

미국 경제의 시중 유동성 현황 평가와 위험 요인*

선임연구위원 김재철

글로벌 경제 및 금융시장에 지대한 영향을 미치는 미국은 2020년 봄 팬데믹이 본격화된 이후 적극적인 통화정책과 재정정책을 통해 엄청난 규모의 유동성을 공급했다. 그 결과 M2로 측정된 미국 경제 전체의 시중 유동성은 GDP 대비 비율과 증가율 측면에서 역사적 수준에 도달했다. GDP 대비 시중 유동성의 비율이 그 추세치로부터 벗어난 정도를 의미하는 유동성 갭은 2020년 2분기에 +11.4%p를 기록한 이후 2021년 1분기까지 3분기 연속 +6%p를 넘어섰다. 그 결과 팬데믹 이후 4분기 동안 소비와 투자 등 경제활동에 필요한 수준을 넘어선 초과 유동성이 약 6.3조 달러 누적되었다. 미국의 경기가 급반등하고 있어서 분기별 유동성 갭 수준은 점차 줄어들겠지만, 당분간 추가 누적은 불가피할 것이다. 이로 인해 자산시장의 과대평가는 조금 더 이어질 가능성이 크고, 따라서 자산가격의 하락 반전 가능성도 배제할 수 없다. 또한 거시정책의 정상화가 늦어져 인플레이션 압력이 강해지면 예상보다 강력한 통화긴축이 불가피해지고, 그로 인해 미국 경기가 확장국면에서 침체국면으로 빠르게 반전될 수도 있다.

2020년초 Covid-19 팬데믹으로 경제위기에 직면한 각국 정부는 유례를 찾아볼 수 없을 정도의 강도와 속도로 시중에 유동성을 공급했다. 특히, 미국은 기축통화인 달러화를 등에 업고 전세계적인 통화 및 재정정책 대응을 주도했는데, “확장적”이라는 표현도 모자랄 정도의 규모로 유동성을 쏟아 부었다. 미국에서의 결과는 모두가 알고 있는 바와 같이 최소한 현재까지는 성공적이다. 미국 정부와 중앙은행인 연준이 가계와 기업의 붕괴를 막고 있는 동안 백신이 개발되어 순조롭게 접종이 진행되고 있으며, 그 결과 조만간 경제활동의 완전한 정상화가 예상된다. 경기와 금융시장은 반등을 넘어 과열 가능성까지 제기되고 있다. 이 글에서는 미국 정부와 연준을 통해 직간접적으로 공급된 유동성이 미국 경제 전체의 시중 유동성을 어떤 모습으로 변모시켰고, 그 위험요인은 무엇인지 알아본다.

팬데믹 이후 미국의 통화정책 및 재정정책

미국에서 팬데믹이 시작된 직후 연준은 가계, 기업, 금융기관의 자금경색을 줄이고, 자금조달 비용을 낮추기 위해 전통적, 비전통적 통화정책을 과감하게 수행했다. 연준의 유동성 공급 경로는 크게 세

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

가지로 분류된다. 우선 연준은 기준금리를 두 차례에 걸쳐 총 150bp 인하해 현재까지 0.00~0.25% 범위에 묶어두고 있다. 연준은 국채와 모기지증권을 월평균 1,200억 달러 규모로 직매입하고 있다. 또한 연준은 각종 신용공급기구의 대출 및 보증 프로그램을 통해 기업, 금융기관, 가계를 간접적으로 지원하고 있다.¹⁾

재정을 통한 지원 프로그램 역시 광범위하다. 2020년 3월 이후 모두 6개의 법안이 의회를 통과해 기업 및 가계를 지원하고 있다. 여기에는 전국민을 대상으로 한 재난지원금, 중소기업 및 자영업자 지원, 실업급여 지급, 연준 신용공급기구의 대출 프로그램을 위한 보증 공급, 기타 재난 극복을 위한 각종 지출²⁾ 등이 포괄된다. 팬데믹 확산 이후 현재까지 의회를 통과한 미국 재정지출의 총 규모는 GDP의 약 27% 수준이다.³⁾

〈표 1〉 통화정책 및 재정정책을 통한 직간접 유동성 공급

통화정책	재정정책
① 기준금리 인하 : 두 차례에 걸쳐 총 150bp 인하 (현재 0.00~0.25%) ② 자산직접매입 : 매월 국채 800억 달러, 모기지증권(MBS) 400억 달러 ③ 각종 신용공급기구를 통해 기업(주로 중소기업), 금융기관, 가계에 대출 공급(CPFF 포함 9개 기구, 일부는 재무부가 보증을 제공)	① ('20.3) 총 2.5조 달러 (GDP의 12%) - CPRSA Act: 83억 달러 - FFCR Act: 1,920억 달러 - CARES Act: 2.3조 달러 ② ('20.4) PPPHCE Act - 4,830억 달러 (GDP의 2%) ③ ('20.12) CA Act - 8,680억 달러 (GDP의 4%) ④ ('21.3) ARP Act - 1.9조 달러 (GDP의 9%)

주 : CPFF(Commercial Paper Funding Facility), CPRSA Act(Coronavirus Preparedness and Response Supplemental Appropriations Act), FFCR Act(Families First Coronavirus Response Act), CARES Act(Coronavirus Aid, Relief and Economy Security Act), PPPHCE Act(Paycheck Protection Program and Economy Security Act), CA Act(Consolidated Appropriation Act), ARP Act(American Rescue Plan Act).

자료 : IMF, Policy Tracker.

신용창출을 통한 시중 유동성의 급격한 증대

통화정책과 재정정책을 통해 직간접적으로 공급된 유동성은 소비, 투자, 기업이나 자영업자의 운영 경비 등으로 쓰이거나, 또는 당장 지출되지 않고 저축으로 쌓이게 된다. 일부는 부채 상환에도 활용된다. 소비 및 투자 등 경제활동의 경우뿐만 아니라, 저축의 경우에도 계속해서 신용과 소득의 창출이 일어난다. 그 결과물은 시중 유동성, 즉 광의의 통화량인 M2로 측정된다.⁴⁾

1) 신용공급기구들의 프로그램들 중 일부는 후술할 재무부의 재정지출 프로그램들이 보증하는 구조이다.

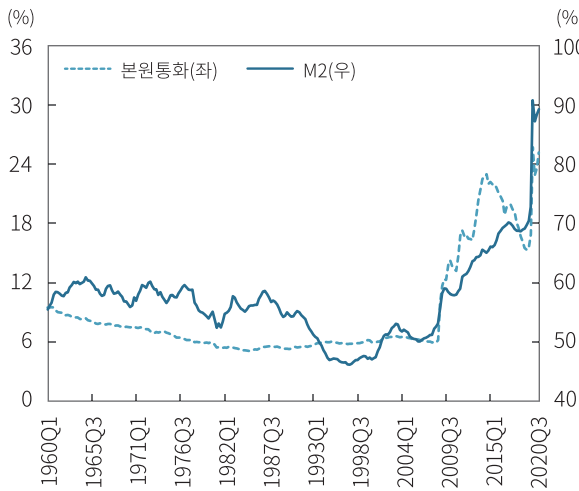
2) 백신개발 및 접종 관련 비용, 의료기관 지원 등이 여기에 포함된다.

3) IMF, Policy Tracker.

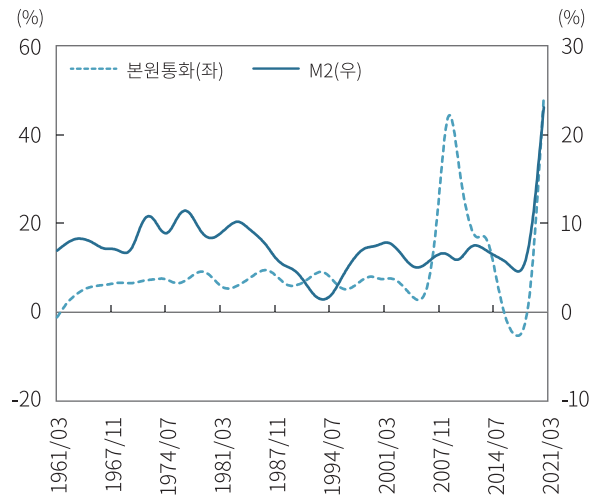
4) 이 글에서는 M2를 미국 경제의 “시중 유동성”으로 정의하기로 한다. 미국의 M2에는 결제성 통화인 M1 이외에 정기예금, CD, 저

미국의 시중 유동성은 글로벌 금융위기 이후부터 빠른 속도로 증가해 왔지만, 팬데믹 이후의 증가 속도와 규모는 유례를 찾아보기 어렵다. 2010년대의 GDP 대비 시중 유동성 비율은 1960년 이후 가장 높았는데, 최근에는 그 비율이 90%까지 치솟았다. 이 비율은 팬데믹 이전에도 계속해서 커지고 있었지만 60~70% 수준으로 최근보다는 낮았다. 10%를 넘지 않았던 시중 유동성 증감률(전년동월대비) 추세 역시 20%를 넘어섰다.

〈그림 1〉 GDP 대비 시중 유동성 비율



〈그림 2〉 시중 유동성 증감률



주 : GDP는 명목 기준이며, 분기별 수치는 연율 기준. 시중 유동성(M2) 증감률은 M2 및 전년 동월대비 증감률을 3개월 이동 평균으로 구한 추세치 기준. 추세는 Hodrick-Prescott 필터로 추정. 전체 분석 기간은 1960년 1월~2021년 3월.

자료: FRED, 자본시장연구원

GDP 대비 시중 유동성 비율과 시중 유동성의 증가율만 봐도 얼마나 많은 유동성이 창출되고 있는지 알 수 있지만, 원래 금융자산의 증가 속도가 GDP의 증가 속도보다 빠르다는 점을 감안해 추가적인 확인이 필요하다. 여기에서는 GDP 대비 시중 유동성 비율이 그 추세치로부터 벗어난 정도(%p)를 추정해 유동성 갭이라 정의한다.⁵⁾ 유동성 갭이 양(+)의 값을 가지면 경제활동에 비해 더 많은 시중 유동성이 축적되고 있음을 의미하며⁶⁾, 음(-)의 값을 가지면 당연히 경제활동 대비 시중 유동성이 부족함을 의미한다. 이는 상당히 동적인 특성을 가진다. 예를 들어 경기가 침체되어 중앙은행이 완화적인 통화 정책을 추구하면, 유동성 갭이 양의 값을 보이다가, 경기가 본격적으로 회복되면서 통화정책 스탠스가 긴축으로 선회하면, 유동성 갭은 음의 값으로 빠르게 전환된다.

축성예금, MMDA, MMF가 포함된다. 미국의 M2에 주식형펀드 등 장기성 금융상품이 포함되지 않는다는 문제는 있지만, 장기성 금융상품의 경우 거래의 빈도가 낮을 뿐만 아니라, 거래의 과정에서 대부분 M2에 포함되는 금융상품을 경유하기 때문에 M2를 "시중 유동성"으로 보는데 큰 무리는 없다.

5) 여기에서는 (M2/명목GDP)에서 (M2/명목GDP의 추세치)를 뺀 값을 유동성 갭(%p)으로 정의한다.

6) 일반적으로 이를 초과 유동성(excess liquidity)이라 부른다.

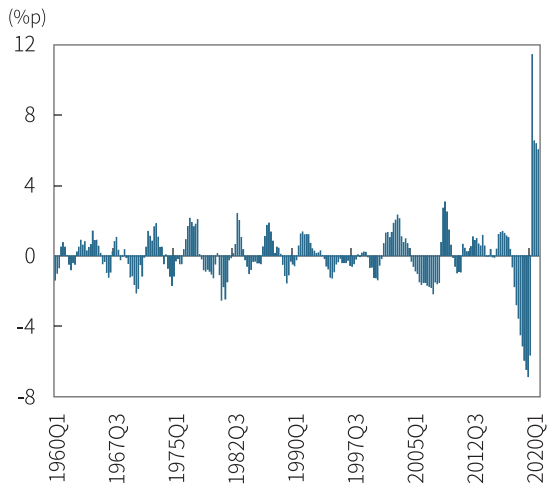
이러한 특성들은 <그림 3>에 잘 나타나 있다. 글로벌 금융위기 이전에는 양의 유동성 갭과 음의 유동성 갭이 그리 길지 않게 반복되는 모습을 보였다. 그러나 글로벌 금융위기 이후인 2008년 4분기부터 2017년 3분기까지는 일부 구간을 제외하면 대체로 양의 유동성 갭이 측정된다. 금융위기 이후 미국 경기가 장기간 확장국면을 지속했음에도 불구하고, 연준이 긴축정책으로 쉽게 돌아서지 못했고, 그 결과 양의 유동성 갭이 길게 이어진 것이다. 그러나 연준이 0.00~0.25%였던 기준금리를 2015년 12월부터~2018년 12월까지 9번에 걸쳐 2.25~2.50%까지 올리고, 이를 2019년 7월까지 유지하자 2017년 4분기부터 유동성 갭은 큰 폭으로 떨어지기 시작해 10분기동안 음의 값을 보였다. 당시 분기별 음의 유동성 갭은 1960년 이후 가장 낮은 수준이었다. 이러한 추세는 미국에서 팬데믹이 본격화된 2020년 2분기부터 극적으로 반전되기 시작했다. 2020년 2분기 양의 유동성 갭은 무려 11.4%p로 1960년 이후 가장 높은 수준이었고, 2021년 1분기까지 분기별로 6%p 이상을 유지하고 있다.

이를 보다 직관적으로 설명하기 위해 분기별 유동성 갭을 금액기준으로 계산한 것이 <그림 4>의 유동성 갭 금액이다. 이를 통해 팬데믹 이후 경제활동에 필요한 수준을 초과한 시중 유동성이 분기별로 어느 정도인지 가늠해 볼 수 있다. 글로벌 금융위기 이후 미국의 초과 유동성 규모가 컸다고 알려져 왔으므로 분석기간은 2008년 4분기부터 2021년 1분기까지로 한다.

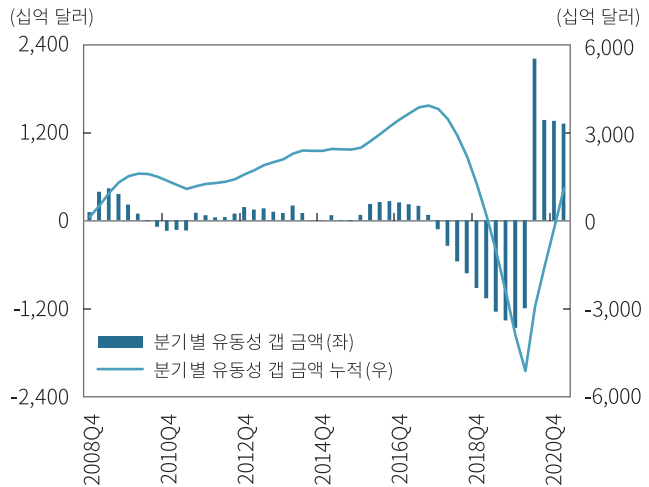
미국에서 팬데믹이 본격화되었던 2020년 2분기에는 그 금액이 +2.2조 달러였다. 이는 2020년 미국 연간 명목GDP의 약 10.5% 수준이다. 그리고 그 이후 3분기동안 꾸준히 분기별 평균 +1.3~+1.4조 달러의 유동성 갭이 발생했다. 그 결과 2020년 2분기~2021년 1분기 중 총 +6.3조 달러의 유동성 갭이 쌓였다. 물론 전술한 바와 같이 2017년 4분기부터 2020년 1분기까지 큰 규모의 음의 유동성 갭이 발생한 만큼, 글로벌 금융위기 이후로부터 누적된 초과 유동성은 아직 크지 않다. 2008년 4분기 이후부터 누적되던 시중의 초과 유동성은 2017년 3분기에 +3.9조 달러에 이른 후 감소하기 시작해 2020년 4분기까지 음의 값을 보였다. 그러나 팬데믹 이후 분기별로 양의 유동성 갭이 발생해 누적 초과 유동성은 2021년 1분기부터 양으로 전환되기 시작했다. 당분간 완화적 통화정책과 재정정책이 지속될 것으로 전망되기 때문에 경제활동이 활발해지더라도, 단기적으로는 시중의 초과 유동성 누적이 상당한 수준에 이를 것으로 보인다.⁷⁾

7) 물론 미국 경제가 과열 우려가 있을 만큼 빠른 속도로 반등하고 있기 때문에 분기별 초과 유동성 수준은 점진적으로 줄어들 것이다.

〈그림 3〉 유동성 갭



〈그림 4〉 유동성 갭 금액



주 : 여기에서 유동성 갭의 정의는 시중 유동성 갭, 즉 M2 갭을 의미. 유동성 갭은 명목GDP 대비 M2 비율과 그 추세의 차이(%p로 표기). 유동성 갭 금액은 분기별 유동성 갭(%p)을 금액 기준으로 계산. 누적은 2008년 4분기 이후의 분기별 누적을 의미

자료: FRED, 자본시장연구원

위험 요인

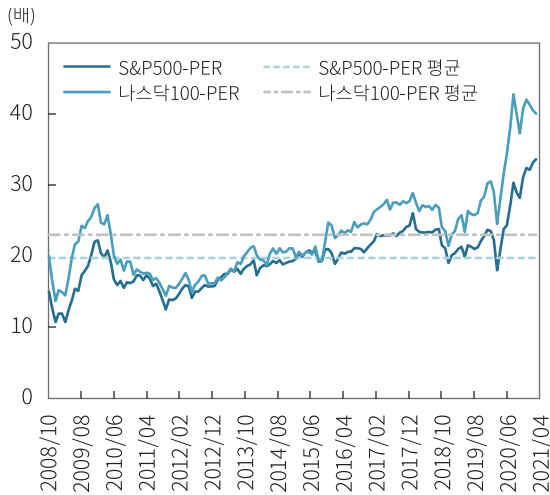
양의 유동성 갭, 또는 초과 유동성은 경제활동에 대비한 개념이다. 따라서 경제활동 대비 과다한 규모의 유동성은 소비 및 투자 등 실물경제에 활용되지 못하고 금융시장 내에서 순환하면서 각종 위험 요인을 만들어낸다. 동시에 풍부한 유동성을 통해 총수요가 본격적으로 회복되면 이와 관련해서도 위험 요인이 발생한다. 미국에서는 이러한 우려가 점차 커지고 있다.

팬데믹 이후 미국의 누적된 시중 유동성은 자산시장의 가격을 높은 수준까지 끌어올렸고, 투자자들의 위험선호도 역시 키웠다. 미국의 주식시장은 2008년 글로벌 금융위기 이후 장기 상승추세를 이어왔다. 양적완화라는 강력한 확장적 통화정책에 따른 풍부한 유동성의 힘이였다. S&P500과 나스닥 100에 포함된 기업의 평균 PER(Price to Earning Ratio)은 2014년 중반에서 2015년 중반 정도를 지난 후부터 장기평균(2008년 11월~2021년 4월)을 넘어서는 추세를 보였다. 미국 주식시장의 PER은 전술한 기준금리 인상 시점에 잠시 하락한 후, 팬데믹 직후부터는 수직 상승하고 있다. 2021년 4월 기준으로 S&P500 기업의 평균 PER은 33.3배, 나스닥100 기업의 평균 PER은 39.7배인데, 이는 2008년 10월 이후의 평균인 19.4배와 22.7배를 크게 뛰어넘는 수준이다. 장기평균을 넘어선 주식의 밸류에이션은 오래 지속될 수 없다는 것은 잘 알려진 사실이다. 주택가격의 상승 추세도 가팔라졌다. 이와 함께 가상화폐, 적자상태인 혁신기업에 대한 투자, 레버리지 활용 증대 등 위험선호도 역시 높아졌다.

미국 정부와 연준은 확장적인 통화정책 및 재정정책을 최소한 금년까지는 유지할 가능성이 크고, 그 결과 초과 유동성도 지금보다 더 축적될 것으로 보인다. 즉, 자산가격 및 위험선호도의 상승이 더

이어질 수도 있다. Janet Yellen 재무부 장관이나 Jerome Powell 연준 의장은 경기과열에 대해서는 신중한 입장을 밝히면서도, 자산가격의 과대평가에 대해서는 우려를 표명하고 있는데, 이는 시장의 자율조정을 유도하기 위한 의도도 있는 것으로 보인다. 과대평가된 자산가격이 갑자기 급락하면 금융시장 불안정을 초래할 뿐만 아니라, 반등한 경기에도 심대한 타격을 줄 수 있기 때문이다. 이러한 우려는 최근 발간된 연준의 보고서에도 언급되었다.⁸⁾

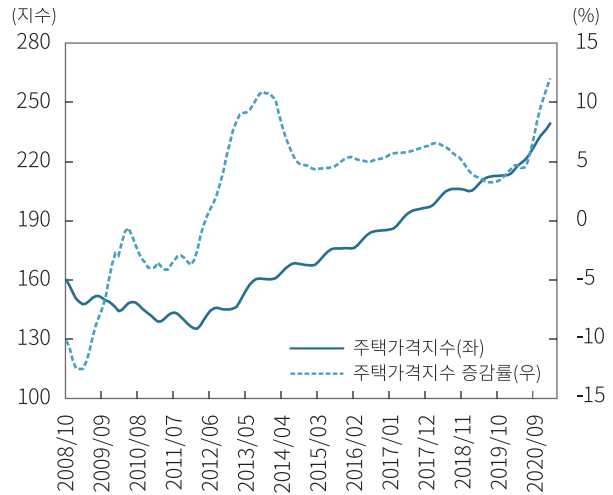
〈그림 5〉 주식시장 PER



주 : 주택가격지수는 S&P/Case-Shiller Home Price Index

자료: Bloomberg, FRED, 자본시장연구원

〈그림 6〉 주택시장 가격



거시정책의 정상화, 즉, 대규모로 공급된 유동성의 축소가 이뤄질수록 경기과열과 인플레이션 급등 가능성도 커지며, 그 시간이 길어질수록 과열된 경기를 진정시키기 위한 긴축 정책의 강도도 커질 수밖에 없다. 이 경우, 일시적으로 급반등한 미국의 경기가 다시 침체국면에 빠질 가능성도 열려 있다. 예를 들어 Lawrence Summers는 지난 2월 5일 워싱턴포스트에 기고한 글에서 바이든 행정부가 제안한 재정부양 패키지의 규모가 상당해서 향후 인플레이션 압력이 커질 수 있음을 우려했다. 최근 시장의 기대 인플레이션이 상승하고 있는 것도 같은 맥락이다.

이러한 우려의 배경에는 연준의 신뢰에 대한 의구심이 자리한 것으로 보인다. 연준은 여러 차례 고용시장의 완전한 회복에는 시간이 걸릴 것이며, 그동안에는 평균 인플레이션이 연준의 목표치인 2%에 도달하지 않을 것이라는 시각을 보였다. 이는 연준이 지난 30년 이상 통화정책의 기조로 삼았던 선제적(pre-emptive) 대응을 당분간 하지 않을 것이라는 의미이기도 하다. 따라서 시장에서는 오랫동안 2%에 묶여있던 기대 인플레이션이 갑자기 급등하기 이전까지 연준이 아무런 대응도 하지 않을 수 있음을 우려한다. 시장에서는 이 경우 연준이 인플레이션을 통제하기 위해 뒤늦게 강력한 통화긴축을 시

8) Board of Governors of the Federal Reserve System(Financial Stability Report, 2021. 5)



행할 수밖에 없고, 따라서 심한 경기침체가 올 가능성도 있음을 지적한다. 결론적으로 팬데믹 이후 쏟아 부은 유동성을 줄이려는 정책 정상화가 늦어질수록 짧은 경기확산이 끝난 후 골이 깊은 경기침체가 다시 찾아올 가능성이 있다는 것이다.

맺음말

미국 경제는 글로벌 경제의 핵심 축이다. 우리나라 경제도 미국 경제와 금융시장의 향방에 지대한 영향을 받는다. 팬데믹 이후 미국의 공격적인 거시정책은 미국뿐만 아니라 글로벌 경제의 빠른 반등에 긍정적인 영향을 미쳤다. 위기를 극복하기 위해 미국 정부와 연준이 투입한 유동성이 신용창출을 통해 막대한 규모의 시중 유동성을 만들어 냈고, 이 유동성이 경기의 빠른 반등을 이끈 것은 분명한 사실이다. 그러나 이제, 이렇게 풀린 막대한 시중 유동성으로 인해 새로운 위험이 만들어지고 있다. 향후 미국의 재정정책과 통화정책의 스탠스 변화, 그리고 경제 및 금융시장의 반응을 우리도 예의주시하고 있어야 한다. 우리나라 경제가 팬데믹으로 인해 발생한 위기로부터 완전히 회복된 직후부터는 여러 글로벌 금융안정 이슈에 주목해야 할 것이다.

ESG 평가 체계 개선 방향*

선임연구위원 이인형

국제 준칙에 의하여 작성한 회계 정보와 정형화된 기업 공시자료에 기반한 신용등급 평가와는 다르게 환경, 사회 및 지배구조와 같은 비재무 정보를 중심으로 하는 ESG 평가는 방법론상의 투명성과 평가자 간 결과의 일관성 측면에서 개선의 여지가 있다. 기업이 지속가능성을 어떻게 분류하여 측정하고 이해관계자에게 어떻게 보고해야 하는지에 대한 통일된 기준이 없기 때문이다. ESG를 표방하는 투자 자금의 급속한 이동에 비추어 볼 때 기준의 부재는 자원 배분의 왜곡 내지는 불안전 판매 문제까지 야기할 수 있기 때문에 주요국의 관련 당국은 해결 방안을 모색하고 있다. 회계 기준에 준하는 국제 지속가능 기준안 마련, 포트폴리오 투자 기업의 지속가능성 위험 요인 공시 의무화 그리고 평가사에 대한 규율 체계 마련이 유럽연합을 중심으로 논의되고 있다. 국내 ESG 평가 체계 개선 방향을 논의할 때 국제 정합성 차원에서 참고할 필요가 있다.

지속가능투자 규모와 관련 평가 서비스 확대

지속가능투자 규모가 전 세계적으로 빠르게 증가하고 있다. 최근 집계로는 2020년 말 기준 45조유로로 보고되고 있고, 그 중 2.5조유로는 평가 기관에 의해 부여된 ESG 등급을 추종하는 기관투자자의 자금이다.¹⁾ 국내에서는 투자 의사결정시 기존 재무 분석에 더하여 ESG 등급을 반영한 주식형 펀드의 설정금액은 금년도 5월 6일 기준 1조 2,208억원으로 이는 1년 전에 비해 3.8배 증가한 금액이다.

기업 활동의 ESG 요소를 분류 및 확인하고, 일정한 척도로 산출하여 투자에 실제로 반영하기 위해서는 많은 노력이 수반된다. 특히 재무투자 관점에서 환경, 사회 및 지배구조 성과가 높은 종목을 선별해야 하기 때문에 광범위하고 동시에 세분화된 데이터(data granularity)가 요구된다. 지속가능투자자에 대한 지난 수년간의 관심과 투자에 힘입어 이러한 데이터를 제공하는 서비스도 급격하게 증가하고 있다. 이러한 서비스를 제공하는 기관들은 ESG와 연관된 기업들의 정보를 공시를 통해 직접 제공받거나 다른 대안 원천 데이터 발굴을 통하여 수집하여 나름대로의 분류 방식과 등급 산정 방법론을 사용하여 관련 데이터, 등급, 지수 등 관련 서비스의 제공을 확대하고 있다.

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

1) ESMA, 2021, ESG ratings: Status and key issues ahead, *Report on Trends, Risks and Vulnerabilities* No. 1.



그러나 국제 준칙에 의하여 작성한 회계정보와 정형화된 기업 공시자료에 기반한 신용등급 평가와는 다르게 환경, 사회 및 지배구조와 같은 비재무 정보를 중심으로 하는 ESG 평가는 방법론상의 투명성과 평가자 간 결과의 비교 가능성 측면에서 많이 부족하다는 평가를 받고 있다. 국내외 지속가능투자의 규모가 증가하는 가운데, 기업의 ESG 평가 체계에 대한 점검이 필요한 시점이다.

평가 체계와 지향점의 차이

ESG 평가 결과가 평가 기관마다 상이하여 일관성이 떨어지고 있는 현상을 이해하기 위해서는 현재 평가 체계의 연혁을 살펴볼 필요가 있다. 기업의 사회적 책임에 대한 평가가 처음 체계적으로 이루어지기 시작한 것은 1988년 미국의 Kinder Lydenberg Domini & Co.(KLD)에 의해서다. 이들이 구축하기 시작한 KLD Social Rating 데이터는 학계에서 기업의 사회적 책임 활동을 어떻게 유형화하고 성과를 어떤 방법으로 측정하는가에 대한 연구에 핵심 역할을 담당하였다. KLD의 사회적 책임에 대한 분류는 이론에 의한 연역적 분류이기보다는 신념에 바탕을 둔 분류체계이다.²⁾ 남녀평등, 인권과 같은 사회적 가치(values)에 기반을 둔 평가인 셈이다. 이에 반해 1995년에 설립된 Innovest는 지구 환경 악화를 둘러싼 기업의 대응 능력과 재무 연계성을 전제로 평가를 시작하였다. 즉 중요도(materiality) 관점에서 재무 가치(value)에 기반을 둔 평가이다. 현재의 평가 체계는 양자의 관점이 동시에 투영되어 있다. 예를 들어 금융기관의 ESG 평가에서 남녀 고용 비율을 갖고 사회(S) 성과를 측정한다면 사회적 가치 관점에 가깝고, 금융상품의 불완전 판매 건수에 의한 평가가 이루어진다면, 소송에 따른 재무적 피해 가능성을 염두에 둔 관점이라 할 수 있다. 사회적 가치는 사회 공동체가 지향하는 이념에 따라 측정 항목이 달라질 수 있다. 아울러 비재무 요소이기 때문에 관점과 측정 방법에 따라 결과가 달라질 수 있다.

세 가지 개선 방향

현재는 기업이 지속가능성을 어떻게 분류하여 측정하고 이해관계자에게 어떻게 보고해야 하는지에 대한 통일된 기준은 없다. ESG를 표방하는 투자 자금의 급속한 이동에 비추어 볼 때 기준의 부재는 자원 배분의 왜곡 내지는 불완전 판매 문제까지 야기할 수 있기 때문에 주요국의 관련 당국은 해결 방안을 모색하고 있다. 문제점 해결을 위한 접근 방향은 크게 세 갈래로 이루어지고 있다.

첫 번째는 기업들이 지속가능 활동과 관련한 주요 정보를 체계적으로 공시할 수 있도록 신뢰성 있는 기준과 제도를 마련하는 방향이다. 국제증권감독기구(IOSCO)는 국제회계기준(IFRS) 재단과 지속가능보고서 작성 기준을 제시하고 있는 기존 다섯 개의 기구³⁾에게 신뢰성 있는 ESG 정보 공

2) 초기에는 지역사회, 노사, 환경, 제품, 여성과 소수집단, 군수 계약, 원전, 남아프리카와의 인종차별로 구분되었다가 나중에 기후 변화, 지역사회, 지배구조, 다양성, 노사 관계, 인권, 제품 품질과 안전으로 사회적 책임 분류가 변경되었다.

3) CDP(Carbon Disclosure Project), CDSB(Climate Disclosure Standard Board), GRI(Global Reporting Initiative), IIRC(International Integrated Reporting Council), SASB(Sustainability Accounting Standard Board).

시를 위한 기준안 마련을 위해 협업할 것을 권고하고 있다. IOSCO는 ESG의 세 가지 요소 중 우선 순위 측면에서 기후변화 위협의 고려 사항이 제일 중요하다는 판단과 정량 정보의 비중이 크기 때문에 객관적인 기준 마련이 상대적으로 용이할 것이라는 관점에서 환경과 관련된 공시 기준을 우선 마련할 것을 천명하였다. 이에 따라 앞서 언급한 다섯 기구에서 환경 관련 재무정보 공시 기준 원형(prototype)을 발표하였다.⁴⁾ IFRS 재단은 국제 회계기준 제정을 독립적으로 수행하는 국제회계 기준위원회(International Accounting Standards Board: IASB)와 같이 국제 지속가능기준위원회(International Sustainability Standards Board: ISSB)의 신설을 검토하고 있으며, IOSCO는 자체적으로 지정한 기술전문가그룹(Technical Expert Group)의 검토와 의견을 토대로 ISSB를 최종적으로 IASB와 같은 글로벌 기준 제정 위원회로 지지할지 고려하고 있다. 이에 대한 총괄을 미국의 증권거래 위원회(SEC)와 싱가포르의 통화감독청(MAS) 두 기관이 담당하고 있다.

두 번째는 아직까지 표준화된 지속가능 공시 방안이 마련되어 있지 않은 상황에서 평가 체계의 상이함으로 초래될 수 있는 투자자 보호 문제를 해결하려는 움직임이다. 유럽 집행위원회는 지속가능 금융 공시 규정(Sustainable Finance Disclosure Regulation: SFDR)을 통해 환경과 사회 분야에서 발생할 수 있는 지속가능 의제에 대해서 금융회사 차원뿐만 아니라 판매되는 금융상품 차원에서 투자 수익에 대한 영향 평가를 공시하도록 법안을 마련하였다. 현재는 공시 대상이 되는 정보를 구체적으로 확정하는 규제 기술 기준(regulatory technical standards)을 마련 중에 있으면 2022년 1월에 적용할 계획이다. 규제 기술 기준의 내용을 살펴보면, 공시하여야 하는 내용과 형식(template)이 구체적으로 제시되어 있다. 예를 들면 투자 기업의 온실가스 집중도 산출을 위해 구체적인 변수와 산식을 명시하고 있으며, 남녀 간 보수 격차도 마찬가지로 구체적 측정 방법을 제시하고 있다. 이는 동일한 기준을 적용하여 지속가능성 측면에서 금융상품의 비교 가능성을 높이려는 노력의 일환이라 할 수 있다.

마지막 방향은 ESG 평가 기관에 대한 규제 필요성 검토이다. 유럽증권시장감독청(ESMA)은 2021년 1월에 유럽 집행위원회에 보낸 서신에서 ESG 정보와 관련된 불완전판매 문제, 그리고 동일한 기관이 ESG 평가와 지수 산출을 동시에 수행하는 경우에 발생할 수 있는 이해상충 문제를 해결하기 위해서는 평가 기관을 규율하는 방안을 검토할 필요가 있음을 밝혔다. 이를 위해 기존 신용평가사를 규율하는 체계를 참조할 필요는 있지만 현재 ESG 평가 방법론이 진화하는 중이기 때문에 혁신을 저해하지 않는 범위 내에서 규율 마련 필요성에 대한 검토를 요구하고 있다.

국제 정합성 논의에 이해 당사자로 참여해야

국내 기업들의 지속가능 활동에 대한 의무 공시가 시행될 예정이다. 중요한 점은 기업들의 ESG 활동에 대한 의무 공시가 도입되더라도 공시에 관한 객관적이고 일관성 있는 기준이 확보되지 못할 경

4) Reporting on enterprise value: Illustrated with a prototype climate-related financial disclosure standard, December 2020.



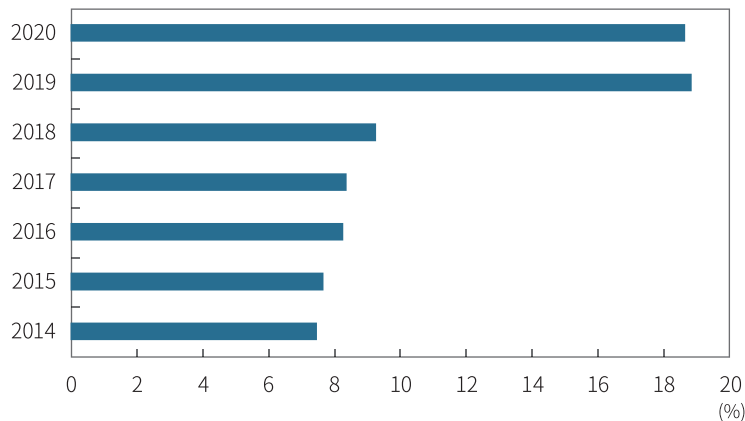
우, 이를 해석하는 과정에서 다양한 관점이 개입되어 평가 결과가 분산될 소지가 높을 수 있다. 따라서 국내에서도 환경, 사회 및 지배구조와 관련된 분류 체계를 중요도 관점에서 살펴볼 필요가 있고, 기업과 금융기관 및 금융상품 차원에서 투자하고 있는 기업들의 지속가능 위험, 특히 기후 변화 위험에 대한 정확한 공시가 마련될 필요가 있다. 이 경우, 한국형 지표 표준을 정하는 것도 중요하지만, 국제 논의 동향에 주요 당사자로 참여하여 우리의 이해를 대변하고 정합성을 살펴보는 것도 중요하다.

경영진 보상에 대한 ESG 요소 반영 추세

- ESG 경영의 중요성이 강조되면서 ESG 성과 평가에 대한 관심이 높아짐에 따라 경영진 보상에 ESG 요소를 반영하는 기업이 증가
- 유럽 국가들을 중심으로 탄소배출량, 직원의 고용 안정성, 이사회 구성원의 다양성 등 다양한 ESG 성과지표를 경영진 보상에 반영하기 위한 기업들의 노력이 지속되고 있는 가운데, 국가별로 진행 상황은 상이
- 경영진 보상에 대한 ESG 성과 반영은 장기적인 관점에서 ESG 가치에 중점을 두는 경영활동을 유인할 수 있으므로 반영 사례가 더욱 증가할 것으로 예상되지만, 경영진 보상에 반영할 ESG 요소 선택의 적합성 및 ESG 성과 평가의 정확성이 확보되어야 할 필요

- ESG 경영의 중요성이 강조되면서 ESG 성과 평가에 대한 관심이 높아짐에 따라 ESG 요소를 경영진 보상에 반영하는 기업이 증가하고 있음
 - 급변하는 경영환경에 유연하게 대비할 수 있는 지속가능한 경영의 일환으로 ESG 경영에 중점을 두게 되면서 ESG 성과지표를 경영진 보상 계획에 채택하는 기업도 증가함
 - ISS(Institutional Shareholder Services) 조사에 따르면 경영진 보상 계획에 ESG 요소 중 환경 및 사회(E&S) 지표를 반영하는 기업의 비중은 2020년말 기준 18.7%로 2018년 9.3% 대비 두배로 증가함¹⁾

경영진 보상에 대한 ESG 요소 반영 기업의 비중



주 : E(환경)와 S(사회) 요소를 반영한 기업의 비중이며, 미국, 캐나다, EMEA, 호주, 뉴질랜드 기업 6,500개를 대상으로 조사함

자료: ISS(2021)

1) ISS, 2021, ISS ESG Releases Annual Global Outlook Report Volatile Transitions - Navigating ESG in 2021.

- 전통적으로 경영진 보상 규모는 시장가치 및 수익성과와 같은 재무적 지표에 근거하여 결정되었으나, 경영진의 성과 평가의 정확성을 높이기 위한 측정치를 고려하게 되면서 다양한 비재무적 정보도 핵심지표로 인식됨
 - 경영성과를 측정하여 보상을 결정함에 있어 과거에는 재무제표 상 회계정보가 주로 사용되어 왔으며, 일반적으로 사용된 지표로는 시장성과를 나타내는 주당순이익과 수익성을 의미하는 당기순이익, 영업이익 및 매출액, ROA 등이 있음
 - 점차 재무적 지표로 설명되지 않는 경영진의 노력에 대한 적절한 보상을 산정하기 위해 고객만족도, 종업원만족도, 제품개발기간 및 수명주기 등과 같은 비재무 지표를 함께 반영하게 됨
 - 최근에는 ESG 요소의 중요성이 강조되면서 친환경 가치(Environment), 사회적책임 활동(Social), 지배구조(Governance)에 대한 경영진의 성과를 평가하고 이를 경영진 보상 체계에 활용하는 추세를 나타냄

□ 경영진 보상에 ESG 성과를 반영하는 기업은 ESG 경영에 가장 적극적인 유럽 지역을 중심으로 증가하고 있는 가운데, 국가별로 진행 상황에 차이가 있음

- ESG 성과를 경영진 보상에 반영하는 기업은 기후 협약과 환경 친화적인 경영에 주도적인 입장이었던 유럽 지역을 중심으로 증가하고 있으며, 미국에서도 반영 사례가 증가하고 있지만 아직 초기 단계임
 - ISS 조사에서도 프랑스(51%), 스페인(48%), 이탈리아(43.4%) 등 유럽 기업은 상대적으로 높은 비중을 나타내고 있는 반면, 미국은 7.8%로 유럽 국가에 비해 낮은 편임
 - 글로벌 경영자문그룹 Willis Tower Watson이 실시한 각 기업의 이사회 대상 설문조사 결과에서도 유럽의 시가총액 상위 350개 기업 중 약 11%가 탄소배출량을 경영진 보상 계획과 연계하고 있는 반면, 미국 S&P500 기업 중에서는 2%에 불과한 것으로 드러남²⁾
 - FTSE100 기업을 대상으로 실시한 조사에서는 2020년말 기준 45%의 기업이 ESG 요소를 연간 성과급 및 장기 성과급 계획(Long-term incentive plan: LTIP)에 반영하는 것으로 나타난 반면³⁾, ISS와 Pearl meyer의 조사에서는 S&P500 기업의 18%가 경영진 보상에 ESG 요소를 반영하는 것으로 나타남⁴⁾
- 호주, 캐나다에서도 경영진 보상에 ESG 요소를 반영한 기업의 비중이 각각 42%, 33.7%로 비교적 높게 나타나고 있으며, 아시아 지역에서도 ESG 요소를 경영진 보상 계획에 포함시키기 위한 노력이 진행 중임
 - 호주는 ESG 구성요소와 연계한 경영자 보상 프로그램을 적극적으로 구축하는 추세이며⁵⁾, 캐나다는 금융권을 중심으로 고객만족도, 직원참여도, 기업지배구조 등의 ESG 요소를 경영진 보상 결정에 고려함⁶⁾

2) Willis Towers Watson, 2020. 9. 30, Combating climate change through executive compensation.

3) PWC, 2021, Paying well by paying for good.

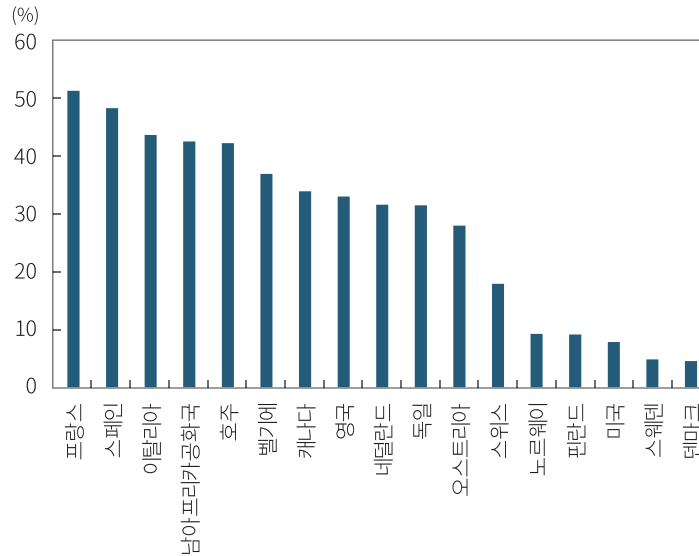
4) IRmagazine, 2021, Put your money where your values are.

5) Financial Review, 2021. 1. 22, Why Australia leads the world in ESG-related pay

6) Bloomberg, 2021. 3. 18, CEO Pay Tied to ESG Sets Canadian Banks Apart From the Crowd.

- 싱가포르도 직원 참여도, 고객 피드백, 환경 등의 요소를 경영진 보상 계획에 포함하고 있고, 홍콩에서도 대기업을 중심으로 탄소배출량 감소와 같은 환경 요소를 반영하는 추세를 보임
- 중국 은행업 감독관리위원회(China Banking and Insurance Regulatory Commission: CBIRC)는 특정한 고위 경영진에 대한 보상 계획에 고객중심의 지표를 요구함⁷⁾

국가별 경영진 보상에 대한 ESG 요소 반영 기업 현황



주 : E(환경)와 S(사회) 요소를 반영한 기업의 비중이며, 미국, 캐나다, EMEA, 호주, 뉴질랜드 기업 6,500개를 대상으로 조사함

자료: ISS(2021)

- 국내외 여러 기업에서는 탄소배출량, 직원의 고용 안정성, 이사회 구성원의 다양성과 같은 ESG 요소를 경영진 보상에 반영하는 정책을 수립하여 실행함
 - 글로벌 기업들은 선도적으로 경영진 보상 체계에 다양한 ESG 지표를 포함하는 보상체계를 수립하여 실시함
 - 국내에서도 2010년대 중반부터 대규모 기업을 중심으로 지속가능경영을 위한 ESG요소를 경영자 보상에 반영한다는 기업 정책을 발표하기 시작하였고 최근에는 그 사례가 증가함

7) Willis Towers Watson, 2020. 12. 8, Asia Pacific joins the ESG incentives trend.

경영진 보상에 ESG 요소를 반영하는 국내외 기업 사례

기업명	경영진 보상 방법
Royal Dutch Shell	탄소 배출 감축 목표 설정: 매년 3~5년 목표를 설정하고 검토하여 반영 · 목표를 달성하면 장기 보상에 10%를 가중
PayPal 및 Equifax	임직원에 의해 야기된 명성의 손상 등을 ESG성과에 반영
Danone	직원 참여도 및 기후 변화 완화 목표를 충족하는지 여부에 따라 보상에 반영
Siemens	탄소배출량 감소, 직원 1인당 교육 시간, 고객만족도 지수의 세가지 지표로 구성된 '지속가능성 지수'와 연계하여 보상을 결정
Chipotle	경영진 보상 금액의 10%를 다음과 같은 세 가지 ESG 목표 달성 여부와 연결하여 평가 · 음식 및 동물: 유기농 및 지역의 재생 농산물 구매량을 늘림 (2020년 3,100만파운드→2021년 3,700만파운드) · 직원: 인종 및 성별에 따른 임금 형평성을 유지하고 조직 발전을 위한 지원 프로그램 실시 · 환경: 2025년에 발표 예정이었던 Scope 3 배출량 공개 목표를 2021년 12월 31일까지로 앞당길 것
Unilever	장기보상계획(LTIP)에서 지속 가능성 진행 지수에 따라 25%의 가중치를 부여 · 지속가능한 계획, 탄소배출량 감소, 지속가능한 팜유 사용 등의 성과에 따른 이사회 책임 및 보상위원회의 평가 보고서로 공시
Microsoft	다양성(Diversity)을 경영진 보상 계획에 포함
Nestlé	직원의 건강과 보수의 안정성을 경영진 보상 계획에 포함
BHP	경영진 보상에 기후변화, 에너지 사용의 지표를 포함
Apple	2021년부터 경영진의 현금 성과급 결정 시 ESG 관련 경영성과를 반영할 계획임을 발표 · 환경, 이사회 다양성, 직원 교육, 직원 간 통합, 보안성 등 6개 요소에 대한 경영진의 노력을 평가하여 성과급 책정에 반영할 계획
SK	2019년 KPI(Key Performance Indicator)지표에 SK 그룹이 창출한 사회적 가치를 측정하여 반영하는 비율을 50%까지 늘리겠다고 발표
롯데그룹	2015년 12월 ESG를 사장단 평가에 반영하겠다고 공표하고 롯데 지속성장평가지표를 반영하였으며, 2019년부터는 ESG평가 결과를 KPI에도 반영
현대자동차	2019년부터 비재무적 요소를 계량화한 ESG등급을 경영자 성과지표에 반영

자료: International Corporate Governance Network, 2021, Integrating ESG into Executive Compensation Plans: Environment Energy Leader, 2021. 3. 5, Chipotle Links Executive Compensation to ESG Goals: Financial Times, 2021. 2. 13, New criteria for chiefs' bonuses: diversity and climate change: 각 기사 참조

□ ESG 성과를 경영진 보상 계획에 포함하는 것은 경영진이 ESG에 중점을 두고 경영활동을 하도록 유도할 수 있으므로 반영 사례가 더욱 증가할 것으로 예상되지만, 경영진 보상에 반영할 ESG 요소 선택의 적합성 및 ESG 성과 평가 측정의 정확성이 확보되어야 함

— ESG 경영은 주주와 이해관계자를 보호하고 기업의 장기적인 가치를 창출하는데 중요하므로 경영진이 장기적 관점에서 ESG 성과를 창출하는 활동을 중요시하도록 경영자 보상에 반영되어야 할 필요가 있음⁸⁾

8) Financial Times, 2021. 3. 17, Half of FTSE 100 companies link executive pay to ESG targets.

- 경영진 보상의 결정 요소로 재무적 지표는 일반적으로 단기성과 측정에 사용되고, 장기성과 측정에는 비재무적 지표가 활용됨
 - 따라서 ESG와 같은 비재무적 지표를 경영자 보상에 반영하는 것은 경영진이 단기성과에만 집중하지 않고 장기적인 관점에서 ESG 경영활동에 보다 많은 노력을 기울이게 할 유인을 제공할 수 있음
- ESG 성과가 높은 기업을 원하는 투자자의 기대와 사회적 분위기, 관련 정책 등이 맞물려 ESG 가치 창출을 독려하기 위해 ESG요소를 경영진 보상에 반영하는 사례는 더욱 증가할 것으로 예상됨
- 2020년말 Willis Towers Watson 조사에 따르면 아시아 태평양 지역의 조사 대상 기업 중 78%의 기업이 향후 장기 인센티브 계획에 ESG를 반영하는 프로그램을 도입할 계획임을 밝힘⁹⁾
 - 특히, 코로나19 사태로 인해 재무지표뿐 아니라 기업의 외부요인이 기업가치에 미치는 영향이 광범위해진다는 인식이 확산됨에 따라 지속가능하고 장기적인 성과를 위해 경영진의 장기 보상 계획에 ESG요소를 반영하는 것에 대한 관심이 증대됨
- 하지만 경영진의 성과급 결정에 있어 본질적인 문제인 경영진 보상과 기업 목표와의 일치 문제 및 ESG 성과측정의 정확성 문제에 따른 우려가 있음¹⁰⁾
- ESG 성과측정 기준을 정할 때 기업이 인식하는 문제는 목표 설정, 성과측정 식별, 성과측정 정의 등이 있으며, 경영진 보상에 반영할 적합한 ESG 요소를 발견하지 못하면 왜곡된 보상 계획이 될 수 있음
 - 또한 ESG 성과는 비재무적 요소로서 측정의 복잡성으로 인해 보상 계약과의 연계가 단순하지 않다는 문제가 있음

선임연구원 홍지연

9) 유럽, 북미, 아시아, 아프리카, 중동 지역의 168개 기업을 대상으로 조사함(Willis Towers Watson, 2020. 12. 16, 2020 ESG survey of board members and senior executives)

10) IRmagazine, 2021, Put your money where your values are.

미중 금융 갈등과 중국기업의 IPO 현황

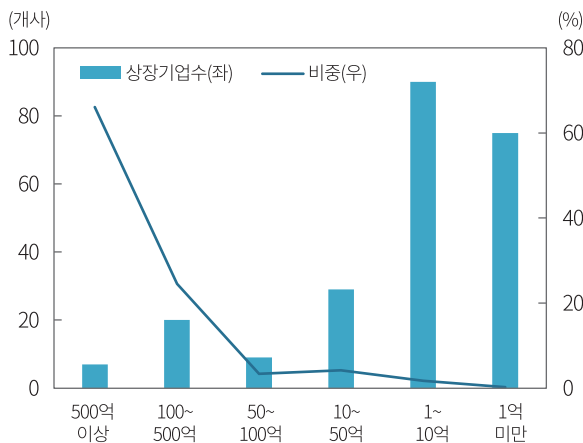
- 미중 갈등이 무역 분쟁에서 금융 분야의 분쟁으로까지 확산되고 있는 가운데 미국에서 상장 외국 기업들에 대한 회계감독기준을 강화하는 외국기업책임법이 통과되면서 중국기업의 미국 증권시장 퇴출 우려가 증가
- 미국 상장 중국기업들은 상장 폐지 불확실성에 대응한 자금조달 다변화 및 홍콩의 우호적인 상장 환경에 힘입어 홍콩 시장에서 2차 상장 움직임이 뚜렷해지고 있음
- 한편, 심화되는 미중 갈등과 불확실성에도 불구하고 중국기업들의 미국 시장 IPO 선호는 지속되고 있는 것으로 나타났으며, 특히 2021년 1분기 미국 시장 IPO 규모는 전년동기 수준을 크게 상회
- 중국 본토의 상하이증권거래소도 2019년 7월 유니콘 기업과 혁신기업을 위한 커창반 시장을 신설하고, 커창반과 창업판 시장에서 등록제를 실시하는 등의 상장환경 개선을 위해 노력하고 있지만 올해 들어 기술기업에 대한 조사를 늘리면서 커창반 시장에서의 상장 철회 기업들이 크게 증가
- 향후 홍콩증권거래소의 지속적인 상장환경 개선으로 중국기업의 2차 상장이 가속화될 것으로 예상되며, 외국기업책임법 발효에도 불구하고 중국의 경기 회복세와 더불어 중국기업의 미국 시장 IPO 선호는 계속될 전망

□ 미중 갈등이 무역 분쟁에서 금융 분야의 분쟁으로까지 확산되고 있는 가운데 미국에서 상장 외국기업들에 대한 회계감독기준을 강화하는 외국기업책임법(The Holding Foreign Companies Accountable Act)이 통과되면서 중국기업의 미국 증권시장 퇴출 우려가 증가

- 지난 몇 년간 미국 시장에 상장한 중국기업들의 회계부정 사건이 빈번하게 발생함에 따라 미국의 회계감사 기준을 따르지 않은 외국기업을 퇴출시키는 외국기업책임법이 2020년 5월과 12월 미국 상·하원에서 만장일치로 통과되었으며, 같은 해 12월 트럼프 전 대통령이 최종 서명함
 - 외국기업책임법에 따르면 미국에 상장한 외국기업은 외국정부의 통제를 받지 않는다는 사실을 미국 증권거래위원회(SEC)에 증명해야 하고, 또한 3년 연속 미국 상장기업회계감독위원회(Public Company Accounting Oversight Board: PCAOB)의 회계 감리를 통과하지 못하는 경우 거래소에서 거래가 금지됨
 - 2021년 3월 24일 SEC는 외국기업책임법 이행 개정안을 발표하고 발행인의 식별 메커니즘, 외국기업책임법 공개 요구사항과 제출사항의 구현을 포함한 세부적인 조항에 대해 공개의견을 수렴하고 있으며 2021년 5월 5일에 마감

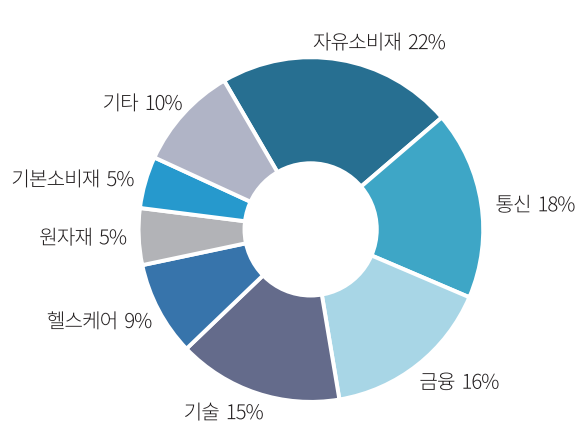
- 이에 따라 외국기업책임법은 2022년 회계연도를 기준으로 시행될 예정으로 실질적인 퇴출은 2025년부터 시작할 것으로 예상
- 외국기업책임법은 미국 시장에 상장한 회계감독기준을 적용 받지 않는 외국기업을 대상으로 하지만 그 중 90% 이상은 중국과 홍콩기업¹⁾이며, 중국공산당의 통제를 받지 않는다는 것을 증명해야 하는 등의 내용이 포함되어 있어 사실상 중국기업을 겨냥한 것으로 알려짐
 - 2002년 ‘엔론 사태’를 계기로 제정된 사베인스 옥슬리법(Sarbanes-Oxley Act)에 따르면 모든 미국 상장기업들은 PCAOB의 감리를 받아야 한다고 규정하고 있음
 - 그러나 미국 상장 중국기업은 2013년 체결한 ‘미중 회계협정’에 따라 PCAOB의 감리를 받는 대신 중국 증권감독기관인 증권감독관리위원회의 감리로 대체해 왔음²⁾
 - 이에 따라 중국기업의 재무정보 신뢰성에 대한 우려가 제기되었으며, 특히 2020년 4월 나스닥(NASDAQ)에 상장된 중국 커피 체인 기업인 루이싱커피(Luckin Coffee)가 회계장부를 조작했다는 사실이 확인되면서 더욱 심화됨
- 2021년 3월말 기준 나스닥과 뉴욕증권거래소(NYSE)에 상장되어 있는 중국기업은 230개사로 시가총액은 1조 6,000억달러에 달함
 - 시가총액 기준 500억달러 이상의 기업은 7개사로 전체 미국 상장 중국기업 시가총액의 66%를 차지하고 있으며, 그 중 시가총액 최대 기업인 알리바바가 35.6%(6,471억달러)를 차지
 - 업종별로 보면 자유소비재, 통신, 금융, 기술, 헬스케어 기업 비중이 80%를 차지

〈그림 1〉 시가총액 분포별 중국기업수 및 시가총액 비중



주 : 2021년 3월말 기준
자료: Bloomberg

〈그림 2〉 미국 상장 중국기업의 업종 구성



주 : 2021년 3월말 기준
자료: Bloomberg

1) PCAOB에 의하면 2021년 4월 7일 기준 회계감독기준을 적용받지 않은 298개 기업 중 중국과 홍콩 기업은 269개로 집계
2) 중국 정부는 국가 안보에 위협을 가할 수 있다는 이유로 증권법 제177조에서 ‘국무원 증권관리감독기관과 관련 부서의 승인을 받지 않은 경우 어떠한 기업과 개인도 증권업무와 관련된 문서와 자료를 해외에 제공해서는 아니 된다’고 규정

□ 미국 상장 중국기업들은 상장 폐지 불확실성에 대응한 자금조달 다변화 및 홍콩의 우호적인 상장 환경에 힘입어 홍콩 시장에서 2차 상장(secondary listing) 움직임이 뚜렷해지고 있음

- 홍콩증권거래소는 2018년 재무요건을 갖추지 못한 바이오기업의 상장을 허용하고 차등의결권 기업 및 해외 상장 중국기업의 홍콩 시장 2차 상장을 허용하는 등의 대대적인 상장제도 개혁을 단행
 - 2차 상장을 하기 위해서는 혁신산업 기업으로 1) 시가총액 400억홍콩달러(52억달러) 이상, 혹은 2) 시가총액 100억홍콩달러(13억달러) 이상 및 매출 10억홍콩달러(1억 2,900만달러) 이상이며, 2개년 이상의 회계연도 기록이 있을 것을 요구
- 또한 홍콩은 중국의 교두보로 중국 본토에 비해 다양한 투자자 구성 및 짧은 기업공개(IPO) 준비기간 등 이점이 있음
 - 홍콩은 중국과 긴밀한 경제·정치적 관계를 유지하고 있는 글로벌 금융허브로 투자자 구성이 다양하고 투자자 보호를 위한 높은 규제환경을 보유
 - 특히 알리바바, 텐센트 등 IT 기업들은 지분관계가 아닌 계약을 통해 실질적으로 지배하는 계약통제모델(Variable Interest Entities: VIE) 구조를 가지고 있어 본토 주식시장 재상장 시 비용과 시간이 많이 소요되기 때문에 상대적으로 준비기간이 짧고 절차가 간단한 홍콩 시장을 선호³⁾
- 2019년 11월 중국 최대 전자상거래 업체인 알리바바의 홍콩증권거래소 2차 상장을 시작으로 2021년 4월말 기준 14개의 미국 상장 중국기업이 홍콩 증시에 2차 상장하여 380억달러를 모집
 - 2019년 1개사(129억달러) → 2020년 9개사(169억달러) → 2021년 1~4월 4개사(81억달러)가 2차 상장

□ 한편, 심화되는 미중 갈등과 불확실성에도 불구하고 중국기업들의 미국 시장 IPO 선호는 지속되고 있는 것으로 나타났으며, 특히 2021년 1분기 미국 시장 IPO 규모는 전년동기 수준을 크게 상회

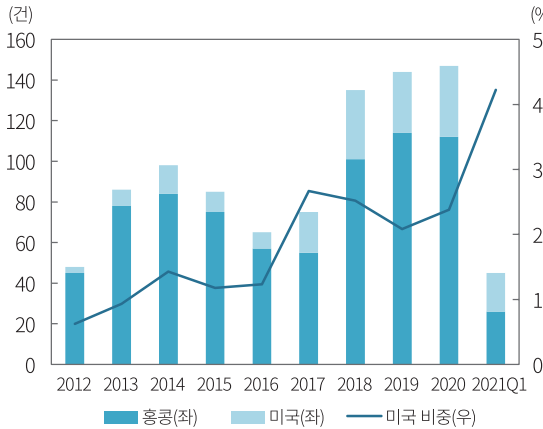
- 중국기업 IPO는 역외에서 홍콩과 미국 시장에 집중되어 있는 가운데 2020년 중국기업의 미국 시장 IPO 건수는 2010년 이후 최대치를 기록하였으며, 공모금액은 124억달러로 알리바바가 상장⁴⁾했던 2014년에 버금가는 수준
 - 2020년 중국기업의 미국 IPO 건수는 35건으로 전체 역외시장 중 23.8%를 차지하였으며, IPO 건수와 규모는 전년동기대비 각각 16.7%, 257% 증가
 - 특히 2021년 1분기 전자담배업체 RLX Technology(14억달러), 중국 소프트웨어 업체 Tuya(9억달러) 등 두 건의 대형 IPO를 포함하여 19개 기업이 미국 시장에 상장하였으며, IPO 건수와 금액은 전년동기대비 각각 72.7%, 467.9% 급증한 것으로 나타남

3) 대부분의 해외상장 중국기업은 조세회피지역에 지주회사를 설립하여 그 지주회사를 상장의 주체로 상장하며, VIE 구조 기업들은 본토 시장 재상장시 해당 VIE 구조를 없애고 특수목적회사(SPV)와 중국내 주체 간의 지분관계를 정리해야 하는 등의 복잡한 과정을 거쳐야 함

4) 2014년 9월 중국 최대 전자상거래업체 알리바바는 뉴욕증권거래소에 상장하여 250억달러를 모집

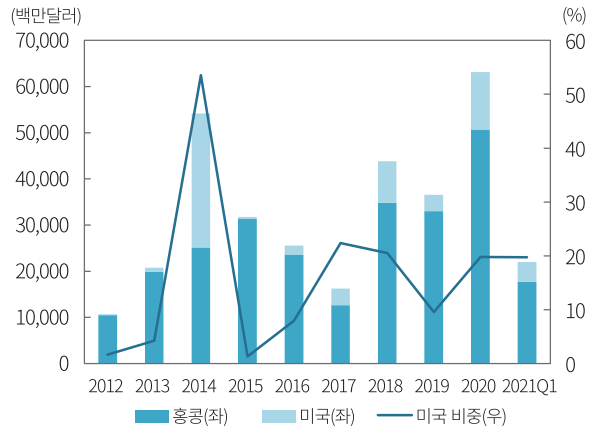
- 외국기업책임법은 실행까지 아직 몇 년 남아있고, 미국 시장이 보다 효율적이고 투자자를 확보하기 용이하며 높은 기업가치를 인정받을 수 있다는 점에서 미국 시장 IPO를 선호하는 것으로 보임⁵⁾

〈그림 3〉 중국기업의 역외 IPO 건수 추이



자료: Refinitiv, 홍콩증권거래소

〈그림 4〉 중국기업의 역외 IPO 금액 추이



자료: Refinitiv, 홍콩증권거래소

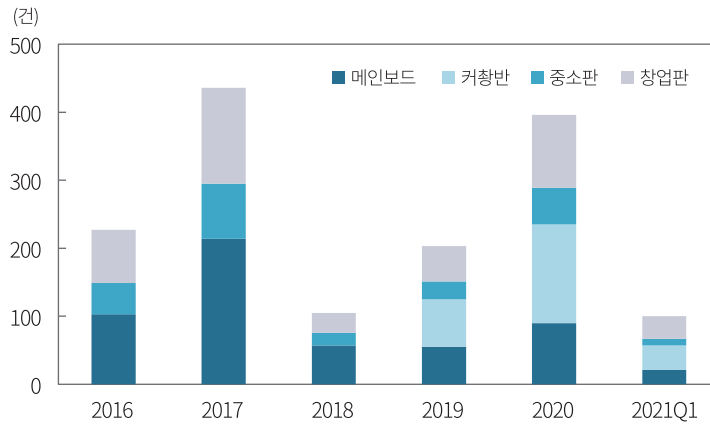
□ 중국 본토의 상하이증권거래소도 2019년 7월 유니콘 기업과 혁신기업을 위한 커황반(科创板, STAR market) 시장을 신설하고, 커황반과 창업판(创业板, Chi-Next) 시장에서 등록제를 실시하는 등의 상장환경 개선을 위해 노력하고 있지만 올해 들어 기술기업에 대한 조사를 늘리면서 커황반 시장에서 상장 철회 기업들이 크게 증가

- 중국은 2019년 커황반 시장 신설 및 IPO 등록제를 시행하고 차등의결권 구조 기업의 A주 시장 상장을 허용했으며, 2020년에는 창업판에서도 등록제를 시행하여 상장기간을 단축하는 등 자본시장 개혁을 단행
 - 2020년 중국기업의 중국내 IPO 건수는 396건으로 전년대비 95.1% 증가하였으며, 그 중 커황반 시장 IPO 건수는 145건으로 전년대비 107.1% 크게 증가
- 그러나 최근 규제당국이 알리바바의 자회사인 앤트그룹(Ant Group)의 37억달러의 IPO를 무산시킨 후 기술기업에 대한 조사를 늘리면서 커황반 시장에서 상장 시도를 포기하는 기업들이 크게 많아지고 있음
 - 중국 규제당국은 상장 주관사에 더욱 엄격한 심사를 요구하는 한편 상장 신청 기업에 대한 서류 심사를 강화함에 따라 2021년 3월에만 76개 기업이 커황반에서 IPO 신청을 철회하였으며, 2019년 9월 커황반 신설 이후 누적 180건 이상인 것으로 나타남⁶⁾

5) Financial Times, 2021. 4. 25, China stock sales in US surge to record despite delisting threat.

6) Financial Times. 2021. 4. 4, Chinese tech groups scrap IPOs at record pace after Ant listing pulled.

〈그림 5〉 중국기업의 중국내 IPO 현황



자료: 상하이증권거래소, 선전증권거래소

□ 향후 홍콩증권거래소의 지속적인 상장환경 개선으로 중국기업의 2차 상장이 가속화될 것으로 예상되며, 외국기업책임법 발효에도 불구하고 중국의 경기 회복세와 더불어 중국기업의 미국 시장 IPO 선호는 계속될 전망

- 미국 상장 중국기업 중 2021년 4월말 기준 기상장한 기업을 제외하고 추가로 2차 상장 가능한 기업은 18개사⁷⁾이며, 홍콩증권거래소는 2021년 3월 31일 2차 상장 요건 완화안을 발표하고 공개 의견을 수렴하고 있음
 - 홍콩증권거래소는 1) ‘혁신기업’ 제한을 폐지하여 전통산업 기업의 상장도 허용하고 2) 재무 요건으로 차등의결권 보유 기업의 경우 해외 상장 5년 이상이고 시가총액 30억홍콩달러 이상이거나, 혹은 상장 2년 이상이고 시가총액 100억홍콩달러 이상으로 완화할 예정
- 중국의 코로나19 충격으로부터의 빠른 경기 회복세와 더불어 미국 시장에서 대형 IPO가 예정되어 있어 올해 중국기업의 미국 시장 IPO는 전년대비 확대될 전망
 - 중국의 빠른 경제 정상화로 2021년 1분기 경제성장률은 전년대기대비 18.3% 크게 상승하였으며, 코로나19 이전인 2019년 1분기 대비 10.3% 성장
 - 올해 미국 시장에서 중국 최대 커뮤니티형 쇼핑몰인 샤오홍슈(小红书), 최대 승차공유 업체인 디디추싱(滴滴出行), 알리바바 산하 모빌리티 서비스 업체인 헬로추싱(哈啰出行) 등의 대형 IPO가 예정되어 있는 가운데 중국기업의 미국 시장 IPO는 전년대비 확대될 전망
- 한편, 외국기업책임법 발효 후 중국기업의 미국 증권시장 퇴출 리스크가 확대됨에 따라 투자자들은 관련 법안의 진행상황에 대한 지속적인 모니터링이 필요
 - 외국기업책임법에 의한 실제 퇴출까지 3년 이상의 시간이 남아있으므로 그 기간 동안 중국의 대응과 미중 양국의 회계감리에 대한 합의과정이 진행될 것으로 예상

7) Sina.com, 2021. 4. 6, 中金: 中概股回归再探讨 19家公司符合二次上市要求.

- 그러나 실제로 중국정부의 통제를 받는 국유기업의 퇴출 가능성 및 시가총액이 작은 기업들은 자진 상장폐지 후 비상장기업으로의 전환을 선택할 수 있기 때문에 투자자 입장에서 유의할 필요가 있음

선임연구원 김은화