



# ESG 평가시장 감독 방향에 대한 글로벌 논의 및 시사점

---

이인형 선임연구위원

자본시장연구원

2022년 12월 12일

# 목 차

---

1

국내 ESG 평가 이용 현황과 진단

2

해외 ESG 평가 이용 현황과 진단

3

주요 금융감독 기관의 논의 방향

4

시사점

# 1

## 국내 ESG 평가 이용 현황과 진단

# 국내 ESG 펀드의 투자전략

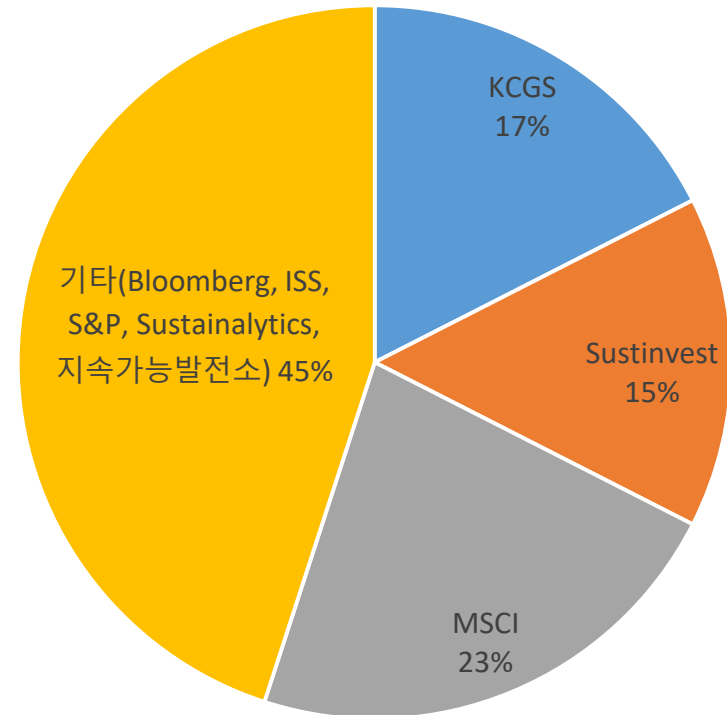
- 국내 공모 주식형 펀드 중 ESG 및 이와 유사한 이름으로 출시된 펀드는 모두 52개로 파악됨(2022년 8월 18일 기준)
  - › 설정액 규모는 총 1조 7,458억원이며 이는 전체 공모 주식형 펀드 설정액의 2.13%에 해당함
  - › 투자설명서에 공시된 투자유형, 분석방법, 준거지수 현황은 아래 표와 같음

항목	분류	개수	비고
투자유형	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
분석방법	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
준거지수	KOSPI	15	KRX KOSPI 지수
	ESG 특화	32	KRX, MSCI, S&P 등
	없음	5	언급 없음

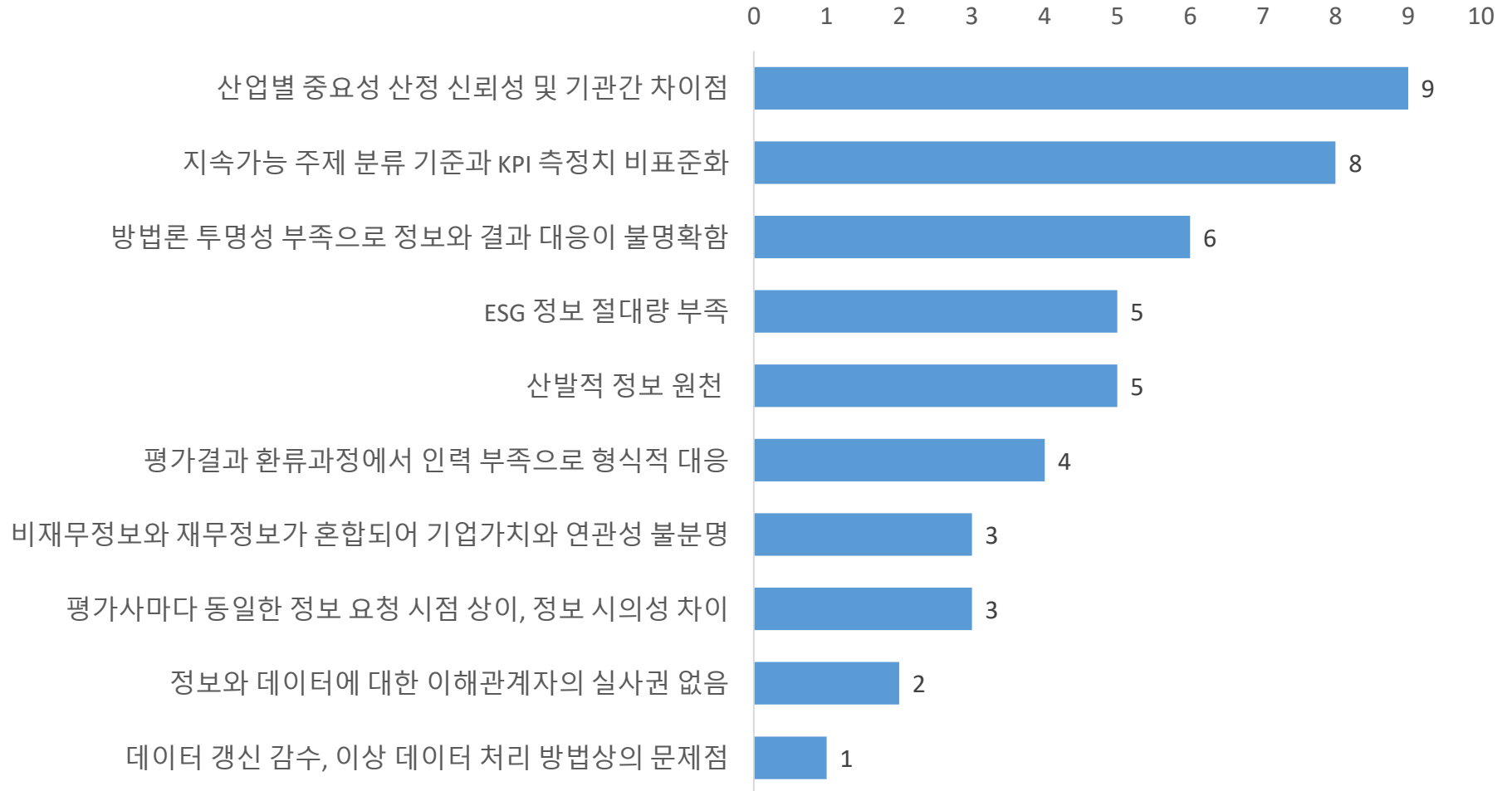
주: 투자유형은 PRI(2016)를 기준으로 하였고 개수는 투자설명서의 정보를 근거로 판단하였음

# ESG 평가사 활용 현황

- 41개 운용사는 투자 전략에 국내외 ESG 평가사의 서비스를 이용하고 있고 각각의 비중은 우측 그래프와 같음
  - › 해외 ESG 평가사는 주로 글로벌 펀드에서 사용
  - › 특정 ESG 지수를 추종하는 ETF는 13개
    - 지수는 KCGS, MSCI, S&P 평가사가 자체 등급에 의해 산출
- 국민연금을 포함하여 공적연기금과 공적기금에 대한 기금운용평가에 ESG 투자가 평가항목으로 추가됨에 따라 관련 ESG 평가 서비스에 대한 수요가 증가할 것으로 예상됨



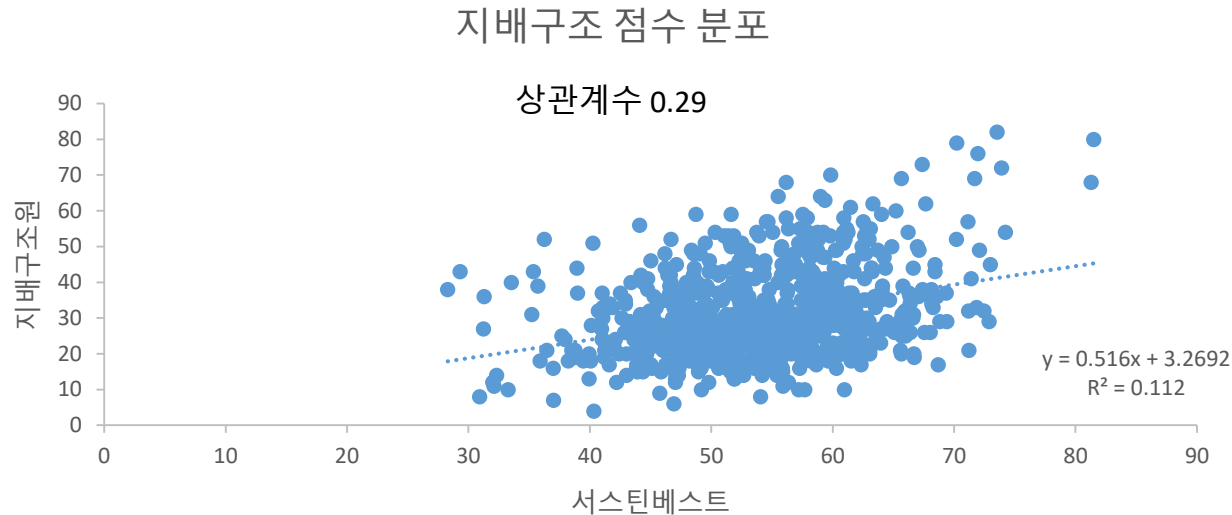
# ESG평가 서비스에 대한 문제의식



자료: 7개 자산운용사, 5개 증권사 ESG 담당자 대상 설문조사(21년 12월)

참고: 응답자의 특정 경험에 의한 대응 편의가 있을 수 있음

# 평가 일관성 현상 - 사례 1(횡단면)



## 낮은 상관계수의 원인

- 대기업 집단의 소유-지배 괴리 이슈와 계열사 부당지원에 따른 주주가치 훼손 가능성에 대한 두 평가사의 판단 기준이 다름\*

- 실제로 자산규모 2조원 기업 중 대기업집단 제외할 경우 상관계수는 0.75로 높아짐\*\*

- 상이한 평가는 투자를 분산시켜 투자자의 ESG 선호가 가격에 반영되지 못함
- 기업도 혼재된 신호로 ESG 경영 방향설정에 혼란을 겪음

\* 이인형, 2021, ESG 평가 체계 현황과 특성 분석, 자본시장연구원 이슈보고서 21-09

\*\* 남길남, 2021, ESG 평가 격차와 지배구조 평가 이슈, 자본시장연구원 오피니언 19호

# 평가 일관성 현상 - 사례 2(시계열)

ESG 등급 전이(2019-2020)

	AA	A	BB	B	C	D	E
AA	0.529	0.382	0.029	0.000	0.059		
A	0.354	0.508	0.108	0.031	0.000		
BB	0.030	0.238	0.494	0.220	0.012	0.006	
B		0.057	0.245	0.500	0.185	0.007	0.007
C		0.012	0.035	0.331	0.500	0.112	0.012
D			0.027	0.062	0.460	0.363	0.088
E			0.043	0.130	0.174	0.261	0.391

신용등급 전이(2019-2020)

	AAA	AA	A	BBB	BB	B이하
AAA	98.21					
AA		88.49	1.44			
A		2.54	87.29	2.57		
BBB				80.77	3.85	
BB					88.24	
B이하						100

## ○ 등급전이 양상이 다른 이유

- › 기본 평가 후에 기업가치를 훼손할 수 있는 ESG 쟁점 발생 여부를 파악하여 나름 중대성의 기준에 따라 점수를 차감
- › ESG 쟁점을 파악하기 위해 뉴스와 다른 미디어 매체를 통해 상시 모니터링함
- › 따라서 기업의 신용에 국한된 이벤트 뉴스가 평가에 반영되는 빈도와 기간에 비해, 환경, 사회 및 지배구조의 평가 항목에서 발생하는 이벤트가 훨씬 다양하고 빈도수 높을 수 있음

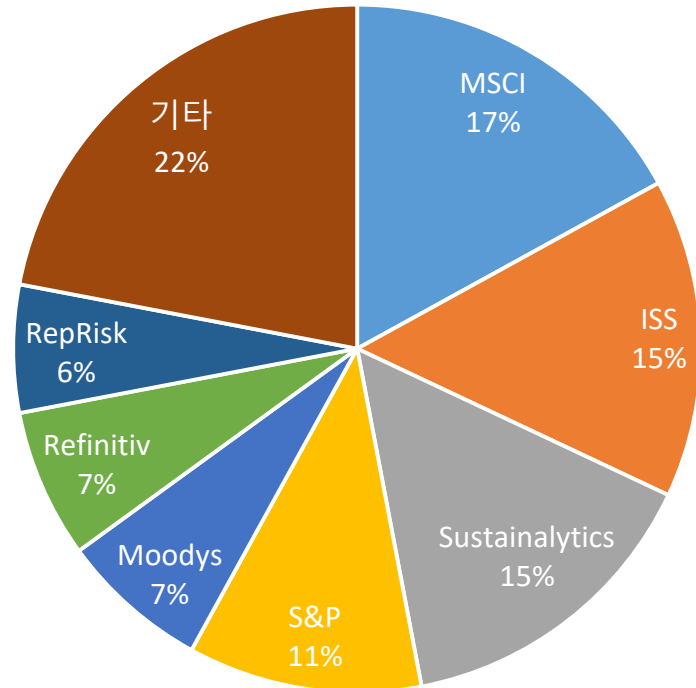


# 2

## 해외 ESG 평가 이용 현황과 진단

# EU 역내 ESG 평가사 활용 현황\*

- ESG 등급 혹은 데이터 상품이 활용된 자산의 운용 규모는 3조 7,870억 유로(전체 AUM의 48%)
- 44개의 조사 대상 기관에서 사용하고 있는 ESG 평가사 분포는 우측 그래프와 같음
  - › 영미계 대형 지수산출 기관, 의결권 자문사, 펀드평가사, 신용평가사의 계열사가 대부분을 차지하고 있음
    - 수년간 ESG 관련 특화 평가사들을 인수·합병하여 평가시장을 통합하여 옴



\* ESMA가 EU 역내 ESG 평가사에 대한 규제 체계 마련을 위한 논의 진행을 위해 작성한 사전 조사 보고서 내용 중 일부 (22년 6월 24일 발표)

# ESG평가 서비스에 대한 문제의식

## 사용자 입장

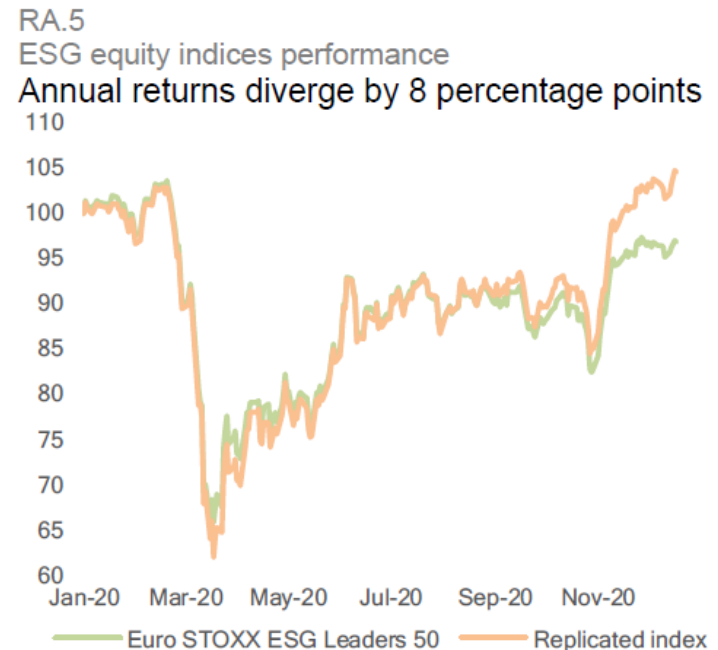
- 평가 방법론과 원천 데이터에 대한 투명성 부족으로 평가 결과의 신빙성과 비교 가능성 저하
- “ESG” 개념 정립이 상이하고 비교 가능한 표준화된 데이터 부족, 평가사 간 평가 연관성이 낮음
- 대기업과 중소기업간 정보량과 입수 가능성 차이로 인한 평가 편익
- 평가 목적이 평가사간 차이 남
- 피평가로부터 데이터 오류 지적에 대한 반응이 지연되고 소극적임
- 평가 인력의 적정성과 전문성 부족
- 평가사가 대부분 미국계이기 때문에 미국 산업 특성에 경도된 평가
- 평가시장의 과점화 진행 과정에서 평가 서비스 수수료 인상, 피평가사와 평가사간 기타 자문 서비스 공유로 인한 이해상충

## 피평가사 입장

- 평가 결과에 대하여 평가사와 대화 채널 부족하여 평가 오류를 지적할 기회가 경우에 따라 없음
- 오류를 지적할 기회가 있다 하더라도, 수정까지는 몇 달이 걸리고, 과정도 쉽지 않음
- 원천 데이터에서 평가 결과까지 과정이 투명하기 않기 때문에 결과를 해석하는데 어려움이 있고 따라서 오류를 지적하기도 어려움
- 경우에 따라서는 평가사가 오류 수정에 따른 비용을 청구하기도 함

# 평가 일관성 현상 - 사례 3(준거 기능)

- 서로 다른 평가사의 등급을 바탕으로 “ESG Leaders” 지수를 각각 산출할 경우 평가 결과의 차이가 지수 성과에 반영됨
  - › 지수의 ‘준거’ 개념이 성립 안 함
  - › 우측 예에서는 결과가 연율 8%pt 차이 발생



Note: Euro STOXX ESG Leaders 50 Index and replication index using Refinitiv ESG ratings, rebased with 1/1/2020=100.  
Sources: Datastream, Refinitiv EIKON, STOXX, ESMA.

자료: ESMA Report on Trends, Risks and Vulnerabilities, No 1, 2021

# 3

## 주요 금융감독 기관의 논의 방향

# IOSCO 권고안\*

## ESG 등급 및 데이터 관련 규제 및 감독기관에 대한 권고안

- 권고안 1: 규제기관은 해당 관할권의 적용을 받을 수 있는 ESG 등급 및 데이터 제품의 사용과 ESG 등급 및 데이터 제품 제공자에 더 많은 주의를 기울이는 것을 고려

## ESG 등급 및 데이터 제품 제공자에 대한 권고안

- 권고안 2: 투명하고 명확한 방법론과 공개된 데이터 소스에 기반하여 고품질 평가 서비스를 보장
- 권고안 3: 독립적 의사결정 보장하고 이해상충 해결
- 권고안 4: 이해상충을 식별, 방지, 관리, 완화하기 위한 절차 공시
- 권고안 5: 평가 방법론 및 프로세스를 포함하여 적절한 수준의 공개 및 투명성을 우선순위로 둘 것
- 권고안 6: 평가 과정에서 획득한 피평가 회사의 비공개 정보 처리 및 보호

## ESG 등급 및 데이터 제품 사용자와 관련된 권고안

- 권고안 7: ESG 등급 및 데이터 제품에 대한 실사 수행, 정보 수집 및 검토할 것을 고려

## ESG 등급 및 데이터 제품 제공자가 피평가 기업과 상호 작용하는 방법 관련 권고안

- 권고안 8: 기업 정보 수집 프로세스를 개선하여 보다 효율적인 정보 조달 방안 마련
- 권고안 9: 기업이 제기하는 문제에 대응하고 해결하는 방안 마련

## 피평가 기업이 ESG 등급 및 데이터 제품 제공자와 상호 작용하는 방법 관련 권고안

- 권고안 10: 기업은 ESG 정보 공시 프로세스를 효율화하는 방안을 고려

# EU ESMA

- (문제의식) ESG 평가 방법론에 대한 정확한 법적 정의(legal definition) 부재로 규제 대응이 어려움\*
  - › 이로 인하여 평가의 비교가능성, 일관성, 투명성, 명확성 결여 문제 발생
  - › 따라서 이에 기반한 투자는 자원 배분의 왜곡, 상품의 불완전 판매, 그린워싱 문제를 야기
  - › 그러나 아직은 ESG 평가 시장 자체가 진화하고 있기 때문에 선부른 규제의 도입은 경계
- (감독방향) EU 역내 ESG 평가시장 현황 조사를 마쳤고, 유럽 집행위원회에 보고\*\*
  - › 시장 조사와 참여자의 의견을 토대로 평가의 문제점을 인식 시켜주었고, 유럽 집행위원회에서 이를 바탕으로 규제 체계 마련 필요성 검토
  - › 집행위원회는 EU Green Deal 목표 달성 차원에서 이 문제를 논의

\* ESMA, June 2021, Letter to the European Commission on the Regulation of ESG Ratings and Supervision of ESG Rating Providers

\*\* ESMA, June 2022, Outcome of ESMA Call for Evidence on Market Characteristics of ESG Rating and Data Providers in the EU

# 영국 FCA

- (문제의식) ESG 평가에는 본질적 한계가 있고 이에 기반한 투자의 결과를 정확하게 평가하기 어려워 자원 배분의 왜곡과 그린워싱 위험이 존재\*
  - › ESG 성과는 다차원(multi-dimensional) 성격이나 평가사는 순서 순위(ordinal ranking)로 평가
  - › 평가사 별로 원천 데이터의 차이
  - › 평가사와 평가 대상기업이 ESG 평가 외에 다른 사업관계에 있는 경우 이해 상충 위험 존재
- (감독방향) 이해관계자 자문 결과와 IOSCO 권고안을 바탕으로 평가 방법의 투명성, 평가사의 양호한 지배구조, 이해상충 관리, 시스템과 통제 관점에서 규율 체계 마련을 지속적으로 검토하고, 중간 단계로 자율적인 행동 규범 (Code of Conduct) 제정을 유도함\*\*
  - › 글로벌 평가사들이 시장을 지배하고 있기 때문에, IOSCO 권고안을 기반으로 한 글로벌 규율 체계 마련이 중요함을 강조
    - 이를 위해 EU와 일본의 동향 파악
  - › 2022년 11월 22일 행동 규범 마련을 위한 전문가 자문 그룹 결성을 발표

\* 2021 Consultation Paper(CP12/18) Enhancing climate-related disclosure by standard listed companies and seeking views on ESG topics in capital markets

\*\* 2022 Feedback Statement(FS22/4) ESG integration in UK capital markets



# 일본 FSA

- 2022년 7월 주요 금융감독 기관 중 처음으로 ESG 평가와 데이터 제공자를 위한 행동 규범 초안을 공식 발표함
- 원칙 중심 행동 규범으로 원칙준수, 예외설명(comply or explain) 요구
  - › 평가사가 공식적으로 행동 규범 준수를 천명할 경우 이를 FSA 신고하고 자체 홈페이지에 공시하도록 함
- 적용 범위
  - A. 일본 시장에서 시장 참여자의 투자 의사결정에 기여하는 ESG 평가와 데이터 서비스 업자
  - B. ESG 평가와 데이터 서비스가 업자의 일상적 비즈니스 행위이고 반복적이고 연속적으로 제공되는 경우
  - C. 영리, 비영리, 국내, 해외 등 평가사의 법적 업태와 상관없이 적용
  - D. ESG 데이터 제공 행위가 A~C를 충족시키고 동시에 계산과 추정에 의한 정보 제공이 있는 경우도 해당

# 일본 FSA

- 원칙 1 (양질의 서비스 담보) ESG 평가와 데이터 제공자는 평가와 데이터 서비스의 질을 보장하여야 하고, 이를 담보하기 위한 절차를 마련하여야 함
- 원칙 2 (인력 개발) ESG 평가와 데이터 제공자는 양질의 평가와 데이터 제공을 위해 필요한 전문 인력을 확보해야 함과 동시에 자체 전문성을 키워야 함
- 원칙 3 (독립성과 이해상충 관리) ESG 평가와 데이터 제공자는 의사결정의 독립성을 보장하고, 직원의 업무와 사업 수행과정에서 발생할 수 있는 이해상충 문제를 해결할 수 있는 효과적인 정책을 마련하여야 함. 동시에 평가의 독립성, 객관성, 중립성을 훼손하는 이해상충이 발생할 수 있는 사업 활동을 식별하여야 하고, 이로 인해 발생할 수 있는 위험을 관리하여야 함
- 원칙 4 (투명성 보장) ESG 평가와 데이터 제공자는 투명성 보장은 핵심적이고 우선순위가 높은 이슈임을 인식하여 평가의 목적, 접근 방법, 평가의 기본 방법론과 같은 평가 철학을 명확히 하여야 함. 서비스 제공을 위한 방법론과 절차는 충분히 공개되어야 함

# 일본 FSA

- 원칙 5 (비밀유지) ESG 평가와 데이터 제공자는 사업 진행 과정에서 습득한 비공개 정보를 보호하기 위한 정책과 절차를 마련해야 함
- 원칙 6 (피평가 기업과의 대화) ESG 평가와 데이터 제공자는 충분한 정보가 습득되도록 효율적인 정보 수집 방법을 고안하고 개선해야 함
- (투자자를 위한 권고안) 투자를 위해 사용하는 ESG 평가와 데이터에 대하여 평가 목적과 방법론 그리고 한계를 점검하고 이해하여야 하고, 이슈가 발생할 경우 ESG 평가와 데이터 제공자와 대화를 시도해야 함. 이와 아울러 투자자는 그들이 ESG 평가와 데이터를 투자 의사결정 과정에 어떻게 이용하는지를 공개적으로 명확히 해야 함
- (피평가 기업을 위한 권고안) 기업은 ESG 관련 정보를 관련 규제를 고려하면서 사용이 용이한 방법으로 공개해야 함

4

시사점

# 시사점

- 국내외 평가 시장이 글로벌 평가기관이 과점하고 있는 상황이기 때문에 IOSCO 권고안을 기준으로 주요국 금융당국의 감독 접근 방향과 일관성 있는 안을 마련할 필요가 있음
- 평가시장은 향후 여러 변수에 대응하여 진화해 나갈 것으로 예상되기 때문에 주요국의 금융당국은 경성규범 보다는 연성규범 마련을 통해 대응하고 있음
  - › ESG 평가는 다면적이고 결과 또한 사례에서 살펴 본 것 처럼 다면성을 반영함
  - › 이에 따라 투자자가 자신의 투자 목적에 적합한 서비스를 선택할 수 있도록 최대한 정보를 제공하여 선택권을 마련해 줘야 함
- 시장 발전을 위한 제언
  - › ESG 평가자의 평가 지향점을 가급적 설명하고 명시함
  - › 평가 방법론과 데이터의 투명성과 결과의 이해 가능성을 제고하여 사용자로 하여금 평가 결과 및 관련 데이터의 유용성을 비교 판단할 수 있게 함
  - › ESG 관련 정보 수요가 다양한 모습으로 증가하고 있으며 특히 탄소저감을 위한 기후관련 정보량 수요가 급증할 것으로 예상되기 때문에 등급 외에 세분화된 데이터의 체계적 공급이 필요함
  - › 전 평가 과정에 대한 문서화된 내부 운용지침 마련을 통해 평가의 독립성, 객관성, 중립성 및 전문성을 최대한 담보하도록 노력
  - › 기업의 지속가능성보고서 공시기준 마련을 위한 글로벌 논의와 결과를 파악하여 현재 평가기관이 갖고 있는 평가체계와의 정합성을 검토하여 대응 방향에 대한 입장을 설명할 필요



**Thank You!**