

임팩트 커넥터

변화를 잇는 사람들

THIS WEEK POINT

자본의 형태와 조직의 형태가 어긋나 있다는 진단이 같은 주에 세 나라에서 나왔다. 영국의 사회투자 전문기관 두 곳은 임팩트 경제를 하나의 분야로 보지 말고 자금과 맺는 관계에 따라 다섯 구획으로 나눠 보자는 보고서를 냈다. 미국에서는 자본이 기회를 만나지 못할 때 그 원인을 발굴·번역·순서 세 갈래로 갈라 진단하자는 틀이 제시됐고, 영국 지방공무원연금은 4,023억 파운드를 통합 운용하는 개혁이 발효되면서 500만 파운드짜리 지역 투자를 누가 맡을 것인가라는 질문에 부딪혔다. 공통된 문제 의식은 하나다. 돈이 부족한 것이 아니라 그 돈을 담는 그릇과 조직의 모양이 맞지 않는다. 이 어긋남을 정리할 언어가 국내 자금 실무에 닿기까지는 12~24개월로 본다.

선언을 모으던 시대가 공식적으로 끝났다. 2020년 출범해 150개국 1만 5,700여 기관을 모았던 유엔의 넷제로 캠페인이 독립 캠페인 운영을 접고 유엔의 기후행동 의제로 통합된다. 기준과 네트워크는 이달 말 출범하는 '넷제로 활성화 그룹'으로 옮겨간다. 약속을 받아내는 일은 끝났고 이제 남은 것은 이미 한 약속을 감축과 투자로 옮기는 일이라는 것이다. 새 체제는 새 선언을 늘리는 대신 30개의 공동 목표와 120개의 실행계획으로 정부·기업·도시·투자자를 묶는다. 새 기준의 공식 검증이 2027년 초에 시작되므로, 국내 기업이 재검증 여부를 판단할 시간은 약 17개월 남았다.

라벨을 붙일 수 있는 돈과 없는 돈이 갈라지고 있다. 유럽에서는 올 상반기에만 2,420억 달러어치 녹색채권이 발행돼 역대 최대 기록을 향하고 있고, 미국 지속가능 펀드는 14분기 만에 처음으로 30억 달러 순유입으로 돌아섰다. 그런데 같은 시기 아세안 지역과 한·중·일을 합친 시장의 1분기 발행은 5년 만의 최저인 469억 달러로 31.1% 줄었고, 데이터센터를 짓느라 채권시장에서 가장 큰 돈을 빌리고 있는 미국 대형 기술기업들은 녹색채권을 거의 쓰지 않고 일반 회사채를 택했다. 라벨을 붙일 수 없는 자산이 지금 가장 빠르게 자라고 있기 때문이다. 국내 인공지능 인프라 투자가 본격화되면 같은 문제가 12~18개월 안에 국내 기업의 지속가능 금융 비중에 나타난다.



심층 — 이번 호를 관통하는 한 문장: 값은 매겨지기 시작했는데, 그 값을 담을 그릇이 아직 없다

지난 호와 이어지는 지점. 지난 호에서 우리는 지속가능성이 '이름표'를 잃고 '항목별 숫자'로 재편되고 있다고 정리했다. 이번 주 자료들은 그 다음 국면을 보여준다. 숫자는 실제로 매겨지기 시작했다. 국가 신용등급 분석에 기후 손실이 국내총생산의 최대 16%라는 수치로 들어갔고, 중앙은행 담보 시장에서 녹색채권은 일반 채권보다 두 배 큰 할인을 받고 있으며, 호주에서는 펀드의 지속가능성 주장을 제대로 점검하지 않은 운용사에 73억 원 규모의 제재가 떨어졌다. 값매김은 더 이상 예고가 아니라 청구서다. 그런데 같은 주의 다른 자료들은 정반대 방향을 가리킨다. 값이 매겨지는 속도만큼 그 값을 담을 그릇 — 자금의 형태, 조직의 법적 구조, 심사 규정 — 은 만들어지지 않았다.

세 갈래가 같은 곳을 가리킨다. ① 자금 쪽에서는 임팩트 경제를 다섯 구획으로 나누자는 제안이 나왔다. 보조금이 영구적으로 옳은 조직과 상환형 자금이 맞는 조직과 조합원에게 이익을 돌리는 조직은 서로 다른 그릇을 필요로 하는데, 지금까지 이들은 '사회적경제' 하나로 묶여 같은 자금을 권유받아 왔다. ② 제도 쪽에서는 문턱이 오르면서 그릇에 못 들어가는 조직이 생기고 있다.

네덜란드의 한 소기업은 인증 절차가 자기 사업 형태와 맞지 않는다면 인증을 반납했고, 영국의 새 조달 규칙은 사회적 가치 평가 문턱을 100만 파운드로 올리면서 그 아래에서 경쟁하는 사회적기업을 규칙 바깥으로 밀어냈다. ③ 측정 쪽에서는 반대 방향의 정교화가 진행 중이다. 싱가포르 국부펀드 계열 기후투자사는 예상 감축이 아니라 이미 실현된 감축만 세는 지표를 공표했고, 금융배출량 산정 표준은 대출·투자를 넘어 자본시장 중개와 보험까지 범위를 넓히고 있다.

왜 하필 지금인가. 두 개의 시계가 어긋나 있기 때문이다. 값매김의 시계는 규제와 시장이 함께 돌린다. 공시 의무화 일정이 정해지고 국경에서 세금이 걷히기 시작하면 값은 정해진 날짜에 반드시 매겨진다. 반면 그릇의 시계는 법인 형태·투자 규정·조달 기준처럼 훨씬 느리게 움직이는 제도가 돌린다. 앞의 시계가 6~18개월 단위로 뛰는 동안 뒤의 시계는 3~5년 단위로 움직인다. 이 시차 구간에서 벌어지는 일은 예측 가능하다. 값을 감당할 수 있는 조직만 남고, 값이 매겨지기 전에는 멀쩡히 존재하던 작은 주체들이 잘못된 것 없이 계산 바깥으로 밀려난다. 이번 주 네덜란드 소기업의 인증 반납과 영국 조달 문턱 상향은 그 현상의 두 가지 얼굴이다.

한국에 도착하는 순서. 가장 빨리 오는 것은 값이다. 첫 법정 기후공시에 쓸 자료 수집이 닷달 뒤에 시작되고, 그 자료는 곧바로 자산가액·매출·투자금액과 연결돼야 한다. 이번 주 나온 국내 대기업 99곳 전수 분석은 그 연결 단계에서 준비가 무너져 있음을 숫자로 보여줬다. 다음은 자금의 형태다. 상환형과 보조형을 가르는 언어가 국내 지원 체계에 들어오기까지 12~24개월을 본다.

가장 늦은 것은 조직의 그릇이다. 이번 주 시행된 마을기업법처럼 새로운 법인 형태가 제도로 자리 잡는 데는 15년이 걸렸고, 다음 형태도 그만큼 걸릴 것이다. 다만 한 가지는 도착을 기다릴 필요가 없다. 자기 조직이 다섯 구획 중 어디에 있는지 한 문장으로 쓰는 일은 오늘 할 수 있고, 그 문장이 없으면 어떤 자금 대화도 시작되지 않는다. 이 한 가지에는 도착 시차가 0개월이다.

01 헤드라인 — 이번 주 핵심 흐름

돈의 그릇과 조직의 그릇 — 같은 주에 세 나라가 같은 어긋남을 지적했다

영국의 사회투자기관 소셜인베스트먼트비즈니스와 자선 부문 싱크탱크 뉴필랜스로피캐피털이 이번 주 화요일 「임팩트 경제 구획하기」 보고서를 냈다. 핵심은 임팩트 경제를 하나의 분야로 다루지 말고, 각 조직이 자금과 맺는 관계에 따라 나눠 보자는 제안이다. 구획은 다섯이다. 자본과의 관계 자체가 없는 '참여 경제'가 기초층에 있고, 이익을 외부로 빼낼 수 없도록 구조로 막아 둔 '규제형 임팩트 경제'가 그 위에 오는데 이쪽은 다시 투자 거래가 성립하지 않아 보조금이 영구적으로 옳은 구획과 일정한 보조를 없으면 상황이 가능한 구획으로 갈린다. 세 번째는 이익을 공적 사명이 아니라 조합원에게 돌리는 '조합원 편익 경제'로 노동자협동조합·종업원소유신탁·소비자협동조합·공제조합·신용협동조합이 여기 속한다.

네 번째는 자발적 사명 선언은 있으나 법적 제약은 없는 '자율규제형 임팩트 경제'로 비콕 인증 기업과 목적 지향 기업이 들어간다. 마지막이 일반 상업 경제다. 보고서를 쓴 소셜인베스트먼트비즈니스의 부대표는 어떤 돈이 어떤 목적에 쓰이는지가 다소 산발적으로 느껴질 때가 있었다고 말했고, 뉴필랜스로피캐피털의 임팩트 투자 담당은 '임팩트 투자'라는 표현이 규제형 조직에 넣는 돈과 이익을 자유롭게 빼낼 수 있는 기업에 넣는 돈 사이의 경계를 흐려 놓았다고 지적했다. 두 사람이 강조한 결론은 상환형 자금이 모든 조직에 맞는 답은 아니며, 모든 조직이 언젠가 사회투자자로 가는 여정 위에 있다고 전제해서는 안 된다는 것이다. 같은 주 미국에서는 자본이 기회를 만나지 못하는 상황을 진단하는 틀이 제시됐다.

한 패밀리오피스의 실사 담당자가 유망한 창업자와 운영자가 최종 검토 목록에 꾸준히 올라오지 않는다는 문제를 제기하며 신뢰할 수 있는 네트워크로 발굴 범위를 넓히자고 제안했는데, 같은 결과에는 다른 설명도 가능하다는 것이 출발점이었다. 이미 파이프라인에 들어와 있었는데 진지한 검토 전에 걸러졌을 수도 있다는 것이다. 앞의 진단이 맞으면 발굴을 넓히는 것이 답이지만 뒤가 맞으면 심사 기준을 고쳐야 하고, 진단을 제안과 분리해 적어 두지 않으면 나중에 무엇이 틀렸는지조차 알 수 없다. 필자는 이를 인식·번역·순서라는 세 개의 간극으로 정리했다. 한 기관투자자는 투자위원회가 패턴 인식에 기대는 경향을 지적하며, 익숙한 표지가 과대평가되면 네트워크와 기관 후원과 가문 이력의 차이가 곧 투자 위험으로 값매겨진다고 말했다. 세 번째 자료는 영국 지방공무원연금이다.

실행 권한을 통합 풀로 넘기는 개혁이 6월 30일 발효되면서, 사우스요크셔연금청 같은 개별 기금이 유지해 온 지역 투자 방침을 18개 파트너 기금을 거느린 1,200억 파운드 규모 풀이 어떻게 이어받을 것인가가 쟁점이 됐다. 이 기금은 자산의 최대 5%를 지역 임팩트에 배정하고 그중 절반 이상을 물리적으로 자기 지역 안에 투자하도록 정해 두었으며, 2025년 3월 말 기준 임팩트 투자 4억 3,300만 파운드 가운데 1억 1,500만 파운드가 사우스요크셔에 직접 들어가 있다. 투자전략 담당자는 500만 파운드짜리 지역 투자가 지역 사회에는 결정적이지만 수백억 파운드를 굴리는 풀에는 자원을 배정할 만한 크기가 아니라고 말했다. 통합이 소규모 벤처와 성장자본 지원을 줄일 수 있다는 우려도 함께 제기됐다.

한국 시사점 — 한국의 지원 체계는 아직 이 구획을 갖고 있지 않다. 사회적기업·협동조합·마을기업·소셜벤처가 대체로 하나의 묶음으로 다뤄지고, 지원사업 공고문은 이들에게 거의 같은 서류를 요구하며, 임팩트 펀드는 '사회적 가치를 창출하는 기업'이라는 하나의 문장으로 대상을 정의한다. 그 결과 두 가지 왜곡이 반복된다. 하나는 보조금이 영구적으로 옳은 조직에게 자꾸 투자 유치를 권하는 일이다. 돌봄과 자활처럼 수익 구조상 상황이 성립하지 않는 영역의 조직들이 성장 단계 진입을 요구받고, 그 요구를 따르다 본업이 흔들린다.

다른 하나는 반대 방향이다. 상환 능력이 충분한 조직이 보조금 논리 안에 묶여 규모를 키울 자금을 못 만난다. 지금 당장 할 수 있는 일은 세 가지다. 첫째, 지원기관과 중간지원조직이 자기 관할 조직을 다섯 구획 비슷한 기준으로 한 번 분류해 보는 것이다. 분류가 정확할 필요는 없고 '이 조직에 상환형 자금이 맞는가'라는 질문을 서류에 넣는 것만으로 대화가 달라진다. 둘째, 지역 연기금과 공제회가 지역 투자 방침을 문서로 갖는 일이다. 영국 사례가 보여주듯 통합과 대형화가 진행되면 작은 지역 투자는 규정에 적혀 있지 않는 한 가장 먼저 사라진다.

국내에서도 기금 통합과 위탁운용 확대 논의가 이어지고 있어, 지금 방침을 적어 두지 않으면 나중에는 되돌릴 근거가 없다. 셋째, 심사에서 떨어진 이유를 기록으로 남기는 일이다. 발굴이 부족한 것인지 심사에서 걸러지는 것인지 구분되지 않으면 개선은 언제나 발굴 확대로만 흐른다. 이 진단 언어가 국내 자금 시장의 실무 문서에 닿기까지는 12~24개월을 본다. 다만 그중 첫 번째와 세 번째는 외부 도착을 기다릴 일이 아니라 이번 분기에 결정할 수 있는 일이다.



심층 — 임팩트 자본의 병목은 총량이 아니라 형태다: 다섯 구획 언어와 '진단을 먼저 적는' 규율 (영국·미국·네덜란드에서 같은 주에 제기된 어긋남 · 국내 자금 실무 도착 12~24개월)

왜 중요한가. 지난 10년간 임팩트 자본을 둘러싼 논의는 거의 전부 총량의 언어로 진행됐다. 얼마를 조성했고 몇 개 기업에 투자했으며 재원이 얼마나 늘었는가. 이번 주의 세 자료는 총량이 아니라 형태를 문제 삼는다는 점에서 함께 읽어야 한다. 영국 보고서의 결정적 통찰은 구획을 나눈 기준이 조직의 사명이나 업종이 아니라 '자금과 맺는 관계'라는 데 있다. 같은 돌봄 사업을 하더라도 이익 배분이 구조적으로 막혀 있는 법인과 그렇지 않은 법인은 전혀 다른 자금을 필요로 하고, 조합원에게 이익을 돌리는 조직은 공적 사명을 표방하는 조직과 자금 논리가 다르다.

이 구분이 없으면 정책은 언제나 평균값을 겨냥하게 되고, 평균에 해당하는 조직은 실제로 존재하지 않는다. 미국 쪽 자료의 통찰은 방법론에 있다. 자본이 기회를 만나지 못할 때 우리는 곧바로 처방을 말하지만, 처방 이전의 진단은 대개 발화되지 않은 채 남는다. 발굴을 넓힐 것인가, 심사 기준을 고칠 것인가, 새 상품을 만들 것인가, 중개자를 바꿀 것인가는 전부 다른 진단에서 나오는 다른 처방인데, 진단을 적어 두지 않으면 몇 년 뒤 실패했을 때 진단이 틀렸는지 실행이 약했는지 구분할 수 없다. 영국 연금 사례는 이 두 가지가 실제로 부딪히는 현장이다. 규모의 경제와 지역 투자는 정면으로 충돌하며, 충돌을 조정하는 것은 선의가 아니라 규정에 적힌 비율이다.

승자와 패자. 승자는 셋이다. 첫째는 자기 구획을 정확히 아는 조직이다. 상환형 자금을 받을 수 있는 조직이 스스로를 보조금 대상으로 설명하면 성장 자금을 놓치고, 반대의 경우엔 갚지 못할 돈을 진다. 구획을 아는 조직은 문을 잘못 두드리지 않는다. 둘째는 구획별 상품을 설계할 수 있는 자금 공급자다. 하나의 임팩트 펀드로 모든 유형을 담으려는 시도는 지금 전 세계에서 가장 자금을 못 모으는 형태이고, 보조금·준자본·상환형·조합원 자본을 각각 다른 상품으로 설계할 수 있는 쪽이 시장을 갖는다. 셋째는 규정에 지역 배정 비율을 이미 적어 둔 연기금이다.

통합이 진행되면 적혀 있는 것만 살아남는다. 패자도 셋이다. 하나는 구획 사이에 걸쳐 있는 조직이다. 사업의 절반은 보조금이 옳고 절반은 상환이 가능한 조직은 어느 창구에서도 표준 서류를 채우지 못한다. 둘은 작은 지역 투자 자체다. 500만 파운드가 지역에는 결정적이지만 대형 풀에는 검토 비용이 맞지 않는다는 지적은 규모가 커질수록 구조적으로 강해진다. 셋은 잘하고 있는데 익숙하지 않은 조직이다. 패턴 인식에 기댄 심사에서 네트워크와 이력의 부재는 그 자체로 위험으로 값매겨지고, 이 조직들은 자료가 없어서가 아니라 자료를 만들 기회를 얻지 못해 걸러진다.

한국 적용. ① 지원사업 신청서에 '자금 적합성' 칸을 만든다 — 이 사업에 맞는 자금이 보조금인지 상환형인지 준자본인지, 그리고 그렇게 판단한 근거를 세 줄로 쓰게 한다. 지금은 모든 조직이 모든 칸을 채우느라 자기 유형을 스스로 흐린다. ② 임팩트 펀드의 투자 대상 정의를 법인 형태와 이익 배분 구조 기준으로 다시 쓴다. '사회적 가치를 창출하는 기업'이라는 정의는 실무에서 아무것도 걸러내지 못하고, 결국 심사자의 직관이 그 자리를 대신한다. ③ 지역 연기금·공제회의 운용 규정에 지역 배정 비율과 '지역'의 정의를 숫자로 적는다.

영국 사례에서 배울 지점은 비율만이 아니라 정의다. 경제권은 행정 경계를 따르지 않으므로, 인접 지역 투자를 어디까지 지역으로 인정할지를 미리 적어 두지 않으면 매번 논쟁이 된다. ④ 심사 탈락 사유를 유형별로 집계해 연 1회 공개한다. 발굴 문제인지 심사 문제인지가 이 집계 하나로 갈린다. ⑤ 중간지원조직의 역할을 사업 대행에서 '구획 진단'으로 옮긴다. 현장 조직이 스스로 자기 구획을 판단하기는 어렵고, 이 판단을 도와주는 것이 지금 가장 값싸고 효과가 큰 지원이다.

놓치기 쉬운 함정. 첫째, 구획을 등급으로 오독하는 것이다. 보조금 구획이 아래고 상업 구획이 위라고 읽는 순간 이 틀은 지금까지의 '성장 사다리' 논리를 이름만 바꿔 되풀이하게 된다. 보고서가 명시적으로 부인한 것이 바로 그 전제다. 둘째, 분류를 자격 심사로 바꾸는 것이다. 구획이 지원 자격이 되면 조직들은 자기 실제 모습이 아니라 유리한 구획으로 자신을 서술하기

시작하고, 그러면 분류의 정보 가치가 사라진다. 분류는 대화의 언어이지 관문이 아니다. 셋째, 지역 투자 비율을 적어 두는 것만으로 끝났다고 여기는 것이다.

비율이 있어도 검토 인력이 없으면 집행되지 않으며, 대형 풀에서 소액 투자를 담당할 전담 조직을 함께 만들지 않으면 비율은 미달인 채로 매년 보고된다. 넷째, 진단을 기록하라는 규율을 문서 작업으로 축소하는 것이다. 요점은 문서가 아니라 나중에 검증 가능한 형태로 판단을 남기는 것이며, 한 문장이면 충분하다. 다섯째, 이 논의를 영국의 특수한 제도 사정으로 치부하는 것이다. 자금 통합과 대형화, 그리고 그로 인한 소액·지역 투자의 소멸은 국내 연기금과 모태펀드에서도 이미 같은 방향으로 진행되고 있다.

출처: [Pioneers Post \(영국, 2026-08\) — The right kind of money for the right kind of organisation: how to better align the UK's impact economy](#) · [ImpactAlpha \(미국, 2026-08\) — The Unnamed Diagnosis: A framework for when capital and opportunity disconnect](#) · [Impact Investor \(네덜란드, 2026-08\) — Can LGPS pools deliver local impact at scale?](#)

선언을 모으던 캠페인이 문을 닫는다 — 6년 만에 실행 체제로

2020년 유엔의 지원으로 출범해 세계 최대의 민간 넷제로 연합으로 자란 캠페인이 독립 운영을 접는다. 유엔 기후변화 고위급 챔피언은 8월 6일 이 캠페인을 별도로 운영하는 대신 유엔의 글로벌 기후행동 의제에 통합한다고 밝혔다. 기존 파트너와 가입 기준, 네트워크는 이달 말 공식 출범하는 '넷제로 활성화 그룹'으로 옮겨간다. 출범 당시 이 캠페인의 역할은 분명했다. 기업마다 '탄소중립'과 '넷제로'의 의미가 제각각이고 과학기반감축목표 이니셔티브의 기업 넷제로 표준조차 나오기 전이던 시기에, 공통된 정의를 제시하고 서명을 받아내는 일이었다.

네슬레·어도비·디아지오 등 1,000여 곳이 출범 서명자로 참여했고 1년 만에 참여 기업이 두 배 이상 늘었으며, 2024년 말 기준으로는 기업뿐 아니라 도시·금융기관·대학·의료기관까지 150개국 이상 1만 5,700여 기관이 이름을 올렸다. 구조는 다섯 단어로 요약됐다. 약속하고, 계획하고, 실행하고, 공개하고, 정책 로비까지 목표와 일치시키라는 것이다. 기준은 시간이 지나며 강화됐다. 2022년에는 가입 후 12개월 안에 전환계획을 공개하고 직접 배출뿐 아니라 전력 사용과 공급망 배출까지 감축 범위를 넓히도록 요구했다. 문제는 그 다음에 생겼다.

같은 개정에서 신규 석탄 프로젝트의 개발과 금융 제공을 금지했는데, 일부 대형 은행이 이런 공동 약속이 경쟁법 문제를 일으킬 수 있다고 제기하자 몇 달 뒤 표현이 '단계적 퇴출'로 완화됐고 종료 시점도 명시되지 않았다. 기후단체들은 금융권 압력에 따른 후퇴로 봤다. 이 사건은 기준을 누가 정하고 누가 감독하는가라는 문제를 표면으로 끌어올렸다. 소수 전문가 중심의 의사결정 구조는 야심을 키울 여지를 만들지만 다른 목적을 가진 행위자가 개입할 여지도 함께 만든다는 학계의 지적이 올해 초 나왔다. 그 사이 빈자리는 다른 기구들이 채웠다. 과학기반감축목표 이니셔티브는 6월 기업 넷제로 표준 2.0을 발표했고 1만 1,000곳 이상이 목표 설정 과정에 참여하고 있으며 새 기준에 따른 공식 검증은 2027년 초 시작된다.

국제표준화기구도 6월 세계 최초의 넷제로 정렬 표준을 만들기 위한 공개 협의에 들어갔다. 두 기구 모두 훨씬 넓은 이해관계자 의견을 받는 구조다. 캠페인을 설계했던 인물은 2020년의 과제가 신뢰할 만한 넷제로 정의를 중심으로 대규모 참여를 모으는 것이었고 그것은 달성됐다고 평가했다. 캠페인 자문을 맡았던 옥스퍼드대 연구자는 다음 국면의 과제를 기준을 지켜내고 그 기준이 작동하게 만드는 구조적 작업으로 규정했다. 새 체제는 2026년부터 2030년까지 새 선언을 늘리는 대신 30개의 공동 목표와 120개의 구체적 실행계획을 중심으로 각 주체의 행동을 연결한다.

한국 시사점 — 국내 기업의 넷제로 선언은 대체로 2020년에서 2022년 사이에 집중됐고, 상당수는 이 캠페인이나 유사한 국제 이니셔티브 가입을 근거로 삼았다. 그 근거가 사라지는 것이 아니라 성격이 바뀐다는 점이 중요하다. 지금까지 선언은 그 자체로 대외 신인도를 만들었지만, 앞으로는 선언의 근거가 어느 기구의 어떤 검증을 통과했는지가 물어진다. 실무적으로 확인할 것은 네 가지다. 첫째, 자사 넷제로 목표가 어느 표준의 몇 년 판을 따르고 있는지 문서로 특정돼 있는지 확인하는 일이다. 표준이 2.0으로 바뀌고 공식 검증이 2027년 초에 시작되므로, 구 기준으로 검증받은 목표는 앞으로 15개월 안에 재검증 여부를 판단해야 한다. 둘째, 전환계획 문서의 존재 여부다.

목표는 있는데 전환계획이 없는 기업이 국내에 많고, 새 체제가 실행 중심으로 재편되면 계획 없는 목표는 평가 대상에서 빠지거나 감점 요인이 된다. 셋째, 정책 관여의 정합성이다. 캠페인이 요구했던 다섯 항목 중 국내 기업이 가장 취약한 부분이 협회 활동과 정책 의견이 자사 감축 목표와 어긋나는 경우인데, 이 항목은 국제 평가에서 점점 자주 확인된다. 넷째, 석탄 조항의 교훈이다. 자발적 연합의 기준은 회원의 이해가 걸리면 후퇴할 수 있고, 그렇게 후퇴한 기준을 근거로 삼은 기업은 나중에 함께 신뢰를 잃는다. 국내 논의에서 국제표준화기구의 넷제로 정렬 표준이 갖는 의미가 여기 있다. 자발적 연합이 아니라 표준 절차를 밟은 기준은 흔들릴 여지가 적다. 이 재편이 국내 기업의 보고서 문안과 협회 대응 실무에 닿기까지는 6~12개월, 검증 실무까지 내려오는 데는 약 17개월을 본다.



심층 — 자발적 연합에서 표준 절차로: 넷제로 거버넌스의 무게중심 이동과 '선언 자산'의 감가 (국제 기구 차원에서 진행된 재편 · 국내 검증 실무 도착 약 17개월)

왜 중요한가. 이 소식을 캠페인 하나의 종료로 읽으면 핵심을 놓친다. 실제로 일어난 일은 넷제로 기준을 만드는 권한이 자발적 연합에서 표준 제정 절차로 옮겨간 것이다. 두 방식은 성격이 완전히 다르다. 자발적 연합은 빠르고 야심적이지만 회원의 이해관계에 직접 노출된다. 석탄 조항이 몇 달 만에 완화된 과정이 그 취약성을 그대로 보여줬다. 반면 표준 제정은 느리지만 절차가 공개되고 이해관계자 범위가 넓어 한번 정해지면 특정 업계의 요구로 뒤집히기 어렵다. 기업 입장에서 이 이동이 뜻하는 바는 '선언 자산'의 감가다.

지난 5년간 국제 이니셔티브 가입은 그 자체로 자산이었다. 로고를 보고서에 싣고 투자자 설명회에서 언급하면 그것이 곧 성과였다. 새 체제가 실행을 세는 방향으로 재편되면 가입 사실은

배경 정보로 내려왔고, 전환계획의 존재와 중간 목표의 달성률이 그 자리를 대신한다. 학계가 지적인 의사결정 구조 문제도 같은 방향을 가리킨다. 소수 전문가 그룹이 기준을 정하는 방식은 초기에 속도를 내는 데는 유리하지만, 기준이 실제 비용을 발생시키기 시작하면 그 구조 자체가 공격 지점이 된다.

승자와 패자. 승자는 셋이다. 첫째는 표준 제정 기구다. 과학기반감축목표 이니셔티브의 2.0 표준과 국제표준화기구의 넷제로 정렬 표준이 앞으로 몇 년간 사실상의 규칙이 되고, 여기에 초기부터 의견을 낸 조직이 유리한 위치를 얻는다. 둘째는 전환계획을 이미 문서로 가진 기업이다. 실행 중심 체제에서 평가받을 것은 목표 숫자가 아니라 그 숫자에 도달하는 경로이며, 경로 문서는 하루아침에 만들어지지 않는다. 셋째는 검증·보증 사업자다. 새 기준의 공식 검증이 2027년 초 시작되면 재검증 수요가 한꺼번에 발생한다.

패자도 셋이다. 하나는 가입 사실을 성과로 관리해 온 기업이다. 이들은 잘못된 것이 없지만 자산의 가치가 조용히 떨어지는 것을 보게 된다. 둘은 자발적 연합에 참여하며 기준 완화를 이끌어 낸 쪽이다. 단기적으로는 규제 부담을 낮췄지만, 그 과정이 기록으로 남아 연합 방식 자체의 신뢰를 깎았고 결과적으로 더 뻣뻣한 표준 절차를 불러왔다. 셋은 자원이 적은 중견기업과 공공기관이다. 자발적 연합은 가입 문턱이 낮았지만 표준 검증은 비용과 자료를 요구하고, 그 문턱을 넘지 못하는 조직은 평가 지도에서 사라진다.

한국 적용. ① 넷제로 목표의 근거 문서를 한 장으로 정리한다 — 어느 기구의 어느 판 기준을 따랐고, 검증을 받았다면 언제 어느 기관에서 받았으며, 재검증 시점이 언제인지를 적는다. 이 한 장이 없으면 내년 투자자 문의에 답할 수 없다. ② 전환계획을 별도 문서로 분리한다. 지속가능경영보고서 안에 흩어져 있는 감축 경로를 하나로 모으고, 연도별 감축량과 그에 필요한 투자액을 같은 표에 놓는다. 이 표가 곧 실행 중심 평가의 답안지다. ③ 협회·단체 활동과 정책 의견을 자사 목표와 대조한다.

국내 기업이 가장 자주 지적받는 항목이고, 대조표를 만드는 데는 반나절이면 된다. ④ 국제표준화기구의 넷제로 정렬 표준 협의에 국내 업계 의견을 넣는다. 표준은 초안 단계에서만 바꿀 수 있고, 확정되면 15년을 간다. 국내 산업 구조상 전력 배출계수와 전환금융 인정 범위가 특히 쟁점이 될 것이다. ⑤ 공공기관과 지자체의 탄소중립 선언도 같은 점검을 받는다. 지방정부의 선언은 대체로 근거 기준이 명시돼 있지 않고, 실행 중심 체제에서는 그 선언이 오히려 미달 실적으로 계산될 수 있다.

농치기 쉬운 함정. 첫째, 캠페인 종료를 넷제로 후퇴로 읽는 것이다. 참여 기관은 1만 5,700곳으로 정점에 있었고, 종료는 실패가 아니라 역할 이전이다. 이 오독은 국내에서 "국제 흐름이 바뀌었으니 우리도 속도를 늦추자"는 결론으로 이어지기 쉬운데, 실제로는 요구가 선언에서 실행으로 더 무거워졌다. 둘째, 새 기준을 기다리며 지금 할 일을 미루는 것이다. 표준 2.0의 공식 검증이 2027년 초라는 사실은 준비 기간이 아니라 마감 시한으로 읽어야 한다. 셋째, 재검증 비용을 과소평가하는 것이다.

자료 체계를 새로 맞춰야 하는 기업은 검증 비용보다 내부 정비 비용이 크고, 그 작업은 최소 두 분기가 걸린다. 넷째, 자발적 연합 전반을 불신하는 반대 방향의 과잉이다. 연합은 표준이 없던

시기에 공통 언어를 만들었고, 그 공백을 메우는 데 다른 수단은 없었다. 문제는 연합이라는 형식이 아니라 이해가 걸린 조항을 소수가 결정한 구조였다. 다섯째, 이 재편을 대기업만의 문제로 보는 것이다. 공급망 배출 요구가 유지되는 한 중견·중소기업은 고객사의 전환계획을 통해 같은 요구를 받게 되며, 그 시차는 대략 12~18개월이다.

출처: Trellis (미국, 2026-08) — The campaign that kick-started net zero is shifting focus · 임팩트온 (한국, 2026-08) — '넷제로 선언' 시대 끝난다...유엔 Race to Zero, 6년 만에 실행 체제로 전환

라벨을 붙일 수 있는 돈과 없는 돈 — 기록과 급감이 같은 분기에 일어났다

지속가능 채권 시장의 숫자가 지역별로 정반대 방향을 가리켰다. 기후채권이니셔티브 집계에 따르면 유럽에서 올 상반기에만 2,420억 달러 규모의 녹색채권이 발행돼 연간 기준 역대 최대가 유력해졌다. 지난해 유럽 발행액은 3,740억 달러로 세계의 약 55%였는데 올해는 그 비중이 3분의 2까지 오를 전망이다. 세계 전체로도 종전 최대인 2024년의 6,730억 달러를 넘어설 가능성이 거론된다. 반대편에 미국이 있다. 미국의 녹색채권 발행은 2021년 940억 달러로 정점을 찍은 뒤 지난해 770억 달러, 올 상반기 340억 달러로 내려앉았다. 한 유럽 은행의 채권전략가는 미국 기업이 에너지 전환 사업 자체를 포기한 것이 아니라 관련 사업을 하면서도 녹색이라는 라벨을 붙이지 않는 쪽을 택하고 있다고 설명했다.

유럽의 반등을 이끈 것은 전력회사와 에너지 인프라 기업이었다. 스페인 최대 전력회사가 6월 발행한 15억 유로 규모 녹색채권에는 예정액의 세 배인 45억 유로 주문이 몰렸고 330개 이상의 기관투자자가 참여했다. 그런데 아시아의 그림은 또 달랐다. 아시아개발은행 집계로 아세안 10개국과 한·중·일을 합친 시장의 지속가능 채권 잔액은 3월 말 기준 1조 200억 달러로 세계의 18%를 차지하는 두 번째 규모지만, 1분기 신규 발행은 전 분기보다 31.1% 줄어든 469억 달러로 5년 만의 최저였다. 감소를 만든 것은 중국이었고, 중국을 빼면 같은 기간 발행은 296억 달러에서 329억 달러로 오히려 11% 늘었다.

이 시장에서 녹색채권 비중은 56.5%로 2년 전의 61.6%에서 내려갔는데, 이는 수요가 줄어서가 아니라 사회적채권·지속가능채권·지속가능연계채권·전환채권이 자리를 넓힌 결과라는 것이 아시아개발은행의 해석이다. 한국은 1분기 발행이 7.2% 늘어난 112억 달러였고, 1,840억 달러 규모 시장에서 녹색채권은 29.2%, 사회적채권은 54.2%를 차지했다. 세 번째 장면은 자금 규모가 가장 큰 곳에서 나왔다. 네덜란드 매체가 전한 분석에 따르면 2026년은 세계적으로 녹색·지속가능 채권 발행의 기록적인 해가 될 전망이다. 정작 데이터센터를 지으려 채권시장에서 가장 많은 돈을 빌리고 있는 미국 대형 기술기업들은 녹색채권을 거의 쓰지 않고 일반 회사채를 택하고 있다.

한 자산운용사 전문가는 그들이 짓는 데이터센터가 녹색이 아닌 전력을 대량으로 쓰기 때문에 녹색 채권으로 조달할 수 없다고 설명했다. 같은 매체는 네덜란드 주택시장에서 좋은 에너지 등급을 받은 주택의 가격 프리미엄이 최근 몇 달간 거의 오르지 않았다는 조사도 함께 전했다. 조사기관은 두 가지 이유를 들었다. 가게가 받는 에너지 가격 충격이 2022년만큼 크지 않고, 지속가능성이 이미 집값에 충분히 반영돼 더 오를 여지가 줄었다는 것이다. 한편 미국 지속가능 펀드는 2분기에 14분기 만에 처음으로 30억 달러 순유입을 기록했다. 다만 그 안을 보면 패시브 상품에 65억 달러가 들어오는 사이 액티브 상품에서 36억 달러가 빠졌고, 같은 분기 신규 출시는 3개인데 청산은 22개였다.

한국 시사점 — 이 숫자들을 하나의 방향으로 요약하려 하면 반드시 틀린다. 유럽은 기록을 세우고 아시아는 급감했으며 미국은 라벨을 떼고 돌아왔다. 공통점은 하나뿐이다. 라벨은 발행자의 의지가 아니라 자산의 성질에 붙는다는 것. 국내 실무에서 이 결론이 갖는 함의는 구체적이다. 첫째, 한국 시장에서 사회적채권이 녹색채권의 두 배 가까운 이유를 정확히 볼 필요가 있다. 공공기관 중심의 발행 구조에서 주택·서민금융·고용 같은 사회적 용도는 자금 사용처를 특정하기 쉬운 반면, 민간 기업의 녹색 자산은 설비 단위로 쪼개 증명하기가 훨씬 어렵다.

라벨 확대의 다음 과제는 홍보가 아니라 자산 단위 증빙 체계다. 둘째, 데이터센터 자금조달은 국내에서도 곧 같은 문제를 만든다. 국내 인공지능 인프라 투자가 본격화되면 그 자금은 녹색 라벨을 붙일 수 없는 형태로 조달될 가능성이 높고, 그러면 기업의 지속가능 금융 비중은 사업을 잘해도 떨어진다. 지금부터 전력 조달 계약과 채권 구조를 함께 설계해 두는 기업만이 이 하락을 피한다. 셋째, 전환채권과 지속가능연계채권의 자리를 다시 봐야 한다.

아시아 시장에서 녹색채권 비중이 내려간 것은 시장이 식은 것이 아니라 도구가 늘어난 결과였고, 국내 발행 구조는 아직 녹색과 사회적 둘로 거의 나뉘어 있다. 넷째, 에너지 등급 프리미엄이 멈췄다는 관찰은 국내 부동산·건축 분야가 특히 눈여겨볼 대목이다. 프리미엄은 영원히 커지는 것이 아니라 시장이 그 정보를 다 반영하면 사라지고, 그 뒤에는 등급이 낮은 자산에 대한 할인만 남는다. 국내에서 이 전환이 나타나기까지는 대략 24~36개월로 보이는데, 그 사이에 등급을 올려두지 않은 자산은 프리미엄이 아니라 손실로 계산된다.



심층 — 라벨은 의지가 아니라 자산에 붙는다: 조달 구조가 성적표를 결정하는 국면과 '프리미엄에서 할인으로'의 전환 (유럽·아시아·미국이 서로 다른 방향을 보인 분기 · 국내 부동산 할인 전환 24~36개월)

왜 중요한가. 지난 호에서 우리는 자금이 이름표를 떼고 항목별 숫자로 옮겨가고 있다고 정리했는데, 이번 주 자료는 그 흐름이 한 단계 더 나아갔음을 보여준다. 이제 문제는 이름표를 붙일지 말지가 아니라 붙일 수 있는지 없는지다. 데이터센터 사례가 이 차이를 가장 선명하게 보여준다. 대형 기술기업들이 녹색채권을 피하는 것은 그들이 지속가능성에 관심이 없어서가 아니라, 짓고 있는 자산이 대량의 비녹색 전력을 소비하기 때문에 어떤 기준으로든 녹색 조달 요건을 충족할 수 없어서다. 즉 라벨의 유무는 기업의 태도가 아니라 자산의 물리적 성질이 결정한다.

이 구조에서 지속가능 금융 비중이라는 지표는 위험한 성질을 갖게 된다. 성장이 빠른 기업일수록 새로 짓는 자산이 라벨을 못 받아 비중이 떨어지고, 성장이 멈춘 기업은 기존 라벨 자산의 비중이 유지돼 성적표가 좋아 보인다. 유럽의 기록적 발행을 이끈 것이 전력회사와 에너지 인프라라는 사실도 같은 원리다. 전력망 투자는 자금 사용처를 자산 단위로 특정하기 쉬워 라벨을 붙이기 좋고, 그래서 에너지 안보 논의가 커지자 곧바로 발행으로 이어졌다. 아시아의 급감이 사실상 중국 한

나라의 감소였다는 점, 그리고 녹색 비중 하락이 도구의 다양화에서 왔다는 점도 총량 지표의 함정을 보여준다.

승자와 패자. 승자는 셋이다. 첫째는 자산 단위로 자금 사용처를 특정할 수 있는 발행자다. 전력망·재생에너지·상하수도처럼 물리적 경계가 분명한 자산을 가진 쪽은 지금 시장에서 세 배의 초과 주문을 받는다. 둘째는 전환채권과 지속가능연계채권을 설계할 수 있는 주권사다. 녹색 요건을 못 채우는 자산에 자금을 대는 수단이 필요해지는데, 이 시장은 아직 표준이 얇아 먼저 설계하는 쪽이 관행을 만든다. 셋째는 이미 에너지 등급을 올려 둔 부동산 보유자다. 프리미엄 국면이 끝나면 이득은 사라지지만 손실도 없고, 손실은 등급이 낮은 자산에 집중된다. 패자도 셋이다.

하나는 지속가능 금융 비중을 성과 지표로 관리해 온 기업이다. 이들은 성장할수록 지표가 나빠지는 모순에 빠지며, 그 모순은 노력으로 해소되지 않는다. 둘은 라벨 없는 인프라에 자금을 대야 하는 국가와 공기업이다. 인공지능 인프라와 전력 수요 증가가 겹치는 나라일수록 라벨 가능 자산의 비중은 구조적으로 하락한다. 셋은 에너지 등급이 낮은 소규모 부동산 보유자다. 프리미엄이 붙는 국면에서는 개선하지 않아도 손해가 눈에 띄지 않지만, 정보가 시장에 완전히 반영되고 나면 같은 격차가 할인으로 나타난다. 이들은 대체로 개선 자금을 마련할 여력이 가장 적은 쪽이다.

한국 적용. ① 지속가능 금융 비중 지표에 분모를 함께 공개한다 — 비중만 보고하면 성장 기업이 불이익을 받는다. 신규 조달 총액과 그중 라벨 가능 자산의 비율을 나란히 놓으면 하락의 원인이 태도인지 자산 구성인지 구분된다. ② 데이터센터·반도체 등 대형 전력 소비 투자에 대해 전력 조달 계약과 채권 구조를 같은 회의에서 설계한다. 재생에너지 직접구매 계약을 먼저 확보하면 같은 자산도 조달 요건을 통과할 여지가 생기고, 이 순서를 바꾸면 되돌릴 수 없다. ③ 전환채권 발행 지침을 국내 시장에 맞게 정리한다.

철강·석유화학·시멘트처럼 국내 산업 구조의 중심에 있는 업종은 녹색 요건을 충족하기 어려운 대신 전환 자금 수요가 가장 크다. ④ 사회적채권에 편중된 발행 구조를 자산 증빙의 관점에서 다시 본다. 사회적 용도가 많은 것이 아니라 녹색 용도를 자산 단위로 증명하기 어려웠던 것이라면, 해법은 발행 독려가 아니라 증빙 체계 정비다. ⑤ 부동산 분야는 프리미엄이 아니라 할인을 기준으로 계획을 세운다. 에너지 등급 개선의 투자 회수 계산을 프리미엄 상승분으로 하면 지금 시점에 대부분 부결되지만, 미래 할인 회피분으로 계산하면 결론이 달라진다.

농치기 쉬운 함정. 첫째, 아시아 급감을 지역 전체의 후퇴로 읽는 것이다. 중국을 제외하면 같은 기간 발행은 오히려 11% 늘었고, 아세안 지역에서는 지속가능 채권이 전체 채권 발행의 10.8%로 세계 평균 4.5%의 두 배를 넘는다. 지역 평균은 대국 하나에 지배된다. 둘째, 미국 지속가능 펀드의 순유입 전환을 회복의 출발점으로 읽는 것이다. 들어온 돈은 패시브 상품에 몰렸고 액티브에서는 계속 빠졌으며, 같은 분기에 3개가 출시되고 22개가 청산됐다. 자금은 돌아왔지만 상품 수는 계속 줄고 있다.

셋째, 라벨을 못 붙이는 자산을 나쁜 자산으로 등치하는 것이다. 전력 수요가 큰 인프라 없이는 전환 자체가 불가능하고, 필요한 것은 배제가 아니라 그 자산에 맞는 조달 수단이다. 넷째, 에너지 등급 프리미엄의 정체를 시장의 관심 하락으로 읽는 것이다. 조사기관이 든 두 번째 이유는

정반대다. 지속가능성이 이미 가격에 깊이 박혀 있어서 추가 상승 여지가 줄었다는 것이다. 다섯째, 이 모든 것을 채권 담당자만의 문제로 두는 것이다. 라벨 가능 여부는 자산을 설계하는 단계에서 결정되며, 그 단계에 재무 담당자는 대체로 참석하지 않는다.

출처: 임팩트온 (한국, 2026-08) — 미국은 '그린허싱' vs. 유럽은 녹색채권 342조원 사상 최대 · Eco-Business (싱가포르, 2026-08) — Green bonds retain lead in Asia as sustainable debt market diversifies · Change Inc (네덜란드, 2026-08) — Nieuwsupdate: Woning met groen energielabel niet meer waard · ESG Dive (미국, 2026-08) — US sustainable funds see positive inflows for first time since 2022: Morningstar

등급을 올리는 일과 좋아지는 일 — 학술 연구와 첫 제재가 같은 주에 나왔다

경영윤리 분야 학술지에 실린 연구가 지속가능 등급을 둘러싼 새로운 종류의 경쟁 행위를 기록했다. 미국 주식 성장형 펀드 운용자들이 한 평가사의 지속가능성 위험 등급을 자금 유치의 경쟁 도구로 쓴다는 것이다. 연구진은 연초에 성과가 부진한 펀드일수록 연말까지 등급을 올리기 위해 등급이 높은 종목으로 포트폴리오를 조정하고 등급이 없는 종목을 파는 패턴을 발견했다. 핵심은 그 다음이다. 이런 조정은 수익률을 높이지도 않았고 환경 성과를 개선하지도 않았다. 그런데도 투자자는 그것을 보상했다. 등급을 끌어올린 부진 펀드는 그러지 못한 부진 펀드보다 자금 유출이 뚜렷하게 적었다. 유럽 성장형 펀드에서도 유사한 패턴이 나타났는데, 다만 경쟁의 대상은 지구본 등급이 아니라 저탄소 지정이었다.

연구진은 이런 조정이 투자자의 이익이나 실제 지속가능성보다 대리인 유인에 따른 것일 수 있다는 윤리적 문제를 제기했다. 같은 주에 규제 쪽에서 첫 사례가 나왔다. 호주 뉴사우스웨일스주 대법원은 자산운용사 피듀시안 인베스트먼트 매니지먼트 서비스에 730만 호주달러, 약 73억 원의 민사 제재금을 승인했다. 호주 증권투자위원회가 청구한 이 제재는 펀드의 지속가능성 관련 주장에 대해 운용사가 거버넌스와 준법감시, 감독을 제대로 하지 않은 것이 그린워싱 제재로 이어진 첫 사례로 기록됐다. 지금까지의 그린워싱 제재가 대체로 광고 문구나 공시 표현의 허위를 문제 삼았다면, 이번에는 그 표현을 뒷받침할 내부 통제가 있었는지를 문제 삼았다는 점이 다르다. 세 번째 측은 소비자 규제다. 유럽연합에서는 9월 27일부터 근거 없는 환경 주장을 제한하는 새 소비자보호 지침이 적용된다.

2024년 채택된 이 지침에 따라 기업은 '환경친화적'·'친환경'·'녹색'·'기후친화적'·'생분해성' 같은 포괄적 표현을 인정받은 우수한 환경성으로 입증하지 못하면 쓸 수 없다. 포장재에만 재활용 소재를 썼는데 제품 전체가 그런 것처럼 광고하는 것도 금지되고, 탄소상쇄를 근거로 제품이 기후중립이라고 주장하는 것도 막힌다. 지속가능성 라벨 자체에도 조건이 붙는다. 공공기관이 만들지 않았거나 제3자 검증을 포함한 인증체계에 기반하지 않은 라벨은 사용할 수 없다. 미래 목표를 홍보하려면 명확하고 객관적이며 공개돼 있고 검증 가능한 목표와 함께 측정 가능한 일정과 자원을 담은 실행계획을 갖춰야 하고, 진행 상황은 이해관계가 없는 독립 제3자가 정기적으로 검증해야 하며 그 결과는 소비자가 확인할 수 있게 공개돼야 한다.

한국 시사점 — 세 자료를 겹쳐 놓으면 국내 실무에 필요한 구분이 하나 나온다. 등급을 올리는 일과 실제로 좋아지는 일은 다르며, 이제 규제는 그 둘을 가르기 시작했다는 것이다. 국내 자산운용 업계에서 지속가능 관련 펀드의 성적표는 대체로 외부 평가사의 등급으로 요약된다. 그런데 연구가

보여준 대로 등급은 종목 교체만으로 움직일 수 있고, 그 교체가 실제 배출량이나 사업 내용을 바꾸지 않는다. 지금 점검할 것은 네 가지다. 첫째, 자사 펀드의 지속가능 등급이 지난 1년간 어떻게 변했고 그 변화가 어떤 요인에서 왔는지 분해해 보는 일이다. 종목 교체에서 왔는지, 편입 기업의 실제 개선에서 왔는지가 구분되지 않으면 그 등급은 설명할 수 없는 숫자다. 둘째, 호주 사례가 던지는 질문이다.

우리 회사에는 지속가능성 관련 주장이 사실과 맞는지 확인하는 내부 절차가 문서로 있는가. 광고 문구를 심의하는 절차는 대부분 있지만 투자 설명서의 지속가능성 서술을 실제 포트폴리오와 대조하는 절차는 드물다. 셋째, 유럽 소비자 지침은 수출 기업에 직접 적용된다. 제품 포장과 웹사이트에 쓰인 환경 표현을 9월 27일 이전에 전수 점검해야 하고, 특히 탄소상쇄를 근거로 한 기후중립 표기와 자체 제작 라벨은 즉시 정리 대상이다. 넷째, 국내에도 같은 논의가 올 것이다. 표시광고 분야의 환경 주장 규율은 이미 논의 중이고, 유럽 지침의 문안이 참조될 가능성이 높다. 유럽에서 시작된 이 규율이 국내 표시 기준의 초안에 닿기까지는 12~18개월, 실제 제재 사례가 나오기까지는 24~36개월을 본다. 다만 유럽 시장에 파는 기업에게는 그 시차가 없다.



심층 — 등급이 상품이 되면 등급을 사는 시장이 생긴다: 평가·감독·표시 세 계층이 동시에 조여드는 구조 (미국·유럽 연구와 호주 첫 제재 · 국내 표시 규율 도착 12~18개월, 수출 기업은 9월 27일)

왜 중요한가. 이번 주의 세 자료는 서로 다른 계층에서 같은 문제를 다룬다. 학술 연구는 평가 계층에서, 호주 판결은 감독 계층에서, 유럽 지침은 표시 계층에서 각각 '주장과 실질의 괴리'를 겨냥한다. 학술 연구가 특히 값진 것은 괴리의 존재가 아니라 그 괴리에 보상이 따른다는 사실을 계량으로 보여줬기 때문이다. 등급을 올린 부진 펀드가 자금을 덜 잃는다면, 등급 올리기는 도덕적 실패가 아니라 합리적 경영 판단이 된다. 이 구조에서는 개별 운용자를 비난해도 아무것도 바뀌지 않는다. 바뀌어야 하는 것은 보상 구조이며, 그것을 바꾸는 방법은 두 가지뿐이다.

등급이 실제 성과와 연동되도록 평가 방법론을 고치거나, 등급을 올리는 행위 자체에 감독 책임을 붙이는 것이다. 호주 판결이 두 번째 경로의 첫 사례다. 주목할 지점은 판결이 문구의 허위가 아니라 내부 통제의 부재를 문제 삼았다는 것이다. 이는 개별 표현을 하나씩 다투는 방식에서 벗어나 '주장을 관리하는 체계가 있었는가'를 묻는 방식으로 감독의 초점이 옮겨갔음을 뜻한다. 이 전환은 회사에 훨씬 무겁다. 표현은 고치면 되지만 체계는 만들어야 하기 때문이다. 유럽 지침은 세 번째 경로다. 특히 제3자 검증 없는 자체 라벨을 금지한 조항은 지난 20년간 기업들이 만들어 온 수많은 자체 인증 마크의 유효기간을 한 번에 끝낸다.

승자와 패자. 승자는 셋이다. 첫째는 실제 개선을 자료로 남겨 온 기업이다. 등급이 종목 교체로 움직일 수 있다는 사실이 널리 알려지면 등급 자체의 신뢰가 떨어지고, 그때 남는 것은 자체 자료로 개선을 증명할 수 있는 쪽이다. 둘째는 검증·인증 사업자다. 유럽 지침이 제3자 검증을 요구하고 호주 판결이 내부 통제를 요구하면, 두 수요가 같은 방향으로 커진다. 셋째는 준법감시 기능이 강한

대형 운용사다. 감독의 초점이 표현에서 체계로 옮겨가면 체계를 갖춘 쪽이 상대적으로 유리해진다. 패자도 셋이다.

하나는 자체 라벨을 마케팅 자산으로 키워 온 종건 브랜드다. 이들은 잘못된 주장을 한 것이 아니라 제3자 검증 없이 만든 표시를 써 왔을 뿐인데, 9월 27일 이후 그 자산을 통째로 쓸 수 없게 된다. 둘은 소규모 운용사다. 내부 통제 문서와 대조 절차를 갖추는 데 드는 고정비는 운용 규모와 무관하게 발생한다. 셋은 탄소상쇄에 의존해 기후중립을 표방해 온 소비재 기업이다. 상쇄 자체가 금지되는 것은 아니지만 그것을 제품의 환경성으로 표시하는 길이 막히면서, 지난 몇 년간 지불한 상쇄 비용의 마케팅 가치가 사라진다.

한국 적용. ① 지속가능 관련 펀드의 등급 변화를 요인별로 분해해 내부 보고에 남긴다 — 종목 교체 효과와 편입 기업의 실제 개선 효과를 나눠 적는 것만으로 등급의 성격이 드러난다. ② 지속가능성 주장 검증 절차를 문서로 만든다. 투자설명서·홍보자료·웹사이트의 지속가능성 서술을 실제 포트폴리오·실적과 대조하고 그 대조 기록을 남기는 절차이며, 호주 판결이 요구한 것이 정확히 이것이다. ③ 유럽 수출 제품의 환경 표현을 9월 27일 이전에 전수 점검한다.

우선순위는 자체 제작 라벨, 탄소상쇄 근거 기후중립 표기, 포장재 특성을 제품 전체로 확장한 표현 순이다. ④ 미래 목표를 홍보에 쓰고 있다면 실행계획과 검증 체계를 함께 갖춘다. 목표만 있고 계획이 없는 표현이 국내 기업 홍보물에 가장 흔하며, 이는 유럽 기준에서 곧바로 금지 대상이다. ⑤ 임팩트 투자사와 사회적금융기관도 같은 점검을 받는다. 사회적 성과 주장은 환경 주장보다 검증 체계가 더 얇고, 규율이 확대되면 준비 기간이 더 짧을 것이다.

농치기 쉬운 함정. 첫째, 등급 조정 행위를 개별 운용자의 윤리 문제로 축소하는 것이다. 연구가 보여준 것은 투자자가 그 행위에 보상을 준다는 사실이고, 보상 구조를 그대로 둔 채 윤리를 요구하면 아무것도 바뀌지 않는다. 둘째, 등급 자체를 폐기하자는 결론으로 미끄러지는 것이다. 등급이 없으면 비교가 불가능해지고, 그 공백은 더 불투명한 관계와 평판이 채운다. 필요한 것은 폐기가 아니라 방법론 공개와 요인 분해다. 셋째, 호주 사례를 남의 나라 규제로 보는 것이다.

내부 통제 부재를 문제 삼는 접근은 국내 금융감독 실무에도 이미 익숙한 방식이고, 그래서 이 유형은 다른 유형보다 훨씬 빨리 들어온다. 넷째, 유럽 지침을 표시 문구만 고치면 되는 일로 처리하는 것이다. 지침은 표현과 함께 그 표현을 뒷받침하는 계획과 검증까지 요구하므로, 문구만 순화하고 근거를 만들지 않으면 다음 단계에서 같은 문제가 반복된다. 다섯째, 이 규제 강화가 큰 기업에게만 불리하다고 가정하는 것이다. 검증 비용은 규모와 무관한 고정비라서, 실제로는 작은 브랜드가 먼저 표시를 포기한다.

출처: Journal of Business Ethics (국제, 2026-08) — Mutual Fund Tournaments and ESG Rating · 임팩트온 (한국, 2026-08) — 호주 피두시안, ESG 펀드 그린워싱 73억원 벌금…내부통제 실패 첫 제재 · 임팩트온 (한국, 2026-08) — EU 그린워싱 규제 9월 시행…'친환경·기후중립' 근거 없으면 못 쓴다

분산되지 않는 위험 — 3,000조원을 굴리는 투자자가 규제 완화에 반대한 이유

책임투자 분야의 한 논평이 오래된 전제를 정면으로 건드렸다. 분산은 투자자의 첫 번째 방어선이지만, 위험이 시스템 전체에 걸쳐 있을 때는 잘 듣지 않는다는 것이다. 기후 불안정, 자연 손실, 지정학적 분절, 에너지 불안, 취약한 인프라, 주택 부족, 사회적 긴장은 모두 장기 포트폴리오의 모양을 바꾸는데, 펀드는 특정 기업이나 업종에 대한 노출은 줄일 수 있어도 수혜자가 살고 일하고 은퇴하는 경제 자체로부터 분산할 수는 없다. 필자는 그래서 이것이 지속가능성의 문제가 아니라 수탁자 책임의 문제라고 주장한다. 여기에 최근 발표된 총포트폴리오 접근법 논의가 곁친다.

기관투자자는 개별 자산군 안에서의 적합성이 아니라 기금 전체 목표에 대한 기여로 투자를 판단해야 한다는 것인데, 그러면 장기 가치의 상당 부분이 전통적 재무제표 바깥에 있다는 불편한 사실이 드러난다. 기후 안정성, 회복력 있는 인프라, 작동하는 제도, 자연, 신뢰할 만한 정책, 그리고 평판·인력 역량·사회적 승인 같은 무형자산이 그것이다. 한 자산운용사의 전 최고경영자는 최근 국제회계기준 재단 콘퍼런스에서 무형자산이 재무보고의 가장 중요한 질문 중 하나일 수 있다고 말했다. 필자는 책임투자 원칙이 20주년을 맞는 올해가 다음 국면을 정직하게 규정할 시점이라고 본다. 첫 국면은 환경·사회·지배구조 요인이 재무적으로 중요하다는 것을 입증하는 일이었고 그 논쟁은 대체로 끝났다.

다음 국면은 자산 소유자가 자본과 위임장, 수탁자 관여, 벤치마크, 정책 발언을 써서 장기 수익이 의존하는 시장 조건 자체를 지킬 것인가라는 훨씬 어려운 질문이다. 그는 이를 수탁자 행위주체성이라 부르며 네 가지 가드레일을 제시했다. 위험은 재무적으로 중요해야 하고, 행동은 위임 범위에 맞아야 하며, 수단은 인정된 것이어야 하고, 상충은 수혜자와 이사회에 설명 가능해야 한다. 실천의 시험대는 정책 문서의 길이가 아니라 행동이 바뀌는 지점 — 위임장 문구, 운용사 선정, 성과 리뷰, 벤치마크 설계, 의결권 지침, 자본 배분, 정부와의 대화 — 에 그 문제가 나타나는가다. 필자에 따르면 운용사들은 사석에서 위임장과 벤치마크와 리뷰 회의에서 무엇을 원하는지 말해주면 더 빨리 움직이겠다고 반복해 말해 왔다.

그런데 자산 소유자는 정책문서로는 한 가지를 말하고 성과 평가로는 다른 것을 보상하는 메시지를 자주 보낸다. 패시브 투자가 커질수록 이 문제는 커진다. 종목 선택이 지수 규칙으로 넘어가면서 자산 소유자의 영향력은 개별 종목 선정이 아니라 지수 규칙과 데이터 제공자, 상품 설계를 통해 행사되기 때문이다. 필자는 벤치마크 설계가 앞으로 10년간 가장 중요하면서도 가장 덜 쓰이는 시스템 차원의 관여 수단이 될 것이라고 봤다. 같은 주 이 논리를 실제로 집행한 사례가 나왔다. 2조 달러, 약 3,000조 원을 굴리는 노르웨이 국부펀드가 미국 증권거래위원회의 기후공시 규정 전면 폐지 제안에 공식 반대 의견을 냈다.

이 펀드는 전체 자산의 53%를 미국 시장에 두고 있고 미국 상장기업 1,306곳의 주식에만 8,220억 달러를 투자하고 있으며 평균 지분율이 1.2%다. 펀드는 서술형 공시가 재무제표에 분석적 맥락을 더하는 핵심 요소이며 투자 결정과 의결권 행사, 위험관리 전반에 직접 영향을 준다고 밝혔다. 전면 철회 대신 단계적 시행이나 비례 규제, 국제 기준과의 정합성 제고로 기업 부담을 줄이는 대안을 제시하면서, 재무적으로 중요한 기후정보의 최소 기준선은 남겨야 한다고 요구했다. 근거로 든 것은 자체 스트레스 테스트였다. 급성 기상이변이 발생하는 시나리오에서 펀드 전체 가치가 약 20% 감소할 수 있다는 계산이다.

한국 시사점 — 두 자료를 겹치면 국내 기관투자자에게 던져지는 질문이 분명해진다. 우리 기금은 시스템 차원의 위험을 무엇으로 관리하고 있는가. 지금 국내에서 이 질문은 대체로 배제 목록과 의결권 행사 실적으로 답해진다. 그런데 논평이 지적한 시험대는 그 앞단에 있다. 위탁운용사 선정 기준서에 그 항목이 있는가, 성과 평가 기간과 지표가 그 항목과 어긋나지 않는가, 벤치마크 지수의 구성 규칙에 그 항목이 반영돼 있는가. 국내 연기금의 위탁 구조에서 벤치마크는 대체로 주어진 것으로 취급되고 지수 방법론은 협상 대상이 아니었는데, 패시브 비중이 커질수록 이 지점이 사실상 유일하게 남는 관여 수단이 된다. 실무적으로 세 가지를 권한다. 첫째, 위탁운용사 정성평가 항목에 들어 있는 지속가능성 문구와 실제 배점표를 나란히 놓고 확인하는 일이다.

배점이 없으면 그 문구는 운용사에 아무것도 요구하지 않는다. 둘째, 자체 스트레스 테스트를 시작하는 일이다. 노르웨이 사례가 강한 이유는 주장이 아니라 계산을 내놓았기 때문이고, 급성 기상이변에서 20%라는 숫자가 있어야 규제 논의에서 발언권이 생긴다. 국내 기금 중 기후 시나리오를 자산 가치로 환산해 본 곳은 아직 손에 꼽힌다. 셋째, 공시 규제 논의에 기관투자자가 이용자로서 목소리를 내는 일이다. 국내 논의는 대체로 기업의 부담과 감독기관의 일정으로만 진행되고, 정작 그 정보를 쓰는 쪽의 요구는 회의록에 남지 않는다. 이 관행이 바뀌기까지는 12~24개월이 걸릴 텐데, 그 사이에 첫 법정 공시의 서식이 정해진다. 서식은 한 번 정해지면 최소 5년을 간다.



심층 — 수탁자 책임의 경계가 넓어지는 국면: 벤치마크 설계라는 잊힌 수단과 '계산을 가진 투자자'의 발언권 (영국·노르웨이에서 제기된 재정의 · 국내 위탁 실무 도착 12~24개월)

왜 중요한가. 이 논의의 핵심은 지속가능성을 더 하자는 주장이 아니라, 수탁자 책임의 정의가 이미 바뀌고 있다는 관찰이다. 전통적 정의에서 수탁자는 위험을 분산해 수혜자의 자산을 지킨다. 그런데 분산이 작동하려면 위험이 서로 독립적이어야 한다. 기후·자연·인프라·사회 안정처럼 경제 전체에 걸린 위험은 그 조건을 위반하고, 그러면 분산은 방어가 아니라 자기 위안이 된다. 논평이 제시한 네 가지 가드레일은 이 확장이 무제한으로 흐르지 않게 막는 장치라는 점에서 실무적으로 중요하다. 재무적 중요성, 위임 범위, 인정된 수단, 설명 가능한 상충. 이 네 조건이 없으면 시스템 차원 투자는 곧바로 활동가적 행위로 보이고 반대에 부딪힌다.

조건이 있으면 그것은 위험 관리다. 노르웨이 국부펀드의 의견서는 이 틀이 실제로 어떻게 쓰이는지를 보여주는 교과서적 사례다. 그들은 기후 규제를 옹호하지 않았다. 자기 자산의 20%가 걸린 계산을 제시하고, 그 계산에 필요한 최소 정보를 유지해 달라고 요구했다. 논리의 순서가 가치가 아니라 계산에서 출발한다는 점이 결정적이다. 이 순서를 따르면 정치적 국면이 바뀌어도 논거가 흔들리지 않는다. 또 하나 놓치기 쉬운 대목은 벤치마크에 관한 지적이다. 패시브 비중이 커질수록 종목 선택이라는 전통적 영향력 통로는 좁아지는데, 그 대신 지수 규칙이 사실상의 자본 배분 규칙이 된다. 국내 논의는 아직 의결권 행사에 머물러 있어 이 통로가 통째로 비어 있다.

승자와 패자. 승자는 셋이다. 첫째는 자체 계산 능력을 가진 대형 기금이다. 스트레스 테스트 결과를 가진 투자자는 규제 논의에서 이해당사자가 아니라 정보 제공자로 대접받는다. 둘째는 지수·데이터 제공자다. 벤치마크 설계가 관여 수단이 되면 방법론을 가진 쪽에 협상력이 생기고, 맞춤형 지수 시장이 커진다. 셋째는 위임장 문구를 다듬을 수 있는 자문사다. 정책 문서와 성과 평가의 어긋남을 정리하는 일은 지금 대부분의 기금에 필요한 작업이지만 내부에서 하기 어렵다. 패자도 셋이다.

하나는 정책 문서만 두꺼운 기금이다. 문서와 배점표의 불일치는 앞으로 점점 자주 지적될 것이고, 그 지적은 외부보다 내부 감사에서 먼저 온다. 둘은 자체 계산 없이 규제 완화를 주장해 온 쪽이다. 상대가 20%라는 숫자를 들고 나오면 부담이 크다는 진술만으로는 대응이 되지 않는다. 셋은 소규모 기금과 공제회다. 시나리오 분석과 벤치마크 협상은 인력과 자문 비용을 요구하고, 그 여력이 없으면 주어진 지수를 그대로 받는 것 외에 선택지가 없다. 시스템 위험은 모두에게 오는데 대응 능력은 규모에 비례한다.

한국 적용. ① 위탁운용사 선정·평가 문서에서 지속가능성 항목의 배점을 확인하고, 배점이 0이면 문구를 지우거나 배점을 만든다 — 배점 없는 문구는 운용사에 아무 방향도 주지 않으며 오히려 혼란만 만든다. ② 기후 시나리오를 자산 가치로 환산하는 자체 계산을 시작한다. 정교할 필요는 없고 급성 시나리오와 만성 시나리오 각각에서 포트폴리오 가치가 몇 퍼센트 움직이는지 한 장으로 정리하는 것으로 충분하다. 이 한 장이 모든 대외 발언의 근거가 된다. ③ 벤치마크 지수의 구성 규칙을 협상 대상에 올린다.

국내 기금이 쓰는 주요 지수의 방법론에 어떤 배제·가중 규칙이 있는지 확인하는 것부터 시작하며, 대부분의 기금은 이 확인 자체를 해 본 적이 없다. ④ 공시 규제 논의에 정보 이용자로서 의견서를 제출한다. 기업 부담을 줄이는 논의는 이미 충분히 대표되고 있고, 정보를 쓰는 쪽의 최소 요구가 기록되지 않으면 서식은 제출자 편의로만 정해진다. ⑤ 사회적 위험도 같은 틀로 다룬다. 주택·돌봄·지역 소멸은 국내 기금 수혜자의 은퇴 이후 생활에 직접 걸리는 조건이고, 그렇다면 그것은 사회공헌이 아니라 수탁자 사안이다.

놓치기 쉬운 함정. 첫째, 시스템 차원 투자를 사회적 목적 투자와 혼동하는 것이다. 논평이 네가드레일을 강조한 이유가 여기 있고, 재무적 중요성이라는 첫 조건을 통과하지 못하는 사안은 이 틀로 다룰 수 없다. 둘째, 노르웨이 사례를 규모의 이야기로만 읽는 것이다. 그들이 가진 것은 지분율만이 아니라 계산이었고, 계산은 규모가 작아도 만들 수 있다. 셋째, 벤치마크 협상을 지수 회사와의 개별 협상으로만 상상하는 것이다.

실제로는 여러 기금이 같은 요구를 모아야 방법론이 움직이며, 국내에서는 그 협의체 자체가 없다. 넷째, 무형자산 논의를 회계 담당자의 일로 넘기는 것이다. 평판과 인력 역량이 장기 가치의 큰 부분이라는 인식은 투자 심사 기준으로 번역되지 않으면 아무 효과가 없다. 다섯째, 이 국면을 규제 강화의 전조로 단정하는 것이다. 미국의 방향은 반대로 가고 있으며, 그래서 이 논의의 진짜 시험대는 규제가 후퇴하는 국면에서도 투자자가 스스로 정보를 요구할 것인가에 있다.

02 세계 임팩트 현장 — 글로벌 벤치마크

고령화는 헬스케어 칸에 들어가지 않는다 — 인력 구성이 먼저 알려주는 것

미국 노동자 네 명 중 한 명이 55세 이상이다. 한 대형 은행 프라이빗뱅크의 지속가능투자 담당자들이 쓴 글은 이 통계 하나만으로도 고령화가 모든 투자위원회 안전에 올라야 한다고 말한다. 그런데 실제로는 고령화가 투자 대화에 나오면 대개 '헬스케어'로 분류돼 제약·의료기기·시니어 주거라는 좁은 조각으로 축소된 뒤 옆으로 치워진다. 필자들은 이 분류가 실제 포트폴리오에 손해를 만든다고 본다. 고령화는 인력 구성과 소비 수요, 인프라, 금융서비스, 위험관리에 걸쳐 거의 모든 포트폴리오에 나타나며, 이를 틈새 주제로 계속 다루는 투자자는 장부상의 위험을 잘못 값매기고 눈앞의 기회를 놓친다는 것이다. 지배적인 서사는 쇠퇴와 비용이다.

은퇴자가 저축을 털고 병원 체계가 압박받고 연금 부채가 불어난다는 이야기인데, 어느 것도 전체 그림이 아니다. 고령자는 노동자이자 소비자이자 이웃이며 경제 참여는 줄지 않고 늘고 있다. 사명 지향 투자자들 사이에서는 투자를 연령 대응형, 연령 통합형, 연령 중심형으로 나누는 분류가 쓰이기 시작했다. 각 연령대의 필요를 고려하고 해를 피하는 단계, 모든 연령의 성인을 직간접 수혜자로 포함하는 단계, 고령자의 결과를 의도적으로 개선하는 단계다. 필자들은 이름표보다 그 뒤의 규율이 중요하다고 강조한다. 고령화도 기후나 지배구조나 공급망 회복력에 이미 적용하고 있는 분석적 엄밀성을 똑같이 받을 자격이 있다는 것이다.

구체적인 지표로 제시된 것은 인력 데이터다. 1994년에서 2024년 사이 남녀 모두 평균 은퇴 연령이 3년 올랐고, 산업별 50세 이상 고용 비율의 편차가 두드러진다. 소재·부동산·유틸리티·산업재는 전국 평균을 웃도는 반면 경기소비재·금융·정보기술은 크게 밑돌아, 정보기술과 금융에서는 50세 이상이 다섯 명 중 한 명도 되지 않는다. 앞선 기업들은 우연이 아니다. 북미의 한 대형 건축자재 제조사는 50세 이상 비율을 약 38%로 유지하며 2019년 이후 업종 내에서 가장 꾸준히 강한 인력 성과를 냈고, 고령자 서비스를 전문으로 하는 한 대형 부동산 회사는 42%다.

필자들은 이것이 인사 부록이 아니라 기본적 분석 항목이며 축적된 지식과 유지율, 그리고 고령 고객을 설득력 있게 응대할 수 있는 역량을 알려주는 운영 지표라고 본다. 반대편에는 위험 지표가 있다. 고령자에게 해를 끼치는 법 위반은 퇴직연금과 공적 의료보험 영역에 집중되며 놀랄 만큼 흔하다. 한 글로벌 소비재 기업은 임직원 퇴직연금에 과도한 관리비를 물렸다는 소송에 200만 달러 이상을 내고 합의했고, 한 전력회사는 1970년대의 수명 데이터로 현재의 퇴직급여를 계산해 은퇴자에게 과소 지급했다는 소송에 700만 달러를 냈다. 한 대형 건강보험사는 공적 의료보험 자격자에게 보험금을 불법적으로 줄이고 자격에 관해 오도하는 안내를 보내 50만 달러 이상을 지불했다.

한국 시사점 — 한국은 이미 초고령사회에 들어섰고 고령화 속도는 이 글이 다루는 나라보다 훨씬 빠르다. 그런데 국내 투자 실무에서 고령화가 다루지는 방식은 정확히 같은 오류를 반복한다.

실버산업이라는 이름의 섹터 하나로 묶여 요양·의료기기·시니어주택 종목 목록이 되고, 나머지 산업의 분석서에는 등장하지 않는다. 지금 바꿀 수 있는 것은 세 가지다. 첫째, 기업 분석서에 인력 연령 구성 항목을 넣는 일이다. 국내 상장사의 사업보고서에는 근속연수와 성별 구성이 실리지만 연령 구성은 대체로 빠져 있고, 지속가능경영보고서에도 연령대별 인력 표를 싣는 기업은 소수다.

이 표가 없으면 어떤 기업이 인력 전환을 준비하고 있는지 외부에서 알 방법이 없다. 둘째, 준법 위험을 고령 관점에서 다시 보는 일이다. 퇴직연금 수수료와 사업장별 적립 방식, 실손보험과 요양급여 관련 실무는 국내에서도 분쟁이 잦은 영역인데 이것이 지속가능성 평가 항목으로 다뤄지는 경우는 거의 없다. 미국 사례가 보여주듯 이 항목은 헤드라인을 만들지 않으면서 조용히 비용이 된다. 셋째, 고령 소비자를 대상으로 하는 사업의 품질을 측정하는 항목을 만드는 일이다.

국내에서 고령 대상 사업은 대체로 규모와 수요 증가로만 이야기되고, 그 서비스가 실제로 이용자의 결과를 개선했는지를 재는 칸은 비어 있다. 이 세 가지는 해외에서 도착하기를 기다릴 사안이 아니라 국내가 먼저 필요한 사안이다. 오히려 반대 방향이 현실적이다. 세계에서 가장 빠르게 늙는 나라가 만든 측정 틀은 6~10년 뒤 다른 나라가 참조하게 된다. 반대로 이 세 항목이 국내 기업 분석서의 표준 칸이 되기까지는 12~24개월을 보는데, 그것은 도착을 기다리는 시차가 아니라 우리가 정하는 속도다.



심층 — 인구 구조를 섹터가 아니라 렌즈로 쓰는 법: 인력 연령 구성이라는 선행 지표와 조용한 준법 비용 (미국 자산운용 실무에서 제기된 재분류 · 국내 분석 실무 도착 12~24개월, 다만 한국이 앞설 수 있는 영역)

왜 중요한가. 이 글의 핵심 주장은 고령화가 중요하다는 것이 아니라 고령화를 다루는 분류가 틀렸다는 것이다. 섹터로 다루면 그 섹터를 담당하는 애널리스트만 보게 되고, 렌즈로 다루면 모든 섹터의 분석에 항목이 하나씩 늘어난다. 이 차이는 실무에서 결정적이다. 국내외를 막론하고 인구 구조 변화는 이미 모두가 아는 사실이지만, 아는 것과 그것이 심사 문서의 칸이 되는 것은 다른 일이다. 필자들이 인력 연령 구성을 지목한 이유도 여기 있다. 이 지표는 이미 존재하고 수집 비용이 거의 없으며 산업별 편차가 뚜렷해 변별력이 있다. 정보기술과 금융에서 50세 이상이 다섯 명 중 한 명도 되지 않는다는 사실은 두 가지로 읽힌다.

그 산업이 젊은 인력에 유리하게 설계돼 있다는 것과, 그래서 고령 고객을 이해하는 역량이 조직 안에 축적되지 않는다는 것이다. 앞의 해석은 생산성 이야기이고 뒤의 해석은 시장 이야기인데, 고령 인구가 소비의 큰 부분을 차지하게 되면 뒤의 해석이 더 중요해진다. 준법 사례들의 성격도 눈여겨봐야 한다. 세 사례 모두 극적인 사건이 아니라 계산 방식과 안내 문구의 문제였다. 1970년대 수명 데이터로 오늘의 급여를 계산했다는 사례가 특히 그렇다. 누구도 악의를 가지지 않았고 다만 갱신하지 않았을 뿐인데, 인구 구조가 바뀌면 갱신하지 않은 가정 자체가 손실이 된다.

승자와 패자. 승자는 셋이다. 첫째는 고령 인력을 실제로 유지해 온 기업이다. 이들은 그것을 지속가능성 성과로 보고한 적이 없지만, 인력 연령 구성이 분석 항목이 되면 이미 만들어 둔 강점이 값으로 인정된다. 둘째는 고령자 대상 서비스의 품질을 측정해 온 사업자다. 규모만 말하는

경쟁자들 사이에서 결과 지표를 가진 쪽은 기관 자금에 접근할 수 있다. 셋째는 연금·보험 실무를 최신 가정으로 갱신해 온 기업이다. 이들은 아무 일도 일어나지 않는 것을 성과로 갖는데, 그 성과는 사고가 난 경쟁사와 비교될 때만 드러난다.

패자도 셋이다. 하나는 고령화를 실버산업 기회로만 읽어 온 투자자다. 기회 쪽만 보면 자기 포트폴리오 전반에 깔린 인력·준법 위험은 계속 보이지 않는다. 둘은 오래된 계산 가정을 방치한 조직이다. 수명·의료비·연금 수급 기간 같은 가정은 한 번 정해지면 잘 건드리지 않는데, 인구 구조가 바뀌는 국면에서는 그 방치가 곧바로 소송 위험이 된다. 셋은 젊은 인력 중심으로 설계된 조직 문화를 가진 기업이다. 이들은 잘못된 것이 없지만 고객이 늙어가는 동안 그 고객을 이해하는 사람을 조직 안에 남겨 두지 못한다.

한국 적용. ① 기업 분석 양식에 연령대별 인력 구성 칸을 추가한다 — 국내 공시에서 이 자료가 부족하다면 그 부재 자체를 항목으로 기록한다. 요구되지 않는 자료는 만들어지지 않으며, 요구가 반복되면 만들어진다. ② 퇴직연금과 보험 관련 계산 가정의 최종 갱신 시점을 점검한다. 사용 중인 생명표와 수급 기간 가정이 언제 것인지 확인하는 데는 하루면 충분하고, 그 결과는 즉시 위험 목록에 오른다. ③ 고령 대상 사업에 결과 지표를 붙인다.

이용자 수와 매출이 아니라 이용자의 상태가 어떻게 달라졌는지를 재는 항목이며, 돌봄·주거·금융 각각에 한두 개면 시작할 수 있다. ④ 임팩트 펀드의 투자 심사에 연령 렌즈를 넣는다. 투자 대상이 고령자에게 해를 끼치지 않는지, 고령자를 포함하는지, 고령자의 결과를 의도적으로 개선하는지를 세 단계로 묻는 것만으로 심사의 질이 달라진다. ⑤ 국내에서 만든 측정 틀을 영어로 공개한다. 가장 빠르게 늙는 나라의 실무 자료는 국제 논의에서 희소하며, 이 영역만큼은 우리가 참조받는 쪽이 될 수 있다.

농치기 쉬운 함정. 첫째, 고령 인력 비율이 높은 것을 곧바로 좋은 조짐으로 읽는 것이다. 신규 채용이 멈춰서 평균 연령이 오른 조직과 경력자를 의도적으로 유지한 조직은 숫자가 같아도 전혀 다르며, 채용률과 함께 보지 않으면 구분되지 않는다. 둘째, 연령 렌즈를 인사 정책으로 축소하는 것이다. 필자들이 강조한 것은 이것이 인사 부록이 아니라 기본 분석 항목이라는 점이고, 인사팀에 넘기는 순간 투자 판단에는 반영되지 않는다.

셋째, 준법 위험을 대기업만의 문제로 보는 것이다. 계산 가정의 노후화는 규모와 무관하며, 오히려 자문 인력이 없는 중견기업에서 더 오래 방치된다. 넷째, 고령자를 단일 집단으로 다루는 것이다. 55세와 85세의 필요는 전혀 다른데 '시니어'라는 한 단어가 그 차이를 지운다. 다섯째, 이 렌즈를 도입하면서 기존의 기후·지배구조 항목을 줄이는 것이다. 렌즈는 서로 대체하지 않고 겹치며, 고령 인구가 많은 지역이 기후 위험에도 취약하다는 사실이 그 겹침의 대표적인 예다.

무엇을 성과로 셀 것인가 — 실현된 감축, 회피된 배출, 그리고 중개와 보험까지

싱가포르 국부펀드가 2022년 세운 기후투자사가 지난해 성과를 공개하면서 쓴 지표가 눈에 띈다. '직접 실현 기후 임팩트'다. 포트폴리오의 프로젝트와 기업이 이미 만들어 낸 감축과 제거만 세고 앞으로 예상되는 감축은 넣지 않는다는 뜻이다. 이 기준으로 2025년 성과는 140만 톤으로 47% 늘었고, 2022년 이후 지분 조정 기준 누적은 440만 톤이 됐다. 투자를 통한 간접 임팩트까지 포함하면 830만 톤이다. 26개국에 걸쳐 26건의 투자를 마쳤고, 2028년 3월까지 누적 700만 톤이라는 목표를 갖고 있다. 지속가능하게 관리되는 토지 면적은 75만 헥타르에서 90만 헥타르 이상으로 늘었고, 투자 기업 가운데 직접 배출과 전력 사용 배출을 측정하는 비율은 35%포인트 올라 58%가 됐다.

모기업 차원에서는 '지속가능 생활' 테마 포트폴리오가 3월 말 기준 490억 싱가포르달러로, 이 가운데 420억이 지속가능성 중심 투자이고 70억이 기후 전환 투자다. 최고경영자는 기후 투자자들이 거시 여건과 정책 역풍 속에서 일하고 있지만 늘어나는 전력 수요와 산업 탈탄소 압력이 상업적으로 성립하는 기술에 기회를 계속 만든다고 말하며, 필요한 것은 이념적 의제에 교조적으로 매달리는 것이 아니라 원칙 있는 실용주의라고 했다. 이 성과 공개가 나온 배경에는 탄소크레딧 시장에 대한 지속적인 의심이 있다. 세계은행 집계로 아직 상환되지 않은 크레딧 재고는 2024년 거의 10억 톤에 이르렀고, 한 지수 사업자의 추정으로 1차 시장 규모는 약 14억 달러로 4년째 거의 그대로다.

평균 가격은 톤당 4.30달러에서 3.50달러로 내렸는데, 등급이 높은 크레딧의 가격은 오히려 20% 이상 올랐다. 같은 주 측정 규격 쪽에서도 움직임이 있었다. 금융기관의 대출과 투자에서 발생하는 배출량을 일관된 방식으로 재기 위해 만들어진 국제 협의체에 대형 회계법인 한 곳이 공인 파트너로 합류했다. 이 협의체에는 700곳이 넘는 금융기관이 참여하고 있고, 2023년부터 컨설팅·데이터·소프트웨어 업체를 공인 파트너로 두는 제도를 운영해 왔다. 주목할 것은 적용 범위의 확장이다. 대출과 투자를 다루는 부분은 지난해 3판으로 개정되며 유통화·구조화 상품까지 측정 대상을 넓혔고, 채권·주식 발행을 주선하며 연결되는 배출량과 보험 인수에 연계되는 배출량이 각각 별도 부분으로 다뤄진다.

국제 지속가능성 공시 기준은 금융기관에 금융배출량 공시를 요구하면서도 특정 방법론 사용을 의무화하지는 않았는데, 그 결론도출근거에서 이 협의체의 방법론을 시장에서 널리 쓰이는 사례로 직접 언급했다. 세 번째 흐름은 방향이 정반대다. 일본과 유럽의 대형 자산운용사들이 '회피배출량'을 다시 보고 있다는 소식이다. 고효율 에어컨이나 전기차 부품, 항공기 무게를 줄이는 첨단소재처럼 친환경 제품을 많이 팔수록 제조사 자신의 배출량은 오히려 늘어나는 기업들이 있다. 제품 생산이 늘면 그 회사의 직접·간접·공급망 배출은 증가하지만, 그 제품을 쓰는 고객과 사회 전체에서는 더 많은 탄소가 줄어들 수 있다. 그렇다면 이 기업의 기후 성과는 좋아진 것인가 나빠진 것인가.

한국 시사점 — 세 흐름은 한 가지 질문의 세 가지 버전이다. 무엇을 성과로 셀 것인가. 국내 실무에서 이 질문은 아직 대체로 '무엇을 공시해야 하는가'로 좁혀져 있는데, 그 좁힘이 만드는 손해가 크다. 첫째, 임팩트 투자사와 기후펀드가 성과를 말할 때 예상 감축량을 쓰는 관행을 점검할 필요가 있다. 투자 심사서에 적히는 감축 잠재량은 사업 계획의 숫자이고, 실제 실현된 감축은 대체로 훨씬 작으며 시점도 늦다. 실현 기준으로 세는 순간 포트폴리오의 성적표는 나빠 보이지만, 그 성적표만이 외부 검증을 견딘다. 둘째, 금융배출량의 적용 범위 확장은 국내 금융지주와

보험사에 직접 걸리는 사안이다. 지금 국내 논의는 대출과 투자 자산에 집중돼 있는데, 자본시장 중개와 보험 인수가 별도 항목으로 자리 잡으면 증권과 보험 부문의 부담이 새로 생긴다.

특히 보험 인수 배출량은 국내에서 거의 준비돼 있지 않다. 셋째, 회피배출량은 한국 산업 구조에 유난히 중요한 논점이다. 배터리 소재, 전력 기자재, 고효율 설비, 조선 등 국내 주력 수출 산업의 상당수가 정확히 이 유형에 속한다. 자사 배출만으로 평가받으면 이들은 생산을 늘릴수록 성적이 나빠지고, 회피배출량이 인정되면 반대가 된다. 다만 이 지표는 산정 방식에 따라 결과가 크게 흔들려 그린워싱 논란의 단골 소재이기도 하다. 그래서 지금 필요한 일은 회피배출량을 홍보에 쓰는 것이 아니라 산정 기준 논의에 국내 업계가 참여하는 것이다. 국제 규격 논의가 결론에 이르기까지 대략 18~30개월을 보는데, 그 결론이 국내 주력 산업의 평가 방식을 상당 부분 결정한다.



심층 — 성과 계정의 세 축이 동시에 움직인다: 실현·회피·중개의 회계와 '나빠 보이는 정직한 숫자'의 값어치 (싱가포르·국제 규격에서 진행되는 정교화 · 국내 금융 실무 도착 12~24개월, 회피배출량 규격은 18~30개월)

왜 중요한가. 세 흐름은 표면적으로 다른 주제지만 하나의 축을 공유한다. 임팩트 회계의 경계선을 어디에 그을 것인가다. 실현 기준은 시간 축의 경계다. 앞으로 줄일 것과 이미 줄인 것 사이에 선을 긋고 뒤쪽만 센다. 회피배출량은 주체 축의 경계다. 우리 굴뚝에서 나온 것과 우리 제품 덕에 남의 굴뚝에서 나오지 않은 것 사이에 선을 긋고 뒤쪽도 세자고 한다. 금융배출량의 범위 확장은 관계 축의 경계다. 우리가 돈을 빌려준 것과 우리가 거래를 주선하거나 보험을 인수한 것 사이에 선을 긋고 뒤쪽까지 포함한다. 이 세 경계는 각각 반대 방향으로 움직인다는 점이 중요하다. 실현 기준은 셀 수 있는 것을 줄여 숫자를 보수적으로 만들고, 회피와 중개는 셀 것을 늘려 숫자를 키운다.

셋 중 국내 실무에 가장 먼저 닿는 것은 중개·보험 확장으로 12~18개월, 회피배출량은 국제 논의가 남아 18~30개월로 본다. 그래서 이 셋을 한꺼번에 도입하면 성과 지표는 방향을 잃는다. 지금 국제 논의가 어려운 이유가 여기 있다. 실현 기준의 값어치는 그것이 나빠 보인다는 데 있다. 예상 감축을 쓰면 어떤 포트폴리오든 좋아 보이고, 그래서 그 숫자는 비교에 쓸 수 없다. 47%라는 증가율이 의미를 갖는 이유도 분모가 실현치이기 때문이다. 크레딧 시장의 가격 분화도 같은 원리를 보여준다. 평균 가격은 내렸는데 등급 높은 크레딧은 20% 이상 올랐다는 것은 시장이 '탄소'가 아니라 '검증된 탄소'를 사기 시작했다는 뜻이다.

승자와 패자. 승자는 셋이다. 첫째는 보수적 지표를 먼저 채택한 투자자다. 실현 기준으로 세면 당장은 숫자가 작아 보이지만, 몇 년 뒤 검증이 조여들 때 되돌릴 필요가 없다. 되돌리는 비용은 언제나 처음부터 하는 비용보다 크다. 둘째는 검증 등급이 높은 크레딧 공급자다. 재고가 10억 톤에 이르러 평균 가격이 놀리는 시장에서 등급 상위 구간만 가격이 오른다는 사실은 공급 과잉이 품질 프리미엄을 오히려 키운다는 뜻이다. 셋째는 회피배출량 산정 기준을 만드는 자리에 앉은 업체다. 기준이 확정되면 그 기준에 맞는 제품 구성을 가진 쪽이 유리해지고, 기준 설계는 초안 단계에서만 움직인다.

패자도 셋이다. 하나는 예상 감축량으로 자금을 모은 펀드다. 회수기에 실현치를 보고해야 할 때 격차가 드러나며, 그 격차는 운용 실패가 아니라 회계 기준의 차이인데도 신뢰 문제로 읽힌다. 둘은 증권·보험 부문이다. 대출 중심으로 준비해 온 금융그룹에서 중개와 인수 배출량은 데이터 확보 경로 자체가 다르고, 준비 기간이 짧으면 추정치로 채우게 된다. 셋은 회피배출량을 홍보 언어로 먼저 쓴 기업이다. 산정 기준이 확정되면 과거에 발표한 숫자와 새 기준의 숫자가 어긋나고, 그 차이를 설명하는 일이 기업의 몫이 된다.

한국 적용. ① 기후·임팩트 펀드의 성과 보고에 실현치와 예상치를 두 칸으로 나눠 적는다 — 지금은 대체로 한 칸이고 그 칸에 무엇이 들어 있는지 외부에서 알 수 없다. 두 칸으로 나누는 것만으로 보고서의 신뢰가 달라진다. ② 금융지주 차원에서 중개·보험 배출량의 데이터 확보 경로를 지금 설계한다. 대출은 내부 시스템에 자료가 있지만 주선 거래와 인수 계약은 부문별로 흩어져 있어, 자료를 모으는 일 자체가 최소 두 분기짜리 과제다. ③ 회피배출량은 홍보가 아니라 기준 참여로 접근한다.

국내 주력 수출 산업이 이 지표의 최대 수혜 후보이면서 동시에 최대 논란 대상이므로, 산정 방법 논의에 자료를 들고 들어가는 것이 유일하게 남는 방아다. ④ 탄소크레딧 조달 방침에 등급 기준을 명시한다. 평균 가격이 내리는 시장에서 싼 크레딧을 사는 것은 지금은 합리적으로 보이지만, 가격 분화가 이미 시작됐다는 것은 저등급 크레딧의 유동성이 먼저 마른다는 뜻이다. ⑤ 공공 기후기금의 성과 지표를 실현 기준으로 전환하는 논의를 시작한다. 정부 재원이 예상 감축량으로 평가되면 사업 선정이 계획서 품질 경쟁이 되고, 실현 기준이면 집행 역량 경쟁이 된다.

농치기 쉬운 함정. 첫째, 실현 기준을 모든 보고에 일괄 적용하는 것이다. 초기 단계 기술 투자는 실현치가 원리상 0에 가깝고, 그것만 보고하면 가장 필요한 자금이 가장 나빠 보인다. 두 칸으로 나누는 이유가 여기 있다. 둘째, 회피배출량을 자사 배출량의 상계 항목으로 쓰는 것이다. 두 숫자는 계정이 다르고 상계하는 순간 어느 쪽도 검증되지 않는다. 셋째, 크레딧 가격 하락을 매수 기회로만 읽는 것이다. 재고 10억 톤은 공급 과잉의 증거이며, 등급이 낮은 구간에서는 나중에 무효화 위험까지 겹친다.

넷째, 금융배출량 확장을 규제 대응 과제로만 보는 것이다. 중개와 인수까지 배출량을 재기 시작하면 그 자료는 곧바로 상품 설계와 인수 심사의 입력값이 되고, 그때는 대응이 아니라 경쟁의 문제가 된다. 다섯째, '원칙 있는 실용주의'라는 표현을 후퇴의 언어로 읽는 것이다. 같은 발표에서 그들은 예상치가 아닌 실현치로 성과를 세웠다고 했고, 실용주의가 기준을 낮추는 방향이 아니라 높이는 방향으로 쓰인 드문 사례다.

출처: Eco-Business (싱가포르, 2026-08) — Temasek's GenZero reports 47% rise in direct climate impact as portfolio expands · 임팩트온 (한국, 2026-08) — PwC, PCAF 글로벌 파트너 합류...금융배출량 산정·공시·보증 지원 · 임팩트온 (한국, 2026-08) — 노무라 · 슈로더, '회피배출량'을 다시 본다...기업가치로 부상할까

문턱이 오르면 누가 먼저 밀려나는가 — 인증을 반납한 소기업과 조달에서 빠진 구간

네덜란드의 한 침구 제조사가 이번 달 비콥 인증을 즉시 반납했다. 순환 경제 방식으로 침구를 만들어 온 이 회사는 2022년 최고 지속가능 브랜드 상을 받았고 올해 1월에 재인증까지 통과한 곳이다. 회사가 밝힌 이유는 두 가지다. 첫째는 재인증 과정에서 인증기관이 환경영향 모델 적용을 거부한 일이다. 근거는 전통적인 산업형 환경경영시스템 문서가 서면으로 존재하지 않는다는 것이었다. 공동대표는 자기 회사의 지속가능성이 제품과 기술에 물리적으로 박혀 있다고 말한다. 손으로 작업하고 중장비를 쓰지 않으며 산업용 공정수도 없고 잔여 폐기물이 없다는 것이다.

그는 줄여야 할 산업 오염 자체가 없는데 존재하지 않는 오염을 어떻게 줄이는지 이론적 표에서 증명하지 못한다는 이유로 벌을 받는 구조라고 지적했다. 성수기에 대체 자료를 제출하기 위해 4주를 요청했지만 내부 마감을 이유로 서류가 닫혔다고도 밝혔다. 둘째는 유럽의 새 소비자 지침이었다. 1월에 재인증을 마칠 때 인증기관은 곧 시행될 이 법이 방금 받은 인증에 영향을 준다는 사실을 알리지 않았고, 몇 달 뒤 회사는 새 기준으로 사실상 즉시 다시 인증을 받으라는 요구를 받았다. 컴플라이언스 부서가 없는 초소형 기업이 자체적으로 인증 절차를 처리해 왔는데, 미리 통보한 휴가 기간에 일방적으로 일정이 잡히기도 했다.

창업자는 브뤼셀에서 시작된 혼란이 곧바로 기업에게 넘겨졌다고 말했다. 회사는 인증에 들어가던 시간과 라이선스 비용을 다른 곳에 쓰기로 했다. 같은 기간 영국에서는 방향이 다른 문턱 이야기가 나왔다. 정부가 새 조달정책 고시를 내면서 500만 파운드 이상 계약에서 지역 사회·경제 편익의 최소 가중치를 20%로 올렸고, 사회적 가치 약속에 대한 이행 부진이 향후 입찰에서 불리하게 반영되도록 성과 지표 보고를 강화했다. 사회적기업 대표 단체는 이를 환영하면서도 두 가지를 문제 삼았다. 하나는 적용 문턱이 100만 파운드로 오른 것이다.

소규모 사업자의 행정 부담을 줄인다는 취지지만, 그 아래 구간에서는 사회적 가치 요건이 아예 사라지는데 많은 사회적기업이 정확히 그 구간에서 경쟁한다. 문을 열어주려는 규칙이 구매자로 하여금 그들을 선택하게 만드는 지렛대를 조용히 없앨 수 있다는 것이다. 다른 하나는 가중치를 충족하는 경로가 일자리와 기술로만 좁혀진 점이다. 이전 고시에서는 기후나 웰빙, 공급망 성과로도 충족할 수 있었다. 단체는 영국의 사회적기업이 10만 곳을 넘고 평균 72명을 고용하며 43%가 취약계층을 고용하고 83%가 실질생활임금을 지급한다는 자체 조사를 들며, 새 가중치의 직접 수혜자가 이들에게어야지 대형 사업자가 목표를 채우도록 돕는 중개자가 되어서는 안 된다고 밝혔다.

한국 시사점 — 두 사례는 정반대 방향에서 같은 현상을 보여준다. 기준이 정교해지고 문턱이 올라갈 때 가장 먼저 밀려나는 것은 나쁜 행위자가 아니라 작은 행위자라는 것이다. 국내에도 같은 구조가 이미 있다. 첫째, 인증 체계의 문제다. 사회적기업 인증과 각종 친환경 인증은 대체로 산업형 기업을 전제로 설계된 서식을 쓰고, 수작업 중심이거나 규모가 아주 작은 사업자는 '해당 없음'을 증명하는 데 더 큰 노력을 들인다. 인증 서식에 소규모·저영향 사업자를 위한 간이 경로가 있는지 점검할 필요가 있고, 없다면 만드는 것이 인증 확대보다 먼저다. 둘째, 인증 기준이 바뀔 때의 통보 방식이다. 기준 개정이 예고된 시점에 재인증을 받은 사업자에게 그 사실을 알리지 않는 것은 국내 인증 운영에서도 흔한 일이며, 개정 예고와 인증 유효기간을 연동하는 규칙 하나로 해결된다.

셋째, 조달의 문턱이다. 국내 공공조달에서 사회적기업 우대는 대체로 일정 금액 이상 계약이나 특정 물품 항목에 걸려 있고, 소액 수의계약 구간의 실무는 담당자 재량에 맡겨져 있다. 영국 사례가 보여주는 것은 문턱을 올리는 규제 완화가 소규모 사회적경제 조직에게는 완화가 아니라 배제로 작동한다는 점이다. 넷째, 평가 항목을 좁히는 문제다. 사회적 가치를 일자리와 기술로 좁히면 돌봄·환경·지역문화 영역의 조직은 같은 규칙 안에서 점수를 얻을 방법이 없어진다. 국내 사회적 가치 평가 지표 개편 논의가 이어지고 있는데, 항목을 줄여 단순화하려는 압력이 항상 존재한다. 이 논의가 국내 조달 실무의 지침으로 내려오기까지는 12~18개월을 보는데, 그 사이에 항목 구조가 정해진다.



심층 — 정교화의 비용은 균등하지 않다: 인증·조달 문턱이 만드는 조용한 배제와 '간이 경로'라는 설계 과제 (네덜란드·영국에서 같은 달에 드러난 두 얼굴 · 국내 조달 지침 도착 12~18개월)

왜 중요한가. 지속가능성 제도가 강해지는 국면을 우리는 보통 좋은 일로 읽는다. 기준이 촘촘해지면 허술한 주장이 걸러지고 진짜 성과가 드러난다는 것이다. 이번 두 사례는 그 서사의 반대편을 보여준다. 네덜란드 사례에서 인증을 잃은 것은 성과가 나쁜 기업이 아니라 성과의 형태가 서식과 맞지 않는 기업이었다. 산업형 환경경영시스템을 전제로 설계된 평가에서 애초에 산업 공정이 없는 기업은 '줄일 것이 없음'을 증명해야 하는데, 이 증명은 원리상 어렵다. 감축을 재는 체계는 감축할 것이 있는 조직을 전제로 만들어졌기 때문이다. 여기에 규제 변화의 부담이 겹쳤다.

소비자 지침이 제3자 검증 없는 라벨을 금지하면서 인증기관들은 자기 체계를 서둘러 개편해야 했고, 그 개편 비용과 일정 압박이 회원사에게 전가됐다. 영국 사례의 구조도 같다. 조달 규칙에서 문턱을 올리는 것은 언제나 행정 부담 완화의 언어로 설명되지만, 문턱 아래에서 경쟁하던 조직에게는 자기를 선택하게 만들던 유일한 근거가 사라지는 일이다. 여기에 평가 경로를 일자리와 기술로 좁힌 조치가 겹치면, 같은 사회적 목적을 다른 방식으로 추구하던 조직들은 규칙 안에서 점수를 얻을 통로 자체를 잃는다. 두 사례를 관통하는 것은 정교화의 비용이 균등하게 분배되지 않는다는 사실이다. 컴플라이언스 부서가 있는 조직에게 기준 강화는 경쟁 우위이고, 없는 조직에게는 퇴장 통보다.

승자와 패자. 승자는 셋이다. 첫째는 준법 인력을 갖춘 중대형 기업이다. 문턱이 오를수록 상대적 우위가 커지며, 이것은 능력의 결과이므로 부당하다고 말하기도 어렵다. 둘째는 인증·검증 사업자다. 규제가 제3자 검증을 요구하면 수요가 구조적으로 늘고, 인증기관 자신도 개편 압박을 받지만 결국 시장은 커진다. 셋째는 대형 조달 사업자다. 사회적 가치 가중치가 20%로 오른 것은 언뜻 사회적기업에 유리해 보이지만, 입찰 전담팀을 가진 기업이 그 항목을 더 잘 채운다. 패자도 셋이다.

하나는 저영향 소기업이다. 이들은 실제로 가장 지속가능한 방식으로 일하면서도 그것을 산업형 서식으로 증명하지 못해 인증에서 밀려나고, 인증이 없으면 거래처가 요구하는 서류를 채우지

못한다. 둘은 100만 파운드 미만 구간의 사회적기업이다. 규칙이 사라진 구간에서는 가격만 남고, 가격 경쟁에서 취약계층 고용과 생활임금 지급은 원가 부담으로만 계산된다. 셋은 돌봄·환경·문화 영역의 조직이다. 평가 경로가 일자리와 기술로 좁혀지면 이들의 성과는 존재하지만 점수가 되지 않는다.

한국 적용. ① 인증 서식에 저영향·소규모 사업자용 간이 경로를 만든다 — '해당 없음'을 증명하는 방식이 아니라 처음부터 다른 문항을 주는 방식이어야 하며, 문항 수는 절반 이하로 줄일 수 있다. ② 인증 기준 개정과 인증 유효기간을 연동하는 규칙을 둔다. 개정이 예고된 뒤 재인증을 받은 사업자에게는 개정 적용을 유예하는 조항 하나면 이번 같은 분쟁이 사라진다. ③ 공공조달의 사회적 가치 적용 구간을 금액이 아니라 비례 방식으로 설계한다.

문턱 아래를 통째로 면제하는 대신 소액 계약에는 간소화된 항목을 적용하는 방식이며, 영국 단체가 요구한 것도 정확히 이것이다. ④ 사회적 가치 평가 항목을 줄이려는 논의에 영역별 대표성을 확인하는 절차를 넣는다. 항목이 줄면 반드시 어떤 영역이 통째로 빠지고, 그 영역이 어디인지 사전에 계산해 두면 선택이 명시적이 된다. ⑤ 인증 유지 비용을 지원하는 대신 인증 없이도 거래할 수 있는 증빙 체계를 함께 고민한다. 이번에 인증을 반납한 회사가 택한 방향이 그것이며, 자료를 직접 공개하는 방식이 소기업에게는 더 값싼 선택일 수 있다.

농치기 쉬운 함정. 첫째, 인증 반납 사례를 인증 체계 전반에 대한 반증으로 확대하는 것이다. 한 기업의 경험이며, 같은 체계 안에서 잘 작동하는 기업이 훨씬 많다. 문제는 체계의 존재가 아니라 단일 서식이다. 간이 경로를 만드는 데 필요한 것은 예산이 아니라 결정이며, 그래서 이 항목의 도착 시차는 6개월도 될 수 있고 영영 오지 않을 수도 있다. 둘째, 반대로 이 사례를 예외로 치부하는 것이다. 저영향 소기업이 서식과 맞지 않는다는 문제는 구조적이며, 순환 경제와 수공 기반 사업이 늘어날수록 같은 사례가 더 나온다.

셋째, 조달 문턱 상향을 규제 완화로만 평가하는 것이다. 완화의 수혜자와 배제의 피해자가 상당 부분 같은 집단이라는 점이 이 조치의 핵심 모순이다. 넷째, 사회적 가치 가중치 인상만 보고 좋은 정책이라고 결론짓는 것이다. 가중치가 높아져도 적용 대상이 줄면 전체 효과는 줄어든 수 있으며, 두 변화를 곱해서 봐야 한다. 다섯째, 이 문제를 제도 설계자만의 과제로 두는 것이다. 인증을 요구하는 것은 대체로 구매 기업이고, 구매 기업이 소규모 공급사에 대해 대체 증빙을 인정하는 내부 규정을 두면 상당 부분 해소된다.

출처: Duurzaam Ondernemen (네덜란드, 2026-08) — Bedaffair levert B Corp certificaat per direct in · Social Enterprise UK (영국, 2026-08) — Social Enterprise UK responds to the new procurement rules

03 한국 임팩트 현장 — 지금 한국에서 움직이는 장면

배출량은 냈는데 금액으로 잊지 못했다 — 대기업 99곳 전수 분석이 드러낸 갈림

금융위원회는 2028년 연결자산 10조 원 이상 코스피 상장사를 시작으로 지속가능성 공시를 의무화하고, 2029년 5조 원 이상, 이후 상황을 평가해 2030년 2조 원 이상까지 확대하는 방안을 내놓았다. 국내 기준은 배출량만 요구하지 않는다. 기후위험과 기회가 기업의 재무상태와 투자, 경영 의사결정에 미치는 영향까지 공개하도록 한다. 한 전문매체가 2025 사업연도 연결재무제표 기준 자산총계 10조 원 이상 상장법인 128곳 가운데 지속가능경영보고서를 내 분석이 가능한 99곳을 전수 조사한 결과가 이번 주 나왔다. 부합도 평균은 81.3점이었고 평균을 넘은 곳은 49개사였다.

그런데 항목별로 보면 점수가 어디서 갈렸는지가 분명하다. 직접·간접·공급망 배출량 총량 공시에서 충족 평가를 받은 곳은 72곳으로 72.7%였고, 부분 충족까지 합치면 93곳, 93.9%가 배출량을 상당 수준 공개했다. 공급망 배출량의 세부 공시도 59곳이 충족 평가를 받았다. 격차는 그 다음 단계에서 벌어졌다. 기후 기회와 관련된 자산·사업활동의 금액과 비중을 공개한 곳은 31곳으로 31.3%, 기후 성과와 경영진 보상의 연계 수준을 밝힌 곳은 25곳으로 25.3%, 내부 탄소가격을 운영한다고 밝힌 곳은 19곳으로 19.2%였다. 가장 낮은 것은 위험에 노출된 자산을 금액으로 특정한 항목이었다.

물리적 위험에 취약한 자산과 사업활동의 금액·비중을 공개한 곳은 10곳으로 10.1%, 전환 위험 쪽은 8곳으로 8.1%에 그쳤다. 반면 전환 위험과 물리적 위험에 관한 정보를 일부라도 공개한 기업은 각각 96곳이었다. 위험을 찾아낸 기업은 거의 전부인데 그 위험이 얼마짜리인지 계산한 기업은 열 곳 안팎이라는 뜻이다. 공급망 배출량의 수준을 가른 것도 공개 여부가 아니라 산정 근거였다. 충족 평가를 받은 기업은 산정 범위와 데이터 출처, 계산 방법을 함께 공개했고, 그렇지 못한 기업은 산정한 항목만 신고 나머지는 표에서 빼거나 사업 연관성이 낮다는 수준으로만 제외 사유를 설명했다.

한 정보기술 기업은 제주 사무공간과 판교 업무공간, 용인 캠퍼스, 안산 데이터센터를 시설별로 나눠 배출량을 공개했고, 한 전자 기업은 구매한 제품과 서비스 항목에 직접 수집 방식과 비용 기반 추정 방식을 함께 썼다. 금액까지 내려간 사례도 있다. 한 건설사는 탄소 전환의 영향을 받을 수 있는 탄화수소 관련 프로젝트 18건을 전환 위험 취약 사업활동으로 특정하고 그 수주잔고가 약 4조 103억 원으로 전체 수주잔고 약 50조 5,968억 원의 8% 수준임을 밝혔다. 한 석유화학 기업은 여수사업장을 물리적 위험에 상대적으로 취약한 곳으로 식별한 뒤 그곳에서 위험에 노출된 유형자산을 7,513억 8,900만 원으로 산출했다.

한국 시사점 — 이 조사가 국내 실무에 주는 메시지는 준비가 부족하다는 것이 아니라 준비의 방향이 한쪽에 몰려 있다는 것이다. 지난 몇 년간 국내 기업의 공시 준비는 배출량 산정 체계를 갖추는 데 집중됐고 그 결과는 실제로 나쁘지 않다. 열 곳 중 아홉 곳이 배출량을 어느 수준까지는 공개하고 있다. 문제는 기준이 요구하는 것이 배출량이 아니라 그 배출량이 회사의 돈과 어떻게 이어지는가라는 점이다. 위험에 노출된 자산을 금액으로 특정한 기업이 열 곳 안팎이라는 숫자는 이

작업이 아직 시작되지 않았음을 보여준다. 실무적으로 지금 해야 할 일은 세 가지다. 첫째, 이미 식별해 둔 기후 위험 목록 옆에 금액 칸을 만드는 일이다.

홍수·태풍·폭염에 취약한 사업장을 골라내는 작업은 대부분 끝나 있고, 남은 것은 그 사업장의 유형자산 장부가액을 옮겨 적는 일이다. 회계 부서와 환경안전 부서가 같은 표를 보는 회의 한 번이면 초안이 나온다. 둘째, 제외한 항목의 사유를 문장으로 남기는 일이다. 조사에서 갈림을 만든 것은 산정한 항목이 아니라 산정하지 않은 항목의 설명이었고, 이 설명은 나중에 검증 단계에서 가장 먼저 확인되는 대목이다. 셋째, 내부 탄소가격을 도입하는 일이다. 다섯 곳 중 한 곳만 갖고 있는데, 이것이 없으면 기후 위험을 투자 의사결정에 반영할 계산 도구 자체가 없다. 첫 법정 공시에 쓸 자료 수집은 넉 달 뒤에 시작되고 첫 제출까지는 약 17개월이 남았다. 배출량 체계를 다시 손보기에는 짧고, 금액 연결을 시작하기에는 아직 충분한 기간이다.



심층 — 공시 준비의 병목은 측정이 아니라 회계 연결이다: 금액 칸을 만드는 작업의 순서와 검증에서 먼저 무너지는 지점 (국내 자체 진단 · 첫 자료 수집 4개월, 첫 제출 약 17개월)

왜 중요한가. 이 조사의 값어치는 순위표가 아니라 갈림의 위치를 특정했다는 데 있다. 배출량 공개는 72.7%인데 전환 위험 취약자산 금액 공개는 8.1%다. 이 격차는 노력의 차이가 아니라 작업의 성격 차이에서 온다. 배출량 산정은 환경안전 부서가 자기 자료로 할 수 있는 일이지만, 위험에 노출된 자산을 금액으로 특정하는 일은 회계 자료와 사업 자료를 같은 표에 올려야 하는 일이다. 두 자료는 대체로 다른 부서가 관리하고 서로 다른 단위로 정리돼 있으며, 그것을 잇는 규칙을 정하는 일에는 결정권자가 필요하다. 그래서 이 항목은 준비 기간이 길다고 저절로 채워지지 않는다. 조사에서 금액까지 내려간 소수 사례들이 공통으로 보여주는 것도 그 점이다.

프로젝트 18건을 특정하고 수주잔고 대비 비중을 낸 건설사나 한 사업장의 유형자산 노출액을 산출한 석유화학 기업은 모두 '어느 자산이 위험한가'라는 질문을 사업 단위로 번역해 답했다. 반대로 위험 요인을 나열하는 데 그친 96곳은 질문을 환경 용어 안에서만 다뤘다. 또 하나 눈여겨볼 것은 공급망 배출량에서 갈림을 만든 것이 산정 여부가 아니라 제외 사유의 설명이었다는 대목이다. 이는 앞으로 검증 실무가 어디를 볼지를 알려준다. 검증인은 계산된 숫자보다 계산하지 않기로 한 결정을 먼저 확인한다. 그 확인이 실제로 시작되는 시점은 첫 제출 약 17개월 뒤가 아니라 사전 협의가 열리는 9~12개월 뒤다.

승자와 패자. 승자는 셋이다. 첫째는 사업 단위 자산 대장을 이미 정비해 둔 기업이다. 금액 연결의 대부분은 새 자료를 만드는 일이 아니라 있는 자료를 잇는 일이며, 대장이 정리돼 있으면 몇 주면 끝난다. 둘째는 내부 탄소가격을 이미 쓰는 소수 기업이다. 이들은 기후 위험을 투자 심의에 넣는 계산 도구를 이미 갖고 있어, 공시 항목을 채우는 것이 아니라 기존 계산을 옮겨 적기만 하면 된다. 셋째는 회계법인과 검증기관이다. 금액 연결은 자체적으로 하기 어려워 자문 수요가 몰리는 영역이고, 첫 제출 시점이 다가올수록 공급이 부족해진다.

패자도 셋이다. 하나는 배출량 체계에 자원을 집중해 온 기업이다. 잘못된 선택이 아니었지만 남은 시간에 성격이 다른 작업을 새로 시작해야 하며, 그 작업은 환경 부서 혼자 할 수 없다. 둘은 자산이 분산된 기업이다. 사업장이 많고 자회사가 여럿인 구조에서는 취약자산을 특정하는 일 자체가 큰 프로젝트가 되고, 연결 범위가 넓을수록 시간이 기하급수로 늘어난다. 셋은 2029년과 2030년 대상 기업이다. 지금 준비를 미루면 자문 시장이 이미 앞선 기업들로 채워진 뒤에 들어가게 되고, 그때는 같은 작업의 비용이 더 비싸다.

한국 적용. ① 기존 기후 위험 목록에 금액 칸을 추가한다 — 위험 요인, 해당 사업장 또는 사업, 관련 자산의 장부가액, 전체 대비 비중 네 칸이면 된다. 정확도는 다음 문제이고 우선 칸을 만드는 것이 순서다. ② 공급망 배출량에서 제외한 항목의 사유를 표준 문장으로 정리한다. 사업 연관성이 낮다는 표현 대신 왜 낮은지, 언제 재검토할지를 함께 적으면 검증 국면에서 방어가 된다. ③ 내부 탄소가격을 도입한다.

처음부터 정교할 필요는 없고 배출권 시장가격이나 국제 기준값을 참조해 투자 심의에 시범 적용하는 것으로 시작할 수 있다. ④ 회계·환경안전·사업 부서가 참여하는 정례 회의를 만든다. 금액 연결은 조직 문제이며, 담당자 간 협조로 처리하려 하면 매번 처음부터 다시 시작한다. ⑤ 2029년·2030년 대상 기업은 지금 자산 대장 정비만이라도 시작한다. 공시 서식을 기다릴 필요가 없는 유일한 작업이고, 그것이 전체 준비 기간의 절반을 줄인다.

농치기 쉬운 함정. 첫째, 평균 81.3점이라는 숫자를 준비가 잘 됐다는 근거로 쓰는 것이다. 평균은 배출량 항목의 높은 충족률이 끌어올린 값이며, 정작 기준의 핵심인 재무 연결 항목은 열 곳 중 한 곳 수준이다. 둘째, 금액 산출을 정확도의 문제로 미루는 것이다. 기준이 요구하는 것은 정밀한 평가액이 아니라 노출 규모와 그 산출 근거이며, 완벽을 기다리면 아무것도 공개하지 못한다. 셋째, 선도 사례를 그대로 베끼는 것이다.

사업장을 특정하는 방식과 프로젝트를 특정하는 방식은 업종 구조에 따라 다르고, 자기 사업의 위험 단위가 무엇인지부터 정해야 한다. 넷째, 경영진 보상 연계를 홍보 항목으로 다루는 것이다. 넷 중 하나만 공개한 이 항목은 실제 보상 규정 개정을 요구하므로 이사회 안건이며, 공시 담당 부서가 결정할 수 없다. 다섯째, 첫 대상이 아니라는 이유로 중견기업이 손을 놓는 것이다. 대상 기업의 공급망에 있는 순간 같은 자료를 요구받게 되고, 그 요구는 제도 일정보다 먼저 온다.

출처: 임팩트온 (한국, 2026-08) — 【기획】 국내 대기업 99개사 KSSB 전수 분석① - 온실가스 공시는 72.7% ·

임팩트온 (한국, 2026-08) — 【기획】 국내 대기업 99개사 KSSB 전수 분석② - 기후위험은 96곳이 찾았지만, 취약자산 공개는 10곳 안팎

자본이 피해 가는 방향 — 중앙은행 담보와 기후테크 투자가 같은 곳을 비껴갔다

두 개의 국내 분석이 같은 주에 나왔는데, 겨냥한 곳은 달라도 그림은 겹친다. 첫 번째는 중앙은행 담보 시장이다. 한 연구소가 국제 시민단체와 함께 낸 보고서에 따르면 2025년 녹색채권의 평균 헤어컷은 8.7%로 전체 담보자산 평균 4.3%의 두 배를 넘었다. 헤어컷은 은행이 채권을 담보로 맡길 때 가격 하락이나 처분 손실에 대비해 시장가치의 일부를 깎는 비율이다. 100만 원짜리 담보라면 평균적으로는 95만 7,000원의 가치를 인정받는데 녹색채권은 91만 3,000원에 그친다는 뜻이다. 격차는 최근 벌어졌다. 2022년에는 전체 평균과 녹색채권이 모두 3.9%로 같았는데 2023년 6.7%, 2025년 8.7%로 올랐다.

보고서는 이런 차이가 녹색채권을 담보로 쓸 유인을 떨어뜨리고 결국 채권 수요와 기업의 자금조달 여건에도 불리하게 작용한다고 봤다. 담보 구성은 더 뚜렷하다. 중앙은행은 2023년 공공기관채와 은행채, 우량 회사채를 자금조정대출 적격담보에 추가하며 문을 넓혔고 그 결과 회사채·공공기관채의 담보 인정액은 2020년부터 2025년까지 4.5배 늘었다. 그런데 2025년 말 그 담보의 53.1%가 화석연료·고배출 업종 채권이었고 녹색·지속가능채권은 1.9%였다. 이 비중은 2021년 4.1%에서 절반 이하로 낮아진 것이다. 편중은 에너지 공기업 채권에서 두드러진다. 전력·가스·수도·폐기물 업종은 국내 총부가가치의 2.6%를 차지하는데 2023년부터 2025년까지 회사채·공공기관채 담보에서는 21.0%를 차지했고, 2025년 전력공사채만 13.2%, 가스공사채까지 합치면 약 18%였다.

보고서는 이것이 의도된 우대가 아니라 담보 기준과 국내 에너지 산업 구조가 맞물린 결과라고 분석했다. 중앙은행은 기후 요인이 아니라 채권 종류와 신용등급, 잔존만기로 담보가치를 정하는데 그 기준에서 신용도가 높은 공공기관채가 유리한 자리를 차지하고, 국내 에너지 공기업은 화석연료 의존도가 높기 때문이다. 두 번째 분석은 민간 자본 쪽이다. 한 매체가 자체 구축한 856개사 기후테크 데이터베이스를 분석한 결과, 기업과 전략적 투자자의 자금은 기술 검증이 끝난 분야로 쏠렸다. 전력 분야 116개사에서 기업·전략적 투자 비중은 24.1%였고 상용화 단계에 도달한 기업 비중도 94.8%로 열 개 부문 가운데 가장 높았다.

반면 산업 탈탄소화 부문 96개사에서 기업·전략적 투자 비중은 3.1%로 전력의 8분의 1 수준이었고 상용화 도달 비중도 34.4%에 그쳤다. 정부와 공공자금이 확인된 기업 비율은 정반대였다. 에너지 전환 54.5%, 산업 탈탄소화 46.9%인 데 비해 전력은 8.6%였다. 감축이 가장 어려운 영역으로 좁히면 그림은 더 선명하다. 저탄소 철강 10곳과 차세대 원전 20곳을 합친 30개사 가운데 상용화 단계에 도달한 기업은 한 곳도 없었고, 그 직전 단계에 있는 곳도 두 곳뿐이었다. 다만 흐름이 갈리는 지점도 있다. 자체 공정 전환이 필요한 국내 대기업들은 상용화 이전 단계부터 지분투자과 공동개발에 들어갔다.

한국 시사점 — 두 자료를 겹치면 국내 자본이 기후 전환의 어느 구간을 비껴가고 있는지가 보인다. 민간 자본은 검증이 끝난 전력 분야로 가고, 검증이 남은 산업 감축 기술은 정부 자금이 떠받친다. 중앙은행 담보 체계는 기후를 보지 않는데 결과적으로 고탄소 자산을 우대한다. 두 경우 모두 누군가 잘못된 판단을 한 것이 아니라 각자의 기준을 충실히 따른 결과라는 점이 중요하다. 그래서 해법도 설득이 아니라 기준 설계 쪽에 있다. 구체적으로 네 가지를 제안한다. 첫째, 중앙은행 담보 기준에 기후 요인을 넣자는 주장 이전에 현황 자료를 정례 공개하는 일부터 시작할 수 있다. 담보로 잡힌 채권의 업종 구성을 반기마다 공개하는 것만으로 논의의 출발점이 생기고, 이는 통화정책의 독립성을 건드리지 않는다. 둘째, 녹색채권의 헤어컷이 높은 이유를 분해해야 한다.

신용등급이 낮아서인지, 잔존만기가 길어서인지, 유동성이 약해서인지에 따라 대응이 전혀 다르다. 유동성이 원인이라면 발행 규모를 키우는 정책이 답이고, 등급이 원인이라면 보증 구조가 답이다. 셋째, 산업 감축 기술에 대한 민간 자본의 회피는 위험 분담 구조가 없기 때문이다. 상용화 이전 구간의 위험을 공공이 일부 떠안는 구조 없이 민간 참여를 요구하면 결과는 지금과 같다. 넷째, 자체 공정 전환이 급한 대기업이 이미 이른 단계 투자에 들어갔다는 사실은 중요한 단서다. 이들은 투자자가 아니라 미래의 구매자로 움직이고 있으며, 구매 확약을 자금 조달과 묶는 방식이 국내에서 가장 현실적인 경로일 수 있다. 이 논의가 정책 문서로 정리되기까지는 12~18개월을 보는데, 그 사이 산업 감축 기술의 상용화 시점은 계속 뒤로 밀린다.



심층 — 중립적 기준이 만드는 방향성: 담보 규칙과 기술 성숙도가 함께 그리는 자본의 회피 지도 (국내 자체 분석 · 정책 문서화 12~18개월)

왜 중요한가. 두 분석이 함께 놓일 때 드러나는 것은 의도 없는 편향이다. 중앙은행은 기후를 보지 않겠다고 선언한 적이 없고 고탄소를 우대하겠다고 정한 적도 없다. 채권 종류와 신용등급과 잔존만기라는, 누가 봐도 중립적인 기준을 적용했을 뿐이다. 그런데 국내 에너지 산업이 공기업 중심이고 그 공기업의 발전 구성이 화석연료에 기울어 있으면, 중립적 기준은 자동으로 고탄소 자산을 담보 체계의 중심에 놓는다. 총부가가치의 2.6%인 업종이 담보의 21%를 차지한다는 숫자가 그 결과다. 민간 기후자본의 쏠림도 같은 구조다. 투자자는 검증된 기술을 선호하도록 훈련돼 있고 그 선호는 수탁자 의무의 관점에서 정당하다.

그 결과 상용화가 끝난 전력 분야에는 기업 자금의 4분의 1이 들어가고, 상용화가 한 곳도 없는 저탄소 철강과 차세대 원전에는 공공자금만 남는다. 여기서 중요한 것은 두 편향이 같은 방향을 가리킨다는 점이다. 자금 조달 비용 측면에서 고탄소 자산이 유리하고, 위험 감수 측면에서 검증되지 않은 감축 기술이 불리하다. 전환에 가장 많은 돈이 필요한 구간이 두 기준 모두에서 가장 불리한 자리에 놓인다. 이 구간을 건널 자금 구조가 설계되기까지 12~18개월을 보는데, 설계 주체가 정해지지 않으면 그 시차는 무한정 늘어난다. 이런 종류의 편향은 나쁜 행위자를 찾아내는 방식으로 고칠 수 없다. 고칠 수 있는 것은 기준 자체이거나 기준 바깥에 놓이는 보완 장치뿐이다.

승자와 패자. 승자는 셋이다. 첫째는 신용등급이 높은 대형 공기업이다. 담보 체계에서 유리한 위치는 자금 조달 비용의 차이로 이어지고, 이 이점은 사업 구성과 무관하게 유지된다. 둘째는 상용화 단계에 도달한 전력·재생에너지 사업자다. 민간 자금이 몰리면서 조달 조건이 좋아지고, 좋아진 조건이 다시 규모를 키운다. 셋째는 자체 공정 전환이 급한 제조 대기업이다. 이들은 투자자로서가 아니라 미래 구매자로서 초기 기술에 들어가고 있어, 기술이 성공하면 공급을 먼저 확보하고 실패해도 학습이 남는다. 패자도 셋이다. 하나는 녹색채권 발행자다.

담보 가치가 낮게 평가되면 채권을 사 줄 은행의 수요가 줄고, 수요가 줄면 발행 조건이 나빠진다. 이들은 잘못된 것이 없고 오히려 정책이 권장한 일을 했는데 조달 비용에서 손해를 본다. 둘은 저탄소 철강과 차세대 원전을 포함한 산업 감축 기술 기업들이다. 공공자금은 연구 단계를 넘기는

데는 쓸 수 있어도 첫 상업 설비를 짓는 데는 규모가 모자라고, 그 구간을 건널 자금은 지금 아무도 대지 않는다. 셋은 국내 산업 전체다. 감축이 어려운 업종의 전환이 늦어지면 국경 조치와 공급망 요구가 도착할 때 대응 수단이 남아 있지 않다.

한국 적용. ① 중앙은행 적격담보의 업종별 구성을 반기 단위로 공개한다 — 기준을 바꾸자는 논의보다 먼저 필요한 것은 현황이며, 공개만으로도 편중은 관리 대상이 된다. ② 녹색채권 헤어컷 격차의 원인을 등급·만기·유동성으로 분해한 자료를 만든다. 원인마다 처방이 다르고, 분해 없이 제도 개선을 요구하면 논의가 진전되지 않는다. ③ 산업 감축 기술의 첫 상업 설비를 위한 위험 분담 구조를 설계한다.

공공이 우선손실을 떠안거나 구매 확약을 보증하는 방식이며, 두 가지 모두 국내에 선례가 있다. ④ 대기업의 초기 단계 투자를 구매 확약과 묶는 표준 계약 틀을 만든다. 지금은 개별 협상으로 진행되는데, 표준이 생기면 중견 수요기업도 같은 구조를 쓸 수 있다. ⑤ 임팩트 투자사와 사회적금융기관은 이 회피 구간을 자기 자리로 삼을 수 있다. 상업 자본이 오지 않고 공공자금은 규모가 모자라는 구간이 바로 인내자본이 필요한 정의에 부합하는 구간이다.

농치기 쉬운 함정. 첫째, 담보 편중을 중앙은행의 의지 문제로 다루는 것이다. 기준은 중립적이었고 결과가 편향됐으며, 그렇다면 논쟁의 대상은 태도가 아니라 기준의 설계와 그 결과에 대한 책임 범위다. 둘째, 녹색채권 헤어컷을 즉시 낮추라고 요구하는 것이다. 담보 가치는 손실 위험 평가에 근거하며, 근거 없이 낮추면 중앙은행의 재무 건전성 문제가 되고 결국 되돌려진다. 필요한 것은 원인 분해다. 셋째, 민간 자본의 쓸림을 단기 시야 탓으로 돌리는 것이다.

상용화되지 않은 기술에 기업 자금이 들어가지 않는 것은 합리적이며, 문제는 그 구간을 건너게 할 구조가 없다는 데 있다. 넷째, 정부 자금 비중이 높은 것을 성과로 읽는 것이다. 산업 탈탄소화에서 공공자금 비율이 46.9%라는 숫자는 지원이 두텁다는 뜻이기도 하지만 민간이 들어오지 않는다는 뜻이기도 하며, 뒤의 해석이 더 중요하다. 다섯째, 이 문제를 에너지 정책의 하위 항목으로 두는 것이다. 담보 기준과 기술 성숙도는 각각 통화정책과 산업정책의 영역이고, 두 정책이 서로의 결과를 보지 않는 한 이 회피 지도는 그대로 남는다.

출처: 임팩트온 (한국, 2026-08) — 한국은행 담보서 녹색채권 '찬밥'...헤어컷 8.7%, 평균의 2배 · 임팩트온 (한국, 2026-08) — 대기업 기후테크 투자, 상용화 전 단계부터 들어갔다

04 곧 다가올 — 한국 임팩트 생태계가 미리 준비할 것

유럽의 주주권 규칙이 다시 열린다. 유럽연합 집행위원회가 상장기업 주주총회와 기관투자자 의결권 행사를 규율하는 주주권리지침 개정에 나섰다. 회원국마다 다른 의결권 행사 절차를 정비하는 것이 표면적 목표지만, 기업이 지속가능성 관련 주주제안을 안건에서 제외할 수 있는 기준이 쟁점으로 떠올랐다. 회원국 논의는 9월 7일 예정돼 있다.

출처: [임팩트온 \(한국, 2026-08\)](#) — EU, 주주권지침 개정 추진...ESG 주주제안 배제 기준 손본다

공시 자료가 한 곳으로 모이기 시작했다. 유럽 증권시장감독청은 오랫동안 준비해 온 단일 접근 창구가 기업 지속가능성 공시를 받기 시작했다고 밝혔다. 기업과 상품에 관한 자료를 무료로 한곳에서 볼 수 있게 된다는 뜻이다. 자료가 모이면 비교가 쉬워지고, 비교가 쉬워지면 순위가 만들어진다.

출처: [Responsible Investor \(영국, 2026-08\)](#) — EU data repository begins receiving corporate sustainability disclosures

등급기관이 수탁자 관여 서비스를 접는다. 한 대형 평가사가 전략적 결정이라며 스튜어드십 서비스를 종료한다. 올해 들어 두 번째 사업부 폐쇄이며, 회사는 기후와 지속가능성 핵심 사업에 집중하겠다고 밝혔다. 평가와 관여를 함께 펼던 모델이 갈라지고 있다는 뜻으로 읽힌다.

출처: [Responsible Investor \(영국, 2026-08\)](#) — Morningstar Sustainalytics to close stewardship service

국가 신용등급에 기후 손실이 숫자로 들어갔다. 한 유럽 신용평가사가 국가 신용도에 기후 위험을 반영하는 첫 분석 틀을 내놓았다. 유럽연합 27개국과 주요 20개국 일부를 대상으로 국제 기후 시나리오를 적용한 결과, 누적 손실 추정치는 스페인이 국내총생산의 3.8~6.8%, 이탈리아와 독일이 0~5%였고, 일본은 최대 1%의 이익부터 6% 가까운 손실까지, 인도는 6~16% 손실로 나타났다. 평가사 스스로 결과가 시나리오와 모형 가정에 크게 좌우된다고 밝힌 점이 오히려 중요하다.

출처: [ESG News \(이탈리아, 2026-08\)](#) — Rating sovrani, il rischio climatico può costare fino al 16% del PIL

은행 위험관리에 지속가능성을 끼워 넣는 틀이 나왔다. 유엔환경계획 금융이니셔티브가 기후변화와 자연 손실, 사회적 압력 같은 요인을 은행의 기존 위험관리 체계에 통합하는 개념 틀을 7월 22일 발표했다. 여러 나라의 규제와 회원 은행 실무를 반영해 일곱 개 요소를 제시했다. 국내 금융지주의 위험관리 규정 개정 논의에 참조될 가능성이 높다.

출처: [Sustainable Japan \(일본, 2026-08\)](#) — 【国際】UNEP FI、銀行のサステナビリティ・リスクのリスマネ統合で枠組発表。7要素提示

사회·환경 성과로 벤처캐피탈이 갈리기 시작했다. 프랑스의 한 신생 컨설팅사가 벤처캐피탈의 투자를 받은 기업들과 나머지 경제의 사회·환경 관련 정보 공개를 비교했다. 투자를 받은 기업이 전반적으로 앞서 있었지만, 정작 눈에 띈 것은 펀드 사이의 큰 편차였다. 벤처 투자를 받았다는 사실보다 어느 펀드의 투자를 받았는지가 더 큰 차이를 만든다는 뜻이다.

출처: [Novethic \(프랑스, 2026-08\)](#) — Capital-risque : les fonds qui misent sur la RSE prennent de l'avance

임팩트는 개별 기업이 아니라 지역에서 만들어진다. 스페인에서 두 번째 임팩트 창업 생태계 지수가 나왔다. 취지는 지역을 줄 세우는 것이 아니라 기업·행정·대학·기술센터·사회조직·투자자의 역량이 어떻게 연결돼 있는지를 보는 것이다. 투자액과 고용, 창업 건수가 비슷한 두 지역이 전혀 다른 대응 역량을 가질 수 있다는 관찰에서 출발했다.

출처: [Compromiso Empresarial \(스페인, 2026-08\) — El futuro del impacto se construye desde los territorios](#)

부진이 길어지면 포장은 오히려 줄어든다. 중국 상장기업 2012년부터 2020년까지의 자료를 분석한 연구가 실적 부진 기간과 그린워싱 사이에 뒤집힌 U자 관계를 발견했다. 부진 초기에는 일시적 변동으로 여기고 외부 평가를 관리하려 포장이 늘지만, 부진이 계속되면 포장의 효과가 떨어져 유인 자체가 약해진다는 것이다. 감사 품질이 높으면 이 관계가 강해지고 언론의 감시가 강하면 약해졌다.

출처: [Corporate Social Responsibility and Environmental Management \(국제, 2026-07\) — Underperformance Duration and ESG Greenwashing](#)

연방 창업 전략 60쪽에 사회적기업은 한 번도 나오지 않았다. 독일 정부의 새 창업·확장 전략 발표 자리에 참석한 사회적기업 네트워크 대표가 남긴 기록이다. 올 상반기 신규 창업이 3,053개로 직전 반기보다 52% 늘고 종사자가 52만 명을 넘어선 좋은 소식과 함께, 한때 존재했던 사회혁신·공익 지향 기업 지원 프로그램의 흔적이 60쪽 문서에서 완전히 사라졌다는 지적이다. 지난 호에서 다룬 주 차원 연립 합의의 공백이 연방 전략에서 되풀이된 셈이다.

출처: [SEND \(독일, 2026-07\) — Gute Zahlen, große Lücke: die Startup- und Scaleup-Strategie der Bundesregierung](#)

세계 배출량의 30%에 값이 붙었지만 변화는 아직이다. 10년 전 약 15%였던 탄소가격 적용 범위가 지금은 30%에 가까워졌다. 값이 붙은 배출량이 두 배로 늘어난 것이다. 문제는 그 값이 기업과 투자자와 소비자의 결정을 실제로 바꿀 만큼 센가에 있다. 가격이 금융 장치에 머물지 않고 설비와 투자와 사업모델을 바꾸는 유인이 되는 지점까지 가야 한다는 것이 이 자료의 결론이다.

출처: [ExpokNews \(멕시코, 2026-08\) — 30% de las emisiones globales ya tienen precio al carbono, pero el cambio aún no llega](#)

같은 논에 한국은 250달러, 일본은 10달러를 냈다. 동남아시아 농업 메탄 감축 사업에서 현지가 한국 측에 요구한 농민 참여 인센티브는 헥타르당 150달러에서 시작해 250달러까지 올라갔다. 사업성을 고려한 상한은 20~30달러 수준이었다. 같은 지역의 유사 사업에서 일본이 협상한 금액은 헥타르당 10달러였다. 차이를 만든 것은 예산이 아니라 준비였다. 일본은 자체 감축 제도를 갖고 절차와 방법론과 현지 전문가를 확보한 뒤 협상에 들어간다.

출처: 임팩트온 (한국, 2026-08) — 【클릭ESG】 한국엔 250달러, 일본엔 10달러 요구...국제감축사업, 진짜 중요한 건?

국회 기후특위의 17개월을 736건의 발언으로 채점했다. 한 미디어 기구가 국제 기후정책 감시기관의 기술 지원을 받아 특위 위원들의 발언을 파리협정 목표와의 일치도에 따라 -2점에서 +2점으로 점수화했다. 전체 평균은 0.42점이었다. 원론적·중립적 발언이 41.4%였고 적극적 지지는 9.1%, 목표에 역행하거나 규제 완화를 요구한 발언은 12.3%였다. 에너지 전환 관련 발언은 30.7%였지만 재생에너지를 직접 언급한 비중은 4%였다. 17개월간 회의는 22회로 일반 상임위 평균의 40% 수준이었고, 발의된 기후·에너지 법안 130건 가운데 공포된 것은 0건이었다.

출처: 임팩트온 (한국, 2026-08) — 국회 기후특위 활동 분석...재생에너지 언급 4%, 정책 정합성 0.42점

마을기업이 15년 만에 법을 갖는다. 2011년 도입된 뒤 지침으로만 운영돼 온 마을기업이 8월 15일부터 법률과 시행령의 토대 위에 선다. 국가와 지방정부의 육성 책무가 법제화되고, 장관은 5년마다 기본계획을, 시·도지사는 매년 시행계획을 세워야 하며 2년마다 실태조사가 실시된다. 인구감소지역에 설립되거나 청년이 주도하는 마을기업에는 우대 규정이 적용되고, 동시에 부정 참여를 막기 위한 지정 기준과 사후관리 체계도 함께 마련됐다.

출처: 라이프인 (한국, 2026-08) — 마을기업, 15년 지침 운영 넘어 법적 기반 갖춘다... '마을기업법' 시행

실사가 닿지 않는 두 번째 층. 멕시코 섬유 임가공 산업을 다룬 보고서가 이번 주 나왔다. 115만 개 넘는 일자리를 만드는 이 산업에서 여성 열 명 중 일곱 명이 비공식 고용이거나 사회보험에 부분 등록된 '홍내 낸 공식성' 상태로 일하고, 성별 임금 격차는 42%다. 보고서는 특정 브랜드를 지목하는 대신 구조를 짚는다. 국제 구매자가 정하는 가격과 납기 압박이 아래로 전달되면서 2차·3차 하청 공방의 노동조건을 악화시킨다는 것이다. 유럽 공급망 실사 지침이 본격화되는 국면에서, 기존의 준법 감사 방식으로는 하청 아래 단계의 비공식성을 다룰 수 없다는 경고이기도 하다.

출처: ComunicaRSE (아르헨티나, 2026-08) — Maquila textil en México: Oxfam y Avina advierten sobre precarización y desafíos de debida diligencia

05 에디터스 노트

① 값은 매겨지는데 그릇은 아직 없다

이번 주 자료들을 한 줄로 묶으면 이렇게 된다. 값을 매기는 일은 예정대로 진행되고 있고 그릇을 만드는 일은 예정이 없다. 국가 신용등급에 기후 손실이 국내총생산의 몇 퍼센트라는 숫자로 들어가고, 중앙은행 담보 시장에서는 녹색채권이 두 배 큰 할인을 받으며, 펀드의 지속가능성 주장에는 내부 통제 실패를 이유로 제재가

붙는다. 이 셋은 서로 무관해 보이지만 모두 같은 문장을 말한다. 이제 값은 매겨진다. 반면 그 값을 감당할 조직의 형태, 그 값을 담을 자금의 형태, 그 값을 나눠 질 계약의 형태는 훨씬 느리게 움직인다. 영국의 두 기관이 임팩트 경제를 다섯 구획으로 나누자고 제안한 이유가 여기 있다.

상환형 자금이 맞지 않는 조직에게 상환을 권하는 일이 지난 10년간 선의로 반복됐고, 그 결과 좋은 조직들이 맞지 않는 그릇 안에서 무리를 했다. 값매김의 속도가 빨라질수록 그릇의 부재는 더 아프게 드러난다. 값매김의 도착이 6~18개월 단위라면 그릇의 도착은 36~60개월 단위이고, 그 사이 구간에서 밀려나는 조직이 생긴다. 지금 국내에서 이 말이 가장 정확하게 들어맞는 자리는 산업 감축 기술이다. 검증되지 않은 기술에는 민간 자본이 오지 않고 공공자금은 첫 상업 설비를 짓기에 모자란데, 그 사이 구간을 건널 자금의 형태는 아직 설계되지 않았다.

② 문턱이 오르면 나쁜 쪽이 아니라 작은 쪽이 먼저 사라진다

기준이 촘촘해지는 것을 우리는 대체로 진보로 읽는다. 이번 호의 두 사례는 그 읽기에 단서를 붙인다. 네덜란드에서 인증을 반납한 회사는 성과가 나쁜 곳이 아니라 성과의 형태가 서식과 맞지 않는 곳이었다. 산업 공정이 없는 기업이 산업형 환경경영시스템 문서를 내지 못해 벌을 받았다. 영국에서 사회적 가치 적용 문턱이 100만 파운드로 오른 것도 마찬가지다. 행정 부담을 줄인다는 취지의 조치가, 정작 그 규칙 덕분에 선택받던 작은 조직들에게서 유일한 근거를 걷어갔다.

두 경우 모두 누구도 배제를 의도하지 않았다. 정교화의 비용이 균등하게 분배되지 않을 뿐이다. 그래서 제도를 만드는 쪽에 필요한 것은 선의가 아니라 계산이다. 이 기준을 도입하면 누가 서식을 채울 수 없게 되는가, 그리고 그들을 위한 다른 경로가 있는가. 국내에서 사회적 가치 평가 지표를 단순화하자는 논의가 이어지고 있는데, 항목을 줄이면 반드시 어떤 영역이 통째로 빠진다. 어디가 빠지는지를 미리 계산해 두면 그것은 선택이 되고, 계산하지 않으면 사고가 된다.

③ 셈법을 만드는 자리에 앉는 일

이번 호에서 가장 값진 소식은 어쩌면 가장 조용한 것이었다. 싱가포르의 한 기후투자사가 예상 감축이 아니라 이미 실현된 감축만 세졌다고 선언한 일이다. 이렇게 세면 숫자는 작아지고 성적표는 나빠 보인다. 그런데 나빠 보이는 숫자만이 비교에 쓰인다. 같은 주에 나온 다른 소식들도 셈법에 관한 것이었다. 금융배출량의 범위가 대출을 넘어 자본시장 중개와 보험 인수까지 넓어지고, 회피배출량을 기업가치에 넣을 것인가라는 오래된 논쟁이 대형 자산운용사들 사이에서 다시 열렸다. 국내 산업 구조에서 이 논쟁은 남의 일이 아니다.

배터리 소재와 전력 기자재와 고효율 설비와 조선은 정확히 회피배출량 논쟁의 한가운데 있는 업종들이고, 산정 방식이 어떻게 정해지느냐에 따라 같은 기업의 성적이 뒤집힌다. 그런데 국내 논의는 아직 결과를 기다리는 자리에 있다. 셈법은 만든 쪽이 갖는다. 규격 논의에 자료를 들고 들어가는 일은 홍보 문구를 다듬는 일보다 지루하지만, 앞의 일은 10년을 가고 뒤의 일은 한 분기를 간다. 회피배출량 규격 논의가 결론에 이르기까지 18~30개월이 남았고, 그 기간이 국내 업계가 자료를 들고 들어갈 수 있는 유일한 창이다.

한국의 임팩트 진영이 이번 분기에 답해야 할 질문은 결국 순서에 관한 것이다. 값이 먼저 도착하고 그릇은 늦게 온다는 사실이 확인된 이상, 우리는 도착 순서를 바꿀 수 없다면 준비 순서라도 바꿔야 한다. 첫 법정 기후공시에 쓸 자료 수집이 넉 달 뒤에 시작되고, 유럽의 환경 표현 규제는 9월 27일에 발효되며, 넷제로

기준의 공식 검증은 2027년 초에 열린다. 이 일정들은 협상 대상이 아니다.

반면 자기 조직이 어떤 자금에 맞는지 한 문장으로 쓰는 일, 이미 식별한 위험 옆에 금액 칸을 만드는 일, 심사에서 떨어진 이유를 유형별로 기록하는 일은 오늘 시작할 수 있고 아무의 허락도 필요하지 않다. 값이 매겨지는 국면에서 살아남는 조직과 사라지는 조직을 가르는 것은 대체로 이 지루한 작업의 유무였다. 그릇은 결국 누군가 만들어야 하는데, 그 누군가가 되는 데 필요한 것은 규모가 아니라 먼저 적어 둔 문장이다.

본 리포트는 그린임팩트(www.greenimpact.kr)와 AI가 함께 만들었습니다.

2026년 8월 3주 · 전문가판