

# KCGS Report

제11권 5호 | 2021. 5.

## ● ESG 동향

---

- 이사회 내 여성 이사의 현황 및 개선 방향 2
- 국내 상장회사의 자사주 활동(2011-2020)과 지배구조 이슈 10

## ● Global News

- 뉴질랜드, 세계 최초 투자 관련 기후변화 보고서 의무화 추진 18
- 탄소 전환 리스크 프리미엄의 측정 20

# 이사회 내 여성 이사의 현황 및 개선 방향

윤소정 \*

- ▶ 자본시장법 개정에 따라 해당 법의 적용을 받는 자산 2조원 이상 규모의 상장사들은 여성 임원의 수를 증가시키는 양상을 보였으며, 2021년 정기주주총회에서 32개사가 이사회 내 여성 임원을 최초로 선임함
- ▶ 향후 이러한 법률 리스크를 해소하기 위해서는 2022년 7월까지 국 약 82개사(48.2%)가 추가적으로 여성 임원을 1명 이상 선임할 것으로 보여짐
- ▶ 국내 기업들은 향후 자산 총계 2조원 이상의 기업뿐만 아니라 상장사 전반에서 여성 이사들의 선임 또는 그러한 기업 정책 및 목표 등을 구체적으로 수립할 필요가 있음

## 서론

- 최근 자본시장법 개정으로 이사회 구성원이 전원 특정 성(性)으로 구성되지 않아야 함에 따라 법 시행일로부터 2년 이내에 개정 규정에 적합하도록 이사회를 구성해야 함
  - 2020. 1. 9. 국회 본회의에서 자산총액 2조 원 이상 주권상장법인의 1인 이상 여성이사 선임을 의무화하는 '자본시장과 금융투자업에 관한 법률'(이하, "자본시장법") 일부개정 법률안이 통과됨<sup>1)</sup>
  - 대상기업은 별도재무제표 상 자산총계 2조원 이상의 상장기업(금융업 또는 보험업의 경우 자본총계 또는 자본금 중 큰 금액)임
  - 이번 개정에 따라 여성 이사가 없는 자산총액 2조 원 이상의 주권상장법인은 위 개정 자본시장법 시행일(공포 후 6개월이 경과한 날로부터 시행)로부터 2년 이내에 개정된 자본시장법에 적합하도록 여성 이사를 선임할 필요가 있으므로, 2022년 7월까지 대상 상장사들은 이사 선임 시 관련 사항을 고려하여 대비할 필요가 있음
  - 다만, 이사회 구성원 전원이 특정 성(性)의 이사로 구성하지 '아니하여야 한다'로 법률에서 명시하였으나 이를 사업보고서 기재 의무사항에서 삭제하며<sup>2)</sup> 자율공시사항으로 규정하였으므로 미준수시 특별한 제재 규정은 없음

\* KCGS 사업본부 책임투자팀 선임연구원, 02-6951-3723, sjyoon@cgs.or.kr

1) 자본시장법 제165조의20

2) 개정안에 따르면 자본시장법 제159조 제2항 3의3호에 이사회의 성별 구성 및 제165조의20의 기준에 적합하지 아니한 경우 그 사유를 기입하도록 하였으나 수정안에서는 이를 삭제함

- 국내 성별 격차(Gender Gap) 인식이 하위권에 머무는 등<sup>3)</sup> 유리천장 문제가 지속적으로 제기됨에 따라 국내 기업에서 특정 업종에서는 여성의 근로자 비율이 현저히 낮거나 등기임원직에 선임되는 경우는 극히 드문 실정임<sup>4)</sup>
  - 노르웨이, 벨기에, 프랑스, 이탈리아, 네덜란드 등 다수의 유럽 국가는 이사회 내 여성할당제를 도입하고 있으며, 비슷한 맥락 하에 세계 최대 규모인 노르웨이 국부펀드(NBIM)가 전 세계의 투자기업들에게 여성 이사 비율을 30% 이상으로 높이도록 요구하는 투자 원칙을 공개함<sup>5)</sup>
  - 세계 3대 자산운용사인 SSGA(State Street Global Advisors)는 여성 이사를 채용하지 못한 TOPIX 500 중 남성 이사만으로 구성되어 있는 기업의 이사 선임에는 무조건 반대 투표를 행사하는 방침을 정해 실제로 2020년 전세계 234개 회사의 이사회 후보에 반대표를 행사함<sup>6)</sup>
  - 세계 2위 규모의 증권거래소인 나스닥(NASDAQ)은 미국 증권거래위원회(SEC)에 이사회 다양성(최소 1명의 여성이사와 최소 1명의 소수인종 또는 성소수자 선임, Comply or Explain 방식 채택)과 관련된 상장규정을 채택하여 진행중인 가운데<sup>7)</sup> '이사회 다양성' 측면을 강화하는 방식으로 운영하고 있음
  - OECD에 따르면, 2019년 기준 상장기업 이사회에서 여성이 차지하는 비율은 OECD 평균 25.9%로 북유럽 국가들은 통상 40% 수준 이상으로 나타나는 한편, 한국의 여성 이사 비율은 3.3%로 하위권에 속한 일본 8.4%, 멕시코 8.1%에 비해 상당히 저조한 수준임<sup>8)</sup>
- 따라서 최근 3년간 국내 상장사의 여성 등기임원의 선임 현황을 파악하고, 실제 자본시장법 개정에 따른 변화가 나타나는지 살펴보고자 함

## 분석대상

- 2018년부터 2021년 정기주주총회까지 분석 기간으로 설정하여 자본시장법에 적용을 받는 별도재무제표 상 2조원 이상에 해당하는 기업들을 대상으로 연도별 여성 등기임원 현황을 분석함
- 해당 분석기간 동안 별도재무제표 상 2조원 이상 해당되는 상장사는 2019년 169개사, 2020년과 2021년 170개사로 파악됨. 이 중 금융사는 40개사이며, 나머지 130개사는 일반 상장사임

3) 세계경제포럼(WEF) 조사에 따르면, 국가별 성별 격차를 제시하는 성별격차지수(Gender Gap Index, GGI)에서 2019년 12월말 기준 한국은 153개국 중 108위로 하위권에 속함, Global Gender Gap Report 2020, WORLD ECONOMIC FORUM

4) 국내 유가증권시장에 상장된 기업 기준, 정규직 여성 근로자 비율은 평균 약 28%에 그치는 것으로 나타남, 국내 기업의 젠더 감수성 현주소 및 개선방안, 2021 ESG Focus, 한국기업지배구조원

5) NBIM은 여성 이사 비율이 30% 미만인 기업이라면 '성(性) 다양성 목표'를 정하고 진척 상황을 공개하며, 공식적인 추천 절차를 지날 것을 권유하는 투자 방침을 정함, DIVERSITY ON THE BOARD POSITION PAPER, NORGES BANK INVESTMENT MANAGEMENT

6) State Street Global Advisors' Guidance on Enhancing Gender Diversity on Boards, SSGA

7) 2021 KCGS 주주총회 프리뷰(1), 한국기업지배구조원

8) OECD DATA, oecd.org

- 연도별 해당 시점에 재임하고 있는 여성 등기임원<sup>9)</sup>들의 직업, 연령, 보수 규모, 지배주주 일가 여부, 전문성, 이사회 내 비율 등을 조사하여 그 특징들을 분석함
- 2020년 자본시장법 개정 이후 입법예고가 공표된 가운데 자본시장법의 구속을 받는 상장사들이 여성 이사 선임을 위한 두드러진 변화가 있는지 살펴보고자 함

### 여성 등기임원의 증가

- 해당 분석기간 동안 여성 임원을 고용한 상장사는 지속적으로 증가하여 2021년 정기주주총회 가결 기준 대상 기업의 약 51.8%가 자본시장법 요건을 충족한 것으로 확인됨
- 2019년 18.9%, 2020년 32.4%의 기업에서 여성 임원을 선임한 것에 비해 2021년 자본시장법 적용 1년을 앞두고 다수의 기업에서 실제 여성 임원을 선임한 것으로 나타남
- 즉, 2020년까지 여성 임원이 전혀 없던 상장사 중 32개 기업이 2021년 정기주주총회에서 여성 임원을 1명 이상 선임하였음
  - 특히, 상대적으로 보수적인 업종으로 분류되는 철강·자동차·금융 등에서 여성 임원을 최초 선임한 것으로 확인되며, 현대차그룹에서 5개사, LG그룹 4개사, 한화그룹 4개사, SK그룹 3개사, 금융 4개사 등에서 여성 임원이 증가함

〈표 1〉 최근 3년간 여성 등기임원 선임 기업 수

	이사회 내 여성 임원 수	2019	2020	2021
여성 임원을 선임한 상장사 수	1명	27 (8)	47 (12)	78 (17)
	2명	4 (1)	7 (2)	10 (3)
	3명	1 (-)	1 (-)	-
	계	32 (9)	55 (14)	88 (20)
	자본시장법 충족 대상 상장사 비중	18.9%	32.4%	51.8%

자료: DART, KCGS, 괄호 안은 금융사를 의미함

- 또한, 여성 임원을 고용한 회사의 수가 증가한 것뿐만 아니라 이사회 내 여성의 수 자체를 늘린 기업 역시 증가하였음
- 2022년까지 여성 임원을 추가적으로 선임해야 할 필요성이 있는 상장사는 약 82개사(48.2%)로 정기주주총회 또는 임시주주총회 개최를 통해 자본시장법을 준용할 필요성이 발생함
- 특히, 여성 임원이 2명 이상 선임된 기업은 극소수에 불과하여 대부분 이사회 내 1명의 여성 이사를 선임하고 있는 실정임

9) 이하, 여성 임원으로 지칭하며, 향후 분석 대상은 모두 '등기임원'직임을 명시함

- 해당 분석기간 동안 여성 임원의 수는 전년 대비 2020년, 2021년 각각 68.4%, 53.1%씩 증가하여 총 98명의 여성 임원이 재임하고 있으며, 이는 전체 등기임원의 약 7.76% 수준임
  - 이는 2019년 대상 기업의 전체 여성 임원이 39명(전체 임원 대비 3.2%)에서 2021년 약 2.5배 이상 증가한 규모이나 절대적인 규모면에서 매우 저조한 수준이며<sup>10)</sup>, 아직까지 남성(性)으로만 구성된 이사회에 편중된 경향이 뚜렷함
    - 유사하게 2019 MSCI 조사 결과에 따르면, 이사회 내 여성이 과반 이상인 기업은 2018년에 비해 2019년에 2배 이상 늘었음. 그러나 해당 기업들은 2019년 10월 30일 현재 MSCI ACWI 지수 구성 요소(전세계 2,765개사 대상) 중 1% 미만을 차지하며, 이사회 중 98.7%는 여전히 남성 중심으로 구성됨<sup>11)</sup>
  - 즉, 대상 기업의 이사회 내 여성 비중을 살펴보면 2019년 2.7% 수준으로 매우 낮았으나 2021년 7.4%까지 증가하였으며, 아직까지 통계적으로 다수의 기업 내에 통상 여성 임원 1명도 존재하지 않음을 알 수 있음
  - 선임된 여성 임원들의 연령을 살펴보았을 때 평균 54세 정도로 나타났으며, 2019년 37세~76세, 2020년 31세~77세, 2021년 32세~78세 사이로 비교적 다양한 연령대에서 임원으로 선임됨을 알 수 있음

〈표 2〉 최근 3년간 여성 등기임원 비율

	2019	2020	2021
여성 등기임원 수	39 (10)	65 (16)	98 (23)
전체 등기임원 대비 여성 비율(%)	3.21	5.26	7.76
이사회 내 여성 임원 비중(%)	2.7	4.6	7.4
여성 등기임원 평균연령(세)	55	54.5	54.7

자료: DART, KCGS, 괄호 안은 금융사를 의미함

- 과거에 비해 여성 이사의 수가 크게 개선된 점에 미루어 볼 때, 내년까지 법적 요건을 갖추기 위해 기업들이 추가적으로 여성 임원을 1명 이상 선임하고자 한다면 최소 82명의 전문성을 갖춘 여성이 필요할 것으로 전망됨
  - 이에 따라 기업마다 전문성을 갖춘 여성을 선임하는 것에 애로사항을 겪는 문제가 발생할 수 있으며, 소위 트로피 이사(trophy director/trophy board member) 문제<sup>12)</sup>가 대두될 가능성도 간과할 수 없음

10) 전세계 44개국 1,685개 기업 대상 89%가 이사회에 한 명 이상의 여성 이사를 두고 있는 것으로 나타남, Who's Really on Board?, 2020 Global Board Diversity Tracker, EgonZehnder

11) Women on boards 2019 Progress Report, Olga Emelianova, Christina Milhomem, MSCI ESG RESEARCH LLC, December 2019

12) 미국이나 노르웨이의 경우, 전문성을 갖춘 여성에 대한 수요가 높으므로 한 여성 등기임원이 여러 개의 상장사를 겸임하면서 이사회에 충실도가 떨어지는 문제가 발생하거나 쿼터를 충족시키기 위해 전문성이 다소 결여된 후보가 선임되는 문제가 발생한다고 보고됨, 기업지배구조 p.172, 김화진, 2017

### 이사회 내 여성 임원들의 직위

- 조사 대상 기업들 중 지배주주 일가인 여성이 등기임원직을 수행하며 경영에 참여하는 경우는 2019년 2개사, 2020년 3개사, 2021년 3개사에 걸쳐 소위 재벌 운영으로 인식되는 국내 경영 특징에서 여성들의 의미는 상당히 퇴색함
- 유가증권시장 전체 상장사 중 지배주주와 관련된 여성 사내이사 비중이 2018년 기준 87% (여성 사내이사 77명 중 67명)으로 높은 수준이었으나<sup>13)</sup> 2021년 자산 총계 2조원 이상의 대상 기업에서 3개사에 걸쳐 동일한 집단의 비교는 아니나 과거에 비해 현저히 감소한 수준이라고 판단됨
- 이는 다수의 여성 지배주주 일가 임원들이 미등기임원직을 수행 또는 경영에 참여하고 있지 않음을 의미하며, 남성 지배주주 일가가 등기임원직을 수행하여 경영 전면에 나서는 모습이 다수 목격되고 있음을 의미함
- 최근 3년간 여성 임원들은 압도적인 비중으로 사외이사 및 감사위원인 사외이사직을 수행하고 있으며, 지배주주 일가가 아닌 사내이사 수는 한 자릿수에 그침
- 국내 여성 임원들의 경우 여성 임원의 수는 늘고 있으나, 전체 여성 임원 대비 사내이사 또는 기타비상무이사직을 수행하는 비중은 매년 각각 17.9%, 8.1%, 9.2%로 낮은 수준이며, 주로 사외이사직으로 여성 임원을 선임하고 있음을 의미함
  - 외부 출신을 사내이사직으로 곧바로 선임하는 것은 사외이사직 선임보다 훨씬 복잡하고 어려운 문제이기 때문에 주로 이사회 내 여성 임원을 사외이사직으로 선임하여 법적 요건을 만족시키는 것으로 보임

〈표 3〉 최근 3년간 여성 등기임원의 수행 직위

직위	2019	2020	2021
사내이사	4 (2)	4 (3)	6 (3)
기타비상무이사	3	4	3
사외이사	16	28	39
감사위원인 사외이사	15	29	50
여성 등기임원 수	39 (2)	65 (3)	98 (3)

자료: DART, KCGS, 괄호 안은 여성 지배주주 일가의 수를 의미함

- 2021년 기준 전체 여성 임원 중에 사외이사(감사위원인 사외이사 포함)의 비중은 90.8%로 나타났으며, 이는 지배주주 또는 경영진과 독립적인 위치에서 전문성을 발휘하여 견제·감독하는 업무를 주로 수행하고 있음을 의미함

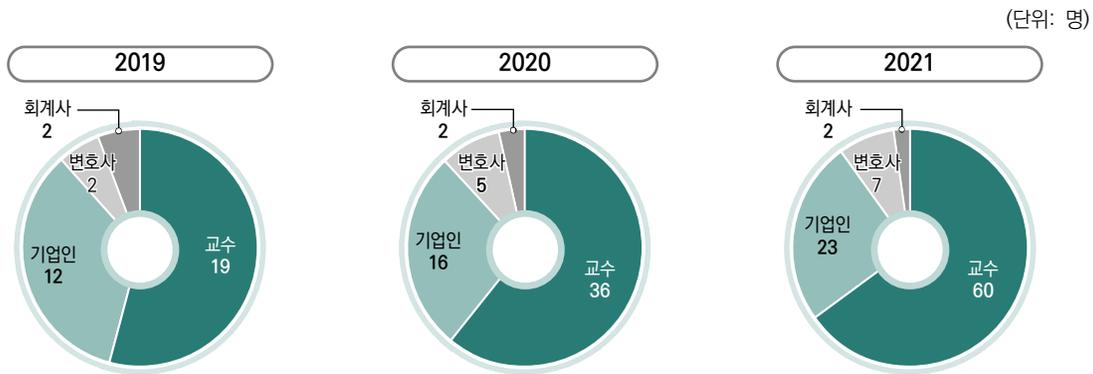
13) 국내 상장사의 유리천장 수준 분석(이사회 내 여성 등기이사 현황 조사를 중심으로), 임자영, 한국기업지배구조원, 2019

- 즉, 여전히 국내 유리천장 수준이 매우 높음을 알 수 있으며, 지배주주 일가가 아닌 사내이사는 2021년 기준 NAVER, CJ제일제당, 롯데칠성에서 각 1명이었으며, CJ제일제당의 경우 2021년 정기주주총회에서 여성 최초의 내부 승진을 통한 여성 사내이사가 선임된 것으로 나타남<sup>14)</sup>

### 여성 임원들의 전문성

- 임원으로 선임된 여성 이사들의 직업 대다수는 교수(2021년 전체 여성 이사 중 61.2%)였으며, 주로 법학이나 회계 및 재무 영역 등의 전문성을 가진 사외이사들을 선임하고 있는 것으로 나타남

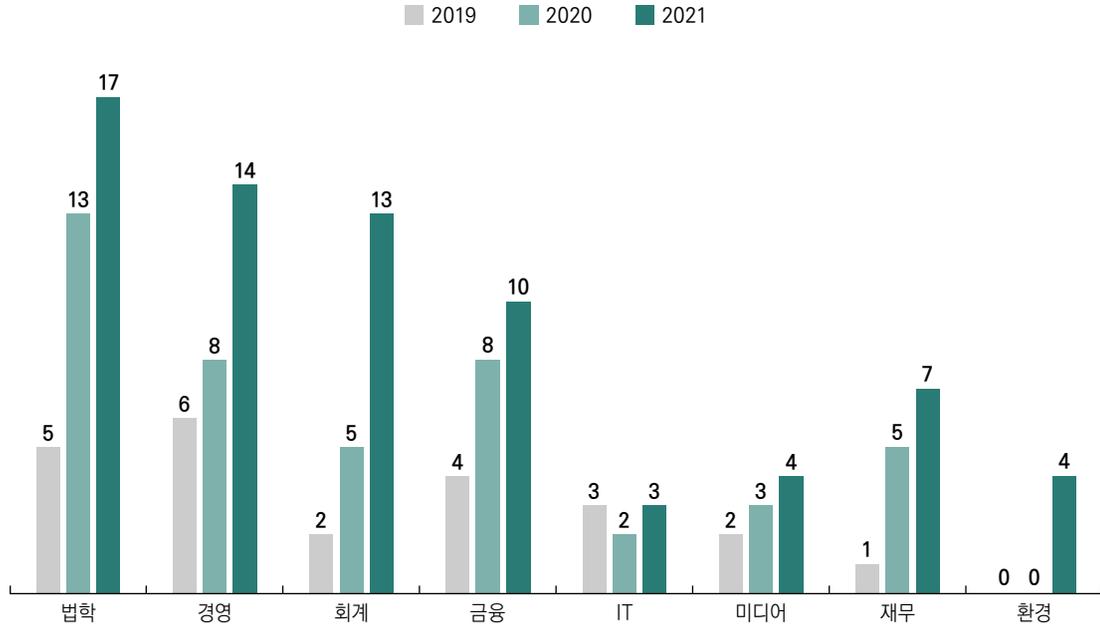
[그림 1] 여성 등기임원의 직업군



- 앞서 살펴보았듯이, 여성 임원들의 대다수가 사외이사(감사위원 포함)직을 수행하고 있으며, 주로 경영 또는 법적 영역에 전문성을 기여하고 있음
- [그림 1]과 같이, 여성 임원들의 주된 직업은 교수직이 매년 압도적이었으며, 다음으로 기업인 출신 또는 현재 경영에 참여하고 있는 기업인들이 많았음. 그 외에 변호사, 회계사, 변리사 등과 같은 전문직이 주를 이루었음
- 특히, 2019년 및 2020년에는 환경 분야의 전문성을 가진 임원들의 선임이 전혀 없었으나 2021년 ESG 화두에 걸맞게 환경 전문성을 가진 사외이사를 4명 선임한 기업들이 특징적임
- 그밖에 기업의 업종에 특화된 화학공학, 신소재공학, 항공우주학, 수학과 같은 전문 영역을 기여할 수 있는 분야나 정책학, 정치학, 국제학, 소비자학 등의 전문성을 갖춘 교수들의 선임이 주를 이었음([그림 2] 참조)

14) CJ제일제당 첫 여성 사내이사 선임...김소영 본부장, 연합뉴스, 2021.3.26.

[그림 2] 여성 등기임원의 전문성 영역



경영: 경영학 내에 특정 전공분야를 밝히지 않은 경영학 교수 또는 최종학위가 경영학인 자

금융: 금융업에 종사했던 자

### 결론 및 시사점

- 자본시장법 개정에 따라 해당 법의 적용을 받는 자산 2조원 이상 규모의 상장사들은 여성 임원의 수를 증가시키는 양상을 보임
  - 조사 결과에 의하면, 여성 임원이 전혀 없었던 기업의 여성 선임이 증가하는 것뿐만 아니라 이사회 내 여성 임원의 비중을 늘리는 기업 역시 증가하고 있는 것으로 나타남
  - 이는 국내 자본시장법 규제에 따른 요건 충족의 영향도 있으나 글로벌 자산운용사, 국부펀드, 선진국의 거래소 상장 요건 등의 세계적인 스탠다드에 부합하여 우호적인 투자 환경을 조성하기 위해 기업 스스로 변화하려는 모습도 반영된 것으로 판단됨
- 2022년 7월까지 국내 자본시장법 개정에 따른 법률 리스크를 해소하기 위해서는 약 82개사 (48.2%)가 추가적으로 여성 임원을 선임할 것으로 보여짐
  - 2021년 정기주주총회에서 32개 기업이 이사회 내 여성 임원을 처음 선임하였으며, 향후 이러한 기업들의 자발적인 노력은 지속될 것으로 예상됨
  - ESG경영의 관점에서 선진국에서는 이미 이사회 내 이사들의 성별뿐만 아니라 인종, 젠더감수성 등을 반영한 투자 포트폴리오가 늘고 있기 때문에 국내 기업들은 향후 자산 총계 2조원 이상의 기업뿐만 아니라 상장사 전반에서 여성 이사들의 선임 또는 그러한 기업 정책 및 목표 등을 구체적으로 수립할 필요가 있음

- 법률 개정에 따른 효력 발생에 따라 여성 이사를 선임하고자 하는 수요의 급격한 증가로 독립성 및 전문성을 갖춘 여성을 이사로 선임하는데 있어 정착까지 다소 시간이 걸릴 것으로 예상됨
  - 분석 대상 기업들의 대다수 여성 임원들은 사외이사(감사위원 포함)직을 수행하는 것으로 나타났으며, 사내이사과 기타비상무이사 등의 내부 경영진의 여성 임원 비중은 현저히 낮은 수준임
  - 특히, 지배주주 일가의 여성 경영 참여도 현저히 감소한 것으로 나타나 미등기임원직을 수행하거나 경영 참여를 전혀 하지 않는 경우가 더 많아진 것으로 보여 사실상 남성 위주의 지배주주 경영 체계가 심화되는 경향이 있는 것으로 보여짐
  - 단시간 내에 내부 또는 외부에서 여성 사내이사를 선임하는 것이 현실적으로 어렵기 때문에 이사회 내에서 주로 사외이사직(감사위원 포함)으로 여성을 선임하는 경향이 뚜렷함
  - 전문성을 갖춘 여성 이사를 선임하기 위한 기업들의 수요가 증가할 것으로 예상됨에 따라 트로피 이사(trophy director) 선임 문제가 발생할 수 있으므로 기업들은 여성 이사 선임에 미리 대비해둘 필요가 있음

# 국내 상장회사의 자사주 활동(2011-2020)과 지배구조 이슈

정유진 \*

- ▶ 2020년 12월 31일 기준 유가 및 코스닥 상장회사 2,172사를 대상으로 분석을 실시함
- ▶ 지난 10년간 자사주 취득 및 소각에 참여한 회사 수는 각각 1,418사(65.3%), 88사(4.1%)로 대부분 자사주 취득에 적극적인 반면, 자사주 소각에 소극적인 태도를 보임
- ▶ 특히 삼성전자를 제외한 자사주 소각 규모는 자사주 취득 규모의 12.4%에 그침
- ▶ 자사주 비율이 30% 이상인 회사(14사)를 대상으로 자사주 취득 및 보유 과정에서 발생할 수 있는 잠재적인 지배구조 리스크를 살펴본 결과 다음과 같음
- ▶ 첫째, 경영권 분쟁 상황에서 자사주를 대량 취득하거나 상장폐지 목적의 공개매수에서 자사주를 활용하는 등 자사주가 지배주주의 지배력 강화수단으로 활용(취득)된 경우가 적지 않음
- ▶ 둘째, 지배주주의 실질적 지배권은 최대 79.17%에 이르며, 50%를 초과하는 경우(6사) 나머지 주주가 모두 주주총회에 참석하여 반대 의결권은 행사하여도 이사선임 등 주주총회 일반결의사항을 지배주주 단독으로 통과시킬 수 있는 형태가 되어버림
- ▶ 셋째, 지배주주가 직접 경영에 참여하는 회사(10사) 중 1사를 제외하고 모두 독립성이 우려되는 사외이사 및 감사(위원)가 재직 중인 것으로 나타남
- ▶ 따라서 자사주 비율이 지나치게 높을 경우, 자사주 처분으로 주주권이 희석될 가능성 뿐만 아니라 지배주주에 의한 대리인 비용이 발생할 우려가 있으므로, 외부주주의 적극적인 모니터링이 요구됨

## 서론

- 최근 지배구조 개편과정에서 나타나는 상장회사의 자사주 활용에 대한 시장의 관심이 집중됨
  - 자사주 취득은 일시적으로 발생한 현금흐름을 주주에게 환원하여 경영진에 의한 대리인 비용을 낮추고, 주당순이익을 증가시킨다는 점에서 주주환원의 성격을 띠
  - 그러나 취득한 자사주는 지배주주의 지배력 강화수단으로 활용되기도 하여, 그 규모가 과도할 경우 잠재적인 지배구조 리스크가 될 수 있으므로 상당한 주의가 필요함
    - (경영권 방어수단) 회사는 적대적 M&A 시도가 있거나 합병결의에 반대하는 주주가 있을

\* KCGS 사업본부 책임투자팀 선임연구원, 02-6951-3727, yjjung@cgs.or.kr

- 때 보유한 자사주를 우호세력(백기사)에게 처분하는 방식으로 경영권을 방어함. 과거 삼성물산은 제일모직과의 합병 과정에서 엘리엇이 합병에 대한 반대의견을 내자 발행주식총수의 5.8%에 해당하는 자사주를 KCC에 매각한 바 있음
- (인적분할 및 현물출자) 자사주는 지주회사체제로 전환하는 과정에서 활용되기도 함. 자사주는 인적분할 시 분할 존속법인(지주회사)의 분할 신설법인(자회사)에 대한 주식(신주배정)으로 의결권이 되살아남. 이후 지배주주는 자회사에 대한 주식을 지주회사에 현물출자하는 방식으로 지주회사에 대한 지배력을 강화하기도 하는데, 이 과정에서 부의 이전이 발생함.<sup>1)</sup> 이에 제21대 국회에는 지주사 전환 과정에서 발생하는 분할 및 분할합병시 자기주식의 처리에 관한 상법 개정안이 발의된 상태임.<sup>2)</sup> 한편 SK텔레콤은 자사주의 활용에 대한 불확실성을 해소하고자, 분할에 앞서 자사주를 전락 소각한 바 있음
  - (의결정족수) 자사주는 의결권 없는 주식으로 주주총회 의결정족수 산정 시 제외되므로, 자사주 비율이 높을수록 지배주주가 행사하는 실질적인 지배권이 커짐.<sup>3)</sup> 그 결과 지배주주에 의한 대리인 비용이 발생할 우려가 있음
  - (상장폐지) 과거에는 최대주주가 자사주를 활용하여 상장폐지 요건(발행주식 95%이상 보유)을 충족시켜 자진 상장폐지하는 이슈가 있었으나, 상장규정 시행세칙 개정(2019)으로 자사주가 지분율 산정에서 제외됨
  - 현행 상법은 이사회 결의에 의한 자사주 취득 및 처분을 허용하고 있어 자사주의 활용이 자유로운 편이므로, 자사주 관련 의사결정이 실질적으로 주주가치 제고에 기여하는지 면밀히 살펴볼 필요가 있음<sup>4)</sup>
    - 앞서 언급한 바와 같이 자사주 취득은 주주환원의 성격을 떠나, 자사주가 지배주주의 지배력 강화수단으로 활용될 경우 주가치를 훼손할 우려가 있으므로 자사주 소각까지 이루어지는 것이 주주환원 측면에서 바람직함

## 분석대상

- 2020년 12월 31일 기준 유가증권시장 및 코스닥시장 주권상장법인 2,172사(유가 778사, 코스닥 1,394사)를 대상으로 자사주 활동에 관한 분석을 시행함
- 지난 10년(2011-2020)간 자사주 활동(취득·소각·처분)과 자사주 보유현황을 검토함

1) 공정거래위원회 보도자료(2018.11.)에 따르면, 지주회사 설립·전환 이후 1년이 도과한 전환집단 소속 19개 지주회사 중 12개 지주회사(63%)가 인적분할·현물출자 방식을 택함. 이들 회사의 경우, 분할 전에 비해 지주회사에 대한 총수일가의 지분율이 2배 이상 상승함

2) 단순분할신설회사, 분할합병신설회사는 분할회사가 보유하는 자기주식에 대하여 신주의 배정을 금지하고, 분할승계회사에 대하여는 신주발행 뿐만 아니라 자기주식을 교부하는 행위도 금지함(박용진의원 대표발의)

3) 지배권이란 지배주주 일가 및 계열사의 (보통주) 지분율 합계를 의미함

4) 회사가 이사회 결의로 이익배당을 할 수 있다고 정관으로 정한 경우에는 이사회 결의로써 취득할 주식의 수, 기간 등을 정할 수 있으며 (법 제341조), 정관에서 달리 정하지 않는 한 이사회가 처분할 주식의 수, 처분가액, 처분할 상대방 등을 결정함(법 제342조)

- 자사주 취득·소각·처분 규모는 TS2000 현금흐름표, 이익잉여금처분계산서 데이터를 사용함
- 자기주식 수, 발행주식총수는 FnGuide 데이터를 사용함
- 이어 자사주 비율이 높은 일부 회사의 자사주 취득배경, 지배구조 현황 등을 검토함

### 자사주 활동 및 보유현황

- 자사주 활동은 자사주 취득, 처분, 소각 순으로 활발히 이루어졌으며, 대다수 회사가 자사주 소각에 소극적인 태도를 보임
  - 자사주 취득 및 처분에 참여한 회사 수는 각각 1,418사(65.3%), 854사(39.3%)임에 반해, 자사주 소각에 참여한 회사 수는 88사(4.1%)에 그침
  - 자사주 소각 규모는 자사주 취득 규모의 절반 수준(55.6%)이며, 표본에서 삼성전자를 제외하면 12.4%에 불과함
    - 자사주 소각 규모는 자사주 처분 규모를 초과(288%)하는데, 이 또한 표본에서 삼성전자를 제외하면 자사주 처분 규모의 40% 수준으로 규모가 역전됨
    - 삼성전자는 2015년부터 적극적인 주주환원 정책을 이행하고 있으며, 자사주 취득 및 소각 규모가 시장 전체 규모의 36%, 86%를 차지함<sup>5)</sup>
  - 결과적으로 삼성전자의 자사주 활동을 제외하면, 대다수 회사가 취득한 자사주를 상당기간 보유하거나 소량 처분하는 것으로 해석됨

〈표 1〉 자사주 취득·소각·처분 현황

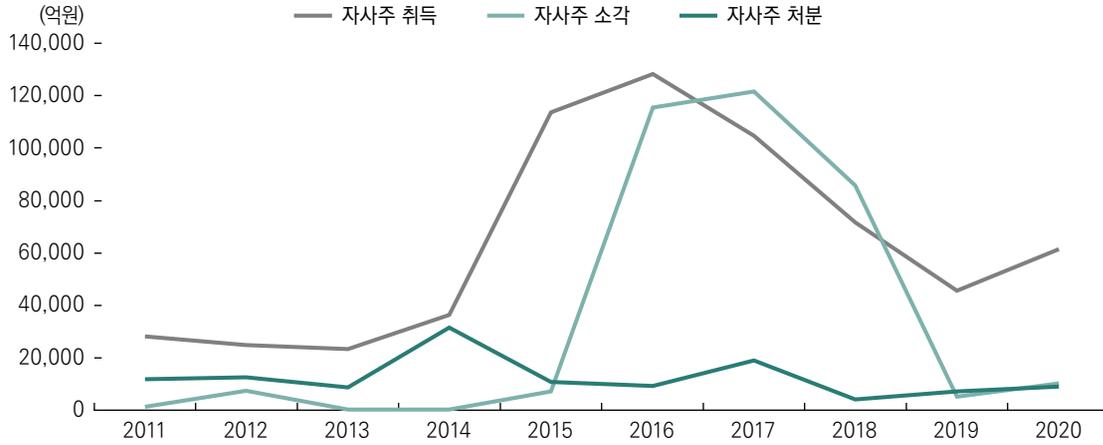
(단위: 억 원, 사)

구분	취득		소각		처분	
	규모	회사 수	규모	회사 수	규모	회사 수
2011	28,122	377	1,223	13	11,772	186
2012	24,804	301	7,491	5	12,522	192
2013	23,201	282	225	3	8,816	170
2014	36,477	321	167	4	31,441	161
2015	113,604	352	7,089	10	10,723	143
2016	128,299	352	115,483	13	9,133	126
2017	104,793	396	121,744	14	18,923	127
2018	71,637	453	85,794	19	3,942	120
2019	45,525	388	5,201	14	7,032	115
2020	61,485	588	10,225	33	8,999	131
누계	637,947	1418*	354,644	88*	123,304	854*

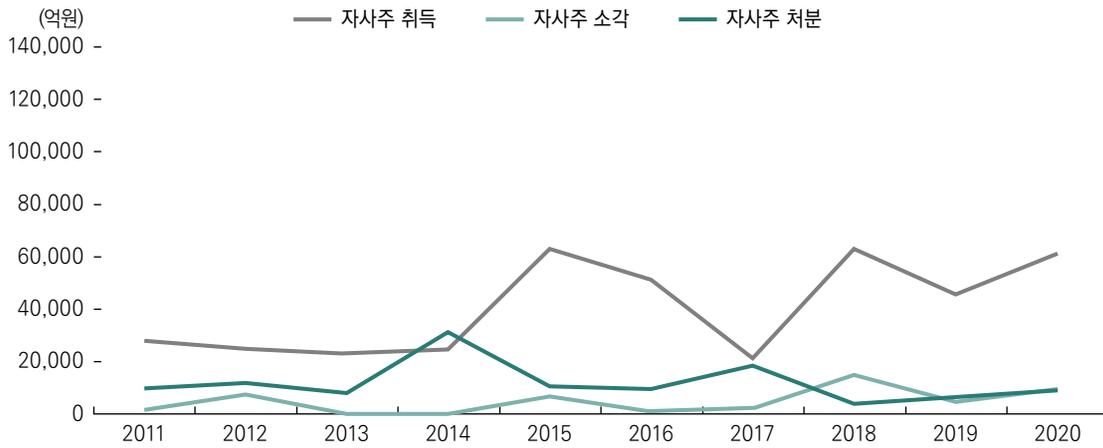
\*중복제거

5) 연도별로 자사주 취득 규모는 시장 전체 규모의 44.2%(2015), 60.1%(2016), 79.7%(2017)를 차지하고, 소각 규모는 98.7%(2016), 97.8%(2017), 82.8%(2018)를 차지함

[그림 1] 자사주 취득·소각·처분 규모



[그림 2] 자사주 취득·소각·처분 규모(삼성전자 제외)



- 실제로 자사주를 보유한 회사 수는 1,555사(72%)로 지난 10년간 꾸준히 증가한 것으로 나타남
- 자사주를 보유한 회사의 평균 자사주 비율은 4.5%로 2011년보다 소폭 감소한 수준임
  - 자사주 비율이 10% 미만인 회사가 가장 많으며 매년 증가하는 추세임
  - 자사주 비율이 20% 이상인 회사 수도 소폭 증가(38사→53사)하였으며, 40% 이상인 회사가 5사에 이른다는 점도 주목할 만함

〈표 2〉 자사주 보유현황

(단위: 사, %)

구분	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020
분석대상	1516	1545	1605	1681	1790	1861	1945	2033	2109	2172
보유 회사 수	1059	1069	1087	1132	1192	1235	1321	1404	1461	1555
유가	462	465	473	479	498	506	543	565	579	602
코스닥	597	604	614	653	694	729	778	839	882	953
보유 회사 비율	70%	69%	68%	67%	67%	66%	68%	69%	69%	72%
평균 자사주 비율	5.2%	5.0%	4.9%	4.6%	4.4%	4.3%	4.3%	4.3%	4.3%	4.5%
10%미만	882	900	914	978	1026	1071	1157	1225	1284	1354
10%이상 20%미만	139	130	132	115	129	130	123	138	134	148
20%이상 30%미만	28	30	31	30	26	21	28	28	30	39
30%이상 40%미만	6	5	5	4	5	7	8	6	8	9
40%이상	4	4	5	5	5	6	5	7	5	5

### 자사주 비율이 높은 회사의 특징

- 자사주 비율이 30%이상인 회사는 14사로 주로 주주가치 제고 목적으로 자사주를 취득하였으나, 사실상 지배주주의 지배력 강화수단으로 활용된 경우가 적지 않음<sup>6)</sup>
  - 공시자료에 따르면, 회사는 ①주가 안정, 임직원 성과급 지급 등 주주가치 제고 목적(9사), ②상장폐지 목적(2사)으로 취득하거나 ③합병으로 취득(3사)함
  - 그러나 ①주주가치 제고 목적으로 자사주를 취득한 9사 중 8사는 경영권 분쟁 또는 적극적인 주주활동(주주제안, 반대부결 등)을 직면한 직후 자사주 비율이 증가한 것으로 확인됨
    - 특히 M사, N사는 경영권 분쟁이 발생한 이후 자사주 비율이 30% 이상 증가하여 자사주가 강력한 경영권 방어수단이 됨
  - ②상장폐지 목적으로 취득한 회사는 공개매수를 실시하면서 최대주주가 직접 매입하는 방식이 아닌 자사주 매입을 활용하여 대주주와 소액주주 간 이해상충을 야기함
    - A사는 당시 기업가치보다 지나치게 낮은 가액으로 공개매수를 추진하여 소액주주의 거센 반발을 야기하였으며, 이후 소액주주가 자사주 소각 후 유가증권시장으로 이전상장할 것을 제안하였으나 주주총회에서 부결됨<sup>7)</sup>
    - 한편 상장규정 시행세칙 개정(2019)으로 자진 상장폐지를 위한 최대주주 등 지분을 산정에서 자사주가 제외되어 이와 같은 자사주 활용이 불가능해짐

6) 자사주 비율이 2011년부터 30%에 이르렀던 회사가 적지 않은 관계로 2011년 이전의 기간을 분석대상에 포함시킴

7) A사는 현재 계열사에 흡수합병 되었으나, 합병 과정에서 자사주를 소각하지 않아 합병비율이 왜곡되는 문제로 소액주주가 합병에 반대한 바 있음

- 자사주 소각에 참여한 회사는 3사(B사, E사, F사)뿐이며 모두 2011년 이전에 이루어짐
  - 특히 외부주주가 자사주 소각을 요구한 회사(A사, B사, E사, I사) 중 실제로 자사주를 소각한 회사는 1사(E사)<sup>8)</sup>에 그쳐 자사주 소각에 소극적인 모습을 보임

〈표 3〉 자사주 비율이 높은 회사의 특징①

(정렬 순서: 자사주 비율 내림차순, 단위: 억 원, %)

구분	자사주 비율		자사주 규모(A)*	자산 규모(B)**	A/B	경영권 분쟁 등*** (2011년 이전 포함)	
	2011	2020					
A사	0.00	<b>58.43</b>	3,021	6,051	49.92	상장폐지 목적으로 취득 (실패)	
B사	45.80	<b>46.57</b>	1,836	3,432	53.50	◎	44%→46%
C사	30.01	<b>42.73</b>	944	16,089	5.87	○	24%→34%
D사	47.76	<b>42.34</b>	931	3,712	25.09	○	1%→25%
E사	34.18	<b>42.01</b>	493	1,231	40.07	○	2%→7%→15%
F사	18.10	<b>35.77</b>	486	790	61.52	상장폐지 목적으로 취득 (철회)	
G사	26.77	<b>34.55</b>	1,709	104,720	1.63	X	-
H사	1.29	<b>34.30</b>	371	3,377	10.97	합병으로 취득	
I사	31.47	<b>33.79</b>	1,316	4,424	29.74	○	31%→32%
J사	10.79	<b>32.90</b>	199	936	21.20	○	19%→23%
K사	0.98	<b>32.51</b>	12,039	166,800	7.22	합병으로 취득	
L사	0.00	<b>32.29</b>	697	2,837	24.57	합병으로 취득	
M사	0.00	<b>32.24</b>	683	2,138	31.93	◎	0%→3%→32%
N사	32.17	<b>32.17</b>	161	3,734	4.32	○	0%→36%

\*자기주식 수에 2020년 12월 종가를 곱한 값

\*\*연결재무제표 기준

\*\*\*현재까지 이어지는 회사는 '◎'로 표시

- 지배주주의 실질적인 지배권이 50%를 초과하는 회사는 6사이며, 최대 79.17%에 이룸
  - 자사주는 의결권이 없어 주주총회 결의요건의 발행주식총수에 산입되지 않기 때문에 자사주 비율이 높을수록 지배주주의 실질적인 지배권이 커지게 됨<sup>9)</sup>
  - 지배주주의 지배권이 50%를 초과할 경우, 사실상 나머지 주주가 모두 주주총회에 참석하여 반대 의결권은 행사하여도 이사선임 등 주주총회 보통결의사항을 지배주주 단독으로 통과시킬 수 있으므로 상당한 주의가 필요함
  
- 지배주주가 직접 경영에 참여하는 회사는 10사이며, 1사를 제외하고 모두 독립성이 우려되는 사외이사 및 감사(위원)가 1명 이상 재직 중인 것으로 나타남

8) 2007년에 자사주 3.48%를 소각함

9) 상법 제371조 제1항

- 특히 전직 임직원, 계열사 출신, 주요 거래처 출신 등 경영진(지배주주)을 견제하기에 독립성이 심각하게 훼손된 자를 선임한 회사가 5사에 이룸

〈표 4〉 자사주 비율이 높은 회사의 특징②\*

(단위: %)

구분	G 등급	지배주주 경영참여	지배권		독립성 우려		비고
			형식	실질	사외이사	감사(위원)	
A사	B+	X	31.13	<b>74.89</b>	○	○	장기연임
B사	B	○	26.24	<b>49.1</b>	○	○	거래처 출신
C사	B	X	28.33	<b>49.47</b>	X	X	-
D사	B	○	31.89	<b>55.31</b>	○	○	전직 임원 등
E사	B	○	27.5	<b>47.42</b>	○	○	장기연임
F사	-	X	50.85	<b>79.17</b>	X	X	-
G사	B+	○	26.69	<b>40.78</b>	○	○	전직 임원
H사	B+	○	29.86	<b>45.44</b>	X	X	-
I사	B	○	38.81	<b>58.61</b>	○	X	계열사 출신**
J사	-	○	16.59	<b>24.72</b>	-	○	장기연임
K사	B	○	42.6	<b>63.13</b>	○	○	자문 제공***
L사	B+	X	35.65	<b>52.65</b>	X	X	-
M사	B+	○	23.83	<b>35.17</b>	○	○	장기연임 등
N사	C	○	16.52	<b>24.36</b>	X	○	전직 직원

\*2020년 12월 31일 기준

\*\*명목상 계열분리된 회사이나 지배주주 친인척이 최대주주 및 대표이사로 있는 회사

\*\*\*대규모 자문용역을 수행한 법무법인의 고문

### 소결

- 지난 10년간 상장회사는 자사주 취득에 적극적인 반면, 자사주 소각에 소극적인 태도를 보임
  - 자사주 취득 및 처분에 참여한 회사 수는 각각 1,418사(65.3%), 854사(39.3%)임에 반해, 자사주 소각에 참여한 회사 수는 88사(4.1%)에 그침
  - 자사주 활동 규모 또한 삼성전자를 제외할 경우, 자사주 취득, 처분, 소각 순으로 큼
    - 자사주 소각 규모는 자사주 취득 규모의 12.3%, 자사주 처분 규모의 40% 수준임
  - 대다수 회사가 취득한 자사주를 상당 기간 보유하거나 일부 처분하는 것으로 해석됨
    - 실제로 자사주를 보유한 회사 수는 매년 꾸준히 증가하여 1,555사(72%)에 이룸
- 자사주 비율이 30% 이상인 회사(14사)를 대상으로 자사주 취득 및 보유 과정에서 발생할 수 있는 잠재적인 지배구조 리스크를 살펴본 결과 다음과 같음
  - 첫째, 경영권 분쟁 상황에서 자사주를 대량 취득하거나 상장폐지 목적의 공개매수에서 자사주를 활용하는 등 자사주가 지배주주의 지배력 강화수단으로 활용(취득)된 경우가 적지 않음

- 둘째, 지배주주의 실질적 지배권은 최대 79.17%에 이르며, 50%를 초과하는 경우(6사) 나머지 주주가 모두 주주총회에 참석하여 반대 의결권은 행사하여도 이사선임 등 주주총회 보통결의 사항을 지배주주 단독으로 통과시킬 수 있는 형태가 되어버림
- 셋째, 지배주주가 직접 경영에 참여하는 회사(10사) 중 1사를 제외하고 모두 독립성이 우려되는 사외이사 및 감사(위원)가 재직 중인 것으로 나타남
- 따라서 자사주 비율이 지나치게 높을 경우, 자사주 처분으로 주주권이 희석될 가능성 뿐만 아니라 지배주주에 의한 대리인 비용이 발생할 우려가 있으므로, 외부주주의 적극적인 모니터링이 요구됨
  - 회사가 자사주 활용 계획(M&A, 소각 등)을 공개하도록 유도하고, 공개된 내용을 토대로 자사주가 실질적으로 주주가치 제고에 기여하는지 살펴보며, 필요시 자사주 소각을 제안할 수 있음
- 한편 중장기 주주환원 정책의 일환으로서 대규모 자사주 매입 및 소각 계획을 발표하는 상장 회사가 늘고 있고, 인적 분할과정에서 자사주의 의결권 부활에 따른 지배구조 불투명성을 해소할 목적으로 자사주를 소각하는 사례도 나타나 향후 자사주 소각 규모가 점차 확대될 것으로 예상됨

---

## Global News

### 1. 뉴질랜드, 세계 최초 투자 관련 기후변화 보고서 의무화 추진<sup>1)</sup>

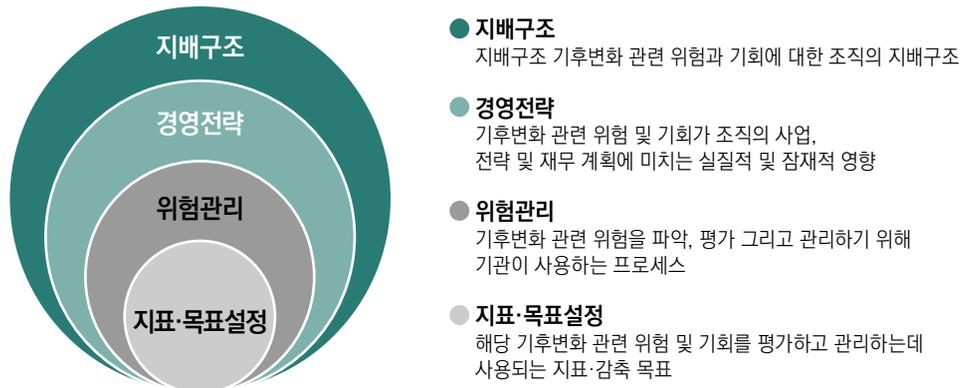
- 2021년 4월 13일, 뉴질랜드 정부는 상장사 및 은행, 보험사, 운송사 등 금융회사에 대해 기후변화가 사업에 미치는 영향에 대한 보고를 의무화하는 법안을 마련하였다고 발표함
  - 이 법안이 의회를 통과하면 뉴질랜드 기업 200여개와 일부 외국기업은 2022년부터 기후변화 활동을 점검해 2023년 첫 공시를 해야 함
  
- 이번 법안의 배경에는 뉴질랜드 정부가 2019년 통과시킨 탄소제로법(Zero Carbon Act)이 큰 영향을 미친 것으로 알려졌다
  - 탄소제로법은 2050년까지 생물학적 메탄을 제외한 나머지 모든 이산화탄소 배출량을 제로로 목표하며, 독립기구인 기후변화위원회를 설립해 탄소 및 메탄가스의 배출을 관리감독하기로 함
  - 또한 생물학적 메탄에 대해서는 별도의 목표를 설정하여 2017년 배출량에서 2030년까지 10%, 2050년까지는 잠정적으로 24~47%가량 감축한다는 계획을 담고 있음
  - 이후 뉴질랜드 정부는 2030년까지 2005년 대비 30% 감축을 달성하고자, 2025년까지 공공부문의 탄소중립 달성을 위한 친환경 대중교통버스 도입 등 기후변화 과제를 해결하기 위한 다양한 정책을 추진하고 있음
  
- 뉴질랜드 정부는 2020년 9월 기후변화 리스크에 대한 보고서 제출 의무화 계획을 처음 제안하였으며, 이 법안에 적용을 받는 기업은 약 200여개 기업으로 뉴질랜드에서 관리되고 있는 자산의 약 90%를 포함하는 것이라고 현지 언론은 밝힘
  - 의무 공시 대상의 구체적인 기준은 다음과 같음
    - 총자산 10억 뉴질랜드달러(약 7,896억 원) 이상인 모든 은행, 신용조합 및 주택금융조합
    - 총자산 10억 뉴질랜드달러 이상인 집합투자기구
    - 운용자금 10억 뉴질랜드달러 이상이거나 연간 보험료 수입이 2억5천만 뉴질랜드달러 이상인 모든 보험사
    - 뉴질랜드 증권거래소(NZX)에 상장된 주식·채권 발행 기관 등
  - 특히 집합투자기구는 펀드별로 정보 공시를 해야하며, 만약 금융기관이 기후변화 리스크 공시 의무를 준수하지 않을 경우에는 그 이유를 반드시 설명해야 함
  
- 해당 법안의 공시 항목은 기후변화 관련 재무정보공개 태스크포스(TCFD, Task force on climate-related financial disclosures)<sup>2)</sup>의 권고사항에 따라 개발될 것으로 밝혀짐

---

1) NZ becomes first in world for climate reporting, New Zealand Government, 2021.04.13., <https://www.beehive.govt.nz/release/nz-becomes-first-world-climate-reporting>

- TCFD 권고사항은 조직 운영 방식의 핵심을 나타내는 4개의 요소(지배구조, 경영전략, 위험관리, 지표 및 목표 설정)를 중심으로 구성되어 있고, 이를 통해 투자자는 향후 투자 실적에 미치는 기후 변화의 영향을 이해하는 데 필요한 정보를 얻을 수 있음

[그림 1] TCFD 기후변화 관련 재무정보 공개의 핵심 요소



출처: TCFD Final report, 5 page

- 한편, 홍콩, 영국, 유럽연합(EU), 미국 등에서는 기후변화 및 ESG를 고려한 투자 활동을 유도하기 위한 제도 시행은 물론 제도화 움직임이 나타나고 있어 향후 비재무 정보 공시 의무화 관련된 국제적 동향을 지켜볼 필요가 있음
  - 홍콩은 2020년 12월, 증권선물위원회(SFC)은 2025년까지 홍콩 내 모든 금융기관과 상장사는 TCFD에서 정한 표준에 따라 정보 공개를 해야한다고 밝혔음<sup>3)</sup>
  - 영국 또한 같은 해 12월, 금융행위감독청(FCA)이 런던증권거래소 프리미엄 부문 상장사에 대해 TCFD 프레임워크를 사용해 기후변화에 대한 기업의 대응책을 재무보고서 등에 공시하도록 의무화하는 방안을 마련한 바 있음<sup>4)</sup>
  - EU의 경우 지난 3월부터 지속가능금융 공시제도(SFDR, Sustainable Finance Disclosure Regulation)가 발효되며, 역내 활동하는 금융기관은 개별 금융상품의 ESG 투자 방침을 공시하고, ESG 리스크로 인한 재무적 손실, 환경·사회적 목표에 기여하는 투자규모, 환경·사회에 미치는 부정적 영향 등을 의무적으로 공시해야 함<sup>5)</sup>
  - 미국은 지난 2월 증권거래위원회(SEC)에서 2010년 제정된 기후변화 관련 공시 규정의 개정을 폭넓게 재검토할 것을 밝히고 이어서 3월 기후 및 ESG 태스크포스를 발족하였음<sup>6)</sup>

2) TCFD는 주요 20개국(G20) 재무장관, 은행장의 요청에 따라 금융안정위원회 주도로 설립된 기관으로, 기업이 기후변화 시나리오를 분석하고, 재무적 영향 및 관련 경영·리스크 관리 체계를 재무보고서를 통해 공개하도록 권고함  
 3) Hong Kong sets new climate disclosure rules, aligns with global standard, Reuters, 2020.12.17.  
 4) FCA introduces rule to enhance climate-related disclosures, FCA, 2020.12.21.  
 5) EU prepares to turn the screw on asset managers over greenwashing, Reuters, 2021.03.09.  
 6) SEC Announces Enforcement Task Force Focused on Climate and ESG Issues, SEC, 2021.03.04.

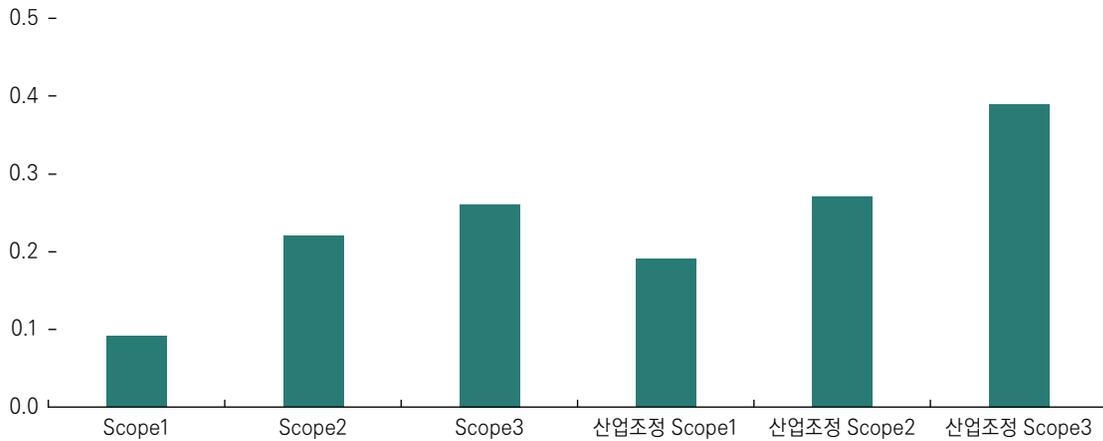
## 2. 탄소 전환 리스크 프리미엄의 측정

- 전세계적으로 기후 변화에 대한 관심이 높아짐에 따라 탄소 전환에 대한 요구가 증대되고 있음
  - 전세계 기관투자자들이 탄소 배출을 투자 결정에 고려하기 시작한 데 이어, 여러 기업 및 국가들도 넷제로 목표를 선언한 바 있음
  - 지난 4월 조 바이든 미국 대통령 주재로 열린 세계기후정상회의 및 향후 글래스고에서 개최될 COP26<sup>7)</sup> 등에도 이목이 집중됨
  
- 탄소 전환과 관련하여, CEPR 소속 Patrick Bolton, Marcin Kacperczyk 교수는 탄소 전환 리스크의 가격결정에 대한 논문을 발표함<sup>8)</sup>
  - 탄소 전환 리스크는 짧은 기간 안에 탄소 배출을 크게 감축시켜야 할 때 직면하는 리스크로 정의됨
  - 저자들은 탄소배출 이외에 다른 특성이 유사한 기업들 간의 주식수익률이 다른지, 그렇다면 그 요인이 무엇인지를 탐구함
  - 2005-2018년의 기간 동안 77개국 14,000개 이상 상장사의 기업 수준에서의 탄소 배출량과 재무데이터를 이용하여 탄소 프리미엄을 측정함
  
- 회귀분석 결과, 전세계 대부분의 권역에서 탄소 배출량은 주식수익률과 유의한 양(+)<sup>9)</sup>의 상관관계가 있는 것으로 밝혀짐
  - 왼쪽에서 세 번째까지의 수치는 배출원별로 평균 배출 수준보다 1표준편차 높은 기업의 탄소 프리미엄을 의미하며, 오른쪽은 산업별 고정효과를 통제한 탄소 프리미엄임

7) UN Climate Change Conference

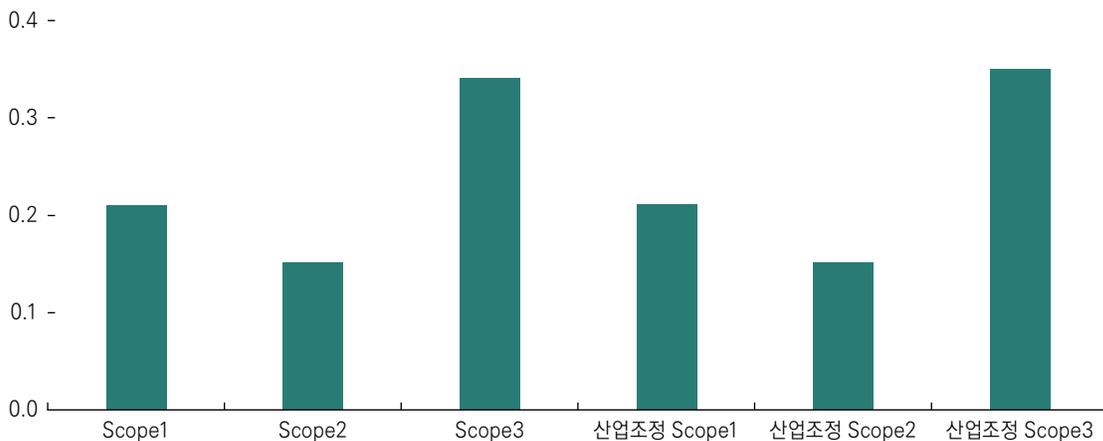
8) Bolton, P. and Kacperczyk, M., 2021, 'Global pricing of carbon-transition risk', NBER

[그림 1] 탄소 배출 수준 대비 탄소 프리미엄



- 또한, 탄소 프리미엄은 기업의 탄소 총 배출량뿐만 아니라 배출량의 연간 증가율과도 연관되어 있음
  - 그림 1의 배출량변수를 이용한 추정치는 배출이 지속될 때 장기 리스크 추정치, 하단 그림2의 배출량 증가율변수를 이용한 추정치는 단기 리스크 추정치로 해석할 수 있음

[그림 2] 탄소 배출 증가율 대비 탄소 프리미엄



- 또한, 저자들은 상기 탄소 프리미엄이 어떤 요인과 연계되어 있는지에 대한 분석을 실시하였음
  - 경제적 발전 수준은 프리미엄의 국가간 차이를 설명하지 못하나, 정치기관의 민주성, 법치 (rule of law), 재생에너지 비중 등의 요인이 높은 국가일수록 탄소 프리미엄이 낮게 나타남
  - 한편 파리기후변화협정 이전에는 프리미엄이 유의하지 않았으나 협정 이후 유의하게 나타났으며, 이에는 아시아 권역에서의 프리미엄 상승이 큰 역할을 하였음

- 저자들은 2050-60년까지 탄소제로를 실현하기 위해서는 코로나19로 2020년 배출량이 감소한 수치만큼을 매년 감축해야 한다고 지적하며, 투자자들이 향후 대규모의 탄소 전환 리스크에 노출될 것이라고 밝힘
- 탄소 배출과 주식수익률 간의 관계를 분석한 본 연구는 리스크 가격결정에 대한 초석이 될 수 있음
- 정치적 반대에 부딪히는 탄소세의 대안이 될 수 있는, 금융시장에서의 보완적인 접근법이라는 측면에서도 의미를 찾을 수 있음

---

## KCGS Report 제11권 5호

발행일 : 2021년 5월 31일

발행인 : 신진영

발행처 : 한국기업지배구조원

서울시 영등포구 여의나루로 76

TEL : 02-3775-3339 [www.CGS.or.kr](http://www.CGS.or.kr)

제작 : 경성문화사 02-786-2999

등록NO : 영등포, 다 00026

---