

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.

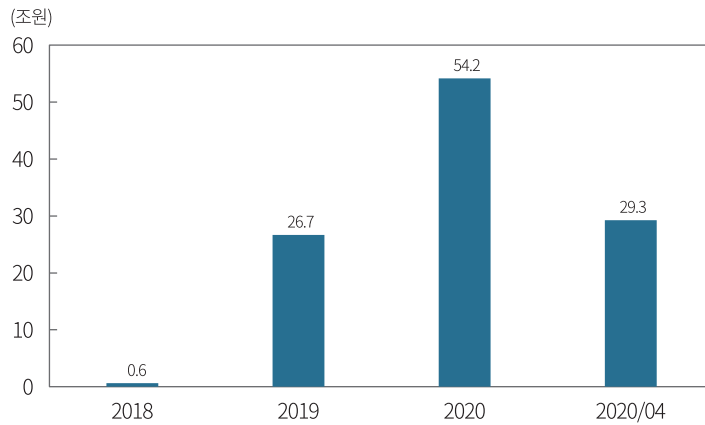
국내 ESG채권의 발행 추이

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 투자기반과 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

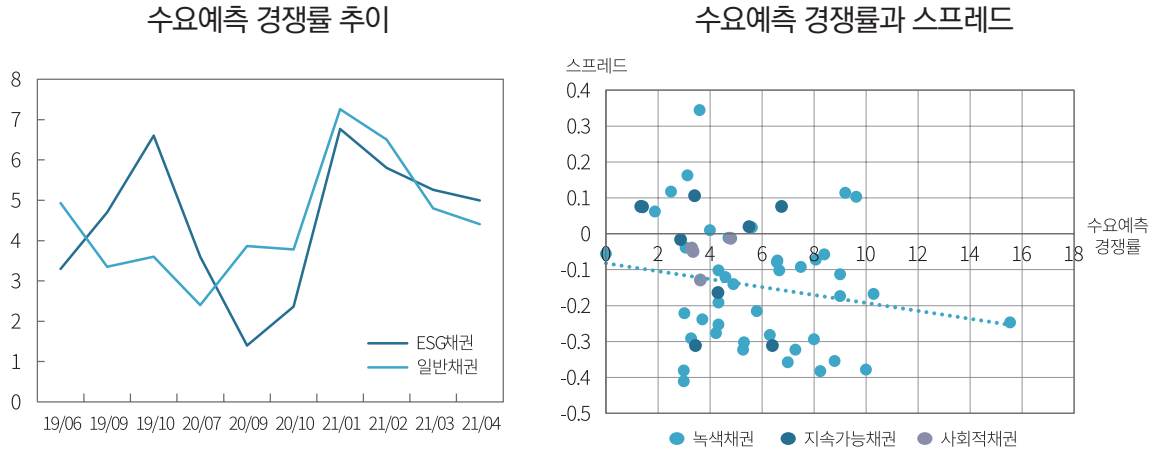
자료: 한국거래소, 인포맥스, 저자계산

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.

골드만삭스 사례를 통해 바라본 금융투자회사의 ESG 경영*

선임연구위원 최순영

최근 ESG 경영은 모든 기업의 주요 화두이며, 금융투자업도 예외가 아니다. 특히 금융투자회사의 ESG 경영은 시장 중개자로서 자사와 더불어 타사의 ESG 수준을 제고하고, 나아가 투자자의 ESG 수요를 충족해야 한다는 특징을 가진다. 골드만삭스(Goldman Sachs)는 해외 금융투자회사 중에서도 ESG 경영 도입에 선도적이고 적극적인 것으로 평가된다. 골드만삭스의 ESG 경영은 우선적으로 명확한 원칙에 기반하며, ESG가 사업 전반에 연계될 수 있는 조직구조와 프로세스를 마련하고 있다. 반면, ESG 경영이 효과적으로 자리 잡기 위해서는 극복해야 할 과제도 상당하다. 특히, ESG 관련 데이터 및 공시의 양적·질적 제고 등 기반 인프라와 생태계의 조성이 필요하다. 이와 더불어 ESG 금융투자 상품 및 서비스에 대한 수요 기반 확대를 위해서는 꾸준한 정보제공 및 논의를 통한 인식전환이 이루어져야 하며, 여기에는 국내 금융투자회사에도 중요한 역할이 부여된다.

최근 기업의 운영에 있어서 환경(environment), 사회(social) 및 지배구조(governance) 요소를 반영하는 'ESG 경영'이 화두이며 금융투자업도 예외가 아니다. 특히, 일반 기업과는 달리 금융투자회사의 ESG 경영은 시장 중개자로서 자사와 더불어 타사의 ESG 수준을 제고하는 노력을 포함하는 특징을 지닌다. ESG 경영의 궁극적인 목적은 기후변화, 사회 불평등 등 인류가 직면하고 있는 다양한 문제를 해소하는 것이며, 금융투자회사의 역할은 이를 위한 자본의 효과적이고 효율적인 배분을 지원하는 것이다. 이에 따라 금융투자회사의 ESG 경영은 ESG 정보의 생산과 분석, 기업의 ESG 자금조달, 투자자를 위한 ESG 금융투자 상품 및 서비스 제공 등 다양한 활동을 포함한다.

금융투자회사의 ESG 경영을 이해하기 위해서 골드만삭스(Goldman Sachs)의 사례를 참고해 볼 수 있다. 골드만삭스는 블랙록(BlackRock)과 더불어 글로벌 금융회사 중에서도 ESG 경영 도입에 선도적인 것으로 평가받는다. 'ESG' 용어가 처음 사용된 것은 UN Global Compact의 2005년 보고서 'Who Cares Wins'다. 해당 보고서는 환경, 사회 및 지배구조 등 비재무적 요소들이 기업의 장기성과에 영향을 미친다는 분석 결과를 제시하며, 골드만삭스는 주요 분석을 담당한 금융회사 중 하나다. 골드만삭스는 이를 계기로 ESG 요소를 기업분석에 포함하는 시스템을 개발하고 GS Sustain으로 발전시

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

켰다. 또한, 골드만삭스는 주요 은행 중 최초로 지속가능회계기준위원회(Sustainability Accounting Standards Board: SASB) 기준에 부합한 지속가능보고서를 발간하는 등 ESG 경영을 적극적으로 추진하고 있다.

골드만삭스의 ESG 경영 원칙 및 프로세스

골드만삭스의 주요 ESG 경영 원칙은 2005년 정립한 ‘환경 정책 프레임워크(Environmental Policy Framework)’다. 해당 원칙의 핵심은 시장 리스크, 신용 리스크 등 재무적인 요소와 같이 환경 및 사회적 요소를 중요한 리스크로 간주하고 사업 판단에 반영한다는 것이다. 이를 위해 골드만삭스는 ESG 리스크를 정량·정성적으로 평가할 수 있는 가이드라인을 마련하고 있다. 또한, 이와 같은 원칙이 제대로 작동하기 위한 프로세스도 필요하다. 골드만삭스는 사업의 채택에 앞서 가이드라인에 따라 재무적 요소와 더불어 환경·사회적 리스크에 대한 검토를 요구한다. 특정 사업의 환경·사회적 리스크가 높은 것으로 평가되는 경우, 해당 사업은 특별 안건으로 선정되어 추가적인 검토를 거쳐야 한다. 이 과정에서 필요한 경우 보완적인 리스크 분석과 관련 담당자 간의 논의를 거쳐 최종적인 승인·거부가 결정된다.¹⁾

〈표 1〉 골드만삭스의 ESG 경영 원칙

Environmental Policy Framework
<ul style="list-style-type: none"> · 환경 및 사회 리스크를 모든 리스크와 동일한 주의와 규율로 취급한다. · 모든 사업 선정에 있어서 환경 및 사회적 영향(impact)을 고려한다. · 환경 및 사회 리스크가 (1) 측정하기 어려운 경우, (2) 당사의 허용 수준을 상회하는 경우, (3) 당사의 정책 및 지침과 충돌하는 경우 해당 사업을 거부한다.

자료: <https://www.goldmansachs.com/s/environmental-policy-framework>

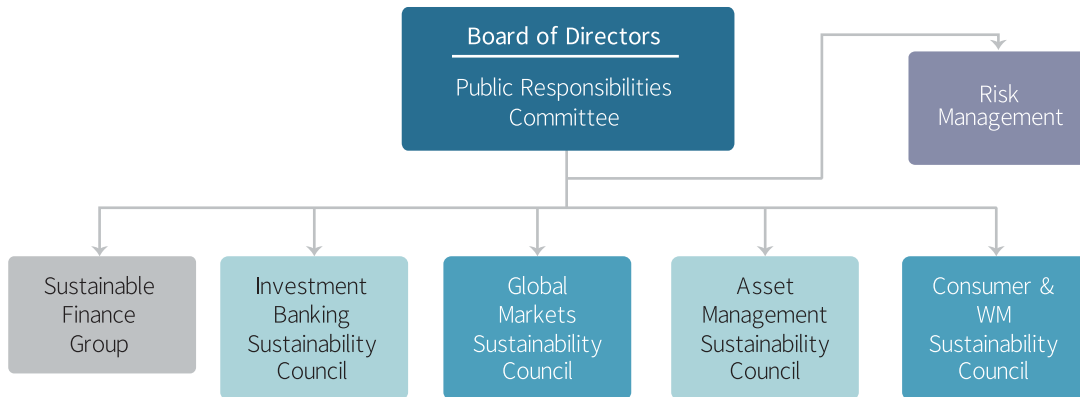
골드만삭스의 ESG 원칙은 스투어드십 코드(stewardship code) 및 IPO 정책에도 반영된다. 특히, 최근 골드만삭스는 임직원의 다양성(diversity)을 강조하고 있다. 2020년부터 골드만삭스 자산운용(Goldman Sachs Asset Management: GSAM)의 스투어드십 코드는 운용자산내 투자기업에 있어서 이사회 구성에 1명의 여성이 없는 경우 이사회 안건에 대해서 반대 의결권을 행사한다는 지침을 두고 있다.²⁾ 투자은행 사업부문의 경우 고객 기업의 이사회에 1명 이상의 여성이 없는 경우 IPO를 주관하지 않는다는 원칙을 두고 있다. 이와 같은 ESG에 대한 스투어드십 코드 및 IPO 기준은 해외 금융회사 중에서도 매우 강도 높은 수준에 속한다.

1) <https://www.goldmansachs.com/s/environmental-policy-framework>

2) Goldman Sachs, 2021, Policy, procedures and guidelines for GSAM global proxy voting: 2021 edition.

골드만삭스는 원활한 ESG 경영을 위해 여러 전담 조직 및 기구를 마련하고 있다. 우선 이사회 내에 ESG 이슈를 전담하는 위원회(Public Responsibilities Committee)를 설치하고, 4개 주요 사업부문에 각각 지속가능성 협의회(Sustainability Council)를 구축하고 있다. 특히, 지속가능성 협의회는 고위임원급(senior partner)이 담당하여 충분한 권한과 책임을 부여하고 있다. 또한, 골드만삭스는 각 사업부문별로 외부 전문가를 지속적으로 영입하여 ESG 역량을 키워나가고 있다. 2019년에는 전사 차원의 ESG 관련 사항들을 조율하는 전담기구(Sustainable Finance Group)를 신설하고 ESG 분야에 오랜 경험을 지닌 John Goldstein을 담당으로 임명했다.³⁾ 이처럼 골드만삭스의 경우에도 금융사업에 대해서는 세계 최고 수준의 역량을 갖추고 있지만, ESG 분야에 있어서는 적극적인 외부 전문가 영입을 통해서 역량을 키워나가고 있다.

〈그림 1〉 골드만삭스 ESG 관련 조직구조



자료: Goldman Sachs Sustainability Report(2020)

골드만삭스의 ESG 사업

골드만삭스는 모든 사업부문에 있어서 ESG를 기존사업과 연계하고, 새로운 사업기회를 개발하는 노력을 펼치고 있다. 투자은행 사업부문(Investment Banking)에서는 그린본드(green bond) 발행을 통한 자금조달, ESG 관련 M&A자문, ESG 기업 및 산업 리서치 등 모든 업무에 ESG를 접목하고 있다. 브로커리지 사업부문(Global Markets)은 다양한 자산군에 걸쳐 ESG 투자 전략 개발, ESG 투자자산 시장조성, ESG 포트폴리오 분석 도구 등의 서비스를 제공하고 있다. 자산관리 사업부문(Asset Management)은 ESG 전략에 기반한 펀드 등 금융투자상품을 제공하고 기업의 ESG 제고를 위한 의견행사(proxy voting) 및 기업관여(engagement) 활동에도 적극적이다. 소매금융 및 자산관리 사업부문(Consumer & Wealth Management)은 리테일 고객을 대상으로 ESG 펀드, ESG-ETF, 일임 포트폴리오 등 다양한 금융투자상품을 제공하고 있다.

3) John Goldstein은 ESG 전문 투자자문사 Imprint Capital의 창립자다. 골드만삭스는 ESG 역량을 제고하기 위해 2015년 Imprint Capital을 인수했다.

몇 개의 보다 구체적인 사례를 살펴본다. 최근 ESG 자금조달 방안으로 가장 빠른 성장세를 보이는 것은 지속가능연계채권(Sustainability-linked Bonds: SLB)이다.⁴⁾ SLB는 발행 기업의 특성을 감안한 ESG 핵심성과지표(Key Performance Indicator: KPI)를 선정하고 이에 기반한 지속가능성과목표치(Sustainability Performance Target: SPT)를 세운다. SLB는 발행 기업이 SPT를 달성할 경우 낮은 이자율이 유지되고, 목표치를 달성하지 못할 경우 이자율이 높아지는 구조를 지니고 있다.⁵⁾ 자금조달의 활용이 특정 ESG 프로젝트로 국한되는 그린본드와 달리 SLB는 조달된 자금을 기업 운영 전반에 걸쳐 사용할 수 있기 때문에 그 수요가 늘어나고 있다. SLB는 재무분석, 상품구조화 등 금융투자회사 역량과 ESG의 결합을 통한 새로운 자금조달 솔루션의 가능성을 보여준다.

기업의 ESG 수요도 새로운 사업기회를 마련해주고 있다. 애플(Apple)은 2030년까지 탄소중립(carbon neutral) 목표를 두고 있다. 자체적 노력으로는 탄소배출의 75%만 저감 가능하고, 나머지 25%에 대해서는 추가적 저감 방안이 필요한 상황에서 2021년 애플은 골드만삭스, 국제보존협회(Conservation International)와 함께 2억 달러 규모의 Restore Fund를 조성했다. Restore Fund는 삼림 프로젝트에 투자하여 연간 1백만톤의 대기 중 탄소를 제거할 것으로 기대된다. 애플은 해당 펀드의 주요 투자자 역할을 하고 국제보존협회는 프로젝트의 환경 기준 준수를 담당하며, 골드만삭스는 펀드의 재무적 설계 및 운용을 맡고 있다. 이처럼 탄소중립 목표를 선언하는 기업들이 늘어나면서 기술적인 솔루션과 더불어 투자를 통한 탄소저감 방안에 대한 수요는 앞으로 더욱 증가할 전망이다.

결론

ESG 경영은 최근 모든 주요 기업의 화두이지만 ESG 경영을 실현하기 위해 풀어야 할 숙제도 만만치 않다. 우선적인 과제는 ESG 인프라와 생태계의 조성이다. 특히 ESG 관련 데이터 및 공시의 양적 및 질적 수준 제고와 더불어 표준화가 필요하다. ESG 관련 금융투자 상품 및 서비스 시장 수요 기반 확대도 요구된다. 해외의 경우 ESG 투자의 주요 수요는 기관투자자에서 기업으로 확대되고, 최근 들어 리테일 시장도 형성되기 시작했다. 국내의 경우 기관투자자의 ESG 관련 금융 서비스 수요는 일정 수준 구축되어 있으나, 기업 수요는 초기단계이고 리테일 시장도 아직 미미한 수준이다. ESG와 연계된 금융시장이 확대되기 위해서는 ESG에 대한 이해제고와 인식전환이 더욱 필요하며, 금융투자회사도 이에 대해 기여할 수 있는 부분이 많다.

국내 금융투자회사 내부적으로도 ESG 경영 도입을 위해 이사회의 ESG 위원회 설치, ESG 협의체 구축 등 다양한 활동들을 하고 있으나, ESG 경영이 보다 효과적으로 자리 잡기 위해서는 추가적인 노력들을 고려해볼 수 있다. 우선 각 회사의 상황과 철학에 부합한 명확한 ESG 원칙을 정립하고, 이를

4) Reuters, 2021. 3. 22, Sustainability-linked bond market to swell up to \$150 billion: JPMorgan ESG DCM head.
 5) ICMA, 2020, Sustainability-linked bond principles, voluntary process guidelines.



실행할 수 있는 구체적인 프로세스가 마련되어야 한다. 특히, 사업적인 관점에서 ESG를 둘러싼 내부적 이해충돌이 발생할 수 있는 만큼 이러한 상황을 해결할 수 있는 절차와 가이드라인도 필요하다. 또한, 전사 차원으로 ESG에 대한 인식의 눈높이를 맞추는 필요가 있으며, 이를 위해 다양한 의사소통과 교육을 수행해야 한다. 나아가, ESG에 대한 역량 제고를 위해 내부 인력의 육성 및 외부 전문가 영입에도 적극성을 가질 필요가 있다. 무엇보다 이 모든 것들은 장기적인 시각을 두고 추진해야 할 것이다.

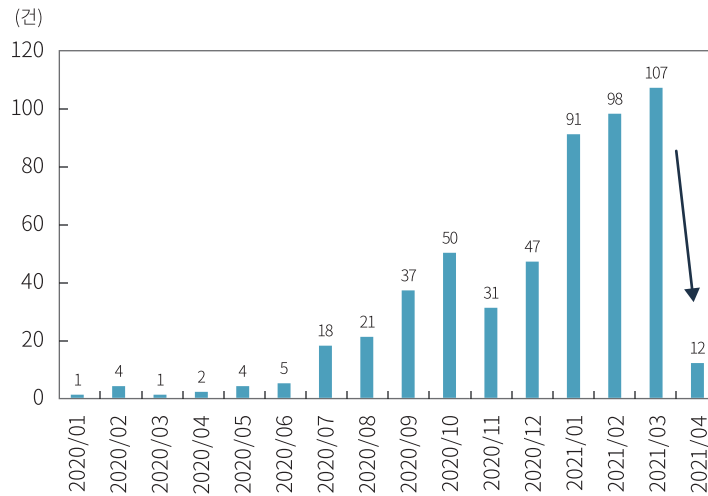
최근 미국의 스펙 규제 강화 추세

- 2021년 1분기까지 급증하던 미국의 스펙 공모시장은 4월 상장건수가 전월대비 89% 급감하며 크게 위축
- 이는 SEC가 최근 스펙 투자의 급증에 따른 투자자 피해를 우려하여 스펙의 회계처리 기준을 변경하는 지침을 발표하는 등 규제 강화 추세에 기인
- 미국 상원에서도 스펙의 투명성을 높이기 위해 상장 및 합병 이전(pre-deal) 단계에서 스펙의 정보공개 수준을 강화하는 규칙을 담은 법안 도입을 추진 중
- 국내의 경우 스펙 시장은 코스닥시장 중심의 소형화 추세가 뚜렷했으나 지난 5월 2010년 이후 처음으로 최대 규모의 스펙이 유가증권시장에 상장하면서 유의미한 변화가 나타남

- 2021년 1분기까지 급증하던 미국의 스펙(Special Purpose Acquisition Company: SPAC) 공모시장은 4월 상장건수가 전월대비 89% 급감하며 크게 위축
 - 미국 스펙의 공모시장은 2020년 가파른 성장세를 나타냈으며 2021년 1분기에는 상장건수와 공모금액 모두 역대 최고치를 기록¹⁾
 - 2020년 기준 스펙의 상장건수는 총 221건, 공모금액은 760억달러로 전년대비 각각 3.2배, 4.4배 증가하며 큰 폭의 성장세를 보임
 - 2021년 1분기에는 885억달러 규모로 296건의 스펙이 상장한 가운데 이는 2020년 한 해 동안 이루어진 공모금액과 상장건수를 모두 상회하는 수준이며 미국 전체 상장건수(공모금액)의 76.6%(70.8%)로 대부분을 차지
 - 미국 스펙 상장의 급증은 코로나19 확산에 따른 주식시장 변동성 확대로 전통적 IPO보다 빠르고 간편한 절차를 가진 스펙을 통한 상장에 대한 기업들의 수요 증가, 기술부문 스타트업들의 스펙을 활용한 상장 증가, 저금리 기조에 따른 개인투자자의 증가 등에 기인
 - 그러나 4월 스펙의 상장건수는 단 12건으로 전월대비 89% 감소하며 스펙 공모시장이 급격히 위축
 - S&P Global Market Intelligence에 따르면 3월에만 107건의 스펙이 상장하였으나 4월에는 단 12건만 상장하며 급감하였으며, 올해 1분기에 상장한 스펙의 77%가 4월말 기준 주가가 공모가를 하회하고 있는 것으로 나타남
 - 대형 규모의 합병이 예정되어 있거나 지난 2년 이내에 합병을 완료한 스펙으로 구성된 지수인 CNBC SPAC Post Deal Index 또한 2021년 4월말 기준 올해 고점 대비 26.8% 하락

1) S&P Global Market Intelligence

미국 스펙 상장건수 추이



자료: S&P Global Market Intelligence

□ 스펙 공모시장의 급격한 위축은 SEC가 최근 스펙 투자의 급증에 따른 투자자 피해를 우려하여 스펙의 회계처리 기준을 변경하는 지침을 발표하는 등 금융당국의 규제 강화 추세에 기인

- SEC는 올해 3월 투자자들이 각종 매체를 통해 얻은 정보에만 의존하거나 유명인이 스펙 설립에 참여 또는 투자했다는 이유만으로 스펙에 대한 투자 결정을 내리지 않도록 주의를 요구하는 투자주의보(Investor Alert)를 게시²⁾
- 이에 더해 스펙의 합병대상 기업은 재무보고 체계 및 내부통제 등이 모든 SEC의 요구사항을 충족하는지 확인해야 하며, SEC는 스펙의 정보공개 및 기타 구조적 문제를 면밀히 주시하고 있다고 언급³⁾
- 또한 SEC의 조사집행국(Division of Enforcement)은 스펙 상장업무를 담당하고 있는 주요 투자은행의 위험관리 실태를 조사하기 시작했다고 밝힘⁴⁾
 - 스펙 거래 수수료와 거래량뿐만 아니라 스펙 인수합병과 관련된 컴플라이언스, 내부통제가 어떠한 체계를 갖추고 있는지에 대한 정보를 요청하는 서한을 보냈으며, 이는 공식적이고 강제적인 조사 단계는 아닌 자발적인 자료제출을 요구하는 형태이나 은행의 스펙 발행업무에 대한 감시를 점차 강화하고 있음을 시사
- 이어 4월에는 스펙의 대차대조표 상에서 자본(equity)으로 분류되는 신주인수권(warrant)을 특정상황에서는 부채로 분류해야 한다는 회계처리 기준의 변경과 해당 지침에 따라 수정된 재무제표가 포함된 10-K 또는 10-Q 보고서를 제출해야 할 것이라는 내용의 공개성명을 발표⁵⁾

2) SEC, 2021. 3. 10, Celebrity Involvement with SPACs - Investor Alert, Investor Alerts and Bulletins.

3) SEC, 2021. 3. 31, Financial Reporting and Auditing Considerations of Companies Merging with SPACs, Public Statement.

4) Reuters, 2021. 3. 25, Exclusive: U.S. regulator opens inquiry into Wall Street's blank check IPO frenzy - sources.

5) SEC, 2021. 4. 12, Staff Statement on Accounting and Reporting Considerations for Warrants Issued by Special Purpose Acquisition Companies, Public Statement.

- SEC는 일반적으로 스펙의 대차대조표에서 자본으로 분류되었던 신주인수권을 특정상황에서는 부채로 분류할 것을 요구
- 만약 회계처리 기준 변경에 따른 공정가치 변동분이 상당하다고 판단되는 경우 재무제표를 재작성하여 10-K 및 10-Q에 공시해야 할 것이라고 명시

□ SEC의 지침에 따른 회계처리 변경을 위해 상당수의 기업들은 시간과 비용이 많이 소요될 것으로 예상되며, 합병 이전단계 스펙이나 합병을 발표하고 기다리던 스펙 또한 향후 일정이 지연될 가능성 존재

- SEC는 지침에 대상 스펙의 범위를 명확하게 명시하지 않았으므로 합병 이전단계(Pre-deal) 기업뿐만 아니라 합병계약이 완료된 기업(Definitive Agreement: DA) 또한 재무제표 수정 대상에 해당될 수 있음을 시사
 - 현재 합병계약이 완료된 스펙이 146개, 합병대상 기업을 탐색 중인 스펙이 425개인 것으로 나타남⁶⁾
- 그리하여 기업 측면에서는 전통적 IPO 방식에 비해 간단한 상장절차로 선호되었던 스펙에 대한 인센티브가 감소함에 따라 상장이 감소할 가능성이 있고, 투자자 측면에서는 수정된 재무제표를 통해 스펙의 수익성, 성장성을 재평가할 수 있는 기회를 가질 것이라고 전망

□ SEC의 규제 강화 움직임과 맞물려 스펙 경영진이 주주에 대한 신의성실 의무(fiduciary duty)를 위반하였다고 주장하며 스펙을 대상으로 한 투자자들의 소송 건수가 최근 증가

- 스펙 역합병 방식으로 우회상장한 기업의 주가가 가파른 상승률을 보이자 개인투자자들의 스펙 투자에 대한 관심이 크게 증가하였으나, 일부 기업의 재무실적이 실제로 매우 부실하고 수익성에 비해 과도한 주가를 기록하고 있는 것으로 나타나면서 주가의 변동성이 크게 확대되는 사례가 나타남
- 그리하여 투자자들은 스펙의 경영진이 디스팩(de-SPAC)⁷⁾ 거래 시 합병대상 기업의 재무실적에 관한 중요한 정보의 누락 또는 허위진술, 오해의 소지가 있는 정보 등을 제공하여 주주에 대한 신의성실 의무를 위반하였다고 소송을 제기하는 사례가 증가함에 따라 지난해 9월부터 올해 3월까지 뉴욕주에서 진행된 소송 건수가 35건을 기록⁸⁾
 - 소송 중 일부는 스펙의 경영진과 주주 간의 이해상충 문제에 초점을 맞추고 있었으며 이는 스펙이 성공적 합병을 이루었을 경우 막대한 인센티브를 받는 스펙의 경영진과 스폰서들⁹⁾이 합병에 앞서 기업의 부실을 은폐했을 것이라고 주장
 - 또한 스펙의 내부자들이 비공개 정보를 이용하여 스펙의 합병대상 기업을 미리 알고 주식을 매도하는 등 주가 조작에 가담했을 가능성을 제기

6) Spacinsider, 2021년 5월 25일 기준

7) 상장한 스펙과 대상기업과의 합병으로 기존 스펙이 청산되는 거래

8) Akin Gump Strauss Hauer & Feld LLP, 2021. 4. 13, Recent SPAC shareholder suits in New York State Courts: The beginning wave of SPAC litigation.

9) 스펙을 설립하는 주체(발기인)로서 대부분 전문경영인, 헤지펀드 또는 벤처캐피탈, 산업전문가 등으로 구성

- 그리하여 미국 상원에서는 스펙의 투명성을 높이기 위해 상장 및 합병 이전(pre-deal) 단계에서 스펙의 정보공개 수준을 강화하는 규칙을 담은 법안 도입을 추진 중
 - 스펙에서 발생할 수 있는 위험이 대부분의 일반투자자에게 명확하게 공개되지 않는 정보에서 발생하는 점을 언급하며, 규제당국이 스펙에 대해 새로운 정보공개를 요구하는 규칙을 담은 법안 (Sponsor Promote and Compensation Act)을 제안¹⁰⁾
 - 해당 법안은 상장 또는 역합병 이전에 스펙의 스폰서에게 지급되는 보상 방식과 주식의 가치에 미치는 영향에 대해 보다 명확한 정보를 공개할 것을 요구
 - 다양한 상환 시나리오에서 스펙이 합병 직전에 보유할 것으로 예상되는 주당 현금금액
 - 합병 후에 발행될 권리(right), 신주인수권 가치 및 이들의 희석효과를 포함하여 스폰서, 스펙 투자자 또는 합병에 참여하는 PIPE(Private Investor in Public Equity) 등에게 지불되는 부수적인 지급액
 - 합병 이전에 투자자가 주식을 상환한 후 남아있는 신주인수권 가치와 신주인수권의 희석효과를 포함하여 스폰서, 인수업자(underwriter), 기타 이해당사자에게 지불되는 수수료 또는 기타 지급액
 - 이러한 정보를 명확하게 공개하여 스펙의 투명성을 높임으로써 특히 개인투자자가 스펙 투자 시 정보에 입각한 투자 결정을 내리도록 하는 것이 목적

최근 미국의 스펙 규제 강화 조치

날짜	주요 내용	형태
2020. 12. 10	· 투자자에게 스펙의 기본 개념과 디스팩 거래 작동 방식에 대한 정보 제공	SEC 'Investor Alerts and Bulletins'
2020. 12. 22	· 스펙의 상장 및 디스팩 거래에서 공개될 필요성이 있는 주요 정보에 대한 기업금융 부서의 견해 제공 1) 스펙 상장과 관련된 정보 - 스펙 스폰서 및 경영진과 관련된 이해상충 문제 등 - 합병성공 또는 실패 시 스펙 스폰서와 경영진에게 부여되는 인센티브 등 - 추가 자금조달에 사용되는 PIPE의 조건 및 기타 금융약정 등 2) 디스팩 거래와 관련된 정보 - 추가 자금조달이 주주에게 미치는 영향 등 - 신규 발행되는 전환주식의 조건 등 - 이사회가 스펙 스폰서 및 경영진 등의 이익을 평가한 방법 - 이해상충에 대한 설명과 고려 등	SEC 'CF Disclosure Guidance'

10) John Kennedy U.S. Senator for Louisiana, 2021. 4. 29, Kennedy introduces SPAC Act to increase transparency surrounding blank-check companies, Press Releases.

최근 미국의 스펙 규제 강화 조치(계속)

날짜	주요 내용	형태
2021. 3. 10	<ul style="list-style-type: none"> · 유명인이 투자했다는 이유로 개인투자자들에게 스펙 투자 결정을 내리지 않도록 경고 · 스펙 스폰서가 이해상충 문제를 발생시킬 수 있으므로 주주와 스폰서 간 경제적 이해관계의 차이가 존재함을 명시 · 투자 전 투자자 스스로 스펙에 대해 검토해야 할 정보 제시 	SEC 'Investor Alerts and Bulletins'
2021. 3. 31	<ul style="list-style-type: none"> · 스펙은 전통적인 IPO 절차와 다름에도 불구하고 1934년 증권거래법에 의거한 '장부 기록 및 보관(books and records)' 과 '내부통제(internal control)' 조항을 충족시켜야 함을 상기 · 합병대상 기업은 신뢰성과 적시성 있는 재무보고를 위해 합리적인 내부통제 절차, 인력, 기술 등을 갖추어야 할 필요성을 강조 	SEC 'Public Statement'
2021. 4. 12	<ul style="list-style-type: none"> · 스펙은 신주인수권(warrant)을 GAAP에 따라 특정상황에서 자본 대신 부채로 분류할 것을 명시 · 이에 따라 수정된 재무제표를 제출해야 될 수 있음을 시사 · 스펙은 재무보고 및 내부통제 절차가 적절한지 자체적으로 평가해야 함 · SEC는 합병대상 기업에 대한 사업운영 및 미래예측 대한 진술을 면밀히 조사할 것이라 언급 	SEC 'Public Statement'
2021. 4. 29	<ul style="list-style-type: none"> · 상장 및 합병 이전 단계에서 스펙의 스폰서에게 지급되는 보상 방식에 대한 명확한 정보를 공개할 것을 요구 	Senate Bill

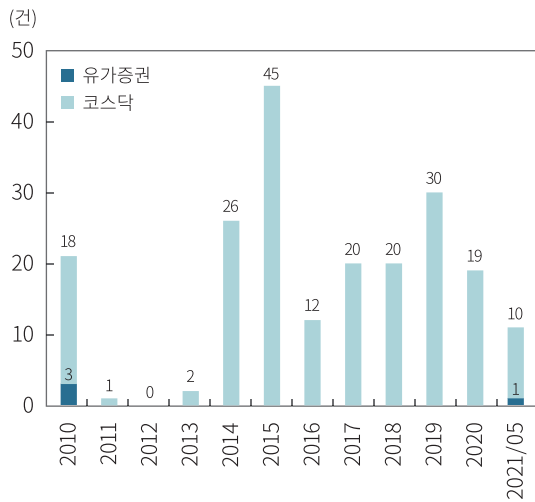
□ 국내의 경우 스펙 상장은 코스닥시장을 중심으로 한 소형화 추세가 뚜렷했으나 지난 5월 2010년 이후 처음으로 최대 규모의 스펙이 유가증권시장에 상장하면서 유의미한 변화가 나타남

- 국내의 경우 2009년 스펙 제도 도입 이후 현재까지 스펙 상장의 98%가 코스닥시장에서 이루어졌으며, 유가증권시장에 상장된 스펙은 2010년에만 3건 있었으나 합병대상 기업을 찾지 못해 모두 해산된 이후 전무하였음
- 2020년말 기준 코스닥시장 전체 공모금액 대비 스펙의 비중은 6.3%, 평균 공모금액은 86억원으로 국내 스펙은 규모 면에서 소형화 추세를 보임
 - 스펙 평균 공모금액(억원) 추이: 269('10년) → 108('15년) → 86('20년)
- 그러나 올해 공모청약을 진행한 스펙 11건의 평균 청약 경쟁률이 이례적으로 높게 나타나며 투자자들의 관심을 이끌었으며, 2021년 5월에는 2010년 이후 처음 유가증권시장에 총 공모금액 960억원으로 역대 최대 규모의 스펙이 상장하며 대형화를 이끔
- 지난해 국내 IPO 시장이 확대된데 비해 스펙의 신규상장 건수는 전년대비 감소하였으나, 2021년에는 유가증권시장에의 상장 및 합병계획 중인 스펙 등으로 인해 상장이 증가할 것으로 기대
 - 2019년 스펙의 신규상장이 30건을 기록한 가운데 이는 스펙 제도 도입 이후 두 번째로 높은 수치로, 올해 합병상장하는 스펙이 증가할 것으로 예상¹¹⁾

11) 국내 스펙은 신규상장 이후 3년 이내에 비상장기업과 합병해야 하며 합병에 실패하는 경우 상장폐지 후 청산됨

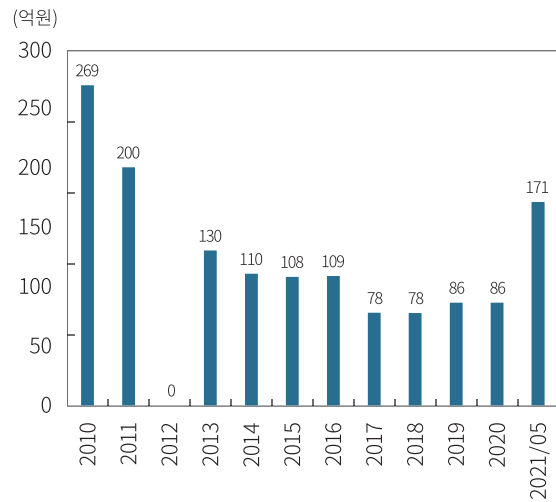
- 국내 스펙은 최근 변동성이 확대되어 과열 우려가 나오는 미국 스펙 시장과 다르게 상대적으로 안정적인 구조에 따른 높은 합병 성공률(64.3%)을 보이며 비상장 유망기업의 코스닥시장 상장수단으로 정착한 것으로 평가¹²⁾되고 있어 스펙 투자에 대한 관심이 높아지고 있는 상황

국내 스펙 신규상장 추이



자료: KIND

국내 스펙 평균 공모금액 추이



자료: KIND, 한국거래소

선임연구원 안유미

12) 금융감독원, 2020. 6. 25, SPAC 도입 10년의 성과 분석 및 평가, 보도자료.

중국의 자국내 채권 신용등급평가 규제 개선발표

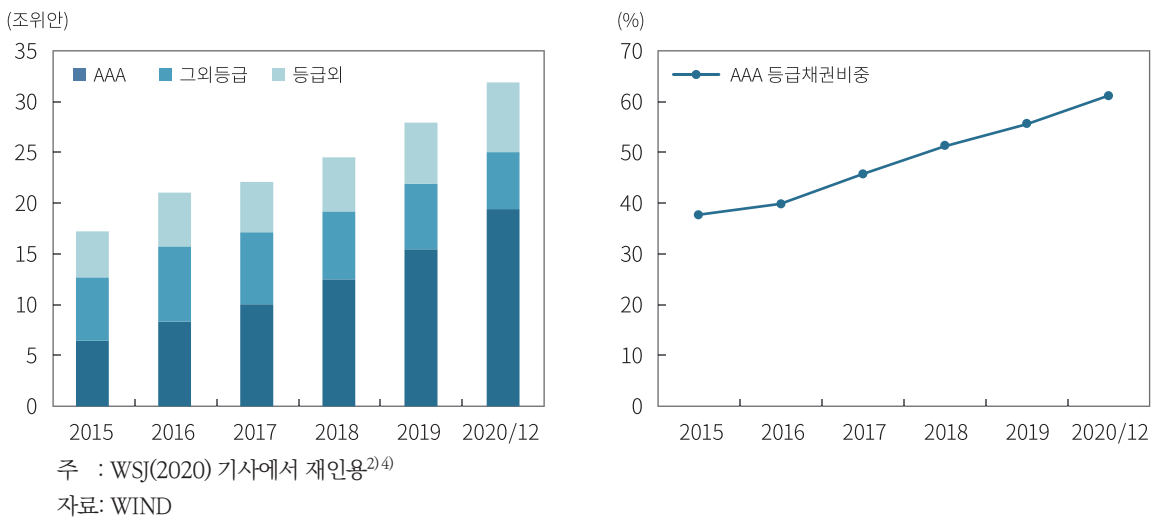
- 중국인민은행은 자국내 채권시장의 투명성과 투자자신뢰를 높이기 위해 신용평가사에 대한 감독을 강화하기 위한 정책안을 발표하고 일원화된 규제체계를 마련하고자 함
- 중국의 회사채시장은 기업들의 등급쇼핑문제와 함께 자국내 신용평가사의 관대한 평가로 인해 신용등급의 신뢰성에 대한 투자자들의 불만이 꾸준히 제기되어 왔음
- 중국내 발행된 회사채 중 AAA등급의 채권이 차지하는 비중은 꾸준히 증가하여 2020년말 기준 60%가 넘는 상황이지만 작년부턴 우량등급 회사채의 디폴트가 급증
- 발표된 정책안에는 신용평가사의 급작스러운 등급 강등시 근거 발표요구, 등급평가 회사와 회사채 발행기업과의 이해상충에 대한 감독 강화, 등급평가와 관련하여 신용평가사 내부의 이해상충 방지 방안 등의 내용을 담고 있음

- 중국의 인민은행은 자국내 채권평가사에 대한 감독을 강화하기 위한 정책안을 발표하고 4월12일까지 시장 참여자들의 의견 수렴을 거친 후 최종안을 마련하기로 함¹⁾
 - 중국인민은행(PBOC)과 국가발전 및 개혁위원회(National Development & Reform Commission: NDRC), 재무부, 중국 은행 및 보험규제위원회(China Banking and Insurance Regulatory Commission: CBIRC), 중국 증권규제위원회(China Securities Regulatory Commission: CSRC)가 연합하여 발표한 이번 개선안에는 자국 내 신용평가사에 대한 일원화된 규제 및 제재에 대한 내용을 담고 있음
- 중국의 회사채시장은 기업들의 등급쇼핑문제 및 자국내 신용평가사의 관대한 등급평가 관행에 대한 문제로 인해 투자자들은 회사채시장에서 제대로 된 정보를 얻기 어렵다는 불만이 꾸준히 제기
 - 중국 내 자국 신용평가사는 4개로, Chengxin International Credit Rating, China Lianhe Credit Rating, Dagong Global Credit Rating, Shanghai Brilliance Credit Rating이 있음
 - 중국의 기업들은 그동안 규제차익 및 등급 쇼핑을 통해 발행채권의 등급을 높이는 일을 빈번히 해왔으며, 중국의 자국 신용평가사 또한 피평가기업에 대한 뇌물 수수 등의 도덕적 해이 등의 문제가 계속 되어왔음

1) 中国人民银行 国家发展改革委 财政部 银保监会 证监会关于, 2021. 3. 28, 《关于促进债券市场信用评级行业高质量健康发展的通知 (征求意见稿) >> 公开征求意见的通知.

- 중국내 발행된 회사채의 대부분이 투자등급인 가운데 가장 높은 등급인 AAA등급의 채권이 과반수가 넘는 상황이며, 최근 우량등급 회사채의 디폴트가 급증하고 있음
 - 중국의 최우량등급 채권의 비중은 점차 증가하고 있는데, 2015년의 AAA등급 비중은 37.5%에 불과하던 것이 2020년 중국내 발행된 회사채의 60.9%가 AAA등급을 받음²⁾
 - 미국의 경우 AAA등급을 받은 기업은 마이크로소프트와 존슨앤 존슨 두 개사에 불과
 - 2020년 11월 이후 중국 회사채 디폴트의 특징은 신용등급 AAA등급 기업의 비중이 높다는 점, 디폴트 기업의 업종 중 정보기술, 에너지 소재 등 첨단산업 비중이 크다는 점³⁾
 - 2020년 10~11월에 AAA등급이었던 국유회사들이 잇따라 회사채 상환을 하지 못하는 디폴트가 발생
 - 광산회사인 용천석탄전기(Yongcheng Coal and Electricity Holding Group), BMW와 합작관계회사인 화천자동차(Huachen Automotive Group), 반도체산업의 칭화유니그룹(Tsinghua Unigroup)

중국내 발행채권의 등급 추이



- AAA등급을 받았던 용천석탄전기가 채권발행을 통해 자금조달 후 불과 3주만에 디폴트사태가 일어나자 2020년 12월 중국 정부는 자국내 신용평가사인 Chengxin International Credit Ratings의 신규채권 평가를 3개월간 금지⁴⁾
 - 또한 중국 규제당국은 용천석탄전기의 채권발행과 관련한 증권회사 및 회계사에 대한 조사를 시작하였으며, 용천석탄전기는 1년간 채권발행이 금지됨

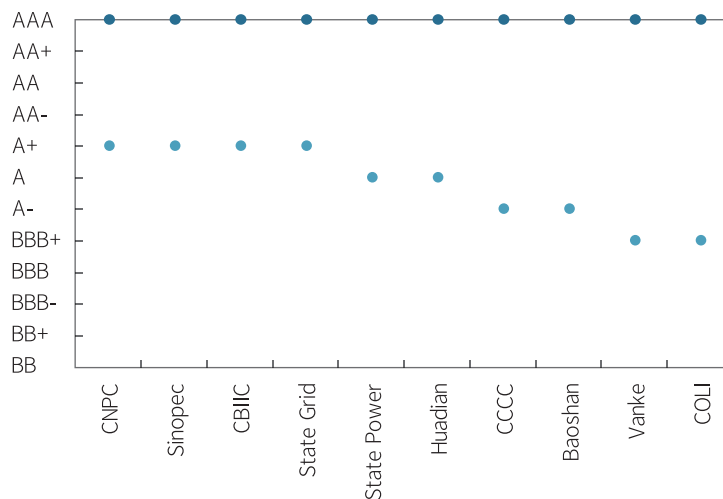
2) WSJ, 2020. 10. 22, In China, Not All Triple-A-Rated Bonds Are Created Equal.
 3) 조고운, 2020, 최근 중국 회사채 디폴트 급증의 특징과 향후 전망, 대외경제정책연구원.
 4) WSJ, 2020. 12. 30, China's Top Credit Rater Barred From New Business for Three Months.

- Chengxin은 중국 내에서 가장 큰 점유율을 가진 신용평가사로 Moody's는 2018년부터 China Chengxin International Credit Rating(CCXI)의 지분 30%를 소유하고 있음
- 다른 신용평가사인 Dagong Global의 경우 2018년 8월부터 2019년 11월까지 신용평가서비스 제공 중지 명령을 받은 바 있음
 - Dagong Global에 대한 제재 이유는 피평가기관에 대해 좋은 등급을 주는 대가로 높은 컨설팅 수수료를 수취했다는 것

□ 중국은 2019년 해외 신용평가사의 자국내 영업을 허용하였으나, 회사채 시장에서 굳이 해외 신용평가사들로부터 낮은 등급을 받고자 하는 기업들은 없었기 때문에 이들이 중국내 신용평가시장에 미치는 영향력은 미미

- 중국 금융당국은 미중무역협정의 일환으로 자국내 신용평가시장을 외국인에게 개방하였는데, 2019년 1월에는 S&P에, 2020년 5월에는 Fitch(Fitch(China) Bohua Credit Ratings Ltd.)에 신용평가사 면허를 부여
- 2019년 J.P.Morgan의 보고서⁵⁾에 따르면 같은 기업을 대상으로 자국신용평가사들이 부여한 등급과 대조적으로 글로벌 신용평가사들이 부여한 신용등급은 4단계 이상의 차이를 보여주고 있으며, S&P가 평가한 중국내 회사채등급의 경우 투기등급의 채권이 대부분

자국 내 신용평가사와 글로벌 신용평가사의 등급 차



주 : 1) S&P, Fitch Ratings, CCXI, Lianhe, Shanghai Wind Information Co., J.P. Morgan Asset

2) 2019년 6월 30일 기준

자료: J.P.Morgan Asset Management

5) J.P.Morgan Asset Management, 2019, China's onshore credit market.

S&P가 평가한 중국내 신규발행 회사채 등급

(단위: 건)

	AAA	AA	A	BBB	그이하
2017	0	0	4	14	60
2018	0	0	0	11	73
2019	0	0	0	12	35

자료: S&P Global Ratings⁶⁾

□ 발표된 정책안에는 신용평가사의 급작스러운 등급 강등시 근거 발표요구, 등급평가 회사와 회사채 발행기업과의 이해상충에 대한 감독 강화, 등급평가와 관련하여 신용평가사 내부의 이해상충 방지 방안 등의 내용을 담고 있음

- 등급분류의 질과 차별성을 높이기 위한 등급방식 체계 구축: 신용평가사는 평가방법의 모델에 대해 매년 점검하고, 평가요소에 대한 현황을 규제기관에 보고하여야 함
 - 신용평가사가 한번에 3등급 이상의 신용등급을 조정하는 경우, 내부검증 절차를 통해 평가모델의 일관성, 정확성을 확인하여야 함
- 신용평가사의 지배구조 및 내부통제 강화, 신용등급 독립성 준수: 신용평가사는 내부통제 및 감독체계를 강화하고 심사부서의 독립성을 보장하여야 함
 - 직원에 대한 평가와 급여 결정은 신용평가 참여 및 수수료 등과의 관련요소가 없어야 함
- 신용평가사는 자사의 평가방법과 모델, 평가결과를 투명하게 공개하며, 이후 분기별로 해당 평가 대상기업의 등급에 대해 발표하여야 함
- 신용평가사의 철저한 관리 감독 및 처벌 수준 상향: 신용평가사가 타사와의 등급경쟁이나 부당한 혜택 수취 등 독립성을 저해하는 행위 및 법규위반에 대한 처벌 강화

채권시장 신용평가업의 건전한 발전을 위한 고시(초안)

1	등급의 질과 차별성을 향상시키기 위한 등급방식 체계 구축 강화
2	신용평가사의 지배구조와 내부통제 개선 및 신용등급 독립성 준수
3	정보 공개 강화 및 시장 억제 메커니즘 강화
4	신용등급평가시장의 공정한 시장 환경을 조성
5	신용평가사에 대한 엄격한 관리 감독 및 벌금 수준 강화

자료: 중국인민은행

6) Han, X., Kesh, S.K., 2020, Default, Transition, and Recovery: 2019 Annual Greater China Corporate Default And Rating Transition Study, S&P Global Ratings.

- 이번 신용평가사들에 대한 규제개선 및 강화안은 중국정부가 자국 회사채시장에 대한 시장참여자들의 신뢰회복과 투명성 증진을 기대하며 나온 것으로 볼 수 있음
 - 미국에 이어 세계 2위의 규모를 가진 중국의 회사채시장은 신용등급의 분별력이 낮고 이로 인한 디폴트 우려가 꾸준히 지속되어왔음
 - 2020년 말에는 AAA등급 회사들의 디폴트가 증가하였으며, 지난 4월부터는 부실채권을 관리하는 자산관리회사인 화룽자산관리공사(Huarong Asset Management)의 위기설이 대두
 - 등급산정과 관련하여 시장교란 행위에 대해 무관용으로 대응하겠다는 의지가 반영

선임연구원 이종은