연결 영업이익 및 시가총액 변동을 기준으로 기본 보상액을 설정

평가항목	가중치	평가방법	기준값	평가결과
연결 영업이익	70%	기업이 설정한 기준 이익 대비 2022년 영업이익 달성도를 평가	1조엔	210%
시가총액 변동	30%	2022년 시가총액 평균 변동률을 2021년 TMC 및 TOPIX의 평균 변동률과 비교	TMC:22.3조엔 TOPIX: 1,903.6	

- ② 개인별 성과평가: 개인별 성과평가 결과에 따라 보상액을 조정
- ③ 직무별 조정 범위: 개인별 성과평가에 따른 보상액 조정 폭은 직무에 따라 총 보수의 ±50% 범위 내에서 결정

출처: 토요타 홈페이지

14) [https://global.toyota/pages/global\\_toyota/ir/stock/2022\\_shareholders\\_meeting\\_convocation\\_en.pdf](https://global.toyota/pages/global_toyota/ir/stock/2022_shareholders_meeting_convocation_en.pdf)  
(최종접속일: 2025.3.12.)

## 시사점

- 주식보상은 기업의 지속가능한 성장과 임직원의 동기 부여를 위한 효과적인 보상 수단으로 자리 잡고 있으며, 특히 최근 스톡옵션에서 RSU, PSU 등의 다양한 형태로 확대되고 있음. 그러나 현재 운영 방식은 개별성과 반영 부족, 과도한 보상, 대주주 지배력 강화 등 여러 문제점을 안고 있음
  - 법적 규제 미비와 운영의 불투명성으로 인해 대주주의 지배력 강화 수단으로 악용될 가능성이 있으며, 일부 기업에서는 실제로 이를 통해 내부 주주의 의결권을 빠르게 누적시키고 있음
    - 주식보상 부여 대상자, 한도, 주식의 종류에 대한 명확한 제한이 없는 관계로 지배주주가 핵심계열사의 주식을 과도하게 부여받을 우려가 존재함
  - 또한 대부분의 기업에서 주식보상이 임원 개별 성과와 연계되지 않은 채 지급되고 있으며, 과도한 주식보상이 이루어짐에 따라 보상의 적정성 문제가 제기될 수 있음
- 궁극적으로 주식보상의 부여 대상, 부여 한도 등을 명확히 설정하는 법적 규제 마련이 필요하지만, 그 이전 단계에서 독립적인 보수위원회를 통한 주식보상 결정, 주식보상 한도 및 산식에 대한 주주총회 승인 절차 마련 등 투명성과 적정성을 확보할 수 있는 통제 장치가 필요함
  - 이사회와 대표이사가 주식보상을 자율적으로 결정하는 관행으로 인해 주식보상의 불투명성이 증대되고 있으며, 특히 금액이 확정되지 않은 주식보상의 경우 주주총회에서 그 규모를 승인받더라도 주주가 회사의 자산 유출을 효과적으로 통제하기 어려운 실정임
  - 따라서 주주들에게 주식보상의 부여 조건과 부여 수량 산식을 투명하게 공개하고, 주주총회의 승인을 받도록 하는 방식이 가장 합리적인 대안이라고 판단됨

# ESG 펀드에 대한 공시기준 도입에 따른 국내 ESG 펀드 공시 현황 2

## - ESG 펀드의 기업공시서식에 따른 공시현황 (투자설명서 기준)

이영송\*

- ▶ 'ESG 펀드에 대한 공시기준'의 개정된 기업공시서식서 작성기준에 의거하여 국내 ESG 공모펀드의 공시 현황을 조사하여 공시 수준과 핵심 내용의 통일성을 진단하여 개선 여부를 확인하였음
- ▶ ESG 관련 용어가 표준화되지 않은 점, 펀드 공시 내용이 초기임에 따라 단순 검색과 요약이 어려운 점을 고려해 RAG 구조의 LLM을 자료 수집 수단으로 사용하였으며 누락된 경우 혹은 항목별 수집된 정보의 페이지 위치가 크게 다른 경우 등에 대해 연구자가 직접 확인하는 방식으로 자료의 질적 수준을 보강하였음
- ▶ 각 항목별 공시 수준의 경우 구체성을 근거로 평가하였으며 각 항목별 내용의 통일 성을 보기 위해 핵심 정보를 취합하여 유형에 따라 그룹화하였음
- ▶ 조사 및 평가 결과 유의사항 안내, 운용전문인력, 투자위험 항목의 경우 비교적 높은 공시 수준을 가지고 있었으나 투자목적, 투자대상과 같은 항목은 공시 누락 건이 다수 발견되었고 운용실적과 비교지수 연관성 항목은 구체성 면에서 공시 수준의 편차가 크게 드러났으며 특히 투자전략 항목의 경우 펀드별 서술 내용이 다양하여 항목 간 통일성 제고 필요성을 확인하였음
- ▶ 또한 펀드 구조가 복잡하거나 자산 유형이 혼합형인 경우 단일 구조 펀드 및 단일 자산 유형(주식형, 채권형)에 비해 복합적인 펀드 성격으로 인해 집합투자기구의 투자목적 구체성 부분에서 전반적으로 낮은 공시 수준을 보이고 있으며 해외 지역에 투자하는 해외형 펀드의 공시 수준이 국내에 비해 전반적으로 낮은 현상을 보이고 있음
- ▶ 'ESG 펀드에 대한 공시기준'으로 인해 국내 전반적인 ESG 펀드 공시 수준이 매우 높아졌으나 특정 항목의 낮은 공시 수준과 펀드 간 공시 구체성의 편차가 발견되어 개정된 세부지침의 안내, 표준 체계의 마련, 국내 ESG 시장의 지원을 통해 자산운용사와 투자자 간 정보 격차가 해소되고 투자 효율성의 증대가 이루어질 것을 기대함

---

---

\* 본고의 견해와 주장은 필자 개인의 것이며, 한국ESG기준원의 공식적인 견해가 아님을 밝힙니다.  
KCGS ESG평가본부 연구원, young\_song@cgs.or.kr

## I. 국내 ESG 공모펀드 공시 현황 조사 배경

- 2023년 10월 공표<sup>1)</sup>된 ‘ESG 펀드에 대한 공시기준’에 따라 자산운용사는 약 200개의 공모 펀드에 대해 개정된 서식에 의거 작성 및 수정된 투자설명서를 금융감독원과 금융투자협회를 통해 공시함
- 펀드의 보고서 공시는 각 보고서 별로 관련 자본시장법에 따라 금융투자협회 전자공시서비스 사이트를 통해 이루어지고 있어 조사 방법으로 해당 플랫폼을 이용함
  - 조사 시기는 ‘ESG 펀드에 대한 공시기준’이 공표된 10월의 바로 전월 말일인 2023년 9월 30일부터 2025년 2월 28일에 해당함
  - 조사 대상 보고서는 자본시장법 제123조를 따라 금융투자협회 전자공시서비스 사이트를 통해 공시한 ‘투자설명서’에 해당함
  - 조사 대상 자산운용사는 자본시장법 제90조에 따라 금융투자협회 전자공시서비스 사이트를 통해 24년 3분기(기준일자 9/30) ‘영업보고서’를 공시한 자산운용회사에 해당함
  - 조사 대상 펀드 중 복수 종류형 펀드는 판매수수료 등의 차이 외 투자대상 및 투자전략 등 ‘ESG 펀드에 대한 공시기준’의 핵심 내용이 동일하므로 금번 조사 시 복수 종류형 펀드는 하나의 펀드로 간주함
  - 예를 들어, “ESG주식형펀드”, “ESG주식형펀드\_ClassA”, “ESG주식형펀드\_ClassB”인 경우, “ESG주식형펀드”만 유의미한 펀드로 간주하여 조사함
- 해당 플랫폼을 통해 확인한 결과 30개의 집합투자업자(이하 자산운용사)가 ‘ESG 펀드에 대한 공시기준’에 따라 212개<sup>2)</sup>의 ESG 공모펀드를 공시한 사실을 확인함
  - 24년 3분기 영업보고서를 발간한 57개의 자산운용사 중 30개의 자산운용사가 ‘ESG 펀드에 대한 공시기준’에 따라 개정한 1개 이상의 투자설명서를 공시함
  - ‘ESG 펀드에 대한 공시기준’에 따라 개정한 투자설명서를 공시한 펀드는 ‘ESG 공모펀드’로 명명하였으며 분류의 핵심 기준은 투자 유의사항 안내 시 ESG 관련 내용의 공시 여부로 확인함
  - 30개 자산운용사가 공시한 212개 ESG 공모펀드 현황은 <표 1>과 같음

1) ESG 펀드에 대한 공시기준 도입, 금융감독원 보도자료, 2023.10.6.

2) 금융투자협회 전자공시서비스 사이트에 게시한 투자설명서 PDF 파일의 오류, 사이트를 통하지 않은 공시, pdf 파일 처리 시 인코딩 오류 등의 사유로 일부 ESG 공모펀드가 누락 될 수 있음

〈표 1〉 ESG 공모펀드를 공시한 집합투자기구(자산운용사) 별 ESG 공모펀드 수

집합투자기구(자산운용사)	ESG 공모펀드 수
교보약사자산운용	1
다음자산운용	5
디비자산운용	1
마이다스에셋자산운용	4
미래에셋자산운용	14
베어링자산운용	15
브이아이자산운용	10
비엔케이자산운용	1
삼성액티브자산운용	1
삼성자산운용	24
슈로더투자신탁운용	4
신한자산운용	16
아이엠에셋자산운용	6
알파자산운용	2
얼라이언스번스틴자산운용	1
에이치디씨자산운용	2
엔에이치아문디자산운용	14
우리자산운용	14
유진자산운용	2
이스트스프링자산운용	5
케이비자산운용	8
케이씨지아이자산운용	1
코레이트자산운용	1
키움투자자산운용	24
트러스트자산운용	4
피델리티자산운용	5
하나자산운용	6
한국투자밸류자산운용	2
한국투자신탁운용	11
한화자산운용	8

- ‘ESG 펀드에 대한 공시기준’은 「기업공시서식 작성기준」의 항목별로 ESG 관련 주요 공시 내용을 비교적 구체적으로 안내하고 있음. 그러나 세부 내용 작성 방법 등은 자산운용사의 자율적 선택에 맡기고 있어 각 펀드의 자율공시 수준 및 내용 간 통일성에 대한 진단이 필요함
- ‘ESG 펀드에 대한 공시기준’에 따라 개정된 「기업공시서식 작성기준」의 ESG 관련 공시 주요 항목과 내용은 아래와 같음
  - ‘용어의 정의’, ‘투자 결정 시 유의사항 안내’, ‘운용전문인력’, ‘집합투자기구의 투자목적’, ‘집합투자기구의 투자대상’, ‘집합투자기구의 투자전략, 위험관리 및 수익구조’, ‘집합투자기구의

- 투자위험', '보수 및 수수료', '집합투자기구의 운용실적', '집합투자기구의 관련 회사'
- 이 중 '운용전문인력'의 개정된 공시서식 작성기준 내용은 “단, ESG집합투자기구인 경우 과거 ESG집합투자기구의 운용기간을 구분하여 기재”할 것을 구체적으로 제시하고 있으나 ESG집합투자기구의 운용기간을 구분하는 방법, 기간을 산정하는 방법 등은 별도로 제시하지 않아 각 공시 주체의 자율적인 판단의 영역에 해당함
  - 이에 따라 각 항목에 공시된 내용의 수준, 정의, 기준, 형식 등의 형태가 다르게 나타날 수 있음
  - 만약 각 펀드의 공시 항목별 내용의 편차가 커 통일성이 보장되지 않는 경우, ESG 공시 내용 기준으로 ESG 공모펀드의 투자 여부를 결정하기 원하는 투자자에게 혼란이 생길 수 있음
  - 이에 각 펀드의 공시 항목별 주요 내용을 비교 및 평가하여 공시 수준을 진단하고 항목별 주요 내용의 정의, 기준, 형식의 통일성에 대해 그 필요성과 방향성을 확인하고자 함
  - 또한 각 펀드의 유형, 투자지역, 설정규모나 자산운용사의 규모 등에 따라 펀드의 공시 수준 및 내용 차이 여부를 확인하고 만약 유의미한 차이가 발생하는 경우 이에 대한 시사점을 확인하고자 함
- ESG 공모펀드의 공시 여부 외 펀드의 공시 수준과 통일성 진단에 관해 직접적인 학술 근거가 충분히 존재하지 않음. 그러나 일부 학술 내용과 기업공시에 관한 학술 내용을 참고할 때 이를 근거로 투자자와 자산운용사 모두에게 유용한 결론의 도출을 기대할 수 있음
- 펀드 공시에 대한 연구를 진행한 반주일<sup>3)</sup>과 박진욱<sup>4)</sup>에 따르면 방대한 양의 정보는 오히려 핵심정보의 전달을 방해할 수 있음을 공통적으로 시사함
  - 이와 관련하여 핵심정보를 효과적으로 전달하기 위해 내용의 표준 체계가 제시되는 경우 공시 주체인 자산운용사와 정보 소비 주체인 투자자 모두 유용할 것을 기대해 내용의 통일성 정도를 확인하고자 함
  - 기업 공시에 대한 연구를 진행한 김도현<sup>5)</sup>에 따르면 기업의 공시 수준이 높을수록 정보비대칭이 완화되고 이로 인해 낮아진 자본조달비용을 통해 투자효율성이 증가함
  - 기업공시와 펀드공시 간 연계성을 직접적으로 확인할 수는 없으나 1) 기업도 펀드와 같이 유가증권의 형태를 가지고 거래되며 2) 투자자를 통해 자본을 조달하여 수익을 추구하고 3) 공모형 증권의 경우 공시를 통해 투자자를 모집한다는 점에서 상기 연구에서 확인된 결론을 펀드로 확장할 수 있을 것으로 가정함
  - 이에 공시 수준이 제고되는 경우 공시 주체인 자산운용사의 자본조달비용이 낮아지며 정보

3) 공모펀드 자산운용보고서 공시체계 개선방안, 반주일, 소비자문제연구, 제48권 제3호, 2017년 12월  
 4) 집합투자기구의 공시제도 고찰, 박진욱, 증권법연구, 제13권 제1호, 2012  
 5) 공정공시 수준이 투자효율성에 미치는 영향, 김도연 외 2인, 회계정보연구, 35권 1호, 2017.03

소비 주체인 투자자의 정보접근성이 증가해 양쪽 주체에게 유용할 것을 기대할 수 있음

## II. 국내 ESG 공모펀드의 공시 현황 조사 및 평가 방법

- ESG 공모펀드의 공시 현황을 조사하고 공시 수준과 통일성을 평가하기 위해 투자설명서의 각 항목을 발췌 및 요약하는 목적으로 LLM(Large Language Model)<sup>6)</sup>을 사용하였으며 LLM에 의해 생성된 답변을 참고하되 답변이 부재하거나 답변이 평가 기준에 충족되지 않는 경우 직접 투자설명서를 확인하는 방식을 통해 자료의 질적 내용을 보강함으로써 조사를 진행함
- 자산운용사별로 5개 펀드의 공시 내용을 확인한 결과 1) 투자설명서 목차의 구조가 대분류와 중분류 단위에서 「기업공시서식 작성기준」에 따른 보편적인 형태를 띠었고 2) 'ESG 펀드에 대한 공시기준' 개정 내용이 「기업공시서식 작성기준」 목차 구조에 따라 기술된 점을 고려하여 프롬프트<sup>7)</sup>를 작성하였으며 3) ESG 관련 내용의 용어 및 기준에 대한 내용이 표준화되지 않은 점을 보완하기 위해 LLM을 사용해 핵심 내용을 요약 및 발췌함
  - RAG(Retrieval-Augmented Generation)는 LLM이 주어지는 문서를 문맥(Context)으로 삼아 해당 공간 안에서 정보를 검색하도록 제어하여 할루시네이션<sup>8)</sup>에 의한 자료 왜곡 현상을 현저히 줄이는 것으로 알려져 있으므로 RAG 기반으로 LLM을 사용함
  - 여러 실험 결과 프롬프트를 고도화할 때 기업공시 서식에서 안내하고 있는 투자설명서의 목차 구조를 따라 질의 시 위치 정확도가 높아지고 오류 가능성이 줄어드는 것을 경험적으로 확인하여 목차 구조를 따라 작성된 프롬프트를 활용함
  - 단, 금번 연구에서는 투자설명서 PDF 파일의 전처리가 충분히 이루어지지 않은 점, 일부 투자설명서는 목차 항목에 오차가 있거나 일부를 생략하는 등 표준을 벗어난 예외 케이스가 있는 점 등에 의해 연구자의 검증이 필요한 부분이 다수 발생하였음
  - 「기업공시서식 작성기준」개정 항목에 따라 각 항목별 개정 내용과 이를 확인하기 위한 프롬프트 예시의 경우 <별첨 1> 참조
- 프롬프트 질의에 대한 응답 결과<sup>9)</sup>, '투자사항 유의안내' 항목처럼 서식 작성 기준을 따라 펀드가 정형화된 내용을 공시하는 경우 내용 발췌에 큰 문제가 없음. 그러나 공시 서식 작성기준을 따르지 않고 각기 다른 위치에 서술하거나 각 펀드별 사용되는 용어와 기준이 일관되지 않은 서술에 해당하는 경우 정보의 누락 비율이 높아지는 것을 확인함
  - LLM을 통한 질의 후 얻은 답변과 이를 점검한 결과는 다음과 같으며 대부분의 항목에서

6) 대규모 언어 모델(LLM: Large Language Model)이란, 대규모 언어 데이터를 학습해 문장 구조에서 문법, 의미 등을 파악하여 자연어를 이해하고 생성할 수 있는 인공지능 모델을 의미함

7) 자연어처리 언어 모델에서 프롬프트란 언어 모델에게 주어진 입력 문장이나 질문을 의미함

8) LLM과 같은 생성형 인공지능이 주어진 질문에 대해 잘못된 응답을 출력하는 현상을 의미함

9) 개별 공시 내용을 직접 확인하여 자료의 질적 수준을 보강했으나 연구자의 착오, 제 3자에게 해당 데이터를 검증 받지 못한 점, PDF 파일 오류 등의 사유로 조사된 결과가 사실과 다를 수 있음

정보를 발췌하나 정량 숫자 데이터(한도, 경력)나 내용이 전 범위에 걸쳐 중복하여 제시되는 경우 등에서 일부 오류를 확인하여 이를 연구자가 직접 보강함

〈표 2〉 LLM을 활용한 데이터 수집 결과(예시)

공시항목	실제 내용	LLM 결과	확인결과																																		
투자 결정시 유의사항 안내	12. 이 투자신탁은 투자목적 및 투자전략 상 ESG(환경, 사회적 책임, 지배구조) 요소를 고려하는 ESG 집합투자기구로서 투자대상자산의 ESG 평가결과, 이행 실적 등의 개선이 해당 집합투자기구의 운용성과로 반드시 귀결되는 것은 아닙니다.	'투자결정시 유의사항 안내' 부분에 "ESG 평가결과의 개선, 투자전략의 이행 등이 해당 집합투자기구의 운용성과로 반드시 귀결되는 것은 아니다"라는 내용이 안내되어 있습니다.  정확한문구는다음과같습니다."이투자신탁은투자목적및투자전략상ESG(환경, 사회적책임, 지배구조)요소를고려하는ESG 집합투자기구로서투자대상자산의ESG평가결과,이행실적등의개선이해당집합투자기구의운용성과로반드시귀결되는것은아닙니다."  이내용은페이지6에안내되어있습니다.	정답																																		
운용전문 인력	5. 운용전문인력 가. 운용전문인력 현황 <table border="1" data-bbox="402 1281 899 1435"> <thead> <tr> <th rowspan="2">성명</th> <th rowspan="2">생년</th> <th rowspan="2">직위</th> <th colspan="2">운용경력</th> <th colspan="4">동진집합투자기구 연평균 수익률(주식)</th> <th rowspan="2">운용 경력년수 (ESG 운용)</th> </tr> <tr> <th>집합투자 기구 수</th> <th>운용규모</th> <th>최근1년</th> <th>최근2년</th> <th>최근1년</th> <th>최근2년</th> </tr> </thead> <tbody> <tr> <td>정대호</td> <td>1984</td> <td>책임(담당)</td> <td>1개</td> <td>204억원</td> <td>12.10%</td> <td>18.18%</td> <td>4.77%</td> <td>8.98%</td> <td>8년 (8년 이상임)</td> </tr> </tbody> </table> 나. 운용전문인력 최근 변경 내역 <table border="1" data-bbox="402 1487 899 1625"> <thead> <tr> <th>운용역</th> <th>운용 기간</th> </tr> </thead> <tbody> <tr> <td>정대호</td> <td>2018. 8.13 ~ 현재</td> </tr> <tr> <td>조상현</td> <td>2022. 1.18 ~ 2023. 6.10</td> </tr> <tr> <td>정대호</td> <td>2023. 6.20 ~ 현재</td> </tr> </tbody> </table> 주1) 2024. 8.29 기준 최근 3년간의 운용전문인력 내역입니다.	성명	생년	직위	운용경력		동진집합투자기구 연평균 수익률(주식)				운용 경력년수 (ESG 운용)	집합투자 기구 수	운용규모	최근1년	최근2년	최근1년	최근2년	정대호	1984	책임(담당)	1개	204억원	12.10%	18.18%	4.77%	8.98%	8년 (8년 이상임)	운용역	운용 기간	정대호	2018. 8.13 ~ 현재	조상현	2022. 1.18 ~ 2023. 6.10	정대호	2023. 6.20 ~ 현재	운용 전문 인력' 섹션에 따르면, 이 펀드를 운용하는 책임 전문 인력은 정대호입니다. 부책임 전문 인력이나 기타 전문 인력에 대한 정보는 제공되지 않았습니다.  정대호는이투자신탁의투자전략수립및투자 의사결정등에주도적·핵심적역할을수행하는운용전문인력으로명시되어있습니다. 다른펀드를운용하는인력에대한구체적인정보는제공되지않았습니다.  ESG 집합투자기구(펀드)의 운용 경력 혹은 기간에 대한 정보는 표의 형태로 제공되어 있으며, 정대호의 운용 경력은 2018년 8월부터 현재까지 ESG 운용을 하고 있는 것으로 표시되어 있습니다.  운용한ESG집합투자기구(펀드)의이름은 구체적이고직접적으로나와있지않습니다.  이정보는PDF문서의15페이지에안내되어있습니다.	기간 정정
성명	생년				직위	운용경력		동진집합투자기구 연평균 수익률(주식)				운용 경력년수 (ESG 운용)																									
		집합투자 기구 수	운용규모	최근1년		최근2년	최근1년	최근2년																													
정대호	1984	책임(담당)	1개	204억원	12.10%	18.18%	4.77%	8.98%	8년 (8년 이상임)																												
운용역	운용 기간																																				
정대호	2018. 8.13 ~ 현재																																				
조상현	2022. 1.18 ~ 2023. 6.10																																				
정대호	2023. 6.20 ~ 현재																																				

\* 삼성액티브자산운용, '삼성ESG착한책임투자증권투자신탁제1호[주식] 펀드 LLM 수집 예시

- 상기 방법을 따라 취합된 자료를 참고하여「기업공시서식 작성기준」항목별로 내용을 확인 및 정리함. 항목별 공시 수준을 평가하기 위해 공시의 구체성을 기준으로 평가 항목을 마련하였으며 펀드에 따라 서로 다르게 서술된 내용의 핵심정보를 발췌하여 각 개념을 유형화시켜 통일

가능성을 확인함

- 항목별 공시 수준의 경우 기업공시서식에서 안내한 위치에 따라 내용이 작성되었는지 여부와 공시 내용의 구체성을 확인하였으며 배점 체계와 기준은 아래와 같음

〈표 3〉 항목별 공시 수준 구체성 평가 기준

항목	평가기준	답변			
		0 : 아니오	1 : 예	-	-
유의사항	공개	0 : 아니오	1 : 예	-	-
운용인력	구분공시	0 : 아니오	1 : 예	-	-
투자목적	구체성	0 : 공시하지 않았거나 7. 집합투자기구의 투자목적 란에 기재하지 않은 경우	1 : 구체성 없이 공시한 경우	2 : 비교적 구체적으로 공시한 경우	3 : 비중을 서술하거나 2번의 방법에 대한 실행 방안까지 구체화한 경우
투자대상	구체성	0 : ESG와의 관련성을 공시하지 않거나 8. 집합투자기구의 투자대상 란에 기재하지 않은 경우	1 : 구체성 없이 공시한 경우	2 : 비교적 구체적으로 공시한 경우(ESG 식별방법, 투자한도, ESG 기준 중 2개 공개)	3 : 모두 공시한 경우(ESG 식별방법, 투자한도, ESG 기준)
비교지수	관련성	0 : 미공시	1 : 비교지수 및 ESG 관련성 서술	-	-
투자위험	공개개수	0 : 미공시	1 : 1개 공개	2 : 2개 공개	3 : 3개 공개
운용실적	구체성	0 : 미공시, 투자전략 단순서술, 홈페이지 참조	1 : 특정 항목 특정 수치 공개	2 : 항목별 비중 공개(구체적 이력 공개)	3 : 시간의 추이에 따른 항목별 비중 공개

- 항목별 내용의 핵심정보를 발췌하기 위해 각 항목에 대한 ESG 공시 요소를 도출하고 그룹화를 진행하였으며 그룹화 기준은 아래와 같음

〈표 4〉 항목별 핵심정보 그룹 기준

항목	세부내용	핵심정보						
		부재	네거티브 스크리닝	포지티브 스크리닝	인테그레이션	특정 테마	주주활동	모펀드 참조
투자목적	유형	부재	네거티브 스크리닝	포지티브 스크리닝	인테그레이션	특정 테마	주주활동	모펀드 참조
	하위유형	-	평가등급 중간이상 산업배제 ESG목적채권 SFDR8조	평가등급 상위이상 우수기업선정 지수추종 SFDR9조	ESG 모멘텀(개선) ESG등급별전략	기후변화, 헬스케어, 수자원 등 UNSDGs	의결권행사 주주관여	별지참조
투자대상	투자대상	미공개	외부평가	자체평가	테마, 지수, 산업	-	-	-
	투자한도	미공개	(총)한도	유형한도	종목한도	-	-	-
	주요내용	미공개	구체적 등급	구체적 테마 및 산업	구체적으로 정의한 기준	-	-	-
투자전략	전략유형	미공개	네거티브 스크리닝	포지티브 스크리닝	인테그레이션	주주활동	-	-
	평가기준	미공개	자체평가	외부평가	외부 가이드라인 참조	-	-	-
	비교지수	미해당	미기재 및 관련성 부재	관련성 기재	-	-	-	-
투자위험	유형	ESG 평가결과 위험	ESG 종목 위험	ESG 전략 미실현 위험	ESG 기준 변화 위험	ESG 신뢰 위험	-	-
	하위유형	(등급, 컨트롤러버시)	(리스크 풀, 투자기회)	(채권 유동성)	(규제, 인식, 프로세스 변화)	(데이터, 평가 등)	-	-
운용실적	유형	미대상	미공개, 홈페이지 링크, 투자전략 서술	특정 기준의 특정 수치 공개	항목별 비중 공개	항목별 시계열 비중 공개	-	-
관련회사	유형	미공시 및 해당사항 없음	국내	해외	-	-	-	-

### III. 국내 ESG 공모펀드의 공시 현황 조사 결과

- 상기 방법에 의거하여 ESG 공모펀드의 공시 수준을 평가한 결과 「기업공시서식 작성기준」에 따르지 않고 주요 항목의 내용을 미공시 혹은 다른 항목에 공시하거나 공시된 내용의 구체성 측면에서 펀드 간 편차가 나타남. 또한 펀드 및 운용사별로 사용하는 용어와 기준이 달라 투자자에게 혼란을 줄 수 있어 각 항목에서 공유하고 있는 핵심정보를 이용해 세부지침을 개정하고 통일성을 제고할 필요성과 가능성이 확인됨
- 항목별 구체성 수준 평가 점수 요약

〈표 5〉 항목별 평가 점수 및 득점률

항목	구체성 평가점수	총점(만점)	득점률
투자결정시 유의사항 안내	212	212	100.0%
운용전문인력 구분공시	211	212	99.5%
집합투자기구의 투자목적 구체성	271	636	42.6%
집합투자기구의 투자대상 구체성	282	636	44.3%
비교지수 연관성	55	212	25.9%
집합투자기구의 투자위험 구체성	460	848	54.2%
운용실적 구체성	118	636	18.6%
ESG 평가 관련회사 기재	124	212	58.5%

- 비교지수 및 운용실적에 관한 항목의 공시 구체성 수준에서 점수 편차가 가장 많이 발견되었으며 운용전문인력의 구분공시 이외 항목에서 대부분 50% 수준의 구체성을 웃도는 것으로 보아 ESG 펀드 공시 기준의 세부지침 필요성이 확인됨

○ 투자 결정 시 유의사항 안내<sup>10)</sup> 항목 결과

- 펀드 이름에 ESG가 포함되거나 투자목적 및 투자전략으로 ESG를 사용하는 경우 대부분의 펀드는 투자결정 시 유의사항으로 ESG 관련 내용을 안내하고 있고 안내 문구도 「기업공시서식 작성기준」에서 제시된 것을 사용하고 있어 공시와 관련해 특이사항은 없음
- 다만, ‘TIF/TDF 혼합자산’, ‘퇴직연금’ 등 다수의 펀드에 투자하는 혼합자산형<sup>11)</sup> 펀드, 재간접형<sup>12)</sup> 펀드 및 모자형<sup>13)</sup> 펀드 중 두 개 이상의 모펀드에 투자하는 펀드인 경우 피투자 펀드가 ESG 관련 목적 및 전략이 있음에도 이에 대한 ESG 관련 투자 유의사항을 안내하지 않는 경우가 다수 발견됨
- 예를 들어, 동일한 모펀드에 투자하는 두 개의 서로 다른 ‘주식형 자펀드’와 ‘채권혼합형

10) 투자결정시 유의사항 안내로 ESG 관련 유의사항을 제시한 경우에만 ESG 공모펀드로 정의함  
 11) 투자자산에 대한 특별한 제한을 받지 아니하고 여러 종류의 투자 대상에 투자하는 펀드  
 12) 펀드에 모인 자산으로 성격이 다른 여러 펀드에 분산투자하여 위험을 최소화하면서 수익을 추구하는 펀드  
 13) 투자자는 자펀드에 투자를 하고, 이를 통해 모인 투자자의 자금을 모펀드에 투자하는 펀드

자펀드'의 조사결과, 투자 대상이 되는 “모 ESG 펀드”는 동일하지만 ‘주식형 자펀드’의 ‘모 ESG 펀드’ 투자 비중은 최대 100%, ‘채권혼합형 자펀드’의 투자 비중은 최대 40% 이하로 그 비중의 편차가 커 ‘주식형 자펀드’만 투자결정 시 유의사항으로 ESG 관련 요소를 안내함

- 그럼에도 불구하고 ‘채권혼합형 자펀드’가 ‘모 ESG 펀드’에 투자하는 구조상 1) ESG 관련 투자 영향을 최대 40% 받는 점 2) 나머지 60%의 경우 국공채 펀드로 ‘주식형 ESG 모펀드’에 비해 리스크 및 기대수익이 낮은 점을 고려할 때, 특정 투자자에게는 ESG와 관련된 요소로 인한 영향이 투자 결과에 예기치 못한 요소로 작용할 수 있음
- 이에 다른 ESG 펀드에 간접적으로 투자하는 펀드에 대해 기존 지침에서 제시한 ‘펀드 이름에 ESG가 포함’되거나 ‘투자목적 및 투자전략으로 ESG를 사용’하는 경우 이외 조건으로 ‘투자 대상의 ESG 투자 비중’ 등과 같은 세부지침 필요성을 확인함

○ 운용전문인력 항목 결과

- 모든 ESG 공모펀드<sup>14)</sup>는 운용인력의 ESG 경력을 별도로 구분하여 공시하고 있어 ESG 경력의 별도 구분 공시를 누락한 문제는 없으나 ESG 경력 산정 방식 측면에서 차이를 보임
- 모자형 펀드 및 재간접형 펀드가 해외 펀드에 위탁투자 혹은 재투자하는 펀드에서 피투자펀드의 ESG 운용이력을 별도 공개하지 않는 경우(4건), 자펀드가 ESG 공모펀드 임에도 자펀드 운용 인력의 ESG 운용 경력을 표시하지 않고 모 펀드 운용인력의 ESG 운용 경력만 공시하는 경우(10건)도 발견되었으나 전문성 정보 전달에 무리가 없음을 확인함
- 다만, 경력 산정 방식과 관련해 공시 대상이 되는 펀드 이외 ESG 공모펀드 운용 경력이 없는 경우, 경력 산정 시 해당 ESG 공모펀드 포함 여부에 따라 1) 해당 운용펀드의 운용기간이 경력이 되거나 2) 0개월 혹은 3) 해당없음의 표기 차이를 확인함

〈표 6〉 동일 운용 인력 조건에 대한 3가지 공시 서술 예시

ABC ESG 펀드의 운용인력	김OO	김OO ESG 펀드 경력	ABC ESG 펀드 : 4개월 그 외 없음
ESG 펀드 운용경력 공시 예시(1)	ESG 펀드 운용경력 공시 예시(2)	ESG 펀드 운용경력 공시 예시(3)	
4개월	0개월	해당없음	

- ESG 펀드 운용 산정 기간에 대해 타 ESG 펀드 포함 여부에 따라 동일한 기간이 다르게 보고되는 점은 투자자로 하여금 오해를 불러일으킬 수 있으므로 1) 경력과 관련된 ESG 펀드 이름을 제시하거나 2) 본 집합투자기구(펀드)를 제외한 ESG 운용 경력을 별도

14) ESG 관련 투자 유의사항을 안내한 ESG 공모펀드 중 단 1개의 펀드가 이를 공시하지 않았으나 동일 운용사의 비슷한 목적과 이름을 가진 다수 펀드에서 운용전문인력의 ESG 운용 경력을 구분하여 표시한 것을 미루어 보아 업무 착오로 판단하였음

표시하는 방법 등으로 통일성을 제고할 수 있음

- (참고) 운용 경력으로 공시 대상이 되는 펀드<sup>15)</sup> 이외 다른 펀드를 구별할 수 있도록 공시한 경우는 약 10건으로 드물게 확인되었으며 대부분 연기금, 국민연금 운용 이력에 해당함

○ 집합투자기구의 투자목적 항목 결과

- 해당 항목의 경우 미공시 사례를 다수 발견했으며 투자 목적 공시의 구체성 수준의 차이가 보이므로 핵심 내용으로 ESG 투자 방향성, ESG 투자대상, ESG 투자 전략 기준에 대해 세부지침을 마련하여 그 수준을 높일 필요성을 확인함

〈표 7〉 집합투자기구의 투자목적 항목 공시 구체성 평가 결과

미공시	구체성이 부족	비교적 구체적	구체적
79	49	54	38

- 미공시 관련하여 미공시 한 기업이 「기업공시서식 작성기준」내 다른 공시 항목인 ‘투자전략, 위험관리 및 수익구조’를 통해 ESG와 관련된 투자목적을 공시한 것을 미루어 짐작할 때, 투자설명서 작성 시 집합투자업자가 해당 항목에 중복된 투자목적 내용을 생략한 것으로 보여짐. 그러나 항목별 서식 안내 취지를 고려할 때 반드시 안내된 위치에 따라 관련 내용을 기술하도록 세부지침의 보강이 필요해 보임
- 구체성이 부족한 공시는 “ESG 관련 주식에 주로 투자하는 모투자신탁을 통해 ESG를 추구합니다”, “비재무적요소(ESG)를 고려함으로써 지속적 성장이 가능한 투자를 추구합니다”와 같이 목적의 방향성과 대상, 기준, 전략 등 세부 내용이 확인되지 않는 경우에 해당함
- 비교적 구체적인 공시는 “논란이 있는 산업군 투자는 배제합니다”, “ESG 개선이 보이는 기업에 투자합니다”와 같이 목적의 방향성은 확인되나 투자의 대상, 기준, 전략 등 세부 내용이 확인되지 않는 경우에 해당함
- 구체적인 공시는 “등급의 체계는 7등급이며 상위 4개 등급에 70% 이상을 투자합니다”와 같이 목적의 방향성과 투자의 대상, 기준, 전략 등 세부 내용이 확인되는 경우에 해당함

○ 집합투자기구의 투자대상 항목 결과

- 해당 항목의 경우에도 앞선 투자목적과 마찬가지로 미공시 사례를 다수 발견했으며 공시의 구체성 수준 차이가 보이므로 핵심 내용으로 투자대상의 ESG 식별 방법, ESG 투자한도, ESG 투자 기준에 대해 세부지침을 마련하여 그 수준을 높일 필요성을 확인함

15) 모자형 펀드의 모펀드 이력의 경우 동일 펀드로 취급함

〈표 8〉 집합투자기구의 투자대상 항목 공시 구체성 평가 결과

미공시	구체성이 부족	비교적 구체적	구체적
70	42	60	40

- 미공시 관련하여 미공시 한 기업이 「기업공시서식 작성기준」내 다른 공시 항목인 ‘투자전략, 위험관리 및 수익구조’를 통해 ESG와 관련된 투자대상의 내용을 공시한 것을 미루어 짐작할 때, 투자설명서 작성 시 집합투자업자가 해당 항목에 중복된 투자대상 내용을 생략한 것으로 보여짐. 그러나 항목별 서식 안내 취지를 고려할 때 반드시 안내된 위치에 따라 관련 내용을 기술하도록 세부지침의 보강이 필요해 보임
- 구체성이 부족한 공시는 ESG 평가등급 및 점수의 결과를 이용해 투자 대상을 식별하고 있으나 기준 수치가 지나치게 낮아 ESG 관련성이 낮은 경우(예를 들어, E등급 이상 등), 단순 서술인 경우(예를 들어, 낮지 않은 등급 등), 지수, 산업 및 테마를 투자 대상으로 제시하였으나 세부 지수, 산업 및 테마의 투자 대상을 주요 내용으로 공시하지 않는 경우에 해당함
- 비교적 구체적인 공시는 ESG 평가등급 및 점수를 투자 대상으로 사용하며 기준 수치와 투자한도를 공시하는 경우와 지수, 산업 및 테마를 투자 대상으로 사용하며 지수, 산업 및 테마의 세부 대상을 투자 주요 내용으로 공시한 경우에 해당함
- 구체적인 공시는 ESG 평가등급 및 점수의 결과를 이용해 투자 대상을 식별하고 있으며 비교적 높은 수치와 등급별 세분화된 기준과 한도를 공시하는 경우, 지수, 산업 및 테마를 투자 대상으로 제시하며 지수, 산업 및 테마의 세부 투자 대상과 별도 ESG 관련성을 투자 주요 내용으로 공시한 경우에 해당함
- 해당 항목에 공시된 투자 대상 공시 서술은 ESG 식별 방법, ESG 투자 한도, ESG 투자 기준 항목을 토대로 내용을 통일시켜 그룹화 할 수 있으며 그 결과는 아래와 같음

〈표 9〉 집합투자기구의 투자대상 항목 공시내용 핵심정보 분류결과

투자대상 ESG 식별 방법			
미공시	외부평가	자체평가	기타 (테마, 지수, 산업)
73	38	58	43
ESG 투자한도			
미공시	(총) 한도	자산별 한도	종목별 한도
106	86	10	10
투자대상 ESG 기준			
미공시	구체적 등급	구체적 테마 및 산업	구체적으로 정의한 기준
122	61	26	3

- 투자대상 ESG 식별 방법은 펀드마다 다른 방법을 채택하고 있으나 크게 1) SFDR, EU Taxonomy, ESG 목적 발행채권(한국거래소), 태양광, 에너지, 수자원 관련한 테마, 지수 및 산업 분류 정의 등 외부 기관과 가이드라인을 참조하는 경우, 2) MSCI, 서스틴베스트, 한국ESG연구소 및 한국ESG기준원 등의 외부 평가 기관 결과를 차용하는 경우, 3) 자산운용사의 이름을 활용한 내부평가 모형 등 자체평가 방법을 사용하는 경우에 해당하여 이를 기타(테마, 지수, 산업), 외부평가, 자체평가로 분류하였음
  - ESG 투자한도의 경우 한도의 기준에 관해 자산의 유형(주식 등), 자산의 규모(총 자산 및 순자산), 개별 종목 등 각기 다른 기준을 삼아 서로 다른 펀드의 투자 비중에 대해 수치를 비교할 수 없어 통일성 측면의 아쉬운 점이 발견됨
  - 투자대상 ESG 기준의 경우 임계치가 되는 구체적인 등급이나 테마 및 산업을 제시하는 등 비교적 일관된 형태의 통일성을 갖추었음. 그러나 대부분 전체적인 등급 체계나 테마 및 산업의 정의를 확인할 수 없으므로 기준의 적정성을 판단하기 위해 공시 구체성 측면에서 세부지침을 통한 보강이 필요해 보임
  - 예를 들어 일부 펀드의 경우 낮은 등급으로 추정되는 기준 등급('E'등급)을 제시하면서도 'E등급' 이하 종목에 대해 투자를 '지양'함을 서술한 경우가 존재해 등급 체계 대비 'E'등급의 적정함과 해당 기준에 대한 투자 지양 전략의 적정성을 신뢰하기 어려움
- 집합투자기구의 투자전략, 위험관리 및 수익구조 항목의 결과
- 모든 ESG 펀드가 해당 부분에 ESG 투자전략과 투자대상, 투자목적, ESG 평가방법 및 기준에 해당하는 내용을 서술하고 있어 공시 여부에는 문제가 없음. 그러나 항목의 핵심내용이 구조화되지 않고 펀드마다 각기 다른 용어와 기준 등을 사용하여 정보의 손실 및 위성이 우려됨

**<표 10> 집합투자기구의 투자전략, 위험관리 및 수익구조 항목 투자전략 유형별 분류 결과**

투자전략의 유형별 분류				
미공개	네거티브	포지티브	인터그레이션	주주활동
0	136	134	37	16

\* 네거티브 스크리닝 : 중간등급 이상 투자, BB 이하 투자 배제, 투자 유니버스 구축, 화석연료 산업 배제, SFDR 8조 등  
 \* 포지티브 스크리닝 : ESG A등급 이상, ESG 목적 채권, KRX 기후변화 솔루션, 신재생에너지 지수, 테마(발전, 수소, 순환 경제, 수자원, 에너지), SFDR 9조 등  
 \* 인터그레이션 : ESG 모멘텀, ESG개선등급, 지배구조 개선 추이, 등급별 투자 비중 조정 및 전략 세분화 등  
 \* 주주활동 : 주주권여, 의결권, 배당 등

- 해당 항목 중 투자전략에 대한 공시의 경우 미공시 사례를 발견하지 못했으며 모두 주요 투자전략을 서술하고 있으나 각 개별 내용을 아우르는 전략의 성격 등의 서술 여부나 기준이 모두 달라 이에 상응하는 용어와 기준의 정의가 필요한 것을 확인함

- 또한 사용하는 용어와 관련해 유사하거나 동일한 전략('ESG 개선 등급', 'ESG모멘텀' 등)을 추구하나 각 펀드가 서로 다른 표현을 사용하는 것으로 추정되는 사례들이 있어 세부지침을 통한 각 전략별 용어의 표준화 필요성도 확인함
- 또한 투자전략의 성격을 판단하는 기준과 관련해 특정 비중(30%~70%) 이상 자산 편입에 대해 개별 펀드의 판단에 따라 같은 비중이라 하더라도 일부는 포지티브 스크리닝 전략, 일부는 네거티브 스크리닝 전략을 혼용하여 사용하고 있어 이에 대한 전략별 기준에 관해 세부지침을 통한 통일성 확보 필요성도 확인함

〈표11〉 집합투자기구의 투자전략, 위험관리 및 수익구조 항목 ESG 평가기준 분류 결과

투자전략의 ESG 평가 기준		
자체평가	외부평가	외부 가이드라인 참조
107	123	74

- ESG 평가 및 식별 기준으로 자체 및 외부평가를 혼용하는 경우가 가장 많았고 대부분 평가 프로세스와 등급의 체계를 공개하고 있으나 구체성이 높다 하더라도 펀드 간 서로 다른 ESG 평가 점수 및 등급을 비교할 수 있는 일관된 기준이 부재해 투자자가 혼란을 느낄 가능성을 발견함
- 특히 외부 가이드라인 참조의 경우 테마투자의 기준으로 'EUA(European Union Allowance)<sup>16)</sup>', 'SFDR(Sustainable Finance Disclosure Regulation) 8조 또는 9조<sup>17)</sup>'를 제시하는 경우나 채권 평가 기준 중에서 한국거래소를 통해 안내된 'ESG 목적 발행채권<sup>18)</sup>'을 제시하는 경우와 같이 표준 분류 체계를 ESG 평가 기준으로 제시하면 투자자의 혼란이 줄고 펀드 간 ESG 전략 등의 비교가 용이할 것으로 판단됨
- 이에 따라 자체 및 외부 ESG 평가 결과에 대한 표준 체계와 세부지침이 마련되는 경우 현재 공개된 수준의 구체적인 정보를 토대로 투자자가 ESG 펀드의 투자전략의 ESG 평가결과를 일관된 기준으로 비교하여 투자 결정 시 정보비대칭으로 인한 거래 비용이 감소함으로 자본조달비용에 긍정적인 영향을 미칠 것이 기대됨

〈표 12〉 집합투자기구의 투자전략, 위험관리 및 수익구조 항목 비교지수 관련성 분류 결과

ESG 공모펀드의 비교지수		
비교지수 미해당	비교지수 미기재 및 관련성 부재	관련성 서술
6	151	55

16) 유럽연합(EU)이 운영하는 탄소배출권 거래제도(ETS)에서 사용되는 탄소배출권  
 17) EU의 금융 규제인 지속가능금융공시제도를 의미하며 8조는 ESG 관련성이 있는 경우, 9조는 보다 확실한 ESG 요소를 추구하는 경우로 분류할 수 있음  
 18) 녹색채권, 사회적채권, 지속가능채권, 지속가능연계채권의 분류체계를 따른 국내 ESG 채권

- 비교지수의 경우 없거나 관련 없는 지수를 제시하는 경우가 다수에 해당하나 이에 대한 원인으로 ESG와 관련된 시장 내 비교지수가 충분하지 않은 상황의 가능성이 있음. 만약 시장 내 비교지수가 부족한 경우, 정책적인 지원 등이 없는 경우 해당 항목에 관해 공시의 구체성을 높이고 통일성을 제고하는 것이 어려울 것으로 판단됨
- 다만 KOSPI 200, KAP 채권지수 등 보편적인 시장 지수를 참조 및 비교지수로 제시하는 경우가 다수 발견되어 해당 지수에 대한 자체 및 외부 ESG 평가 결과를 비교하는 등의 방법으로 세부지침을 개정하는 경우 비교지수 항목의 ESG 관련성에 대한 공시 수준이 증가할 것이 기대됨

○ 집합투자기구의 투자위험 항목 결과

- 해당 항목의 경우 아래 5가지 유형 중 하나라도 공시하지 않는 미공시 사례를 거의 발견하지 못했으나 일부 지수 추종 ESG 펀드의 미공시 사례가 약 14건 확인됨

〈표 13〉 집합투자기구의 투자위험 항목의 공시내용 핵심정보 분류결과

투자전략의 유형별 분류					
	ESG 평가결과 관련 위험	ESG 종목선정 관련 위험	ESG 전략 미실현 관련 위험	ESG 변화 관련 위험	ESG 신뢰 관련 위험
공시	159	151	28	76	46
미공시	53	61	184	136	166

- \* ESG 평가결과 관련 위험 : ESG 관련 컨트롤러시, 등급의 변화로 인해 투자에 미치는 영향과 관련된 위험 등
- \* ESG 종목선정 관련 위험 : ESG 관련 투자대상 조건으로 인해 위험의 분산이 제한되거나 타 종목 투자 기회 상실로 인한 위험 등
- \* ESG 전략 미실현 관련 위험 : ESG 목적 채권 및 투자 대상의 숫자 제한 및 유동성 제한과 관련한 위험 등
- \* ESG 변화 관련 위험 : 대내외 상황 등의 변화로 인해 ESG 평가기준, 전략 등의 변화로 인한 투자 관련 위험 등
- \* ESG 신뢰 관련 위험 : 제 3자로부터 전달받는 혹은 자체적으로 리서치한 ESG 데이터 및 평가 등급의 오류 가능성으로 인한 투자 관련 위험 등

- 집합투자기구의 투자위험 항목의 경우 비교적 표준화가 잘 이루어져 있어 공시 수준이 높은 편에 속함. 다만, 통일성 측면에서 위험의 속성과 위험의 이름의 매칭 여부가 일부 달라 투자자의 정보 비교 가능성이 다소 떨어질 수 있어 상기 형태와 같은 분류 체계 등을 이용하도록 세부지침을 개정함으로써 정보 가치를 높일 수 있음
- 다만, 5가지로 분류된 위험 중 ESG 데이터의 신뢰성 관련하여 ESG 외부기관 정보를 사용하는 펀드 비율에 비해 해당 위험을 고지하는 비율이 낮음. 이를 테면 ESG 데이터의 경우 1) 의무 공시 대상이 아닌 점 2) 재무데이터와 달리 제 3자의 의무 검증 체계가 별도 마련되지 않은 점을 고려할 때 분류된 ESG 관련 투자위험 중 펀드 성격에 따라 반드시 고지해야 하는 위험에 대해 세부지침 개정 필요성을 고려해볼 수 있음

- 보수 및 수수료 항목 결과
  - 해당 항목의 경우 대부분 보수 및 수수료를 지급하지 않거나 이를 펀드의 비용으로 지급하지 않고 있음을 공시하고 있으며 그 외 별도 특이사항이 없으므로 관련 항목의 경우 세부 결과를 별도로 제시하지 않음
- 운용실적 항목 결과
  - 해당 항목의 경우 펀드 신규 결성으로 인해 운용실적 항목이 공개 대상이 아닌 경우는 미대상으로 분류했음. 미공시 사례의 경우 '해당없음', '투자전략의 단순 서술 반복' 및 '홈페이지 링크 제시'에 해당하며 타 항목에 비해 공시된 내용의 구체성 수준이 다소 높은 편에 속함

〈표 14〉 집합투자기구의 운용실적 항목의 공시내용 핵심정보 분류결과

운용실적 유형별 공시현황					
미대상	미공시	단순 투자전략 서술 및 홈페이지 링크 안내	특정 기준의 특정 수치 공개	항목별 비중 공개	항목별 시계열 비중 공개
13	37	61	28	17	56

- \* 미대상 : 신규 펀드 등의 경우 운용실적 보고 대상이 아니므로 생략한 경우
- \* 미공시 : 운용실적을 공시하고 있으나 ESG 관련 내용은 미공시한 경우
- \* 단순 투자전략 서술 및 홈페이지 링크 안내 : 별도 운용 실적 대신 투자 전략을 이행하고 있음 혹은 홈페이지를 통해 확인 가능 등으로 공시한 경우
- \* 특정 기준의 특정 수치 공개 : 총 자산의 ESG 평균 등급을 공개하거나 주주행동 관련 비공개 서한 발송 횟수 등을 공개한 경우
- \* 항목별 비중 공개 : 등급별 투자 비중, 주주행동 관련 의결권 찬반 비율 및 비공개 서한, 주주권 행사 등의 내역을 종합적으로 공개한 경우
- \* 항목별 시계열 비중 공개 : 등급별 투자 비중을 분기 혹은 연도에 따라 공개하거나, 주주행동 관련 의결권 찬반 비율 및 비공개 서한, 주주권 행사 등의 내역 중 일부를 시기에 따라 구분하여 공개한 경우

- 운용실적의 경우 최고 수준의 구체성을 갖춘 케이스인 항목별로 시계열 비중을 공시한 사례 비율이 가장 높아 최고 수준의 구체성을 기반으로 세부지침을 개정할 경우 공시 수준의 가장 큰 변화가 예상됨

- 기타 집합투자기구의 관련회사 항목 결과
  - 해당 항목의 경우 약 88개의 회사가 제 3자 ESG 평가와 관련한 회사에 대해 미공시하거나 '해당없음'을 밝히고 있음. 그러나 투자전략의 공시 내용 상 자체 평가만 사용하는 경우는 약 40개 미만으로 88개의 절반에 미치지 못하여 두 항목 간 내용 충돌 가능성을 발견함

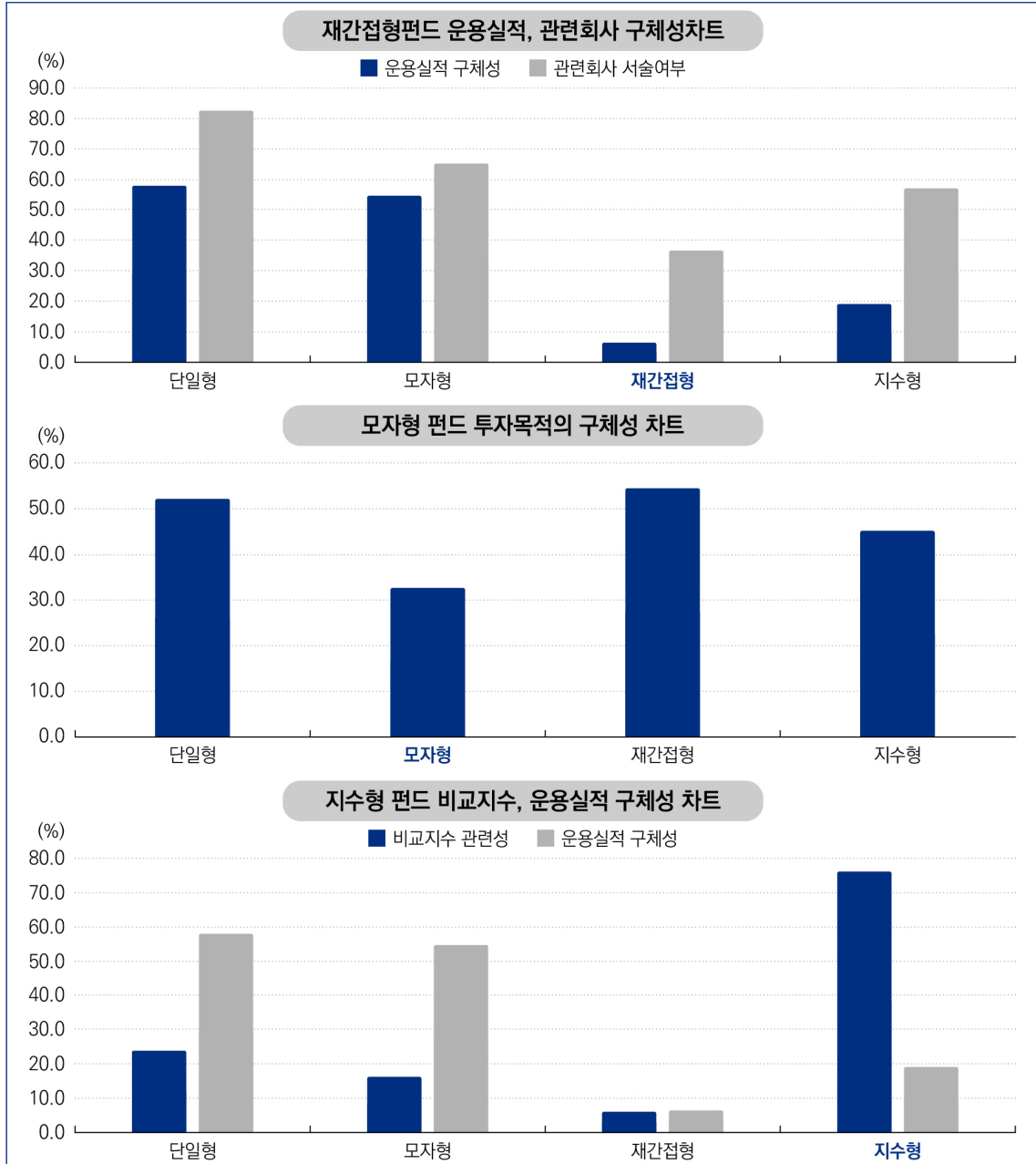
〈표 15〉 집합투자기구의 관련회사 항목 공시내용 핵심정보 유형별 분류 결과

집합투자기구의 관련회사 유형별 집계			
미공개	해외	국내	혼합
88	34	63	27

- 또한 투자전략 항목에서 ESG와 관련한 투자 결정 시 외부 평가기관을 참조하는 것으로 서술한 경우가 약 123개 이상 확인되나 이 중 집합투자기구의 관련회사로 ESG 평가회사를 기재한 경우는 약 61개 정도(혼합 기재 포함)로 이 역시 항목 간 내용 충돌 가능성을 발견함
- 이에 따라 항목 간 제 3자 ESG 평가회사 서술 일치 여부에 관하여 투자전략에서 조금이라도 ESG 외부평가 정보를 사용하는 경우 반드시 관련 회사 내용을 서술하게 하거나, 사용되는 비중이 미미한 경우 기타 집합투자기구의 관련회사 항목에 ‘투자 전략으로 제 3자 ESG 평가정보를 사용하나 그 비중이 미미하므로 별도 기술하지 않음’ 등의 내용으로 세부지침을 개정하여 투자자의 혼란과 오해를 방지할 수 있음
- 상기 공시 수준에 대한 결과<sup>19)</sup>를 펀드의 운용 형태, 자산 유형, 투자 지역, 설정일로부터의 기간(연수) 및 운용사 규모에 따라 분류한 결과는 아래와 같으며 모자형 및 재간접형 펀드의 피투자대상에 대한 유형별 세부지침 개정, 해외 지역 투자자산에 대한 ESG 정보 접근성 제고를 위한 국내 ESG 시장 지원 및 지수형 펀드에 대한 운용실적 세부지침 구체화 등의 결과를 도출할 수 있음
- 펀드의 운용 형태(모자형/재간접형/지수형/단일형)에 따른 점수 확인 결과 모자형 펀드에 대한 집합투자기구의 투자목적 항목의 모펀드 공시 세부지침, 재간접형 펀드에 대한 집합투자기구의 투자대상 및 운용실적 항목 그리고 지수형 펀드에 대한 운용실적 항목 세부지침 필요성을 확인함

19) 투자결정 시 유의사항 안내, 운용인력 기간 구분, 보수 및 수수료 등의 경우 대부분의 펀드에서 해당 내용을 공시하고 있어 펀드 성격에 따라 차이가 나타나지 않을 것이 예상되어 별도 분석을 실시하지 않음

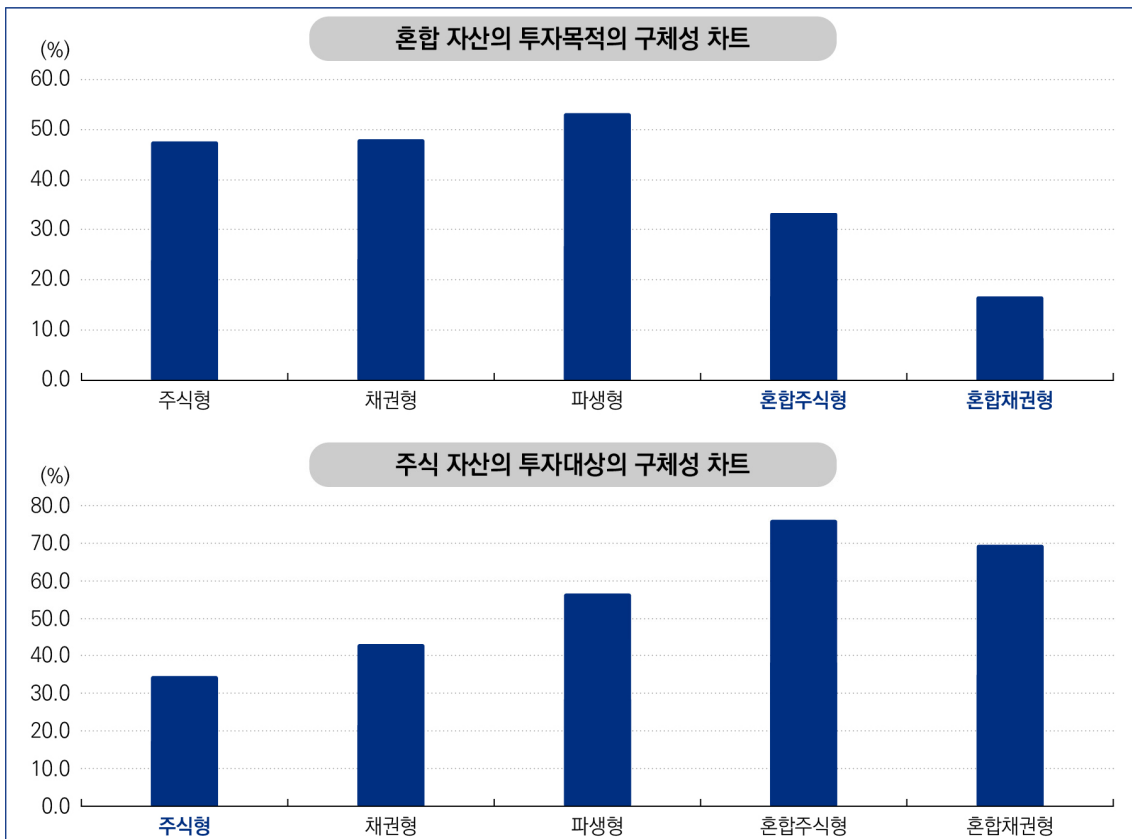
〈그림 1〉 운용형태별 ESG 펀드의 공시 구체성 수준 비교



- 단일형 펀드 대비 모자형 펀드의 집합투자기구의 투자목적 항목 구체성이 다소 떨어지며 이는 모펀드의 ESG 투자목적에 자펀드가 투자목적 항목에 별도로 기술하지 않아 낮은 득점률을 기록한 것으로 추정됨. 이에 따라 모자형 펀드가 집합투자기구의 투자목적에 공시하는 경우 자펀드와 모펀드에 대해 구별된 형태로 기술하게 하거나 두 개 이상의 모펀드에 투자하는 자펀드가 이를 통합적으로 서술할 수 있게 하는 방향 등으로 세부지침 개정 필요성을 확인함

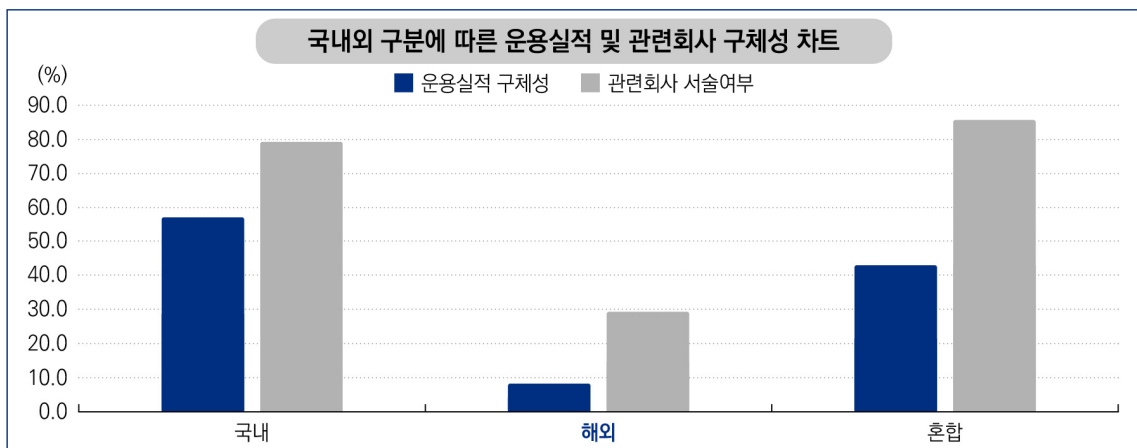
- 재간접형 펀드의 집합투자기구의 투자대상 구체성과 운용실적 구체성이 단일형 및 모자형 펀드에 비해 떨어짐. 이는 재간접형 펀드가 투자하는 여러 개의 피투자펀드에 대한 운용실적 및 관련회사 서술 기준(가장 많은 투자 비중 등)이 부재한 것을 원인으로 들 수 있어 이에 대한 세부지침 개정 필요성을 확인함
  - 한편으로 재간접형 펀드의 운용회사와 재간접형 펀드가 투자하는 펀드의 운용회사가 달라 이에 대한 정보 접근성 측면의 원인을 추정할 수 있고 이 경우 운용회사 간 펀드의 정보 공개에 대한 별도 시장 지원이 필요할 수 있음
  - 지수형 펀드의 경우 비교지수 관련성 공시 수준은 매우 높으나 운용실적을 구체적으로 공시하지 않고 단순히 추종하는 지수의 이름을 기재하거나 추적오차, 수익률을 제시하는 것에 그침. 이에 추종하는 해당 지수에 대한 구체적인 ESG 성과를 공시할 수 있는 방향 등으로 세부지침 개정 필요성을 확인함
- 펀드의 자산 유형(주식형/채권형/혼합형/파생형)에 따른 점수 확인 결과 혼합형 펀드는 집합투자기구의 투자목적 항목 내 혼합자산별 구분공시 필요성을, 주식형 펀드는 집합투자기구의 투자대상 항목 중 투자대상의 ESG 식별 방법 표준화 필요성을 확인함

**〈그림 2〉 자산유형별 ESG 펀드의 공시 구체성 수준 비교**



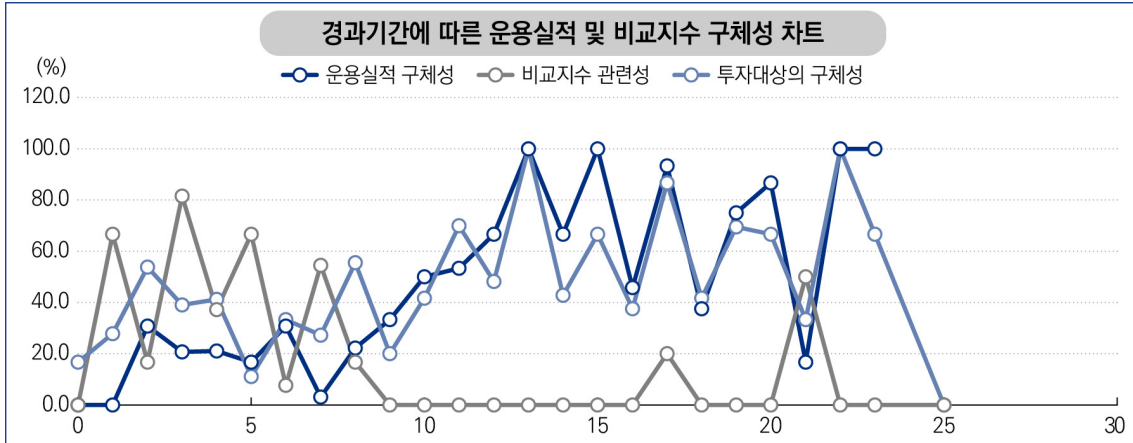
- 혼합형 펀드(혼합주식형, 혼합채권형)의 경우 단일 주식 및 채권형 펀드에 비해 상대적으로 투자하는 자산이 다양해 투자 목적의 구체성 공시 수준이 다소 떨어지는 것으로 확인됨. 이에 따라 투자자산의 성격이 혼합되는 경우 투자 비중 및 자산 유형에 따라 집합투자기구의 투자목적을 구분 공시하는 방향으로 세부지침 개정 필요성이 확인됨
  - 주식형 펀드의 집합투자기구의 투자대상 공시 수준이 가장 낮으며 이는 별도 참조할 수 있는 표준 체계(예를 들어, 채권형 ESG 펀드의 주된 투자대상인 'ESG 목적 발행 채권')가 부재하여 주식형 ESG 펀드의 투자대상 정보가 다른 유형에 비해 모호하다고 볼 수 있어 ESG 평가 등에 관한 표준 체계 마련이 필요할 수 있음
- 투자 지역(국내/해외/혼합형)에 따른 점수 확인 결과 투자 대상이 해외 지역인 경우 운용실적 및 관련회사의 정보 공시 측면에서 구체성이 부족한 것으로 나타남. 이는 해외 투자 대상에 대한 정보 접근성이 낮은 것을 주된 원인으로 추정할 수 있음

〈그림 3〉 지역별 ESG 펀드의 공시 수준 구체성 비교



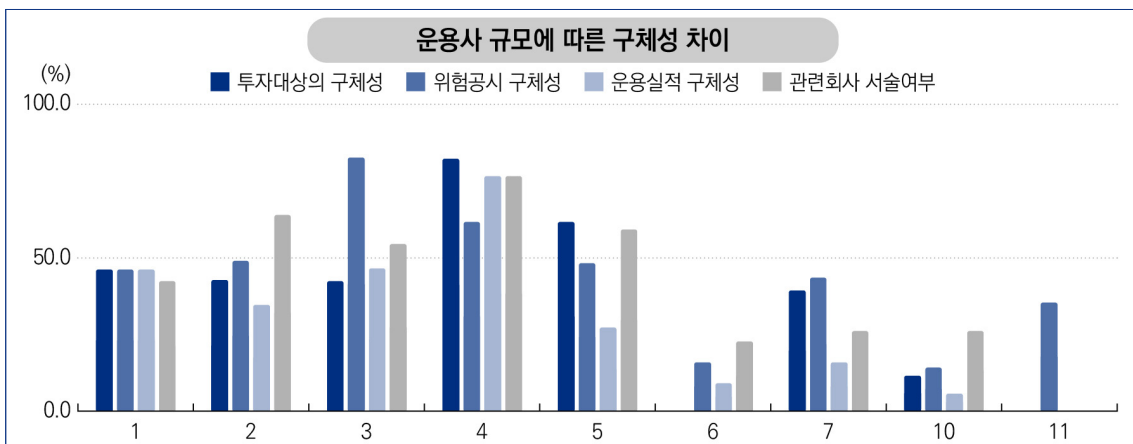
- 해외 및 혼합 지역 투자 펀드에 대한 낮은 공시 수준의 경우 글로벌 ESG 정보의 가교 역할을 하는 국내 기관이나 접근성이 높은 해외 ESG 정보 기관의 부재가 영향을 미칠 수 있음. 이에 공시 기준과 관련한 세부지침을 개정하기보다 해외 ESG 정보에 대한 국내 수요 파악과 담당 기관 등에 대한 논의가 필요할 것으로 추정할 수 있음
- 펀드 설정일로부터의 경과기간(연수)이 길수록 집합투자기구의 투자대상 및 운용실적 항목 공시 구체성 수준이 높아지며 비교적 최신에 설정된 ESG 펀드의 경우 대체로 비교지수 및 비교지수의 ESG 관련성이 공시된 것을 확인할 수 있음

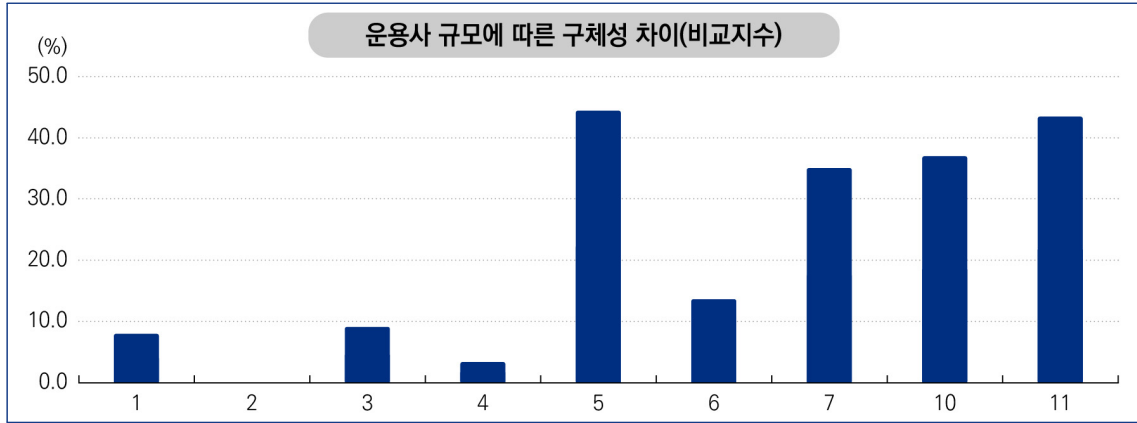
〈그림 4〉 경과기간(연수) 별 ESG 펀드의 공시 수준 구체성 비교



- 상기 결과를 볼 때 ESG 운용실적을 포함해 전반적인 투자 실적 공개 수준이 높을수록 투자자로부터 장기간 신뢰받고 환매 등 투자자의 이탈이 적거나 신규 투자자의 유입이 많을 수 있어 신규 설정된 펀드에 대해 운용실적 공개 당위성을 찾아볼 수 있음
- 경과기간(연수)에 따른 비교지수 관련성 〈그림 4〉와 지수형 펀드의 비교지수 관련성 〈그림 1〉을 함께 고려할 때, ESG 펀드와 관련한 시장 지수가 개발 및 통용된 시점이 비교적 최근에 해당하여 지수형 ESG 펀드의 운용기간이 짧고 각 운용사의 공시 방법이 고도화되지 않았을 가능성이 있음. 따라서 지수형 펀드의 ESG 운용 실적 공시 방식이 통상적인 ESG 펀드와 다를 수 있으므로 지수와 관련한 운용실적 항목 세부지침 개정 필요성이 확인됨
- 자산 규모 및 설정액 대비 수익률에 따른 ESG 펀드 공시 수준은 별도 차이를 보이지 않음. 그러나 운용사 규모에 따라 전반적인 항목의 공시 구체성 수준에서 차이가 드러남

〈그림 5〉 운용사 규모별 ESG 펀드의 공시 수준 구체성 비교





- 상기 사항은 운용사 규모의 크기에 따른 영향으로서 운용사 규모가 클수록 추종 가능한 지수에 대한 정보 구매력이 높아 비교지수 관련성의 공시 수준이 높고, 운용사 규모가 클수록 동일 운용사 내 다른 펀드 대비 ESG 펀드에 대한 공시 관심도가 낮아 기타 항목의 공시 구체성이 낮을 수 있음
- 반면 규모와 별개로 해당 현상이 발생한 사유로 ESG 펀드 공시 수준은 개별 펀드 단위가 아닌 운용사 단위로 달라질 것으로 추정할 수 있으며 후자인 경우 공시 관리 감독을 펀드가 아닌 운용사 단위로 수행하는 것이 적합하다는 결론을 내릴 수 있음

#### IV. 결론 및 향후 연구 과제

- 항목별 공시 수준 구체성에 대한 조사 및 평가 결과 유의사항 안내, 운용전문인력 항목의 경우 비교적 높은 공시 수준을 나타냄. 또한 집합투자기구의 투자목적, 집합투자기구의 투자대상 항목은 서식 상 지정된 위치 기준으로 공시 누락 건이 다수 발견되었음. 뿐만 아니라 일부 항목 간 서술된 내용의 상충 가능성을 발견하였으며 특히 집합투자기구의 투자전략 항목은 펀드별 서술 내용이 다양하고 용어의 정의와 기준 차이가 크게 나타나 항목 간 통일성 제고가 필요함
- 「기업공시서식 작성기준」을 따르지 않고 정해진 항목에 공시 내용을 누락하는 사례가 발견되어 이에 대한 명확한 세부지침 개정이 필요함
  - 집합투자기구의 투자목적, 집합투자기구의 투자대상 항목 상 ESG 관련 서술이 공시되지 않은 경우가 약 35%에 해당함. 이에 반드시 「기업공시서식 작성기준」에 안내된 구조를 따라 관련 내용을 공시하도록 세부지침 개정이 필요함
- 용어의 정의와 기준에 대한 차이로 인해 투자자가 오해할 가능성이 있는 사례들이 발견되어 이에 대한 명확한 세부지침 개정과 표준안 제정이 필요함
  - 운용전문인력 항목에서 공시 대상 ESG 펀드의 운용경력 포함 여부 등에 따라 수치 값이 달라질 수 있어 비교 가능성이 떨어짐. 이에 운용경력 산정 기준에 대한 세부지침 개정이 필요함

- 집합투자기구의 투자전략 항목에서 일부 펀드는 평가 등급 상위 50% 이상 투자전략을 네거티브 전략으로 서술하나 다른 일부 펀드는 E등급 이상 투자를 포지티브 전략으로 서술하는 등 펀드 간 용어의 정의와 기준이 모호함. 더불어 출처가 다른 등급 간의 비교 가능성이 확보되지 않아 펀드 간 투자전략 비교가 어려우므로 이에 대한 세부지침 개정과 표준안 제정이 필요함
- 펀드 공시 항목 간 서술된 내용의 상충 가능성이 발견됨
  - 집합투자기구의 투자전략 항목에서 ESG 평가 및 정보와 관련하여 외부평가 기관을 참조하는 것으로 보고하였으나 기타 집합투자기구 관련 사항에서 제 3자 ESG 평가 기관을 서술하지 않는 사례가 발견됨. 이에 공시 내용 상 상충되는 부분이 발견될 수 있으므로 추후 항목 간 내용의 크로스 체크가 필요할 수 있음
- 펀드 구조가 모자형이거나 자산 유형이 혼합된 경우 단일형 구조 및 단일 자산(주식형, 채권형) 유형에 비해 복합적인 성격으로 인해 집합투자기구의 투자대상 항목 구체성이 낮음. 또한 재간접형 펀드의 경우에도 운용실적 항목 공시 구체성이 낮은 수준을 보이고 있음. 뿐만 아니라 투자 지역이 해외인 펀드의 공시 수준은 국내에 비해 운용실적과 관련회사 공시 항목 면에서 낮은 현상을 보이고 있어 각 유형에 대한 구체적인 세부지침 개정이 필요함
- 투자 자산의 성격이나 펀드 구조가 복합적인 경우, 투자 대상 유형에 따라 구분된 세부지침 개정이 필요함
  - 모자형 및 혼합형 펀드의 경우 집합투자기구의 투자대상 공시 구체성이 낮으며 이는 여러 개의 유형에 해당하는 투자 대상에 대한 구분된 공시 지침이 없으므로 포괄적인 서술을 공시했을 가능성이 있음
  - 재간접형 펀드의 경우 투자 대상의 운용실적 항목의 공시 구체성이 낮으며 이는 여러 개의 피투자펀드에 대한 구분된 공시 지침이 없으므로 포괄적인 서술을 진행했거나 모두 나열하기 어렵거나 한 펀드를 특정할 마땅한 기준이 없어 미공시했을 가능성이 있음
- 공시 수준과 관련해 개별 자산운용사의 개선 의지가 아닌 국내 ESG 시장 전반의 개선이 필요할 수 있음
  - 투자 지역이 해외인 해외형 펀드의 경우 투자 대상의 ESG 운용실적과 이에 대한 정보를 제공하는 제 3자 기관에 대한 공시 구체성 수준이 낮음. 그러나 이는 개별 펀드 및 자산운용사의 문제에서 기인하기보다 국내 ESG 시장 전반의 인프라 문제에서 기인했을 가능성이 있음.
- 집합투자기구의 투자전략 항목의 ESG 평가 등급 및 점수의 용어 정의와 기준에 대한 표준 체계가 필요할 수 있음
  - 주식형 펀드의 집합투자기구의 투자대상 항목 구체성 점수가 다른 자산 유형 중 가장 낮음. 대부분의 주식형 펀드가 1) ESG 평가 등급 및 점수를 사용하나 2) 각 펀드가 사용하는

ESG 등급 및 점수의 체계와 기준이 모두 다른 점, 3) 또한 특정 외부 표준이 없는 점을 고려할 때 각 기관이 산출하는 ESG 평가 결과의 상위/중위/하위 등급의 정의 및 비중 등에 대한 표준 체계가 필요할 수 있음

- 23년 10월 공표된 'ESG 펀드에 대한 공시기준' 이후 국내 ESG 펀드를 식별할 수 있게 됐고 펀드가 공시한 ESG 정보를 항목에 따라 취합하고 비교할 수 있게 됨. 이에 국내 ESG 펀드의 공시 수준을 진단하고 향후 ESG 펀드 시장의 발전을 위한 ESG 펀드 공시기준 및 국내 ESG 시장과 관련한 시사점 및 대응 방안을 도출했음. 그러나 연구자의 역량, 시간 및 자원의 제약 등으로 전반적인 자료 수집, 분석 및 검증 측면에서 한계를 보임.
- ESG 공모 펀드의 공시 수준은 전반적으로 매우 높아졌으나 일부 항목과 유형에 대해 세부지침 개정 및 표준화가 필요함. 나아가 특정 항목의 낮은 공시 수준은 국내 ESG 시장 환경과 연관되어 있어 시장 전반의 변화가 필요한 것을 확인함
  - 전반적인 공시 수준이 높아졌으나 펀드 및 운용사별 공시 편차가 나타나고 있음. 이에 각 항목별 핵심 정보에 해당하는 항목을 유형화하여 세부지침을 제공함으로써 공시의 수준과 정보의 비교 가능성을 높일 수 있음
  - 각 펀드가 비교 및 참조할 수 있는 ESG 지수가 부족하고 해외 투자 자산에 대한 ESG 정보를 제공하는 국내외 기관 부재가 펀드의 정보 공시 수준을 떨어뜨리고 있으므로 이에 대한 국내 ESG 시장의 변화가 필요할 수 있음
- 다만, 이번 조사의 경우 LLM으로 취합된 정보를 근거로 삼았기 때문에 각 펀드에서 공시한 내용을 충분히 발췌하지 못했을 한계를 가지고 있음. 추후 상기 유형화된 핵심 정보를 바탕으로 투자설명서 내용을 재조사하여 자료 및 평가의 질적 수준을 보강할 수 있음
  - 특히 PDF 전처리, 페이지별 요약 단위, 프롬프트 고도화, 출력 형식 등을 조정함으로써 보다 고도화 된 LLM 결과를 유도하여 자료 수집의 질적 수준을 증강시킬 수 있음
  - 또한 증강된 방법론을 이용해 공시 점검 파이프라인을 구축하는 경우 분기 및 연간 단위의 ESG 펀드 공시 수준 점검 정례화를 기대할 수 있음
- 또한 이번 조사는 투자설명서 공시 내용에 따른 투자 전략 이행 여부를 점검하지 못했으므로 향후 운용 현황을 점검할 과제가 남아있음
  - 추후 자산운용보고서의 분기별 자산 내역을 조사하여 외부에서 접근가능한 ESG 평가 등급을 매핑하고 분기별 변동 추세를 확인함으로써 ESG 전략의 이행 여부에 대한 공시 현황 점검을 수행할 수 있음

〈별첨 1〉 ESG펀드 공시 항목별 지침 및 프롬프트 예시

개정항목	지침 및 프롬프트 내용	
투자결정시 유의사항 안내	지침	제17-1-6조(투자결정시유의사항안내): 20. ESG집합투자기구의 경우 투자대상자산의 ESG평가결과의 개선, 투자전략의 이행 등이 해당 집합투자기구의 운용성과로 반드시 귀결되는 것은 아니라는 사실
	프롬프트	<p>지금 질문에서는 대부분류 '투자결정시 유의사항 안내' 부분만 참고하세요.</p> <p>'투자결정시 유의사항 안내' 부분에 'ESG 평가결과의 개선, 투자전략의 이행 등이 해당 집합투자기구의 운용성과로 반드시 귀결되는 것은 아니라는 사실'과 유사한 내용이 안내되어 있나요?</p> <p>유의사항 문구에 반드시 'ESG'가 들어 있어야 합니다.</p> <p>만약 안내되어 있다면, 정확히 어떻게 안내되어 있나요?</p> <p>마지막으로 그것은 어디에 안내되어 있으며 페이지 번호는 무엇인가요?</p>
운용전문인력	지침	제19-2-2조(운용전문인력): 단, ESG집합투자기구인 경우 과거 ESG집합투자기구의 운용기간을 구분하여 기재)
	프롬프트	<p>지금 질문에서는 대부분류 '제2부 집합투자기구에 관한 사항' 섹션 중 '운용 전문 인력'에 관련된 내용을 참고하세요.</p> <p>'운용전문인력'섹션은 투자를 운용하는 사람 이름과 운용기간에 대한 정보를 가지고 있습니다.</p> <p>'운용전문인력'섹션에 나온 책임 전문인력과 부책임 전문인력, 기타 전문인력은 각각 이름이 무엇인가요?</p> <p>이 펀드를 운용하고 있는 인력과 다른 펀드 (예를 들어 모투자신탁 등)를 운용하는 인력은 구분하여 알려 주세요.</p> <p>'운용전문인력'섹션에 운용기간 정보 중 ESG집합투자기구(펀드)의 운용경력 혹은 기간에 해당하는 부분이 별도로 표시되어 있나요?</p> <p>이 정보는 표나 주석의 형태로 제공하고 있습니다.</p> <p>그것은 정확히 어떻게 표시되어 있나요?</p> <p>'운용전문인력'섹션에 ESG집합투자기구(펀드)의 운용이력이 있다면 운용한 ESG집합투자기구(펀드)의 이름이 구체적이고 직접적으로 나와있나요?</p> <p>마지막으로 그것은 어디에 안내되어 있으며 페이지 번호는 무엇인가요?</p> <p>관련된 정보는 기재된 위치에 따라서 알려주세요</p>
투자목적	지침	제19-3-2조(집합투자기구의투자목적): iii. ESG집합투자기구의 경우 해당 집합투자기구가 추구하거나 달성하고자 하는 ESG 목표를 구체적으로 기재한다.
	프롬프트	<p>지금 질문에서는 대부분류 '제2부 집합투자기구에 관한 사항'의 중분류 '집합투자기구의 투자목적' 섹션만 참고하세요.</p> <p>'집합투자기구의 투자목적'섹션은 '집합투자기구의 구조' 다음에 나오며 '집합투자기구의 투자대상' 내용이 나오기 전에 끝이 납니다.</p> <p>끝날 때는 보통 '그러나 상기의 투자목적이 반드시 달성된다는 보장이 없다'와 같은 주의사항 문구를 가지고 있습니다.</p> <p>'집합투자기구의 투자목적'에서 집합투자기구(펀드)가 달성하고자 하는 목표는 무엇인가요? 그목표와 "ESG"사이의 관련성을 확인할 수 있나요?</p> <p>만약 'ESG'와 관련성이 있어 보인다면 그 내용을 요약해주세요.</p> <p>그것은 어디에 안내되어 있으며 페이지 번호는 무엇인가요?</p>

개정항목	지침 및 프롬프트 내용	
		<p>만약 이 펀드와 다른 펀드 (예를 들어 모투자신탁 등)에서 제시한 내용이 별도로 있다면 이 펀드 내용과 다른 펀드 내용을 구분하여 알려주세요                      관련된 정보는 기재된 위치에 따라서 알려주세요</p>
<p>운용실적</p>	<p>지침</p>	<p>제20-2-1조(집합투자기구의운용실적): ③ESG집합투자기구인 경우 사전에 공시한 투자목적 및 투자전략의 이행현황, 투자목적의 달성을 위해 주주활동을 실시한 경우 그 내역 등 운용실적과 ESG와의 연관성을 기재하며, 비교 또는 참고지수가 있는 경우 해당지수와와의 운용성과 비교내역을 기재한다.</p>
	<p>프롬프트</p>	<p>지금 질문에서는 대분류 '제3부 집합투자기구의 재무 및 운용실적 등에 관한 사항'의 중분류 '집합투자기구의 운용실적' 섹션만 참고하세요.                      '집합투자기구의 운용실적' 섹션은 보통 '수익률', '자산구성현황', '기타현황', 'ESG현황', '투자전략 이행현황'등으로 구성되며 대분류 '제4부 집합투자기구의 관련회사에 관한 사항'이 나오기 전에 섹션이 종료됩니다.</p> <p>'집합투자기구의 운용실적' 부분에 ESG와 관련한 내용이 있나요?                      만약 "ESG"와 관련한 운용실적 내용이 있다면 정확히 알려주세요.                      "ESG"운용현황, 책임투자활동 운용현황, 비교지수 및 참고지수 내용을 요약할 수 있나요?</p> <p>마지막으로 그것은 어디에 안내되어 있으며 페이지 번호는 무엇인가요?                      관련된 정보는 기재된 위치에 따라서 알려주세요</p>
<p>관련회사</p>	<p>지침</p>	<p>제21-1-4조(기타집합투자기구의관련회사): 5. ESG집합투자기구로서 그 운용과 관련하여 제3자의 ESG 관련 평가결과를 활용하는 경우 ESG평가업무를 수행하는 평가회사</p>
	<p>프롬프트</p>	<p>지금 질문에서는 대분류 '제4부 집합투자기구의 관련회사에 관한 사항'의 중분류 '기타 집합투자기구의 관련회사' 이나 'ESG 관련 회사' 섹션만 참고하세요.                      '기타 집합투자기구의 관련회사' 섹션은 대분류 '제5부 기타 투자자 보호에 필요한 사항'이 나오기 전에 섹션구역이 종료됩니다.</p> <p>대분류 '제4부 집합투자기구의 관련회사에 관한 사항'은 주로 '집합투자업자', '운용관련 업무수탁회사 등'에 해당하는 사항과 '기타 집합투자기구의 관련회사' 섹션 혹은 'ESG평가 관련회사' 섹션으로 구성됩니다.</p> <p>'제4부 집합투자기구의 관련회사에 관한사항' 부분에 'ESG평가업무'를 수행하는 평가회사에 대한 사항이 나타나 있나요?                      만약 나타나 있다면, 'ESG'평가업무를 수행하는 회사는 어디인가요?</p> <p>그것은 어디에 안내되어 있으며 페이지 번호는 무엇인가요?                      만약 이 펀드와 다른 펀드(예를들어 모투자신탁 등)에서 제시한 내용이 별도로 있다면 이 펀드내용과 다른 펀드내용을 구분하여 알려주세요                      관련된 정보는 기재된 위치에 따라서 알려주세요</p>

---

---

# Global News

## 1. ShareAction, 2024년 자산운용사 의결권 행사 분석 보고서 발표

한효원\*

- 책임투자를 촉구하는 영국의 비영리단체 'ShareAction'은 지난 2월 18일에 2024년 자산운용사 의결권 행사 분석 보고서 'Voting Matters 2024: Are asset managers using their proxy votes for action on environmental and social issues?'<sup>1)</sup>를 발간함
- 해당 보고서는 70개 주요 자산운용사들이 2024년 의결권 시즌 동안 환경·사회 문제와 관련된 279건의 주주 결의안에 대해 어떻게 투표했는지 분석한 결과를 담고 있으며, 경영진 결의안(기업 경영진이 연례 주주총회에서 제안하는 결의안)에 대한 자산운용사의 투표 성향 분석 결과도 포함함

### 주요 분석 내용

- (주주 결의안 지지율 후퇴) 분석 대상인 279건의 주주 결의안 중 과반수(50% 이상)의 찬성을 얻은 것은 단 4건(1.4%)으로 2021년 21%, 2023년 3%와 비교해 감소했으며, 전체 주주 결의안의 평균 지지율도 2021년 40%, 2024년 20.6%로 하락함
- 특히 총 운용자산(AUM)이 23조에 달하는 세계 4대 자산운용사 블랙록(BlackRock), 피델리티 인베스트먼트(Fidelity Investments), 스테이트 스트리트 글로벌 어드바이저(State Street Global Advisors), 뱅가드(Vanguard)가 지지한 주주 결의안 비율은 7%에 불과했으며, 그중에서도 뱅가드(Vanguard)는 단 하나의 주주 결의안도 찬성하지 않은 것으로 분석됨
- 주주 결의안 지지율은 지역별로도 차이가 있었는데 미국 자산운용사의 평균 찬성률은 19%로 낮게 나타났으나 유럽은 ESG 규제의 영향으로 81%의 높은 찬성률을 보였으며, 특히 네덜란드·프랑스·독일의 자산운용사가 적극적인 지지를 나타냄
- (이니셔티브 가입 여부와 주주제안 찬성률) 'Net-Zero Asset Management Initiative'(이하 'NZAMi') 및 'Climate Action 100+ Initiative'(이하 'CA100+') 등 ESG 이니셔티브 가입 여부가 주주제안 찬성률에 미치는 영향을 분석한 결과, ESG 이니셔티브 가입이 주주제안 찬성률을 높이는 데 일부 기여할 수 있지만, 단순 가입 여부보다 개별 자산 운용사의 ESG 정책과 실행 의지가 더 중요한 변수인 것으로 나타남
- NZAMi 회원사와 비회원사의 주주제안 찬성률은 2024년 12월 기준, 회원사는 64%, 비회원사는 55%로 나타남
  - 특히 2024년 12월에 NZAMi를 탈퇴한 얼라이언스번스타인(AllianceBernstein), 베일리

---

\* 한국ESG기준원 책임투자본부 ESG데이터팀 선임연구원, hyowon.han@cgs.or.kr

1) <https://shareaction.org/reports/voting-matters-2024>

- 기포트(Baillie Gifford), 골드만삭스 자산운용(Goldman Sachs Asset Management), 누빈 자산운용(Nuveen Asset Management), 벵가드(Vanguard)가 평균 35%의 찬성률을 보여 '비회원사'의 찬성률 평균을 낮추었을 가능성이 큼
- 따라서 2024년 12월에 탈퇴한 자산운용사들의 낮은 찬성률을 고려했을 때, 회원사와 비회원사의 찬성률 차이는 실질적으로 의미가 없을 가능성이 크며 NZAMi 가입 여부가 주주제안 찬성률을 높이는 직접적인 요인은 아닌 것으로 보임
  - CA100+ 회원사와 비회원사의 주주제안 찬성률은 2024년 말 기준 회원사는 75%, 비회원사 33%로 회원사가 유의미하게 높은 찬성률을 보였으나, 2024년 이전에 CA100+를 탈퇴한 자산운용사들의 찬성률은 22%로 한 번도 CA100+에 참여하지 않은 자산운용사의 찬성률 38%보다 현저히 낮게 나타남
    - CA100+ 역시 NZAMi처럼 해당 이니셔티브를 탈퇴한 자산운용사들의 주주제안 찬성률이 낮아 그들이 포함된 '비회원사' 그룹의 평균을 하락시켰을 가능성이 크며 이에 따라 회원사와 비회원사 간 찬성률 차이가 실제보다 더 크게 나타났을 가능성이 있음
  - 결과적으로 이니셔티브 가입 여부는 자산운용사의 주주 결의안 찬성률을 높이는데 어느 정도의 영향력은 가지고 있으나 개별 자산운용사의 실제 ESG 전략과 실천 수준이 더 중요한 변수로 작용함을 알 수 있음
  - (경영진 결의안(Management Items) 투표 활용 미비) 탄소 집약 산업군 내 35개 기업에 대한 CA100+, Majority Action, PIRC, Reclaim Finance, ShareAction의 의결권 투표 권고안을 분석한 결과, '반대(Against) 또는 기권(Abstain)'이 권고된 총 148개 경영진 결의안에 대해 20% 이상 반대한 자산운용사는 단 11곳으로 나타남
    - 또한 데이터가 부족한 2개의 자산운용사를 제외한 68개 자산운용사 중 절반 이상(40곳)이 '반대 또는 기권'이 권고된 경영진 결의안 중 10% 미만에 대해서만 실제로 반대 또는 기권을 행사한 것으로 나타남
    - 경영진 결의안에 대해 반대, 기권, 철회(Withhold) 투표를 하는 것은 주주들이 기업의 ESG 접근 방식에 대한 불만을 표시하는 견제 수단이 될 수 있다는 점에서 자산운용사들이 ESG 문제 해결을 위해 경영진 결의안 투표를 충분히 활용하지 못함을 보여줌

### ShareAction의 주요 권장사항

- (자산운용사 권장사항) 자산운용사들이 보다 적극적으로 ESG이슈에 대한 의결권을 행사해야 하며 경영진 및 이사 선임 항목에 대한 반대표 행사와 주주 결의안 지지를 통해 ESG 변화를 이끌어내야함
- (자산소유자 권장사항) 자산소유자는 자산운용사의 투표 성향을 적극적으로 평가하고 ESG 이슈에 대한 책임 있는 의결권 행사를 요구해야 함
- (정책결정자 권장사항) 정책결정자는 자산운용사들의 투명성을 높이고 표준화된 의결권 공시를 의무화하여 시장의 책임성을 강화해야 함

---

---

## Global News

### 2. EU, 지속가능성 옴니버스 패키지 발표

정선아\*

- 2025년 2월 26일, 유럽연합 집행위원회(European Commission, 이하 EC)는 기업들의 지속가능성 규제 완화를 위해 'EU 옴니버스(Omnibus) 패키지'를 발표함<sup>1)</sup>
  - 동 입법 패키지는 2024년 11월 부다페스트 정상회의에서 우르줄라 폰테어 라이엔 EU 집행위원장이 제안한 "새로운 유럽 경쟁력 계획(European Competitiveness Deal)"의 일환으로, 규제 간소화를 통한 기업의 규제 부담 완화 및 투자 활성화를 목표로 하고 있음
    - EU는 기후변화 대응 및 지속가능한 경제 전환을 목표로 다양한 환경 및 사회적 규제를 도입해왔으며, 이러한 정책 기초의 연장선에서 'EU 옴니버스 패키지'는 기존 법률을 통합하고 보완하는 포괄적 입법 패키지의 역할로써 제안됨
  - EC는 본 개정안을 통해 기업에게 최소 25%의 행정 부담 감소를 가져올 수 있으며, 연간 약 63억 유로(약 10조 원)의 행정 비용 절감을 입법 효과로 가져올 수 있음을 시사함
- 동 입법 패키지는 기업 지속가능성 보고 지침(Corporate Sustainability Reporting Directive, 이하 CSRD), 기업 지속가능성 실사 지침(Corporate Sustainability Due Diligence Directive, 이하 CSDDD), 탄소국경제도(Carbon Border Adjustment Mechanism, 이하 CBAM) 등 주요 ESG 규제 완화를 골자로 하고 있으며, 구체적인 개정사항은 아래와 같음
- CSRD 주요 개정사항
  - ① 적용 대상 축소 : 기존에는 직원 수 250명 이상 기업을 적용 대상으로 하였으나, 직원 수 1,000명 이상이면서 연매출 5,000만 유로(약 753억 원)이상인 대기업으로 범위를 축소하였음
    - 이에, 기존 적용 대상이었던 기업수의 약 80%가 CSRD의 범위에서 제외될 예정임
  - ② 보고 기한 연기 : 2026년 또는 2027년에 보고해야 하는 기업의 보고 기한을 2년(2028년까지) 연기함
  - ③ 검증 기준 : 기존에 합리적 보증(Reasonable Assurance)으로 전환하기로 한 계획을 철회하고 제한적 보증(Limited Assurance)만 요구토록 변경함
- CSDDD 주요 개정사항
  - ① 실사 범위 축소 : 공급망 실사 범위가 직접 공급업체(1차 협력업체)로 축소되었으며, 간접 공급업체의 경우 부정적 리스크가 있을 경우에만 평가하도록 함

---

\* 한국ESG기준원 ESG 평가본부 연구원, sac@cgs.or.kr

1) EU Commission, "Commission simplifies rules on sustainability and EU investments, delivering over €6 billion in administrative relief", [https://ec.europa.eu/commission/presscorner/detail/en/ip\\_25\\_614](https://ec.europa.eu/commission/presscorner/detail/en/ip_25_614)

- ② 실사 주기 완화 : 매년 진행하는 ESG 실사 주기를 5년으로 완화함
  - ③ 법적 책임 완화 : EU 차원의 책임 규정 대신 각 회원국의 법률을 적용하여, 과도한 벌금 부과를 예방함
  - ④ 시행 시기 연기 : 기존 2027년 7월 26일이었던 시행 시기를 2028년 7월 26일로 연기함
- CBAM 주요 개정사항
- ① 준수 대상 축소 : 연간 50톤 미만의 CBAM 대상 품목을 수입하는 경우, 신고 및 인증서 구매 의무가 면제됨
    - 개정안을 통해 EU 수입업체의 약 80% 이상이 CBAM 적용 면제를 받을 것으로 예상되며, 이는 약 18만개의 기업이 적용대상에서 제외됨을 의미함
  - ② 규정 간소화 : 배출량 산정 절차, 인증서 구매 및 신고 절차 등의 규정이 완화될 예정임
    - 일부 알루미늄 및 철강제품의 경우, 최종 생산 공정에서 발생하는 미미한 배출량은 보고 대상에서 제외함
    - 수입업체가 연간 예상 배출량의 80%를 미리 구매해야했던 기존 규정이 연간 예상 배출량의 50%으로 완화되었으며, 초과 구매한 CBAM 인증서의 재매입 한도도 확대되었음
- 본 개정안은 EU 의회 및 이사회의 검토 후 최종 확정될 예정이며, 이후 각 회원국은 이를 국내법으로 반영하는 절차를 진행하게 될 예정임