

Contents

Vol.87 | 2018. 2호

- 03 연구논단Ⅰ** 부당내부거래의 존재가 임원보수의 계열사 성과연동을 설명하는가?
김우찬 고려대학교 경영대학 교수, 한국기업지배구조원 객원연구위원
김형석 한국기업지배구조원 연구위원
- 22 연구논단Ⅱ** 합작투자회사의 소수주주 보호:
합작투자의 해소와 주식회사 해산판결청구권에 관한 소고
김태진 고려대학교 법학전문대학원 교수, 한국기업지배구조원 객원연구위원
- 38 연구논단Ⅲ** 경영자 지분율이 실물적 이익조정에 미치는 영향
유용근 고려대학교 경영대학 교수, 한국기업지배구조원 객원연구위원



부당내부거래의 존재가 임원보수의 계열사 성과연동을 설명하는가?

연구논단 I

김우찬 | 고려대학교 경영대학 교수, 한국기업지배구조원 객원연구위원

김형석 | 한국기업지배구조원 연구위원

I. 서론

기업집단(business group) 소속회사에 대한 연구는 많지만 기업집단 소속회사 임원들에게 지급되는 보수(executive compensation)에 관한 연구는 그리 많지 않다. 본 연구는 기업집단 소속회사 임원보수에 관한 몇 안 되는 연구 중 하나로 먼저 이들 임원의 보수가 해당 회사 성과뿐만 아니라 다른 소속회사(이하 '계열사')의 성과에도 연동되어 있는지 살펴보고, 만약 연동이 되어 있다면 그것이 부당내부거래의 원활한 집행에 도움을 주는 방향으로 연동되어 있는지 살펴보고자 한다.¹⁾

기업집단 소속회사의 경우 그 성과가 여러 가지 이유에서 계열사 성과에 연계되어 있을 수밖에 없다. 계열사와 유사한 업종을 영위하고 있을 수 있고, 계열사에 출자를 하거나 대여를 함으로써 내부자본시장(internal capital market)을 형성할 수 있기 때문이다.

하지만 계열사 간에 이루어지는 부당내부거래(unfair related-party transaction or tunneling)의 원활한 집행을 위해서도 임원의 보수가 해당 회사의 성과뿐만 아니라 계열사 성과에 연동될 수 있다는 것이 본 연구의 핵심 내용이다. 부당내부거래가 이루어지면 한 회사는 이익을 보지만 그 거래 상대방 회사는 손해를 보게 된다. 이 때 손해를 본 회사의 임원 보수를 해당 회사의 성과에만 연동시키면 그 보수가 과소 책정되는 문제가 발생하게 되는데 이는 지배주주 일가가 원하는 부당내부거래의 원활한 집행을 저해할 수도 있다. 따라서 지배주주 일가는 부당내부거래에 대한 임원들의 적극적인 협조

1) 본 연구는 필자들의 공저논문인 "Can Tunneling Explain Executive Pay's Sensitivity to Other Member Firms' Performance"를 기초로 작성되었음을 밝혀둔다.

를 이끌어 내기 위해 손해를 본 회사의 임원보수를 해당 회사의 성과뿐만 아니라 부당 내부거래의 상대방 회사인 수혜회사의 성과에도 연동시킬 수밖에 없게 된다는 것이 본 연구가 실증적으로 입증하고자 하는 기본 가설이다.

이러한 가설은 우리 실정에 비추어 보았을 때 결코 비현실적이라고 할 수 없을 것이다. 임원보수 책정에 있어서 총수 등 지배주주 일가의 영향력이 절대적이라는 사실은 그 동안 언론을 통해 수차례가 보도된 바 있고, 재벌 소속 회사들의 경우 독립적인 사외 이사로만 구성된 보수위원회가 거의 전무한 실정이기 때문이다.

임원 개인별 보수의 공시를 의무화한 자본시장과 금융투자업에 관한 법률 개정 이후 드러난 보수 지급 내역을 살펴보면 이러한 우려는 더욱 커진다. 예컨대, 2013년 권오현 삼성전자 대표이사에게 지급된 보수총액 6,673백만 원의 구성을 살펴보면 급여가 1,788백만 원, 상여가 2,034백만 원, 기타근로소득이 2,951백만 원인 것으로 나타났다. 급여는 근속연수에 연동되어 있고, 상여는 부서와 회사목표 달성도에 따라 지급되는 것이므로 특별히 문제될 것이 없다고 하더라도 가장 큰 비중을 차지하는 기타근로소득에 있어서는 이것이 1회성 특별상여와 복리후생 명목으로 지급되었다는 사실 이외에는 밝혀진 바 없어 결국 총수에 의해 그 금액이 재량적으로 결정되었을 것이라는 의심을 불러일으킨 바 있다.

계열사 간에 이루어지는 부당내부거래의 원활한 집행을 위해서 임원의 보수가 해당 회사의 성과뿐만 아니라 계열사 성과에도 연동되어 있다는 본 연구의 실증분석 결과를 그대로 받아들인다면 우리는 매우 중요한 정책적 시사점을 얻을 수 있다. 즉, 임원보수가 총수 일가의 이익이 아닌 해당회사 주주의 이익을 위해 책정되도록 하는 각종 제도 개혁이 상당히 유효한 부당내부거래 억제 방안이 될 수 있다는 것이다.

이하 제2장에서는 기업집단 임원보수에 관한 최근의 연구동향과 임원보수에 관한 국내제도를 간략히 소개하고자 한다. 제3장에서는 실증검증의 대상이 되는 가설을 보다 구체화하고, 제4장에서는 본 연구의 실증분석 결과를 소개하고자 한다. 제5장에서는 임원보수가 총수일가의 이익이 아닌 해당회사 주주의 이익을 위해 설계되도록 하는데 필요한 각종 제도 개혁과제들을 정리하고자 한다.

II. 기존 문헌과 관련 제도

1. 기업집단 임원보수에 관한 연구

기존 문헌 중 우리나라 기업집단 임원보수에 관한 첫 연구는 Kato, Kim, and Lee (2007)의 연구라고 할 수 있다. 이 연구는 1998-2001년 동안 KOSPI 200에 포함된 246개 상장회사를 표본으로 사용하여 우리나라 기업 임원보수의 성과 탄력성 (pay-performance elasticity)을 살펴보았다. 먼저, 우리나라에서도 주가에 대한 임원보수의 탄력성이 상당하고, 그 크기가 미국이나 일본 수준에 이르는 것으로 나타났다. 하지만 더 중요한 결과는 이러한 탄력성이 하위표본 (subsample) 분석에서 비재벌기업 (non-chaebol firms)에서만 나타났다는 점이다. 재벌 총수 입장에서는 개별 기업의 이익보다는 재벌 전체의 이익이 더 중요하기 때문에 임원보수가 개별 기업 성과에 연동될 필요가 없다는 것이 저자들의 설명이다.

Cheong and Kim (2014)의 연구는 우리나라 상장회사에서 창업자 가족임원의 보수가 전문경영인 임원의 보수에 비해 높은 친족임원 보수 프리미엄 (family pay premium) 현상이 존재함을 보여주고 있다. 먼저, 368개 상장회사 임원의 2013년도 개인별 보수 데이터를 활용하여 친족임원의 보수가 전문경영인 임원의 보수에 비해 평균적으로 27% 높다는 것을 보여주고 있다. 또, 이러한 프리미엄이 대규모기업집단 소속회사에서만 나타남을 보여주면서 그 이유로 대규모기업집단 소속회사에 대한 총수일가의 낮은 현금흐름권 (cash flow right)을 지목하고 있다. 마지막으로 이러한 프리미엄이 경영에 참여하지 않는 다른 친족의 소유지분이 낮아질수록 높아지는 것을 보여주면서 이를 다른 친족의 견제 유인 부재로 설명하고 있다.

기업집단 소속회사 임원보수에 관한 연구는 아니지만 우리나라 임원보수에 관한 연구 중 Garner and Kim (2013)과 Shin et al. (2015)의 연구를 소개하면 다음과 같다. 먼저, Garner and Kim (2013)의 연구는 2001-2006년 동안 KOSPI 200에 포함된 164개 상장회사를 표본으로 사용하여 임원보수의 성과 탄력성이 외국인 지분율에 따라 어떻게 달라지는지 보여주고 있다. 즉, 외국인 소유지분이 높은 기업일수록 임원보수의 성과 탄력성이 높은 것으로 나타났다. 외국인들의 영향력 행사로 탄력성이 높아진 것인지 아니면 외국인들이 탄력성이 높은 회사 위주로 투자를 한 것인지에 대해서는 결론을 내리지 않았다. Shin et al.(2015)은 2000-2009년 동안 KOSPI 상장회사를 표본으로 임원보수와 직원보수 간의 격차 (executive pay multiple)를 연구했는데 분석 결과 격차가 작을수록 사후적으로 기업의 성과가 좋아진다는 것을 보여주고 있다.

기업집단 소속회사 임원보수에 관한 연구는 해외문헌에서도 쉽게 찾아 볼 수 없다. 또, 몇 안 되는 논문들에서도 연구의 초점이 기업집단에 있기 보다는 친족임원 (family executive) 또는 친족회사 (family firm)에 있는 경우가 많다. 1995-1998년 동안 412개 홍콩 기업들을 대상으로 연구한 Cheung, Stouraitis, and Wong (2005)의 경우 지배주주 일가의 지분이 일정수준에 이를 때까지는 소유지분과 임원보수 간에 양(+)의 관계가 있음을 보여주고 있다. 저자들은 이를 임원보수를 통한 터널링의 증거로 보고 있다. 즉, 지배주주 일가는 늘어나는 지분에 따라 증가한 영향력을 기반으로 과도하게 많은 임원보수를 스스로 지급 받는다는 것이다.

한편, 2000-2005년 동안 157개 칠레기업을 연구한 Urzúa (2009)의 경우 지배주주 일가가 이사회의 구성원인 경우 해당 이사회 구성원들의 보수는 지배주주 일가의 현금흐름권이 낮을수록 높은 것을 보여주고 있다. 즉, 현금흐름권이 낮아지면 터널링의 유인이 커지는데 지배주주 일가는 이 때 임원보수를 높게 책정함으로써 이익을 챙긴다는 것이다.

1998-2002년 기간 동안 이태리 상장회사를 연구한 Barontini and Bozzi (2010)의 경우 친족기업 (family firm) 소속 전문경영인의 임원보수가 비친족기업 (non-family firm) 소속 전문경영인의 임원보수보다 높은 것을 보여주고 있다. 이에 대해 저자들은 두 가지 해석을 내놓고 있는데 그 중 하나는 전문경영인들의 충성심을 높이기 위해 이들에게 높은 보수를 지급한다는 것이고, 다른 하나는 전문경영인이 지배주주 일가의 사적편의 추구행위를 눈감아 주는 대가로 이들에게 높은 보수를 지급한다는 것이다.

2. 임원보수에 관한 국내 제도

(1) 주주총회를 통한 통제

임원보수와 관련된 제도는 크게 주주총회를 통한 통제, 이사회를 통한 통제, 그리고 외부 공시를 통한 견제로 나누어 살펴볼 수 있다. 먼저, 주주총회를 통한 통제에 있어서 가장 중요한 장치는 임원보수 한도가 주주총회 보통결의 사항이라는 점이다. 상법에 따르면 임원인 이사와 감사의 보수는 정관에서 정하지 아니한 때에는 주주총회의 결의로 정하도록 하고 있다 (제388조, 제415조). 현실적으로 정관에 보수액을 정하는 것이 불가능하기 때문에 모든 회사가 주주총회의 결의로 정한다고 보아도 무방하다. 각 임원의 보수를 개별적으로 승인받아야 하는지 아니면 임원 전체의 보수 합계액만 승인받으면 되는 것인지에 대해 상법에 명시적인 규정이 없으나 관행적으로 보수 합계액의 한도만을 주주총회에서 승인 받고, 임원 개인별 보수액은 이사회에서 정하고 있다.

Say-on-pay 등 권고적 주주총회 결의만을 요구하는 미국 등 다른 선진국의 사례와

비교했을 때 우리나라의 경우에는 주주에 의한 보다 직접적인 통제 가 가능한 구조라고 할 수 있겠다. 하지만 실제 주주총회에서 상정되는 임원보수 한도 승인안건의 내용이 너무 부실해 유의미한 주주견제의 수단이 되지 못하고 있다. 안건을 상정하면서 보수 합계액 한도를 산정한 근거, 작년에 비해 한도가 변경된 이유, 승인 받은 한도 내에서 어떤 기준에 따라 이사 및 감사에게 보수가 지급될 것인지 등에 대한 설명이 전혀 제공되지 않고 있기 때문이다.

주주총회에서 승인 받아야 하는 보수의 종류에는 원칙적으로 소득세 과세대상이 모두 포함된다. 따라서 여기에는 급여, 상여, 주식매수선택권 행사이익 등 근로소득뿐만 아니라 기타소득과 퇴직소득도 포함된다. 하지만 주주총회 개최 시점에 연말까지 퇴직할 임원의 수를 미리 예상할 수 없는 현실적인 문제가 있어서 퇴직금을 보수 합계액에 포함시켜 주주총회 승인을 받기보다는 “임원퇴직금지급규정”을 별도로 만들어 주총 승인을 받아 놓고, 임원이 퇴직하면 이 규정에 따라 퇴직금을 지급하는 방법을 사용하는 것이 현재 확립되어 있는 관행이다. 하지만 이 임원퇴직금지급규정은 의무 공시대상이 아니어서 이를 공개한 회사를 매우 드물다.

한편, 주식매수선택권 (stock option)은 정관에서 정하는 바에 따라 발행주식수 (자사주 제외)의 10% 범위 내에서 주주총회에서의 특별결의로 부여할 수 있다 (상법 제340조의2). 법에서 이렇게 상한을 설정해 놓고, 보통결의가 아닌 특별결의를 요구하는 이유는 주식매수선택권의 행사가 갖고 있는 주식가치 희석효과 (dilution effect) 때문이다. 또, 상법은 주식매수선택권 부여에 관해 비교적 자세한 규정들을 두고 있는데 몇 가지 특징적인 내용들만 정리하면 다음과 같다. 먼저, 이사·집행임원·감사의 선임 및 해임 등 회사의 주요 경영사항에 대하여 사실상 영향력을 행사하는 자와 그의 배우자 및 직계존비속은 주식매수선택권을 부여 받을 수 없다. 또, 주식매수선택권의 행사가격은 부여 당일 주식의 실질가액보다 높아야 하고, 주식매수선택권을 부여한 주주총회 결의일로부터 2년 이상 재임 또는 재직하여야 행사할 수 있다.

한편 상장회사에 대해서는 특례 규정을 두어 덜 제한적으로 주식매수선택권을 부여할 수 있도록 해주고 있다 (제542조의3). 예컨대, 상장회사의 경우 부여한도가 발행주식수의 10%가 아니고, 20%이며, 주주총회의 결의가 아니라 이사회 결의만으로도 부여할 수 있다. 물론 이 경우에는 부여 후 처음으로 소집되는 주주총회에서 다시 승인을 받아야 한다. 한편, 부여 금지대상에 있어서는 상장회사에 대한 규정이 더 엄격하다. 부여 금지대상에 최대주주의 특수관계인을 포함시키고 있어 배우자 및 직계존비속뿐만 아니라 다른 친인척들에게도 부여할 수 없기 때문이다.

(2) 이사회를 통한 통제

상법은 임원보수를 주주총회 의결사항으로 정하고 있기 때문에 그런 것인지 임원보수에 관한 이사회의 역할에 대해서는 아무런 규정을 두고 있지 않다. 또, 감사위원회나 사외이사후보추천위원회와는 달리 대형 상장법인에 대해서도 보수위원회는 의무적으로 설치해야 하는 이사회내 위원회가 아니다. 실제 보수위원회를 자발적으로 설치하고 있는 회사는 많지 않다. 재벌 소속회사들의 경우에는 더욱 그러하다.

다만, 금융회사의 경우에는 금융회사 지배구조에 관한 법률에 따라 원칙적으로 보수위원회를 설치하여야 한다 (제16조). 이는 재벌소속 금융회사의 경우에도 마찬가지이다. 하지만 감사위원회가 보수위원회의 역할을 수행하고 있다면 감사위원회로 보수위원회를 갈음할 수 있는 예외규정을 두고 있다. 금융회사 지배구조에 관한 법률은 보수위원회와 보수체계 등에 관해 비교적 상세한 규정을 두고 있다 (제22조). 심의·의결 사항에 보수의 결정 및 지급방식, 보수지급에 관한 연차보고서 작성 및 공시를 포함하고 있고, 임원들이 과도한 위험을 부담하지 아니하도록 보수체계를 마련해야 하며, 성과보수를 지급하되 이를 일정기간 이상 이연하여 지급할 것을 규정하고 있다.

(3) 공시를 통한 외부건제

2013년의 자본시장과 금융투자업에 관한 법률 (이하 ‘자본시장법’) 개정 이전까지 보수에 대한 공시는 매우 제한적이었다. 즉, 상장회사 등은 사업보고서를 통해 임원보수에 관한 사항을 공시해야 했지만 그 공시내용은 매우 제한적으로 이루어졌다 (자본시장법 제159조 및 제163조). 금융감독원의 기업공시서식 작성기준에 따라 주주총회 승인 금액을 등기이사(사외이사, 감사위원회 위원 제외), 사외이사(감사위원인 사외이사 제외), 감사위원회 위원 (또는 감사)의 세 범주로 나누어 기재하기만 하면 되었기 때문에 외부주주 입장에서 임원 개인별 보수는 알 수 없었다.

하지만 자본시장법이 개정된 2013년 이후부터는 사보고서 제출대상 법인의 경우 임원들의 보수총액 뿐만 아니라 임원 개인별 보수와 그 구체적인 산정기준 및 방법을 공시해야 한다. 다만, 대통령령이 그 적용대상 임원을 보수총액 5억 원 이상 수령자로 제한함에 따라 임원 개인별 보수를 공시하는 임원과 상장회사는 그리 많지 않은 실정이다. 또, 등기 임원만 공시대상 임원에 포함시킴에 따라 2014년 본격적인 제도 시행을 전후하여 상당수의 재벌총수 또는 그 자녀들이 등기임원에서 미등기임원으로 전환하는 경우가 발생하기도 했다. 이런 문제가 지적됨에 따라 2016년 3월 자본시장법이 개정되어 보수총액 기준 상위 5명의 경우 등기여부와 무관하게 지급된 보수총액이 5억 원 이상이면 개인별 보수와 그 구체적인 산정기준 및 방법을 공시하는 것으로 변경되었다.

하지만 그 시행이 2년 후인 2018년 3월 이후로 늦춰져 2018년 반기보고서가 제출되는 8월 중순경이 되어서야 첫 공시가 이루어질 예정이다.

한편, 개인별 보수의 구체적인 산정기준 및 방법의 공시는 2013년 개정된 자본시장법의 의무사항임에도 불구하고 상당히 부실한 수준으로 이루어지고 있다. 금융감독원이 이에 관한 기업공시서식작성기준을 한 차례 강화한 바 있지만 그 공시 내용은 여전히 부실하다. 즉, 보수책정의 근거가 되는 성과평가의 기준을 구체적으로 제시하는 경우가 거의 없고, 성과평가 기준을 임원 직급별로 구분하여 설명하는 경우는 더욱 없다. 또, 해당회사의 성과를 동종업종 내 다른 회사의 성과와 비교하는지, 성과금이 장기성과에 연동되어 있는지 아니면 단기성과에 연동되어 있는지, 이연지급된 것인지 등에 대한 설명도 없다. 다시 말해 외부주주 입장에서 공시내용만 보고는 도저히 보수책정의 적정성을 판단할 수 없는 수준이라고 하겠다.

금융회사 소속 임원의 경우에는 사정이 다소 괜찮은 편이다. 금융회사 지배개구조에 관한 법률은 임직원 보수지급에 관한 연차보고서의 작성 및 공시를 의무화하고 있고, 연차보고서에 포함시킬 내용을 구체적으로 열거하고 있기 때문이다. 이에는 보수위원회의 구성, 그 권한과 책임, 임원의 보수총액과 그 구성(기본급, 성과보수, 이연 성과보수 및 이연 성과보수 중 해당 회계연도에 지급된 금액 등)이 포함된다. 한편, 상법은 사외이사에게 지급되는 보수의 공시를 의무화하고 있다(제542조의4). 즉, 상장회사가 주주총회 소집의 통지 또는 공고를 하는 경우에는 사외이사 등의 활동내역과 보수에 관한 사항을 통지 또는 공고하여야 한다.

III. 연구 가설

본 연구에서 검증할 가설들을 구체화하기 위해 먼저, 기업집단 내에서 기업집단 지배주주의 요구로 회사 A에게 불리하고 회사 B에게 유리한 부당내부거래 계약을 두 회사가 체결하였다고 상정해 보자. 이 경우, 회사 A의 주식가치는 하락하고, 회사 B의 주식가치는 상승한다. 회사 B의 주식가치 상승분은 부당내부거래계약의 현재가치가 될 것이며, 이는 곧 회사 A의 주식가치 하락분과 동일하다. 이러한 상황에서 두 회사 최고경영자의 보수를 시장에서 관측되는 주식가치에만 연동시키는 경우 문제가 발생한다. 회사 A의 최고경영자에게는 보수가 과소 책정되고, 회사 B의 최고경영자에게는 보수가 과다 책정되기 때문이다. 즉, 유인 부합적(incentive-compatible)인 보수 책정이 안 이루어진다.

기업집단의 지배주주가 원하는 부당내부거래 계약의 체결과 그 집행에 최고경영자들의 적극적인 협조를 이끌어내려면 보수를 어떻게 책정하면 될까? 중간 도출과정을 생략하고 결론부터 말하자면 회사 A의 최고경영자 보수는 시장에서 관측되는 회사 A의 주식가치 뿐만 아니라 시장에서 관측되는 회사 B의 주식가치에도 같은 방향으로 연동되도록 해야 한다.²⁾ 회사 A의 주식가치에만 연동시켜 초래되는 보수 과소책정의 문제를 회사 B의 주식가치에도 추가 연동시킴으로써 해소할 수 있기 때문이다. 한편, 회사 B의 최고경영자 보수는 시장에서 관측되는 회사 B의 주식가치에는 같은 방향으로 연동시키지만 회사 A의 주식가치에는 반대방향으로 연동시켜야 한다. 회사 B의 주식가치에만 연동시켜 초래되는 보수 과다책정의 문제를 회사 A의 주식가치에 반대방향으로 추가 연동시킴으로써 해소할 수 있기 때문이다. 하지만 이 두 번째 추론은 본 연구에 있어서 큰 의미가 없다. 통상적으로 부당내부거래의 수혜회사가 되는 비상장회사는 본 연구의 표본에 포함되어 있지 않기 때문이다.³⁾ 표본에 주로 회사 A와 같은 피해 회사만 포함된다고 가정할 경우 다음의 가설을 도출할 수 있다.

〈가설 1〉 기업집단 소속 상장회사 임원의 현금보수는 해당 회사의 성과뿐만 아니라 집단 내 다른 소속회사의 성과에도 같은 방향으로 연동되어 있다.

〈가설 1〉의 관계와 합치되는 결과는 부당내부거래가 존재하지 않는 경우에도 얻을 수 있다. 즉, 영위 업종의 유사성, 내부자본시장을 통한 출자와 대여 관계 등이 있을 수 있기 때문이다. 부당내부거래의 존재가 임원보수의 계열사 성과연동을 설명하는지 살펴보기 위해서는 추가적인 가설의 도출과 검증이 필요하다.

이를 위해 부당내부거래의 정도가 클수록 임원보수의 계열사 성과 민감도 (pay sensitivity to other member firms' performance)가 커지는지 살펴보았다. 부당내부거래의 정도는 여러 가지 요소들에 의해 영향을 받겠지만 기존 문헌에 따를 경우 지배주주 일가의 현금흐름권(cash flow rights)이 중요한 역할을 한다. 예컨대, 우리나라 기업집단을 연구한 Hwang and Kim(2016)에 따르면 재벌 후계자의 지분이 높아진 계열사는 그렇지 않은 계열사들에 비해 내부거래의 비중이 더 빨리 증가하고 이로 인해 더 높은 이익을 얻는다. 다시 말해 지배주주 일가의 현금흐름권이 낮은 계열사일수록 부당내부거래로 인해 주식가치가 침해 받을 가능성이 높다는 것이다. 이러한 추론을 따

2) 각 가설 도출에 관한 구체적인 설명은 원 논문 "Can Tunneling Explain Executive Pay's Sensitivity to Other Member Firms' Performance"를 참조하기 바란다.

3) Black et al.(2015)은 기업집단 내에서의 부당내부거래에서 주로 상장회사가 손해를 보고 비상장회사 또는 지배주주 일가 개인이 이득을 본다는 것을 우리나라 표본을 이용하여 보여주고 있다.

르고 표본에 주로 회사 A와 같은 피해 회사가 포함된다면 아래의 가설을 도출할 있다.

〈가설 2〉

기업집단 소속 상장회사 임원의 현금보수는 집단 내 다른 소속회사들 중에서 해당회사에 비해 지배주주 일가의 현금흐름권이 높은 회사의 성과에만 양(+)의 방향으로 연동되어 있고, 그렇지 않은 회사의 성과에는 연동되어 있지 않다.

기존문헌에 따를 경우 지배권과 현금흐름권 간의 괴리도 (control-ownership disparity)가 높은 회사일수록 부당내부거래로 인해 손해를 볼 가능성이 높다. La Porta, Lopez de Silanes, and Shleifer(1999), Claessens, Djankov, and Lang(2000), Faccio and Lang(2002), Mitton(2002), Joh(2003), Lemmon and Lins(2003), Kim, Sung, and Wei(2011) 등 상당수의 기존연구가 이를 뒷받침하고 있다. 이를 받아들일 경우 아래와 같은 가설을 도출할 수 있다.

〈가설 3〉

지배주주 일가의 지배권과 현금흐름권 간의 괴리도가 표본 중위 값 이상인 회사의 경우에는 임원보수가 계열사 성과에 양(+)의 방향으로 연동되어 있지만, 그렇지 않은 회사의 경우에는 연동되어 있지 않다.

한편, Black et al. (2015)은 내부거래가 이루어지고 있는 두 회사에 대한 지배주주 일가의 현금흐름권 값 차이뿐만 아니라 두 회사 간 내부거래의 양도 함께 고려한 Expropriation Risk Index를 소개하고 이 지수가 높은 회사일수록 부당내부거래로 주가가치가 침해 받을 가능성이 높다는 것을 보여주고 있다. $ERI > 0$ 이면 부당내부거래로 피해를 볼 가능성이 높고, $ERI < 0$ 이면 그렇지 않다. ERI를 갖고 마지막 가설을 도출하면 아래와 같다.

〈가설 4〉

ERI가 양(+)의 값을 갖는 회사의 경우에는 임원보수가 계열사 성과에 양(+)의 방향으로 연동되어 있지만, 그렇지 않은 회사의 경우에는 연동되어 있지 않다.

IV. 표본과 변수의 정의

1. 표본의 구성

본 연구는 2002-2011년 동안 한국거래소 유가증권시장에 상장되어 있는 대규모기업집단 소속회사를 표본으로 사용하였다. 표본기간이 2002년부터 시작하는 것은 이 때

부터 한국상장회사협의회 TS2000 DB에서 임원보수 데이터를 추출할 수 있기 때문이다. 대규모기업집단 소속회사 명단은 공정거래위원회의 각 연도별 보도자료를 통해 파악하였다. 공정거래법상 동일인이 회사인 대규모기업집단은 표본에서 제외시켰다.

이렇게 추출한 표본 회사 각각에 대해 연도별로 사내이사 모두에게 지급된 현금보수의 합계(TPAY)을 계산하고, 이를 본 연구의 피설명변수로 사용하였다. 본 연구에서 임원 개인별 보수를 사용하지 않은 것은 본 연구의 표본기간(2002-2011)이 임원 개인별 보수가 공시되기 시작한 2013년 이전이기 때문이다.⁴⁾ 금융감독원의 공시서식 작성기준은 현금보수의 지급액 합계를 공시함에 있어서 임원을 세 가지 범주로 나누고 있는데 이는 이사 (사외이사와 감사위원회 위원 제외), 사외이사 (감사위원회 위원 제외), 감사위원회 위원 (또는 감사)이 해당된다. 본 연구에서는 첫 번째 범주에 해당되는 이사에 지급된 보수를 사용하였고, 모든 회귀모형에서 이사의 수를 통제변수에 포함시켰다. 9년의 표본기간 동안 있었을 물가 상승을 통제하기 위해 한국은행이 발표하는 소비자물가지수(CPI)를 사용하여 계산한 2002년 기준 실질 지급액을 사용하였다.

표본에 포함된 기업집단의 수와 각 기업집단에 속한 상장회사의 수는 연도별로 다소 차이가 있는데 기업집단의 수는 27-43개에 이르고, 각 기업집단에 속한 상장회사의 수는 평균적으로 4-5개인 것으로 나타났다. <표 1>은 표본의 구성을 보여주고 있다. 기업집단의 수에 큰 편차가 있는 것은 공정거래법상 대규모기업집단 지정기준이 변경되었기 때문이다. 특히, 2008년 43개에서 2009년 29개로 크게 떨어지는데 이는 공정거래법상 대규모기업집단의 지정기준이 자산규모 2조원에서 5조원으로 상승했기 때문이다.

〈표 1〉 표본의 구성

연도	기업집단의 수	기업집단 내 상장회사의 수				
		평균	표준편차	최소값	중위값	최대값
2003	27	4.41	3.31	1	4.0	14
2004	30	4.20	2.85	1	3.5	14
2005	33	4.15	2.71	1	4.0	14
2006	37	4.11	2.64	1	4.0	14
2007	38	4.18	2.73	1	3.0	15
2008	43	4.26	2.92	1	3.0	16
2009	29	5.31	3.49	2	5.0	16
2010	32	5.34	3.46	2	5.0	16
2011	34	5.56	3.47	2	5.0	18

주: 표본기간은 2002년부터이나 회귀모형에 1차 차분 된 변수를 사용함에 따라 실질적으로 2013년부터 시작

4) 분석결과의 강건성(robustness)을 살펴보기 위해 개별 임원 보수 데이터(2013-2015)를 사용하여 별도로 주요 가설들을 검증한 결과 유사한 결과들을 얻을 수 있었다.

2. 주요변수의 정의

임원보수의 계열사 성과 민감도 분석에 앞서서 본 연구는 우선 임원보수의 자체 성과 민감도 (pay-performance elasticity)를 분석하였다. 피설명변수는 사내이사들이 수령한 보수합계액 (TPAY)의 변화율이고, 설명변수에는 성과변수인 주가 수익률 (RET), 당해 연도 총자산순이익률 (ROA)의 변화, 전년도 ROA의 변화, 사내이사 수의 변화율, 회사의 자산크기, 주식매수선택권 부여 더미 (및 주가 수익률과의 교차항), 2008년 글로벌 금융위기 더미 (및 성과변수들과의 교차항), 연도 더미를 포함시켰다. <표 2>는 주요변수의 정의를 보여주고 있다.

〈표 2〉 주요 변수의 정의

주요 변수	정 의
TPAY	사내이사에게 지급된 현금보수의 지급총액(소비자물가를 사용하여 2002년 기준 실질 지급액 산출, 단위: 백만 원)
RET	로그 주가수익률(배당 및 액면분할 조정) - 로그 산업지수 수익률(가중치= 시가총액, 한국표준산업분류상 대분류)
△ROA	총자산순이익률의 1차 차분 - 산업 총자산순이익률의 1차 차분(가중치= 자산, 한국표준산업분류상의 대분류)
RET Affiliates (All)	동일 집단 내 모든 타 상장계열사의 가중평균RET (가중치= 시가총액)
More-CF	지배주주일가의 현금흐름권이 해당회사에 비해 높은 계열사만을 사용하여RET Affiliates 산출
Less-CF	지배주주일가의 현금흐름권이 해당회사에 비해 낮은 계열사만을 사용하여RET Affiliates 산출
With-RPT	해당회사와 내부거래가 있는 계열사만을 사용하여RET Affiliates 산출. 내부거래는 특수관계법인과 매입과 매출을 합산하여 산출
Without-RPT	해당회사와 내부거래가 없는 계열사만을 사용하여RET Affiliates 산출
More-CF & With RPT	지배주주일가의 현금흐름권이 해당회사에 비해 높으며 해당회사와 내부거래가 있는 계열사만을 사용하여RET Affiliates 산출
Less-CF & With RPT	지배주주일가의 현금흐름권이 해당회사에 비해 낮으며 해당회사와 내부거래가 있는 계열사만을 사용하여RET Affiliates 산출
More-CF & Without-RPT	지배주주일가의 현금흐름권이 해당회사에 비해 높으며 해당회사와 내부거래가 없는 계열사만을 사용하여RET Affiliates 산출
Less-CF & Without-RPT	지배주주일가의 현금흐름권이 해당회사에 비해 낮으며 해당회사와 내부거래가 없는 계열사만을 사용하여RET Affiliates 산출
No. of Executives	사내이사의 수로TPAY/APAY와 동일(APAY는 사내이사에 대한 현금보수의 평균 지급액)
Stock Option	최소1명의 이사가 주식매수선택권을 보유하고 있으면1, 그렇지 않으면0
Disparity	해당회사에 대한 지배주주일가의 지배권 -현금흐름권. 현금흐름권은 Kim, Lim, and Sung(2007)의 방법론을 사용하여 산출
Expropriation Risk Index	(거래상대 계열사에 대한 지배주주일가의 현금흐름권 -해당회사에 대한 지배주주일가의 현금흐름권)을 해당회사 총매출액 대비 거래상대 계열사 내부거래의 비중으로 가중 평균하여 산출

임원보수의 자체성과 탄력성은 본 연구의 주요 성과변수인 주가 수익률의 계수 값으로 추정된다. 이 계수 값이 양(+)의 값을 갖고, 통계적으로 유의하면 주가가 상승(하락)할 때 해당회사 임원의 보수 또한 상승(하락)한다는 것을 의미한다. 참고로 이 모형은 기본적으로 Kato, Kim, and Lee(2007)에서 사용한 회귀모형에 전년도 ROA와 2008년 국제금융위기 더미변수를 포함시킨 모형이다. 또, 이 모형에서 주가 대신 주가 수익률을 사용하는 것은 기업 고정효과(firm fixed effects) 통제를 위해 이 모형의 모든 주요 변수를 1차 차분(first difference)했기 때문이다.

2008년 글로벌 금융위기 더미 및 이 변수와 성과변수들 간의 교차항을 설명변수에 포함시킨 것은 글로벌 금융위기로 인해 2008년의 경우에는 기업성과와 임원보수 간의 관계가 왜곡되었을 수 있기 때문이다 (전년도 총자산순이익률의 경우 2008년 성과와 2009년도 임원 보수 간의 관계가 왜곡되었을 수 있어 2009년도 더미변수와의 교차변수를 포함시켰다). 전년도 총자산순이익률(ROA)를 포함시킨 이유는 임원보수를 책정할 시점 당시에는 당해 연도 ROA 확정치는 없고, 전년도 ROA 확정치만 활용할 수 있기 때문이다.

다음 본 연구의 여러 가설들을 검증하기 위해 위에서 설명한 회귀모형에 계열사 성과변수 (RET Affiliates)를 포함시켜 추정하였다. 임원보수의 계열사 성과 탄력성은 계열사 주가 수익률의 계수 값으로 추정된다. 이 계수 값이 양(+)의 값을 갖고, 통계적으로 유의하면 계열사의 주가가 상승(하락)할 때 해당회사 임원의 보수 또한 상승(하락)한다는 것을 의미한다. 즉, 본 연구의 〈가설 1〉을 지지한다는 것을 의미한다.

〈가설 2〉를 검증하기 위한 회귀모형을 추정할 때는 전체 상장계열사의 성과변수 대신 지배주주 일가의 현금흐름권이 분석대상 회사에 비해 높은 상장계열사만을 사용하여 산출한 성과변수 (More-CF)와 반대로 현금흐름권이 해당회사에 비해 낮은 상장계열사만을 사용하여 산출한 성과변수 (Less-CF)를 동시에 포함시켜 추정하였다. 또, 〈가설 3〉을 검증하기 위한 회귀모형에서는 전체표본을 지배주주 일가의 지배권과 현금흐름권 간의 괴리도가 표본 중위 값 이상인 표본과 그렇지 않은 표본으로 나누어 〈가설 1〉 및 〈가설 2〉 검증에서 사용한 회귀모형을 다시 추정하였다. 마지막으로 〈가설 4〉를 검증하기 위한 회귀모형에서는 전체표본을 ERI가 양(+)의 값을 갖는 표본과 그렇지 않은 표본으로 나누어 〈가설 1〉 및 〈가설 2〉 검증에서 사용한 회귀모형을 다시 추정하였다.

V. 분석 결과

1. 기초 통계량

본 연구에서 사용한 표본의 기초 통계량 (summary statistics)을 살펴보면 다음과 같다. 사내이사에게 지급된 현금보수의 지급 합계 (TPAY)는 최소 5천만 원에서 최대 800억 원에 이르고, 그 평균과 중위 값은 각각 25억 원과 14억 원인 것으로 나타났다. 지급액 합계 계산에 포함된 사내이사의 수가 평균 3.7명이므로 평균지급액은 대략 6.7억 원인 것을 알 수 있다. 또, 29%의 표본 회사에서 최소 1명의 이사가 주식매수선택권을 보유하고 있는 것으로 나타났다. 한편, 지배주주 일가의 지배권과 현금흐름권 간의 괴리도는 평균적으로 20%인 것으로 나타났다. <표 3>은 주요 변수의 기초통계량을 보여주고 있다..

〈표 3〉 주요 변수의 기초 통계량

주요 변수	표본수	평균	표준편차	최소값	중위값	최대값
TPAY	880	2,540	4,786	50	1,367	79,800
$\Delta \ln(\text{TPAY})$	880	0.059	0.446	-1.984	0.057	1.606
RET	880	-0.07	0.355	-1.378	-0.07	1.687
ΔROA	880	-0.001	0.077	-0.568	0	0.569
RET Affiliates (All)	864	-0.022	0.278	-0.922	-0.031	0.977
More-CF	864	-0.013	0.284	-1.415	0	1.687
Less-CF	864	-0.037	0.29	-1.132	0	1.315
With-RPT	864	-0.039	0.302	-1.547	0	0.998
Without-RPT	864	-0.027	0.247	-1.133	0	1.249
More-CF & With-RPT	864	-0.021	0.274	-1.547	0	1.687
Less-CF & With-RPT	864	-0.029	0.271	-1.458	0	1.291
More-CF & Without-RPT	864	0.012	0.196	-1.097	0	0.965
Less-CF & Without-RPT	864	-0.032	0.246	-1.133	0	1.315
$\Delta \ln(\text{Assets})$	880	0.092	0.233	-3.085	0.086	1.431
No. of Executives	875	3.716	1.475	1	3.006	12
$\Delta \ln(\text{No. of Executives})$	871	-0.038	0.293	-2.195	0	1.948
Stock Option	880	0.288	0.453	0	0	1
Disparity	880	0.201	0.162	0	0.197	0.775
Expropriation Risk Index	880	0.005	0.067	-1.055	0.002	0.185

2. 임원보수의 자체성과 연동분석

본 연구의 주요 가설 검증에 앞서서 통상적인 보수의 성과 탄력성을 추정하였다. 7개의 서로 다른 회귀모형들을 추정했는데 모든 모형에서 주가에 대한 탄력성이 양(+)의 값을 갖고 5% 수준에서 통계적으로 유의한 것으로 나타났다.⁵⁾ 기본 모형 (baseline regression model)에서의 탄력성이 0.180인 것으로 나타났는데 이는 주가가 100% 상승할 때 (즉, 주가수익률 RET가 1만큼 상승할 때), 현금보수 지급 합계액이 대략 18% 상승한다는 것을 의미한다. 한편, 예상대로 전년도 총자산순이익률은 통계적으로 유의하지만 당해 연도 총자산순이익률은 유의하지 않은 것으로 나타났다.

3. 임원보수의 계열사성과 연동분석

다음, <가설 1>과 <가설 2>을 검증하였다. 먼저, 전체 상장계열사의 성과변수 (RET Affiliates)만을 사용한 모형에서 계열사주가에 대한 탄력성이 0.088인 것으로 나타났다. 앞서 살펴본 해당 회사 성과변수 (RET)에 대한 탄력성(0.180)에 비해 그 크기가 절반에 불과하고 통계적 유의성도 낮은 것으로 나타났다. 즉, <가설 1>은 실증분석 결과 약하게 지지되고 있음을 알 수 있다.

하지만 지배주주일가의 현금흐름권이 해당회사에 비해 높은 계열사만을 사용하여 계열사 주가 (More-CF)를 산출할 경우에는 그 계수 값의 크기와 통계적 유의성이 크게 오르는 반면 (0.088 → 0.114), 지배주주일가의 현금흐름권이 해당회사에 비해 낮은 계열사만을 사용하여 계열사 주가 (Less-CF)를 산출할 경우에는 반대로 그 계수 값의 크기와 통계적 유의성이 크게 떨어지는 것으로 나타났다 (0.088 → 0.004). 이들 두개의 계열사 성과변수를 동시에 포함시켰을 때에도 유사한 결과를 얻을 수 있었다. 즉, <가설 2>는 실증분석 결과 강하게 지지되고 있음을 알 수 있다.

해당회사와 상장계열사 간의 내부거래 존재 여부가 계열사 성과연동 정도에 미치는 영향도 분석하였다. 즉, 지배주주일가의 현금흐름권이 해당회사에 비해 높고, 해당회사와 내부거래가 있는 계열사만을 사용하여 계열사 주가를 산출한 경우 (More-CF & With-RPT) 그 계수 값이 0.122에 이르는 반면, 해당회사와 내부거래가 있더라도 현금흐름권이 해당회사에 비해 낮은 계열사만을 사용하여 계열사 주가를 산출하거나 (Less-CF & With-RPT), 해당회사와 내부거래가 전혀 없는 계열사만을 사용하여 계열사 주가를 산출한 경우 (Without-RPT)에는 그 계수 값과 통계적 유의성이 크게 떨어

5) 5% 수준에서 통계적으로 유의하다는 것은 계수 값이 0과 다르다고 했을 때 이것이 틀릴 확률이 5% 미만이라는 것을 의미이다.

지는 것으로 나타나 <가설 2>와 합치되는 실증분석 결과를 얻을 수 있었다.

4. 임원보수의 계열사 성과연동 하위집단 (subsample) 분석

다음 단계로 <가설 3>을 검증하였다. 즉, 지배주주 일가의 지배권과 현금흐름권 간의 괴리도가 큰 회사의 경우에는 임원보수가 계열사 성과에 양(+)의 방향으로 연동되어 있지만, 괴리도가 낮은 회사의 경우에는 연동되어 있지 않다는 가설을 검증하였다. 이를 위해 전체표본을 괴리도가 표본 중위 값(19.72%)을 상회하는 표본과 이를 하회하는 두 개의 하위표본으로 나누어 <가설 1>과 <가설 2>를 검증할 때 사용한 회귀모형을 추정하였다.

분석결과 <가설 3>이 강하게 지지됨을 알 수 있었다. 즉, 괴리도가 표본 중위 값을 상회하는 표본만을 사용한 경우에는 임원보수의 계열사 성과연동 정도가 전체표본을 사용했을 때의 결과보다 더욱 강해지는 것으로 나타났고, 괴리도가 표본 중위 값을 하회하는 표본만을 사용한 경우에는 그 결과가 모두 사라지는 것으로 나타났다. 특히, 지배주주일가의 현금흐름권이 해당회사에 비해 높고, 해당회사와 내부거래가 있는 계열사만을 사용하여 계열사 주가를 산출한 경우 (More-CF & With-RPT) 그 계수 값이 무려 0.183에 이르러 전체표본에서 추정한 해당 회사 성과에 대한 탄력성 0.180에 비해서도 높은 것으로 나타났다.

마지막으로 <가설 4>를 검증하였다. 즉, ERI가 양(+)의 값을 갖는 회사의 경우에는 임원보수가 계열사 성과에 양(+)의 방향으로 연동되어 있지만, 그렇지 않은 회사의 경우에는 연동되어 있지 않다는 가설을 검증하였다. 분석결과 <가설 4>가 강하게 지지됨을 알 수 있었다. 즉, ERI가 양(+)의 값을 갖는 표본만을 사용한 경우에는 <가설 1>과 <가설 2>가 여전히 지지되지만 ERI가 음(-)의 값을 갖는 표본만을 사용한 경우에는 그렇지 않은 것으로 나타났다.

5. 강건성 분석

위 분석 결과들의 강건성(robustness)을 살펴보기 위해 두 가지 추가 분석을 수행하였다. 먼저, 해당회사와 영위하는 업종이 동일한 계열사들을 제외하고 계열사 주가를 산출하여 <가설 1>과 <가설 2>를 다시 검증해보았다.⁶⁾ 동일 업종을 영위하는 경우 해당회사와 계열사의 성과가 자연스럽게 서로 연동되고, 이로 인해 해당회사의 임원보수도 계열사 성과에 연동될 수밖에 없기 때문이다. 동일 업종여부의 판단은 한국표준산업

6) 표본 수 부족으로 하위표본을 사용하는 <가설 3>과 <가설 4>는 분석하지 않았다.

분류상의 대분류를 기본적으로 사용하였고, 표본이 집중된 제조업의 경우에만 중분류를 사용하였다. 분석결과 여전히 <가설1>과 <가설2>를 지지하는 결과를 얻을 수 있었다.

두 번째 강건성 분석으로 사내이사에게 지급된 현금보수 지급합계액 (TPAY) 대신 비가족(non-family) 사내이사들 중 개인별로 지급받은 현금보수액이 가장 높은 사내이사(즉, 전문 CEO)의 보수액을 사용하여 <가설 1>과 <가설 2>를 다시 분석해 보았다. TPAY의 경우 총수 등 지배주주 일가에 속한 사내이사를 배제하지 않고 있어 임원보수의 계열사 성과 연동 정도가 과소 추정될 수 있기 때문이다 (총수 등 지배주주일가의 경우 본인들에게 이익이 되는 부당내부거래의 성사를 위해 특별히 경제적 인센티브를 제공받을 필요가 없다). 하지만 임원 개인별 보수 데이터는 자본시장과 금융투자업에 관한 법률이 개정된 시점 이후부터만 있어 사용된 표본기간이 총 3년 (2013-2015년)에 불과함을 밝혀둔다. 분석 결과 <가설 2>가 매우 강하게 지지됨을 발견하였다. 즉, 지배주주일가의 현금흐름권이 해당회사에 비해 높고, 해당회사와 내부거래가 있는 계열사만을 사용하여 계열사 주가를 산출할 경우 (More-CF & With-RPT) 그 계수 값이 무려 0.661에 이르는 것으로 나타났다.

VI. 결어 및 정책적 시사점

본 연구는 기업집단 소속회사의 임원보수가 해당회사 성과뿐만 아니라 계열사 성과에도 연동되어 있는지 분석하였다. 특별히, 그 연동의 정도가 부당내부거래의 소지가 높은 경우나 표본에서 특별히 강하게 나타나는지 살펴봄으로써 부당내부거래의 존재가 임원보수의 계열사 성과 연동의 중요한 원인 중 하나임을 실증적으로 보여주고 있다.

계열사 간에 이루어지는 부당내부거래의 원활한 집행을 위해서 임원의 보수가 해당회사의 성과뿐만 아니라 계열사 성과에도 연동되어 있다는 본 연구의 실증분석 결과를 그대로 받아들인다면 우리는 매우 중요한 정책적 시사점을 얻을 수 있다. 즉, 임원보수가 총수 일가의 이익이 아닌 해당회사 주주의 이익을 위해 책정되도록 하는 각종 제도 개혁이 상당히 유효한 부당내부거래 억제 방안이 될 수 있다는 것이다.

이와 관련하여 몇 가지 제도 개선방안들을 제안할 수 있다. 먼저, 임원보수 한도 승인의 건이 주주총회에서 보다 유의미하게 논의된 후 승인될 수 있도록 보상정책 또는 계획에 관한 내용이 보다 투명하게 공개되어야 할 것이다. 최소한 지금도 있지만 공개되지 않는 임원보수규정과 퇴직금지급규정이 공개되어야 할 것이다. 이와 관련하여 3월

문재인 정부는 임원 보상계획에 대한 주주총회의 권고적 심의 (Say on Pay)를 의무화하는 금융회사 지배구조에 관한 법률 개정안을 내놓았다. 물론 이는 금융회사의 경우에만 적용된다.

둘째, 이사회의 역할이 강화되어야 한다. 비록 임원보수 한도의 승인주체는 주주총회이지만 구체적으로 보상정책을 수립하고 이를 집행해 나가는 것은 이사회(보수위원회가 있는 경우 보수위원회)이어야 한다. 하지만 우리의 현실은 그렇지 못하다. 경제개혁연대가 2014년 부적절한 보수지급 의혹이 있는 9개 회사에 공문을 발송에 확인한 바에 따르면 그 어떤 회사의 이사회도 임원 개인별 보수의 산정 및 결정에 관해 논의한 바 없는 것으로 나타났다. 또, 임원보수규정 자체는 이사회에서 결정하고 변경하지만 그 집행은 대표이사에 대폭 위임되어 있는 것으로 나타났다. 즉, 급여의 경우에는 직급별 테이블에 따라 지급되므로 대표이사에게 큰 재량권이 없지만 보수의 상당 부분을 차지하는 성과급의 경우에는 대표이사가 사실상 그 금액을 결정하는 구조를 갖고 있는 것으로 나타났다. 따라서 보상정책에 대한 이사회의 심의를 법적으로 의무화할 필요가 있다. 더 나아가서는 대형 상장회사부터 보수위원회의 설치를 의무화해 나갈 필요가 있다.

공시에 있어서는 무엇보다 공시대상 임원의 범위를 확대할 필요가 있다. 현행 자본시장법에 따르면 수령 보수총액이 5억 원 이상이 되어야 개인별 보수와 그 구체적인 산정 기준 및 방법을 공시해야 한다. 하지만 이는 전체 상장회사의 약 25% 그리고 전체 상장회사 임원의 약 6%만이 공시하는 결과를 초래하였다. 현행 공시제도가 의미를 갖기 위해서는 미국의 경우와 마찬가지로 공시대상 임원의 범위를 보수총액이 1억 원 이상 수령자로 확대시킬 필요가 있다. 산정기준 및 방법의 공시와 관련해서는 금융감독원 공시 서식작성기준을 개정하여 최소한 임원 개인별 성과평가 기준의 제시, 장·단기 성과의 구분, 이연지급 여부 명시, 경쟁회사와의 비교 등이 포함되도록 할 필요가 있다.

〈참고문헌〉

- Bae K-H, Kang J-K and Kim J-M (2002) Tunneling or value added? Evidence from mergers by Korean business groups. *The Journal of Finance*.57: 2695-2740
- Barontini R., and Bozzi S. (2010) CEO compensation and performance in family firms.
- Baek J-S, Kang J-K and Lee I (2006) Business groups and tunneling: Evidence from private securities offerings by Korean chaebols. *The Journal of Finance*.61: 2415-2449.
- Bertrand M, Mehta P and Mullainathan S (2002) Ferreting out tunneling: An application to Indian business groups. *Quarterly Journal of Economics*. 117: 121-148
- Black, B, Kim W, Jang H and Park K-S (2015) How does corporate governance affect firm value? Evidence on a self-dealing channel from a natural experiment in Korea. *Journal of Banking and Finance*. 51: 131-150
- Cheong, J, Kim W. (2014) Revisiting Executive Pay in Family-Controlled Firms. *ECGI Finance Working Paper* No. 441/2014
- Cheung, Y. L., Stouraitis, A., &Wong, A. W. (2005). Ownership concentration and executive compensation in closely held firms: Evidence from Hong Kong. *Journal of Empirical Finance*, 12(4), 511-532.
- Claessens S, Djankov S and Lang L (2000) The separation of ownership and control in East Asian corporations. *Journal of Financial Economics*. 58: 81-112
- Faccio M and Lang L (2002) The ultimate ownership of Western European corporations. *Journal of Financial Economics*.65: 365-395.
- Garner and Kim (2013) Are foreign investors really beneficial? Evidence from South Korea. *Pacific-Basin Finance Journal*.25: 62-84
- Hwang S and Kim W (2016) When heirs become major shareholders: Evidence on tunneling and succession through related-party transactions. *Journal of Corporate Finance*. 41: 230-42

- Joh SW (2003) Corporate governance and firm profitability: Evidence from Korea before the economic crisis. *Journal of Financial Economics*.68: 287-322.
- Kato T, Kim W and Lee J (2007) Executive compensation, firm performance, and chaebols in Korea: Evidence from new panel data. *Pacific-Basin Finance Journal*.15: 36-55.
- Kim W, Lim, Y and Sung T (2007) Group control motive as a determinant of ownership structure in business conglomerates: Evidence from Korea's chaebols. *Pacific-Basin Finance Journal*.15: 213-252.
- Kim W, Sung T and Wei S-J (2011), Does corporate governance risk at home affect investment choices abroad? *Journal of International Economics*. 85: 25-41.
- La Porta R, Lopez-de-Silanes F and Shleifer A (1999) Corporate ownership around the world. *The Journal of Finance*.54: 471-517.
- Lemmon M and Lins K (2003) Ownership structure, corporate governance, and firm value: Evidence from the East Asian financial crisis. *The Journal of Finance*.58: 1445-1468.
- Mitton T (2002) A cross-firm analysis of the impact of corporate governance on the East Asian financial crisis. *Journal of Financial Economics*.64: 215-241.
- Shin, J. Y., Kang, S. C., Hyun, J. H., &Kim, B. J. (2015). Determinants and performance effects of executive pay multiples: Evidence from Korea. *ILR Review*, 68(1), 53-78.
- Urzúa, F. (2009). Too few dividends? Groups' tunneling through chair and board compensation. *Journal of Corporate Finance*, 15(2), 245-256.

합작투자회사의 소수주주 보호: 합작투자의 해소와 주식회사 해산판결청구권에 관한 소고

연구논단 II

김태진 | 고려대학교 법학전문대학원 교수, 한국기업지배구조원 객원연구위원

I. 검토대상 및 범위의 설정

1. 서설: 회사의 제휴

인간이 사회적 동물인듯이, 인간의 필요에 의해 고안된 회사 역시 사회 안에서 여러 관계를 맺으면서 존재한다.

기업 간의 경쟁이 국내, 국외 모두 치열한 상황에 대처하기 위해, 회사 대 회사간 상호 협력하는 제휴관계는 불가피하다. 제휴계약은 복수의 회사가 일정한 사업목적을 공동으로 실현하기 위하여 계약에 의해 쌍방의 권리의무관계를 정하는 것이고,¹⁾ 제휴관계의 모습은 느슨한 계약적 결합²⁾으로부터 강한 자본적 결합까지 단계별로 다양한 형태로 나타난다. 그 중 기업간 제휴에 대한 강한 약속 내지는 헌신(commitment)을 보이기 위해 자본적 결합을 하는 경우가 많은데, 예컨대 공동으로 합작투자회사를 설립하거나 파트너회사의 소수지분을 취득하는 경우 등이 그러하다. 그리고 자본적 제휴를 하게 되면, 공동개발이나 생산위탁의 경우와 달리,³⁾ 합작투자회사나 파트너회사의 경

* 이 논문은 2018년 2월 22일 연세대학교 법학연구원과 비교상사법학회가 공동주최한 「기업환경의 변화와 회사법의 대응 - 松山 홍복기 교수 정년퇴임기념 학술세미나」의 제2주제 발표문을 본 저널의 취지에 맞추어 수정, 보완한 것입니다.

1) 内田義厚, 「現代企業法研究会: 企業間提携契約の法的諸問題⑤企業間提携契約と継続的契約—その特徴と相互関係に関する試論」, 判例タイムズ·No. 1267 (2008. 7. 1.), 19면.

2) 계약적 결합의 예로는 공동개발, 판매협력, 생산위탁 등을 생각해 볼 수 있는바, 구체적으로는 project or teaming agreement/joint venture(공동체 계약), Consortium (컨소시엄), research and development or other collaboration(제휴계약), risk and revenue sharing(이익 분배·손실분담계약), property development joint venture (부동산공동개발계약), strategic alliance (전략적 제휴계약) 등이 있다: 井原宏「国際事業提携—アライアンスのリーガルリスクと戦略」(商事法務, 2001); 이상의 내용은 奈良輝久, 「現代企業法研究会: 企業間提携契約の法的諸問題⑦企業間提携契約における段階的撤退に関する一考察(上)—段階的撤退条項の意義と限界」, 判例タイムズ No. 1332 (2010. 12. 1.), 24면에서 재인용.

영 상태나 경영방침이 당해 회사의 업적에도 반영되므로 그 경영에 불가피하게 관여할 수 밖에 없고 경영에 따르는 책임을 지게 된다.

한편 관련된 회사들이 애초에 기대했던 사업목적을 달성하고 이익을 얻기 위해서는 단발성 거래와 달리 상당 기간 인내를 가지고 기다려야 하므로, 거의 모든 제휴 관계는 일정 부분 계속성을 가진다. 그 중에서 특히 자본적 제휴는 미리 약정한 기간이 경과되면 사업목적이 달성되어 관계가 종료되는 경우를 전제하기보다는, 장기적으로 사업이 지속됨을 전제한다. 따라서 장기적으로 합작투자회사나 파트너회사가 성공하는 것이 당사회사의 경영상 이익이 된다. 합작투자회사를 설립하게 되면 그 합작투자회사의 종업원을 고용하고 고객이나 공급처 등 다양한 관계가 구축되며 그 합작투자회사가 소재한 지역 경제를 지탱하는 사회의 일원이 되기 때문에 회사의 책임은 다양한 형태로 발생한다.⁴⁾

2. 합작투자 관련 근원적인 법적 문제 그리고 합작투자의 해소

합작투자회사를 둘러싼 법률관계는 회사법과 계약법이 교차하는 부분으로서, 특히 합작투자 당사자들 사이에 체결되는 주주간 계약(shareholders' agreement)의 효력과 관련해서 이미 학술적으로나, 실무적으로나 팔목할 만한 선행 연구물이 많이 있다 (이에 주주간 계약의 구체적인 내용이나 비교법적 고찰은 이 글에서 굳이 반복하지 않고 생략하기로 한다).⁵⁾

이러한 연구결과물을 보면 주주간 계약에 대해 단순히 당사자들 사이에 채권적 효력보다 강한 효력을 인정하자는 입장이 더 다수임에도 불구하고, 여전히 많은 문헌들 안에서는 '현재의 통설'의 입장은 주주간 계약은 당사자 사이의 채권적 효력만 가질 뿐(이 경우에도 손해배상만 인정된다), 회사에 대한 구속력은 인정되지 않는다고 보는 것으로

3) 이 때에는 한정된 범위에서만 상호 관계를 맺은 것이라, 그 범위 안에서 성과가 나면 족할 뿐, 파트너의 경영 전반의 상태나 경영방침이 무엇인지는 크게 중요하지 않다: 安田洋史『競争環境における戦略的提携—その理論と実践』(NTT出版, 2006), 84頁 以下: 이상의 내용은 奈良輝久, 앞의 논문(2010), 24면에서 재인용.

4) 따라서 합작투자회사에 출자한 주주들 사이에 회사경영방침상 이견이 발생했다는 이유만으로는 그리 간단하게 합작투자회사를 해산하고 제휴관계를 해소시켜서는 안된다. 쌍방은 관계가 유지될 수 있도록 노력하여야 하며 그러한 의미에서 관계유지에 대한 약속 내지는 헌신이 요구된다(安田洋史, 앞의 책 84頁: 奈良輝久, 앞의 논문(2010), 24면에서 재인용).

5) 예컨대 2000년대 이후 문헌만 보더라도, 객관훈, “벤처기업에 있어서의 주주간 계약: 의결권 구속계약을 중심으로”, 상사법연구 제22권 제1호 (2003); 진흥기, “주주들간 계약의 내용과 효력에 관한 연구: 영미를 중심으로 우리나라와 비교법적 관점에서”, 상사법연구 제26권 제4호 (2008); 권오성, “주주간 계약의 효력에 관한 연구”, 홍익법학 제10권 제3호 (2009); 엄미경, “계약에 의한 주식양도제한의 효력”, 경영법률 제19권 제3호 (2009); 이해진, “회사형 조인트벤처에서 소수지분 당사자 보호 - 계약법상의 보호방안을 중심으로 - ” 고려법학 제67호, 고려대학교 법학연구원 (2012); 문호준, “합작 계약의 주요 쟁점: 최근의 회사법 개정 사항을 중심으로”, 국제거래법연구 제21집 제1호 (2012); 천경호, “주주간 계약의 실태와 법리: 투자촉진 수단으로서의 기능에 주목하여”, 상사판례연구 제26집 제3권 (2013); 김지환, “주주간 계약과 정관자치법리에 관한 연구”, 상사판례연구 제26집 제3권 (2013); 이동건·류명현·이수균, “주주간계약의 실무상 쟁점: 작성시 주의사항을 중심으로”, BFL 제67호 (2014) 등이 있다.

소개하고 있다.⁶⁾ 한편 주주간 계약은 계약 당사자 사이의 채권적인 계약으로서는 유효하다고 해석하는 것이 오랫동안 실무의 지배적인 견해로 인식되어 왔다.⁷⁾ 이처럼 주주간합의가 당사자들 사이에 채권적인 효력이 있다는 데에는 이견이 없어 보인다.⁸⁾

과거 대법원은 주주간의 주식양도제한약정이 주주들 사이에서도 효력이 없는 것처럼 판시한 적도 있으나⁹⁾ 대체로 판례 역시 주주간 합의는 그 합의의 내용이 다른 주주의 권리를 해하거나 기타 불공정한 내용이 아니라면 당사자 사이에는 이러한 합의가 유효하다고 보고 있다.¹⁰⁾

그러나 예컨대 의결권구속계약에 따라 의결권을 행사하도록 하는 가처분을 인용할 것인지, 즉 주주간 약정의 회사에 대한 효력까지도 인정¹¹⁾할 것인지 여부에 대해서는 아직 입장이 명확하지 않다.

이에 실무에서는 주주간 합의에 위반한 경우 당사자 사이의 채권적 효력을 발생시킨다는 별도로, 이것이 회사법상 유효한 것인지 논란이 있고 회사법상으로는 강제할 수 없을 경우에 대비한 자구책으로서 손해배상액 예정을 정하고 있다. 즉 주주의 주식양도를 제한하는 내용의 약정을 한 경우 이에 위반하여 주주가 주식을 양도하더라도 회사법상 그 양도의 효력까지 직접 부정되는 것은 아니므로, 통상 합작계약에서는 주식양도에 이사회 승인을 요한다는 점을 정관에 규정하도록 하는 것 이외에 주식양도제한 규정의 위반을 중대한 계약 위반(material breach) 사유로 규정하고 이를 위반한 경우 비교적 거액의 손해배상액 예정(liquidated damages)을 규정함으로써 상대방을 심리적으로 강제하는 방법을 많이 이용하고 있다.¹²⁾

합작투자회사를 설립하거나 일부 주주가 지분참여한 경우 치열하게 협상을 거쳐 합의한 내용들이 전혀 회사를 구속하지 않고 회사법상 아무런 효력이 없는 내용으로 취급되는 이상(당사자만을 구속하는 채권적 효력만 있다면), 설령 이러한 주주간 합의를 위반한 경우 - 심지어 일방 당사자가 합작투자회사 운영에 전횡을 휘두르는 경우 - 그

6) 이 점을 날카롭게 지적한 글로서, 송옥렬, “주주간계약의 회사에 대한 효력”, 한국경영법률학회 춘계학술대회 발표논문(未公刊), 2017., 1-2면. 이 글에서는 당해 연구가 ‘통설이 어디에 존재하는지에 대한 의문’으로부터 출발한 것임을 밝히고 있다.

7) 이재홍, “합작투자계약에 있어서 주주간 약정의 효력”, 재판자료 제38집, 법원행정처, 1987, 464면.

8) 문호준, 앞의 논문, 31면.

9) 대법원 2000. 9. 226. 선고 99다48429 판결(이른바 신세기통신 사건).

10) 대법원 2008. 7. 10. 선고 2007다14193 판결; 대법원 2013. 5. 9. 선고 2013다7608판결, 서울중앙지방법원 2013. 7. 8.자 2012가합1487 결정 등.

11) 부정한 입장으로 서울중앙지방법원 2008. 2. 25.자 2007가합2556 결정. 긍정적인 견해로는 서울중앙지방법원 2011. 11. 24.자 2011가합2785 결정, 서울중앙지방법원 2013. 7. 8.자 2012가합1487 결정 등. 관련 판결 및 상세한 분석은 이동건 등 3인, 앞의 논문, 80-84면 참조.

12) 문호준, 논문, 31면.

위반의 경중 여부를 불문하고 위반 당사자는 상대방(비위반 당사자)에게 사후적으로 손해배상만 하면 된다는 식으로 결말짓게 된다. 현실적으로 주주간 계약이 소수주주로 하여금 간접적인 경영 참여를 보장해 줌으로써 합작투자회사의 설립이나 벤처캐피탈 투자 등 사회적으로 바람직한 투자를 유인하는 역할을 수행하는데,¹³⁾ 이러한 결론은 지분 참여를 희망하는 투자자의 의지를 반감시켜 사전적으로 이러한 투자가 이루어지기 어려워진다는 문제가 생긴다.¹⁴⁾

그 뿐만 아니라 회사가 관련된 많은 사안들이 적시에 의무가 이행될 것이 매우 중요하고 사후적인 손해배상은 무의미한 경우가 많아, 계약을 위반한 자에게 나중에 돈으로 때우면 된다는 식의 여지를 열어두게 되면(일종의 면죄부를 허용하는 셈이다) 이는 당사자의 기회주의적 행동을 야기하고 애초에 계약의 효율성의 측면에서 당사자들이 애초에 설계한 계약 구조에도 반하는 문제점이 생긴다.

이 글에서는 먼저 장기에 걸쳐 관계를 지속적으로 유지할 수 밖에 없는 합작투자관계의 특성을 고려하여 주주간 합의의 의미를 파악할 때 종래의 계약 해석원리에 이러한 당사자들의 관계적 요소 등을 보태어 고려한 수정해석이 불가피하다는 데에 대해 그 필요성과 이론적 배경을 원론적 차원에서 살펴보고자 한다. 그리고 각론적 쟁점으로서, 합작해소의 국면에서 이러한 수정 해석론과 회사법의 구체적인 강행규정이 문제될 때 어떻게 해결하면 좋을지를 상법상 해산판결청구권을 중심으로 검토한다.

II. 합작투자관계의 특수성 고려의 필요성 및 그 이론적 근거

1. 논의의 배경

교섭력을 가진 회사들이 수평적인 관계에서 대등하게 계약을 체결하였으나 그 후 당해 계약을 둘러싼 분쟁이 발생한 경우에는 당해 계약에 반영된 구체적인 개별 조항의 내용과 동 내용을 통해 달성하고자 하는 계약 목적이 일차적인 해석기준이 되어야 한다. 그러나 합작투자의 경우처럼 상호 협력관계, 공생관계가 있는 당사자들 사이의 계약이라면 쌍방의 관계적 요소까지 고려되어야 한다고 본다.

특히 M&A거래라 하더라도 장기적으로 상호 협력관계가 지속될 필요가 있는 합작투자의 경우는 더욱 그러하다. 그러한 취지에 대한 상세한 것은 아래 인용한 글로 대신하

13) 박관훈, 앞의 논문, 333-334면; 천경훈, 앞의 논문 10-11면; 이동건 등 3인, 앞의 논문, 77면 등.

14) 송옥렬, 앞의 논문, 3면.

고자 한다.

“... (생략) M&A 계약의 경우 대개 당사자는 사전적 효율성을 추구하므로 계약의 내용이 매우 상세하므로 대개 사후적인 효율성을 달성하기 위한 재협상 내지는 재검토의 모습 역시 계약서의 문언에 따를 때에 잘 달성될 수 있다.

그러나 앞서 본 바와 같이 계약서에 명시적 문언이 없으면, 어떠한 당사자의 의사도 추단될 수 없다는 지극히 형식적인 논리로 흐르는 것은 경계할 필요가 있다.

단발성으로 종결되는 M&A 거래가 아니라, 일정 기간 동안 지속적으로 회사를 공동 경영하기 위하여, 또는 전략적인 투자를 유지하기 위하여 체결되는 주식양도거래에서는 향후 주주들 사이에 장기적인 협력 관계를 설정하기 위해 회사 경영에 관한 별도의 합의(주주간계약)를 수반하는 경우도 많다. 이러한 장기적인 협력 관계 내지는 동반자적인 관계에서 M&A 계약 위반이 문제될 경우에는 당사자인 주주들 사이의 관계적 요소나 달성하고자 하는 계약상 목적 등 전반적인 사정까지도 고려될 필요가 있다.

당사자들은 당사자들의 의사를 최대한 계약서에 담으려고 노력하지만, 시간적 한계나 문언이 가진 한계 또는 당시 협상의 상황을 고려하여 구체적인 문언이 아니라 합의의 대전제인 원칙이나 목표, 추구해야 할 가치만을 규정하는 경우도 많다.

그 경우 계약서에 구체적 문언이 없다는 이유로 행간에 숨은 당사자들의 의도와 의사가 무시되어서는 아니된다. 이 경우 법원은 계약이 체결된 경위와 계약이 달성하고자 하는 목적 등을 고려하여 계약서 문언의 행간에 담겨 있는 당사자들의 의도와 계약 내용의 취지를 적극적으로 고려하여 계약서를 합리적으로 해석해야 할 것이다. 위에서 필자가 경계하는 것은 그러한 당사자의 의사를 적극적으로 탐색하지 않고 선불리 일반 법규범을 적용하여 판단하는 경우임을 강조하고 싶다. M&A 계약서상 명시적인 속박이 없는 만큼 계약 당사자로서도 사후적인 효율성을 달성하기 위한 재협상 내지는 법원의 판단에 맡기는 재검토가 필요하다는 점은 충분히 인식하고 있겠으나 이러한 형태에서는 당사자들 내지는 M&A의 대상목적물과의 관계적인 요소와 달성하고자 하는 계약상 목적 등이 보다 진지하게 고려되어야 하고, 나아가 사후적으로 계약 이익의 공평한 분배가 무엇인지를 추구함으로써 계약의 효율성 내지는 공정성이 달성될 수 있을 것이다.(각주 생략);(이하 내용생략)¹⁵⁾”

15) 김태진, “M&A 계약 위반과 손해 - 손해액 산정과 민사소송법 제202조의 2 활용 여부 -,” 외법논집 제42권 제1호 [42]면 참조.

2. 이론적 배경

(1) 조직적 계약론

시장에서의 분업화, 전문화가 진전됨에 따라 발생하는, 다른 용도로 전용할 수 없는, 특수한 비대체적인 재화가 거래 대상인 경우에는 합리적인 거래당사자는 그 합리적 계산결과로서 계속적 계약을 선택하게 된다.¹⁶⁾ 이 때 계속적 계약을 단지 시간적 측면만으로 이해할 것이 아니라, 법기술적 의미를 부여할 수 있는 재구성 작업이 필요하다는 문제의식을 가지고, 시장과 조직의 관점에서 계속적 계약을 시장형 계약과 조직형 계약으로 구분하는 견해이다.¹⁷⁾

시장형 계약의 경우 당사자의 자유로운 합의를 기준으로 권리의무관계가 판단되어야 하는 데 비해, 조직형 계약은 ‘조직원리’를 염두에 둔 해석을 해야 한다고 본다.¹⁸⁾ 예컨대 조직형 계약에서는 계약기간이 정해져 있다면 그 기간 중에는 마치 상법이 거래안전과 더불어 기업의 존속유지를 추구하듯이 그 계약의 존속이 요구되며, 기간이 정해져 있지 않는 경우에도 적어도 합리적인 기간 동안에는 유지된다는 점에 입각한 해석이 요구된다고 본다.

따라서 조직원리에 비추어 ① 계약서가 존재할 때 그 계약서 내의 개별 조항들을 각각 절연시켜 해석하는 것이 아니라 종합적으로 해석할 것, ② 계약서 이외에도 명시적, 묵시적 합의나 거래관행 등까지도 당해 합의의 내용이 되어 있다고 보아야 하는바, 해석시에도 이러한 계약서 이외의 요소까지 전부 조사하여 고려할 것, ③ 계약의 명칭이 아니라 내용을 실질적으로 해석해야 할 것 등이 요구된다.¹⁹⁾ 그리고 이러한 조직적 계약을 해석함에 있어 조직원리의 근본적 성질에 관련된 의무 불이행은 그것만으로 즉시 당사자 일방에게 계약 해약권을 발생시킨다고 볼 수 있다.²⁰⁾ 이러한 조직원리의 근본적 성질에 관련된 의무 위반의 예로서, ㉠ 당사자 지위의 동일성 유지의무(제3자에 대한 양도금지의무) 위반, ㉡ 상품 공급의무, 독점판매권부여의무, 정보·노우하우 등 제공의무 또는 실시허락의무, 설계도·금형·기계설비의 제공의무, 종업원에 대한 훈련·조언의무, 영업전념의무, 비밀유지의무, 경업금지의무 등을 열거할 수 있다.²¹⁾

16) 平井宜雄, 「いわゆる継続的契約に関する一考察—『組織と市場』の法理論の観点から」星野古稀『日本民法学の形成と課題(下)』(有斐閣, 1996), 707頁: 内田義厚, 앞의 논문, 21면에서 재인용.

17) 平井宜雄, 앞의 논문, 705頁: 内田義厚, 앞의 논문, 21면에서 재인용.

18) 平井宜雄, 앞의 논문, 717頁: 内田義厚, 앞의 논문, 21면에서 재인용.

19) 内田義厚, 앞의 논문, 21면.

20) 内田義厚, 앞의 논문, 21-22면.

21) 平井宜雄, 앞의 논문, 718頁: 内田義厚, 앞의 논문, 22면(각주 14)에서 재인용.

(2) 관계적 계약론

독립적이고 대등한 당사자들이 협상의 결과 도달한 합의에 의해 계약 내용이 결정되는 계약관을 근대적(고전적) 계약모델이라고 한다면, 이러한 계약 모델은 사회의 커다란 구조적 변화 속에서 이미 한계에 이르렀음을 전제하면서 이러한 변화를 정당화할 수 있는 새로운 계약의 형태인 계속적 계약에서는 법적 판단 구조나 소송구조를 고려한 법사회 이론이 필요하다고 주장하는 견해이다.²²⁾

관련해서 장기의, 계속적 계약의 특징을 다음과 같이 분석하고 있다.²³⁾

- ① 계약체결시의 한정된 합리성: 계약 체결시에는 정보의 불완비성으로 인해 장래 예측이 불완전할 수 밖에 없고, 당사자는 항상 경제적으로 합리적인 행동을 한다는 전제는 실제 상황에 적합하지 않음.
- ② 장기계약이 가지는 특이성: 전형적인 시장거래와는 다른 비대체적 거래에서는 당사자가 당해 거래로부터 철수하는 것이 매우 곤란함.
- ③ 거래특수적 투자의 존재: 당사자 일장이 당해 거래에서만 의미가 있는 대규모 선행투자를 행하고 이를 회수하기 위해서는 거래의 어느 정도 지속될 것이 불가결함.
- ④ 기회주의적 행동의 억제: 달리 선택지가 없는 상대방의 약점을 악용하여 일방당사자가 자기이익을 확대하는 행위

이러한 특징을 가진 계속적 거래에서 계약은 분쟁당사자가 납득할 수 있는 해결을 도출하기 위하여 이루어지는 것이고, 여기서 납득한다는 의미는 궁극적으로 ‘공동체’의 도덕적 직관을 뜻한다고 본다.²⁴⁾ 따라서 소비자거래부터 기업간 거래까지 아우르는 많은 계속적인 거래 형태는 언어화되지 않은 다양한 이해, 양해, 규범을 전제로 성립되고, 그러한 규범의식을 공유하는 집단을 위에서 말하는 ‘공동체’라고 할 수 있는바, 공동체 내에서 공유되는, 구체화되고 나아가 법원리로서 명제화된 규범(이를 ‘내재적 규범’이라 한다)에 터잡아 현대적 의미의 계약을 이해해야 한다.²⁵⁾

그러므로 계약상 의무의 근거를 당사자의 의사에서 찾는 것이 아니라 당사자가 형성한 관계 속에서 추구하며, 신의칙을 매개로 그러한 관계에 내재된 규범을 파악하여 그

22) 内田貴, 『契約の時代—日本社会と契約』(岩波書店, 2000), 138頁; 内田義厚, 앞의 논문, 22면에서 재인용.

23) 奈良輝久, 「現代企業法研究会: 企業間提携契約の法的諸問題⑩企業間提携契約の更新条項に関する若干の考察」, 判例タイムズ No. 1293 (2009. 6. 1.), 39면.

24) 内田貴, 앞의 책, 152-154頁; 内田義厚, 앞의 논문 22면에서 재인용.

25) 内田貴, 앞의 책, 156頁; 内田義厚, 앞의 논문 22면에서 재인용.

에 근거해서 사건을 해결하는 것이 공동체가 합리적으로 공감 내지는 납득을 얻어 정당화된다고 본다.²⁶⁾

따라서 현대적 계약모델에서는 계약 체결시의 의사가 아니라 계약관계의 진전과 함께 발전하는 당사자 간의 관계 또는 내재적 규범으로부터 다양한 의무, 계약의 계속성, 유연성을 확보하기 위한 의무가 발생한다고 보는바, 바로 이러한 것을 지칭하는 것이 관계적 계약론이며,²⁷⁾ 해석상 지도 원리는 우선 내재적 규범으로서의 관계를 유지, 지속시키는 계속성의 관점과 관계의 유지가 가능하도록 계약에 유연성을 부여하는 유연성의 관점을 들고 있다.²⁸⁾

즉 근대적 계약모델이 경제의 보조시스템(sub system)으로서 당사자의 계약의사를 중시했다면, 관계적 계약론에서는 근대적 계약모델과 더불어 계약체결시의 의사보다 계약체결 및 그 후의 진행과정(process)에 중점을 두어야 하는 관계적 계약이 병존하고 있음을 인정한다.²⁹⁾ 관계적 계약의 경우 그 계약관계를 해석함에 있어 배후에 있는 사회관계를 중시하고 그 사회관계 속에 존재하는 규범에 법적 의미를 부여하게 되므로 당사자의 권리의무관계는 당해 계약의 존속 중 형성되는 다양한 사회적 관계를 기초로 이루어지고 유연하게 형성되는바, 법관은 이러한 관계적 계약의 분쟁사건의 경우 그 배후의 배경까지도 상세하게 분석하여 당사자가 속한 사회의 규범의식을 공감하고자 노력하는 중재자가 되어 사건해결에 임해야 하며, 이와 같은 후견적인 역할에 적극적으로 임해야 한다고 지적하고 있다.³⁰⁾

당사자 사이의 규범의식에 착목하여 그 형태를 세 유형으로 나누어 보면 (i) 장기에 걸쳐 계약이 존속하더라도 당사자 사이에 계약을 계속하여야 한다는 규범이 작동하지 않고 거래관계의 이득이 없으면 관계를 용이하게 해소할 수 있는, ‘시장형 계속적 거래’(단순한 물품구매의 형태); (ii) 관계를 유지하는 것 자체가 규범적인 의미가 있어 거래관계의 이득이 없다고 하여 용이하게 해소하기 어려운 형태의, 이른바 공생하는 ‘조직형 계속적 거래’(예컨대 자동차 제조사와 부품하청업체 또는 자동차 판매회사와 같이 수직적 거래); (iii) 컴퓨터 네트워크를 이용하는 거래형태로서, 조직적 결합이 가장 강한 ‘네트워크형 계속적 거래’(전략적 제휴 등 대등한 기업간 수평적 거래) 등이 있다.³¹⁾

26) 奈良輝久, 「現代企業法研究会: 企業間提携契約の法的諸問題⑩企業間提携契約の更新条項に関する若干の考察」, 判例タイムズ No. 1293 (2009. 6. 1.), 39면.

27) 内田義厚, 앞의 논문 22면.

28) 奈良輝久, 「現代企業法研究会: 企業間提携契約の法的諸問題⑩企業間提携契約の更新条項に関する若干の考察」, 判例タイムズ No. 1293, 2009. 6. 1., 39면.

29) 内田義厚, 앞의 논문 22면.

30) 内田貴, 앞의 책, 160頁; 内田義厚, 앞의 논문 22면에서 재인용.

그러나 (iii)의 거래는 대등한 기업들 사이에 수평적으로 이루어지는 거래이므로, 만약 관계를 해소할 때에 수직적 관계인 (ii)의 경우에 비해 거래 상대방 보호의 필요성은 감소된다고 볼 수 있다.³²⁾

3. 소결

종래의 전통적인 계약 이론이 과도하게 형식적이고 경직된 것이라면, 조직적 계약이론이나 관계적 계약이론은 계속적인 계약에 관한 분쟁 해결을 위해 조직형 계약을 둘러싼 분쟁에서 계약 내용 및 실질을 고려하여 해석해야 한다는 방향성을 제기하였고(특히 조직적 계약이론), 나아가 계약체결 전에 당사자가 어떠한 의사로 어떠한 목적을 가지고 협상하였는지, 또 계약 체결시 쌍방의 의사는 무엇이었는지 여부가 계약 내용을 해석하고 해소사유의 존부를 판단하는 데에 있어 중요하다는 점을 환기하였다는 데에 의의가 있다.³³⁾

전통적 계약 모델을 판단의 1차적 기초로 삼되, 이러한 조직적 계약이론과 관계적 계약이론이 제시한 의미를 고려하여 관련 분쟁에서 당사자 의사의 가치뿐 아니라, 그 배후에 존재하는 가치들 사이에 존재하는 긴장관계를 명확히 파악하여 보다 조화로운 해석을 할 필요가 있다.

Ⅲ. 합작투자(주주간 계약) 해소의 기본 구조

1. 합작투자 해소와 계약의 사전 편입상의 어려움

합작투자관계는 합작투자 당사회사들의 입장과 합작투자회사 자체의 입장 속에서 합자투자회사와 주주인 각 합작투자 당사회사와의 관계와 이들 주주들 사이의 관계 등 다면적인 관계가 시간의 흐름 속에서 변화해 가기 때문에 기본적으로 불안정할 수 밖에 없는 숙명을 지닌다.³⁴⁾ 예컨대 공동사업자의 관점에서 볼 때, 상대방이 합작투자회사와 동종 영업을 목적으로 하고 있다면 상대방의 사업과 합작투자회사의 사업이 경업관계

31) 内田義厚, 앞의 논문 22-23면.

32) 内田義厚, 앞의 논문 26면.

33) 内田義厚, 앞의 논문 23면.

34) ジョイント・ベンチャー研究会編著(代表/金丸和弘・棚橋元・奈良輝久・清水建成),『ジョイント・ベンチャー契約の実務と理論—会社法改正を踏まえて』(判例タイムズ社, 2007), [V.合併契約の終了: 奈良輝久・집필부분] 171면.

에 있거나 일방 당사자가 물품을 공급하거나 제품의 판매자로서 합작투자회사와 거래 관계에 있게 되면 합작투자회사와 이익충돌의 문제가 생길 수 있고, 그 밖에도 합작투자회사의 경영을 주로 담당한 공동사업자가 전횡을 휘두르거나 예정된 사업목적의 방향과 달리 합작투자회사를 운영하는 등 경영 방침상 주주들 사이의 이견이 발생할 수도 있다.

합작투자계약(주주간 계약 포함)은 발생가능한 이익충돌의 문제에 대비해야 하여 상호 협조라는 큰 틀 안에서 적절히 상대방을 감시, 통제하면서, 동시에 당사자들이 서로 협력하는 인센티브가 손상되지 않도록, 상호 지분(equity)의 분배 구조와 경영권을 양보한 상대방의 거부권을 적절한 수준으로, 다시 말하면 당사자들의 불안이나 리스크를 최적 수준으로 배분하는 방식으로 설계된다.³⁵⁾

이론적으로는 합작투자계약(내지는 주주간 계약)에서 합작투자관계의 해소사유를 전부 망라하여야 하겠으나, 현실적으로 당사자들이 이제 막 새로운 비즈니스관계를 형성하면서 합작투자회사를 설립하려는 시점에 향후 이 관계가 파국을 맞이하게 되어 합작투자를 해소할 것에 대비한 내용까지 상세하게 규정하는 데에 당사자들이 심적으로 주저하게 되고 또 저항감 또한 느낄 수도 있어, 다른 조항에 비해 상세하게 규정되지 않는 경향이 있다. 또 합작투자의 특성상 주주들이 합작투자 당사자 또는 소수로 한정되고, 합작투자회사의 조직이나 운영이 주주간 계약에 의하여 이루어지는 것이 일반적이므로 통상 폐쇄회사의 형태로 운영된다는 점³⁶⁾을 고려할 때 투자를 용이하게 회수할 수 있는 것도 아니다.

그러나 합작투자의 해소가 논의되는 시점까지 다다르게 되면 당사자들의 이해관계(경제적 이해관계 뿐 아니라 때로는 감정적 이해관계까지도)가 첨예하게 대립하기 때문에 계약 체결 전에 합작투자의 해소를 염두에 두고, 다양한 조치와 더불어 분쟁가능성을 최소화하기 위해서는 절차까지도 상세하게 계약의 기본구조 안에 미리 포함시켜 둘 필요성이 매우 크다.³⁷⁾ 물론 재협상을 하거나 법원의 판단을 받는 방안을 고려할 수도 있겠다. 합작투자를 해소하고자 할 때 현실적으로는 당사자들은 먼저 재협상을 통해 문제가 된 사안이 원만하게 해결되기를 바란다. 그러나 거듭된 협상이 불발되면 결국 계약상 합작투자해소에 관한 규정에 의거할 수밖에 없고 사안에 따라 중재나 소송으로 진행된다.³⁸⁾

35) 조인트벤처연구회 편저, 앞의 책, 172면.

36) 김병태, 논문, 189면.

37) 같은 취지로 이동건 등 3인, 앞의 논문, 93면.

38) 중재로 진행된 구체적인 분쟁사례를 분석한 문헌으로는 정교하, “합작해소의 다양한 유형과 국제중재를 통한 분쟁해결” 국제거래법연구 제21집 제1호, 국제거래법학회, 2012.

2. 특히 교착상태로 인한 합작투자 해소

합작투자의 해소원인으로는 합작투자관계의 목적과 관련하여, ① 공동사업의 목적 달성(사업목적 종료), ② 공동사업의 목적 불달성, ③ 공동사업의 목적의 변경, ④ 공동사업자의 목적·경영전략의 변경 등의 사유가 있고, 그 밖에 ⑤ 공동사업을 통해 도달하고자 하는 목표 미달, ⑥ 공동사업자의 지배권 변동(change of control), ⑦ 공동사업경영의 교착상태(deadlock)³⁹⁾의 현출, ⑧ 중대한 계약위반, ⑨ 현저한 신용불안 등의 사유를 생각해 볼 수 있다.

특히 교착상태란 주주총회나 이사회에서 합작투자계약 당사자나 주주간 계약의 당사자들이 의견이 대립하여 회사가 의사결정을 하지 못하고 대립하는 상태를 의미하는데,⁴⁰⁾ 당사자들의 주식비율이 동등하여(50:50) 주주총회에서 서로의 의견이 대립하게 되면 어떠한 안건도 통과하지 못하게 되는 상황이나, 합작투자관계에서 소수주주가 계약상 정해 둔 일정 사항에 대해 거부권이 있고 그 거부권을 반복하여 행사하고 있어 회사가 전혀 의사결정을 하지 못한 채 지체되는 상황 등이 그러하다.

교착상태를 해소하는 방안으로는 주주관계를 유지하면서 계약에서 정해진 절차 또는 회사법상 소수주주권의 행사를 통해 해결하는 방안도 있겠으나,⁴¹⁾ 그래도 해결되지 않는다면 궁극적으로 합작투자관계 자체를 해소하는 방법 밖에 없다(실제로 합작투자계약에서 이러한 교착상태의 경우 합작투자관계를 종료한다는 취지의 규정을 두는 예는 많다). 물론 해결하지 않는 한 합작투자사업 자체가 종료되어 버린다는 극단적인 결론이 주는 스트레스로 인해 당사자들은 불행한 결말을 막기 위해 최대한 교착상태를 해결하려고 노력하겠지만 말이다.

그리고 합작투자관계를 해소하는 기술적인 방법으로서 일반적인 것은 일방 당사자의 지분을 이전하거나 합작투자회사를 해산하는 방법이 있다. 합작회사가 지속적으로 영업손실을 낼 것으로 예상되는 경우처럼 회사를 계속 존속시킬 때의 기업가치가 해산 및 청산으로 분배될 회사의 가치보다 더 적다면 차라리 합작회사를 해산하여 남은 자산을 분배하는 방법이 합작투자자 상호에게 더 이익이 될 수도 있다.

지분을 매도/매수하는 방법과 관련해서는 - 합작투자계약(주주간 계약)에서 늘 등장하는 쟁점인 - 주식의 양도와 관련된 주주간 합의를 법률상 강제할 수 있는지 여부에

39) 이를 두고 병목 현상이라 하기도 한다: 권기범, 현대회사법론 (제6판) (삼영사, 2015), 267면 등.

40) 이동건 등 3인, 앞의 논문, 91면.

41) 이동건 등 3인, 앞의 논문 92-93면에서는 주주관계를 유지하는 방안으로서, 캐스팅보트를 의장에서 부여하는 방안, 추가 이사를 지명하는 방안, 스웬맨 이사(중립적인 이사)를 선임하는 방안, 고위 임원 간 협의 등의 방안을 상세히 설명하고 있다.

대해서 그 동안 많은 논의가 있어 왔다. 당사자들의 합의를 어느 정도 유효하게 인정할 것인지 회사법의 규범이 강행규정인지 등 회사법의 참 모습을 어떻게 이해해야 할지 원초적인 질문부터 고민하게 만드는 쟁점이라 할 수 있다. 주식양도를 통한 합작투자의 해소는 러시안룰렛, 텍사스 슈트아웃, 콜옵션, 풋옵션, 태그어롱, 드래그어롱 등 다양한 영문 명칭만큼이나 구조나 내용면에서 다양한 변형사례가 존재하는바 상세한 설명은 생략한다.⁴²⁾

물론 자본적 결합의 합작투자를 해소하는 것도 단계를 밟아 차근차근 진행할 수도 있다. 이를 ‘단계적 철수’라고도 할 수 있는데, 합작투자회사를 설립하여 공동으로 운영하는 매우 강한 자본적 결합 단계에서, 주주 간 지분의 양도 등을 통해 자본적 결합의 강도를 약화시키는 쪽으로 조정하거나, 자본적 결합 대신 계약적 결합으로 선회하는 방안 등을 고려할 수 있다.⁴³⁾ 회사의 기업 지배구조의 측면에서는 단계적 철수는 곧 주식(지분)의 단계적 양도라 할 수 있다. 1단계가 회사의 중요한 경영사항(특별결의사항)에 대한 거부권을 행사할 수 있는 정도의 지분 비율을 소유하는 것이라면, 2단계는 경영에 관여하는 정도를 줄여서 법률상의 거부권을 행사할 수 없을 정도로 지분비율을 감소시키는 것이고, 마지막 단계에서 소유주식 전량을 매도하는 것이다.⁴⁴⁾ 계약적 제휴관계에서도 단계적 철수가 가능한데, 예컨대 사업제휴로 인해 상호의존상태에 있어 계약 갱신 협상이 교착상태에 빠지게 되어 결국 갱신되지 못한 채 계약이 즉시 종료되면 사업상 어려움이 발생할 수 있으므로, Fade out 조항 내지는 Phase out 조항과 같은 완충적인 조항을 두는 경우가 있다. Fade out 조항이란, 예컨대 일방 당사자 또는 합작투자회사가 소비자에게 판매하고 있는 제품이 상대방 당사자의 부품이나 기술에 의존하여 제작되고 있는 경우 계약 종료 즉시 대체부품 등을 준비할 수 없는 경우 등 갱신기절 조항과 함께 그 상대방으로 하여금 부품이나 기술을 일정 기간 계속하여 공급할 의무를 확보하는 조항이다.⁴⁵⁾

이제 남는 것은 합작투자회사를 해산하는 방법이다. 상법상 주식회사의 해산 국면에서도 필자는 합작투자의 특수성을 고려한 관계적 요소가 반영되어야 한다고 생각하는 바, 현행 상법의 규정과 어떻게 조화로운 해석이 가능한지 아래에서 살펴본다.

42) 이동건 등 3인, 앞의 논문 등 참조.

43) 이러한 단계적 철수를 위한 구체적인 내용은, 奈良輝久, 「現代企業法研究会: 企業間提携契約の法的諸問題⑧企業間提携契約における段階的撤退に関する一考察(下)―段階的撤退条項の意義と限界」, 判例タイムズ No. 1334 (2011. 1. 1.), 21-27면 참조.

44) 奈良輝久, 앞의 논문(2011), 19면.

45) 상세한 내용은, 奈良輝久, 「現代企業法研究会: 企業間提携契約の法的諸問題⑩企業間提携契約の更新条項に関する若干の考察」, 判例タイムズ No. 1293 (2009. 6. 1.) 참조.

IV. 합작투자회사에 대한 해산판결청구권

1. 해산판결청구권의 개관

합작투자 및 관련 계약은 기본적으로 민·상법의 영역이지만 합작투자에 의하여 설립된 합작투자회사는 상법상의 법인이므로 국내 회사로서 상법의 회사 편 및 기타 관련 규정의 적용을 받는다.⁴⁶⁾ 합작투자회사의 대부분이 주식회사 형태라는 점을 감안하여 주식회사의 해산을 먼저 살펴보면, 주식회사의 경우 존립기간의 정함이 있으면 그 기간의 만료 기타 정관으로 정한 사유가 발생하면 해산한다(상법 제517조 제1호; 제227조 제1호). 나아가 그러한 정함이 없더라도 주주총회의 특별결의가 있으면 해산이 가능하다(상법 제517조 제2호, 제518조).

그 밖에 발행주식총수의 100분의 1 이상에 해당하는 주식을 가진 주주는 회사의 해산을 법원에 청구할 수 있는 제도가 있는바, 이러한 해산판결제도는 공익적 견지에서 인정되는 해산명령제도(상법 제176조)와 달리, 주로 사원의 이익을 보호하기 위한 제도로써, 지분 처분의 기회가 보장되는 공개회사보다 그 기회가 거의 없는 폐쇄회사에서 그 존재가치가 더욱 인정된다.⁴⁷⁾

2. 소수주주의 해산판결 청구와 합작투자 해소

(1) 상법 제520조의 의의 및 요건

상법상 소수주주의 해산판결청구 요건을 보면 비교적 구체적인 요건을 정하고 있는데, ① 회사의 업무가 현저한 정돈상태를 계속하여 회복할 수 없는 손해가 생겼거나 생길 염려가 있는 때 또는 ② 회사재산의 관리 또는 처분의 실당으로 인하여 회사의 존립을 위태롭게 한 때와 같은 경우에 부득이한 사유가 있는 때에는 발행주식총수의 100분의 10 이상에 해당하는 주식을 가진 주주의 신청에 의하여 법원은 해산판결을 내릴 수 있다(상법 제520조).

이와 관련하여, 법문상 위 ① 또는 ②의 요건 중 하나가 충족되더라도 항상 하는 것은

46) 국제합작투자에 대해서는 세제혜택으로 법에서 규정한 경우도 많다. 예컨대 외국인투자촉진법상 외국인투자를 받은 합작기업에 대한 세제상 혜택이나, 각종 경제구역, 제주국제도시 등 종전에도 '자유무역지역의 지정 및 운영에 관한 법률', '경제자유구역의 지정 및 운영에 관한 특별법', '경제자유구역 및 제주국제자유도시의외국교육기관 설립, 운영에 관한 특별법' 등 각종 특별법이나 경상남도 조례 (경상남도 기업 및 투자유치 등에 관한 조례와 시행규칙, 1999) 건과 같이 합작투자에 대한 다양한 세제혜택이 있다. 이러한 국제합작투자는 국제계약의 일종이므로 독점규제 및 공정거래에 관한 법률 제32조 이하에서 정하는 '부당한 국제계약의 체결'과 관련한 규제가 적용된다(김병태, 앞의 논문, 186-188면)

47) 권기범, 현대회사법론 (제6판) (삼영사, 2015), 266면, 장덕조, 회사법 (법문사, 2014), 55면 등.

아니고, 다시금 ‘부득이한 사유가 있을 때’라는 요건이 충족되어야 한다고 설명되고 있으며, 분설하자면, ‘회사 내부의 의사결정과정에 교착상태가 발생하여 도저히 그 치유가 불가능하여 정상적인 경영이 어렵거나 또는 회사의 재산상태가 회복 불능의 파탄지경에 빠져 회사를 해체하는 것 말고는 달리 대책이 없는 경우’에 인정된다.⁴⁸⁾

①의 예로, 1대 주주(지분율 65%)와 2대 주주(35%)가 참여하게 대립하여 수권자본의 증가를 위한 정관변경 등 무엇 하나 회사의 중요한 의사결정을 내릴 수 없어 회사에 회복할 수 없는 손해가 발생할 우려가 있는 경우를 들 수 있고, ②의 예로는 대표이사가 경영상 자의적인 의사결정을 하여 회사의 재산상태를 파탄지경에 빠뜨린 경우를 들 수 있다.⁴⁹⁾

다만, 이 제도에 대해 공개회사, 폐쇄회사를 불문하고 무차별적으로 소수주주에게 이처럼 회사의 소멸까지 초래하는 강력한 권리를 부여한 것이 입법론적으로 타당한지 의문이며 나아가 최근의 입법추세에서 소수파주주들의 주식매수청구권이나 회사의 투명한 경영을 통해 해결할 수 있으므로 균형에 맞지 않고 또 정관변경에 필요한 특별다수결을 요하는 경우와 균형이 맞지 않는다는 비판적인 견해도 있다.⁵⁰⁾

충분히 타당한 비판이고 개인적으로도 공개회사와 폐쇄회사의 경우를 동일하게 처리하는 것은 타당하지 않아 보인다. 다만 ②의 요건이 충족될 경우에는 기업회생이나 파산 등 도산절차로도 처리할 수 있는 데 비해, 회사 내부의 주주간 갈등상황이 극심한 경우 소수주주의 입장에서 회사의 해산 및 청산 이외에는 그러한 교착상황을 달리 타개할 수단이 전혀 없을 수 있으므로 이 조항을 운용함에 있어서 유연하게 공개회사와 폐쇄회사를 구별하면 위 견해에서 지적하는 바와 같은 불합리함은 해결될 수 있으리라 생각된다.⁵¹⁾

(2) 합작투자 해소의 국면과 해산판결청구

회사해산판결은 회사의 내부에서 자치능력을 상실한 경우 주주의 이익을 보호하기 위한 제도이다.⁵²⁾ 그러나 종래에는 회사의 존속이 오히려 주주의 공동이익을 해치는 예외적인 경우에만 해산청구를 인정하여야 한다고 보아, 법원의 해산판결을 받는 것도 그

48) 권기범, 앞의 책, 267면 등.

49) 권기범, 앞의 책, 267면.

50) 권기범, 앞의 책, 267면.

51) 대안으로서, 해산판결청구권을 폐지하고 무조건적 주식매수청구권을 인정하는 것으로 대체하자는 견해도 있으나, 회사에 대한 주식매수청구권은 회사의 자기주식취득 규제와의 균형에서 신중히 고려해야 하며 또 상대방 주주에 대한 주식매수청구권은 주주간 계약을 통해 당사자들 사이에 반영이 되어 있다.

52) 김정호, 회사법(제4판), (법문사, 2015), 782면.

요건이 까다로워 잘 활용되지 않는다는 인식이 있었다.⁵³⁾

특히 하급심 판결 중에는 주주의 이익이 심각하게 침해되고 있을지라도 소수주주권의 행사 등으로 구제가 가능한 경우에는 해산청구가 불가능하다고 판시한 것도 있다.⁵⁴⁾ 그러나 최근의 대법원 판결에서는 다소 유연한 입장을 나타낸 것이 있다.⁵⁵⁾

원래 위 규정은 1950년 무렵 일본에서 미국 측 요청에 따라 이사회 권한을 확대하는 한편 주주의 지위 강화와 소수주주의 보호에 관한 규정을 도입하면서 그 일환으로 미국법상의 해산판결청구권 제도를 수용한 데에 유래하며 이것이 우리 상법으로 수용된 것이다.⁵⁶⁾

그러나 회사의 업무가 특별히 곤란한 상황이 없이 진행되고 있어도 다수파 주주에 의하여 불공정하고도 이기적으로 이루어져 결과적으로 소수 주주의 입장에서 항상 불이익을 강요받을 수 밖에 없는 상황이라면 위 요건에서 말하는 '부득이한 사유'는 이미 충족되었다고 보아야 한다. 합작당사자가 그 회사를 떠나는 것만이 이 문제를 종국적으로 공정하고 타당하게 해결할 수 있기 때문이다.

원래 해산판결청구권의 법적 기초는 사원상호간의 조합적 결합관계에 있고 그 행사는 실질적으로 폐쇄성을 기초로 하는 회사에서 행하여지는 것으로서 자본성·사단성이 현저한 일반 주식회사에는 어울리지 않지만, 합작투자회사의 경우는 그렇지 않다. 따라서 연혁적인 면에서 보더라도 합작투자회사의 경우에는 합작투자계약의 취지와 당사자들의 관계적 요소를 고려하여 주주공동의 이익을 해치는 경우로 국한할 필요가 없고 보다 유연하게 판단함이 타당하다.

즉 이러한 합작투자계약의 구조적 특성을 반영하여 합작투자회사의 교착상태를 전제로 한 해산판결청구권에 대해서만큼은 이를 엄격하게 제한적으로 해석할 것이 아니라, 교착상태 및 그로 인한 회복할 수 없는 손해가 합작투자회사 뿐 아니라 당해 합작투자당사자에게 발생하는 경우까지 확대하여 인정할 필요가 있다고 보여진다.

53) 정교화, 앞의 논문, 17면.

54) 서울중앙지방법원 1999. 9. 7. 선고 99가합17703 판결.

55) 대법원 2015. 10. 29. 선고 2013다53175 판결.

56) 남기윤, “소수주주에 의한 해산판결청구제도 법리의 재검토와 인적 주식회사에서의 이용가능성”, 비교사법 제3권 제1호(통권 4호) 참조.

V. 결어

앞서 본 조직적 계약이론이나 관계적 계약이론에서 보듯이 계약체결시점에만 국한할 것이 아니라 계약체결 전에 당사자가 어떠한 의사로 어떠한 목적을 가지고 협상하였는지, 또 계약 체결시 쌍방의 의사는 무엇이었는지 여부가 계약 내용을 해석하고 해소사유의 존부를 판단하는 데에 있어 중요하다. 따라서 이와 같은 관점을 도입해 보면 합작투자계약상 '교착상태'의 의미 자체를 폭넓게 인정하게 되면, 사실상 무조건의 해산판결청구권을 인정하는 것이 되어 문제가 있다는 지적도 있지만⁵⁷⁾ 오히려 유연하게 관계적 요소를 고려하여 교착상태를 파악하고, 나아가 당사자의 권리의무관계를 파악할 필요가 있다고 보여진다.

그리고 교착상태에 빠진 합작투자관계에서 합작투자를 해소할 필요성이 있는지 여부에 대해서도 소수주주의 이익보호 차원에서 적극적으로 검토하는 방안에 대해서도 유연한 자세가 요구해도 되지 않을까.

57) ジョイント・ベンチャー研究会編著, 앞의 책, 180면.

경영자 지분율이 실물적 이익조정에 미치는 영향

연구논단Ⅲ

유용근 | 고려대학교 경영대학 교수, 한국기업지배구조원 객원연구위원

I. 서론

본 연구에서는 한국기업을 대상으로 경영자 지분율이 기업의 실물적 영업활동을 통한 이익조정에 미치는 영향을 분석하였다. 보다 구체적으로 본 연구는 경영자 지분율과 실물적 이익조정 규모 간의 상관관계를 분석함으로써 경영자가 소속 기업의 지분을 보다 많이 보유할수록 실물적 영업활동을 통한 이익조정을 보다 많이 또는 적게 활용하는지 여부를 분석하였다.

실물적 영업활동을 통한 이익조정 (이하 실물적 이익조정)은 매출, 생산, 비용 등 실물적 영업활동의 인위적인 변경을 통해서 보고이익을 상향적 혹은 하향적으로 조정하는 행위로 정의된다 (Roychowdhury 2006). Gunny (2005)는 경영자의 실물적 이익조정이 재량적 발생액 등을 활용한 회계적 이익조정과는 달리 감사인 또는 감독당국이 규제할 수 있는 대상이 되지 못하지만, 기업의 최적 영업활동을 저해함으로써 해당 기업의 장기영업성과 등에 부정적인 영향을 미칠 수 있다고 제시하였다. 특히 Cohen et al. (2008)은 회계규제가 강화될수록 경영자가 잠재적인 법적 비용이 상대적으로 낮은 실물적 이익조정을 활용하려는 경향이 보다 높아진다고 주장하며, 실물적 이익조정에 대한 심도 깊은 연구가 필요함을 역설하였다. 회계적 이익조정의 경우 감사인, 감독당국 등이 규제를 할 수 있는 법적 근거를 가지고 있고 이들에 의해 회계적 이익조정이 실제로 감소한다는 실증분석 결과 (Palmrose 1986; 나종길 2004)들이 있지만, 실물적 이익조정의 경우 경영자들이 자의적인 의사결정을 통해 해당 기업의 영업활동 자체를 변경하여 보고이익을 조정하는 것이기 때문에 감사인이나 감독당국이 이를 법적으로 규제할 수 있는 근거가 없다.¹⁾ 이러한 맥락에서 실물적 이익조정이 해당 기업에 미치는 경제적 영향을 분석한 국내외 선행연구 들은 대체적으로 실물적 이익조정이 해당 기업

의 장기적 영업성과를 저하시키고 자기자본비용을 증가시키는 등의 부정적인 영향을 초래한다고 보고하였다 (Gunny 2005; 김지홍 외 2인 2009; Kim and Sohn 2009; Leggett et al. 2009; 전홍민, 차승민 2012).

기존의 재무 및 회계분야의 선행연구들은 소유와 경영이 분리되어 있는 기업 지배구조 하에서 경영자와 주주간의 정보 불균형이 나타날 수 있고 이로 인해 대리인 비용이 발생한다고 주장하였다 (Jensen and Meckling 1976; Stulz 1988). 이러한 상황에서 일부 연구는 경영자가 해당 기업에 대해 보다 높은 수준의 지분을 소유하고 있을 경우 해당 기업에 대한 외부의 견제와 감시가 줄어들어 자신들의 기득권을 우선시하는 의사 결정을 수행함으로써 결과적으로 대리인 비용이 높아지고 이에 따라 기업가치가 하락한다고 주장하였다 (Demsetz 1983; Morck et al. 1988). 하지만 이와는 반대로 경영자가 해당 기업에 대해 보다 많은 지분을 소유할수록 주주와의 이해관계가 일치하게 되어 대리인비용이 감소하게 될 것이라는 주장 역시 제기되었다 (Jensen and Meckling 1976; Stulz 1988). 예를 들어 Jensen and Meckling (1976)은 소유와 경영이 분리되어 있는 기업소유구조 하에서 경영자 지분율이 증가하면 이는 경영자가 해당 기업을 소유하는 것과 유사한 결과를 가져와 결론적으로 경영자의 대리인비용을 감소시킬 수 있다고 주장하였다.

이러한 이론적 배경하에서 경영자 지분율이 이익조정에 미치는 영향에 대해서 분석한 선행연구는 주로 경영자 지분율에 따라 회계장부 조작, 즉 재량적 발생액을 통한 회계적 이익조정의 규모가 어떻게 변하는지를 실증적으로 분석하였는데, 대체로 경영자가 해당 기업의 지분을 보다 많이 소유할수록 회계적 이익조정이 증가하는 것으로 나타났다 (Cheng and Warfield 2005; 김종대, 조문기 2007; 백상미 외 2인 2011). 특히, 미국 기업을 대상으로 경영자 지분율과 회계적 그리고 실물적 이익조정간 상관관계를 동시에 실증 분석한 Cohen et al. (2008)에 따르면 Sarbanes Oxley (SOX)법이 통과된 이후 경영자 지분율이 높아질수록 경영자들이 법적 비용을 고려하여 회계적 이익조정에 비해 실물적 이익조정을 이익조정의 수단으로 보다 많이 활용하고 있다고 보고되었다.

본 연구는 미국 기업을 대상으로 경영자 지분율과 회계적 또는 실물적 이익조정 규모 간 상관관계를 실증적으로 분석한 Cohen et al. (2008)의 연구를 한국 기업에 적용하

* 이 원고는 2013년 10월 경영학연구 제42권 제5호에 게재된 논문을 수정하여 개고한 원고임

1) 전홍민 외 2인 (2011)은 기관투자자 비율이 높은 기업일수록 실물적 이익조정이 줄어드는 것으로 보고하였으며, 김유찬, 강유식 (2011)은 기업지배구조가 좋은 기업일수록 실물적 이익조정이 줄어든다고 보고하였다. 이와 같이 감사제도가 법적 규제 외에 실물적 이익조정에 영향을 줄 수 있는 외적 메커니즘에 대한 연구가 일부 진행되고 있으나 아직도 관련 연구는 미비한 실정이다.

여 경영자 지분율이 회계적 이익조정 규모에 미치는 영향만을 분석한 국내의 선행연구에 추가적인 실증결과를 보고하고자 하였다. 이는 많은 선행연구들이 우리나라의 회계 및 법적 규제가 미국에 비해 약한 것으로 보고하고 있고 (Leuz et al. 2003) 우리나라 기업의 지배구조 역시 미국 기업들과 다른 상황에서 미국 기업을 대상으로 한 Cohen et al. (2008)의 실증결과가 우리나라 기업에 대해서는 적용되지 않을 가능성이 있기 때문이다. 보다 구체적으로 우리나라는 1997년 IMF위기 이후 분식회계와 관련된 법적 제도와 각종 회계 규제를 강화해 왔지만 미국에 비해 회계규제와 관련된 SOX법과 같은 명문화된 법제 등이 아직은 미비한 실정이다.²⁾ 아울러 우리나라도 집단소송제도 등을 도입하였으나 실제로 경영자에 대해 소송이 제기된 사례 등이 거의 없어 경영자가 직면하는 소송위험 역시 미국에 비해 낮은 상황이다. 또한 실물적 이익조정을 자율적으로 규제할 수 있는 메커니즘과 관련하여 기관투자자를 포함한 기타 주주들의 실질적 영향력 등 기업지배구조에 있어서도 미국과 많은 차이를 보이고 있는 것이 사실이다.³⁾

이러한 제도적 환경하에서 우리나라의 경우 경영자가 해당 기업에 대해 보다 많은 지분을 소유할수록 자신들의 이익을 추구하기 위하여 이익조정을 수행할 수 있는데, 만일 우리나라의 회계 또는 법적 규제가 약하고 이에 따라 소송위험이 낮다면 해당 기업의 장기영업성과에 실질적으로 부정적인 영향을 미치는 실물적 이익조정 보다는 여전히 회계적 이익조정을 선호할 가능성이 있다. 나아가 미국과 달리 소유와 통제가 완전히 분리되지 않은 우리나라의 기업지배구조 하에서는 재벌 총수를 포함한 경영자 지분율이 높아질수록 해당 기업의 장기영업성과에 부정적인 영향을 미치는 실물적 이익조정을 오히려 억제하고자 할 유인마저 존재할 수 있다. 즉, 우리나라의 경우 미국 기업을 대상으로 한 Cohen et al. (2008)의 연구결과처럼 경영자 지분율이 높을수록 법적 비용에 대한 부담 등으로 인해 회계적 이익조정보다 실물적 이익조정이 더 많이 활용될 가능성도 있지만, 법적 규제에 따른 제반 비용이 낮고 소유와 통제가 분리되지 않은 상황에서 우리나라의 경영자들은 해당 기업의 장기영업성과에 부정적인 영향을 미치는 실물적 이익조정을 오히려 억제할 가능성도 존재한다. 따라서 우리나라의 경영자가 해당 기업의 지분을 보다 많이 보유할수록 실물적 이익조정 규모가 증가할지 또는 감소할

2) Bhattacharya et al. (2001)의 연구에 따르면 법적 제도 등이 완비된 선진국에 비해 개발도상국 기업들의 이익조정 규모가 더욱 큰 것으로 나타났으며, 특히 한국의 경우 분석대상 40개 국가 중 38위에 위치할 만큼 이익조정 규모가 큰 것으로 나타났다.

3) 박경서 외 2인(2004)은 기업지배구조를 기업의 목적을 달성하기 위하여 기업 및 경영진을 감시하고 통제하는 의사결정구조 및 의사결정과정으로 정의하였다. 우리나라의 경우 기업지배구조의 개선을 위하여 사외이사제도의 확산, 대표소송요건의 완화, 감사위원회제도 등을 시행하고 있다. 그러나 우리나라는 미국 등 선진국과는 다르게 기업집단과 같은 특수한 형태의 기업구조가 존재하고, 실질적으로 재벌총수1인에게 모든 통제 및 소유권한이 부여되어 있는 등 소유와 통제가 실질적으로 분리되어 있는 선진국과 구별되는 특수한 대리인 비용이 존재할 수 있다 (김병호 2002).

지 여부는 사전적으로 볼 때 실증분석 과제라 할 수 있다.

한국의 유가증권 또는 코스닥시장에 상장된 2003년부터 2008년까지 총 4,731기업/연도 관측치를 이용하여 경영자 지분율과 회계적 그리고 실물적 이익조정 규모의 상관관계를 분석한 결과, 국내외 선행연구와 같이 경영자 지분율이 높아질수록 회계적 이익조정 규모는 증가하는 것으로 나타났다. 그러나 미국 기업을 대상으로 한 Cohen et al. (2008)의 실증결과와는 반대로 우리나라의 경우 경영자가 해당 기업의 지분을 보다 많이 보유할수록 실물적 이익조정 규모는 오히려 감소하는 것으로 나타났다. 이러한 실증결과는 우리나라 경영자의 경우 해당 기업의 지분을 보다 많이 보유할수록 해당 기업의 장기영업성과에 부정적인 영향을 미치는 실물적 이익조정 보다는 소송위험 등이 낮은 법적 환경 하에서 재량적 발생액 등을 통한 회계적 이익조정을 보다 더 활용하고 있다고 해석될 수 있을 것이다.

II. 선행연구 및 가설설정

1. 실물적 이익조정과 관련된 선행연구

Schipper (1989)는 이익조정을 "어떠한 사적 이득을 얻을 의도를 가지고 외부에 재무보고를 하는 과정에 의도적으로 개입하는 일련의 행위"로 규정하였다. 회계장부 조작, 즉 재량적 발생액 등을 통한 회계적 이익조정과 관련된 대부분의 선행연구들은 경영자들이 기업공개나 유상증자시의 가치평가, 임원 보상, 기업인수합병 등의 특수한 계약 상황에서 기회주의적으로 재량적 발생액을 활용하여 회계적 이익조정을 실시한다고 주장하였다 (Teoh et al. 1998; Rangan 1998; Cheng and Warfield 2005; 최관, 백원선 1999). 나아가, Ronen and Sadan (1975)은 경영자들이 보고이익을 유연화하기 위해 위와 같은 특수 상황이 아니라도 이익조정을 지속적으로 실시할 유인이 있다고 주장하였다. 한편, Graham et al. (2005)은 경영자들이 선호하는 이익조정 수단으로 회계적 이익조정 뿐만 아니라 실물활동을 조정함으로써 보고이익을 조정하려는 실물적 이익조정이 존재하며, 실물적 이익조정이 이루어질 경우 실제 현금흐름에 직접적인 영향이 있는 반면 감사인이나 감독당국이 이를 법적으로 제재할 근거가 없는 만큼 회계적 이익조정과 더불어 보다 자세한 연구가 필요하다고 주장하였다.

Roychowdhury (2006)는 경영자들이 실물활동을 변경함으로써 일시적으로 보고이익을 상향조정하기 위하여 사용하는 세 가지 방법을 제시하였다. 보다 구체적으로 판촉

행사나 신용매출을 통해서 매출을 늘리는 행위, 생산량을 늘려서 매출원가에 배부되는 간접원가를 줄이는 행위, 그리고 재량적으로 결정할 수 있는 연구개발비용, 광고비, 그리고 판매비 등을 줄이는 행위 등 보고이익을 상향 조정할 수 있는 세가지 실물적 이익조정 기법을 소개하였다. 한편, Zang (2012)은 경영자들이 이익을 조정할 때 재량적 발생액을 활용한 회계적 이익조정보다 실물적 이익조정을 먼저 활용하는지 분석하고, 그 결과 회계적 이익조정과 실물적 이익조정은 기업이 이익조정을 수행하는데 있어 상호 대체적인 관계에 있음을 입증하였다. 특히 기업들이 소송위험이 클 경우 이익조정의 수단을 회계적 이익조정에서 실물적 이익조정으로 전환하고 있음을 보고하였다. Cohen et al. (2008)은 SOX법의 통과로 기업들이 회계적 이익조정 보다는 실물적 이익조정을 더욱 활용하게 되었는데, 이는 SOX법 도입으로 회계적 이익조정에 대한 잠재적인 법적 비용은 급격히 증가했지만 실물적 이익조정은 이에 비해 법적 규제를 회피하기 쉽기 때문이라고 주장하였다. Cohen and Zarowin (2010)은 유상증자 시 기업들이 회계적 또는 실물적 이익조정을 어떻게 활용하는지 분석하였는데 선행연구와 일관되게 SOX법 도입 이후 상대적으로 법적 규제를 회피할 수 있는 실물적 이익조정이 보다 선호되고 있다고 보고하였다. 결론적으로 상기한 선행연구들은 최근 들어 경영자들이 법적 규제와 소송 위험 등이 큰 회계적 이익조정 보다는 실물적 이익조정을 보다 선호하게 되었다고 일관되게 주장하였다.

한편, Gunny (2005)는 연구개발, 판매 및 관리, 고정자산 처분, 판매 단가 및 생산량 결정 등의 4가지 경영 활동의 조정을 통해 이루어진 실물적 이익조정이 해당 기업의 장기영업성과에 부정적인 영향을 미친다는 실증결과를 보고하였다. 아울러 Gunny (2005)는 주식시장의 투자자들이 이러한 실물적 이익조정이 해당 기업의 차기 영업성과에 미치는 부정적인 영향을 인식하지 못하고 있지만 재무분석가들은 이러한 효과를 인지하고 있다고 보고하였다. 아울러 Kim and Sohn (2009)은 미국 기업을 대상으로 회계적 또는 실물적 이익조정이 자기자본비용에 미치는 영향을 실증적으로 분석했는데 그 결과 두 가지 이익조정 모두 자기자본비용을 증가시키는 것으로 나타났으며, 특히 실물적 이익조정이 회계적 이익조정에 비해 자기자본비용을 더욱 크게 증가시키는 것으로 보고하였다.

한편 실물적 이익조정과 관련된 국내 연구들을 살펴보면 김지홍 외 2인 (2008)은 국내 기업들이 적자 회피와 이익 평준화를 위하여 실물적 영업활동을 변경함으로써 실물적 이익조정을 실시하고 있다고 보고하였다. 나아가, 김지홍 외 2인 (2009)은 상향적 또는 하향적 실물적 이익조정 중 특히 상향적인 실물적 이익조정이 기업의 장기영업성과에 부정적인 영향을 미치고 있다고 보고하였다. 또한, 전홍민, 차승민 (2012)은 실물

적 이익조정 규모와 자기자본비용이 양(+의 상관관계)를 가지고 있다고 보고함으로써 실물적 이익조정 규모가 커질수록 자기자본비용이 증가한다고 결론지었다.

이러한 연구결과들을 종합해 보면, 국내기업의 경영자들도 실물적 이익조정을 이익 조정의 수단으로 활용하고 있으며 이러한 실물적 이익조정은 해당 기업의 장기영업성과를 저해하고 자기자본비용을 증가시키는 등 해당 기업의 가치에 부정적인 영향을 미치는 것으로 나타났다. 이에 따라 최근에는 기업가치에 부정적인 영향을 미치는 실물적 이익조정을 억제할 수 있는 메커니즘에 대한 연구가 시작되었다. 우선 전홍민 외 2인(2011)은 기관투자자 지분율이 높을수록 실물적 이익조정 규모가 감소하여 결과적으로 기관투자자가 경영자의 실물적 이익조정을 억제하는 데 적절한 견제와 감시의 역할을 수행하고 있다고 결론지었다. 나아가 김유찬, 강윤식(2011)은 기업지배구조가 좋은 국내 기업일수록 실물적 이익조정 규모가 감소한다는 실증결과를 보고하였다. 이와 같이 국내 기업을 대상으로 실물적 이익조정에 영향을 미치는 내적 그리고 외적 메커니즘에 대한 연구가 시작되고는 있으나 아직 초기연구단계에 머물러 있는 상황이며, 특히 국내 기업을 대상으로 경영자 지분율이 실물적 이익조정에 미치는 영향을 분석한 연구는 존재하지 않은 실정이다.

2. 경영자 지분율이 자본시장에 미치는 영향과 관련된 선행연구

경영자 지분율이 해당 기업의 가치에 미칠 수 있는 영향에 대해서는 두 가지 대표적인 가설이 존재한다. 우선 Demsetz (1983)는 경영자 지분율이 증가할 경우 경영자들이 해당 기업의 가치를 극대화하지 않더라도 이들을 퇴출하기 어려워짐에 따라, 결과적으로 견제를 받지 않는 경영자의 자의적인 영업활동으로 인해 기업가치가 감소할 수 있다고 주장하였다. 아울러 Morck et al. (1988)은 경영자 지분율이 높아질수록 노동 시장에서 자신들의 평판을 높이고 제품시장에서 인수합병 등의 위협에 대응하기 위하여 노력하고자 하는 유인이 감소하여 결과적으로 효율적인 자원 배분을 통해 기업가치의 극대화를 추구하기보다는 자신의 이익을 극대화 하기 위하여 노력한다고 주장하였다.

이와는 반대로 Jensen and Meckling (1976)은 소유와 경영이 분리되어 있는 상황에서 경영자의 지분율이 증가하면 마치 경영자가 해당 기업을 소유하는 것과 유사하게 되어 주주와 경영자 사이의 이해가 일치됨으로써 결과적으로 경영자의 대리인비용을 감소시킬 수 있다고 주장하였다. 이와 함께 Warfield et al. (1995) 역시 경영자 지분율이 높아질수록 경영자와 주주간 대리인 비용이 감소하여 경영자들의 이익조정 유인이 감소한다고 보고하였다. 결과적으로 경영자 지분율이 해당 기업의 가치에 미치는 영향에 대하여 분석한 선행연구들은 아직 일관되지 않은 혼재된 결론을 내리고 있는 실정이다.

한편 일부 선행연구들은 경영자 지분율이 재량적 발생액을 활용한 회계적 이익조정에 미치는 영향에 대하여 실증분석을 실시하였다. Cheng and Warfield (2005)는 미국기업을 대상으로 한 연구에서 경영자가 해당 기업의 주식을 보다 많이 보유할수록 해당 지분을 보다 높은 가격에서 매각하기 위하여 단기적으로 해당 기업의 주가를 극대화하려는 유인이 있으며 이때 경영자는 회계적 이익조정을 적극적으로 활용하고 있다고 보고하였다. 나아가 경영자 지분율이 높을수록 경영자는 재무분석가의 이익예측치를 충족시키기 위해서도 회계적 이익조정을 적극 활용한다고 주장하였다. 한편, 백상미 외 2인 (2011)은 한국 기업을 대상으로 한 연구에서 경영자 지분율이 높아질수록 회계적 이익조정이 더욱 증가한다는 실증결과를 보고하였다. 결과적으로 경영자 지분율과 회계적 이익조정 규모 간 상관관계에 대한 국내외 선행연구들은 대체적으로 경영자가 해당 기업의 지분을 보다 많이 보유할수록 단기적으로 보고이익을 증가시키기 위하여 회계적 이익조정을 더욱 많이 활용하고 있다고 보고하였다.

Cohen et al. (2008)은 이러한 연구를 확장하여 미국기업을 대상으로 경영자 지분율과 회계적 그리고 실물적 이익조정 규모 간 상관관계를 동시에 실증 분석하였다. 실증분석 결과 Cohen et al. (2008)은 SOX법이 통과된 이후 경영자들은 자신들의 지분율이 높아질수록 법적 비용 등을 고려하여 회계적 이익조정에 비해 실물적 이익조정을 이익조정의 수단으로 보다 많이 활용하고 있다고 보고하였다. 하지만 미국에 비해 약한 법적 규제 및 소송위험과 소유와 통제가 구분되지 않는 독특한 기업지배구조를 가지는 우리나라 기업들에 대해서도 미국 기업을 대상으로 한 Cohen et al. (2008)의 연구결과가 그대로 적용될 수 있는지 여부는 불확실하다. 따라서 우리나라의 경영자가 보다 많은 지분을 소유할수록 실물적 이익조정의 규모가 증가할지 또는 감소할지 여부는 사전적으로 볼 때 실증분석 과제라 할 수 있을 것이다.

3. 가설 설정

이상의 논의를 종합해 볼 때 우리나라의 경영자들 역시 해당 기업에 대해 보다 많은 지분을 보유할수록 자신들의 이익을 추구하기 위하여 회계적 또는 실물적 이익조정을 수행할 가능성이 있다. 하지만 미국 등 선진국에 비해 우리나라의 회계 또는 법적 규제가 약하고 소송위험도 낮다면 해당 기업의 장기영업성장에 실질적으로 부정적인 영향을 미치는 실물적 이익조정 보다는 여전히 회계적 이익조정을 선호할 가능성이 있다. 나아가 미국과 달리 소유와 통제가 완전히 분리되지 않은 우리나라의 기업지배구조 하에서 재벌 총수를 포함한 경영자 지분율이 높아질수록 해당 기업의 장기영업성장에 부정적 영향을 미치는 실물적 이익조정을 억제하고자 할 유인도 존재할 수 있다. 즉, 우리

나라의 경우 재벌 총수 등 보다 높은 지분율을 가지고 있는 경영자들은 단기적인 보고 이익 증가를 통한 현금보상뿐만 아니라 기업의 장기적인 가치상승을 통한 자본이득 역시 취득할 수 있기 때문에 상대적으로 소속 기업의 장기적 영업성과를 증대시킬 수 있는 의사결정을 보다 적극적으로 수행할 가능성이 있다.⁴⁾ 따라서 우리나라의 경우 보다 낮은 지분율을 가지고 있는 경영자들은 회계적 이익조정뿐만 아니라 해당 기업의 장기 영업성과에 부정적 영향을 미치는 실물적 이익조정 역시 적극적으로 활용하는 반면, 보다 높은 지분율을 가지고 있는 경영자들은 이익조정 수단의 선택에 있어 해당 기업의 장기영업성과 또는 자기자본비용에 부정적인 영향을 미치는 실물적 이익조정을 보다 회피할 가능성이 있다. 즉, 우리나라의 경우 미국 기업을 대상으로 한 Cohen et al. (2008)의 연구결과처럼 경영자 지분율이 높을수록 법적 비용에 대한 부담 등으로 인해 회계적 이익조정보다 실물적 이익조정을 더 많이 활용할 가능성도 있지만, 법적 규제에 따른 제반 비용이 낮고 소유와 통제가 분리되지 않은 상황에서 우리나라의 경영자들은 해당 기업의 장기영업성과에 부정적인 영향을 미치는 실물적 이익조정을 오히려 억제할 가능성도 존재한다.

이러한 점을 종합적으로 고려해 볼 때 우리나라 기업들의 경우 경영자 지분율이 실물적 이익조정 규모에 미치는 영향에 대해서 사전적으로 방향성을 예측하기 힘든 것이 사실이다. 이에 따라 선행연구에서 사용한 실물적 이익조정규모 대용치 (비정상 영업현금흐름, 비정상 제조원가 및 비정상 재량적 비용) 각각에 대하여 결과에 대한 사전 예측 없이 실증분석을 수행하였다.

III. 실증분석결과

1. 실물적 이익조정규모의 측정

본 연구에서는 Roychowdhury (2006) 및 Cohen and Zarowin (2010) 등의 선행 연구를 따라 경영자들이 비정상적인 영업의사결정을 통해 보고이익을 조정하고자 하는 실물적 이익조정의 규모를 매출, 생산, 그리고 비용의 세 가지 측면에서 측정하였다.⁵⁾

4) 선행연구에 따르면 보다 많은 기업 지분을 소유한 경영자들의 경우 장기적인 영업성과를 증진시킬 수 있는 연구개발 투자를 보다 적극적으로 수행하고 (김경묵 2003), 장기적 관점에서의 경영활동을 통해 해당 기업의 장기성과 또는 주가를 높이고 있으며 (최우석, 이우백 2005), 나아가 주주와 경영자간 이해가 일치됨에 따라 이들 경영자들이 대리인 비용을 줄이려고 노력함에 따라 (박종훈, 노은정 2008) 외부 투자자들이 이들 기업에 대하여 요구하는 최소 수익률인 자기자본비용 역시 감소하는 것으로 나타났다 (Huang et al. 2009).

우선, 경영자는 당기 보고이익을 높이기(낮추기) 위하여 신용정책을 완화(강화)함으로써 매출을 증대(억제)시킬 수 있다. 신용정책의 완화를 통한 매출 증대는 미래의 대손 증가를 가져올 수 있고, 신용정책의 강화를 통한 매출 억제는 시장점유율을 낮추는 등 장기적으로 해당 기업의 미래 영업실적에 부정적인 효과를 가져올 수 있다. 경영자가 보고이익을 높이기(낮추기) 위해 신용정책을 완화(강화)시킬 경우 전체 매출액에서 현금흐름이 차지하는 비중이 낮아질(높아질) 것이기 때문에, 신용정책 조정 등을 통한 매출액 상향(하향) 조정으로 보고이익을 높이려는(낮추려는) 실물적 이익조정 규모는 매출액 및 매출액 변화로 인한 정상적인 영업현금흐름과 차이가 나는 비정상 영업현금흐름으로 추정할 수 있다. 즉, 음(-)의 비정상 영업현금흐름은 상향적인 실물적 이익조정 규모를, 그리고 양(+)의 비정상 영업현금흐름은 하향적인 실물적 이익조정 규모를 의미한다.

다음으로 경영자는 당기 보고이익을 높이기(낮추기) 위하여 비정상적으로 생산량을 늘리고(줄이고) 이 경우 제품 단위당 고정제조간접비가 낮아(높아)짐으로써 결국 제품 단위당 매출원가가 낮아(높아)지게 된다. 당기 보고이익을 높이기 위하여 생산량을 일시에 늘릴 경우 재고 관리 및 재고의 진부화에 따른 미래의 비용이 늘어날 것이며, 당기 보고이익을 낮추기 위하여 생산량을 일시에 줄일 경우 고객 수요에 적절하게 대응하지 못하게 되어 미래의 시장점유율이 낮아짐으로써 두 경우 모두 해당 기업의 장기영업성과에 부정적인 영향이 발생할 수 있다. 이와 같이 생산량의 조정을 통한 실물적 이익조정 규모는 정상적인 매출원가와 정상적인 재고자산의 증가분을 더한 정상적인 제조원가를 산출한 후 이와 차이가 나는 비정상 제조원가를 통해 추정할 수 있다. 양(+)의 부호를 가지는 비정상 제조원가는 상향적 이익조정 규모를, 그리고 음(-)의 부호를 가지는 비정상 제조원가는 하향적 이익조정 규모를 각각 의미한다.

마지막으로 경영자는 당기의 보고이익을 증가(감소)시키기 위해서 연구개발비나 광고선전비 같은 재량적 비용을 감소(증가)시킬 수 있다. 당기의 보고이익을 증가시키기 위해서 연구개발비 등을 감소시킬 경우 장기적으로 제품혁신 등이 저하될 수 있고, 당기의 보고이익을 감소시키기 위하여 연구개발비 등을 과도하게 지출할 경우 비효율적인 자원배분으로 인해 두 경우 모두 해당 기업의 장기영업성과가 저해될 수 있다. 이와 같은 재량적 비용을 통한 실물적 이익조정 규모는 직전 연도 매출액 등을 활용하여 정상적 수준의 재량적 비용을 산출한 후 이와 차이가 나는 비정상적인 재량적 비용을 통해 추정할 수 있다. 양(+)의 값, 그리고 음(-)의 값을 가지는 비정상적인 재량적 비용은 각각 하향적 그리고 상향적인 실물적 이익조정 규모를 의미한다.

5) 보다 구체적인 측정방법은 경영학연구 제42권 제5호, p.1226-p.1228을 참조할 것.

2. 연구방법

본 연구에서는 전술한 실물적 이익조정 규모의 대용치인 비정상 영업현금흐름, 비정상 제조원가 및 비정상 재량적 비용과 경영자 지분율의 통계적인 상관관계를 분석함으로써 실증분석을 수행하였다. 한편, 본 연구에서는 회계적 이익조정 규모의 대용치로서의 재량적 발생액을 회계분야에서 널리 활용되고 있는 수정된 존스모형 (Dechow et al. 1995; Cohen et al. 2008)을 사용하여 추정하였다. 또한, 본 연구의 주요 관심변수인 경영자 지분율은 각 기업의 임원 지분율의 합을 통해 계산하였다.

만일 경영자가 해당 기업의 지분을 보다 많이 보유할수록 자신들의 이익을 위하여 기회주의적으로 실물적 이익조정을 보다 많이 활용하여 당기의 보고이익을 증가시키려 한다면 실물적 이익조정 규모와 경영자 지분율 사이에는 양(+)의 상관관계가 존재할 것이다. 반면 경영자 지분율이 증가할수록 대리인비용이 감소하여 경영자와 주주간의 이해관계가 보다 일치된다면 당기의 보고이익을 증가시키기 위하여 실물적 이익조정을 활용하지 않을 것이므로 실물적 이익조정 규모와 경영자 지분율 사이에는 음(-)의 상관관계가 존재할 것이다.

본 연구에서는 우리나라의 유가증권 또는 코스닥시장에 시장에 상장된 기업 중 다음 요건들을 만족하는 2003년부터 2008년까지의 총 4,731 기업/연도를 실증분석을 위한 최종 표본으로 선정하였다.

- (1) ㈜상장사협의회 TS2000에서 경영자 지분율을 구할 수 있는 기업
- (2) ㈜한국신용평가정보의 KisValue Library에서 재무자료를 구할 수 있는 기업
- (3) 회계연도가 12월말로 종료되는 기업
- (4) 금융업종에 속하지 않는 기업

본 연구의 표본에 포함된 기업의 경우 경영자가 평균적으로 해당 기업의 지분을 21.4%정도 보유하고 있는 것으로 나타났다. 또한 총 자산액으로 측정한 기업 규모는 평균이 5,090억원이고 부채비율은 평균 43.1% 수준인 것으로 나타났다. 총자산이익률의 평균은 1% 정도이며 장부가치대비 시장가치비율은 평균 1.402인 것으로 나타났다. 마지막으로 표본에 포함된 기업들 중 약 53.6%가 Big-4 회계법인으로부터 회계감사를 받고 있는 것으로 나타났다.

3. 실증분석결과

본 연구의 실증분석 결과 경영자 지분율은 회계장부 조작을 통한 회계적 이익조정 규모, 즉 재량적 발생액과 유의한 양(+)의 상관관계를 가지는 것으로 나타났다. 즉, 선

행연구와 일관되게 경영자가 해당 기업의 지분을 보다 많이 보유할수록 재량적 발생액을 활용한 회계적 이익조정을 보다 많이 활용하는 것으로 판단된다 (Cheng and Warfield 2005; 백상미 외 2인 2011). 반면 경영자 지분율은 실물적 이익조정 규모를 의미하는 비정상 영업현금흐름, 비정상 제조원가 및 비정상 재량적 비용과 모두 음(-)의 상관관계를 가지는 것으로 나타났다. 이러한 실증결과는 미국기업을 대상으로 한 Cohen et al. (2008)의 연구결과와 달리 우리나라의 경우 회계적 이익조정에 대한 법적 규제와 관련된 제반 비용이 낮고 소유와 통제가 분리되지 않은 상황에서 경영자들이 해당 기업의 지분을 보다 많이 보유할수록 해당 기업의 장기영업성과에 부정적인 영향을 미치는 실물적 이익조정을 오히려 억제하는 것으로 해석될 수 있다. 마지막으로 회계적 이익조정 규모를 의미하는 재량적 발생액은 실물적 이익조정 규모와 양(+)의 상관관계를 가지는 것으로 나타나, 우리나라의 경우 재량적 발생액을 활용한 회계적 이익조정과 실물적 이익조정이 서로 대체적인 관계라기 보다는 보완적인 관계를 가지는 것으로 나타났다.

한편, 선행연구 (김지홍 외 2인 2009)에 따르면 경영자들은 상향적인 실물적 이익조정뿐만 아니라 이익유연화 등을 위하여 하향적인 실물적 이익조정을 실시할 유인 역시 가질 수 있다. 이에 따라 비정상 영업현금흐름, 비정상 제조원가 및 비정상 재량적 비용 각각의 변수가 양(+) 또는 음(-)의 부호를 가지는지 여부를 바탕으로 각각의 기업들을 상향적 또는 하향적인 실물적 이익조정을 수행한 기업군으로 분류하고 각각의 기업군에 대하여 경영자 지분율이 상향적 또는 하향적인 실물적 이익조정 규모와 가지는 상관관계에 대하여 추가로 분석하였다.

실증분석 결과 경영자 지분율은 비정상 영업현금흐름, 비정상 제조원가, 그리고 비정상 재량적 비용 등에 있어 상향적인 실물적 이익조정을 실시한 것으로 예상되는 기업군에 대해서만 통계적으로 유의한 음(-)의 상관관계를 가지는 것으로 나타났다. 그 반면 하향적인 실물적 이익조정을 실시한 것으로 예상되는 기업군에 대해서는 경영자 지분율과 실물적 이익조정 규모 사이에 통계적으로 유의한 상관관계가 관찰되지 않았다. 즉 경영자가 해당 기업의 지분을 보다 많이 보유할수록 실물적 이익조정을 억제하는 효과는 주로 상향적인 실물적 이익조정에 대해 발휘되는 것으로 나타났다. 이러한 실증결과는 김지홍 외 2인 (2009)이 보고한 바와 같이 상향적인 실물적 이익조정이 해당 기업의 장기영업성과를 주로 저해한다는 점을 감안할 때 보다 많은 지분을 보유한 경영자일수록 해당 기업의 장기영업성과를 저해할 수 있는 상향적인 실물적 이익조정을 보다 집중적으로 회피하기 때문에 도출된 것으로 판단된다.

이상의 실증결과를 종합해 보면 미국기업을 대상으로 한 Cohen et al. (2008)의 선

행연구가 보고한 바와는 반대로 우리나라 경영자들은 해당 기업의 지분을 보다 많이 보유할수록 상향적인 실물적 이익조정을 억제하는 것으로 나타났다. 이는 우리나라의 경우 재량적 발생액을 활용한 회계적 이익조정을 수행하더라도 이에 따른 법적 제재 비용 등이 미국에 비해 높지 않은 반면, 기업에 대한 소유 및 통제가 구분되지 않은 상황에서 우리나라 경영자들이 해당 기업의 장기영업성과에 부정적인 영향을 미치는 실물적 이익조정을 보다 억제할 유인을 가지기 때문이라고 판단된다.

IV. 결론

본 연구에서는 우리나라의 유가증권 또는 코스닥 시장에 상장된 기업 중 경영자 지분율 정보를 구할 수 있는 2003년부터 2008년까지 4,731개 기업/연도 관측치를 이용하여 경영자 지분율이 실물적 이익조정 규모에 미치는 영향에 대해 분석하였다. 실증분석 결과 우리나라의 경우 미국기업을 대상으로 한 선행연구와 달리 경영자가 보다 많은 지분을 보유할수록 매출, 생산 그리고 비용 측면에서의 실물적 활동을 조정함으로써 보고이익을 조정하는 실물적 이익조정을 억제하고 있는 것으로 나타났으며, 이러한 경향은 주로 상향적인 실물적 이익조정에 대하여 존재하는 것으로 나타났다.

본 연구는 우리나라의 경우 보다 많은 지분을 보유한 경영자일수록 주주와의 이해관계 일치로 해당 기업의 장기영업성과에 부정적 영향을 미칠 수 있는 실물적 이익조정을 억제한다는 실증결과를 보고했다는 점에서 주된 정책적 시사점을 가진다. 특히 경영자 지분율이 증가할수록 실물적 이익조정 규모가 늘어난다는 미국기업을 대상으로 한 선행연구 (Cohen et al. 2008)와 상반된 실증결과를 보고함으로써, 경영자 지분율이 실물적 이익조정에 미치는 영향을 고려할 때 제반 법적 제도 및 기업소유구조 등 우리나라의 특수한 환경적 요소를 감안해야 함을 입증했다는 점에서도 추가적인 정책적 시사점을 가질 수 있을 것이다.

〈참고문헌〉

- 김경목 (2003), “기업지배구조와 혁신: 소유구조가 연구개발 투자에 미치는 영향,” 경영학연구 32(6), 1799-1832.
- 김병호 (2002), “기업의 소유구조와 기업가치 및 수익률에 대한 연구: 임원지분율을 중심으로,” 한국증권학회지 30(1), 391-434.
- 김유찬, 강윤식 (2011), “기업지배구조가 실물활동에 기반을 둔 이익조정에 미치는 효과,” 경영학연구 40(1), 1-28.
- 김종대, 조문기 (2007), “경영자지분율과 회계정보의 가치관련성 간의 상관관계분석,” 회계학연구 32(4), 1-27.
- 김지홍, 고재민, 고윤성 (2008), “적자회피 및 이익평준화를 위한 실제 이익조정 활동,” 회계저널 17(4), 31-63.
- 김지홍, 배지현, 고재민 (2009), “실제 이익조정이 장기 경영성과에 미치는 영향,” 회계학연구 34(4), 31-70.
- 나종길 (2004), “유동발생의 예측오차와 감사인 유형에 따른 재량적 발생의 정보성 차이,” 회계학연구 29(1), 117-142.
- 박경서, 이은정, 장하성 (2004), “대주주의 존재가 한국기업의 지배구조에 미치는 영향,” 재무연구 17(2), 163-201.
- 박종훈, 노은정 (2008), “기업의 소유구조가 대리인비용에 미치는 영향: 외국인 지분율과 경영자 지분율 효과를 중심으로,” 관리회계연구 8(1), 143-164.
- 백상미, 양대천, 김진배 (2011), “코스닥 등록 및 공개 기업의 경영자 지분과 이익조정,” 회계정보연구 29(3), 395-429.
- 윤순석 (2001), “상장기업과 코스닥기업의 이익관리에 대한 비교 연구,” 한국증권학회지 29(1), 57-85.
- 전홍민, 차승민 (2012), “실물적 이익조정이 자기자본비용에 미치는 영향: 한국기업을 중심으로,” 세무와 회계저널 13(1), 99-130.
- 전홍민, 차승민, 김현희 (2011), “기관투자자가 실물활동을 통한 이익조정에 미치는 영향,” 경영학연구 40(2), 383-406.
- 최관, 백원선 (1999), “유상증자기업의 이익조정에 관한 실증적 연구,” 회계학연구 24(4), 1-27.

- 최우석, 이우백 (2005), “오너경영과 기업성과에 대한 실증연구,” *재무연구* 18(1), 121-155.
- Bhattacharya, U., H. Daouk, and M. Welker (2001), “The World Price of Earnings Management,” Working Paper, Queens University.
- Cheng, Q., and T. Warfield (2005), “Equity Incentives and Earnings Management,” *The Accounting Review*, 80, 441-476.
- Cohen, D., A. Dey, and T. Lys (2008), “Real and Accrual-Based Earnings Management in the Pre and Post-Sarbanes-Oxley Periods,” *The Accounting Review*, 83, 757-787.
- Cohen, D., and P. Zarowin (2010), “Accrual-Based and Real Earnings Management Activities around Seasoned Equity Offerings,” *Journal of Accounting and Economics*, 50, 2-19.
- Dechow, M., R. Sloan, and A. Sweeney (1995), “Detecting Earnings Management,” *The Accounting Review*, 70, 193-225.
- Demsetz, H. (1983), “The Structure of Ownership and the Theory of the Firm,” *Journal of Law and Economics*, 26, 375-390.
- Graham, R., R. Harvey, and S. Rajgopal (2005), “The Economic Implications of Corporate Financial Reporting,” *Journal of Accounting and Economics*, 40, 3-73.
- Guay, W., P. Kothari, and L. Watts (1996), “A Market-Based Evaluation of Discretionary Accrual Models,” *Journal of Accounting Research*, 34, 83-105.
- Gunny, K. (2005), “What Are the Consequences of Real Earnings Management?” Working Paper, University of Colorado.
- Huang, H., Q. Wang, and X. Zhang (2009), “The Effect of CEO Ownership and Shareholder Rights on Cost of Equity Capital,” *Corporate Governance*, 9, 255-270.
- Jensen, C., and W. Meckling (1976), “Theory of the Firm: Managerial Behavior, Agency Costs and Ownership Structure,” *Journal of Financial Economics*, 3, 305-360.

- Kim, B., and C. Sohn (2009), "Real versus Accrual-based Earnings Management and Implied Cost of Equity Capital," Working Paper, Concordia University.
- Leggett, M., L. Parsons, and A. Reitenga (2009), "Real Earnings Management and Subsequent Operating Performance," Working Paper, University of Alabama.
- Leuz, C., D. Nanda, and P. Wysocki (2003), "Earnings Management and Investor Protection: An International Comparison," *Journal of Financial Economics*, 69, 505-527.
- Marquardt, C., and C. Wiedman (2005), "Earnings Management through Transaction Structuring: Contingent Convertible Debt and Diluted EPS," *Journal of Accounting Research*, 43, 205-243.
- Morck, R., A. Shleifer, and R. Vishny (1988), "Management Ownership and Market Valuation: An Empirical Analysis," *Journal of Financial Economics*, 20, 293-315.
- Palmrose, Z. (1986), "Audit Fees and Auditor Size: Further Evidence," *Journal of Accounting Research*, 24, 97-110.
- Rangan, S. (1998), "Earnings Management and the Performance of Seasoned Equity Offerings," *Journal of Financial Economics*, 50, 101-122.
- Ronen, J., and S. Sadan (1975), "Classificatory Smoothing: Alternative Income Models," *Journal of Accounting Research*, 13, 133-149.
- Roychowdhury, S. (2006), "Earnings Management through Real Activities Manipulation," *Journal of Accounting and Economics*, 42, 335-370.
- Schipper, K. (1989), "Commentary in Earnings Management," *Accounting Horizons*, 3, 91-102.
- Stulz, R. (1988), "Managerial Control of Voting Rights: Financing Policies and the Market for Corporate Control," *Journal of Financial Economics*, 20, 25-54.
- Teoh, H., I. Welch, and T. Wong (1998), "Earnings Management and the Long-run Underperformance of Seasoned Equity Offerings," *Journal of*

- Financial Economics, 50, 63-99.
- Warfield, D., J. Wild, and L. Wild (1995), "Managerial Ownership, Accounting Choices, and Informativeness of Earnings," Journal of Accounting and Economics, 20, 61-91.
- Watts, L., and J. Zimmerman (1978), "Towards a Positive Theory of the Determination of Accounting Standards," The Accounting Review, 53, 112-134.
- Zang, A. (2012), "Evidence on the Tradeoff between Real Manipulation and Accrual Manipulation," The Accounting Review, 87, 675-703.

기업지배구조 리뷰

Corporate Governance Review

발행처 한국기업지배구조원

발행인 조명현

발행일 2018년 6월

주 소 서울시 영등포구 여의나루로 76 (07329)

Tel 02)3775-3339

Fax 02)3775-2630

E-mail cgsweb@cgs.or.kr

Home <http://www.cgs.or.kr>

인쇄처 경성문화사 Tel (02)786-2999
