

Contents

Vol.86 | 2018. 1호

- 03 연구논단 I** ESG를 활용한 자산운용 전략
박영석 서강대학교 경영대학 교수, 한국기업지배구조원 객원연구위원
- 28 연구논단 II** 2013년 이스라엘 재벌개혁과 그 시사점
박상인 서울대학교 행정대학원 교수, 한국기업지배구조원 객원연구위원
- 51 연구논단 III** 미국의 금융개혁과 기업지배구조:
임원보상 관련 논의를 중심으로
성태윤 연세대학교 경제학부 교수, 한국기업지배구조원 객원연구위원



ESG를 활용한 자산운용 전략

연구논단 I

박영석 | 서강대학교 경영대학 교수, 한국기업지배구조원 객원연구위원

I. 서론

코피아난(Kofi Annan) 전 UN 사무총장의 제창으로 2006년 4월 제정된 유엔 책임 투자원칙(United Nation's Principles of Responsible Investment, UN PRI)은 투자 의사결정시 기존의 재무적 분석에 더해 기후변화, 인권 등과 같은 비재무적인 환경, 사회 및 지배구조(Environmental, Social and Governance, ESG) 이슈를 고려할 것을 천명하고 있다. 현재 이 원칙은 세계적으로 사회책임투자의 개념과 결부되어 타깃 기업을 평가하는데 필수적인 요소로 자리잡고 있고, 2017년말 현재 세계 유수의 기업들과 유관 기관들이 이러한 PRI에 가입하여 원칙을 적극적으로 활용하고 있다. 600조 규모의 기금을 운용하고 있는 국내의 국민연금에서도 2009년 이에 가입하여 투자의사결정의 기본 원칙으로 사용하고 있는데, 더욱이 국민연금에서는 7조원 가량의 사회책임펀드(SRI Funds)를 조성하고 투자 프로세스에 반영하도록 위탁 운용함으로써 이러한 투자원칙의 활용에 앞장서고 있다.

미국 노동부(US Department of Labor)에서 2016년 발간한 “환경, 사회, 및 지배구조 투자 수단” 보고서¹⁾에서는 미국 SIF 재단의 자료를 참고하여 ESG를 활용한 자산운용을 「지속가능투자는 포트폴리오 선별과 운용에 있어 환경, 사회, 지배구조(Environment, Social and corporate Governance, ESG)를 고려하는 투자 접근방법으로 ‘사회책임투자(Social Responsible Investment, SRI)’와 유사한 의미로 사용한다. ESG로 대표되는 기업의 비재무적 성과를 균형 있게 투자의사결정에 반영하는 사회책임투자(SRI)에서 파생되었으나, 최적의 투자성과를 강조하는 선관주의 의무(Fiduciary Duty)를 최우선 시

1) United State Department of Labor (2016), “Environmental, Social, and Governance Investment Vehicle”

한다는 측면에서 전통적인 SRI와는 구별된다.」고 정의하고 있다.

또한, 유럽 사회투자포럼(Eurosif)은 「사회책임투자(Sustainable and Responsible Investment, SRI)가 투자 포트폴리오 내 주식의 연구, 분석 및 선정 과정에서 ESG 요소들을 고려하는 장기 지향적 투자방식」이고, 「투자자들이 장기의 수익을 더 얻을 수 있도록 그리고 기업행위에 영향을 주어 사회에 이익을 주도록 기본분석(fundamental analysis)과 경영개입(engagement)을 ESG 요소들의 평가와 결합하는 것」이라고 정의하고 있다.²⁾

한편 이러한 ESG 평가정보를 토대로 한 자산운용은 펀드의 형태가 주류를 이루고 있다. 2017년 8월 현재 ESG를 활용한 글로벌 자산운용금액은 대략 60조 달러에 달하는 것으로 알려지고 있으며, 대개 공적 기금, 금융기관 등을 포함한 기관투자자들이 펀드의 형태로 운용하고 있다.

미국 사회투자포럼(SIF) 재단의 “US Sustainable, Responsible and Impact Investing Trends” 보고서에 따르면, 2016년 초를 기준으로 476개의 기관투자자, 300개의 자금관리 회사, 그리고 1,043개의 지역사회 투자기관들이 약 8조 6천억 달러에 달하는 미국소재 자산에, ESG 기준을 투자분석과 포트폴리오 선택에 활용하고 있는 것으로 나타났다. 또한 2014년부터 2016년까지 상장법인에 주주총회 의결서(Shareholder resolutions)를 제출한 기관투자자 및 자금 관리회사들은 2016년 초를 기준으로 2조 6천억 달러에 달하는 미국 소재 펀드자산을 보유하고 있는 것으로 나타났다. 다음의 [표 1]에서와 같이 미국 내 ESG를 고려한 투자자산은 매년 그 규모가 지속적으로 증가하는 추세이다.

[표 1] 1995-2016 미국 내 ESG 요소를 고려하는 투자펀드

(단위: 개, \$ Billion)

	1995	1997	1999	2001	2003	2005	2007	2010	2012	2014	2016
펀드 개수	55	144	168	181	200	201	260	493	720	894	1,002
순 자산총액	\$12	\$96	\$154	\$136	\$151	\$179	\$202	\$569	\$1,013	\$2,457	\$2,597

출처: 미국 SIF 재단 (2016), “US Sustainable, Responsible and Impact Investing Trends” 참조

한편 다음의 [표 2]에서 알 수 있듯이 미국 내에서 운용 중인 ESG 펀드는 뮤추얼펀드 (66.2%) 형태가 가장 많이 활용되고 있고, 연금펀드, 투자신탁펀드, 상장지수펀드, 대체투자펀드 등을 아우르고 있으며, 2016년 초를 기준으로 총 1,002개의 펀드가 실제 설정되어 운영 중인 것으로 나타났다.

2) Eurosif, 2016, “European SRI Study” 보고서 참조. 유럽사회투자포럼(Eurosif)은 2006년부터 매년 사회투자책임 보고서를 발간해오고 있음

[표 2] 2016년 미국 내 ESG 기준을 고려한 펀드 및 운용금액

투자수단	개수	자산운용금액 (\$ Billion)
뮤추얼펀드 (Mutual Funds)	475	\$1,718.3
연금펀드 (Various Annuities)	16	\$16.9
상장지수펀드 (ETFs)	25	\$3.5
폐쇄형펀드(투자신탁펀드) (Closed-End Funds)	3	\$0.7
대안투자펀드 (Alternatives)	413	\$206.3
기타 통합상품 (Other Pooled Products)	70	\$651.7
합계	1,002	\$2,597.4

출처: 미국 SIF 재단 (2016), "US Sustainable, Responsible and Impact Investing Trends" 참조

한편 세계적으로 ESG 기준을 활용한 자산운용은 그 규모가 매년 증가하고 있지만, 국내에서는 아직 그 추세를 따라가지 못하고 있는 실정이다. 차후에 언급하겠지만 다음의 [표 3]과 같이 7개의 범주로 분류되고 있는 ESG를 활용한 자산운용 전략 별로 유럽 13개 주요 국가에서의 운용금액이 40%에 가까운 성장세를 보이고 있는 것으로 보고되고 있는데 국내에서는 지난해부터 논의가 시작되어 걸음마 단계를 보이고 있다.

[표 3] 2016년 EU 13개 국가의 ESG 전략 별 자산운용 현황

(단위: € million)

ESG 전략	2013년	2015년	연평균 성장률 (CAGR)	성장률(Growth)
포지티브 스크리닝	353,555	493,375	18%	40%
지속가능 테마	58,961	145,549	57%	146%
규범-기반 스크리닝	3,633,794	5,087,774	18%	40%
ESG 통합	1,900,040	2,646,346	18%	39%
경영관여 및 투표	3,275,930	4,270,045	14%	30%
네거티브 스크리닝	6,853,954	10,150,595	22%	48%
임팩트투자	20,269	98,329	120%	385%
EU Industry (EFAMA* 추정)	16,800,000	21,000,000	NA	25%

* EFAMA(European Fund and Asset Management Association): 유럽자산운용협회

출처: Eurosif (2016), "Euro SRI Study 2016" 참조

하지만, 기관투자자들의 실질적인 주주총회 의결권 행사의 중요성이 강조되는 한국형 "기관투자자 의결권 행사 가이드라인(Stewardship Code)"이 제정되고 이에 따라 국내 주요 연기금을 포함한 기관투자자들의 적극적인 의결권 행사의 당위성이 증가하고 있다. 또한 외환위기 이후 국내기업들의 ESG 관련 사실에 대한 관심이 증대되어 이의 필요성에 관한 합의가 어느 정도 이루어진 것으로 판단된다. 따라서 향후 ESG를 활

용한 자산운용 규모와 이를 위한 다양한 접근방식이 증대될 것으로 전망된다.

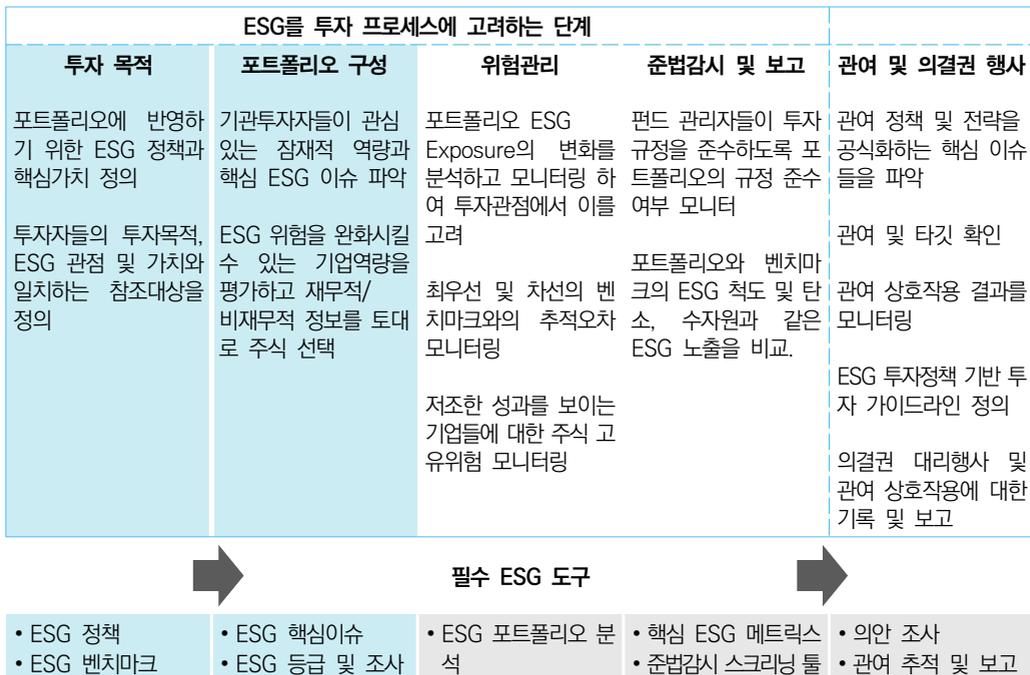
이 글은 이러한 국제적인 흐름을 반영하여, 자산관리자들에게 ESG를 활용한 포트폴리오 구성을 위한 분석체계를 제시하고, 구체적으로 ESG를 활용한 펀드운용 사례를 제시함으로써 향후의 이용자들이 실제 이를 시행하는데 도움이 되고자 한다.

II. 펀드 포트폴리오 구성을 위한 ESG 점수 산정

1. ESG 통합 투자 프로세스

ESG 요소를 고려하여 투자에 활용하고 있는 대다수 기관투자자들은 유사하지만 다소 상이한 투자 프로세스를 가지고 있는데, 프로세스의 첫 단계에서 어떠한 부분을 강조하고 전략을 수립하여 활용할 것인지를 선택하는 것이 중요하다. 참고로 모건스탠리 캐피탈 인터내셔널(Morgan Stanley Capital International, MSCI)은 ESG 요소를 투자에 반영하는 프로세스를 통해 펀드운용에 활용하고 있는 것으로 밝히고 있다.

[그림 1] MSCI 통합 ESG 투자 프로세스



출처: MSCI (2011), "Research insight - Integrating ESG into Investment Process" 참조

MSCI는 상기 [그림 1]과 같은 통합 ESG 투자 프로세스를 위한 일반적인 프레임워크를 제시하고 있는데, 여기에는 이러한 투자 프로세스를 관리하는데 요구되는 필수 도구가 함께 제시되어 있다.

투자 프로세스의 첫 단계는 일반적으로 투자의 미션과 전략의 목표를 정의하는 것으로부터 시작된다. 위험 및 수익률 관련 변수, 투자 대상과 시장 벤치마크의 선택과 더불어 잘 정의된 ESG 투자정책은 중요한 구성요소 중 하나이다. 이러한 ESG 투자정책은 핵심 ESG 이슈에 대한 투자자들의 이해와 일치해야 하며, 명확한 투자기관의 가치관이 존재한다면 이를 반영해야 한다. 이러한 포괄적인 프레임워크는 ESG 통합을 위한 정책과 목표, 이의 구현을 위한 바람직한 전략과 시정조치를 취하고 감시하는 메커니즘을 포괄하여 다루고 있어야 한다.

한편 ESG를 자산운용에 활용하는 기저에는 타깃 기업들에 대한 환경(E), 사회(S) 및 지배구조(G) 평가가 자리하고 있다. 세계적으로 이러한 정보를 자산운용에 활용하는 이용자들은 각 요소들 중 중점을 두고 있는 요소를 선별하거나 혼합하여, 또는 3가지 요소를 모두 고려하여 기업분석 및 투자분석, 그리고 포트폴리오 구성에 활용하고 있다. 본 절에서는 세계적으로 평가 전문기관들이 평가를 진행하고, 그 결과를 2차적으로 자체 평가시스템에 반영하고 있는 형태가 대부분인 점을 감안하여, ESG를 평가와 이와 관련하여 한 걸음 더 나아가 그러한 결과를 선별적이고 자체적으로 점수화하는 방법을 중심으로 소개하고자 한다.

2. ESG 데이터

ESG 평가문항별 데이터는 광범위하게 수집한 기초 데이터베이스에 기반하여 1차적으로 이루어진 평가결과에 해당한다. 만약 개별 자산운용회사들이 매년 이러한 정보를 직접 수집하여 이용하고자 한다면 많은 시간이 소요되고 큰 비용이 지출되어야 할 것이다. 따라서 대부분의 글로벌 운용회사들은 대개 전문적인 평가기관의 데이터를 적극적으로 활용하고 있는 것으로 보고되고 있다.

한편 이러한 ESG 항목별 평가 측정값 및 평가결과를 산출하는 전문기관들은 각각 서로 다른 기준과 리서치 항목을 설정하여 데이터를 수집하고 평가를 진행한다. 미국 노동부 조사 보고서에 따르면 가용한 글로벌 ESG 평가 툴 및 정보를 제공하는 기관들은 약 28개 정도인 것으로 나타났다.³⁾

3) 이러한 평가 툴에서 제공하는 서비스, 추적지수 등에 관한 사항은 미국 노동부 (2017), “Environmental, Social, and Governance (ESG): A Review of the Current Field” 보고서를 참조하길 바란다.

[표 4] 이용 가능한 ESG 투자평가 툴

분석대상	ESG 평가 도구(Tool)
뮤추얼펀드 및 상장지수펀드	Morningstar Sustainability Rating, SocialFunds.com, US SIF Sustainable & Responsible Mutual Fund Chart, MSCI ESG Fund Metrixx,
기업	Bloomberg ESG Disclosure Score, Sustainalytics Company ESG Reports, Oekom Corporate Rating Reports, ISS Quality Score, Covalence Ethical Quote Ethical Snapshots, RobecoSAM Corporate Sustainability Assessment, RepRisk Company Reports, MSCI ESG Company Rating Reports, FTSE ESG Ratings, HIP Investor Ratings, Thomson Reuter Corporate Responsibility Ratings, Vigeo Eiris Sustainability Ratings, Solaron emRatings, Inrate Sustainability Rating, CDP Open Data Portal, ISS_IW Financial Score
기타	Mercer ESG Rating, Social(k)

출처: 미국 노동부 (2017), “Environmental, Social, and Governance (ESG) Investment Tools: A Review of the Current Field” 참조

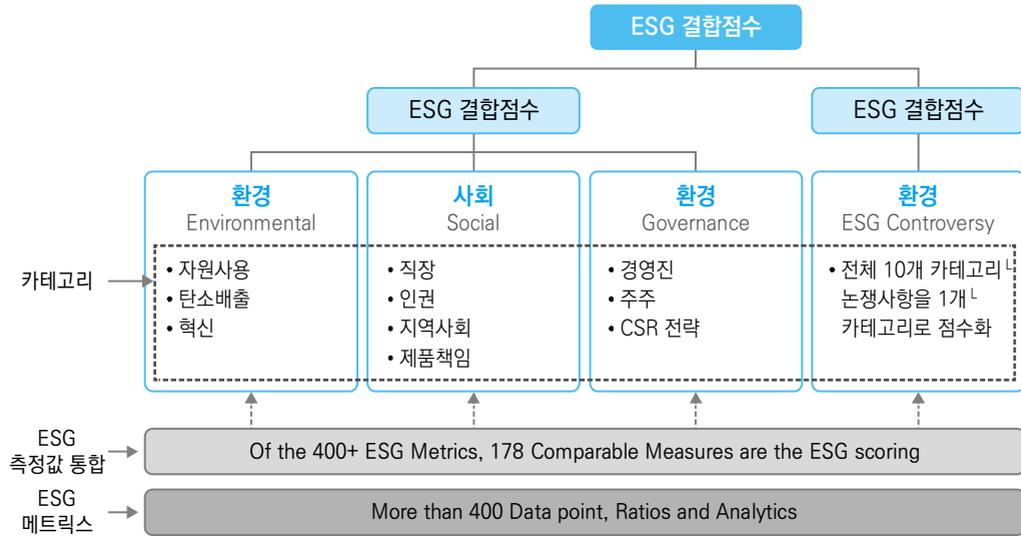
한편 국내의 경우 한국기업지배구조원(KCSG) 및 서스틴베스트(Sustinvest) 등의 평가 전문기관에서 자체 선정한 항목과 기준을 통해 환경(E), 사회(S), 및 지배구조(G) 각 부문에 대한 평가를 진행하고 있으며, 각 영역별 평가결과와 자체적으로 선정한 ESG 통합점수 및 부여등급을 이용자들에게 제공하고 있다. 참고로 국민연금을 비롯한 공적 기금 및 일부 자산운용회사들이 실제 한국기업지배구조원(KCSG)의 “ESG 평가” 데이터와 서스틴베스트(Sustinvest)의 “ESGValue™”에 의한 ESG 평가결과 데이터를 분석에 활용하고 있다.

하지만 평가기관별로 E, S, G 및 통합 ESG 점수를 산출하는 기준이 상이하므로, 자산관리자들은 개별적으로 중점을 두고자 하는 항목, 가치관 등을 반영하여 통합 ESG 점수를 2차적으로 산출한 후 실제 포트폴리오 기업선정에 반영할 수 있을 것으로 판단된다. 이와 관련하여 펀드 관리자들이 ESG 활용하여 기업을 평가하는 데에는 다음 절에 소개되는 Thomson Reuter사의 점수부여 방법을 활용할 수도 있을 것이다.

3. 카테고리 별 점수부여 방법

Thomson Reuter사의 경우 ESG 평가의 객관성과 투명성 확보를 위해 다음과 같은 프로세스에 의한 점수부여 방법론을 공개하고 있다. 본 절에서는 실제 이의 활용을 위해 단계별 프로세스를 상세히 소개하고자 한다.

[그림 2] Thomson Reuter ESG평가 점수부여(Scoring) 프로세스



출처: Thomson Reuter (2017), "Thomson Reuters ESG Scores" 참조

■ 카테고리 점수계산 [Category Scores Calculation]

Thomson Reuter사는 10개 카테고리 점수와 ESG 논쟁사항 점수를 계산하기 위해 백분위 채점방식을 채택하고 있고 이는 1) 평가기업보다 더 좋지 않은 값(worst value)을 가지는 기업의 수, 2) 평가기업을 포함하여 동일한 값(same value)을 가지는 기업의 수, 3) 값(value)을 가지고 있는 기업의 수의 3가지 요소를 기초로 한다. Thomson Reuter의 ESG 카테고리 별 점수계산은 다음의 식을 기초로 이루어진다.

$$\text{점수} = \frac{\text{하위값을 갖는 기업의 수} + \frac{\text{평가기업 포함, 동일한 값을 갖는 기업의 수}}{2}}{\text{값을 갖는 기업의 수}}$$

백분위 순위 점수는 순위를 기반으로 하므로, 극단 값(outliers)에 대해 그다지 민감하지 않고, 백분위 순위 점수로 생성된 순위 분포는 거의 평평(almost flat)하다는 장점을 가지고 있다. 한편 이러한 이유로 백분위 순위 점수로 산출된 점수의 평균과 표준편차는 별로 유용하지 않다.

10개의 각 카테고리 점수는 이를 생성하는데 사용된 각 산업별 모든 관련지표의 동일가중(equal weighted) 합계이다. 정규화된 가중치는, 회사가 보고하지 않은 경우, 여기에 기본 값(default value)을 부여하는⁴⁾ 것이 매우 부정확하기 때문에 공공영역에

4) 온실가스 배출량(GHG emission)의 경우에만 Thomson Reuter사가 특허 출원한 배출추정모형(proprietary emission model)을 활용하여 배출량 추정치를 계산하여 적용하고 있음. 배출추정모형의 세부 사항은 Thomson

서 이용할 수 없는 데이터를 가진 정량지표를 제외하고 계산한다.

■ 카테고리 벤치마크 [Category Benchmarks]

ESG 관련 논쟁사항 점수뿐만 아니라, 환경 및 사회 부문의 점수 계산에는, 이러한 주제들이 동일 산업 내 기업들과 더 연관성이 있고 유사하기 때문에, TRBC 산업그룹⁵⁾이 벤치마크로 사용된다. 지배구조 범주의 점수 계산에는, 한 국가 내에서 최적 지배구조 관행이 일관성 있게 유지되기 때문에, 본사 국(country of headquarters)이 벤치마크로 사용된다.

■ 카테고리 구성과 등급부여 [Category Weights]

Thomson Reuters ESG 점수 계산에는, 각 카테고리의 가중치를 결정하는 데이터 기반의 자동화된, 객관적인 논리가 적용되고 있다. 각 카테고리 비중은 TR ESG Score 프레임워크에서 사용된 모든 지표들과 비교하여 각 카테고리를 구성하는 지표의 수에 의해 결정된다. 결과적으로 경영진(구성, 다양성, 독립성, 위원회, 보상 등)과 같이 다양한 주제를 포함하고 있는 카테고리 및 이러한 주제 전반에 걸쳐 더 많은 정보를 보고하는 기업들은 인권 또는 CSR전략과 같은 주제의 카테고리보다 더 큰 비중을 차지하게 된다.

[표 5] Thomson Reuters ESG 10개 카테고리 및 구성지표 수

핵심영역	카테고리	등급부여 지표	비중
환경 [Environmental]	자원활용 [Resource Use]	20	11%
	배출량 [Emissions]	22	12%
	혁신 [Innovation]	19	11%
사회 [Social]	작업장 [Workplace]	29	16%
	인권 [Human Rights]	8	4.50%
	지역사회 [Community]	14	8%
	제품책임 [Product Responsibility]	12	7%
지배구조 [Governance]	경영진 [Management]	34	19%
	주주 [Shareholders]	12	7%
	CSR 전략 [CSR Strategy]	8	4.50%
합계 [Total]		178	100%

출처: Thomson Reuter (2017), “Thomson Reuters ESG Scores” 참조

Reuter 홈페이지 참조

5) Thomson Reuter 산업분류(TRBC). TRBC는 총 5단계로 구성되어 있으며 이 중 3단계에 해당하는 TRBC 산업그룹은 총 54개로 구성됨. TRBC에 관한 자세한 사항은 Thomson Reuter 홈페이지 참조

한편 Thomson Reuter의 ESG 백분위 순위점수와 등급은 산업 내 비교기업과 비교한 상대적 우수기업 평가가 용이한 것으로 평가된다.

[표 6] ESG 백분위 점수에 따른 등급부여 기준

ESG 백분위 순위 점수 구간	등급 (Grade)	ESG 백분위 순위 점수 구간	등급 (Grade)
0.0 ≤ 점수 ≤ 0.083333	D-	0.500000 < 점수 ≤ 0.583333	B-
0.083333 < 점수 ≤ 0.166666	D	0.583333 < 점수 ≤ 0.666666	B
0.166666 < 점수 ≤ 0.250000	D+	0.666666 < 점수 ≤ 0.750000	B+
0.250000 < 점수 ≤ 0.333333	C-	0.750000 < 점수 ≤ 0.833333	A-
0.333333 < 점수 ≤ 0.416666	C	0.833333 < 점수 ≤ 0.916666	A
0.416666 < 점수 ≤ 0.500000	C+	0.916666 < 점수 ≤ 1.0	A+

출처: Thomson Reuter (2017), “Thomson Reuters ESG Scores” 보고서 참조

4. 카테고리 점수계산 예

이번 절에서는 Thomson Reuter사가 제시한 2017년 9월 현재(as of), 수자원 및 유틸리티(Water & Other Utilities) 산업 기업들을 대상으로 자사 ESG 데이터베이스에서 제공하는 기초 데이터를 활용하여 카테고리 점수를 계산한 방법에 대한 실제 사례를 소개한다. 이제부터는 Thomson Reuter사가 제시한 실제 산업 내 전체 15개 기업들에 대한 2015년 회계연도의 “배출량 카테고리(Emission Category)” 점수가 산정되는 과정을 소개하여 향후 이용자들의 이해 증진을 도모하고자 한다.

■ 환경 부문의 “배출량(Emission) 카테고리” 백분위 점수계산(ESG Score) 및 등급부여

Thomson Reuter사가 제시한 “배출량 카테고리”에 대한 백분위 점수 계산과 그에 따른 등급부여를 단계별로 기술하면 다음과 같다. 우선 “배출량(Emission) 카테고리” 내의 총 22개의 등급지표척도(indicators in Rating. Matrix) 중 플레어링 가스(Flaring gases) 및 시멘트 CO₂ 환산 배출량(Cement CO₂ Equivalent Emissions)의 2개 척도의 경우, 평가대상인 “수자원 및 유틸리티” 산업과 무관하므로 이를 제외한 나머지 20개 척도에 대한 값을 추출한다. 이 값은 Thomson Reuter사가 구축하고 있는 기초 데이터를 토대로 각 척도에 대하여 측정되어 부여된 결과 수치에 해당한다. 이러한 부여 값을 토대로 백분위 점수 계산식이 각 척도 측정 값에 적용되어 계산된다. 카테고리 점수 산출을 위한 과정은 다음 단계를 따른다.

- 1단계. “추정 CO₂ 환산 배출량 합계(Estimated CO₂ Equivalent Total)” 측정지표 6)에 대한 백분위 점수

[표 7] “Estimated CO₂ Equivalent Total” 측정지표 값 백분위 순위 계산

설명	Aqua America Inc.	American States Water Co.
평가기업보다 낮은 값을 갖는 기업 수	14	13
평가기업과 동일한 값을 갖는 기업 수	1	1
값을 갖는 기업 수	15	15

[표 8] “Estimated CO₂ Equivalent Total” 측정지표 값 백분위 순위 계산 (계속)

기업 명	값 (Numeric value)*	백분위 점수	백분위 점수 적용 식
Aqua America Inc.	0.00009438	0.966666667	(14+(1/2))/15
American States Water Co.	0.00015559	0.9	(13+(1/2))/15
United Utilities Group PLC.	0.00016684	0.833333333	(12+(1/2))/15
California Water Service Group.	0.00017066	0.766666667	(11+(1/2))/15
Aguas Andinas SA.	0.00017236	0.7	(10+(1/2))/15
Consolidated Water Co. Ltd.	0.00017997	0.633333333	(9+(1/2))/15
Severn Trent Plc.	0.00019745	0.566666667	(8+(1/2))/15
Inversiones Aguas Metropolitanas SA.	0.00020508	0.5	(7+(1/2))/15
Metro Pacific Investments Corp.	0.00021981	0.433333333	(6+(1/2))/15
American Water Works Company Inc.	0.00022414	0.366666667	(5+(1/2))/15
Beijing Enterprises Water Group Limited.	0.00027149	0.3	(4+(1/2))/15
Manila Water Company Inc.	0.00028717	0.233333333	(3+(1/2))/15
Guangdong Investment Ltd.	0.00029750	0.166666667	(2+(1/2))/15
Companhia de Saneamento de Minas Gerais	0.00074917	0.1	(1+(1/2))/15
Companhia de Saneamento Basico-Sabesp	0.00079476	0.033333333	(0+(1/2))/15

* 값(value)은 Thomson Reuter의 각 측정지표의 계산 값을 의미

상기 계산은 “배출량(Emission) 카테고리” 내의 모든 측정지표 값에 동일한 단계를 적용하여 계산하고, 이렇게 개별 백분위 점수가 계산되면 다음의 [표 9]와 같이 개별 기업에 대한 평균 점수를 산출한다.

6) 이 척도의 경우 낮은 점수일수록 상위인 정량지표에 해당함

- 2단계. 기업별 “Emission 카테고리” 평균 백분위 점수

[표 9] United Utilities Group PLC사 “Emission 카테고리” 평균 백분위 점수계산

기업 명	측정항목 (Title)	값 (Value)	백분위 점수
United Utilities Group PLC.	Estimated CO ₂ Equivalent Emission Total	0.000166844	0.833333333
United Utilities Group PLC.	Policy Emissions	1	0.7
United Utilities Group PLC.	Targets Emissions	1	0.9
United Utilities Group PLC.	Biodiversity Impact Reduction	1	0.766666667
United Utilities Group PLC.	Emissions Trading	1	0.933333333
United Utilities Group PLC.	Environmental Partnerships	1	0.766666667
United Utilities Group PLC.	Environmental Restoration Initiatives	1	0.8
United Utilities Group PLC.	Climate Change Commercial Risks Opportunities	1	0.733333333
United Utilities Group PLC.	NOX and SOX Emissions Reduction	0.5	0.466666667
United Utilities Group PLC.	e-Waste Reduction	0.5	0.466666667
United Utilities Group PLC.	Staff Transportation Impact Reduction	0.5	0.5
United Utilities Group PLC.	VOC or Particular Matter Emissions Reduction	0.5	0.466666667
United Utilities Group PLC.	Environmental Expenditures Investments	0.5	0.366666667
Average			0.669230769

- 모든 기업들에 대한 평균 점수를 산출한 이후, 평균 점수는 점수순으로 정렬된다.
- “Emission 카테고리 점수” 산출을 위해 백분위 점수 공식을 적용한다.

[표 10] 평가대상 산업 내 “Emission 카테고리” 평균 백분위 점수계산 및 등급부여

기업 명	Emission 카테고리 평균 백분위 점수	Emission 카테고리 점수	백분위 점수 적용 식	등급
United Utilities Group PLC.	0.669230769	0.966666667	$(14+(1/2))/15$	A+
Severn Trent Plc.	0.61025641	0.9	$(13+(1/2))/15$	A
Companhia de Saneamento Basico-Sabesp	0.564285714	0.833333333	$(12+(1/2))/15$	A
Aqua America Inc.	0.564102564	0.766666667	$(11+(1/2))/15$	A-
American States Water Co.	0.558974359	0.7	$(10+(1/2))/15$	B+
Manila Water Company Inc.	0.556666667	0.633333333	$(9+(1/2))/15$	B
American Water Works Company Inc.	0.556410256	0.566666667	$(8+(1/2))/15$	B-
Aguas Andinas SA.	0.554444444	0.5	$(7+(1/2))/15$	C+
California Water Service Group.	0.51025641	0.433333333	$(6+(1/2))/15$	C+
Companhia de Saneamento de Minas Gerais	0.420512821	0.366666667	$(5+(1/2))/15$	C
Inversiones Aguas Metropolitanas SA.	0.412820513	0.3	$(4+(1/2))/15$	C-
Metro Pacific Investments Corp.	0.407692308	0.233333333	$(3+(1/2))/15$	D+

기업 명	Emission 카테고리 평균 백분위 점수	Emission 카테고리 점수	백분위 점수 적용 식	등급
Consolidated Water Co. Ltd.	0.384615385	0.166666667	$(2+(1/2))/15$	D+
Beijing Enterprises Water Group Limited	0.358974359	0.1	$(1+(1/2))/15$	D
Guangdong Investment Ltd.	0.348717949	0.033333333	$(0+(1/2))/15$	D-

■ ESG 결합점수 계산(ESG Combined Score)

(1) ESG 논쟁사항 점수 계산 로직

앞서 계산한 백분위 ESG 점수는 해당 평가기업의 논쟁사항(Controversies)을 감안하지 않고 산출한 것이다. 따라서 해당 회계연도에 대한 통합 ESG 점수 산출에는 다음의 과정이 가미된다. 우선 ESG 논쟁사항 점수는 가장 최근 완료된 회계연도의 논쟁사항을 반영하여 23개 ESG 논쟁사항 주제에 기초하여 계산된다.

- 모든 논쟁사항 측정값에 대한 기본 값(default value)에는 0이 부여된다. 예를 들어, 벤치마크가 4개 기업은 0의 값을, 2개 기업은 1의 값을 갖는 6개의 기업으로 구성되어 있다고 가정해 보자(이 경우 점수가 낮을수록 좋음). 그러면 백분위 점수 계산식에 의해 논쟁사항이 없는 기업의 논쟁사항 백분위 점수는 다음과 같이 $(2+4/2)/6=67\%$ 로 계산된다. 그리고 논쟁사항이 1개인 기업의 경우 다음과 같이 $(0+2/2)/6=17\%$ 로 계산된다.
- ESG 논쟁사항 백분위 점수가 0.50보다 크다는 것은 그 기업이 해당 평가연도에 논쟁사항이 없다는 것을 의미한다. (논쟁사항이 없는 2개의 기업들로 구성을 가정하면 최대 값 $(0+2/2)/2=0.5$ 에 해당)
- 모든 최근의 논쟁사항들은 가장 최근 마감된 회계연도에 대해 카운트 되고 중복 카운트를 허용하지 않는다.
- 논쟁사항은 TRBC 산업그룹에 대해 벤치마크 된다.

(2) ESG 논쟁사항 점수 계산 (앞서 살펴본 ESG 백분위 점수 산출과 동일)

- FY 2015의 모든 기업들에 대한 논쟁사항이 포함된 값을 추출한다.
- 개별 기업들의 모든 논쟁사항을 합하고 낮은 점수에서 높은 점수 순서로 기업들을 정렬한다.
- ESG 논쟁사항 점수 계산에 백분위 순위점수 공식을 적용한다.

[표 11] ESG 논쟁사항 카테고리 백분위 점수 계산 및 등급부여

기업 명	모든 논쟁사항 개수 합계	논쟁사항 점수	백분위 점수 적용 식	등급
Companhia de Saneamento Basico-Sabesp	0	0.56667	$(2+(13/2))/15$	B-
United Utilities Group PLC.	0	0.56667	$(2+(13/2))/15$	B-
Aguas Andinas SA.	0	0.56667	$(2+(13/2))/15$	B-
American Water Works Company Inc.	0	0.56667	$(2+(13/2))/15$	B-
Consolidated Water Co. Ltd.	0	0.56667	$(2+(13/2))/15$	B-
Beijing Enterprises Water Group Limited.	0	0.56667	$(2+(13/2))/15$	B-
Guangdong Investment Ltd.	0	0.56667	$(2+(13/2))/15$	B-
American States Water Co.	0	0.56667	$(2+(13/2))/15$	B-
Inversiones Aguas Metropolitanas SA.	0	0.56667	$(2+(13/2))/15$	B-
California Water Service Group.	0	0.56667	$(2+(13/2))/15$	B-
Manila Water Company Inc.	0	0.56667	$(2+(13/2))/15$	B-
Aqua America Inc.	0	0.56667	$(2+(13/2))/15$	B-
Metro Pacific Investments Corp.	0	0.56667	$(2+(13/2))/15$	B-
Companhia de Saneamento de Minas Gerais	1	0.06667	$(0+(2/2))/15$	D-
Severn Trent Plc.	1	0.06667	$(0+(2/2))/15$	D-

(3) 최종 ESG 결합점수

ESG 결합점수는 해당 회계연도 동안 논쟁사항이 존재하는 경우 ESG 점수와 ESG 논쟁사항 점수의 평균으로 계산된다. 논쟁사항 점수가 0.5 이상인 경우 ESG 점수는 ESG 결합점수와 같게 된다. ESG 결합점수 산출 로직은 다음의 [표 12]와 같다.

[표 12] ESG 결합점수의 산출 예

시나리오	ESG 논쟁사항 점수	ESG 점수	ESG 결합점수
논쟁사항 점수 \geq 0.5인 경우, ESG 결합점수=ESG 점수	57	38	38
ESG 점수<논쟁사항 점수<0.5인 경우, ESG 결합점수=ESG 점수	49	42	42
논쟁사항 점수<0.5 & 논쟁사항 점수<ESG 점수인 경우, ESG 결합점수=ESG 점수와 논쟁사항 점수의 평균	48	49	48.5

※ 본 절의 예시를 통한 통합 ESG 점수 산정에 적용된 기초 데이터, 로직, 등은 Thomson Reuters (2017) "Thomson Reuters ESG Score" 보고서에 자세히 기술되어 있고, 수 개의 실제 적용된 Excell Fact Sheet가 링크되어 있으므로 쉽게 이를 활용가능 하다.

III. ESG를 활용한 자산운용 전략

상기한 ESG 평가결과는 다양한 전략을 활용하여 자산운용에 접목되고 있다. 이러한 대상 자산은 미국의 경우 공적 기금(Public funds), 기업, 교육기관(Educational Institutions), 재단, 종교적 투자집단(Religious Investors)⁷⁾주7), 노동조합 연금펀드(Labor union pension funds) 등이 주로 보유하고 있는 것으로 보고되고 있다.

미국 SIF 재단이 실시한 ESG 고려 전략에 대한 조사에 응답한 운용회사 중에서 62%가 자사 펀드에 네거티브 스크리닝(negative screening), 포지티브 스크리닝(positive screening) 및 ESG 통합(ESG integration) 전략을 결합하여 사용한다고 응답했다. 또한 절반 이상은 임팩트 투자(impact investing) 전략을 사용한다고 응답했고, 거의 절반이 테마별 투자(sustainability themed investing)를 전략으로 사용하고 있는 것으로 응답했다.

■ ESG 자산운용 전략

미국 노동부의 “환경, 사회, 및 지배구조 투자수단” 보고서와 미국 SIF 재단의 보고서에 의하면 ESG를 활용한 전략은 다음과 같이 크게 7가지로 범주화 시킬 수 있다.

[표 13] ESG를 고려한 투자전략 분류

투자 형태	전략 혹은 방법 기술
1. 포지티브 스크리닝 (Positive screening/best-in-class)	ESG 기준에 부합하는 종목 또는 사업에만 투자하는 스크리닝 방식으로, ESG 성과가 우수한 종목을 선별하여 투자한다는 측면에서 네거티브 스크리닝에 비해 더욱 엄격한 방식
2. 네거티브 스크리닝 (negative/exclusionary screening)	ESG 기준에 근거하여 특정 산업 또는 종목에 대한 투자를 배제하는 가장 기초적인 책임투자 전략
3. ESG 통합 (ESG integration)	재무성과에 영향을 미칠 만한 ESG 요인들에 중점을 두고 가치평가 단계에서부터 재무적 분석과 비재무적 분석을 병행하는 방식
4. 임팩트 투자(Impact investing)	수익에 국한하지 않고 사회에 긍정적 영향을 미치는 사업에 투자하는 방식
5. 테마 투자 (Sustainability thematic)	기후변화, 생태효율성, 보건, 수자원 등 지속가능성과 관련된 특정 테마에 기여하는 자산 또는 종목에 선별 투자하는 전략으로 수익 창출을 일차적 목적으로 한다는 점에서 임팩트 투자와 차이가 있음
6. 지수 기반 (Index based)	다우존스 지속가능지수와 같이, 환경적이고 사회적 책임을 수행하는 기업으로 구성된 지수를 추적하는 투자 포트폴리오를 구성

7) 이들은 보통 신앙펀드(Faith-based funds)를 조성하여 운영하고 있는데, 종교교리에 부합하는 도덕적 기업에 주로 투자하는 일종의 사회적책임펀드(SRI funds)에 해당한다. 이러한 펀드들은 종교교리에 따라 주류, 담배, 도박 등 종교적으로 죄악시되는 사항들과 관련한 기업들에 대한 투자를 금하고 있다. 한편 신앙펀드는 투자대상을 심의하는데 다소의 시간과 비용이 들어 일반적인 펀드에 비해 수익이 적은 단점이 있지만, 신앙을 중시하는 사람들 사이에서 그 투자 규모가 증가하고 있다.

투자 형태	전략 혹은 방법 기술
7. 직접 경영개입 및 행동주의 (Direct corporate engagement and activism)	ESG 관행(기타 ESG 투자전략과 함께 사용될 수 있음)을 채택하도록 촉진하기 위해 기업 경영에 직접적으로 개입하는 것

출처: 미국 노동부 (2017), “Environmental, Social, and Governance(ESG) Investment Tools: A Review of the Current Field” 및 미국 SIF 재단 (2016), “US Sustainable, Responsible and Impact Investing Trends” 참조

1) 포지티브 스크리닝 [Positive screening/Best-in-class]

포지티브 스크리닝 전략은 산업 내 기업들과 비교해 양(positive)의 ESG 성과를 보이는 분야, 기업, 혹은 프로젝트에 투자하는 전략이다. 이는 네거티브 스크리닝 전략과 비교해 더욱 엄격한 방식으로 주식을 분류하는 과정에서 ESG 성과가 높게 측정되는 종목을 선별하는 방식이다. 한편 이 전략에서는 특정 ESG 성과 임계 값을 충족시키지 못한 기업들을 회피하는 것도 포함하고 있다.

포지티브 스크리닝 전략의 한 종류인 Best-in-class 전략은 환경(E), 사회(S), 지배구조(G) 기준 별로 정하고 있는 특정한 높은 편입허들을 설정하여 이를 충족하는 기업만을 선택하는 적극적 포트폴리오 구성전략에 해당한다. 이를 산업으로 특정하면 기업 별로 해당 산업에서 가장 높은 점수를 보이는 기업을 선정하는 것이 가능하다. 일반적으로 평가대상 기업이 속한 산업에 따라 영업 환경이 상이하기 때문에 산업별로 각기 다양한 기준과 가중치를 부여하여 ESG 점수가 산정되게 된다. 이러한 전략을 사용함으로써 투자자들은 특정 산업에서 가장 ESG 점수가 좋은 기업들을 선택할 수 있는 기회를 갖게 된다.

한편 이러한 포지티브 스크리닝 전략을 실행하기 위해서는 전문적인 ESG 평가방법을 보유하고 있는 ESG 등급산정(rating) 기업의 평가 또는 비교할 수 있는 지수(Index)가 필요하기 때문에 추가적인 비용이 요구될 수 있다. 지수를 기반으로 종목을 선정하여 운용하는 전략을 지수기반(Index based)전략이라고 하는데 미국의 경우 DJSI(Dow Johns Sustainability Index)를 주로 사용하며, 유럽의 경우 FTSE4GOOD를 활용하여 평가한다.

2) 네거티브 스크리닝 [Negative screening]

네거티브 스크리닝은 과거부터 전통적으로 사용된 ESG 투자전략 중 하나으로써, ESG 기준에 의하여 특정 분야나 기업을 투자에서 배제하는 기초적인 투자 전략이다. 다만, 투자회사의 ESG 기준에 부합하지 않는 산업이나 종목을 무조건적으로 배제하는 것이 아니라 투자 받는 해당회사가 창출하는 수익의 일정 비율이 ESG기준에 부합하지 않는

활동에서 나오는지의 여부 혹은 자금 위탁자의 ESG 기준에 적합한지의 여부를 측정하는 등 유연한 방법으로 적용하여, 해당 회사의 주식이나 채권을 포트폴리오에서 제외하는 방식이다.

네거티브 스크리닝은 과거 종교기관들이 술, 도박, 담배와 같은 특정 산업을 최악주(sin stock)로 여겨 투자에 배제하는 것에서 시작되었다. 따라서 전통적 윤리 기준에 따른 사회 책임투자와 깊게 연관된 전략으로서 오늘날 ESG 투자에서도 주로 공적 기금을 운용하는 기관투자자들에 의해 많이 사용되고 있다. 최근 이 전략을 사용하는 투자자들은 기후 변화에 대한 높은 관심을 반영하여 석탄, 기름 그리고 가스등의 화석 연료(fossil fuels)와 관련된 투자자산을 배제하는데 초점을 맞추고 있다.

한편 이 전략을 활용하는 데에는 포트폴리오 구성종목과 벤치마크(reference benchmark) 사이의 차이에 해당하는 트래킹에러(Tracking error)가 발생한다는 사실을 고려해야 한다. 트래킹에러는 포트폴리오 구성종목이 벤치마크를 완벽하게 추적하지 못하기 때문에 발생하는 오차를 뜻하는 것으로 예상하지 못한 손실이나 이익의 발생을 불러올 수 있다. 따라서 투자자들은 포트폴리오가 한 가지 분야에 편중되어 벤치마크 또는 지수(index)보다 낮은 수치를 기록하지 않도록 관찰하고 손실 리스크를 통제해야 한다. Trillium Asset Management, J. P. Morgan, Clearbridge 등 네거티브 스크리닝 전략을 활용하는 자산운용회사들이 공시한 투자설명서에 따르면 일반적으로 트래킹에러를 3~5% 대로 유지하고 있는 것으로 나타났다.

3) ESG 통합 [ESG integration]

ESG 통합전략은 투자대상기업의 재무적 성과에 영향을 줄 수 있는 ESG 요소들에 초점을 두고 기업가치 평가(valuation) 단계에서 재무적(financial)분석과 비재무적(Non-Financial, ESG)분석을 함께 진행하는 전략을 의미한다. 포지티브 혹은 네거티브 스크리닝과 같이 재무적 요소를 고려하기 전/후로 ESG기준에 적합하지 않은 항목을 포함하거나 제외하는 방식보다 진일보한 투자전략으로, 이와 관련한 다양한 실행 전략들이 대형 투자회사를 통해 지속적으로 개발되고 있다.

UN에서 발간한 “주식투자를 위한 ESG통합 실용 가이드”에 의하면 ESG통합 전략은 노동기준이 수익 및 할인율에 미치는 영향, 환경규제가 수익에 미치는 영향, ESG가 프로젝트 비용에 미치는 영향, ESG수준에 따른 예상 수익조정 그리고 ESG요인이 경제에 미치는 영향을 평가하여 경제 성장률에 대한 예측을 조정하고 이를 회사의 재무예측에 적용하는 방식으로 사용된다.

4) 임팩트투자 [Impact investing]

JP Morgan은 Global Impact Investing Network (GIIN)과 함께 발간한 보고서를 통해 임팩트 투자를 「자본이득 창출을 넘어 사회적으로 긍정적인 영향을 창출하는 것을 목적으로 하는 투자」라고 정의하고 있다. ESG 평가에 따라 투자에서 제외하거나 포함시키는 전통적인 ESG투자전략과는 달리 임팩트 투자는 재무적인 성과를 일정 부분 양보하더라도 ESG 이슈와 관련된 사업에 투자하는 적극적 방식에 해당한다. 사회적 기업(Social Enterprise)처럼 비영리조직과 영리기업의 중간 단계의 회사들 중 사회적 문제 해결을 목적으로 영업하는 회사 또는 자선단체의 사업이 주로 투자대상이다. 임팩트 투자는 이익을 추구하는 전통적 투자방식으로는 자금이 유입될 수 없는 사업을 활성화시켜 사회적 문제를 해결하는데 의의를 가진다. 최근 임팩트 투자가 각광받는 이유는 정부 예산 혹은 자선 재단의 활동만으로 사회적인 문제를 해결하기 어렵다는 판단 하에 사회 문제를 자본주의적인 방법으로 해결하기 위해서이다.

JP Morgan이 발행한 Decoding the Elements of Sustainable Investing에 의하면 임팩트 투자는 사회적 기업의 성장단계에 핵심적인 역할을 하고 사회적 사업 모델에 투자한다는 점에서 벤처 캐피탈이나 사모펀드와 유사한 형태라고 할 수 있다. 임팩트 투자에 있어 투자 대상이 되는 사업의 사회적 효과에 대한 평가는 투자자 입장에서 위험요소(risk)가 될 수 있어 이를 보증 할 수 있는 제3자(Third Party)혹은 정부기관의 역할이 필요하다.

5) 테마별 투자 [Sustainability thematic]

테마별 투자는 환경(E), 사회(S), 지배구조(G) 각 영역과 관련된 테마를 선정하고, 이러한 테마와 관련하여 수익을 창출할 수 있을 것으로 기대되는 산업과 기업을 선별하여 포트폴리오를 구성하는 전략이다. 이러한 테마별 투자의 경우 환경 부문에서는 수자원 및 폐기물 관리, 에너지 효율성, 기후변화, 청정에너지, 환경보호기술 등을 사회 부문에서는 주택, 교육, 헬스케어 등이 주요 자산운용회사에서 관련 테마로 고려할 수 있을 것으로 판단된다. 또한 지배구조부문에서는 기업 투명성, 이사회 구성의 다양성 등의 테마를 고려해 볼 수 있다. 한편 이러한 테마는 해당 펀드 투자자들의 ESG 각 부문에 대한 관점과 일치하는 방향으로, 운용회사 설정 펀드가 추구하는 가치를 함께 종합적으로 고려되어 선택되게 된다.

한편 임팩트 투자의 경우에는 수익에 우선순위를 두지 않고 사회적 문제 해결을 우선 목표로 설정하는 반면, 테마투자는 ESG관련 테마에 속한 자산에 투자하지만 재무적 수익 창출을 최우선 목표로 한다는 것에 차이가 있다.

6) 직접 경영개입 및 행동주의 [Direct corporate engagement and activism]

이 전략은 ESG 관련 문제에 적극적으로 참여함으로써 기업 의사결정에 영향을 미치고자 하는 것이다. 과거의 주주 행동주의전략((shareholder activist)에서는 대부분 배당금이나 자본이득을 얻기 위해 경영의사결정에 개입했다. 그러나 최근 ESG기반의 행동주의 전략은 기업의 부실한 경영성과, 경영 투명성제고 그리고 ESG기준과 관련된 기업 의사결정에 관여(engagement)함으로써 기업의 재무적 가치뿐만 아니라 사회적 가치를 제고하는 활동이 이루어지고 있다.

ESG 행동주의 전략이 주목 받고 있는 이유는 시장에서 기관투자자의 시기적절한 정보력에 의존해 수익을 만들어내는 시대는 지나갔다는 의견 때문이다. ESG기준에 맞는 주식을 포트폴리오에 편입하거나 매도하는 방식으로는 목표 수익률을 만들어내기 힘들다는 의미이다. 따라서 ESG기준에 부합하는 경영을 토대로 기업가치를 재고시켜 주가를 상승시키려는 ESG 행동주의 전략이 주목 받고 있다.

IV. ESG를 활용한 전략 및 펀드운용 사례

■ 사례 1. SunAmerica AIG ESG Dividend Fund

운용회사	SunAmerica Asset Management. LLC.
펀드 명	SunAmerica AIG ESG Dividend Fund
종류	Mutual Funds
펀드 벤치마크	Russell 1000 Index
ESG 투자전략	Negative screening 전략
설정일	2016년 12월 1일
운용금액	\$ 2,7100,000

썬 아메리카 자산운용(SunAmerica Asset Management)이 운용하고 있는 SunAmerica AIG ESG Dividend Fund는 탈퇴가 자유로운 개방형 펀드이고, 2016년 12월 1일 설정되어 2017년 말 기준 총 순자산이 2,710만 달러에 달한다. 펀드 포트폴리오는 총 40개 주식으로 구성되어 있으며, 추종 벤치마크는 미국의 1만여개 상장기업의 시가총액 기준 상위 1000개 기업으로 구성된 Russell 1000 Index를 사용하고 있다.

이 펀드의 주요 투자전략은 가치(Value) 투자와 네거티브 스크리닝(negative screening)

이다. 가치 투자를 통해 시장에서 저평가된 주식을 발굴하여 투자함으로써 현재 주가에 반영되지 않은 견실한 재정 능력을 가지고 있는 주식을 식별한다. 한편 이들이 활용하고 있는 네거티브 스크리닝 전략은 특정 환경(E), 사회(S) 그리고 지배구조(G) 기준을 충족하지 못하는 기업들과 및 특정 산업에 해당하는 최악 주(sin stock)를 식별하여 이를 배제하는 방식을 사용한다. 이러한 전략은 구체적으로 다음의 단계를 통해 포트폴리오 구성종목 선정에 활용되고 있다.

[표 14] 펀드 포트폴리오 구성 절차

1단계	2단계	3단계	4단계
Large-Cap U.S. Stocks Russell 1000 Index	네거티브 스크리닝 전략 죄악주/ 저조한 ESG 기업	허들 충족여부 배당 수익률/유동성	지표 순위 산정 배당금액, 수익성, 기업가치, ESG 등급

동 펀드의 포트폴리오 설정 과정은 첫 번째로 투자대상기업군(investment universe)인 Russell 1000 index에서 펀드가 정한 산업에 해당하는 죄악주와 E, S, G 배제 기준을 충족하는 기업을 배제하는 것이다. 이렇게 네거티브 스크리닝을 통과한 대상 기업군 중 배당금 수익이 기대되는 주식을 최대 40개까지 매입하여 보유하는(buy and hold) 전략을 이용해 운용한다.⁸⁾ 한편 펀드 설정사항에 규모에 대한 제약사항은 없지만, Russell 1000 Index에 해당하는 유니버스를 토대로 하고 있으므로 주로 대형주가 포트폴리오에서 많은 비중을 차지하고 있음을 밝히고 있다.

우선 네거티브 스크리닝 전략을 통해 다음과 같은 제외 기준에 해당하는 산업에 속한 기업에 해당하는 주식(sin stock)을 제외한다.

포트폴리오 구성 시 배제 산업

- 1) 민간 총기류 제조 및 유통 관련 산업
- 2) 군수 산업 및 군수 유통업
- 3) 주류 혹은 담배의 제조 및 유통 관련 사업
- 4) 유희 및 카지노 관련 산업
- 5) 방사능 물질 제조업

또한 상기 스크린된 기업들에 대해 다음과 같은 E, S, G 기준에 해당하는 기업을 다시 배제하는 스크리닝을 거친다. 이러한 기준은 향후 포트폴리오 구성 종목의 재정적 기준으로도 작용하고 있다.

⁸⁾ 동사의 매입보유전략은 주식 시장가격(Market price)이 주식 고유가치보다 낮다고 판단 될 때, 해당주식을 매입하여 장기적인 가격 상승 이익과 주식으로부터 얻을 수 있는 통상적인 배당 수익을 목표로 하는 전략임

E, S, G 영역별 세부 배제 기준

- 1) 저급한 노사관계 이력을 가진 기업
- 2) 환경에 심각하게 부정적인 영향을 미치는 서비스를 제공하거나 제품을 생산하는 기업
- 3) 인권침해에 대한 문제를 가진 국가에서 주요 사업을 영위하는 기업
- 4) 기업이 위치한 지역사회에 환경적, 사회적 문제를 가진 기업
- 5) 고객들에게 심각하게 부정적인 영향을 미치는 제품이나 서비스를 제공하는 기업
- 6) 고객의 안전 또는 보건 관련 문제를 지닌 제품을 보유하고 있는 기업
- 7) 산업 건전성을 저해하는 부적절한 마케팅을 행사하는 기업
- 8) 뇌물, 사기, 혹은 불충분한 지배구조를 가진 기업 등 저급한 기업윤리 이력을 가진 기업

썬 아메리카는 배제 기준에 대하여 상세히 기술하고 있으며, 네거티브 스크리닝 전략을 아주 엄격하게 적용하고 있다. 해당 펀드의 투자설명서에 의하면 ESG 스크리닝 과정에서 펀드의 투자 기회의 폭을 상당히 제한 받을 수 있다고 명시하고 있으며, 만약 포트폴리오에 속한 기업이 ESG 기준에 부합하지 않을 경우 투자 손실이 일어나더라도 해당 주식을 즉시 매각 할 수 있음을 분명히 밝히고 있다.

이러한 과정을 거쳐 Russell 1000 Index에서 ESG 기준을 충족하는 기업을 식별한 후, 최대 40개의 배당 수익성 있는 주식을 선택한다. 배당 수익률 주식을 선택하는 데 사용되는 선택 기준에는 배당 수익률(Dividend yield)과 수익성(Profitability), 기업가치(Value) 그리고 ESG 기준 등 다양한 요인들이 포함된다. 한편 펀드매니저는 매년 실시하는 포트폴리오 조정 과정에서 ESG 기준을 더 이상 충족하지 않는 기업을 제외 할 수 있다.

한편 본 펀드는 2017년 연간 수익률(YTD) 5.72%를 시현한 것으로 나타났는데, 이는 벤치마크인 Russell 1000 Index의 연간 수익률 4.66%를 상회한다. 소비재와 서비스 산업이 20%대의 높은 비중을 차지하고 있으며, 통신 산업은 낮은 비중을 차지하고 있다. 펀드에서 산업별 비중의 차이가 크게 나타나는 이유는 ESG 배제 기준을 엄격하게 적용하기 때문이다. 특히 산업재의 경우, ESG 평가에서 구조적으로 불리할 수 있는 건설과 제조에 사용되는 제품 생산 기업이 속한 분류에 해당하며, 이 부문에는 항공 우주 및 방위, 산업 기계, 도구, 목재 생산, 건설, 폐기물 관리, 주택, 시멘트 및 금속 제조업 관련 회사들이 포함된다. 따라서 산업재와 같이 ESG 기준에 부합하지 않는 특정 분류에 속하는 기업들은 포트폴리오 편입에 제한이 발생할 수 있다.

산업 구분	포트폴리오 구성 비중
소비재	22.20%
서비스	20.52%
첨단기술	18.24%
금융	14.28%
산업재	11.40%
헬스케어	7.67%

산업 구분	포트폴리오 구성 비중
유틸리티	2.07%
통신	1.57%
기타	1.95%

■ 사례2. AXA World Funds - Framlington Human Capital

운용회사	AXA Investment Managers
펀드 명	AXA World Funds - Framlington Human Capital
종류	Mutual Funds
펀드 벤치마크	STOXX Europe Mid 200/STOXX Europe Small 200 (50:50)
ESG 투자전략	Positive/Negative screening/ESG Thematic 전략 혼용
설정일	2007년 10월 29일
운용금액	€ 500,000,000

악사자산운용(AXA Investment Managers)가 운용하는 AXA World Funds - Framlington Human Capital은 모닝스타 지속가능 등급 중 최상위등급인 5등급을 부여 받은 ESG 투자펀드이다. 설정일은 2007년 10월 29일이며, 2017년 말 기준으로 총 순자산이 5억 유로에 달한다.

동 펀드는 유럽 지역에 본사를 둔 기업 또는 유럽 지역에서 상장된 중소형주식을 대상으로 투자를 진행한다. 또한 특징적으로 평균 이상의 인적자원관리 성과를 보이는 기업에 투자하여 펀드 목표수익률을 달성하는 것을 펀드 투자 목표로 설정하고 있다. 인적자원 관리에 중점을 둔 펀드이기 때문에, 환경(E), 사회(S), 지배구조(G) 3개의 항목 중 사회(S)의 평가 기준은 전문적인 ESG 평가기업에서 제공하는 자료가 아닌 독자적인 악사 인적자원 점수(AXA IM Human Capital score)를 활용한다.

이들이 활용하고 있는 전략은 재무 수준이 준수하고 인적 자본관리를 충실히 행하는 유럽 기업을 식별하기 위한 것이며, 직업 안정성과 창조, 훈련과 개발, 성과 관리와 보상 시스템, 신중한 이직 등의 기준에 국한되지 않고 질적 조사도 함께 진행한다.

[표 15] 투자 포트폴리오 구성 절차

1단계	2단계	3단계	4단계	5단계
DJ Stoxx Small 200 및 DJ Stoxx Mid 200 기업 중 시가총액 100억 € 이하 기업 (투자대상)	인적자원점수 산출	포지티브 스크리닝 (Best-in-Class)	네거티브 스크리닝 260여개 종목 선정	경영환경 변화 ESG 위험요소 반영 최종 80여개 종목 선정

악사자산운용의 펀드 포트폴리오 구성종목 설정 프로세스는 위와 같은 과정을 통해 이루어진다. 최초 DJ Stoxx Small 200 Index 및 DJ Stoxx Mid 200 Index에 해당하는 종목 중에서 시가총액이 100억 유로 이하인 종목을 투자 대상으로 선별한 후, 이 종목들을 대상으로 다음의 기준을 통해 인적자원 점수(Human capital score)를 산출한다.

[표 16] 사회(S) 부문 인적자원 점수 산출항목

AXA 투자자산의 사회(S) 부문 인적자원 점수 평가대상 항목
1) 자발적 이직률 (높은 직급에 해당하는 인력이 이직할수록 큰 감점)
2) 부서별 결근 수준
3) 근무 관련 사고빈도 및 사망률
4) 보안등급 충족을 위한 부서별 투자비용
5) 경력개발, 업무 승계계획 및 내부 승진비율
6) 직원들의 기술수준 향상을 위한 투자비용
7) 우리사주(employee stock) 비중 및 기업의 우리사주정책
8) 직원을 대상으로 한 설문조사 및 설문조사 참여율
9) 계획적인 새로운 직원 고용
10) 원활한 인적자원 구조조정 능력

상기 인적자원점수 계산에 활용하는 자료는 기업의 연차보고서 및 산업보고서 등 가용한 공용 보고서 중에서 선별하여 사용하고, 보고서를 통해 알 수 없는 인적자원 관련 자료들은 주로 투자대상 회사에게 직접 인적자원 분석 팀이 접촉하여 정보를 수집한다. 한편 환경과 지배구조에 해당하는 점수의 경우, 정량화된 전문적인 ESG 평가기관의 데이터를 활용하고 있는데 동사는 다음과 같은 3가지, Thomson Reuter의 Worldscope, 그리고 Vigeo사와 Sustainalytics사의 자료를 활용하고 있다. 인적자원 점수는 자체적으로 설정한 근로조건의 질, 경력개발 및 교육, 고용증가의 3가지 기준을 가중 평균해서 구한다.

세 번째 단계에서는 앞서 계산한 분야별 인적자원점수를 바탕으로 상대적 비교를 진행하여 적격회사와 비 적격회사로 분류한다. 예를 들어 A분야의 평균 인적자원 점수보다 평가회사의 인적자원 점수가 높을 경우 투자 적격회사로 분류하고, 낮을 경우에는 투자 비적격회사로 분류한다. 한편 이러한 인적자원 산출점수를 기준으로 구성된 포트폴리오를 살펴보면, 다음의 [표 17]과 같이 ESG 점수가 분류 별 인적자원 평균 점수보다 더 높은 주식들로 구성되고 아울러 벤치마크와 비교해 더 많은 비중을 차지하고 있다는 사실을 확인할 수 있다.

[표 17] 포트폴리오 구성 비중 별 Top 10 기업

기업 명	포트폴리오 내 비중	2개 벤치마크 내 비중	ESG 점수	인적자원 3개영역 평균점수
UMICORE	1.69%	0.28%	7.8	7.3
SCANIA	1.71%	0.39%	6.2	5.7
GEBERIT	1.28%	0.00%	8.2	6.4
KINGFISHER	1.25%	0.00%	6.0	4.8
SWEDBANK AB	1.23%	0.00%	8.8	5.7
MARKS & SPENCER GROUP	1.22%	0.00%	5.8	4.8
TECHNIP	1.21%	0.00%	9.2	6.1
JOHNSON MATTHEY	1.54%	0.35%	7.8	7.3
HENKEL AG & CO	1.18%	0.00%	8.2	6.1
CASTELLUM	1.46%	0.29%	6.9	5.5

마지막 단계에서는 네거티브 스크리닝 전략을 통해 특정 산업에 속한 기업을 배제하고 있다. 특히 담배산업과 방위산업에 관련된 산업은 투자대상에서 원칙적으로 배제하고 있다. 또한 지금까지 포트폴리오 구성에 반영되지 못한 환경(E), 지배구조(G) 점수를 바탕으로 기준에 미달한 기업은 투자대상에서 제외하고 있다. E, G점수는 0-10의 값을 가지며 높은 점수일수록 높은 E, G 수준을 가지고 있다는 것을 뜻한다. 다만, 낮은 환경(E) 지배구조(G) 점수를 가진 기업을 무조건 배제하지 않고, 환경(E) 혹은 지배구조(G) 점수가 3점 이하일 경우, 분석 팀의 승인을 받아 해당 주식을 포트폴리오에 포함하는 것이 가능하다.

이러한 절차를 거쳐 약 260개 주식을 투자 기업군으로 설정 후, 분야별 테마 환경변화와 ESG위험요소를 고려하여 포트폴리오를 설정한다. 테마적 환경변화에는 거시경제 전망, 본사가 소재한 국가의 이슈, 규제, 그리고 합병에 관한 사항들을 포함하고 있으며, ESG 위험요소에는 정부기관의 감사 여부, 승계 계획, 주요 관리자 교체 등의 사회적 요소와 기타 재무적 위험요소인 지배구조 및 경영 환경의 변화 등이 있다.

한편 설정된 포트폴리오를 운용하면서 투자 환경변화에 대한 지침을 설정하여 지속적인 관리가 이루어지고 있는데 이에 관한 주요 운용지침은 다음과 같다.

자산 운용지침

- 1) 지속적인 트래킹에러 관리 (3-5%수준 유지)
- 2) 한 기업의 포트폴리오 내 비중은 최대 4%까지 허용
- 3) 한 기업의 포트폴리오 내 시가총액 비중은 최대 3%까지 허용
- 4) 사회(S) 기준에 의해 최저 등급에 해당하는 주식은 포트폴리오에 편입에서 배제
- 5) 환경(E) 또는 지배구조(G)에 해당하는 평가항목 중 10점 만점에 3점 이하로 하락하는 경우 사내 분석 팀의 판단이 요구됨

V. 결론 및 시사점

본 글에서 제시하고 있는 것과 같이 ESG를 활용한 투자 프로세스를 설정하고, 실제 이의 실행에 전문 분석기관의 기초 데이터를 이용하여 기업들의 ESG 수준을 점수화한 이후 이를 앞선 7가지의 투자 전략을 통해 ESG를 고려한 투자 프로세스의 포트폴리오 선정에 반영할 수 있을 것으로 판단된다. 본 글은 실무자들이 이러한 전략을 적극적으로 활용하여 기업의 비 재무적 부분까지를 포트폴리오 기업 선정에 반영하여, 재무적 요소뿐만 아니라 기업의 건전성을 제고하고 장기적인 수익 창출을 도모하는 자산운용 관행을 확립하는데 일조하고자 하는 것이다.

이는 국내 기업들로부터 환경(E), 사회(S), 지배구조(G) 관련 논란사항이 지속적으로 발생하고 있는 현실을 감안하여, 이를 적극적으로 자산운용 초기 단계에서부터 고려하고자 하는 것이다. 포트폴리오 선정 단계에서부터 이러한 사항들이 고려되고 이와 더불어 관련 이슈에 대해 주주제안을 통한 의안이 제시되고 적극적인 의결권 행사가 이루어진다면 국내 기업들의 잘못된 관행들이 개선될 수 있을 것으로 보인다.

한편 세계 유수의 자산운용회사들이 가장 많이 활용하고 있는 네거티브 스크리닝 전략은 대개 단독으로 사용되지 않고 다른 전략들과 혼용되어 사용하고 있는 것으로 나타나 이를 국내의 잠재적 이용자들도 참고할 필요성이 있다. 그리고 아직까지는 국내 기업에 대한 비 재무적 정보가 상당수 비공개인 점, 그리고 자산운용회사들이 이와 관련한 자사의 전략을 구체적으로 투자자들에게 설명하고 있지 않은 점은 지속적으로 개선해 나가야 할 것이다.

본 고에서 제시한 전략들은 현재까지 가용한 것으로 알려져 있는 것들을 범주화한 것으로 실제 이를 활용하고 구체적으로 세부 기준을 어떻게 설정할 것인가는 운용회사가 설정하여야 한다. 따라서 각기 추구하는 목표와 전략이 상이할 것으로 판단되며 각 부문과 전략에서 효율성과 수익성을 극대화할 수 있는 세부 전략을 확보하여야 할 것이다. 현재 국내에서는 공적 기금을 중심으로 이러한 투자 분위기가 확산되고 있는바 민간 자산운용회사들의 적극적인 시행과 전략적 검토가 증대될 것으로 기대한다.

〈참고문헌〉

- 이종민 (2016), “공적 연기금 책임투자 평가”, 국회예산정책처
- 정승혜 (2016), “기금 사회책임투자 실행 및 성과평가 기준 연구”, 모닝스타코리아.
- KB금융지주 경영연구소 (2017), “지속가능투자(Sustainable Investment)의 이해와
향후 전망”
- AXA Investment Manager (2017), “AXA WF Framlington Human Capital : Fact
sheet”
- AXA Investment Manager (2017), “AXA WF Framlington Human Capital :
Prospectus”
- AXA Investment Manager (2017), “How ESG adds value to the investment
process”
- Eurosif (2016), “European SRI Study”
- J.P. Morgan (2017), “Decoding the Elements of Sustainable Investing”
- MSCI (2011), “Research insights - Integrating ESG into the Investment Process”
- OECD (2017), “Investment Governance and the integration of environmental,
social and governance factors”
- SunAmerica Asset Management (2017), “SunAmerica Specialty Series : AIG
ESG Dividend Fund Fact Sheet”
- SunAmerica Asset Management (2017), “SunAmerica Specialty Series : AIG
ESG Dividend Fund Prospectus”
- Thomson Reuters (2017), “Thomson Reuters ESG Score”
- UBS (2015), “Adding value(s) to investing : Sustainable investing”
- US Department of Labor (2017), “Environmental, Social, and Governance
(ESG) Investment Tools: A Review of the Current Field”
- US SIF Foundations (2016), “Report on US Sustainable, and Responsible and
Impact Investing 2016”

2013년 이스라엘 재벌개혁과 그 시사점¹⁾

연구논단II

박상인 | 서울대학교 행정대학원 교수, 한국기업지배구조원 객원연구위원

I. 서론

이 글은 2013년 12월에 이스라엘 의회(Knesett)를 통과한 “Law for the Promotion of Competition and Reduction of Economic Concentration, 5774-2013” (이하 “경제력집중법”) 제정의 배경과 주요 내용을 분석함으로써, 한국의 재벌²⁾정책에 대한 시사점을 도출하고자 한다.

한국은 1960년대 이후 정부주도-재벌중심의 경제발전 전략으로 유래 없는 경제성장을 달성했다. 그러나 이런 재벌중심의 발전전략이 30년 간 지속되면서 재벌의 경제력 집중이라는 문제점이 부각되기 시작했으며, 결국 1986년에 공정거래법 제1차 개정에서 대기업집단 규제가 도입되기에 이르렀다. 그러나 이후 30년 간, 재벌의 경제력 집중은 오히려 심화되었고, 재벌의 사회적·정치적·경제적 영향력의 확대와 이로 인한 황제 경영, 편법적 세습, 일감몰아주기를 통한 사익편취 등의 문제가 지속적으로 제기되고 있다. 산업적 관점에서 보면, 재벌의 내부거래와 부실 계열사 지원은 시장에서 진입과 퇴출의 장벽을 높이고, 공정한 경쟁의 기회조차 박탈함으로써 중간재 산업에서 혁신이 제대로 일어나지 못하는 원인이 되고 있다(박상인, 2017). 거시적으로는 재벌의 경제력 집중의 심화로 시스템 리스크가 증가하고 있다.

그런데 2010년을 전후해 이스라엘에서도 이스라엘 재벌의 경제력집중과 그 폐해에 대한 우려가 고조되었다³⁾. 이에 대응해 이스라엘 정부는 기업집단의 소유지배구조

1) 이 글은 『한국경제포럼』 2017년 제10권 제3호에 게재된 “이스라엘 경제력집중법의 한국 재벌개혁에 대한 함의”의 일부를 발췌해 재정리한 것이다.

2) 재벌은 특정 자연인이나 가문이 실질적으로 지배하는 대기업집단이라고 정의한다.

3) 이스라엘에서 재벌이라는 용어를 사용하지 않으나, 이스라엘 기업집단에 대한 문헌들은 특정 대기업집단을 지배하는

(ownership structure)에 대한 개혁과 기업 거버넌스(corporate governance) 개선 및 시스템 리스크를 줄이기 위한 방안을 동시에 추진했다. 이런 이스라엘의 재벌개혁은, 대공황기에 뉴딜 정책을 통한 미국의 재벌해체와 제2차 세계대전 이후 일본 재벌의 해체 등에 대한 비교사적 연구와 이스라엘 현실에 대한 진단을 기초로 한 것으로, 종합적이고 체계적인 개혁이었다고 평가할 수 있다. 따라서 2013년 이스라엘 경제력집중법 제정 과정과 내용을 검토하고 한국 재벌개혁에 주는 정책적 시사점을 고찰해 볼 필요가 있다.

이 글은 다음과 같이 구성된다. 제II장에서는 2013년 이스라엘의 경제력집중법 제정의 배경과 과정을 살펴보고, 경제력집중법의 내용을 논의한다. 구체적으로는, 이스라엘 재벌의 형성 과정 및 현황과 이에 대응한 이스라엘 정부의 정책 추이를 살펴보고, 2011년 이스라엘 시민 시위와 경제력집중법 입법 과정을 논한다. 또한 “The Committee on Increasing Competitiveness in the Economy” (이하 “경쟁력위원회”)의 활동 내용 및 정책 제언과 이를 기초로 제정된 경제력집중법의 주요 내용 및 보완적 입법에 대해 살펴본다. 제III장에서는 2013년 경제력집중법과 유사한 구조적 개혁을 한국의 10대 재벌에게 적용할 경우를 상정한 시뮬레이션의 결과를 논의하면서, 향후 추가적 연구 방향을 제시한다.

II. 2013년 이스라엘 경제력집중법 제정의 배경과 과정

1. 개관

(1) 이스라엘 개관

2016년 현재 이스라엘의 인구는 약 850만 명으로 추정되는데, 이 중 아랍계가 인구의 20.8%를, 하레디(Haredi) 유대인이 8%를 각각 차지하고 있다. 2016년 현재 이스라엘의 1인당 GDP는 35,900 달러로 추정된다.

흔히 이스라엘의 경제구조를 내수부문과 수출부문이 분절된 이중경제(dual economy)라고 표현한다. 이스라엘의 주요 수출품으로 전자, 소프트웨어, 컴퓨터화 시스템(computerized systems), 통신 기술, 의료 장비, 제약, 과일, 화학, 군사 기술, 다이아몬드 세공(cut diamond) 등을 들 수 있는데, 이들 산업은 매우 개방적이며 혁신적이라는

가문의 이름을 제시하고는 있다(Kosenko, 2007, Table 2). 따라서 이 글에서는 이스라엘의 대기업집단도 한국과 마찬가지로 재벌이라고 부르기로 한다.

특징을 지니고 있다. 이 때문에 이스라엘은 이른바 ‘신생기업의 나라(startup nation)’라고 불리기도 하는데, 미국 다음으로 세계에서 두 번째로 많은 신생기업들을 보유하고 있으며, 북미를 제외하고 나스닥에 상장된 기업이 가장 많은 국가이다. 그러나 내수부문은 몇몇 재벌기업들이 높은 점유율을 지닌 구조를 가지고 있으며, 내수부문과 수출부문의 생산성 격차가 상당히 크다는 평가를 받고 있는 실정이다.

(2) 경제력 집중

개방적이고 생산성이 높은 수출부문과 대조적으로, 내수부문에서 이스라엘 재벌에 의한 경제력 집중은 상당하다. 이스라엘 경쟁력위원회의 최종보고서에 의하면, 상장기업의 1/4 정도가 25개 기업집단에 소속되어 있으며⁴⁾, 이들이 이스라엘 시가총액의 약 69%를 차지하고 있었다⁵⁾. 또한 대부분의 대기업집단이 은행대출을 가장 많이 받고 있는 차입자이면서 동시에 비은행 차입의 약 50%를 차지하고 있었다.

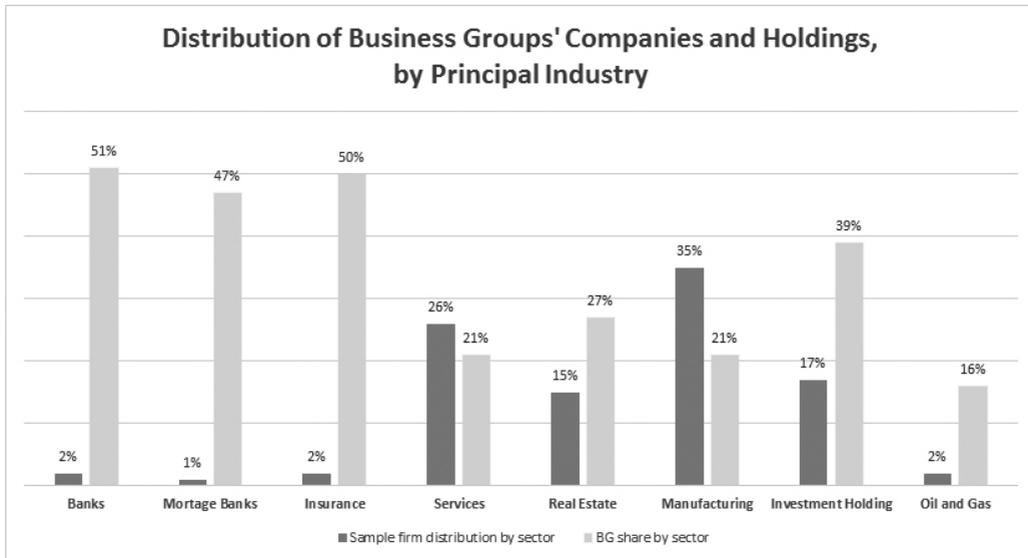
이스라엘의 재벌은 1990년대부터 본격적으로 형성되었다. [그림 1]에서 볼 수 있듯이, 이스라엘 재벌은 민영화 과정에서 문어발식으로 확장해 매우 다각화된 분야(over-diversification)에 진출했다. 예를 들어, 1위 재벌이었던 IDB 그룹은 이동통신사(셀콤), 건설사, 슈퍼마켓(수퍼셀), 시멘트회사(네세), 보험회사(크탈), 여행업, 신문사(마리브), 의료기기, 화학 등 분야에 계열사들을 거느리고 있었다.

또한 상위 재벌들은 피라미드 출자구조로 총수일가에 의해 지배되고 있었으며, 금융회사와 비금융회사를 동시에 지배하고 있는 경우가 다수였다([그림 2] 참조). [그림 1]에서 볼 수 있듯이, 이스라엘 재벌들은 비재벌 상장기업들에 비해 금융업에 훨씬 많이 진출했음을 알 수 있다. 따라서 이스라엘 재벌개혁의 논의에서 가장 중요한 이슈로 부각된 것이 바로 금산분리의 문제였다.

4) Kosenko(2007, p. 73)에 의하면, 1995년에서 2005년 사이에 텔아비브 증권거래소에 상장된 기업의 수는 650개이다.

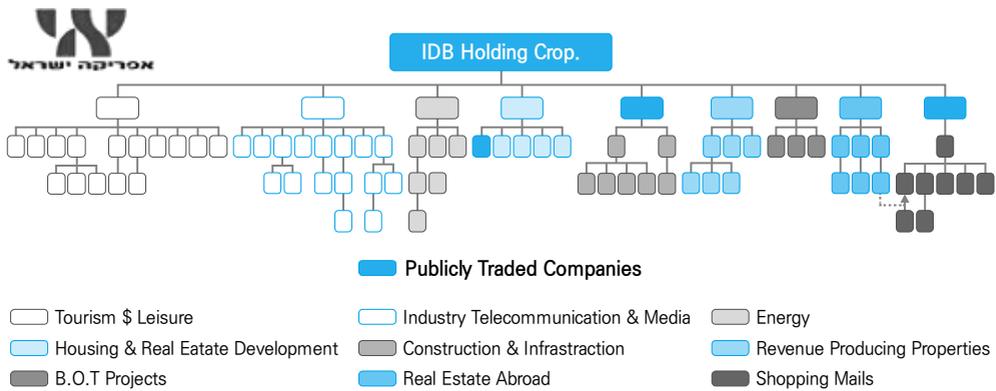
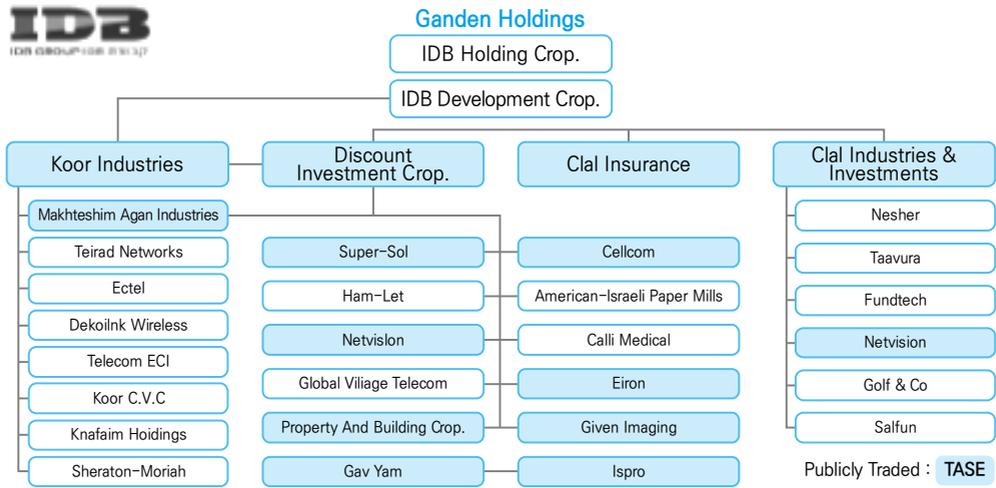
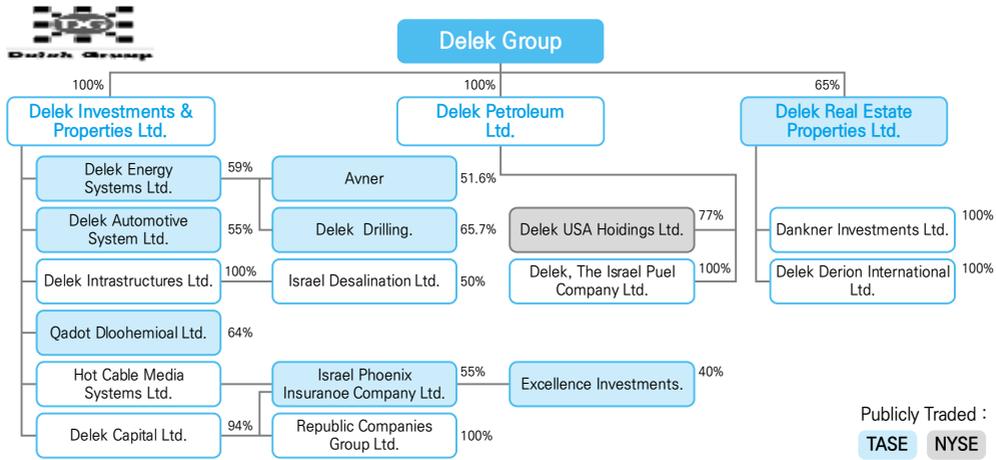
5) 앞서 언급했듯이, 수출부문의 혁신적 기업들은 이스라엘 자본시장이 아닌 미국 나스닥에 주로 상장하고 있다.

[그림 1] 이스라엘 재벌들의 문어발식 확장



출처: Kosenko (2007)

[그림 2] 이스라엘 재벌의 피라미드 구조



Unfilled companies - private companies

출처: Kosenko (2007)

(3) 경제력 집중에 대한 우려

이스라엘의 재벌 개혁에 대한 논의는 2010년 전후에 본격화 되었다. 경쟁력위원회의 최종보고서에 따르면, 1990년대 이후 20여 년 간의 민영화의 결과로 거대한 금산복합 재벌이 등장하고 비은행 금융기관이 성장함으로써, 이스라엘 정부는 이 같은 급격한 환경 변화 속에서 시장의 경쟁과 효율성 그리고 개인투자자의 보호와 금융시장의 안전성(robustness)을 보장할 수 있는 규제제도의 정비が必要하다고 인지하기 시작했다. 특히 이스라엘 정부는 재벌이 금융회사와 비금융회사를 동시에 보유함으로써 발생하는 이해상충이 궁극적으로 국가 경제의 경쟁력을 떨어뜨릴 것이라고 우려했다. 예를 들어, 산업자본이 소유한 은행을 통해 경쟁 사업자 또는 잠재적 경쟁 사업자에게 불리한 여신 조건을 제시함으로써 경쟁을 약화시킬 수 있다는 것이다. 나아가, 피라미드 구조의 재벌이 몰락한다면 시스템 리스크를 야기할 수 있다는 점과, 시장 진입 및 금융의 제약으로 경쟁이 제한되고 다면적 시장에서 담합이 발생할 개연성도 고려하기 시작했다. 또한 경영능력이 검증되지 않은 2세로의 경영권 승계 및 내부거래를 통한 재벌 총수 일가의 터널링(tunneling)⁶⁾을 우려하였다.⁷⁾ 나아가 이스라엘 정부와 지식인들은 경제력 집중이 재벌의 정치적 영향력 및 미디어에 대한 영향력을 과도하게 증가시켜 결국 국가적·사회적 의사결정이 재벌 총수의 이해에 따라 왜곡될 가능성을 우려하기 시작했다.

사실 이스라엘의 이런 경제력 집중에 대한 우려는 20세기 초 미국에서 이른바 “금권 신탁(money trust)”에 대한 진보적 운동(Progressive movement)의 우려 및 비판과 맥을 같이 한다⁸⁾. 먼저, 진보적 운동은 경제력집중을 “개인의 경제적 미래가 특정 수문장에 얼마나 잘 보이느냐에 달려있는 상황(a situation in which someone’s economic future depended on their pleasing on particular gatekeeper)”이라고 정의했는데, 이는 특정인의 이해관계가 사회적·정치적 의사결정을 좌지우지하게 되는 폐해를 우려한다는 의미가 된다. 둘째로, 진보적 운동은 금권 신탁의 이해상충(conflict of interest)과 불법행위(malfesance)로 인한 공정한 거래의 침해를 우려하였다.

6) 터널링은 지배주주가 의결권(voting right)과 이익청구권(cash flow right)의 차이를 이용해 자신의 이익청구권이 낮은 계열사로부터 이익청구권이 높은 계열사로 부(富)를 이전함으로써 자신의 이익을 극대화하는 행위이다.

7) 이런 이스라엘의 우려는 Bebchuk (2012 a, b, c)에 잘 정리되어 표현되고 있다.

8) 진보적 운동의 금권 신탁에 대한 비판은 Becht and DeLong (2005)을 참고하라.

2. 2013년 이스라엘 경제력집중법 제정 과정과 주요 내용

(1) 경제력집중법 제정 과정

금융-비금융 복합재벌의 등장과 경제력 집중에 대한 점증하는 우려는 2010년에 이스라엘 정부가 경쟁력위원회를 구성하여 본격적인 재벌개혁에 나서도록 하였다. 경쟁력 위원회는 금융·실물 규제위원회 및 정부기관의 고위 관료들로 구성되었는데, 각 위원은 자신의 소속기관에서 파견된 3-4명으로 이루어진 실무팀의 보좌를 받았으며, 위원들의 대리 출석은 금지(no delegation)되었다. 경쟁력위원회의 구체적 활동은 금산분리(the review of real and financial holdings), 소유지배구조(the review of control using a pyramid holding structure), 국공유자산 할당 조건(the review of the conditions for the allotment of public assets) 등을 다루는 3개의 소위원회를 통해 이뤄졌다. 경쟁력위원회는 2011년 9월에 중간보고서(Interim Report)를 제출했고, 이에 대한 이해당사자들과 전문가들의 의견을 청취하는 공청회를 개최하였으며, 2012년 3월에 최종보고서(Final Report)를 제출하였다.

정부주도로 재벌개혁에 대한 준비가 진행되는 와중에 2011년 7월 14일부터 6주간 이스라엘 건국 이래 최대 규모의 시위가 발생했는데, 대학생들을 중심으로 한 텐트 시위("Tent Protests")는 페이스북을 통해 급속히 확산되었다. 코티지 치즈(cottage cheese)와 같은 기초 식료품 가격과 임대료의 급등이 이 시위의 원인이었는데, 이스라엘 정부는 이런 가격 폭등을 단순히 카르텔 문제로만 치부한 것이 아니라 이스라엘 재벌의 경제력 집중으로 카르텔 가능성의 증가와 경쟁력 약화라는 보다 근본적인 문제에 대한 주의를 환기시키는 계기로 삼았다.

이스라엘 재벌개혁에 대해 재벌들의 반격이 없었던 것은 아니었다. 이스라엘 재벌들은 피라미드 구조의 소유지배구조가 더 안정적인 체계라고 주장했다. 그러나 이런 논쟁 와중에 발생한, 이스라엘 최대 재벌이었던 IDB의 붕괴는 재벌체제로 인한 시스템 리스크에 대한 주의를 환기시켰다. IDB는 라스베가스 플라자와 크레딧 스위스에 대한 막대한 투자 손실, 이동통신산업의 규제 개혁으로 인한 셀콤의 영업이익 급감, 이스라엘 최대 신문사 인수로 인한 손실 증대 등으로 몰락했으며, 창업자였던 댁크너(Dankner)는 파산하고 경영권을 상실했다.

이런 배경 하에서 치러진 2012년 이스라엘 총선에서 이스라엘 개국 이래 처음으로 경제 이슈가 가장 중요한 선거 이슈가 되었는데, 총선 결과 재벌개혁에 대한 국민적 총의가 확인되었다. 이후 2013년 12월 9일에 이스라엘 의회는 기권 한 표를 제외하고 만장일치로 경제력집중법을 통과시켰다.

(2) 경제력집중법의 주요 내용

2013년 12월 9일에 이스라엘 의회에서 통과된 경제력집중법은 3가지 주요 내용을 담고 있다. 먼저, 주요 금융기관(significant financial entity)과 주요 실물회사(significant real entity)를 동시에 보유하는 것을 금지한다. 주요 금융기관은 자산이 400억 셰켈(Israel Shekels)⁹⁾을 초과하는 은행, 보험사, 증권사, 자산운용사 등을 포함한 모든 금융기관으로, 그리고 주요 실물회사는 매출 또는 부채가 60억 셰켈 이상이거나 독점사업자로서 매출 또는 부채가 20억 셰켈 이상인 비금융 실물회사로 정의한다. 둘째, 피라미드 기업집단은 상장회사 2층 구조를 초과할 수 없다. 기존 기업집단은 6년 안에 2층 구조로 축소해야 하며, 새로운 기업집단에 대해서는 2층 구조만 허용한다. 마지막으로, 민영화, 공공입찰, 정부 라이선스 취득 등에 ‘경제력집중 우려기관(concentrated entities)’의 참여 여부를 권고하는 위원회(“The Committee for the Reduction of Economic-wide Concentration”)를 설립했다.

[표 1] 2013년 이스라엘 재벌개혁 개요

주요 이슈	주요 내용
소유지배구조	상장회사 2층 구조의 피라미드 기업집단만 허용. 기존 기업집단은 6년 안에 이 조건을 충족해야 함. 새로운 기업집단에 대해서는 즉시 적용
금산분리	주요 금융기관과 주요 실물회사의 동시 보유 금지. (주요 금융기관은 자산이 400억 셰켈을 초과하는 은행, 보험사, 증권사, 자산운용사를 포함한 모든 금융기관; 주요 비금융회사는 매출 또는 부채가 60억 셰켈 이상이거나 독점사업자로서 매출 또는 부채가 20억 셰켈 이상인 비금융회사)
국공유 자산 할당 조건	민영화, 주요 공공입찰, 라이선스 획득 등에 경제력집중 우려기관(concentrated entities)의 참여 허용 여부를 권고하는 위원회(“The Committee for the Reduction of Economic-wide Concentration”) 설립

(3) 경제력집중법의 의의

2013년에 입법된 경제력집중법은 2012년에 발표된 경쟁력위원회의 최종보고서의 내용을 대부분 수용한 것이었다. 그런데 2011년 발표된 중간보고서에 대한 공청회 등의 의견 수렴을 거쳐 중간보고서의 일부 내용이 최종보고서에서 변경되었으며, 최종보고서 중 소유지배구조에 대한 내용은 입법과정에서 다시 변경되었다. 좀 더 구체적으로 살펴보면 다음과 같다.

먼저, 주요 금융회사와 주요 실물회사의 기준이 경쟁력위원회의 중간보고서보다 강화되었다. 주요 금융회사의 기준이 총 금융 자산의 2.5%인 500억 셰켈에서 400억 셰켈로,

9) 약 112억 달러에 해당되는 금액.

주요 실물회사의 기준은 총 (비금융) 매출액의 0.5%인 80억 세겔에서 60억 세겔로 강화되었다. 또한 주요 실물회사의 기준으로 총자산은 더 이상 사용하지 않기로 했다.

그러나 무엇보다도, 피라미드 구조에 대한 규제가 많은 변화를 겪었다. 중간보고서는 이른바 썸기기업(wedge company)을 정의하고, 이 썸기기업에 대한 기업 거버넌스 규제에 초점을 두었다. 구체적으로, 썸기기업은 지배주주(controlling shareholder)가 (계열사 지분을 포함해) 확보한 의결권이 50%를 초과하지 못 하는 기업으로 정의하고, 이들 기업에 대해 이사회 구성과 역할, 임원의 보수, 지배주주의 이해와 관련된 거래(transactions with interested parties), 소액주주의 위상 강화, 집단소송과 주주대표소송, 기관투자자의 적극적 역할 등에 대한 행위규제에 초점을 두었다. 특히 사외이사가 전체 이사의 1/3 이상이어야 하고, 사외이사는 주총에서 “지배주주가 실질적으로 행사하는 의결권을 제외한 나머지 주주들의 의결권의 과반수를 획득해야 하는 방식”(Majority of Minority rule, 이하 “MoM”)으로 선임해야 한다고 규정했다. 이에 반해, 기업집단과 관련된 구조적 규제는 새로운 썸기기업을 허용하지 않기 위해서 기업합병시 지분확보에 대한 규정을 두는 정도에 그쳤다.

그러나 최종보고서에서는 신규 기업집단에 대해서는 상장기업 2층 구조만 허용하나 기존 기업집단은 피라미드를 3층까지 허용하고, 대신에 손자회사의 이사회를 독립적 사외이사로 과반을 구성하는 방식으로 변경하여, 구조적인 규제에 보다 초점을 두었다. 대신에, 썸기기업의 기준을 완화하였는데, 썸기기업은 지배주주가 33% 미만의 의결권을 가진 계열사로 정의했다.

그런데 경제력집중법에서는 6년 안에 모든 기업집단이 상장회사 2층 피라미드 구조를 충족하도록 구조적 규제를 더 강화하였다. 이는 손자회사의 이사의 과반을 독립적 사외이사로 구성하도록 한 최종보고서 내용에 대해, 기관투자자들은 자신들이 감당할 수 없는 역할이라고 부정적 반응을 보였고 기업들도 기관투자자 배후에 대한 불안감으로 부정적 견해를 피력했기 때문이다. 결국 상장회사가 2층 피라미드 구조만 가질 수 있도록 기업집단에 대한 구조적 규제를 경제력집중법이 강화함으로써, 3층 피라미드 구조를 허용할 경우 손자회사에 추가하려던 기업 거버넌스와 관련된 행위 규제의 필요성이 없어지게 되었던 것이다. 즉, 손자회사에 대한 추가적 기업 거버넌스 규제에 따른 기관투자자의 부담과 피규제 기업이 제기한 이해상충의 문제에 대한 해법으로, 경제력집중법은 보다 단순한 구조 규제와 최소한의 행위 규제를 선택한 것이었다.

한편, 국공유 자산 할당에 참여 여부를 권고하는 위원회(“The Committee for the Reduction of Economic-wide Concentration”)는 이스라엘의 경쟁당국(Israel Antitrust Authority: IAA)의 수장, 국가경제자문회의(National Economic Council)

의장, 재무부(Ministry of Finance)의 차관보(General Director) 등 3인으로 구성되고, 이스라엘 경쟁당국의 수장이 위원장을 맡으며, 이스라엘 경쟁당국이 사무국 역할을 수행하기로 했다.

그런데 경제력집중 우려기관에는 주요 금융기관, 주요 실물회사 외에도 필수 설비를 지닌 운송·통신·에너지 기업과 신문·방송·포털과 같은 미디어 기업들도 포함되었다. 미디어 기업들이 포함된 이유는 경제력 집중의 폐해 중 하나가 언론의 독립성을 침해하는 것임을 인정한 결과였다¹⁰⁾.

이 역사적 법안의 통과로 이스라엘에서는 2019년까지 시가총액 합계가 약 250억 US 달러에 이르는 약 40개 상장기업들이 매각되거나 지분조정이 될 예정이라고 전망되고 있다(Meitar, 2014). 예를 들어, 금산분리의 시행으로 이스라엘 최대 기업집단 중 하나인 델렉그룹(Delek Group)은 보험회사와 투자회사를 소유하고 있는 피닉스 지주회사(Phoenix Holdings)와 연안 천연가스전에 상당한 지분을 가지고 있는 에너지 부문 중 하나를 매각해야만 한다¹¹⁾. 6년 내 매각이 이뤄지지 않은 기업들은 (정부가 설립한) 독립적인 수탁기관(independent trustee)에게 주식을 매각해야 한다.

(4) 보완적 입법

경쟁력위원회가 최종보고서에서 권고한 기업 거버넌스 규제나 시스템리스크 관련 규제는 특별법인 경제력집중법 제정 이전인 2012년에 이스라엘의 기존 관련법에 반영되었다. 예를 들어, 썬기기업에 대한 사외이사 선출규제 외에도, 모든 상장기업에 다음과 같은 기업 거버넌스 규제가 도입되었다. 먼저, 감사위원회의 감독 하에 모든 지배주주 이해관련 거래(transactions with interested parties)는 “Adopt or Disclose”의 의무를 가진다. “Adopt or Disclose”의 의무란 이해관계자 거래는 감사위원회의 감독 하에 경쟁적 입찰 과정에 대한 기준을 마련해 실행하고, 만약 경쟁적 과정 없이 지배주주의 이해와 관련된 거래가 이뤄지면 그 이유를 공시해야 하는 것이다. 둘째, 주총이나 디벤처(debenture)¹²⁾ 보유자 회의에 전자투표를 도입한다. 셋째, 집단소송이나 주주대표소송의 비용을 이스라엘 증권위원회(Israel Security Authority: ISA)가 지원한다. 넷째, 기관투자자의 적극적 역할인 의무참여(MUST participate), 의결권 행사 및 보고(vote & report), 의결권 자문 서비스(proxy advisory services)를 장려한다.

이 외에도 이스라엘 경쟁당국(IAA)에게는 기업분할과 같은 구조적 조치(structural

10) 히브루대학교 칸달(Kandal) 교수와의 인터뷰 내용을 근거로 서술했다.

11) 이스라엘 정부는 2005년 은행들이 4년 또는 8년 내에 자금관리회사(money management firms)를 매각하도록 명령했는데, 실제로 1년 만에 모두 매각이 이뤄진 바 있다.

12) 디벤처(debenture)는 주식시장에서 발행되는 장기 보유 채권으로, 주식과 유사한 이스라엘 특유의 유가증권이다.

reliefs) 권한을 부여했으며, 시스템 리스크 방지를 위해 각 LTS (Long-term Savings) 펀드에게는 개별 기업집단과 상위 5개 기업집단에 대한 투자비율의 상한을 보다 엄격하게 설정했다.

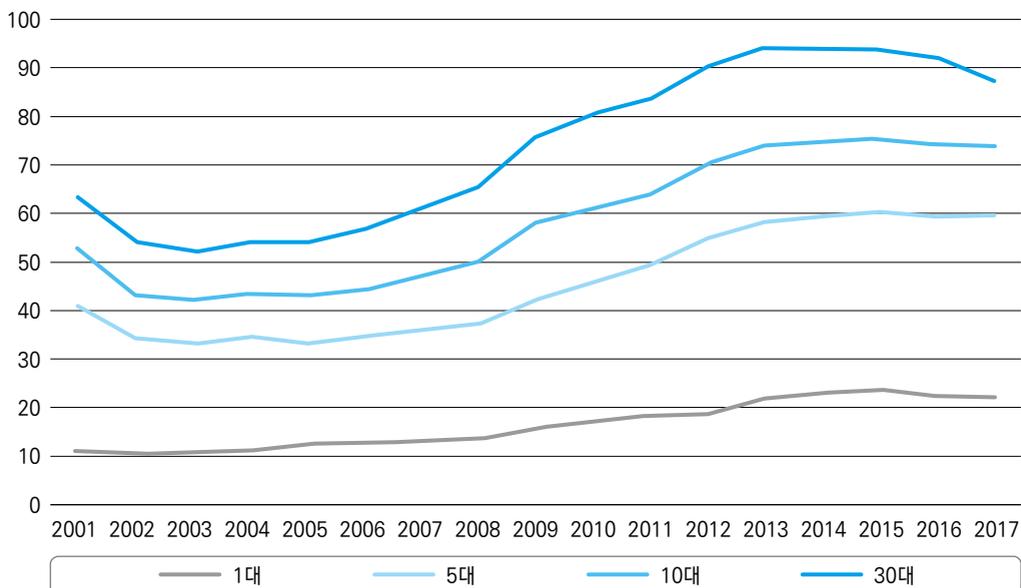
III. 2013년 이스라엘 개혁의 시사점

1. 한국 재벌의 현황

(1) 한국 재벌의 경제력 집중

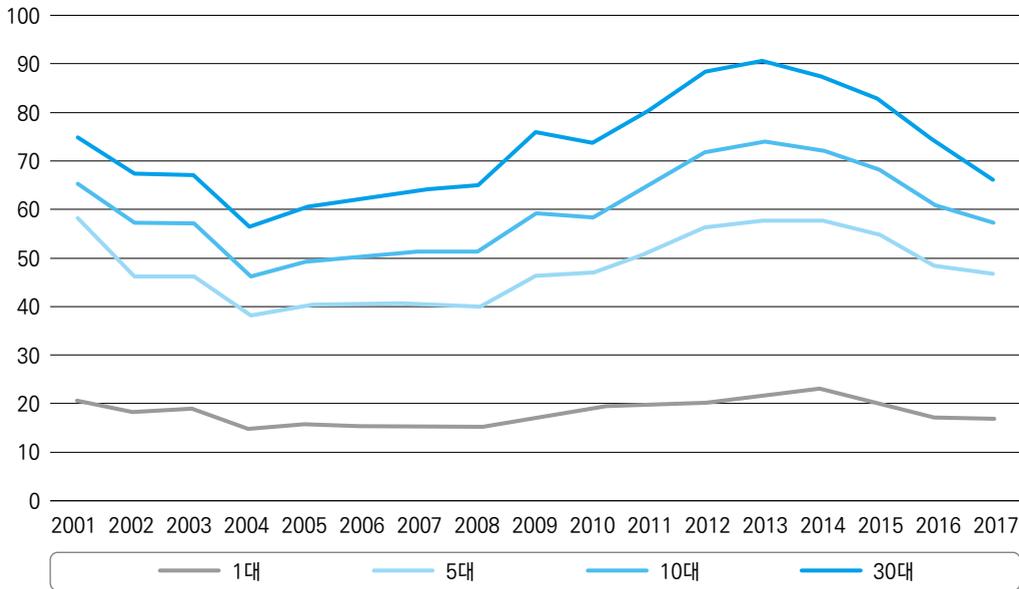
재벌이 한국 경제에서 차지하는 비중은 매우 높다. [그림 3]과 [그림 4]에서 볼 수 있듯이, 한국 재벌들의 GDP 대비 자산총액과 총매출액은 2000년대 초반부터 급속히 증가해 2012년과 2013년 사이에 90% 수준에서 고점을 찍고 그 후 다소 비중이 줄어들고 있다. 한편 2017년 8월 18일 종가 기준으로 20대 재벌에 소속된 상장기업들은 KOSPI 시가총액의 61.57%를 차지하고 있는데, 특히 삼성그룹 15개 계열사가 시가총액의 31.08%를 차지하고 있다.

[그림 3] 재벌의 GDP 대비 자산총액



자료 출처: 공정거래위원회.

[그림 4] 재벌의 GDP 대비 총매출액



자료 출처: 공정거래위원회.

재벌이 한국 경제에서 높은 비중을 차지함에도 불구하고, 재벌 총수일가는 총 주식의 5%도 안 되는 지분을 가지고 기업집단 전체를 지배하고 있다. 재벌 총수일가가 낮은 지분으로 기업집단 전체를 지배하는 것은 핵심 계열사들에 자신들의 지분과 자사주를 집중적으로 보유하고, 이 핵심 계열사들을 중심으로 계열사 간의 출자를 이용해 높은 내부지분율을 유지할 수 있기 때문이다¹³⁾.

총수일가가 낮은 지분으로 이처럼 계열사들을 사실상 지배하는 것은 계열사 간 복잡하고 다층적인 출자구조가 현행법상 가능하기 때문이다. [표 2]에서 볼 수 있듯이, 2016년 공정거래위원회가 지정한 10대 재벌 중 4개 재벌들은 순환출자구조를 유지하고 있으며, 나머지 6개 재벌들은 순환출자를 지니고 있지 않은데, 이중 4개 재벌들은 주력회사가 지주회사인 경우이다. 순환출자도 없고 지주회사체제로도 분류되지 않는 한화와 두산은 두 개 이상의 계열사들이 동일 계열사에 출자하는 교차출자 구조를 지니고 있다¹⁴⁾.

13) 2016년판 공정거래백서에 따르면, 2015년 기준으로 41개 재벌들의 내부지분율은 55.2%였다. 내부지분율은 총수일가, 임직원, 공익법인, 계열사, 자사주 등의 지분의 합계로, 실질적으로 총수일가의 통제 하에 있는 지분을 의미한다.

14) 한화그룹은 한화도시개발, 한화종합화학 등 비주력회사가 지주회사로 지정되어 있으나, 주력 기업들이 지주회사체제 밖에 위치함으로 지주회사체제 재벌로 분류하지 않는다.

[표 2] 2016년 지정 10대 재벌 소유지배구조

순위 (공정자산기준)	재벌	소유지배구조 유형	순환출자 고리 수	주력회사가 지주회사
1	삼성		7	-
2	현대자동차		4	
5	롯데		67	
8	현대중공업		1	
3	에스케이	지주회사	-	에스케이
4	엘지			엘지
6	지에스			지에스
9	한진			한진칼
7	한화	기타	-	-
10	두산		-	-

주: 순환출자고리수는 2016년 4월 1일 기준.
 자료 출처: 공정거래위원회.

이처럼 재벌 총수들은 순환출자, 지주회사, 교차출자 등을 이용해 적은 자기 자본으로도 계열사들을 전적으로 통제하면서 황제경영을 할 수 있다. 재벌의 이런 계열사 간 출자 관계는 총수일가의 지배권 승계 과정에서 주로 바뀌게 된다. 한국 재벌의 세습은 전형적으로 3단계 과정을 거치고 있다. 1단계에서는 증여받은 종자돈을 이용해 종자기업의 지배권을 획득한다. 2단계에서는 종자기업의 규모를 키우는데, 이때 전형적으로 사용되는 수법이 부당내부거래이다. 마지막으로 3단계에서는 종자기업 중심으로 재벌의 출자구조를 재편하는 것이다. 이 때 가장 애용되던 수단이 신규 순환출자였으며, 지주회사체제로 전환 및 다른 계열사와의 M&A가 이용되기도 한다¹⁵⁾. 현재 한국에서 일어나는 재벌세습과 경제력 집중의 심화라는 악순환은 특정 가문에 의한 경제력 집중의 가장 극심한 폐단이라고 할 수 있다.

사실 오늘날 한국 재벌의 경제력집중은 몇 가지 앞서 논의한 지수를 통해 간접적으로 확인할 필요 없이 직접적 증거들에 의해 쉽게 입증될 수 있다. 미국의 진보적 운동이 우려했던 경제력집중은 결국 민주적 통제를 벗어난 경제권력의 탄생을 의미하는 것으로 해석할 수 있는데, 한국 재벌의 정치계·관계·법조계·언론계·학계 등에 미치는 영향력의 오남용 사례들은 재벌 총수일가가 이미 경제권력이 되었음을 보여준다(박상인, 2014). 최근에는 박근혜·최순실 국정농단 사건에서 특별검사팀이 압수한 전 삼성그룹 미래전략실 차장이었던 장충기의 휴대전화 문자들에서 경제권력이 된 재벌의 실상이 일부 공개되었다. 일부 언론에 공개된 바에 의하면¹⁶⁾, 장충기에게 언론사 전현직 간부,

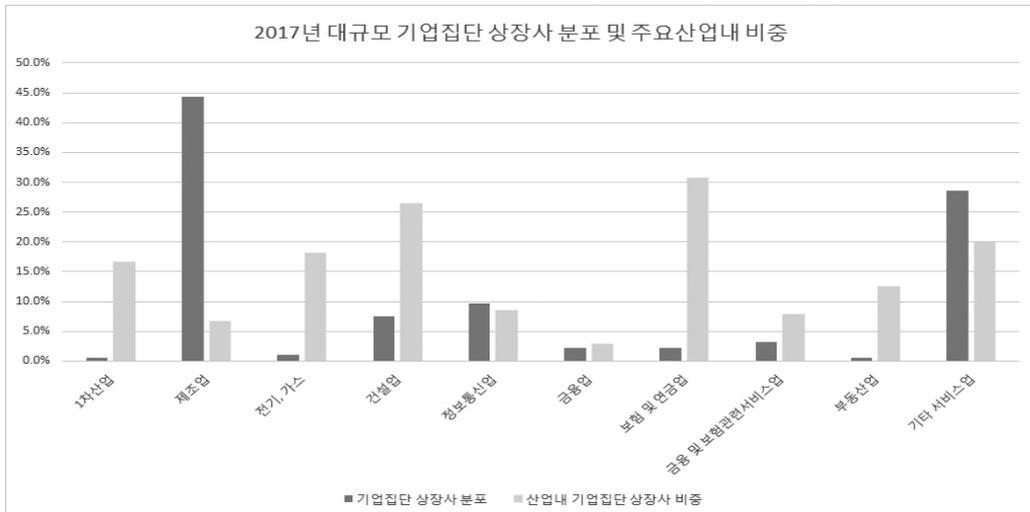
15) 재벌세습 과정에 대한 상세한 논의는 박상인 (2012)을 참고하라.

전직 검찰총장 등이 청탁 문자를 보내고 국가정보원과 청와대 고위 관계자가 정보 보고를 한 정황이 드러났다. 또한 장충기가 감사원과 MBC 인사에도 개입한 정황이 포착되기도 했다. 삼성재벌의 대관업무를 담당했던 장충기의 문자는 삼성 재벌의 정치계·관계·법조계·언론계 등에 미치는 영향력과 사회지도층과의 검은 유착을 여실히 보여주는 것으로, 경제력 집중의 직접적인 증거이기도 하다.

(2) 이스라엘 기업집단과 비교

이스라엘과 한국의 재벌의 소유지배구조는 몇 가지 중요한 차이점을 지니고 있다. 먼저, 한국은 은산분리와 지주회사체제 하에서 금산분리를 이미 규제하고 있는데 반해, 이스라엘 대기업집단은 금산복합 지주회사체제를 주로 띠고 있었다. [그림 1]에서 보았던 이스라엘 재벌들의 산업 분포는 텔아비브 증권시장(Tel Aviv Stock Exchange)에 상장된 650개 기업을 대상으로 분석한 것이다. 2017년 8월 기준으로 KOSPI 및 KOSDAQ에 상장된 2,009개 기업을 대상으로 이와 유사한 분석을 수행한 결과는 [그림 5]에 나타나 있다. [그림 5]에서 볼 수 있듯이, 한국 재벌은 이스라엘 재벌에 비해 상장기업의 비중이 낮으며, 특히 금융관련 업종의 경우에는 금융회사의 40% 이상을 대기업집단 상장계열사가 차지하는 이스라엘과 큰 차이가 나타남을 알 수 있다.

[그림 5] 한국 재벌의 문어발식 확장



주: 유가증권시장 상장사에 대한 정보 및 산업분류는 DART(전자공시시스템)의 기업개황과 제 10차 한국표준산업분류를 이용하였고, 대규모 기업집단의 경우 OPNI(기업집단 정보포털)에서 기업집단 소속회사 개요를 활용했다.

16) 예를 들어, 2017년 8월 23일자 JTBC 뉴스룸의 “[단독] 장충기-이현수, 1년여간 105차례 ‘통화-문자’ 보도를 들 수 있다.

보다 구체적으로 한국 10대 재벌의 금융계열사 현황을 살펴보면 다음 [표 3]과 같다. 지에스와 한진을 제외하고 8개 재벌들은 금융회사를 보유하고 있는데, 삼성이 계열사 중 금융계열사 수 비중이 가장 높은 것으로 나타났다.

[표 3] 2016년 지정 10대 재벌 금융계열사 현황

순위	기업집단명	전체 계열사수	계열사 중 금융보험사 수 비중	금융보험사수	
				전체	보험사
1	삼성	59	25.4	15	2
2	현대자동차	51	9.8	5	1
3	에스케이	86	1.2	1	0
4	엘지	67	1.5	1	0
5	롯데	93	10.8	10	1
6	지에스	69	0	0	0
7	한화	57	17.5	10	2
8	현대중공업	26	19.2	5	0
9	한진	38	0	0	0
10	두산	25	16.0	4	0

자료 출처: 공정거래위원회

한편 한국 재벌들은 제조업을 중심으로 형성되어 있음에 불구하고 제조업 상장회사 수만을 기준으로 보면 이스라엘 재벌에 비해 상대적으로 제조업 비중이 낮은 것으로 나타난다. 그러나 대규모 제조업 회사들이 대부분 재벌 소속이므로, 이런 단순 비교는 제조업 분야에서 한국 재벌의 비중을 과소평가한다. 상장회사 숫자 기준으로 볼 때, 한국 재벌의 비중이 이스라엘 경우보다 더 낮은 것으로 보이지만, 재벌 소속 상장회사들의 시가총액 비중을 보면 다소 다른 결론에 이르게 되는 것이다.

보다 구체적으로 살펴보면, 2017년 5월에 공정거래위원회에 의해 지정된 상위 20대 재벌들의 계열사 중에서 KOSPI에 상장된 기업은 총 130개사인데, 2017년 8월 18일 종가 기준으로 이들 기업들은 시가총액의 61.57%를 차지하고 있다. 그런데 이 중 삼성 그룹 계열사 15개사가 시가총액의 31.08%를 차지하여, 20대 재벌 시가총액의 절반을 담당하고 있다. 이스라엘 경쟁력위원회의 최종보고서에 의하면, 상장기업의 1/4 정도가 25개 기업집단에 소속되어 있으며, 이들이 이스라엘 시가총액의 약 69%를 차지하고 있었다. 그런데 한 가지 유의할 점은 이스라엘의 IT, 제약, 바이오 등의 대기업들은 미국 나스닥에 상장하고 있다는 것이다. 나아가, 2,000개 이상의 기업이 상장하고 있는 한국 증권시장에서 20대 재벌 상장기업 수는 152개에 불과하다는 점을 고려하면, 상장된 한국 재벌 기업들의 상대적 규모가 이스라엘의 경우보다 훨씬 큼을 추론할 수 있다.

또한 이스라엘 재벌의 대기업들이 주로 금융회사인 점을 고려하면, 제조업에서 한국 재벌 대기업의 상대적 비중이 더 커짐을 추론할 수 있다.

둘째, [그림 2]에서 볼 수 있듯이, 이스라엘 재벌의 출자구조는 지주회사체제였다. 이에 반해 한국 재벌들은 순환출자, 교차출자, 지주회사 등의 다양한 출자구조를 가지고 있다. 또한 한국의 지주회사 규제는 이스라엘의 경제력집중법에서의 출자단계 규제와 다르며, 한국 지주회사 규제의 특이성에서 발생하는 몇 가지 경로의존적인 특징이 있다.

특히, 한국의 경우 특정 기업이 특정 조건¹⁷⁾을 만족하면 지주회사로 지정되고, 이 기업이 출자하는 회사는 자회사, 자회사가 출자하는 회사는 손자회사 규제를 받는다. 이에 반해, 이스라엘은 상장회사가 다른 상장회사에 출자하면 출자회사를 지주회사로 피출자회사를 자회사로 계산하게 된다. 또 한국의 경우, 지주회사의 자회사 그리고 자회사의 손자회사에 대한 출자 지분율을 규제하나, 이스라엘은 지주회사의 자회사 지분율 자체를 규제하지는 않는다. 대신에 지배주주의 의결권이 33% 미만인 경우는 자회사에 빼기기업 규제를 적용한다. 그리고 한국의 지주회사 규제는 출자단계를 계산할 때 상장회사와 비상장회사의 구분을 두지 않으나, 이스라엘은 오직 상장회사만을 고려한다.

[표 4] 한국 지주회사 행위제한 규정의 변화

	도입 시 (1999년)	현재 (2007년)
지주회사 행위제한	지주회사는 자회사 지분을 50% (예외 : 상장, 국외 상장법인, 공동출자법인 30%, 벤처지주회사의 자회사 20%)	지주회사는 자회사 지분을 40% (예외 : 상장, 국외 상장법인, 공동출자법인 20%, 벤처지주회사의 자회사 20%)
자회사 행위제한	자회사에게는 사업관련성이 있는 손자회사를 예외적으로 허용하되, 손자회사 지분을 100%	자회사는 손자회사 지분을 40%(예외 : 상장, 국외 상장법인, 공동출자법인 20%)미만으로 소유하는 행위 금지
손자회사 행위제한	증손회사 금지	손자회사가 100% 지분을 보유하는 국내계열회사(증손회사)의 경우에는 예외적으로 허용

한편 이스라엘과 유사하게 출자 단계를 제한할 경우, 여전히 순환출자구조를 가진 한국 재벌들의 지주회사체제 전환 문제가 불거지게 된다¹⁸⁾. 그러나 순환출자구조에서 지주회사체제로 전환할 때 인적분할된 자회사의 자사주를 지주회사의 지분으로 인정해주는 한국 상법상의 이른바 '자사주의 마법' 조항 덕분에, 순환출자구조 재벌이 지주회사체제로 전환하는 것이 용이하다. 그러나 이런 특혜 조항으로 인해 재벌의 경제력집중은 오히려 강화될 수 있다는 문제점이 생긴다. 따라서 자사주 문제는 경제력집중 규제

17) 자회사 주식가액이 자산총액의 50% 이상이며, 자산총액이 5,000억 원 이상인 회사 (2017년 7월 1일부터 지주회사 설립·전환 자산 요건을 1,000억 원에서 상향함).

18) 순환출자는 무한대의 출자단계를 가진다.

의 맥락에서 논의될 필요가 있다.

마지막으로, 한국과 이스라엘에서 경제력 집중의 심각성은 몇 가지 지수로 표시되는 것보다 훨씬 차이가 클 수도 있다. 앞서 논의한 것처럼, 이스라엘 경쟁력위원회의 최종 보고서에 의하면, 상장기업의 1/4 정도가 25개 기업집단에 소속되어 있으며, 이들이 이스라엘 시가총액의 약 69%를 차지하고 있었다. 이에 반해 2017년 8월 18일 종가 기준으로 한국의 상위 20대 재벌들의 상장기업들은 시가총액의 61.57%를 차지하고 있다. 그러나 이스라엘의 IT, 제약, 바이오 관련 대기업들은 미국 나스닥에 상장되어 있고, 한국 재벌 계열사들 중 비상장회사의 비중은 이스라엘의 경우에 비해 훨씬 더 높음을 상기할 필요가 있다¹⁹⁾.

한국과 이스라엘의 차이는 경제력집중의 폐해를 보여주는 직접적 증거에서 결정적으로 드러난다. 앞서 논의했듯이, 한국 재벌의 경제력집중의 폐해를 보여주는 사례는 이미 다수 발견되는데 반해, 이스라엘의 경우에는 금융-비금융 복합재벌의 등장과 경제력 집중에 대한 우려가 본격화된 시점에서 정부가 주도적으로 개혁을 단행했다. 즉 경제력 집중의 폐해가 본격화되기 직전에 이스라엘에서는 재벌개혁이 이뤄졌다고 볼 수 있다. 한국의 경우 1986년에 공정거래법 1차 개정으로 재벌의 경제력집중에 대한 규제가 처음 도입되었다. 이 무렵에 정부 관료를 중심으로 경제력집중의 폐해에 대한 인지하기 시작됐다고 볼 때, 2010년 이스라엘 재벌의 경제력 집중 정도는 1980년 후반 한국 재벌의 경제력 집중 수준과 유사했을 것이라는 유추도 가능하다. 다시 말하자면, 현 시점의 한국 재벌의 경제력 집중은 2010년의 이스라엘의 경우보다 훨씬 심각할 수 있다는 것이다. 이는 개혁의 필요성이 더 절박함을 의미하기도 하지만, 다른 한편으로는 그만큼 개혁이 쉽지 않음을 함의하기도 한다.

2. 한국 10대 재벌에 대한 시뮬레이션

이제 이스라엘 경제력집중법의 내용 중 금산분리와 소유지배구조에 대한 규제와 유사한 정책을 국내 10대 재벌에 적용하는 문제와 이 경우 어떤 변화를 기대할 수 있을지를 논의하기로 한다.

앞서 살펴본 것처럼, 이스라엘 경제력집중법은 주요 금융회사와 주요 실물회사의 분리를 규정하고 있다. 그런데 주요 금융회사와 주요 실물회사의 기준이 2011년 발표된 경쟁력위원회의 중간보고서보다 최종보고서에서 강화되었다. 구체적으로 보면, 주요 금

19) 연합뉴스, “재벌그룹 ‘투명공개’ 상장사 15% 불과…계속 감소”, 2017.4.25. <http://www.yonhapnews.co.kr/bulletin/2017/04/24/0200000000AKR20170424156900008.HTML>

용회사의 기준이 총 금융 자산의 2.5%인 500억 세겔에서 400억 세겔로, 주요 실물회사의 기준은 총 매출액의 0.5%인 80억 세겔에서 60억 세겔로 강화되었다. 또한 주요 실물회사의 기준으로 총자산은 더 이상 사용하지 않기로 했다.

한국 재벌의 경우에 다수의 계열사들이 특정 계열사 지분을 직간접적으로 보유하고 있음을 고려해, 이스라엘의 주요 금융회사와 주요 실물회사 개념을 주요 금융기업집단과 주요 실물기업집단으로 적용해 보면 다음과 같다. 2016년에 공정거래위원회가 지정한 대기업집단 중에서 총수가 있는 10대 재벌은 아래 [표 5]와 같은데, 10위 두산그룹의 실물회사들의 매출액 비중이 0.4% 정도였다. 이스라엘 경제력집중법에서 주요 실물회사의 기준이 실물회사들 총매출액의 0.4%에 못 미치므로, 10대 재벌은 주요 실물기업집단을 가지고 있다고 판단할 수 있다²⁰⁾.

[표 5] 2016년 지정 10대 재벌 현황

순위 (공정 자산 기준)	그룹명	계열사 수				총 계열사 수	자산총액		매 출 액 (억원)	비금융 계열사의 매출액 비중(%)	GDP 대비 매출액 (%)
		금융 구분		상장 구분			실물 (억원)	금융 (억원)			
		금융 (비율)	비금융 (비율)	상장 (비율)	비상장 (비율)						
1	삼성	15 (25.4)	44 (74.5)	15 (25.4)	44 (74.5)	59	3,044,706	3,407,154	2,718,800	6.00	17
2	현대자동차	5 (9.8)	46 (90.1)	11 (21.5)	40 (78.4)	51	2,020,265	549,874	1,714,094	4.56	11
3	에스케이	1 (1.1)	85 (98.8)	16 (18.6)	70 (81.3)	86	1,604,455	350,368	1,377,980	3.83	9
4	엘지	1 (1.4)	66 (98.5)	12 (17.9)	55 (82)	67	1,058,067	2,180	1,142,901	3.18	7
5	롯데	10 (10.7)	83 (89.2)	9 (9.6)	84 (90)	93	996,259	250,511	682,830	1.75	4
6	지에스	0 (0)	69 (100)	6 (8.6)	63 (91)	69	602,943	0	521,389	1.45	3
7	한화	10 (17.5)	47 (82.4)	7 (12.2)	50 (87.7)	57	439,814	1,189,545	523,642	0.80	3
8	현대중공업	5 (19.2)	21 (80.7)	2 (7.6)	24 (92.3)	26	525,005	56,942	493,998	1.35	3
9	한진	0 (0)	38 (100)	5 (13.1)	33 (86.8)	38	370,253	0	223,152	0.62	1
10	두산	4 (16)	21 (84)	6 (24)	19 (76)	25	320,824	3,141	142,682	0.40	1

주 1: 계열사 수는 2016년 4월 기준, 재무자료는 직전연도 사업연도말 기준 (자료 출처: 공정거래위원회 소속회사개요)

주 2: GDP는 명목 GDP (출처: 한국은행)

20) 10대 재벌 외에는 신세계, CJ, LS 등이 주요 실물기업집단에 포함된다.

이스라엘의 경제력집중법에서는 6년 안에 모든 기업집단에게 상장회사 2층 피라미드 구조를 충족하도록 규제했고, 또 지배주주가 자회사에 대한 실질적 의결권을 33% 미만으로 가지는 썬키기업의 경우에는 추가적인 기업 거버넌스 규제를 받도록 했다. 이에 반해, 한국의 지주회사 규제는 특정 기업이 특정 조건을 만족하면 지주회사로 지정하고 자회사와 손자회사의 출자 단계와 지분율을 규제하고 있다. 또한 출자단계 규제에서 상장회사 여부는 고려하지 않고 있다.

따라서 한국의 경우에는 기업집단을 단위로 지주회사체제를 갖추게 하고 지주회사를 지정해 지주회사 밑에 모든 계열사들이 편입되도록 하는 것이 우선적으로 중요하다. 또한 지주회사-자회사 2단계 출자구조로 출자단계를 제한하고, 대신에 지주회사나 자회사가 100%의 지분을 보유하는 계열사는 출자단계 계산에서 제외해 허용한다면, 이스라엘 경제력집중법의 규제의 기본 아이디어를 충실히 반영하게 될 것이다. 아울러 지주회사의 자회사 지분 보유 비율 하한을 올리거나, 지분 보유 하한 규정을 철폐하는 대신에 지주회사의 지분이 33% 미만인 상장기업의 이사의 1/3을 독립적 사외이사로 MoM 방식으로 주주총회에서 선출하는 대안도 고려해 볼 수 있을 것이다.

일단 이런 전제 하에서, 10대 재벌 중에 이미 지주회사체제를 가지고 있는 4개 재벌 중에서 두드러진 영향을 받게 될 것으로 예상되는 재벌은 에스케이그룹으로, 에스케이하이닉스의 매각이 필요할 수 있다. 순환출자체제를 지닌 4개 재벌과 그 외 두 개 재벌들 중에서 삼성그룹과 한화그룹은 금산분리가 필요하다. 현대차그룹은 지주회사 전환 시나리오에 따라 매각이나 합병이 필요한 상장기업이 상당수에 이를 수 있으며, 두산 역시 매각이나 합병이 필요한 상장기업이 다수 존재한 것으로 보인다.

그럼에도 불구하고, 예상과 달리 이스라엘 식 소유지배구조의 적용이 한국의 10대 재벌의 소유지배구조에 미치는 영향은 제한적이다. 이런 시뮬레이션 결과는 이스라엘과 한국의 두 가지 차이점에서 기인한다.

먼저, 한국은 은산분리와 지주회사체제에서 금산분리가 이미 시행 중이기 때문이다. 이스라엘 경제력집중법에서처럼, 주요 금융회사를 한국금융기관자산총액의 2%로 정의하면, 2015년 기준으로 기업집단 수준에서는 삼성그룹과 한화그룹이 이 기준을 초과하며, 개별기업으로도 삼성생명과 한화생명보험이 초과한다. 따라서 이스라엘식 금산분리 규제를 적용하면, 삼성그룹과 한화그룹만 금융부문을 분리하면 된다. 이는 이미 은산분리가 시행되고 있는 한국의 실정이 반영된 결과라고 볼 수 있다. 금산분리를 위해 금융기업집단과 비금융기업집단으로 분리해야 한다면, 삼성그룹과 한화그룹은 지주회사체제로 전환하면서 금산분리를 하는데 큰 문제가 없을 것으로 예상된다. 따라서 일정 규모 이상의 기업이나 기업집단에 대한 금산분리 규정이 도입되어도 적용 대상은 삼성그

롭과 한화그룹 정도로 제한될 것이다. 그러나 이런 금산분리가 의미 없는 것은 아니며, 특히 삼성그룹이 한국 경제에서 차지하는 비중을 고려할 때 금산분리가 매우 중요한 이슈임을 상기할 필요가 있다.

둘째, 순환출자에서 지주회사체제로 전환할 때 인적분할된 자회사의 자사주를 지주회사의 지분으로 인정해 주는 한국 상법의 특혜 조항 때문이다. 현행 상법에서는 인적분할을 통해 지주회사로 전환할 경우, 사업 자회사의 자사주가 지주회사로 배정되어 의결권이 부활되고 자사주 보유비율 만큼 지주회사가 사업 자회사의 지분을 자동적으로 확보하게 된다. 결국 지주회사로 전환을 통해 총수일가의 지배력은 더 강화되는 이른바 ‘자사주의 마법’ 문제가 발생한다. 이 규정은 지주회사체제로 전환을 유인하는 당근책이나, 동시에 이로 인해 지주회사체제로의 전환이 경제력집중의 억제에는 효과가 없다는 문제점도 발생시킨다. 따라서 상법 개정을 통해 기업분할을 통한 지주회사 전환 시 자사주에 대한 주식배정을 금지하거나 자사주를 소각하도록 할 당위성이 있다. 그러나 자사주 주식배정의 금지가 지주회사체제로 전환을 어렵게 한다는 현실을 고려해, 일정 기간 내에 지주회사체제로 전환하는 경우에 자사주 배정을 현행처럼 인정해 주되 기업집단의 사업영역을 제한하는 것도 고려할 필요가 있다.

2012년부터 2016년 사이 한국의 상위 12개 재벌은 평균 55개 내지 58개의 계열사를 보유하고 있었는데, 표준산업분류 중분류 기준으로 이들 재벌은 평균 21개에서 23개의 업종에 진출해 있었다. 즉, 재벌들은 업종마다 2개 정도의 계열사들이 진출해 20개 이상 업종으로 문어발식 다각화를 하고 있는 실정인 것이다. 따라서 한국 재벌의 경제력 집중 해소는 과도한 다각화의 해소와 출자단계의 축소를 통해 달성되어야 한다.

이스라엘 재벌개혁의 근본 아이디어는 단순한 소유지배구조로의 개혁을 통해 기업 거버넌스 규제는 최소화함으로써 실행가능성과 효과성을 최대화한다는 것이라고 할 수 있다. 따라서 소유지배구조에 대한 구조적 개혁과 기업 거버넌스 규제의 조합을 어떻게 추구하는 것이 한국의 실정에 가장 적합할 것인가에 대한 보다 엄밀한 추가적인 연구를 범정부적 수준에서 수행할 필요가 있다.

이 경우 고려해 볼 수 있는 몇 가지 정책변수들은 다음과 같다. 먼저, 2층 구조의 지주회사체제로 전환할 때 주요 기업들을 매각해야 할 재벌들로 에스케이, 현대차, 두산 등이 있는데, 이스라엘 경쟁력위원회 최종보고서에서처럼 3층 기업을 예외적으로 인정하고 MoM으로 이사회 이사의 과반을 구성하게 하는 방안도 고려해 볼 수 있다. 특히 앞서 논의했듯이, 한국 재벌들의 문어발식 확장은 제조업 등을 중분류로 살펴보면 더욱 두드러지는데, 사업 영역 제한에 대한 한층 강화된 규제를 도입하는 대신에 손자회사는 예외적으로 허용해 주는 정책 조합도 경제력 집중 해소라는 차원에서 고려해 볼 수 있

을 것이다. 둘째, 이스라엘의 경우에는 기업집단은 상장회사 2층 구조만 가질 수 있도록 6년의 유예기간을 두고 모든 기업에 적용했다. 그런데 한국의 상장기업 수가 이스라엘의 3배 정도라는 현실을 고려할 때, 지주회사규제를 대기업집단, 준대기업집단, 그 외 기업집단 순서로 순차적으로 적용하는 방안도 살펴볼 필요가 있다. 마지막으로, 소유지배구조에 대한 규제의 정도에 따라, 기업 거버넌스와 시스템 리스크 방지를 위한 규제의 범위와 강도를 조절해야 하며, 이를 통해 최적의 구조적 조치와 행위적 조치의 조합을 찾아야 한다.

재벌의 경제력집중의 해소는 단지 재벌의 소유지배구조나 계열사 구성의 변화에 그치지 않을 것이다. 최근에 한국 경제의 경쟁력의 추락과 사회적 양극화의 심화에 대한 근본적 해결은 재벌의 경제력집중의 해소에서 시작되어야 한다는 논의도 활발하다(박상인, 2017). 재벌의 경제력집중 해소가 제조업의 진화와 노동시장의 양극화 해소에 구체적으로 어떻게 영향을 미칠 것인지에 대한 연구 역시 향후에 심도 있게 진행될 필요가 있다.

〈참고문헌〉

- 박상인, 『별거벗은 재벌님』, 창해, 2012.
- _____, 『순환출자구조를 가진 재벌의 지주회사체제로 전환에 관한 연구』, 서울대학교 시장과 정부 연구센터 정책보고서, 2013.
- _____, 『삼성전자가 몰락해도 한국이 사는 길』, 미래를 소유한 사람들, 2016.
- _____, 『왜 지금 재벌개혁인가?』, 미래를 소유한 사람들, 2017.
- 박상인 외, 『현대차그룹의 승계와 지주회사체제로 전환에 관한 연구』, 서울대학교 시장과 정부 연구센터 정책보고서, 2016.
- Bebchuk, L., “Corporate pyramids in the Israel economy: Problems and policies”, *A Report Prepared for the Committee on Increasing Competitiveness in the Economy*, 2012a.
- _____, “Control of financial firms in the Israeli economy: Problems and policies”, *A Report Prepared for the Committee on Increasing Competitiveness in the Economy*, 2012b.
- _____, “Concentration of investments and systemic risks in Israel’s long-term savings funds: Problems and policies”, *A Report Prepared for the Committee on Increasing Competitiveness in the Economy*, 2012c.
- Becht, M. and J. B. DeLong, “Why Has There Been So Little Block Holding in America?” in: Morck, Randall K. (Ed), *A History of Corporate Governance Around the World*, Chicago: University of Chicago Press, 2005, pp.613-666.
- Kendal, E., K. Kosenko, R. Morck, and Y. Yafet, “The Great Pyramids of America: A Revised History of US Business Groups, Corporate Ownership and Regulation, 1930-1950”, *NBER Working Paper 19691*, 2013.
- Khanna, T. and Y. Yafeh, “Business groups in emerging markets: paragons or parasites?”, *Journal of Economic Literature*, 2007, pp. 331-372.
- Kosenko, K. “Evolution of business groups in Israel: their impact at the level

of the firm and the economy”, *Israel Economic Review*, 2007, pp. 55-93.

Meitar, Israel’s Concentration Law: M&A Opportunities, 2014.

OECD, *Annual report on competition policy developments in Israel*, 2014.

The Committee on Increasing Competitiveness in the Economy, *Final recommendations and supplement to the interim report*, 2012.

_____, *Interim report*, 2011.

미국의 금융개혁과 기업지배구조: 임원보상 관련 논의를 중심으로

연구논단Ⅲ

성태윤 | 연세대학교 경제학부 교수, 한국기업지배구조원 객원연구위원

I. 도드-프랭크 금융개혁법과 기업지배구조

2008년 글로벌 금융위기 이후 추진된 미국 금융개혁의 핵심은 2010년 발효된 ‘도드-프랭크 월스트리트 개혁 및 소비자 보호법(The Dodd-Frank Wall Street Reform and Consumer Protection Act of 2010)’으로 요약될 수 있다. 물론 ‘도드-프랭크 금융개혁법’으로 지칭되는 이 법안은 2017년 미국 트럼프 대통령이 취임하면서 타당성을 재평가해야 한다고 밝힌 것처럼, 입장에 따라 논란이 있는 것도 사실이다. 또한 워낙 광범위하게 금융개혁을 추진하는 내용이고, 본 논단에서 주제로 삼는 기업지배구조 같은 특정 사안에 초점을 둔 개혁도 아니다(참고: [표 1: ‘도드-프랭크 월스트리트 개혁 및 소비자 보호법’의 구성]).

그럼에도 기업지배구조와 관련된 논란과 핵심적인 내용들이 포함되어 있어, 그 내용을 살펴보면 글로벌 금융위기를 통해 금융개혁 과정에서 당시 미국 사회와 정책당국이 기업지배구조에 대해 어떤 문제의식을 지니고 있었는지 파악할 수 있다. 또한 이러한 문제를 어떻게 해결하려고 노력했는지 당시의 정책 지향점도 살펴볼 수 있다.

일단 ‘도드-프랭크 금융개혁법’은 모두 16개 장으로 구성되는데, 그중에서 기업지배구조와 가장 관련이 높다고 볼 수 있는 부분은 [표 1]에서 음영으로 표시된 ‘투자자 보호와 증권규제 개선’에 대한 제9장이다: ‘Title IX - Investor Protections and Improvements to the Regulation of Securities’

‘도드-프랭크 금융개혁법’의 배경이 된 글로벌 금융위기 당시 상황은 ‘월스트리트를 점령하라(Occupy Wall Street)’라는 구호가 상징하듯이 대형금융기관에 대한 비판이 높았기에 대형 금융기관에 대한 감독을 강화하도록 금융감독체제를 개편하는 금융개혁이 추진된 것은 놀라운 일은 아니다. 그리고 이와 동시에 대형금융기관에 의해 피해를 볼 수 있는 금융소비자를 보호해야 한다는 관점 역시 금융개혁의 중요한 기조였다.¹⁾

그런데 금융상품의 특성상 금융상품을 보유한 경제주체는 금융 소비자로 간주할 수 있는 동시에 투자자로 간주할 수 있는 부분도 존재한다. 따라서 일반적인 소비자 보호라는 관점을 넘어서, 투자자를 어떻게 보호할지에 대한 측면 역시 금융개혁에 포함되는 것은 자연스러웠다. 그런데 금융 투자자 보호는 기업지배구조가 중요한 축이었기 때문에, 기업지배구조 관련 개혁이 반영되거나 포함되는 것도 불가피했다.

따라서 이러한 관점에서 살펴본 미국 금융개혁의 맥락은 본 논단에서 제시하는 바와 같이 기업지배구조와 관련된 변화를 통해 주주의 이해를 보다 적절히 반영할 수 있도록 추진된 것으로 보인다. 즉, 주주 통제의 수준을 높이고 사실상 주주자본주의를 강화하는 성격으로 나타나는 것이다. 특히 경영진을 포함해 다른 이해관계자가 주주의 권리를 침해하지 않도록 만드는 지배구조를 설계하는 방향이었던 것으로 평가할 수 있고, 이러한 측면이 전반적인 금융개혁의 일부로 포함된 것이다. 따라서 ‘도드-프랭크 금융개혁법’에서는 기업지배구조 논의가 중요한 의제 가운데 하나로 등장하게 되는 것은 자연스러운 일이다.

[그림 1]은 이해관계자 자본주의 구조와 주주자본주의 구조를 간단히 나타내고 있다. [그림 1]에서 보이는 바와 같이, 주주가 기업의 의사결정에 핵심적인 영향을 미친다는 점은 기본적으로 두 구조 모두가 동일하다.²⁾ 그러나 이해관계자 자본주의와 주주 자본주의 논의에는 중요한 차이가 있는데, 그 핵심에는 주로 채권자와 근로자를 어떻게 고려할 것인가에 있다. 물론 주주자본주의 구조에서도 이러한 이해관계자들이 영향을 미치는 것은 사실이다.³⁾ 하지만 대개는 [그림 1]에서 점선으로 표현한 바와 같이, 다른

1) 성태윤·박기영·박단비(2012)은 미국의 경우 2008년 금융위기를 통해서 미국 중앙은행, 연방준비제도에 대해 특히 거시건전성 감독을 중심으로 금융감독자로서의 역할을 강화하는 한편 금융안정감시위원회(FSOC)와 같은 보다 포괄적이며 체계화된 금융감독시스템의 마련을 위해 노력했음을 지적하고 있다. 이와 동시에 또 하나의 개혁의 축으로 금융소비자보호국의 설립을 포함해 금융소비자를 보호한다는 관점에서의 접근 역시 중요했음을 지적하고 있다.

2) [그림 2]에서 표현된 바와 같이, 주주의 이해관계는 채권자의 이해관계와도 다르게 나타나고 기본적으로 잔여재산분배청구권자(residual claimants)라는 개념에 입각하여 다른 (채권자를 포함해) 이해관계자보다 의사결정에 최우선적으로 참여하도록 하는 논거를 갖고 있다.

이해관계자들이 참여하더라도 간접적인 영향력에 그친다. 즉, 제도적으로 명시화되거나 보편적으로 나타난다기보다는 사례에 따라 참여하거나 영향을 미치는 것으로 이해할 수 있다. 그러나 이해관계자 자본주의 구조에서는 물론 여전히 주주의 일반적인 권리에 미치지 못하는 못하지만, 다른 이해관계자(특히, 채권자나 근로자)가 보다 명시적인 구조로 참여한다고 볼 수 있다.

그런데 본 논단에서 살펴보는 바와 같이 ‘도드-프랭크 금융개혁법’을 통해서 본 기업 지배구조의 변화는 다른 이해관계자의 참여를 보다 명시적으로 허용하고 있는 것으로 판단되지는 않는다. 특히, 이해관계자 자본주의에서 중요한 참가자로 이해할 수 있는 채권자와 근로자에 대한 부분이 ‘도드-프랭크 금융개혁법’상의 기업지배구조 논의와 관련해 반영되었다고 보기는 어렵다.

‘도드-프랭크 금융개혁법’에서 기업지배구조 관련 핵심으로 볼 수 있는 것은 제9장 ‘투자자 보호와 증권규제 개선’ 부분이다. 그런데 ‘도드-프랭크 금융개혁법’ 제9장 자체는 본 논단의 [표 2: 투자자 보호와 증권규제 개선]에 보이는 바와 같이, ‘투자자 보호 증대,’ ‘규제 집행 및 구제방안 증대,’ ‘신용평가기관 규제 개선,’ ‘자산유동화증권화 절차 개선,’ ‘책임성(Accountability) 및 임원 보상,’ ‘증권감독위원회(SEC) 관리 개선,’ ‘기업지배구조 강화,’ ‘지방증권(Municipal Securities),’ ‘상장회사사회계감독위원회(PCAOB), Portfolio Margining 등,’ 그리고 ‘증권감독위원회 Match Funding,’ 등 다양한 영역이 들어있다.

물론 제 9장의 이러한 세부 내용은 법률 여러 곳에서 간접적으로 기업지배구조 논의와 연결될 수는 있다. 그러나 ‘도드-프랭크 금융개혁법’에서 가장 핵심적이면서 금융기관에 국한되지 않고 보다 포괄적으로 주목할 수 있는 기업지배구조 관련 주제는 [표 2: 투자자 보호와 증권규제 개선]가 나타내고 있는 제 9장에서 음영으로 표시된 ‘책임성 및 임원 보상’ 관련 내용이다. 특히, [표 2]의 구성에서 볼 수 있듯이, 이 부분은 ‘도드-프랭크 금융개혁법’ 내에서 상당한 내용과 분량으로 할당된다.⁴⁾ 실제로 책임성과 임원 보상 문제는 주인-대리인 문제를 출발로 학계 내에서 다양한 이론·실증적인 분석이 진

3) Sung and Park (2014)는 이사회에 채권자가 존재하는 것이 시장경쟁상황과 거시경제 환경에 따라 다른 영향을 미칠 수 있음을 보이고 있다.

4) 제9장에는 본 논단에서 기업지배구조와 관련해서 초점을 두고 있는 ‘Subtitle E. 책임성 및 임원 보상’ 항목 이외에도 ‘Subtitle G. 기업지배구조의 강화’라는 부분이 있고, 여기에서는 ‘위임장 접근’ 및 ‘CEO 구조 공개’에 대한 부분을 다루고 있는데, 이 부분 역시 기업지배구조의 관점에서 파악할 수 있다.

행되어 온 기업지배구조 관련 주요 주제였다. 따라서 특히 이 부분을 이해하는 것은 미국 금융개혁에서 기업지배구조와 관련해 어떤 문제의식이 있었고 이를 어떻게 해결하려 노력했는지 파악하는 출발이 될 수 있다.

따라서 이러한 관점에서 본 논단은 ‘책임성 및 임원 보상’과 관련된 ‘도드-프랭크 금융개혁법’상의 논의에 초점을 두고 살펴본다. 특히, 구체적인 법리적인 내용에 대한 논의보다는 이의 배경이 된 임원보상 관련 경제적 논의와 관련된 논리를 소개하고, 이를 통해 당시 금융위기와 관련된 기업지배구조상의 문제의식을 파악하고 어떤 방향으로 미국에서 금융개혁이 진행되었으면 그 개혁의 핵심 초점이 무엇이었는지에 관심을 둔다.

II. 기업지배구조 논의의 핵심: 임원보상

‘도드-프랭크 금융개혁법’상의 기업지배구조 논의에서 중점적으로 다루어지고 있는 핵심은 임원 보상과 관련된 측면이다. 일반적으로 임원 보상과 관련된 논의는 크게 두 가지로 나누어 생각할 수 있다. 첫째는 임원 보상의 금액, 특히 금융기관의 임원 보상의 절대 금액 자체가 크다는 주장이다. 그리고 이러한 변화가 소득불평등에 크게 기여하고 있다는 주장이다. 이러한 논의는 글로벌 금융위기 이후 소득불평등 논의가 커지면서 광범위하게 제기되었다(참고: Alvaredo, Atkinson, Piketty, and Saez, 2013; Mankiw, 2013; Piketty and Saez, 2003).

일반적으로 소득불평등 자체가 기업지배구조의 특징과 연결된다고 볼 수 있는지에 대해서는 논란의 여지가 있지만, 이 논의가 실제로는 대중적으로 확산되었던 것도 사실이다. 결국 임원보수의 절대적인 금액의 증가가 소득불평등을 초래하고 있는데, 그 이유가 기업지배구조가 제대로 작동하지 못하기 때문이라는 맥락이다. 특히, 최상위 소득 계층이 대개 기업의 임원이라는 측면과 관련해서 임원 보상이 절대적으로 크고 이로 인해 소득분배가 집중적으로 불공평해지고 있다는 입장에서 보면, 절대적인 임원의 보수 금액 크기 자체를 하나의 문제로서 인식되는 경향이다.

이러한 관점에서, Fernandes, Ferreira, Matos, and Murphy (2013)는 다른 선진국에 비해 특히 미국에서 임원보상 액수 자체가 과대한 경향이 나타나는 문제가 심각하

다는 점을 제시하고, 이러한 부분이 미국의 기업지배구조가 가지는 특성과 연결될 수 있음을 지적하고 있다. 결국 기업지배구조가 임원 보상의 절대 액수에 영향을 미칠 수 있다는 주장과도 연결되는 맥락이다.

더욱 나아가, Bakija, Cole, and Heim(2010)의 연구를 통해 최상위 1% 또는 0.1%의 소득의 증가는 주로 비금융 분야의 기업 임원 또는 금융전문가들이 불균형적으로 많은 소득을 가져갔기 때문이라는 점을 지적한 자료를 토대로, Bivens and Mishel (2013)은 기업 임원 및 금융전문가들에 대한 보상을 최상위 1퍼센트 소득에서의 지대(rent)로 인식하기도 했다. 결국 이렇게 과대한 금액의 임원 보상이 이루어지는 이유는 이것이 사실상 지대이기 때문이라는 입장이다.

그런데 이러한 관점은 임원 보상을 지대로서 파악함으로써 과대한 보상 액수를 문제로 인식하는 것이기도 하고, 추가적으로는 성과와 연계되지 않은 보상체계에 대한 문제를 제기하는 논점으로도 파악할 수 있다. 한 예로, Bebchuk and Fried (2004)은 임원 보상이 성과와 괴리된 채 주로 지대추구의 결과로 얻어진다고 주장하고 있다. 결국 이러한 성과와 괴리된 지대추구가 결국 높은 보상액수로 이어졌다는 입장이다.

따라서 이러한 측면은 임원 보상과 관련된 두 번째 논의로 이어질 수 있다. 즉, 임원 보상의 금액 자체보다는 보상이 성과를 충분히 반영하는지가 실제 문제의 핵심에 있다는 인식이다. 한 예로, Mishel and Sabadish (2013) 연구에서는 주식시장이 하락하던 시기에도 임원보상은 증가했음을 보여 주고 있다. 즉, 주식시장에서 평가된 성과를 기준으로 보더라도, 주가가 하락하는 상황에서 임원보상이 전체적으로 증가했다면 이는 성과를 충분히 반영하지 못하는 보상체계를 의미한다는 것이다. 그리고 이러한 상황은 기업지배구조가 적절히 작동하지 못하고 있는 것으로 해석할 수 있다는 뜻이다.

그런데 실제로 임원 보상의 규모가 크다고 하더라도 기업의 성과와 임원의 생산성을 반영하고 있어서 합리화가 가능하다면, 그 자체가 문제라고 보기는 어렵다. 물론 전반적인 소득불평등에 따른 문제를 제기할 수는 있지만, 그 경우에도 성과를 반영한 소득 불평등까지 현실에서 관찰되는 불평등 논의의 핵심적인 문제라고 보기는 어렵기 때문이다(Mankiw, 2013). 이러한 관점에서 Mankiw (2013)은 이러한 종류의 불평등은 오히려 생산성 향상의 새로운 동력이 될 수도 있음을 지적하고 있다.

그러나 Murphy (1985)와 Jensen and Murphy (1990) 등에서 지적된 바와 같이, 현실에서 임원보상이 과연 성과를 실제로 충분히 반영하고 있는지에 대한 문제는 학계에서 꾸준히 제기되어 왔다(Bebchuk and Fried, 2003). 물론 Hall and Liebman (1998)의 연구와 같이 성과기반 보상이 실질적으로 증가했다는 연구도 있기는 하다. 그러나 여전히 그렇지 못하다는 측면을 보고하는 주장도 존재하고, 특히 기업지배구조가 성과기반 보상을 충분히 이끌어내지 못한다는 비난으로 인해 이를 개선하기 위한 변화가 금융개혁에 포함될 수 있는 가능성은 있어왔다.

결국 이러한 부분이 임원보상의 규모가 과다하다는 주장과 결합되면서 경제 전반에 대한 폭 넓은 문제의식으로 전환되었다(Bivens and Mishel, 2013). 따라서 이러한 맥락이 ‘도드-프랭크 금융개혁법’상 임원보수 규제에 대한 내용으로 포함된 것으로 이해할 수 있다.

Ⅲ. 임원보상 논의의 법제화⁵⁾⁶⁾

‘도드-프랭크 금융개혁법’에서 임원보상과 관련된 기업지배구조에서 핵심 내용은 상장기업에 대한 ‘주주승인권(Say on Pay)’ 도입이다. 즉, 임원보수 규모와 내용을 주주총회 승인을 위한 안건으로 상정하도록 하고, 주주총회에서 주주들이 의견을 낼 수 있도록 한 점이다. 관련 내용은 다음과 같이 ‘도드-프랭크 금융개혁법’ 제951조에 제시되어 있다.

SEC. 951. 임원 보수 공개에 관한 주주 투표

[생략]

SEC. 14A. 임원 보수에 대한 주주 승인

5) ‘Ⅲ. 임원보상 논의를 통한 기업지배구조의 변화’에서 ‘도드-프랭크 금융개혁법’ 임원보상과 관련된 변화의 법리에 대한 구체적인 내용과 해석은 문상일(2010)과 Duane Morris LLP. (2018)에 기초하고 있다. 해당 법률의 문구는 ‘US Public Law 111-203, 2010, Dodd-Frank Wall Street Reform and Consumer Protection Act’ 조항에 따르면 있다.

6) ‘도드-프랭크 금융개혁법’에서 다루고 있는 주주의 이사회후보자지명권(Proxy Access) 도입 관련 내용도 임원보상과 간접적으로 관련된다고 볼 수 있지만, 여기에서는 보다 직접적인 임원보상 문제로 집중해 의미를 살펴보기 위해 그 부분에 대한 논의는 제외한다.

(a) 개별적 의결 필요

(1) 일반

위원회의 의결권 대리행사의 권유 규정이 보수 공개를 요구하는 연례 혹은 기타 주주총회의 대리, 동의, 허가는 임원 보수를 최소 3년에 1회 이상 개별적 의결 투표로 승인하는 것을 포함해야하며 이는 미국연방규정집 title 17, section 229.402 혹은 그 뒤를 잇는 규정에 기한다.

(2) 투표의 빈도

위원회의 의결권 대리행사의 권유 규정이 보수 공개를 요구하는 연례 혹은 기타 주주총회의 대리, 동의, 허가는 6년에 1회 이상 (1)에서 제시된 임원 보수를 개별적 의결 투표를 통한 승인이 1, 2, 혹은 3년 주기로 진행되는지를 포함해야한다.

(3) 효력 발생일

[생략]

(b) 주주의 황금낙하산 보상 승인

(1) 공개

본 section이 입법되는 날로부터 6개월 이후에 진행되며, 합병, 매수, 통합, 매각, 모든 혹은 실질적으로 모든 발행자의 자산의 처분에 대해 주주의 승인이 요청되는 주주총회의 모든 대리, 동의 권유 자료 ((a)에 따른 위원회 규정에 대한 권유)에서, 대리행사를 결정한 주체는 대리, 동의 권유 자료에 명료하고 단순한 형태로 규정에 맞게 해당 주체가 발행자(발행자가 획득하는 발행자 (acquiring issuer)가 아니라면 획득하는 발행자)의 임원(named executive officers, NEO)과 합병, 매수, 통합, 매각, 모든 혹은 실질적으로 모든 발행자의 자산의 처분에 대한, 혹은 이와 관련된 보상(현재 보상, 이연보상, 성공보수), 그리고 해당 임원을 대신하여 지급될(혹은 그리될 수 있는 조건) 혹은 지급될 수 있는 모든 보상의 총합 에 대해 체결한 동의 혹은 양해를 공개하며 위원회는 이를 공표한다.

(2) 주주의 승인

(1)에서 요구된 공개사항을 포함한 대리, 동의 권유 자료와 관련된 모든 대리, 동의, 허가는, (a)에서 진행된 투표의 대상이 되지 않은 공개된 동의, 양해, 보상을 주주투표를 통해 승인하는 개별적 의결을 포함한다.

[이하 생략]

출처: US Public Law 111-203, 2010, Dodd-Frank Wall Street Reform and Consumer Protection Act, 951조

그럼에도 불구하고 이에 대해 실질적으로 임원에 대한 보수를 정하는데 있어서 주주가 영향력을 행사할 수 있을지에 대한 의문이 제기될 수도 있다. 왜냐하면 주주승인권 이 존재하더라도 임원 보상과 관련된 논의에서 마치 관료가 성과와 괴리된 보상을 받는 것과 유사한 상황은 나타날 수 있기 때문이다. 그러나 Bizjak, Lemmon and Nguyen

(2011) 연구에서 지적된 바와 같이, 유사한 동료집단에서 성과와 괴리된 보상을 받을 수 있지만 보수에 대한 공시를 증가시킴으로써 동료집단에서 나타날 수 있는 편기(bias)를 줄일 수 있다는 주장도 있음을 고려한다면 의미 있는 변화로 볼 수 있다.

이러한 관점에서 또 하나의 변화인 보수공시 규제의 강화 역시 중요한 의미를 갖는다. 특히, 임원 보수와 기업의 업무성과 간의 연관성에 관한 사항을 공시하도록 하는 것은 ‘Ⅱ. 기업지배구조 논의의 핵심: 임원보상’에서 지적한 바와 같이, 임원보상을 기업의 업무성과와 연계하기 위해 노력한다는 관점과 이에 대한 정보를 투자자에게 제공하는 점을 함께 고려하고 있다고 볼 수 있다. 관련 내용은 ‘도드-프랭크 금융개혁법’ 제953조에 제시되어 있다.

SEC. 953. 임원 보수 공개

(a) 실적 대비 임금 공개

[생략]

“(i) 실적 대비 임금 공개

위원회는 규정에 의거하여 발행자가 연례 주주총회와 관련한 대리, 동의 권유 자료를 공개할 때, 미국연방규정집 title 17, section 229.402에 따라, 주식 가치의 변화와 발행자로부터의 배당금, 그리고 여타 분배금 등을 고려하여 실제 지급된 임원 보수와 발행자의 재무적 성과의 관계를 포함한 보상에 대한 명백한 설명 요구해야 한다. 이 항목에서 요구되는 공개는 공개되는 정보의 도식을 포함할 수 있다.”

(b) 추가적 공개 요건

(1) 일반

위원회는 발행자가 미국연방규정집 title 17, section 229.10에서 서술하는 발행자 서류에서 다음을 공개하도록 미국연방규정집 title 17, section 229.402을 수정한다.

- (A) CEO 혹은 그에 상응하는 직책을 제외한 발행자의 모든 직원의 연간 총 보수의 중간값
- (B) CEO 혹은 그에 상응하는 직책의 연간 총 보수
- (C) (A)와 (B)에서 서술한 총액의 비율

[이하 생략]

출처: US Public Law 111-203, 2010, Dodd-Frank Wall Street Reform and Consumer Protection Act, 953조

특히, 제953조의 ‘(b) 추가적인 공시 필요사항’ 항목으로 CEO를 제외한 해당 기업 전체 직원의 연간 총보수의 중위값(median), CEO의 연간 총보수, 그리고 둘 사이의 비율을 공시하도록 함으로써, 임원보상과 성과와의 관계에 대한 측면뿐만 아니라, 보상

의 과다 문제에 대한 논의까지 가능하도록 하고 있는 점은 주목할 만하다. 금융개혁법에서는 임원보수를 성과와 연계하는 것을 핵심적으로 파악하고 있기는 하지만, 금액 문제도 완전히 배제된 것은 아님을 의미한다.

결국은 보수를 실제로 어떻게 결정하는지가 현실에서는 중요한 문제이기 때문에, 이 부분을 고려하기 위해 '도드-프랭크 금융개혁법'의 제 952조는 보수위원회의 독립성을 강화하는 부분을 다루고 있다. 특히, 이를 금융감독 측면과 연결시키는데, 보수위원회 소속 이사의 독립성을 확보할 수 있는 상장기준을 마련하도록 하고 독립성 요건을 만족하지 못하는 기업의 상장을 금지하는 내용의 규정을 미국 증권거래위원회(SEC)가 만들도록 하는 것이다. 특히, 보수위원회 소속 이사의 독립성 판단을 위한 기준과 관련해서, 여기에 보수위원회 이사의 독립성과 관련해 해당 기업이 제공한 컨설팅·자문 또는 다른 종류의 보상을 포함해 보상의 출처를 밝히도록 하고, 또한 해당 기업 및 자회사와의 관련성도 고려하도록 하고 있다. 즉, 임원 보수를 다루는 이사에 대해서는 독립성과 관련해 엄격한 기준을 마련한 것으로 볼 수 있다.

SEC. 952. 보상 위원회의 독립성

(a) 보상 위원회의 독립성

(1) 상장 기준

위원회는 규정에 의해 미국증권거래소(National Securities Exchanges)와 미국증권업협회(National Securities Associations)가 피지배회사, 유한합자회사, 파산절차 중인 회사, 1940년 투자회사법(Investment Company Act)에 의거하여 등록된 개방형 투자신탁 회사인 발행자, 혹은 주주에게 매년 정보를 공개하는 독립적인 보상 위원회가 없는 외국 개인 발행자를 제외한 본 항목을 준수하지 않는 발행자의 주식증권을 상장시키지 못하도록 지시한다.

(2) 보상 위원회의 독립성

(1)에서 서술된 위원회 규정은 발행자 이사회의 보상 위원회의 각 구성원이 다음과 같기를 규정한다.

(A) 발행자의 이사회의 구성원

(B) 독립적

(3) 독립성

(1)에서 서술한 위원회의 규정은 (2)에서 사용된 '독립성'을 정의하기 위해 미국증권거래소와 미국증권업협회가 다음과 같은 관련된 요소를 고려하는 것을 규정한다.

(A) 발행자가 상담, 자문, 혹은 기타 보상으로 이사회 구성원에게 지급하는 보상의 원천

(B) 이사회의 구성원이 발행자, 발행자의 자회사, 혹은 발행자의 자회사의 제휴업체와 연관되어있는지 여부

(4) 면제 권한

(1)에서 서술한 위원회의 규정은 발행자의 규모와 여타 연관 요소를 고려하여 미국증권거래소와 미국증권업협회가 (2)에서 요구하는 보상 위원회 구성원에 관한 특정 관계를 면책하도록 허가한다.

(b) 보상 자문위원의 독립성과 여타 보상 위원회 고문

(1) 일반

발행자의 보상 위원회는 (2)에서 확인한 요소에 의거하여 보상 자문위원, 법률 고문, 혹은 여타 고문을 선택할 수 있다.

(2) 규정

위원회는 보상 자문위원, 법률 고문, 혹은 여타 고문의 독립성에 영향을 주는 요소를 확인해야 한다. 이러한 요소는 자문의 모든 분야에 있어 경쟁 중립적이어야 하고 위원회가 각 분야의 고문의 서비스를 고용할 능력을 보호해야 하며 다음을 포함해야 한다.

- (A) 보상 자문위원, 법률 고문, 혹은 여타 고문을 고용한 사람은 발행자에게 여타 서비스를 제공함
- (B) 보상 자문위원, 법률 고문, 혹은 여타 고문을 고용한 사람이 발행자로부터 받는 금액은 각 고문을 고용한 사람의 총수입의 비율로 함
- (C) 보상 자문위원, 법률 고문, 혹은 여타 고문을 고용한 사람의 정책과 절차는 이해관계의 상충을 방지하도록 설계해야 함
- (D) 보상 자문위원, 법률 고문, 혹은 여타 고문과 보상 위원회 구성원과의 사업적 혹은 개인적 관계
- (E) 보상 자문위원, 법률 고문, 혹은 여타 고문이 보유한 발행자의 주식 여부

(c) 보상 자문위원과 관련한 보상 위원회의 권한

(1) 보상 자문위원을 고용할 권한

(A) 일반

발행자의 보상 위원회는 이사회의 위원회로서의 역량 안에서, 재량에 따라 보상 자문위원의 조언을 고용, 획득할 수 있다.

(B) 보상 위원회의 직접적 책임

발행자의 보상 위원회는 보상 자문위원의 업무일정, 보상, 감독에 대해 직접적인 책임을 진다.

(C) 법의 이해

이 문단은 다음과 같이 해석되어서는 안 된다.

- (i) 보상위원회가 보상 자문위원의 조언을 따르거나 추천에 일치하게 행동하도록 함
- (ii) 보상 위원회가 보상 위원회의 의무를 다하기 위해 자체적으로 판단할 능력이나 의무에 영향을 줌

(2) 공개

본 항목의 제정 후 1년 이후에 발생하는 연례 주주총회(혹은 이를 대신하는 특별 주주총회)를 위한 대리, 동의 권유 자료에서 각 발행자는 다음과 무관하게 위원회의 규정에 따라 대리, 동의 권유 자료를 공개해야한다.

- (A) 발행자의 보상 위원회가 보상 자문위원을 고용했거나 조언을 구한 여부
- (B) 보상 자문위원의 일이 이해의 상충을 일으켰는지 여부, 또 만약 상충했다면 해당 갈등의 성격과 갈등의 해결 방법

(d) 독립적인 법적 고문과 여타 고문을 고용할 권한

(1) 일반

발행자의 보상 위원회는 이사회의 위원회로서의 역량 안에서, 재량에 따라 독립적 법적 고문이나 여타 고문의 조언을 고용, 획득할 수 있다.

(2) 보상 위원회의 직접적 책임

발행자의 보상 위원회는 독립적 법적 고문이나 여타 고문의 업무일정, 보상, 감독에 대해 직접적인 책임을 진다.

(3) 법의 이해

이 항목은 다음과 같이 해석되어서는 안 된다.

(A) 보상위원회가 독립적 법적 고문이나 여타 고문의 조언을 따르거나 추천에 일치하게 행동하도록 함

(B) 보상 위원회가 보상 위원회의 의무를 다하기 위해 자체적으로 판단할 능력이나 의무에 영향을 줌

(e) 보상 자문위원, 독립적 법적 고문, 여타 고문의 보수

각 발행자는 보상 위원회가 이사회의 위원회로서 역량에 따라 결정한 적절한 보상을 다음의 합리적 보상으로서 제공해야 한다.

(1) 보상 자문위원

(2) 독립적 법적 고문 혹은 보상 위원회의 여타 고문

(f) 위원회 규정

(1) 일반

본 항목의 제정 후 360 이내에 규정에 따라 미국증권거래소와 미국증권업협회가 본 항목을 준수하지 않는 발행자의 증권을 상장시키지 못하도록 지시한다.

[이하 생략]

출처: US Public Law 111-203, 2010, Dodd-Frank Wall Street Reform and Consumer Protection Act, 952조

또한 ‘도드-프랭크 금융개혁법’에서는 제954조를 통해 보수에 대한 환수규정도 마련하도록 하고 있다. 임원보수와 성과를 연계한다 하더라도 회계적인 성과가 부정확하거나 경영진이 이를 의도적으로 조작했다면 이를 성과와 연결하는 것은 의미가 없거나, 오류·조작에 의한 성과 기록으로 과도한 보상을 수령하는 것처럼 오히려 부정적인 상황을 초래할 수도 있다. 또한 회계적인 정보가 아닌 자본시장에서의 성과평가와 임원보수를 연결한다고 하더라도, 자본시장에서의 성과평가 자체가 회계적인 정보에 영향을 받기 때문에 경영진에 의해 작성된 회계정보가 부정확하다면 역시 동일한 문제에 봉착하게 된다. 여기에는 이익을 조정하는 것부터 심지어 부정한 회계처리까지 해당될 수 있지만, 회계 및 기업정보를 재작성해야 되는 상황이라면 특히 그렇다(Bergstresser and Philippon, 2006; Efendi, Srivastava, and Swanson, 2007; Harris and

Bromiley, 2007; Cornett, Marcus, and Tehranian, 2008; Benmelech, Kandel, and Veronesi, 2010 등) 따라서 이러한 문제에 대한 대응으로, 이미 지급된 보수라 하더라도 부적절한 회계적인 정보에 의해 성과가 측정되고 이를 통해 지급된 것이라면, 이를 환수할 수 있는 규정을 포함해 임원보수와 관련된 기업지배구조 요소를 강화해야 한다는 요구는 높아 왔다(Xie, Davidson III, and DaDalt, 2003; Chan, Chen, Chen, and Yu, 2012).⁷⁾ 따라서 이러한 측면을 강화함으로써 임원보상에 대한 투자자(주주) 통제를 강화하기 위해 노력한 것으로 평가할 수 있다.

SEC. 954. 잘못 지급한 보수의 환수

SEC. 952에서와 같이 1934년 증권거래법 SEC. 10C뒤에 다음의 항목을 추가한다.

SEC. 10D 잘못 지급한 보수의 환수 정책

(a) 상장 기준

위원회는 규정에 의해 미국증권거래소(National Securities Exchanges)와 미국증권업협회(National Securities Associations)가 본 항목을 준수하지 않는 발행자의 증권을 상장시키지 못하도록 지시한다.

(b) 자금의 환수

(a)의 위원회 규정은 발행자가 다음과 같은 정책을 개발하여 시행하도록 한다.

- (1) 증권법에 의거하여 재무적 성과에 기반한 발행자의 인센티브 보상 정책을 공개한다.
- (2) 증권법의 재무제표 요건을 충족하지 못하여 발행자가 재무제표를 재작성해야 하는 경우, 재무제표를 재작성해야 하는 날로부터 3년 이내 과거에 발행자로부터 잘못된 데이터를 기반으로 전, 현직 임원이 받은 인센티브 보상에서 재무제표 재작성 결과 지급되었어야 하는 금액에 비해 초과 지급된 금액을 환수한다.

출처: US Public Law 111-203, 2010, Dodd-Frank Wall Street Reform and Consumer Protection Act, 954조

7) 그러나 Chan, Chen, Chen, and Yu (2015)와 같이, 지급보수 환수 규정의 도입 이후에 연구 및 개발(R&D) 지출을 줄이는 것과 같은 부작용을 보고하는 연구도 존재하고, Erickson, Hanlon, and Maydew (2006)처럼 임원의 보상체계와 회계문제와의 관련성을 발견하기 어렵다는 연구도 존재한다.

IV. 임원에 대한 주주 통제 및 주주자본주의 기업지배구조의 강화

앞서 논의된 바와 같이, ‘도드-프랭크 금융개혁법’의 기업지배구조 개선 논의의 핵심에는 임원 보수 문제가 있다. 그리고 그 문제는 (1) 임원보수가 과다할 수 있다는 입장; (2) 임원보수가 성과와 연계되지 않을 수 있다는 측면, 크게 두 가지로 나누어 볼 수 있다. 그러나 주주의 입장에서는 임원보수가 성과와 충분히 연계된다면, 또는 생산성을 충분히 반영한다면, 보수가 많다는 자체가 반드시 문제되는 것은 아니다.⁸⁾

이러한 관점에서 [그림 3]은 임원보수와 기업성과와의 연계가 기업의 수익을 높일 수 있는 경우와 그렇지 않은 상황을 비교하고 있다. 만약 임원보수와 기업성과와의 연계를 통해 기업의 수익을 높일 수 있는 부분이 임원보수에 대한 부담보다 크다면 임원보수의 대소 자체는 큰 문제가 아닐 수 있다는 것이다.

이러한 관점에서 [그림 3]의 [패널 A]에서는 ‘임원보수와 기업수입의 연계수준이 기업수입과 정(+)의 관계’를 보이는 경우를 제시하고 있다. 예를 들어, 그림에서 θ_2 로 제시된 경우와 같이 임원보수와 기업수입의 연계수준이 높은 경우라면, 임원에게 높은 보수인 $C_2 - R_2 (> C_1 - R_1)$ 만큼을 지급한다 하더라도 주주수익은 R_2 로 연계 되어 그렇지 않은 경우인 R_1 보다 높은 주주수익을 확보하는 것으로 나타난다. 반면에, 그림에서 θ_1 으로 제시된 경우와 같이 임원보수와 기업수입의 연계수준이 낮다면, 임원에 대한 보수를 $C_1 - R_1$ 으로 $C_2 - R_2$ 보다 적게 지급한다 하더라도 주주수익은 R_1 으로 R_2 보다 낮게 연계 된다. 결국, 임원보수의 절대액수 자체보다는 임원보수와 기업수입의 연계수준이 주주수익의 핵심적인 결정요인이 될 수 있다는 뜻이다.

[그림 3]의 [패널 B]는 임원보수와 기업수입의 연계수준이 기업수입과 무관한 경우를 나타내고 있다. 따라서 이러한 경우에는 동일한 기업수입에 대해서 기업수입과 주주수익의 차이로 표시된 임원보수를 최소화하는지가 주주수익을 높이는 결정적인 요인이 된다. 그런데 기업수입이 고정되었다면, 정해진 기업수입에 대해 주주수익을 높이는 방법은 임원보수를 최소화하는 방법밖에는 없다. 따라서 임원이 다른 대안으로 일할 수 있는 외부노동시장이 존재한다면, 외부노동시장에서 결정된 임원에 대한 최소한의 대가만큼만 지불하는 것이 주주 입장에서는 최적이 된다.

8) 다만, ‘도드-프랭크 금융개혁법’의 제953조의 ‘(b) 추가적인 공시 필요사항’ 항목에서 보수의 과다문제도 다루고 있다고 평가할 수 있기 때문에, 임원 보수의 액수 문제가 금융개혁법에서 완전히 배제되었다고 볼 수는 없다.

근로자가 노동시장에 참여하도록 만들기 위해 지불해야 하는 최소한의 대가를 ‘유보 임금(reservation wage, 의증임금)’으로 표현한다. 본 논단에서는 주로 임원보수에 대해 논의하고 있으므로, 노동시장에서 임원이 최소한의 대가로 받을 수 있는 ‘임원의 유보보수(reservation executive compensation)’ 개념을 의미한다. 만약 전반적으로 다른 기업에서 임원으로 일함으로써 받을 수 있는 보상이 높은 경제라면 기업성과와 관계없이 높은 임원보상을 받을 수 있다. 특히 그러한 상황에서 임원으로 일할 수 있는 인력공급이 제한적이라면 일종의 지대가 발생한다고 볼 수 있다. 즉, 기업성과와 관련 없이도 높은 임원보상이 가능하고 따라서 높은 임원보상 자체가 주주의 이해관계와 상충하는 문제를 만들 수도 있다. 결국 이런 경우에 노동시장에서 임원인력의 공급이 원활히 이루어질 수 있도록 하는 중요하고, 그것이 문제 해결의 핵심이 된다. 따라서 그러한 경우에는 어떻게 하면 기업지배구조가 다양한 임원인력을 발굴해낼지가 중요한 과제로 등장하게 된다.

결국 이러한 관점을 종합해 보면, 미국의 금융개혁은 임원보수와 기업수입의 연계수준이 관계를 가질 수 있다고 보고 어떻게 하면 임원보수와 기업의 성과를 연계시킬 수 있는 효과적인 방안을 모색할지가 기업지배구조에서 임원보수와 관련된 논의의 핵심이라고 볼 수 있다. 그런데 ‘도드-프랭크 금융개혁법’의 구체적인 조항을 살펴보면, 이러한 문제를 해결하기 위한 접근방법으로 (1) 임원에 대한 주주 통제를 강화하고; (2) 주주자본주의적인 기업지배구조를 강화하는 것이 기본적인 방향이었다는 점에 주목할 필요가 있다.

[그림 4]에서는 이러한 구조 변화를 ‘도드-프랭크 금융개혁법’ 이전과 이후로 나누어 간략하게 평가하고 있다. [그림 4]의 상단부는 ‘도드-프랭크 금융개혁법’ 이전의 일반적인 주주자본주의 구조 하에서 나타나는 기업의 지배구조 관계를 표현하고 있다. 주주를 기업의 주인으로 정의하지만, 주인이라 하더라도 실제 기업에 영향을 미치는 방식은 이사회 결정과 임원선임을 통해 이루어지게 된다. 즉, 기업의 주인이라고 간주하는 주주가 의사결정에 영향을 미치는 경로는 현실에서는 직접적이라기보다는 보다 제한적이며 간접적이다. 대부분 그 경로는 이사회를 통해서 이루어지는데, 실제로 이사회가 주주의 이해관계를 반영하고 있는지가 문제로 제기될 수 있다. 그리고 이러한 구조가 주인-대리인 문제의 근본적인 출발점이기도 하다. 따라서 주주-대리인 문제를 해결하기 위한 다양한 논의가 이사회를 중심으로 한 기업지배구조 관점에서 이루어지고 있는 것이다.⁹⁾

물론 글로벌 금융위기 이후의 사회적 분위기는 오히려 이러한 주주자본주의 구조 자체에 대해 문제를 제기하는 측면이 있었던 것도 사실이다. 특히 임원보상 문제와 연관된 소득불평등 논의는 특히 이러한 관점을 제공했다. 따라서 주주자본주의 자체에 대한 비판적인 입장으로 나타나기도 했다. 하지만 [그림 4]의 하단부는 ‘도드-프랭크 금융개혁법’에서 이루어진 변화를 요약해서 보여주고 있다. 구체적인 내용은 제3장에서 이미 논의되어 있지만, 이를 축약하면 기본적으로는 ‘주주 참여 확대’와 ‘보수 규제 강화’의 두 가지 축으로 상징된다고 볼 수 있다. 따라서 실제로는 ‘도드-프랭크 금융개혁법’ 이후의 기업지배구조 논의는 주주 통제와 주주자본주의 강화라는 입장에 입각해서 해석할 수 있다.

9) 물론 이러한 논의가 이사회구조와 관련된 논의로 국한되는 것은 아니다. 기업의 경영권시장 관련 논의, 주주행동주의를 비롯해 다양한 관점이 존재할 수 있지만, 이사회와 관련된 논의가 기업지배구조 상에서 중점적으로 이루어진 것도 사실이다.

〈참고문헌〉

- 문상일, 2010. “도드-프랭크법상 보수규제법리와 우리 법에의 시사점” *경제법연구*, 제 9권 2호, pp. 185-209.
- 성태윤·박기영·박단비, 2012. “글로벌 금융위기 이후 영미 금융 감독체제의 변화” *한국 경제의 분석*, 제 18권 1호, pp. 1-39.
- Alvaredo, Facundo, Anthony B. Atkinson, Thomas Piketty, and Emmanuel Saez, 2013. ‘The Top 1 Percent in International and Historical Perspective’ *Journal of Economic Perspectives*, vol. 27, no. 3, pp. 3-20.
- Bakija, Jon, Adam Cole, and Bradley T. Heim, 2012. ‘Jobs and Income Growth of Top Earners and the Causes of Changing Income Inequality: Evidence from U.S. Tax Return Data’ working paper.
- Bebchuk, Lucian and Jesse Fried, 2003. ‘Executive Compensation as an Agency Problem,’ *Journal of Economic Perspectives*, vol. 17, no. 3, pp. 71-92.
- Bebchuk, Lucian and Jesse Fried, 2010. ‘How to Tie Equity Compensation to Long-term Results,’ *Journal of Applied Corporate Finance*, vol. 22, no. 1, pp. 99-106.
- Benmelech, Efraim, Eugene Kandel, and Pietro Veronesi, ‘Stock-based Compensation and CEO (Dis)Incentives,’ *Quarterly Journal of Economics*, vol. 125, no. 4, pp. 1769-1820.
- Bergstresser, Daniel and Thomas Philippon, 2006. ‘CEO Incentives and Earnings Management,’ *Journal of Financial Economics*, vol. 80, no. 3, pp. 511-529.
- Bivens, Josh and Lawrence Mishel, 2013. ‘The Pay of Corporate Executives and Financial Professionals as Evidence of Rents in Top 1 Percent Incomes’ *Journal of Economic Perspectives*, vol. 27, no. 3, pp. 57-78.
- Bizjak, John, Michael Lemmon and Thanh Nguyen, 2011. ‘Are All CEOs above Average? An Empirical Analysis of Compensation Peer Groups and Pay Design,’ *Journal of Financial Economics*, vol. 100, no. 3, pp. 538-555.

- Chan, Lilian H., Kevin C.W. Chen, Tai-Yuan Chen, and Yangxin Yu, 2012, 'The Effects of Firm-initiated Clawback Provisions on Earnings Quality and Auditor Behavior,' *Journal of Accounting and Economics*, vol. 54, no. 2-3, pp. 180-196.
- Chan, Lilian H., Kevin C.W. Chen, Tai-Yuan Chen, and Yangxin Yu, 2015. 'Substitution between Real and Accruals-Based Earnings Management after Voluntary Adoption of Compensation Clawback Provisions,' *The Accounting Review*, vol. 90, no. 1, pp. 147-174.
- Cornett, Marcia Millon, Alan J. Marcus, and Hassan Tehranian, 2008. 'Corporate Governance and Pay-for-Performance: The Impact of Earnings Management,' *Journal of Financial Economics*, vol. 87, no. 2, pp. 357-373.
- Duane and Morris LLP., 2018. 'U.S. Financial Reform: Corporate Governance and Executive Compensation Provisions for Public Companies' website. https://www.duanemorris.com/alerts/corporate_governance_executive_compensation_provisions_3767.html Accessed on February 08, 2018.
- Efendi, Jap, Anup Srivastava, and Edward Swanson, 2007. 'Why Do Corporate Managers Misstate Financial Statements? The Role of Option Compensation and Other Factors' *Journal of Financial Economics*, vol. 85, no. 3, pp. 667-708.
- Erickson, Merle, Michelle Hanlon, and Edward L. Maydew, 2006. 'Is There a Link between Executive Equity Incentives and Accounting Fraud?' *Journal of Accounting Research*, vol. 44, no. 1, pp. 113-143.
- Fernandes, Nuno, Miguel A. Ferreira, Pedro Matos, and Kevin J. Murphy, 2013. 'Are US CEOs Paid More? New International Evidence' *Review of Financial Studies*, vol. 26, no. 2, pp. 323-367.
- Hall, Brian J. and Jeffrey B. Liebman, 1998. 'Are CEOs Really Paid Like Bureaucrats?' *Quarterly Journal of Economics*, vol. 113, no. 3, pp. 653-691.
- Harris, Jared and Philip Bromiley, 2007. 'Incentives to Cheat: The Influence

- of Executive Compensation and Firm Performance on Financial Misrepresentation,' *Organization Science*, vol. 18, no. 3, pp. 350-367.
- Jensen, Michael C. and Kevin J. Murphy, 1990. 'Performance Pay and Top-Management Incentives,' *Journal of Political Economy*, vol. 98, no. 2, pp. 225-264.
- Mankiw, N. Gregory, 2013. 'Defending the One Percent' *Journal of Economic Perspectives*, vol. 27, no. 3, pp. 21-34.
- Mishel, Lawrence and Natalie Sabadish, 2012. 'CEO Pay and the Top 1%: How Executive Compensation and Financial-Sector Pay Have Fueled Income Inequality,' Economic Policy Institute Issue Brief 331.
- Murphy, Kevin, 1985. 'Corporate Performance and Managerial Renumeration: An Empirical Analysis,' *Journal of Accounting and Economics*, vol. 7, no 1-3, pp. 11-42.
- Piketty, Thomas and Emmanuel Saez, 2003. 'Income Inequality in the United States 1913-1998' *Quarterly Journal of Economics*, vol. 118, no. 1, pp. 1-41.
- Sung, Taeyoon and Danbee Park, 2014. 'Bankers on the Board, Market Competition, and Conflicts of Interest' *Global Economic Review*, vol. 43, no. 2, pp. 184-206.
- Tirole, Jean, 2006. *Theory of Corporate Finance*, Princeton University Press.
- US Public Law 111-203, 2010, *Dodd-Frank Wall Street Reform and Consumer Protection Act*.
- Xie, Biao, Wallace N. Davidson III, and Peter J. DaDalt, 'Earnings Management and Corporate Governance: the Role of the Board and the Audit Committee,' *Journal of Corporate Finance*, vol. 9, no. 3, pp. 295-316.

[표 1] '도드-프랭크 월스트리트 개혁 및 소비자 보호법'의 구성

TITLE I	제 1장: 금융 안정성 (Financial Stability)
TITLE II	제 2장: 질서 있는 청산 권한 (Orderly Liquidation Authority)
TITLE III	제 3장: 통화 감사원장, 법인 및 이사회로의 권한 이전 (Transfer of Powers to the Comptroller of the Currency, the Corporation, and the Board of Governors)
TITLE IV	제 4장: 헤지펀드 자문업자 규제 (Regulation of Advisers to Hedge Funds and Others)
TITLE V	제 5장: 보험 (Insurance)
TITLE VI	제 6장: 은행 및 저축조합 지주회사와 예금금융기관에 대한 규제 개선 (Improvements to Regulation of Bank and Savings Association Holding Companies and Depository Institutions)
TITLE VII	제 7장: 월스트리트 투명성과 책임성 (Wall Street Transparency and Accountability)
TITLE VIII	제 8장: 지급, 청산 및 결제의 감독 (Payment, Clearing, and Settlement Supervision)
TITLE IX	제 9장: 투자자 보호 및 증권 규제 개선 (Investor Protections and Improvements to the Regulation of Securities)
TITLE X	제 10장: 소비자금융보호국 (Bureau of Consumer Financial Protection)
TITLE XI	제 11장: 연방준비제도 (Federal Reserve System Provisions)
TITLE XII	제 12장: 주요 금융기관에 대한 접근성 개선 (Improving Access to Mainstream Financial Institutions)
TITLE XIII	제 13장: 공적 자금 회수 법률 (Pay it Back Act)
TITLE XIV	제 14장: 주택담보대출 개혁 및 악탈적 대출 금지 법률 (Mortgage Reform and Anti-predatory Lending Act)
TITLE XV	제 15장: 기타 사항 (Miscellaneous Provisions)
TITLE XVI	제 16장: 내국세법(Internal Revenue Code of 1986) 제1256조 계약 (Section 1256 Contracts)

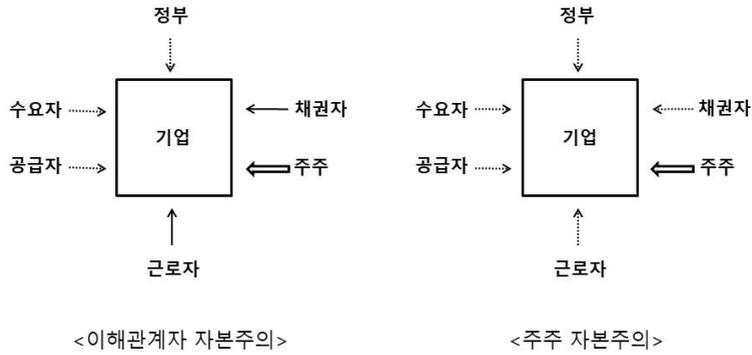
출처: US Public Law 111-203, 2010, *Dodd-Frank Wall Street Reform and Consumer Protection Act*.

[표 2] 투자자 보호 및 증권규제 개선: ‘도드-프랭크 금융개혁법’ 제9장

TITLE IX	INVESTOR PROTECTIONS AND IMPROVEMENTS TO THE REGULATION OF SECURITIES
Subtitle A	Increasing Investor Protection
Subtitle B	Increasing Regulatory Enforcement and Remedies
Subtitle C	Improvements to the Regulation of Credit Rating Agencies
Subtitle D	Improvements to the Asset-Backed Securitization Process
Subtitle E	Accountability and Executive Compensation
Sec. 951.	Shareholder vote on executive compensation disclosures
Sec. 952.	Compensation committee independence
Sec. 953.	Executive compensation disclosures
Sec. 954.	Recovery of erroneously awarded compensation
Sec. 955.	Disclosure regarding employee and director hedging
Sec. 956.	Enhanced compensation structure reporting
Sec. 957.	Voting by brokers
Subtitle F	Improvements to the Management of the Securities and Exchange Commission
Subtitle G	Strengthening Corporate Governance
Sec. 971.	Proxy access
Sec. 972.	Disclosures regarding chairman and CEO structures
Subtitle H	Municipal Securities
Subtitle I	Public Company Accounting Oversight Board, Portfolio Margining, and Other Matters
Subtitle J	Securities and Exchange Commission Match Funding

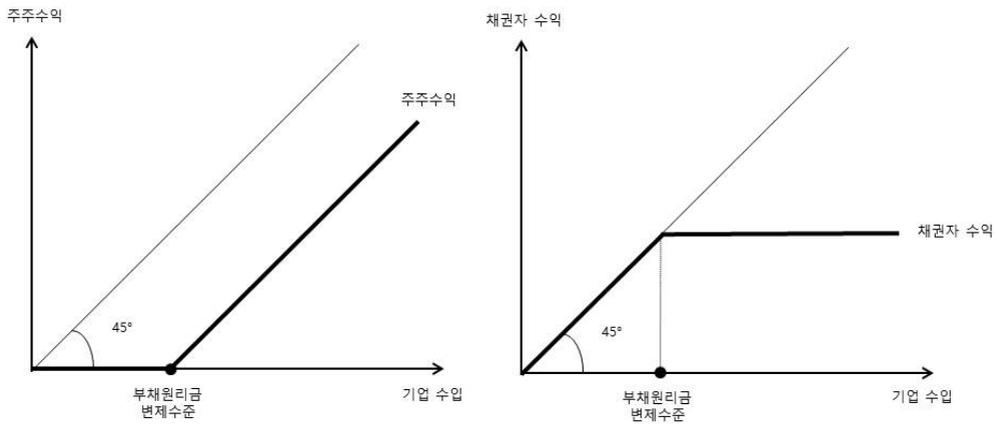
출처: US Public Law 111-203, 2010, *Dodd-Frank Wall Street Reform and Consumer Protection Act*.

[그림 1] 이해관계자 자본주의 및 주주 자본주의



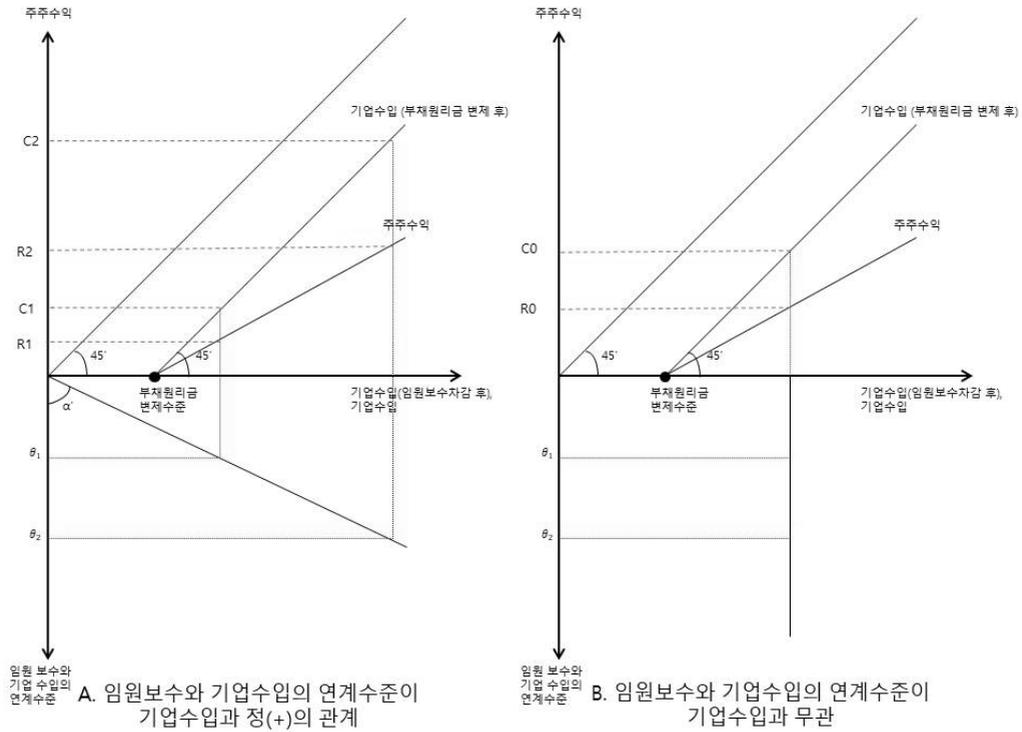
주: 실선(점선)은 직접(간접)적인 영향력을 나타낸다.

[그림 2] 주주와 채권자의 수익구조 비교



출처: Tirole (2006), Figure 2.1

[그림 3] 임원보수와 기업수입의 연계수준



[그림 4] '도드-프랭크 금융개혁법' 전후 주주와 기업관계의 변화

