

## OPINION

연구위원  
이상호

## 주식 거래정지 장기화와 투자자 보호 관점의 전환 필요성\*

최근 주식시장에서 거래정지의 장기화 현상이 지속되고 있다. 개정 외부감사법 시행으로 감사 환경이 강화되면서 거래정지 조치가 확대된 부분은 재무제표의 왜곡표시로 인한 투자자 피해를 예방하는 측면에서 바람직하다. 다만, 대부분의 거래정지 조치에서 원인 사유의 해소 이후 매매거래를 재개함에 따라 거래정지 상태가 장기화되고 재산권 침해, 변동성 확대 등의 우려가 증대되는 점은 예의주시할 필요가 있다. 미국 시장의 경우 중요 정보의 충실한 공시가 이루어지는 즉시 거래정지 조치의 해제를 원칙으로 하여 장기간 매매거래가 중단되는 사례는 발생하지 않는다. 주식을 자유롭게 처분하는 측면에서 주주의 재산권을 보호하고 거래의 연속성을 보장하는 방향으로 거래재개 절차의 개선 검토가 가능하다. 장기적으로 거래정지 제도는 정보비대칭 상황에서 새로운 정보의 공시를 유도하는 수단으로 활용될 필요가 있으며, 이를 위해서는 원인 사유의 해소를 전제로 하는 장기 중단의 정지가 아니라, 사유 발생의 공시를 전제로 하는 일시 멈춤의 정지로 제도화할 필요가 있다.

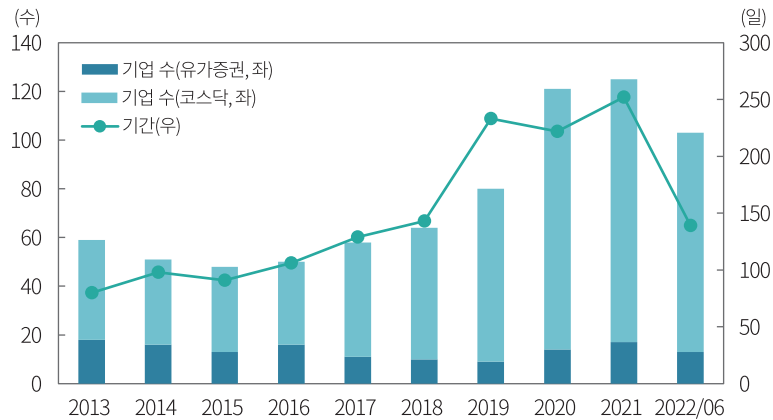
### 거래정지 장기화와 시장구조 왜곡

2022년 상반기 유가증권·코스닥 시장에서 한 차례 이상 매매거래가 정지된 기업은 총 103개사에 달한다(〈그림 1〉).<sup>1)</sup> 이중 올해 새롭게 거래가 정지된 기업은 29개사로, 상당수는 기존 거래정지 사유를 해소하지 못하여 과거연도부터 정지 조치가 지속된 것으로 확인된다. 2022년 1월 1일부터 6월 30일까지 181일 동안 평균 거래정지 기간은 139일에 달하며, 올해 신규로 정지된 기업만 보더라도 평균 87일 간은 매매거래가 불가능하여 거래의 정지일수가 정상 거래일수를 초과했다. 1년의 절반을 집계한 수치임에도 2022년 상반기 중 거래정지 기업의 정지일수 비율은 77%(=139일/181일)로 최근 10년 내 가장 높은 수치를 기록한 2021년의 69%(=252일/365일)를 넘어섰다.

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

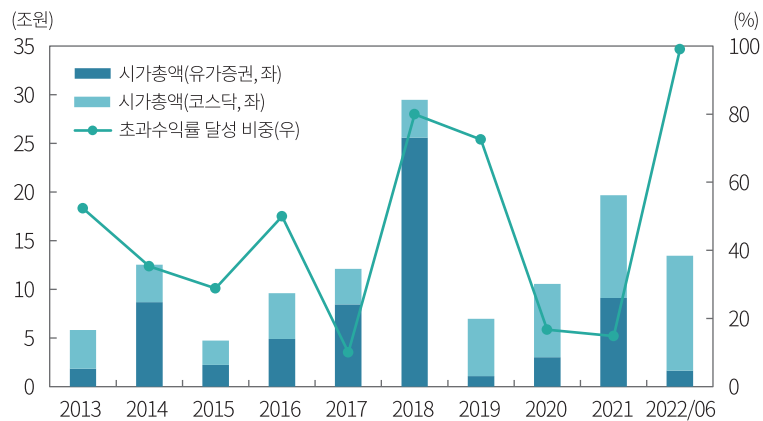
1) SPAC 합병, 주식의 병합·분할에 따른 전자등록 변경 및 말소 등에 의한 형식적 거래정지는 제외하였다.

**〈그림 1〉 연도별 거래정지 기업 수 및 평균 거래정지 기간**



주 : 1) 연도별 거래정지 상태인 유가증권·코스닥 시장 상장기업 수 및 평균 거래정지 기간  
 2) SPAC 합병, 주식의 병합·분할에 따른 전자등록 변경 및 말소에 의한 거래정지는 제외  
 3) 2022년의 경우 1월 1일부터 6월 30일까지 집계  
 자료: FnGuide, 자본시장연구원

**〈그림 2〉 연도별 거래정지 시가총액 및 시장지수 대비 초과수익률 달성 비중**



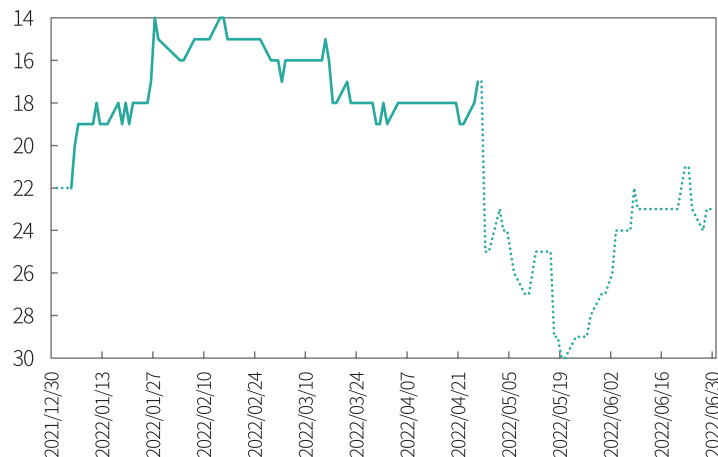
주 : 1) 연도별 거래정지 상태인 유가증권·코스닥 시장 상장기업의 시가총액 합계 및 시장지수 대비 초과수익률 달성 비중  
 2) SPAC 합병, 주식의 병합·분할에 따른 전자등록 변경 및 말소에 의한 거래정지는 제외  
 3) 시가총액은 거래정지 조치 직전 최근 거래일 기준으로 합산  
 4) 2022년의 경우 1월 1일부터 6월 30일까지 집계  
 자료: FnGuide, 자본시장연구원

거래정지가 장기화하면서 시장구조의 왜곡 문제도 점증하는 추세다. 국제적인 물가상승 압력과 이로 인한 각국 중앙은행의 기준금리 인상으로 지난 수개월 간 고물가·고금리·고환율에 대한 우려가 시장을 지배했다. 부정적 거시환경 정보가 주식시장에 반영되면서 대다수 기업의 주가는 큰 폭으로 하락한 반면, 거래정지 기업의 상반기 평균 수익률은 -0.46%로 보합세를 유지했다.<sup>2)</sup> 이는 장기간 거래가 불가능할 때 나타날 수 있는 이례적 현상임에도 우리나라의 경우 거래정지 조치가 장기화하면서 약

2) 수익률은 거래정지 기간이 일정하지 않은 사건의 비교를 위해 연율화하여 동일가중 방식으로 산출하였다.

세장일 때마다 이러한 현상이 반복되고 있다. 전반적으로 올해 상반기 거래정지 기업의 99%는 시장수익률 대비 초과성적을 기록했으며, 거래정지 기업의 시가총액 규모도 13.4조원에 달했다(〈그림 2〉). 실제 대규모 횡령사태로 2022년 1월 3일부터 4월 27일까지 매매거래가 정지된 오스탬임플란트는 거래정지 기간 코스닥 지수가 13.3% 하락하는 가운데 한때 시장 내 시가총액 규모가 22위에서 14위까지 상승했다(〈그림 3〉).<sup>3)</sup>

〈그림 3〉 오스탬임플란트 시가총액 규모 순위



주 : 1) 오스탬임플란트의 코스닥시장 내 일별 시가총액 규모 순위  
 2) 점선은 정상거래 기간, 실선은 거래정지 기간(2022. 1. 3 ~ 2022. 4. 27)에 해당  
 자료: FnGuide, 자본시장연구원

이와 같은 우리나라의 거래정지 장기화 현상은 동기간 미국의 거래정지(trading halt) 기업이 평균 33분 만에 거래를 재개한 것과 대조적이다.<sup>4)</sup> 미국의 경우 사안이 엄중하여 증권거래위원회(SEC)가 직접 거래중단(trading suspension) 조치를 발동하는 경우에도 매매 중단일이 최대 10 영업일을 초과하지 않아 시장구조의 왜곡 문제로부터 비교적 자유롭다.<sup>5)</sup> 그러한 미국에서도 거래정지 제도에 대한 비판은 꾸준히 제기된다.<sup>6)</sup> 매매거래의 정지 조치는 일시적으로 유동성을 0으로 만들어 정상적인 거래를 제한하기에 고도의 세밀한 접근이 필요하며, 조치의 빈도와 재량성을 최소화할 필요가 있다는 지적이다.<sup>7)</sup>

3) 연합뉴스, 2022. 1. 29, 폭락장 피한 ‘거래 정지’ 오스탬임플란트, 시총 순위 급등. 매일경제, 2022. 1. 29, ‘역대급 횡령’ 오스탬임플란트, 거래정지에도 시총 순위 경총...왜?  
 4) 2022년 1월 1일부터 6월 30일까지 NYSE·Nasdaq 거래소의 시장감시부서(MarketWatch)는 중요 정보의 공개지연(news pending) 사유를 중심으로 보통주식 295건의 매매거래를 일시적으로 정지하였으며, 급등 혹은 급락에 따른 거래정지(LULD pause) 및 합병 등으로 인한 형식적 거래정지는 집계에서 제외하였다(<https://www.nyse.com/trade-halt-historical>).  
 5) 정정보고서의 미발행과 같이 기업의 재무상태 및 사업운영 등에 관한 정보가 현저히 불충분하거나 시장 조작 등 이상 거래로부터 투자자 보호가 시급하다고 판단될 경우 SEC가 직접 거래중단 조치를 내릴 수 있다.  
 6) Wall Street Journal, 2018. 8. 12, ‘After Tesla buyout tweet, some investors wonder: Where was Nasdaq?’.  
 7) Marshall, N.T., Rogers, J.L., Zechman, S.L.C., 2022, Why can't I trade? Exchange discretion in calling halts around important information events, SSRN Electronic Journal.

## 거래정지 장기화 원인

최근 우리나라에서 거래정지 조치가 유독 장기화하는 이유는 2018년 이후 개정 외부감사법 시행으로 인한 영향이 크다. 2018년 이후 감사환경이 강화되면서, 감사의견 미달 사유로 상장적격성 실질심사 대상에 포함되는 기업이 늘어났기 때문이다. 2022년 상반기 동안 신규로 거래가 정지된 29개 기업 중 감사의견 미달 이외의 사유만으로 거래가 정지된 기업은 5개사에 불과하다. 대부분은 감사의견 변형과 함께 내부회계관리제도의 효과성, 계속기업으로서의 존속능력 등이 의문시되는 경우가 복합적으로 나타나 상장회사로서의 적격성에 대해 심층적인 판단이 필요한 사안이었다.

미국, 영국 등 해외 주요 거래소는 비적정 감사의견을 정기보고서 미제출에 준하여 즉시 상장폐지 사유로 간주한다. 우리나라의 경우 개선기간 부여 절차를 감안하면 실질적으로 2년 연속 감사의견 미달 시 상장폐지 절차에 돌입하므로 감사의견 미달로 인한 퇴출 측면에서는 선진 시장에 비해 이미 완화된 요건을 적용하는 것으로 볼 수 있다. 다만, 기업의 재무상태 및 사업운영에 관한 기본 정보를 신뢰하기 어려운 상황에서 아무런 제약 없이 매매거래를 허용하는 것은 투자자 보호 관점에서 바람직하지 않기에 우선 거래를 정지한 상태에서 사안의 개선과정을 지켜 볼 필요성은 충분하다. 즉, 감사의견 미달로 인한 거래정지의 장기화는 일정부분 불가피한 측면이 있다.

그럼에도 불구하고 2022년 6월 말 현재 1,000일 이상 거래가 정지된 기업이 12개사에 달하는 등 거래정지가 지나치게 장기화하는 문제를 용인하기에는 재산권 침해, 변동성 확대 등에 대한 우려도 작지 않다. 매매거래정지 제도는 정보비대칭적 상황에서 무정보 투자자(uninformed investor)를 보호하기 위한 목적이 크나, 우리나라의 경우 상당기간 거래가 제한됨에 따라 기존 투자자가 주식을 자유롭게 처분하는 측면에서 재산권을 보호받지 못하는 문제가 뒤따른다. 또한, 시장지수의 낙폭이 큰 상황에서는 거래정지 종목이 시장지수 대비 초과 수익률을 기록할 만큼 주가와 기업가치 간 괴리가 심화되고 이는 향후 거래재개 시 주가 변동성의 확대로 이어져 또 다른 투자자 보호 문제를 야기할 수 있기에 거래재개 절차에 대한 개선 검토가 필요하다.

## 거래재개 요건의 차이

한국과 미국, 양국 간 거래정지 기간에 현저한 차이가 나는 근본 원인은 거래재개의 절차 상 요건 차이에 기인한다. 우리나라는 기본적으로 원인 사유의 '해소'를 거래재개의 요건으로 하는 반면, 미국은 원인 사유의 '공시'를 거래재개의 요건으로 하여 상대적으로 신속한 거래재개가 가능하다. 원인 사유의 해소와는 무관하게 관련 사안의 발생에 대한 공시가 충실히 이루어지는 즉시 거래정지 조치의 해제를 원칙으로 하므로 장기간 매매거래가 중단되는 사례가 발생하지 않는다. 특히, 파산·회생절차 등 계속기업으로서의 존속 능력에 중대한 의문이 제기되는 사안에 대해서도 해당 사안이 투명하고 충실하게 공시됨을 전제로 거래의 연속성을 보장한다. 감사의견 미달 이외의 사유에 있어서도 거래정지의

해제까지 비교적 장기간이 소요되는 우리나라와는 큰 차이가 있다.

거래재개까지 비교적 장기간이 소요됨에도 불구하고 우리나라가 원인 사유의 해소를 거래재개의 요건으로 두는 이유는 시장교란 행위로부터 투자자 피해를 예방하고 시장의 질서를 유지하는 관점에서 투자자 보호 필요성이 크기 때문이다. 특히, 장외시장이 발달하지 않아 시장퇴출 요건을 엄격하게 적용하기 어려운 시장 특성을 고려하면, 재무구조가 부실하고 회계투명성이 낮은 기업을 보다 세밀하게 규율할 필요성이 있다. 따라서 관리종목 지정, 불성실공시법인 지정, 투자주의환기종목 지정 등 비속련 투자자를 적극적으로 보호하기 위한 제도적 장치를 매매거래정지 제도와 연계하여 기업의 악재를 중심으로 거래정지 조치를 발동하는 경우가 많다.

다만, 거래정지 제도 본연의 기능은 비속련 투자자의 보호가 아니라 사적 정보로 기울어진 운동장을 공정한 정보 경쟁이 가능한 시장으로 평등화하는 것에 있음을 상기할 필요가 있다. 투자판단에 중요한 영향을 미치는 사안에 대해 공시가 불충분할 경우 일시적으로 매매거래를 정지하고, 기업이 관련 사안을 충실히 공시한 직후 거래가 재개될 수 있도록 하여 새로운 정보가 시장에 신속히 공급될 수 있는 유인체계를 마련하는 것이다.<sup>8)</sup> 아울러, 가격 민감 정보를 투자의사결정에 신중하게 반영할 시간적 여유를 제공하여 가치와 무관한 가격변동성으로부터 무정보 투자자를 보호하고 주가의 정보성을 높여 시장의 가격발견기능을 강화하는 역할을 담당한다.<sup>9)</sup>

### 투자자 보호 관점의 전환 필요성

우리나라의 경우 상장시장 내 부실회사가 많다는 점에서 비속련 투자자의 적극적 보호와 시장질서 유지가 매우 중요한 의제임은 부인할 수 없다. 단, 투자자의 잠재적 피해 예방에 방점을 두고 거래정지 제도를 운영할 경우 거래정지의 장기화는 불가피하다. 거래정지 제도 본연의 기능에 해당하는 공정한 정보 경쟁과 시장의 가격발견기능 강화를 기대하기 어렵고, 시장구조 왜곡으로 인한 암묵적 비용 역시 감수해야 한다. 장기적으로는 정보환경을 강화하여 시장 자율기능을 도모하는 방향으로 투자자 보호 관점을 전환하는 방향을 검토할 필요가 있다.

특히, 거래정지 기업이 주주와의 소통에 인색한 문제는 숙고해볼 필요가 있다. 거래재개의 요건이 원인 사유의 해소와 연동된 상황에서는 경영진이 불리한 정보를 적시에 공시하기보다 이를 은닉(hoard)하거나 공시를 최대한 지연할 유인이 증대될 수 있기 때문이다.<sup>10)</sup> 실제로 상장적격성 실질심사 사유가

8) Christie, W.G., Corwin, S.A., Harris, J.H., 2002, Nasdaq trading halts: The impact of market mechanisms on prices, trading activity, and execution costs, *The Journal of Finance* 57(3), 1443-1478.

9) Schwartz, A.L., 1982, The adjustment of individual stock prices during periods of unusual disequilibria, *Financial Review* 17(4), 228-239.

10) DeHaan, E., Shevlin, T., Thornock, J., 2015, Market (in) attention and the strategic scheduling and timing of earnings announcements, *Journal of Accounting and Economics* 60(1), 36-55.

발생하여 매매거래가 정지된 상당수 기업들은 거래재개 직전에서만 개선계획을 공시하는 경우가 대부분이다. 실질심사 대상 여부 결정에서부터 기업심사위원회 심의까지 여러 사유로 기한이 연장되는 경우를 감안하면 통상적으로 상장유지 및 거래재개 결정까지는 수개월이 걸린다. 상당기간 거래정지 상태에 놓임에도 불구하고 거래정지의 원인 사유에 대한 상세 내용과 거래재개에 필요한 예상조치, 회사의 대응상황 등에 대해 적시에 정보 공개가 이루어지지 않는 점은 제도적 보완이 필요해 보인다.

## 결론 및 제언

최근 유가증권·코스닥 상장시장에서 개별기업의 거래정지 기간이 장기화하고 거래정지 기업 수·규모 역시 함께 증가하는 추세에 있다. 거래의 연속성이 보장되지 않는 상황은 상장기업으로서의 이점에 상당한 제약 요인이 되는 만큼, 거래정지 조치의 심화는 상장시장 전반의 신뢰를 저해할 수 있어 개선 검토가 필요하다.

장기간 매매거래가 정지된 사례의 상당수는 감사의견 미달 사유에 따른 것으로 일정 부분 거래정지가 불가피한 측면이 있다. 다만, 투자자의 숙련도와 무관하게 거래를 장기간 제한하는 조치의 장단점은 면밀히 따져볼 필요가 있으며, 주식을 자유롭게 처분하는 측면에서 기존 주주의 재산권을 보호할 필요성도 제기되는 만큼 최소한의 미세조정안에 대한 검토를 제안한다.

첫째, 과거 연도 내부회계관리제도 검토(또는 감사) 의견이 연속적으로 비적정에 해당하여 상장적격성 실질심사 대상이 되는 경우에는 해당 사유의 충실한 공시를 전제로 거래정지를 예외로 하는 방안을 검토할 필요가 있다. 코스닥 시장 상장기업의 경우 당해 연도의 비적정 여부를 구분하지 않고 내부회계관리제도 검토(또는 감사) 의견이 2년 연속 비적정이면 상장적격성 실질심사 대상이 되어 매매거래가 정지된다. 과거에 발생한 회계처리오류를 수정하는 과정에서 관련 오류의 통제 미비점을 충분히 보완하여 당해 연도 의견을 적정으로 받은 경우에는 거래정지를 통한 투자자 보호의 실익이 크지 않을 것으로 판단한다. 둘째, 계속기업 불확실성 사유만으로 감사의견이 변형되는 경우 그러한 사실을 충실히 공시하는 것을 전제로 기업의 지속가능성에 대한 최종적인 평가는 시장의 판단에 맡기는 방안을 검토할 수 있다.

다만, 거래정지 사유는 복합적으로 발생하는 경우가 많고 복수의 원인 사유가 모두 해소되어야 거래가 재개될 수 있다는 점에서 위와 같은 미세조정만으로는 거래정지 장기화 현상을 획기적으로 개선하기 어려울 가능성이 높다.<sup>11)</sup> 궁극적으로 거래정지 제도를 기업이 새로운 정보를 시장에 충실히 공급하는 유인체제로 활용하려면, 매매거래재개의 절차 상 요건을 원인 사유의 해소에서 충실한 공시로 전

11) 올해 상반기 계속기업 불확실성 사유만으로 감사의견이 거절된 경우는 2건 있었으나, 한 건은 재무요건 미달 사유에도 해당하여 별도의 상장폐지 사유가 발생한 경우였으며, 다른 한 건은 감사의견 거절 이후 실제 사채원리금 미지급 상황이 발생하였을 뿐만 아니라 자금조달과 관련해 잦은 공시 반복으로 불성실 공시 법인에도 지정되어 추가적인 거래정지 조치가 이어졌다.

환할 필요성이 제기된다. 이를 위해서는 기업 공시에 대한 인식개선과 투자 문화의 성숙이 뒷받침될 필요가 있으며 장기적으로는 상장적격성이 떨어지는 기업의 신속한 퇴출을 위해 장외시장의 활성화도 병행될 필요가 있다.

## OPINION

선임연구위원  
김준석

## 자사주 마법과 자사주의 본질\*

자사주 마법은 회사의 인적분할 과정에서 기존회사의 자사주에 신설회사의 신주를 배정함으로써 지배주주의 지배력이 강화되는 현상으로, 지배주주의 추가적인 출연 없이 지배력이 강화된다는 점에서 논란이 되어 왔다.

2000년부터 2021년까지의 상장기업 인적분할을 분석한 결과 자사주 마법은 주로 지주회사 전환과정에서 활용되는 것으로 나타난다. 자사주 마법을 이용한 인적분할과 이어지는 현물출자 유상증자를 통해 지배주주의 존속회사와 신설회사에 대한 지분율은 인적분할 이전에 비해 각각 15%p, 11%p 증가하여 지배력이 크게 상승한다. 반면, 외부주주의 시가총액 보유비중은 인적분할 이전에 비해 6%p 감소하여 지배력뿐만 아니라 부의 배분에서도 왜곡이 발생하는 것으로 확인된다.

인적분할에서 자사주 마법이 가능한 것은 경제적으로 자산으로 간주하기 어려운 자사주를 법령상 자산으로 인정하는 모순이 근본 원인인 것으로 판단된다. 지배주주가 자사주를 남용할 가능성을 줄이고 자사주의 경제적 실질을 정확히 반영하기 위해서는 자사주 취득을 자본의 환급, 주식의 소각으로 간주하는 일관된 규제체계를 구성할 필요가 있다.

자사주 마법은 인적분할을 통한 기업 구조조정 과정에서 자사주를 매개로 지배주주의 지배력이 강화되는 현상을 일컫는다. 인적분할은 한 회사의 재산을 분할하여 새로운 회사를 설립하고 기존회사의 주주에게 신설회사의 신주를 기존주주의 지분율에 따라 배정하는 방식으로 이루어진다. 분할 이전에 10%의 지분을 보유한 주주가 있었다면 이 주주는 인적분할 이후 존속회사뿐만 아니라 신설회사에 대해서도 10%의 지분을 보유하게 된다. 만약 기존회사가 자사주를 보유한 경우 기존회사를 주주로 간주하여 신설회사의 신주를 배정할 수 있는데, 이를 통해 기존회사 지배주주는 신설회사에 대해 기존회사보다 높은 지배력을 확보할 수 있다. 신설회사에 대한 지배주주의 지배력 강화가 지배주주의 추가적인 출연 없이 달성되기 때문에 이를 자사주 ‘마법’이라 부르며 외부주주의 이익을 침해하는 행위라는 지적이 지속적으로 제기되어 왔다. 그러나 자사주 마법을 둘러싼 오랜 논란에도 불구하고 제도 개선에는 진척이 없는 것으로 보인다. 본고에서는 상장기업 인적분할에서 자사주 마법이 활용되는 실태를 실증적으로 검토하고 자사주의 본질에 대해 고찰함으로써 자사주 마법 방지를 위한 제도 개선의 필요성을 다시 한번 환기하고자 한다.

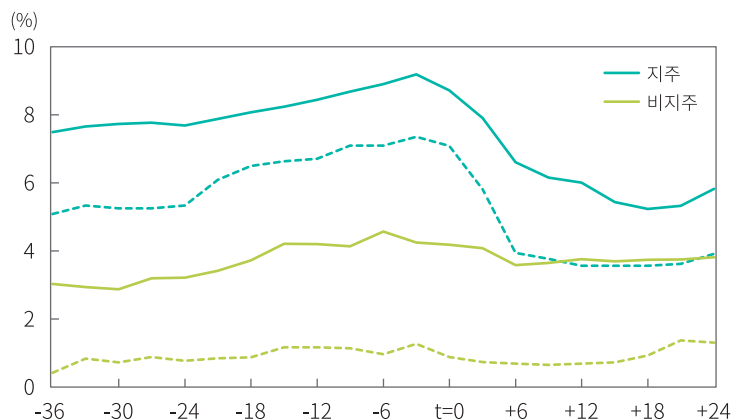
\* 본고의 견해와 주장은 필자 개인의 것이며, 자본시장연구원의 공식적인 견해가 아님을 밝힙니다.

## 자사주 마법의 실태

2000년부터 2021년까지 22년간 상장기업의 인적분할은 총 193건으로 집계된다. 이 중 92건은 지주회사 전환과 관계된 것으로 확인되는데 현재까지 공정거래법상 지주회사로 지정된 상장기업이 147개사임을 감안하면 인적분할이 지주회사 전환과정에서 널리 활용되는 구조조정 수단임을 알 수 있다.

인적분할 과정에서 자사주 마법이 어떻게 활용되고 있는지 구체적으로 살펴보자.<sup>1)</sup> <그림 1>은 인적분할을 완료한 표본 상장기업의 인적분할 기준일 전후 자사주 지분율의 변화를 보여준다. 먼저 지주회사 전환과 관련된 표본(지주)의 경우, 자사주 지분율이 높고 또한 인적분할 기준일에 이르기까지 지분율이 상승하는 모습을 볼 수 있다. 자사주 지분율은 인적분할 36개월 전 7.4%로 이미 같은 시점 상장기업 평균 3.3%의 두 배 이상이고, 이후 인적분할 3개월 전까지 9.1%로 1.7%p 증가한다. 특히 자사주 지분율의 증가는 주로 자사주 지분율이 낮았던 기업에서 나타난다. 이는 자사주가 인적분할을 이용한 지주회사 전환 과정에서 핵심적 요소로 활용되고 있음을 명확히 보여준다. 지주회사 전환과 무관한 표본(비지주)의 경우 자사주 지분율이 상승하는 추세는 유사하게 관찰된다. 그러나 인적분할 시점의 자사주 지분율은 상대적으로 낮아 표본의 2/3가 상장기업 자사주 지분율 평균에 미치지 못한다.

〈그림 1〉 인적분할 전후 자사주 지분율 추이



주: 실선은 표본의 평균값, 점선은 중간값을 의미한다.

다음으로 인적분할 이후 존속회사와 신설회사의 소유구조는 어떻게 변화하는지 살펴보자. <그림 2>에서 지주회사 전환 표본의 경우<sup>2)</sup>, 인적분할 이전(직전 회계연도말 기준) 지배주주(최대주주 및 특수관계인) 지분율은 34%이며, 이 중 지배주주-개인(최대주주 개인 본인, 친족, 임원)이 27%, 지배주주-법인(관계회사, 비영리법인 등)이 7%를 보유하고 있다. 동일 시점 상장기업의 평균 지배주주 지분율은

1) 193건의 인적분할 중에서 분할합병, 비자발적 인적분할(기업개선약정 혹은 채권단 정상화방안 등에 따라 추진된 인적분할), 신설 회사가 비상장기업인 경우, 분석자료가 충분하지 않은 경우 등을 제외한 137건을 분석대상으로 한다.

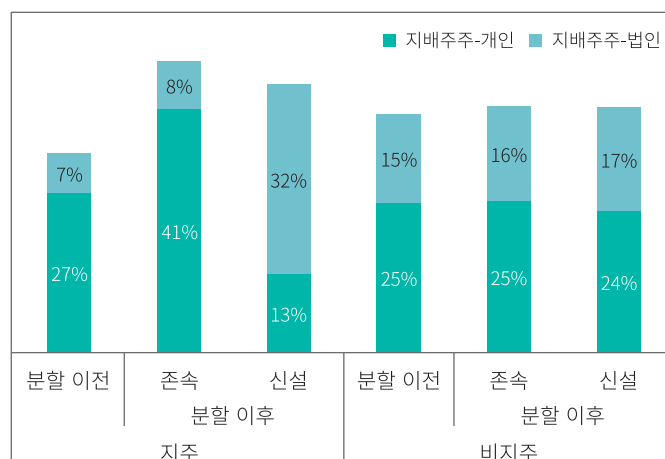
2) 분석과 논의의 명확성을 위해 존속회사가 지주회사로 전환된 경우만을 고려한다.

41%로, 상대적으로 낮은 지배주주 지분율이 인적분할을 이용한 지주회사 전환의 배경일 것으로 추정된다. 또한 이들 기업의 높은 자사주 지분율은 지배주주의 지배력을 강화하기 위해 의결권이 없는 자사주를 매입해 온 결과일 가능성을 시사한다.

인적분할 이후(직후 회계연도말 기준), 지배주주 지분율은 존속회사와 신설회사 모두에서 크게 증가하고 두 회사의 지배주주-개인과 지배주주-법인의 지분 구성이 달라진다. 지배주주의 신설회사 지분율은 45%로 분할 이전에 비해 11%p 증가하는데 이는 존속회사가 기존에 보유한 자사주에 신설회사의 신주가 배정된 결과, 즉 자사주 마법을 통해 나타난 결과이다. 지배주주의 존속회사 지분율이 증가하는 것과 존속회사와 신설회사의 지배주주 지분율 구성이 달라지는 것은 인적분할 이후 이루어진 현물출자 유상증자에 의한 결과이다. 지배주주-개인이 배정받은 신설회사 주식을 존속회사의 유상증자에 현물출자하고 존속회사의 주식을 확보함으로써, 지배주주-개인의 존속회사 지분율이 증가(27%→41%)하고 지배주주-법인의 신설회사 지분율이 증가(18%<sup>3)</sup>→32%)하게 된 것이다.<sup>4)</sup> 분할비율이 클수록, 신설회사의 주당 가치가 존속회사에 비해 상대적으로 높을수록 지배주주-개인이 존속회사 주식을 더 많이 확보할 수 있는데, 추가적인 분석에 따르면 지주회사 전환 표본은 비전환 표본에 비해 유리한 조건을 갖추고 있는 것으로 파악된다. 자사주 마법을 활용한 인적분할에서 현물출자 유상증자로 이어지는 일련의 과정은 지주회사의 자회사에 대한 지분 보유요건을 충족하는 한편 지주회사(존속회사)에 대한 지배주주-개인의 지배력을 강화하기 위한 과정으로 이해할 수 있다.

지주회사 전환과 무관한 표본에서는 인적분할 전후 소유구조에 큰 변화가 나타나지 않는다. 인적분할 이전 지배주주 지분율은 40%이며, 인적분할 이후 존속회사와 신설회사의 지배주주 지분율은 모두 41%로 큰 차이가 없다.

〈그림 2〉 인적분할 전후 소유구조 변화



3) 자사주 마법을 통해 확보한 지분율 11%가 포함된다.

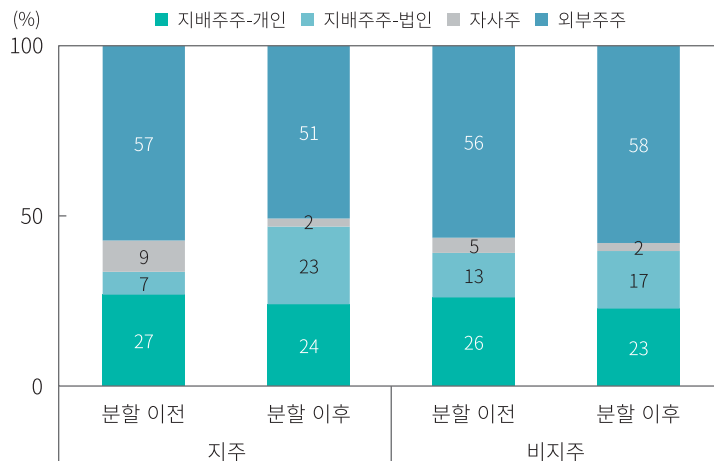
4) 〈그림 1〉에서 존속회사의 자사주 지분율이 인적분할 이후 급격히 하락하는 것은 인적분할후 유상증자에 의해 지분율이 희석된 결과이다.

그렇다면 인적분할이 주주간 부(wealth)의 배분에는 어떠한 영향을 미쳤을까. 지주회사 전환과 관련된 표본의 경우 존속회사와 신설회사 모두에서 지배주주 지분율이 상승했기 때문에 외부주주의 부는 상대적으로 줄어들었을 가능성이 높다. 지배주주와 외부주주가 보유한 시가총액 비중을 인적분할 전후로 비교해보자.

〈그림 3〉의 지주회사 전환 표본에서, 지배주주의 시가총액 보유비중은 인적분할 이전 34%에서 인적분할 이후 47%로 13%p 증가한다. 지배주주-개인은 27%에서 24%로 감소하고 지배주주-법인은 7%에서 23%로 증가한다. 의사결정 주체인 지배주주-개인이 시가총액 보유비중 감소에도 불구하고 지주회사 전환을 추진했다는 것은 존속회사(지주회사)에 대한 지배력 강화가 지주회사 전환의 목표임을 시사한다. 반면, 외부주주의 시가총액 보유비중은 인적분할 이전 57%에서 인적분할 이후 51%로 6%p 감소한다. 지배주주의 지배력 강화의 비용은 결국 지배주주가 아니라 외부주주가 지불하는 셈이다. 또한 지주회사 전환을 통해 구조조정의 시너지가 존재한다고 하더라도 그 과실은 주주간 균등하게 배분되지 않는 것으로 평가할 수 있다.

지주회사 전환과 무관한 표본에서는 인적분할 전후 부의 배분에 큰 차이가 관찰되지 않는다. 지배주주의 경우 인적분할 전후 39%로 동일하며, 외부주주의 경우 56%에서 58%로 오히려 소폭 증가한다.

〈그림 3〉 인적분할 전후 주주유형별 시가총액 보유비중 변화



주: 분할이후는 존속회사와 신설회사의 합산 시가총액을 기준으로 한다.

### 자사주의 본질

자사주 마법을 동원한 인적분할이 지배력과 부의 배분에 왜곡을 일으킨다고 할 때, 근본적으로 자사주 마법이 어떻게 가능한 것인지, 자사주의 본질에 대해 살펴볼 필요가 있다. 자사주에 신설회사의 신주를 배정한다는 것은 자사주의 주주권을 인정하고 자사주를 보유한 회사 자신을 주주로 간주한다는 의미이다. 주주권을 인정한다는 것은 자사주가 가치가 있다는 것, 즉 자사주에 자산성을 부여한다는

의미이기도 하다. 그러나 회사가 스스로 주주가 된다는 것은 타인의 출자를 전제로 하는 주식회사의 본질에 부합하지 않는다. 회사가 스스로 주식의 전부를 취득한다고 가정하면, 결국 잔여재산을 분배하는 형식이 될 것이고 이는 곧 회사의 청산을 의미한다. 회사는 의결권을 행사하는 주체가 될 수 없으며 회사가 스스로에게 배당을 지급하는 것은 경제적으로 무의미하다. 자사주가 자산으로서 가치가 있다고 본다면 회사의 가치가 보유한 자사주의 가치에 연동된다는 것인데 이는 명백히 모순이다.

이러한 맥락에서 자사주의 의결권과 배당권은 인정되지 않으며, 회계적으로 자사주는 자산으로 인정하지 않는다. 자사주 취득의 재원을 배당가능이익으로 제한하는 것 역시 자사주 취득을 자산에 대한 투자가 아니라 자본의 유출로 파악하기 때문으로 이해할 수 있다. 원칙적으로, 자사주의 취득은 출자의 환급, 주식의 소각으로 보는 것이 타당하다.

그럼에도 불구하고 인적분할에서 기존회사의 자사주에 신설회사의 신주를 배정하는 것이 가능했던 것은 신주배정 가능 여부에 대한 명시적인 규정이 부재한 상황에서 자사주의 자산성을 인정하는 법령과 판례가 존재하기 때문인 것으로 보인다. 현행법상 자사주의 취득과 처분을 주식거래의 틀에서 허용하고 있으며, 자사주를 합병의 대가, 기업분할의 대상, 현물배당의 수단 등으로 인정하고 있다. 자사주의 자산성, 자산가치를 구성하는 주주권이 인정된다고 해석하여, 분할과정에서 자사주를 존속회사로 배분하고 분할신주를 배정하는 것을 합리화할 수 있는 것이다.

## 결어

자사주를 둘러싼 논란은 자사주가 지배주주의 사적이익을 위해 이용될 가능성 때문에 나타난다. 앞서 보았듯이 인적분할 과정에서 자사주 마법을 활용하여 지배주주의 지배력을 확대하는 경우는 빈번하며, 경영권 분쟁 상황에서 자사주를 지배주주의 우호적 주주에게 매각하여 경영권을 방어하는 수단으로 이용하는 사례도 쉽게 찾아볼 수 있다. 자사주 취득과 처분이 내부자 거래와 결부될 가능성도 상존한다. 지배주주의 비용이 아니라 배당가능이익을 바탕으로 취득한 자사주를 이용하여 지배력 강화를 꾀하는 것은 정당성에 대한 논란을 피할 수 없다. 정작, 자사주의 경제적 본질에 부합하도록, 자사주를 소각하여 주주환원의 수단으로 활용하는 상장기업은 2.3%에 불과할 정도로 드물다.<sup>5)</sup>

자사주 마법과 관련하여 2015년 이후 지금까지 자사주에 대한 신주배정 금지, 자사주 의무소각, 배정된 신주의 의결권 제한 등의 내용을 담은 법안 9건이 발의되었으나 현재까지 입법에 실패한 것으로 파악된다. 경제적으로 자산으로 볼 수 없는 자사주의 자산성을 인정하는 모순적인 상황을 방지한다면 지배주주가 자사주를 임의적으로 활용할 유인이 남게 되므로 자사주를 둘러싼 논란은 계속될 수밖에 없을 것이다. 자사주의 자산성을 부인하고 자사주의 취득은 곧 소각을 의미하는 것이어야 경제적 실질에 부합할 뿐만 아니라 지배주주의 자사주 남용 가능성을 줄일 수 있다. 또한 자사주 취득의 가장 일반적인 목표인 저평가 신호(signaling) 효과도 강화될 수 있다.

5) 김우진·임지은, 2017, 한국 기업의 자사주 처분 및 소각에 관한 실증 연구, 『한국증권학회지』 46(1), 35-60.

ZOOM  
-IN미국 SEC의 ESG 펀드 공시 규칙 및 보고 양식,  
Name rule 개정안의 주요 내용

- 2022년 5월, 미국 SEC는 투자자에게 ESG 펀드에 대한 일관성 있고 비교 가능한 정보를 제공하기 위해 펀드 설계에 반영된 ESG 요소들의 수준에 따라 ESG 펀드를 크게 3개의 유형으로 구분하고, 유형별 특성에 따라 차별적으로 ESG 관련 사항들을 공시하도록 하였으며, 투자자문사는 ADV Part 2A에 ESG 전략, 기준 및 방법론, ESG 관련 의결권 대리 행사에 미치는 영향 등을 구체적으로 공시하도록 함
- Name rule로 알려진 1940년 투자회사법 35d-1을 개정, 펀드 상품명에 기재된 특정 투자항목에 펀드 자산의 80% 이상이 포함되도록 하고 이를 투자설명서, 펀드 실적보고서에 공시하도록 함
- SEC는 이번 개정으로 투자자들에게 ESG 공시에 대한 일관된 표준을 제공함으로써 그린워싱과 같은 ESG 관련 리스크가 보다 완화될 것으로 기대

- 2022년 5월, SEC는 투자자에게 ESG 펀드에 대한 일관성 있고 비교 가능한 정보를 제공하기 위해 ESG 펀드 및 투자자문사에 대한 공시 규칙 및 보고 양식 개정을 제안<sup>1)</sup>
  - SEC는 최근 들어 ESG 관련 펀드 투자상품 및 자문 서비스에 상당한 자본이 유입되면서 ESG 전략에 대한 투자자들의 관심이 급격히 증가하고 있으나 ESG에 대한 공통된 공시 프레임워크 부재로 인해 투자자들이 펀드 포트폴리오가 특정 ESG 전략과 연관되어 있는지를 명확히 파악하는데 어려움을 겪고 있다는 인식 하에 이번 규칙 개정안을 제안
- (등록 펀드에 대한 ESG 공시 및 보고) SEC는 펀드 설계 시 ESG 요소들이 어느 정도로 고려되었는지에 따라 ESG 펀드를 크게 3개의 유형으로 구분하였으며, 유형별 특성에 따라 차별적으로 ESG 관련 사항들을 공시하도록 함
  - SEC는 펀드의 ESG 요소 반영 정도에 따라 1) 통합 펀드(integration funds), 2) ESG 중점 펀드(ESG-focused funds), 3) 임팩트 펀드(impact funds)로 구분
    - 통합 펀드: 의사 결정 과정에서 비 ESG 요소와 함께 하나 이상의 ESG 요소를 고려하지만 이러한 ESG 요소가 펀드 설계에 크게 영향을 미치지 않는 펀드
    - ESG 중점 펀드: 하나 이상의 ESG 요소를 펀드 설계에 있어 중요 또는 주요 요소로 고려하는 펀드

1) SEC, 2022, Enhanced Disclosures by Certain Investment Advisers and Investment Companies about Environmental, Social, and Governance Investment Practices.

- 임팩트 펀드: 하나 이상의 특정 ESG 영향(예: 깨끗한 물의 가용성 향상, 산림의 지속 가능한 관리 등)을 달성하고자 하는 펀드
- 공시 이행 대상 금융회사들은 요약설명서, 투자설명서, 연차보고서 등에 각 ESG 펀드 유형별로 ESG 요소를 차별적으로 공시하여 투자자들이 충분한 정보를 바탕으로 의사결정을 진행할 수 있도록 함
  - 통합 펀드 공시 사항: ESG 통합 펀드 설계 절차, 방법론, 펀드 포트폴리오 구성 대상 기업의 ESG 개선 여부 및 지원 내용 등
  - ESG 중점 펀드 공시 사항: ESG 심사 기준, 이행 전략, 이행 방안 등
  - 임팩트 펀드 공시 사항: 임팩트 창출 방법 및 과정에 대한 구체적인 내용, 운용 시기별 성과 예측 및 방법, 임팩트 창출에 대한 상쇄요소(trade-off) 등
  - 공시 규칙 이행 대상은 거래소 등록 금융회사, 집합투자기구, 투자자문사이며, 향후 거래소 미등록 투자자문사도 해당 규정 이행 대상으로 포함할 예정

□ (투자자문사에 대한 ESG 공시 및 보고) 투자자문사는 Form ADV<sup>2)</sup>에 ESG 관련 사항들을 추가로 기재하여 제출하도록 함

- 투자자문사는 ADV Part 2A에 ESG 전략, 기준 및 방법론, ESG 관련 의결권 대리 행사에 미치는 영향 등을 구체적으로 공시
  - ESG 전략 공시: 투자자문사가 특정 ESG 요소 또는 요소들의 조합을 해당 펀드에 통합하는지 여부와 방법, 중요한 투자전략 분석 방법에서 고려되는 ESG 요소에 대한 설명 등
  - ESG 기준 및 방법론: ESG 요소를 고려하여 투자를 평가, 선택, 제외 시 사용되는 기준 및 방법론을 설명
  - ESG 서비스 제공자와의 관계 공시: ESG 컨설턴트, 기타 서비스 제공자와의 중요한 관계 및 약정을 설명
  - 의결권 대리 행사에 관한 공시: 투자자문사가 고객 증권에 대한 의결권 대리 행사 시 하나 이상의 ESG 고려 사항을 포함하는 정책 및 절차가 있는 경우 투자자문사는 어떠한 ESG 요소가 어떻게 고려되는지를 설명

2) Form ADV는 미국 투자자문사의 자문업 등록서류로, Form ADV는 Part 1과 Part 2로 구분되며 Part 1은 투자자문업자의 소유, 지배구조, 법규 위반 등의 정보, Part 2는 영업사항, 수수료, 이해상충 등의 정보로 구성됨

〈표 1〉 SEC가 제안한 등록 펀드 및 투자자문사의 ESG 공시 사항

제안한 펀드 유형	정의	등록 펀드			투자자문사
		요약설명서	투자설명서	연차보고서	ADV Part 2A
통합 펀드	의사 결정 과정에서 비 ESG 요소와 함께 하나 이상의 ESG 요소를 고려하지만 이러한 ESG 요소가 펀드 설계에 크게 영향을 미치지 않는 펀드	<ul style="list-style-type: none"> <li>• 펀드가 ESG 요소를 투자 과정에 통합하는 방법 및 고려되는 요소를 몇 문장으로 요약</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>• 펀드가 고려하는 ESG 요소 및 이를 투자 선택 프로세스에 통합하는 방법을 설명</li> <li>• 온실가스 배출량을 투자요소로 고려하는 펀드는 포트폴리오 회사의 온실가스 배출량 평가 시 사용되는 방법론을 구체적으로 설명</li> </ul>	해당 사항 없음	<ul style="list-style-type: none"> <li>• 각 전략에 대해 ESG 요소가 통합되는 방법 및 고려되는 요소를 설명</li> <li>• ESG 요소가 다른 비 ESG 요소와 함께 고려되는지 여부 및 방법을 설명</li> <li>• ESG 요소를 고려하여 투자를 평가, 선택, 제외하는데 사용되는 기준 또는 방법론을 설명</li> </ul>
ESG 중점 펀드	하나 이상의 ESG 요소를 펀드 설계에 있어 중요 또는 주요 요소로 고려하는 펀드	<ul style="list-style-type: none"> <li>• 다음과 같은 사항을 설명하는 표준화된 전략 개요(Strategy Overview) 표를 통해 ESG 요소 고려 사항에 대한 주요 정보를 제공</li> <li>① 펀드의 ESG 전략 개요</li> <li>② 펀드가 투자 결정에 ESG 요소를 통합하는 방법</li> <li>③ 펀드가 ESG 문제에 대해 의결권 대리 행사 및(또는) 회사와 협력하는 방법</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>• 다음과 같은 펀드가 ESG를 투자 선택 프로세스에 통합하는 방법을 설명</li> <li>① 펀드가 추적하는 모든 지수에 대한 지수 방법론</li> <li>② 사용된 내부 방법론</li> <li>③ 펀드에서 사용하는 제3자 평가 시스템</li> <li>④ 모든 포함 또는 제외 심사에 적용되는 요소</li> <li>⑤ 사용된 제3자 ESG 프레임워크에 대한 설명</li> <li>⑥ 의결권 대리 행사 여부에 관계 없이 모든 참여 활동의 목적에 대한 설명</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>• 대리투표가 펀드의 ESG 전략을 실행하는 중요한 수단인 경우, 펀드가 ESG 문제에 대해 대리투표를 한 방식에 관한 정보 공개</li> <li>• 대리투표 이외의 수단을 통한 ESG 참가 펀드의 ESG 전략을 실행하는 중요한 수단인 경우 참여 활동에 대한 정보를 공개</li> <li>• 펀드가 환경적 요인을 고려하는 경우 포트폴리오의 총 온실가스 배출량 공개</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>• 각 전략에 대해 ESG 요소가 통합되는 방식과 고려되는 요소를 설명</li> <li>• 전략이 하나 이상의 ESG 요소에 초점을 맞추고 있는지와 방법을 설명</li> <li>• ESG 요소를 고려하여 투자를 평가, 선택, 제외하는데 사용되는 기준 또는 방법론을 설명</li> </ul>
임팩트 펀드	하나 이상의 특정 ESG 영향을 달성하고자 하는 펀드	<ul style="list-style-type: none"> <li>• ESG 중점 펀드에 필요한 모든 공시 항목</li> <li>• 펀드의 투자목표에 펀드 투자를 통해 달성하려는 ESG 영향을 포함</li> <li>• ① 펀드가 명시된 영향에 대한 진행 상황을 측정하는 방법, ② 해당 진행 상황을 측정하는데 사용된 기간, ③ 추구하는 영향과 펀드의 재정적 수익 간의 관계</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>• ESG 중점 펀드에 필요한 모든 공시 항목</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>• ESG 중점 펀드에 필요한 모든 공시 항목</li> <li>• 펀드의 목표 달성 능력에 실질적으로 영향을 미친 핵심 요소 및 보고기간 동안 펀드의 목표 달성 상황에 대한 정성적, 정량적 측면에서의 논의</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>• ESG 중점 펀드에 필요한 모든 공시 항목</li> <li>• 투자자문사가 달성하고자 하는 목표와 목표 달성을 위해 추구하는 방법에 대한 개요 제공(진행상황 측정 정성적, 분석된 핵심 성과지표, 목표와 재정적 수익 간의 관계 등)</li> </ul>

- (Name rule 개정) 이와 함께 Name rule로 알려진 1940년 투자회사법 35d-1을 개정하여 펀드 상품명에 기재된 특정 투자항목에 펀드 자산의 80% 이상이 포함되도록 하고 이를 투자설명서, 펀드 실적보고서(Form N-PORT)에 공시하도록 하였으며, 80% 투자정책을 변경한 경우 투자자에게 이를 반드시 통지하도록 함
- SEC는 clean, environment, impact, response, social, sustain과 같은 용어가 펀드 상품명에 무분별하게 사용되면서 그린워싱이 증가하였다고 보고, 본 개정을 통해 펀드 자산의 80% 이상을 해당 항목에 투자하는 펀드만이 해당 용어를 상품명에 명시하게 함으로써 궁극적으로 투자자보호가 개선될 것이라고 보고 있음
  - Name rule 적용 대상은 뮤추얼펀드, 상장지수펀드, 파생상품펀드, 전환사채, 리스크가 높은 신흥산업 관련 펀드이며 거래소 비상장 펀드도 Name rule 적용 대상에 해당
  - 비상장 폐쇄형펀드의 경우, 주주 투표 없이 펀드 상품명, 관련 요소에 펀드 자산의 80% 이상을 투자하는 기존 정책을 일방적으로 바꿀 수 없음
- SEC는 공시 규칙 및 보고 양식, Name rule 개정을 통해 ESG 공시에 대한 일관된 표준을 제공함으로써 그린워싱과 같은 ESG 관련 리스크가 보다 완화될 것으로 기대
- 이미 BNY멜론에 대한 과징금 조치, 골드만삭스 ESG 펀드에 대한 조사 등을 통해 그린워싱에 대한 감독 강화를 시사한 바 있으며, 법제화를 통해 강력한 규제 표준을 마련하겠다는 방침
  - BNY멜론에 대한 과징금 조치: SEC는 BNY멜론이 공시한 문장<sup>3)</sup>이 2018년 7월~2021년 9월까지 BNY멜론이 운용한 모든 투자가 ESG 품질 검토를 완료한 것으로 투자자가 오해할 수 있다고 판단하였으며, 이에 대한 조치로 BNY멜론에 150만달러의 과징금을 부과 (2022년 5월)
  - 골드만삭스 ESG 펀드에 대한 조사: SEC는 골드만삭스가 자사가 운용하는 ESG 펀드를 운용하는 과정에서 ESG와 관계가 없는 기업에 투자하면서 ESG 관련 투자로 홍보하여 소비자를 기만한 사실이 없는지 조사 (2022년 6월)<sup>4)</sup>
    - 골드만삭스는 펀드 상품명에 ESG 등과 같은 단어가 들어간 펀드를 운영하고 있으며, 이들 ESG 펀드 자산의 80%를 자체 펀드 기준을 충족하는 기업 주식으로 구성하며, 이를 위해 술, 담배, 무기, 석탄, 원유, 가스 판매 등으로부터 수익이 발생하는 기업은 투자에서 배제한다고 홍보해왔음

선임연구원 공경신

3) Integrated into the investment process, the Sub-Adviser has a well-established approach to responsible investment. This process includes identifying and considering the Environmental, Social and Governance(ESG) risks, opportunities and issues throughout the research process via the Sub-Adviser's] proprietary quality reviews, in an effort to ensure that any material ESG issues are considered.

4) The Wall Street Journal, 2022. 6. 10, SEC is investigating Goldman Sachs over ESG funds.

ZOOM  
-IN

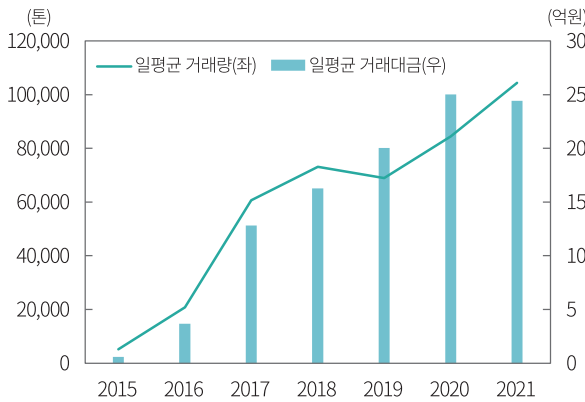
## 배출권 거래제(ETS)의 동향

- 국내 배출권 거래제는 2015년도에 개설되어 해마다 거래 규모가 증가하고 있으나 높은 가격 변동성을 보임
- 전세계 배출권 거래제는 국가단위뿐만 아니라 지역 단위로도 운영되며 전체 거래규모는 2020년 2,880억유로에서 2021년 7,600억유로로 두 배 이상 증가
- 각국은 배출권의 가격 변동성을 완화하기 위해 배출권 안정화 정책을 도입하여 운영
- 증시 변동성의 확대, ESG 투자 심리 강화 등에 따라 배출권이 새로운 투자상품으로 등장하였고 다양하게 활용

- 국내의 배출권 거래제(Emission Trading System: ETS)는 2015년도에 개설되어 현재 3차 계획기간(2021~2025)중에 있으며 해마다 거래 규모가 증가하여 거래대금은 초기 대비 약 20배 이상 확대되었으나 높은 가격 변동성을 보임
  - 제1·2차 계획기간(2015~2021. 8. 9)동안 전체 배출권 거래량은 1억 9,800만톤, 거래대금은 4조 7,340억원이며 일평균 거래대금과 거래량 모두 증가세를 보임<sup>1)</sup>
    - 지난해 평균 거래대금은 소폭 감소하였으나 이는 배출권 가격하락에 기인한 것이며 일평균 거래량은 10만톤을 돌파
    - KAU(Korean Allowance Unit, 할당배출권)의 평균 가격은 2020년 30,713원에서 2021년 23,023원으로 하락
    - 배출량이 높은 업종으로는 발전·에너지, 철강, 석유화학 순으로 경기에 민감한 업종

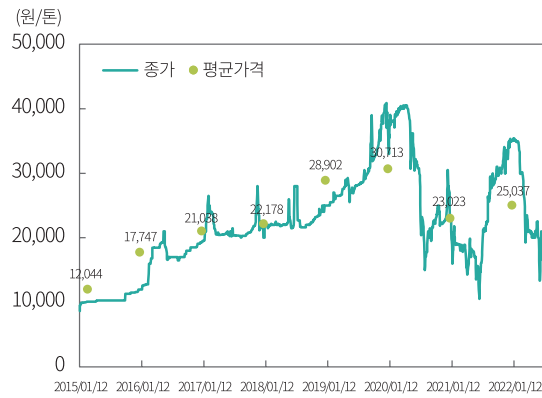
1) 환경부, 2022, 『2020 배출권거래제 운영결과보고서』.

〈그림 1〉 일평균 거래량과 거래대금



자료: 환경부

〈그림 2〉 KAU 가격



자료: 한국거래소

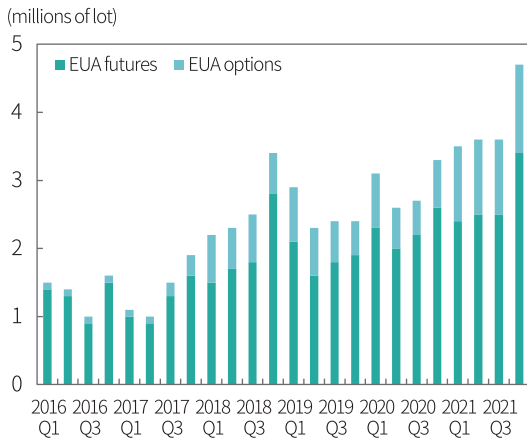
- 한편 배출권의 가격은 제한된 배출권 총량 안에서 수요와 공급에 민감하게 영향을 받는데, 최근 다양한 상하방 요인으로 가격 변동폭이 커짐
  - 전체 배출량 감축, 유상할당 증가 등 친환경 규제 강화와 경기회복으로 인한 수요 증가는 배출권 가격의 상승 요인, 코로나19로 인한 경기 둔화는 배출권 가격의 하락 요인으로 작용
  - 또한 기업은 매년 6월 정부에 온실가스 배출량을 제출하는데 이에 따라 2분기에 배출권 거래량의 약 30%가 집중되며 가격이 하락하는 계절성 문제가 대두

□ 전세계 배출권 거래제는 국가단위뿐만 아니라 지역 단위로도 운영되며 전체 거래규모는 2020년 2,880억유로에서 2021년 7,600억유로로 두 배 이상 증가하였고 지속적으로 확대될 전망이다<sup>2)</sup>

- (EU) EU ETS는 2005년에 최초로 출범하여 전세계 거래규모의 90%이상을 차지하는 가장 크고 글로벌 기준이 되는 시장으로, 꾸준히 규제 수준을 높임에 따라 배출권 가격이 상승
  - 2021년 EU는 배출허용총량 감축률을 상향 조정하였고 EUA(EU Emission Allowances, 할당배출권) 선물 가격은 2020년말 32.9유로에서 2021년말 80.7유로로 두 배 이상 급상승
  - 2030년 온실가스 배출량을 1990년 대비 최소 55% 감축하고 2050년까지 순제로(net zero) 배출을 목표로 하는 EU기후법과 2032년까지 배출권 무상할당 제도를 완전히 폐지한다는 기후 및 에너지 정책의 강화는 배출권 가격 상승으로 이어짐
  - 또한 러시아와 우크라이나의 전쟁으로 천연가스 가격이 상승하자 석탄발전이 증가하였고 이는 배출권의 가격 상승 요인으로 작용

2) Refinitiv, 2022, Carbon Markets Year in Review 2021.

〈그림 3〉 EU ETS 거래량



자료: ICE, ISDA

〈그림 4〉 EUA futures 가격



자료: icap

- (북아메리카) 배출권 거래제는 지역 단위로 운영되고 있으며 서부 지역은 미국 캘리포니아주와 캐나다의 퀘벡주를 중심으로 4개주가 참여하는 WCI(Western Climate Initiative), 미국 북동부 10개주가 참여하고 있는 RGGI(Regional Greenhouse Gas Initiative)가 있음
  - WCI와 RGGI의 배출권 가격은 2021년 1월에 평균 18.43유로에서 연말에는 31.00유로로 70% 이상 상승하였고 거래량 또한 사상 최고치를 기록
  - 바이든 정부는 파리기후협약에 다시 복귀하고 적극적인 기후변화 정책을 추진하며 2030 온실가스 감축 목표를 35%에서 52%로 상향 조정함으로써 배출권 가격 상승을 견인
- (중국) 배출량을 기준으로 전 세계에서 가장 큰 탄소시장으로 상하이, 베이징 등 8개의 지역에서 시범운영을 거쳐 지난해 전국단위의 배출권 거래제가 출범
  - 지난해 7월 전국 통합 단위의 탄소배출권 거래시장을 개장하였고 거래량은 1억 4천만톤, 누적 거래액은 84억 9천만위안<sup>3)</sup>
  - 배출권 가격은 아직 유럽 대비 낮은 편이나 지난 1년간 약 20% 상승하여 7월 기준 54위안(약 7.5유로)을 기록
  - GDP단위당 에너지 소모 및 이산화탄소 배출량을 각각 13.5%, 18% 감축한다는 ‘2030년 탄소배출 정점, 2060년 탄소 중립’ 계획으로 지속적인 가격 상승이 전망
- EU 및 북아메리카의 배출권은 대부분 파생상품으로 80% 이상이 선물(futures) 계약으로 거래되며 이밖에 옵션(option), 선도(forward), 스왑(swap), 레포(repo) 등 다양한 형태<sup>4)</sup>
  - 배출권은 자체가 만기를 가지고 있고 보관비용이 없어 선물 거래를 활발하게 할 수 있는 구조로 파생거래를 통해 가격의 등락 위험을 제거하거나 축소하고 가격 발견 등의 순기능으로 자본시장을 활성화
  - 할당업체, 투자은행, 헤지펀드, 환경단체 등 다양한 참여자들로부터 풍부한 유동성 제공

3) China daily, 2022. 7. 15, China's carbon emission trading market to celebrate 1 year anniversary.

4) ISDA, 2021, Role of Derivatives in Carbon Markets.

- 2021년 가격 급상승과 함께 시장 참여자의 수가 증가하였고 가격 변동이 매우 심해지자 일부 EU 회원국은 비할당 거래자들의 시장접근을 제한해야 한다고 주장하였으나 ESMA는 투기적 거래나 시스템의 결함은 없다는 조사 결과를 발표

〈표 1〉 전세계 배출권 거래량 및 거래규모

(단위: 백만톤, 백만유로)

	2019년		2020년		2021년		비중
	거래량	거래규모	거래량	거래규모	거래량	거래규모	
EU	8,706	215,894	10,478	260,067	12,214	682,501	90%
영국	N/A	N/A	N/A	N/A	335	22,847	3%
북아메리카 (WCI, RGGI)	1,673	22,365	2,010	26,028	2,680	49,260	6%
중국	130	249	134	257	412	1,289	< 1%
한국	38	744	44	870	51	795	< 1%
뉴질랜드	30	433	30	516	81	2,505	< 1%
전세계	10,589	239,725	12,712	287,799	15,811	759,351	

자료: Refinitiv

- 각국은 배출권의 가격 변동성을 완화하기 위해 배출권 안정화 정책을 도입하여 운영하고 있으며 구체적인 예로 유럽은 정부주도로 물량을 조절하고 북아메리카는 가격의 상한과 하한을 도입
  - EU는 배출권 이연제도와 시장 안정화 비축 제도(Market Stability Reserve: MSR)로 유통물량을 조절함으로써 가격 변동성 완화를 도모
    - 배출권 물량을 일정 범위에서 조절하기 위해 일부 경매 물량을 이후 연도로 이연시키는 제도와 잉여배출권을 유통시장으로부터 제거하는 제도를 시행
  - WCI와 RGGI는 가격 상한·하한제를 도입하여 배출권 가격의 급등락을 방지
    - 구체적인 예로 캘리포니아 ETS의 하한가격은 2012년 톤당 10달러로 출발하여 매년 5% 인상하고 인플레이션 조정을 더해 정해지며 2022년은 톤당 19.70달러로 결정
    - 2022년 상한가격은 세 단계로 구분하여 톤당 46.05달러, 59.17달러, 72.29달러로 책정되었고 가격이 상한가격 이상일 경우, 해당 단계의 상한가격으로 배출권을 거래할 수 있음
  - 우리나라는 배출권 거래제 안정화 및 활성화를 위해 이월제한조치, 제3자 시장 참여 허용, 배출권 최저 매매가격 설정 등 다양한 시장안정화 조치를 시행할 수 있음
    - 배출권 유동성 증대를 위해 이월제한조치, 제3자(증권사)의 배출권 시장 참여를 허용하였고 현재 20개사가 자기매매 및 중개거래에 참여
    - 2020년 유상할당경매 제도를 시행하여 가격발견기능을 보완하고 유상할당비중 10%로 상향
    - 2021년 코로나19의 영향으로 배출권 가격이 급락하자 시장안정화 조치로 최저 거래가격을 설정하여 가격 안정을 도모

□ 증시 변동성의 확대, ESG 투자 심리 강화 등에 따라 배출권이 새로운 투자상품으로 등장하였고 다양하게 활용

- ESG, 탄소중립 기조와 더불어 규제 강화로 배출권 가격의 중장기적인 상승세가 전망되어 배출권 관련 상품이 장기적인 투자처로 기대되고 포트폴리오 다각화 가능
  - 배출권을 기초자산으로 하는 대표적인 상품은 EU와 미국 배출권 선물로 구성된 KraneShares Global Carbon(KRBN) ETF로 지난해 64%의 수익률을 기록<sup>5)</sup>
  - 배출권 관련 국내 금융상품의 경우 ETF상품이 4종목, ETN상품이 4종목 상장되었으며 수익률도 높은 편<sup>6)</sup>
  - 다양한 배출권 연계 투자상품은 배출권 유통시장의 유동성제고, 가격 효율에 기여<sup>7)</sup>
- 배출권 시장은 비탄력적 공급으로 가격의 변동성이 매우 큰 특징을 가지고 있어, 현물가격 변동에 따른 리스크를 헤지하거나 차익거래를 가능하게 하는 파생상품 도입의 필요성 증가
  - 최근 배출권 가격의 급등락이 심화하여 기업들은 변동성 리스크에 노출
  - 단기간의 배출권 가격의 급등은 온실가스 배출 업종을 중심으로 생산비용 상승과 부가가치 감소를 초래하고 이들 기업의 부도율 상승과 주가 하락을 견인<sup>8)</sup>
  - 배출권 파생상품 거래 활성화를 통해 기업은 ESG 위험을 효율적으로 관리
  - 한편 투기적 거래에 따른 변동성 확대 문제점이 상존하는데, EU의 경우 배출권 파생상품은 매수·매도 포지션의 한도가 없어 배출권 가격에 부정적인 영향을 미친다는 문제가 제기
- 최근 배출권 거래의 유동성 부족 문제를 해소하기 위해 자발적 탄소시장의 중요성이 주목받고 있음
  - 자발적 탄소시장은 자발적으로 탄소감축 프로젝트를 이행하고 공인 기관의 승인을 받은 ‘탄소크레딧’을 거래하는 시장으로서 민간 주도<sup>9)</sup>
  - 자발적 탄소시장 거래량은 2020년 1억 8,800만톤(3억6,000달러)에서 2021년 11월 초에 3억톤(10억달러)을 기록하여 연간 기준으로 사상 최고치
  - World Bank에 따르면 2021년 기준 자발적 탄소시장은 세계 크레딧 생산량의 74%를 차지해 국제탄소시장의 성장을 견인<sup>10)</sup>

연구원 하은누리

5) KraneShares, 2022, *Annual Report*.

6) 이종은, 2022, ESG관련 파생상품시장의 성장, 자본시장연구원 『자본시장포커스』 2022-04호.

7) 송홍선, 2021, 『2050 탄소중립과 배출권거래제의 활성화』, 자본시장연구원 이슈보고서 2021-23호.

8) 한국은행, 2022, 『금융안정보고서』.

9) 홍지연, 2022, 탄소배출권과 블록체인 기술 및 가상자산의 결합, 자본시장연구원 『자본시장포커스』 2022-15호.

10) The world bank, 2022, *State and Trends of carbon Pricing*.