

9월 ESG 이슈 포커스



- 01 예고된 재난: 슈퍼 엘니뇨가 유발할 물·전력 스트레스 테스트
- 02 펀드 플로우로 본 ESG: 이름표의 가격
- 03 주주환원 강화가 불가피한 주가 누르기 방지법





예고된 재난: 슈퍼 엘니뇨가 유발할 물·전력 스트레스 테스트

재난은 대개 예고 없이 찾아오지만, 이번엔 '알고 맞아야만' 한다. NOAA는 9월 10일 진단에서 올가을~겨울 '매우 강한' 등급의 엘니뇨 발생 확률을 90% 이상으로 제시했고, 동태평양의 해수면 온도 편차가 이미 $+3.0^{\circ}\text{C}$ 를 넘어섰으며 공식 강도 지표인 니노3.4 주간값도 $+2.7^{\circ}\text{C}$ 까지 올라왔다고 밝혔다. 최상위 등급의 기준이 $+2.0^{\circ}\text{C}$ 인 것을 감안할 때, 현 수치는 규격 외에 해당한다. Trex 추정에 따르면 금번 엘니뇨가 유발할 글로벌 GDP 손실은 정점 기준 최대 4.1조 유로에 달한다. 엘니뇨의 작동 원리는 단순하다. 적도 태평양에서 동에서 서로 부는 무역풍이 약해지면, 서쪽에 쌓여 있던 더운 바닷물과 그 위의 비구름이 동쪽으로 옮겨간다. 그 결과 원래 비가 오던 동남아·인도·호주·서아프리카 지역은 가뭄이, 원래 건조하던 페루·에콰도르와 미국 남부에는 홍수가 발생한다. 동시에 바다가 품고 있던 열이 대기로 방출되며 지구 평균기온이 오르고 폭염이 잦아진다. 요컨대, 강우 지역이 통째로 이동한다.

문제는 이 이동이 이미 여유가 없는 시스템에 과부하로 작용한다는 점이다. 지구온난화로 증발은 늘고 적설량은 줄어 물 공급이 구조적으로 감소하는 반면, AI 데이터센터 및 반도체 공장 등 새 수요처가 물과 전력을 동시에 요구한다. 여기에 엘니뇨는 추가로 세 가지의 과부하를 유발한다. 가뭄은 수력 출력을 제한하고, 이를 대체할 석탄·가스 발전 또한 냉각수 부족과 수온 상승으로 출력이 저하하며, 폭염은 추가적인 냉방 전력 수요를 유발한다. 세계 석탄 발전 용량의 약 48%가 수자원 관련 스트레스 지역에 위치해 있다는 점을 감안했을 때, 상황은 더욱 심각해진다. 2023년 베트남의 사례가 이 경로의 축소판이다. 엘니뇨 진입기의 가뭄과 폭염으로 북부 수력 저수지가 바닥나자 삼성·폭스콘 등이 입주한 산업단지에 순환 정전이 발생했다. 엘니뇨는 물·전력 위기의 증폭기에 해당하며, 금번 엘니뇨는 시스템이 취약한 시점에 오는 스트레스 테스트다.

이 테스트의 결과는 두 갈래로 분화될 것으로 전망한다. 먼저, 병목의 심화다. 수력 비중이 높은 동남아·중남미·남부 아프리카의 전력 공급, 물 스트레스 지역에 몰린 화력 자산, 냉각수와 전력을 동시에 요구하는 데이터센터 증설이 같은 시점에 같은 물을 두고 경쟁한다. 컨스텔레이션이 마이크로소프트에 공급할 원전 재가동을 위해 하루 7,320만 갤런의 취수를 신청한 사례가 보여주듯, 물은 이미 전력 증설의 전제조건이다. 다음으로, 이 병목을 해소하는 쪽으로의 자본 이동이다. 2024년 4월 광둥 폭우로 수력이 멈추고 100만 가구가 정전된 뒤 중국은 ESS 배치를 앞당겼고, TSMC는 2021년 가뭄 당시 물탱크 트럭에 2,860만 달러를 쓴 뒤 공정수 재활용률을 90% 이상으로 끌어올렸다. 전술한 사례들을 근거로, 금번 엘니뇨는 수처리·냉각·전력망·배터리 저장 등 병목을 해소하는 밸류체인에 대한 투자 수요를 앞당길 것으로 판단한다.

요컨대, 금번 엘니뇨는 물·전력 인프라에 대한 적응 투자의 시험이다. 병목은 심해지고, 병목을 해소할 수 있는 산업의 몸값은 오른다. 관전 순서는 10월 8일 NOAA 진단, 10~12월 해수온 정점, 그리고 동남아 수력 의존 전력망의 겨울 수급이다.



펀드 플로우로 본 ESG: 이름표의 가격

최근 1년, 펀드명에서 'ESG'를 지우는 일이 빈번해졌다. EU 감독당국(ESMA)의 펀드 명칭에 대한 가이드라인이 적용된 이후 1년간, 적용 대상 4,570개 펀드 가운데 880개(약 19%)가 이름을 변경했고, 이 중 절반 이상인 508개는 ESG 관련 용어를 아예 삭제했다. 흥미로운 점은, 같은 기간 ESG는 펀드 이름에서 가장 많이 제거된 단어임과 동시에 두 번째로 많이 새로 붙은 단어이기도 했다는 점이다. 즉 현재 시장에는 'ESG'라는 이름표를 떼는 자와 붙이는 자가 공존하고 있으며, 이에 따라 ESG 시장의 구조 또한 개편되고 있다.

펀드 플로우는 이러한 재편이 변곡점에 들어섰을 가능성을 시사한다. EPFR 집계 기준 글로벌 ESG/SRI 펀드는 2025년 1분기부터 6개 분기 연속 순유출을 기록했다(주식, 채권 합산). 2025년 한 해에만 776억 달러가 빠져나갔으며, 2026년 상반기에도 200억 달러의 순유출이 이어졌다. 그러나 2026년 3분기(9월 9일까지 부분 집계), 글로벌 ESG 펀드는 25억 달러 순유입을 기록하며 순유입 전환에 성공했다. 주간 단위로는 8월 중순부터 유입이 재개됐으며, 9월 첫째 주 주식형 유입은 36억 달러로 집계 기간 내 두 번째로 큰 규모였다. 흥미로운 부분은 순유입 전환을 주도한 지역이다. 미국의 경우 2026년 2분기 순유입 전환에 성공했으나(+32억 달러), 이는 AI 전력망 인프라 ETF 한 종목에 집중된 유입이 만든 착시에 기인했으며 3분기에는 다시 순유출로 되돌아갔다(-29억 달러). 반면 유럽은 6개 분기 연속 순유출 끝에 반전에 성공했다(+42억 달러).

그렇다면 이러한 이탈과 회귀를 초래한 원인은 무엇인가? 그것은 바로 ESG라는 '이름표의 가격'에 있다. 과거에는 펀드에 ESG라는 이름을 붙이는 데에 별다른 비용이 들지 않았으나, 이제는 값이 매겨진다. 미국에서, 그 값은 '정치적 비용'이다. 공화당 주정부들이 ESG를 표방하는 운용사를 공적 연금 위탁에서 배제하고 주 법무장관들이 기후 연합체를 담합 혐의로 조사하면서, ESG를 내거는 순간 공적 자금 이탈과 소송 리스크라는 청구서가 따라붙는 구조가 됐기 때문이다. 대형 운용사들의 기후 연합체 연쇄 탈퇴, Vanguard의 의결권 가이드라인 내 ESG 표현 삭제, BlackRock의 E&S 안건 찬성률 2% 하회에서 볼 수 있듯, ESG 전략 자체를 포기하기보다는 이름표를 떼어버리는 방식의 대응이 확산됐다.

특히, BlackRock의 사례는 ESG라는 이름표에 필요한 비용을 잘 설명한다. BlackRock의 E&S 안건 찬성률은 2021년 40%대에서 2025년 2% 미만으로 4년 연속 급락했는데, 플로리다-텍사스-인디애나 등 주정부의 연쇄 자금 회수에 이어 2024년 12월 11개 주 법무장관이 의결권 행사 자체를 담합 수단으로 지목한 반독점 소송을 제기하면서, E&S 안건에 던지는 찬성표 하나 하나가 법정 증거물이 될 수 있는 환경이 됐다. 그러나 같은 해 BlackRock은 기후 리스크 관리 미흡을 이유로 74명의 이사 선임에 반대했고, 지속가능 상품군과 기업과의 비공개 대화는 유지했다. 바뀐 것은 연합체 명단, 표결 기록, 문서 여회 등 공개 기록이며, 논쟁적 결정은 고객이 직접 표결 정책을 선택하는 제도(Voting Choice)와 사적 채널로 옮겨졌다. 즉, 이는 ESG 전략의 포기라기보다는 비공개 무대로의 전환 가깝다. 지난 프록시 시즌에 주주제안의 22%가 사전 협상으로 철회되며 행동주의가 비공개 인게이지먼트로 이동한 흐름과도 맥락을 공유하는 대목이다.



반면, 유럽에서 이름표의 가격은 '규제 의무'다. 2021년 SFDR 도입 이후 그 실체가 부족한 펀드까지 앞다퉈 지속가능 분류를 달면서 그린워싱이 소비자 보호 문제로 번졌고, ESMA가 '이름이 투자자를 오도해서는 안 된다'는 원칙 아래 명칭 가이드라인을 도입한 것이 그 배경이다. 펀드 이름에 ESG와 관련된 용어를 사용하기 위해서는 투자자산의 80% 이상이 그 특성에 부합해야 하고, 'Sustainable'이라는 용어 또한 SFDR 기준 지속가능투자 비중 50% 초과를 입증해야만 사용 가능하다. ESMA가 대형 운용사들의 개명 신고를 분석한 결과에 따르면, 기존에 ESG 관련 용어를 쓰던 펀드의 약 3분의 2가 개명에 나섰고, 이름표를 떼어낸 자리를 'Screened', 'Select' 등의 완곡한 표현이 대체했다. 특히 화석연료 노출이 큰 펀드일수록 포트폴리오를 개편하는 대신 이름표를 떼는 쪽을 택했다.

이름표에 값이 매겨지자, 시장의 반응 또한 삼분화됐다. 1) 이름표를 고수한 펀드들. SFDR 및 MIFID 지속가능성 선호 체계 하에서, ESG라는 이름표는 유럽 유통망으로의 입장권이다. 특히 채권형은 라벨 요건이 위임계약에 명시된 연기금·보험 자금의 비중이 높고 주주제안·의결권을 둘러싼 정치적 논쟁에서도 한 발 떨어져 있어 이름표를 유지하는 비용이 낮는데, 실제로 ESG 채권형 펀드의 경우 연초 이후 248억 달러 순유입으로 견조한 흐름을 보였다. 2) 이름표를 갈아 단 펀드들. 펀드들은 노골적인 'ESG' 간판 대신 'Screened' 같은 완곡한 이름표를 바꿔 달았고, 자금 또한 이를 따라 이동했다. 이는 지속가능성 수요 자체는 유지되나, 이름표에 따른 비용을 회피하고자 하는 움직임에 해당한다. 3) 통계 밖으로 숨은 자금. 2025년 3분기 유럽의 기록적 유출(-430억 달러)을 분해하면 영국에서만 514억 달러가 빠져나갔고, 영국을 제외한 유럽은 오히려 84억 달러 순유입이었다. 영국 연기금들이 공동 펀드에서 맞춤형 분리계좌로 자산을 옮기면서 ESG 노출은 유지한 채 펀드 통계에서만 사라진 것으로, '유럽 첫 연간 유출'이라는 헤드라인의 상당 부분은 이 착시에 기인한다.

다만 유입 전환이 곧 ESG의 붐을 뜻하는 것은 아니다. 돌아온 자금의 구성이 이탈 이전과 다르기 때문이다. 연초 이후 글로벌 ESG 주식형에서 액티브 공모펀드는 658억 달러가 빠진 반면 패시브 ETF로는 247억 달러가 들어왔다. 액티브에서 패시브로의 이동은 시장 전체의 흐름이지만, 자산 대비 유출 강도를 비교하면 ESG 액티브(-5.7%)가 전체 시장(-4.5%)보다 빠르게 마르고 있어 약 1.2%p의 추가 환매 압력이 확인된다. 반대편에서 ESG 패시브 ETF의 성장률(+5.3%) 또한 전체 시장(+5.9%)에 못 미쳐, ESG 유니버스는 양쪽 끝에서 시장 대비 점유율을 잃고 있다. 현재 ESG 자금은 패시브, 채권, 검증된 라벨 등 좁은 문으로 돌아오고 있다. 유출의 시대가 끝나고, 선별의 시대가 시작된 것이다.

이러한 재편은 한국 시장에 무엇을 시사하는가? 현재 국내 기준은 2023년 10월 도입된 금융감독원 ESG 펀드 공시기준에 따라 ESG를 표방하면 그 근거를 공시·보고하는 '설명 의무' 단계로, 유럽식 정량 기준과는 거리가 있다. 유럽이 펀드 자산의 80%라는 기준을 둘 수 있는 것은 기업 공시(CSRD)로 표준화된 데이터가 뒷받침되기 때문이며, 국내 펀드 규제가 설명 의무에 머무는 것도 이 데이터의 부재에 기인한다. 그런데 이제는 데이터가 채워지기 시작한다. 지난 7월 당정은 글로벌 투자자의 정보 수요에 대응해 2028년(FY27) 연결자산 10조 원 이상 KOSPI 상장사의 지속가능성 법정공시를 의무화하기로 확정했다. 펀드명을 검증할 수준의 데이터 기반은 제3자 인증이 시행되는 2030년 전후에 확보될 전망이다. 데이터가 갖춰지고 명칭 규제가 도입되는 순간, 이름표와 내용물 간의 정합성이 자금흐름을 가르는 변수가 된다는 것이 유럽 시장에서 체득할 수 있는 교훈이다. 선별 시도가 이루어지기 전에, 선제적으로 이름표와 포트폴리오의 간극을 점검할 시점이다.



주주환원 강화가 불가피한 주가 누르기 방지법

세제개편안에 주가 누르기 방지를 위한 상속세 및 증여세법 개정안이 담겼다. 향후 국회서 수정되는 내용과 실제 시행 여부를 확인해야 하지만 잠재적으로 지주회사에 미치는 영향은 다소 클 것으로 예상된다.

주가 누르기로 추정하는 요건은 2가지로 1)저PBR, 2)행위 요건 및 주가 하락 요건이다. 저PBR은 최근 13반기 중 12반기의 PBR이 업종별 하위 25%(코스피), 10%(코스닥)이 기준이다. 장기간을 요구한 것은 일시적 주가 부진과 구조적 방치를 구분하려는 취지로 해석된다. 저PBR 요건에 해당되지 않더라도 최근 1년 내 중복상장, 교환사채 발행 등 주가에 부정적 영향을 미칠 수 있는 행위가 존재하거나 상속·증여 평가액이 최근 6개월, 1년, 2년, 3년간 각각의 평균액 중 최고액에 비해 30% 이상 낮으면 주가 누르기 기업으로 추정한다. PBR이 높더라도 주가를 누르는 경우가 있다는 점을 반영했다고 설명했다. 저PBR 요건에 해당되면 현행 평가기준일 전후 2개월 평균에 1.3배를 곱한 금액과 6개월, 1년, 2년, 3년, 4년, 5년, 6년, 6년6개월 각 기간 평균액 중 최대 금액을 적용한다. 두번째 요건에 해당할 경우 6개월, 1년, 2년, 3년 각 기간 평균액 중 최대 금액을 기준으로 삼는다.

특징은 입증의 책임이 납세자에 있다는 점이다. 주가 누르기 기업으로 추정될 경우 납세자가 스스로 조세회피 목적이 없음을 입증해야 한다. 입증 방법에 대한 세부적 업황 등 외부 요인, 밸류업 공시, 자사주 매입·소각·배당 이행 실적, 중복상장·교환사채 발행의 자금조달 목적 근거 등이 활용될 것으로 추정한다.

지주회사는 그룹의 지배구조 정점에 위치해 상속·증여의 직접 대상이다. 주가 누르기 방지법안이 미치는 영향이 작지 않을 것으로 전망하는 이유이다. 확실한 부분은 주주환원의 강화이다. 주가 누르기 요건을 회피하기 위해서는 현금 배당, 자사주 매입·소각 등 주주환원 강화를 수반한다. 또한, 회피 목적이 없다는 입증 논리로서 기업가치 제고를 위한 주주환원이 요구된다.

주가 누르기 기업 추정 요건		
구분	저PBR	행위 요건 + 주가 하락 요건
적용 기준	최근 13반기 중 12반기의 PBR이 업종별 하위 25%(코스피), 10%(코스닥)에 해당 *업종별 기준은 GICS 등 활용해 국세청 고시 예정	1)행위 요건: 평가기간 말일 기준 소급 1년간 중복상장, 교환사채 발행 등 주가에 부정적 영향을 미치는 행위 존재 2)주가 하락 요건: 현행 시가평가액이 최근 6개월, 1년, 2년·3년간 각각의 평균액 중 최고액 대비 30% 이상 낮음
요건 해당시 주식 평가방법	Max{(평가기준일 전후 2개월 평균액)×1.3, 현행 평가기간 말일부터 소급해 6개월, 1년, 2년, 3년, 4년, 5년, 6년, 6년 6개월간 각각의 평균액}	Max{현행 평가기간 말일부터 소급해 6개월, 1년, 2년, 3년간 각각의 평균액}

자료: 재정경제부, 유안타증권 리서치센터



이 자료에 게재된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며 외부의 부당한 압력이나 간섭 없이 작성되었음을 확인함.(작성자: 김용구, 이승웅)
당사는 동 자료를 전문투자자 및 제 3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.

본 자료는 기업의 비재무적 요소인 환경 (Environment) · 사회 (Social) · 지배구조 (Governance)와 관련된 리포트로 친환경 경영, 사회공헌, 공정거래, 주주총회 안건 등 장기적 관점에서의 기업가치와 기업의 지속가능성에 영향을 주는 주제 및 내용에 관련한 자료입니다.

본 자료는 투자자의 투자를 권유할 목적으로 작성된 것이 아니라, 투자자의 투자판단에 참고가 되는 정보제공을 목적으로 작성된 참고자료입니다. 본 자료는 금융투자분석사가 신뢰할만 하다고 판단되는 자료와 정보에 의거하여 만들어진 것이지만, 당사와 금융투자분석사가 그 정확성이나 완전성을 보장할 수는 없습니다. 따라서, 본 자료를 참고한 투자자의 투자결정은 전적으로 투자자 자신의 판단과 책임하에 이루어져야 하며, 당사는 본 자료의 내용에 의거하여 행해진 일체의 투자행위 결과에 대하여 어떠한 책임도 지지 않습니다. 또한, 본 자료는 당사 투자자에게만 제공되는 자료로 당사의 동의 없이 본 자료를 무단으로 복제 전송 인용 배포하는 행위는 법으로 금지되어 있습니다.