

PISSN 288-2952
EISSN 2672-1597

KCGS Report

제12권 9호 | 통권 제153호
2022.9.



한국ESG기준원

KCGS Report는 지배구조, 사회, 환경 이슈를 전문적으로 다루는 한국ESG기준원의 정기간행물입니다.

KCGS Report 제12권 9호

발행일 : 2022년 9월 30일

발행인 : 심인숙

발행처 : 한국ESG기준원

서울시 영등포구 여의나루로 76

TEL : 02-3775-3339 www.cgs.or.kr

제작 : 경성문화사 02-786-2999

등록NO : 영등포, 라00532

※ 이 보고서의 견해 및 주장은 필자 개인의 것이며, 한국ESG기준원의 공식적인 견해가 아님을 밝힙니다. 또한, 해당 보고서의 저작권은 한국ESG기준원에 귀속되며, 보고서의 전체 또는 일부를 복제, 송신, 출판, 재배포하거나 기타 방법에 의하여 영리 목적으로 이용할 수 없으며, 상기 저작물을 무단 도용하거나 취득한 정보를 임의 가공할 수 없음을 밝힙니다. 해당 보고서 인용시 반드시 출처를 표시 바랍니다.

KCGS Report

제12권 9호 | 2022. 9.

● ESG 동향

- 투자 전략으로서의 ESG(2) :
스크리닝(Screening) 전략을 중심으로 2
- 콜옵선부 전환증권의 발행 및 규제 13

● Global News

- IFRS재단(ISSB), VRF재단(SASB)과 합병 절차 완료 23
- 美 SEC, 임원 보수-기업 실적 간 상관성을 요구하는 공시 규정
(‘Pay Versus Performance Disclosure Rules’) 채택 26

투자 전략으로서의 ESG(2) : 스크리닝(Screening) 전략을 중심으로

박동빈 *

- ▶ ‘투자 전략으로서의 ESG(1): ESG 통합 전략을 중심으로’ 보고서에 이어, 본 리뷰에서는 스크리닝 전략의 정의와 종류, 관련 동향을 살펴보고 투자자와 이해관계자를 포함한 국내 자본시장 참여자들이 참고할 수 있는 스크리닝 전략 적용 방안 및 사례를 제시하고자 함
- ▶ 스크리닝은 책임투자 전략 중 가장 오랜 역사를 지닌 전략 중 하나이며, 특히 네거티브 스크리닝은 국내외 책임투자시장에서 널리 사용되고 있음
- ▶ 다만 국내 시장의 경우, 책임투자가 비교적 최근에 이르러 본격적으로 도입되기 시작한 만큼 스크리닝 전략을 다소 제한적인 범위 내에서 사용하고 있는 것으로 파악됨
- ▶ 이에 본 보고서는 체계적인 스크리닝 전략 적용을 위한 단계별 적용 방안과 참고할 만한 글로벌 기관 투자자들의 스크리닝 전략 활용 사례를 제시함

들어가며

- 앞서 ‘책임투자 리뷰(2) - 투자전략으로서의 ESG(1): ESG통합 전략을 중심으로’에서 ESG 투자의 정의, ESG 투자 시장 현황과 함께 책임투자 전략의 하나인 ESG 통합의 활용 수준 및 실제 사례 등을 살펴봄
- 이어 본 보고서에서는 주식 및 채권 자산을 대상으로 한 ESG 투자전략 중 스크리닝 (screening) 전략을 소개하고자 함¹⁾
 - 세부적으로는 ESG 스크리닝 전략의 정의와 국내외 동향, 세부 적용방식에 관한 연구결과를 살펴보고, 실무적으로 활용할 수 있는 구체적인 적용 방안과 관련 사례를 제시함으로써 기관 투자자가 스크리닝 전략을 적용할 때 참고할만한 가이드를 제시하고자 함

* 본고의 견해와 주장은 필자 개인의 것이며, 한국ESG기준원의 공식적인 견해가 아님을 밝힙니다.
한국ESG기준원 사업본부 책임투자팀 연구원, 02-6951-3722, dbpark@cgs.or.kr

1) 책임투자 리뷰(2) 보고서와 마찬가지로, 본 보고서에서는 GSIA(Global Sustainable Investment Alliance, 글로벌지속가능투자 연합)가 정의한 7가지 유형의 ESG 투자전략 중 ‘포지티브 스크리닝(선별적 포함)’, ‘네거티브 스크리닝(선별적 배제)’, ‘규범 기반 스크리닝’ 세 가지를 ‘스크리닝’ 전략으로 통칭하여 각각의 전략에 대해 살펴보고자 함(참고자료: Global Sustainable Investment Review 2020, GSIA)

ESG 스크리닝 전략의 정의와 분류

- 스크리닝은 ‘투자자의 선호, 가치관, 또는 윤리에 기반하여 마련한 기준을 잠재적인 투자 포트폴리오에 적용하여 특정 기업을 포함하거나 제외하는 것’으로서, 책임투자 시장에서는 통상적으로 대표적인 책임투자전략의 유형 중 규범기반 스크리닝, 네거티브 스크리닝, 포지티브 스크리닝의 세 가지 유형을 ‘스크리닝’ 전략으로 일컬음²⁾³⁾ ([표 1] 참조)

[표 1] 스크리닝 전략의 분류

분류	GSIA	PRI
규범 기반 스크리닝 (Norms-based screening)	UN, ILO, OECD 및 국제 비영리기구(예: 국제투명성기구) 등이 발표한 국제 규범을 기반으로 하여 이를 충족하지 못하는 기업 등을 투자 대상에서 제외하는 것	네거티브 스크리닝의 한 종류로서, 국제 규범(UNGC, 교토의정서, UN 인권선언 등)에 따른 최소한의 기준을 충족하지 못하는 발행기관(회사, 정부 등)을 가려내 투자 대상에서 제외하는 것
네거티브(배제) 스크리닝 (Negative/exclusionary screening)	투자 제외 대상으로 판단되는 활동을 한 특정 산업, 기업 또는 국가를 펀드나 포트폴리오에서 배제하는 것 *배제 기준 예시: 1) 제품종류(예: 무기, 담배) 2) 기업의 행위(예: 동물실험, 인권침해) 3) 각종 논란(controversy) 등	특정 산업(섹터), 기업, 또는 증권 ESG 성과가 동종업계 대비 현저하게 저조한 경우, 또는 특정 ESG 기준(예: 특정 제품/서비스/지역 등을 투자에서 배제)에 해당하는 경우 투자 대상에서 제외하는 것 *배제 기준 예시: 1) 주류, 담배, 도박, 무기, 화석연료, 핵에너지 등의 사업영역 배제 2) 중대성에 대한 기준을 매출에 대한 노출도 기준으로 설정(예: 특정 사업 부문이 매출의 10% 차지) 3) 정량적 ESG 평가방법을 이용해 worst-in-class 배제 4) 샤리아 스크리닝(이슬람 율법에 따른 투자종목 선별 방식)
포지티브 스크리닝 (Positive screening /Best-in-class)	동종업계 대비 더 높은 ESG 성과를 달성 하거나, 정해진 ESG 성과 기준 이상을 충족하는 산업, 기업 또는 프로젝트에 투자하는 것	동종업계 대비 ESG 성과가 높은 특정 산업, 기업 또는 프로젝트를 투자 대상에 포함하는 것 (예: 재생에너지 관련 기술, 사회적 기업)

출처: Introduction to responsible investment: screening, UN PRI, 2020.05.29., Global Sustainable Investment Review 2020, GSIA

- 관련하여 GSIA와 PRI는 각각의 스크리닝을 위의 표와 같이 설명하고 있으며, 이를 종합하여 본 보고서에서는 규범기반 스크리닝, 네거티브 스크리닝, 포지티브 스크리닝을 다음과 같이 정의함
 - 규범 기반 스크리닝(Norms-based screening): 국제 규범에 따른 일정 기준을 충족하지 못하는 종목을 투자 대상에서 제외하는 것

2) Introduction to responsible investment: screening, UN PRI, 2020.05.29.

3) Global Sustainable Investment Review 2020, GSIA

- 네거티브 스크리닝(Negative/exclusionary screening): ESG 성과가 동종업계 대비 저조하거나, ESG 관련 특정 기준에 해당할 경우 투자 대상에서 제외하는 것
- 포지티브 스크리닝(Positive/Best-in-class screening): ESG 성과가 동종업계 대비 우수하거나, ESG 관련 특정 기준을 충족하는 경우 투자 대상에 포함하는 것

ESG 스크리닝 전략 동향

- 스크리닝은 책임투자 전략 중 가장 오랜 역사를 지니고 있음
 - 최초의 책임투자펀드로 알려진 1971년 미국 팩스월드펀드(Pax World Fund)는 당시 감리교 목사들의 종교적 신념에 기반하여 전쟁(무기), 담배, 주류, 도박 산업 및 환경오염산업 등을 투자에서 배제하는 네거티브 스크리닝을 적용함⁴⁾
 - 이후 1970년대 후반부터 1990년대에 이르기까지 남아프리카공화국의 인종분리정책(Apartheid, 아파르트헤이트)에 반대하는 기관투자자들이 남아프리카공화국에 대한 금융투자를 제한하는 네거티브 스크리닝이 이루어지며 책임투자 움직임이 확산됨⁵⁾
- 긴 역사를 가진 만큼 스크리닝은 오늘날 글로벌 자본시장에서 여전히 보편적으로 사용되는 책임투자 전략 중의 하나임
 - 2018년 글로벌 시장에서 스크리닝을 적용한 투자자산은 26.3조 달러로 책임투자 전략⁶⁾ 중 가장 많은 투자자산에 적용됨⁷⁾
 - 이후 ESG 통합전략의 사용이 급증하여 2020년에는 ESG 통합이 가장 많은 투자자산에 적용(25.2조 달러)되었으나, 스크리닝을 사용한 투자 규모 또한 총 약 20조 달러로 여전히 큰 규모를 기록하였으며, 특히 유럽 시장에서는 여전히 ESG 투자 전략 중 가장 높은 비중을 차지하는 것으로 나타남⁸⁾
 - 한편, 스크리닝은 단독 전략으로 사용되기도 하지만 ESG 통합과 병행하여 투자 의사 결정에 활용되기도 하며, 이러한 경향은 유럽지역 기관투자자 및 책임투자 정책 도입 초기인 기관투자자들에서 더욱 두드러지는 것으로 조사됨⁹⁾¹⁰⁾

4) 50 Years of Sustainable Investing at Pax World, Greenmoney, 2021.09.

5) Eccles, N. S. (2010). UN Principles for Responsible Investment Signatories and the Anti-Apartheid SRI Movement: A Thought Experiment. Journal of Business Ethics, 95(3), 415-424.

6) 임팩트투자, 테마투자, 스크리닝(포지티브, 네거티브, 규범 기반 스크리닝), 인게이지먼트, ESG 통합

7) 2018 Global Sustainable Investment Review, GSIA

8) Global Sustainable Investment Review 2020, GSIA

9) Incorporating ESG - Institutional investor challenges of fully embedding ESG, Core Data Research, 2019.

10) 국내외 ESG 투자 현황 및 건전한 투자 생태계 조성을 위한 시사점, 한국금융연구원, 2021.03.

- 스크리닝 전략별 사용 정도를 살펴보면, 글로벌 기관투자자들은 스크리닝 전략 중 네거티브 스크리닝을 가장 많이 사용하며, 규범기반 스크리닝과 포지티브 스크리닝의 사용 정도는 지역에 따라 상이한 것으로 확인됨¹¹⁾
 - 2020년 기준으로 네거티브 스크리닝은 모든 조사대상 지역¹²⁾에서 스크리닝 전략 중 가장 많은 투자자산에 적용되었으며, 포지티브 스크리닝은 대부분의 지역에서 가장 적은 비중으로 사용되었으나 미국에서는 규범 기반 스크리닝보다 포지티브 스크리닝을 선호하는 것으로 나타남
 - 또한 PRI의 조사 결과에 따르면, 2019년에는 채권에 투자하는 PRI 서명기관 중 95%가 네거티브 스크리닝을 투자의사 결정 과정에 사용하였으며, 규범기반 스크리닝과 포지티브 스크리닝도 각각 65%, 61%가 사용한 것으로 나타남

- 한편, 국내 금융시장에서는 2000년대 초반에 이르러 스크리닝 전략이 도입되기 시작하였으며, 책임투자 관련 공시가 구체적으로 이루어지지 않아 스크리닝 전략의 사용 정도나 추이 등에 대한 정보가 다소 제한적임
 - 지난 2001년 8월 판매된 국내 최초의 RI펀드인 삼성에코펀드는 기업의 친환경성에 대한 설문조사를 바탕으로 우수한 성과를 보인 기업을 포트폴리오에 편입하는 방식의 포지티브 스크리닝을 적용함¹³⁾
 - 국내 RI펀드 시장이 최근 3년간 약 4배 수준으로 급격하게 성장하는 등 책임투자 시장의 성장세는 뚜렷하게 관찰되나, 개별 책임투자 펀드 공시 수준은 책임투자 도입 초기와 비교하여 크게 개선되었다고 보기 어려움¹⁴⁾
 - 일부 자산운용사에서는 공시를 통해 특정 펀드에 적용한 책임투자 전략을 명시하고 있는 것으로 확인되나, 모든 자산운용사에서 일관된 형태로 공시하는 것이 아니므로 스크리닝 전략이 적용된 투자자산 규모를 구체적으로 파악하기에는 무리가 있음

- 다만 최근 운용되는 책임투자 펀드의 공시 내용에서는 주로 규범기반보다는 네거티브 또는 포지티브 스크리닝 전략이 적용됨을 개략적으로 알 수 있음
 - 예를 들어 투자 전략에 외부 평가기관 정보 또는 자체 ESG 평가를 통해 ESG 정량지표를 산출, 포트폴리오를 구성한다고 서술한 경우 ESG 정량지표를 기반으로 스크리닝을 도입하였을 것으로 해석할 수 있음

11) Introduction to responsible investment: screening, UN PRI, 2020.05.29.

12) 유럽, 미국, 캐나다, 호주 및 뉴질랜드, 일본

13) 환경친화 기업에 집중투자 에코펀드 수익률 2년간 40%, 매일경제, 2003.10.15. 36면

14) 2019년말 기준 국내 RI펀드(주식, 채권 합산) 설정액 1.1조 원, 2021년말 기준 약 4조원(자료: 한국거래소 ESG포털)

- 일부 자산운용사의 경우, 세부 투자 전략으로 ‘네거티브/포지티브 스크리닝 방식을 사용’, 일정 ‘등급 이하 기업을 투자 포트폴리오에서 제외’, ‘담배 제조업, 알코올음료 제조업 등 ESG 관점에서 부정적으로 평가되는 산업을 포트폴리오 구성에서 제외’와 같이 포트폴리오 구성에 사용한 책임투자 전략을 기술하기도 하는 것으로 확인됨¹⁵⁾
- 국내 주요 연기금의 경우, 스크리닝 전략 중 네거티브 스크리닝이 주를 이루는 것으로 확인되며 관련 세부내용은 다음과 같음
 - 지난 2017년 10월 산업통상자원부의 에너지 전환 로드맵 발표에 따라 탈석탄을 포함한 에너지 전환 정책이 추진되었으며, 이어 국내 주요 연기금(국민연금, 사학연금, 공무원연금, 교직원공제회, 행정공제회)이 탈석탄 투자를 잇따라 선언함¹⁶⁾¹⁷⁾
 - 이에 국내 연기금의 경우 탈석탄 투자를 골자로 하는 네거티브 스크리닝 전략의 활용이 두드러지며, 일부 연기금은 투자 대상 종목에 대한 ESG 평가를 실시하여 이를 기준으로 스크리닝 전략을 적용하고 있는 것으로 확인됨
 - 개별 연기금의 스크리닝 전략 사용 현황은 다음과 같음
 - 국민연금: 연 2회 자체 ESG 평가를 실시하여 D등급에 해당하는 종목에 대해서는 벤치마크 대비 초과편입을 원칙적으로 금지하는 일종의 네거티브 스크리닝 전략을 사용하고 있음.¹⁸⁾ 기금운용위원회가 지난 2021년 5월 투자제한 전략 도입을 의결함에 따라 국내외 석탄발전소 신규 건설을 위한 프로젝트 투자를 중단하기로 하였으며, 향후 단계적인 투자제한(네거티브 스크리닝) 이행 방안을 마련할 예정임¹⁹⁾
 - 사학연금: 2021년부터 석탄화력발전 관련 투자를 철회하는 네거티브 스크리닝을 도입함²⁰⁾
 - 공무원연금: 2018년 탈석탄 투자 선언 이후 석탄화력발전 관련 금융투자 및 지원을 중단하는 네거티브 스크리닝을 실시함.²¹⁾ 지난 2022년 3월 ESG 평가체계 수립을 완료하여 7월부터 이를 국내 직접주식 투자가능종목 전체에 적용하여 투자 대상 선별에 활용하고 있음²²⁾
 - 교직원공제회: 신규 대체투자 시 탈석탄 투자 관련 평가를 반영하고 있으며, 사회적책임 점수가 낮은 기업은 투자 대상에서 배제하는 네거티브 스크리닝을 사용함²³⁾

15) 금융감독원 전자공시시스템(DART) 투자설명서 공시 등

16) 정부, 신고리 5.6호기 건설재개 방침과 에너지전환(탈원전) 로드맵 확정, 산업통상자원부 보도자료, 2017.10.24.

17) 2020 한국 석탄금융 백서, 한국사회책임투자포럼, 2022.01.05.

18) 2020 국민연금기금 수탁자 책임활동 보고서

19) 국민연금기금, 탄소배출 감축을 위한 ‘탈석탄 선언’, 보건복지부 보도자료, 2021.05.28.

20) 2021 사립학교교직원연금공단 브로슈어

21) 공무원연금공단 홈페이지(https://m.geps.or.kr/publicity/productive/page_02.jsp)

22) 공무원연금공단, 국내 직접주식 전체로 ESG 투자 확대, 공무원연금 보도자료, 2022.06.30.

23) 2019-2020 The-K 한국교직원공제회 지속가능경영보고서

ESG 스크리닝 전략의 적용 방안

- 상기한 바와 같이, 글로벌 사례와 비교했을 때 국내에서는 상대적으로 스크리닝 전략을 사용한 책임투자 펀드의 공시 구체성이 다소 미비한 것으로 나타남
 - 이는 국내 자본시장에서 책임투자가 비교적 최근 활성화됨에 따라 스크리닝 전략이 일련의 단계를 통해 체계적으로 구성되기보다는 아직 도입 여부 자체에 초점이 맞추어져 있기 때문일 것으로 보임
- 그러나 외부 정보이용자의 입장에서는, 투자 상품을 구성하는 투자 전략의 합리성을 판단하는 데에 있어 단순히 특정 전략의 사용 여부보다는 그와 관련된 구체적인 제반 정보가 필요함
 - 예를 들어 특정 산업을 투자 가능 종목에서 배제하는 경우, 해당 산업을 배제 대상으로 지정하는 목적을 분명히 하고, 산업을 정의하는 방식이나 이러한 기준을 포트폴리오에 적용할 때의 구체적인 방법론 등에 대해 구체적으로 공개하는 것이 바람직함
 - 그러나 현행 국내 책임투자 펀드의 통상적인 공시 내용으로는, 스크리닝 전략의 도입 여부 수준의 개략적인 정보만 파악할 수 있는 경우가 대부분인 상황임
- 따라서 국내 책임투자 시장의 건설적인 발전을 위해서는 책임투자 전략 적용에 있어 그 방식을 체계적으로 구성하고 관련 정보를 공개할 필요가 있음
- 관련하여 2020년 PRI에서 발간한 보고서에서는 ESG 스크리닝 전략을 크게 여섯 가지 단계의 프로세스를 거쳐 적용하도록 제시하고 있음²⁴⁾ ([표 2] 참조)
 - 이러한 ESG 스크리닝 전략 적용 프로세스는 기관투자자가 일련의 단계를 통해 보다 체계적으로 스크리닝을 투자 의사 결정 과정에 활용할 수 있도록 함

[표 2] 스크리닝 전략 적용 프로세스

단계	내용
1단계: 고객 관점의 우선순위 파악	<ul style="list-style-type: none"> • 리테일 펀드: 마케팅 자료에 투자 목적을 명확히 제시 • 기관전용 펀드: 고객과의 협상 단계에서 투자 목적 관련 내용을 논의하고, 제안요청서에 반영
2단계: 명확한 스크리닝 기준 공개	<ul style="list-style-type: none"> • 펀드의 투자관리계약(IMA) 또는 공시 및 마케팅 자료 등을 통해 구체적인 스크리닝 기준 공개
3단계: 내부통제시스템 마련	<ul style="list-style-type: none"> • 별도의 자문위원회 또는 내부 컴플라이언스 등을 통해 스크리닝 전략의 적용 및 활용 결과, 기준 변동 등을 관장
4단계: 투자 프로세스에 적용할	<ul style="list-style-type: none"> • 스크리닝 적용 기준의 대표적인 예는 다음과 같음 <ul style="list-style-type: none"> a. 기업 활동(예: 투자배제 대상 기준에 해당하는 기업 활동이 전체 매출에서 차지하

24) Introduction to responsible investment: screening, UN PRI, 2020.05.29.

단계	내용		
스크리닝 방법 채택	는 비중 등) b. 산업 분류(예: 기업이 속한 산업 분류) c. 특정 이슈(예: 공급망 관리 이슈, 노동권 및 인권침해 관련) • 위와 같은 스크리닝 적용 기준을 다음의 방법론에 활용할 수 있음		
	분류	내용	예시
	절대적 (absolute) 선별	배제 기준에 해당할 경우 투자 전면 제외	인권침해 이슈가 있는 기업 및 화석연료에 대한 직접투자 배제
	기준점 (threshold) 선별	배제 기준에 해당하더라도 제한 범위(기준점)를 넘지 않으면 투자 가능	화석연료에 간접적으로 노출된 사업으로 인한 수익이 매출의 10% 미만인 경우 투자 대상에 포함
상대적 (relative) 선별	동종업계 대비 성과가 우수한 기업에 투자	에너지 전환 달성 수준, 이사회 다양성 등이 동종업계 대비 우수	
5단계: 포트폴리오 분석 및 검토	<ul style="list-style-type: none"> • 운용사는 스크리닝 전략이 포트폴리오에 끼치는 영향 등을 검토하여 고객과 논의할 수 있으며, 주요 검토 요소는 다음과 같음 • 추적 오차(Tracking error): 스크리닝은 투자가능대상 종목을 축소하므로, 벤치마크 대비 포트폴리오의 추적 오차를 높임. 스크리닝 전략의 종류나 도입 프로세스에 따라 결괏값은 달라질 수 있음 • 특성 요소(Style factors): 스크리닝은 특정 섹터에 대한 비중확대 또는 비중축소를 야기할 수 있으며, 이에 따라 포트폴리오가 특정 섹터에 편중되거나 여러 외환 위험에 노출될 가능성이 있음 		
6단계: 모니터링 및 사후관리	<ul style="list-style-type: none"> • 스크리닝 기준을 투자 의사 결정 과정에 도입함에 있어, 내부 컴플라이언스 담당자 혹은 외부 자문위원회가 스크리닝에 사용된 리서치 내용이나 데이터의 퀄리티를 주기적으로 모니터링하는 등 일종의 안전장치를 마련할 수 있음 • 많은 서명기관이 독립적인 위원회 등 별도의 기구를 두고 스크리닝 의사결정에 대한 검토를 수행하고 있으며, PRI가 제시한 우수 사후관리 사례는 다음과 같음 <ul style="list-style-type: none"> a. PRI 서명기관의 1/3 이상이 스크리닝 의사결정을 검토하는 별도의 내부 심사기구를 마련함 b. 유럽지역 서명기관의 61%가 외부 데이터를 내부적으로 검증하는 것으로 나타났으며, 61%의 아시아 서명기관은 ESG 관련 정보의 정확성을 담보하기 위해 해당 기업과 직접 확인 절차를 거치고 있음 		

출처: Introduction to responsible investment: screening, UN PRI, 2020.05.29.

- PRI의 스크리닝 전략 도입 프로세스를 바탕으로, 글로벌 주요 기관투자자들의 스크리닝 전략 적용 사례를 다음과 같이 살펴봄
 - 사례에 기술한 단계는 PRI의 스크리닝 전략 도입 프로세스의 단계를 의미함
 - (CASE 1) BlackRock은 운용하고 있는 지속가능 ETF 중 ‘ESG Screened’, ‘ESG Aware’, ‘ESG Advanced’에 스크리닝 전략을 사용하는 것으로 확인되며, 주요 스크리닝 대상 사업영역 예시는 다음과 같음([표 3], [표 4] 참조)
 - (1단계) 세 종류의 ETF 모두 네거티브 스크리닝을 공통적으로 사용하나, 배제 대상 사업 영역은 각 ETF의 타겟 수요층에 따라 다르게 설정됨
 - (2단계) ESG Advanced ETF는 14개 사업영역을 스크리닝 대상으로 삼고 있으며, 이와

- 동시에 ESG 성과가 높은 기업을 투자대상으로 선별하는 포지티브 스크리닝 전략을 사용함
- (5단계) ESG Aware ETF의 경우, 네거티브 스크리닝을 적용하되 포트폴리오의 추적 오차를 일정 범위 내로 유지하는 것을 목표로 함

[표 3] BlackRock 지속가능투자 ETF

구분	ESG Screened	ESG Aware	ESG Advanced
종목 선정 기준 및 주요 특성	- 6개 사업영역* 및 논란에 대한 스크리닝 기준 적용	- 5개 사업영역** 및 논란에 대한 스크리닝 기준 적용 - 추적오차 선진시장 50bps, 신흥시장 100bps를 타겟으로, ESG 점수의 극대화를 목표로함 - 벤치마크 대비 평균 탄소집약도**** 28% 감소	- 14개 사업영역*** 및 논란에 대한 스크리닝 기준 적용 - ESG 성과가 높은 기업 선별 (MSCI ESG Rating BBB 이상) - 벤치마크 대비 평균 탄소집약도 49% 감소
타겟 수요층	- S&P 지수를 일정 수준 추종하면서 논란이 있는 사업영역에 대한 노출을 축소하고자 하는 투자자	- 지속가능성을 고려함과 동시에 시장 수준의 리스크와 기대수익을 원하는 투자자	- 논란이 있는 사업영역에 대한 투자 배제를 광범위하게 적용함과 동시에, ESG 성과가 높은 선두 기업 위주로 투자하고자 하는 투자자

* 논란이 있는 무기, 소형무기, 담배, 오일샌드와 셰일에너지, 석탄화력발전, 화석연료 매장량

** 민수용 무기, 논란이 있는 무기, 오일샌드, 석탄화력발전, 담배

*** 성인유형산업, 주류, 민수용 무기, 논란이 있는 무기, 재래식무기, 사설교도소, 화석연료, 도박, 유전자변형생물(GMOs), 핵발전, 핵무기, 팜오일, 약탈적 대출(predatory lending), 담배

**** 에너지 소비단위당 배출되는 탄소량²⁵⁾

출처: SUSTAINABLE INVESTING WITH ETFs - iShares, BlackRock 및 개별 ETF 공시

- (3단계) 한편, 스크리닝 절차와 관련하여 투자배제 대상 면제에 관련된 주요 의사결정은 BlackRock의 투자 지속가능성 위원회의 승인하에 이루어지며, 투자배제 대상 면제 기준의 충족 여부는 위원회에 의해 지속적으로 모니터링됨²⁶⁾
- (4단계) BlackRock이 EMEA²⁷⁾에서 주요하게 적용하는 스크리닝 기준은 6개 섹터이며, 1), 6) 섹터의 경우 매출 비중과 관계없이 투자에서 배제하는 절대적(absolute) 선별 방법을, 2)~5) 섹터는 매출 비중 및 특정 조건을 바탕으로 기준점(threshold) 선별 방법을 적용함 ([표 4] 참조)
- (6단계) 스크리닝 전략 도입 절차에 활용되는 데이터는 내부 데이터 또는 1개 이상의 외부 ESG 연구기관이 제공하는 데이터를 사용한다고 밝히고 있으나, 해당 데이터의 검증 여부 또는 관련 프로세스의 유무는 확인되지 않음

25) 정대연. (2011). 한국 기후변화정책의 효과분석. 환경영향평가, 20(5), 585-600.

26) BlackRock EMEA Baseline Screens Policy & Fundamental Insights Methodology

27) 유럽, 중동, 아프리카 지역

[표 4] BlackRock 주요 스크리닝 기준 예시

섹터	스크리닝 기준 및 투자 배제 대상	투자 고려 대상
1) 논란이 있는 무기 ²⁸⁾	집속탄, 생화학무기, 지뢰, 감손우라늄, 소이탄 등 논란이 있는 무기의 생산과 관련 있거나 이러한 산업에 노출된 기업	없음
2) 핵무기	핵무기의 직접생산, 핵무기 부품 생산 및 운송 관련 사업, 또는 핵무기와 관련된 부수적인 용역서비스를 제공하는 사업을 통해 매출이 발생하는 기업	핵무기 생산과 관련된 직접적인 사업 활동을 통해 발생하는 매출이 전체 매출의 5% 미만이며, 아래 조건을 모두 충족하는 경우 - 핵확산금지조약(NPT)에 서명한 국가들에만 제품 또는 서비스를 공급 - 뚜렷한 논란이 발생하지 않음
3) 화석연료	석탄 채굴, 석탄화력발전 사업, 또는 타르샌드 ²⁹⁾ 생산을 통해 발생하는 매출이 전체 매출의 25%를 초과하는 경우 (단, 국제자본시장협회(ICMA)의 녹색채권원칙을 준수하는 녹색채권은 예외)	석탄 채굴, 석탄화력발전, 또는 타르샌드 사업을 통해 발생하는 매출이 전체 매출의 25% 미만이며, 아래 조건을 모두 충족하는 경우 - 발전용 석탄 채굴량 및 석탄 화력 발전설비용량이 증가하고 있지 않음 - 에너지 전환 또는 탄소 중립에 대한 신뢰할 수 있는 계획을 마련했거나, 과학기반 감축목표 이니셔티브(SBTi)에 따라 목표설정 - 책임 있는 석탄 매장량 관리 계획을 보유하고 있거나, 50% 초과 매출이 재생에너지자원 및 EU taxonomy를 준수하는 사업 활동으로 발생
4) 담배	담배 제품을 생산하는 기업, 또는 담배 관련 제품의 생산, 유통 및 공급 사업으로 발생하는 매출이 전체의 5% 초과하는 경우	생산 또는 공급하는 제품이 담배뿐만 아니라 다른 제품과도 연관되는 경우, 또는 담배 관련 제품의 생산, 유통 및 공급 사업으로 발생하는 매출이 전체의 10% 미만인 경우
5) 민수용 총기 (Civilian Firearms)	민간인에게 판매할 목적의 무기 또는 소형총기 제품을 생산하는 기업, 또는 민수용 무기 및 총기 제품의 유통(도매 또는 소매)을 통해 발생하는 매출이 전체의 5%를 초과하는 경우	민수용 무기를 생산하는 기업의 소재지가 미국이 아니며, 다음 조건을 모두 충족하는 경우 - 해당 무기의 용도가 사냥 또는 공식 스포츠 사용으로 제한된 경우 - 자동무기가 아님
6) 논란이 있는 사업 행위	UNGC 원칙(인권, 노동원칙, 환경 및 반부패 관련)을 위반하는 기업	없음

출처: BlackRock EMEA Baseline Screens Policy & Fundamental Insights Methodology

○ (CASE 2) SSGA(State Street Global Advisors)는 ESG 스크리닝과 관련하여 스크리닝 대상 산업, 제품 또는 이슈와의 관련성을 판단하는 기준, 활용 데이터에 대한 접근 등을 공개하고 있음³⁰⁾

- (1단계) 해당 스크리닝 정책을 기반으로 특정 지역에 따라 다른 투자 형태, 정부규제, 산업 관련 규범 등에 유연하게 적용함으로써 고객의 니즈에 대응함을 밝히고 있음³¹⁾

28) 집속탄, 생화학무기, 지뢰, 감손우라늄, 실명 레이저 무기, 소이탄 등 과도한 상해 또는 무차별적 효과를 초래할 수 있는 특정재래식 무기 등

29) 오일샌드라고도 불리며, 휘발성이 없는 원유성분과 모래가 섞여 지표에 존재함. 생산과정에서 막대한 양의 이산화탄소가 발생하며 주변 수원지 오염 등 심각한 환경오염을 초래할 수 있음(참고: American Geosciences Institute 홈페이지 <https://www.americangeosciences.org/critical-issues/faq/what-are-tar-sands>)

30) State Street Global Advisors' Approach to ESG Screening, 2021.12.

- (2단계) 스크리닝 대상 산업/제품/이슈로 (성인)유홍산업, 주류, 북극 석유자원개발, 대마초, 민수용 무기, 논란이 있는 무기, 도박, 정유 및 가스, 타르샌드, 셰일가스&에너지, 담배, 발전용 석탄, 극단적인 ESG 논란, UN 글로벌 컴팩트 위반 총 14가지를 제시함
- (3단계) 투자 배제 리스트 및 스크리닝 주제는 SSGA의 투자위원회 및 상품위원회 등을 통한 승인 절차를 거치도록 하여, 내부통제시스템을 마련하고 있음
- (4단계) 스크리닝 대상 제품 연관성에 대한 판단은 1)매출, 2)활동, 3)소유구조와 함께 연관성 판단 범위(좁은 의미/넓은 의미)를 기준으로 수행하며, 현재는 좁은 의미의 연관성을 주요 스크리닝 대상 선별에 활용함([표 5] 참조)

[표 5] SSGA 제품 연관성 판단 기준 프레임워크

제품 연관성 판단 기준	설명	좁은 의미의 연관성	넓은 의미의 연관성
매출	해당 산업, 제품 또는 이슈를 통해 발생하는 매출이 전체의 몇 %인가?	높은 매출 비중	낮은 매출 비중
활동	전체 밸류체인 중에서 기업의 활동이 해당하는 위치가 어디인가?	해당 제품에 직접적으로 관여	해당 제품에 직/간접적으로 관여
소유구조	스크리닝 대상 제품과 관련 있는 기업과 지분 관계가 존재하는가?	스크리닝 대상 제품 관련 기업과 실질적 지배 관계에 있거나 지분율이 높은 경우	스크리닝 대상 제품 관련 기업과 지분 관계가 있는 경우

출처: State Street Global Advisors' Approach to ESG Screening, 2021.12.

- (5단계) ESG 스크리닝을 적용한 일부 상품에 추적 오차를 축소하기 위한 전략을 적용하고 있음³²⁾³³⁾
- (6단계) 또한 복수의 데이터 제공기관(MSCI, Sustainalytics)들로부터 데이터를 제공받아 활용함으로써, 단일 데이터를 사용함에 따라 초래될 수 있는 편향성을 완화하는 장치를 마련함³⁴⁾

31) Exclusion List Methodology for ESG Screened Funds in SSGA Luxembourg SICAV, 2021.12., State Street Global Advisors ESG Stock Exclusion List and Methodology in Relation to MSCI Produced Indices, 2022.07. 외

32) Annual Report: SPDR® Series Trust - Equity Funds, 2022.06.30.

33) SPDR® S&P 500® ESG ETF Summary Prospectus, 2022.03.02.

34) 각 기관에서 제공 받은 데이터를 활용하여 제품 연관성 판단 기준 프레임워크에 따라 복수의 투자 배제 대상 리스트를 작성한 후, 두 개의 리스트에 모두 포함된 기업만 최종 배제 대상에 포함

마치며

- ESG 스크리닝은 오랜 역사와 더불어 오늘날까지 국내외 기관투자자들이 가장 보편적으로 사용하는 책임투자 전략의 하나로 자리 잡음
 - 다만 분산투자 기회를 제한하게 되는 스크리닝 전략의 특성상 해당 전략의 재무적 성과에 대한 우려가 제기된 바 있으며, 최근의 연구결과는 스크리닝 전략의 효과적인 사용을 위해 스크리닝 전략의 사용 여부 자체보다는 세부적인 전략 적용방식과 그 프로세스에 집중할 필요가 있음을 시사하고 있음
 - 이에 본 보고서에서는 ‘투자 전략으로서의 ESG(1): ESG 통합 전략을 중심으로’ 보고서에 이어 ‘ESG 스크리닝 전략’에 대해 소개하고 참고할 만한 주요 사례를 제시함

- 책임투자 시장의 급속한 성장과 더불어 세계 각국에서는 금융회사의 그린워싱 방지를 위한 ESG 관련 규제가 강화 움직임이 나타나고 있으며, 최근 국내 규제 당국에서도 ESG 투자 및 공시 강화에 초점을 맞추고 있는 만큼 책임투자 전략의 구체성과 공시 수준 제고에 대한 요구가 더해질 것으로 예상됨
 - 지난 2021년 3월부터 EU에서는 금융회사 및 금융상품에 대한 지속가능성 정보 공시 의무화를 골자로 하는 지속가능금융 공시 규정(SFDR)이 시행되었으며, 2023년 1월 SFDR의 세부 규칙인 RTS(Regulatory Technical Standards)의 도입이 예정되어 있음
 - 금융위원회와 금융감독원에서는 ESG 금융상품의 포트폴리오 구성 등 투자 전략에 대한 심사 및 ESG 관련 공시 강화를 예고한 바 있음

- 기관투자자는 ESG 스크리닝 전략에 보다 체계적으로 접근할 필요가 있으며, 구체적인 스크리닝 전략 적용 프로세스에 대한 정보를 선제적으로 공개함으로써 자본시장 참여자 및 이해관계자들이 ESG 스크리닝의 적정성을 판단하는 데에 기여할 수 있음
 - 현재 ESG 스크리닝 전략을 적용한 상품을 운용·판매하고 있는 자산운용사는 스크리닝 대상 산업 및 제품, 스크리닝 기준의 적정성 등을 종합적으로 검토할 필요가 있음
 - 향후 ESG 스크리닝 전략 사용을 고려하는 투자자의 경우에는 본문에서 제시한 글로벌 기관 투자자의 사례를 참고하여, 보다 구체적이고 체계적인 스크리닝 전략 프로세스를 구축함으로써 ESG 상품의 투자 과정에 대한 투명성을 제고할 수 있을 것임
 - 추가적으로 ESG 스크리닝 정책의 구체성을 갖추어나감과 동시에, 효과적인 내부통제 및 모니터링 시스템을 마련한다면 스크리닝 전략의 효과성을 제고할 수 있을 것으로 사료됨
 - 특히 외부 데이터의 내부 검증 절차 수행, 복수의 데이터 제공기관 사용 등 활용 데이터의 정확성 제고 및 잠재적인 편향성 완화를 위한 프로세스 마련을 고려할 수 있음

콜옵선부 전환증권의 발행 및 규제

이동우 *

- ▶ 최근 콜옵선부 전환사채 규제가 시행된 후 콜옵선부 전환사채의 발행이 감소하고 콜옵선부 증류주식의 발행이 증가하는 등 풍선효과가 발생하였음
- ▶ 콜옵선부 증류주식 규제의 시행 이후 규제를 회피하는 방식으로 증권을 발행하거나 증류주식의 대체재로서 교환사채의 활용이 증가할 가능성이 있음
- ▶ 불공정 사익추구를 차단하려면 궁극적으로 콜옵선 제3자 부여를 금지하여야 하며, 투자자는 향후 콜옵선이 부가된 증권 발행 추이와 주주총회에서의 정관 변경 안건 등에 유의하여야 함

서론

- 지배주주는 외부주주와 다른 이해관계를 가지고 사익을 추구할 유인이 있어 양자 간 대리인 문제가 발생할 수 있음
 - 예컨대 지배주주는 본인이登記임원으로 있는 회사에서 본인의 보수를 스스로 결정하여 과도한 보수를 수령하거나, 현금흐름권이 높은 계열회사로 하여금 부당내부거래를 통하여 재산을 쌓도록 하거나, 회사의 분할, 합병 또는 옵션이 부여된 사모 증권 발행 등 증권의 거래 과정에서 지배주주 일방에 유리하도록 계약조건을 설정하는 등 다양한 방법을 사용할 수 있음
- 이 중 사모 증권을 활용한 불공정 사익추구 수단으로는 신주인수권부사채(이하 'BW'), 전환사채(이하 'CB'), 전환우선주 및 상환전환우선주(이하 'CPS', 'RCPS') 등이 활용됨
 - 상기 증권은 공통적으로 주가가 상승했을 때 지배주주가 주가보다 저렴한 가격에 주식을 취득할 권리를 헐값에 취득할 수 있도록 설계됨
 - 반면에 외부주주는 동 권리에 접근할 수 없으므로 이는 주주평등의 원칙을 저해하는 불공정한 사익추구 수단임
- 이에 과거 2013년 사모 분리형 BW 발행 금지, 2021년 12월 CB의 콜옵선 및 리픽싱(refixing) 조항 관련 규제 등 위 문제를 해소하기 위한 대책이 시행되었으며, 2022년 9월에는 (R)CPS에 대한 규제가 예고됨으로써 불공정한 사익 추구에 활용될 수 있는 보다 다양한 증권에 대한 규제가 이루어질 전망이다

* 본고의 견해와 주장은 필자 개인의 것이며, 한국ESG기준원의 공식적인 견해가 아님을 밝힙니다.
한국ESG기준원 사업본부 책임투자팀 연구원, 02-6951-3714, dwlee@cgs.or.kr

- 본고에서는 과거 불공정 사익추구 수단으로서 증권의 활용 및 규제 동향을 살펴보고 최근의 규제가 이러한 증권의 활용에 미치는 영향을 살펴보고자 함
 - 먼저 이전부터 불공정 사익추구 수단으로 활용되었던 증권의 종류와 관련 규제 내역을 정리함
 - 다음으로 작년에 시행된 콜옵선부 CB 발행 추이를 살펴보고, 규제의 영향 및 풍선효과를 검토함
 - 또한 (R)CPS 규제에 의해 CB 규제를 회피할 목적의 대안으로 활용될 수 있었던 선택지가 사라짐에 따라, 규제의 허점을 이용하여 전환증권을 발행할 유인이 확대될 수밖에 없으므로 이를 방지하기 위한 개선방향을 제시함

불공정 사익추구 수단으로서 활용된 증권

- **(사모 분리형 BW)** 과거에는 주로 사모 분리형 BW가 지배주주의 불공정 사익추구 수단으로 활용되었음
 - 신주인수권은 발행회사의 신주를 미리 정해진 가격에 인수할 수 있는 권리로, 분리형 BW는 신주인수권만을 양도할 수 있도록 사채권과 신주인수권을 분리하여 발행하는 형태의 채권임
 - 일부 발행회사의 지배주주는 이 점을 이용하여 사채권자로부터 신주인수권을 매우 낮은 가격에 매입하고, 추후 주가 상승 시 행사가격과 주가 간 차이에서 기인하는 사적 이익을 취하는 방식으로 사모 분리형 BW를 활용함¹⁾²⁾
 - 이에 더하여 지배주주는 분리형 BW에 주가 하락에 따라 신주인수권 행사가액을 낮출 수 있는 리픽싱 조항을 삽입함으로써 차액을 더욱 확대함
 - 한 연구는 과거 신주인수권을 활용하여 지배주주가 얻은 수익률 평균 1,441% 중 약 절반은 리픽싱 조항, 나머지는 낮은 신주인수권 가격에 기인한다고 밝힘³⁾
- 이에 2009년 금융당국은 신주인수권의 가치 산정 및 매각과 관련한 사항을 공시하도록 하였으며, 2013년 자본시장법 제165조의10제2항이 개정됨에 따라 사모 분리형 BW의 발행이 금지됨⁴⁾
- **(사모 콜옵선부 CB)** 사모 분리형 BW의 발행이 금지된 이후 사모 콜옵선부 CB의 활용이 증가하는 추세가 나타남⁵⁾

1) 과거 BW투자자는 발행회사와의 사전 약정에 따라 BW 발행 직후 신주인수권을 지배주주에게 매각하였으며, 신주인수권의 매매가격은 이론가격보다 낮은 수준임; 금융감독원 보도자료, “사모 신주인수권부사채 발행실태 분석”, 2010.5.25

2) 사적 이익은 지배주주의 지분 확대, 특정인을 위한 재산 상속, 지배주주의 이익 추구 등을 의미함; 윤평식, “리픽싱옵션과 사모 분리형 BW 신주인수권 수익률의 추정”, 한국증권학회지 제48권 2호, pp.129-155 (2019)

3) 윤평식, 위의 논문 (2019)

4) 공모 BW의 경우 편법적 사용 가능성이 비교적 높지 않으며, 2015년 자본시장법 개정으로 발행이 다시 허용되었음; 장윤제, “신주인수권부사채의 발행 현황 및 문제점”, KCGS Report 7권 1호 (2017)

5) 더벨, “콜옵션 CB 발행 급증...대주주 지분 늘리기 '약용'”, 2016.10.27

- 콜옵선부 CB는 콜옵선 권리자가 일정한 기간 동안 CB를 매수할 권리가 있는 금융상품임
 - 투자자는 CB에 투자함으로써 확정적인 이자수익, 전환권 행사 시 시세차익 등을 기대할 수 있으며, 발행회사는 전환권을 대가로 일반 사채 대비 낮은 이율로 자금을 조달할 수 있고 사채가 주식으로 전환되면 부채비율이 하락하는 효과를 얻을 수 있음
- 지배주주는 콜옵선부 CB 발행 시 콜옵선의 권리자를 지배주주로 지정함으로써 신주인수권 매입과 유사한 효과를 얻을 수 있으므로, 콜옵선부 CB는 사모 분리형 BW의 대체재가 되어 발행회사 외부주주의 손해를 야기할 수 있음
- 과거 지배주주가 신주인수권을 매수하고 주가가 오른 뒤 행사함으로써 낮은 행사가격에 신주를 매입하였던 것과 유사하게, 지배주주는 CB의 콜옵선을 보유하고 있다가 주가가 오를 경우 이를 행사하여 CB를 취득한 뒤 낮은 전환가격으로 사채를 주식으로 전환할 수 있음
 - 지배주주는 콜옵선부 CB 발행 이후 발행회사의 주가가 상승하면 콜옵선을 행사하여 이익을 얻고, 주가가 상승하지 않으면 콜옵선을 행사하지 않음으로써 어떠한 경우에도 손해를 보지 않음
 - 발행회사 외부주주는 사채의 콜옵선 조항 설정에 영향력을 행사할 수 없고, 이러한 유리한 기회를 모든 주주가 아닌 지배주주만이 활용할 수 있으므로 주주 평등의 원칙이 침해될 우려가 있음
 - 설령 콜옵선 권리자가 지배주주나 제3자가 아닌 발행회사로 제한되더라도, 발행회사가 상환한 CB를 소각하지 않고 '자기CB'로 보유하다가 지배주주 혹은 우호세력에게 매각하는 방식으로 사용될 수도 있으므로 리스크는 잔존함
 - 제3자가 콜옵선을 행사할 수 있는 CB는 주요 선진국에서 거의 사용되지 않고 있으며 관련 연구도 이루어지지 않고 있음⁶⁾
- 분리형 BW와 마찬가지로 콜옵선부 CB에도 리픽싱 조항을 부가할 수 있으며, 그에 따라 지배주주의 사적 이익이 증가하고 외부주주의 피해는 더욱 심각해질 우려가 있음
- 발행회사는 일반적으로 전환가액을 발행 당시의 전환가액의 70%까지로 설정할 수 있으나 주주총회의 특별결의 혹은 정관의 정함이 있는 경우 전환가액을 액면가액까지 낮출 수 있음⁷⁾
 - 과거 리픽싱 조항은 관행적으로 전환가액 하향조정만을 설정하였으므로, 지배주주는 주가가 하락하여 전환가액이 하향조정된 후 주가가 재상승하는 경우 이익을 얻을 수 있었음
 - 이처럼 일방향적인 리픽싱은 경영자(지배주주)가 주가를 하락시키기 위해 거짓 악재를 유포하거나, 보고이익을 의도적으로 하향할 유인을 생성함⁸⁾⁹⁾

6) 윤평식, "제3자에게 콜옵선을 부여하는 전환사채의 문제점에 관한 연구", 한국증권학회지 제49권 3호 pp.341-374 (2020)

7) 증권의 발행 및 공시 등에 관한 규정 제5-23조제2호가목

8) 금융위원회는 리픽싱 옵션이 부여되고, 콜옵선이 최대주주에게 부여된 CB를 발행한 뒤 악재성 소문을 퍼뜨려 리픽싱을 유도한 후 차익을 얻은 불공정거래행위 사례를 소개함: 금융위원회 보도자료, "전환사채(CB) 시장 건전성 제고를 위한 「증권의 발행 및 공시

- 한편 리픽싱이 부여된 CB가 발행된 이후 발행회사의 주가가 하락하면 전환가액이 하향조정되어 발행될 주식의 수가 증가함에 따라 지분 희석 우려가 발생하고, 그 때문에 추가적으로 주가가 하락 압력을 받는 등 악순환이 발생하는 문제가 지적됨¹⁰⁾
 - 리픽싱 조항은 일본에서, 그리고 미국의 소수 기업의 사모발행 CB에서 제한적으로 활용되고 있으며 국내 과거 관행과 달리 권리행사가격의 상향 조정이 가능함¹¹⁾
- 이 문제점에 대해 학계에서는 콜옵션 권리의 매매가격 정상화, 리픽싱 하한 상향, 신주발행에 준하는 수준으로의 CB 콜옵션 규제 강화, 발행 시 콜옵션 부여자 특정, 콜옵션 권리의 제3자 배정 금지 등의 의견을 제시함¹²⁾¹³⁾
- 이에 금융위원회는 콜옵션부 CB의 문제점을 해소하고자 2021년 10월 증권의 발행 및 공시 등에 관한 규정을 개정(이하 'CB 규제')하였음¹⁴⁾
- 개정 규정은 최대주주 및 특수관계인이 행사할 수 있는 콜옵션 및 자기CB 매수 한도를 발행 당시 지분율로 제한하고, 발행회사가 콜옵션 행사자 및 전환가능 주식 수 등 관련 정보를 공시하도록 하고, 사모 발행 CB에 한하여 리픽싱 조항으로 전환가액을 하향한 후 주가 변동에 따라 발행 당시 전환가액 이내로 상향조정을 하도록 의무를 부과함
- **(사모 콜옵션부 CPS, RCPS)** 지배주주는 CB와 동일하게 (R)CPS에도 콜옵션과 리픽싱 등의 조건을 설정하여 사익추구 수단으로 활용할 수 있으므로, CB 규제 시행 이후 CB에서 (R)CPS로 발행 수요가 옮겨갈 가능성이 있음
- 전환우선주(CPS)는 상법상 다른 종류주식으로 전환이 가능한 종류주식을 의미하며, 실무적으로는 대부분의 경우 전환대가로 보통주식이 발행됨¹⁵⁾
 - 상환전환우선주(RCPS)는 상환권이 추가적으로 설정된 전환주식으로, 보다 채권에 가까운 성질을 가지나 전환에 관한 사항은 CPS와 동일함
 - 종류주식은 본질적으로 채권에 비하여 잔여청구권 후순위이고, 채권의 이자는 정기적으로, 주주의 몫보다 우선적으로 지급되어야 하는 반면, 배당은 회사의 경영성과 및 경영진의 판단에 따라 정해지므로 수익의 안정성 측면에서는 CB보다 소폭 뒤떨어질 수 있음
 - 그러나 콜옵션 및 리픽싱을 활용한 지배주주의 불공정 사익추구 가능성은 CB와 다르지 않음

등에 관한 규정: 개정안이 12.1일부터 시행됩니다. - '증권시장 불법·불건전행위 근절 종합대책'(20.10월) 후속 -, 2021.10.27.
 9) 백정환, 곽영민, "전환권의 분류와 이익조정에 관한 연구 - 전환가액조정(refixing)옵션을 중심으로 -", 세무회계연구 제63호 pp.1-27 (2020)
 10) 김진욱, "Refixing Option의 위법성에 대하여", 경제개혁연구소, 기업지배구조연구 (2001)
 11) 백정환, 곽영민, "리픽싱(Refixing) 전환사채와 회계정보 유용성", 회계학연구 제46권 제6호 pp.141-179 (2021)
 12) 서치원, "전환사채의 규제에 대한 비판적 검토 - 콜옵션 및 리픽싱을 중심으로 -", 연세법학 제38호 pp.527-548 (2021)
 13) 김영준, 조미옥, 이수정, "콜옵션 전환사채와 경영권 강화: 현대엘리베이터 사례", 회계저널 vol.31, no.2, pp. 179-212 (2022)
 14) 금융위원회, 앞의 자료, 2021.10.27.
 15) 주석 상법, 회사편(2)(제6판), 한국사법행정학회 (2021)

- 뿐만 아니라 (R)CPS는 CB와 달리 현행 규정상 일부 규제를 적용받지 않아 발행회사 외부 주주의 정보비대칭 우려가 더욱 심각함
 - 증권의 발행 및 공시 등에 관한 규정은 리픽싱 한도 등의 사항과 관련하여 전환사채에 관한 규제만을 기술하고 있음¹⁶⁾
 - 한국거래소의 유가증권시장, 코스닥시장 공시규정 및 시행세칙에서는 CB의 전환가액 조정 혹은 전환청구에 대한 신고의무만을 정하고 있으며 (R)CPS에 대해서는 규정하지 않음¹⁷⁾
 - 이에 따라 일부 상장기업은 ‘기타경영사항(자율공시)’ 서류를 활용하여 (R)CPS 관련 내용을 공시하고 있으며, 발행회사가 이를 자율적으로 공시하지 않을 경우 지배주주와 외부주주 간 정보비대칭이 우려되는 상황임¹⁸⁾
- 2022년 9월, 금융위원회는 (R)CPS에도 CB와 동일한 수준의 규제를 도입하겠다는 계획을 공표함¹⁹⁾
 - 지난 12월 시행된 CB 규제와 동일하게 (R)CPS에도 주가 상승 시 전환가액 상향조정, 콜옵션 행사한도 제한 및 공시의무 부과 등의 규제를 예고함
 - 이는 CB 규제와의 형평성을 제고하는 한편, (R)CPS가 CB의 대안으로 활용될 여지가 있어 이에 대응하고자 함
 - 금융위원회는 9월 중으로 증권의 발행 및 공시 등에 관한 규정을 개정하고, 향후 CB, (R)CPS 등 시장 상황을 지속적으로 점검할 예정임
- 이와 같은 일련의 규제를 통해 BW, CB, (R)CPS 등 다양한 증권의 불공정거래 활용 가능성이 축소되어 향후 외부주주의 권리가 보다 두텁게 보호받을 수 있을 것으로 판단됨

콜옵션부 CB 규제 전후 전환증권 발행 동향

- 이하에서는 CB 규제 전후로 사모 콜옵션부 CB와 (R)CPS의 발행 동향을 살펴보고 동 규제의 효과를 분석해 보고자 함
- 금융감독원 전자공시시스템을 활용하여 CB 규제 발효 전후로 6개월의 기간 내에 이사회의 발행 결의가 있었으며, 주요사항보고서에 콜옵션 조건이 명시되었고, 사모 방식으로 발행된 CB와 (R)CPS의 발행 내역, 콜옵션 및 리픽싱 조항 설정 현황을 조사함

16) 증권의 발행 및 공시 등에 관한 규정 제5-23조제2호

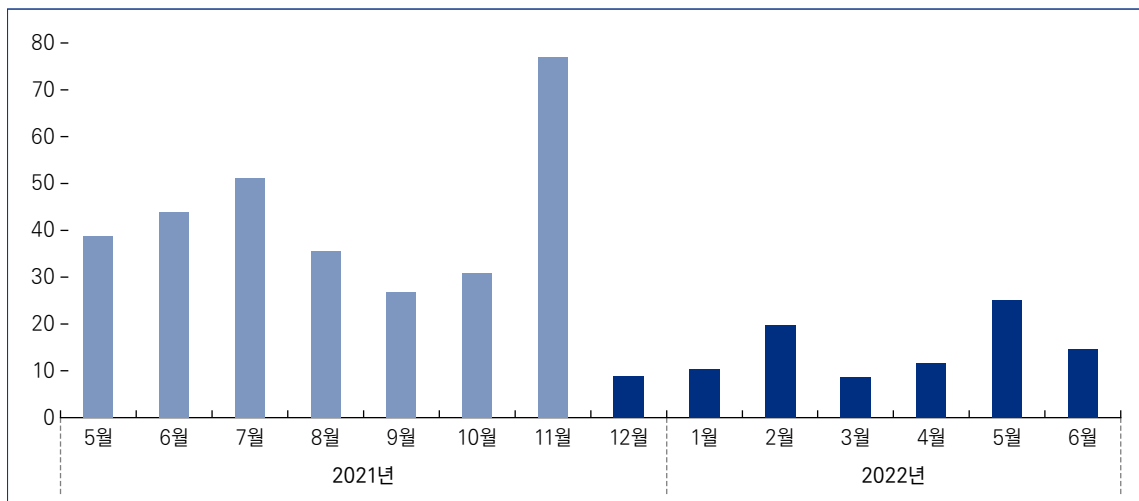
17) 유가증권시장 상장규정 제93조 및 동 규정 시행세칙 제79조, 코스닥시장 공시규정 제38조

18) 수젠텍, “기타경영사항(자율공시) (전환우선주의 보통주 전환청구)”, DART, 2022.07.29.; 한국비앤씨, “[기재정정]기타경영사항(자율공시) (전환가액 조정(전환우선주))”, DART, 2022.03.21 등

19) 금융위원회 보도자료, “전환사채시장 점검 및 추가 보완방안 마련 -상장회사가 발행한 상환전환우선주와 전환우선주에 대해서도 (CB·BW와 동일하게) 리픽싱·콜옵션 규제를 도입하겠습니다-”, 2022.09.07

- CB 규제를 입법예고한 2021년 5월 3일부터 규제 시행 전일인 2021년 11월 30일을 ‘규제 전’ 기간으로, 규제 시행일인 2021년 12월 1일부터 22년 6월 30일까지를 ‘규제 후’ 기간으로 구분함²⁰⁾
 - CB 규제는 이사회 결의일에 따라 적용 여부를 정하고 있으므로 이를 준용하여 이사회 결의일을 기준으로 기간을 분류함
 - 콜옵션 및 리픽싱 조항의 내용이 동일하고, 사채 발행 대상자가 전부 ‘최대주주 및 특수관계인’이 아닌 제3자이면서 이사회 결의일이 같은 사채는 발행 규모를 합산하여 하나의 사채로 간주함
- **(전환증권 발행 추이)** 2021년 12월 CB 규제 시행 전후로 콜옵션부 CB의 발행이 급격히 감소하는 한편, 콜옵션부 (R)CPS의 발행 건수 및 규모가 증가함
- 조사기간 동안 발행된 콜옵션부 CB 총 406건 중 305건이 규제 전에, 101건이 규제 후에 발행된 것으로 나타나 발행 건수가 규제 시점 이후 3분의 1 수준으로 급감하였음이 확인됨
 - 특히 평상시 발행 건수는 평균 1일 2.1건 수준이었던 반면에 규제 발효 직전 4일간에는 49건이 발행되는 등 비정상적인 CB 발행 건수 증가 현상이 관찰됨
 - 한편 콜옵션부 (R)CPS는 총 25건으로 CB에 비하여 발행량 자체가 많지 않으나 규제 전 9건, 규제 후 16건이 발행되어 규제 전후로 발행 건수가 78% 증가함²¹⁾
 - 1건당 평균 발행 규모는 (R)CPS가 규제 전 144억 원, 규제 후 351억 원, CB가 규제 전 195억 원, 규제 후 249억 원으로 (R)CPS의 발행 규모 증가율(144%)이 CB(28%)보다 높게 나타남

[그림] 월별 콜옵션부 CB 발행건수



20) CB에 대한 규제 가능성이 최초 공표된 시점은 2020년 10월이나, 확실히 규제 내용을 인지할 수 있었던 ‘입법예고 일자’를 규제 공표 시점으로 간주함

21) 콜옵션 조항을 삽입하였다가 정정 삭제한 회사(규제 전 2건, 규제 후 3건)는 제외함

- CB와 (R)CPS 모두 발행회사의 자금조달 수단임을 고려할 때, 규제시점 전후로 CB와 (R)CPS의 발행 건수 추이가 반대로 움직이는 현상은 양자 간 대체 가능성을 의미함
 - (R)CPS에 대한 규제가 예고되었으므로, CB의 발행량이 규제 시행 직전 급증하였듯이 (R)CPS 규제가 시행되기까지의 기간 동안 (R)CPS의 발행이 증가할 가능성이 있음
 - 또한 향후 CB 및 (R)CPS와 유사한 효과를 낼 수 있는 증권의 발행이 증가할 가능성을 배제할 수 없음

- **(전환증권 조건 설정)** 발행 추이와 달리, CB 및 (R)CPS에 부가된 콜옵션 및 리픽싱 조건은 규제 전후로 큰 차이를 보이지 않음
 - CB와 (R)CPS 공통적으로 규제 이후 리픽싱 조항을 설정하지 않은 증권의 비중이 상승하여, 지배주주의 사적 이익이 확대될 여지가 소폭 감소함
 - 또한 규제 이후 발행된 CB 중 콜옵션 권리자를 발행회사로만 설정하면서 콜옵션으로 취득한 CB를 즉시 소각한다는 조건을 삽입한 사례가 1건 발견되는 등 일부 개선점이 확인됨
 - 그러나 규제 이후에도 CB 및 (R)CPS의 콜옵션 권리자가 대부분 지배주주 혹은 제3자로, 혹은 소각 약속 없이 발행회사로 지정되고 있으므로 지배주주가 리스크를 지지 않고 내가격에 CB를 매입할 수 있도록 설계되는 관행 자체는 지속되는 상황임

- 요컨대, 규제 이후 CB의 발행 건수가 급감하고 (R)CPS의 발행 건수가 증가하는 추세가 확인되었으나, CB와 (R)CPS의 콜옵션 및 리픽싱 등 조건 설정은 크게 변동하지 않았음

[표 1] 콜옵션부 CB 콜옵션 및 리픽싱 설정

항목		규제 전 기간 (305건)	규제 후 기간 (101건)	전체 기간 (406건)
콜옵션 한도 비율 평균		44.4%	43.4%	44.2%
콜옵션 권리자	최대주주 및 특수관계인 포함	17.4%(53건)	14.9%(15건)	16.7%
	특정되지 않은 제3자를 포함	69.2%(211건)	70.3%(71건)	69.5%
	발행회사만 행사 가능	16.4%(50건)	19.8%(20건)	17.2%
리픽싱 조항	리픽싱 조항 없음	7.2%(22건)	27.8%(28건)	12.3%
	조정한도 비율 설정	68.5%(209건)	52.5%(53건)	64.5%
	조정한도 액면가액 설정	24.3%(74건)	19.8%(20건)	23.2%

[표 2] 콜옵션부 (R)CPS 콜옵션 및 리픽싱 설정

항목		규제 전 기간 (9건)	규제 후 기간 (16건)	전체 기간 (25건)
콜옵션 한도 비율 평균		41%	37%	38%
콜옵션 권리자	최대주주 및 특수관계인 포함	22.2%(2건)	18.8%(3건)	20%
	특정되지 않은 제3자를 포함	77.8%(7건)	93.8%(15건)	88%
	발행회사만 행사 가능	0%	0%	0%
리픽싱 조항	리픽싱 조항 없음	0%	12.5%(2건)	8%
	조정한도 비율 설정	88.9%(8건)	75%(12건)	80%
	조정한도 액면가액 설정	11.1%(1건)	12.5%(2건)	12%

전환증권 규제의 개선 방향

- 최근 금융위원회의 CB, (R)CPS 규제는 콜옵션 및 리픽싱 조건에 일련의 규제를 가함으로써 지배주주의 사익추구로 발생하는 문제의 심각성을 완화하고 지배주주의 전환증권 활용 유인을 억제하는 데 기여할 것으로 기대됨
 - 콜옵션 한도를 발행 당시 지배주주의 지분율로 제한함으로써 지배주주의 편법적인 지분 확대 가능성을 낮춤
 - 또한 리픽싱 상향조정을 의무화함으로써 지배주주가 일시적인 주가 하락을 유도할 유인을 감소시키고, 불공정하게 발생하는 이익의 크기를 축소함
- 그러나 CB 규제 시행 이후 다양한 방식으로 규제를 회피할 수 있는 방법이 제기되었음
 - 한 연구는 콜옵션 한도 제한 규정과 관련하여, 지배주주가 CB의 콜옵션을 최대한 행사하면서, 지배주주가 보유하지 않은 CB의 전환권이 일부 행사되지 않는다면 지배주주의 지분율이 발행 당시 지분율을 초과할 수 있다고 보고함²²⁾
 - 한편 리픽싱 상향조정 규정의 경우에는, 지배주주가 보고이익을 조정하거나 악재를 퍼뜨리는 등의 방식으로 주가를 먼저 하락시킨 이후 증권을 발행할 경우 리픽싱 상향조정을 어느 정도 회피할 수 있음
 - 또는 일반적으로 1개월 또는 3개월로 설정되는 리픽싱 주기를 6개월로 길게 연장하여 설정하는 발행회사가 등장하였는데, 이 경우 전환가액이 하향조정된 이후 주가가 재상승해도 장기간 그 추세가 전환가액에 반영되지 않고, 지배주주는 그 사이에 전환 타이밍을 포착할 시간을 벌 수 있기 때문에 어느 정도 기회주의적인 차익 실현이 가능함²³⁾
 - 리픽싱 상향조정 규정은 발행 당시의 전환가액 '이내'에서 조정하도록 하고 있기 때문에,

22) 서치원, 앞의 논문 (2021)

23) 더벨, "CB 리픽싱 주기 연장 움직임 본격화", 2022.03.23.; 더벨, "리픽싱 상향 의무화에 6개월 조정 주기 CB 나왔다", 2022.04.21

- 리픽싱의 상향 한도를 최초 전환가액의 100%보다 낮추어 설정하고자 하는 경우가 발견됨²⁴⁾
- 혹은 CB를 발행한 이후 주가가 하락하자 다시 CB를 발행하고, 새로운 CB로 조달한 자금을 이전 CB를 상환하는 데 활용함으로써 사실상 전환가액을 하향조정된 사례가 등장함²⁵⁾
- 한편 CB 규제 시행 직전에 대량의 콜옵션부 CB가 발행되고 규제 시행 이후 CB에서 (R)CPS로 발행 수요가 일부 옮겨가는 등 CB 규제를 회피하려는 행태가 나타났듯이, (R)CPS의 대안으로 추후 콜옵션 및 리픽싱 조항을 부가한 교환사채(이하 'EB')의 발행이 증가할 가능성이 있음
- EB는 상법상 사채권자가 발행회사 소유의 주식이나 그 밖의 다른 유가증권으로 교환할 수 있는 사채를 의미함²⁶⁾
 - EB의 교환 대상을 발행회사의 자기주식으로 설정할 경우 채권이 발행회사의 보통주식으로 상환되므로 실질적으로 전환사채와 유사한 구조가 됨²⁷⁾
 - 발행회사가 EB를 활용하려면 자기주식을 미리 취득하여야 한다는 조건이 있으나 국내 상장회사는 자기주식을 취득한 후 소각하지 않고 보유 혹은 활용하는 경향을 보이므로, CB에 비해 활용성이 높지는 않더라도 EB를 불공정 사익추구에 활용할 가능성을 배제할 수는 없음
- 불공정 사익추구가 가능한 근본적인 원인은 제3자에게 콜옵션을 행사할 수 있도록 하는 증권의 옵션 설계에 있으므로, 콜옵션 권리를 '최대주주 및 특수관계인' 혹은 제3자에게 부여하지 못하도록 금지하고, 발행회사만이 콜옵션을 행사할 수 있도록 하는 한편 회사가 콜옵션으로 취득한 증권을 즉시 소각하도록 하는 것이 중장기적으로 바람직한 규제 방향이라고 판단됨
- 리픽싱 조항은 CB, (R)CPS 투자자의 손실을 일부 보전함으로써 투자매력도를 높이고 자금 조달을 활성화하는 순기능이 어느 정도 인정됨
 - 그러나 콜옵션 권리를 지배주주 혹은 제3자가 행사할 수 있도록 하는 현행 콜옵션 설계방식은 발행회사나 전환증권 투자자의 입장에서 필수불가결한 조건이 아니라고 판단됨
 - 해외 일부 국가에서도 콜옵션 및 리픽싱을 활용하나 콜옵션 권리를 제3자에게 부여하는 사례가 발견되지 않는다는 점도 고려할 필요가 있음²⁸⁾
 - 이러한 취지에서, 이를 직접적으로 규제하지 않으면 근본적인 해결이 어려움
- 단기적으로는 규제 시행 직전 콜옵션부 (R)CPS의 발행이 급증되는 현상을 방지하기 위한 노력이 병행되어야 하고, (R)CPS에도 CB와 동일한 수준의 리픽싱 한도, 전환가액 조정 및 전환청구

24) 더벨, "CB 상향 리픽싱 한도 '80%' 카드 급부상", 2021.12.08

25) 아시아경제, "CB 필수 막으려면 정보투명화 필요", 2022.08.12

26) 상법 제469조제2항제2호 및 동법 시행령 제22조

27) 김재호, "교환사채의 발행실무", 한국상장회사협의회, 월간상장 2007년 11월호 (2007)

28) 윤평식, 앞의 논문 (2020)

공시와 관련된 규제를 도입하여 정보비대칭 문제를 해소하고, 상술한 규제 회피 방법을 사용하지 못하도록 추가적인 대책을 강구할 필요가 있으며, EB에도 CB, (R)CPS와 같은 콜옵션 및 리픽싱 관련 규제를 도입하여야 함

결론

- 분리형 BW와 콜옵션부 CB 및 (R)CPS 등의 증권은 지배주주가 낮은 가격에 발행회사 보통 주식을 취득함으로써 외부주주에게 주주권의 희석과 같은 불측의 손해를 입힐 수 있는 불공정한 사익추구 수단으로 이러한 문제를 차단하고자 여러 규제가 시행된 바 있음
- CB 규제 전후 기간 동안 발행된 콜옵션부 CB 및 (R)CPS 조사 결과, 콜옵션부 CB의 발행 건수가 규제 직전 급증하였다가 규제 이후 급감하는 한편, (R)CPS의 발행 건수와 규모가 증가하는 등 규제의 사각지대로 발행 수요가 옮겨가는 현상이 나타남
- 근시일 내에 도입될 (R)CPS에 대한 규제는 어느 정도 불공정한 사익추구 유인을 감소시키고 그 피해 수준을 경감시킬 것으로 기대되나, CB의 사례처럼 규제 발효 직전에 대량으로 (R)CPS가 발행될 가능성 혹은 그 대체재로서 EB가 부상할 가능성을 배제할 수 없으므로 주주권 희석에 대한 투자자의 주의가 요구됨
- 결국 지배주주 사익추구의 핵심 요소는 콜옵션으로, 콜옵션 권리자를 지배주주 혹은 제3자로 지정하는 것을 금지시키지 않으면 사익추구 행태를 근본적으로 차단하기 어려우므로, 중장기적으로는 발행회사만이 콜옵션을 행사하고 콜옵션 행사로 취득한 증권은 즉시 소각하도록 제도를 보완하는 것이 가장 효과적인 방안일 것으로 판단됨
- 투자자는 콜옵션이 부가된 증권이 유발하는 지배주주의 불공정한 사익추구 및 주주권 희석 리스크에 유의하며 발행회사를 모니터링할 필요가 있음
 - 투자자는 발행회사가 자율적으로 콜옵션의 권리자를 발행회사로 한정하고, 콜옵션 행사로 취득한 증권을 즉각적으로 소각하는 조건을 명시하도록 요구하여야 함
 - 또한, 투자자는 주주총회에서 CB, EB, (R)CPS 등의 발행 근거규정(리픽싱 규정 포함), 신주의 제3자배정 근거규정 및 증권 발행한도 변경 등에 관한 정관 변경 안건이 상정될 경우 리스크에 유의하며 안건을 판단하여야 함

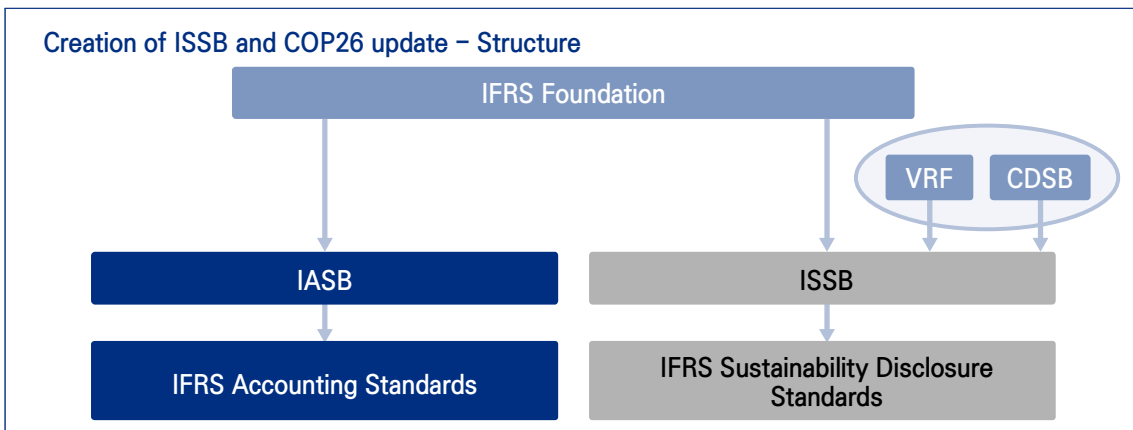
Global News

1. IFRS재단(ISSB), VRF재단(SASB)과 합병 절차 완료

박준성 *

- 2022년 8월 1일 IFRS재단은 VRF재단과 합병을 완료하여, VRF재단의 SASB 업무는 IFRS 재단의 ISSB로 이관
 - IFRS(International Financial Reporting Standards)재단은 기업의 회계처리와 재무제표에 대한 통일성을 높이기 위해 글로벌 회계 표준을 제·개정하는 비영리 단체로서, 현재 167개국이 IFRS 표준을 채택 및 적용하고 있음
 - 최근 지속가능성 및 비재무정보 공시에 대한 중요성이 증대됨에 따라, 다양한 지속가능성 공시 기준이 난립되어 IFRS재단을 중심으로 한 표준화 작업에 대한 요구가 발생함
 - 이에 IFRS재단은 2021년 11월 COP26¹⁾ 회의에서 글로벌 지속가능성 공시 기준을 제정하기 위해 ISSB(International Sustainability Standards Board) 설립을 발표함
 - IFRS재단은 ISSB 설립과 더불어 CDSB(Climate Disclosure Standards Board) 및 SASB 업무를 담당하는 VRF(Value Reporting Foundation)재단²⁾과 합병을 통해 기존의 공신력 있는 공시 기준을 벤치마킹하고 개선된 표준 개발을 목표로 하고 있음
 - IFRS재단은 CDSB합병(2022년 1월)에 이어 VRF재단과 합병을 마무리함으로써 ISSB를 중심으로 한 글로벌 지속가능성 공시 기준 표준화 작업에 속도를 낼 것으로 보임

〈IFRS재단의 CDSB 및 VRF재단 합병 후 조직도〉



출처: BDO(Binder Dijker Otte) International consulting firm, www.bdo.com.au

* 한국ESG기준원 사업본부 ESG평가팀 연구원, jspark@cgs.or.kr

- 1) COP26는 제26차 유엔기후변화협약 당사국총회(2021.10.31.~11.13)로 세계 각국이 기후위기 대응을 위해 석탄발전을 단계적으로 감축하고, 선진국은 2025년까지 기후변화 적응기금을 2배로 확대하기로 하는 내용 등이 담긴 '글래스고 기후조약(Glasgow Climate Pact)'이 채택됨
- 2) VRF(Value Reporting Foundation)재단은 글로벌 지속가능성 공시 통합을 위해 2021년 9월 SASB(Sustainability Accounting Standards Board)와 IIRC(International Integrated Reporting Council)가 합병을 통해 설립된 기관

□ IFRS재단과 VRF재단 합병 배경

- 지속가능성 공시 기준의 글로벌 표준화에 대한 논의가 대두됨
 - 최근 기업의 비재무적 가치 등 ESG 요소의 중요성이 증대됨에 따라 지속가능성 공시와 관련한 다양한 글로벌 기관(이니셔티브)이 설립되었으나, 각 기관의 공시 기준이 통일되지 않아 기업 및 투자자 등 이해관계자의 혼란이 야기됨
 - 이러한 시장 요구에 따라 2020년 9월 글로벌 지속가능성 공시 기준을 이끌어온 주요 5개 기관인 GRI(Global Reporting Initiative), SASB(Sustainability Accounting Standards Board), CDSB(Climate Disclosure Standards Board), IIRC(International Integrated Reporting Council), CDP(Carbon Disclosure Project)는 공시 기준 표준화를 위한 상호 협력 성명서를 발표함
- IFRS재단을 중심으로 한 지속가능성 공시 기준 표준화의 요구가 높아짐
 - 회계기준인 IFRS를 채택하고 있는 G20 정부와 금융당국, 국제증권관리위원회(IOSCO)는 기존의 재무정보 공시 기준과 시너지를 낼 수 있도록 IFRS재단의 주도 하에 비재무정보(지속가능성) 공시 기준을 수립할 것을 요구함
 - 이에 IFRS재단은 기존 재무제표 외에 지속가능성 관련 정보가 필요함을 언급하며, 2021년 3월 전문가그룹 TRWG(Technical Readiness Working Group)를 조직하고 ISSB 출범을 위한 다양한 이해관계자들(CDSB, IASB, TCFD, VRF, IOSCO 등)과 공시 기준 표준화에 대해 논의함
 - IFRS재단은 2021년 11월 COP26 회의에서 ISSB설립을 공식화하며 새로운 표준 제정뿐만 아니라 기존의 프레임워크와 지침을 통합 구축하는 것이 필요하며, 이를 위해 CDSB와 VRF재단과 합병을 추진한다고 밝힘
 - ISSB 설립은 국제증권관리위원회(IOSCO), 세계경제포럼(WEF), 금융안정위원회(FSB), 국제결제은행(BIS), G20 등의 공식적인 지지를 받고 있으며, 공시기준 초안에 대한 글로벌 이해관계자의 의견수렴 절차를 진행하여 2022년 내 최종 발표를 목표로 하고 있음

□ ISSB 공시 특징 및 향후 일정

- SASB 산업별 표준지표, TCFD 권고사항에 기반한 공시 기준을 마련함
 - ISSB 공시기준은 TCFD의 기후관련 재무공시 권고사항을 적극 수용하였으며, SASB의 산업 기반 표준지표 및 접근방식을 채택하여 기업의 동종업계 대비 지속가능성 지표를 비교분석 할 수 있음
 - 또한 다른 지속가능성 공시기준이 다중 이해관계자를 고려한 것과 달리, ISSB는 투자자의 정보 요구를 충족하기 위한 지속가능성 공시의 포괄적인 글로벌 기준선(global baseline)이며, 국가별 요구사항 및 법규제와 공존 가능한 기준 제정을 목표로 함

- 2022년 3월 ISSB는 지속가능성 공시 기준서인 'IFRS S1일반요구사항', 'IFRS S2 기후관련 공시' 초안을 발표하여, 각국 정부 및 이해관계자들의 의견수렴을 7월 29일까지 진행함
 - 우리나라는 금융위원회 및 한국회계기준원을 주관으로 국내 이해관계자 및 관계부처 의견 수렴 과정을 거쳐 7월 29일 의견서 제출을 완료함
 - ISSB는 일반요구사항(S1), 기후관련 공시(S2) 초안에 대한 의견을 충분히 검토하여 올해 말까지 상기 2개 공시에 대한 최종 기준을 발표할 예정임

2. 美 SEC, 임원 보수-기업 실적 간 상관성을 요구하는 공시 규정 (‘Pay Versus Performance Disclosure Rules’) 채택

박정민 *

- 지난 8월 25일(현지시간) 미국 증권거래위원회(SEC)는 상장기업 임원 보수와 기업 전체의 실적 간의 상관관계를 공개하도록 요구하는 법안(‘Pay Versus Performance Disclosure Rules’)을 채택했다고 발표함
 - 해당 법안은 2022년 10월 11일 발효될 예정이며, 2022년 12월 16일 이래로 종료되는 회계연도부터 해당 규정이 적용되어 주주총회소집공고(Proxy Statements) 등의 양식에 반영될 예정
 - SEC의 임원 보수 공시 개정은 보수 관련 정보를 구체적으로 공시하게 함으로써 주주의 합리적인 투자 판단 보장과 기업의 지배구조 개선 촉진을 주목적으로 함
- 동 법안의 입법 배경 및 과정
 - 미국 상장기업의 임원 보수 공시는 Regulation S-K¹⁾의 적용을 받으며, 현행 규정에 따르면 최고경영자(CEO²⁾), 최고재무책임자(PFO)³⁾ 그리고 상위 3명 보수 수령자의 보수지급액과 구성요소를 공시해야 함⁴⁾
 - 이번 개정은 Regulation S-K Item 402(SEC code §229.402 Executive Compensation) 공시 사항에 새로운 내용(Item 402(v) Pay Versus Performance)을 추가하는 것으로 2015년 4월 처음으로 제안된 이후 의견수렴 과정에서 정체되어 있다가 올해 1월 의견수렴이 재개된 후 8월 최종 규칙(Final Rule)으로 채택됨

* 한국ESG기준원 사업본부 책임투자팀 연구원, 02-6951-3728, jmpark@cgs.or.kr

1) Regulation S-K는 1933년 증권법과 1934년 증권거래법에 근거한 공시항목을 통일적으로 규정한 것으로 1982년에 제정되었으며 보수에 관한 공시는 주로 동법 Item 402에 근거함

2)3) 이전의 CEO, CFO에 상응하는 임원으로서 명칭이 PEO(principal executive officer), PFO(principal financial officer)로 각각 변경되었음

4) PEO, PFO의 경우 지급 수준에 상관없이 의무이며, 이들을 제외한 기타 임원의 경우 지급 총액이 10만 달러를 초과하는 경우로 한정됨

〈표〉 SEC의 임원 보수 공시 관련 주요 개정사항

시기	개정 내용
1942	• 임원 보수 공시 형식이 표 형식의 보고(tabular disclosure)로 통일됨
1992	• 보수 상위 5명(CEO, 보수지급액이 10만 달러 이상인 상위 4명)에 대해 과거 3년간의 보수지급액과 보수 구성요소(스톡옵션, 성과급 정보 등)를 요약보수표(Summary Compensation Table)에 기재하도록 함 • 해당 기업의 주가 수익과 전체 주식시장, 동종 산업 또는 대조군(peer groups)의 주가 수익을 비교하는 그래프 제시를 요구함
2006	• 보수 의무 공시 대상에 최고재무책임자(CFO)를 포함함 • '보상에 대한 논의 및 분석'(Compensation Discussion and Analysis: CD&A)이 추가되어 보상체계의 설계 및 보수 구성요소, 개별 구성요소의 산정 방법 등을 기재하도록 함 • CD&A가 부정확하게 기재된 경우 증권거래법상 허위진술에 의한 손해배상 책임 대상이 됨
2015	• 도드-프랭크법(Dodd-Frank Act ⁵⁾ 제953(b)조에 근거하여 CEO의 총 보수 대비 기타 임직원 총 보수의 중간값의 비율인 보수격차를 산출·기재하도록 하는 'Pay Ratio Disclosure'가 최종 규칙(final rule)으로 채택됨 • 도드-프랭크법(Dodd-Frank Act) 제953(a)조에 근거하여 임원 보수-성과 연동성을 공시하도록 하는 임원 보수 공시 개정안(proposed rule)'Pay Versus Performance Disclosure Rules'를 발표함
2022	• 'Pay Versus Performance Disclosure Rules'가 최종 규칙(final rule)으로 채택됨

□ 임원 보수 공시 규정의 적용 대상

- 이번 개정안은 외국기업(Foreign Private Issuers, FPI), 등록된 투자회사(Registered Investment Companies, RIC), 신흥성장기업(Emerging Growth Companies, EGC)을 제외한 미국 내 모든 상장회사에 적용됨
- 공시된 자산규모가 2.5억 달러 미만 또는 연 매출 1억 달러 미만으로 소규모 보고 회사(Smaller Reporting Companies, SRC)로 지정된 경우, 공시 요구사항이 경감됨

□ 임원 보수 공시 규정의 주요 내용

- 최근 5개년의 임원 보수 실지급액과 기업 재무성과를 표로 공시하도록 하여 한눈에 파악할 수 있게 함
 - (대상 임원) 최고경영자(PEO), 최고재무책임자(PFO), 상위 3명 보수 수령자(other named executive officers, NEOs)
 - (재무성과 지표) ① 대상 기업의 총주주수익률(TSR), ② 동종업계 대조군(peer groups)의 총주주수익률(TSR), ③ 대상 기업의 순이익(net income), ④ 경영진 성과 평가 지표
- 임원 보수 실지급액과 표 내에 기재되는 재무성과 지표 간의 상관관계를 설명해야 함
- 회사의 총주주수익률과 동종업계 대조군의 총주주수익률과의 관계 또한 설명해야 함

5) 금융개혁 및 소비자 보호법(Dodd Frank Wall Street Reform and Consumer Protection Act, 이하 '도드-프랭크법')은 2008년 금융위기 수습을 위해 2010년 제정된 금융규제개혁법으로, 보수 관련 내용은 동법 제9편(투자자 보호 및 증권규제의 개선) - 제E절(책임과 경영자 보상) - 953조(임원 보수 공시)에서 다루고 있음. 동법은 그 자체로 실행력을 갖는 조항과 연방감독기관에 위임한 조항으로 구성되며 953조의 경우 SEC에 규칙제정을 요구하는 위임 조항에 해당함

- 이와 더불어, 보수-성과 연동성을 설명할 수 있는 3~7개의 가장 중요한 경영진 성과평가 지표 목록을 제시해야 하며, 회사 필요에 따라 비재무적(non-financial) 지표를 포함할 수 있음

〈표〉 Pay Versus Performance Disclosure Table

Year	Summary Compensation Table Total for PEO	Compensation Actually Paid to PEO	Average Summary Compensation Table Total for non-PEO NEOs	Average Compensation Actually Paid to Non-PEO NEOs	Value of Initial Fixed \$100 Investment Based on:		Net Income	Company-Selected Measure*
					Total Shareholder Return	Peer Group Total Shareholder Return*		
(a)	(b)	(c)	(d)	(e)	(f)	(g)	(h)	(i)
Y1								
Y2								
Y3								
Y4*								
Y5*								

* 표시된 항목의 경우, 소규모 보고 회사(SRCs)인 경우 면제