

ISSN 2982-7124

ESG 리뷰

ESG Review

2024-04호 | Vol. 113

2024.12.24



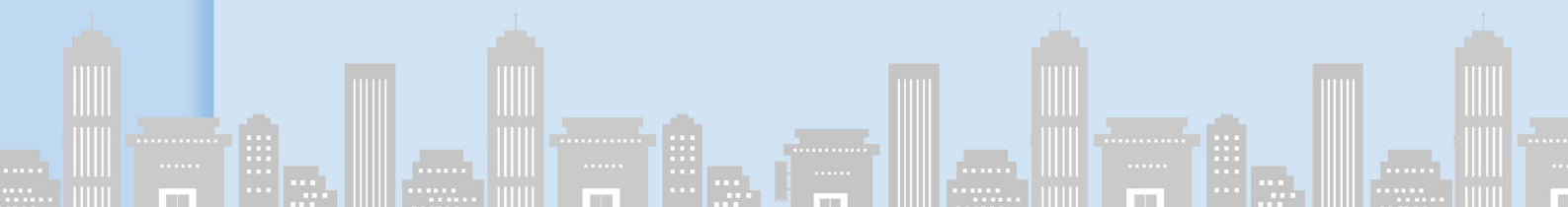
한국ESG기준원

Contents

Vol.113 | 2024. 4호

03 **연구논단 I** 공동경영자가 ESG등급에 미치는 영향
전홍민 | 성신여대 경영학부 교수

24 **연구논단 II** 기업 밸류업, 왜 필요하고 어떻게 할 것인가?
박상인 | 서울대학교 행정대학원 교수



공동경영자가 ESG등급에 미치는 영향

연구논단 I

전홍민¹⁾ | 성신여대 경영학부 교수

I. 서론

지속 가능한 발전을 위한 전 세계적인 공동 노력은 모든 규모의 조직이 ESG(환경, 사회, 거버넌스) 리스크 관리를 위해 무엇을 하고 있는지 더 투명하게 공개해야 할 필요성을 만들어냈다. 또한, ESG 활동과 그 공시는 투자자, 채권자, 직원, 잠재 고객 등과 같은 이해관계자가 회사가 ESG 리스크와 기회를 어떻게 관리하고 있는지 이해하는 데 도움을 준다. 그 결과, 강력한 ESG 프로그램은 주주 가치를 높이고 회사의 자본 비용을 줄이며, 내부 및 외부 이해관계자들 간의 협력을 촉진할 수 있다(Cheng et al., 2013, Gillan et al., 2022). 불행히도 ESG성과에 대한 부분은 주식 혹은 채권평가와 달리 ESG 성과의 차이에 대한 상당한 혼란이 존재하기도 한다(Berg et al., 2022).

최근 ESG 공개 지침은 지속 가능성 정보 공개와 관련된 우려를 해결하기 위한 제도적 규칙으로 등장했다. 이러한 지침은 기업이 공개적으로 지속 가능성 정보를 공개할 때 사용하는 프레임워크를 제공한다(Romito and Vurro, 2021). 적절한 ESG 공시는 외부 이해관계자가 회사 경영진이 이전에 비공개로 유지했을 수 있는 운영, 배출, 공급망 문제에 대한 리스크를 더 잘 이해할 수 있도록 돕는다. 예를 들어, 국제재무보고기준(IFRS)은 금융 세계에서 신뢰성과 투명성을 유지하기 위해 설계되어, 투자자와 사업 운영자가 정보에 기반한 재무 결정을 내릴 수 있도록 한다. 기업이 US GAAP

1) 본 연구는 Shared Governance and ESG Rating: Evidence from Korea 연구를 일부 발췌한 버전이다. 본 연구의 저자는 전홍민, 조호제, 송학준이며 전홍민은 성신여자대학교 경영학과 정교수, 조호제는 산타클라라대학교 재무학 정교수, 송학준은 캘리포니아주립대학교 회계학 정교수이다.

또는 IFRS와 같은 표준화된 프레임워크를 사용하여 재무 결과를 투명하게 보고해야 하기 때문에, 경영진이 지속 가능성 정보를 공개하는 것도 합리적인 기대일 수 있다 (이해관계자가 표준화된 성과 프레임워크에 동의할 수 있는 한). 또한, ESG 공시는 기업이 넷 제로 경제로의 적응을 위해 취하는 행동을 보여주어야 한다. 이러한 공시는 ESG 문제에서 진전이 없거나 사업 운영을 통해 부정적인 영향을 미치는 경영진에게 책임을 묻는 역할을 하기도 한다.

최고 경영진이 효과적으로 의사 결정에 참여하고 ESG(환경, 사회, 거버넌스) 효과를 촉진하려면 새로운 형태의 리더십이 필요하다. 그 중 하나는 공유 리더십을 통한 공유 거버넌스로, ESG 실천의 효율성을 보장하는 메커니즘이다. 최고 경영진에게 권한을 부여하는 것은 ESG에 대한 효과적인 계획, 준비, 그리고 헌신을 요구하는 큰 도전 과제이다. 공유 거버넌스 과정을 수립하려면 적합한 ESG 프레임워크를 실행할 수 있는 효과적인 리더십이 필요하다. 기존의 기업 사회적 책임(CSR) 연구는 전통적인 리더십 구조, 즉 단일 CEO가 이끄는 기업을 가정하여 진행되었다. 우리는 공유 리더십을 통한 공유 거버넌스에 대한 연구를 확장하고, 그것이 기업의 필수 공개 행동과 ESG 등급에 미치는 영향을 조사한다.

대부분의 기업은 단일 CEO가 이끌고 있지만, 학자들은 공동 CEO 구조와 다른 대체 리더십 구조에 대한 연구를 요구하기 시작했다(Hambrick and Cannella, 2004). 공동 CEO는 “두 명의 경영자가 일정 기간 동안 상호 협력하여 최고 직무를 함께 수행하고, 회사나 사업 부문의 결과에 대해 공동으로 책임을 지는 것”으로 정의된다(Alvarez and Svejenova, 2005). 공동 CEO는 상호 보완적인 지식과 기술을 제공하고, 다양한 경험과 통찰을 통해 창의적이고 철저한 의사 결정을 촉진하여 기업 성과를 향상시킬 수 있다(Pearce and Conger, 2003; Cox et al., 2003). 또한, 공유 리더십은 분리된 위치에서 동시에 최고 리더십을 유지하고, 여러 전략적으로 중요한 문제를 동시에 검토할 수 있게 한다. 실제로, 이전 연구에서는 공유 리더십과 팀 또는 기업 성과, 기업 가치 사이의 긍정적인 연관성을 기록한 바 있다(예: Carson et al., 2007; Hmieleski et al., 2012). 그러나 공유 리더십을 가진 기업은 공동 CEO 간의 조정 문제, 최고 경영진의 초점이 맞지 않는 메시지, 직원들 사이의 충성도 분산(정치적 편향), 그리고 중복된 성과와 관련된 비효율성으로 고통받을 수 있다(Mintzberg, 1989; Hackman, 2002; Alvarez and Svejenova, 2005).

한편으로, 우리는 공동 CEO들이 동시에 공유된 목표를 추구하며, 적극적인 ESG 전략을 개발하고 높은 ESG 등급을 달성할 가능성이 높다고 주장한다. 또한, 공동 CEO들은 ESG 문제를 해결하기 위해 여러 이해관계자의 다양한 요구를 수용하여 공유된 목표를 달성하고 높은 ESG 등급을 달성할 가능성이 있다. 다른 한편으로는, 공유 리더십 구조는 상호 감시가 강화되면서 부패를 억제하고 대리인 비용을 줄일 수 있다. 공동 CEO들은 관리자의 사적인 이익을 추구하는 데 사용할 수 있는 ESG 활동에 헌신할 가능성이 적고, 외형적으로 높은 ESG 등급을 달성할 가능성도 적다. 더 나아가, 강한 자아와 서로 다른 기술 및 리더십 스타일을 가진 공동 CEO들은 조정 문제와 대인 간 갈등을 겪을 수 있으며, 이로 인해 ESG 활동에 덜 신경을 쓰게 되어 낮은 ESG 등급으로 이어질 수 있다. 이 논의는 상반된 예측을 기대하며, 실증적인 조사가 필요함을 시사하고, 본 연구는 ESG 등급과 공유 리더십을 통한 공유 거버넌스 간의 실증적 관계를 조사하는 것을 목표로 한다.

본 연구는 2012-2019년 한국의 독특한 공동 CEO 데이터를 사용하여, 공동 CEO를 가진 기업이 단일 CEO가 이끄는 기업보다 특히 사회 점수에서 낮은 ESG 등급을 나타낸다는 것을 발견했다. 그러나 한국의 대기업 집단 내 공동 CEO들은 전략적 일관성으로 인한 낮은 조정 비용과 자원 동원의 용이성 덕분에 더 높은 ESG 등급을 공개했다. 강건성 검증을 위해, 본 연구는 2SLS 추정, 성향 점수 매칭(PSM) 표본 분석, 엔트로피 표본 분석 방법을 사용하여 가능한 내생성 문제와 자기 선택 편향 문제를 최대한 해결하기 위해 노력하였으며, 주요 결과는 지지되었다.

본 연구는 여러 방식으로 기존 문헌에 기여한다. 첫째, 이 연구는 공유 거버넌스와 공유 리더십이 다양한 기업 성과에 미치는 영향을 조사하는 문헌에 기여한다. 이전 연구들은 공동 CEO 구조가 팀 또는 기업 수준에서 성과를 개선한다고 기록했지만, 공유 리더십 구조의 부정적인 면에 대한 실증 연구는 제한적이다. 우리는 한국에서 공동 CEO 구조가 ESG 등급을 감소시킨다는 것을 발견했다. 둘째, 이전 연구들은 기업의 사회적 책임(CSR)과 ESG 등급의 결정 요인을 조사했다(예: Carroll, 1979; Matten and Moon, 2008). ESG는 CSR에 비해 기업의 더 “지속 가능성” 측면을 강조하는 모델로 간주된다. 본 연구는 이 연구 흐름을 확장하여 공유 리더십 구조를 ESG 등급의 독특한 결정 요인으로 규명했다.

II. 가설 및 연구 방법론

1. 가설

공동 CEO는 상호 보완적인 기술을 가지고 있으며, 단독 CEO보다 전략적 의사결정 시 더 다양한 경험, 정보, 통찰력을 제공한다(Arena et al., 2011; Hinsz et al., 1997; Shin and Lee, 2024). 그 결과, 공동 CEO는 다양성을 더 잘 수용하고 다양한 목표를 동시에 추구하는 데 성공할 가능성이 높다(Arena et al., 2011). 따라서 공동 CEO는 ESG 활동의 트레이드오프를 숙고하고 서로 협력하고 조율하여 도구적(Instrumental) ESG 전략을 개발할 가능성이 높다고 예상된다.

CSR의 이해관계자 이론은 기업의 리더가 여러 이해관계자의 상충된 요구를 희생하지 않고 만족시킬 책임이 있다고 주장한다(Freeman, 1984). 이해관계자 이론이 공동 CEO의 ESG에 대한 도구적 수용을 적절히 반영하는 한, 공동 CEO는 다양한 이해관계자의 상이하고 상호 연관된 요구를 균형 있게 맞추고 ESG 문제를 해결하는 과정에서 모순된 요구를 해결하여 공유된 목표를 달성하고 높은 ESG 등급을 획득할 가능성이 높다(Simsek et al., 2009).

반면, 연구들은 공유 리더십 구조가 부정적인 측면을 가질 수 있다고 주장한다. 예를 들어, 공유 리더십 하에서는 강한 자아를 가진 공동 CEO들이 권력 경쟁으로 인해 조율 문제나 갈등을 겪을 수 있다(Mintzberg, 1989; Hackman, 2002; Alvarez and Svejnova, 2005; Ponomareva et al., 2024). 이와 관련하여 명령일원화(unit-of-command) 이론은 리더십을 상명하달식(top-down) 과정으로 보고, 조직은 한 명의 CEO가 이끌 때 가장 효과적이며, 단일 리더 하에서 갈등과 모호성이 방지될 수 있다고 본다(예: Fayol, 1949; Barnard, 1968; House, 1977; Simon, 1997). 만약 이것이 사실이라면, 공동 CEO는 장기적인 성과를 내포하는 ESG 활동에 덜 헌신할 가능성이 있으며, ESG 등급과 공시의 질에도 덜 신경 쓸 수 있다.

또한, 대리인 이론의 관점에서 보면, 공유 리더십은 각 CEO가 상대방을 감시하면서 상호 감시를 통해 대리인 비용을 줄일 수 있다(Arena et al., 2011). 따라서 공유 리더십은 부패를 억제하고 공동 CEO가 회사의 최선의 이익에 부합하지 않는 ESG 활동에 투자하는 것을 방지하는 데 도움을 줄 수 있다(Pearce et al., 2008). 이러한 개념을 바탕으로 일부 연구들은 ESG 투자에 의해 관리자들이 사적 이익을 취하거나(Masulis

and Reza, 2015) 그들의 정치적 신념을 실현하는(Di Giuli and Kostovetsky, 2014) 경우가 있다고 지적한다. 따라서 대리인 이론의 관점에서 공동 CEO는 상호 감시로 인해 관리자의 사적 이익만을 추구하는 ESG 활동에 헌신할 가능성이 적고, 단순히 외양만 화려한 높은 ESG 성과를 달성할 가능성도 적다. 위의 논의를 바탕으로, 우리의 연구 질문은 실증적 조사가 필요하며 우리의 가설은 다음과 같다.

가설 1A (이해관계자 이론). 공동 CEO의 ESG 등급은 단독 CEO가 이끄는 기업보다 높다.

가설 1B (대리인 이론). 공동 CEO의 ESG 등급은 단독 CEO가 이끄는 기업보다 낮거나 차이가 없다.

2. ESG 등급 측정

한국의 대부분의 ESG 관련 연구들(e.g., Rhee et al., 2021; Park et al., 2024)은 한국ESG기준원(舊한국기업지배구조원, KCGS)이 발행한 ESG 평가 점수를 사용하고 있다. 따라서, 본 연구에서는 KCGS가 발표한 ESG 평가 점수를 ESG 등급의 대리 변수로 사용한다. KCGS는 2003년부터 기업의 지배구조 품질을 평가해왔으며, 2011년부터 환경 및 사회적 성과를 추가하여 기업의 ESG 점수를 발표하고 있다. 환경 점수 항목은 기후변화, 친환경 공급망, 환경 위험관리, 친환경 제품 및 서비스 등의 영역에서 평가된다. 사회 점수 항목은 공정하고 차별 없는 고용, 노사관계, 직장 내 안전보건, 지속가능한 소비 등에서 평가된다. 지배구조 점수 항목은 이사회 구성 및 운영, 주주권리 보호, 감사기구 구성 및 운영, 내부통제 및 리스크 관리 등의 영역에서 검토된다.

KCGS의 ESG 등급은 정부 기반 기관이기 때문에 상대적으로 객관적이라고 여겨지며, 평가 편향에 덜 취약하다. 반면에, 서구 국가의 대부분의 ESG 등급 발행 기관(e.g., MSCI, Sustainalytics, S&P)은 영리 조직이다. 약 8천억 달러의 자산을 보유한 전 세계 세 번째로 큰 기관이자 한국 최대 투자자인 국민연금공단(NPS)은 그 신뢰성 때문에 투자 결정을 위해 KCGS의 ESG 성과 정보를 사용해왔다.

KCGS는 각 항목에 대한 점수를 기준으로 S, A+, A, B+, B, C, D의 7가지 ESG 등급을 발표한다. KCGS는 ESG 문제에 대한 중요성 기준을 고려하여 매년 기업의

ESG 점수를 할당하고 공개하며, 이는 이전 연구(Khan et al., 2016)와 일치한다. 본 연구는 총점(300)을 나누어 ESG 점수를 축소하고, 각각 E점수, S점수, G점수는 해당 항목의 만점(100)을 나누어 축소하여 사용하며, 축소된 총점과 각 ESG 점수를 종속 변수로 사용한다.

3. 공동 CEO 구조 측정

앞서 논의한 바와 같이 공동 CEO 구조는 다양한 동기에 의해 형성된다. 하지만 상대적으로 소수의 연구만이 기업 수준 데이터를 사용하여 공동 CEO 구조를 조사했다. 한국에서는 기업이 연례 보고서에서 경영진(즉, 이사회와 임원)의 모든 구성원에 대한 정보를 공개해야 한다. 또한, FN-GUIDE에서 운영하는 한국 데이터 제공업체 Data-guide는 CEO를 포함한 모든 이사회 구성원의 이름과 직책을 데이터베이스에서 제공한다. 따라서 본 연구는 Data-guide에서 기업별 CEO 수를 얻었고, 이 변수를 주요 테스트 변수로 정의했다. 본 연구는 다수의 CEO가 기업을 이끄는 경우 이 변수를 더미 변수로 표시하고, 같은 기업의 CEO 수를 NUMCEO로 정의했다. COCEO와 NUMCEO를 테스트 변수로 사용한다.

4. 연구 모델

가설을 검증하기 위한 첫 번째 실증 모델에서 종속 변수는 ESG 점수(E점수, S점수, G점수)이고, 우리의 주요 관심 변수는 COCEO와 NUMCEO이다. 우리는 이전 연구(Choi et al., 2018; Davidson et al., 2018)를 기반으로 회귀분석에 통제 변수를 포함한다. 특히, 우리는 통제 변수로 LEV(레버리지), LNSIZE(기업 규모), ROA(총자산수익률), RND(연구 개발 강도), AD(광고 강도), CASH(현금 및 현금성 자산 비율), LOSS(회사의 순이익이 음수이면 1, 그렇지 않으면 0으로 코드화된 더미 변수), OIVOL(영업 이익 변동성), BIGN(Big N 감사인), FO(외국인 소유), LNAGE(기업 연령)를 사용한다. 더 크고, 더 수익성이 높고, 레버리지가 적으며 글로벌 Big 4 계열 회계법인의 감사를 받는 기업은 더 높은 ESG 점수를 받을 가능성이 높다. 연구 개발 강도, 광고 강도, 영업 변동성이 더 큰 기업은 자원 부족과 높은 기업 위험으로 인해 ESG 점수가 낮을 가능성이 있다. 외국인 소유가 더 큰 기업은 외국인 투자자의 감시를 받는 기업들이 고품질 ESG 등급을 추구하는 경향이 있기 때문에 ESG 점수가 더

높을 가능성이 있다. 보다 자세한 변수 정의는 <Appendix>에 제시되어 있다. 또한, 본 연구는 산업별 더미 변수를 2자리 SIC 코드로 정의하고, 연도별 더미 변수를 포함하여 시간 및 산업 간 ESG 점수의 체계적인 차이를 통제하며, 시간에 따른 이분산성을 해결하기 위해 표준 편차를 기업 수준에서 클러스터링한다. 본 연구의 첫 번째 실증 모델은 다음과 같다.

$$\begin{aligned}
 \text{ESG Score (E Score, S Score, G Score)} = & \beta_0 + \beta_1 \text{COCEO (NUMCEO)} + \beta_2 \text{LEV} \\
 & + \beta_3 \text{LNSIZE} + \beta_4 \text{ROA} + \beta_5 \text{RND} + \beta_6 \text{AD} + \beta_7 \text{CASH} + \beta_8 \text{LOSS} + \beta_9 \text{OIVOL} \\
 & + \beta_{10} \text{BIGN} + \beta_{11} \text{FO} + \beta_{12} \text{LNAGE} + \text{Industry \& Year Dummy} + \varepsilon \quad (1)
 \end{aligned}$$

5. 연구 표본

본 연구의 실증 분석은 2012년부터 2019년까지 KOSPI 및 KOSDAQ에 상장된 한국 기업들을 표본으로 한다. 표본 기간 동안 모든 상장 기업은 한국의 금융감독원(FSS, 미국의 SEC와 동등)에 CEO 수를 보고해야 했다. 본 연구는 Data-guide에서 기업의 CEO 데이터를 다운로드하고 수작업으로 CEO 수를 계산했다. 또한 금융감독원 웹사이트에서 외국인 CEO와 기타 특이한 사례들을 확인했다. 다음으로, 회계, 대기업(재벌) 집단, 소유권 데이터를 한국정보서비스(Kis-Value) 데이터베이스, 공정거래위원회(KFTC), 그리고 Total Solution 2000(TS2000)에서 각각 추출하였으며, ESG 점수는 한국ESG기준원(KCGS)에서 수집했다. 본 연구는 다음 기준을 충족하는 기업들을 선택했다.

- (1) Kis-Value에서 재무제표 데이터가 이용 가능하고, Data-guide에서 CEO 데이터가 이용 가능한 기업들.
- (2) 한국ESG기준원(KCGS)에서 ESG 점수가 발표된 기업들.
- (3) 금융회사를 제외하고, 회계연도가 12월에 끝나는 기업들만 포함.

이 과정을 통해 2012년부터 2019년 사이에 상장된 기업들의 총 5,228건의 연간 기업-연도 관찰치로 이루어진 최종 표본을 얻었다.

III. 실증 결과

1. 기술 통계

표 1은 연도별 표본에 따른 공동경영자비율에 대해서 보고한다. 표2는 회귀분석에 사용된 변수들의 기술 통계를 보여준다. ESG 점수, 환경 점수, 사회 점수, 거버넌스 점수의 평균(중앙값)은 각각 0.30(0.28), 0.32(0.34), 0.29(0.25), 0.29(0.29)이다. 환경 점수의 평균 값은 사회 점수나 거버넌스 점수보다 높다. 이는 최근 몇 년간 한국 정부가 환경 관련 규제를 강화했고, 상장 기업들이 이러한 규제의 패러다임 변화에 대응했기 때문이다. 공동 CEO(Co-CEO, NUMCEO)의 평균 및 중앙값은 각각 0.31(1.35)과 0.00(1.00)이다. 우리 표본에서 동일한 기업을 이끄는 CEO의 최대 수는 네 명이다. 전체 표본 중 약 8%는 한국 대기업 집단에서 공동 CEO이고, 약 22%는 한국 비대기업 집단에서 공동 CEO이다. 토빈의 Q(TQ)의 평균 값은 1.21로, 이는 기업의 시장 가치가 주식 장부 가치를 약간 초과한다는 것을 보여주는 기존 연구와 일치한다. 한국에서 지속 가능성 보고서는 2015년 파리 협정이 체결된 이후 자발적으로 공개되기 시작했다. 자발적으로 공개된 지속 가능성 보고서는 전체 표본의 3%에 불과하다. 마지막으로, 신용 등급의 평균 및 중앙값은 각각 5.75와 5.00으로, 이는 신용 등급 척도에서 “A+” 또는 “A”에 해당한다.

〈TABLE 1〉 Descriptive statistics by Year and Co-CEO

Year	Full	CO-CEO	Solo-CEO	Percentage of CO-CEO
2012	655	232	423	35.4%
2013	651	173	478	26.6%
2014	668	184	484	27.5%
2015	628	165	463	26.3%
2016	665	170	495	25.6%
2017	655	226	429	34.5%
2018	688	232	456	33.7%
2019	618	220	398	35.6%
Total	5,228	1,602	3,626	30.6%

Table 1 reports the yearly distribution of the full sample and firms led by Co-CEOs and solo CEOs and the proportion of firms led by Co-CEOs.

〈TABLE 2〉 Descriptive Statistics

Variable	No. of Obs.	Mean	Std.	Min	25%	Median	75%	Max
<i>ESG SCORE</i>	5,228	0.30	0.12	0.09	0.21	0.28	0.63	0.69
<i>S SCORE</i>	5,228	0.29	0.17	0.06	0.18	0.25	0.35	0.83
<i>E SCORE</i>	5,228	0.32	0.22	0.00	0.13	0.34	0.47	0.83
<i>G SCORE</i>	5,228	0.29	0.09	0.11	0.23	0.29	0.34	0.57
<i>COCEO</i>	5,228	0.31	0.46	0.00	0.00	0.00	1.00	1.00
<i>NUMCEO</i>	5,228	1.35	0.56	1.00	1.00	1.00	2.00	4.00
<i>Business Group COCEO</i>	5,228	0.08	0.27	0.00	0.00	0.00	0.00	1.00
<i>Non-Business Group COCEO</i>	5,228	0.22	0.41	0.00	0.00	0.00	0.00	1.00
<i>LEV</i>	5,228	1.10	1.20	0.06	0.37	0.75	1.39	7.79
<i>LNSIZE</i>	5,228	27.16	1.50	24.44	26.09	26.90	27.88	31.60
<i>ROA</i>	5,228	0.03	0.06	-0.23	0.01	0.03	0.06	0.22
<i>RND</i>	5,228	0.01	0.03	0.00	0.00	0.00	0.01	0.15
<i>AD</i>	5,228	0.01	0.02	0.00	0.00	0.00	0.01	0.11
<i>CASH</i>	5,228	0.08	0.07	0.00	0.03	0.06	0.11	0.34
<i>LOSS</i>	5,228	0.18	0.39	0.00	0.00	0.00	0.00	1.00
<i>OIVOL</i>	5,228	0.04	0.05	0.00	0.01	0.02	0.04	0.39
<i>BIGN</i>	5,228	0.69	0.46	0.00	0.00	1.00	1.00	1.00
<i>CHAEBOL</i>	5,228	0.23	0.42	0.00	0.00	0.00	0.00	1.00
<i>FO</i>	5,228	0.11	0.13	0.00	0.02	0.06	0.16	0.60
<i>LNAGE</i>	5,228	3.62	0.54	2.07	3.22	3.78	3.99	4.51
<i>HHI</i>	5,228	0.24	0.17	0.03	0.12	0.19	0.28	0.99
<i>TQ</i>	5,228	1.21	0.81	0.41	0.78	0.95	1.30	5.33
<i>ADTQ</i>	5,228	0.00	0.68	-2.28	-0.32	-0.10	0.12	4.51
<i>ADROA</i>	5,228	0.00	0.05	-0.29	-0.02	0.00	0.02	0.20
<i>SR</i>	3,254	0.03	0.18	0.00	0.00	0.00	0.00	1.00

Table 2 presents descriptive statistics of the main variables used in this study. The sample of this study is based on 5,228 firm-year observations for 2012–2019, except *SR*. Please see Appendix for data definitions.

2. 다변량 회귀

표 3은 주요 가설을 검증하기 위한 다변량 회귀 분석 결과를 보여준다. 표 3의 1열은 종속 변수가 ESG 점수일 때 COCEO의 계수가 -0.007이고, t값이 -2.631로 1% 유의 수준에서 통계적으로 유의미함을 나타낸다. COCEO의 계수(-0.007)의 크기는 경제적으로 의미 있는 수준으로, 공동 CEO가 이끄는 기업의 ESG 점수가 단일 CEO

가 이끄는 기업보다 0.007% 낮다는 것을 의미한다. 따라서 이 결과는 공동 CEO가 이끄는 기업들이 단일 CEO가 이끄는 기업들에 비해 ESG 활동에 대한 지출과 관련된 대리인 비용의 상호 감시, 조정 문제, 대인 갈등 때문에 낮은 ESG 등급을 발표한다는 것을 시사한다. 표 3의 2열은 표준 편차가 기업 수준에서 클러스터링될 때에도 유사한 결과를 보여주며, 이는 10% 유의 수준에서 통계적으로 유의미하다(t 값 = -1.651).

이후의 모든 회귀 분석 결과는 표준 편차가 기업 수준에서 클러스터링에서 보고된다. 표 3의 3열부터 5열까지는 종속 변수가 S(사회) 점수일 때 COCEO의 계수가 -0.015이고, t 값이 -2.678로 1% 유의 수준에서 통계적으로 유의미함을 보여준다. 그러나 종속 변수가 E(환경) 점수와 G(거버넌스) 점수일 때 COCEO의 계수는 통계적으로 0과 다르지 않다. 또한, 우리는 NUMCEO의 계수가 -0.008이고 종속 변수가 S 점수일 때 10% 유의 수준에서 통계적으로 유의미함을 발견했다(t 값 = -1.721). 이러한 결과는 공유 리더십과 ESG 등급 간의 부정적 연관성이 주로 공동 CEO가 이끄는 기업의 낮은 사회 점수에 의해 발생한다는 것을 시사한다. 우리는 한국의 공동 CEO들이 정치적 양극화와 사회 문제에 대한 극단적 견해로 인해 서로 상반되는 가치 체계를 가질 수 있으며, 이로 인해 사회 문제에 대해 조정의 어려움을 겪고 ESG 활동을 서로 강하게 감시할 수 있다고 추측한다.

표 3의 전체 결과는 공동 CEO들이 조정 문제를 겪고 있으며, 이것이 공동 CEO 구조와 ESG 등급 간의 부정적 연관성을 유발하며, 또한 대리인 비용에 대한 상호 감시를 지지한다는 것을 시사한다. 통제 변수로서, 더 큰 기업과 외국인 소유 비율이 높은 기업은 이전 연구 결과와 일치하게 더 높은 ESG 점수를 받는 것으로 나타났다 (Davidson et al., 2018).

〈TABLE 3〉 Baseline regression results

VARIABLES	(1) ESG SCORE	(2) ESG SCORE	(3) E SCORE	(4) S SCORE	(5) G SCORE	(6) S SCORE
COCEO	-0.007*** [-2.631]	-0.007* [-1.651]	-0.004 [-0.460]	-0.015*** [-2.678]	-0.001 [-0.360]	
NUMCEO						-0.008* [-1.712]
LEV	-0.003**	-0.003	-0.003	-0.001	-0.004**	-0.001

VARIABLES	(1) ESG SCORE	(2) ESG SCORE	(3) E SCORE	(4) S SCORE	(3) G SCORE	(6) S SCORE
	[-2.245]	[-1.223]	[-0.850]	[-0.321]	[-2.364]	[-0.323]
<i>LNSIZE</i>	0.048***	0.048***	0.071***	0.053***	0.020***	0.053***
	[44.516]	[18.765]	[15.987]	[17.735]	[10.677]	[17.726]
<i>ROA</i>	-0.016	-0.016	-0.121*	0.06	0.014	0.06
	[-0.607]	[-0.460]	[-1.860]	[1.201]	[0.554]	[1.208]
<i>RND</i>	0.143***	0.143	0.166	0.253**	0.026	0.255**
	[2.630]	[1.542]	[0.934]	[2.042]	[0.377]	[2.061]
<i>AD</i>	-0.097	-0.097	-0.736***	0.420**	0.012	0.418**
	[-1.378]	[-0.653]	[-2.663]	[2.190]	[0.130]	[2.183]
<i>CASH</i>	-0.039**	-0.039	-0.062	-0.053	-0.005	-0.052
	[-2.087]	[-1.288]	[-0.987]	[-1.316]	[-0.230]	[-1.284]
<i>LOSS</i>	0.008**	0.008	0.018**	0.012	-0.004	0.012
	[2.047]	[1.634]	[1.988]	[1.541]	[-1.101]	[1.545]
<i>OIVOL</i>	-0.068***	-0.068	-0.129	-0.051	-0.023	-0.051
	[-2.900]	[-1.518]	[-1.528]	[-0.892]	[-0.992]	[-0.884]
<i>BIGN</i>	0.010***	0.010**	0.014	0.007	0.009***	0.007
	[3.577]	[2.246]	[1.518]	[1.197]	[2.896]	[1.196]
<i>FO</i>	0.032***	0.032	0.027	0.03	0.037**	0.031
	[2.821]	[1.346]	[0.559]	[1.146]	[2.117]	[1.170]
<i>LNAGE</i>	0.002	0.002	0.015	0	-0.007**	-0.001
	[1.024]	[0.477]	[1.566]	[-0.076]	[-2.101]	[-0.110]
Constant	-1.074***	-1.074***	-1.810***	-1.249***	-0.168***	-1.237***
	[-23.009]	[-15.797]	[-15.560]	[-15.387]	[-3.258]	[-15.173]
Industry Fixed	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes
Year Fixed	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes
Firm Cluster	No	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes
Observations	5,228	5,228	5,228	5,228	5,228	5,228
R-squared	0.590	0.590	0.572	0.339	0.532	0.338

This table reports the regression results with the Co-CEO structure (*COCEO*) and the number of Co-CEO (*NUMCEO*) as test variables and controls included, and overall ESG Performance score (*ESG SCORE*), each Environmental (*E SCORE*), Social (*S SCORE*), Governance (*G SCORE*) Performance score as dependent variables. See Appendix for detailed descriptions of the variables. ***, **, * indicate the significance level at the 1%, 5%, and 10% level, respectively. The standard deviation is clustered except column (1) at the firm level.

기존 연구는 CSR(기업의 사회적 책임) 참여가 시장을 지원하는 제도가 부재할 때(제도적 공백) 사회적 제도 인프라의 보완 역할을 하며, 이로 인해 거래 비용이 증가하고

자원 접근이 제한된다고 제안한다(Khanna and Palepu, 2000; El Ghouli et al., 2017). CSR 측면에서 기업 집단에 속하는 것의 몇 가지 뚜렷한 이점이 있다(Choi et al., 2018). 첫째, 그룹 내 한 기업이 CSR을 개선하면, CSR의 평판적 이익이 그룹 내 모든 기업에 전파되며, 그룹 내 긍정적 외부 효과로 인해 우수한 인재와 신규 사업을 유치할 수 있는 이점이 있을 수 있다. 더 나아가, CSR 참여는 불리한 사건에 직면했을 때 보험과 같은 혜택을 제공할 수 있기 때문에, 기업 집단의 기업들은 그룹 내 한 기업에서 발생한 부정적인 충격이 그룹 내 모든 계열사에 파급될 수 있기 때문에 CSR 활동에 더 많이 참여할 가능성이 있다(Godfrey, 2005). 둘째, 기업 집단은 내부 시장에서 자원을 동원할 수 있다. 기업 집단 소속으로 인해 얻은 재무 및 운영의 유연성은 CSR 참여로 인한 비용을 효과적으로 대처할 수 있게 한다(Chang and Hong, 2000). 따라서, 풍부한 자원을 가진 기업 집단의 기업들은 독립적인 기업들에 비해 ESG 활동에 더 많이 헌신하고, 부정적인 사건에 직면했을 때 부정적인 외부 효과를 완화하기 위해 긍정적인 평판적 외부 효과와 보험과 같은 혜택을 생성함으로써 ESG 등급을 향상시킬 가능성이 더 크다. 더욱이, 한국에서 그룹 총수의 중앙 권위는 기업 집단 내 각 기업에 매우 큰 영향을 미친다. 기업 집단 내에서는 공동 CEO 간의 조정 비용이 거의 없고 상호 감시의 필요성도 적을 것이다. 우리는 기업 집단에 속하는 것이 공동 CEO 구조와 ESG 등급 간의 관계를 조정할 것이라고 예상한다.

〈TABLE 4〉 Business group co-CEOs vs non-business group co-CEOs

VARIABLES	(1) ESG SCORE	(2) ESG SCORE	(3) ESG SCORE	(4) ESG SCORE
	Co-CEO	Business Group	Co-CEO	Non-Business Group
<i>Business Group COCEO</i>	0.034** [2.417]			
<i>Non-Business Group COCEO</i>			-0.034** [-2.417]	
<i>NUMCEO</i>		0.032** [2.375]		-0.006 [-0.561]
<i>LEV</i>	-0.000 [-0.062]	-0.002 [-0.353]	-0.000 [-0.062]	-0.002 [-0.731]
<i>LNSIZE</i>	0.044*** [9.941]	0.058*** [6.629]	0.044*** [9.941]	0.036*** [6.109]

VARIABLES	(1) ESG SCORE	(2) ESG SCORE	(3) ESG SCORE	(4) ESG SCORE
<i>ROA</i>	-0.033 [-0.438]	-0.086 [-0.468]	-0.033 [-0.438]	-0.034 [-0.433]
<i>RND</i>	0.193 [1.114]	2.493** [2.609]	0.193 [1.114]	0.104 [0.612]
<i>AD</i>	0.040 [0.148]	0.046 [0.095]	0.040 [0.148]	0.135 [0.449]
<i>CASH</i>	0.052 [0.949]	0.193 [1.156]	0.052 [0.949]	0.021 [0.334]
<i>LOSS</i>	0.015* [1.853]	0.016 [0.829]	0.015* [1.853]	0.009 [1.112]
<i>OIVOL</i>	-0.085 [-1.018]	-0.103 [-0.549]	-0.085 [-1.018]	-0.084 [-1.196]
<i>BIGN</i>	-0.001 [-0.103]	-0.053 [-1.560]	-0.001 [-0.103]	0.000 [0.041]
<i>FO</i>	0.078** [2.010]	0.016 [0.174]	0.078** [2.010]	0.083** [2.071]
<i>LNAGE</i>	0.011 [1.275]	0.030 [1.541]	0.011 [1.275]	0.007 [0.856]
Constant	-1.033*** [-8.626]	-1.323*** [-5.897]	-0.999*** [-7.922]	-0.766*** [-4.819]
Industry Fixed	Yes	Yes	Yes	Yes
Year Fixed	Yes	Yes	Yes	Yes
Firm Cluster	Yes	Yes	Yes	Yes
Observations	1,602	422	1,602	1,180
R-squared	0.608	0.606	0.608	0.527

This table reports the regression results with the Business Group Co-CEO structure (*COCEO*), Non-Business Group Co-CEO structure (*COCEO*) and the number of Co-CEO (*NUMCEO*) as test variables and controls included, and overall ESG Performance score (*ESG SCORE*), each Environmental (*E SCORE*), Social (*S SCORE*), Governance (*G SCORE*) Performance score as dependent variables. See Appendix for detailed descriptions of the variables. ***, **, *.

4. 내생성

본 분석에서 중요한 우려는 잠재적 역인과성과 기타 내생성 문제로 인해 발생할 수 있는 내생성 문제이다. 이는 공동 CEO 구조와 ESG 등급 간의 인과 관계 해석에 영향을 미칠 수 있다. 또한, 규모가 크고 복잡한 기업들은 평판과 소송에 대한 우려로 인해 공동 CEO 구조를 가질 수 있으며, 높은 ESG 등급을 공개할 수 있다. 따라서 본

연구는 내생성 문제와 자기 선택 문제를 해결하기 위해 2단계 최소자승법(2SLS) 추정, 성향 점수 매칭(PSM) 표본 분석, 그리고 엔트로피 표본 분석 방법을 수행한다.

2SLS 추정에서 좋은 도구변수는 공동 CEO 구조 선택과 경제적으로 관련 있는 외생 변수(관련성 조건)지만, 2단계 회귀의 오차항과 상관되지 않는 변수여야 한다(배타성 조건). 우리는 Dhaliwal et al. (2016)을 따라, 공동 CEO 수의 산업 평균 값(INDU_MEAN_NUMCEO)을 외생 도구변수로 사용한다.

표 5의 패널 A 열(1)과 열(2)에 나타난 것처럼, 1단계 회귀에서 공동 CEO 수의 산업 평균 값(INDU_MEAN_NUMCEO)은 공동 CEO와 1% 유의 수준에서 통계적으로 유의미하다(t 값 = 10.920)고 나타났으며, 관련성 조건이 충족되었다. 또한, 열(2)은 테스트 변수로 사용된 예상된 공동 CEO 값(공동 CEO의 적합값)이 여전히 5% 유의 수준에서 유의미하고(t 값 = -2.399), ESG 점수(ESG-score)와 부정적인 연관성이 있음을 보여주어 주요 결과를 확증한다.

또한, 우리는 이전 연구(Dhaliwal et al., 2016; Islam and Zein, 2020)를 따라 관측된 변수에 대한 내생적 선택을 수정하기 위해 강건성 검증으로 성향 점수 매칭(PSM) 표본 분석을 수행한다. 표 5 패널 A의 열(3)은 교체 없이 일대일 매칭 절차로 구성된 PSM 표본에서 COCEO 계수가 10% 유의 수준에서 유의미하고 부정적임을 나타낸다(t 값 = -1.727). PSM 표본 분석은 완전히 무작위화된 실험을 근사하려 시도 하면서 불균형의 큰 부분을 무시했기 때문에 종종 비판받으며, 이는 표본 크기 축소와 매칭 품질 감소로 인해 비효율성과 추론에서의 편향을 증가시킬 수 있다(Shipman et al., 2017). 우리는 또한 엔트로피 재가중치 방식의 최적 가중치를 보정하여 처리 그룹과 통제 그룹의 높은 공변량 균형을 달성하는 엔트로피 표본 분석 접근법을 사용하여 결과의 강건성을 추가로 확인한다(Hainmueller, 2012). 표 5 패널 A의 열(4)은 엔트로피 표본 분석 접근법을 사용했을 때 COCEO에 대한 계수가 5% 유의 수준에서 유의미하고 부정적임을 시사한다(t 값 = -2.035). 2SLS 추정, PSM 표본, 그리고 엔트로피 표본 분석 접근법 결과는 공동 CEO 구조가 ESG 등급을 감소시킨다는 우리의 주요 발견을 한층 강화한다.

〈TABLE 5〉 Endogeneity analyses: 2SLS, PSM and Entropy Balancing analyses on ESG score

VARIABLES	2SLS-IV regression		Propensity Score Matching (PSM)	Entropy Balancing
	(1) <i>COCEO</i>	(2) <i>ESG SCORE</i>	(3) <i>ESG SCORE</i>	(4) <i>ESG SCORE</i>
<i>Indu_Mean_NUMCEO</i>	3.942*** [10.920]			
<i>Predicted COCEO</i>		-0.006** [-2.399]		
<i>COCEO</i>			-0.006* [-1.865]	-0.005** [-2.035]
<i>LEV</i>	-0.027 [-0.470]	-0.003 [-1.276]	-0.003** [-2.373]	-0.003*** [-2.802]
<i>LNSIZE</i>	0.263*** [4.575]	0.049*** [18.527]	0.051*** [36.175]	0.050*** [46.001]
<i>ROA</i>	-0.501 [-0.483]	-0.021 [-0.590]	-0.037 [-0.966]	-0.023 [-0.764]
<i>RND</i>	0.925 [0.292]	-0.089 [-0.596]	0.044 [0.462]	-0.105 [-1.388]
<i>AD</i>	-5.111* [-1.732]	0.122 [1.315]	0.171** [2.014]	0.184*** [2.817]
<i>CASH</i>	-1.054 [-1.122]	-0.044 [-1.416]	0.001 [0.038]	-0.008 [-0.343]
<i>LOSS</i>	0.032 [0.241]	0.009* [1.651]	0.008 [1.501]	0.011*** [2.673]
<i>OIVOL</i>	-0.722 [-0.712]	-0.077* [-1.690]	-0.110*** [-3.215]	-0.075*** [-3.124]
<i>BIGN</i>	-0.154 [-1.032]	0.009** [2.005]	0.007* [1.847]	0.010*** [3.291]
<i>FO</i>	-0.046 [-0.075]	0.032 [1.346]	0.047*** [2.926]	0.043*** [3.536]
<i>LNAGE</i>	0.188 [1.533]	0.003 [0.558]	0.001 [0.403]	0.003 [1.267]
Constant	-15.200*** [-7.461]	-1.133*** [-15.095]	-1.130*** [-12.227]	-1.121*** [-16.651]
Industry Fixed	Yes	Yes	Yes	Yes
Year Fixed	Yes	Yes	Yes	Yes
Observations	5,113	5,118	3,204	5,228
R-squared	0.1076	0.583	0.616	0.600

This table shows empirical results based on 2SLS-IV regression, Propensity Score Matching (PSM), and entropy balancing analyses on ESG score. Please see Appendix for variable definitions. T-statistics, in parentheses, are calculated with standard errors clustered by the firm level. ***, **, and * indicate significance at the 0.01, 0.05, and 0.10 levels, respectively, using a two-tailed test.

IV. 결론

본 연구는 2012년부터 2019년까지의 한국 데이터를 사용하여 공동 CEO 구조와 기업의 ESG 등급 간의 연관성을 조사했다. 우리의 연구 결과는 공동 CEO가 이끄는 기업들이 단일 CEO가 이끄는 기업들보다 낮은 ESG 등급, 특히 낮은 사회 점수를 공개한다는 것을 보여준다. 그러나 한국 대기업 집단 내 공동 CEO들은 조정 비용이 낮고 자원 동원이 더 쉬워서 더 높은 ESG 등급을 공개한다.

우리 연구에는 몇 가지 한계가 있다. 우리는 기업의 ESG 등급에 대한 완벽하지 않은 대리 변수일 수 있는 KCGS에서 발표한 ESG 점수를 사용했다. 또한, 대규모 공동 CEO 데이터는 한국에서만 이용 가능하며, 따라서 다른 법적 및 정치적 환경을 가진 국가들에 우리의 연구 결과를 일반화하기는 어렵다.

CEO 특성이 전략적 의사결정과 기업 성과에 영향을 미친다는 기대와 일치하게, 경영, 금융, 회계 분야의 학자들은 CEO 특성과 기업의 사회적 성과 간의 관계를 연구해 왔다(e.g., Agle et al. 1999; Manner 2010; Chin et al. 2013; Koch-Bayram and Wernicke 2018; Petrenko et al. 2016). 우리는 공동 CEO 구조가 ESG 등급에 미치는 부정적인 영향을 보여줌으로써 이 연구 흐름에 기여한다. 다양한 이해관계자들 사이에서 기업의 ESG 등급의 중요성에 대한 인식이 높아지고 있지만, 한국기업을 대상으로 공동 CEO와 ESG 등급에 대한 연구는 거의 이루어지지 않았다. 여러 국가에서 기업들이 점점 더 복잡하고 다각화됨에 따라 공동 CEO 구조가 활발히 활용되고 있다. 이 연구의 실증 결과는 그러한 복잡한 경영 환경에서 적용 및 활용될 수 있을 것으로 기대된다.

〈참고문헌〉

- Agle, B.R., Mitchell, R.K., & Sonnenfeld, J.A. (1999). Who matters to CEOs? An investigation of stakeholder attributes and salience, corporate performance, and CEO values. *Academy of Management Journal*, 42(5), 507-525.
- Alvarez, J. L., & S. Svejnova. (2005). *Sharing Executive Power: Roles and Relationships at the Top*. Cambridge University Press.
- Arena, M. P., S.P. Ferris, & E. Unlu. (2011). It takes two: The incidence and effectiveness of co-CEOs. *Financial Review*, 46, 385-412.
- Barnard, C. I. 1968. *The functions of the executive*. Cambridge, MA: Harvard University Press.
- Berg, F., Kolbel, J. F., & Rigobon, R. (2022). Aggregate confusion: The divergence of ESG ratings. *Review of Finance*, 26(6), 1315-1344.
- Cheng, B., I. Ioannou, & G. Serafeim. (2014). Corporate social responsibility and access to finance. *Strategic Management Journal*, 35, 1-23.
- Choi, J., JO, H., Kim, J., & Kim, M. (2018). Business groups and corporate social responsibility. *Journal of Business Ethics*, 153, 931-954.
- Carroll, A. B. (1979). A three-dimensional conceptual model of corporate performance. *The Academy of Management Review*, 4, 497-505.
- Carson, J. B., P. E. Tesluk, & J. A. Marrone. (2007). Shared leadership in teams: an investigation of antecedent conditions and performance. *Academy of Management Journals*, 50, 1217-1234.
- Chin, M. K., Hambrick, D. C., & Trevino, L. K. (2013). Political ideologies of CEOs: The influence of executives' values on corporate social responsibility. *Administrative Science Quarterly*, 58(2), 198-232.
- Cox, J. F., C. L. Pearce, & M. L. Perry. (2003). *In shared leadership: reframing the how's and why's of leadership*. Sage Publishing: Thousand Oaks, CA.
- Davidson, R. H., Dey, A., & Smith, A. J. (2019). CEO materialism and corporate social responsibility. *The Accounting Review*, 94, 101-126.
- Di Giuli, A., & L. Kostovetsky. (2014). Are red or blue companies more likely to go green? politics and corporate social responsibility. *Journal of Financial Economics*, 111, 158-180.
- Dhaliwal, D., Judd, J. S., Serfling, M., & Shaikh, S. (2016). Customer concentration

- risk and the cost of equity capital. *Journal of Accounting and Economics*, 61, 23-48.
- El Ghouli, S., Guedhami, O., & Kim, Y. (2017). Country-level institutions, firm value, and the role of corporate social responsibility initiatives. *Journal of International Business Studies*, 48(3), 360-385.
- Fayol, H. 1949. *General and Industrial Administration*. NY: Pitman.
- Freeman, R.E. 1984. *Strategic management: A stakeholder perspective*. Englewood Cliffs, NJ: Prentice-Hall.
- George, G., L. Dahlander., S. D. Graffin, & S. Sim. (2016). Reputation and status: expanding the role of social evaluation in management research. *Academy of Management Journal*, 59, 1-13.
- Gillan, S. L., Koch, A., & Starks, L. T. (2022). Firms and Social Responsibility: A review of ESG and CSR research in corporate. *Journal of Corporate Finance*, 66, 101889.
- Hackman, J. R. 2002. *Groups that work (and those that don't): creating conditions for effective teamwork*. San Francisco, CA: Jossey-Bass.
- Hainmueller, J. (2012). Entropy balancing for causal effects: a multivariate reweighting method to produce balanced samples in observational studies. *Political Analysis*, 20, 25-46.
- Henderson, R. 2020. *Reimagining capitalism in a world on fire*. New York: Public Affairs.
- Hinsz, V. B., R. S. Tindale, & D. A. Vollrath. (1997). The emerging conceptualization of groups as information processors. *Psychological Bulletin*, 121, 43.
- Hmieleski, K. M., M. S. Cole, & R. A. Baron. (2012). Shared authentic leadership and new venture performance. *Journal of Management*, 38, 1476-1499.
- House, R.J. A. 1977. *Theory of charismatic leadership*. University of Toronto: Faculty of Management Studies.
- Islam, E., & Zein, J. (2020). Inventor CEOs. *Journal of Financial Economics*, 135, 505-527.
- Khan, M., Serafeim, G., & Yoon, A. (2016). Corporate sustainability: first evidence on materiality. *The Accounting Review*, 91, 1697-1724.
- Khanna, T., & Palepu, K. (2000). Is group affiliation profitable in emerging markets? An analysis of diversified Indian business groups. *Journal of Finance*, 55(2),

- 867-891.
- Koch-Bayram, I.F., & Wernicke, G. (2018). Drilled to obey? Ex-military CEOs and financial misconduct. *Strategic Management Journal*, 39(11), 2943-2964.
- Manner, M. (2010). The impact of CEO characteristics on corporate social performance. *Journal of Business Ethics*, 93, 53-72.
- Masulis, R. W., & S. W. Reza. (2015). Agency problems of corporate philanthropy. *Review of Financial Studies*, 28, 592-636.
- Matten, D., & J. Moon. (2008). "Implicit" and "Explicit" CSR: A conceptual framework for a comparative understanding of corporate social responsibility. *Academy of Management Review*, 33, 404-424.
- Minzberg, H. (1989). Origins of the nature of managerial work - a citation classic commentary on the nature of managerial work. *Current Contents/Social & Behavioral Sciences*, 33, 14.
- Park, H., J. Lee, & J. Shin. (2024). The effects of taxation on corporate social responsibility in an emerging market: evidence from a Korean tax reform. *Journal of Business Ethics*, 192, 745-774.
- Pastor, L., R. Stambaugh, & L. Taylor. (2021). Sustainable investing in equilibrium. *Journal of Financial Economics*, 142, 550-571.
- Pearce, C.L., & J. A. Conger. 2003. *Shared leadership: reframing the hows and whys of leadership*. Thousand Oaks, CA: Sage Publishing.
- Pearce, C.L., C. C. Manz, & H. P. Sims. (2008). The roles of vertical and shared leadership in the enactment of executive corruption: implications for research and practice. *The Leadership Quarterly*, 19, 353-359.
- Petrenko, O. V., Aime, F., Ridge, J., & Hill, A. (2016). Corporate social responsibility or CEO narcissism? CSR motivations and organizational performance. *Strategic Management Journal*, 37(2), 262-279.
- Ponomareva, Y., P., Francesco, C., Domenico Rocco, & Goergen, Marc. (2024). The ties that bind or those that tear us apart? co-CEO constellations and ESG performance in family firms. *European Corporate Governance Institute - Finance Working Paper*, No. 969.
- Rhee, C., Jung, A., & Chun, H. (2021). A study on ESG determinants and firm value: Focusing on economic policy uncertainty and operating income volatility. *Korean Accounting Review*, 46(6), 115-139.

- Romito, S., & Vurro, C. (2021). Non-financial disclosure and information asymmetry: A stakeholder view on US listed firms. *Corporate Social Responsibility & Environmental Management*, 28, 595-605.
- Serafeim, G., & Grewal, J. (2019). ESG metrics: reshaping capitalism? *Harvard Business School Technical Note*, 116-037.
- Shin, J.E., & Lee, G. (2024). Does co-CEO adoption lead to better stock performance? An empirical analysis focusing on high-growth firms. *Asia Pacific Journal of Financial Studies*, 51, 569-593.
- Shipman, J., Swanquist, Q., & Whited, R. (2017). Propensity score matching in accounting research. *The Accounting Review*, 92, 213-244.
- Simsek, Z., C. Heavy, J. F. Veiga, & D. Souder. (2009). A typology for aligning organizational ambidexterity's conceptualizations, antecedents, and outcomes. *Journal of Management Studies*, 46, 864-894.
- Simon, H.A. 1997. *Administrative Behavior: A study of decision-making processes in administrative organizations*, (3rd edn). New York: Collier Macmillan.

〈Appendix〉 Variable Definition

<i>ESG SCORE</i>	ESG rating score provided by Korean Institute of Corporate Governance and Sustainability (KCGS), divided by total score (300).
<i>S SCORE</i>	Corporate social rating score based on human capital, product liability, business ethics, job security, employees' working conditions, level of sustainable management practice, relationship with labor union, divided by total social score (100).
<i>E SCORE</i>	Environmental Performance rating based on impact on climate change, use of natural resources, level of clean production, amount of green marketing, production of environment-friendly goods, divided by total environmental score (100).
<i>G SCORE</i>	Corporate governance rating score based on board structure, auditing quality, shareholder rights disclosure, degree of investor protection, extent of information disclosure, managerial compensation, distribution policies' healthiness, divided by total governance score (100).
<i>COCEO</i>	If the firm has multiple CEO, then coded as one, otherwise zero.
<i>NUMCEO</i>	The number of CEOs.
<i>Business Group COCEO</i>	If the firm has multiple CEO and belongs to Korean Business Group, then coded as one, otherwise zero.
<i>Non-Business Group COCEO</i>	If the firm has multiple CEO and not belongs to Korean Business Group, then coded as one, otherwise zero.
<i>LEV</i>	Leverage ratio calculated by total debt divided by total equity.
<i>LNSIZE</i>	The natural logarithm of total assets.
<i>ROA</i>	Return on assets, calculated by net income divided by total assets.
<i>RND</i>	Research and development expense divided by total sales.
<i>AD</i>	Advertising expense divided by total sales.
<i>CASH</i>	Cash and cash equivalents divided by total assets.
<i>LOSS</i>	Indicator variable if the firm reports loss then coded as one, otherwise zero.
<i>OIVOL</i>	Operating income volatility which is calculated by standard deviation of operating incomes for five years including current year (From Year _{t-4} to Year _t).
<i>BIGN</i>	If the firm is audited by Big N audit firms which are PWC, Deloitte, KPMG and E&Y, then coded as one, and zero otherwise.
<i>FO</i>	Foreign ownership ratio.
<i>LNAGE</i>	The natural logarithm of firm age.
<i>HHI</i>	Herfindahl-Hirschman Index which is a measure of market concentration, calculated by squaring the market share of each firm competing in the same product market and summing the resulting numbers.
<i>ADROA</i>	Industry adjusted ROA.
<i>CHAEBOL</i>	If the firm belongs to Korean business groups which is defined by the Korea Fair Trade Commission (KFTC), then coded as one, otherwise zero.
<i>Industry Dummies</i>	Industry dummy variables classified by two-digit industry classification codes.
<i>Year Dummies</i>	Year dummy variables.

기업 밸류업, 왜 필요하고 어떻게 할 것인가?*

연구논단II

박상인 | 서울대학교 행정대학원 교수

I. 밸류업이란 무엇인가

‘밸류업(value-up)’이라는 말은 학술 용어라기보다 시사 용어다. 그것도 매우 최근에 사용되기 시작한 용어이다. 2023년 3월에 도쿄증권거래소(Tokyo Stock Exchange, TSE)는 글로벌 투자자들의 진입을 유도하고 자본시장을 활성화하기 위해, PBR(Price Book Value Ratio, 주당 순자산가치)이 1배 미만인 상장기업들을 대상으로 자본수익성과 성장성을 높이도록 ‘자본비용과 주가를 의식한 경영의 실천 방침’과 구체적인 이행 목표를 매년 공개하기를 요구했는데, 이를 일본에서 ‘기업 밸류업 프로그램’이라고 부르기 시작한 것이다.

도쿄증권거래소가 일부 상장기업에 일본 기업 밸류업 프로그램을 요구한 이후에 2024년 1월 28일까지 닛케이 지수(Nikkei Index)와 토픽스(TOPIX)는 각각 24.8%, 22.5% 상승했는데, 이는 미국 나스닥 시장의 상승률 28.2%를 제외하면 선진국 중 가장 높은 상승률이었다. 나아가 2024년 2월 22일에는 일본 닛케이 지수가 사상 처음으로 39,098엔 포인트를 기록하면서, 종전 최고치였던 1989년 12월 29일 38,915엔 포인트를 경신했다.

이에 자극을 받은 한국 금융위원회는 2024년 1월 17일 기업 밸류업 프로그램을 도입해 상장기업의 기업 가치를 제고하겠다고 밝혔는데, 이를 계기로 ‘밸류업’이란 용어가 언론과 국내 주식투자자들 사이에서 통용되기 시작한 것이다. PBR이 1배보다 낮다는 것은 그 기업의 시장가치가 장부가액 또는 자본비용보다 낮다는 것으로, 즉

* 이 글은 곧 출간될 『코스피 5000 시대를 위한 기업 밸류업』(세창출판사)의 일부를 발췌해 재구성한 것이다.

주가가 저평가되었다는 의미로 해석된다.¹⁾ 따라서 저평가된 기업의 주가를 끌어올리도록 유인하거나 강제하는 정책을 기업 밸류업 프로그램 또는 정책이라고 정의할 수 있다.

그렇다면 여기서 드는 의문은 증권거래소나 정부가 주도하는 기업 밸류업 프로그램이나 정책이 필요한 이유가 무엇일까라는 것이다. 다시 말하자면, 왜 주식시장에서 가치가 저평가된 기업이 스스로 기업 가치 제고를 위해 충분히 노력하지 않을까라는 점이다.

사실 주주 자본주의(shareholder capitalism)가 잘 작동되는 경우에는, 기업 밸류업 프로그램을 증권거래소나 정부가 주도적으로 도입할 필요가 없다. 주주 자본주의는 문자 그대로 기업 경영의 목적이 주주의 이익을 극대화하는 것이고, 따라서 기업 경영자는 기업 가치 또는 기업의 주가를 제고하기 위해 최선의 노력을 기울임을 전제로 하는 것이다. 즉, 이상적인 상태의 주주 자본주의에서는 경영자의 사익 추구가 주주의 이익 극대화와 상충되지 않고, 시장에서 기업 가치평가(valuation)가 제대로 되지 않았다고 판단될 경우에 경영자는 적정 기업 가치에 대한 시그널을 보내는 등의 적극적 활동을 하게 된다.

그런데 주주 자본주의가 가장 잘 발달된 나라로 꼽히는 미국에서도 주주 자본주의가 항상 이상적으로 작동하는 것은 아니며, 경영자들이 자발적으로 주주의 이익 또는 기업 가치를 제고하기 위해 최선의 노력을 경주하는 것도 아니다. 따라서 경영자의 사익편취를 방지하고 경영자의 이익이 주주의 이익과 일치하도록 유인하는 여러 가지 장치가 마련되어 있는 것이다. 이런 유인기제를 기업 지배구조(corporate governance)라고 부르는데, 기업 지배구조는 기업 내부의 지배구조 외에도 기업 외부인 자본시장에서의 규제나 적대적 M&A 시도도 포괄한다.

이런 명시적인 기업 지배구조는 상장기업의 경우에 필요한 것이다. 상장기업은 대부분의 주주가 소액을 투자하는 소수주주(minority shareholder) 또는 일반주주로 구성되어 있고, 따라서 경영자와 주주 사이에 또는 경영권을 사실상 장악한 지배주주와 소수주주 사이에 이해상충이 발생하기 십상이기 때문이다. 따라서 기업 지배구조는 주주의 이익을 비례적으로 보장하기 위해서 필요한 유인체계라고 할 수 있다.

비상장회사의 경우에는 주주 또는 투자자가 소수이고, 따라서 명시적 기업 지배구

1) 또 다른 해석은 청산가치가 더 높은 기업이 상장 상태를 유지하고 있는 비합리적 상황이라는 것이 된다.

조 없이도 소수의 주주 또는 투자자 간 또는 이들과 경영자 간 사적 계약을 통해 이러한 유인체계가 매우 유연한 형태로 설계될 수 있다. 그러나 대다수의 소수주주로 구성된 상장기업에서 이와 같은 주주 간 계약을 맺는 것은 사실상 불가능하다. 또한 경영자의 경영 관련 활동을 주주가 충분히 감독할 수 있다는 것도 비현실적이다. 따라서 상장회사에 대해서는 기업 지배구조라는 명시적인 제도가 필요한 것이다. 이에 더해, 주주와 경영자 사이에 급여에 관한 계약 등을 통해 주주의 권익과 기업 가치를 제고시키기도 한다.

기업 내부의 기업 지배구조 제도로 대표적인 것이 주주를 대신해 경영자를 감독할 사외이사 선출이다. 또 사외이사가 제 역할을 안 할 경우 또는 경영자의 일탈에 대해서 직접적으로 주주들이 소송을 제기할 수 있는 주주대표소송도 이런 기업 지배구조의 일부이다. 이에 더해, 기업 가치를 제고하도록 경영자를 유인하기 위해서 성과급 급여 계약을 맺기도 한다. 기업 외부 즉 자본시장에서도 경영자가 기업 가치 제고를 위해 충분히 노력하지 않고 있다거나 경영자 교체로 기업 가치를 더 제고할 수 있다고 판단되면 적대적 M&A 시도가 일어나기도 한다. 상장회사의 정보 비대칭성을 완화하기 위해서, 증권거래소가 상장 조건이나 상장 유지를 위한 조건으로 기업의 재무 및 소유지배구조에 대한 정보를 공시하도록 요구하는 것도 광의의 기업 지배구조의 일부이다.

II. 밸류업 정책이 한국에 필요한 이유

그렇다면 일본은 왜 기업 밸류업 프로그램을 추진했는가, 또 어떻게 기업 가치를 제고하는 성과를 낼 수 있었는가 하는 의문이 남는다. 또한 우리나라도 일본처럼 기업 가치 제고를 위해 정부나 증권거래소의 개입이 필요한지, 일본식 기업 밸류업 프로그램을 통해 기업 가치가 제고될 수 있을지 하는 생각이 들게 된다. 이 절에서는 우선 우리도 일본처럼 PBR이 1배 미만인 상장기업들이 다수 존재하는지, 또 기업 가치의 저하가 일부 기업에 국한된 문제가 아니라 한국 주식시장 전반에서 발생하는 문제인지를 살펴보기로 한다.

2024년 1월 26일 종가 기준으로, 코스피·코스닥 상장회사의 57.68%에 해당하는 1,104개 기업의 PBR이 1배 미만이었다. 또한 코스피 상장기업들의 평균 PBR은 0.9 배로, 미국 상장주 평균인 4.6배와 비교해 크게 뒤처지고, 기업 밸류업 프로그램을 시작한 일본 닛케이255 지수 1.4배보다도 낮은 수준이었다.²⁾ 2012년부터 2021년까지 10년 동안을 보더라도, 국내 상장기업의 PBR은 선진국의 52% 그리고 신흥국의 58%에 불과했다.³⁾

앞서 설명했듯이, 특정 기업의 PBR이 1배 미만이라는 것은 시가총액이 자산에서 부채를 제외한 순자산가치보다 낮다는 의미이므로, 기업 가치가 저평가된 상태를 함의한다. 그러나 특정 기업의 PBR이 1배보다 높을 때, 적절한 수준이 무엇인지 또는 적절한 수준보다 높거나 낮은지를 판단하는 것은 단순한 작업이 아니다. 그럼에도 불구하고, 한국 상장기업 주식의 가치가 유사한 외국 상장기업에 비해 낮게 평가되고 있다는 ‘코리아 디스카운트(Korea discount)’가 상식처럼 회자되고 있을 뿐 아니라 기존 연구에서도 확인되고 있는 실정이다.

1. 코리아 디스카운트에 대한 증거

코리아 디스카운트에 대한 최근의 실증 연구로, 2023년 자본시장연구원의 「코리아 디스카운트 원인 분석」 보고서를 들 수 있다.⁴⁾ 이 보고서는 45개국 32,428개 상장기업의 2005~2021년 자료를 이용해 다양한 분석을 제시하고 있다. 먼저 2012년부터 2021년까지 최근 10년 동안을 비교해 볼 때 한국의 PBR은 평균 1.2로, 선진국 2.2, 신흥국 2.0, 아시아태평양 1.7 등에 비해 상당히 낮다. 특히 선진국과의 격차는 글로벌 금융위기 이후 확대되고 있다. 둘째, 부문별로 나눠서 살펴봐도 의료와 부동산 부문을 제외한 모든 부문에서 한국의 PBR이 비교집단에 비해 낮은 것으로 나타난다. 특히 선진국과 비교할 때 가장 격차가 큰 부문은 공공유틸리티(public utility) 부문으로, 선진국의 25% 수준에 불과하다. 기술, 산업재, 경기소비재(consumer discretionary), 금융 부문 등도 40~50% 수준이다. PER(Price to Earning Ratio, 주가-수익 비율)을 기준으로 비교하더라도 결과는 대체로 유사하다.

2) 김동하, “PBR 1배 미만 상장사 1,104개’ … ‘만년저평가 업종 주목”, 한경코리아마켓, 2024. 1. 30. (<https://www.hankyung.com/article/2024013003325>)

3) 김준석·강소현(2023).

4) 김준석·강소현(2023).

물론 앞서 언급했듯 특정 기업의 PBR이 1배보다 높을 때, 적절한 수준이 무엇인지 또는 적절한 수준보다 높거나 낮은지를 판단하는 것은 단순하지 않다. 따라서 단순 평균 비교보다, PBR에 영향을 미치는 요인들을 통제한 회귀분석을 실시할 필요가 있다. 자본시장연구원 보고서는 경제발전 수준을 나타내는 1인당 국민소득과 경제성장 전망의 대리변수로 GDP성장률을 통제한 회귀분석에서도 한국의 PBR 수준이 0.8738% 포인트 더 낮고 또 통계적으로 유의함을 보여 준다. 한국의 PBR은 평균 1.2로, 선진국 2.2, 신흥국 2.0, 아시아태평양 1.7 등이었음을 고려하면 경제발전 수준이나 경제성장률을 감안하더라도 여전히 상당한 수준의 코리아 디스카운트가 존재함을 알 수 있다.

경제발전 수준이나 경제성장률에 더해, 재무비율 및 수익률 변동성 변수를 추가로 통제한 회귀분석에서도 코리아 디스카운트는 여전히 통계적으로 유의한 것으로 밝혀졌다. 즉, 재무적 특성의 영향을 통제하더라도 여전히 -0.3374%의 코리아 디스카운트가 존재하는데, 이는 재무적 특성 외에도 추가적인 디스카운트 요인이 있음을 의미한다. 또 코리아 디스카운트의 약 60%는 재무적 특성의 영향이라는 의미로 해석될 수도 있다. 이 추가적인 코리아 디스카운트 요인은, 다음 절에서 살펴보듯이 기업 소유지배구조임을 알 수 있는데, 재무적 변수 역시 이런 기업 소유지배구조의 영향으로 더 취약하다고 생각할 수 있다.

자본시장연구소의 2023년 보고서 이전에도 코리아 디스카운트의 존재에 대한 실증 연구들이 있었다. 예를 들어, Ducret and Isakov(2020)는 28개국 25,863개 상장기업의 2002~2016년 자료를 바탕으로 코리아 디스카운트의 존재 여부와 특성을 분석한 바 있다. 이 논문에서도 코리아 디스카운트는 국가 단위, 업종 단위, 개별기업 단위 분석 모두에서 일관되게 관찰되며, 기업 지배구조, 금융시장발전 수준, 거시경제 여건의 영향을 통제하더라도 여전히 통계적으로 유의했다. 그런데 이 분석에 기업 지배구조 변수가 포함되어 있으나, 다음 절에서 살펴보듯이, 어떤 지표를 사용하는지에 따라서 다른 결과를 낳게 됨을 유의할 필요가 있다. 한편 코리아 디스카운트는 재벌 기업보다는 비재벌 기업에서 크게 나타나는데, Ducret and Isakov(2020)는 비재벌 기업의 낮은 국제적 주목성과 재벌 기업의 시장지배력에 따른 비재벌 기업의 경쟁력 약화와 연관된 것으로 추정하고 있다. 그런데 또 다른 가능한 해석은 실제로 비재벌 기업들의 기업 지배구조가 더 열악한 사실을 반영했을 수 있다는 것이다.

코리아 디스카운트를 확인하기 위해서, GDP 대비 시가총액 비율(Market Capitalization to GDP)의 국제 비교를 사용하는 경우도 있다. GDP 대비 시가총액 비율은 버핏 지수(Buffett Indicator)라고도 부르는데, 미국 버크셔 해서웨이의 최대주주이자 가치 투자의 대명사로 알려진 워런 버핏이 2001년 미국 경제 전문지 『포춘』과의 인터뷰에서 버핏 지수를 주식시장의 가치평가(valuation)를 판단하는 가장 훌륭한 방식이라고 언급하면서 널리 이용되기 시작했다. 한국의 버핏 지수는 2024년 6월 30일 기준으로 103.98%인데 반해, 2024년 7월 2일 기준으로 미국은 193% 그리고 2024년 7월 1일 기준으로 일본은 171.34%에 달한다.

그런데 한 가지 주의할 점은 버핏 지수가 이용되는 이유가 국가 간 비교보다는 주식시장의 과열 내지 저평가 여부를 판단하기 위함이라는 것이다. 주식시장 가치평가 역사를 기초로 해서 버핏 지수는 5개 구간으로 나뉘지는데, 버핏 지수가 83% 이하면 주가가 매우 저평가, 83% 초과 106% 이하면 다소 저평가, 106% 초과 130% 이하면 적정 평가, 130% 초과 154% 이하면 다소 고평가, 154% 초과면 매우 고평가된 것으로 해석한다. 따라서 버핏 지수에 따르면 한국 주식시장은 다소 저평가된 수준이라고 할 수 있고, 미국이나 일본은 매우 고평가되었다고 유추할 수도 있다. 그런데 버핏 지수는 현재의 시가총액을 이전 연도의 GDP와 비교한다는 점과, 시가총액을 구성하는 기업들은 국외에서도 영업하지만 GDP는 해외 매출을 제외한다는 점 등의 한계를 지니고 있다. 한편 버핏 지수에 따르면 일본 자본시장이 매우 고평가되었음에도 불구하고, 버크셔 해서웨이가 일본 기업들의 주식을 다량 매입하는 자가당착적 행동을 했다는 비판도 있다.

2. 코리아 디스카운트가 왜 문제인가

혹자는 코리아 디스카운트가 존재해 주가가 낮아진 상태에서 주식 투자자들이 주식을 매입한 것이기 때문에 코리아 디스카운트가 주식 투자자에게 해악을 야기하는 것은 아니라고 주장하기도 한다. 그런데 코리아 디스카운트는 한 시점에서 주가를 낮추는 부작용만 있는 것이 아니라, 주가 상승률 자체를 억압하기 때문에 한국 주식시장의 매력도와 주식 수익률을 떨어뜨리고 있다.

2007년 7월 24일에 코스피가 2000을 돌파했는데, 2020~2021년 코로나19 시대를 제외하면 그로부터 17년이 지난 2024년 현재에도 여전히 코스피 지수는 2000대

에 머물고 있다. <그림 1>은 2009년 1월 시작일 증가를 100으로 환산했을 때 각 월 시작일 증가를 2023년 12월까지 계산한 그림이다. 2017년 11월 시작일 증가 기준으로 2063.14를 찍은 코스피 지수는 글로벌 금융위기로 2018년 12월 시작일 증가 기준으로 1058.62까지 떨어졌다가 2019년 1월 시작일 증가부터 반등하기 시작했다. 그런데 글로벌 금융위기로 증시가 큰 폭으로 하락한 것은 우리만의 일은 아니었다. 따라서 국제 비교를 위해서 글로벌 금융위기의 영향에서 벗어나기 시작한 2009년 1월부터 2023년 12월까지 기간 동안의 수익률 변동을 살펴볼 필요가 있다. <그림 1>에서 볼 수 있듯이, 이 기간 동안 코스피의 연평균 증가율은 5.26%에 그쳤으나, 미국의 다우존스 지수는 연평균 9.7%씩 증가했다. 또한 오랜 침체기를 겪었던 일본 증시도 2013년부터 반등하기 시작해 토픽스 지수가 이 기간 동안에 6.9% 증가했음을 알 수 있다.

<그림 1> 코스피, 토픽스, 다우존스 지수의 표준화된 추이(2009. 1.~2023. 12.)



자료 출처: 토픽스 지수는 Stooq, 코스피와 다우존스 지수는 야후 파이낸스

이런 저조한 한국 주식 수익률은 최근 국내 주식투자자들이 한국 시장을 버리고 외국 시장 특히 미국 주식시장으로 투자처를 옮겨 가도록 만들고 있다. 한국거래소에 따르면, 외국인 투자자는 2024년 상반기 유가증권시장에서 22조 7,981억 원어치를

순매수했다. 그러나 코스피 지수는 동 기간 고작 5.37% 오르는 데 그쳤다. 기관과 개인이 외국인과 반대로 사상 최대 규모로 국내 주식을 매도한 결과이다. 기관과 개인은 2024년 상반기에 각각 18조 1,364억 원, 4조 5,150억 원어치를 순매도했다. 이에 반해, 동일 기간 동안에 대만 자취안 지수는 28.45% 급등했고, 일본 닛케이255 지수도 18.28% 상승했다.

국내 주식을 팔아 치운 개인투자자들은 대부분 미국 증시로 떠나고 있다. 한국예탁결제원에 따르면, 2024년 6월 19일 기준 국내 개인투자자의 미국 주식 보관 금액은 861억 500만 달러(약 119조 6,860억 원)로, 해외주식 보관액의 90%를 차지하고 있다. 이는 2011년 관련 통계 집계 이래 최대치로서, 코로나19 사태가 발생하기 전인 2019년 말 84억 1,565만 달러와 비교하면 4년 반 만에 10배 넘게 늘어난 것이다. 여기에 국내 최대 기관투자자인 국민연금도 국내 투자 비율을 줄이고 해외 투자를 늘리고 있다. 국민연금기금운용위원회는 2024년 5월 31일 국내 주식 목표 비율을 당해 15.4%에서 이듬해 14.5%로 낮추기로 했다. 국내 증시에 대한 뿌리 깊은 불신과 오랜 박스권에 대한 피로가 '셀 코리아(Sell Korea)'로 이어진 셈이다. 코리아 디스카운트는 국내 주식시장을 고사시키고 있는 것이다.

Ⅲ. 코리아 디스카운트의 원인

그렇다면 코리아 디스카운트의 원인은 무엇인가? 이는 아마 '우문'일 듯하다. 거의 모든 전문가들이 그 답을 이미 알고 있기 때문이다. 『한경비즈니스』가 2024년 6월 24일과 25일 양일간 국내 증권사의 리서치센터장 20인과 자산운용사 펀드매니저 30인에게 '코스피 4000 시대를 위해 한국 자본시장이 나아가야 할 길'에 대한 설문조사를 실시했는데, 50인의 전문가들은 '자본시장의 성장을 막는 가장 큰 걸림돌은 무엇이라고 생각하느냐'는 질문에 '기업의 거버넌스(34%)'를 가장 많이 꼽았다. 재벌 총수 중심적인 기업 소유지배구조와 정부가 사실상 좌지우지하는 민영화된 소유분산 기업의 기업 소유지배구조가 투자자들의 자본시장 진입을 가로막고 있다는 의미다.

기업 지배구조가 한국 기업의 주가 저평가와 자본시장의 성장을 막는 원인이라는 말은 현재의 기업 지배구조가 한국 상황에서 제대로 작동하고 있지 않다는 의미이다.

기업 지배구조는 상장회사에서 경영자의 사익편취를 방지하고 경영자의 이익이 주주의 이익과 일치하도록 유인하는 제도적 장치이다. 제1절에서 설명했듯이, 기업 지배구조는 기업 내부의 지배구조 외에도 기업 외부인 자본시장에서의 공시 등의 규제나 적대적 M&A 시도도 포괄한다. 기업 내부의 기업 지배구조로는 대표적으로 사외이사제도와 주주대표소송을 들 수 있다.

사실 형식적인 측면에서 볼 때, 사외이사제도, 주주대표소송, 공시 제도 등의 기업 지배구조는 1997년 경제위기 이후에 일본보다 더 빨리 우리나라에 도입되었다. 기업 지배구조와 관련된 법제도에 대한 평가로, 세계은행(World Bank)이 발표하는 「Doing Business」의 소액주주 보호(Protecting Minority Investors) 항목을 꼽을 수 있다. 이 항목은 공시 의무, 이사회 의무, 주주소송 용이성, 주주 권리, 소유 및 지배구조, 기업 투명성 등 6가지 주제와 관련된 38개 사안에 대해 법률상 규정의 존재 여부와 규제의 강도를 토대로 평가한다. 자본시장연구원 2023년 보고서에 따르면, 2014~2017년 기간 동안 「Doing Business」 평가에서 한국은 190개국 중 17~23위로 상위권에 위치했다.

이에 반해, 기업 지배구조가 실질적으로 작동하고 있는지에 대한 주관적 평가에서는 하위권에 속한다. WEF(World Economic Forum)가 발표하는 GCI(Global Competitiveness Index)는 기업 지배구조와 관련해 소액주주 보호, 이사회 의 유효성, 기업의 윤리적 행동 등 세 가지 항목을 경영자 설문조사(Executive Opinion Survey)를 통해 평가한다. 그런데 동일한 2014~2017년 기간 동안 이 주관적 GCI 평가에서 한국은 140개국 중 100~116위로 하위권에 속하는 것으로 나타났다. 한국은 기업 지배구조와 관련된 형식적인 법제도는 잘 갖춰져 있으나, 법제도의 실효성은 떨어진다고 해석할 수 있다.

그렇다면, 이런 기업 지배구조 제도가 한국에서 오작동하고 있는 이유는 무엇일까? 한마디로 이야기하자면, 한국 기업의 소유구조(ownership structure)가 미국 기업과 다르기 때문이다. 세계은행 「Doing Business」의 소액주주 보호 평가는 ‘소유분산 모기업-완전 자회사’라는 미국식 소유구조하에서 기업 지배구조라는 제도가 잘 구비되었는가에 대한 평가라고 할 수 있다. ‘소유분산 모기업-완전(100%) 자회사’라는 기업 소유구조하에서는 사실상 경영권을 좌지우지하는 대주주가 없고, 따라서 소수주주의 이익과 어긋나는 전문경영자의 사익편취 유인을 방지하기 위해 기업 지배구조 제도가

말려된 것이다. 경영권을 좌지우지하는 대주주가 없을 경우에는 주주총회에서 소수주주의 이익을 대변할 사외이사가 선임될 수 있고, 또 경영자에 대한 시장 감시를 용이하게 하는 공시 제도와 주주들이 직접적으로 경영자와 사외이사에게 책임을 물을 수 있는 주주대표소송도 잘 작동할 수 있다.

우리의 경우 1997년 경제위기 이후에 이런 미국식 기업 지배구조 제도가 도입되었고, 따라서 제도라는 형식적 수단은 비교적 잘 갖춰졌다고 세계은행에서 평가하고 있는 것이다. 그러나 한국의 기업 소유구조는 미국과 전혀 다르다. 한국에서는 경영권을 사실상 좌지우지하는 대주주인 자연인이 존재한다. 대기업집단에서 이런 자연인을 흔히 ‘총수’라고 부르는데, 총수가 기업집단의 지배기업의 경영권을 장악하고, 이 지배기업이 100%에 훨씬 못 미치는 지분으로 다른 계열사들을 사실상 지배하는, 이른바 ‘재벌’이라는 기업 소유구조를 가지고 있다. 이런 재벌이라는 기업 소유구조에서는 전문경영인과 소수주주 사이가 아니라 재벌 총수와 소수주주 사이에 이해상충 문제가 발생한다. 그러나 이런 이해상충은 전문경영자-소수주주의 이해상충 해소에 초점을 둔 미국식 기업 지배구조 제도에서는 제대로 해소되지 못하는 것이다. 따라서 재벌 총수의 ‘황제경영’이 만연하고 재벌 총수일가의 사익편취가 심각한 것이 우리의 현실이 되었다.

한국의 작동되지 않는 기업 지배구조 제도가 코리아 디스카운트의 원인임은 실증연구에서도 확인된다. 앞서 소개한 자본시장연구원 2023년 보고서는 코리아 디스카운트의 원인을 분석하기 위해서 세계은행의 「Doing Business」 지수, WEF의 GCI, 주주환원 변수, 회계투명성 변수, 기관투자자 등의 투자자 변수, 지정학적 위험 변수 등을 각각 추가한 회귀분석들을 시도했다. 그 결과, 정성적인 기업 지배구조 평가인 WEF의 GCI와 주주환원 변수만이 추가되었을 때 코리아 디스카운트의 통계적 유의성이 사라지는 것으로 나타났다. 즉, 코리아 디스카운트는 오작동하는 기업 지배구조에서 비롯되는 것이지, 형식적 기업 지배구조 제도나 회계투명성 또는 지정학적 요인이 그 원인이 아님을 의미한다. 또한 기관투자자 등도 코리아 디스카운트 해소에 도움이 못 되고 있는 실정과 주주환원 정책이 결국 총수일가의 사익편취를 제약한다는 점을 반영하고 있다.

IV. 바람직한 한국의 기업 밸류업 정책

현재 우리나라 기업 지배구조 제도는 사실상 기업을 지배하는 대주주의 이익과 소수주주의 이익이 상충되는 문제를 제대로 해결하지 못하고 있다. 따라서 이 문제를 해결하는 것이 한국 기업 밸류업 정책의 핵심이 되어야 한다.

이 문제를 해결하기 위해서 세 가지 접근이 있을 수 있다. 먼저, 기업의 소유구조는 유지하면서 그 소유구조에 적합한 기업 지배구조를 고안하는 방법이다. 둘째, 현행 기업 지배구조가 잘 작동할 수 있도록 기업의 소유구조를 바꾸는 것이다. 마지막으로, 이 두 가지 방법의 조합을 찾는 것이다. 즉, 소유구조를 개선하고 그 소유구조에 적합한 기업 지배구조 장치를 추가하는 것이다.

일본의 기업 밸류업 프로그램은 국제 표준인 미국식 기업 지배구조를 도입하면서 기업 간 상호출자라는 일본식 기업 소유구조의 개선을 추구한 것이라고 평가할 수 있다. 이에 반해, 이스라엘은 첫 번째 방법인 기업의 소유구조는 유지하면서 그 소유구조에 적합한 기업 지배구조를 고안하는 방법을 시도했다가 이해관계자들의 회의적인 반응으로 인해 세 번째 방법인 기업 소유구조 개혁과 보완적인 기업 지배구조 개선을 추구한 경우라고 할 수 있다.

1. 일본 사례

아베 신조가 두 번째로 일본 총리로 취임한 2012년 12월 당시에, 일본은 1990년대 중반 이후 연간 GDP의 6~8% 수준의 대규모 재정 적자, 만성적인 디플레이션, 경제 성장 침체라는 세 가지 문제에 직면하고 있었다. 이들 문제를 해결하기 위해서 아베 정부는 재정정책 강화, 통화정책 완화, 성장전략의 “세 개의 화살”이라는 정책을 제시했는데, 이를 흔히 아베노믹스(Abenomics)라고 부른다.

아베노믹스의 세 번째 화살인 성장전략의 기본 아이디어는 미국식 기업 지배구조로 이행하기 위해 기관투자자들이 기업 소유지배구조에 핵심적인 역할을 수행하도록 만든다는 것이었다. 따라서 기업 외부 주주들의 기업 경영에 대한 통제를 강화하고, 상호출자를 해소하며, 성과에 기초한 유인체계를 도입하는 구체적인 조치들이 뒤따랐다.

일본 스투어드십 코드(Japan Stewardship Code)와 기업 지배구조 코드(Japan Corporate Governance Code)의 도입은 이런 기업 지배구조 개혁을 통한 성장전

락을 실행하는 두 개의 기둥(two pillars)이었다. 일본 스튜어드십 코드는 2014년에 처음 도입되었는데, 기관투자자들이 기업 소유지배구조 문제에 적극적으로 관여하는 근거가 되었다. 일본 스튜어드십 코드의 특징은 이사회 구성 등 기업 지배구조 문제에 초점을 두었다는 것이다. 이는 2010년 영국에서 처음 도입된 스튜어드십 코드가 기업 지배구조 문제 외에도 환경과 사회적 책임을 함께 강조한 것과 대비된다.

2015년에는 일본 기업 지배구조 코드도 도입되었는데, 일본 기업 지배구조 코드의 핵심 내용은 최소 2명의 사외이사를 이사회에 포함하고, 상호출자를 포함한 ‘관계에 기반한 주식보유(relational shareholding)’ 정보를 공시하고, 이사회가 매년 이런 주식보유의 경제적 근거를 엄격히 검토할 것을 요구한 것이다. 이런 요구는 다른 나라의 기업 지배구조 코드에서는 찾아볼 수 없는 특별한 사항인데, 일본 기업이 당연하고 있는 소유지배구조 문제를 반영한 것이다.

이런 맥락에서 유니버설 오너(universal owner)로서 GPIF가 책임투자과 ESG 활동을 권장하는 것은 매우 중요했다. GPIF는 2016년에 외부 위임 자산 관리자들과 ESG 관련 대화에 착수했고, 2017년에는 ESG 평가가 높은 기업에게 국내 수동적 포트폴리오를 더 많이 재배정했으며, 2018년에는 수동적 펀드 관리자에게 더 자금을 배정했다. GPIF는 기본적으로 기관투자자들에게 위임하여 투자운용을 하는데, 투자 운용원칙에 ‘모든 투자자산에 대해 ESG요소를 반영한다’는 내용도 추가해 기금 운용 투자자에게 위임 시 평가에 반영했다. 이런 일련의 활동을 통해, GPIF는 책임투자과 ESG 활동을 권장하는 핵심적 역할을 수행하고 있다. 그 결과, 일본은 2023년까지 스튜어드십 코드에 324개 기관투자자가 가입하게 되었다.

2013년 말에 아베노믹스가 시작된 이후에, 외국인 투자자들의 일본 주식시장에서의 비중은 다시 증가하기 시작해 30%를 돌파했다. 아베노믹스의 기업 소유지배구조 개혁은 일본 기업 소유구조와 지배구조에 중대한 변화를 가져왔다. 무엇보다, 해외 능동적인 펀드와 행동주의 헤지 펀드의 역할이 증대했고, 이를 통해 자본 공급이 늘고 자본 공급 비용이 감소했다. 또한 기업의 사회적 책임을 지지하는 지수 펀드와 대규모 주식 투자(corporate block holdings)가 증가했다

2023년 2월 도쿄증권거래소의 ‘자본비용과 주가를 의식한 경영’의 실천 방침과 구체적인 이행 목표라는 일본의 기업 밸류업 프로그램은 일본 기업 소유구조에서 발생하는 경영참호화를 해소하기 위해 2014년부터 시행된 기업 소유지배구조 개혁에서부

터 시작된 것이다. 1960년대 이후에 일본에서는 은행 및 대형 보험사들이 과거 같은 재벌 소속이었던 비금융 기업들과 상호출자를 통해 대기업집단인 계열을 형성했고, 이런 상호출자는 개별 계열사 경영자들의 경영권을 보호하는 역할을 했다. 그러나 1990년대 후반기 은행위기와 경제침체로 인해 은행 및 대형보험사들은 자발적으로 상호출자를 해소하기 시작했고, 2014년부터는 아베노믹스의 세 번째 화살로 기업 소유지배구조 개혁이 추진되면서 상호출자라는 기업 소유구조에 변화가 지속되었다. 2023년 이전까지 일본 증시의 주가 상승은 수출중심의 우량한 기업들 중심으로 기업 지배구조를 개선한 효과였다고 볼 수 있는데, 2023년 ‘자본비용과 주가를 의식한 경영’의 실천 방침과 구체적인 이행 목표는 내수중심의 비우량 기업들로 이런 기업 지배구조 개혁을 확산하는 것이라고 해석할 수 있다.

아베노믹스의 성장전략 목표는 기업 소유지배구조 강화를 통해 일본 기업 경영자들의 사고방식을 바꾸고, 국제 수준의 ROE(Return on Equity, 자본수익률)를 기준으로 도입함으로써 적극적인 경영이 이뤄지는 체계를 확립하는 것이었다. 이를 통해, 기업들이 사내 유보금을 쌓아 두는 대신에 이윤을 투자와 적극적인 기업 구조조정에 사용해 높은 성과를 내도록 하겠다는 것이었다. 그러나 일본의 실질성장률은 여전히 저조해 장기침체에서 벗어나는 계기가 되었다고 판단하기는 어렵다.

2. 이스라엘 사례⁵⁾

이스라엘 정부는 1985년 7월 1일부터 1991년까지 경제안정화 프로그램(1985 Economic Stabilization Program)을 시행했는데, 이를 통해 정부가 소유한 기업들과 국유화된 은행들 대부분을 민간에 매각했다. 그러나 이런 민영화 과정을 거치면서 금산복합 재벌이 등장했고, 소수의 가문이 대다수의 이스라엘 기업들을 지배하는 경제력 집중의 문제가 발생하게 되었다. 이와 더불어 경영능력이 검증되지 않은 2세로의 경영권 승계 및 내부거래를 통한 터널링(tunneling)이라는 총수일가의 지분과 의결권의 괴리로 인한 도덕적 해이 문제가 우려되기 시작했다. 이런 우려가 커지면서, 이스라엘 정부는 2010년 10월에 경쟁력강화위원회(Committee on Increasing Competitiveness in the Economy)를 구성하여 본격적인 개혁에 나섰다.

경쟁력강화위원회는 우선적으로 현 상태의 기업 소유구조를 유지하면서 총수일가

5) 상세한 내용은 박상인(2021)을 참고하라.

의 도덕적 해이 문제를 해결하기 위한 강력한 기업 지배구조 규제를 제안했다. 좀 더 구체적으로 살펴보면, 지배주주의 지분이 50% 이하인 기업을 ‘썰기기업(wedge company)’으로 정의하고, 이 썰기기업에서 지배주주가 실질적으로 행사하는 의결권을 제외한 나머지 주주들의 과반수 찬성을 획득해야 하는 이른바 ‘소수주주 동의제(Majority of Minority rule, MoM)’를 시행한다는 것이었다.

그러나 공청회 등 이해당사자들과 전문가들의 의견을 청취하는 과정에서 썰기기업에 대한 기업 지배구조 규제가 기관투자자들이나 기업 모두에 너무 많은 부담을 지우고 있다는 부정적 평가가 지배적이었고, 이런 규제가 실제로 실행 가능할지에 대한 회의가 확산되었다. 결국 2013년 12월 11일에 공표된 반경제력집중법(Law for the Promotion of Competition and Reduction of Economic Concentration, 5774-2013)은 기업 지배구조에 대한 규제는 상대적으로 완화하면서 소유구조 측면에서 상장회사 2층 구조라는 더 강화된 규제를 담게 된다.

반경제력집중법의 소유구조에 대한 개혁에 상응한 기업 지배구조 개혁은 2011년에 회사법 개정(Amendment No. 16 to the Israeli Companies Law of 1999)을 통해 이뤄졌는데, 핵심 내용은 우리나라의 내부거래에 해당되는 이해관계자거래(related-party transactions)에 대해 MoM을 적용하는 것이다. 보다 구체적으로 살펴보면, 이스라엘 회사법은 상장기업이 기업 총수(controller)와의 주요 거래, 총수와의 개인적 이해가 걸린 주요 거래, 총수와 총수일가와의 회사의 경영 서비스나 고용에 관한 거래에 대해서 주총에서 소수주주 동의제를 통해 소수주주 과반의 허가를 받도록 의무화했다. 동 법은 이와 같은 규제 대상인 총수를 25% 이상의 주식을 보유하거나 ‘기업의 행위를 지시할 수 있는 능력’을 지닌 주주라고 정의하고 있는데, 이에 대한 구체적 적용은 궁극적으로 법원에서 소송을 통해 결정된다. 따라서 이스라엘 회사법에서 총수에 대한 정의는 이른바 ‘개방적 기준(open-ended standard)’을 채택하고 있고, 결국 이런 개방적 기준은 효과적인 사법 절차가 마련되어야만 실효성을 가질 수 있다.

이런 배경에서 이스라엘은 2011년에 미국 델라웨어 법원의 상법부 모델(Delaware Court of the Chancery Model)을 모방해 텔아비브 지역법원에 경제부(Economic Division)라는 특별 재판부를 설치해 회사법과 증권법에 특화된 소송만 다루도록 했다. 이 재판부는 3명의 종신 판사(tenured judges)로 구성되며, 이 판사들은 오직 증권법과 상법 관련 민사소송과 증권법 위반과 관련된 형사사건만 다룬다. 이 특별 재판

부가 설치되면서 투자자의 집단소송이나 대표소송(derivative suits)을 통해 법의 사적 집행(private enforcement)이 촉진되었다. 이와 동시에 이스라엘 증권위원회(ISA)는 대표소송의 비용 일부를 부담하고, 원고가 소송에서 입증에 필요한 회사 내부 자료에 접근하는 것을 더 용이하게 하는 조치도 취했다.

이와 같은 기업 소유구조와 지배구조 개혁의 실효성은 최근의 실증 연구들에 의해 검증되고 있다. 2011년 상법 개정으로 인해, 이스라엘에서는 총수나 총수일가가 임원이나 이사로 받는 급여에 대해서 적어도 3년에 한 번씩 주총에서 MoM 허가를 받아야 하는데, Fried, Kamar and Yafeh(2020)의 최근 연구는 총수나 총수일가가 임원이나 이사로 받는 급여의 증가 폭이 감소했고 일부는 그만두거나 급여를 못 받고 일을 하는 현상이 나타나고 있음을 실증적으로 보여 주었다. 한편 Aran and Moran(2020)은 텔아비브 법원의 경제부라는 특수 경제법원의 도입으로 관련 사건 재판이 신속하게 진행되고 일관된 판례가 급속히 형성되었음을 밝혔으며 이 법원으로 소송이 몰리는 현상을 실증적으로 발견했다. 따라서 이런 실증 연구들은 이스라엘 기업 지배구조 관련 개혁들이 실질적인 효과를 내고 있음을 시사한다.

3. 한국에 함의

일본의 기업 밸류업 프로그램은 이런 일본의 기업 소유구조 하에서 기업 경영자들이 자발적으로 주주 이익과 기업 가치를 제고할 충분한 유인이 결여되어 있음을 인지한 것으로부터 시작되었다. 따라서 2015년 이후 이뤄진 이른바 구조개혁이라는 아베의 세 번째 화살로부터, 2023년 자본비용과 주가를 의식한 경영의 실천 방침과 구체적인 이행 목표를 공개하도록 도쿄증권거래소가 요구하는 일련의 과정은 이런 맥락에서만 제대로 이해될 수 있고, 한국에 적용할 때의 제대로 된 방안도 도출할 수 있다.

그런데 『한경비즈니스』의 ‘코스피 4000 시대를 위해 한국 자본시장이 나아가야 할 길’에 대한 설문조사에서 전문가들은 한일 자본시장의 가장 큰 차이점으로 ‘대주주(45%)’를 꼽았다. 한국은 대주주에 의한 사실상 경영이 일반적이지만 일본 대기업집단에는 이른바 총수가 없는 경우가 대부분이다. 이는 제2차 세계대전 이후 맥아더 군정에 의해 일본 재벌인 자이바쯔가 해체되었기 때문이다. 맥아더 군정 이후에 일본 대기업집단은 기업 간 상호지분을 보유하는 계열(케이레츠)로 재편성되었는데, 계열에는 총수가 존재하지 않는다.

한국의 기업 소유지배구조는 일본 계열과는 비교할 수 없을 정도로 복잡하고 재벌 총수일가의 사익편취에 대한 제도적 통제도 미흡하다. 우리처럼 복잡한 소유지배구조를 가졌던 이스라엘의 경우에, 2013년 반경제력집중법 제정 당시에 있었던 일련의 논의에서 기업집단의 출자에 대한 구조적 개혁 없이 기업 지배구조 개혁만으로는 개혁이 효과적으로 달성될 수 없음을 확인한 바 있다. 사실 2010년대 이스라엘의 일련의 개혁을 자본시장의 관점에서 보면 '이스라엘판 기업 밸류업 정책'이라고 부를 수 있다. 결국 경영자와 소수주주 사이의 이해상충 문제를 해소하기 위한 국제 표준인 미국식 기업 지배구조 제도만으로는 해결되지 않는 기업 소유구조를 가진 나라의 경우에는, 기업 소유구조와 지배구조 개혁을 통해 이런 이해상충 문제를 해소해야만 경영자가 주주 이익과 기업 가치를 최대화시킬 유인을 가지게 된다. 따라서 각국의 기업 소유지배구조에 대한 이해가 선행되어야 기업 밸류업 정책이 과연 필요한지 그리고 필요하다면 바람직한 정책은 무엇인지 알 수 있게 된다.

2024년판 『공정거래백서』에 의하면, 2023년 5월 기준으로 82개 공시대상기업집단 중 총수가 있는 72개 재벌에서 총수일가의 지분은 평균 3.6%에 불과하나, 계열사 지분, 비영리법인 지분, 자사주를 포함해 총수 일가가 사실상 행사하는 내부지분율은 무려 61.2%에 달한다. 이런 기업 소유구조하에서 재벌 총수가 사실상 계열사의 사외이사를 임명할 수 있고, 따라서 사외이사제도, 이사회 의결권 범위 확대 등 기업 내부 지배구조는 작동하지 않게 된다. 그뿐만 아니라, 기업 외부 지배구조로서 재벌 계열사에 대한 적대적 M&A는 사실상 전무한 실정이다. 미국식 기업 내부와 외부의 지배구조 기제가 한국 재벌 체제에서는 작동하지 않기 때문에 총수일가의 전횡과 황제경영이 가능한 것이다.

이스라엘의 2013년 반경제력 집중법이 기업집단의 해체가 아닌 경제력 집중의 해소와 사익편취 방지를 목적으로 한 것처럼, 우리 역시 출자 단계 규제를 통해서 이런 목적을 달성해야 한다. 먼저, 한 계열사(모회사)로부터 출자받은 어떤 계열사(자회사)가 모든 다른 계열사에 대해 출자하는 것을 금지하는 2층 구조로 출자 단계를 제한해야 한다. 단, 100% 출자는 출자 단계 계산에서 제외할 필요가 있다. 다시 말하자면 완전 자회사는 출자 단계 규제에서 제외한다는 것이다. 이런 출자 단계 규제는 지주회사제도 도입 당시의 입법 취지와 부합하는 것이다. 또 이 경우에 지주회사 규제와 순환출자 규제를 별도로 둘 필요도 없고, 규제 회피나 비대칭 규제 문제도 없어진다.

나아가, 이스라엘보다 훨씬 큰 경제 규모나 기업 수 등을 고려해, 이런 출자 규제는 4대 재벌, 상호출자제한 기업집단, 공시대상 기업집단, 모든 기업집단 순으로 순차적으로 적용할 수 있을 것이다. 이렇게 함으로써 정책의 수용성을 높일 수 있다. 둘째, 현행 지주회사 규제에서 엄격히 적용되는 구조적 금산분리를 완화해, ‘주요 금융회사(그룹)’와 ‘주요 실물회사(그룹)’를 동시에 지배하는 것은 금지하되, 그 밖의 복합 금융 그룹에는 통합 감독 체계를 적용할 수 있다.

2층 출자구조로 기업집단이 재편성되더라도, 지배주주 일가가 있는 기업집단은 여전히 존재하고, 따라서 지배주주의 사익편취 가능성과 유인은 여전히 남아 있다. 따라서 공정거래법에 의한 규제 대신에 소수주주와 기관투자자 중심의 자율 규제로 대전환이 필요하다. 이를 위해서는 소수주주 동의제(Majority of Minority rule, MoM) 도입과 국민연금의 독립성 강화 및 스투어드십 코드의 충실한 실행이 필요하다.

V. 코리아 디스카운트 해소를 넘어

코리아 디스카운트는 PBR이 1배 미만인 저평가 기업들이 존재하는 문제뿐만 아니라, 한국 상장기업의 전반적인 가치평가 수준이 상대적으로 낮게 형성되어 있음을 지적한다. 따라서 상장기업 전반에 걸친 기업 가치 저평가 문제를 해결하기 위한 기업 밸류업 정책은 일본보다 한국에서 더 필요하고, 성공적인 기업 밸류업 정책은 한국 상장기업들의 주가를 일본보다 더 큰 폭으로 끌어올릴 수 있다.

그럼에도 불구하고, 현재 윤석열 정부에서 제시하고 있는 기업 밸류업 프로그램은 일본 프로그램 일부를 피상적으로 모방하는 수준에 머물고 있으며, 진정한 밸류업보다는 증시 부양에 초점을 두고 있다. 한국의 기업 밸류업이 실현되기 위해서는 총수일가의 사익편취와 민영화된 공기업에 대한 정부의 인사전횡을 억제하는 제도적 장치가 필요하다. 이스라엘 사례에서 언급했듯이, 이런 제도적 장치는 기업의 소유지배구조에 대한 개혁 없이 담보되기 어렵다. 다시 말하자면, 기업의 소유지배구조를 개선하는 재벌개혁이 한국 기업 밸류업 정책의 핵심이 되어야 한다.

그런데 이런 재벌개혁이 이뤄진다면 이는 단지 코리아 디스카운트 해소를 넘어 한국 산업의 진화를 재점화하는 계기가 될 수 있다. 2024년 4월 23일 『매일경제신문』

은 MZ세대 미디어 플랫폼 어피터를 통해 20·30대 총 593명을 대상으로 재테크 관련 설문조사를 진행한 결과를 다음과 같이 보도했다.⁶⁾ 먼저, 현금성 자산 외 다른 금융상품에 투자 중인 452명 중 78.8%인 356명은 현재 한국 주식에 투자하지 않고 있거나 앞으로 투자 비중을 줄이겠다고 답변했다. 둘째, 한국 증권시장에 부정적인 이유로 ‘한국의 경제 성장 동력 부족’을 꼽은 응답자 비중이 29.2%로 가장 높았다. ‘한강의 기적’이 끝나 가고 있다는 『파이낸셜타임스』 분석에 2024년 4월, 2030 투자자 상당수가 동의하고 있는 것이다.⁷⁾

한국의 경제 성장 동력 부족은 새로운 산업이 등장하는 ‘산업 간 진화’와 기존 산업 내에서 고부가가치 부문으로 진화하는 ‘산업 내 진화’의 단절로부터 발생하고 있으며, 이런 산업 진화의 단절은 제조업 위기로 나타나고 있다.

제조업 경쟁력 상실은 여러 가지 지표를 통해 나타나고 있는데, 수출 증가율이 그중 하나이다. OECD(2018) 한국보고서에서 지적하듯이, 1990년대는 한국의 연평균 수출 증가율이 OECD 평균의 두 배 정도였고, 2000년대 첫 10년 동안에 전반적인 연평균 수출 증가율 감소에도 불구하고 한국의 연평균 수출 증가율이 OECD 평균보다 세 배 정도 높았다. 그런데 2011년부터 2017년까지 한국의 수출 증가율은 급속하게 감소해 OECD 평균보다 더 떨어졌다. 한국은 수출 중심의 성장을 해 왔고 수출 산업이 내수 산업보다 더 생산성이 높은 산업이므로, 수출 증가율의 상대적 급감은 제조업의 생산성에 문제가 있음을 함의한다.

이런 제조업의 위기는 기본적으로 ‘범용재-생산공정혁신-가격경쟁력’으로 특징되는 한국 중화학공업이 진화를 멈추고 있기 때문이다. 사실 범용재 중심의 상품군은 경제가 발전하면 추격해 오는 신생 개발도상기 국가 기업들의 상품으로 대체되기 마련이다. 우리도 과거에 일본, 유럽, 미국 기업들의 이런 상품군을 대체하면서 성장했다. 이제는 중국 등 개발도상기 국가가 우리를 대체하기 시작한 것이다.

2020년에 발간된 대외경제정책연구원의 『중국 산업구조 고도화에 따른 한·중 경쟁력 변화와 대응전략』 보고서에 따르면, 2020년 당시 저부가가치 부문이나 범용재에서 중국에 비해 경쟁열위이거나 경쟁이 심한 것으로 나타났으며, 5년 후에는 프리미

6) 김태성·차창희, “‘성장성도 매력도 없다’ K증시 등돌린 MZ개미,” 매일경제, 2024. 4. 23. (<https://www.mk.co.kr/news/stock/10997974>)

7) Christian Davies, “Is South Korea’s economic miracle over?,” Financial Times, 2024. 4. 29. (<https://www.ft.com/content/b34e8bc8-9f78-45c8-a15b-3df9cdfd858f>).

업 제품 등에서 경쟁이 더욱 심해지고 범용 부문은 경쟁열위로 떨어질 가능성이 높다고 예측했다. 불행히도 이 예측은 현실이 되고 있다.

한국의 추격에 대응해 일본, 독일, 북유럽 국가들에서는 고부가가치 중간재와 고부가가치 특수재(specialized product)를 생산하는 ‘산업 내 진화’가 이뤄졌고, 범용재 사업은 축소하거나 국외로 이전했다(Herrigel, 2010). 그러나 우리의 경우 이런 고부가가치 중간재나 특수재 산업으로의 진화가 단절되고 있다. 고부가가치화, 특수재료의 진화 단절은 1997년 경제위기 이후에 시장이 독과점화되고 부품소재 시장에서 수요독점과 전속적 계약관계가 강화되면서 고착화되고 있다. 실제로 19개 제조업 부문에서 상위 3개 기업의 점유율은 1970년 10.1%에서 2010년 28.5%로 증가했는데, 특히 1997년 경제위기 이후 급증했다(Choi, Levchenko, Ruzic and Shim, 2024).

1960년대 이후 한국의 경제발전은 산업진화의 과정이고 결과였다. 한국의 제조업 수출은 노동집약적 상품에서, 자본집약적-단순 상품, 자본집약적-고속련 상품, 자본집약적-하이테크 상품, 자본집약적-R&D집약적-고속련 상품 등으로 진화해 왔다(Song, 2003). 그러나 <표 1>에서 볼 수 있듯이, 2003년부터 2022년 기간 동안에 한국 상위 10위 수출품목에 새로이 진입한 부문은 평판디스플레이 및 센서만이 사실상 유일하다. 2003년 상위 10대 수출품목은 2012년까지 내부 순위 변동은 있었으나 유지되었는데, 2013년에 평판디스플레이 및 센서와 플라스틱 제품이 추가되고 컴퓨터와 영상기기가 제외되었다. 이후 2021년까지 플라스틱 제품과 컴퓨터가 10대 수출품목에 포함되거나 제외되는 변동만이 있다가, 코로나19가 끝난 2022년에 정밀화학 원료가 포함되고 이 두 제품은 제외되었다.

<표 1> 10대 수출품목(2003~2022)

2003	2013	2022
반도체	반도체	반도체
자동차	석유제품	석유제품
무선통신기기	자동차	자동차
컴퓨터	선박해양구조물 및 부품	합성수지
선박해양구조물 및 부품	평판디스플레이 및 센서	자동차부품
석유제품	무선통신기기	철강판
합성수지	자동차부품	평판디스플레이 및 센서
철강판	합성수지	선박해양구조물 및 부품
영상기기	철강판	정밀화학원료
자동차부품	플라스틱 제품	무선통신기기

한편 한국 정부에 의해 지정된 120개 우선기술(priority technology) 중 2012년에 한국은 36개 기술을 차지했으나 2020년에는 단지 4개로 줄어들었다. 수요독점과 전속적 하청구조에서 기술 탈취와 단가 후려치기가 만연하고, 중간재 사업자들은 기술혁신의 유인과 여력을 상실하고 있다. 독점화된 최종재 시장에도 새로운 기업이 진입하기란 매우 어려워졌고, 기존 산업을 대체하는 숨페터적 창조적 파괴가 발생하지 못하고 있는 것이다.

단절된 산업 내 진화와 산업 간 진화를 재점화해야만 한국 경제는 지속가능한 성장을 할 수 있고 주식시장에서 투자자들이 매력을 느낄 수 있는 기업들이 지속적으로 등장할 수 있다. 산업 내 진화와 산업 간 진화는 한국 경제가 혁신경제로 이행할 때 가능하다. 혁신경제의 성패는 진입과 퇴출의 장벽이 없고, 공정한 경쟁이 가능하고, 약자의 재산권이 보호되느냐에 달렸다.

재벌이라는 기업집단은 경제개발기에 모방을 통한 추격 전략에서는 효과적이었으나, 경제가 발전해 혁신경제로 전환해야 하는 시점에서는 더 이상 유효하지 않은 소유지배 구조이다. 재벌의 경제력 집중은 최종재 시장에서 독과점화를 유발하고, 부품소재 시장에서는 수요독점과 전속거래를 야기했다. 이런 경제구조는 새로운 도전기업이나 새로운 선도 산업이 도래하기 어려운 진입 및 퇴출 장벽을 쌓았고, 특히 중간재 시장에서는 기술 탈취가 만연하게 되었다. 따라서 재벌이라는 소유지배구조를 개혁하고 총수일가의 사익편취를 방지하는 것은 이런 혁신경제로 나아가기 위해 필수적이다.

독과점 구조와 수요독점 및 전속적 하청구조를 바꾸고 약자의 재산권을 보호하기 위해 징벌배상과 디스커버리 제도가 도입된다면, 중간재 산업에서 혁신이 들불처럼 일어날 수 있고 나아가 창조적 파괴도 발생할 수 있다. 이런 구조적 문제가 없는, 개인이 소비자인 B2C 부문에서 혁신과 유니콘 기업의 등장을 생각해 보면, 진입과 퇴출 장벽이 없고 성공에 대한 대가가 착취되지 않는 공정한 경쟁 체제가 공고해지면 중간재가 대부분인 B2B 부문에서도 혁신이 불길처럼 일어날 것이다.

산업 간 진화는 탄소중립으로 이행하기 위해서도 필수적이다. 중화학공업 중심의 제조업 구조를 유지한 채 탄소중립으로 이행하는 것은 사실상 불가능하다. 저탄소-친환경 산업 구조로의 전환 없이는 탄소중립은 달성되기 어렵다. 이런 산업전환을 위해서도 소유지배구조의 경직성을 해소할 수 있는 재벌 개혁이 필요하다.

〈참고문헌〉

- Aran, Y. and M. Ofir (2020), "The Effect of Specialised Courts over Time," in S. Ranchordas and Y. Roznai (eds.), *Time, Law and Change: An Interdisciplinary Study*, Oxford: Hart Publishing, pp. 167~188.
- Choi, J., A. Levchenko, D. Ruzic and Y. Shim (2024), "Superstars or Supervillains? Large Firms in the South Korean Growth Miracle," NBER Working Paper No. w32648, Mimeo.
- Ducret, R. and D. Isakov (2020), "The Korea discount and chaebols," *Pacific-Basin Finance Journal*, 63, p. 101396.
- Fried, J., E. Kamar and Y. Yafeh (2020), "The Effect of Minority Veto Rights on Controller Pay Tunneling," *Journal of Financial Economics*, 138(3), pp. 777~788.
- Herrigel, G. (2010), *Manufacturing Possibilities: Creative Action and Industrial Recomposition in the United States, Germany, and Japan*, Oxford: Oxford University Press.
- OECD (2018), *OECD Economic Surveys: Korea 2018*, Paris: OECD Publishing. (http://dx.doi.org/10.1787/eco_surveys-kor-2018-en)
- Song, Buyng-nak (2003), *The rise of the Korean economy*. Hong Kong: Oxford University Press.
- 김준석·강소현(2023), 「코리아 디스카운트 원인 분석」, 『이슈보고서』, 23(5), 자본시장연구원.
- 박상인 (2021), 『이스라엘의 2013 반경제력집중법』, 서울대학교 출판문화원

ESG 리뷰

ESG Review

발행처 한국ESG기준원

발행인 이정익

발행일 2024년 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
