

## OPINION

선임연구위원  
황세운

## 한미 금융시장안정화기구 비교 및 정책적 시사점\*

지속되고 있는 시장금리의 상승으로 인해 국내외 금융시장이 크게 요동치고 있다. 금융회사의 유동성은 급격히 축소되고 있고, 신용스프레드는 기록적으로 높아졌다. 회사채시장의 경색은 뚜렷하게 나타나고 있으며 환율도 가파른 상승세를 이어가고 있다. 이에 금융시장안정화기구의 필요성이 다시 부각되고 있는 상황이다.

2008년 글로벌 금융위기와 2020년 코로나19 팬데믹을 극복하는 과정에서 우리나라와 미국 금융시장은 금융시장안정화기구의 운영경험을 축적할 수 있었다. 양국의 금융시장안정화기구가 가진 특성을 비교하면 다음과 같은 차이점을 발견할 수 있다.

① 금융시장안정화기구의 재원마련을 민간금융회사에 크게 의존하고 있는 우리나라와는 달리 미국은 중앙은행의 발권력을 활용해 금융시장안정화기구의 재원을 마련하고 있다.

② 미국은 금융시장안정화기구의 운영과정에서 현실화될 수 있는 신용위험을 재정당국(재무부)이 부담하는 반면, 우리나라의 경우 신용위험이 금융시장안정화기구에 출연하는 민간금융회사로 전이될 수 있다.

③ 미국의 금융시장안정화기구는 시장별로 세분화되어 있으며, 그중에서도 단기자금시장에 대한 개입을 가장 신속히 실행하는 반면, 우리나라에서는 시장별 세분화 수준이 낮고 단기자금시장의 중요성에 대한 인식이 낮은 편이라 볼 수 있다.

④ 미국의 경우 유동성 지원에 대한 비용을 가산금리 책정을 통해 확실하게 가격에 반영하는 반면, 우리나라에서는 기업이나 투자자에 대한 지원이 강조되기 때문에 유의적인 가산금리의 부과가 사실상 부재하다.

⑤ 미국의 금융시장안정화기구는 주식시장으로의 개입은 일반적으로 하지 않는 반면, 국내의 경우에는 주식시장으로의 개입도 이루어진다.

금융시장안정화기구의 필요성이 2020년 3월에 이어 다시 급격히 커지고 있다. 위기의 징후가 뚜렷해지면서 금융회사나 일반 기업의 파산위험성이 급증한다면 금융시장안정화 조치는 즉각적으로 그리고 대규모로 집행될 필요가 있다. 금융시장안정화기구는 위기상황을 대비하기 위한 제도이기 때문에 위기가 발생하기 전에 그 실행방법과 절차에 대해 충분한 검토가 이루어져야 하고 이를 매뉴얼화시켜야 한다. 매뉴얼화되어 있느냐 아니냐는 분초를 다투는 위기상황에서 기업의 생사를 가르는 중요한 차이를 만들 수 있다.

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

지속되고 있는 미국 연준(FED)의 기준금리 인상으로 인해 국내외 금융시장이 크게 요동치고 있다. 2022년 1월 0~0.25%이던 연준의 기준금리는 10월 현재 3~3.25%로 상승했고, 11월에는 3.75~4.0%로 상승할 것이 확실시되고 있으며, 연말기준으로는 4.5~4.75%까지 상승할 수 있을 것으로 예상된다. 연준의 이러한 금리인상에 발 맞추어 한국은행도 기준금리 인상을 가속화시키고 있다. 4월부터 한은은 매 금융통화위원회마다 기준금리를 인상했고, 연말까지 기준금리를 3.5%내외 수준까지 인상할 것으로 예상된다.

연준과 한국은행의 급격한 금리인상은 글로벌 금융시장 및 국내 금융시장에 상당한 충격을 가져오고 있다. 주가는 연중 하락세를 지속하고 있으며, 채권시장 금리도 가파른 오름세를 지속하고 있다. 10월 20일 기준으로 코스피지수는 연초(2,218.09)대비 770.68포인트(25.79%) 하락한 2,218.09포인트를 기록했고, 코스닥지수는 같은 기간 1,037.83에서 680.44포인트로 34.44% 떨어졌다. 외환시장에서는 달러강세가 뚜렷하게 나타났는데, 원/달러 환율은 연초 1,191.8원에서 10월 20일 기준 1,433.30원으로 241.5원(20.26%) 상승하였다. 채권시장금리도 상승세를 이어가고 있으며, 신용스프레드도 기록적으로 상승하고 있다. 연초 1.855%였던 국고채 금리는 10월 20일 기준 4.350%까지 높아졌고, 신용스프레드(회사채 3년물(AA-), 국고채 3년물)는 연초 60.5bp에서 123.8bp까지 상승하였다.

금융시장에서 나타나는 금리상승, 주가 및 원화가치의 하락은 시장의 불안감을 크게 자극하고 있다. 그중 채권시장과 외환시장에서 나타나는 자금경색 현상은 기업의 자금조달행태에 큰 영향을 미치기 때문에 특히 우려할만하다. 외환시장에서의 원/달러환율 상승은 우리나라 경제의 중요한 버팀목인 무역수지에 부정적인 영향을 미치고 있고, 수입물가를 상승시켜 고공행진중인 국내 인플레이션에 지속적인 열에너지를 제공한다. 채권시장에서의 자금경색은 시장금리를 상승시킴과 동시에 신용스프레드를 확대시키고 있다. 6개월 이상 이어지는 금리 급등세에 시장이 느끼는 공포감은 견잡을 수 없을만큼 커져가고 있으며, 이러한 상황이 내년까지 이어질 경우 모두가 두려워하는 민스키 모멘트(Minsky Moment)가 실현될 수 있다는 지적마저 제기되고 있다.

시장의 공포감이 시장참가자들의 합리적인 의사결정을 압도할 때 시장에서는 경쟁적인 자산매각이 이루어질 위험성이 커지고, 그 과정에서 정상자산의 부실화로 인한 비용이 급증할 수 있다. 혼란의 시기에 금융시장안정화기구의 역할은 선명하게 부각될 수 있다. 패닉셀링에 의한 무질서한 시장붕괴를 막고 시장기능이 일부라도 정상적으로 작동될 수 있도록 만들기 위해서 금융시장안정화기구를 통한 정부의 시장개입은 정당화될 수 있으며, 시장안정에 따른 경제주체의 후생은 증가할 가능성이 높다. 이러한 관점에서 지난 10월 23일에 발표된 정부의 회사채 및 단기자금시장 유동성 공급조치는 시장기능회복에 있어서 긍정적이고 유의적인 영향을 미칠 것으로 기대된다.

본고는 자금경색기에 활용될 수 있는 금융시장안정화기구의 유형을 검토하고, 향후 발생할 수 있는 대규모 신용사건에 대비하기 위한 금융시장안정화기구의 활용방향을 모색해 보고자 한다. 본고 내용

은 10월 23일 정부조치 발표 이전에 작성되었으며, 10월 23일 정부조치에 대한 사후적 평가가 아니라 금융시장안정화기구가 갖추어야 할 일반적인 특징을 분석하였음을 밝힌다.

### 국내 금융시장안정화기구의 종류 및 특징: 코로나19 팬데믹 사태의 사례

국내에서 활용되는 금융시장안정화기구는 여러 가지 유형이 존재하는데, 가장 대표적인 것으로 채권시장안정펀드(이하 채안펀드), P-CBO, 회사채신속인수제도, 증권시장안정펀드(이하 증안펀드) 등이 있다. 이중 위기상황에서 기업금융지원 효용성이 높은 수단은 채안펀드, P-CBO, 회사채신속인수 제도로 볼 수 있는데, 이는 채안펀드, P-CBO, 회사채신속인수제도는 채권시장 경색으로 인해 기업으로의 자금공급이 막혔을 때 시장의 막힌 곳을 뚫어 자금이 다시 흐르게 만듦으로써 기업의 도산가능성을 줄일 수 있기 때문이다. 반면 증안펀드는 주식시장의 가격부양을 목적으로 하기 때문에 기업으로의 자금유입개선이라는 관점에서는 그 효과가 미미하다고 평가할 수 있다.

지난 2020년 코로나19 팬데믹으로 인해 국내 금융시장이 극심한 혼란을 겪으며 무너져가는 상황에서 금융당국은 금융시장의 기능정상화를 위하여 상기한 금융시장안정화기구의 실행을 발표하였다.<sup>1)</sup> 채안펀드는 채권시장 경색으로 일시적인 자금난을 겪고 있는 기업들에 대해 유동성을 지원함과 동시에 신용스프레드가 과도하게 커지는 것을 방지하기 위해 설립된 펀드이다. 정부는 팬데믹으로 인한 채권시장 자금경색을 완화하기 위해 2008년 글로벌 금융위기 과정에서 조성되었던 총 10조원 규모의 채안펀드에 10조원을 추가로 조성하여 자금난을 겪고 있는 기업에 대해 유동성을 공급했다. 채안펀드의 조성은 은행·증권·보험·정책금융기관 등 총 84개 금융회사들의 공동출자를 통해 이루어졌다. 채안펀드의 투자대상은 회사채, 우량기업CP와 전자단기사채(이하 전단채), 금융채 등을 포함하였다. 채안펀드의 조성계획은 2020년 3월 19일에 발표되었고, 채안펀드 세부운영 방안은 3월 24일에 발표되었으며, 1차로 3조원의 규모의 Capital call을 결정한 후 4월 2일부터 회사채매입을 시작하였다.

P-CBO는 회사채시장의 안정화 및 원활한 기업자금조달 지원을 위해 실행되는 제도이다. 이름에서 알 수 있듯이 회사채발행시장에서 회사채를 인수하여 CBO(Collateralized Bond Obligation)의 형태로 유동화시키는 방식이다. 코로나19 팬데믹으로 인해 일시적 유동성 애로를 겪는 중견기업과 대기업의 회사채발행을 지원하려는 목적을 가졌으며, 총 6.7조원(1단계 1.7조원+추가 5조원)을 발행했다. 발행구조는 정책금융기관인 산업은행이 회사채를 인수한 후 주채권은행·신용보증기금에 매각하고, 신용보증기금의 보증을 통해 신용을 보강하여 시장안정 P-CBO를 발행하는 방식을 따른다.

1) 금융위원회, 2020. 3. 19, 코로나19 대응을 위한 민생·금융안정 패키지 프로그램, 보도자료.  
 금융위원회, 2020. 3. 24, 코로나19 관련 금융시장 안정화 방안, 보도자료.  
 금융위원회, 2020. 3. 27, 14개 유관기관이 함께 민생·금융안정 패키지 프로그램 100조원+@를 차질없이 이행해나가겠습니다, 보도자료.

회사채신속인수제도는 회사채만기가 집중되어 상환에 어려움을 겪는 기업(중견기업+대기업)을 대상으로 회사채의 80%를 산업은행이 총액인수해주는 제도이다. 회사채 만기가 돌아오면 기업은 자체 자금으로 20%를 상환하고, 나머지 80%는 산업은행이 인수해 차환하는 방식이다. 산업은행이 인수한 채권(80% 해당분)은 대부분은 신용보증기금의 신용보강을 통해 P-CBO에 편입시켜 시장에 매각하고, 일부는 해당기업 채권은행에 매각함으로써 신용위험을 분산시킨다. 2020년 시행된 회사채신속인수제도는 기업에 대한 순지원 금액 기준 2.2조원 규모로 집행되었다.

증안펀드는 주식시장의 주가급락 및 과도한 시장변동성 완화를 목적으로 조성된 펀드이다. 금융권의 공동출자를 통해 주식시장의 안전판 역할을 수행하기 위해 만들어졌다. 증시가 회복될 때까지 한시적으로 운영하는 것을 원칙으로 하며, 개별종목 주가에 영향을 주지 않도록 시장대표 지수 상품에 대해서만 운용된다. 증안펀드는 채안펀드와 유사하게 Capital call 방식으로 자금을 모집하여 증권시장 전체를 대표하는 지수상품(예: KOSPI200 등)에 투자한다. 증안펀드에 출자한 금융회사에 대해서는 펀드 출자금액에 대해 건전성규제(위험가중치) 비율이 완화되어 적용된다. 2020년 코로나19 팬데믹 시기에는 5대 금융지주와 은행·보험·증권 각 업권 선도 금융회사(18개 금융회사) 및 증권유관기관(한국거래소, 예탁결제원, 금융투자협회 등)이 10.7조원을 조성했으나, 주식시장이 신속히 반등한 관계로 실제 집행이 이루어지지 않았다. 증안펀드는 주가하락을 일부 완화하는 효과를 기대할 수 있지만, 기업에 대한 자금공급 기능이 미미하다는 점에서 전술한 금융시장안정화기구와 차별성을 가진다.

### 미국 금융시장안정화기구의 종류 및 특징

금융위기 또는 경제위기 상황에서 연준이 미국 정부와 협력해 가동하는 금융시장안정화기구는 크게 금융회사에 대한 유동성 지원 프로그램, 자본시장상품 매입 프로그램, 대출지원 프로그램 등으로 구분해볼 수 있다. 본고는 국내 금융시장안정화기구와의 비교를 위해 자본시장상품 매입 프로그램에 대한 분석을 실시할 예정이며, CP매입을 위해 운영하는 CPFF(Commercial Paper Funding Facility), 회사채매입을 위해 운영하는 PMCCF(Primary Market Corporate Credit Facility)와 SMCCF(Secondary Market Corporate Credit Facility), 그리고 유동화증권 발행지원을 위해 운영하는 TALF(Term Asset-Backed Securities Loan Facility)의 특성을 파악해 보고자 한다. 미국이 위기상황에서 운영하는 금융시장안정화기구들은 공통적으로 관찰되는 뚜렷한 특징을 가지는데, 재원은 연준이 마련하고 운영과정에서 발생하는 신용위험은 미국 정부(재무부)가 부담한다는 점이다. 정부와 연준간의 뚜렷한 역할분담 및 협력체계가 마련되어 있는 것이다. 금융시장안정화기구는 위기상황에서 시장의 기능이 유지될 수 있도록 시장참여자들의 심리를 안정시키는 역할을 담당한다. 그러기 위해서는 위기상황에서 신속히 자금이 투입될 수 있어야 하고 자금투입의 규모도 시장이 안정감을 느낄 수 있도록 대규모이어야 한다. 위기상황에서는 대부분의 금융회사가 유동성 경색을 겪고 있을 가능성이

높기 때문에 금융회사로부터의 출연을 통한 재원마련은 신속성 측면에서 떨어지고 대규모 자금마련에도 한계가 있다. 이를 해결하기 위하여 미국의 금융시장안정화기구들은 민간금융회사들에 자금마련에 대한 의무를 부여하는 것이 아니라 중앙은행인 연준이 발권력을 동원하여 재원을 공급하는 방식을 선택하였다.

재원을 마련한 후 운영과정에서 부각되는 것은 신용위험에 대한 우려이다. 금융시장안정화기구가 신용위험이 내재된 회사채나 CP를 매입하다 보면 디폴트가 발생할 가능성을 배제할 수 없다. 물론 매입과정에서 매입대상에 대한 기준을 설정하여 신용사건 발생가능성을 최대한 억제하려는 노력은 하겠지만 그럼에도 불구하고 디폴트 가능성을 완전히 배제할 수는 없다. 미국에서 금융시장안정화기구가 매입한 상품에서 디폴트가 발생할 때 그 위험은 재무부가 부담하며, 연준은 신용위험으로부터 절연된다. 이는 연준은 통화정책을 담당하는 기관으로서 재원마련에 대한 협력은 가능하지만, 그로부터 발생하는 신용위험을 떠안는 최종주체가 되어서는 안된다는 철학에 기반하는 방식이다. 신용위험을 떠안는 것은 산업정책을 주관하는 재정당국의 영역이라고 보는 것이 타당하다는 것이다. 재무부는 ESF(Exchange Stabilization Fund)를 활용해 금융시장안정화기구에 대한 에퀴티 트렌치 투자를 실행함으로써 연준의 재원공급을 디폴트로부터 절연시킨다.

금융시장안정화기구중 CPFF와 TALF의 설립은 2008년 글로벌 금융위기로 거슬러 올라간다. 리먼 브라더스의 파산으로 인해 CP시장의 경색이 극심해지자 연준은 재무부의 협조하에 단기자금시장에 대한 긴급유동성 공급을 위해 2008년 10월 27일 CPFF(2008)를 최초로 설립했다. CPFF는 연준법(Federal Reserve Act) 13(3)에 근거하여 운영되며, 미국 재무부는 ESF를 활용하여 CPFF에 자본투자(Equity investment)를 집행한다. CPFF는 사전적으로 매입이 가능한 CP(이하 적격CP)에 대한 기준을 설정하였고, 이를 엄격히 준수하며 일반CP와 ABCP를 매입한다. 적격CP가 되기 위해서는 주요 신용평가회사로부터 부여받은 CP등급이 A-1/P-1/F1이상이어야 한다. 수수료는 CPFF 최대 잔액에 대해 10bp가 적용되고, 가격산정은 3개월물 OIS(Over-night Index Swap) 금리+110bp로 한다. 연준은 CP매입을 위해 설립된 특수목적기구(SPV)에 자금을 대출하고, SPV가 뉴욕연준의 감독하에 등록된 PD들로부터 적격 CP를 매입한다. 2008년에 설립된 CPFF는 2010년 2월 1일까지 적격CP를 매입하였고, 이후 2010년 4월 26일 매입하였던 모든 CP의 만기가 도래함에 따라 운영이 종료되었다. 해당 기간동안 매입하였던 CP에서 디폴트가 발생한 경우는 없어서 전액 만기상환이 완료되었다. 코로나19 팬데믹이 발생하면서 단기자금시장의 경색이 극심해지자 연준은 2020년 3월 17일 CPFF(2020)를 재가동하였다. CPFF(2020)의 기본적인 구조는 CPFF(2008)과 동일하다. CPFF(2020)은 2021년 3월 31일까지 CP를 매입한 후 종료되었으며, 매입하였던 CP에서 디폴트가 발생한 경우는 없었다.

TALF는 가계 및 소상공인 신용대출을 지원하기 위한 목적으로 설립된 금융시장안정화기구이다. 리먼 브라더스의 파산으로 인해 가계 및 소상공인 대출 경색이 극심해지자 연준은 2008년 11

월 25일 재무부의 협조하에 가계 및 소상공인 대출을 기초자산으로 한 자산유동화증권 지원 프로그램(TALF(2008))을 설립했다. TALF는 CPFF와 유사하게 연준법(Federal Reserve Act) 13(3)에 근거하여 운영되며, 미국 재무부는 ESF를 활용하여 TALF에 자본투자를 집행한다. TALF가 지원할 수 있는 자산유동화증권은 기초자산이 학생대출, 자동차대출, 신용카드론, 중소기업청(SBA)이 보증한 대출 등으로 제한된다. 수수료는 CPFF와 동일하게 10bp가 적용되고, 가격산정은 CLO에 대해서는 30일물 SOFR(Secured Over-night Financing Rate)+150bp, SBA 보증론에 대해서는 연방기금금리(Federal Fund Rate)+75bp, 그이외의 기초자산에 대한 유동화증권은 2년물 OIS금리+125bp로 한다. TALF(2008)은 2009년 3월부터 자산유동화증권시장에 자금을 공급하였고 2010년 6월 30일 종료되었다. TALF(2020)은 2020년 3월 23일 설립되었고, 2020년 12월 31일까지 자금을 공급했다.

PMCCF와 SMCCF는 회사채시장에 대한 유동성공급을 위해 2020년에 설립되었다. 2008년 글로벌 금융위기시에는 만들어지지 않았으나, 2020년 코로나19 팬데믹 이후 미국 회사채시장에서 나타난 극심한 자금경색을 완화하고자 2020년 3월 23일 연준은 재무부의 협조하에 PMCCF와 SMCCF를 설립하였다. 명칭에서 알 수 있듯이 PMCCF는 회사채발행시장에서 회사채를 매입하는 프로그램이었고, SMCCF는 회사채유통시장에서 회사채를 매입하는 프로그램이다. PMCCF와 SMCCF는 TALF 및 CPFF와 유사하게 연준법(Federal Reserve Act) 13(3)에 근거하여 운영되며, 미국 재무부는 ESF를 활용하여 PMCCF와 SMCCF에 자본투자를 집행한다. PMCCF가 매입할 수 있는 회사채는 2020년 3월 22일 기준 신용등급이 BBB-/Baa3 이상이어야 하며, 3월 22일 이전까지는 기준을 만족시키고 있었으나 이후에 신용등급이 떨어진 기업일 경우 최소 BB-/Ba3 이상이어야 한다. 신용등급에 대한 기준은 SMCCF에 대해서도 동일하게 적용된다. 가격산정은 PMCCF의 경우 발행기업마다 시장상황을 고려해서 다르게 적용될 수 있으며, 수수료 100bp가 가산된다. SMCCF의 경우 가격산정에 별도의 수수료가 적용되지 않으며, 공정시장가격으로 회사채를 매입하는데, 발행시장과는 달리 유통시장에서 추가로 수수료를 부과할 경우 회사채보유자들이 SMCCF에 회사채를 매각할 유인이 없기 때문이다. PMCCF와 SMCCF는 2020년 12월 31일에 회사채 매입을 종료하였다.

### 금융시장안정화기구의 비교 및 정책적 시사점

전술한 미국의 금융시장안정화기구에서 나타나는 특징을 우리나라 금융시장안정화기구와 비교해 볼 때 다음과 같은 차이점들을 발견할 수 있다. 첫째, 금융시장안정화기구의 재원마련을 민간금융회사에 크게 의존하고 있는 우리나라와는 달리 미국은 중앙은행의 발권력을 활용해 금융시장안정화기구의 재원을 마련하고 있다. 중앙은행의 발권력을 활용하는 것에 대해 비판적인 견해가 존재하는 것이 사실이지만, 여기에는 자금조달의 신속성, 대규모 장기자금조달의 용이성과 같은 장점이 있음을 주목할 필요가 있다. 민간금융회사를 통해 재원을 마련하는 데에는 출연금 배분 및 동의와 같은 다자간 의견조

을 절차가 필요하기에 신속성이 무엇보다도 중요한 금융위기 또는 경제위기 상황에서는 중앙은행에 의한 재원마련이 상대적으로 유리할 가능성이 높다. 또한 민간에 의한 자금출연은 최초에 예상했던 수준 이상의 자금동원이 필요할 경우 자금출연의 신속적인 확장에 제약이 나타날 가능성이 크며, 위기상황이 장기간에 걸쳐 지속될 경우에도 효과에 한계를 보일 가능성이 높다.

둘째, 미국은 금융시장안정화기구의 운영과정에서 현실화될 수 있는 신용위험을 재정당국(재무부)이 부담하는 반면, 우리나라의 경우 신용위험이 금융시장안정화기구에 출연하는 민간금융회사로 전이될 수 있다. 신용위험에 대한 부담을 정부가 떠안을 경우 도덕적 해이에 대한 비판이 나올 수 있다. 그러나 위기상황에서는 도덕적 해이에 대한 우려보다 시장기능의 유지에 훨씬 높은 우선순위를 부여할 필요가 있다. 이는 위기상황에서 정부에 의한 신용위험부담이 충분히 정당화될 수 있음을 의미하며, 우리나라 제도운영에 있어서도 참고할만한 사안이다.

셋째, 미국의 금융시장안정화기구는 시장별로 세분화되어 있으며, 그중에서도 단기자금시장에 대한 개입을 가장 신속히 실행하는 반면, 우리나라에서는 시장별 세분화 수준이 낮고 단기자금시장의 중요성에 대한 인식이 낮은 편이라 볼 수 있다. 전술한 바와 같이 미국의 금융시장안정화기구는 CP시장, 회사채발행시장, 회사채유통시장, 자산유동화증권시장 등으로 세분화되어 정밀타격 방식으로 운영된다. 그리고 2008년과 2020년의 사례에서 알 수 있듯이 기업에 대한 자금공급을 위해 CP시장으로의 개입이 가장 신속하게 일어나고, 그 이후에 회사채시장과 자산유동화증권시장으로의 개입이 일어난다. 이와는 대조적으로 우리나라의 경우 회사채시장과 CP 및 전자단기사채로 구성되는 단기자금시장 간의 세분화가 뚜렷하지 못하다. 채안펀드로 회사채와 CP를 모두 매입하는 방식을 가진다. P-CBO도 유동화증권시장에 대한 지원형식을 가지지만 그 경제적 실질은 회사채시장지원에 가깝다고 보아야 할 것이다. 그리고 단기자금시장에 대한 신속한 개입필요성에 대한 인식도 미국에 비해 상대적으로 낮다고 평가할 수 있다.

넷째, 미국의 경우 유동성 지원에 대한 비용을 가산금리 책정을 통해 확실하게 가격에 반영하는 반면, 우리나라에서는 기업이나 투자자에 대한 지원이 강조되기 때문에 유의적인 가산금리의 부과가 사실상 부재하다. 미국의 금융시장안정화기구의 운영방식을 살펴보면 CPFF는 110bp, TALF는 75~150bp, PMCCF는 100bp의 가산금리가 적용된다. SMCCF만 가산금리의 적용이 면제되는 정도이다. 외견상 상당히 높은 수준의 가산금리가 적용된다고 볼 수 있는데, 이를 통해 금융시장안정화기구의 적용이 정부에 의한 보조금 지급성격을 전혀 가지지 않음을 알 수 있다. 또한 금융시장안정화기구에 의해 혜택을 보는 당사자가 그 혜택에 대한 비용을 지불하는 것이 당연하다는 철학이 반영된 결과로도 볼 수 있다. 이와는 대조적으로 국내의 금융시장안정화기구는 시장금리 또는 더 낮은 수준에서 가격을 산정하는 것이 일반적이다. 위기상황에서 기업에 대해 주어지는 혜택에 대해 비용을 지불하라고 요구하는 것은 너무 가혹하며 오히려 혜택을 주어 기업이 버틸 수 있도록 지원할 필요가 있다는 인식이 강

한 것이다. 가산금리의 부재로 인해 금융시장안정화기구에 의한 긴급유동성 지원이 지원대상의 모델 헤저드를 부추길 수 있다는 우려가 이어지고 있다. 유동성공급의 혜택을 보는 당사자가 그에 대한 비용을 일정 수준 지불하는 것은 합리적인 금융시장안정화기구 설계방식으로 평가할 수 있을 것이다.

다섯째, 미국의 금융시장안정화기구는 주식시장으로의 개입은 일반적으로 하지 않는 반면, 국내의 경우에는 주식시장으로의 개입도 이루어진다. 연준이 운영하는 여러 가지 종류의 금융시장안정화기구들을 살펴보면 부채성 자금거래가 이루어지는 영역에서 운영이 이루어지고 있음을 발견할 수 있다. 그러나 주식시장으로의 자금유입이 이루어지는 프로그램을 발견하기는 어렵다. 이상의 비교를 표로 정리하면 아래와 같다.

**〈표〉 한국과 미국의 금융시장안정화기구의 특성 비교**

	한국	미국
재원마련	민간금융회사	중앙은행
신용위험 부담주체	민간금융회사	정부(재무부)
상품시장별 세분화	△	○
유동성위험과 신용위험의 구분	△	○
가산금리 부과	X	○
주식시장 개입	○	X

금융시장의 환경이 극심하게 나빠질 때 정부의 시장안정화 조치는 신속하고 과감하게 실행되어야 한다. 위기의 징후가 뚜렷해지면서 금융회사나 일반 기업의 파산위험성이 급증한다면 금융시장안정화 조치는 즉각적으로 그리고 대규모로 집행될 필요가 있다. 시장금리 급등으로 인해 국내 금융시장환경은 점차 심각한 상황으로 변해가고 있다. 금융시장안정화기구의 필요성이 2020년 3월에 이어 다시 급격히 커지고 있으며, 지난 10월 23일에 발표된 정부의 시장유동성공급조치는 이러한 시장상황에 대해 신속하고 적절한 대응방향성을 가진다고 평가할 수 있다. 다만, 향후 시장의 유동성 경색이 다시 나타날 가능성이 있음을 감안하여 추가적인 대응책을 선제적으로 마련할 필요성도 크다.

금융시장안정화기구는 위기상황을 대비하기 위한 제도이기 때문에 위기가 발생하기 전에 그 실행 방법과 절차에 대해 충분한 검토가 이루어져야 하고 이를 매뉴얼화시켜야 한다. 매뉴얼화되어 있느냐 아니냐는 분초를 다투는 위기상황에서 기업의 생사를 가르는 중요한 차이를 만들 수 있다. 국내의 금융시장안정화기구들은 여러번의 실행경험이 축적되어 있음에도 불구하고 재원마련과 위험부담 측면에서 매뉴얼화의 정도가 상대적으로 떨어진다고 평가할 수 있을 것이다. 제도개선을 위한 적극적인 노력이 필요해 보인다.

## OPINION

선임연구위원  
이인형

## 펀드의 지속가능성 공시 필요성\*

ESG 펀드를 표방하지만 내용상 그러하지 않을 때, 이에 대한 행정 제재 방안이 마련되어 있지 않다. 따라서 소위 말하는 의도적인 그린워싱의 가능성이 없지 않다. 이를 예방하기 위해 최근 유럽 연합과 미국이 금융투자 상품의 ESG 관련 정보공시를 의무화하려는 움직임을 살펴볼 필요가 있고 다음 방안을 고려할 수 있다.

정보공개는 비례 원칙에 따라 지속가능성 요소를 결정적인 방법으로 투자 의사결정에 반영할수록 자세한 설명이 뒤따라야 한다. 해당 펀드가 지속가능성 요소를 구체적으로 얼마나 그리고 어떤 방법으로 투자전략에 고려하는지를 상세히 밝혀야 한다. 운용사 자체의 지속가능성 분석 역량을 전문 인력 보유 여부와 데이터 보유 여부 측면에서 설명할 필요가 있다. ESG 등급, 데이터 및 분석 도구를 제3자 서비스에 의존하는 경우 해당 서비스 업체에 대한 자체 실사 과정을 수탁자 책임 이행 차원에서 마련할 필요가 있다. 펀드가 추구하는 환경, 사회, 지배구조 특성에 적합한 준거지수를 채택하고 지수 산출의 원리와 방법론에 관한 설명을 지적재산권 보호 범위 내에서 최대한 자세히 설명하여야 한다. ESG 의제를 갖고 주주활동을 하는 경우 해당 의제에 관한 설명과 주주활동의 목표가 규범적 성격인지 아니면 수익 추구인지를 명확히 밝히고, 활동 과정 및 목표 달성 여부를 밝혀야 한다.

유럽연합과 미국의 금융당국은 ESG 관련 투자상품의 그린워싱과 투자자 보호를 주요 의제로 인식하고 있다. 유럽연합의 경우는 금융상품의 지속가능성 정보공시를 위해 마련한 지속가능금융 공시규정(Sustainable Finance Disclosure Regulation: SFDR)을 일부 시행 중이고, 미국의 SEC는 투자자문사 및 투자회사의 ESG 관련 정보공시를 의무화하는 규정을 올해 5월에 제안하였다.

국내 ESG 펀드들은 일반 펀드와 비교하여 ESG 수준이 유의미하게 차이나지 않고 있으며, ESG 요소를 활용하여 액티브 운용전략을 추구하는 펀드 간에도 포트폴리오의 ESG 점수가 두 배 이상 차이 나는 것으로 보고되어 있다.<sup>1)</sup> 문제는 투자자가 사전에 이러한 정보를 현재의 투자설명서를 통해 식별하여 선호에 따른 선택을 하기 쉽지 않다는 데 있다. 이를 보완하기 위해서 국내 ESG 펀드의 공시 현황을 파악하여 문제점을 살펴보고 보완책을 제시해 본다.

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

1) 박혜진, 2020, 『국내 ESG 펀드의 현황 및 특징 분석』, 자본시장연구원 이슈보고서 20-28.

## ESG 펀드의 지속가능성 공시 현황과 문제점

국내 공모 주식형 펀드는 'ESG', 'SRI(사회적 책임)', '그린' 등, 이와 유사한 이름으로 출시되고 있다. 펀드평가사의 임의 분류에 의한 ESG 테마형 펀드는 총 52개로 파악된다.<sup>2)</sup> 해당 펀드의 전체 설정액은 1조 7,458억원 그리고 순자산은 2조 4,090억원에 달한다.<sup>3)</sup> 이는 국내 전체 공모 주식형 펀드 설정과 순자산 금액 기준으로 각각 동일하게 2.13%에 해당한다. 미국은 해당 비중이 1.6%이므로<sup>4)</sup> 상대적으로 작지 않은 규모이다.

일반 투자자는 선호에 가장 부합하는 펀드를 선택하는 데 필요한 정보를 투자설명서를 통해서 취득한다. 국내 ESG 펀드는 집합투자증권의 기재 사항 요건<sup>5)</sup>에 따른 투자설명서의 투자전략 부문에서 ESG 요소를 투자에 반영하는 방법을 설명하고 있다. 국내 ESG 펀드의 공시 현황 파악을 위해 아래 표에서 ESG 펀드들의 관련 내용을 정리하였다.

비교 항목은 투자유형, 분석방법, 준거지수로 나누었다. ESG 투자유형<sup>6)</sup> 중 가장 일반적으로 언급되는 투자전략은 통합(integration)이다. 재무분석과 ESG 성과 분석을 동시에 고려하나, 재무분석이 우선이라고 밝히는 경우( $ESG \leq$ 재무)와 ESG 성과 분석이 재무분석을 우선하는 경우( $ESG >$ 재무)로 구분할 수 있다. ESG 펀드의 대부분이 ETF를 제외하고는 통합 유형에 속하나, ESG 요소가 투자 의사결정의 주된 요인으로 작용하는 펀드는 4개에 국한된다.

2) 에프앤가이드 FnSpectrum의 테마형 ESG(주식) 분류 기준을 사용하였다. 총 21개의 자산운용사가 ESG 펀드를 출시하였다.

3) 2022. 8. 18 기준

4) Investment Company Institute, 2022. 6. 30, 기준 통계

5) 「자본시장과 금융투자업에 관한 시행령」 제127조(집합투자증권의 증권신고서의 기재 사항 등) 제1호 3항 나목

6) PRI, 2016, *A Practical Guide to ESG Integration for Equity Investing*에 따라 분류하였다.

〈표〉 국내 ESG 펀드의 공시 현황

항목	분류	개수	비고
투자 유형	네거티브 스크리닝	24	• 최악펀드, 등급 하위 펀드 제외
	포지티브 스크리닝	15	• 등급 상위 펀드에 투자
	통합(ESG≤재무)	34	• 재무분석이 ESG 고려와 동등하거나 더 크게 작용
	통합(ESG>재무)	4	• ESG 요소를 기준으로 편출입 결정
	ETF	13	• ESG 요소를 기준으로 편출입 결정
	주주활동	6	• ESG 요소를 주제로 주주활동
분석 방법	외부 서비스	41	• 국내외 ESG 평가사 활용
	내부 분석	11	• 자체 ESG 평가
	언급 없음	6	• 외부, 내부 활용 언급 없음
	방법론 설명	22	• 등급평가 방법, 포트폴리오 편출입 절차 및 기준에 대한 설명
준거 지수	ESG 특화	32	• KRX, MSCI, S&P 등
	KOSPI	15	• KRX KOSPI 지수
	없음	5	• 언급 없음

주 : 펀드는 복수의 투자유형이 있을 수 있다. 본 표의 분류와 해당 개수는 PRI(2016)의 기준과 투자설명서의 제한된 정보에 근거하여 저자가 주관적으로 판단하였다.

자료: 52개 개별 펀드 투자설명서

투자유형 중 주주활동 분류는 ESG를 주제로 투자 대상 기업과 소통하거나 주주총회에서 주주권 행사를 통해 기업가치 제고를 목표로 한다고 설명하는 경우이다. 기업과 지속가능한 주제를 가지고 계속 대화하며 기업가치를 제고시킬 수 있다는 측면에서 바람직한 수탁자 책임 이행 활동이라 할 수 있으나, 이를 투자설명서에 적시한 ESG 펀드는 6개에 불과하다.

조사 대상 펀드의 대부분은 국내외 ESG 평가사의 분석 방법에 의존한다. 그러나 외부 평가사에 대한 언급만 있을 뿐, 평가사에서 사용하는 데이터나 방법론에 대한 내부 실사(due diligence) 시행 여부에 관한 언급은 없다. 전반적으로 조사 대상 펀드의 절반 이상이 분석방법론에 대하여 기본적인 설명이 없다. 구체적으로 어떤 ESG 요소를 어떻게 반영하는지, 분석에 사용된 방법론, 데이터 소스에 관한 설명이 없는 것이다.

일반적으로 특정 주제나 테마를 표방하는 펀드는 해당 주제를 추종하는 준거지수(benchmark)를 설정한다. 가치투자의 경우, 가치지수를 준거로 하여 상대 수익률로 성과를 평가한다. 현재 ESG를 테마로 하는 지수는 한국거래소나 MSCI 등에서 다수가 산출되고 있으나, ESG 펀드 중 ESG 특화된 지수를 사용하지 않고 KOSPI 지수 등을 사용하거나 아예 준거지수를 설정하지 않은 펀드도 20개에 달한다.

## 개선 방안

미국의 경우, 투자회사법 Rule 35d-1, 일명 명칭 규정(Name Rule)에 따라 펀드 명칭이 내포하는 투자 정책을 최소 80% 이상 운용에 반영해야 한다. 미국의 증권거래위원회(U.S. Securities and Exchange Commission: SEC, 이하 SEC)는 최근에 해당 규정을 강화하는 개정안을 발표하였다. 투자 전략 이행과 의사결정 과정에 ESG 요소를 고려하지만 기존 재무나 경제적 요소에 우선하지 않으면 펀드 명칭에 'ESG', '지속가능성'과 같은 표현을 금하는 내용을 담고 있다. 이에 따라 ESG 중점 펀드, 즉 환경, 사회 및 지배구조 요소 중 하나 이상을 투자 의사 판단의 주된 기준으로 삼는 경우에만 ESG 및 연관 명칭을 사용할 수 있고, 투자설명서에서 해당 명칭에 대한 정의와 그에 부합하는 투자 정책 및 전략을 설명하여야 한다.

국내의 경우는 금융투자협회 「금융투자회사의 영업 및 업무에 관한 규정」 제4편 제4-2조(집합투자 기구 명칭의 사용)에 투자자를 오인케 할 우려가 있는 명칭은 사용하지 않도록 연성규범으로 마련되어 있어, ESG 펀드를 표방하지만, 내용상 그러하지 않을 때 이에 대한 행정 제재 방안이 없다. 따라서 소위 말하는 의도적인 그린워싱의 가능성이 없지 않다. 이를 예방하기 위해 최근 유럽연합과 미국이 금융투자 상품의 ESG 관련 정보공시를 의무화하려는 움직임을 살펴볼 필요가 있고<sup>7)</sup> 개선 방안은 다음을 고려할 수 있다.

정보공개는 비례 원칙에 따라 지속가능성 요소를 결정적인 방법으로 투자 의사결정에 반영할수록 자세한 설명이 뒤따라야 한다. 비례 원칙에 따른 정보공개 범위와 요건을 제시하기 위해서는 해당 펀드가 지속가능성 요소를 구체적으로 얼마나 그리고 어떤 방법으로 투자전략에 고려하는지를 상세히 밝혀야 한다.

운용사 자체의 지속가능성 분석 역량을 전문 인력 보유 여부와 데이터 보유 여부 측면에서 설명할 필요가 있다. ESG 등급, 데이터 및 분석 도구를 제3자 서비스에 의존하는 경우 해당 서비스 업체에 대한 자체 실사 과정을 수탁자 책임 이행 차원에서 마련할 필요가 있다.

펀드가 추구하는 환경, 사회, 지배구조 특성에 적합한 준거지수를 채택하고 지수 산출의 원리와 방법론에 관한 설명을 지적재산권 보호 범위 내에서 최대한 자세히 설명하여야 한다. 예를 들어 탄소중립 달성을 목표로 하는 경우, 국제 정합성을 갖춘 벤치마크 도입 여부를 밝힐 필요가 있다. 우리나라도 이미 탄소중립기본법 제정을 통해 같은 취지의 시책 마련을 요구하고 있다.<sup>8)</sup> 이에 따라 펀드 투자와 연계된 온실가스 배출량 규모가 어느 정도인지 파악해야 하고, 감축목표를 위한 준거지수를 채택하여 이행

7) 이인형, 2022, 『집합투자기구의 지속가능성 정보공개 논의 방향』, 자본시장연구원 이슈보고서 22-18 참조

8) 「탄소중립·녹색성장 기본법」(약칭: 탄소중립기본법) 제55조(기업의 녹색경영 촉진 등) 2호에서 기업의 온실가스 배출량, 온실가스 감축 실적 및 온실가스 감축 계획의 공개, 제58조(금융의 지원 활성화) 1항에서 재원 조성, 자금 지원, 금융상품의 개발, 민간투자 활성화, 탄소중립 관련 정보 공시제도 강화 등을 포함하는 시책을 수립·시행하여야 한다고 명시하고 있다.

과정을 점검해야 한다.<sup>9)</sup> 자산운용보고서에서는 투자전략에서 주장하는 ESG 투자의 내용과 과정 및 결과를 최소한의 객관적 자료를 통해 설명해야 한다.

마지막으로, ESG 의제를 갖고 주주활동을 하는 경우 해당 의제에 관한 설명과 주주활동의 목표가 규범적 성격인지 아니면 수익 추구인지를 명확히 밝히고, 활동 과정 및 목표 달성 여부를 밝혀야 한다. 현재 자산운용사는 분기영업보고서 상의 의결권행사여부 및 그 내용을 공시하고 있으나 상기 ESG 펀드의 경우, 지속가능성 관련 의안에 대한 상정과 의결 공시는 전무하다. 기업가치의 지속가능성 차원의 주주활동은 향후 운용보고서에 내용과 결과를 보고하도록 유도할 필요가 있다.

---

9) 탄소배출 관련 정보는 정확성, 시의성, 비교 가능성 측면에서 아직 완전하지 않다. 현재로는 운용사의 기후변화 관련 위험관리와 영향 파악은 주주활동을 통해 능동적으로 하는 것이 바람직하다.

ZOOM  
-IN미국 상장 중국기업의 회계감독권에 대한  
양국 간 합의

- 최근 미국과 중국은 미국 증시에 상장된 중국기업을 감사한 회계법인에 대해 미국 규제당국의 조사권한에 대한 합의를 도출
- 미국은 사베인스 옥슬리법에 따라 중국기업에게 감리를 위한 회계감사 자료를 요구했지만 중국이 자국 규정을 근거로 정보제공을 거부하면서 10년 넘게 중국 회계법인에 대한 감독권 분쟁을 겪어옴
- 이 과정에서 미국에 상장된 중국기업의 회계부정 사건으로 회계투명성 문제가 지속적으로 제기되었고, 이에 미국은 2020년 외국기업책임법(HFCAA)을 도입
- HFCAA에 따라 미국의 회계감사 자료 제출 요구로 다수의 중국기업이 상장폐지될 위기에 처했으나, 이를 막기 위한 중국의 규제 변화 움직임이 나타나면서 결국 양국 간 합의가 이루어짐
- 미·중 회계감독권 합의로 미국에 상장된 중국기업의 회계감사 감독이 실행될 것으로 예상됨에 따라 중국기업의 상장폐지 위기가 다소 해소되었고, 향후 중국기업에 대한 투자자의 신뢰도도 높아질 것으로 기대

- 최근 미국과 중국은 미국 증시에 상장된 중국기업을 감사한 회계법인에 대해 미국 규제당국의 조사 권한에 대한 합의를 도출
  - 2022년 8월 미국 회계감독위원회(Public Company Accounting Oversight Board, 이하 PCAOB)<sup>1)</sup>는 중국 증권감독관리위원회(China Securities Regulatory Commission, 이하 CSRC) 및 재무부(Ministry of Finance: MOF)와 미국 상장 중국기업의 회계감독권에 대한 합의를 도출
    - 사베인스 옥슬리법에 따라 미국 증시에 상장된 중국기업을 감사한 중국 본토 및 홍콩에 본사를 둔 회계법인에 대한 PCAOB의 회계감리가 가능
    - 중국 당국과의 협의 없이 조사 대상 기업을 선정하고 감사보고서의 열람 및 자료 접근이 가능하며 필요에 따라 보관할 수 있는 등 독립적이며 직접적인 조사가 가능
  - 이번 합의는 2013년 미·중 간 회계감독권에 대한 양해각서(MOU) 체결 이후 오랫동안 요구해 온 미국 규제당국의 조사를 위한 접근 범위를 확대 허용한 것

1) PCAOB는 2002년 엔론 사태 이후 SOX(Sarbanes-Oxley Act)에 따라 설립된 기관으로 기업이 공시하는 재무정보의 정확성을 확인하여 투자자를 보호하기 위해 미국 거래소에 상장된 기업의 회계감사를 감독하는 기구, PCAOB는 회계법인에 대한 조사를 통해 감사규정을 준수했는지 확인해야 함

- 2013년의 합의는 미국의 회계감사 정보에 대한 접근이 가능하되 중국 규제기관을 통해 받아야 하기 때문에 거부할 수 있어 그동안 PCAOB의 조사 요청 시 거부하는 사례가 빈번하게 나타남<sup>2)</sup>

**〈표〉 미국의 회계감독권에 대한 주요 합의 내용**

PCAOB 권한	내용
독립적인 조사	중국 당국과의 협의 없이 조사 대상 기업을 선택하고 회계감사 업무 및 잠재적 위반사항에 대해 조사 가능
감사정보에 대한 완전한 접근	PCAOB 조사관이 모든 정보가 포함된 감사보고서 관련 문서를 열람하고 필요에 따라 보관이 가능
직접적인 조사	조사하는 회계감사와 관련된 모든 직원에 대해 직접적으로 인터뷰 가능

자료: PCAOB 참조

- 미국은 사베인스 옥슬리법에 따라 중국기업에게 감리를 위한 회계감사 자료를 요구했지만 중국이 자국 규정을 근거로 정보제공을 거부하면서 10년 넘게 중국 회계법인에 대한 감독권 분쟁을 겪어옴
  - 미국은 그동안 상장된 중국기업에 대한 회계감독권을 요구하고 중국은 자국의 규정을 근거로 이를 종종 거부하며 10년 넘게 갈등을 겪어옴
    - 중국은 2009년 발표된 중국 당국의 승인 없이 해당 국가 감독기관에 자료를 제공하는 것을 금지하는 규정<sup>3)</sup>을 근거로 자국기업이 상장된 해당 국가 감독기관에 회계감사 자료 제공을 거부
  - 미국은 중국기업 회계법인에 대한 감리를 위해 자료를 요청했으나 중국이 이를 거부하자 PCAOB가 중국 회계법인의 신규 신청 승인을 중단하고, SEC는 소송까지 제기하면서 갈등이 격화
    - 상장기업을 감사하는 회계법인은 PCAOB에 등록해야 하지만 2010년에는 양국 간 회계감독권에 관한 협상이 지연되면서 Big4 중국법인을 포함한 중국 및 홍콩 소재의 13개 회계법인에 대한 신규 등록을 중단<sup>4)</sup>
    - 2012년에는 SEC가 중국기업 관련 감사 서류 및 기타 문서제출을 거부한 Big4 회계법인의 중국 계열사 등에 대해 행정소송을 제기<sup>5)</sup>

2) Financial Times, 2022. 8. 30, Landmark US-China audit deal spurs hunt for devils in the details.  
 3) Provisions on Strengthening Confidentiality and Archives Administration in Overseas Issuance and Listing of Securities (No. 29 [2009])  
 4) 미국법에 따라 상장기업을 감사하는 회계법인은 PCAOB에 등록해야 함(Reuters, 2012. 12. 22, U.S. watchdog downplays deadline on China audit inspections)  
 5) SEC, 2012, SEC charges China affiliates of big four accounting firms with violating U.S. Securities Laws in refusing to produce documents.

- 회계감독권에 대한 양국의 갈등은 2년 넘게 지속되어 오다가 결국 2013년 5월 미국과 중국은 상호조항을 마련하여 규제기관을 통한 감사문서의 접근이 가능하다는 MOU를 체결하게 되었으나 이후에도 중국 감독 당국의 자료 제공이 제대로 이루어지지 않아 회계감독권에 대한 갈등이 지속
  - 중국은 그동안 SEC의 조사 소환 및 PCAOB의 조사를 위한 작업문서의 양도도 거부하여 미국은 중국기업을 감사한 회계법인에 대해 적절한 감리를 수행할 수 없었음
  - 2013년 체결된 양국의 MOU는 미국 자본시장에서 투자자 이익을 보호하기 위해 양국 간 협력한다는 취지로 PCAOB의 회계감사 자료 접근성은 다소 향상되는 듯 했으나 중국 규제기관을 통해 받아야 하고, 자국법에 반하는 경우 거부가 가능하다는 조항<sup>6)</sup>을 두어 실질적으로 조사 범위가 제한적이라는 한계가 있음

□ 이 과정에서 미국에 상장된 중국기업의 회계부정 사건으로 회계투명성 문제가 지속적으로 제기되었고, 이에 미국은 2020년 외국기업책임법(HFCAA)을 도입

- 미국에 상장된 중국기업의 회계부정 사건이 지속적으로 발생하며 회계투명성 문제가 제기되었고 2020년 발생한 대규모 분식회계 사건은 이를 촉발하는 계기가 됨
  - 2000년대 중반부터 중국기업의 미국 증시 입성이 시작되면서 성공적인 자금조달이 이루어지기도 했지만 회계부정 사건도 빈번하게 발생하며 상장폐지되는 사례도 나타나면서 중국기업의 회계투명성 문제가 제기
  - 금융서비스 소프트웨어 제공기업인 Longtop Financial Technologies는 2011년 거래내역 위조 사건으로 상장폐지되었고, 2013년에는 ChinaCast Education가 내부자 거래 혐의로 SEC에 의해 기소되었으며 2016년에는 Longwei Petroleum Investment Holding이 사업의 일부를 조작
  - 2020년 6월 발생한 Nasdaq 상장기업 Luckin Coffee의 매출을 과대계상하는 회계부정 사건은 중국기업의 회계투명성 문제가 다시 수면위로 떠오르는 계기가 되었으며, 중국기업에 대한 회계감독의 필요성은 더욱 확대
- 미국은 2020년 과거 체결된 미·중 회계협정을 파기한다고 발표하였고, 12월에는 PCAOB의 회계감리·조사 협조 및 미국 회계기준 준수를 주요 내용으로 하는 외국기업책임법(Holding Foreign Companies Accountable Act, 이하 HFCAA)을 제정
  - 미국거래소에 상장된 외국기업은 PCAOB의 회계감리·조사에 협조하고 3년 연속으로 회계감리 기준을 통과해야 하며 자국 정부에 의해 통제되지 않는다는 것을 SEC에 소명해야 함
  - 이는 미국내 상장된 모든 외국기업에 대해 적용하는 것이나 사실상 과거 맺었던 중국과의 회계협정을 무효화하며 중국기업을 대상으로 한 법<sup>7)</sup>

6) ① 서류 제공이 법에 반하는 경우 ② MOU 규정에 따라 요청되지 않은 경우 ③ 국익 또는 공익을 근거로 ④ 요청서에 구체성이 결여된 경우

7) CNBC, 2020. 5. 20, Senate passes bill on oversight of Chinese companies, Alibaba shares move lower.

□ HFCAA에 따라 미국의 회계감사 자료 제출 요구로 다수의 중국기업이 상장폐지될 위기에 처했으나, 이를 막기 위한 중국의 규제 변화 움직임이 나타나면서 결국 양국 간 합의가 이루어짐

- HFCAA를 시행하면서 미국 규제당국은 여러 중국기업의 NYSE 및 Nasdaq에서의 퇴출 가능성을 언급
  - 2020년 12월부터 시행된 HFCAA의 후속조치로 SEC는 2021년 3월 2021년부터 3년 연속으로 감사보고서를 제출하지 않은 기업을 상장폐지할 수 있다는 내용을 골자로 한 회계감리 관련 개정안을 발표<sup>8)</sup>
  - SEC는 우선 조사 대상으로 선정된 패스트푸드 대기업인 Yum China, 생명공학 기업 BeiGene, Zai Lab, HutchMad 및 기술기업인 ACM 등 5개 기업이 감사관련 자료를 제출하지 않으면 NYSE에서 상장폐지될 예정이라고 언급<sup>9)</sup>
- 이에 CSRC 및 재무부 등 규제기관 공동으로 미국 증시에서 중국기업의 상장폐지를 막기 위해 해외 상장 관련 규정 개정안을 발표<sup>10)</sup>
  - 2022년 4월 해외 상장 관련 규정인 ‘해외증권 공모 및 상장 관련 비밀유지 및 문서 관리 강화 규정(Provisions on Strengthening Confidentiality and Archives Administration for Overseas Securities Offering and Listing)’ 개정을 통해 비밀유지에 관한 보다 명확한 지침을 도입하고 해외 상장기업의 회계감리에 대한 협력을 강화<sup>11)</sup>
  - 개정안에는 회계감사에 대한 현장실사가 중국 규제기관에 의존해야 한다는 조항을 삭제하고 HFCAA에 대한 대응으로 감사보고서 불필요한 민감한 정보를 포함하는 것을 줄여야 한다고 명시

□ 미·중 회계감독권 합의로 미국에 상장된 중국기업의 회계감사 감독이 실행될 것으로 예상됨에 따라 중국기업의 상장폐지 위기가 다소 해소되었고, 향후 중국기업에 대한 투자자의 신뢰도도 높아질 것으로 기대

- 2022년 9월부터 PCAOB는 조사대상 중국기업을 선정하여 조사를 시작하였고, 감리가 적절하게 이루어지면 중국 본토와 홍콩 소재 회계법인의 감사를 받은 중국기업의 상장폐지 위기가 해소될 것으로 예상
  - 2022년 9월 30일 기준 262개의 중국기업이 미국거래소(NYSE, Nasdaq, NYSE America)에 상장되어 있으며 시가총액은 7,750억달러의 규모로 시가총액의 98%를 차지하는 131개의 기업이 HFCAA에 따라 상장폐지될 위기에 있었음<sup>12)</sup>

8) SEC, 2021. 3. 24, SEC issues amendments, seeks public comment on Holding Foreign Companies Accountable Act.

9) Financial Times, 2022. 3. 11, SEC sets clock for delisting Chinese companies over US audit demand.

10) CSRC, 2022. 4. 2, The CSRC solicits public comments on revision to the Provisions on Strengthening Confidentiality and Archives Administration of Overseas Securities Offering and Listing by Domestic Companies.

11) Provisions on Strengthening Confidentiality and Archives Administration of Overseas Securities Offering and Listing by Domestic Companies

12) U.S.-China Economic and Security Review Commission, 2022. 9. 30, Chinese companies listed on major U.S. Stock Exchanges.

- 하지만 이번 양국 간 합의로 인해 골드만삭스 애널리스트에 의하면 미국에 상장된 중국기업의 상장폐지 확률이 지난 3월 95%에서 50%로 감소<sup>13)</sup>
- 2013년 MOU 이후 처음 이루어진 합의로 미국에 상장된 중국기업에 대한 미국 규제당국의 독립적이고 직접적인 회계감독이 가능해지면서 회계투명성 강화에 따른 투자자의 신뢰도가 높아질 것으로 기대
  - SEC 의장은 회계감독권 합의의 첫 단계이며 합의한대로 PCAOB가 중국기업의 회계감사 정보에 대한 접근이 완전하고 시기적절하게 허용되기를 기대한다고 밝힘<sup>14)</sup>
  - CSRC는 중국의 데이터 보안법, 개인정보보호법 등의 규정을 준수할 의무가 있지만 상호 협력을 통해 감사의 질을 높이고 투자자를 보호하여 해외 상장을 위한 우호적인 규제환경을 구축하기 위해 회계감사 감독에 협력할 계획<sup>15)</sup>

선임연구원 홍지연

---

13) CNBC, 2022. 8. 28, Delisting risk for U.S.-listed Chinese stocks nearly halves after regulators reach audit agreement, Goldman says.

14) PCAOB, 2022. 8. 26, Fact sheet: China agreement.

15) Reuters, 2022. 8. 29, U.S. and China sign historic agreement on audit firm supervision

ZOOM  
-IN녹색채권 발행의 최근 동향과  
그리니엄 감소 현상

- ESG 경영의 대두 및 ESG 투자에 대한 관심 고조에 따라 전세계적으로 녹색채권을 포함한 ESG 채권의 발행규모가 빠르게 증가하고 있었으나 최근들어 증가세가 꺾인 양상을 보임
- 지역별로는 유럽, 미국에 이어 중국의 녹색채권 발행규모가 큰 폭으로 증가하였으며 발행형태 및 조달자금의 사용 측면에서 다양화가 이루어지고 있음
- 녹색채권에 투자하는 투자자가 증가함에 따라 녹색채권의 차입금리가 일반채권에 비해 낮게 형성되는 그리니엄 현상이 관찰됨
- 최근 그리니엄의 감소 현상이 나타나고 있는데 녹색채권 투자에 대한 글로벌 규제 강화와 기업의 지속가능성 사업에 대한 투명성 향상, 시장의 성숙, 글로벌 금리 상승을 원인으로 고려할 수 있음
- 각국의 규제 도입과 투자 환경의 변화로 그리니엄 감소 현상은 지속될 것으로 보이지만 ESG 투자 확대에 대한 기조는 유지될 것으로 보임

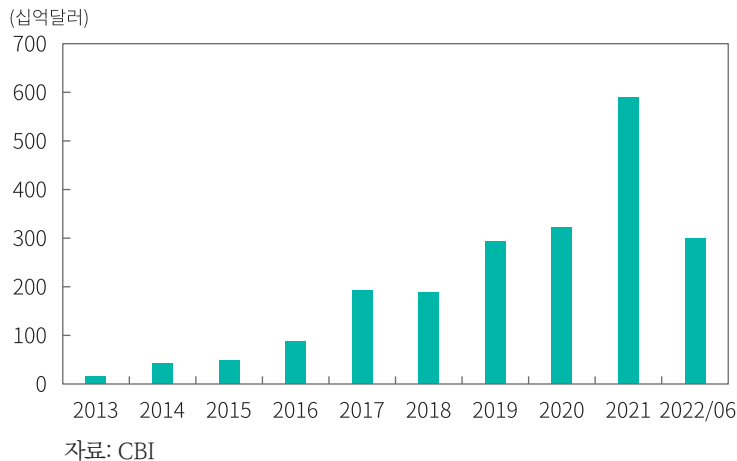
- ESG 경영의 대두 및 ESG 투자에 대한 관심 고조에 따라 전세계적으로 녹색채권을 포함한 ESG 채권<sup>1)</sup>의 발행규모가 빠르게 증가하고 있었으나 최근들어 증가세가 꺾인 양상을 보임
  - 글로벌 ESG 채권의 발행규모는 2013년 116억달러에서 2022년 상반기 4,178억달러를 기록<sup>2)</sup>
    - 러시아·우크라이나 전쟁과 유럽의 에너지 위기, 금리상승과 높은 변동성으로 인해 전년대비 27% 감소함
  - 2022년 상반기 녹색채권 발행규모는 2,181억달러로 전년동기 2,775억달러에 비해 21% 감소함
    - 2022년 1분기엔 968억달러로 2020년 4분기 이후 가장 낮은 수치를 기록하였으나 2분기에는 25% 증가한 1,213억달러를 기록함
  - 그 동안의 성장세에도 불구하고 올해 시장 분위기의 악화 등으로 녹색채권을 포함한 ESG 채권 발행시장에 대한 상반된 예측이 관측되고 있음

1) ESG채권은 환경(E), 사회(S), 지배구조(G)개선과 같은 사회적임투자자와 관련한 자금을 조달할 목적으로 발행되는 채권으로 현재 ESG채권의 요건을 규정하는 법적·제도적 근거는 없으며, 민간에서 자율적으로 기준을 도입하여 ESG채권을 정의하고 있음. ESG 채권은 발행 목적 및 기준에 따라 녹색채권, 사회적채권 및 지속가능채권으로 구분하고 있음(김필규, 2021, ESG채권의 특성 분석과 활성화 방안, 자본시장연구원 『자본시장포커스』 2021-11호)

2) CBI, 2022, Sustainable Debt Market Summary H1 2022.

- **뱅크오브아메리카(BOA)**는 2022년 녹색채권, 사회적채권, 지속가능성채권의 발행규모 전망치를 1조 6,000억달러에서 1조 1,000억달러로 하향 조정함<sup>3)</sup>
- **국제 기후채권기구(Climate Bonds Initiative: CBI)**에서는 2022년 2분기에 반등 조짐이 나타났으므로 하반기에도 꾸준한 회복세가 이루어질 것으로 보고 있음<sup>4)</sup>

〈그림 1〉 녹색채권 발행규모 추이



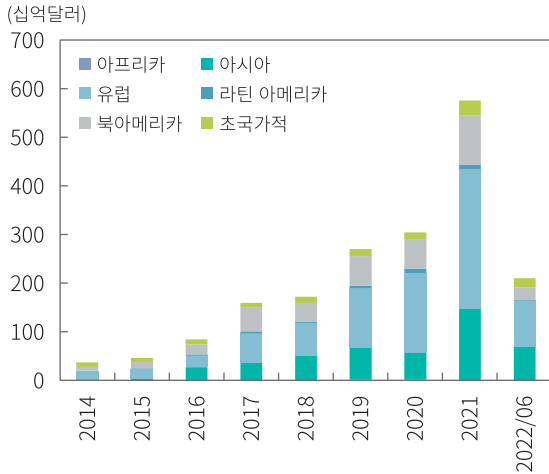
□ 지역별로는 유럽, 북미의 발행규모가 가장 많으며 최근 중국의 녹색채권 발행규모가 큰 폭으로 증가, 발행형태 및 조달자금의 사용 측면에서 다양화가 이루어지고 있음

- 지역별로는 유럽, 북아메리카 중심으로 집중되어 있으며 중국은 아시아 국가 중 가장 발행규모가 큼
  - 유럽, 북아메리카가 전체 발행시장의 약 60%를 차지하고 있으며 아시아는 32.4%의 비중으로 전년보다(29%) 증가함
  - 국가별로는 미국이 3,340억달러로 가장 많이 발행하였으며 중국은 2,500억달러로 미국에 이어 두 번째로 녹색채권을 많이 발행한 국가임
- 2014년과 비교했을 때 발행형태 및 조달자금의 사용목적이 다양화됨
  - 2014년에는 ABS, 개발은행채권, 금융채권, 공기업채권, 지방채권, 비금융채권만 발행되었으나 이후 녹색대출과 국채도 추가됨
  - 또한 2014년은 개발은행채권의 비중이 40.4%로 가장 높았으나 2022년 상반기에는 금융채권이 30.7%로 가장 높아 민간부문의 ESG 투자가 증가한 것을 알 수 있음
  - 조달자금의 사용에서 2014년은 에너지, 건축, 운송의 비중이 전체의 78.6%를 차지했으나 2022년 상반기에는 수질관리, 폐기물관리, 토지사용 및 산림 등의 비중도 늘어남

3) Reuters, 2022. 7. 14, Global ESG bond issuance posts H1 dip as supranationals cut back.

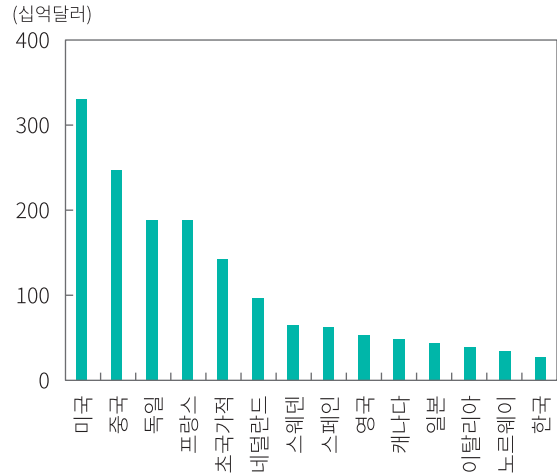
4) CBI, 2022. 8. 4, Green bonds up 25% in 2nd quarter after volatile start to 2022.

〈그림 2〉 지역별 녹색채권 발행규모 추이



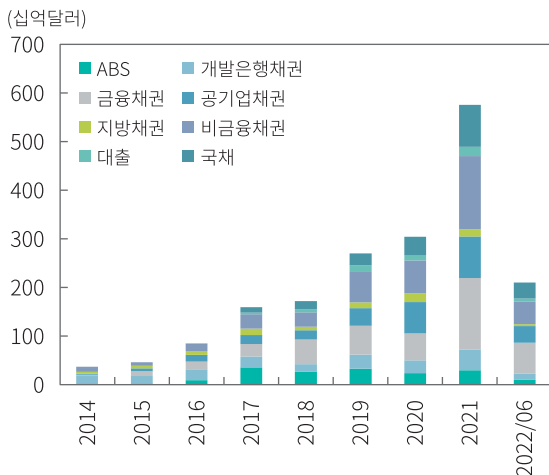
자료: CBI

〈그림 3〉 국가별 녹색채권 발행규모 (2022년 상반기)



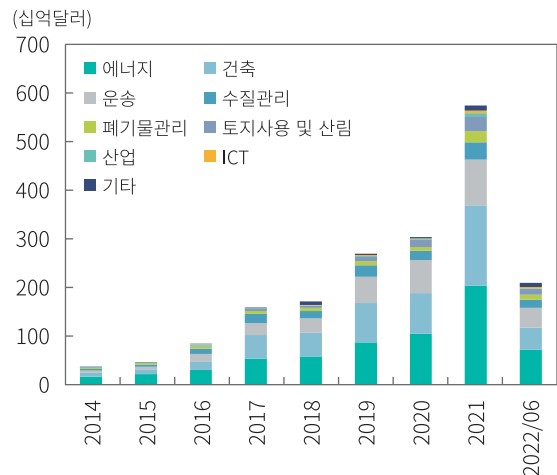
자료: CBI

〈그림 4〉 녹색채권 발행형태 추이



자료: CBI

〈그림 5〉 녹색채권 조달자금 사용목적 추이



자료: CBI

□ 녹색채권에 투자하는 투자자가 증가함에 따라 녹색채권의 차입금리가 일반채권에 비해 낮게 형성되는 그리니엄 현상이 관찰됨

— 그리니엄은 그린(green)과 프리미엄(premium)의 합성어로 녹색채권의 차입금리가 일반채권에 비해 낮게 형성되어 발행자의 자금조달 비용이 절감되는 효과를 말함

- ESG 투자를 선호하는 투자자들은 녹색채권의 가치가 일반채권에 비해 높다고 보고 녹색채권의 낮은 수익률을 투자자가 감수하겠다는 의미

- 기업 입장에서는 녹색채권 발행을 위한 보고, 인증 등의 비용이 발행규모가 증가할수록 상쇄되어 발행유인으로 작용
- 그리니엄의 배경으로는 수요에 비해 공급이 한정적인 것이 이유로 주로 녹색채권 발행규모가 큰 유럽에서 발견됨
  - 금융시장에서 주목받게 된 이유는 2020년 9월 독일이 발행한 10년물 녹색채권 수익률이 같은 만기인 국채보다 낮아진 현상이 발견되었기 때문<sup>5)</sup>
  - CBI의 조사에 따르면, 2020년 하반기 33개의 녹색채권 중 80%에 가까운 26개의 채권에서 발행 또는 유통시 그리니엄이 관찰되었으며 독일재건은행(KfW), 폭스바겐, 미국 보험사 메트라이프 등이 포함됨<sup>6)</sup>
  - 섹터별로는 소비재, 원자재에서 가장 큰 폭의 그리니엄이 관찰됨<sup>7)</sup>
  - ESG 투자를 선도하는 유럽의 경우 기관투자자들의 선호로 인한 수요증가가 발행금리 하락으로 이어지고 있으며 비유럽 및 국내에서는 그리니엄 현상이 뚜렷하게 관찰되지 않음
- 프랑스 자산운용사 아문디(Amundi)의 녹색채권 프리미엄 존재여부에 대한 조사에서 유로화 표시 채권, A등급 채권, 기관발행 채권, 만기 5년에서 10년사이의 채권에서 그리니엄이 유의미하게 관찰됨<sup>8)</sup>
  - 또한 코로나19 이후 녹색채권의 발행을 통해 정부와 기업들은 일반채권으로 자금을 조달한 경우보다 0.11%p 차입비용을 절감함

□ 최근 그리니엄의 감소 현상이 나타나고 있는데 녹색채권 투자에 대한 글로벌 규제 강화와 기업의 지속가능성 사업에 대한 투명성 향상, 시장의 성숙, 글로벌 금리 상승을 원인으로 고려할 수 있음

- 녹색채권은 그린워싱이 내재적 위험으로 지목되는 가운데 발행기업은 투자자들에게 수익금 사용 현황에 관한 보고서를 제공하고 국제자본시장협회(ICMA)의 녹색채권원칙, CBI의 기후채권 표준 등을 충족해야함
- 오랫동안 투자자들은 녹색채권을 발행하는 기업과 정부에게 낮은 차입비용과 가격 프리미엄을 제공해왔지만, 최근 녹색채권의 실효성 및 희소성에 대한 의문이 생기면서 녹색채권과 일반채권 사이의 스프레드가 좁혀지고 있음
- 유럽 회사채 시장에서의 그리니엄은 2020년 4월 최고점을 기록한 뒤 2020년 5월 급락하였으며 2021년부터 안정적 추세를 보이고 있음
- 두 채권의 스프레드가 좁혀지는 이유로 글로벌 규제 강화 및 기업의 지속가능성 사업에 대한 투명성 향상, 시장의 성숙, 글로벌 금리 상승 우려를 꼽을 수 있음

5) 발행시 0.01% 정도 낮은 금리가 붙어, 유통시장에서는 한층 더 수익차가 확대되고 있었음

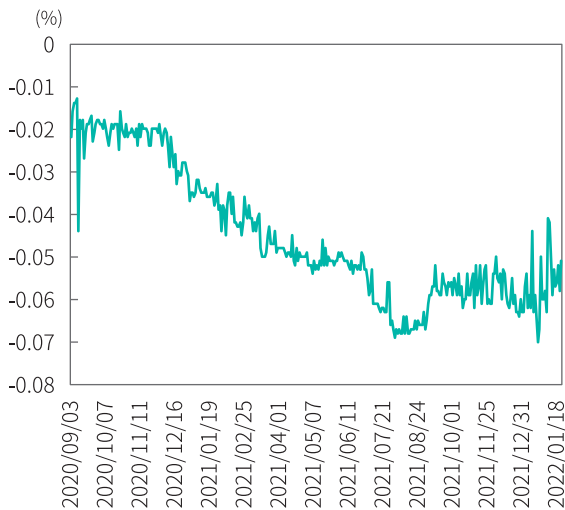
6) CBI, 2021, *Green Bond Pricing in the Primary Market h2 2020*.

7) IHS Markitm 2021, *Searching for 'Greenium'*.

8) Amundi, 2020, *Facts and Fantasies about the Green Bond Premium*.

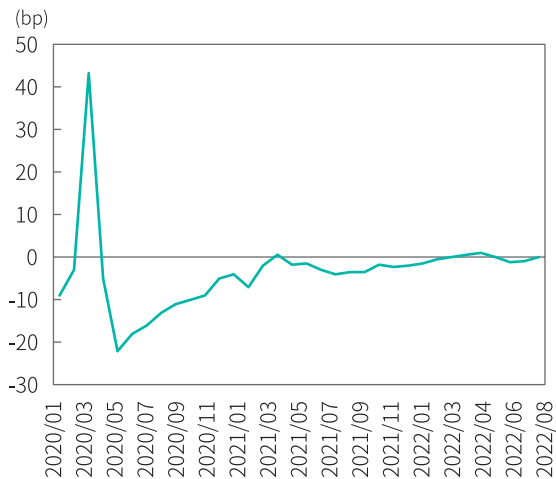
- 그동안 ESG 투자로 불리는 지속가능한 투자로 많은 자금이 유입되었지만 녹색자산의 기준과 자격에 대한 합의가 없었음<sup>9)</sup>
- 시장 규모 확대에 따라 해외 주요국에서는 ESG 관련 기준을 법제화하고 있으며 기업에게는 ESG 관련 공시 의무 등을 부과하고 있음
- 녹색채권은 2021년 유로 투자등급 회사채의 16%를 차지하였으며 이는 2020년에 비해 두배 이상 증가한 수치, 또한 발행규모가 증가하면서 녹색 부채의 희소성이 줄어들고 있음<sup>10)</sup>
- 수년간 지속된 저금리 환경에서 녹색채권에 대한 투자가 안정적인 수익을 창출할 것으로 기대하고 있었으나 최근 금리 상승으로 투자자들의 투자전략에 변화가 생길 가능성이 높음

〈그림 6〉 독일 녹색국채의 그리니엄



주 : 독일 국채와 녹색채권은 2030년 만기로 동일  
자료: Refinitiv

〈그림 7〉 유럽 녹색채권의 그리니엄 추이



주 : 유로화 표시 녹색 회사채와 범유로 회사채 간 스프레드  
자료: Refinitiv

□ 각국의 규제 도입과 투자 환경의 변화로 그리니엄 감소 현상은 지속될 것으로 보이지만 ESG 투자 확대에 대한 기조는 유지될 것으로 보임

- 지난 5월 EU는 녹색채권 시장의 투명성 및 감독 개선과 그린워싱 문제의 해결을 목적으로 제안서를 발표함<sup>11)</sup>
  - 녹색채권 조달자금 사용 용도에 관한 새로운 분류법 적용과 사람이나 지구에 해를 끼치지 않는다는 것을 보증하는 세이프가드 의무를 발행자에게 부과함
  - 외부 심사기관과의 이해상충을 줄이고 규칙을 이행하지 않는 기업은 발행을 금지할 수 있도록 감독규칙을 강화함

9) WSJ, 2021. 10. 20, Shine on sustainable bonds wears off, especially for riskiest borrowers.

10) Reuters, 2021. 6. 2, Analysis: 'Greenium' shrinks as climate bond sales swell to record.

11) European Parliament, 2022. 5. 17, European Green Bond Standard: new measures to reduce green washing.

- SEC에서도 그린워싱 위험에 대처하는 것을 목적으로 ESG 펀드의 정보공시 규제안을 공표함<sup>12)</sup>
  - ESG 펀드에 대해 운용 전략의 구체적인 내용이나 투자기업의 의결권 행사 등에 대한 공개를 의무화함<sup>13)</sup>
  - 또한 현재 특정 투자에 대한 명칭 규칙(Names Rule)의 적용범위를 펀드로 확장하여, 투자회사는 투자대상과 위험에 대해 명확히 설명해야 함<sup>14) 15)</sup>
- 시장에서는 그리니엄이 점차 사라질 것이지만 ESG의 본질과 투자환경에는 큰 영향을 주지 않을 것으로 보고 있음
  - UBS는 규제와 외부감사가 보편화되면서 그리니엄이 점점 축소하다 사라질 것으로 전망<sup>16)</sup>
  - 미국 연준에서는 그리니엄이 ESG 프로젝트의 신뢰성에 큰 영향을 미치지 않을 것으로 예상함<sup>17)</sup>
  - EU 국가들은 시장 변동성 확대에 따라 발행여건이 악화되어도 ESG 투자펀드 등으로 유입된 자금이 여전히 풍부하기 때문에 그리니엄의 감소에도 발행을 늘리고 있음
- 금융기관은 앞으로도 투자를 지속할 것이며 기업 또한 녹색채권에 대한 수요 증가는 계속될 가능성이 높음
  - 국외 주요 기관투자자들이 투자를 결정할 때 기업의 ESG 경영실적을 중시하는 추세이고 미국 및 유럽 국가들은 친환경금융을 실천하는 금융기관들이 늘고 있음
  - 탈탄소를 목표로 하는 기업에 있어서 녹색채권은 자금조달의 유효한 수단이 될 것이며 미래의 안정적인 자금조달 수단으로 이어질 것
- 각국의 규제도입에 따라 기업의 사업 지속가능성을 보다 신중하게 생각하고 녹색채권의 활용 성과에 따라 이를 투자전략에 이용하는 투자자도 늘어날 것

선임연구원 여밀림

12) SEC, 2022. 5. 25, Enhanced disclosures by certain investment advisers and investment companies about environmental, social, and governance investment practices.

13) 환경중심의 펀드는 포트폴리오의 온실가스 배출량과 탄소집약도를 보고해야 하며 ESG 전략의 일환으로 위임장 투표와 관여(engagement)활동을 하는 펀드는 이들 분야의 활동에 관한 추가 정보를 제공해야 함

14) SEC, 2022. 5. 25, Amendment to the fund “Names Rule”.

15) 투자자문업자와 투자회사는 운용상품을 Integration funds, ESG-focused funds, Impact funds의 세 가지 카테고리 중 하나로 구분해야함. Integration funds는 투자판단에서 ESG 요소와 비ESG 요소에 대한 설명이 요구되며, ESG-focused funds는 ESG 전략에 관한 상세한 공개(표준화된 ESG 전략의 개요표 포함)를 제공해야 하며, Impact funds는 목표 달성 진척을 어떻게 측정할 것인지에 대해 정량적인 공개가 요구됨

16) UBS, 2020. 12. 22, Three things you need to know about green bonds.

17) FRB, 2022. 6, *The Green Corporate Bond Issuance Premium*.