

ISSN 2982-7124

ESG 리뷰

ESG Review

2023-04호 | Vol. 109

2023.12.28



한국ESG기준원

Contents

Vol.109 | 2023. 4호

03 연구논단Ⅰ 사익편취 규제 변화 이후 일감 몰아주기 추이, 2011-2022

박상인 | 서울대학교 행정대학원 교수

최현태 | 서울대학교 행정대학원 박사과정 연구생

19 연구논단Ⅱ 기업집단의 지배구조적 특성과 가족경영

박경서 | 고려대학교 경영대학 교수

54 연구논단Ⅲ ESG 경영과 리스크테이킹

이은정 | 한양대학교 경영학부 교수

이유경 | 부경대학교 경영학과 교수



사익편취 규제 변화 이후 일감 몰아주기 추이, 2011-2022

연구논단 I

박상인 | 서울대학교 행정대학원 교수

최현대 | 서울대학교 행정대학원 박사과정 연구생

I. 서론

2013년 8월 독점규제 및 공정거래에 관한 법률(이하 ‘공정거래법’)에 새로 도입된 (구) 제23조의2(이하 ‘구 사익편취 규정’)는 총수 있는 대규모기업집단(이하 ‘재벌’) 계열사 간의 일감 몰아주기를 통한 사익편취 행위를 규율하는 것을 목적으로 하였다. 그러나 계열회사에 대한 총수일가의 직접 지분율을 기준으로 규제 대상을 선정했을 뿐만 아니라 상장기업에 대해서는 덜 엄격한 기준을 적용함에 따라 규제의 사각지대가 존재하게 되었다¹⁾.

공정거래위원회(이하 ‘공정위’)는 2018년 이후 매년 공시대상기업집단 내부거래에 대한 보도자료에서 사각지대 회사의 내부거래 현황에 대해 주시하였는데, 2018년과 2019년 사각지대 회사의 내부거래 금액과 비중이 증가함을 인정하였다. 또한 박상인(2018)은 사각지대 회사 중 일부에서 구 사익편취 규정 도입 이후 내부거래의 급격한 증가를 확인하였다.

2020년 12월에 전면 개정된 공정거래법 제47조(이하 ‘현행 규정’)에서는 사익편취 행위의 규제대상을 넓혀 상장기업의 경우에도 비상장기업과 동일한 기준의 직접 지분율 요건(20% 이상)을 적용할 뿐만 아니라 총수일가의 직접 지분율이 20% 이상인 계열회사가 50%를 초과하는 지분을 보유한 자회사까지도 규율 대상에 포함시키고 있다. 그러나 현행

1) 비상장 계열사에 대해서는 총수일가의 직접 지분율 20% 이상인 기업을 그리고 상장 계열사에 대해서는 30% 이상인 기업을 규제 대상으로 선정하였는데, 예를 들어, 비상장 계열사였던 HDC 아이콘트롤스의 경우에 총수일가의 지분율을 44.1%에서 29.9%로 감소시키고 기업 공개를 통해 규제 대상에서 벗어났다.

규정 역시 총수일가의 직접 지분율을 주된 규율 기준으로 삼고 있기 때문에 구 사익편취 규정에서 규제 대상이 확대된 것일 뿐 본질적인 규율 방식의 변화로 보기는 어렵다.

또한 현행 규정은 구 사익편취 규정과 동일하게 ‘경제력 집중의 억제’가 아니라 ‘부당한 이익제공의 금지’와 관련된 조항으로 규정되어, 총수일가의 직접 지분율 요건 및 각 호의 행위요건을 충족시키는 경우에도 ‘부당성’에 대한 입증 책임 측면에서 약점을 지니고 있다. 김윤정(2018)은 구 사익편취 규정의 입법취지와 불공정거래행위 규정인 제 23조와의 조문 구성상 차이를 고려할 때 부당성 판단은 소극적 판단기준으로서의 의미만을 갖는다고 봤다. 그러나 구 사익편취 규정의 ‘부당성’에 대한 입증 책임이 공정위에 지워질 것이 예견되었고²⁾, 서울고등법원은 2017년 대한항공과 싸이버스카이 및 유니컨버스 간의 일감 몰아주기 사건에 관한 판결에서 ‘부당이익 귀속성’에 대한 별도의 판단이 필요할 뿐만 아니라 규제대상인 사익편취 행위의 ‘부당성’을 경제력 집중의 우려로 파악하였다. 그리고 2022년 5월 대법원에 의해 원심이 확정되면서 사익편취 규정이 사문화 될 수 있다는 우려가 현실이 되었다.

박상인(2018)이 2014년 구 사익편취 규정 시행 전후로 10대 재벌 계열사들의 내부거래 규모를 살펴보고 규제의 실효성에 대해 검토하였다면, 이 글에서는 대한항공 일감 몰아주기 사건의 서울 고법 판결과 상고심 판결 전후³⁾, 그리고 2020년 12월 29일에 전면 개정된 공정거래법 제47조의 시행 전후로 8대 재벌 계열사의 내부거래 규모가 어떻게 변화되었는지를 추가로 검토한다. 특히 내부거래 규모 및 비중을 직접 지분율 구간과 상장회사 여부에 따라 살펴보고, 내부거래 분석에서 규제대상 여부를 적극적으로 고려한다. 마지막으로 사익편취 규제의 효과를 관찰하기 위한 또 다른 축인 총수일가의 배당청구권의 추이를 검토하고 배당청구권과 직접지분율의 차이가 규제 시행 전후로 어떻게 변화하는지 개관하고자 한다.

II. 8대 재벌의 내부거래 분석

이 장에서는 2014년 2월 14일에 시행된 구 사익편취 규정, 2017년 서울 고법 판결, 그리고 2020년 전면 개정되고 2021년 12월 30일에 시행된 공정거래법 제47조 등이 8대 재벌 계열사 간의 내부거래에 어떤 영향을 실제로 끼쳤는지를 개관하기로 한다.

2) 경실련(2022).

3) 고법 판결일자는 2017년 9월 1일, 대법원 판결일자는 2022년 5월 23일이다.

1. 연구 대상 및 자료 개관

공정위는 매년 5월 초에 (2016년까지는 4월 초) 대기업집단을 지정하는데⁴⁾, 이들 기업집단 계열사 간 상품·용역 거래를 파악하기 위해서 전자공시시스템(DART)의 대규모 기업집단 현황 공시⁵⁾의 ‘계열회사 간 상품·용역거래 현황’ 자료를 사용할 수 있다⁶⁾. 지분을 역시 동일한 공시보고서의 ‘소유지분현황’ 자료를 이용해 계산할 수 있는데, 공시된 지분율 자료를 이용하여 배당청구권을 계산할 때에는 Almeida et al.(2011)의 방식을 사용할 수 있다.

이 글에서, 각 연도는 실제 거래가 이뤄진 기간을 기준으로 삼는다. 예를 들어, 2012년 초에 공시된 자료는 2011년 자료라고 표기한다. 이들 자료를 이용해서, 이 글은 2011년부터 2022년까지 8대 재벌의 내부거래 현황을 비교해본다. 연구기간을 이와 같이 한정하는 이유는 2010, 2011년에는 해외 계열사에 대한 매출액은 별도로 공시하지 않았기 때문이다. 따라서 2012년에 공시된 자료부터 분석에 포함시켰다.

한편 연구대상의 범위를 8대 재벌로 한정하는 이유는 10대 재벌로 확대할 경우 연도별로 기존 기업집단이 10대 재벌에서 탈락하거나 새로운 기업집단이 진입하는 변동이 있었기 때문이다. 그러나 8대 재벌인 삼성, 현대자동차, 에스케이, 롯데, 엘지, 한화, 지에스, 현대중공업⁷⁾은 분석기간 동안 지속적으로 8대 재벌에 속해 있었다⁸⁾. 따라서 분석대상을 8대 재벌로 한정함으로써 기업집단의 탈락과 신규진입에 따른 효과를 통제할 수 있다. 한편 2011년부터 2022년까지 8대 재벌의 매출액은 한국 GDP 50.4~67.3%에 해당되며 2021년 이후 그 비중이 증가하는 추세이다.

4) 공정위에 의해 지정되는 대규모기업집단은 2009~2016년에는 자산총액 5조원 이상의 상호출자제한 기업집단을 의미하고, 2017년부터는 자산총액 10조원 이상의 상호출자제한 기업집단 및 이를 포함한 자산총액 5조원 이상의 공시대상 기업집단을 의미한다.

5) 대표회사 보고서의 상품·용역거래 현황 자료를 참고하였다. 각 재벌의 자산총액, 대표회사에 관한 정보는 기업집단포털(OPNI)의 OpenAPI를 사용하여 확인하였다.

6) 자료에는 금융계열사도 포함되어 있다. 자세한 내용은 박상인 외. (2018)을 참고하라.

7) 2023년에 공시된 자료에서 현대중공업은 ‘HD현대’라는 기업집단명을 사용하고 있으나 이 글에서는 ‘HD현대’와 현대중공업을 동일한 기업집단으로 간주하여 ‘HD현대’라는 이름 대신에 현대중공업이라는 이름을 사용한다.

8) 8대 재벌은 자산총액 기준 순위도 연도별로 거의 변동이 없다. 이 글에서 선택한 8대 재벌이 분석기간 내내 자산총액 기준 상위 10위 내에 위치한 기업집단들이다.

2. 8대 재벌의 내부거래 추이

〈표1〉에서 볼 수 있듯이, 구 사익편취 규정이 시행된 이듬해인 2015년부터 2년 간 국내계열사에 대한 총매출액 비중(국내 내부거래 비중)은 감소하다가, 대한항공과 싸이버스카이 및 유니컨버스 간의 일감 몰아주기 사건에 관한 서울고등법원의 판결이 내려진 2017년부터 증가로 반전되었다가, 또 다시 현행 규정이 도입된 2020년과 이듬해에 감소로 돌아섰다. 그러나 현행 규정이 실제로 시행된 2022년에는 또 다시 증가로 바뀌었다. 이에 반해 국내외 계열사들에 대한 총매출액 비중(총 내부거래 비중)은 구 사익편취 규정이 도입된 2013년에 대폭 상승했으나 규정이 시행된 2014년에 소폭 감소하고, 이후에는 지속적으로 증가하는 추세이다. 따라서 국내계열사들로부터의 내부거래는 규제 환경이나 법원 판결에 영향을 받았으나, 특히 이런 국내계열사들의 내부거래 감소는 상대적인 해외계열사들로부터의 내부거래 증가로 상쇄되었음을 추론해 볼 수 있다.

〈표 1〉 8대 재벌의 내부거래 현황, 2011-2022.

(단위: 백만 원, %)

	국내계열사와 내부거래 총액(A)	해외계열사를 포함한 내부거래총액(B)	총매출액 (국내+해외)(C)	국내 내부거래 비중(A/C)	국내+해외 내부거래 비중(B/C)	기업수
2011	136,724,367	322,424,301	901,533,022	15.17	35.76	487
2012	134,789,020	355,996,427	975,084,641	13.82	36.51	473
2013	138,405,353	451,862,785	980,997,310	14.11	46.06	480
2014	140,846,248	430,397,303	975,070,977	14.44	44.14	478
2015	120,218,533	406,167,214	918,008,632	13.10	44.24	487
2016	118,499,363	402,921,377	912,821,712	12.98	44.14	508
2017	139,093,971	467,392,111	1,001,927,171	13.88	46.65	563
2018	147,270,660	489,992,683	1,051,964,228	14.00	46.58	553
2019	143,541,787	460,056,827	1,012,159,953	14.18	45.45	555
2020	129,261,248	448,102,181	978,143,963	13.21	45.81	561
2021	149,460,754	542,787,978	1,146,049,527	13.04	47.36	621
2022	189,382,832	622,911,658	1,347,634,217	14.05	46.22	659

분석기간 동안 8대 재벌 계열사들 중 상장된 기업은 79개에서 96개까지 점진적으로 증가하였다⁹⁾. 〈표 2〉을 보면, 상장계열사의 경우 〈표 1〉에서 제시된 전체계열사의 내부거래 비중과 유사한 추이를 보인다. 구 사익편취 규정이 시행된 이듬해인 2015년에 국내 내부거래 비중이 감소하다가, 대한항공과 싸이버스카이 및 유니컨버스 간의 일감

9) '상장계열사'란 유가증권시장 및 코스닥시장에 상장된 회사를 의미한다.

몰아주기 사건에 관한 서울고등법원의 판결이 내려진 2017년부터 본격적으로 증가로 반전되었다가, 또 다시 ‘현행 규정’이 도입된 이듬해인 2021년에 감소했다. 그러나 ‘현행 규정’이 실제로 시행된 2022년에는 또 다시 증가로 바뀌었다. 또한 총 내부거래 비중은 구 사익편취 규정이 시행된 2014년에 큰 폭으로 감소하고, 이후에는 지속적으로 증가하는 추세이다. 현행 규정이 시행된 2022년에 국내 내부거래 비중이 증가했으나 오히려 해외 내부거래 비중은 감소한 것이 특이하다.

〈표 2〉 8대 재벌 상장 계열사의 내부거래 현황, 2011-2022.

(단위: 백만 원, %)

	국내계열사와 내부거래 총액(A)	해외계열사를 포함한 내부거래총액(B)	총매출액 (국내+해외)(C)	국내 내부거래 비중(A/C)	국내+해외 내부거래 비중(B/C)	기업수
2011	57,602,441	205,426,145	623,927,208	9.23	32.92	80
2012	57,972,747	237,120,270	677,365,219	8.56	35.01	80
2013	57,531,437	307,853,048	680,436,911	8.46	45.24	80
2014	59,301,772	295,770,216	685,799,390	8.65	43.13	84
2015	53,461,855	288,736,707	661,171,903	8.09	43.67	78
2016	54,163,772	289,111,318	660,424,464	8.20	43.78	79
2017	60,012,045	335,182,107	707,570,194	8.48	47.37	84
2018	64,002,306	354,839,407	735,143,440	8.71	48.27	87
2019	65,608,442	330,159,932	704,449,918	9.31	46.87	90
2020	64,182,682	345,708,731	721,028,815	8.90	47.95	91
2021	72,368,797	421,976,216	841,441,565	8.60	50.15	96
2022	83,911,366	451,169,871	925,774,204	9.06	48.73	96

8대 재벌의 비상장 계열사 수도 2011년 407개에서 2022년 563개로 증가하는 추세를 보인다. 〈표 3〉를 보면, 그러나, 비상장계열사의 경우에는 〈표 1〉에서 제시된 전체 계열사의 내부거래 비중과 다소 다른 추이를 보인다. 구 사익편취 규정이 시행된 이듬해인 2015년부터 2년 간 국내 내부거래 비중이 감소하다가, 대한항공과 싸이버스카이 및 유니컨버스 간의 일감 몰아주기 사건에 관한 서울고등법원의 판결이 내려진 2017년에 증가로 반전되었다가, 2018년부터 다시 감소로 돌아섰다. 또한 총 내부거래 비중은 구 사익편취 규정이 도입된 2013년에 큰 폭으로 증가하고, 이후에는 지속적으로 감소하는 추세이다. 따라서 비상장 계열사의 경우 구 사익편취 규정이 시행된 이후 국내외 내부거래 비중이 줄어들고 있음을 확인할 수 있다.

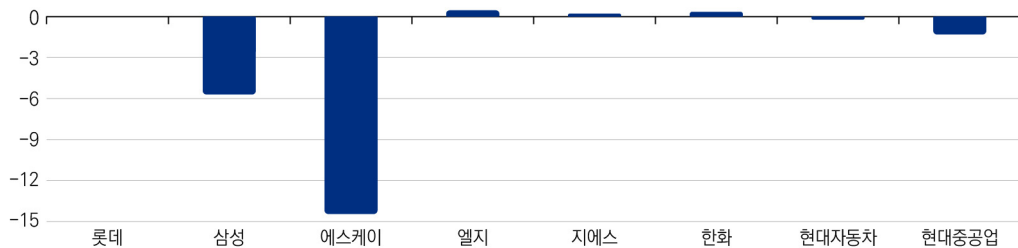
〈표 3〉 8대 재벌 비상장 계열사의 내부거래 현황, 2011-2022.

(단위: 백만 원, %)

	국내계열사와 내부거래 총액(A)	해외계열사를 포함한 내부거래총액(B)	총매출액 (국내+해외)(C)	국내 내부거래 비중(A/C)	국내+해외 내부거래 비중(B/C)	기업수
2011	79,121,926	116,998,156	277,605,814	28.50	42.15	407
2012	76,816,273	118,876,157	297,719,422	25.80	39.93	393
2013	80,873,916	144,009,737	300,560,399	26.91	47.91	400
2014	81,544,476	134,627,087	289,271,587	28.19	46.54	394
2015	66,756,678	117,430,507	256,836,729	25.99	45.72	409
2016	64,335,591	113,810,059	252,397,248	25.49	45.09	429
2017	79,081,926	132,210,004	294,356,977	26.87	44.91	479
2018	83,268,354	135,153,276	316,820,788	26.28	42.66	466
2019	77,933,345	129,896,895	307,710,035	25.33	42.21	465
2020	65,078,566	102,393,450	257,115,148	25.31	39.82	470
2021	77,091,957	120,811,762	304,607,962	25.31	39.66	525
2022	105,471,466	171,741,787	421,860,013	25.00	40.71	563

그런데 〈표 1〉부터 〈표 3〉까지에서 일관되게 나타난, 2015년에 국내 내부거래 비중 뿐 아니라 금액 자체의 감소는 에스케이와 삼성에 의해 주도되었다. 2015년에 국내 내부거래 금액이 20조 가까이 감소하는 것을 확인할 수 있는데, 특히 에스케이 기업집단의 경우 약 14조 원의 내부거래의 감소가 나타났으며, 이 중 약 8조 원이 에스케이씨앤씨에서 발생했다. 그러나 에스케이씨앤씨는 (주)에스케이와 합병 이후에도 사실상 독립된 사업체 형태를 유지하고 있으며, 에스케이 기업집단에서 사익편취를 위한 일감몰아주기의 대표적 사례로 인식되어 왔던 회사이다. 삼성의 경우, 삼성토탈에서 1.7조 원, 삼성물산에서 1.5조 원, 제일모직에서 0.8조 원 가량의 내부거래 감소가 나타나는데, 2015년에 삼성토탈은 한화에게 인수되었고, 삼성물산과 제일모직의 합병이 있었다. 에스케이씨앤씨와 (주)에스케이의 합병 및 삼성물산과 제일모직의 합병 목적 중 하나가 사익편취 규제 회피가 아니었는가라는 합리적 의심이 들 수 있는 대목이다.

〈그림 1〉 2015년 전년대비 8대 재벌의 국내 내부거래 규모 변화(단위: 조 원)



2017년 국내 내부거래 증가는 에스케이, 엘지, 삼성에 의해 주도되었으며, 2022년의 경우 에스케이와 현대자동차, 삼성, 현대중공업의 내부거래 증가가 큰 비중을 차지한다. 2017년 에스케이의 경우 에스케이에너지, 에스케이인천석유화학, (주)에스케이가 국내 내부거래 증가를 설명하는데, 이 중 (주)에스케이는 총수일가 직접지분율이 30.6%로 2017년 규제회사에 속한다. 나머지 기업들이 제조업체인데 비해 에스케이씨앤씨를 합병한 (주)에스케이는 전문 서비스업을 영위하는 지주회사로서 공정위가 보도한 총수일가 지분율이 높고 내부거래 비중이 높은 업종에 속한다.

한편 2022년 국내 내부거래 규모 증가분 약 3조 원 중에서 삼성물산의 증가분이 2조 5천억 원을 차지한다. 삼성물산의 공시보고서를 보면 ‘각 사업부문별 경쟁력’ 증가를 매출 증가의 원인으로 꼽고 있다. 2022년 현대자동차의 경우, 현대모비스와 현대글로벌비스, 현대트랜시스, 현대위아, 현대제철 등에 의해 국내 내부거래 증가가 이뤄졌는데, 이 중 현대글로벌비스의 경우 총수일가 지분율이 19.99%이고 기타 운송관련 서비스업을 영위하고 있다.

해외 내부거래의 증가는 주로 수출 제조업이나 건설 기업인 삼성전자, 삼성디스플레이, 엘지전자, 엘지디스플레이, 에스케이트레이딩인터내셔널, 에스케이엔무브, 에스케이에너지, 에스케이에코엔지니어링, 에스케이인천석유화학, 현대자동차, 현대글로벌비스, 기아, 현대모비스, 현대제철에 의해 이뤄지고 있었다. 현대글로벌비스를 제외하고 모두 제조업을 영위하고 있으며, 총수일가 지분율도 현대제철을 제외하면 높지 않다. 그러나 현대글로벌비스의 경우에 해외 내부거래 증가와 사익편취와의 관련성을 살펴볼 필요가 있다.

3. 사각지대 기업의 내부거래

구 사익편취 규정은 총수일가 직접지분율을 기준으로 내부거래를 규제했기 때문에 규제를 회피할 유인을 제공할 것으로 예상되었다. 실제 2019년 공정위 보도자료에서는¹⁰⁾ 사각지대 기업의 내부거래 금액과 비중이 증가하고 있음을 지적하였는데 이 때 사각지대 기업을 ①총수일가 지분율 20%~30% 구간 상장사 ②사익편취 규제대상 회사의 자회사 ③총수일가 지분율 20%~30% 구간 상장사의 자회사 세 가지로 규정하였다.

그러나 사익편취 규제대상 회사의 자회사라고 할지라도 지분율이 낮을 경우 사익편취 유인이 크지 않을 것이라고 생각할 수 있고, 실제로 현행 규정에서는 이러한 취지에 따라 사각지대 기업을 총수일가 지분율이 20% 이상인 기업이 50%를 초과한 지분율

10) 2019년 공정위 대기업집단 내부거래 분석결과에서는 사익편취 규제에 따른 규제기업의 내부거래 감소 효과를 인정할 여지가 있다고 하면서도 사각지대 기업의 내부거래 분석을 통해 사각지대 해소를 위한 제도적 개선이 시급히 필요하다고 밝히고 있다.

보유한 자회사를 기존 규제의 사각지대로 여기고 규율대상에 편입시키고 있다.

이하에서는 사각지대 기업을 ①총수일가 지분율 20%~30% 구간 상장사와 ② 총수일가 지분율이 20% 이상인 기업이 50% 초과 지분율을 보유하고 있는 자회사로 정의하고, 규제기업과 사각지대 기업, 그리고 사각지대 기업이 아닌 비규제기업의 내부거래를 살펴본다.

〈표 4〉에서 볼 수 있듯이, 구 사익편취 규정이 도입된 2013년부터 규제기업의 숫자가 줄어들기 시작하는데, 2015년과 2017년에는 큰 폭으로 숫자가 줄었다. 구체적으로 살펴보면, 2012년에 총 46개였던 규제기업은 2021년에는 18개로 대폭 축소되었다. 현행 규정이 시행된 2022년에는 구 사익편취 규정에 따른 규제기업의 숫자는 14개로 더욱 줄어들었고, 사각지대 기업들도 현행 규정으로는 규제기업이 되었으나 그 숫자는 오히려 늘어났다. 구 사익편취 규정에 따른 규제기업들이 지분율을 낮추는 과정에서 구 사익편취 규정에 따른 사각지대 기업으로 분류되었을 개연성이 높아 보이는데, 실제로 이들 기업의 내부거래 비중은 2021년에 비해 상당한 폭으로 감소했다. 또한 2022년 이전에도 규제기업의 숫자가 줄어든 2015년과 2017년에도 사각지대 기업의 수가 증가했음을 확인할 수 있다.

〈표 4〉 내부거래 규제 대상 및 사각지대 기업 내부거래 현황, 2011~2022.

(단위: 백만 원, %)

	계열회사 규제대상 여부	국내계열사와 내부거래 총액 (A)	해외계열사를 포함한 내부거래총액 (B)	총매출액 (국내+해외) (C)	국내 내부거래 비중 (A/C)	국내+해외 내부거래 비중 (B/C)	기업수
2011	규제회사	11,447,315	15,657,358	44,573,301	25.68	35.13	51
	비규제회사	118,345,794	298,980,248	799,240,204	14.81	37.41	383
	사각지대 회사	6,931,258	7,786,695	57,719,517	12.01	13.49	53
2012	규제회사	12,619,417	17,748,227	32,913,945	38.34	53.92	52
	비규제회사	114,858,609	330,034,403	859,182,391	13.37	38.41	367
	사각지대 회사	7,310,994	8,213,797	82,988,305	8.81	9.90	54
2013	규제회사	9,217,769	14,752,753	32,582,649	28.29	45.28	46
	비규제회사	122,248,288	429,323,012	872,839,606	14.01	49.19	374
	사각지대 회사	6,939,296	7,787,020	75,575,055	9.18	10.30	60
2014	규제회사	4,529,432	5,561,515	16,660,920	27.19	33.38	42
	비규제회사	125,920,162	408,565,574	861,960,240	14.61	47.40	376
	사각지대 회사	10,396,654	16,270,214	96,449,817	10.78	16.87	60
2015	규제회사	5,039,729	6,570,355	21,788,423	23.13	30.16	30
	비규제회사	105,806,176	384,333,901	793,958,289	13.33	48.41	387

	계열회사 규제대상 여부	국내계열사와 내부거래 총액 (A)	해외계열사를 포함한 내부거래총액 (B)	총매출액 (국내+해외) (C)	국내 내부거래 비중 (A/C)	국내+해외 내부거래 비중 (B/C)	기업수
	사각지대 회사	9,372,628	15,262,958	102,261,920	9.17	14.93	70
2016	규제회사	3,149,556	3,905,724	12,422,669	25.35	31.44	31
	비규제회사	102,818,965	380,227,357	801,672,897	12.83	47.43	419
	사각지대 회사	12,530,842	18,788,296	98,726,146	12.69	19.03	58
2017	규제회사	6,170,930	9,025,725	29,063,198	21.23	31.06	26
	비규제회사	116,207,541	430,956,005	866,376,342	13.41	49.74	472
	사각지대 회사	16,715,500	27,410,381	106,487,631	15.70	25.74	65
2018	규제회사	4,436,642	7,049,018	24,675,608	17.98	28.57	25
	비규제회사	123,818,815	450,874,443	909,562,028	13.61	49.57	474
	사각지대 회사	19,015,203	32,069,222	117,726,592	16.15	27.24	54
2019	규제회사	5,279,812	7,577,692	22,612,460	23.35	33.51	21
	비규제회사	121,173,248	421,993,786	875,619,830	13.84	48.19	477
	사각지대 회사	17,088,727	30,485,349	113,927,663	15.00	26.76	57
2020	규제회사	5,093,588	8,286,260	23,543,045	21.64	35.20	23
	비규제회사	108,577,424	413,963,235	849,345,555	12.78	48.74	482
	사각지대 회사	15,590,236	25,852,686	105,255,363	14.81	24.56	56
2021	규제회사	4,568,041	7,317,770	24,161,896	18.91	30.29	24
	비규제회사	132,564,471	517,557,094	1,052,617,940	12.59	49.17	535
	사각지대 회사	12,328,242	17,913,114	69,269,691	17.80	25.86	62
2022	규제회사	7,684,260	10,830,463	31,335,316	24.52	34.56	20
	비규제회사	169,368,457	592,624,475	1,225,578,770	13.82	48.35	574
	사각지대 회사	12,330,115	19,456,720	90,720,131	13.59	21.45	65

주: 2022년 개정된 규제 하에서는 사각지대 기업은 규제 대상 기업이 된다.

규제기업의 내부거래 비중은 구 사익편취 규정이 도입된 2013년과 규제가 시행된 다음 해인 2015년에 상당한 폭으로 감소했다. 흥미로운 점은, <표 1>에서 대한항공과 싸이버스카이 및 유니컨버스 간의 일감 몰아주기 사건에 관한 서울고등법원의 판결이 내려진 2017년에 내부거래 비중이 증가로 반전된 것과 달리, 규제기업의 내부거래 비중은 2017년과 이듬해인 2018년에 가장 큰 폭으로 떨어졌다. 한편 2020년에 내부거래 비중의 증가는 비상장기업인 에스케이루브리컨츠의 내부거래 급증 때문이다. 에스케이루브리컨츠는 30% 이상인 기업의 전체 내부거래 금액 3조 5,529억 원 중 1조 4,652억 원을 차지하였으며, 특히 전체 국내계열사와의 내부거래 금액 3,799억 원 중 3,312억 원을 차지하여 내부거래 금액의 변화를 주도하였다.

자산총액 기준 상위 8대 재벌의 상장 계열사의 직접지분율 구간별 내부거래 변화는

〈표 5〉에 제시되어 있다. 먼저 총수일가 직접지분율이 30% 이상인 상장계열사들의 경우, 앞서 〈표 2〉에서 살펴본 추세와 반대로, 2012년에 내부거래 비중이 급격하게 증가했다가 2014년에 급감하였고 이후에는 일정 수준을 유지했다.

반면 직접지분율이 20~30%인 계열사의 경우 30% 이상인 계열사와 상반된 움직임을 보이고 있다. 20~30%인 계열사의 경우 내부거래 비중이 2014년에 급증했다. 이후 증가세가 이어졌으나, 2022년에 다시 감소하였다. 이는 현행 규정에 의해 20~30%인 계열사가 사익편취 규제의 사각지대 기업에서 규제기업이 된 영향으로 추측된다.

〈표 6〉은 비상장 계열사에 대한 분석을 제시하고 있다. 총수일가 지분율이 30% 이상인 기업의 경우 전체 내부거래 비중이 2013년에 급격히 감소한 이후에 지속적으로 감소하다가 2019년에 다시 한번 급감했다가 다시 반등했다. 앞서 언급했듯이, 2020년에는 일시적으로 42.7%로 급등하게 되는데, 이는 에스케이루브리컨츠의 내부거래 때문이다.

총수일가 지분율 20~30%인 기업은 전체 비상장 회사 중 매우 적은 비중을 차지했는데, 특히 2019년부터는 이에 해당하는 비상장 기업이 존재하지 않았다. 이에 반해, 직접지분율 20% 미만인 기업의 경우 전체 내부거래 비중이 38.4~48.3%로 유지되고 있었다.

〈표 5〉 8대 재벌 상장 계열사의 직접지분율 구간별 내부거래 현황, 2011-2022.

(단위: 백만 원, %)

	총수일가 직접지분율 구간	국내계열사와 내부거래 총액 (A)	해외계열사를 포함한 내부거래총액 (B)	총매출액 (국내+해외) (C)	국내 내부거래 비중 (A/C)	국내+해외 내부거래 비중 (B/C)	기업수
2011	20% 미만	51,760,945	195,499,027	562,028,406	9.21	34.78	71
	20%-30%	562,913	575,929	31,253,446	1.80	1.84	2
	30% 이상	5,278,583	9,351,189	30,645,356	17.22	30.51	7
2012	20% 미만	51,866,695	226,070,802	605,381,974	8.57	37.34	71
	20%-30%	1,108,303	1,123,213	55,036,108	2.01	2.04	3
	30% 이상	4,997,749	9,926,255	16,947,137	29.49	58.57	6
2013	20% 미만	52,242,072	297,113,745	618,627,219	8.44	48.03	71
	20%-30%	1,122,786	1,204,977	44,198,902	2.54	2.73	4
	30% 이상	4,166,579	9,534,326	17,610,790	23.66	54.14	5
2014	20% 미만	52,903,992	283,473,458	612,049,889	8.64	46.32	74
	20%-30%	3,950,920	8,904,502	62,517,484	6.32	14.24	4
	30% 이상	2,446,860	3,392,256	11,232,017	21.78	30.20	6
2015	20% 미만	45,337,558	273,895,335	577,656,633	7.85	47.41	65
	20%-30%	4,543,568	9,753,501	66,078,722	6.88	14.76	6
	30% 이상	3,580,729	5,087,871	17,436,548	20.54	29.18	7

	총수입가 직접지분율 구간	국내계열사와 내부거래 총액 (A)	해외계열사를 포함한 내부거래총액 (B)	총매출액 (국내+해외) (C)	국내 내부거래 비중 (A/C)	국내+해외 내부거래 비중 (B/C)	기업수
2016	20% 미만	47,631,151	276,080,640	584,172,956	8.15	47.26	67
	20%~30%	4,532,069	10,312,887	66,858,041	6.78	15.43	7
	30% 이상	2,000,552	2,717,791	9,393,467	21.30	28.93	5
2017	20% 미만	49,378,944	315,524,873	624,487,331	7.91	50.53	71
	20%~30%	4,883,898	11,060,060	56,263,825	8.68	19.66	6
	30% 이상	5,749,203	8,597,174	26,819,038	21.44	32.06	7
2018	20% 미만	53,613,458	335,516,210	650,964,007	8.24	51.54	76
	20%~30%	6,037,941	12,363,240	61,305,724	9.85	20.17	5
	30% 이상	4,350,907	6,959,957	22,873,709	19.02	30.43	6
2019	20% 미만	53,253,108	308,790,421	623,786,522	8.54	49.50	79
	20%~30%	7,128,282	13,848,478	59,604,819	11.96	23.23	6
	30% 이상	5,227,052	7,521,033	21,058,577	24.82	35.71	5
2020	20% 미만	51,924,586	325,282,623	641,085,051	8.10	50.74	80
	20%~30%	7,544,443	13,656,112	59,953,478	12.58	22.78	6
	30% 이상	4,713,653	6,769,996	19,990,286	23.58	33.87	5
2021	20% 미만	65,249,759	412,023,111	804,138,537	8.11	51.24	86
	20%~30%	2,773,406	2,865,604	15,470,780	17.93	18.52	4
	30% 이상	4,345,632	7,087,501	21,832,248	19.90	32.46	6
2022	20% 미만	74,223,475	438,154,898	878,103,190	8.45	49.90	87
	20%~30%	2,290,486	2,475,934	19,035,485	12.03	13.01	3
	30% 이상	7,397,406	10,539,039	28,635,529	25.83	36.80	6

〈표 6〉 8대 재벌 비상장 계열사의 직접지분율 구간별 내부거래 현황, 2011-2022.

(단위: 백만 원, %)

	총수입가 직접지분율 구간	국내계열사와 내부거래 총액 (A)	해외계열사를 포함한 내부거래총액 (B)	총매출액 (국내+해외) (C)	국내 내부거래 비중(A/C)	국내+해외 내부거래 비중 (B/C)	기업수
2011	20% 미만	72,953,194	110,691,987	263,677,869	27.67	41.98	363
	20%~30%	18,520	18,520	174,396	10.62	10.62	2
	30% 이상	6,150,212	6,287,649	13,753,549	44.72	45.72	42
2012	20% 미만	69,194,605	111,054,185	281,752,614	24.56	39.42	347
	20%~30%	18,495	18,495	163,999	11.28	11.28	2
	30% 이상	7,603,173	7,803,477	15,802,809	48.11	49.38	44
2013	20% 미만	75,822,726	138,791,310	285,588,540	26.55	48.60	359
	20%~30%	24,828	24,828	136,725	18.16	18.16	2
	30% 이상	5,026,362	5,193,599	14,835,134	33.88	35.01	39

	총수입가 직접지분율 구간	국내계열사와 내부거래 총액 (A)	해외계열사를 포함한 내부거래총액 (B)	총매출액 (국내+해외) (C)	국내 내부거래 비중(A/C)	국내+해외 내부거래 비중 (B/C)	기업수
2014	20% 미만	79,461,904	132,457,828	283,842,684	28.00	46.67	358
	20%~30%	832,005	896,241	1,115,519	74.58	80.34	3
	30% 이상	1,250,567	1,273,018	4,313,384	28.99	29.51	33
2015	20% 미만	65,297,678	115,948,023	252,484,854	25.86	45.92	386
	20%~30%	521,562	524,956	686,101	76.02	76.51	3
	30% 이상	937,438	957,528	3,665,774	25.57	26.12	20
2016	20% 미만	63,186,587	112,622,126	249,368,046	25.34	45.16	403
	20%~30%	572,548	582,655	706,773	81.01	82.44	3
	30% 이상	576,456	605,278	2,322,429	24.82	26.06	23
2017	20% 미만	78,660,199	131,781,453	292,112,817	26.93	45.11	460
	20%~30%	3	3	18,311	0.02	0.02	1
	30% 이상	421,724	428,548	2,225,849	18.95	19.25	18
2018	20% 미만	83,182,619	135,064,215	315,018,889	26.41	42.87	447
	20%~30%	3	3	18,944	0.02	0.02	1
	30% 이상	85,732	89,058	1,782,955	4.81	4.99	18
2019	20% 미만	77,880,585	129,840,236	306,156,152	25.44	42.41	449
	30% 이상	52,760	56,659	1,553,883	3.40	3.65	16
2020	20% 미만	64,698,631	100,877,186	253,562,389	25.52	39.78	452
	30% 이상	379,935	1,516,264	3,552,759	10.69	42.68	18
2021	20% 미만	76,869,548	120,581,493	302,278,314	25.43	39.89	507
	30% 이상	222,409	230,269	2,329,648	9.55	9.88	18
2022	20% 미만	105,184,612	171,450,363	419,160,226	25.09	40.90	549
	30% 이상	286,854	291,424	2,699,787	10.63	10.79	14

4. 배당청구권과 직접지분율

박상인(2018)은 “일감몰아주기의 본질을 배당청구권이 낮은 계열사로부터 높은 계열사로 사업의 기회 등을 이전함으로써 총수 일가의 사익을 도모하는 것”이라고 규정한다. 따라서 사익 편취 규제의 효과를 관찰하기 위해서는 내부거래 규모의 변화와 함께 배당청구권의 변화를 함께 고려하는 것이 바람직하다. 이 장에서는 총수일가 직접지분율의 변화와 함께 총수일가 배당청구권, 그리고 배당청구권과 직접지분율 격차의 추이를 살펴본다.

〈표 7〉 배당청구권과 직접지분율 차이 현황, 2011-2022.

(단위: 백만 원, %)

	국내계열사와 내부거래 총액	해외계열사를 포함한 내부거래총액	직접지분율 (A)	배당청구권 (B)	배당청구권과 직접지분율격차 (B-A)
2011	136,724,367	322,424,301	2.64%	9.73%	7.09%
2012	134,789,020	355,996,427	2.94%	10.15%	7.21%
2013	138,405,353	451,862,785	2.79%	10.14%	7.35%
2014	140,846,248	430,397,303	2.73%	10.04%	7.30%
2015	120,218,533	406,167,214	2.60%	11.93%	9.33%
2016	118,499,363	402,921,377	2.49%	11.71%	9.22%
2017	139,093,971	467,392,111	2.37%	11.67%	9.30%
2018	147,270,660	489,992,683	2.35%	11.38%	9.03%
2019	143,541,787	460,056,827	2.29%	11.49%	9.20%
2020	129,261,248	448,102,181	2.46%	11.82%	9.36%
2021	149,460,754	542,787,978	2.31%	11.59%	9.27%
2022	189,382,832	622,911,658	2.27%	12.21%	9.94%

주: 재벌의 총수일가 직접지분율과 배당청구권은 개별 기업의 직접지분율과 배당청구권을 계산한 후에 각 기업의 자본금을 가중치로 평균하여 계산하였다.

먼저, 8대 재벌의 직접지분율이 2013년 이후에 감소하였으며 2020년에 소폭 상승 후 다시 하락 추세를 보였다. 이에 비해 배당청구권은 2015년에 대폭 증가했고 이후 일정한 수준을 유지했다. 배당청구권과 직접지분율의 격차 역시 2015년에 대폭 증가했고 이후 일정한 수준을 유지했다. 2022년 현행 사익편취 규제가 시행된 해에도 배당청구권 및 배당청구권과 직접지분율의 격차 역시 다시 상당 폭으로 뛰었다. 따라서 규제 도입과 시행으로 인해 직접지분율은 감소했으나, 간접지분율 확대에 의한 배당청구권과 직접지분율의 격차는 오히려 증가했음을 알 수 있다.

III. 결론

이 글은 2011년부터 2022년까지 내부거래와 지분율 자료를 이용해, 2014년 2월 14일에 시행된 구 사익편취 규정, 2017년 서울 고법 판결, 그리고 2020년 전면 개정되고 2021년 12월 30일에 시행된 공정거래법 제47조 등이 8대 재벌 계열사 간의 내부거래에 어떤 영향을 실제로 끼쳤는지를 개관하고자 했다.

구 사익편취 규정이 시행된 이듬해인 2015년부터 2년 간 국내 내부거래 비중은 감소하다가, 대한항공과 싸이버스카이 및 유니컨버스 간의 일감 몰아주기 사건에 관한 서울고등법원의 판결이 내려진 2017년부터 증가로 반전되었다가, 또 다시 현행 규정이 도입된 2020년과 이듬해에 감소로 돌아섰다. 그러나 현행 규정이 실제로 시행된 2022년에는 또 다시 증가로 바뀌었다. 이에 반해 총 내부거래 비중은 구 사익편취 규정이 도입된 2013년에 대폭 상승했으나 규정이 시행된 2014년에 소폭 감소하고, 이후에는 지속적으로 증가하는 추세였다. 따라서 국내계열사들로부터의 내부거래는 규제 환경이나 법원 판결에 영향을 받았으나, 특히 이런 국내계열사들의 내부거래 감소는 상대적인 해외계열사들로부터의 내부거래 증가로 상쇄되었음을 추론해 볼 수 있다.

그러나 분석기간 동안 8대 재벌 상장계열사의 경우 전체계열사의 내부거래 비중과 유사한 추이를 보이나, 비상장 계열사의 내부거래 비중은 구 사익편취 규정이 시행된 이후 국내외 내부거래 비중이 줄어들고 있음을 확인할 수 있다. 사익편취를 위한 일감 몰아주기가 비상장계열사를 중심으로 이뤄져왔음을 고려하면, 2014년 구 사익편취 규정의 시행이 이런 일감몰아주기의 감소에 기여했을 개연성이 높다.

한편 총수일가 지분율 20%~30% 구간 상장사와 총수일가 지분율이 20% 이상인 기업이 50% 초과 지분율을 보유하고 있는 자회사로 사각지대 기업을 정의할 수 있는데, 공정위는 2018년과 2019년 사각지대 회사의 내부거래 금액과 비중이 증가함을 인정했고, 박상인(2018)은 사각지대 회사 중 일부에서 구 사익편취 규정 도입 이후 내부거래의 급격한 증가를 확인하였다. 그러나 이 글에서는 대한항공과 싸이버스카이 및 유니컨버스 간의 일감 몰아주기 사건에 관한 서울고등법원의 판결이 내려진 2017년에 내부거래 비중이 증가로 반전된 것과 달리, 규제기업의 내부거래 비중은 2017년과 이듬해인 2018년에 가장 큰 폭으로 떨어졌음을 확인할 수 있었다. 또한 구 사익편취 규정이 도입된 이후인 2015년과 2017년에는 규제기업의 수가 큰 폭으로 줄었으나, 이와 반대로 2005년과 2017년에 사각지대 기업의 수가 증가했음을 확인할 수 있었다.

따라서 2011년부터 2022년까지 8대 재벌의 내부거래 자료에 대한 개관은 사익편취 규율을 위한 일감몰아주기 규제가 사익편취와 더 밀접한 내부거래의 비중을 줄이는 역할을 했고, 이와 반대로 대한항공과 싸이버스카이 및 유니컨버스 간의 일감 몰아주기 사건에 관한 서울고등법원 판결의 영향은 오히려 크지 않았을 것이라는 가설을 던지고 있다. 이에 대해서는 보다 엄밀한 통계적 분석이 필요하다.

그러나 규제 도입과 시행으로 인해 사익편취와 밀접한 내부거래 비중과 직접지분율은 감소했으나, 간접지분율 확대에 의한 배당청구권과 직접지분율의 격차는 오히려 증가했음을 확인할 수 있었다. 이는 사익편취를 위한 동기는 오히려 확대될 수도 있었음

을 함의한다.

공정거래법을 통한 사익편취의 규율은 막대한 집행 비용에도 불구하고 여전히 실효성에 의문이 붙어 있는 실정이다. 특히 배당청구권의 추이를 살펴볼 때, 총수일가의 직접지분율에 의존하고 있는 현행 규제에서 벗어나 경제적 유인을 가진 소수주주들이 개별 내부거래에 대한 의사결정을 주도하게 할 제도적 개혁이 필요할 수 있다. 기업집단 계열사 간의 내부거래에는 수직 계열화와 같은 산업 특성으로 인해 발생하는 기업 가치를 증가시키는 거래도 포함되는데, 규제 당국이 개별 내부거래를 일일이 감시하여 기업 가치 증대에 미치는 효과를 판단하기는 어렵다.

따라서 MoM(Majority of Minority) 규칙의 도입을 통해 개별 기업의 소수 주주들이 내부거래에 대해 검토하고 판단하게 한다면, 감시 비용을 절감할 수 있을 뿐만 아니라 보다 효율적이고 민주적인 기업지배구조를 촉진할 수 있다. MoM 규칙은 오늘날 이스라엘, 인도, 캐나다, 호주, 홍콩 등에서 시행 중인 RPT(Related Party Transactions)에 관한 감사·감독 메커니즘이다.

Fried et al.(2020)은 2011년에 이스라엘에서 도입된 MoM 규칙의 도입이 과도한 보수 책정을 통한 총수일가의 사익편취를 방지하는데 효과적이었음을 보여주며, Li(2021)는 이중차분법을 통해 인도의 RPT에 관한 투표 규칙의 도입이 RPT 금액을 감소시키는데 효과적이었음을 보이고 있다. Gözlügöl(2021)은 소수주주들이 RPT를 감시하고 MoM 투표에 진정성 있게 임하도록 동기를 부여하는 것이 MoM 규칙의 효과성에 큰 영향을 미칠 수 있음을 인정하면서도, 다른 정책 수단의 비효율성 때문에 MoM 규칙 도입이 적극적으로 고려되어야 한다고 주장하고 있음을 참고할 필요가 있다.

참고문헌

- 경실련, [보도자료] 대한항공 일감몰아주기 대법원 판결에 대한 입장, 2022.05.25.
- 공정거래위원회, [보도자료] 2014년 사익편취 규제 도입 이후 내부거래실태 변화 분석결과, 2018.06.25.
- 공정거래위원회, [보도자료] 대기업집단 내부거래현황 분석결과, 2019.10.14.
- 공정거래위원회, [보도자료] 대기업집단 내부거래현황 분석결과, 2020.11.12.
- 공정거래위원회, [보도자료] 대기업집단 내부거래현황 분석결과, 2019.11.16.
- 김윤정. (2018). 공정거래법상 사익편취행위 규제의 현황과 개선방안-대한항공 사건을 중심으로. *경제법연구*, 17(2), 27-60.
- 박상인. (2021). 이스라엘의 2013 반경제력집중법. 서울대학교 출판문화원.
- 박상인 외. (2018). 재벌의 내부거래 현황 및 정책과제. 시장과 정부 연구센터 보고서.
- Almeida, H., Park, S. Y., Subrahmanyam, M. G., & Wolfenzon, D. (2011). The structure and formation of business groups: Evidence from Korean chaebols. *Journal of Financial Economics*, 99(2), 447-475.
- Fried, J. Kamar, E., and Yafeh, Y. (2020), "The Effect of Minority Veto Rights on Controller Pay Tunneling", *Journal of Financial Economics* 138(3), 777-788.
- Li, N. (2021). "Do Majority-of-Minority Shareholder Voting Rights Reduce Expropriation? Evidence from Related Party Transactions", *Journal of Accounting Research* 59(4), 1385-1423.
- Gözlügöl, Alperen Afşin (2021). "Majority of the minority approval of related party transactions: the analysis of institutional shareholder voting", *European Company and Financial Law Review* 18(5), 820-862.

기업집단의 지배구조적 특성과 가족경영

연구논단II

박경서 | 고려대학교 경영대학 교수

I. 기업집단의 특징

기업집단은 다수 기업의 결합체(conglomerate)로 정의되며 그 연계성은 소속 기업 간 소유관계로 확보된다. 기업지배구조의 관점에서 살펴보면 기업집단의 특징은 이를 구성하는 계열사들이 '하나의 회사'처럼 운영되는 동시에 보호받아야 할 법인격을 가진 '독립적 존재'라는 것이다. 따라서 계열사 간의 거래는 회사의 내부거래로서 갖는 장단점과 독립된 회사 간의 거래가 갖는 장단점이 동시에 존재한다.

일반적으로 파악된 기업집단의 장점은 다양한 사업분야의 결합을 통해 규모와 범위의 경제를 확보할 수 있다는 것이다(Grossman and Hart, 1986; Joh and Kim, 2013; Jung, Lee, Rhee, and Shin, 2019), 기업집단은 개별기업에 비해 기업활동에 필요한 다양한 생산요소를 확보하는데 있어 우월성을 가지며 무엇보다도 중간재의 수급과 판매 등에 있어 계약적 안정성을 확보할 수 있다. 연구개발이나 구매, 계열사 간 자금지원, 기획업무 등의 공동관리, 계열사 간 경쟁을 통한 효율성 제고와 경영자 육성, 사업위험의 분산 등도 장점으로 꼽힌다. 특히 계열사 간 재무적 보완성은 금융시장 발달이 미흡한 경제에서 이의 불완전성을 보완하는 역할을 하며, 경제위기 등 외부적 충격에서 기업을 보호하는 기능을 수행한다. 무엇보다도 사법제도 등 사회적 계약의 안정성이 취약할 경우 계열사 간 내부거래는 외부거래 시 발생하는 비효율성을 최소화할 수 있다(Shin and Park, 1999; Kim, 2011; Almeida, Kim, and Kim, 2015; Almeida, Park, Subrahmanyam, and Wolfenzon, 2011).

이러한 기업집단의 경쟁력에 가장 장애요인이 되는 것은 기업집단의 지배구조 이슈이다. 즉, 기업집단이 많은 계열사를 포함하게 될 경우 이를 적절히 관리하기 위한 지배

구조가 필요하다. 통상 한명의 경영자가 효율적으로 관리할 수 있는 하위직원의 수는 제한될 수밖에 없는데 계열사의 숫자가 증가할 경우 불가피하게 권한위양과 소유구조의 다단계화가 필요하다. 하지만 경영의 다단계화는 의사소통의 거리가 멀어질 뿐만 아니라 중간 단계의 경영자로 의한 이해상충과 대리인 문제가 커진다(Almeida and Wolfenzon, 2005; Baek, Kang, and Lee, 2006; 강형철, 박경서, 장하성, 2006a).

국내 기업집단의 소유지배구조를 여타 선진국과 비교할 때 가장 중요한 차이점은 기업집단소속 계열사의 상이한 소유구조를 꼽을 수 있다. 서구에도 많은 기업집단이 존재하나 이들은 주로 지주회사 내지 모회사만 상장을 하고 나머지 자회사들은 대부분 지주회사가 100% 가까운 지분을 갖는 비상장회사로 유지된다. 따라서 계열사의 소유구조는 거의 동일하며 전략적 제휴 등으로 인해 외부기업과 지분을 공유하는 정도가 예외에 속한다. 반면에 우리나라에서는 기업집단 소속 계열사 중 다수가 상장사일 뿐만 아니라 비상장계열사에도 지배주주가족을 포함한 다양한 주주가 존재하는데 이는 가족경영을 유지하기 위한 주요한 수단이다. 가족이 보유한 사적 재산의 규모는 한정되어 있기 때문에 불가피하게 적은 자본으로 계열사를 지배할 수 있는 방안이 모색된 결과이다(강형철 등, 2006a; Kim, Lim, and Sung, 2007; Cheong and Kim, 2014; Goh, Lee, and Cho, 2016; Yang, 2016).

본고에서는 기업집단이 갖는 기업지배구조적 특성들을 살펴보고, 이에 근거하여 국내기업집단의 지배구조이슈를 논의하며, 이를 통해 향후 국내 기업집단의 지배구조가 나아갈 방향을 제시한다. 이를 위해 회사이론(firm theory) 등에서 제시하고 있는 회사의 범위에 대한 선택과 그에 따른 장단점을 검토하고, 국내외 기업집단의 운영현황에 대한 실증연구와 자료를 분석하며, 미래 국내기업집단의 지배구조 개선을 위한 정책적 방안을 제시한다. 우리나라의 경우 전체 경제 내 기업집단의 고용, 부가가치 기여도 등이 여타 국가에 비해 매우 높다는 점에서 기업집단의 경쟁력 확보는 매우 중요한 이슈이고 이에 있어 기업지배구조가 중요한 역할을 한다는 점에서 본고는 의미를 갖는다.

II. 회사의 범위(scope of firm)와 기업집단

기업은 경영에 필요한 생산요소를 필요에 따라 회사 내부(in-house) 또는 외부(out-sourcing)에서 확보한다. 이는 회사가 어떤 기능과 업무를 수행할지, 즉 회사의 범위를 결정하는 매우 중요한 이슈로서 기업의 경쟁력과 가치에 결정적 영향을 미친다

(Coase, 1937; Alchian. and Demsetz, 1972; Chandler, 1977; Fama,1980; Williamson, 1985; Holmstrom and Tirole, 1989; Hart and Holmstrom, 2010). 예를 들어, 어떤 기업이 생산한 제품을 직접 판매하는 선택을 할 수도 있고, 외부의 판매채널에 위탁하여 이를 판매하는 선택을 할 수도 있을 것이다. 생산과정에서는 제품생산에 필요한 중간제품이나 원료를 직접 생산하는 경우도 있고 이를 외부에서 조달하는 경우도 있다.¹⁾

기업이 생산활동에 필요한 요소를 내부에서 확보하는 경우 이를 회사적 거래로 정의하고 외부에서 이러한 요소를 확보하는 경우 이를 시장적(market) 거래로 정의할 수 있다. 결국 기업은 생산활동을 회사 내부자원에 의존할지 또는 외부자원에도 의존할지를 결정함에 따라 회사의 범위가 결정된다.

기업집단은 회사의 범위를 선택하는데 있어 회사적 거래와 시장적 거래를 결합한 형태로 이해할 수 있다. 계열사들이 동일한 주주에 의해 지배될 경우 이들의 목표가 동질화됨으로써 공동의 목적을 갖는 회사적 거래의 특징을 갖는다. 반면에 계열사들은 독립된 법인이고 각자 회사의 이익을 극대화한다는 점에서 계열사간 거래는 시장적 거래의 특징을 갖는다. 따라서 기업집단의 경쟁력을 강화하기 위해서는 이러한 회사적 거래와 시장적 거래의 장단점을 이해하고 이에 적합한 소유지배구조를 설정할 필요가 있다.

회사적 거래와 시장적거래는 흔히 다음과 같은 특성에 따라 그 장단점을 갖고 있다.

1. 경영목표의 동질성 정도

시장적 거래와 대비되는 회사적 거래의 가장 중요한 특징은 거래참가자들이 공동의 목적을 갖는다는 것이다. 경제학의 고전에서 설파되듯이 회사는 그 구성원들이 공동의 목적을 위해 협력함에 따라 효율성이 증가한다(Coase, 1937; Chandler, 1977; Williamson, 1985).²⁾ 공동의 목적을 가진 구성원의 작업은 분업과 전문화를 통해 효율성을 높일 수 있으며 이의 중요한 배경은 성과를 구성원들이 공유할 수 있다는 신뢰이다. 특히 거래자간 상호 신뢰성은 동 거래에 참여하는 경제주체의 사전적 투자(commitment)를 증가시키는 효과가 있고 이는 전문성과 효율성의 증가로 이어진다.

1) 금융산업과 같은 규제산업에서는 양자간 선택이 정부의 규제에 기인하는 경우가 있다. 예를 들면 은행과 비은행간 겸업체제를 허용한 유럽국가에서는 대부분의 금융회사가 본체내에서 다양한 금융업무를 제공하는 겸업화(universal banking)의 특징을 보여준다. 반면에 오랜 기간 은행과 비은행간 겸업을 규제해 온 미국에서는 은행이 보험상품을 판매하고자 할 경우 외부의 보험사에서 이를 확보할 수 밖에 없는 전업주의를 오랜 기간 유지한 바 있다. 1933년 Glass-Steagall 법에 의해 은행과 비은행의 분리를 유지해 오던 미국은 이러한 전업정책이 자국 금융업의 경쟁력에 장애가 된다고 판단하여 1999년 Financial Modernization Bill에 의해 지주회사 형태의 겸업화를 허용한 바 있다.

2) 아담 스미스는 국부론에서 바늘을 혼자 만드는 경우보다 3명이 분업할 경우 생산성이 상당히 증가할 수 있음을 보여 준다.

한편, 회사는 공동체(team)의 성격상 투입요소와 산출요소간 (input-output) 연관성이 불명확해지고 관찰된 성과가 누구의 노력에 기인하는 것인지 판단하기 어렵다는 단점을 갖는다(Holmstrom and Tirole, 1989). 예를 들어 이번 회계연도에 기업의 이익이 증가한 경우 그 이유가 좋은 상품을 제안한 기획부서 때문인지, 이를 잘 만든 제조부서 덕분인지, 또는 이를 많이 판매했던 마케팅부서 덕분인지 명확한 구분이 어렵다.

이러한 공동작업에서 관찰되는 가장 뚜렷한 현상은 무임승차(free riding)현상이다. 이는 내가 들인 노력(input)에 의한 성과(output)를 다른 동료들과 공유할 수밖에 없을 경우 노력이 줄어드는 도덕적 해이(moral hazard)현상으로 설명할 수 있다. 이를 극복하기 위해 회사는 단위 사업별로 또는 개인별로 합리적이고 공정한 성과평가를 하기 위해 많은 노력을 들인다. 이러한 노력이 소용이 없을 경우 심지어 회사분할 등을 통해 특정 사업분야를 독립된 기업으로 설립하기도 한다. 기업인수 후 합병을 하지 않고 독립된 법인으로 유지하는 배경에도 성과평가의 객관성을 높임으로써 구성원의 노력을 유도하려는 의도가 담겨있다. 이는 자연스럽게 한 회사가 모든 사업과 업무를 모두 수행하면서 무한대로 커지지 않고 회사분할 등을 통해 기업집단을 구성하게 되는 배경이 된다.

한편, 시장적 거래에서는 두 거래자(회사) 간 성과의 귀속이 명확하기 때문에 도덕적 해이의 문제가 없다. 따라서 자연스럽게 시장규율(market discipline)이 작동하여 거래참가자들이 최선을 다하는 장점을 갖는다. 반면에 시장적 거래는 근본적으로 양자 간 이해가 충돌되는 성격이 있다. 대표적으로 거래가격에 따라 양자의 이익이 정확히 반대로 작용한다. 정보비대칭 하에서는 제품이나 서비스의 품질을 확인하기 어려울 경우 이를 악용하는 경우도 있다. 다음 번에 다시 거래하게 된다는 확신이 없기 때문에 특정거래에 특화된 전문성을 강화하기 위한 노력이나 투자 수준도 낮아진다. 무엇보다도 시장적 거래에서는 거래상대방의 상황을 악용하는 버티기행태(hold-up)가 발생할 수 있고 이는 경제주체 간 신뢰 감소로 사전적 투자가 감소하고 거래비용을 높인다.

기업집단에 대한 시사점

수직계열화 등 기업집단이 형성되는 주요한 배경은 시장적 거래가 갖는 이해충돌과 hold up문제를 최소화하고 거래의 안정성을 확보하기 위한 것이다. 즉, 기업집단이란 시장적 거래를 회사적 거래로 바꾸려는 시도의 결과물이다. 특히 회사범위의 확대에 따른 성과평가와 보상의 문제, 이에 따른 도덕적 해이와 대리인 문제를 극복하기 위해 회사의 업무를 분할하는 경우도 기업집단을 형성하게 된다. 하지만 기업집단 내 계열사 간 이해충돌의 문제를 극복하기 위해서는 이들의 소유구조가 동일하여 이해가 동조화

되는 것을 전제로 한다. 계열사간 주주가 상이할 경우 두 회사는 경제적 이해가 충돌하며 양자간 거래는 시장적 거래가 되기 때문이다.

국내의 기업집단은 서구와 달리 대부분의 계열사간 주주가 상이하기 때문에 이들의 경영목표가 동질화될 수 없다. 기업집단의 주된 목적은 계열사간 거래를 통해 안정적인 거래기반을 확보하고 상호시너지를 창출하는 것이다. 단순히 물품이나 금전적 거래 뿐만 아니라 지주회사가 자회사에 제공하는 경영관리와 자금공급 등의 기능도 이에 속한다. 따라서 계열사간 거래는 기업집단의 필수적 요소인데 국내기업집단의 계열사간 거래는 근본적으로 이해상충의 소지를 내포하고 있는 것이다(강준구, 김진모, 배기홍, 2001; Bertrand, Mehta, and Mullainathan, 2002; 강형철, 박경서, 장하성, 2006b)

계열사간 거래시 서로 이해가 충돌하는 상황에 있어 이를 중재하고 협력하도록 하는 것은 지배주주(오너)가 수행할 수 있는 중요한 기능이다. 물론 서구와 같이 지배주주 없이 전문경영자가 경영하는 경우에도 지주회사를 통해 자회사간 거래를 원활히 하는 중재역할을 할 수 있으나 그 전제조건은 자회사 경영진에 대한 절대적 임명권을 모회사인 지주회사가 갖고 있는 경우이다. 하지만 정경분리가 미흡한 한국적 상황에서 외부의 정치·규제 세력은 특정인의 임원 선임, 거래적 혜택 등 다양한 사적이익을 위해 기업경영에 개입하려는 유인을 갖는다. 이때 경영권의 뿌리가 취약한 전문경영자가 이러한 외부의 영향력을 버텨내기란 쉽지 않으며 오직 지분에 의해 경영권을 확보하고 있는 개인 지배주주만이 이에 적절히 대응할 수 있는 것으로 평가된다(박경서, 2010).³⁾

서구와 같이 자회사의 지분을 지주회사가 100% 소유하는 경우는 자회사간 이해상충의 문제가 없기 때문에 이들간 업무협조와 거래의 효과를 극대화하기는 보다 용이하며 굳이 개인지배주주의 역할도 요구되지 않는다. 국내 은행을 포함한 금융그룹의 경우 개인지배주주가 법적으로 허용되지 않는데 이의 자연스러운 결과로 지주회사는 대부분의 자회사지분을 100% 소유하고 있다. 이는 계열사간 동일한 경제적 이해를 가짐으로써 상호협조를 극대화하는 구조이다. 만약 부분소유에 의해 다양한 주주가 존재할 경우 전문경영자로서는 모회사와 자회사간의 이해상충, 그리고 자회사들간의 이해상충문제를 극복하기 어려운 상황에 빈번히 직면할 것이다.

한편, 계열사간 거래가 불가피하게 내부적 거래의 성격을 갖는 가운데 이에 대해 규율과 견제기능이 이해관계자들에 의해 수행될 수 있다. 예를 들어, 계열사간 부의 이전이 발생할 경우 이는 해당기업의 소수주주의 이익에 반할 뿐만 아니라 잠재적으로 채권

3) Roe(2006)는 유럽의 기업들에 있어 가족경영의 비중이 높은 이유로 사회주의적 전통이 강한 유럽국가에 있어 근로자의 권한이 주주권에 비해 상대적으로 강하고 이에 대응할 수 있는 존재로서 개인지배주주의 존재가 필요하다고 주장한다.

자 또는 근로자의 이익에도 부정적 영향을 미친다. 따라서 주주권이나 채권자권리가 강한 국가에서는 이러한 소유구조를 유지하기 어려우며 대부분의 선진국에서는 자회사는 대부분 비상장회사로 모회사 외에는 다른 주주가 없다. 또한 부당한 이익을 제공하는 계열사의 경우 그렇지 않은 경우보다 경영성과가 나빠지는데 이로부터 가장 직접적으로 영향을 받는 것은 이의 경영자일 것이다. 하지만 Kim and Kim(2020)에 따르면 국내 기업집단에 있어 계열사를 많이 지원할수록 이의 전문경영자에 대한 보상이 증가하는 것으로 나타난다. 결국 지배주주가 회사 내부의 규율기능을 일부 무력화할 수 있는 것으로 해석된다.

2. 거래관계의 서열(hierarchy)화

시장적 거래와 비교한 회사적 거래의 또 다른 중요한 특징은 거래관계에 있어 상하의 서열이 존재한다는 것이며 이는 내부거래시 발생할 수 있는 이해의 충돌을 조정하는 역할을 수행한다(Chandler, 1977; Williamson, 1985; Hart and Holmstrom, 1987). 아무리 회사가 공동의 목적을 수행하기 위해 모인 이해관계자의 집단으로 이해한다고 하더라도 개별주체 간 경제적 이해는 상이할 수 있다. 예를 들어, 특정 업무를 어느 부서에서 수행하는가에 따라 권한의 크기가 달라지고 통제가능한 자원의 규모가 달라질 수 있 수 있다는 점에서 부서책임자 간에는 업무영역과 방식 등에 대한 이견이 존재한다. 이러한 경우 이를 해결하는 존재는 바로 이들의 상위에 위치한 상사이고 이는 자연스럽게 회사내에 서열을 형성하게 되며 이의 정점에는 주주가 있다(Alchian and Demsetz, 1972).

한편, 서열화를 전제로 한 회사적 거래는 장점인 동시에 단점으로도 작용한다. 서열화에 따라 불가피하게 조직의 다단계화가 발생하고 이는 중간관리자 등에 의한 대리인 문제와 의사결정의 지연과 같은 비효율성이 발생한다(Jensen and Meckling, 1976). 소유구조 측면에서 기업집단은 그 성장과정에서 자회사와 손자회사 등으로 이어지는 다단계의 서열화가 불가피한데 기업집단의 소유지배구조는 이러한 다단계 관리구조의 비효율성 문제를 해결할 필요가 있다. 서구 지주회사 체제의 경우 수직계열화보다는 수평계열화를 통해 지주회사와 자회사간 거리를 최소화하는 경향이 있다. 하지만 자회사 수가 증가할 경우 이러한 수평계열화에도 한계는 발생한다. 이는 하나의 기업집단이 무한히 성장할 수는 없는 이유이기도 하다.

반면에 시장적 거래에서는 서로 독립적인 두 주체가 거래한다는 점에서 양자는 동등한 위치에서 거래한다. 물론 대기업과 중소기업 간 거래시 갑을 관계가 형성될 수 있겠으나 거래조건이 매우 불합리할 경우 약자의 입장이라도 여전히 거래를 거부할 수 있다.

시장적 거래에 있어 서로 의견이 맞지 않거나 이해다툼이 발생할 경우 이를 중재할 수 있는 기능은 회사적 거래에 비해 상대적으로 취약하거나 비효율적이다. 거래양방이 거래조건에 동의하지 못하면 거래가 중단되거나 경우에 따라 사법적 개입을 통해 조정이 되는데 이는 회사 내부의 서열에 비해 시간이 오래 걸리거나 비효율적인 중재기능이다.

한편, 회사 내에서도 서열이 존중되지 않는 경우가 있다. 비근한 예로 지배주주가 존재하지 않는 민영화기업이나 금융그룹 등에서 경영자 간 다툼이 발생하는 경우이다. 특히 CEO 승계가 필요한 경우 잠재적 후보자들이 외부 권력기관에 줄을 대는 현상이 관찰되기도 한다. 이는 최고경영자의 선임이 조직의 최상위에 존재하는 주주에 의해 주도 되는 것이 아니라 외부의 정치, 규제권력 등에 의해 영향을 받고 있기 때문에 나타나는 현상이다. 즉, 주주가 최종 의사결정자가 아니고 제 3자가 이에 영향을 미칠 수 있을 때 회사의 장점은 사라진다.

시사점

기업집단의 계열사 간 거래는 독립된 법인 간 거래라는 점에서 시장적 거래의 성격을 갖는데 개인지배주주의 존재는 바로 이러한 시장거래시 나타날 수 있는 비효율성을 줄이는 역할을 하는 것으로 이해할 수 있다. 특히 국내 상장기업의 95% 정도에 실질적 경영권을 행사하는 개인지배주주(소위 오너)가 존재하는 이유중 한가지는 아직까지 한국사회에서는 정경분리가 취약하여 외부세력이 기업경영에 상당한 영향력을 행사할 수 있기 때문일 것이다. 소유지분이 없는 전문경영자의 경우 이러한 외부의 영향력에 취약할 수밖에 없는 반면 경영권이 확보된 지배주주는 이에 대응할 수 있는 힘을 갖는다.

또한 한국과 같이 유교적 전통과 연공서열이 중요시 되는 사회는 성과평가의 객관성과 투명성이 확보되지 못하고 지연이나 혈연, 학연 등이 중요시되는 연고주의(cronysm)가 작동하는데 지배주주의 존재는 이를 극복하는데 도움이 될 수 있다(Ahn, Kim, Lee, and Park, 2017). 성과나 능력과 같이 측정이 어려운 요소로 인해 회사내부에 갈등이 발생할 경우 지배주주는 보유지분에 기초한 권한의 행사를 통해 누가 적절한 후임이고 얼마나 보상을 받는게 적절한지에 대한 의사결정을 보다 용이하게 하는 존재로 해석된다.

공정거래위원회 주도로 추진해 온 지주회사제도가 소기의 성과를 내지 못하고 있는 주된 이유도 한국적 상황에서 서구식의 지주회사제도를 강제할 경우 총수와 그 가족의 지분율이 너무 낮아져 경영권이 위협받을 뿐만 아니라 내부지배구조의 약화로 기업집단의 경쟁력이 나빠질 가능성이 두렵기 때문이다.

3. 계약관계의 장단기성

회사는 구성원 간 장기적 거래 관계를 통해 정보를 축적(long memory)함으로써 효율성을 추구하는 장기적 성격의 계약을 그 특징으로 한다(Fama, 1980). 고용계약은 대표적인 장기적 계약이다. 어떤 임직원이 일을 잘하는지, 어떤 사업을 잘 할 수 있는지 등에 대해 상당한 정보가 조직 내에 축적되며 이는 사업수행, 특히 업무분장에 있어 큰 장점으로 작용한다. 특히 장기적 계약하에서 이의 참여자들은 주어진 업무에 특화된 전문성을 키우기 위해 노력할 유인을 갖는다.

전문성을 키우기 위한 노력은 일종의 비용이라는 점에서 단기적 계약에서는 쉽게 기대하기 어려우며 회사에 오랜기간 근무할 것이라는 신뢰가 있을 경우에만 기대할 수 있다. 또한 장기적 계약은 거래관계가 반복될 경우 축적된 정보를 통해 거래상대방에게 추가적 보상이나 페널티를 부과할 수 있기 때문에 사전적으로 내부자의 도덕적 해이를 줄이는 효과를 갖는다. 반면에 장기적 계약 하에서는 퇴출의 위험이 낮기 때문에 최대한 노력을 기울이지 않는 도덕적 해이와 무능한 거래참여자의 안주현상(entrenchment)이 나타난다. 회사의 경우 무능한 직원이나 수익이 낮은 사업부서를 단번에 정리하기는 어렵다.

한편, 시장적 거래는 통상 1년 이내의 단기적 계약에 기초한다. 고용계약의 경우도 단기적 거래가 가능한데 이는 업무의 성격이 비교적 표준화되어 장기적인 교육이나 전문화 없이도 쉽게 수행할 수 있는 경우에 적용된다. 원재료나 판매망 등 생산요소의 확보에 있어 시장적 거래가 갖는 장점은 보다 좋은 서비스를 제공하는 거래상대방을 찾아내고 사업을 진행할 수 있다는 것이다. 반면에 거래 양방이 단기적 이익을 추구하다보니 불량한 품질의 상품이나 서비스가 제공될 가능성이 있고, 거래상대방의 요구조건에 특화한 사전적 투자(commitment)가 감소하는 단점을 갖는다. 이는 거래가 종료된 후 이를 다른 거래상대방에게 제공할 경우의 가치가 떨어지기 때문이고 이에 따라 통상적이고 표준화된 상품이나 응용성이 높은 서비스 등만 시장에서 거래되는 특징을 갖는다.

시사점

기업집단은 그 목적상 계열사간 장기적 거래의 효율성과 안정성을 도모하기 위해 형성된 사업조직이다. 하지만 특정 계열사가 제공하는 상품이나 서비스가 외부 경쟁자에 비해 열악함에도 불구하고 이를 거부하지 못하고 장기적 거래를 하는 경우가 발생한다. 특히 국내의 기업집단과 같이 계열사별로 지배주주가족의 지분율이 상이할 경우는 더욱 심각한 문제를 유발하는데 Hwang and Kim(2016)에 따르면 지배주주가족, 그중에서도 경영권승계자가 보유한 지분이 많은 계열사일수록 여타 계열사에 비해 영업이익

를 등이 높은 것으로 나타난다. 이는 총수가족지분율이 낮은 기업에서 지분율이 높은 기업으로 부가 이전되는 현상(tunneling)으로 해석되고 국내기업의 주가가 저평가(Korea Discount)되는 주요한 원인이 되고 있다.

4. 계약의 명시성

회사적 거래의 또 다른 특징은 계약의 내용이 대부분 명확하지 않은 암묵적 계약(implicit contract)의 성격을 갖는다는 것이다. 가장 대표적인 암묵적 계약은 고용계약을 예로 들 수 있다. 하루 몇시간 일한다는 정도만 규정화되고 무슨 성과를 얼마나 달성해야 하는지 등에 대해서는 매우 모호하다. 승진이나 보너스 등 보상의 성격도 매우 불명확하며 이는 성과측정이 어려운 하위직으로 갈수록 더욱 그렇다.

일반적으로 업무의 성격이 구체적이지 않고 성과측정이 어려울수록 계약은 더욱 암묵적이 된다. 암묵적 계약의 장점은 계약비용이 많이 들지 않는다는 것이다. 어떤 일을 어느 정도의 수준에서 언제까지 해야한다는 내용을 명확히 할 필요가 없고 이를 강제하기 위해 법에 의존하는 경우도 드물다. 반면에 이의 단점은 계약의 모호성을 이용해 게으름을 피우는 등의 도덕적 해이가 상대적으로 크다는 것이다. 기업지배구조 내지 회사내의 상하조직체계는 이러한 도덕적 해이를 감시하기 위한 기능을 수행하며 정보비대칭이 큰 상황일수록 감시비용은 증가한다. 물론 회사는 장기적 계약을 통해 이러한 도덕적 해이를 규율하기도 한다. 즉, 도덕적 해이가 반복될 경우 이에 관한 정보를 축적하여 승진이나 보상 등에서 상대방에게 불이익을 제공함으로써 사전적으로 이를 예방하는 기능이 암묵적 계약의 한계를 보완한다.

한편, 시장적 거래는 상대적으로 명시적 계약(explicit contract)의 성격이 강하다. 언제까지 어떤 서비스를 제공해야 하는가에 대해 매우 구체적인 사항을 문서로 정한다. 이는 앞에서 언급한 시장적 거래의 단기적 성격과 맞물려 있는데 거래상대방의 도덕적 해이를 장기적으로 규율하는게 용이하지 않은 상태에서 이를 최소화하기 위한 수단으로 거래의 내용을 명확히 규정하는 것이다. 반면에 이러한 명시적 계약의 단점은 계약비용이 증가한다는 것이다. 제공해야 할 제품이나 서비스의 품질, 기한 등에 대해 매우 구체적인 문서화가 필요하다. 또한 계약의 불완전성으로 인해 양자 간 이해충돌이 있을 경우 이를 해결하기 위해서는 사법제도와 같은 제3자의 개입이 필요하다는 점에서 비효율성을 갖는다. 이러한 비효율성은 시장적 거래가 동등한 위치에 있는 거래자 간의 거래라는 점에 기인하기도 한다.

시사점

기업집단의 계열사 간 거래는 원론적으로 시장적 거래라는 점에서 매우 명시적인 계약에 의해 뒷받침되어야 하고 이는 계약조건을 충족하였는가에 대한 판단도 포함한다. 하지만 현실적으로 외부의 경쟁기업에 비해 다소 부족한 서비스를 제공하는 경우에도 계약이 연장되는 문제를 갖는다. 기업집단의 계열사 간 거래는 결국 외형적으로 독립된 회사 간 거래의 형식을 갖고 있지만 내용적으로는 회사적 거래의 성격을 가지며 이의 약점인 도덕적 해이, 경쟁적 거래에서보다 열등한 품질, 부적절한 거래가격 등의 문제가 발생한다.

물론 특정 생산요소의 확보가 매우 중요한 사안임에도 불구하고 이를 다른 회사 내지 계열사로 부터 확보하는 데에는 여러 가지 경제적 이유가 있다. 기존의 사업과 그 성격이 매우 달라 상이한 인적자원과 평가보상이 필요한 경우, 사업위험이 높아 기존 사업을 위협할 가능성이 있어 위험의 분리가 필요한 경우, 또는 사업의 가치가 저평가되어 있는 경우 이의 가치를 부각시키기 위해서 사업의 분리가 이루어진다.⁴⁾ 서구에서는 지주회사와 같이 계열사에 대한 관리기능에 특화된 회사도 독립적인 이해관계가 중요하다. 이는 점에서 별다른 사업을 영위하지 않는 순수지주회사로 역할을 하는 경우가 많다. 또한 지주회사의 자회사에 대한 지분이 100%에 가까워질수록 양자의 관계는 경쟁적인 시장적 거래보다는 협조적인 회사적 거래의 성격을 갖는 것으로 이해된다.

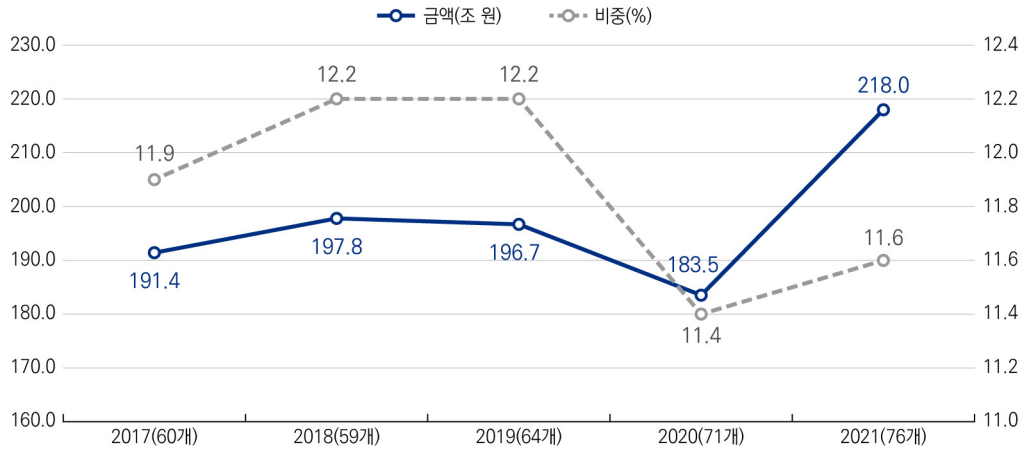
반면에 국내 기업집단의 계열사들은 그 소유구조에 있어 지주회사의 지분율이 낮거나 심지어 상장되어 있는 경우가 많다. 계열사들이 서로 주주가 다르다는 점에서 이들 간의 거래는 경쟁적인 시장적 거래여야 하나 동일한 총수에 의해 지배된다는 점에서 회사적 거래로 변질된다. 특히 계열사 간 거래의 약 95%는 수의계약에 의하고 있다(공정거래위원회 보도자료, 2022). 이는 기업집단 내 계열사간 내부거래가 갖는 이해상충의 문제가 심각할 수 있음을 시사한다.

외국과 달리 국내의 경우 주주소송과 같은 민사구제기능이 덜 발달해 있어 불가피하게 규제자가 개입함으로써 이러한 문제를 해결하고 있다. 대표적으로 공정거래위원회는 국내 계열사간 거래의 이해상충문제를 해결하기 위해 다양한 제도를 운영하고 있다. 대기업집단의 계열사별로 특정 계열사에 부당한 경제적 이익을 제공하는 경우 이를 부당지원행위로 지정하고 범위반시 시정조치와 과징금, 형사고발에 의한 처벌 등을 할 수 있다(공정거래법 23조1항7호).

4) 국내에서 최근 문제가 되고 있는 물적 분할은 그 자체가 문제가 있는 것이 아니라 분할 후 자회사 상장 등의 과정에서 소수주주의 권리가 손상될 수 있다는 것이다.

하지만 공정거래위원회의 노력에도 불구하고 대기업집단의 내부거래 금액은 꾸준한 증가세를 보이는 가운데 전체 매출에서 차지하는 비중도 꾸준히 유지되는 상태이다. 규제대상 기업집단(76개)의 경우 내부거래는 2021년의 경우 218.0조원으로 전년대비 증가세를 보였고, 전체 매출대비 비중은 11.6%이다(공정거래위원회 보도자료, 2022).

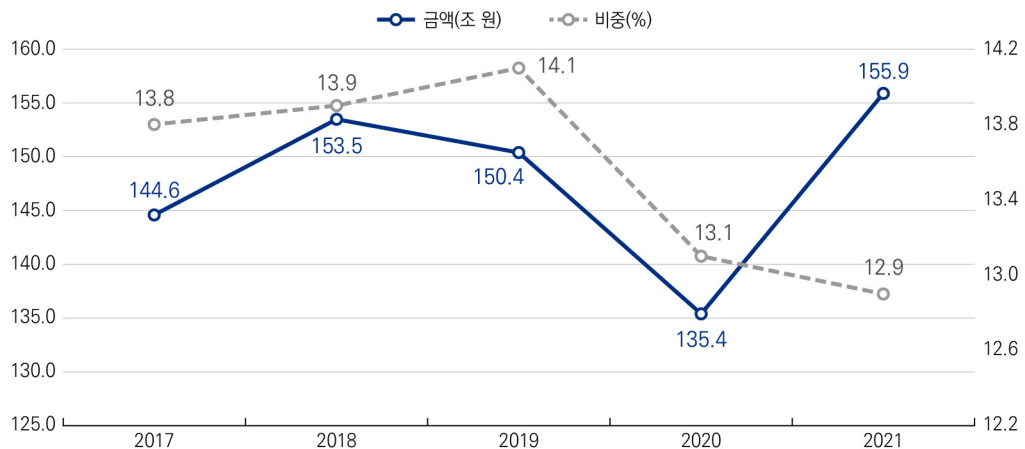
〈그림 1〉 국내 기업집단의 내부거래금액 및 비중 추이



자료: 공정거래위원회 보도자료, 2022.

특히 총수 있는 상위 10대 기업집단의 경우 내부거래 금액의 비중이 하락하는 추세 이기는 하나 여전히 여타 하위 기업집단에 비해서 다소 높은 수준으로 나타난다.

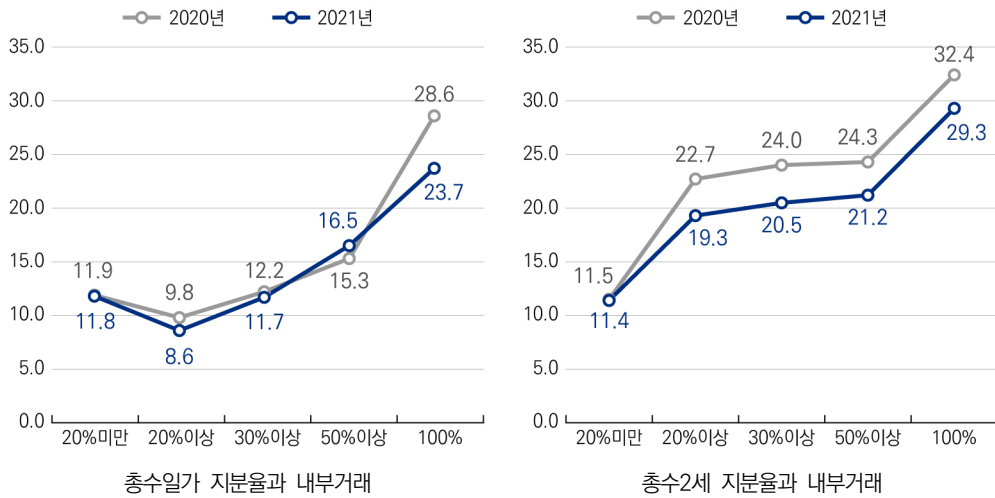
〈그림 2〉 총수 있는 상위 10대 기업집단의 내부거래금액 및 비중 추이



자료: 공정거래위원회 보도자료, 2022.

기존 연구에 따르면 계열사간 거래규모와 경영진의 보수가 연계되어 있는 것으로 나타나 전문경영진에게 내부거래를 선호할 유인을 제공하는 것으로 해석된다(Kim and Han, 2018; Kim and Kim, 2020). 또한 전체 총수일가지분율이 높은 경우보다 총수 2세의 지분율이 높은 기업일수록 계열사와의 거래비중이 높은 비중을 차지하고 있고 수익성도 높은 것으로 나타난다. 이는 계열사간 거래가 상속의 대체수단으로 활용되고 있음을 시사하는 자료이다(강형철, 박경서, 장하성, 2006b; Hwang, and Kim, 2016; Chung, Choi, and Jung, 2019; Shin, 2020)

〈그림 3〉 총수일가 또는 총수2세 지분율에 따른 내부거래 비중



자료: 공정거래위원회 보도자료, 2022.

한편, 전체 계열사간 거래중 총수일가의 보유지분이 20% 이상인 회사와 그 회사가 50% 초과 지분을 보유한 자회사의 경우는 사적이익의 규모가 상대적으로 클 수 있어 공정거래거래위원회는 이들 계열사들을 ‘사익편취규제대상’으로 관리하고 있다. 공정위에 따르면 2021년 기준 총수있는 기업집단의 경우 사익편취대상이 되는 계열사의 내부거래비중은 9.7%로 다소 감소세를 보이고 있다. 특히 상위 10대 집단 소속 사익편취규제대상 회사의 내부 거래 비중(23.6%)이 10대 미만 집단(6.6%)보다 현저히 높은 현상이 지속되고 있다. 또한 이들 거래의 대부분은 수익계약을 통해 이루어진다는 특징을 갖는다 (공정거래위원회 보도자료, 2018~2022).

〈표 1〉 사익편취규제대상 기업의 내부거래금액과 비중*5)

(각 연도말 기준, 단위 : %, 조원)

구분	2021년		2020년		2019년		2018년		2017년	
	내부거래 비중	내부거래 금액	내부거래 비중	내부거래 금액	내부거래 비중	내부거래 금액	내부거래 비중	내부거래 금액	내부거래 비중	내부거래 금액
사익편취 규제회사	9.7	30.8	12.1	8.9	11.9	8.8	10.9	8.9	14.1	13.4
사각지대 회사	*	*	10.5	24.1	11.7	26.5	12.4	27.5	11.7	24.6

자료: 공정거래위원회 보도자료, 2018~2022.

현재 국내의 계열사간 거래가 일정 금액을 초과할 경우 이사회 승인을 받도록 하고 있다. 하지만 현실적으로 잠시 회의에 참석하는 사외이사가 제한된 정보하에서 계열사간 거래조건의 공정성을 파악하고 이에 의견을 내기란 쉽지 않아 이러한 접근은 한계가 있다. 무엇보다도 공정거래위원회는 계열사간 거래가 효율성, 보안성, 그리고 긴급성의 요건을 충족할 경우 거래상대방의 능력이나 거래조건의 적절성에 대한 합리적 고려나 비교 의무를 배제해주는 예외규정을 적용하고 있다. 이러한 예외조항이 상당 부분의 계열사간 거래에 적용됨으로써 국내기업집단의 계열사간 거래의 이해상충문제는 상존한다.

무엇보다도 계열사간 거래의 이해상충문제를 공정거래법 위주로 접근하고 있는 것은 현행 제도의 가장 큰 한계점으로 이해할 수 있다. 총수가족에게 분명한 경제적 이익(사업 기회)이 되지만 공정거래위원회가 요구하는 공정한 가격 등의 조건을 충족시키는 것이 크게 어렵지 않기 때문이다. 공정거래법의 본래 목적은 계열사간 지원을 통한 부당경쟁과 경제력 집중의 완화에 초점이 맞추어져 있다. 반면에 계열사간 소유구조가 상이하고, 상당 수의 계열사에 대한 지분을 지배주주 일가가 직접 보유하고 있는 한국적 상황에서 계열사간 거래는 소수주주권 보호와 기업지배구조 상의 문제로 접근할 필요가 있다.

한편 상법에서는 이사 등의 자기거래(self dealing)를 이사회 승인을 통해서 허용하고 있는데 한국과 같이 사외이사의 독립성과 전문성, 이사회에 투입하는 노력 등에 한계가 있고 사외이사의 선관의무위반시 처벌이 미약한 상황 하에서 이는 한계가 있다. 서구의 경우 이사의 자기거래에 대해서는 민사소송에서 그 거래의 공정성에 대한 입증 책임을 이사에게 부여하거나 관련정보의 강제공개를 명령하는 제도(discovery)를 운용함으로써 민사구제에 의한 규율을 활용하고 있으나 대륙법 전통이 강한 우리나라의 경우 이러한 제도는 거의 활용하지 않고 있다.

5) 2021년 5월 법개정 이전까지는 총수일가의 지분율이 20~30% 사이인 경우를 사각지대회사로 구분하여 규제대상에 포함하지 않았으나 21년도는 법개정으로 사각지대회사가 규제대상으로 분류. 연도별로 분석대상 기업집단의 숫자가 변화한다는 점에서 단순비교시 주의가 필요함.

결론적으로 생산요소의 내부조달은 시장적 거래인 외부조달에 비해 거래의 안정성은 증가하나 도덕적 해이가 증가한다는 특징을 가지며 기업지배구조는 이러한 회사적 거래의 규율성을 제고하기 위한 장치로 이해할 수 있다. 기업집단의 경우 거래효율성 제고라는 목적하에 시장적 거래를 회사적 거래처럼하고 있는데 국내의 경우 회사적 거래가 과거 한국경제성장의 중요한 배경이 되어왔다는 점에서 이에 부수되는 이해상충문제나 계열사간 부의 이전 문제는 상당히 간과되어 왔고 이는 코리아디스카운트의 주요한 배경이 되고 있다.

〈표 2〉 시장(market) 대비 회사(firm)의 장단점

장점	단점
공통의 목적을 가진 구성원간 경쟁의 완화/협력	노력(input)과 성과(output)간 불분명한 인과관계 (공공재와 무임승차 문제)
위계(hierarchy)를 통한 이해충돌의 조정기능	경영조직의 다단계화에따른 대리인 문제
장기적 관계를 이용한 정보비대칭문제 해결	규율약화로 인한 안주현상
비명시적 계약의 효율성	계약의 모호성을 이용한 도덕적 해이

III. 국내 기업집단의 지배구조적 특성과 이슈

앞에서 논의한대로 한국경제의 주된 사업형태인 기업집단(conglomerate)은 ‘회사’와 ‘시장’이 공존하는 사업형태이다. 계열사들은 기업집단의 일원으로서 공동의 목표와 시너지를 추구하는 단일회사적 성격을 갖는 반면에 독립된 법인으로서 개별회사의 이익도 추구하는 내부시장을 형성한다. 설사 계열사간 주주가 같은 경우에도 종업원, 거래회사, 고객, 채권자 등이 상이하고 이들의 이해는 다른 계열사들의 이해와는 상이하다. 따라서 기업집단이 어떻게 경영되는가에 따라 회사와 시장의 장단점이 모두 나타날 수 있을 것이다.

국내 기업집단은 선진국과 달리 자회사의 일부가 상장하고 있는 등 모회사의 소유지분이 100%가 아닌 경우가 존재하여 계열사간 주주가 다르다는 특징을 갖는다. 물론 이의 주된 배경은 지배주주 입장에서 제한된 자본으로 경영권 확보에 필요한 계열사지분율을 최대화하기 위한 것이다. (강형철, 박경서, 장하성, 2006a, 2008).

서구의 경우 한국처럼 기업집단의 자회사에 대한 지분율규제가 존재하지 않음에도 불구하고 상장 자회사가 거의 존재하지 않고, 대부분 100% 자회사 형태를 유지하는 이

유는 계열사간 주주 차이로 인한 이해상충문제가 법적리스크가 될수 있다고 판단하기 때문이다. 기업집단이 만들어진 주된 이유가 계열사간 거래를 통한 시너지의 확보인데, 계열사간에 주주가 상이할 경우 이러한 거래가 공정한 조건에 실행되어 어떤 주주도 손해를 보는 일이 없도록 하는 것은 쉽지 않다. 이를 달리 해석하면 한국에서는 사법적 차원에서 불공정거래에 대한 주주소송이 승소할 가능성이 별로 없기 때문에 현재의 기업집단의 소유구조가 지속되는 것으로 이해할 수 있다.

1. 경영의 다단계화와 주주권의 약화

회사가 관리의 효율성을 제고하기 위해 서열을 만들듯이 기업집단 내에서도 서열이 불가피하다. 모회사는 자회사의 지분을 소유하게 되므로 자연스럽게 주주로서 권한을 행사하게 된다. 하지만 모회사의 주주들은 모회사가 소유한 자회사에 대해 직접적인 주주권을 행사할 수 없다는 점에서 자연스럽게 모회사 주주의 주주권이 약화되는 현상이 나타난다.⁶⁾

100% 자회사의 경우 모회사의 주주는 실질적으로 자회사의 자산을 소유하나 자회사 임원의 임명, 자회사의 배당, 자본구조 및 조달 등의 결정에 있어 실질적 영향력이 없다. 당연히 주주로서 행사할 수 있는 임시주주총회의 소집권, 주주제안권, 이사의 위법 행위유지청구권, 대표소송제기권, 회계장부열람권 등도 행사할 수 없고 이는 모두 모회사 경영진의 의지에 달려있다.⁷⁾ 또한 모회사 경영자의 대리인 문제에 추가하여 자회사 경영진의 대리인 문제가 추가된다. 경우에 따라서는 모회사의 경영진이 경영실패나 불법경영 등의 책임을 자회사 경영자에 전가하는 경우도 관찰된다. 경영자나 지배주주 입장에서는 배임 등으로 인한 법적리스크를 피하기 위해 법적리스크가 큰 사업을 자회사로 분리하고 모회사의 지분만을 보유하기도 한다.

앞에서 논의한 회사적 거래와 시장적 거래의 특징을 고려할 때 기업집단의 지배구조적 취약점은 다음과 같다.

우선 소유관계로 연결된 독립적 법인의 특성상 모회사의 자회사 경영에 대한 권한행사가 약화될 수 있으며, 100% 자회사가 아니거나 상장된 자회사의 경우는 더욱 그렇다. 회사의 경우 경영자는 하위 직급에 대한 명령이나 지시를 통해 권한을 행사한다. 동등한 직급간 업무추진이 필요한 경우도 상호 공동의 목적을 달성하기 위한 공동작업의 형태

6) 주주권이 약화된 결과는 기업가치의 하락으로 이어지며 전세계 공통적으로 지주회사 할인현상(holding company discounting, 지주회사의 가치가 보유중인 자회사 주식가치의 합보다 작은 현상)이 관찰된다.

7) 2020년 상법개정을 통해 도입된 다중대표소송은 바로 이러한 문제를 해결하기 위한 시도이나 대륙법 특성이 강한 국내 사법제도의 특성상 한계가 있다. 미국의 경우 상황에 따라 법인격부인(piercing-the-corporate-veil)이 인정되어 자회사 경영자의 배임행위 등에 대해 모회사의 주주가 책임을 물을 수 있는 기회를 제공한다.

로 진행되며 혹시 업무추진에 대한 이견이 있을 경우 상위직급자에 의해 조정이 된다.

반면에 모회사의 자회사에 대한 관리는 근본적으로 주주총회에서의 과반수 확보에 기초한 주주권행사에 기반한다. 이사 선임 및 해임권 등이 경영권행사의 가장 대표적인 권한이다. 하지만 이러한 경영권이 일상적인 업무에 대한 지시권을 보장하는 것은 아니다. 즉, 자회사의 경영의사결정에 대한 최종권한은 자회사의 이사회 내지 이를 대리한 자회사 경영진에게 부여된다.

특히 100% 자회사가 아니거나 상장자회사인 경우 자회사의 경영에 대해 모회사와 소수주주간 의견이 상이할 수 있고 경우에 따라서는 이사회 후보 선임 등 경영권 행사에 결정적인 사안에 대해서도 이해충돌이 있을 수 있다. 무엇보다도 자회사 경영진이 모회사의 지시에 따르지 않는다고 해서 전자를 즉시적으로 규율하는 방안은 마땅히 존재하지 않는다. 해임 등의 절차를 진행하기 위해서는 자회사 이사회의 동기가 필수적이다.

법적으로 자회사는 독립적인 이사회를 구성할 수 있고 이의 선관의무는 자회사의 기업가치제고이며 모회사의 기업가치제고가 아닌 것도 중요한 사항이다. 대표적으로 자회사 이사회의 구성과 경영자 선임, 경영진 평가 등에 있어 양자간 기능의 중복 내지 충돌이 발생한다. 물론 모회사가 50% 초과하는 절대지분을 보유할 경우 이러한 문제가 최소화될 수 있으나 그렇지 못할 경우 항상 경영권에 대한 도전 가능성이 존재한다. 이러한 문제들은 소위 시장적 거래시 발생하는 서열(hierarchy)의 부재에 기인하며 이러한 문제의 근본적 해결은 자회사 지분의 100% 소유뿐이다. 경우에 따라서는 경영실패나 불법행위 등에 대한 법적 책임소재에 다툼이 생길 수 있다. 법적 책임은 자회사의 이사회에 있으나 실질적 의사결정은 모회사 내지 이를 지배하는 주주에 의해 내려지기 때문이다.

100% 자회사가 아닌 경우는 소수주주가 존재함으로써 모회사(또는 이의 주주)와 자회사의 여타 주주간 이해상충문제가 상존한다. 특히 배당정책, 자본구조 선택, 사업위험의 선택 등에 있어 이해가 다를 수 있으며 모자회사간 상품이나 서비스거래가 수반될 경우 손익에 영향을 미친다는 점에서 거래가격결정 등에 있어 상당한 이해충돌이 있다. 최근에는 회사분할을 통해 자회사를 설립하고 이로부터 임대료, 시설사용료, 공유서비스(shared service)에 대한 관리비용, 브랜드사용료 등을 모회사가 징수하는 경우가 증가하고 있고 이는 자회사로부터 모회사로의 부의 이전이라는 점에서 논란이 되고 있다.

소유의 다단계화에 따라 모기업 주주의 자회사, 손자회사에 대한 재산권이 약화되는 것은 근본적으로 모회사와 자회사가 법적으로 독립된 법인격체로서 보호되기 때문이다. 아무리 소유지배관계에 있다고 하더라도 이는 자본의 연결에 의한 것일 뿐 근로자나 여타 이해관계자가 상이한 두 법인이 하나의 회사처럼 운영될 수는 없을 것이다. 2020년 상법개정에 의해 다중대표소송이 가능해졌는데 이에 따라 자회사 내지 손자회사 등

에 대한 모회사 주주의 주주권 행사가 가능해졌다. 이는 모회사의 주주권이 강화되는 효과를 갖는 반면 자회사 경영진의 입장에서는 소송을 당할 법적리스크가 커졌다는 점에서 모회사로부터의 부적절한 지시 등에 대해 거부할 필요성이 증가하였고 이는 오히려 자회사에 대한 모회사의 영향력 감소를 의미할 수 있다.

2. 가족경영과 기업집단

국내기업에 있어 지배구조의 중요한 특징중 한가지는 상장기업의 95% 내외에 개인 지배주주가 존재한다는 것이다. 이는 영국의10%, 캐나다25%, 미국30% 뿐만 아니라 유럽70%, 홍콩75% 등에 비해서도 높은 수준이다(OECD Corporate Governance Fact Book, 2019). 앞에서 논의한대로 기업집단의 지배구조 관점에서 가족경영은 기업집단 내에 서열을 유지하고 강화하는 순기능이 있다. 기업집단에 소속된 계열사들이 법인으로서 이들간 거래가 시장적 거래의 성격을 가질 수밖에 없는 가운데 지배주주는 기업집단내 계열사간 거래를 보다 회사적 거래의 성격을 갖게 함으로써 기업집단의 존재 목적인 시너지의 창출을 도모하는 기능을 수행하는 것이다.

물론 기업집단에 속하지 않은 단독(stand alone)회사의 경우도 개인지배주주의 존재 여부는 회사내부의 거래효율성에 상당한 영향을 미친다. 하지만 적어도 회사 내에서 최고경영자는 지분 보유에 상관없이 주어진 인사권과 평가/보상권 등에 기초하여 임직원에 대한 지시권을 행사할 수 있다. 반면에 기업집단에서는 독립적인 계열사들에 대한 권한행사가 매우 제한된다는 점에서 임기가 제한적인 전문경영자가 행사할 수 있는 권한과 이의 권위는 지배주주와는 비교가 되지 않는다. 특히 국내기업집단의 경우 모회사의 계열사 부분소유로 인해, 그리고 일부 계열사의 경우 상장이 되어 있기 때문에 법인주주로서 행사할 수 있는 권한의 범위는 제한적이다.

국내경제에 있어 가족경영행태와 기업집단의 성장은 동전의 양면과 같은 성격을 갖고 있다. 창업을 한 기업이 성장하기 위해서는 자기자본의 확충이 필수적이고 제한된 자본을 가진 창업자가 이러한 자기자본의 증가를 모두 충족시킬 수 없다는 점에서 외부자본의 유입은 불가피하다. 더욱이 개별기업이 기업집단화 하는 과정에서 그 성장의 속도가 빠르고 규모가 클수록 외부자본의 필요성은 더욱 증가한다. 이때 지배주주가 이론적으로 안정적인 경영권 확보에 필요한 50%+1주 또는 실질적인 지배에 필요하다고 알려지는 30% 내외의 지분을 확보해야 할 경우 자기자본 규모는 지배주주의 사적재산 대비 2~3배 정도로 한정될 것이다. 만약 회사가 그 이상의 성장을 원한다면 미국에서와 같이 불가피하게 소유가 분산된 전문경영자기업으로 변신하는 수밖에 없다.

한국경제의 성장 속도는 근대 이후 어떤 국가의 경제성장속도보다도 빠른 축에 속했

으며 이러한 성장을 뒷받침하기 위한 개별기업 내지 기업집단의 성장에는 지배주주가족의 지분을 감소가 불가피하였을 것이다. 박경서(2010)는 한국경제와 산업에 있어 가족경영이 주요한 경영구조로 정착된 배경으로 다음과 같은 요인들을 지적하고 있다.

첫째, 노조나 정부 등 강한 이해관계자의 존재

이는 유럽국가에 있어 왜 가족경영이 지배적 형태인지를 설명한 Roe(2006)에서 제시하고 있는 요인으로 기업에 자본을 투입하는 주주의 입장에서 여타 이해관계자가 기업경영에 상당한 영향을 미칠 경우 소유가 분산된 전문경영자구조로는 이러한 요구에 대응하기 어려워 보다 강력한 권한을 가진 주주의 존재가 필요하다는 주장이다. 사회주의 전통이 강한 유럽국가의 경우 근로자들이 이사회에 참여하는 것이 제도화되어 있을 정도로 기업경영에 근로자의 영향력이 상당하다. 한국은 이에 추가하여 정부 내지 감독기관이 기업경영에 상당한 영향을 미치는 것으로 해석된다. 고도성장과정에서 한국경제가 나아가야 할 산업의 방향이 국가에 의해 정해지고 정부가 이러한 사업기회를 특정 사업가 내지 기업에 배정하다보니 자연스럽게 정부의 영향력이 강한 경영환경이 설정되었다.

하지만 이러한 지배주주의 존재와 경영권보호의 전통은 상대적으로 소수주주권의 약화를 가져오고 이는 자본시장의 발전이 더뎠던 결과를 낳았다. 유럽국가의 경우도 직접금융보다는 간접금융이 더 발달되어 온 배경으로 소수주주권 보호가 취약했던 측면을 꼽는다. 하지만 대출위주의 간접금융의 한계를 인식한 유럽국가들도 90년대 이후 상법 개정 등을 통해 소수주주권 행사요건을 대폭 완화하고 증권거래소를 통합하는 등 자본시장 발전을 위한 제도적 기반을 도모한 바 있다.

둘째, 성과와 능력보다는 연고를 중시하는 조직문화 (cronysm)

합리주의에 기초하여 개인의 능력과 성과를 보다 중시하는 서구의 조직문화와 달리 국내기업의 경우 지연, 혈연, 학연 등으로 대표되는 연고주의를 중시하는 조직문화가 형성되었다(Ahn, Kim, Lee and Park, 2017). 이는 농경문화의 전통에 따라 외지인에 대한 신뢰가 적은 문화와도 연결되어 있으며 기업경영에 있어서도 자연스럽게 가장 믿을 수 있는 존재인 가족에 의존하는 성향이 강하게 작용하였다.

셋째, 높은 경영권 혜택과 가벼운 사법적 처벌

국내기업의 경우 경영권으로부터 발생하는 다양한 사적 혜택이 많은 반면, 경영자의 사익추구에 대한 형사상/민사상 처벌이 미약한 사법체제가 지적되어 왔다(La Porta et

al.,1999; Claessens et al., 2000; Morck et al. 2001; Kang et al., 2012; Choi, Kang, Kim, Lee, and Park, 2016; Choi, Gam, and Shin, 2020). 소위 무전유죄-유전무죄로 비유되는 사항으로 기업규모가 클수록 유사한 경영자범죄에 대해 가벼운 처벌이 가해진 과거사례에 근거한다.

넷째, 적은 지배주주 지분으로 경영권 방어가 가능한 제도적 환경

2023년 5월 현재 국내 총수 있는 72개 집단의 총수일가지분율은 3.6%로 나타나며 지난 수년간 지속적인 감소추세를 보이고 있다(공정거래위원회 보도자료, 2023.10). 우리와 같이 가족기업 비중이 높은 유럽의 경우 지배가족지분율이 38% 내외에 달하는 것을 고려할 때 이는 매우 낮은 지분율임을 알 수 있다. 미국의 경우 지배주주가 없는 전문경영자 기업의 경영자지분율 합이 9% 내외에 달하는 것을 고려하면 국내의 지배주주가족은 사실상 미국의 경우라면 전문경영자 정도의 지분율을 보유하고 있는 실정이다.

가장 문제가 되는 것은 가족합산지분율이 계속 감소하는 추세이고 이를 계열사지분율의 증가로 보완하고 있다는 것이다. 공정위는 가족지분율과 계열사지분율 등 우호지분을 합한 지분율을 내부지분율로 정의하고 있는데 최근 이의 평균값이 지속적으로 증가하는 추세이다. 2023년 5월 현재 총수있는 72개 기업집단의 계열사지분율은 54.7%로 전년도보다 1.4% 증가하였다.⁸⁾ 내부지분율과 총수일가지분율의 차이로 정의되는 괴리도(disparity)가 계속 증가하는 현상은 공정거래위원회의 지배구조정책이 전혀 효과를 보지 못하고 있음을 보여준다.

한국의 경우 지배주주의 투자자금을 줄이거나 경영권 확보에 필요한 지분율을 늘리기 위해 기업을 분할하고 상장하는 경우가 다수 관찰된다. 예를 들어 외환위기 이후 지주회사제도를 도입한 이유는 기업집단내 소유구조를 단순화하여 소수주주권을 보호하고 경영의 투명성을 높이기 위한 것인데, 개별 기업들이 투자회사와 사업회사로 분할하여 지배주주가족의 경영권 지분율만 제고하는 악용사례가 수백건에 이르고 있다(Kim and Wang, 2017).

다수의 연구에 따르면 지배주주가 적은 지분율로 경영권을 독점할 경우 배당권(cashflow right)과 통제권(control right)간의 괴리도(disparity)가 커지고 소수주주와 이해가 충돌되어 기업가치가 하락함을 보여주고 있으며 아시아 국가에 있어 특히 이러한 문제가 심각하다(Grossman and Hart, 1988; Morck, Shleifer, and Vishny, 1988; Harris and Raviv, 1989; La Porta et al., 1999; Claessens, Djankov, and Lang, 2000; Dyck and Zingales, 2004; Shleifer and Wolfenzon,

8) 최근 우호지분을 포함한 내부지분율의 증가추세는 주주행동주의의 증가 등으로 주주총회에서 표대결이 이루어지는 주주제안건수가 늘어나고 있기 때문인 것으로 해석된다.

2006). 이는 지배주주가 경영실패에 따른 경제적 책임(accountability)은 최소화하면서 경영권 유지가 가능한 경영의 고착화(entrenchment) 현상이 발생하기 때문이다. 한국의 경우 괴리도는 50%가 넘는 수준인데 이는 코리아 디스카운트의 주요한 원인이 되고 있다(La Porta, Shleifer and Vishny, 2002; Lemmon and Lins, 2003; Mitton, 2002; Kim, Lim, and Sung, 2007; Cheong and Kim, 2014; Goh, Lee, and Cho, 2016; Ducret and Isakov, 2020).

3. 가족경영의 장단점

기업지배구조라는 개념이 정립되어 온 역사적 관점에서 개인지배주주의 존재는 좋은 지배구조의 주요한 조건으로 해석된다. 기업지배구조의 가장 중요한 목적이 경영자의 대리인 문제를 해결하는 것이기 때문이다. 만약 경영자가 100% 지분을 보유하고 있다면 외부투자자는 존재하지 않고 따라서 대리인 문제도 존재하지 않는다. 따라서 기업지배구조는 주로 상장기업에 대해 논의되며 비상장기업의 지배구조는 주된 관심사는 아니다.

외부투자를 받은 상장기업에 있어 지배주주가 가능한 많은 지분을 보유할수록 여타 소수주주와 이해가 동조화(incentive alignment)되므로 대리인 문제가 감소하는 것으로 해석한다. 특히 유능한 창업자라면 기업의 성과에 대한 긍정적 전망에 기초하여 상장 후 가능한 많은 지분을 보유하려고 노력할 것이다. 따라서 상장 후 지배주주 내지 그 가족의 지분이 너무 낮다는 것은 매우 안좋은 신호이다. 반면에 무능한 경영자라면 본인이 경영권을 행사할 경우 기업가치가 하락하고 많은 지분을 보유함에 따른 기회비용이 높을 것이므로 자연스럽게 지분을 처분하고 전문경영자시스템으로 전환할 유인을 갖는다.

한편, 지분율은 낮은데도 경영권을 계속 유지할 방법이 있다면 무능한 지배주주의 경영권이 고착화되는 현상(entrenchment)이 나타날 수 있다. 따라서 한 국가 차원에 있어 좋은 기업지배구조란 능력이 없는 경영자가 지분율 감소를 통해 자연스럽게 경영권을 놓게 되는 환경을 갖춘 경우로 이해된다. 안타깝게도 한국에서는 고도성장의 경제체제 하에서 지배주주가족이 자신의 지분율을 지속적으로 낮추면서 계열사지분을 통하여 경영권을 방어할 기회가 주어졌다. 물론 이는 능력있는 경영자가 적은 지분으로 경영권을 유지할 수 있는 기회를 제공한 동시에 무능한 경영자도 이러한 기회를 갖게 된 배경이 되었다.

서구에서는 능력없는 경영자가 경영하는 기업의 주가는 그 본질가치에 비해 하락하고 자연스럽게 보다 능력있는 경영자가 인수합병 등을 통해 경영권을 교체하고 기업가치를 제고한다. 하지만 우리나라에서는 능력이 낮은 경영자가 퇴출할 수 있는 경영권 시장의 발달이 아직까지도 미흡한데 그 배경에는 높은 계열사지분율과 함께 경영권 유

지에 따른 과도한 사적혜택이 있다. 이에 따라 한국은 전세계에서 경영권프리미엄이 가장 높은 국가이며 결국 기업이 재무적으로 상당한 손실이 지속되고 파산상태가 되어야만 경영권 교체가 가능하다.

제한된 경제적 자원을 가진 한국과 같은 국가에서 무능한 경영으로 인해 모든 자원을 모두 소진한 뒤에서 자원의 재배치가 이루어지는 것은 매우 비효율적인 상황이다. 이러한 열등한 기업지배구조의 대규모적인 실패가 바로 아시아경제위기하에서 다수의 재벌기업이 부실화된 것으로 나타난다. 특히 수익성은 없으나 가족이 지분을 많이 보유한 계열사를 그나마 수익을 내는 상장계열사가 지원하는 상황이 지속되면서 공멸의 길을 가게되는 경우가 많다.

다행히도 근자에 들어 다수의 재벌기업에 있어 전문경영자를 중심으로 한 의사결정 시스템이 정착되어가고 있는 상황으로 판단된다. 지배주주가 여전히 주요한 의사결정을 직접 내리는 경우도 있겠으나 상당 수의 계열사들은 권한위양에 의해 독립적인 의사결정을 내릴 수 있는 전문가경영 시스템이 정착되어 가고 있다. 하지만 이들 전문경영자도 지배주주가족의 이해가 걸린 사안에 있어서는 독립성을 유지하지 못하는 것으로 나타난다(Hwang and Kim, 2016; Kim and Han, 2018)

4. 가족경영의 성과

가족경영과 전문가경영 중 어느 것이 더 우월한가 여부에 대한 논란이 있어왔다. 관련하여 해외에서의 관련연구들은 우리의 기업지배구조 정책이 나아갈 방향성에 대해 많은 시사점을 제공한다. 우선 1992년부터 1999년 기간 중 미국의 S&P500를 대상으로 한 분석에 있어서는 가족경영의 경우 전문가경영보다 성과(ROA)와 기업가치(Tobin's Q)가 모두 통계적으로 유의한 수준에서 더 높은 것으로 평가되었다(Anderson and Reeb, 2003). 현대적 기업에 있어 소유와 경영의 분리를 통해 전문경영자가 경영하는 지배구조가 우월하다는 인식이 있어 왔는데 이러한 통념을 깬 연구로 많은 관심을 끈 논문이다. 다만 과연 가족이 경영해서 성과가 더 좋은 것인지, 또는 성과가 좋은 기업에 가족이 계속 지분을 유지한 것인지에 대한 역인과관계(reversed causality) 논란이 있을 수 있다. 즉, 성과가 좋은 가족경영의 경우 기업의 경영권 지분을 매각하거나 부실화로 퇴출되어 지배주주가 사라지는 경우가 거의 없을 것이므로 가족경영이 지속된 반면, 성과가 나쁜 가족경영의 경우는 자연스럽게 M&A 등에 의해 가족이 퇴출되는 경우가 많았을 것이므로 이러한 주장은 설득력을 갖는다. 또한 가족경영의 우수한 성과는 창업자세대에서 관찰될 뿐 가속승계가 이루어진 후에는 그러하지 않다는 연구결과도 있다(Villalonga and Amit, 2006).

〈표 3〉 가족경영 대 전문가경영의 성과 비교(미국)

	Family controlled	Professional manager
ROA	6.07%	4.70%
Tobin Q	1.59	1.32

자료:Anderson and Reeb(2003)

반면에 유사한 연구를 유럽기업에 대해 실시한 결과는 놀랍게도 반대의 결과를 보여주고 있다. Maury(2006)에 따르면 전문경영자 기업이 성과, 기업가치, 매출증가율 등에서 가족경영 기업에 비해 통계적으로 유의하게 우월한 성과를 낸 것이다. 특히 동 연구에서는 승계후보자 중에 아들이 있는가 여부를 도구변수(instrument variable)로 사용하여 위에서 언급한 역인과관계의 문제를 계량적으로 통제된 방법론을 사용하였다.

〈표 4〉 가족경영 대 전문가경영의 성과 비교(유럽기업)

	Family owned and managed	Family owned	Professional managers
Tobin's q	1.58	1.51	1.73
ROA	6.52%	5.09%	7.53%
Sales growth	16.37%	15.02%	17.64%
최대주주지분율	39.56%	36.56%	2.33%
Disparity in control and ownership	4.22%	4.04%	0.0%

자료:Maury(2006)

미국과 유럽기업 간 가족경영의 상대적 성과 차이에 대해서는 미국의 경우 무능한 가족경영에 대해서는 M&A시장 등을 통한 규율이 작동하고, 사익추구를 하는 가족경영에 대해서는 주주소송 등 사법적인 규율이 작용함으로써 가족경영의 장점만이 부각된 결과라는 해석이 가능하다. 반면에 유럽기업의 경우는 적대적 M&A시장도 활성화되어 있지 않고, 가족의 사익추구에 대해서도 대륙법의 특성상 엄격한 규율기능이 작용하지 않은 결과라는 해석이 가능하다.

국내의 기업집단이 앞으로도 가족경영체제를 유지할지, 아니면 서구식으로 좀더 전문경영체제로 변화할지는 다분히 지배주주가 결정할 일이지만 경영환경의 변화는 이러한 흐름에 영향을 미칠 것이다. 한가지 중요한 사실은 2000년대 이후 법을 위반한 재벌기업의 총수와 경영자에 대한 처벌수준이 점차 강화되면서 경영자가 부담하는 법적 리스크는 점차 증가하고 있다는 것이다. 대기업으로 성장하기 이전 단계의 중소기업에 있어 가족승계를 포기하고 사모펀드 등과 같은 외부자본에 경영권을 매각하는 경우

가 자주 관찰되고 있기도 하다.⁹⁾ 이는 힘든 경영자의 길을 가는 것보다 다른 방법으로 자아성취를 이루려는 후속세대의 특성과 밀접히 연결되어 있을 것이다.

IV. 정부의 제도적 노력

1. 지주회사제도 도입

정부는 과거 오랜 기간 기업집단이 갖는 장점을 유지하면서 이에 수반되는 지배구조 문제를 해결하려는 노력을 기울여왔다. 즉, 지배주주가족의 경영권을 유지하면서 복잡하게 얽힌 계열사간 소유구조를 보다 단순화하는 방안을 모색하는 방안이다. 이에 이미 선진국에서 그 답을 찾을 수 있는데 지주회사를 정점으로 한 계열사들의 100% 비상장 자회사 전환이다. 이는 사실상 기업집단 입장에서 전혀 비용을 부담하지 않고 실행할 수 있는 대안이다. 모든 계열사의 주주가 자신의 주식을 지주회사가 될 회사의 주식으로 교환하기만 하면 된다. 하지만 이 경우 지주회사는 모든 계열사의 지분을 100% 가까이 보유하게 되며 부채조달비율을 100%로 가정할 경우 지주회사의 자기자본 규모는 대략 계열사 자기자본 총합의 50% 수준이 될 것이다.¹⁰⁾ 추정키로 모든 기업집단이 이러한 방식의 지주회사전환을 완료한다면 국내 대기업집단 지배주주가족의 지분율은 대략 4% 이내로 하락할 것이고 경영권 방어를 위해서 필요한 계열사 지분의 도움을 전혀 받을 수가 없게 된다. 따라서 이러한 대안을 일거에 실행하는 것은 현실성이 없는 방안이다. 이에 따라 정부는 1999년 외환위기 직후 자회사에 대한 부분소유를 허용하는 형태로 지주회사제도를 도입하였다.

국내 공정거래법상 지주회사는 주식의 소유를 통해 국내회사의 사업을 지배하는 것을 주된 사업으로 하는 회사로서 (공정거래법 제 2조 1의 2), 설립일 또는 직전사업연도 말 현재 대차대조표상 자산총액이 5천억원 이상이고, 자회사주식가액의 합계액이 해당 회사 자산총액의 100분의 50 이상인 회사 (공정거래법 시행령 제 3조)로 정의된다.¹¹⁾

9) 국내최대의 기업집단인 삼성그룹도 가족승계를 하지 않겠다는 선언을 한 바 있다. 별다른 법적 구속력이 없는 선언이라는 점에서 한계는 있으나 여타 국내기업에 미치는 영향은 상당하다.

10) 서구식으로 자회사 지분을 상당 부분 보유하는 지주회사 전환에 대해 기업집단들은 상당한 비용이 발생한다는 주장을 하고 있으나 이는 주식교환방식이 아닌 계열사 주식의 매입방식에 의한 지주회사 전환만이 고려대상이기 때문이다.

11) 사실 자산총액이 5천억원 미만인 회사에도 지배주주와 소수주주간 이해상충에 따른 기업지배구조 이슈가 발생하는 것은 마찬가지이나 독과점에 따른 경제력집중의 완화가 주된 정책목표인 공정거래위원회가 주도하는 정책이라는 한계가 있다.

그동안 국내에서 지주회사설립이 허용되지 않은 이유는 소유구조의 다단계화와 부채조달을 통해 적은 지분으로 많은 자본을 지배하는 문제를 방지하기 위한 것이었다. 따라서 제도 도입시 부채비율제한(200%), 지주회사의 자회사 주식보유 요건(상장사 30% 이상, 비상장사 50% 이상), 자회사 및 손자회사 등에 대한 투자 제한 등이 적용되었다.¹²⁾

2. 제도의 악용

이러한 정부의 노력은 사실상 실패한 것으로 판단된다. 지주회사 전환 이전에 비해 국내기업의 소수주주권이 강화되었거나 지배주주가족의 사적이익 수준이 감소하였다는 별다른 실증적 증거가 관찰되지 않기 때문이다. 우선 2022년말 현재 167개의 지주회사 가운데 대규모기업집단 소속은 46개인 반면 나머지는 제도도입의 목표대상이 아닌 중소기업의 상장사 그룹 내지 단독기업이 기업분할 등에 의해 지주회사로 전환한 경우이다. 단독기업의 경우 이론적으로 계열사간 부의 이전을 통한 지배주주의 사익추구가 불가능하였는데 이를 회사분할에 의해 지주회사와 자회사로 분리함으로써 오히려 부의 이전이 가능해졌다. 특히 과도한 브랜드수수료 등의 논란에서와 같이 새로운 유형의 사익추구행태들이 늘어나고 있다.

앞에서도 기술하였듯이 국내 기업집단 소유구조의 가장 큰 특징이자 문제점은 계열사들의 소유구조가 상이하다는 것이다. 계열사간 거래를 통해 부가적 가치를 창출하는 것이 주목적인 기업집단에 있어 계열사간 소유구조가 상이하다는 것은 근본적으로 이해상충의 문제를 내포한다. 공정위가 시도하고 있는 바와 같이 지주회사 이외의 계열사에 대한 총수일가의 지분율을 낮춘다고 하더라도 여타의 상이한 주주가 존재하는 한 이해상충의 문제는 지속된다.

이를 해소할 수 있는 방법은 첫째, 계열사의 경영자가 자기 회사가치만을 극대화하는 경제적 유인을 갖고 계열사간 거래에 참여하는 경우이다. 하지만 현실적으로 기업집단 내 계열사의 경영자들이 완전히 독립적이기를 기대하기는 어렵다. 둘째, 계열사의 소유구조를 모두 동일하게 만드는 방법으로 현실적으로는 이들의 모회사, 또는 모회사의 모회사가 자회사들의 지분을 100% 내지 이에 가깝게 소유하는 경우로 서구에서 관찰되는 기업집단의 소유구조이다.¹³⁾ 현재는 지주회사 전환 이후에도 계열사간 상이한 소유구조로 인해, 그리고 지배주주가족이 여전히 계열사의 지분을 보유하고 있다는 점에서

12) 자회사 보유요건은 2008년 상장회사 20% 이상, 비상장회사 40% 이상으로 완화되었다가 2022년 다시 현수준으로 환원된 바 있다. 다만 동 요건은 손자회사까지 적용되며 손손자회사에 대해서는 100% 소유가 요구된다.

13) 예외적인 경우에는 전략적 제휴의 목적 등으로 여타 회사가 주주로 참여하는 경우, 상징폐지를 위한 주식매수제안에도 불구하고 소수주주가 주식매도를 거부하여 잔류하는 경우 등이다.

이해상충의 문제는 지속되고 있다. 또한 앞에서 살펴 본 바와 같이 지배주주와 소수주주간 이해상충의 중요한 배경이 되는 계열사간 거래는 여전히 상당한 비중을 차지하고 있다.

흥미로운 사실은 은행 등 금융회사를 보유하는 금융지주회사들은 대부분 자회사 지분을 거의 100% 소유하고 있다는 것이다. 소유제한 등으로 지배주주가 없는 상황에서 전문경영자는 굳이 자회사의 일부지분만을 보유하여 투자자금을 최소화할 이유가 없다. 사실상 지주회사제도는 OECD국가 중 일본과 한국만 제도화하였고 여타 국가들은 아무런 제도 자체가 없으며, 특히 자회사 지분의 최소보유요건 등도 없다. 그럼에도 불구하고 외국의 기업집단은 자회사 설립이나 인수시 100% 지분을 보유하는 ‘관행’을 유지하며 이는 법적 리스크를 최소화하기 위한 불가피한 선택임을 앞에서 설명한 바 있다. 이러한 외국의 사례는 민사구제 등 시장적 규율에 의해서만 이해상충문제가 완화될 수 있음을 시사한다.

3. 지주회사 설립과정에서의 이해상충문제

국내의 지주회사제도는 그 정책적 목표와 달리 지주회사를 설립하는 과정에서부터 지배주주와 소수주주간 다양한 형태의 이해상충문제에 노출되어 있다. 통상 사용하는 인적 분할의 경우 기존 회사의 자산을 두 회사로 나눈 후 기존주주들은 분할된 두 회사에 대해 기존과 동일한 지분을 갖는다는 점에서 언뜻 문제가 없어 보인다. 하지만 분할 후 회사는 지주회사의 자회사 지분율 요건을 충족하기 위해 지주회사가 될 회사의 주식과 자회사가 될 회사의 주식을 교환하는 제안을 하는데 특이하게도 이러한 제안을 주로 지배주주만 받아들이는 현상이 관찰되고 있다. 이의 배경으로는 소수주주 입장에서 기존회사의 핵심사업을 분할받은 자회사가 보다 가치가 있는 것으로 이해하고 있는 점, 주식교환제안 이전의 주가흐름이 자회사가 될 회사에 보다 유리하다는 점 등을 꼽을 수 있다. 즉, 상식적으로 외부주주입장에서 실제 사업을 하는 자회사를 소유하고 관리만 하는 지주회사 주식을 굳이 보유할 유인이 없는 것이다.

하지만 일단 주식교환 후 지배주주가 자신의 자회사 지분을 지주회사 주식으로 모두 전환한 후부터 문제가 발생한다. 즉, 분할 직후에는 동일했던 두 회사의 주주구성이 주식교환 이후 달라지는 것이다. 회사분할시 통상 지주회사는 건물이나 토지, 브랜드명 등의 자산을 보유하는데 자회사가 이러한 자산을 사용하는데 따른 임대료, 브랜드 사용료 등을 과도하게 부과하여 자회사에게 부담을 줄 수 있다.

물론 회사업무의 범위를 구분하여 경영자가 사익을 추구하는 방법은 기존에도 많이 사용되던 것이다. 예를 들어 MRO 등의 서비스를 회사내부에서 수행하지 않고 외주를

주되 그 사업자가 지배주주 가족인 경우가 대표적 사례이다. 회사의 전산시스템 등을 외부에서 조달하면서 지배주주가족이 소유한 계열사를 통해 이를 구매하며 소위 ‘통행료’를 내게 하는 방법도 많이 활용된 방법이다. 최근에는 분할 전까지 사용하던 회사의 브랜드를 지주회사가 가져가고 자회사는 더 이상 이를 무상으로 사용하는 것은 불가능하다는 것도 논쟁의 대상이다. 소비자들은 회사 분할 후 기존과 동일한 제품을 사용하면서 제품원가에 브랜드수수료가 추가된 상품을 구입하게 된다. 이러한 점에서 물적 분할 후 상장만 하지 않는다면 모회사가 분할된 자회사를 100% 소유하는 방식이 보다 이해상충문제가 적은 대안으로 평가된다.¹⁴⁾

또 한가지 흥미로운 사실은 주식교환 이전까지는 자회사가 될 회사의 주식이 지주회사가 될 회사의 주식에 비해 상대적으로 높은 수익률을 보였으나 주식교환이 마무리된 후에는 지주회사의 주식수익률이 더 높은 현상이 관찰된다는 것이다. 주식교환 전에는 지배주주의 주식교환비율을 유리하게 만들기 위해 자회사의 주가를 인위적으로 부양하는 것으로 해석된다. 이에 따라 지배주주가족은 지주회사전환을 통해 약 400억원정도의 경제적 이익이 발생하는 것으로 분석되고 있다 (Kim and Wang, 2019).

한편, 회사분할 전 자사주를 매입하여 소각하지 않고 보유하는 경우가 관찰된다. 이는 분할 후 지주회사가 될 회사가 자사주를 보유하고 이의 의결권을 부활하여 자회사 최소지분요건을 충족하는데 사용하려는 의도로 해석된다. 소위 ‘자사주의 마법’이라고 불리는 관행이다. 본래 자사주란 의결권이 없는데 분할 후 지주회사가 보유할 경우 자회사에 대한 의결권이 부활된다는 것은 해외에서는 찾아볼 수 없는 관행이다. 자사주는 실체가 없는 자산이고 서구에서는 대부분 소각이 된다. 즉, 인쇄는 되었으나 발행이 안된 주식과 내용적으로 전혀 다를 바가 없다. 현대 이러한 종이 가 하필 자회사에 대해서만 의결권을 갖는 자산으로 부활하는 것을 허용함으로써 정부 스스로 자회사 지분요건을 무력화하고 있다.

14) 최근 국내에서 물적분할의 경우 문제가 되는 것은 분할된 사업부문을 상장함으로써 기존 주주는 주요한 사업기회를 상실한다는 것인데 사실상 이는 분할된 자회사의 매각가격이 적절한 가의 이슈일뿐 인적분할에서 발생하는 지배주주와 소수주주간 이해상충의 문제는 상대적으로 덜하다.

V. 결론 및 정책적 시사점

국내경제에 있어 중추적 역할을 하는 기업집단의 경쟁력은 국가경쟁력에 중대한 영향을 미치는 이슈이다. 기업집단의 계열사들이 하나의 회사처럼 계열사간 시너지를 극대화하면서 동시에 독립된 법인으로서 전문화를 모색할 수 있다면 기업집단의 경쟁력은 극대화될 것이다. 반면에 특정인에 대한 부의 이전을 위해 일부 계열사가 희생을 하거나 계열사간 보조(subsidy)를 통해 부실한 계열사가 퇴출되지 않는 경우 기업집단의 경쟁력은 약화될 것이다.

국내기업집단은 서구와 달리 계열사 간 주주구성이 다르므로써 이해상충의 문제가 심각하다. 서구에서는 계열사 간 소유구조 차이가 있을 경우 계열사간 거래의 적정성에 대해 소수주주가 소송을 제기할 법적리스크가 큼에 따라 소유구조를 단순화해왔다. 해외에는 별다른 규제가 존재하지 않는데도 불구하고 지주회사의 자회사가 상장을 하는 경우는 거의 관찰되지 않는다. OECD국가 중 자회사에 대한 최소지분요건을 부과하고 있는 국가가 우리 뿐이라는 것은 우리사회에 이러한 시장규율기능이 작동하지 않고 있음을 시사한다.

정부는 그동안 소수주주권 강화, 이사회 독립성 강화, 기관투자자의 스튜어드십 강화 등에 의해 경영감시기능을 개선해 왔으나 실질적 효과는 매우 제한적이다. 소수주주는 높은 소송비용과 낮은 승소가능성 등으로 소를 제기할 유인이 적고, 사외이사는 정보와 경제적 유인이 부족하며, 연기금을 제외한 대부분의 기관투자자는 다양한 사업관계로 기업과 연결된 상황이라 적극적인 행동에 나서길 꺼린다.

최근 들어 주주총회에서 주주제안 사례가 증가하고 있으나 계열사지분이 절대적으로 높아 주주가 제안한 안건이 통과되는 경우는 아직 소수이다(황세운, 2023). 더군다나 이러한 주주행동주의 추세에 대응하기 위하여 기업집단은 내부지분율을 지속적으로 높여나가고 있다. 이 과정에서 총수가족지분은 오히려 감소하는 반면 계열사지분을 늘리고 있어 이해상충문제는 오히려 악화되고 있다. 국내 기업집단의 지배구조문제를 해결하기 위해 도입한 지주회사제도는 순기능은 거의 발휘되지 못하고 오히려 경영의 단계를 하나 더 늘리거나, 하나의 회사를 분할하여 예전에는 없던 사익추구 사례가 발생하는 결과를 낳고 있다.

문제의 근본적인 해결은 소유구조의 단순화이나 기존 지배주주가족의 경영권에 영향을 미칠 수 있다는 점에서 정부도 선택이 어렵고 기업의 반대도 심한 상황이다. 하지만 기업지배구조의 후진적 관행을 유지하면서 우리나라가 선진국이 되기를 기대하기란 쉽지 않다는 점에서, 그리고 ESG이슈 등으로 공정한 경영에 대한 사회적 요구가 높아지

는 상황에서 장기적으로는 불가피한 대안이다.

단기적인 대안으로 기득권을 인정하면서 새로이 이해상충문제가 발생하는 사례를 막는 방안부터 모색할 필요가 있다. 예를 들어, 새로이 편입되는 자회사의 경우 비상장요건을 부여하며, 회사분할 등을 통해 새로 설립된 자회사의 경우 상장을 허용하지 않는 방안 등이다. 궁극적으로는 전략적 제휴 등의 특별한 사유가 없는 한 모회사는 자회사의 100% 지분을 소유토록 유도한다. 지배주주의 선의를 기대할 수 있다면 경영권 유지에 필수적이지 않은 계열사의 지분을 매각하고, 그 자금을 지주회사 등 핵심회사의 주식매입에 집중하도록 유도할 필요가 있다. 물론 이러한 방안들을 통해 괴리도가 개선되는 기업집단에 대해서는 상당한 제도적 혜택을 제공할 필요가 있다.

최근 의무공개매수제도 도입이 입법과정에 있는 바 상장회사의 경영권 있는 지분을 인수할 경우에는 공개매수제안을 통해 가능한 많은 소수지분을 매입한 후 상장폐지를 추진하도록 한다. 서구에서는 이미 이렇게 하고 있으며 국내기업들도 외국회사를 인수할 때는 전체지분 인수 방식을 모색하는데 국내기업 인수 시에만 후진적 행태를 보이고 있다.

기존 계열사의 소유구조 단순화 내지 비상장화에는 보다 오랜 시간이 걸릴 것이다. 따라서 중단기적 방안으로 사익추구행위를 제한하는 방안을 모색한다. 우선 지주회사는 자회사 주식 외에 자회사와 금전적 거래의 배경이 되는 별도의 자산보유나 사업을 하지 못하도록 제한할 필요가 있다. 회사분할에 의해 지주회사를 설립한 경우에 특히 악용되는 사례들로 자회사에 대한 부동산 임대, 경영관리비용 징수, 브랜드수수료 징수 등이 대표적이다. 외국의 경우 대부분의 지주회사는 순수지주회사로서 자회사 주식에 투자하고 관리하는 업무 외에 별도의 사업을 수행하지 않는다. 지주회사의 운영비 충당을 위해 자회사로부터의 배당은 부족하며 별도의 수입원이 필요하다는 주장은 굳이 지주회사가 필요 없거나 이의 비효율적 운영을 시사한다. 회사분할 시 자사주의 의결권 부활은 즉시 금지될 필요가 있다.

한편, 기업지배구조의 발전사를 살펴보면 기업지배구조의 궁극적 이행은 사법제도를 통해 뒷받침된다. 기업지배구조란 근본적으로 법에서 정하지 않은 것을 다루는 장치이고 법 이상의 규율과 공정성을 요구하는 관행이다. 하지만 기업경영에 참여하는 다양한 이해관계자의 권익을 보호하기 위해서는 기업지배구조도 궁극적으로 법에 의존하는 것이 불가피하다. 국내의 경우 소수주주권 강화의 일환으로 민사소송 등이 보다 활성화될 수 있도록 소송관련 정보공개를 요구하는 Discovery제도 도입, 입증책임의 전환 등 사법관행의 변화도 필요하다.

Discovery제도의 경우 기업의 영업비밀보호가 더 중요한가 소수주주의 권리가 더

중요한가에 대한 판단인데 미국에서는 회사의 불법적 행위가능성이 있다고 판단될 경우 후자를 더 중요시한다. 소수주주가 계열사간 부당한 거래를 입증하기 위해서는 상당한 내부정보가 필요한데 우리나라에서는 영업비밀이라는 이유로 접근이 불가하다. 따라서 국내에도 아시아금융위기 이후 주주대표소송과 주주집단소송 등이 도입되었으나 원고가 승소한 경우가 거의 없어 결국 사문화되고 있다. 소송의 남발로 기업의 자원이 낭비될 수 있다는 우려가 있으나 전세계에서 소수주주권이 가장 보호되고 가장 소송이 많은 미국이 가장 경쟁력 있는 기업들과 가장 발달된 자본시장을 가지고 있는 점도 참고할 필요가 있다.

2020년 기준 아시아국가 중 하위권에 머물고 있는 한국기업의 지배구조평가순위는 아시아 12개 국가중 9위이고 나아질 기미를 보이지 않고 있다(ACGA, 2020). PER나 PBR 등 배수법에 의한 상대가치평가 기준으로 국내기업의 주가가 동남아시아 국가에 비해서 20% 내외나 저평가되고 있는 것은 시가총액으로는 약 450조원 이상의 손실이다. 이에 따라 국내기업의 자기자본조달비용이 대략 2% 정도 높아지는 부담을 감수하고 있다.

참고로 최근 ESG경영이 모든 기업의 중요한 화두로 등장한 가운데 국내기업들은 ESG중 환경문제(E)와 기업의 사회적 책임(S)에 대해서는 매우 적극적으로 대응하는 반면 기업지배구조(G) 개선에 대해서는 별다른 노력을 기울이지 않고 있다. 기업의 가장 중요한 이해관계자는 주주인데 이의 권익은 제대로 보호하지 않으면서 여타 이해관계자의 권익을 보호하는 ESG경영은 허구이다. 이의 배경은 바로 지배주주의 기득권이 걸려있기 때문이고 이는 국내기업이 갖고 있는 가장 심각한 지배구조 이슈이다. 한국적 경영환경을 고려할 때 가족경영과 기업집단이 갖는 순기능을 유지하면서 투자자를 보호할 수 있는 방안이 보다 적극적으로 모색되어야 할 것이다.

〈참고문헌〉

- 강형철, 박경서, 장하성, 2006a, “기업집단의 구조에 관한 연구” 재무연구 (제 19권 1호), 2006년, 한국재무학회.
- 강형철, 박경서, 장하성, 2006b, “기업집단의 계열사 간 거래의 결정요인”, 재무연구 (제 19권 1호, 2006년, 한국재무학회.
- 강형철, 박경서, 장하성. 2008, "한국의 기업집단에 있어서 피라미드 내 계열사 위치의 결정요인" 한국경제의 분석 14권 3호, 2008, 한국금융연구원.
- 강준구, 김진모, 배기홍, 2001, “기업집단과 대리인문제: 재벌 및 비재벌 인수기업의 합병성과 비교연구,” 재무연구, 제14권 2호, pp. 49-88.
- 박경서, 2010, 국내기업의 지배구조 결정요인, 한국이사협회 정책세미나, 2010.
- 황세운, 2023, 주주행동주의펀드 역할 확대에 따른 시장영향, 이슈보고서 23-17, 자본시장연구원
- 공정거래위원회, 공시대상기업집단 내부거래 현황 정보공개, 2017~2023
- Alchian, A. and H. Demsetz, 1972, "Production, information costs and economic organization" American Economic Review 62, 777-, and in Putterman(1986).
- Almeida, H. and D. Wolfenzon, 2005, A Theory of Pyramidal Ownership and Family Business Groups, The Journal of Finance 61, 2637-2680.
- Almeida, H., C. S. Kim, and H. B. Kim., 2015, "Internal Capital Markets in Business Groups: Evidence from the Asian Financial Crisis," Journal of Finance, Vol. 70, No. 6, pp. 2539-2586.
- Almeida, H., S. Y. Park, M. G. Subrahmanyam, and D. Wolfenzon, 2011, "The Structure and Formation of Business Groups: Evidence from Korean Chaebols," Journal of Financial Economics, Vol. 99, No. 2 (2011), pp. 447-475.
- Anderson, Ronald, and David Reeb, 2003, Founding family ownership and firm performance: Evidence from the S&P 500, Journal of Finance 58, 1301-1328.
- Baek, Jae-Seung, Jun-Koo Kang, and Inmoo Lee, 2006, “Business groups

- and tunneling: Evidence from private securities offerings by Korean chaebols," *The Journal of Finance*, Vol. 61, No. 5, pp. 2415-2449
- Bertrand, M., P. Mehta, and S. Mullainathan, 2002, *Ferretting Out Tunneling: An Application to Indian Business Groups*. *The Quarterly Journal of Economics* 117:121-48. 956
- Ahn, Daemin, Woojin Kim, Eunjung Lee, and Kyung Suh Park, 2017, "Congruence within the Top Management: How "Old Boy Network" Affects Executive Appointment and Performance," coauthored with *Seoul Journal of Business*, Volume 23, Number 1, June 2017
- Chandler, D., 1977, "The visible hand: the managerial revolution in American business", Harvard University Press, excerpted in Putterman(1986)
- Choi, D., Y. K. Gam, and H. Shin, 2020, "Corporate Fraud Under Pyramidal Ownership Structure: Evidence from a Regulatory Reform," *Emerging Markets Review*, Vol. 45 (2020)
- Cheong, J. and W. Kim, 2019, "Family Pay Premium in Large Business Group Firms," *Emerging Markets Finance and Trade*, Vol. 55, No. 10 (2019), pp. 2314-2333.
- Choi, H., H.-G. Kang, W. Kim, C. Lee, and J. Park, 2016, "Too Big to Jail? Company Status and Judicial Bias in an Emerging Market," *Corporate Governance: An International Review*, Vol. 24, No. 2 (2016), pp. 85-104.
- Chung, H., S. Choi, and W.-O. Jung, 2019, "Controlling Shareholders' Tax Incentives and Related Party Transactions," *Pacific-Basin Finance Journal*, Vol. 57 (2019)
- Coase, R, 1937, "The nature of the firm", *Econometrica* 4, 386-,
- Claessens, Stijn, Simeon Djankov, and Larry Lang, 2000, The separation of ownership and control in East Asian corporations, *Journal of Financial Economics* 58, 81-112.
- Ducret, R., and D. Isakov, 2020, "The Korea Discount and Chaebols," *Pacific-Basin Finance Journal*, Vol. 63 (2020)
- Dyck, Alexander and Luigi Zingales, 2004, "Private benefits of control: an

- international comparison," *The Journal of Finance*, Vol. 59 No. 2, pp.537-600.
- Fama, E., 1980, "Agency problems and the theory of the firm", *J. of Political Economy*, 88, 288-307,
- Gam, Y. K., P. Gupta, J. Im, and H. Shin, 2021, "Evasive Shareholder Meetings and Corporate Fraud," *Journal of Corporate Finance*, (2021).
- Goh, J., J. Lee, and J. Cho, 2016, "A New Relationship between Ownership-Control Wedge and Overinvestment Practices: Evidence from Korean Business Groups (Chaebol)," *Asia-Pacific Journal of Financial Studies*, Vol. 45, No. 2 (2016), pp. 222-253.
- Grossman, S. and O. Hart, 1986, "The costs and benefits of ownership: a theory of vertical and lateral integration", *Journal of Political Economy* 94, 691-.
- Hart, O. and B. Holmstrom, 1987, "The theory of contracts", in *Advances in Economic Theory*, edited by T. Bewley, Cambridge University Press.
- Han, S. H., M. Kim, D. H. Lee, and S. Lee, 2014, "Information Asymmetry, Corporate Governance, and Shareholder Wealth: Evidence from Unfaithful Disclosures of Korean Listed Firms," *Asia-Pacific Journal of Financial Studies*, Vol. 43, No. 5 (2014), pp. 690-720.
- Hwang, S. and W. Kim, 2016, "When Heirs Become Major Shareholders: Evidence on Pyramiding Financed by Related-party Sales," *Journal of Corporate Finance*, Vol. 41 (2016), pp. 23-42.
- Holmstrom, B. and J. Tirole, 1989, "The theory of the firm", in *Handbook of Industrial Organization*, edited by R. Schmalensee and R. Willig, North-Holland, 63-.
- Jensen, M and W. Meckling, 1976, "Theory of the firm: managerial behavior, agency costs and ownership structure", *JFE*, 305-.
- Joh, Sung Wook, 2003, *Corporate governance and firm profitability: evidence from Korea before the economic crisis*. *Journal of Financial Economics* 68, 287-322

- Joh, S. W. and M. A. Kim, 2013, "The Drivers and the Stock Market Assessment of Internal Capital Market: Evidence from Business Groups in Korea," *Asia-Pacific Journal of Financial Studies*, Vol. 42, No. 2 (2013), pp. 287-313.
- Jung, B., D. Lee, S. G. Rhee, and I. Shin, 2019, "Business Group Affiliation, Internal Labor Markets, External Capital Markets, and Labor Investment Efficiency," *Asia-Pacific Journal of Financial Studies*, Vol. 48, No. 1 (2019), pp. 65-97.
- Kim, C.-S., 2011, "Effect of Group Affiliation on Investments: Evidence from the Global Economic Crisis," *Asia-Pacific Journal of Financial Studies*, Vol. 40, No. 6 (2011), pp. 799-823.
- Kim, C.-S., 2012, "Is Business Group Structure Inefficient? A Long-Term Perspective," *Asia-Pacific Journal of Financial Studies*, Vol. 41, No. 3 (2012), pp. 258-285.
- Kim, H. and S. H. Han, 2018, "Compensation Structure of Family Business Groups," *Pacific-Basin Finance Journal*, Vol. 51 (2018), pp. 376-391.
- Kim, H. and W. Kim, 2020, "Does Tunneling Explain the Sensitivity of Executive Compensation to Other Member Firms' Performance?" *Journal of Business Finance & Accounting*, Vol. 47, No. 9-10 (2020), pp. 1268-1289.
- Kim, H., W. Kim, and K. S. Park, 2012, "The Effect of Structural Changes in the Organizational Form of Business Groups: Evidence from Korea," *Asia-Pacific Journal of Financial Studies*, Vol. 41, No. 3 (2012), pp. 286-312.
- Kim, Woochan, Youngjae Lim, and Taeyoon Sung, 2007, "Group control motive as a determinant of ownership structure in business conglomerates: Evidence from Korea's chaebols." *Pacific-Basin Finance Journal* 15.3 : 213-252.
- Kim, W. and S.-F. Wang, 2019, "Price Deviation Supported by Arbitrage: Evidence from Family Business Groups," *Asia-Pacific Journal of Financial*

- Studies, Vol. 48, No.3 (2019), pp. 362-385.
- La Porta, R., Lopez-De-Silanes, F., Shleifer, A., and Vishny, R., 2002, "Investor protection and Corporate Valuation," *Journal of Finance* 57, pp.1147-1170, 2002
- Lemmon, Michael L. and Karl V. Lins, 2003, Ownership Structure, Corporate Governance, and Firm Value: Evidence from East Asian Financial Crisis, *Journal of Finance* 58, pp. 1445-1468
- Maury, B., 2006, "Family ownership and firm performance: Empirical evidence from Western European corporations, *Journal of Corporate Finance* 12 (2), 321-
- 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.
- Morck, Randall, Andrei Shleifer, and Robert W. Vishny, 1988, "Management Ownership and Market Valuation: An Empirical Analysis." *Journal of Financial Economics* 20 (1-2): 293-315.
- Roe, M. J., 2006, "Political Determinants of Corporate Governance: Political Context, Corporate Impact," Oxford University Press on Demand.
- Shin, H., 2020, "Avoiding Inheritance Taxes in Family Firms," *Financial Management*, Vol. 49, No. 4 (2020), pp. 1051-1082.
- Shin, Hyun-Han, and Young S. Park, 1999. "Financing constraints and internal capital markets: Evidence from Korean chaebols'." *Journal of corporate finance* 5.2 (1999): 169-191.
- Shleifer, A. and D. Wolfenzon, 2006, How Do Family Ownership, Control, and Management Affect Firm Value, *Journal of Financial Economics* 80, 385-417.
- Villalonga, Belen and Raphael Amit, 2006, "How do family ownership, control, and management affect firm value?," *Journal of Financial Economics*, Vol. 80, No. 2, pp. 385-417
- Yang, D. R., 2016, "Pyramid Establishment Resulting from Succession

Motivation," Asia-Pacific Journal of Financial Studies, Vol. 45, No. 2
(2016), pp. 254-280.

Williamson, O. 1985, The Economic Institutions of Capitalism, The Free Press
ACGA, 2020, CG Watch

OECD, 2019, Corporate Governance Fact Book

ESG 경영과 리스크테이킹

연구논단Ⅲ

이은정 | 한양대학교 경영학부 교수

이유경 | 부경대학교 경영학과 교수

I. 서론

전 세계적으로 ESG는 여전히 많은 관심을 받고 있으나, 2022년부터 시작된 전반적인 경기 침체와 함께 ESG 투자가 부진한 성과를 보이면서 미국에서는 ESG에 대한 회의적인 시각으로 이른바 'Anti-ESG'가 부상하고 있다. 이러한 'Anti-ESG' 배경으로는 그린워싱 문제, 러시아-우크라이나 전쟁에 따른 에너지 가격 상승, 그리고 ESG와 관련된 정치적 불확실성 등을 들 수 있다. 이러한 추세를 증명하듯 미국의 지속가능 펀드는 2022년부터 계속해서 자금의 순유출을 보이고 있으며, 대표적인 ESG 펀드의 연간 총 수익률을 살펴보면 블랙록의 iShares ESG Aware MSCI USA ETF(ESGU)는 -8.10%, 뱅가드의 Vanguard ESG US Stock ETF(ESGV)는 -9.04%로 저조한 실적을 보이고 있다.¹⁾ 이러한 문제로 인해 Anti-ESG를 표방한 펀드가 등장하였고, 이후 동 펀드에 자금의 순유입이 증가하고 있다. 대표적으로 Strive Asset Management가 Anti-ESG ETF를 운용하고 있는데, 이들은 대형 자산운용사들이 사회적·정치적 의제만을 우선시하여 투자자들의 이익을 해치고 있다고 비판하면서, 수익에만 집중하는 기업에 투자한다고 강조하고 있다. 그러나, 이러한 ESG 반대 논의에도 불구하고, 여전히 시장참여자들은 ESG 상품 투자를 선호하고 있다는 다수의 연구 및 설문 결과도 발표되고 있다. 예를 들어, 최근 Baker et al. (2022)는 투자자들은 ESG 펀드에 투자하기 위해 연간 20bp(자산액의 0.2%)의 수수료를 더 지불할 용의가 있다는 결과를 발표하였다. 이는 ESG 투자의 수익률이 더 낮더라도 ESG 경영에 대한 선호도가 존재한다는 것을 의미한다.

1) 자본시장포커스 '최근 미국 내 Anti-ESG의 확산' 2023년 9월

또한 최근 발표자료에 따르면 미국의 투자자 10명 중 8명이 향후 2년간 ESG 상품에 대한 투자 비중을 늘릴 계획이라고 언급하였다.²⁾

이렇게 여전히 ESG에 대한 논의가 활발한 가운데, 본 연구에서는 ESG 경영이 기업의 위험추구행태에 미치는 영향에 대하여 살펴보고자 한다. 기업의 일정 수준의 위험추구는 자본의 축적을 가속화할 수 있으며(John, Litov, & Yeung, 2008), 이를 통해 기업의 경쟁력 및 가치를 높일 수 있다. 또한, 경제·사회 전반적으로 기업의 위험부담 수준의 증가는 보다 높은 수준의 자본지출을 의미하며(John et al., 2008; Low, 2009), 이는 장기적인 경제발전에 기여하게 된다(Acemoglu & Zilibotti, 1997; Baumol & Strom, 2007). 이러한 기업의 위험추구에 영향을 미치는 요인에 관한 많은 기존문헌이 존재하는데, 동 요인에는 기업의 소유구조(Faccio, Marchica, & Mura, 2011), CEO 특성(Faccio, Marchica, & Mura, 2016), 기업지배구조(Anantharaman & Lee, 2014), 법제도(Acharya, Amihud, & Litov, 2011; Barger, Lehn, & Zutter, 2010), 문화적 차이(Li, Griffin, Yue, & Zhao, 2013) 등이 포함된다. 본 논문에서는 기업의 위험추구행태에 영향을 미치는 요인으로 ESG를 이용하여 분석하고자 한다.

일반적으로 기업은 ESG 경영을 통해 지속가능한 경영을 하게 되고 장기적으로 기업의 이익도 제고될 것으로 예상한다. 즉, ESG 경영을 통해 ESG 위험을 관리하는 동시에 보다 더 높은 수익을 추구하고자 한다면, 기업은 수익률 극대화를 위해 위험이 높은 프로젝트를 추진하는 등 기업의 위험 수준을 높일 것이다. ESG 경영으로 인해 주주 및 투자자들의 정보비대칭이 감소하는 등 영업비용 감소로 인해 기업의 위험 부담 능력이 제고되며, ESG 경영으로 인한 기업의 높은 평판하에 미래의 기업가치 제고를 위해 기업은 적극적으로 위험을 선호할 수 있을 것이다. Dunbar, Li, & Shi(2020)은 ESG 참여가 기업의 미래 위험부담 유인을 촉진한다고 주장하고 있다. 저자들은 “risk capacity hypothesis”를 제시하고 있는데, 이는 기업의 CSR이 증가함에 따라 CEO의 위험 감수 유인이 증가해야 한다는 것이다. CSR의 증가로 인해 “left-tail risk”가 감소하게 되므로, 주주들은 수익률 극대화를 위해 위험한 프로젝트를 더욱 선호하게 되고, 위험을 회피하는 CEO에게 위험한 프로젝트를 추진할 수 있는 인센티브를 제공하게 된다고 주장하고 있다.

이와는 반대로, He, Ding, Yue, and Liu (2023)은 ESG 등급과 기업의 위험추구는 반대 관계에 있다고 주장하고 있다. ESG 성과를 추구하는 기업들은 기업의 수익 극대화뿐만 아니라 사회적 가치 제고를 위해 노력하게 되고, 보험 성향의 자산에 투자하게 되면서 결과적으로 기업의 위험 수준이 낮아진다는 것이다. 즉, 기업이 ESG 경영을 통해 ESG 위험을 낮추면서 동시에 보수적으로 경영을 한다면, 기업의 전반적인 위험 수준

2) PwC, Asset and wealth management revolution 2022: Exponential expectations for ESG

은 낮아질 것이다. 대리인 비용 관점에서, 기업 경영자는 외부 평판 관리를 위해 일반적으로 위험을 회피하는 것으로 알려져 있다(Akbar, Kharabsheh, Polletti-Huges, & Shah, 2017; Faccio et al., 2016). 즉, 경영자는 자신의 경력관리를 위해 ESG 투자에 적극적이면서 동시에 고위험 투자는 회피하고자 할 것이다. 또한, 외부 모니터링 관점에서 보면, ESG 관련 정보는 언론에 의해 바로 전파되고(Groza, Pronshinke, & Walker, 2011), 기업은 보다 강력한 외부 모니터링을 받게 된다(Porter & Kramer, 2006). 이러한 외부 압력은 경영자로 하여금 외부 평판에 더욱 집중하게 하고, 이를 위해 위험한 프로젝트에 투자하는 것을 피하게 된다. 즉, ESG 경영이 활발한 기업들은 사회적으로 좋은 평판을 얻게 되는데, 경영자는 이러한 좋은 평판의 손실을 막기 위해 위험을 부담하지 않으면서 보수적으로 경영하게 될 것이고 이로 인해 기업의 위험수준은 낮아질 것이다. 이렇듯 ESG가 기업의 위험추구행태에 미치는 영향은 다양하게 나타날 수 있다. 이에 따라 본 논문에서는 국내 상장기업을 대상으로 ESG가 기업의 위험추구성향에 어떠한 영향을 미치는지에 대하여 분석하고자 한다.

먼저 ESG와 기업의 위험수준 간의 관계를 분석한 결과를 살펴보면, ESG 점수의 계수값이 유의미한 음(-)의 값으로 나타나, ESG 점수가 증가할수록 기업의 위험추구는 감소하는 것으로 나타났다. 이러한 결과는 ESG 성과를 추구하는 기업들은 기업의 수익 극대화뿐만 아니라 사회적 가치 제고를 위해 노력하게 되고, 보험 성향의 자산에 투자하게 되면서 결과적으로 기업의 위험 수준이 낮아진다는 결과와 그 맥을 같이 한다. 또한 경영자가 ESG 경영에 적극 참여하면서 좋은 평판을 얻게 되고 이를 유지하고자 하기에, 위험부담을 하지 않는 보수적 경영을 하게 되어 기업의 위험은 감소하게 되는 것으로 해석될 수 있다.

다음으로는 ESG 수준별로 ESG와 기업의 위험추구성향에 대하여 분석하고자 한다. 이를 위해 ESG 점수를 기준으로 두 그룹으로 구분한 후 ESG와 기업의 위험추구간의 관계에 대하여 분석한다. 분석결과, ESG 수준이 낮은 구간에서 ESG 점수는 기업의 위험수준에 별다른 영향을 미치지 못하는 것으로 나타났으나, ESG 수준이 높은 구간에서는 기업의 위험수준은 감소하는 것으로 나타났다. 이는 ESG 점수가 낮은 기업들은 ESG에 대한 인식이 높지 않고 ESG 투자도 실시하고 있지 않아 ESG가 기업의 위험에 별다른 영향을 미치지 않는 것으로 해석된다. 한편, ESG 점수가 높을수록 지속가능경영을 추구하고 ESG로 인한 좋은 평판을 관리하고자 하므로, 전반적으로 보수적인 의사 결정을 하여 기업의 위험수준은 낮아지는 것으로 해석될 수 있다.

아울러, ESG와 기업의 위험추구행태와의 관계는 기업지배구조에 따라 달라질 수 있다. ESG가 좋은 기업의 경우에는 외부자금조달이 용이하고 운영비용을 절감할 수 있으며

로 기업의 위험부담 능력은 높아질 수 있다. 이 경우 주주 입장에서는 여러 개의 기업에 분산투자를 하면서 자신의 투자위험을 줄일 수 있으므로 경영자가 기업가치 극대화를 위해 위험한 프로젝트에 투자할 것을 기대하게 되는데, 이와는 반대로 경영자는 본인의 경력을 위해 보수적인 투자전략을 선택하게 된다(Faccio et al., 2016). 따라서, 기업의 위험부담수준은 주주와 경영자 사이의 대리인 문제 수준에 따라 달라질 수 있다. 강건한 기업지배구조로 인해 대리인 비용이 낮은 기업의 경우에는 경영자가 주주 부의 극대화를 위해 기업가치를 제고시킬 수 있는 위험한 프로젝트에 투자하고자 할 것이다. 반대로 기업지배구조가 취약한 경우, 경영자는 자신의 평판을 관리하기 위해 ESG에만 투자하게 되고 위험한 의사결정에는 보수적이고 신중하게 될 수 있다(Hirshleifer & Thakor, 1992). 즉, 기업지배구조가 취약한 경우 ESG 활동에만 투자하면서 단기적으로는 기업의 위험 수준이 낮아질 것이므로, ESG와 위험수준간에는 음(-)의 관계를 보일 것이다. 이에 따라 본 논문에서는 기업지배구조 수준에 따라 기업을 구분한 후, ESG가 기업의 위험추구행태에 미치는 영향을 살펴본다. 분석결과를 살펴보면, 지배구조 수준이 낮은 경우에는 ESG 점수의 유의성은 없는 것으로 나타난 반면, 지배구조 수준이 높은 경우에는 ESG 점수가 증가할수록 기업의 위험추구는 감소하는 것으로 나타났다. 이는 기존 연구에서 강건한 지배구조로 인해 대리인 비용이 낮을 경우 기업이 위험추구를 증가시킬 수 있다는 기존 가설과는 반대되는 결과이다. 이러한 결과는 우리나라의 경우에는 평판위험이 상대적으로 중요할 수 있으므로 ESG가 좋은 기업들은 ESG로 인한 좋은 평판을 유지하고자 다소 보수적인 경영을 하는 것으로도 해석할 수 있을 것이다.

본 연구의 구성은 다음과 같다. 2장에서는 본 연구에서 사용된 자료 및 분석방법을 제시 하며, 3장에서는 실증분석결과를 살펴본다. 그리고, 4장에서는 본 연구의 결론을 제시한다.

II. 자료 및 분석방법

본 논문에서는 한국ESG기준원에서 제공하는 2012년부터 2021년까지의 ESG 통합 점수와 ESG 구성요소 각각의 점수를 사용한다. 위험추구성향의 대리변수로 기업의 월별 주가수익률을 이용하여 최근 1년 동안의 표준편차를 계산하고, 이를 기업의 총위험으로 사용한다.³⁾ 또한, 2년 동안의 월별 주가수익률을 가지고 시장모형(market

3) 본 연구에서는 기업의 월별 주가수익률을 이용하여, 최근 2년과 3년 동안의 표준편차를 계산하여 동일한 분석을 실행하였다. 그 결과, 본 연구의 결과와 대동소이함을 확인하였다.

model)을 이용해 계산한 기업고유위험도 함께 위험추구성향의 대리변수로 사용한다. 아울러, 본 논문에서는 여러 기업특성을 통제하기 위하여 다양한 통제변수를 모든 회귀 분석에 포함하였다. 먼저, 부채비율(LEV)은 총부채를 총자산으로 나누어 계산한다. 기업규모(SIZE)는 기업의 자산에 자연로그를 취한 값을 사용한다. 성장성을 대리하는 Tobin의 Q(Q)는 부채의 장부가치와 자본의 시장가치의 합을 총자산으로 나누어 계산한다. 유형자산비율(PPE_A)은 유형자산을 총자산으로 나누어 계산한다. 기업연령(LOG_AGE)은 기업의 연령에 자연로그를 취한 값을 사용하고, 수익성을 대리하는 총자산이익률(ROA)은 영업이익을 총자산으로 나누어 계산한다. 마지막으로 연도 고정효과와 산업 고정효과를 포함한다.

〈표 1〉에는 본 연구에서 사용된 변수들의 기술통계가 제시되어 있다. 가장 먼저, 총위험의 평균값은 0.1194로 나타났고, 중앙값은 0.1055로 나타났다. 기업고유위험의 평균값은 0.1061로 나타났고, 중앙값은 0.0954로 나타났다. ESG 점수의 평균값은 2.2690이고, E 점수의 평균값은 25.7948, S 점수의 평균값은 23.7857, 그리고 G 점수의 평균값은 26.9143으로 나타났다.

〈표 1〉 기술통계

동 표는 분석에 사용된 변수의 기술통계를 제시한다. 본 연구에서는 한국ESG기준원에서 제공하는 2012년부터 2021년까지의 ESG 통합점수와 ESG 구성요소 각각의 점수를 사용한다. 위험추구성향의 대리변수로 기업의 월별 추가수익률을 이용하여 최근 1년 동안의 표준편차를 계산하고, 이를 기업의 총위험(T_RET)으로 사용한다. 또한, 2년 동안의 월별 추가수익률을 가지고 시장모형(market model)을 이용해 계산한 기업고유위험(IVOL)도 함께 위험추구성향의 대리변수로 사용한다. 부채비율(LEV)은 총부채를 총자산으로 나누어 계산한다. 기업규모(SIZE)는 기업의 자산에 자연로그를 취한 값을 사용한다. 성장성을 대리하는 Tobin의 Q(Q)는 부채의 장부가치와 자본의 시장가치의 합을 총자산으로 나누어 계산한다. 유형자산비율(PPE_A)은 유형자산을 총자산으로 나누어 계산한다. 기업연령(LOG_AGE)은 기업의 연령에 자연로그를 취한 값을 사용하고, 수익성을 대리하는 총자산이익률(ROA)은 영업이익을 총자산으로 나누어 계산한다.

	N	MEAN	SD	P1	P50	P99
T_RET	8345	0.1194	0.0607	0.0361	0.1055	0.3336
IVOL	8345	0.1061	0.0498	0.0372	0.0954	0.2715
ESG	8345	2.2690	1.3285	0.0000	2.4000	5.2500
E	8345	25.7948	22.9649	0.0000	27.0000	80.7000
S	8345	23.7857	18.7925	0.0000	21.3000	83.2000
G	8345	26.9143	11.8669	0.0000	27.9000	58.3000
LEV	8345	0.3954	0.2005	0.0392	0.3950	0.8536
SIZE	8345	19.6235	1.3732	17.1992	19.4373	23.6264
Q	8345	0.8952	0.8903	0.1168	0.5991	4.7454
PPE_A	8345	0.4215	0.1821	0.0388	0.4212	0.8151
LOG_AGE	8345	3.3667	0.6658	1.3863	3.5553	4.3041
ROA	8345	0.0329	0.0596	-0.1546	0.0316	0.1848

III. 분석결과

ESG 점수가 기업의 위험수준에 미치는 영향을 분석한 결과가 <표 2>에 제시되어 있다. 분석결과를 살펴보면, 모형 (1)의 단변량 회귀분석의 결과에서 ESG 점수의 계수값이 유의미한 음(-)의 값으로 나타나, ESG 점수가 증가할수록 기업의 위험추구는 감소하는 것으로 나타났다. 이러한 결과는 He, Ding, Yue, and Liu (2023)의 연구에서 ESG 등급과 기업의 위험추구는 음의 관계가 있다는 주장과 일치한다. 즉, ESG 성과를 추구하는 기업들은 기업의 수익 극대화뿐만 아니라 사회적 가치 제고를 위해 노력하게 되고, 보험 성향의 자산에 투자하게 되면서 결과적으로 기업의 위험 수준이 낮아지는 것으로 해석된다. 모형 (2)에서는 연도 고정효과와 산업 고정효과를 통제하여 분석하였는데, 그 결과에서도 ESG 성과가 좋아질수록 기업의 위험추구 행위는 감소하는 것으로 나타났다. 아울러 기업특성변수를 모두 통제변수로 포함한 모형 (3)에서도 ESG 경영이 활발한 기업들의 위험수준은 낮은 것으로 파악되었다. 이러한 결과는 ESG 경영이 활발한 기업들은 사회적으로 좋은 평판을 얻게 되는데, 경영자는 이러한 좋은 평판의 손실을 막기 위해 위험을 부담하지 않으면서 보수적으로 경영하게 될 것이고 이로 인해 기업의 위험수준은 낮아진다고 주장한 여러 연구들과 맥을 같이 한다(Akbar, Kharabsheh, Polletti-Huges, & Shah, 2017; Faccio et al., 2016).

<표 2> ESG와 기업의 위험추구

동 표는 ESG와 기업의 위험추구에 대한 분석결과를 제시한다. 본 연구에서는 한국ESG기준원에서 제공하는 2012년부터 2021년까지의 ESG 통합점수와 ESG 구성요소 각각의 점수를 사용한다. 위험추구성향의 대리변수로 기업의 월별 주가수익률을 이용하여 최근 1년 동안의 표준편차를 계산하고, 이를 기업의 총위험(T_RET)으로 사용한다. 또한, 2년 동안의 월별 주가수익률을 가지고 시장모형(market model)을 이용해 계산한 기업고유위험(IVOL)도 함께 위험추구성향의 대리변수로 사용한다. 부채비율(LEV)은 총부채를 총자산으로 나누어 계산한다. 기업규모(SIZE)는 기업의 자산에 자연로그를 취한 값을 사용한다. 성장성을 대리하는 Tobin의 Q(Q)는 부채의 장부가치와 자본의 시장가치의 합을 총자산으로 나누어 계산한다. 유형자산비율(PPE_A)은 유형자산을 총자산으로 나누어 계산한다. 기업연령(LOG_AGE)은 기업의 연령에 자연로그를 취한 값을 사용하고, 수익성을 대리하는 총자산이익률(ROA)은 영업이익을 총자산으로 나누어 계산한다. 괄호 안의 값은 t값이며, ***, **, *는 각각 1%, 5%, 10% 수준의 통계적 유의성을 나타낸다.

	T_RET			IVOL		
	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)
ESG	-0.0081*** (-14.11)	-0.0090*** (-13.16)	-0.0037*** (-4.47)	-0.0078*** (-15.02)	-0.0087*** (-13.23)	-0.0024*** (-3.07)
LEV			0.0663*** (14.71)			0.0648*** (15.73)
SIZE			-0.0079*** (-9.68)			-0.0093*** (-11.92)

	T_RET			IVOL		
	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)
Q			0.0144*** (12.32)			0.0103*** (11.22)
PPE_A			-0.0026 (-0.53)			-0.0058 (-1.29)
LOG_AGE			-0.0002 (-0.21)			-0.0006 (-0.57)
ROA			-0.1210*** (-8.41)			-0.1181*** (-9.45)
Year fixed effect		YES	YES		YES	YES
Industry fixed effect		YES	YES		YES	YES
Intercept	0.1378*** (83.00)	0.1036*** (60.03)	0.2282*** (14.45)	0.1238*** (82.43)	0.0851*** (61.00)	0.2438*** (16.35)
N	8345	8345	8345	8345	8345	8345
Adj-R2	0.0314	0.1301	0.2179	0.0435	0.1058	0.2263

다음으로는 ESG 수준별로 ESG와 기업의 위험추구성향에 대하여 분석하고자 한다. ESG 점수를 기준으로 두 그룹으로 구분한 후 ESG와 기업의 위험추구 간의 관계에 대하여 분석한다. ESG 점수를 기준으로 일정수준 이상인 기업들의 경우에는 ESG에 대한 위험을 적절하게 관리하고 있다고 볼 수 있으므로, 기업가치 극대화를 위해 위험자산에 투자하고자 할 수 있을 것이다. 또는 이와는 반대로 ESG 점수가 높은 기업들은 지속가능경영을 추구하고자 하는 기업들이므로 전반적으로 보수적인 의사결정을 할 수 있고, 이로 인해 기업의 위험수준은 낮아질 수도 있다. 한편 ESG 점수 기준으로 일정 수준 미만의 기업들은 ESG에 대한 투자와 관리가 제대로 이루어지지 않고 있는 기업들로 볼 수 있는데, 이러한 기업들은 ESG가 기업의 위험에 미치는 영향이 특별히 나타나지 않을 수 있을 것이다. 이에 따라 본 논문에서는 ESG 수준을 기준으로 그룹을 구분한 후, ESG가 기업의 위험수준에 미치는 영향을 분석하고자 한다. 이를 위해, ESG 점수의 평균값을 기준으로 2개의 그룹으로 구분한 후, ESG와 기업의 위험수준의 관계에 대하여 분석한다. 이에 대한 결과가 <표 3>에 제시되어 있다. 먼저, 총위험을 종속변수로 사용한 분석결과를 보면, ESG 수준이 낮은 구간과 ESG 수준이 높은 구간 모두에서 기업의 위험수준이 유의미하게 감소하는 것으로 나타났다. 기업고유위험을 종속변수로 사용한 분석결과에서는 ESG 수준이 낮은 구간에서 기업의 위험수준의 유의성은 나타나지 않았으나, ESG 수준이 높은 구간에서는 기업의 위험수준은 감소하는 것으로 나타났다. 이는 ESG 점수가 높을수록 지속가능경영을 추구하며, 그로 인해 전반적으로 보수적인

의사결정을 하여 기업의 위험수준은 낮아지는 결과라고 할 수 있다. 한편 ESG 점수가 낮은 기업들은 ESG에 대한 인식도 높지 않고 투자도 이루어지지 않고 있어 ESG가 기업의 위험에 별다른 영향을 미치지 않는 것이라고 할 수 있다.

〈표 3〉 ESG와 기업의 위험추구 : ESG 수준 고려

동 표는 ESG 수준을 고려한 ESG와 기업의 위험추구에 분석결과를 제시한다. 본 연구에서는 한국ESG기준원에서 제공하는 2012년부터 2021년까지의 ESG 통합점수와 ESG 구성요소 각각의 점수를 사용한다. 위험추구성향의 대리변수로 기업의 월별 주가수익률을 이용하여 최근 1년 동안의 표준편차를 계산하고, 이를 기업의 총위험(T_RET)으로 사용한다. 또한, 2년 동안의 월별 주가수익률을 가지고 시장모형(market model)을 이용해 계산한 기업고유위험(IVOL)도 함께 위험추구성향의 대리변수로 사용한다. 부채비율(LEV)은 총부채를 총자산으로 나누어 계산한다. 기업규모(SIZE)는 기업의 자산에 자연로그를 취한 값을 사용한다. 성장성을 대리하는 Tobin의 Q(Q)는 부채의 장부가치와 자본의 시장가치의 합을 총자산으로 나누어 계산한다. 유형자산비율(PPE_A)은 유형자산을 총자산으로 나누어 계산한다. 기업연령(LOG_AGE)은 기업의 연령에 자연로그를 취한 값을 사용하고, 수익성을 대리하는 총자산이익률(ROA)은 영업이익을 총자산으로 나누어 계산한다. 괄호 안의 값은 t값이며, ***, **, *는 각각 1%, 5%, 10% 수준의 통계적 유의성을 나타낸다.

	T_RET		IVOL	
	ESG 수준 낮을 때	ESG 수준 높을 때	ESG 수준 낮을 때	ESG 수준 높을 때
ESG	-0.0063*** (-3.71)	-0.0025* (-1.73)	-0.0023 (-1.58)	-0.0025* (-1.76)
LEV	0.0626*** (9.36)	0.0729*** (14.00)	0.0694*** (11.88)	0.0658*** (13.41)
SIZE	-0.0119*** (-7.98)	-0.0065*** (-7.12)	-0.0137*** (-10.13)	-0.0077*** (-8.43)
Q	0.0148*** (8.09)	0.0137*** (9.30)	0.0097*** (7.29)	0.0102*** (8.37)
PPE_A	0.0030 (0.43)	-0.0067 (-1.11)	-0.0029 (-0.47)	-0.0074 (-1.33)
LOG_AGE	-0.0016 (-0.74)	0.0013 (1.07)	-0.0015 (-0.83)	0.0001 (0.11)
ROA	-0.1199*** (-5.67)	-0.1039*** (-5.82)	-0.1085*** (-6.16)	-0.1122*** (-6.83)
Year fixed effect	YES	YES	YES	YES
Industry fixed effect	YES	YES	YES	YES
Intercept	0.3038*** (10.35)	0.1941*** (10.96)	0.3193*** (12.27)	0.2124*** (12.41)
N	3588	4757	3588	4757
Adj-R2	0.1834	0.2310	0.2178	0.2097

다음으로는 기업지배구조 수준에 따라 그룹을 구분하여 ESG가 기업의 위험부담에 미치는 영향을 살펴보고자 한다. ESG가 기업의 위험부담에 미치는 영향은 기업지배구

조 특성에 따라 다를 수 있다. 기업지배구조가 좋을수록 투자자 보호 매커니즘이 개선되고 대리인 비용은 낮아지게 되며, 경영자는 기업가치 극대화를 위해 노력하게 된다. 이와 관련하여 기존문헌에서는 대리인 비용이 낮으면 기업의 위험부담 수준이 높아진다고 주장하고 있다(Eling & Marek, 2014; Jiraporn, Chatjuthamard, Tong, & Kim, 2015; John et al., 2008). 즉, 기업지배구조가 좋은 경우, 대리인 비용이 낮아지게 되고 경영자는 위험한 프로젝트에 투자하면서 기업가치를 제고하고자 할 것이다. 반대로, 기업지배구조가 낮은 경우, 즉 대리인 비용이 높은 경우에는, 경영자는 자신의 경력과 명성을 위해 ESG에 참여하면서 보수적으로 경영을 할 유인이 있게 된다. 분석 결과가 <표 4>에 제시되어 있는데, 총위험을 종속변수로 사용한 경우에는 지배구조 수준이 낮은 기업과 높은 기업 모두에서 ESG 경영에 적극적일수록 위험추구행위는 감소하는 것으로 나타났다, 또한, 기업고유위험을 종속변수로 사용한 결과에서는 지배구조 수준이 낮은 경우에는 ESG 점수의 유의성은 없는 것으로 나타난 반면, 지배구조 수준이 높은 경우에는 ESG 점수가 증가할수록 기업의 위험추구는 감소하는 것으로 나타났다. 이는 기존 연구에서 좋은 지배구조로 인해 대리인 비용이 낮은 경우 기업이 위험추구를 증가시킬 수 있다는 기존 가설과는 다소 다른 결과이다. 이러한 결과는 우리나라의 경우에는 평판위험이 상대적으로 중요할 수 있으므로, ESG가 좋은 기업들은 ESG로 인한 좋은 평판을 유지하고자 다소 보수적인 경영을 하는 것으로도 해석할 수 있을 것이다.

<표 4> ESG와 기업의 위험추구 : 기업지배구조 수준 고려

동 표는 기업지배구조 수준을 고려한 ESG와 기업의 위험추구의 분석결과를 제시한다. 본 연구에서는 한국ESG기준원에서 제공하는 2012년부터 2021년까지의 ESG 통합점수와 ESG 구성요소 각각의 점수를 사용한다. 위험추구성향의 대리변수로 기업의 월별 주가수익률을 이용하여 최근 1년 동안의 표준편차를 계산하고, 이를 기업의 총위험(T_RET)으로 사용한다. 또한, 2년 동안의 월별 주가수익률을 가지고 시장모형(market model)을 이용해 계산한 기업고유위험(IVOL)도 함께 위험추구성향의 대리변수로 사용한다. 부채비율(LEV)은 총부채를 총자산으로 나누어 계산한다. 기업규모(SIZE)는 기업의 자산에 자연로그를 취한 값을 사용한다. 성장성을 대리하는 Tobin의 Q(Q)는 부채의 장부가치와 자본의 시장가치의 합을 총자산으로 나누어 계산한다. 유형자산비율(PPE_A)은 유형자산을 총자산으로 나누어 계산한다. 기업연령(LOG_AGE)은 기업의 연령에 자연로그를 취한 값을 사용하고, 수익성을 대리하는 총자산이익률(ROA)은 영업이익을 총자산으로 나누어 계산한다. 괄호 안의 값은 t값이며, ***, **, *는 각각 1%, 5%, 10% 수준의 통계적 유의성을 나타낸다.

	T_RET		IVOL	
	ESG 수준 낮을 때	ESG 수준 높을 때	ESG 수준 낮을 때	ESG 수준 높을 때
ESG	-0.0034*** (-2.61)	-0.0034*** (-2.87)	-0.0010 (-0.87)	-0.0032*** (-2.92)
LEV	0.0730*** (12.03)	0.0591*** (10.64)	0.0697*** (12.65)	0.0598*** (12.34)
SIZE	-0.0100*** (-8.70)	-0.0066*** (-6.44)	-0.0112*** (-10.25)	-0.0079*** (-8.21)

	T_RET		IVOL	
	ESG 수준 낮을 때	ESG 수준 높을 때	ESG 수준 낮을 때	ESG 수준 높을 때
Q	0.0150*** (9.30)	0.0126*** (8.26)	0.0108*** (8.83)	0.0089*** (7.31)
PPE_A	0.0010 (0.15)	-0.0051 (-0.86)	-0.0011 (-0.19)	-0.0088 (-1.64)
LOG_AGE	-0.0008 (-0.47)	0.0002 (0.16)	-0.0009 (-0.58)	-0.0004 (-0.31)
ROA	-0.1184*** (-5.87)	-0.1032*** (-5.61)	-0.1242*** (-7.43)	-0.0984*** (-6.23)
Year fixed effect	YES	YES	YES	YES
Industry fixed effect	YES	YES	YES	YES
Intercept	0.2833*** (12.10)	0.2030*** (10.32)	0.2940*** (13.88)	0.2126*** (11.65)
N	3772	4573	3772	4573
Adj-R2	0.2235	0.2071	0.2506	0.2016

다음으로는 ESG를 E, S, G로 구분하여 각각의 항목이 기업의 위험추구행태에 미치는 영향에 대하여 분석한다. 분석결과가 <표 5>에 제시되어 있다. 분석결과를 살펴보면, 총위험을 종속변수로 사용한 경우, S 점수와 G 점수의 계수값이 유의미한 음의 값을 갖는 것으로 나타났다. 기업고유위험을 종속변수로 사용한 경우에는 S 점수의 계수값이 유의미한 음의 값을 갖는 것으로 나타났다. 즉, 사회적 성과와 지배구조 성과를 추구하는 기업들은 기업의 수익 극대화뿐만 아니라 사회적 가치 제고를 위해 노력하게 되고, 보험 성향의 자산에 투자하게 되면서 결과적으로 기업의 위험 수준이 낮아진다고 볼 수 있다.

<표 5> E, S, G와 기업의 위험추구

동 표는 E, S, G와 기업의 위험추구에 대한 분석결과를 제시한다. 본 연구에서는 한국ESG기준원에서 제공하는 2012년부터 2021년까지의 ESG 통합점수와 ESG 구성요소 각각의 점수를 사용한다. 위험추구성향의 대리변수로 기업의 월별 주가수익률을 이용하여 최근 1년 동안의 표준편차를 계산하고, 이를 기업의 총위험(T_RET)으로 사용한다. 또한, 2년 동안의 월별 주가수익률을 가지고 시장모형(market model)을 이용해 계산한 기업고유위험(IVOL)도 함께 위험추구성향의 대리변수로 사용한다. 부채비율(LEV)은 총부채를 총자산으로 나누어 계산한다. 기업규모(SIZE)는 기업의 자산에 자연로그를 취한 값을 사용한다. 성장성을 대리하는 Tobin의 Q(Q)는 부채의 장부가치와 자본의 시장가치의 합을 총자산으로 나누어 계산한다. 유형자산비율(PPE_A)은 유형자산을 총자산으로 나누어 계산한다. 기업연령(LOG_AGE)은 기업의 연령에 자연로그를 취한 값을 사용하고, 수익성을 대리하는 총자산이익률(ROA)은 영업이익을 총자산으로 나누어 계산한다. 괄호 안의 값은 t값이며, ***, **, *는 각각 1%, 5%, 10% 수준의 통계적 유의성을 나타낸다.

	T_RET			IVOL		
	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)
E	-0.0000 (-0.12)			0.0001 (1.22)		
S		-0.0001** (-2.19)			-0.0000 (-0.94)	
G			-0.0003*** (-4.83)			-0.0002*** (-3.71)
LEV	0.0661*** (14.69)	0.0663*** (14.69)	0.0656*** (14.61)	0.0644*** (15.62)	0.0648*** (15.68)	0.0644*** (15.64)
SIZE	-0.0099*** (-11.89)	-0.0088*** (-10.32)	-0.0089*** (-13.22)	-0.0112*** (-14.35)	-0.0102*** (-12.69)	-0.0100*** (-15.40)
Q	0.0143*** (12.08)	0.0144*** (12.31)	0.0142*** (12.10)	0.0102*** (10.96)	0.0103*** (11.10)	0.0102*** (11.03)
PPE_A	-0.0035 (-0.70)	-0.0035 (-0.70)	-0.0030 (-0.61)	-0.0066 (-1.47)	-0.0064 (-1.42)	-0.0060 (-1.35)
LOG_AGE	-0.0003 (-0.29)	-0.0003 (-0.25)	0.0003 (0.29)	-0.0008 (-0.71)	-0.0007 (-0.61)	-0.0002 (-0.18)
ROA	-0.1197*** (-8.24)	-0.1206*** (-8.34)	-0.1184*** (-8.24)	-0.1161*** (-9.22)	-0.1175*** (-9.37)	-0.1163*** (-9.30)
Year fixed effect	YES	YES	YES	YES	YES	YES
Industry fixed effect	YES	YES	YES	YES	YES	YES
Intercept	0.2649*** (16.02)	0.2443*** (14.91)	0.2544*** (19.11)	0.2789*** (18.23)	0.2600*** (16.99)	0.2603*** (20.78)
N	8345	8345	8345	8345	8345	8345
Adj-R2	0.2155	0.2161	0.2177	0.2250	0.2249	0.2263

IV. 결론

본 논문에서는 국내 상장기업을 대상으로 ESG가 기업의 위험추구성향에 어떠한 영향을 미치는지에 대하여 분석한다. 먼저 ESG와 기업의 위험수준 간의 관계를 분석한 결과를 살펴보면, ESG 점수의 계수값이 유의미한 음의 값으로 나타나, ESG 점수가 증가할수록 기업의 위험추구는 감소하는 것으로 나타났다. 이러한 결과는 ESG 성과를 추구하는 기업들은 기업의 수익 극대화뿐만 아니라 사회적 가치 제고를 위해 노력하게

되고, 보험 성향의 자산에 투자하면서 결과적으로 기업의 위험 수준이 낮아진다는 기존 문헌의 결과와 그 맥을 같이 한다. 다음으로는 ESG 수준별로 ESG와 기업의 위험추구 성향에 대하여 분석한 결과, ESG 수준이 낮은 구간에서 ESG 점수는 기업의 위험수준에 별다른 영향을 미치지 못하는 것으로 나타났으나, ESG 수준이 높은 구간에서는 기업의 위험수준은 감소하는 것으로 나타났다. 이는 ESG 점수가 높을수록 지속가능경영을 추구하며, 그로 인해 전반적으로 보수적인 의사결정을 하여 기업의 위험수준은 낮아지는 결과라고 할 수 있다. 한편 ESG 점수가 낮은 기업들은 ESG에 대한 인식도 높지 않고 투자도 하고 있지 않아 ESG가 기업의 위험에 미치는 영향이 특별히 나타나지 않은 것이라고 할 수 있다. 한편, 본 논문에서는 기업지배구조 수준에 따라 기업을 구분한 후, ESG가 기업의 위험추구행태에 미치는 영향을 살펴본다. 분석결과, 지배구조 수준이 낮은 경우에는 ESG 점수의 유의성은 없는 것으로 나타난 반면, 지배구조 수준이 높은 경우에는 ESG 점수가 증가할수록 기업의 위험추구는 감소하는 것으로 나타났다.

국내 ESG 수준은 미국이나 영국에 비해 아직 그 발전 속도가 미미하고 여전히 풀어야 할 과제가 많은 것이 현실이다. 특히, 국내에서는 ESG에 대한 기업과 투자자의 인식이 코로나 팬데믹 이후 증폭되었기 때문에, ESG 경영이 기업의 위험추구 등 재무 의사결정에 미친 영향에 대해서는 앞으로도 지속적인 연구가 필요할 것으로 사료된다.

〈참고문헌〉

- Low, A. (2009). Managerial risk-taking behavior and equity-based compensation[J]. *Journal of Financial Economics*, 92(3), 470–490.
- Acemoglu, D., & Zilibotti, F. (1997). Was Prometheus unbound by chance? Risk, diversification, and growth[J]. *Journal of Political Economy*, 105(4), 709–751.
- Acharya, V. V., Amihud, Y., & Litov, L. (2011). Creditor rights and corporate risk-taking [J]. *Journal of Financial Economics*, 102(1), 150–166.
- Akbar, S., Kharabsheh, B., Poletti-Hughes, J., & Shah, S. Z. A. (2017). Board structure and corporate risk taking in the UK financial sector[J]. *International Review of Financial Analysis*, 50, 101–110.
- Anantharaman, D., & Lee, Y. G. (2014). Managerial risk taking incentives and corporate pension policy[J]. *Journal of Financial Economics*, 111(2), 328–351.
- Baker, M., Mark L. Egan & Suproteem K. Sarkar (2022). How Do Investors Value ESG? NBER working paper.
- Baumol, W. J., & Strom, R. J. (2007). Entrepreneurship and economic growth[J]. *Strategic Entrepreneurship Journal*, 1(3–4), 233–237.
- Dunbar, C. G., Li, Z. F., & Shi, Y. (2020). Corporate social responsibility and CEO risk-taking incentives[J]. *Journal of Corporate Finance*, 64(101714).
- Eling, M., & Marek, S. D. (2014). Corporate governance and risk taking: Evidence from the UK and German insurance markets[J]. *The Journal of Risk and Insurance*, 81(3), 653–682.
- Faccio, M., Marchica, M. T., & Mura, R. (2011). Large shareholder diversification and corporate risk-taking[J]. *The Review of Financial Studies*, 24(11), 3601–3641.
- Faccio, M., Marchica, M. T., & Mura, R. (2016). CEO gender, corporate risk-taking, and the efficiency of capital allocation[J]. *Journal of*

- Corporate Finance, 39, 193–209.
- Groza, M. D., Pronschinske, M. R., & Walker, M. (2011). Perceived organizational motives and consumer responses to proactive and reactive CSR[J]. *Journal of Business Ethics*, 102(4), 639–652.
- He, Feng, Cong Ding, Wei Yue, & Guanchun Liu (2023). ESG performance and corporate risk-taking: Evidence from China. *International Review of Financial Analysis*, Vol 8.
- Hirshleifer, D., & Thakor, A. V. (1992). Managerial conservatism, project choice, and debt. *The Review of Financial Studies*, 5(3), 437–470.
- John, K., Litov, L., & Yeung, B. (2008). Corporate governance and risk-taking[J]. *The Journal of Finance*, 63(4), 1679–1728.
- Li, K., Griffin, D., Yue, H., & Zhao, L. (2013). How does culture influence corporate risk-taking? [J]. *Journal of Corporate Finance*, 23, 1–22.
- Porter, M. E., & Kramer, M. R. (2006). The link between competitive advantage and corporate social responsibility[J]. *Harvard Business Review*, 84(12), 78–92.

ESG 리뷰

ESG Review

발행처 한국ESG기준원

발행인 심인숙

발행일 2023년 12월

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
