

OPINION

연구위원
김민기

거래소 상품의 호가단위 축소 효과 및 시사점*

지난해 12월 한국거래소는 2,000원 미만의 저가 ETP의 호가단위를 5원에서 1원으로 축소하였다. 유통시장 내 저가 ETP가 증가하는 가운데, 저가 상품의 호가스프레드 확대, 괴리율 증가 등의 문제를 해소하기 위한 조치였다. 호가단위 축소일을 기준으로 13개 저가 ETP의 호가단위가 1원으로 축소되었고, 평균 최소 호가스프레드는 1.4%에서 0.28%로 1/5만큼 감소하였다. 이들 상품의 일평균 거래대금을 고려하면 투자자의 최소 스프레드 비용이 일평균 약 1.9억원 절감되는 효과를 가져온 것이다.

호가단위 축소 전후를 비교하여 분석한 결과, 저가 ETP의 호가단위의 축소는 시장 내 양적 유동성을 줄이지 않는 범위에서 유동성의 질적 수준과 ETP 가격의 효율성을 제고한 것으로 나타나며, 개인투자자의 암묵적 거래비용을 유의미하게 낮춘 것으로 평가된다. 다만, 이러한 저가 ETP 중에는 인버스 레버리지(-2X) 상품, 기초자산의 변동성이 큰 상품이 많았으며, 이와 유사한 형태의 ETP 가격은 장기적으로 하락할 가능성이 여전히 존재한다. 이 경우 최소한의 호가단위로도 스프레드, 괴리율 등을 효과적으로 낮추는 데 한계가 올 수 있어, ETP의 지속가능성을 제고하기 위해 액면병합과 같은 추가적인 방안이 필요할 것으로 판단된다.

저가 ETP의 호가단위 축소

지난해 12월, 한국거래소는 2,000원 미만의 저가 ETP(ETF·ETN)¹⁾의 문제점을 해소하고자 호가단위(tick size)를 5원에서 1원으로 축소하였다.²⁾ 2002년 10월 상장지수상품이 우리나라에 처음으로 출시된 이후 줄곧 ETP의 호가단위는 상품의 거래가격과 관계없이 5원으로 고정되어 있었지만, 거래가격이 낮은 저가 ETP가 늘어나면서 호가스프레드 및 체결가격의 변동성 확대, 괴리율 증가 등의 문제가 발생하였다. ETP는 장내 유통시장에 상장되어 거래되는 금융투자상품인 만큼 적절한 수준의 호가단위를 설정하는 것이 중요하므로, 이번 ETP 호가단위의 축소는 궁극적으로 투자자의 효율을 제고하기 위한 조치로 평가할 수 있다.

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

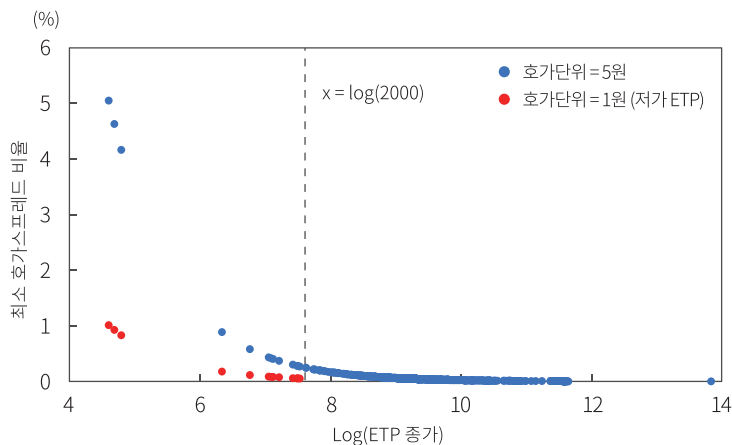
1) 일반적으로 ETP(상장지수상품)는 거래소에 상장되어 거래되고 기초자산의 수익률과 연동된 금융상품을 총칭하는 데, 우리나라의 경우 발행주체에 따라 자산운용사가 발행하는 ETF(상장지수펀드)와 증권사가 발행하는 ETN(상장지수증권)으로 분류된다. 본 고에서는 ETP를 ETF와 ETN을 통칭하는 용어로 사용한다.

2) 한국거래소 보도자료(2023. 10. 5)

투자 비용 측면에서 ETP 투자자가 고려해야 할 요소 중에는 거래수수료, 운용비용³⁾, 세금과 같은 명시적 비용이 가장 먼저 떠오르지만, 호가스프레드와 괴리율과 같은 암묵적 비용도 존재한다. 예를 들어, 호가단위가 5원인 상황에서 어떤 ETF의 주당 순자산가치가 1,000원이라고 가정해보자. 순자산가치는 해당 ETF의 균형가격으로 볼 수 있다. 만약 최우선 매도호가 1,005원이고 최우선 매수호가 995원에 형성되어 있다면, 투자자는 해당 ETF를 매수하기 위해 균형가격인 1,000원이 아닌 1,005원을 지불해야 한다. 반대로 매도하려는 투자자는 995원에 ETF를 매도해야 할 것이다. 여기서 균형가격과 실제 거래가격의 차이인 5원이 ETF를 거래할 때 발생하는 암묵적 비용이 된다. 최우선 매수호가 1,000원으로 증가하거나, 최우선 매도호가 1,000원으로 감소하게 되면 매도자 혹은 매수자가 균형가격에 ETF를 거래할 수 있겠지만, 최소로 가능한 호가스프레드가 5원이므로 쌍방의 거래자 중 누군가는 시장의 유동성을 소비하기 위해 주당 5원의 비용을 지불해야 할 것이다. 이 경우 균형가격 대비 최소 호가스프레드 비율은 0.5%인데, 이는 결코 작은 수치가 아니며, 다수의 투자자가 거래를 일으킬 때마다 이러한 비용이 계속해서 발생한다면 비용의 전체 규모도 상당할 것이다.

또한, 위와 같은 상황에서 기초지수의 변동으로 인해 ETF의 순자산가치가 1,000원이 아닌 1,004원이나 998원과 같이 5원 단위로 떨어지지 않을 경우, 해당 상품의 유동성이 아무리 커진다 해도 균형가격에 절대로 거래될 수 없는 상황이 발생할 수 있다. 결과적으로, 최소 0.1%에서 0.4% 사이의 암묵적 비용이 모든 매매체결 시 발생하게 된다. 물론 상장지수상품의 특성상 괴리율이 존재하기 마련이고, 모든 ETP가 균형가격에 거래될 수는 없을 것이다. 다만, 이러한 문제가 상품의 가격 수준(price level)이 낮은 ETP에서 현저해지기 때문에, 저가 ETP의 호가단위 축소는 이들 상품을 거래하는 투자자의 암묵적 거래비용을 유의미하게 낮추는 데 기여했을 것이다.

〈그림 1〉 ETP 가격 수준과 최소 호가스프레드의 관계



주 : 점선은 호가단위 축소 기준인 2,000원을 나타내는 세로축($x = \log(2000)$)을 의미
 자료: DataGuide, 자본시장연구원 가공

3) ETP는 펀드 보수, ETN의 경우 제비용이 발생한다.

〈그림 1〉은 작년 12월 저가 ETP 호가단위 변경일(2023년 12월 11일)을 기준으로 상장되어 거래되는 1,139개 ETP의 가격 수준과 최소 호가스프레드 비율 간의 관계를 나타낸 것이다. 가격 수준인 ETP 종가에 스케일을 보정하기 위해 자연로그를 취하였고, 최소 호가스프레드 비율은 ETP에 적용되는 호가단위를 종가로 나눈 값을 사용하였다. 즉, 호가단위는 상품에 적용되는 최소한의 호가스프레드를 의미한다고 볼 수 있다. 먼저, 그림의 파란 점에서 알 수 있듯이 가격 수준이 낮을수록 최소 호가스프레드 비율은 비선형적으로 증가한다. 실제로 호가단위 변경일 기준 3개의 상품은 가격 수준이 100원 근처에 형성되어 있었고, 호가스프레드가 최소한으로 줄어들어도 투자자는 약 4~5%에 해당하는 스프레드 비용을 지불해야만 했다.

〈그림 1〉의 빨간 점은 2,000원 미만의 저가 ETP의 호가단위가 1원으로 축소되었을 때의 최소 호가스프레드를 나타낸다. 변경일 기준 13개 상품(1개의 ETF, 12개의 ETN)의 호가단위가 5원에서 1원으로 축소되었고, 최소 호가스프레드도 평균 1.4%에서 0.28%로 1/5만큼 감소하였다. 비록 호가단위가 축소된 2,000원 미만의 저가 ETP는 축소일 당시 13개뿐이었지만, 이 중 12개의 ETN은 전체 상장 ETN 중 지표가치금액 기준 약 12%, 거래대금 기준 약 5.4%를 차지하므로 투자자 관점에서 의미 있는 제도 변화라 할 수 있다. 또한, 이들 13개 상품의 일평균 거래액은 약 167억원으로⁴⁾, 최소 스프레드 비용이 평균 1.4%에서 0.28%로 감소하였으므로 투자자의 암묵적 비용이 어림잡아 일평균 최소 약 1.9억원 감소한 것이다. 이처럼 저가 ETP의 호가단위 축소는 해당 ETP를 거래하는 투자자 관점에서 긍정적인 효과를 가져왔을 것으로 보인다.

ETP 호가단위의 축소 효과 분석

그렇다면 호가단위의 축소로부터 기대할 수 있는 효과는 무엇이 있을까? 기본적으로 호가단위는 자산 가격이 변동하는 최소 단위를 말한다. 호가단위가 축소되면 거래시장에서 형성되는 가격이 더 세분화될 수 있다. 이는 호가스프레드의 감소뿐만 아니라 시장가격이 균형가격을 반영할 가능성을 상승시킨다. 즉, 호가단위의 축소로 호가스프레드의 감소와 거래의 정밀성 제고, 시장의 가격발견 기능 강화를 기대할 수 있다. ETF(ETN)의 경우 시장가격은 주당 순자산가치(지표가치)를 추적하도록 설계되어 있는데, 저가 상품의 호가단위 축소를 통해 시장가격이 균형가격에 가까워질 수 있어 상품의 괴리율이 축소될 수 있다. 또한, 호가스프레드의 감소는 비정보거래(noise trade)로 인한 가격 충격을 완화해 장중 가격의 변동성을 감소시킬 수 있다(Kaul & Nimalendran, 1990).

한편, 호가단위의 축소는 유동성공급자의 유동성 공급 유인을 감소시킬 수 있다. 호가스프레드는 일종의 유동성 공급의 대가로 해석할 수 있는데, 호가단위가 축소되면 스프레드가 줄어들어 유동성

4) 호가단위 변경일 이전 100거래일을 기준으로 산출하였다. 마찬가지로, 12개 저가 ETN의 지표가치금액 및 거래대금 비중도 변경일 이전 100거래일을 기준으로 하였다.

공급자의 경쟁적인 호가 제시 유인이 감소한다. 이 경우 유동성의 심도(depth)가 줄어들어 거래의 양적 지표는 오히려 감소할 가능성도 있다. 따라서 호가단위의 축소가 시장 유동성에 미치는 영향은 다양한 각도로 살펴볼 필요가 있으며, 일정 금액 이상의 주문을 제출하는 거래자 관점에서 호가단위 축소의 실질적인 효익은 예상보다 작을 수 있다(Goldstein & Kavajecz, 2000).

본 고에서는 ETP 호가단위 축소의 효과를 분석하기 위해, 다섯 가지 ETP 시장의 질적 수준(market quality)에 대한 대응치를 사용한다. 먼저, 유동성의 양적 지표인 일별 거래회전율이다. 거래회전율은 일별 ETP 거래량을 상장주식수로 나눈 값으로 정의한다. 둘째, 유동성의 질적 지표로 호가스프레드와 일중변동성을 사용한다. 호가스프레드는 Corwin & Schultz(2000)가 고안한 방식을 기반으로 대응치를 산출하였고, 일중변동성의 대응치로 장중 고가와 저가를 바탕으로 장중 변동성 지표를 계산하였다.⁵⁾ 마지막으로, ETP 가격 효율성 지표로 괴리율의 절대값을 사용하였고, 개인투자자의 암묵적 거래비용 대응치로 김준석(2020)의 방법론을 활용하였다.⁶⁾ 본 고에서 사용한 모든 지표는 일별 단위로 계산이 가능하다. 이렇게 계산한 다섯 가지 지표를 토대로 호가단위가 축소된 그룹과 대조군을 비교하여 호가단위 축소의 효과를 이중차분법을 통해 살펴보았다.⁷⁾

<그림 2>는 호가단위 축소 전후 100거래일을 대상으로 하여⁸⁾ 이중차분법을 실시한 주요 결과를 요약한 것이다. 분석 결과, 호가단위가 변경된 저가 ETP는 호가단위 축소 이후 일평균 거래회전율이 5bp 증가했으며, 이는 통계적으로 유의하지 않았다. 한편, 일평균 호가스프레드 및 일중변동성이 87bp 감소하여 유동성의 질적 수준이 개선되었고, ETP 괴리율의 절대값이 일평균 22bp만큼 유의하게 감소하였다. 또한, 개인투자자의 암묵적 거래비용이 일평균 약 71bp 감소하여, ETP의 가격 효율성과 암묵적 비용이 모두 유의미하게 줄어들었다. 요약하면, 저가 ETP의 호가단위 축소는 시장의 양적 유동성을 훼손하지 않은 범위 내에서 시장의 질적 수준을 개선했다고 평가할 수 있다.

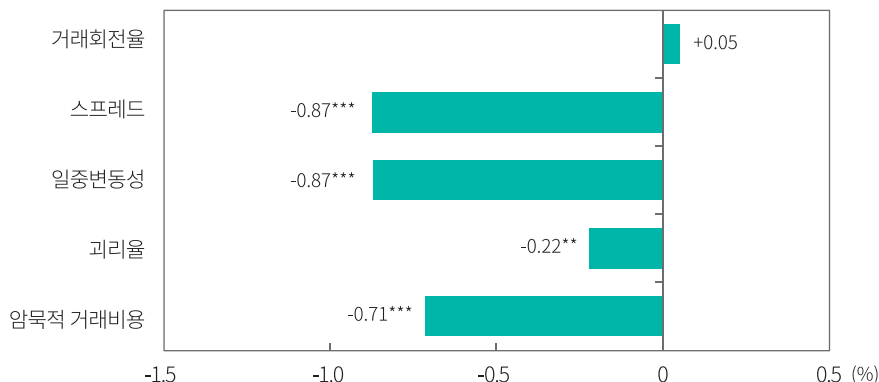
5) 일중 고가와 저가의 차이를 고가와 저가의 평균으로 나눈 값으로 정의한다.

6) 개인투자자의 상품별 매수 및 매도가격을 산출하여, 이를 준거가격(reference price) 대비 차이로 암묵적 거래비용을 추정한다. 본 고의 결과는 준거가격을 당일 시가로 산출하였으나, 준거가격을 전일종가 또는 거래일의 가중평균체결가(VWAP)로 변경해도 결과의 질적인 차이는 없다.

7) 이중차분법(difference-in-differences)은 특정 사건 전후 외생적인 변화가 발생한 실험집단과 그렇지 않은 통제집단의 차이를 비교하는 방법으로, 여기서 실험집단은 호가단위가 축소된 2,000원 미만의 13개 ETP가 된다. 이들의 통제집단은 최근접 매칭(nearest neighbor matching) 방식을 통해 호가단위 변경 이전 100거래일 동안 실험집단과 평균 규모, 거래대금, 가격 수준이 유사한 ETP로 선별하였다.

8) 호가단위 변경의 외생적 효과를 보수적으로 평가하기 위해 사건 일자에 가까운 호가단위 변경 전후 10거래일은 분석에서 제외하였다.

〈그림 2〉 저가 ETP 호가단위의 축소 효과



주 : 1) 이중차분법 회귀분석에서 호가단위 축소 그룹과 축소 이후 시점을 나타내는 교차 더미 변수의 계수 값을 표시

2) **, ***은 각각 5%, 1% 유의수준에서 통계적으로 유의함을 의미

자료: DataGuide, 자본시장연구원 가공

시사점 및 향후 과제

본 고의 분석 결과와 같이, 호가단위는 여러 측면에서 유통시장의 질적 수준에 영향을 끼치기 때문에, 적절한 단위의 호가 크기를 설정하는 것은 ETP 시장의 미시구조(microstructure) 측면에서 매우 중요한 요소이다. 작년 12월 거래소가 시행한 저가 ETP의 호가단위 축소는 ETP 시장의 질적 수준을 제고한 조치였으며, ETP 투자자의 암묵적 거래비용을 효과적으로 줄이는 데에 기여한 것으로 판단된다.

다만, 이러한 조치의 결과 외에도 배경을 파악하는 것도 중요하다. 본 고에서 분석한 저가 ETP는 모두 레버리지(2X), 인버스 레버리지(-2X) 상품이며, 대부분은 -2X 상품이고 기초자산의 변동성이 높은 상품이 많았다.⁹⁾ 최근에는 5개의 ETP가 2,000원 미만으로 가격이 내려갔는데, 이들 ETP 역시 기초자산의 변동성이 큰 상품이거나, 기초지수를 -2배로 추종하는 상품으로 확인된다.¹⁰⁾ 역배수 추종 방식의 설계상 이들 상품의 가격은 구조적으로 하락할 가능성이 크고, 변동성이 높은 기초지수를 추종한다면 레버리지·인버스 ETP 운용에 내포된 리밸런싱 거래로 인해 상품 가격이 장기적으로 우하향할 수 있다(권민경, 2020). 즉, 저가의 상품 또는 이들 유형과 유사한 ETP 가격이 장기적으로 하락한다면, 최저 호가단위인 1원으로도 호가스프레드와 괴리율 등이 유의미하게 발생하는 상품이 나타날 수 있다. 따라서, 호가단위의 축소 외에도 ETP 상품의 지속가능성을 제고하기 위해 ETP의 액면병합(reverse split)이 가능하도록 제도를 설계하는 방안을 모색할 필요가 있다.

9) 13개의 분석 대상 저가 ETP 중 9개 상품이 -2X, 4개 상품이 2X 상품이었으며, 다수의 상품이 원유, 천연가스, 은 등 상품 선물(commodity futures)의 가격을 기초자산으로 하고 있었다.

10) 천연가스 선물 가격을 추종하는 2종의 ETN과 코스피200 선물지수를 -2배로 추종하는 3개의 ETF가 2,000원 미만의 가격을 형성하고 있다(2024년 7월 29일 기준).

참고문헌

- 김준석, 2020, 『국내 기관투자자의 거래비용 분석』, 자본시장연구원 이슈보고서 20-04.
- 권민경, 2020, 『레버리지·인버스 ETP 현황 및 위험요인』, 자본시장연구원 이슈보고서 20-17.
- 한국거래소, 2023. 10. 5, ETF·ETN 호가가격단위 개선과 소수점 배율 자율화를 위한 업무규정시행세칙·상장규정시행세칙 개정 예고, 보도자료.
- Corwin, S.A., Schultz, P., 2012, A simple way to estimate bid-ask spreads from daily high and low prices, *Journal of Finance* 67(2), 719-760.
- Goldstein, M.A., Kavajecz, K.A., 2000, Eighths, sixteenths, and market depth: changes in tick size and liquidity provision on the NYSE, *Journal of Financial Economics* 56(1), 125-149.
- Kaul, G., Nimalendran, M., 1990, Price reversals: Bid-ask errors or market overreaction? *Journal of Financial Economics* 28(1-2), 67-93.

OPINION

연구위원
황현영

상장법인의 M&A 절차상 주주 보호를 위한 과제 - 두산의 계열사 간 M&A 사례를 중심으로*

최근 두산 계열사가 추진하는 인적분할합병과 포괄적 주식교환으로 인해, M&A에서 주주 보호에 대한 문제가 대두되고 있다. 두산은 현행 자본시장법을 따라 시장주가에 의해 합병비율을 계산했다고 하지만, 계열사간 합병시 10% 범위 내에서 증감할 수 있음에도 그렇게 하지 않았고 이러한 합병비율에 대한 이사회에 충분한 설명도 제공되지 않았다. 정부는 합병 절차에서 주주의 권익 보호를 위해 합병비율 등의 적정성을 기재한 이사회 의견서 제출을 의무화하는 자본시장법 시행령 개정안을 올해 3월 입법예고 하였으나, 개정법이 시행되기 전에 이러한 M&A가 이루어진 것이다. 개정 자본시장법 시행령이 시행될 경우, 합병 관련 정보가 구체적으로 기재된 이사회 의견서 제출이 의무화되고 비계열사간 합병가액 산정이 자율화되어 이사의 책임이 강화될 것이다.

그러나 우리나라 상장법인간 합병은 대부분 두산과 같은 계열사간 합병이므로 계열사간 합병가액과 주식매수청구권 산정방식도 자율화할 필요가 있다. 시장주가가 가장 중요한 판단기준이기는 하나 시장주가 외에도 다양한 기업가치가 반영되도록 하고, 합병가액의 적정성과 공정성에 대해 회사가 제공한 정보를 토대로 하여 시장에서 이해관계자들이 평가할 수 있도록 해야 한다. 다만 계열사간 합병의 경우는 공정성을 담보하기 위한 제도들이 함께 도입되어야 하고, 이를 위해 합병검사인제도의 도입과 이사의 책임 강화 방안을 마련할 것을 제안한다. 계열사간 합병시 소수주주가 신청할 경우 법원이 선임한 합병검사인이 가격과 절차의 공정성을 판단하도록 하고, 합병의 구체적인 조건을 협상하여 의사결정을 내리는 이사들의 책임을 강화해 주주들을 보호할 필요가 있다.

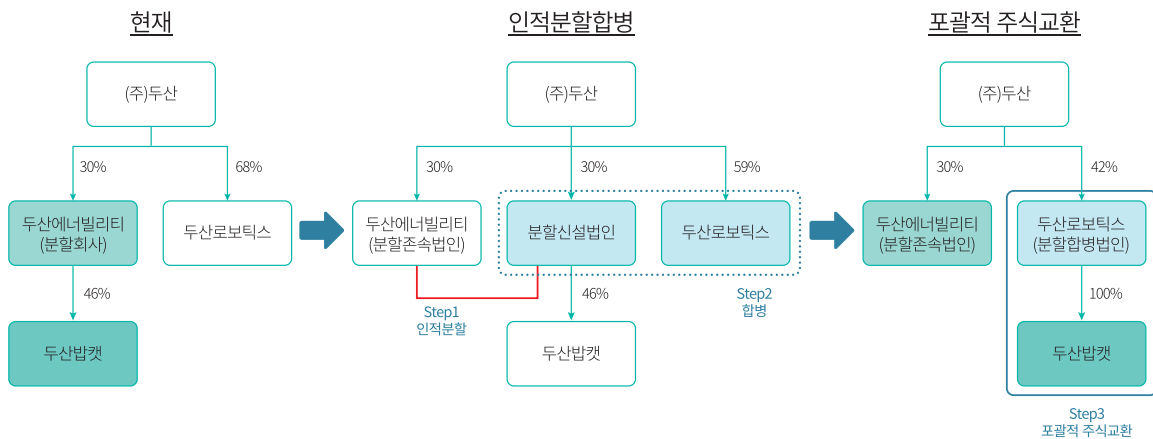
상장회사의 M&A 과정에서 주주 가치가 훼손되는 문제가 최근 자본시장의 주요 이슈로 대두되고 있다. 지난 7월 11일 두산밥캣, 두산에너지빌리티, 두산로보틱스는 기업지배구조 개편을 통해 기업가치와 주주 가치를 제고하고자 한다고 밝히며, 인적분할합병과 포괄적 주식교환을 추진할 것임을 공시하였다. 그러나 합병 비율과 관련하여 소수주주들에게 불리한 합병이라는 문제가 제기되자, 국회에서는 ‘두산밥캣 방지법’이 발의되기도 하였고 금융감독원은 7월 24일 각 회사에 정정신고서 제출을 요구하였다. 두산은 현행 자본시장법을 따라 시장주가에 의해 합병비율을 계산했다고 하지만, 계열사간 합병시 10%를 증감할 수 있음에도 그렇게 하지 않았고 이러한 합병비율에 대한 이사회에 충분한 설명도 제공되지 않았다. 이에 본 글에서는 두산 계열사 간 M&A의 주요내용과 쟁점을 살펴보고, 합병가액 산정방식의 문제점과 주식매수청구권을 포함해 주주 보호가 미흡한 현행법의 문제점을 지적한 후, 주주 보호를 위한 제도 개선 과제를 제안하고자 한다.

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

두산 계열사간 M&A의 주요내용과 쟁점

두산 계열사가 추진하는 M&A는 먼저 두산에너지빌리티를 인적분할하되, 분할되는 신설법인에 두산에너지빌리티가 보유한 두산밥캣의 주식을 이전하고, 이후 두산로보틱스와 분할신설법인을 합병하겠다는 것이다. 그 다음 포괄적 주식교환을 통해 두산밥캣의 주식 100%를 두산로보틱스에게 이전하도록 하고, 두산밥캣의 주주에게 두산로보틱스의 주식을 부여하겠다는 것이다. 두산에너지빌리티, 두산로보틱스, 두산밥캣 모두 9월 25일에 개최되는 주주총회를 통해 해당 안건들을 동시에 처리하고, 지배구조를 개편하겠다고 밝혔는데 그 구조를 그림으로 표현하면 다음과 같다.

〈그림 1〉 두산 계열사 간 M&A를 통한 지배구조 개편



주주 입장에서 가장 중요한 것은 비율인데, 그 비율에 따라 M&A 이후 받게 되는 주식 수가 달라지기 때문이다. 그런데 두산에너지빌리티의 경우 인적분할한 신설법인을 상장하지 않고 비상장한 상태에서 바로 합병을 진행하기로 결정하면서 자본시장법상 자산가치와 수익가치를 가중 산술평균한 금액(10,221원)과 두산로보틱스의 자본시장법상 시장 주가 기준의 합병금액(80,114원)에 따라 합병비율을 정하였다. 두산에너지빌리티와 분할신설법인의 분할비율(1:0.2474030)에 분할신설법인과 두산로보틱스의 합병비율(1:0.1275856)을 곱하여 분할합병비율(1:0.3015651)이 산출되었고, 결과적으로 기존 두산에너지빌리티 주주는 자신의 1주 외에 두산로보틱스 0.03주를 추가로 보유하게 된다. 두산밥캣의 경우 자본시장법에서 정한 최근 1개월과 1주일 거래량 가중산술평균종가와 최근일(7.10) 종가를 산술평균한 결과, 두산로보틱스(80,114원)에 비해 두산밥캣(50,625원)이 낮은 것으로 나타났다. 이러한 시장주가에 따라 합병비율은 1:0.6317462로 정해졌고, 결과적으로 두산밥캣 주주는 자신의 주식 1주 대신 두산로보틱스 주식 0.63주를 받게 된다. 두산에너지빌리티와 두산로보틱스의 주식을 모두 가지고 있는 (주)두산 입장에서는 두산에너지빌리티에 대한 지분율은 변화 없고, 두산로보틱스에 대한 지분율은 42%로 감소하나 최대주주의 지위는 유지한다. 한편 (주)두산의 두산밥캣에 대한 간접지분은 현재 14%

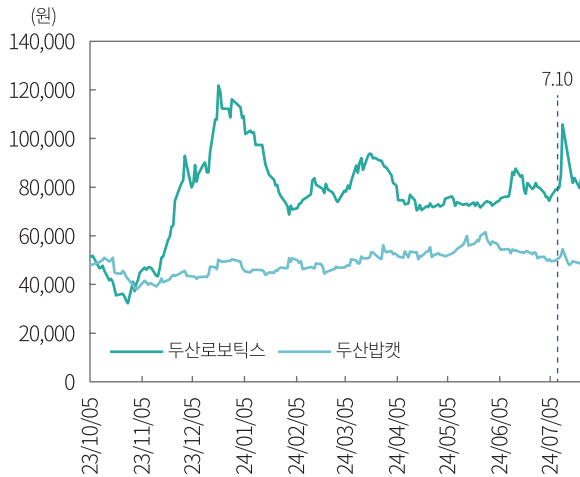
이지만, 인적분할합병과 포괄적 주식교환 이후 42%로 증가한다.

〈표 1〉 두산 계열사 간 M&A 방식과 주주의 주식 보유 변화

M&A 방식	비율	주주의 주식 보유 변화
인적분할	1:1	두산에너지 1주 → 두산에너지 1주 + 분할신설법인 1주
분할합병	1:0.0315651	두산에너지 1주 + 분할신설법인 1주 → 두산에너지 1주 + 두산로보틱스 0.03주
포괄적 주식교환	1:0.6317462	두산밥캣 1주 → 두산로보틱스 0.63주

두산로보틱스는 2023년 10월 5일에 상장한 회사로, 상장 이후 주가 변화만 보면 두산로보틱스가 두산밥캣보다 높은 것은 사실이다. 그러나 두 회사의 재무상황을 나타내는 주요지표인 매출액, 영업이익, 지배주주순이익, 자본총계(순자산) 등을 보면, 시장주가와는 달리 두산밥캣이 두산로보틱스보다 높게 나타난다.

〈그림 2〉 두산로보틱스와 두산밥캣의 주가 변화 〈표 2〉 두산로보틱스와 두산밥캣의 주요 재무지표 비교



자료: 한국거래소

	두산로보틱스			두산밥캣		
	'21년 말	'22년 말	'23년 말	'21년 말	'22년 말	'23년 말
매출액	370	450	530	58,162	86,219	97,589
영업이익	-71	-132	-192	5,953	10,716	13,899
지배주주순이익	-74	-125	-159	3,859	6,441	9,215
자본총계	155	428	4,388	43,213	50,244	59,548
PBR(배)	-	-	17.15	0.95	0.69	0.85

주 : 연결재무제표 기준

자료: Fnguide

합병 과정에서 소멸회사 주주에게 정당한 가치를 보장하기 위해서는 소멸회사 가치의 공정한 평가가 이루어져야 하는데, 두산밥캣의 경우 7월 10일 기준 시장가치가 순자산가치에 미달하므로 (PBR=0.86배), 자본시장법을 따르더라도 청산가치의 보장이 어려운 시점일 수 있다. 이로 인해 자본시장법을 따랐다는 이유만으로 합병가액이 공정한가에 대해 의문이 제기될 수 있다. 또한 인적분할 후

비상장상태에서 분할합병을 진행하여 자본시장법에 따른 비상장주식의 합병가액 산정방법을 따랐으나, 두산에너지빌리티 주주들이 두산밥캣에 대한 간접지배력을 잃는 대신 얻게 되는 두산로보틱스 주식 수도 0.03주에 불과하여 문제가 제기될 수 있다. 그러나 두산 각 계열사의 이사회는 이러한 합병비율의 적정성에 대한 충분한 설명 없이, 자본시장법에서 허용된 10% 이내 증감이나 외부평가기관의 평가를 거친 10% 초과 증감도 없이 시장주가만을 기준으로 합병비율을 계산하였다.

합병가액 산정방식, 무엇이 문제인가?

합병비율은 합병계약을 체결하는 회사들의 이사회에서 결정되고, 주주는 이미 결정된 합병비율에 대하여 주주총회에서 찬성 혹은 반대의견을 낼 수 있을 뿐, 합병비율 결정에 직접적으로 관여하지는 못한다. 따라서 이사회와 주주 간, 혹은 주주들 간의 이해관계가 다를 경우 일부 주주에게 불리한 합병비율로 합병이 진행될 가능성이 있다. 이러한 문제점을 보완하고 주주의 이익을 보호하기 위하여, 자본시장법에서는 공정한 합병비율을 보장하기 위한 합병가액 산정에 관한 규정을 마련하고 있다.

자본시장법상 시장주가를 기준으로 하는 산정방식은 신뢰할 수 있는 거래소 주가를 통해 평가자의 의문을 최소화하고 예측가능성을 제고하여 투자자 보호에 기여한다는 측면도 있으나, 주가에 의해 획일적으로 산정되는 합병가액이 주식가치를 적절하게 반영하지 못할 가능성도 있다. 이러한 이유로 미국, 일본, 영국 등 해외 주요국에서는 합병가액 및 합병비율의 산정을 회사의 자율적 판단에 맡기고 있다. 황현영·정수민(2023)에 따르면 미국과 일본의 경우 우리나라 자본시장법상 합병가액으로 허용될 수 있는 가격보다 훨씬 더 높은 가격으로 합병이 성사되는 것으로 나타났다.¹⁾ 2019년 1월부터 2023년 4월까지 미국의 상장법인간의 합병 총 333건을 분석한 결과, 미국 상장회사의 합병가액이 우리나라 자본시장법에 따른 기준시가 이상인 경우가 전체의 86.2%(287건)에 달했다. 기준시가를 10% 할증한 가격 이상으로 거래된 경우는 77.2%(257건), 기준시가를 30% 할증한 가격 이상 거래된 경우도 56.8%(189건)으로 나타났다. 동일한 기간 일본의 88건 합병데이터를 분석한 결과, 발표된 합병액이 우리나라 자본시장법에 따라 산출한 기준시가 이상인 경우는 전체의 90.9%(80건)에 해당했다. 기준시가의 10% 이상의 가격으로 거래된 경우가 전체의 81.8%(72건), 30% 이상인 경우도 55.7%(49건)으로 매우 높게 나타났다. 즉 동일한 합병이 미국이나 일본에서 이루어졌다면, 두산밥캣과 같은 소멸회사의 주주들이 기준시가보다 높은 합병비율을 인정받고 더 많은 주식을 받을 수 있는 가능성이 있다는 것이다.

시장주가를 해당 기업의 객관적 가치가 반영된 가격으로 신뢰할 수 있는 경우에도, 합병시점의 선택에 있어서는 소수주주보다 지배주주의 의견이 더 크게 반영될 수 있다는 문제가 제기될 수 있다. 황현영·정수민(2023)에 따르면 2018년부터 2022년 12월말까지 발표된 모든 상장사간 합병(16건)의 주가 수익률을 살펴본 결과, 합병 발표 1년 전부터 누적 시장조정수익률은 -6.0%로 나타났다. 이는 합병

1) 황현영·정수민, 2023, 『상장법인 합병가액 산정기준의 문제점과 개선방안』, 자본시장연구원 이슈보고서 23-15.

시점이 소수주주에게 불리하게 선택되었을 가능성이 있음을 시사한다. 대법원에서도 2015년 삼성물산과 제일모직 합병 승인 이사회 직전 삼성물산 주가는 회사의 적정가치를 표시하지 못한다고 판단하면서, 주식매수가격의 기준시점을 합병일이 아닌 제일모직의 상장 전일로 하여 주가를 산정하도록 결정하였다(대법원 2022. 4. 14. 자 2016마5394 결정). 이러한 실제 사례들을 보면서 투자자들은 일정 시점의 주가를 신뢰하기 어렵게 되고, 합병가액의 공정성에 대한 문제를 제기하게 된다.

결국 시장주가가 가장 중요한 판단기준이기는 하나, 시장주가 외에도 다양한 기업가치를 반영해 적정한 합병가액을 산정해야 하는 책임이 각 회사의 이사회에 있다. 자본시장법에서도 시장주가를 기준으로 하되, 자산가치 등을 고려하여 증감할 수 있도록 허용하고 있기 때문이다. 그런데 이사회가 자본시장법에 의해 산정된 시장주가를 기준으로 합병 비율을 결정했다고 했을 때, 주주를 보호할 수 있는 현실적 방안이 없다는 것이 문제이다.

주주들은 주식매수청구권으로 보호될 수 있는가?

합병비율에 불만이 있는 주주는 주식매수청구권을 행사할 수 있으니 주주 보호가 충분하다는 주장이 있다. 그러나 주식매수청구권제도는 회사에 남지 않겠다는 주주들의 주식을 회사가 매수해 주는 제도일 뿐 회사에 계속 머물면서 정당한 주식가치를 보장받기 원하는 주주들을 보호할 수 있는 제도는 아니다. 또한 실무에서는 자본시장법에서 정한 산식에 따라 산정된 가액을 회사가 제시하고 이를 주주들이 받아들이는 방식으로 이루어지고 있어, 합병가액처럼 시장주가만을 반영하게 된다. 만약 주주 입장에서 회사가 제시한 금액을 수용하지 않고 더 공정한 금액을 요구하려면 법원에 주식매수가격의 결정을 청구할 수 있는데, 이 경우 그 기간이 무한정 길어질 수 있다. 법원에 주식매수가격결정을 신청하는 사건은 많지 않고 대법원까지 간 사건은 더 소수이지만, 대법원 판결을 받기까지 걸린 시간을 분석해 보면 최소 537일에서 최대 3925일까지 소요된다. 가장 최근에 있었던 삼성물산²⁾의 경우 주주들은 주주총회일로부터 2463일이 경과한 이후, 즉 6년이라는 시간이 지난 이후에 주식대금을 지급받을 수 있게 되었다. 주주는 그 기간 동안 투자금을 회수할 수 없어 현금 활용을 못할 뿐 아니라 새로운 투자 기회를 놓칠 수도 있게 된다.

합병으로 손해를 입은 주주에 대한 구제수단이 있는가?

최근 진행되고 있는 두산 계열사간 M&A의 경우 금융감독원에서 증권신고서를 정정 제출하도록 요구하였으나, 그러함에도 두산에서 법에서 정한 산식을 그대로 지키겠다고 할 경우 두산밥캣의 주주들이 자신의 손해를 주장하며 구제받을 수 있는 실효성 있는 수단을 찾기 어렵다. 합병비율이 불공정

2) 구 삼성물산의 보통주식을 소유하고 있던 주주들은 회사가 제시한 매수가격(1주당 57,234원)에 반대하며 법원에 주식매수가격결정을 청구하였고, 대법원은 1주당 6,602원으로 결정하였다.

해도 법에서 정한 산식대로 했다면 주주들은 합병 무효의 소송을 제기하기 어렵고 실질적으로 구제를 받을 수도 없기 때문이다. 합병의 무효는 실제 사건화된 경우가 매우 적어 합병무효에 관한 대법원 판결은 3건³⁾에 불과하고, 법에서 정한 합병가액 산정방식을 따른 이상 합병비율의 현저한 불공정으로 인한 합병무효는 인정되지 않았다. 법에서 합병가액의 산식을 규정하고 있기 때문에 법원은 합병비율이 공정한지에 대해 면밀히 판단하지 않으며, 불공정의 입증책임도 오로지 주주의 부담으로 작용한다.⁴⁾

만약 합병비율의 불공정으로 소수주주에게 명백하게 손해가 되는 합병이 미국이나 일본에서 있었다면, 주주들은 합병유지청구권을 행사하여 사전에 합병을 중지할 것을 청구할 수 있다. 또한 독일에서는 소멸회사의 경영진에게 합병비율을 결정할 때 주주가 손해를 입지 않도록 주의를 기울이도록 의무를 부여하고, 주의의무를 소홀히 하여 소멸회사의 주주가 손해를 입으면 주주는 이사를 상대로 직접 손해배상을 청구할 수 있도록 하고 있다(조직재편법 제25조). 그러나 우리나라의 경우에는 합병비율의 불공정으로 인해 손해를 입은 주주가 구제받을 수 있는 실질적인 방법은 찾기 어렵다.

주주 보호를 위한 향후 과제

M&A가 기업의 성장과 발전에 가지는 긍정적 효과가 있으나, 주주 입장에서는 자신이 가지고 있던 종목과 보유주식 수가 달라질 수 있는 중요한 의사결정이다. 두산 M&A의 경우에도 두산밥캣의 주주들은 더 이상 두산밥캣의 주주가 아닌 두산로보틱스의 주주가 되고, 보유 주식 수도 1주에서 0.63주로 변경되게 된다. 이런 상황에서 이사회는 주주들에게 합병의 필요성을 충분히 제시하고 적절한 합병비율을 통해 주식가치를 보장해 주어야 한다. 그렇지 않을 경우 상당수의 주주들이 주식매수청구권을 행사할 수 있고, 회사 입장에서는 주식매수대금으로 거액의 현금을 지급해야 하므로 합병 자체가 좌절될 수 있다.

정부는 합병 절차에서 주주의 권익 보호를 위해 자본시장법 시행령 개정안을 마련하여 올해 3월 입법예고 하였고, 개정 자본시장법 시행령이 시행될 경우 합병의 목적과 합병비율 및 합병가액의 적정성, 반대하는 이사의 이름과 이유까지 공시되어 이사의 책임이 강화될 것이다. 또한 비계열사간 합병의 경우 합병가액이 자율화되어 시장주가 외에 기업가치가 적정하게 반영되도록 이사회가 노력할 것이다. 그러나 우리나라 상장법인간 합병은 대부분 두산과 같은 계열사 간 합병이므로, 계열사 간 합병가액과 주식매수청구권 산정방식도 자율화할 필요가 있다. 시장주가가 가장 중요한 판단기준이기는 하나, 시장주가 외에도 다양한 기업가치가 반영되도록 하고 합병가액의 적정성과 공정성에 대해 회사가 제공한 정보를 토대로 하여 시장에서 이해관계자들이 평가할 수 있도록 해야 한다. 다만 계열사 간

3) 대법원 2010. 7. 22. 선고 2008다37193 판결(이랜드·이랜드월드 분할합병 사건), 대법원 2009. 4. 23. 선고 2005다22701,22718 판결(국민은행·한국주택은행 합병 사건), 대법원 2008. 1. 10. 선고 2007다64136 판결(남한제지·풍만제지 합병 사건)

4) 김지환, 2017, 주식매수청구권에 대한 재검토, 『상사법연구』 36(2), 335; 최민용, 2017, 계열사 간의 합병과 회사법적 규제, 『상사판례연구』 30(3), 146.

합병의 경우는 공정성을 담보하기 위한 제도들이 함께 도입되어야 하고, 이를 위해 합병검사인제도의 도입과 이사의 책임 강화 방안을 마련할 것을 제안한다.

독일에서는 완전모자회사간 합병이 아닌 이상, 합병계약에 합병검사인의 선임을 의무화하고 있다(조직재편법 제9조 및 제10조). 합병검사인은 법원에 의하여 선출되고 임명되며, 합병비율의 산정방법 및 그 적정성, 복수의 평가방법이 사용되었다면 평가방법별로 어떠한 합병비율이 산정되었고 어떤 가중치를 부여하였는지 등을 평가하고 서면으로 보고서를 작성하여 주주총회 전에 제출한다(조직재편법 제12조). 독일의 합병검사인과 유사한 제도가 우리나라에도 있는데, 현행 상법에서는 법원이 선임하는 총회 검사인이나 현물출자 검사인에 관한 규정을 두고 있다. 이러한 검사인 제도를 합병에도 도입하여, 계열사간 합병시 공정성 담보를 위해 일정 지분율 이상의 소수주주가 신청할 경우 합병검사인을 법원이 선임하도록 할 것을 제안한다.⁵⁾ 즉 비계열사간 합병은 대등한 당사자가 선임한 외부평가기관이, 계열사간 합병은 법원이 선임한 합병검사인이 가격과 절차의 공정성을 판단하도록 한다면 합병 가액 산정방식이 자율화되어도 주주 보호가 가능할 것이다.

또한 합병의 구체적인 조건을 협상하고 의사결정을 내리는 이사들의 책임을 강화하여 주주들을 보호할 필요가 있다. M&A에서 이사들은 주주를 위해 충실히 합병 조건을 검토하고, 주주들에게 최선이 되는 결정을 내릴 수 있도록 해야 한다. 이를 위해 합병가액의 적정성과 산정방식의 타당성에 대해 합병을 추진하는 회사의 이사회에서 적극적으로 입증하도록 하고, 주식매수청구권 역시 시장주가 기준이 아닌 공정한 주식가치를 회사가 제시하도록 하여야 한다. 합병을 추진하는 과정에서 이사가 주주의 이익을 보호해야 하는 것은 당연하고 명문의 규정이 없다고 해도 이사의 충실의무는 인정될 수 있으나, 이를 명확히 하기 위해 선언적 규정을 두는 것도 이사의 책임을 강화하는 방안이 될 수 있다.⁶⁾ 다만 이사의 주주에 대한 충실의무를 규정한다고 하여도 이를 위반할 경우 주주가 이사를 상대로 책임을 추궁하기 어려운데, 현행 상법에서는 이사의 행위로 인해 회사에 손해가 있을 때 배상하도록 하고 있기 때문이다(제399조). 한편 상법 제401조에 의해 주주의 직접손해에 대한 이사의 손해배상책임도 인정이 되지만, 법원에서는 주주의 손해를 제한적으로 인정한다는 한계가 있다. 따라서 불공정한 합병시 주주들을 보호하기 위한 구체수단이 함께 마련되어야 한다. 미국, 일본에서 인정되는 합병유지청구권을 도입해 주주들이 불공정한 합병의 중단을 청구할 수 있도록 하는 방안과 독일에서 인정되는 합병관계자의 손해배상책임을 도입해 주주들의 손해에 대해 이사가 손해배상책임을 부담하도록 하는 방안을 검토할 필요가 있다.

5) 노혁준, 2016, 합병비율의 불공정성과 소수주주 보호- 유기적 제도설계를 향하여 -, 『경영법률』26(2), 107.

6) 이사의 주주에 대한 충실의무를 명문화하는 구체적인 방안에 대해서는 다양한 의견이 존재한다. 처음에는 충실의무의 대상을 '회사와 주주'로 열거하는 방식이 논의되었으나, 회사와 이사의 계약관계를 전제로 하는 현행 법체계와 '타인의 사무를 처리하는 자'를 배임죄의 대상으로 삼고 있는 점을 고려하여 이사는 회사를 위해 충실히 직무를 수행하되 직무수행 과정에서 주주를 보호해야 한다는 내용을 담은 대안들도 주장되고 있다.

ZOOM
-IN

EU 녹색채권기준과 녹색 증권화

- EU는 2023년 12월 EU 녹색채권기준(European Union's Green Bond Standard: EU GBs)을 통해 여러 가지 녹색채권 발행과 관련한 그린워싱 및 공시 정보 불충분 등의 쟁점을 해소하고 더욱 투명한 발행을 유도하기 위해 발행 전후로 검토 및 보고 절차를 마련
- 해당 기준은 자율적인 기준이나, EU 분류체계(EU Taxonomy)를 준수하고, 환경측면에서 지속 가능한 프로젝트에 투자하는 채권에 대해 '유럽 그린본드(European Green Bond 또는 EuGB)'라는 명칭 사용을 허용
- 또한 녹색 증권화(green securitization)에 대한 법적 토대를 마련하여, 지속 가능한 금융을 촉진하기 위한 녹색 증권화 체계를 정비
- 녹색 증권화는 신용강화 등을 통해 추가 유동성을 공급해 줄 수 있어, 상대적으로 작은 규모의 녹색 환경목표 프로젝트의 자금 조달에 용이하여, 중소기업과 개인들의 녹색전환으로의 참여를 유도할 수 있음

- EU는 2023년 12월 EU 녹색채권기준(European Union's Green Bond Standard: EU GBs)을 통해 여러 가지 녹색채권 발행과 관련한 쟁점들을 해소하고 더욱 투명한 발행을 유도하기 위해 발행 전후로 검토 및 보고 절차를 마련¹⁾
 - EU 분류체계(EU Taxonomy)에 따라 환경 면에서 지속 가능한 프로젝트에 대한 절차에 대한 기준을 마련하고 채권의 발행 전 및 발행 후 보고에 대한 기준과 외부 검토에 대한 새 규정을 마련
 - 녹색채권의 발행 전 외부 감사자의 사전 검토를 거쳐야 하고, 발행 후에는 지속 가능 보고서를 제출하여야 함²⁾
 - 조달된 자금의 85%는 EU 분류체계에서 언급한 활동에 투자하여야 하며, 나머지 15%의 경우 EU 분류체계의 환경목표에 부합하고, 환경에 중대한 피해를 주지 않는 요건³⁾을 충족해야 함
- EU 녹색채권기준은 2021년 7월 첫 입법제안서(Legislative proposal)가 나온 이후 의견 취합과 검토를 걸쳐, 작년 최종 공표되었는데, 최근 녹색금융에서 논란이 되었던 그린워싱(greenwashing, 녹색위장행위)의 문제와 녹색금융을 평가할 수 있는 통일된 기준이 부족하다는 점을 보완하고자 노력

1) 2024년 12월 21일부터 시행될 예정

2) Debevoise&Plimpton, 2024. 2. 20, EU Green Bonds regulation, Debevoise in depth.

3) 심각한 환경피해가 없을 것(Do no significant harm: DNSH): 한국형 녹색분류체계를 포함하여, EU 녹색분류체계에서도 언급하고 있는 조건 중의 하나로 환경목표 달성 과정에서 다른 환경목표에 심각한 피해를 주지 않아야 한다는 의미

- 그린워싱 문제는 지난 몇 년간 꾸준히 논란이 되었던 문제로, 유럽의 금융감독당국 3곳(EBA, EIOPA, ESMA)⁴⁾은 그린워싱 방지를 위한 보고서를 발행⁵⁾
 - 유럽 뿐만 아니라 일본과 호주 등의 금융당국들은 그린워싱을 방지하기 위한 관련 지침을 제시⁶⁾
- ESG 평가에 대한 기준이 제각각 달라서 시장에서는 상품의 비교에 어려움이 존재

- 유럽에서 녹색채권을 발행하고자 하는 기업들은 엄격한 EU 기준을 준수하고 외부 검토를 거쳐 발행하게 됨으로써 점차 커져가는 그린워싱에 대한 우려에서 벗어나 투자자들의 신뢰를 구축할 수 있음
 - 해당 기준은 자율적인 기준이나, EU 분류체계(EU Taxonomy)를 준수하고, 환경측면에서 지속가능한 프로젝트에 투자하는 채권에 대해 ‘유럽 그린본드(European Green Bond 또는 EuGB)’라는 명칭을 법적으로 사용 가능
 - 요건의 기준이 높아지게 되면, 그에 따른 비용증가는 불가피한 것이지만, 이를 준수하는 경우 ‘유럽 그린본드’라는 명칭의 사용이 가능하여 시장 신뢰를 얻는 데에 도움이 될 것으로 예상

〈표 1〉 EU 녹색채권기준의 주요 내용

	EU 녹색채권기준	ICMA 녹색채권원칙
조달된 자금의 사용	<ul style="list-style-type: none"> · 최소 85%는 EU 녹색분류체계에 부합하는 사업에 할당이 되어야 함 · 모든 수익은 EU 녹색분류체계의 환경목표에 따르고 중대한 해를 끼치지 않아야 함 	<ul style="list-style-type: none"> · 명확한 환경적 이점을 제공해야 함 · 발행자는 EU 녹색분류체계 등과 같은 여러 녹색분류체계 원칙을 준수
공시: 발행 전	<ul style="list-style-type: none"> · 채권 발행의 환경 전략, 채권 수익금의 배분, 채권 수익금의 환경적 영향 · CapEx계획(해당되는 경우) 	<ul style="list-style-type: none"> · 녹색프로젝트의 지속가능성 목표 · 발행자가 프로젝트의 지속가능성/사회적 및 환경적 위험을 관리하기 위한 프로세스
공시: 발행 후	<ul style="list-style-type: none"> · 할당보고서 작성: 12개월마다 할당보고서에는 현황보고서(factsheet) 및 자금 사용내역 및 프로젝트의 구체적인 환경성 성과를 명시 · 영향보고서 작성: 채권의 만기 전까지 최소 한번, 전체 할당 후 제출 	자산 배분, 기반 프로젝트 자체에 대한 설명 및 차후 예상되는 영향에 대한 연례보고서 제출
외부 심사자의 평가	독립적으로 지정된 외부 심사자 필요	권장되나 필수 사항은 아님
규제 감독	국가의 승인을 받은 기관이 감독 및 공시관련요건의 책임을 지게 됨	—

자료: deloitte⁷⁾

4) European Banking Authority, European Insurance and Occupational Pensions Authority, European Securities and Markets Authority
 5) EBA, 2022. 11. 15, ESAs launch joint Call for Evidence on greenwashing, Press release.
 6) 신경희, 2023, 금융상품의 그린워싱 규제 동향, 자본시장연구원 『자본시장포커스』 2023-19호.
 7) Deloitte, 2024. 1. 19, EU Green Bond Standard, Paving the way for the development of transition finance, Perspective.

- EU 녹색채권기준(EU GBs)에서 새로운 점은 녹색 증권화(green securitization)에 대한 법적 토대를 마련한 것으로, 지속 가능한 금융을 촉진하기 위해 녹색 증권화 체계를 정비
 - 녹색 증권화(green Securitization)는 기존에 발행된 채권이나 대출 등 금융 상품을 모아 판매할 수 있는 새로운 상품을 만들어내는 것으로, 그린본드 및 그린 대출의 금액이 증가함에 따라 녹색 증권화에 대한 수요 또한 발생
 - 녹색 증권화채권으로 인정받기 위해서는 발행자가 EU 분류체계(EU Taxonomy)에 부합하는 방식으로 자금을 사용해야 하며, 합성 증권화 상품은 대상에서 제외
 - 증권화대상이 되는 자산이 특정 분야에 익스포저가 있는 경우 대상에서 제외되며, 발행자와 SSPV(special securitization purpose vehicle) 모두 채권 발행 전·후에 공시 의무가 있음
 - 대상에서 제외되는 특정 분야는 화석연료의 탐사, 채굴, 추출, 생산, 가공, 저장, 정제, 유통 또는 운송에 사용되는 자금
 - 그러나 심각한 환경피해가 없는 경우(Do no significant harm) 화석연료에서 전기를 생산하거나 화석연료에서 난방/냉방을 생산 등에는 사용 가능
 - EU는 유럽의 녹색전환을 위해 연간 6,200억유로 이상의 추가 투자가 필요할 것으로 예상하는데, 녹색 증권화를 통해 지속 가능한 프로젝트에 자금을 조달할 수 있을 것으로 기대

- 녹색 증권화는 신용강화 등을 통해 추가 유동성을 공급해 줄 수 있으므로, 상대적으로 작은 규모의 녹색 환경목표 프로젝트의 자금 조달에 용이
 - 녹색채권을 발행하여 자금조달을 할수 있는 대기업들과 달리 중소기업들은 넷제로(net-zero, 온실가스 순배출을 0으로 하겠다는 목표)를 위한 자금 조달을 증장기 대출 또는 단기 대출과 팩토링으로 운영⁸⁾
 - 녹색전환에 참여하기가 쉽지 않은 중소기업 및 개인들의 친환경 건물, 전기차 등의 구입을 위한 자동차론, 에너지 효율화를 위한 대출건 등이 녹색 증권화를 할 수 있음⁹⁾
 - 중국의 경우 전기차로 대표되는 친환경자동차 대출채권으로 만든 ABS 상품이 전체 자동차론 ABS상품의 30%를 차지하고 있음¹⁰⁾
 - 그린본드에 비해 규모가 작으나 그린론의 글로벌 규모는 꾸준하여 2024년 상반기에 약 554억 달러가 실행되었으며, 전년 동기 대비 약 4.9% 감소한 수준
 - EU는 녹색채권기준(EU GBs)에 이어 오는 12월 유럽은행협회(European Banking Authority)를 통해 EU 녹색대출기준(EU Green Loan Standard)을 추가로 발표할 예정¹¹⁾

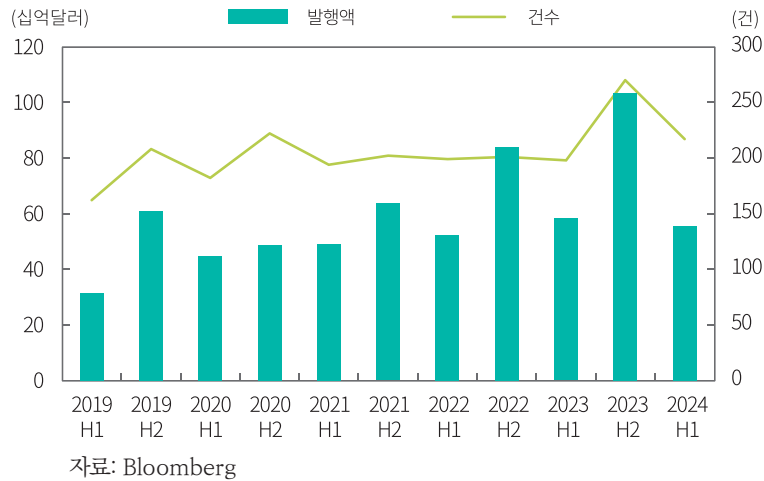
8) OECD, 2023, Financing SMEs for sustainability – Financial institution strategies and approaches, OECD SME and Entrepreneurship Papers No. 46.

9) Climate Bond Initiative, 2016, Green Securitisation: unlocking finance for small-scale low carbon projects, Briefing paper.

10) S&P Global, 2023. 9. 27, China Securitization: ABS And RMBS Tracker August 2023.

11) Deloitte, 2024. 1. 19, EU Green Bond Standard, Paving the way for the development of transition finance, Perspective.

〈그림 1〉 글로벌 그린론 규모



□ 이번에 시행될 EU 녹색채권기준(EU GBs)와 한국형 녹색채권 가이드라인을 비교해 보면, 외부 감사 및 공시 의무화에 있어서는 비슷한 기준을 가지고 있으나, 유럽의 자금배분에 대한 기준은 보다 명확한 요건을 제시하고 있음

- 조달된 자금의 배분에 있어 우리나라의 녹색채권 가이드라인은 수치상의 기준을 정해 놓지 않았으나, 유럽의 경우 85%까지 EU 분류체계(EU Taxonomy)에 따른 기준에 부합할 것을 명시하고 있음
- 발행 전과 발행 후에 공시를 해야 하는 점에 대해서는 제출해야 하는 항목과 양식에 조금 차이가 있으나 우리나라도 동일
 - 발행 후 공시에 있어서도 EU의 경우 12개월마다, 우리나라의 경우 연례보고서를 작성
- 외부심사자의 평가 또한 유럽과 마찬가지로 우리나라도 독립적으로 지정된 외부 검토자로부터 평가받도록 요구하고 있음

□ 우리나라에서는 한국형 녹색분류체계에 부합하는 사업을 영위하는 중소기업의 회사채를 기초자산으로 삼아 금융기관의 신용 보강을 통해 유동성을 높여 발행하는 증권을 녹색자산유동화증권으로 정의¹²⁾

- 기존 자산유동화증권과의 차이는 자금사용처의 제한, 녹색위장행위방지, 녹색자산 발행기업에 대한 금리 지원 등의 지원혜택이 존재
- 신용보증기금이 2023년 녹색자산 유동화증권 발행하였는데, 이는 중소기업이 발행한 회사채를 신용보증기금이 유동화하는 P-CBO보증 상품¹³⁾으로 2023년 1,555억원을 발행하였으며, 2024년 상반기에는 1,200억원 규모의 발행을 계획¹⁴⁾

12) 환경책임투자 종합플랫폼(gmi.go.kr)

13) 알리오플러스, 2023. 12. 12, 신용보증기금, 내년에도 녹색자산 유동화증권(G-ABS) 지속 발행.

14) 신용보증기금, 2024. 1. 11, 신용보증기금, 상반기 녹색자산유동화증권(G-ABS) 1,200억원 발행, 보도자료.

- 신용보증기금이 유동화회사를 통해 한국형 녹색분류체계에 부합하는 중소·중견기업이 발행한 회사채 또는 대출채권을 매입한 후 이를 기초자산으로 발행한 녹색유동화증권¹⁵⁾
- 주택금융공사의 경우 녹색 건축인증제도, 건축물 에너지 효율등급 등 친환경 주택인증을 취득한 주택 구매 시 금리를 우대해주는 녹색 주택담보대출을 출시하였으며, 녹색주택저당채권을 기초로 하는 녹색 주택저당증권(Green MBS)도 발행할 계획¹⁶⁾

선임연구원 이종은

15) 신용보증기금, 2023, 『녹색채권 관리체계(GBF)』.

16) SBS Biz, 2023. 9. 11, '친환경주택'엔 우대금리...주금공, 이달중 '녹색주담대' 출시.

ZOOM
-IN

인적자본 공시의 중요성과 해외 제도 현황

- 인적자본은 기업 성과를 위한 핵심적인 요소로서 ESG 경영에서 ‘사회(S)’ 분야에 해당하며 ESG 경영 공시가 강화됨에 따라 인적자본 관리 및 정보공시의 중요성도 확대
- 인적자본의 가치를 설정하고 정보를 공개하기 위한 국제표준으로 ‘ISO 30414’가 활용되고 있는 가운데, 해외 주요국에서는 인적자본 공시를 의무화
- 미국, 유럽, 일본에서는 상장기업의 인적자본 정보 공시를 의무화했고, 다른 여러 국가에서도 ESG 공시 의무화를 앞두고 있어 인적자본 공시에 대한 관심이 증대
- 이처럼 국제적으로 인적자본 정보의 정량화와 공시를 위한 노력이 지속되고 있는 상황에서 국내에서도 국제적 정합성에 따라 인적자본 정보 공시 항목과 기준을 고려할 필요

- 인적자본은 기업 성과를 위한 핵심적인 요소로서 ESG 경영에서 ‘사회(S)’ 분야에 해당하며 ESG 경영 공시가 강화됨에 따라 인적자본 관리 및 정보공시의 중요성도 확대
 - 기업에서 무형자산의 비중이 증가하면서 비재무 정보에 대한 관심이 높아졌고, 자본시장에서의 인식도 변화
 - 미국 S&P500 기업에서 무형자산의 비중은 2022년 90%를 넘어섰고 특히 코로나19 팬데믹 이후 근무방식과 주주 참여방식 등의 새로운 트렌드가 형성¹⁾
 - 투자 의사결정 시에도 비재무 정보가 장기적인 기업가치를 형성하는 데 핵심적인 요소로 작용
 - 이에 따라 올바른 기업가치 산정을 위한 무형자산의 정량화가 중요해진 가운데, 그중에서도 기업의 인력 관리, 개발 및 육성이 향후 기업성장의 중요한 기회가 될 것으로 예상
 - 인적자본은 조직 구성원의 근로환경 및 다양성, 인권이나 안전 등으로써 과거에는 자원(Human Resource)으로 인식했지만, 기업 성과에 핵심 역할을 하는 자본(Human Capital)으로 인식이 변화²⁾
 - 인적자본은 ESG 중 사회(Social) 부문에 속하며, 그동안 환경에 주로 중점을 두며 ESG 경영이 강조된 것에서 벗어나 사회 부문의 가치평가가 중요해짐에 따라 이에 대한 투자 관심도 증가³⁾

1) AON, 2020. 5. 6, Why ESG Is even more important in a crisis like COVID-19.

2) Zakiy, M., Kuswanjono, A., 2023, *Human Resources vs Human Capital: A Philosophical Review of Human Conception in the Industrial World*, Human Resource Management.

3) Beyond Environmental Impact: The Case of Social in ESG(Deloitte)

- 블랙록(BlackRock) 및 스테이트 스트리트(State Street Global Advisors) 등과 같은 금융기관에서도 투자 의사결정 시 인적자본을 우선순위로 인식⁴⁾
- 따라서 기업의 인적자본 공시가 이해관계자들에게 중요한 정보가 되므로 관련 정보를 공개하는 제도가 확립될 필요

□ 인적자본의 가치를 설정하고 정보를 공개하기 위한 국제표준으로 ‘ISO 30414’가 활용되고 있는 가운데, 해외 주요국에서는 인적자본 공시를 의무화

- 국제표준화기구(ISO)는 2019년 인적자본 평가 및 측정, 데이터 형식에 대한 정보를 포함한 공시 가이드라인 ‘ISO 30414’를 발표
 - 최초의 인적자본 보고 가이드라인으로서 인적자본을 정량적으로 지표화하여 공개할 수 있도록 11개 항목과 58개의 세부 지표를 제시
- 기업의 사회적 책임 및 지속가능경영에 대한 요구가 커지면서 인적자원 관리에 대한 관심이 높아졌고, 이에 따라 인적자본 항목을 명확하게 정의하고 가치를 산출하여 기업가치 평가의 정확성을 높이기 위해 마련
 - ‘ISO 30414’는 기업이 인적자본 데이터를 체계적으로 관리하고 보고하는 데 필요한 명확한 지침을 제공
 - 인적자본을 노동력 유지 및 이직, 안전과 생산성, 다양성, 교육 등 다양한 범주로 구분하여 보고하도록 하고 구체적인 지표를 제시하여 인적자본 관리 상태를 측정하고 보고할 수 있도록 함

〈표 1〉 ISO-30414의 인적자본 공시 항목

항목	지표	
규정준수 및 윤리	<ul style="list-style-type: none"> • 제기된 불만 사항의 건수 및 유형 • 징계처분의 건수 및 유형 • 준법 및 윤리 연수를 수강 완료한 직원 비율 	<ul style="list-style-type: none"> • 제3자에게 해결 위탁한 분쟁 • 외부감사가 지적한 사항 건수 및 유형
비용	<ul style="list-style-type: none"> • 총 노동력 비용 • 외부 노동력 비용 • 평균 급여 보수 비율 • 고용 총비용 	<ul style="list-style-type: none"> • 1인당 고용 비용 • 채용 비용 • 이직 비용
다양성	<ul style="list-style-type: none"> • 연령 • 성별 • 장애 	<ul style="list-style-type: none"> • 기타 다양성 지표 • 경영진의 다양성
리더십	<ul style="list-style-type: none"> • 리더십에 대한 신뢰 • 관리 범위 	<ul style="list-style-type: none"> • 리더십 개발
조직문화	<ul style="list-style-type: none"> • 구성원 몰입도/만족도 	<ul style="list-style-type: none"> • 유지율

4) HCMI, 2023. 3. 27, How and why human capital disclosures are evolving.

〈표 1〉 ISO-30414의 인적자본 공시 항목(계속)

항목	지표	
건강, 안전, 웰빙	<ul style="list-style-type: none"> • 산업재해로 인한 상실 시간 • 산업재해 건수 	<ul style="list-style-type: none"> • 근무 중 사망자 수 • 건강, 안전교육 수강률
생산성	<ul style="list-style-type: none"> • 구성원 1인당 매출/EBIT, 이익 	<ul style="list-style-type: none"> • 인적자본 ROI
채용, 이동성, 이직	<ul style="list-style-type: none"> • 직위당 서류전형 통과자 수 • 고용 품질 • 공백이 있는 보직이 채워지기까지의 시간 • 주요 보직의 공백이 채워지기까지의 시간 • 미래 필요인력의 역량(인재풀) • 내부채용률 	<ul style="list-style-type: none"> • 전체 공석에 대한 주요 보직 공석의 비율 • 주요 보직의 내부채용률 • 주요 보직의 비율 • 내부이동률 • 직원 역량풀 • 이직률 • 자발적 이직률(주요 보직, 퇴직 제외) • 이직 사유
기술 및 역량	<ul style="list-style-type: none"> • 인재 개발 및 연수 총 비용 • 연수 참여율 • 구성원 1인당 연수 수강 시간 	<ul style="list-style-type: none"> • 카테고리별 연수 수강률 • 구성원 역량 비율
승계계획	<ul style="list-style-type: none"> • 승진 효과 비율 • 승계 준비율 	<ul style="list-style-type: none"> • 승계준비도(단기, 중기, 장기)
인력 가용성	<ul style="list-style-type: none"> • 총 구성원 수 • 정규직 환산 인원 수 	<ul style="list-style-type: none"> • 임시 노동력(비정규직 근로자, 독립 계약자, 임시 근로자) • 결근 일수 • 정규직 및 시간제 근로자 수

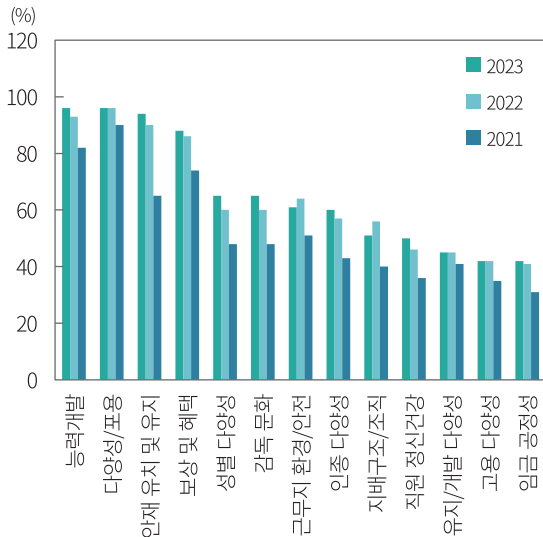
자료: ISO, HCMi

□ 미국은 상장기업의 인적자본 정보를 연례보고서에 포함하거나 별도의 보고서를 통해 공개하도록 인적자본 공시를 의무화

- 미국 SEC는 2020년 인력유치 및 개발, 유지의 3가지 항목에 관한 지표를 제시하며 상장기업의 인적자본 공시를 의무화하는 방안을 발표
 - 인재 계획, 교육 및 직원 경험, 근무 환경 등에 이르기까지 인적자본 관련 정보를 공개해야 하며 주로 ISO의 인적자본 공시 가이드라인 'ISO 30414'를 활용
 - 상장기업은 연례보고서 10-K 또는 별도 보고서에 인적자본 정보를 기재
- SEC의 인적자본 공시 의무화 발표 이후 상장기업의 인적자본 공시는 적극적으로 이루어지고 있으며 공시 항목 및 분량도 점차 확대
 - 규정 채택 후 3년 동안의 S&P100 기업을 대상으로 한 조사에 따르면 항목별 공시 기업이 대체적으로 증가하고 인적자본 정보를 서술하는 분량도 대체적으로 확대된 것으로 나타남⁵⁾

5) Gibson Dunn, 2023. 11. 21, Form 10-K human capital disclosures continue to evolve.

〈그림 1〉 미국 S&P100 기업의 인적자본 공시 현황 〈표 2〉 미국 S&P100 기업의 인적자본 공시 분량



자료: Gibson Duun(2023. 11. 21) 재구성

	2023	2022	2021
최소 단어 수	106	109	105
최대 단어 수	2,094	1,995	1,931
중앙값	1,025	949	818
평균	987	964	828

자료: Gibson Duun(2023. 11. 21)

- SEC는 인적자원 중요성이 강조되며 투자자의 정보 요구가 증가하고 있으므로 경영투명성 및 책임경영 강화를 위한 조치로 보다 세부적인 공시 기준 마련 계획
 - SEC는 원칙 기반 공개 프레임워크에서 보다 세부적인 지표를 마련하기 위해 추가 논의를 진행하고 있으며, 이에 따라 미국 모든 상장기업에 대한 상세한 인적자본 공시 기준이 2024년 중 마련될 것으로 예상

□ 유럽에서는 비재무정보 보고지침 제정 시 인적자본 공시에 관한 내용을 포함했고, 이후 지속가능성 공개 및 보고 요건을 확장하며 인적자본 공시의 중요성을 강조

- 유럽에서는 2014년 비재무정보 보고지침(Non-Financial Reporting Directive: NFRD, 이하 NFRD)을 발표하고 이를 확장하여 2022년 지속가능성정보 공시 지침(Corporate Sustainability Reporting Directive: CSRD, 이하 CSRD)을 발표
 - NFRD는 대기업들을 대상으로 환경, 사회, 인적자본, 인권, 반부패 및 뇌물 방지 등의 비재무적 정보 공시 지침
 - NFRD가 시행된 이후, 비재무 정보의 공시 품질과 일관성에 대한 개선 요구가 지속적으로 제기됨에 따라, 유럽연합은 2020년 NFRD의 개정 및 보완을 논의하기 시작하여 2021년 CSRD를 제안
- CSRD는 더 많은 기업들을 대상으로 상세하고 일관된 비재무 정보를 공시하도록 요구했으며 2024년부터 단계적으로 시행할 계획
 - CSRD 이행을 위한 지속가능성 보고기준(EU Sustainability Reporting Standards: ESRS)의 인적자본 항목은 2개 분야 22개 지표로 구성되어 큰 비중을 차지하고 있으며 노동 조건 및 대우, 인권에 관한 정보 등이 포함

- 기존 NFRD는 직원 수 500명 이상의 EU 상장기업을 대상으로 하고 있으나 CSRD는 단계적으로 2024회계연도에는 기존 NFRD 대상 기업, 2025 회계연도에는 직원 250명 초과/자산 2천만유로 초과/순매출액 4천만유로 초과 중 2개 이상 해당하는 기업에 적용할 예정
- 2026회계연도에는 EU 상장 중소기업과 2028회계연도에는 EU 내 순매출액이 1억 5천만유로를 초과하고 역내에 자회사 또는 지사를 두고 있는 외국 기업에 적용할 예정

□ 미국, 유럽, 일본에서는 상장기업의 인적자본 정보 공시를 의무화했고, 다른 여러 국가에서도 ESG 공시 의무화를 앞두고 있어 인적자본 공시에 대한 관심이 증대

- 일본에서는 기업지배구조법 개정과 인적자본 공시에 관한 꾸준한 논의가 이루어져 왔으며 논의 끝에 2023년 금융청은 유가증권 보고서에 인적자본 관련 정보 기재를 의무화
 - 2019년 상장기업의 행동원칙을 제시하는 기업지배구조법을 개정하면서 인적자본 공시를 강화하여 인적자본, 직원의 교육 및 다양성 등을 공개하도록 독려
 - 이후 2020년부터 인적자본 경영을 국가적 핵심 주제로 설정했고 2022년에는 300개 이상의 기업이 참여하는 인적자본경영 컨소시엄을 설립하며 논의를 계속한 끝에 2023년부터 인적자본 정보 공시 의무화를 발표
 - 일본에서도 대체적으로 'ISO 30414' 기준을 따르고 있으며 인적자원의 채용 및 유지, 안전 및 건강 정책, 관리직 여성 비율 및 임금 차이 등을 포함⁶⁾
- 다른 여러 국가에서도 ESG 공시 의무화를 앞두고 투자자 요구 증가와 국제적 추세에 따라 인적자본 공시에 관한 관심이 커지고 있는 상황

□ 이와 같이 국제적으로 인적자본 정보의 정량화와 공시를 위한 노력이 지속되고 있는 상황에서 국내에서도 국제적 정합성에 따라 인적자본 정보 공시 항목과 기준을 고려할 필요

- 국내에서는 인적자본 공시를 포함한 지속가능성 공시 의무화가 2025년부터 시행될 예정이으나 2026년 이후로 연기된 가운데 다른 해외 국가의 인적자본 공시의 의무화에 따른 기준 마련에 주시할 필요
 - 글로벌 기업들은 인적자본 공시를 위해 'ISO 30414' 국제표준을 활용하고 있어 이를 참고하여 기업들의 준비가 필요
 - 최근 동아쏘시오홀딩스는 국내에서는 최초로 미국 인적자원 분석 전문 기업인 HCMI로부터 'ISO 30414' 검증을 받음

선임연구원 홍지연

6) Baker Mckenzie, 2023. 4. 29, Japan: Amendment to the cabinet office order on disclosure of corporate affairs in Japan.