

ESG채권의 특성 분석과 활성화 방안*

선임연구위원 김필규

최근 ESG투자에 대한 관심이 증대하고 기업과 금융기관의 ESG경영이 강화됨에 따라 ESG채권 발행이 크게 늘어나고 있다. 국내 ESG채권시장은 공기업이 발행하는 기존 채권에 ESG인증을 받은 사회적채권의 편중 현상이 심하고, 조달한 자금도 신규 ESG투자보다는 기존 사업에 활용하는 방식이 대부분이어서 새로운 ESG부문의 투자 확대를 위한 조달 수단으로의 기능은 미흡한 실정이다. 다만 최근에는 다양한 ESG투자를 목적으로 한 민간기업 및 금융기관의 ESG채권 발행이 증가하고 있어 향후 ESG채권 발행을 통한 ESG부문의 신규 투자는 확대될 것으로 보인다.

ESG채권의 세부적인 구조를 보면 ESG인증을 받는 절차가 추가된 점 이외에는 만기, 신용도 등에 있어 일반채권과 커다란 차이를 보이지 않고 있다. ESG채권의 가격결정도 일반채권과 별반 다르지 않아 ESG채권 고유의 특성보다는 시장 여건과 수급이 주요한 영향을 미치는 것으로 나타났다.

향후 국내 ESG채권시장의 지속가능성을 높이기 위해서는 다양한 기업이나 금융기관의 신규 ESG 프로젝트에 투자하는 채권이 활발히 발행되어야 한다. 이와 더불어 ESG채권 투자자 층의 확대를 도모하는 방안이 필요하다. 기관투자자들이 사회적 책임 투자기준을 마련하고, 투자성과를 높이기 위한 투자자 인센티브 도입을 검토해야 한다. 또한 ESG채권의 투자 신뢰성을 높이기 위해 ESG채권 인증제도를 강화하고, ESG채권에 대한 정보제공을 확대하는 한편 발행채권의 법적·제도적 근거를 명확히 하는 제도적 지원도 마련되어야 한다.

최근 ESG(Environment, Social and Governance)에 대한 기준 및 규제가 강화됨에 따라 ESG경영은 선택이 아니라 지속가능성을 위한 주요 질적 경영요소로 자리매김하고 있다. 국내 대기업과 금융기관들은 환경 변화에 대응하여 ESG경영을 선언하고 다양한 ESG 관련 경영전략을 추진하고 있다.

ESG경영에 대한 중요성이 강조되면서 ESG채권의 발행도 대폭 증가하였다. 국내 ESG채권 발행자는 기업의 사회적 책임을 강화하는 투자를 확대하고, 기업의 지속가능성 제고를 통한 기업가치의 상승을 도모하며, 발행 채권의 투자자 저변을 넓히고, 조달비용을 낮출 목적으로 ESG채권을 발행하고 있다.

이에 따라 국내 ESG채권의 지속 가능성과 실질적인 효과를 제고하기 위한 ESG채권 활성화 방안을 마련할 필요가 있다. 본고에서는 국내 ESG채권에 대한 현황 분석 및 문제점을 검토하고, ESG채권의 활성화를 위한 방안을 살펴본다.

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

ESG채권의 개념과 구조

ESG채권은 환경(E), 사회(S), 지배구조(G)개선과 같은 사회적책임투자와 관련한 자금을 조달할 목적으로 발행되는 채권¹⁾이다. 현재 ESG채권의 요건을 규정하는 법적·제도적 근거는 없으며, 민간에서 자율적으로 기준을 도입하여 ESG채권을 정의하고 있다. ESG채권은 발행 목적 및 기준에 따라 녹색채권, 사회적채권 및 지속가능채권으로 구분하고 있다.

ESG채권의 발행은 일반적인 채권의 발행절차에 조달자금의 목적과 관리체계가 ESG채권 적용기준에 부합하는지에 대한 외부 전문기관의 검토와 인증²⁾을 받는 절차를 거쳐 이루어지며, ESG채권의 발행 정보는 한국거래소의 사회적책임투자채권 전용사이트에서 제공³⁾되고 있다.

ESG채권에 대한 명확한 근거와 절차가 존재하지 않아 혼란이 발생할 우려가 제기됨에 따라 환경부, 금융위원회, 한국환경산업기술원, 한국거래소가 공동으로 2020년 12월 녹색채권 가이드라인을 발표하였다. 동 가이드라인은 6가지 환경목표(기후변화 완화, 기후변화 적응, 천연자원 보전, 생물다양성 보전, 오염방지·관리, 순환자원으로의 전환)에 부합하는 프로젝트에 사용되는 녹색채권원칙의 4가지 핵심요소(자금의 사용, 프로젝트 평가와 선정과정, 조달자금 관리, 사후보고) 의무사항을 충족하는 채권을 녹색채권으로 정의하고 있다. 녹색채권 발행과 관련하여 사전적으로 관리체계가 녹색채권 원칙에 부합하는지를 외부기관이 검토할 것을 권고하고 있다. 또한 발행 이후 자금관리 방법, 조달자금 사용처, 환경개선 효과 등에 대하여 발행자가 보고서를 작성하고 외부 검토를 받도록 하고 있다. 이러한 가이드라인의 도입은 녹색채권의 개념, 녹색 프로젝트에 대한 구체적인 예시와 기준을 제공하고, 발행 기준을 제시함으로써 그린워싱(greenwashing)⁴⁾의 가능성을 줄이고, 녹색채권시장의 활성화에 기여할 것이다.

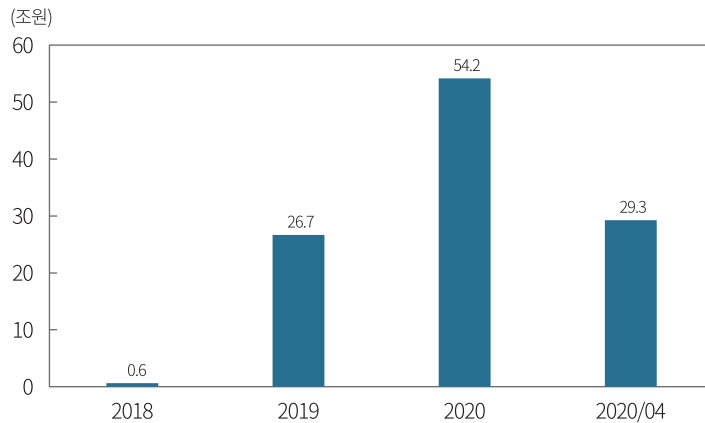
국내 ESG채권의 발행 추이

최근 국내 채권시장의 주요 화두는 ESG채권의 발행 급증이다. 2018년에는 2건, 6,000억원의 ESG채권이 발행된 이후 발행이 급격히 증가하여 2019년에는 26.7조원이 발행되었다. 2020년에는 공기

- 1) 엄밀한 개념으로 ESG채권은 국제자본시장협회(International Capital Market Association: ICMA)에서 발표한 녹색채권원칙(Green Bond Principles: GBP), 사회적채권원칙(Social Bond Principles: SBP) 및 지속가능채권 가이드라인(Sustainable Bond Guideline: SBC)에 근거하여 발행된 채권과 기후채권 이니셔티브(Climate Bond Initiative: CBI)에서 발표한 기후채권 기준(The Climate Bond Standards: CBS)에 근거하여 발행된 채권으로 정의하고 있다.
- 2) 국내의 경우에는 회계법인, 신용평가사 및 지속경영관련 자문기관 등이 ESG채권의 인증업무를 담당하고 있다.
- 3) 동 사이트는 사회적책임투자채권의 등록요건을 설정하고 동 요건에 부합하는 채권의 세부 발행정보, 발행 채권에 대한 준거원칙, 관리체계 및 외부평가보고서 등의 다양한 정보를 제공하고 있다.
- 4) 그린워싱은 일반적으로 상품의 환경적 속성이나 효능에 관한 표시를 허위 또는 과장하여 친환경 이미지만으로 경제적 이익을 취하는 것으로 정의되며, 녹색채권과 관련해서는 채권을 발행한 이후 해당 분야에 투자계획을 이행하지 않거나 이행 내역에 대한 공시를 하지 않는 개념으로 사용한다.

업과 더불어 민간기업과 금융기관으로 발행기관이 확대되어 54.1조원 발행을 기록하였다. 이러한 추세는 2021년에도 이어져서 4월말 현재 ESG채권 발행은 29.2조원을 나타내고 있다. 이와 같이 최근 ESG채권 발행이 크게 증가한 것은 ESG인증을 받고 채권을 발행하는 공기업이 증가하였고, 민간기업과 금융기관 등도 ESG 투자 확대를 위해 ESG채권 발행을 확대하였기 때문이다.

〈그림 1〉 ESG채권 발행 추이



자료: 한국거래소

발행규모 확대에도 불구하고 국내 ESG채권은 특정 부문에 높은 편중 현상을 보이고 있다. 유형별⁵⁾ ESG채권의 구성 비중을 보면⁶⁾ 사회적채권이 83%의 압도적인 비중을 차지하고 있다. 이와 같이 사회적채권의 비중이 높은 것은 기존의 신용채권시장에서 높은 발행 비중을 차지하였던 공기업 등이 발행한 특수채에 ESG인증을 받는 경우가 크게 늘었기 때문이다. 주택금융공사의 MBS, 한국장학재단채, 예금보험공사채, 신용보증기금의 P-CDO 및 중소기업진흥공단채 등이 사회적채권 인증을 받아 발행됨에 따라 전체 ESG채권에서 사회적채권의 비중이 높게 나타나고 있다.

발행 주체별로 보면 공기업이 79.7%로 압도적인 비중을 차지하고 있고, 금융기관의 비중은 13.6%, 민간기업의 비중은 6.7%를 기록하고 있다. 대부분의 공기업이 발행하는 ESG채권은 기존의 고유사업 수행을 목적으로 발행하는 채권에 ESG인증을 받는 방식으로 발행하기 때문에 발행 규모에 비해 실질적인 사회적책임투자 제고 효과는 제한적이라고 볼 수 있다.

민간기업 및 금융기관이 발행한 ESG채권은 공기업의 ESG채권과 다른 구조와 특성을 보이고 있다. 민간부문의 ESG채권은 지속가능채권(41.7%)과 녹색채권(38.7%)의 비중이 상대적으로 높은 것으로 나타났다. 특히 최근 들어 민간기업 및 금융기관이 발행한 ESG채권중 녹색채권의 비중이 크게 증가하

5) 한국거래소는 GBP에 근거한 채권을 녹색채권, SBP에 근거한 채권을 사회적채권, SBG에 근거한 채권을 지속가능채권으로 구분

6) 누적발행 기준

는 추세를 보이고 있다. 이는 민간기업 및 금융기관이 기존에 발행하는 채권에 ESG인증을 받는 구조의 채권발행과 더불어 환경에 대한 투자 자금을 조달할 목적으로 녹색채권 발행을 늘리고 있기 때문이다.

〈표 1〉 발행 주체별 ESG채권 발행 현황

(단위: 억원)

	녹색채권	사회적채권	지속가능채권
공기업	3,500	874,864	4,000
금융기관	35,500	35,000	80,000
민간기업	51,400	9,100	13,700

주 : 1) 2018년부터 2021년 4월까지의 누적발행 규모 기준

2) 공사 발행규모에는 MBS 및 P-CDO 포함

자료: 한국거래소, 저자계산

민간기업과 금융기관 ESG채권의 특성

민간기업과 금융기관이 발행한 ESG채권의 신용등급 분포를 보면 대부분 ESG채권이 A등급 이상의 높은 신용도로 발행되고 있다. 이는 상대적으로 신용도가 높은 민간기업과 금융기관이 채권 발행을 통해 ESG 관련 사업을 추진하고 있다는 것을 보여주는 것이다.

ESG채권 관리체계 자료를 이용하여 기관별 ESG 투자 내용을 살펴보면 민간기업의 경우에는 환경이나 친환경 에너지 관련 투자의 확대를 위한 녹색채권이나 중소기업 지원을 위한 사회적채권을 주로 발행하고 있고, 은행은 주로 조건부자본증권 형태의 지속가능채권과 신재생에너지 및 환경 투자를 위한 녹색채권 그리고 사회분야의 자금지원을 목적으로 하는 사회적채권을 발행하고 있다. 여신전문금융기관의 경우에는 중소가맹점 지원을 위한 사회적채권과 환경 및 사회분야 대출을 위한 지속가능채권을 발행하고 있다. 이와 같이 민간부문은 발행자의 주요 사업부문에 환경 및 사회적 투자를 확대하는 방안으로 ESG채권을 발행하고 있다.

민간부문의 ESG채권의 만기는 발행기관의 특성에 따라 커다란 차이를 보이고 있다. 민간기업은 기존 회사채 만기와 유사하게 3~7년 만기의 채권을 주로 발행한다. 발전 자회사의 경우 5년 이상의 장기채를 주로 발행하고 있다. 은행의 경우에는 장기의 조건부자본증권을 발행하는 한편 특정 목적의 사회적채권의 경우에는 3년 미만의 단기채를 발행하기도 한다. 한편 여신전문금융기관은 자금 조달 목적에 따라 다양한 만기의 채권을 발행하고 있다. 이와 같이 ESG채권의 만기는 해당 프로젝트의 기간과 발행기관의 만기 전략 등에 영향을 받는 것으로 나타났다. 이에 따라 민간 ESG채권의 평균 만기는 발행기관의 구성 및 목적에 따라 높은 변동성을 보이고 있다.

〈그림 2〉 민간기업 및 금융기관 ESG채권의 특징



주 : 1) 기업 및 금융기관이 발행한 ESG채권 기준
 2) 채권 만기 계산에서 신종자본증권은 제외
 자료: 한국거래소, 인포맥스, 저자계산

ESG채권의 프리미엄에 대한 기존 연구에 따르면 ESG채권의 조달비용과 관련하여 상반된 주장이 존재한다. ESG채권의 조달비용 절감 효과를 지지하는 연구들은 투자자가 사회적 이익을 가져오는 자산에 대해 기꺼이 가격 프리미엄을 지불할 용의가 있으며 이에 따라 ESG채권 가격은 동일한 조건의 다른 채권에 비해 높은 가격이 형성될 가능성이 있다는 점에 초점을 맞추고 있다. 반면 반대의 주장은 한정된 투자기관과 새로운 상품에 대한 얇은 투자자 층, ESG 인증 등을 위한 시간과 비용 등으로 ESG채권의 가격은 동일한 조건의 일반채권에 비해 낮을 가능성이 있다고 주장한다.

국내 ESG채권은 동일한 조건의 일반채권과 비교하여 어떤 가격 특성을 지니고 있는지를 살피기 위해 ESG채권과 신용등급·만기가 동일한 채권의 민간 시가평가 수익률과의 차이(스프레드)를 살펴본다. 2019년부터 2021년 4월까지 발행된 ESG채권의 동일조건 일반채권 대비 스프레드 평균은 1.15bps로 나타났다. 전체 ESG채권을 대상으로 할 경우 ESG채권이 동일한 조건의 채권에 비해 가격이 낮은 것을 보여주는 결과이다.

시기별로 구분하여 스프레드를 비교해 보면 연도별로 높은 변동성을 나타내고 있다. 2019년의 경우에는 ESG채권과 일반채권 간에 가격 차이가 크지 않았으나 2020년에는 ESG채권의 가격이 일반채권에 비해 낮은 것으로 나타났다. 그러나 2021년의 경우에는 ESG채권이 일반채권에 비해 높은 가격을 나타내고 있다. 이와 같이 최근 들어 ESG채권의 발행 가격이 강세를 보이는 것은 경제 여건 및 금리변화의 요인과 더불어 ESG채권에 대한 투자자의 인식이 제고되고 수요가 확대된 것이 주요 요인으로 작용한 것으로 보여진다.

ESG채권 유형별 스프레드를 살펴보면 녹색채권의 평균 스프레드는 -6.57bps로 동일한 조건
의 일반채권에 비해 높은 가격으로 발행되었다. 반면 사회적채권과 지속가능채권은 각각 1.70bps,
4.85bps로 상대적으로 낮은 가격으로 발행이 이루어졌다. 이와 같은 결과는 채권의 발행 시점 및 유형
에 따라 투자자가 지불하는 프리미엄에 차이를 보이고 있음을 의미하는 것이다.

발행기관 유형별로도 발행 프리미엄이 차이를 보이고 있다. 전체 기간 평균 스프레드는 공기업과
금융기관이 정(+)의 스프레드를 나타낸 반면 민간기업의 경우에는 부(-)의 스프레드를 나타내었다. 이
는 투자자들이 기존의 발행구조에 ESG인증을 추가하여 발행한 채권에 비해 기업이 발행한 신규 투자
와 관련한 녹색채권에 대하여 상대적으로 높은 가격을 지불하고 있다는 것을 보여주는 결과이다.

〈표 2〉 ESG채권의 스프레드 추이

(단위: bps)

	ESG채권 유형별			발행 주체별			합계
	녹색채권	사회적채권	지속가능채권	공기업	금융기관	민간기업	
2019	-4.43	-0.45	9.04	0.00	-0.76	-8.49	-0.48
2020	12.31	6.69	13.16	6.04	15.04	15.03	7.55
2021년 4월	-13.39	-8.74	-2.33	-9.04	-1.60	-17.07	-8.50
합계	-6.57	1.70	4.85	1.59	5.43	-12.83	1.15

주 : 동일조건, 동일만기의 민간 시가평가 수익률과의 차이

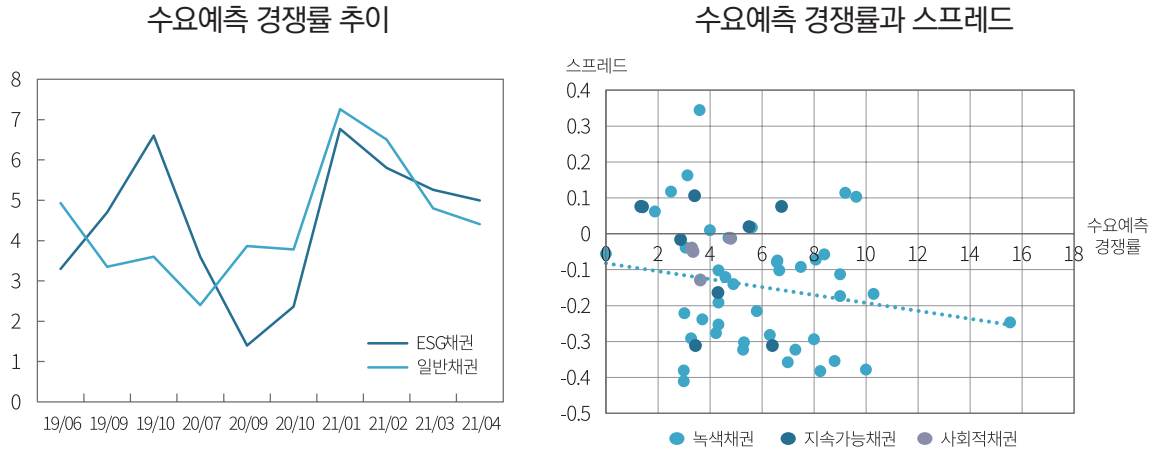
자료: 한국거래소, 인포맥스, 저자계산

투자자의 입장에서 ESG채권은 매력적인 투자대상일까? 이를 살펴보기 위해 민간기업이 발행한
ESG채권과 동일한 기간의 일반채권의 수요예측 경쟁률을 비교해 보았다. 분석 결과, ESG채권과 일반
채권 간에 수요예측 경쟁률의 일관된 차이는 관찰되지 않고 있다. 이는 아직까지 ESG채권에 대한 수
요가 높지 않다는 것을 보여주는 결과이다.

수요예측 경쟁률과 스프레드 간의 점도표를 이용하여 개별 ESG채권의 수요가 가격에 미치는 영향
을 살펴본 결과, 수요예측 경쟁률이 높을수록 스프레드가 낮아지는 경향을 보이고 있다. 다만 〈그림3〉
에서 보는 바와 같이 수요예측 경쟁률과 스프레드의 관련성은 ESG채권 유형별로 차이를 보이고 있고,
분산도도 높게 나타나고 있다.

이상의 분석 결과를 종합해 보면 국내 ESG채권에 대한 수요는 아직까지 높지 않으며, 투자매력도
도 크지 않은 것으로 보여진다. 투자자들은 일반채권과 동일하게 개별 ESG채권의 특성과 조건을 반영
하여 투자하기 때문에 현재까지는 ESG채권의 유의한 프리미엄이 존재하지 않는다. 이에 따라 ESG채
권의 가격은 ESG 인증 등을 통한 라벨링 효과보다는 시장상황, 투자자 수요 및 시장여건에 더 큰 영향
을 받고 있다고 볼 수 있다.

〈그림 3〉 ESG채권의 수요예측 경쟁률과 스프레드



주 : 수요예측 자료가 존재하는 기업의 ESG발행 수요예측 경쟁률과 해당월의 일반회사채의 수요예측 평균 경쟁률
 자료: 한국거래소, 인포맥스, 저자계산

국내 ESG채권 활성화를 위한 과제

국내 ESG채권의 발행 추이와 특성을 살펴본 결과, 국내 도입된 ESG채권은 공기업이 발행하는 기존 채권에 ESG인증을 받는 구조로 시장이 활성화된 이후 최근에는 다양한 ESG투자를 목적으로 한 채권의 발행이 증가하는 추세를 보이고 있다. 발행자의 투자 목적에 따라 다양한 구조와 만기의 ESG 채권이 도입되고 있으나 여전히 신용도 높은 민간기업이나 금융기관들이 ESG채권을 발행하고 있어 ESG채권의 저변 확대에는 제약이 존재한다.

국내 자본시장에서 사회적 이익을 가져오는 자산에 대해 투자를 활성화하고, ESG경영을 촉진한다는 측면에서 ESG채권시장의 지속적인 활성화가 필요하다. 이를 위해서는 무엇보다도 ESG채권 발행자의 저변이 확대되어야 한다. 다양한 신용도를 지닌 민간기업과 금융기관이 ESG부문의 투자 확대를 위한 자금조달 수단으로 ESG채권이 활용되어야 한다. 기존 사업이나 채권에 ESG인증을 붙이는 구조의 ESG채권에서 벗어나 신규 ESG투자 재원을 마련할 목적으로의 채권 발행이 활성화되어야 한다.

또한 ESG채권시장이 활성화되기 위해서는 ESG채권에 대한 투자자 저변이 확대되어야 한다. ESG 투자 확대라는 일반적인 투자자의 관심에서 한발 더 나아가 ESG채권의 투자목적과 전략을 구체화하고 투자 목적에 합당한 투자기준을 마련해야 한다. 이를 위해서는 투자자의 사회적책임을 강화하는 구체적인 투자 원칙이 도입되어야 한다. 국민연금의 경우 2019년 책임투자 활성화 방안을 의결하였고, 기금운용 원칙에 지속가능성을 추가하여 ESG투자를 확대하는 움직임을 보이고 있다. 다른 대형 투자자들도 책임투자 활성화를 위한 내부 기준을 도입하는 노력을 기울이고 있다. 이러한 책임투자부문의 활성화가 지속되기 위해서는 ESG채권 투자에 적합한 투자기준이 도입되어야 한다. 또한 ESG채권

에 대한 투자성과를 정기적으로 검토하고 성과제고를 위한 방안도 마련되어야 한다. 최근까지 발행된 ESG채권의 경우 다른 유형에 비해 높은 수익성을 제공하고 있지는 않다. 반대로 ESG인증을 통해 발행채권의 가격을 높이려는 발행자의 유인이 더욱 큰 상황이다. 이에 따라 ESG채권 투자를 통해 높은 성과를 거둘 수 있도록 투자자 인센티브를 도입하는 방안을 검토할 필요가 있다.

이와 더불어 ESG채권에 대한 신뢰성을 높이기 위한 정책도 도입되어야 한다. ESG채권 인증제도를 강화하고, ESG채권에 대한 정보제공을 강화하는 한편 발행채권의 법적·제도적 근거를 명확히 하는 제도적 지원이 필요하다. 이러한 노력을 통해 ESG채권의 신뢰가 제고되어야만 지속가능한 채권 부문으로 ESG채권의 입지를 다질 수 있기 때문이다.