

# 기업범죄와 지배구조

## -미국과 한국의 연구를 중심으로-

연구논단

최한수 | 한국조세재정연구원 연구위원

### I. 글의 목적

‘삼성, 현대자동차, SK’. 이들 모두는 재계 순위 1위에서 3위까지의 재벌들로 한국을 상징하는 대표기업이다. 누군가가 이들 그룹의 공통점을 꼽으라 묻는다면 사람들은 세 그룹 모두 그룹 전체의 의사결정을 통괄하는 지배주주가 있으며, 계열사끼리의 지분 출자로 얽혀있고 다양한 사업영역에서 활동을 하고 있다는 점들을 지적할 것이다.

그런데 이러한 측면 외에도 사람들이 흔히 놓치는 또 하나의 공통점이 있는데 그것은 이 세 그룹 모두 기업범죄로 인해 처벌받은 지배주주가 있다는 것이다. 그리고 투자자 입장에서 더 중요한 사실은 이들의 기업범죄로 인해 주주와 회사 모두 적지 않은 손해를 입었음에도 불구하고 이 지배주주들 모두는 유죄 판결 이후에도 다시 회사로 돌아와 경영권을 행사했다는 점이다. 다음의 숫자들은 이러한 사정을 상징적으로 보여주는 것들이다.

삼성에 있어 사람들은 139란 숫자를 기억할 필요가 있다. 이는 한국에서 가장 큰 재벌인 삼성그룹의 이진희 회장이 2008년 특별검사에 의해 특가법상의 조세포탈죄와 배임, 증권거래법 위반 혐의로 기소된 뒤 형 확정에서 사면까지 걸린 날짜를 나타낸다. 특히 그는 2009년 성탄절에 사면을 받았는데 이는 이진희 회장 한 사람만을 위한 ‘맞춤형 사면’이었다.

현대차그룹의 주주 입장에서 기억해야할 숫자는 61이다. 이는 한국에서 두 번째로 큰 기업집단인 현대자동차 그룹의 정몽구 회장이 2006년 횡령과 불법 내부거래 혐의로 구속 기소되어 유죄 판결을 받은 과정에서 법정구속 상태로 있었던 기간이다. 정 회장은 1심에서 실형을 받았지만 재판부가 형의 집행을 미루어주었고 이후 대법원에서 집행유예

를 받았다. 즉 정 회장의 경우 유죄판결로 인해서는 단 하루도 감옥에 있지 않았고 따라서 이 61일이 정몽구 회장이 기업범죄로 CEO의 권한 행사를 하지 못한 전체 기간이다.

마지막으로 SK와 관련해서는 4년 7개월 7일을 기억해둘 필요가 있다. 이는 재계 순위 3위인 SK 그룹의 최태원 회장이 2008년 SK 글로벌의 주가조작과 분식회계로 유죄 판결을 받은 뒤 2013년 회사자금을 횡령한 혐의로 다시 기소되기까지 총 걸린 기간이다.

특히 최태원 회장은 10대 재벌 중 회사와 주주에 손해를 끼친 혐의로 두 차례나 처벌받은 유일한 재벌 총수였고 동시에 그리고 두 번의 판결 이후 현직으로 복귀한 지배주이기도 하다.

이쯤 되면 “전 엔론(Enron) CEO인 Jeffrey Skilling이 만약 한국인에서 태어났다면 사람들은 그가 이미 예전의 자리로 복귀해 회사의 주요 결정을 내리는 것을 상상할 수 있을 것이다”<sup>1)</sup>라는 외국 언론의 냉소적 반응은 당연해 보인다.

물론 기업범죄는 비단 우리나라에만 국한된 일은 아니다. 미국의 경우도 2000년대 초반 엔론, 월드콤(Worldcom), 아델피아(Adelphia)와 같은 대기업들의 회계부정 사태가 연달아 터지면서 이러한 기업범죄가 기업과 자본시장에 미치는 부정적 파장에 대해 우려하는 목소리가 높아지기 시작했다.

이러한 기업범죄의 발생은 학계로 하여금 수 많은 연구를 촉발시킨 계기가 되었다. 특히 미 의회가 2002년 Sarbanes-Oxley Act(이하 SO Act)를 통과시키면서 학계를 중심으로 법 시행 이전과 이후 CEO, 투자자, 그리고 기업의 행동 변화에 대한 연구가 봇물처럼 터져 나왔다(이에 대한 가장 포괄적 문헌 연구는 Yu 2013을 참고하라. 화이트 칼라 범죄의 관점에서의 지난 15년간의 기업범죄에 대한 정리는 Simpson 2013 참고).

특히 2007년과 2008년 미국을 강탈한 금융위기 시기에 기업범죄에 대한 대중의 분노가 정점에 이르렀다. 서브프라임 모기지론 사태로 인해 많은 대출자들이 원리금을 미납하여 개인파산에 이르는 등 서민의 삶은 그 어느 때보다도 팍팍해졌는데 정작 월가의 거대 투자 은행들의 CEO들은 막대한 성과급 잔치를 벌였다.

이러한 사실이 알려지면 금융위기의 예방에 실패한 감독당국뿐 아니라 이들에 대해 면죄부를 발부한 사법당국에 대한 비판이 이어졌다.

전직 IMF Economist이자 기업지배구조 연구자로 유명한 Simon Johnson은 Too Big to Jail, 즉 우리말로 번역하면 대마불옥(大馬不獄)이란 제목의 신디케이트 칼럼(Simon Johnson 2012)에서 월가의 CEO들을 법정에서 세우지 않기로 한 오바마 행정부의 결정을 강한 어조로 비판하였다. 의회에서도 Bernie Sanders나 Elizabeth Warren과 같은 이들은 청문회나 의회 연설을 통해 이 문제를 여러 차례 지적해왔다.

1) Oliver, Christian, “The Korea discount: blame the businessmen,” Christian Oliver: beyond bricks, The Financial Times, 31 August 2010, Web, 22 April 2014.

이런 점을 종합해보면 기업범죄의 발생과 이에 대한 법집행당국의 미온적 대처는 어느 한 나라만의 문제는 아닌 듯 하다. 따라서 지배구조와 기업범죄에 대한 시각을 넓히기 위해서는 개별 국가의 사례에 근거한 실증 연구와 이를 바탕으로 한 국가 간 비교 연구가 진행되어야 한다.<sup>2)</sup>

문제는 기업범죄의 발생원인, 그 비용과 감시 및 적발 기제를 다양한 각도에서 연구해 온 미국에 비해 우리나라의 경우 그 수준이 아직 초보단계에 머물고 있다는 것이다. 이의 일차적 원인은 데이터의 부재에 있다.

데이터의 부재로 인해 연구자들 역시 일반인들과 크게 다르지 않게 언론보도를 기초로 연구를 진행하고 있다. 실제 최한수(2007)는 연구자 입장에서 검찰과 법원이 제공하는 기업범죄 정보의 문제점이 무엇인지를 지적하였다<sup>3)</sup>. 그는 이러한 조건에서 기업범죄에 대한 과학적 연구와 분석을 기대하는 것은 사실상 불가능하다고 주장했다. 현실에서 기업범죄 연구에 대한 대중과 법조 실무, 정책결정자의 수요와 요구가 적지 않음을 고려하면 이러한 상황은 즉각 개선되어야 할 것이다.

본 연구는 기업범죄에 대한 높은 관심과 빈약한 연구라는 괴리를 메우기 위한 시도의 일환으로 기업범죄와 관련된 최근의 국내·외 연구 동향을 소개하기 위해 작성되었다.

본 본문의 구성은 다음과 같다. 먼저 2장에서는 기업범죄에 대한 다양한 개념과 접근 방법을 간략하게 소개하고 본 연구의 목적에 맞는 기업범죄의 정의를 제시한다.

3장에서는 기업범죄와 지배구조 연구의 세부 이슈를 하나씩 정리해볼 것이다. 먼저 1절에서는 기업범죄의 발생 원인과 관련하여 가장 중요한 원인으로 거론되는 CEO의 보수 체계에 대한 연구를 정리하고 2절에서는 기업범죄가 주주, 회사, CEO에 부담시키는 사회적 비용에 대한 연구를 소개한다. 3절에서는 기업범죄가 외부에 알려지는 과정에서 기존의 내·외부 지배구조가 어떠한 역할을 하고 있는지 살펴보고 4절에서는 기업범죄에 대한 형사처벌 수준의 적정성에 대한 연구결과를 소개한다. 결론에서는 한국에서의 기업범죄에 대한 추후 연구 과제와 방향을 제시할 것이다.

2) 대표적인 법과 금융 연구(Lopez de Silanes et al. 1999; 2000; Djankov et 2008)에 따르면 자기거래에 대해 영미 법계와 대륙법계(특히 프랑스계)가 어떻게 각기 다른 사전 감시와 사후 규제 시스템을 채택하고 있는지, 그리고 이것이 투자자 보호와 자본시장의 발전에 어떤 영향을 미치는지에 대한 광범위한 국가 간 비교연구를 진행해왔다. 그런데 이들 연구는 대부분 가상적인 자기거래사례(hypothetical self-dealing)를 상정하고 대륙법(civil law)과 보통법(common law) 체계에서 자기 거래가 주주나 자본시장에 의해 어떻게 규제되는지를 살펴본 것이 대부분이지 실제 형사사례를 다룬 연구는 거의 없다.

3) 최한수(2007)에 따르면 대법원이 매년 발간하는 사법연감에 수록되어 있는 「형사공판사건 죄명별 재판 인원수 표 자료」나 대검찰청이 발간하는 「검찰 백서」의 경우 제공되는 기초 통계의 문제(예컨대 검찰 백서의 경우 사면에 대한 정보가 없으며, 사법연감의 경우 항소심 판결의 통계가 충분히 제공되지 않는 것), 두 자료의 상호 연결의 어려움(예컨대 사법연감의 경우 사기와 공갈의 죄가 하나의 범죄로 처리되는 반면, 검찰백서는 이는 별개로 다루고 있는 것), 주요 기업범죄사건의 경우 중요한 정보(예컨대 주요 기업범죄의 경우 개별 범죄와 범죄인의 특성과 관련된 정보가 거의 공개되지 않는 것)의 제공이 이루어지지 않는 문제가 있다.

## II. 기업범죄에 대한 정의

2장에서는 본 원고에서 사용하는 기업범죄의 정의에 대해 간략하게 서술할 것이다.

법학계(노명선 2010, 차용석 외 4인 2010)의 연구들은 기업범죄를 기업이나 그 구성원이 노동자, 소비자, 일반 대중 및 타 기업에 대해 인적·물적 손해를 가하는 범죄라는 포괄적 정의를 채택하고 있다.

이와 같은 접근 방법은 기업범죄라는 하나의 개념에 기업의 활동과 연관된 다양한 형태의 범죄를 아우를 수 있다는 장점이 있다. 그러나 이러한 개념을 사용할 경우 일반적인 경제범죄와 거리가 먼 형태의 범죄(예컨대 도로법위반죄나 자동차관리법위반죄, 컴퓨터 프로그램보호법위반죄<sup>4)</sup>)까지 분석대상에 포함시켜야 한다는 점에서 본 연구에서 사용하기에 문제가 있다.

기업범죄와 가장 유사한 개념으로 화이트 칼러 범죄(white collar crime)와 경제범죄가 있다. 화이트 칼러 범죄는 흔히 “높은 사회적 지위를 가지고 존경받고 있는 사람이 자신의 직업과정에서 범하는 범죄”로 정의(노명선 2010 pp. 7)된다.

본고의 주된 분석 대상이 되는 범죄의 대부분이 기업의 CEO나 CFO와 같은 최상위 집행임원(top management)에 의해 범해지는 비폭력 범죄라는 점에서 화이트 칼러 범죄가 앞서의 기업범죄보다는 좀 더 본고의 연구 목적에 가깝다. 경제범죄란 용어 역시 한국의 경우 특경가법상 횡령·배임이나 혹은 회계부정의 동기가 주로 경제적 이익을 얻기 위한 것이라는 점에서 장점이 있다.

미국의 문헌들은 기업범죄를 연구하는 학자가 어느 분야의 연구자이냐에 따라 사용하는 용어가 조금씩 다르다. 화이트 칼러 범죄란 말을 가장 먼저 사용하고 이를 대중적으로 확산시킨 것은 사회학계(사회학계의 최근 연구 동향에 대해서는 Simpson 2013을 참고)의 공헌이다. 그러나 이들의 화이트 칼러 범죄는 비단 기업의 활동과 관련 있는 경제범죄 뿐 만 아니라 이른바 사회 지도층에 의한 부정행위(예컨대 정치인에 의한 불법정치자금의 수수)도 포함된다는 점에서 본고의 연구 범위와 일치하지 않는다.

이러한 이유로 기업(재무) 금융(corporate finance) 분야에서는 기업범죄가 재무 정보를 조작하여 회사의 이익을 부풀리는 방식으로 이루어진다는 점에 착안하여 기업사기(corporate fraud) 혹은 증권사기(security fraud)란 표현을 즐겨 쓴다.

연구자에 따라서는 기업사기와 관련된 공격적 회계 관행(aggressive accounting practices)이 흔히 재무제표의 재작성으로 이어진다는 사실에 착안, 재무제표 허위작성

4) 노명선(2010)에 따르면 이 세 가지 범죄가 지난 3년간 발생한 기업범죄 가장 빈번한 범죄유형 중 1위, 3위, 4위를 차지한다.

(financial statement misreporting) 혹은 재작성(restatement)이란 용어를 쓴다.

이처럼 지금까지 제시된 기업범죄의 정의 어느 것도 완벽하게 본 연구에서 관심 있는 범죄행위를 전부 아우르지는 못한다. 따라서 본 연구에서는 일반인의 언어사용관행을 받아들여 ‘기업범죄’라는 용어를 사용하되 이를 미국에서는 주로 회계부정을, 한국의 경우 기업인에 의한 업무상 횡령 배임(혹은 사기)을 포괄하는 개념으로 사용하고자 한다.

### Ⅲ. 기업지배구조와 기업범죄에 대한 연구

#### 1. 잘못 설계된 보수 계약이 기업범죄의 원인인가

기업범죄의 발생원인은 무엇인가? 이에 대해서는 다양한 연구가 존재한다.

예컨대 Crutchely et al.(2007)은 기업범죄의 원인을 기업이 겪어온 단기 성장주의와 연관시킨다.

즉 단기간에 빠르게 성장한 기업의 경우 시장을 상대로 일정 수준의 영업이익을 내고 있다는 점을 보여주어야 할 뿐 아니라 앞으로도 계속해서 과거의 성장 속도를 유지할 수 있을 것이라는 시장의 기대를 충족시켜야 한다는 압력에 직면하게 된다. Crutchely et al.(2007)은 이러한 상황이 CEO로 하여금 회계부정을 저지르게 하는 주된 원인이라고 보고 있다.<sup>5)</sup>

그러나 기업범죄 원인을 분석한 많은 연구들은 CEO로 하여금 기업 범죄에 관여하게 만드는 유인, 특히 잘못된 재무 정보를 투자자에게 공개할 유인(incentive to misreport)은 잘못 설계된 CEO의 보수체계(compensation packages)로부터 나온다고 보고 있다.<sup>6)</sup>

이들 연구들은 CEO나 CFO와 같은 고위 집행임원의 보수가 주시가격의 변화에 민감하게 반응할수록 이들이 회계 정보를 조작(manipulate)할 유인이 커진다고 보고 있다. 특

5) 이러한 견해는 일부 국내 기업의 범죄, 특히 회계부정을 저지르는 이유를 이해하는데 시사점을 준다. 경제개혁연대(2007b pp.5)에 따르면 예컨대 주로 분식회계 범죄나 비자금 조성의 경우 “기업들이 분식결산에 대한 규범의식이 미흡”하였고 과거 고도 성장과정에서 기업이익을 단기간에 수정하는 것이 어려웠다는 식의 행변이 있음을 알 수 있다.

6) CEO의 보수체계는 2008년 미국 금융위기의 원인 중 하나가 잘못된 보수 계약에 따른 경영진의 과도한 위험 추구(risk-taking)라는 분석(Bebchuk, Cohen, and Spamann, 2010; Fahlenbrach and Stulz, 2011)도 영향력을 얻고 있다.

특히 월스트리트 저널의 보도에 따르면 금융업계 종사자들은 98%가 스톡옵션(stock option) 위주의 보수체계가 금융위기를 발생시킨 원인 중 하나라는 사실에 동의하고 있다(Wall Street Journal Survey Finds Banks Aware of Pay Flaws, March 30, 2009, Peng and Röell(2014 pp.487)에서 재인용).

히 임원 보수의 변동성이 기업들로 하여금 발생주의 회계(accrual accounting)에 내재한 회계 재량을 남용하도록 만드는 주된 요인이라고 주장한 있다.

제록스(Xerox)사의 회계부정 사례는 이와 관련하여 언론에 가장 자주 거론되는 사례이다. 제록스사는 1997년과 2001년 리스 자산에 대해 부적절한 방식으로 수입 흐름을 배분하여 전체 이익을 부풀리는 방식으로 수입과 순수입(net income)을 각각 21억 달러와 14억 달러 과대 계상하였다. 그리고 바로 같은 시기 제록스사의 CEO는 자신이 갖고 있던 약 2000만 달러에 해당하는 스톡옵션(stock option)을 행사하였다. 이러한 사례에서 보여지 듯 대중들과 언론은 애초 주주의 이익을 위해 도입되었던 스톡옵션이 이제는 주주에게 막대한 경제적 손해를 끼치는 원인이 된 것에 당황하기 시작했다.

Bergstresser and Philippon(2006)는 제록스사의 경우처럼 기업들이 발생주의 회계를 이용한 무리한 이익조정(earnings manipulation)한 사례들을 수집하여 그 원인에 대한 연구를 진행하였다.

이들의 연구 결과는 다음과 같이 요약될 수 있다. 스톡옵션이 CEO 보수의 상당부분을 차지하고 그것이 회사의 실적에 연계되도록 설계되어있을 경우 보수의 성과 민감도가 올라갈수록- 예컨대 보수가 회사의 주식가치 변동에 더 민감하게 반응하도록 설계되어 있을수록- CEO가 재무정보를 왜곡할 가능성 역시 올라간다는 사실을 확인하였다.

그리고 이들은 회사가 발생주의 회계 기법을 남용하여 이익을 조정하는 시기에 CEO와 같은 내부자들이 집중적으로 자신의 주식을 매도한 사실 역시 밝혀냈다.

Burns and Keida(2006)도 1995-2001년 기간 동안 S&P 1500 회사를 상대로 유사한 연구를 진행하였다. 이들의 결과 역시 Bergstresser and Philippon(2006)의 그것과 궤를 같이 한다.

이들은 기업 성과를 과장하여 재무제표를 작성하여 감독기관으로부터 지적을 받고 재무제표를 재작성한 회사의 CEO의 옵션 가치가 재무제표를 수정한 적이 없는 회사의 CEO의 옵션 가치보다 훨씬 더 주가에 민감하게 움직이도록 설계되었다는 사실을 발견하였다. 또한 같은 기간 동안 재무제표 수정기업의 CEO는 자신이 갖고 있는 옵션의 38.7%를 행사한 반면, 재무제표 수정 없는 기업의 CEO는 22.6%만이 옵션을 행사했다는 사실을 밝혀냈다. 결국 두 연구 모두 스톡옵션 중심의 성과체계가 회계부정의 원인이 되었다라는 점을 암시한다.

여기서 하나의 질문을 던져볼 수 있다. 만약 잘못 설계된 임원의 보상체계가 기업범죄의 원인이라면 CEO와 유사한 보상체계를 갖고 있는 다른 임원들 역시 CEO와 마찬가지로 이유로 기업범죄에 관여할 유인을 갖게 되는 것은 아닌가?

이러한 의문은 Jiang, Petroni, and Wang(2010)의 연구에 의해 사실로 확인되었다.



이들은 CEO뿐만 아니라 재무제표 작성의 주된 책임이 있는 CFO도 CEO와 유사하게 행동하는 것을 보였다.

즉 CFO의 보수 중 옵션이 차지하는 비중이 높아질수록 기업의 재무제표 작성에 있어 발생주의 회계 원칙을 무리하게 적용하거나 실적 발표가 시장의 예측을 상회( beating analyst forecasts)하는 사례가 빈번하게 발생하며 그 정도가 CEO의 경우보다도 더 크다는 사실을 밝혀냈다.

이들은 이러한 발견은 SO Act이 제정되기 전인 1993년부터 2001년에 두드러지게 나타났다으며 법 제정이후인 2002년부터 2006년 사이에는 거의 발견되지 않았다는 점을 보였다.

이처럼 CEO의 보상 체계와 기업범죄의 연관 고리를 찾기 위한 실증연구(empirical research)는 많이 진행된 반면 상대적으로 이론적 관점은 드문 편이다. 이 중에서 비교적 최근에 발표된 연구로 Peng and Röell(2014)의 모델은 기업범죄와 CEO의 보수체계의 관계를 이해하는데 여러가지 흥미로운 시사점을 제시해준다(CEO 보상구조와 회계부정에 대한 이론적 접근에 자세한 문헌 연구는 Yu(2013) pp.440-441참고).

Peng and Röell(2014)은 합리적 기대(rational expectation) 모델을 사용하여 CEO의 보수체계가 단기 혹은 장기 실적과 연계되도록 설계하는 것의 장단점(tradeoffs)에 대해 연구하였다.

CEO의 보수가 기업의 단기 실적에 연동되어 있을 경우 스톡옵션은 CEO로 하여금 업무에 더 큰 노력을 쏟도록 만들어주지만 반면에 회계부정을 저지를 유인도 동시에 제공한다. 반면에 CEO의 보수가 기업의 장기성과에 의존할 경우 CEO가 부정회계를 저지를 유인은 감소하지만 위험 회피적 CEO로 하여금 보다 장기간 위험을 감수하게 만들어야 하는 단점이 있다는 점을 지적하였다.

이러한 결과를 바탕으로 이들은 최적 보수(optimal compensation)체계를 설계함에 있어 기업의 재무 정보의 신뢰성과 기업의 특성, 그 기업이 속한 산업의 특성을 모두 고려해야 한다고 주장한다.

예컨대 단기적으로 실적을 평가하기 쉽지 않고 하이테크 산업의 경우처럼 기업에 대한 가치평가가 어려운 경우 보수를 장기실적에 연동시키도록 하는 것이 보다 바람직하다는 점을 지적하고 있다.

Wang, Winton, and Yu(2010)는 회사가 속한 산업의 미래(business conditions)에 대한 투자자의 기대가 기업 범죄의 발생에 영향을 미친다는 점을 강조하였다.

이들의 논리는 아주 직관적이다. 호황이 예상될 경우 투자자 입장에서는 투자의 예상 수익이 높아질 것이기 때문에 상대적으로 경영진에 대한 감시 노력을 줄이게 되고 이것

이 경영진의 불법행위의 발생가능성을 높인다는 것이다.

반대로 경영진 입장에서는 자신이 속한 산업분야의 경기 전망이 밝을 경우 경영진이 주식을 단기차익을 통해 실현할 유인이 증가할 가능성이 높고, 이것이 회계부정으로 연결된다는 점이다.

Wang, Winton, and Yu(2010)는 1995년부터 2005년의 기업공개 자료(IPO)를 이용하여 자신들의 주장이 실제 데이터로 지지되고 있다는 점을 보였다.

## 2. 기업범죄의 비용은 얼마나 되는가- 회사, 주주, CEO의 관점에서

회계부정 후 재무제표는 수정된다. 이와 같은 재무제표의 재작성은 투자자에게 어떤 의미를 갖는가?

이에 답하기 위해서는 회계정보가 자본 시장에서 갖는 역할에 대해 생각해볼 필요가 있다. 일반적으로 기업의 재무제표는 투자자로 하여금 자신이 투자하려는 회사의 미래의 현금흐름에 대한 정보를 제공해주는 역할을 한다. 이를 통해 투자자는 수익을 예상할 수 있고 이로써 투자에 따르는 불확실성은 감소한다.

그런데 회계 부정이란 투자자들이 애초에 판단 근거로 삼았던 정보가 신뢰할 수 없다는 것을 의미하고 투자자들은 기업에 추가적인 리스크 프리미엄(risk premium)을 요구한다. 이는 결국 기업의 자본 비용의 상승으로 이어질 것이다.

이를 확인한 대표적 연구가 Hribar and Jenkins(2004)의 연구이다. 이들은 재무제표를 재작성한 기업의 경우 그렇지 않았던 기업에 비해 자본조달의 비용이 즉각적으로 - 즉 재무제표를 재작성한 다음 달- 올라간다는 사실을 확인하였다. 이들의 연구결과 크기는 평균적으로 기존 비용의 6%에서 15%에 해당했다.

잘못된 회계 정보에 대해 반응하는 것은 투자에 따른 위험을 공유하는 지분 투자자(equity holder)에만 끝나지 않는다. 위험 공유 없이 성과의 고정 부분만을 가져가는 채권자(debt holder), 특히 은행의 경우도 재무제표 재작성 후 기존 채무계약을 변경하려 한다.

Graham et al.(2008)은 부채를 통해 자금을 조달한 회사의 경우도 재무제표를 재공시한 뒤에 과거에 비해 더 높은 금리를 내야 하며, 동시에 기존 만기는 단축되며, 계약내용(covenant)에 새로운 제약들이 부과된다는 사실을 확인하였다. 그리고 채권자가 복수인 신디케이티드 론(syndicated loan)의 경우 기존에 참여한 채권자들이 이탈하여 전체 채권자 수가 줄어든다는 점도 보였다. 이들의 연구는 회계부정은 자본 비용 뿐 아니라 부채의 조달비용(cost of debt)까지 영향을 미친다는 점을 확인했다는 점에서 의미가 있다.

일반적으로 회계부정에 연루된 기업의 경우 감독당국(혹은 사법부)에 의해 벌금과 같



은 금전적 제재(monetary penalty)를 받게 된다. 또한 이와 더불어 이들 기업은(앞서 언급한 자금 조달비용의 상승 외에도) 판매수입의 감소나 이미지 훼손과 같은 일을 경험한다. 이처럼 회계부정에 의해 회사가 부담하는 전체 비용의 크기는 어느 정도일까?

1978년부터 2002년까지 부정회계로 인해 SEC로부터 제재를 받은 585개의 회사를 상대로 한 Karpoff, Lee, and Martin(2008a)의 연구에 따르면 회계부정에 대한 감독당국의 공식적 제재는 한 회사당 평균적으로 23.5 million 달러에 불과하다. 그러나 제재 이후 발생하는 기업들의 판매수입의 감소와 자금 조달비용의 상승(필자들은 이를 합쳐 ‘시장제재에 따른 평판비용’이라고 불렀다)은 이의 6배이다.

즉 어떤 회사가 회계부정을 통해 수입을 1달러 부풀렸다면, 이로 인해 회사가 부담하는 총 비용은 약 3.08달러이다. 이 중 벌금과 같은 직접적인 금전적 제재로부터 발생하는 비용은 0.36달러에 불과하고 나머지 2.71달러는 시장규율 위반에 따른 평판비용이라는 것이다. 이러한 부담은 결국 기업범죄에 대해 최종적으로 주주가 부담해야 하는 비용으로 이해할 수 있다.

기업범죄와 관련하여 고려해할 또 하나의 비용은 범죄자 자신, 즉 범죄를 저지른 CEO 자신이 부담해야 하는 비용이다.

Karpoff, Lee, and Martin(2008b)은 1978년부터 2006년까지 SEC와 법무부로부터 회계 부정과 관련하여 책임 추궁을 당한 2206명 임원의 범죄 이후 경력을 조사하였다. 그 결과 회계부정과 관련된 임원의 93%가 조사가 진행되거나 종료된 직 후 해고로 인해 그 자리에서 물러났다.

특히 최고경영진의 경우 해임 후 다른 회사로의 재취업기회가 사라졌을 뿐 아니라, 갖고 있던 스톡옵션을 행사할 기회마저 없었다. 이들 중 약 28%는 형사처벌을 받았고 이들은 평균적으로 4.3년을 복역했다.

CEO나 집행임원뿐 아니라 사외이사 역시 유사한 비용을 부담하는 것으로 드러났다. Fich and Shivdasani(2007)은 회계부정과 연루된 사외이사(outside director)의 집단 소송(class action) 이후의 경력을 조사하였다. 이들은 사외이사가 회계부정이 있던 회사에서 퇴출되는 경향이 더 높다고 할 수는 없지만 소송 이후 다른 회사의 사외이사로 임명될 가능성이 크게 하락하였다는 사실을 밝혀냈다.

특히 이러한 경향은 회계부정의 액수가 큰 회사에 있었던 사외이사에 있어 더욱 뚜렷하다는 사실을 밝혀냈다.

미국에 비해 한국의 사례를 다룬 연구는 많지 않다. 그 중에서도 김두열(2008)과 Kang et al.(2015)의 연구가 주목할 만하다. 김두열(2008)은 기업 범죄에 대한 형사사법 절차가 해당 기업의 경영 성과에 어떠한 영향을 미치는지를 조사하였다.

그는 2004년에 1심 판결 선고가 된 128건의 특경가법 사건들을 분석한 결과 수사 및 재판 전 시기에는 경영범죄 발생기업의 수익률이 일반 기업과 차이가 없으나 범죄 사실이 외부에 알려져 기업에 대한 형사사법절차가 개시되면 그 기업의 수익률이 크게 떨어진다는 사실을 밝혀냈다.

그 이유에 대해 김두열(2008)은 이것이 형사사법절차가 정상적 기업 활동을 방해한 결과라기보다는 범죄로 인한 경영부실이 누적된 결과(즉 형사사법절차를 계기로 문제 기업들이 퇴출된 결과)로 해석하는 것이 타당하다고 주장하였다.

Kang et al.(2015)은 기업범죄를 범한 지배주주와 전문경영인의 형사 판결 이후 경력에 대한 연구를 진행하였다. 연구 결과 62명중 32명의 임원이 유죄판결 확정 후 범죄를 저지를 당시 재직했던 회사나 그 회사가 속한 재벌그룹의 다른 계열사의 임원으로 복귀한다는 사실을 발견했다.

특히 이러한 경향은 지배주주보다 전문경영인의 경우 두드러져서 기업범죄로 처벌받은 38명의 전문경영인 중 22명이 이후 여전히 현직에 남아있었다. 이러한 결과는 Karpoff, Lee, and Martin(2008b) 연구에서 나타난 미국 사례와 극명하게 비교된다.

경제개혁연대(2007a)는 2000년부터 2007년 사이 기업범죄로 기소된 82명의 전문경영인 가운데 1심에서 약 94%가 집행유예를 선고받고 2심에서는 전원이 집행유예로 풀려 나온다는 사실을 밝혔다. 이러한 전문경영인에 대한 경미한 처벌은 양형규정이 만들어진 2007년 이후 조금 개선되었지만(경제개혁연구소 2013가 동일 유형의 범죄에 대해 2007년부터 2013년 이후 상황을 조사한 결과 1심 48.5%, 항소심 57.6%로 집행유예율이 하락했다) 전문경영인의 집행유예율이 지배주주보다 높다는 사실에는 변화가 없었다.

왜 법원은 전문경영인을 선처하는 것일까? 경제개혁연대(2007b)는 법원의 감형 사유를 조사한 결과 법원이 전문경영인에 대해 이들이 설사 범죄를 공모한 공동정범이라 할지라도 실제 양형에 있어 지배주주와 전문경영인의 불법성 및 책임의 정도를 철저히 구분하고 있다는 사실을 밝혀냈다.

즉 법원은 지배주주와 달리 전문경영인에 대해 전문경영인 항변-“총수의 지시에 따를 수밖에 없거나 대주주들의 영향력으로부터 자유로울 수 없었다는 항변-을 아주 폭넓게 받아들이고 있다는 사실을 발견했다.

### 3. 왜 기업범죄는 뒤늦게서야(뒤늦게라도) 밝혀지는가

기업 범죄를 내·외부 지배구조(internal and external governance system)의 실패로 보는 시각(Dyck, Morse, Zigales 2010)에서 보면 기업지배구조의 작동 수준과 기업범죄의 발생가능성을 연결시키는 것은 자연스러운 일이다.

이와 관련하여 가장 먼저 검토해볼 수 있는 것이 기업범죄에 있어 이사회역의 역할이다. Agrawal and Chadha(2005)은 159개 미국 기업을 상대로 한 연구에서 금융전문가(financial expertise)가 이사회나 감사위원회에 사외이사로 존재하는 기업에서 기업범죄 발생가능성이 떨어진다는 사실을 발견했다.

Khanna, Kim and Lu(2015)는 CEO와 이사(혹은 최고 집행임원)사이의 이사 선임과정에서의 유착(connections)에 주목했다. 예컨대 이사를 선임하는 과정에서 CEO는 이사추천 위원회(nominating committee)와 밀접하게 협의하게 되는데 이 과정에서 이사들과 어떤 유착관계가 발생한다는 것이다.

이들은 먼저 CEO와 이사 간에 과거 같은 직장에서 근무한 경험이나 같은 학교의 동문과 같은 사회적 관계가 이사회역의 감독기능을 무력화시킬 것이라는 기존 연구(Chidambaram, Kedia, and Prabhala 2011)에 대해 검토해봤다. 이들은 세간의 인식과 달리 이러한 관계는 기업범죄의 발생가능성에 영향을 미치지 못한다고 주장하였다.

대신 이사회나 집행임원의 선임과정에서 이들 임원과 CEO사이에 형성된 관계가 문제라는 사실을 확인하였다. 그렇다면 어떠한 경로를 통해 이러한 현상이 발생하는가에 대해 이들은 다음의 3가지 점을 지적하였다.

먼저 CEO와 이사회 사이에 임명과정상에서 유착관계가 형성된 경우 CEO의 위법행위가 이사회에 의해 적발된다 하더라도 바로 CEO의 해임으로 이어지지 않는다는 사실을 확인했다.

또한 이러한 유착은 CEO 입장에서 이사회와의 불법행위의 공모에 드는 수고로움을 줄여주는 역할을 하며, 실제 범죄가 적발되었다 하더라도 CEO 입장에서 느슨한 제재를 예상하여 범죄비용을 낮출 수 있다. 이러한 이유로 CEO와 이사회역의 임명과정에서의 유착은 기업범죄의 발생가능성에 영향을 미친다.

Kedia and Shiva(2011)은 감독기구의 법집행의 강도가 기업범죄에 영향을 준다는 사실을 보였다. 즉 미국의 경우 SEC의 활동이 활발했거나 지리적으로 SEC와 가까운 거리에 있는 기업들일 수록 공격적인 회계 관행을 채택하지 않는 경향이 있음을 보였다.

2000년대 초반 발생한 대규모의 회계 부정 사건은 사람들로 하여금 과연 이사회나 외부 감사처럼 기업의 불법행위를 적발하도록 설계된 기제들이 제 역할을 다하고 있는가에 대해 회의를 품게 만들었다.

이에 대한 가장 흥미로운 최근 연구 중 하나가 Dyck, Morse and Zingales(2010)의 연구이다. 이들은 기업범죄가 어떻게 처음으로 외부에 알려지게 되었는가(이들의 논문 제목 그대로 who blows the whistle on corporate fraud)라는 주제에 관심을 갖고 사례들을 정리하기 시작했다.

이들은 1996년부터 2004년까지 미국 대기업에서 발생한 216건의 기업범죄 사례를 분석하여 기존의 문헌에서 기업 범죄를 사전에 감지(detect)하는 전통적 기제였던 투자자, 자본시장의 감독기구(SEC), 감사(auditors)가 실제로 그 역할을 제대로 수행하지 못하고 있다는 사실을 발견하였다. 실제 분석 결과 SEC는 전체 범죄의 7%를, 외부 투자자들은 겨우 3%를 밝혀내는데 그쳤다.

대신 그동안 주목받지 못했던 행위자 - 대표적으로 회사 내부의 공익제보자나 언론-가 기업범죄의 적발에 있어 매우 의미 있는 역할을 했다는 사실을 발견하였다. 조사결과 회계부정을 한 기업에 근무한 노동자처럼 내부의 공익제보자에 의해 기업범죄가 외부에 알려진 경우는 약 17%였고 언론의 탐사보도를 통해 밝혀진 경우는 13%였다.

그렇다면 전통적 지배구조이론에서 그다지 주목받지 못했던 이들이 최근들어 기업범죄의 적발에 있어 적극적 감독자(gatekeeper) 역할을 하게 된 이유는 무엇인가?

Dyck, Morse and Zingales(2010)는 전통적인 외부 감시자에 비해 이들은 범죄와 관련된 정보에 보다 잘 접근할 수 있고(내부제보자의 경우), 다른 금전적 동기나 혹은 명예적 유인이 있다(기자의 경우)는 사실을 발견하였다. 예컨대 기자의 경우 특종 보도 이후 승진과 같은 명예가, 내부고발을 한 노동자의 경우 qui tam 소송에 따른 금전적 유인이 기업범죄의 적발에 있어 중요하다는 사실을 확인하였다.

국내의 경우 삼성 사례에서처럼 김용철 변호사와 같은 내부 고발자가 역할을 하는 사례들이 종종 눈에 뜨인다. 그러나 대부분의 경우 아직까지 기업범죄는 대부분 법집행기관, 특히 검찰의 수사에 의해 발견되는 경향이 강하다. 그러나 이에 대해 아직까지 신뢰할만한 통계자료는 없다.

한국의 경우 지배주주의 전횡에 대한 견제 장치로서의 사외이사나 혹은 CEO의 역할에 대한 연구는 드물다. 다만 앞 장에서 언급한 경제개혁연대(2007a, 2007b)와 경제개혁연구소(2014), 그리고 Kang et al.(2015)의 연구 결과를 종합해보면 한국에서는 지배주주의 위법행위에 대해 전문경영인이 주주의 이익을 지키기 위한 역할을 다하도록 만들 기제가 불충분하다는 사실을 알 수 있다.

일반적으로 기업범죄는 CEO나 지배주주 단독에 의해 저질러지는 않는다. 기업범죄를 기획하고 실행하는데 있어 반드시 누군가의 도움이 필요하다. 만약 전문경영인이 지배주주의 불법행위를 감지했을 때 어떤 선택을 할 수 있을까?

이들에게는 두 가지 선택이 있는 것으로 보인다.

먼저 지배주주의 불법행위를 외부에 알리는 것이다(내부고발). 두 번째 선택지는 지배주주와 공모하여 지배주주의 범죄를 돕는 것이다(범죄 방조). 지금까지의 연구는 한국에서는 전문경영인의 경우 후자를 선택하는 것이 더 큰 편익을 가져다준다는 사실을 보여

준다.

즉 전문경영인이 지배주주의 범죄에 대해 내부 고발을 선택할 경우 그는 일자리를 잃을 것이다. 왜냐하면 지배주주가 기업의 의사결정에 대한 전권을 휘두르고 있기 때문이다. 다만 그는 경우에 따라 내부고발자의 공헌을 인정받아 형사처벌을 면할 가능성이 있다.

이번에는 범죄 방조를 택한 경우를 생각해보자. Kang et al.(2015)의 경우에서 보듯 그는 원래의 자리나 혹은 그 계열사의 임원으로 복귀한다. 즉 불법행위에 대한 시장규율이 매우 약하게 작동한다.

그렇다면 형사 처벌의 위협은 어떻게 되는가? 경제개혁연대(2007a, 2007b)와 경제개혁연구소(2014)에서 보듯 법원은 이들에 대해 집행유예를 내릴 것이다. 최한수(2015)에서 보듯 한국에서의 집행유예는 사실상의 무죄판결이다.<sup>7)</sup>

즉 전문경영인에 대한 법원의 관대한 처벌이 반복되고 총수가 자신의 불법행위에 대해 책임을 지지 않는 조건하에서는 전문경영인은 지배주주의 범죄를 방조하는 것이 유일한 선택이다. 이것이 기업범죄가 반복되는 원인중의 하나로 보인다.

#### 4. 기업범죄자에 대한 처벌은 적정한가?

이에 대한 미국의 연구는 주로 사회학이나 법학 쪽에서 진행되었다. 기존 연구들은 화이트 칼러 범죄자들이 길거리 범죄자에 비해 약하게 처벌 받고 있는지에 대해 그 연구 대상과 방법론에 따라 각기 상이한 결과를 제시하고 있다(Simpson 2013 pp.321)

Brickey(2005)는 2002년부터 2006년 발생한 17개 주요 기업범죄의 23명의 피고인들을 상대로 이들의 형사처벌 정도를 분석하였다. 그는 분석 결과 실제 대중들이 생각하는 것 보다 법집행당국이 기업범죄자들을 적극적으로 기소하고 있으며 사법부 역시 이들에 대해 유죄를 선고하고 있다고 주장했다.

American Lawyer(2007)은 2000년대 초반부터 기소된 440명의 기업범죄자들에 대한 재판 결과를 분석하였다. 이 들 중 76%(337명)가 유죄협상(plea deals)을 통해 유죄판결을 받았지만 협상을 거부하고 실제 재판을 간 경우에는 무죄(acquittal)가 나오거나(27명), 기소 자체가 무효(mistrial)가 되거나(22명), 기각(dismiss) 된 경우(28명), 항소심에서 판결이 뒤집힌 경우(9건)도 존재했다는 사실을 확인하였다. 또한 이들은 미국의 기업범죄 기소율이 부시정부의 재선 이후 급격히 줄었다는 점을 지적하였다.

7) “한국에서 법원의 집행유예 판결은, 여러 가지 엄격한 조건이 붙고 그 이행여부에 따라 형 집행의 유예가 취소될 수 있는 미국식의 보호관찰(probation)과 달리, 피고인에게 특별한 행동의 제약이 부가되지 않으며 따라서 그 취소율도 매우 낮다. 아울러 집행유예 기간이 만료하여 다시 CEO로 복귀한 여러 사례들이 말해주 듯 집행유예 판결은 전직 CEO가 기업으로 돌아가는데 특별한 장애사유로 작용하지 않는다. 이 두 가지를 고려하면 집행유예는 사실상의 무죄 판결과 크게 다르지 않다” 최한수(2015a) pp. 11.

경제개혁연대(2007a)와 경제개혁연구소(2013)는 특경가법상 형령·배임죄 혐의로 형사 재판을 받은 지배주주 및 경영진의 집행유예율이 길거리 범죄자보다 높다는 점을 보였다.

그러나 이러한 연구들은 범죄나 범죄자와 관련된 다른 요인들을 통제하지 않은 단순 백분율을 이용한 비교라는 점에서 한계가 있다.

기업인 범죄자의 양형문제에 대한 본격적인 계량분석은 최한수(2015)와 Choi et al.(2014), Choi et al.(2015 forthcoming)의 연구에서 시도되었다.

이 중 최한수(2015)와 Choi et al.(2014)는 2000년부터 2007년 사이에 특경가법상의 형령·배임죄 위반 혐의로 유죄판결을 받은 252명의 범죄자에 대한 피고인별 자료(defendant-level data)를 이용하여 실제 사법부가 재벌과 관련 있는 피고인을 그렇지 않은 피고인보다 관대하게 처벌하는지, 만약 그렇다면 그 원인은 무엇인지에 대한 연구를 진행하였다.

분석결과 한국의 사법시스템이 강한 재벌 편향성을 갖고 있다는 점이 확인되었다. 즉 총수일가나 전문경영인임을 가리지 않고 피고인이 재벌과 관련 있을 경우, 유죄 선고 시(실형이 아닌) 집행유예를 받을 가능성이 일반 경제범죄자보다 10%p 올라간다는 점을 보였다. 이러한 결과는 사건과 범죄자의 특성, 그리고 변호사의 능력과 검찰의 기소 편향의 요인들을 통제한 뒤에도 거의 그대로 유지된다는 점을 보였다.

이들은 양형 사유에 대한 추가 회귀 분석을 통해 법원의 강한 재벌편향성은 한국사회에서 재벌이 차지하는 막대한 경제적 비중에 대한 고려의 산물이자 법원이 지배주주의 사익추구를 위해 진행되는 내부거래에 대한 형사법적 규율의 실패의 결과물로 봐야 한다는 사실을 밝혀냈다.

마지막으로 최한수(2015b)는 재벌 범죄자에 대한 관대한 처벌이 전관예우의 결과일 수도 있다는 가설을 검토하기 위해 2000년부터 2007년 사이 기업범죄로 재판을 받은 피고인 318명의 변호사의 약력을 조사하였다.

그 결과 동일한 특성을 갖고 있는 사건에서 전관을 쓰는 경우 그렇지 않은 경우보다(보다 정확히는 그 피고인을 대리하는 전체 변호사 중 전관 변호사비중이 한 단위 증가할 경우)집행유예를 받을 확률이 약 15%p 증가(이른바 “전관효과”의 존재)한다는 사실을 밝혀냈다.



## IV. 한국에서 지배구조와 기업범죄에 대한 추후 연구 주제

지금까지 III장에서 살펴본 것처럼 미국과 한국의 지배구조와 기업범죄에 대한 연구는 상당한 차이가 있다. 이러한 차이는 다음의 두 가지 요인의 산물로 보인다.

첫 번째 각 나라에서 학계의 연구를 추동했던 기업범죄의 유형이 다르기 때문이다. 미국의 경우 기업범죄에 대한 관심이 주로 스톡옵션으로 고액연봉을 챙기는 CEO에 의한 회계조작에 맞추어져 있는 반면 한국의 경우는 ‘유전무죄, 무전유죄’로 상징되는 사법부의 경미한 처벌에 맞추어져 있다.

두 번째 이유는 두 나라 CEO들의 보수 시스템의 차이에 있다. 미국의 경우 2000년 기준으로 S&P 500 기업의 CEO들의 보수 중 스톡옵션이 차지하는 비중은 약 49%정도이다(Frydman and Jenter 2010).

한국의 경우 전체 임원 중 보상체계의 하나로 스톡옵션을 갖고 있는 임원의 비중이 약 5%(1116개 관측치 중 중 53개)에 지나지 않았다(이창민과 최한수 2015).

특히 한국의 경우 재벌 그룹의 지배주주일가가 얻는 경제적 이익의 상당 부분이 계열사 지분에서 나오는 현금 흐름권(cash flow right)보다는 그룹 전체에 대한 지배권(control right)에 의존하는 경향이 짙다.

바로 이러한 이유 때문에 한국의 기업범죄는 단순한 회계부정의 형태가 아니라 지배주주의 자기거래(self-dealing transaction), 특히 그룹 내의 한 계열사가 부실 계열사를 지원하고, 이를 통해 총수 일가의 그룹 전체의 지배권이 유지되어 이득을 보는 형태로 나타난다고 보여진다.

이런 관점에서 보면 한국이나 미국 모두 CEO(혹은 지배주주)의 보수의 경제적 이익이 기업범죄를 일으킨다는 점에서 공통점을 갖고 있다고 할 수 있다. 다만 한국과 미국은 보수의 형태가 다른 것 뿐이다.

이와 관련하여 한국의 경우도 임원의 보수 공개를 계기로 점차 기업성과가 연봉에 반영되는 비중이 늘어날 것으로 예측된다. 이는 동시에 한국에서도 미국과 같은 유형의 기업범죄- 즉 회계부정-가 발생한 가능성이 올라갈 것을 의미하기도 한다.

마지막으로 한국에서 지배구조와 기업범죄에 대한 후속 연구 주제를 제시하는 것으로 이 글을 마무리하고자 한다.

첫째 무엇보다도 기업범죄를 발생시키는 주된 요인이 무엇인지에 대한 연구가 필요하다. 기업범죄가 이사회나 감사위원회와 같은 내부 지배구조의 부실함의 결과인지 아니면 감독이나 수사기관, 보다 포괄적으로는 사법시스템의 오작동의 문제인지 천착해볼 필요가 있다.

이러한 연구를 진행할 때 연구자로서 고민해야 하는 것이 한국과 미국기업의 각기 다른 지배구조이다. 미국의 경우 기업범죄는 개별 기업의 문제인 반면 한국의 경우는 재벌이라는 기업집단의 문제라는 점을 고려할 필요가 있다.

이와 관련하여 두 가지 추가 연구가 가능하다. 첫 번째 한국재벌 특유의 정경유착-흔히 이미 몇몇 외국연구에서 진행된 정치적 연고(political connections)의 문제-이 내·외부 감독기구의 작동을 무력화시켜 지배주주 입장에서 기업범죄에 대한 비용을 낮추는 역할을 하는 것은 아닌지 생각해볼 필요가 있다.

특히 한국의 경우 사외이사의 경우 전직 관료의 비중이 25%나 차지하는 바, 그것이 범죄 발생 요인에 미치는 영향에 대해 연구해볼 필요가 있다(경제개혁연구소 2014).

비슷한 맥락에서 Kang et al.(2015)의 사례에서 보듯이 기업집단 안에 존재하는 내부 노동시장(internal labor market)이 내부자로 하여금 기업범죄에 가담하는데 떠안아야 할 인한 비용을 낮추어 주는 역할을 하는 가능성에 대해서도 연구가 필요하다.

즉 범죄에 가담한 것(혹은 범죄를 발견해내지 못한 것)이 낙인으로써 이후 직업 전망(job career)에 부정적 결과를 가져다 주는 것이 아니라 오히려 기업집단내부의 노동시장에서 지배주주에 대한 충성의 상징으로 인식되고 있는 것은 아닌지 검토해볼 필요가 있다.

또한 기업범죄가 주주와 회사, 그리고 채권자나 투자자에 발생시키는 비용에 대한 연구 역시 진행될 필요가 있다. 기업범죄의 발각 이후 주주의 부는 어느 정도 감소하는지, 범죄에 따른 명성 훼손으로 인해 회사가 입은 손해는 어느 정도인지 측정해볼 필요가 있다.

여기에서도 역시 한국의 지배구조의 특수성을 고려한 연구 설계가 필요하다. 예를 들어 재벌내의 한 회사에서 발생한 기업범죄의 비용이 다른 계열사로 전가되는지(이른바 부정적인 외부성), 아니면 거꾸로 한 회사에서 발생한 범죄가 이후 다른 계열사의 지배구조 개선의 계기가 되어 오히려 다른 계열사의 경우 기업가치에 긍정적인 사건이 될지(이른바 긍정적인 외부성) 실증적으로 연구해 볼 필요가 있다.

지금까지 한국의 기업범죄에 대한 연구는 주로 배임·횡령죄와 같은 내부거래와 관련된 범죄에 초점을 두고 있었다. 앞으로는 상대적으로 관심이 덜했던 주가조작 같은 증권거래법 위반 행위나 경쟁법 위반행위에 대해서까지 연구의 폭과 범위를 확장하는 것이 필요할 것이다.

이러한 작업을 통해 기업범죄와 지배구조의 연관성에 대한 우리 사회의 이해의 폭이 넓어져서 궁극적으로 투자자들을 보호하고 자본시장이 보다 활성화되었으면 한다.

## 참고문헌

- 경제개혁연대. “우리나라 법원의 화이트칼라 범죄양형 분석- 집행유예선고율을 중심으로, 경제개혁리포트” 2007-8호 (2007a)
- 경제개혁연대. “화이트칼라 범죄 판결의 양형 사유 분석”, 경제개혁리포트 2007-9호 (2007b)
- 경제개혁연구소. “ 화이트칼라 범죄 양형분석 - 법원의 양형기준 준수 여부를 중심으로”, 경제개혁리포트 2013-13호 (2013)
- 경제개혁연구소. “2014년 대규모기업집단의 사외이사 분석” 서기호 의원실 용역보고서 (2014)
- 김두열. “경영성과와 기업성과: 경영자의 배임 및 횡령 범죄가 기업범죄에 미치는 영향” (2008)
- 노명선. “기업범죄에 대한 제재 및 검찰의 대응방안 연구”, 대검찰청 용역과제 (2010)
- 차용석 외 4인. “기업범죄 수사의 범위와 한계 -특히 배임죄를 중심으로”. 대검찰청 용역과제 (2010)
- 최한수. “화이트칼라 범죄에 대한 체계적 인식을 위한 과제”, 「기업지배구조연구」 겨울호 (2007)
- 최한수. “왜 법원은 재벌(범죄)에 관대한가?” 「재정포럼」 9월호, 한국조세재정연구원 (2015a)
- 최한수. “전관예우에 대한 경제학적 설명 -현황 분석과 정책 대안 중심으로-”, 미발표 원고 (2015b)
- Agrawal, Anup, and Sahiba Chadha. “Corporate governance and accounting scandals.” *Journal of law and economics* 48.2 (2005): 371-406.
- American Lawyer (2007) “What’s behind the drop in corporate fraud indictments?”
- Bergstresser, Daniel and Thomas Philippon. “CEO incentives and earnings management”, *Journal of Financial Economics* 80 (2006): 511-529.
- Brickey, Kathleen F. “In Enron’s Wake: Corporate Executives on Trial.” *J. Crim. L. & Criminology* 96 (2005): 397.
- Burns, Natasha, and Simi Kedia. “The impact of performance-based

- compensation on misreporting.” *Journal of Financial Economics* 79.1 (2006): 35–67.
- Chidambaran, N. K., Simi Kedia, and Nagpurnanand R. Prabhala. “CEO director connections and corporate fraud.” *Fordham University Schools of Business Research Paper* 1787500 (2011).
- Choi, Hansoo, “Quantifying the impact of the revolving door: Evidence from South Korea’s judiciary”. Edmond J. Safra Working Paper No. 65 (2015).
- Choi, Hansoo, Hyoung-Goo Kang, Changmin Lee, “What Constitutes Too Big To Jail”, working paper (2015)
- Choi HS, Kang HG, Lee CM, Kim W. “Too Big to Jail? Company Status and Judicial Bias in an Emerging Market”. *Corporate Governance: An International Review*. Forthcoming (2015).
- Crutchley, Claire E., Marlin RH Jensen, and Beverly B. Marshall. “Climate for scandal: corporate environments that contribute to accounting fraud.” *Financial Review* 42.1 (2007): 53–73.
- Djankov, S., La Porta, R., Lopez-de-Silanes, F., and Shleifer, A., 2008. “The law and economics of self-dealing,” *Journal of Financial Economics*, 88(3): 430–465.
- Dyck, Alexander, Adair Morse, and Luigi Zingales. “Who blows the whistle on corporate fraud?” *The Journal of Finance* 65.6 (2010): 2213–2253.
- Fich, Eliezer M., and Anil Shivdasani. “Financial fraud, director reputation, and shareholder wealth.” *Journal of Financial Economics* 86.2 (2007): 306–336.
- Frydman, Carola, and Dirk Jenter. “CEO Compensation.” *Annual Review of Financial Economics* 2.1 (2010): 75–102.
- Graham, John R., Si Li, and Jiaping Qiu. “Corporate misreporting and bank loan contracting.” *Journal of Financial Economics* 89.1 (2008): 44–61.
- Hribar, Paul, and Nicole Thorne Jenkins. “The effect of accounting restatements on earnings revisions and the estimated cost of capital.” *Review of accounting studies* 9.2–3 (2004): 337–356.

- Johnson, Simon “Too big to Jail”, Project Syndicate Column, Feb. 22, 2012  
<http://www.project-syndicate.org/commentary/too-big-to-jail>  
 (access at 2015.11.24.)
- Jiang, John Xuefeng, Kathy R. Petroni, and Isabel Yanyan Wang. “CFOs and CEOs: Who have the most influence on earnings management?.” *Journal of Financial Economics* 96.3 (2010): 513–526.
- Kang, Hyoung-goo, Changmin Lee, Hansoo Choi, Albert Choi “Passion of Executive and Financial Salvation,” Working paper (2015)
- Khanna, Vikramaditya, E. KIM, and Yao Lu. “CEO connectedness and corporate fraud.” *The Journal of Finance* 70.3 (2015): 1203–1252.
- Karpoff, Jonathan M., D. Scott Lee, and Gerald S. Martin. “The cost to firms of cooking the books.” *Journal of Financial and Quantitative Analysis* 43.03 (2008a): 581–611.
- Karpoff, Jonathan M., D. Scott Lee, and Gerald S. Martin. “The consequences to managers for financial misrepresentation.” *Journal of Financial Economics* 88.2 (2008b): 193–215.
- Kedia, Simi, and Shiva Rajgopal. “Do the SEC’s enforcement preferences affect corporate misconduct?.” *Journal of Accounting and Economics* 51.3 (2011): 259–278.
- La Porta, R., Lopez-de-Silanes, F., Shleifer, A., and Vishny, R. W., 1997, Legal determinants of external finance, *Journal of Finance*, 52, 1131–1150.
- La Porta, R., Lopez-de-Silanes, F., and Shleifer, A., and Vishny, R. W., 1998, Law and finance, *Journal of Political Economy*, 106, 1113–1155.
- La Porta, R., Lopez-de-Silanes, F., and Shleifer, A., 1999. “Corporate Ownership Around the World,” *Journal of Finance*, American Finance Association, 54(2) : 471–517.
- Oliver, Christian. “The Korea discount: blame the businessmen.” Christian Oliver: beyond bricks. *The Financial Times*, 31 August 2010. Web. 22 April 2014.

- Simpson, Sally S. “White-collar crime: A review of recent developments and promising directions for future research.” *Annual Review of Sociology* 39 (2013): 309–331.
- Wang, Tracy Yue, Andrew Winton, and Xiaoyun Yu. “Corporate fraud and business conditions: Evidence from IPOs.” *The Journal of Finance* 65.6 (2010): 2255–2292.
- Yu, Xiaoyun. “Securities fraud and corporate finance: Recent developments.” *Managerial and Decision Economics* 34,7–8 (2013): 439–450.