

Contents

1 | 2 | 2014 | Vol.72

- 02 연구논단** 베트남 기업의 사회적 책임활동(CSR) 결정요인과 기업가치에 미치는 영향
박래수 숙명여자대학교 경영학부 교수
- 26 법령연구** 정관 규정에 의한 의결권 행사 대리인 자격제한의 문제
윤승영 한국기업지배구조원 연구위원
- 34 토픽분석** 공유 경제(Sharing Economy) 시대의 기업의 공유 가치(Shared Value)
안유정 University of Massachusetts-Amherst 박사과정
- 46 CSR 현황 I** 해외 IR 동향과 글로벌 기업의 활동 사례
이다원 한국기업지배구조원 선임연구원
- 63 CSR 현황 II** 덴마크 연기금의 UN PRI 탈퇴와 그 배경
김선민 한국기업지배구조원 연구위원



베트남 기업의 사회적 책임활동(CSR) 결정요인과 기업가치에 미치는 영향*

연구논단

박래수 | 숙명여자대학교 경영학부 교수

<요약>

본 연구는 2005년부터 2009년까지 베트남의 CSR상에 응모하거나 수상한 기업들을 대상으로 해당기업의 어떤 특성이 CSR성가에 어떠한 영향을 미치는지, 그리고 CSR성가가 해당기업의 가치에는 궁극적으로 어떠한 영향을 미치는지에 대하여 실증분석하였다.

먼저, CSR성가가 좋은 기업들의 특성을 분석한 결과, 기업의 규모는 클수록 CSR성가가 좋고 기업의 연령이 높을수록 CSR성가가 안 좋은 것으로 분석되었다. 이는 베트남에서도 CSR활동을 할 수 있을 만큼 충분한 규모를 갖추어야 CSR활동에 신경쓸 수 있고, CSR활동으로 인한 규모효과도 볼 수 있다고 판단된다. 또한 CSR 도입 초기에 외국발주자의 요구, 기업 이미지 제고, 정권의 요구 등의 여러 가지 요인으로 CSR을 하는 기업들이 많은데 점점 기업이 성숙할수록 CSR활동이 오히려 위축되는 것으로 나타났다.

한편, 기업의 CSR성가가 기업가치에 미치는 영향을 분석한 결과, 베트남 기업들의 경우 CSR활동이 해당기업의 가치에 별다른 유의한 영향을 미치지 못하는 것으로 나타났다. 이는 베트남에서도 여타 개발도상국의 경우와 마찬가지로 기업인들이나 투자자들이 기업의 사회적 책임활동에 대한 인식과 평가가 아직 유효하지 않으며, 기업들의 해당활동 역시 자발적 행동이라기보다는 관 주도의 계몽행사의 일종으로 인식하거나 여타 외국계기업들의 행위에 대한 모방수준에 머무르고 있는 것으로 분석되었다. 또한 CSR활동에 대한 개념도입이나 관련활동우수기업에 대한 평가 및 수상제도가 도입된 지 얼마되지 않아, 기업가치를 측정하는 것은 비교적 명확하지만 기업들의 CSR활동을 측정하는 것은 명확하지 않아 CSR과 기업가치 간의 관계를 살펴보는 것이 충분치 못했다고도 판단된다.

※ **핵심 단어:** 기업의 사회적 책임활동(CSR), 결정요인, 기업가치, 베트남

* 본 연구논단은 저자를 포함한 2인이 “베트남 기업의 사회적 책임활동(CSR) 결정요인과 기업가치에 미치는 영향”이라는 제목으로 국제경영리뷰 제16권 제4호(2012년12월)에 게재한 논문을 CG리뷰를 위해 요약 및 재구성한 것이다. 관련선행연구와 실증분석결과 등의 일부는 지면관계상 생략된 부분들은 원논문을 참조하기 바란다.

I. 서론

기업의 사회적 책임활동(Corporate Social Responsibility, 이후 CSR로 약칭함)은, 기업이 경영활동을 하는데 있어 이익추구만을 목표로 하거나 주주의 이익극대화에만 집중하는 것이 아닌, 다양한 이해관계자들(근로자, 소비자, 지역사회, 거래기업)과 관련된 제반적인 사항들을 함께 고려하는 윤리적이면서도 지속가능성을 염두에 둔 제반경영활동을 일컫는다. 최근 범세계적이면서도 일상적인 위기를 겪고 있는 경제환경에서 기업경영의 화두에는 생존(survival)가능성이 단연 돋보인다고 하겠다. 그간 기업경영과 관련하여 윤리경영 혹은 친환경경영(또는 녹색경영) 등이 자주 회자되곤 하였었는데, 이제는 단순히 권장사항이라거나 선택사항이라기 보다는 생존을 위해 필수적인 경영요소로 자리잡고 있다는 느낌이다.

업계에서의 이러한 현상과 경향에도 불구하고, CSR을 바라보는 학계에서는 여전히 CSR의 정의와 그 효과 등에 대해 논란의 여지가 존재한다. 좋은 기업이라는 평가를 받고 지속가능한 경영을 하기 위해서는 어떻게 해야 하는가? 국가의 관리 역할은 어디까지인가? 기업은 어느 수준으로 CSR을 하는 것이 적합한가? CSR은 해당기업의 가치에는 어떠한 영향을 미치는가? 특히 베트남과 같이 개발도상국이어서 아직 CSR 개념 자체도 애매한 나라의 기업들이라면 CSR을 수행함으로써 과연 기업가치를 제고시킬 수 있는가? 이런 문제들은 여전히 지속적으론 논란이 되고 있다.

기업의 사회적 책임활동(CSR)과 관련하여 중요한 점은 과연 활동이 지속가능한 것인가 하는 점이다. CSR을 하는 기업은 시장으로부터 관련된 명성을 구축할 수 있고, 이에 따라 매출 및 수익성을 제고할 가능성도 높지만, CSR을 지속적으로 수행하기 위해서는 적지 않은 비용을 수반하고 위에서 언급한 성과라는데 단기적으로는 실현될 가능성 역시 크지 않다. CSR이 기업들 사이에서 지속적이면서도 적극적인 호응을 얻기 위해서는, 무엇보다 CSR이 기업가치에 어떤 영향을 미치는지가 먼저 규명될 필요가 있다. 만일 CSR이 기업가치에 부(-)의 영향을 미치면, CSR이 사회적 흐름으로 인해 일회적이거나 책임 내지는 의무로 수행되어야 할 준조세적 행위로 받아들여지거나 경영자 개인의 명성 구축의 일환으로 이해될 수밖에 없다. 이럴 경우, CSR은 자발적이거나 지속적 활동이 되지 못하고, 장기적으로는 오히려 기업과 사회에 역효과를 초래할 가능성도 높다.

이에 대해 기존의 연구결과들은 크게 세 가지로 나뉜다. 먼저 CSR이 기업가치에 긍정적이라도 보는 시각이 있다. CSR이 직접적으로 기업의 명성이나 브랜드 가치에도 긍정적인 역할을 할뿐만 아니라 다양한 이해관계자들과의 소통과 이해공유를 중시하므로 이를 통해 기업의 지속가능성을 높인다는 것이다. 이에 비해 대부분의 CSR이 비용을 수반

하게 되며 이는 주주 및 기업가치 극대화라는 경제적 목적과 반드시 부합하기 견해와 굳이 기업의 경제 및 사회 내 역할에 대해 과잉수행으로 인해 궁극적으로는 기업에게 화가 될 수 있으며, 경영진이나 대주주의 사적효익을 위해 악용될 여지도 있다고 비판하기도 한다. 마지막으로 CSR과 기업가치 간 관련성을 부인하는 흐름도 있다. 여기에는 단순히 현재 진행중인 CSR에 대한 정확한 평가나 가치매김이 불가능한 상태에서 이를 굳이 기업가치와 연관시키기에는 방법론적인 한계를 가진다는 의견부터, 사회적 여건상 구성원들에 의한 CSR이해도나 필요성에 대해 충분히 공감하거나 경제적 여건이 성숙되지 않은 탓에 시행자체가 무의미한 경우가 있다는 것이다.

본 연구는 베트남 기업들을 대상으로 CSR성과가 기업가치에 미치는 영향을 실증분석하였다. 베트남은 1986년부터 “도이머이 정책(개방 정책)”으로 경제가 기존의 사회주의 체제에서 시장경제 및 개방경제 등 새로운 단계로 넘어갔다. 2006년에는 WTO(World Trade Organization)에도 가입하고 자국시장을 넘어서 많은 새로운 성과를 얻었으며 비슷한 경제력의 여타 국가들에 비해 잠재력이 높다는 평을 받아왔다. 베트남에서 CSR이란 개념은 1997년부터 Honda, Unilever, Microsoft, Qualcomm, HP, Vina Capital, Samsung, Western Union, Nike 등 다국적 기업들이 베트남에 투자하는 과정을 통해 들어왔다. 이들 다국적 기업들은 그룹차원이나 베트남 사회에서 수행한 사회적 책임활동 등으로 그룹의 명성을 추구하기도 하고, 또한 그러한 과정에서 일반 베트남 사회에 CSR 개념과 의미를 자연스럽게 전파하였다.

베트남 기업들의 경우, CSR을 초기에 접한 기업들은 대부분 수출기업들이었다. 대부분 유럽, 미국 및 일본 등지에서 온 발주계약에는, 의류나 신발 기업들이 좋은 노동제도 및 조건을 적용해야 한다는 요구조건(SA8000)이나 식품 기업일 경우 적절한 식품위생 여건을 확보해야 된다고 요구하였다. 전체기업들 중 95%는 여전히 중소기업인 베트남의 상황에서 이들 중소기업들이 CSR을 수행하는 데에 어려움이 있지만, 외국에서 온 발주자의 요구가 있으므로 수출하는 기업부터 일반기업까지 점차 베트남에서 CSR이 활성화 되어 가고 있다. 비록 자의는 아니었지만, 현재 베트남 기업들은 CSR을 수행하면서 점차 CSR의 중요한 역할을 강조하고 지속가능경영(sustainable development)을 하기 위해 CSR을 수행하는 것이 필수적의 활동 중에 하나라고 인식하는 사례가 많아지고 있다.

이에 본 연구에서는 베트남의 기업들을 대상으로 첫째, CSR성과가 좋은 기업들이 어떠한 특성이 지니는지 살펴보고자 한다. 둘째, CSR이나 CSR성과는 기업가치에 어떠한 영향을 미치는가에 대한 점에 대하여 실증분석을 진행한다. 다만, 베트남에서 CSR에 대한 이해와 측정의 부족으로 인해 대부분 기업들의 CSR성과에 접근하기가 곤란하므로, 2005년부터 격년으로 시상되고 있는 ‘CSR상’에 응모한 기업들과 이를 실제 수상한 기업

들을 대상으로 분석한다.

실증분석결과 베트남의 경우 기업의 연령이 낮고 기업의 규모가 클수록 CSR성과가 좋았던 것으로 나타났다. 여기에는 베트남 기업들이 아직 규모가 크지 않은 상태에서 CSR을 수행할 만한 충분한 규모를 갖추지 못하면 해당활동에 신경 쓸 만큼 여유를 가질 수 없었다고 볼 수 있다. 또한 기업력의 경우, 기업 초창기에 외국발주자의 요구, 기업 이미지 제고, 정권의 요구 등의 여러 가지 요인으로 CSR을 하는 기업들이 많은데 점점 기업이 성숙기에 들어서 CSR활동이 오히려 위축되는 것으로 보인다. 이는 아직도 베트남에서 CSR활동이 자발적으로 되는 행위라기보다는 외부적 요인으로 인해 의무로 하는 행위를 취하는 것으로 판단된다. 또한 CSR이 기업가치에 미치는 영향을 분석한 결과, 표본기업들의 CSR상(CSR Award) 수상 여부나 수상기업들의 CSR활동수준은 해당기업의 가치에 유의적인 영향을 미치지 않는 것으로 드러났다. 이는 Ullman(1985), Aupperle 외 2인(1985), Flogler and Nutt(1975) 등의 연구결과와 비슷한 결과로서, 베트남의 경우에도 아직 저개발국이나 개도국의 경우와 마찬가지로 기업인들이나 투자자들이 기업의 사회적 책임활동에 대한 인식과 자본시장에서의 투자자들의 평가가 아직 유효하지 않으며 기업들의 해당활동 역시 기업가치에 대한 인식으로 인한 자발적 행동이라기보다는 관 주도의 계몽행사의 일종으로 인식하거나 여타 외국계기업들의 행위에 대한 모방수준에 머무르고 있음을 드러낸 결과라고 판단된다.

II. 베트남 기업들의 사회적 책임활동과 선행연구

2.1 베트남 경제와 베트남 기업들의 CSR

1986년 “도이머이정책(개방정책)”으로 베트남 사회는 큰 변화를 겪었다. 경제 및 사회 분야에서 개방 전 공황상태에서 벗어나 경제가 빠른 속도로 성장하여 국민의 생활질이 개선되었다. 시장개방 이후 2000년까지 평균 성장률이 7.5%이며 2000년의 성장률은 1990년보다 2배 상승하였다. 경제 구조도 다양화되었다. 전에 국가기업 형태만 존재하였으나 개방 후 단체기업(마을마다 운영하는 경제 단위로부터 기업으로 확대된 형태), 개인기업, 외국기업 등 다양한 기업들이 새로 생겼다. 또한 국가기업의 경우에도 그 기능을 향상시켜 국가의 간섭을 최소화하여 생산 효율성을 제고하게끔 하였다. 또한 ASEAN 국가협회 및 WTO 가입 등으로 지역과 세계 경제에 본격적으로 진입하게 되었다.

베트남에서 CSR이란 개념은 1997년부터 다국적인 기업들이 베트남에 투자하는 과정

을 통해 들어왔다. 대표적인 다국적 그룹은 Honda, Unilever, Microsoft, Qualcomm, HP, Vina Capital, Samsung, Western Union, Nike 등이다. 이러한 다국적 그룹의 행사나 전국에 수행한 사회적 책임활동(CSR)으로 그룹의 명성을 추구하기도 하고, 다른 베트남 기업들과 사회에 CSR개념과 의미를 알려주었다. 그리고 베트남 기업일 경우에 CSR을 초기에 접한 기업들은 수출기업들이었다. 대부분 유럽, 미국 및 일본에서 온 발주 기업들은 의류나 신발 기업들이 좋은 노동 제도를 적용해야 한다는 조건(SA8000)이나, 식품위생을 잘 확보할 수 있어야 된다고 요구하였다. 대표적인 분야는 의류, 가죽, 식품, 전기, 전자업종 등이다.

그간 베트남 기업들의 경우 대부분은 CSR을 제대로 인식하지 못하거나 비용측면에서 부담스러워 하고 있었다. 불투명한 경영활동, 명확하지 않은 재무제표, 노동안전의 미확보, 저품질 제품생산, 환경오염 등은 대표적인 사례이다. 2012년 기준으로 월급여가 150만동(75달러) 이상인 생산 근로자가 전체의 23.8%밖에 차지하지 않은 열악한 근로여건이나, 아직도 많은 기업들이 근로자에게 보험료 납부를 회피하기 위해 단기취업계약만을 고의로 체결하고 있는 실정이 많다. 노동안전문제도 심각하다. 2011년에 전국에 5,869건의 노동사고가 발생하였고, 노동안전조건을 지키지 않음으로 인해 6,154명이 부상하고 574명이 사망하였다고 보고되었다¹⁾. 그리고 환경을 심각하게 오염시키는 행위, 아동강제노동 등을 하는 기업도 여전히 많다. 세계은행(World Bank)은 2002년 보고서에서 베트남에서 CSR을 미약하게 수행하는 이유로 인식의 부족, 경제적 이유, 법체계 미비 등을 들었다.

그러나 최근 들어 베트남에서 CSR의 중요성과 그로 인한 효익을 인식하여 그 기업이 위치하는 지방, 근로자, 사회와 자발적으로 CSR을 하겠다는 약속하는 기업이 꾸준히 증가하고 있다. 이를 반영해 베트남상공회의소(VCCI)에서는 2005년부터 관련정부기관들과 협력하여 자발적으로 응모한 기업들을 대상으로 심사한 후 CSR상을 제정하여 격년으로 시상해오고 있다.

〈표 1〉 CSR상 응모기업들과 수상기업 현황

연도	2005년	2007년	2009년	총계
응모기업들	73	69	85	227
수상기업들	35	35	47	117

1) 출처: 베트남 통계청, 2011년 노동환경보고서 www.gso.gov.vn

2.2 CSR관련 기존논의

기업의 사회적 책임활동에 대한 관심과 실행을 위한 비용이 증가하고 있지만 기업의 사회적 책임활동이 무엇인가에 대해 동일하게 정의하기란 쉬운 일이 아니다. Frederick(1994)에 의하면, 기업의 사회적 책임은 19세기 말 기업의 자선활동 확산과 1920년대 복리후생주의 개념의 등장과 맥을 같이 한다. 1930년대에는 세계적인 대공황을 겪으면서 사회적 책임에 대한 논의가 소강상태로 들어갔으나 1950년대 이후 기업의 사회적 책임에 대한 논의가 재개되었다. Friedman(1970)은 기업의 사회적 책임활동이란 결국 주주들의 의사를 존중하여 기업을 경영하는 것, 즉 법이나 윤리적 관행을 지키면서 가능한 한 많은 돈을 버는 것으로 정의하여 CSR 활동을 매우 좁은 범위로 한정하고 있다. 그러나 McWilliams and Siegel(2000)은 기업의 사회적 책임활동에 대해, 기업의 이해를 넘어서 그리고 법에서 요구하는 것으로 이상으로 사회적 선(social good)을 확장하는 행위로 정의하여 좀 더 포괄적으로 CSR을 규정하고 있다.

CSR과 기업가치의 관련성에 대한 기존 연구들은 크게 세 가지의 견해로 나누어져 있다. 먼저 CSR이 기업가치에 긍정적인 영향을 미친다는 견해가 있다. Waddock and Graves(1997)에 의하면 기업사회성가지수는 기업가치와 정(+)의 관계가 있다고 한다. 또한 CEP 오염성가지수를 CSR성가로 하여 기업가치에 미치는 영향에 대하여 실증분석한 사례로 Bragdon and Marlin(1972), Bowman and Haire(1975), Spicer(1978), Chen and Metcalf(1980) 등이 있는데, 이들은 일관되게 양자간 정(+)의 상관관계가 있다고 밝힌다.

이와 대조적으로 기업은 주주가치를 극대화하기 위해 의사결정을 해야 하는데 CSR이 기업가치 극대화하는 경제적 목적과 일치하지 않은 경우 기업의 사회적 책임은 회피되어야 한다는 관점을 견지하기도 한다. Boartsman and Gupta(1996)는 한계세율의 변화에 따른 기부금 지출의 변화를 연구하여 한계세율 효과가 존재하며 이는 이익극대화가 아니라 경영진의 효용극대화를 지지한다고 보았다. Barnea and Rubin(2006)은 경영자가 좋은 시민이라는 개인적인 명성을 높이는 사적 효익을 위해 사회공헌활동에 과잉투자할 수 있음을 지적하고 있다. 다시 말해 비판론적인 입장을 주장하는 학자들에 따르면, CSR이란 해당기업의 사회적 혹은 환경적 성과제고를 위해 추가적으로 지불해야하는 일종의 비용의 성격을 지니며, 이로 인해 주주가치의 제고에는 별 효과가 없다는 것이다. 또한 CSR에의 투자로 인해 수익성 높은 사업안이나 투자전략이 오히려 소외될 것이라는 염려 때문에 잘못된 비용지출로 치부되기도 한다(Geoffrey Heal, 2009; Brown, Hellend, Smith, 1996).

한편 CSR이 기업가치와는 무관하다는 주장도 있다. Ullman(1985)은 CSR과 기업성과를 직접적으로 연관시킬 만한 어떠한 근거도 찾기 어렵다고 주장하였다. Flogler and Nutt(1975)는 종이 및 목재산업의 9개 기업을 대상으로 횡단면 회귀분석을 통해 사회적 책임, 오염 지수는 기업가치인 P/E ratio와 단기 주식성과에 어떠한 영향을 미치는지에 대하여 분석한 후, 기업과 관련된 일반 우호적이지 않은 뉴스가 나오면 단기주식성과는 하락하지만 기업의 오염성과(Council on Economic Priorities, CEP)지수는 해당기업의 주식성과에 유의적인 영향을 미치지 않다고 결론을 내렸다. Nelling and Webb(2006)도 600개의 미국기업을 대상으로 1993년부터 2000년까지 KLD's Socrates database에서 추출한 사회성과점수는 기업의 수익성(ROA)과 주식수익률에 유의적인 영향이 없었다고 결론 내렸다.

아직 CSR과 관련된 인식과 필요성이 기업이나 투자자 모두에게 충분히 공감되지 못하는 개도국의 경우 해당국 기업들의 CSR유인이나 그로 인한 재무적 성과는 확신하기 어렵다. 이와 관련하여 Jamali and Mirshak(2007)는 레바논으로 대표되는 개발도상국의 CSR 진행하는 과정과 결과 연구하고 분석한 결과, 조사된 모든 레바논 기업과 다국적기업들은 CSR에 대한 좋은 인식이 있음에도 불구하고 CSR에 대한 뚜렷한 목표와 엄격한 원칙 그리고 CSR에 대한 열정이 부족하다고 주장하였다. 그래서 CSR을 수행하는 현황은 '비전문적 (amateurish)'이고 '대충적 (sketchy)'이라고 결론을 내렸다. Shirley et al.(2006) 역시 Malaysia의 117개의 상장된 기업을 대상으로 CSR과 기업가치 간의 관계를 연구하였으며, 분석결과 기업규모가 큰 기업이면 CSR을 더 활발하게 하지만 CSR을 활발하게 하는 기업은 기업가치를 제고시킬 수 있을 만한 근거를 찾기 어렵다고 주장하였다. 이와 마찬가지로 CSR이란 개념은 베트남의 기업에서 적용된지 얼마 안 되었기 때문에 완전히 새로운 개념은 아니지만 제대로 이해하고 해당기준을 적용하는 기업들이 많지 않은 상황이다. 월드뱅크(2008)는 베트남을 비롯한 개발도상국들에서 CSR 수행하는 것이 초장기이며 이미지 개선, 명성구축, 비용절감, 매출액증가 등의 간접적인 효과가 있음을 발표하였으나 기업가치에 직접적인 영향을 미치는지에 대해서는 의문을 제시하고 있다.

III. 연구모형

3.1 가설 설정

3.1.1 기업의 CSR 활동수준에 대한 결정요인

기업은 CSR에 대해 잘 인식하여 사회적 책임 관련 지출을 함으로써 기업의 이미지 개선, 위험감소, 명성구축, 매출액증가, 규제당국과의 관계개선, 원가절감 혹은 폐기물감소 등을 수반하는 무형자산투자로부터 기업가치를 제고시키고자 할 유인이 있다. 그러나 해당기업의 경영자들 역시 CSR로부터 사적효익을 얻을 수 있다면, 이들은 기업가치 극대화에 적합한 수준보다 더 높은 수준으로 CSR을 수행할 충분한 유인을 가지게 될 것이다. CSR과 관련된 기업의 지출이 경영진에게는 일종의 특권적 소비의 일부가 될 수 있기 때문이다. 이럴 경우 기업의 CSR 관련 지출은 주주와 경영자 간 이해상충의 대상이 되어 일종의 대리인 비용의 성격을 가질 수 있다. 따라서 CSR 관련 지출의 증가가 대리인 비용의 증가로 인해 기업가치 감소를 유발할 가능성 또한 존재한다. 따라서 지배주주나 경영진의 소유구조에 따른 CSR지출 유인은 유의적인 상관관계를 가질 것이다.

[가설 1] 기업의 소유구조가 해당기업의 CSR에 유의한 영향을 미친다.

본 연구는 2005년부터 2년에 한 번씩 개최되는 CSR상에 응모하는 기업들 중에 CSR상을 받는 기업들의 특성을 살펴본다. CSR상은 크게 환경개선기여도, 경제발전기여도, 사회봉사기여도, 노동환경개선기여도, 가난개선기여도 등으로, 2개의 큰 분야인 환경과 노동을 기반으로 여러 관련된 정부기관들이 채점하여 평균점수를 계산하여 시상한다. 앞서 논의한 것처럼 CSR라는 개념은 베트남으로 진입한 지 얼마 안 되었고 초창기에 외국기업들의 발주를 받는 기업이 가장 많았다. 기업은 발주를 받기 위해 발주자의 환경 또는 노동환경에 대한 여러 가지 기준에 준수해야 하였다. 많은 계약을 받은 기업은 역시 매출액증가율이 증가하여 또 다시 CSR을 하는 수준이 높아진다. 그리고 매출액증가율은 역시 기업의 성장성에 관한 정보를 반영하므로 기업이 잘 성장되어가는 기업은 CSR을 더 많이 하는 경향이 있을 것으로 예상된다. 그리고 수익성이 높은 기업일수록 역시 자신의 생존여부의 불확실성에서 벗어나 그렇지 않은 기업보다 더 적극적으로 CSR활동을 할 것이라고 예상된다. 더구나 본 연구의 대상인 베트남들의 대부분 기업들은 중소기업들이므로, 당연히 수익성이 좋아야 CSR을 할 가능성이 높고 수익성이 좋을수록 CSR에 대한 투자유인을 가질 것으로 예상된다.

[가설 2] 기업의 성장성과 수익성은 해당기업의 CSR에 유의한 영향을 미친다.

현재 베트남 경제에서 국영기업들이 차지하는 비중은 매우 큰 편이다. 모두 9개의 큰 국영그룹과 96개의 종합국영기업들은 현재 국가 고정자산의 70%와 은행과 외국의 대출금의 대부분을 차지하고 있으나, 국내생산의 40% 만을 담당하는 대표적인 저효율, 저생산성이 지니는 기업들이다²⁾. 이에 최근 들어 민영화 관련 작업이 적극적으로 진행되어 오고 있으며, 1992년 시범적으로 민영화된 5개 기업을 필두로 2003년까지 모두 1,550개의 국영기업이 민영화되고 있는 추세이지만, 여전히 중소기업들에 국한된 게 현실이다. 이들 국영기업들은 만약에 손실이 나면 국가가 정부예산으로 지원 혜택을 주니 이러한 기업들의 경영진들 역시 CSR에의 유인이 많지 않을 것으로 보인다.

[가설 3] 국영기업여부가 CSR에 유의한 영향을 미친다.

Richardson and Welker(2001)는 기업의 CSR 공시정도와 해당기업의 규모와는 양(+)의 관계가 있음을 보고하였고 개발도상국 같은 경우에도 예로 Shirley et al.(2006)은 CSR활동을 활발히 하는 기업은 기업가치를 제고여부는 불확실하지만, 규모가 큰 기업은 CSR성과가 더 좋다고 주장하였다. 국내기업의 경우 장지인(2007)도 기업규모가 클수록 규모의 경제, 범위의 경제, 그리고 학습능력 등을 바탕으로 수익창출 능력이 높을 수 있는 것과 같이 CSR도 기업규모와 정(+)의 관계가 있다고 주장한 바 있다.

[가설 4] 기업규모가 해당기업의 CSR에 유의한 영향을 미친다.

시장에서 오래 활동한 기업은 정보비대칭 문제가 낮고 기업의 가치가 높을 것이라는 주장이 있다. 그러나 기업력이 오래 되었다는 것은, 기업이 성숙기에 접어들어 추가적인 성장 가능성이 제한되고, 따라서 기업의 가치가 높지 않으며 기업은 명성을 구축하거나 광고하는 목적을 소홀히 하면서 CSR에 투자를 줄이는 성향이 있다는 것이다. 본 논문은 베트남 기업들을 대상으로 실증분석을 진행하는데 많은 기업들 중에 업력이 긴 기업은 대부분 국영기업이었다. 따라서 가설 3과 비슷한 판단이 이어지는데, 업력이 긴 기업은 CSR에 많이 투자하지 않을 것으로 기대된다.

[가설 5] 기업력이 오래된 기업일수록 CSR투자에 부정적이다.

2) 출처: 베트남 투자기획부, www.mpi.gov.vn

기업의 부채가 증가하면 파산위험이 높아지므로 경영자들은 파산의 가능성을 줄이려는 행동을 하게 된다. 또한 채권자 입장에서도 부채상환을 담보하기 위해 경영감시를 강화하는 등의 방법으로 경영자의 재량권을 제한하거나 엄격한 부채약정을 부과함으로써 경영자나 주주에 의한 대리인비용을 감소시킬 유인이 있다. 따라서 많은 부채를 가진 기업에 대한 채권자의 감시활동 강화는 내부이해관계자와 다른 주주들 사이의 갈등을 완화하는 역할을 할 뿐만 아니라, 기업이 많은 부채를 가짐으로써 발생하는 경영자의 사적유인에 의한 과도한 CSR을 제한할 가능성이 높다고 판단된다.

[가설 6] 기업의 부채비율이 해당기업의 CSR에 유의한 영향을 미친다.

3.1.2. CSR이 기업가치에 미치는 영향에 관한 실증가설

CSR이 기업가치에 미치는 영향에 대해서는 아직 일관된 결론을 내지는 못하고 있다. 다만, 본 연구에서 표본으로 삼고 있는 기업들이 베트남 기업들이라는 점에서 여타 개도국들을 대상으로 분석한 연구들에서와 마찬가지로 양자간 유의적인 연관성을 찾기 어려울 것으로 예상된다. 즉, 베트남 사회의 특성상 CSR에 대한 인식과 필요성에 대해 아직 성숙하지 못했다고 판단된다. 또한 CSR활동을 측정하고 보고하는 체계 및 평가/감시활동 역시 확립되지 못한 실정이다.

한 용어자체의 정의가 명확하지 않는데, 이를 평가하는 기준들도 서로 다르다. 그리고 재무상태표에는 CSR이라는 항목이 별도로 열거되어 있지 않고 단지 여러 기관들이 정해져 있는 기준 세트를 적용하여 심사를 거쳐 시상하므로 CSR성과와 기업가치 간에 상관관계가 있다고 유추하기가 불합리적으로 보인다. 더구나 본 연구는 CSR상에 응모하는 기업들을 대상으로 살펴보기 때문에 전국에 있는 기업들을 다 포괄적하여 결론 내리기 어렵다. 월드뱅크(2008)의 지적처럼, 베트남을 비롯한 개발도상국들에서 CSR 수행하는 것이 초장기이며 이미지 개선, 명성구축, 비용절감, 매출액증가 등의 간접적인 효과가 있음을 발표하였으나 기업가치에 직접적인 영향을 미치는지에 대해서는 의문을 제시하고 있다. 비록 최근 들어 베트남에서도 스스로의 인식하에 CSR활동에 참여하는 기업들이 많아지긴 했지만, 아직도 사회나 경제 속에 CSR이란 개념이 중요한 부분을 차지하는 것은 아니다. 또한 CSR지출을 비용으로 보고 오히려 기업가치를 감소시킬 수 있는 것으로 보아 CSR을 중요시하지 않는 경영자가 많다. 따라서 베트남에서 CSR이 기업가치에 미치는 영향이 있는 결과를 유의적으로 유추하기는 어렵다고 판단된다.

[가설 7] 기업의 CSR성과는 해당기업의 가치에 유의적인 영향을 미친다.

3.2 표본 구성

본 연구에서 사용하는 표본기업들은 베트남의 “CSR상”이라는 상에 응모한 기업들 중에 회계자료접근이 가능한 기업들이다. CSR상은 2005년에 처음 도입되고 이후 격년으로 시상되었는데, 그중 2005년과 2007년에는 의류가죽 제조업체들만을 대상으로 시상하였으며, 이를 2009년부터 여타 업종까지 확대해서 시상해 왔다. CSR상은 베트남상공회(VCCI)³⁾와 관련된 정부기관(공상부, 투자기획부, 노동부, 환경부 등)들이 협력하여 2005년 이후 격년으로 수상하였다. 2011년에는 개최가 연기되어 2012년에 개최될 예정이어서, 분석기간은 2005년부터 2009년까지로 한정하였다. CSR상⁴⁾의 수상과정은, 전국에 관련 분야의 기업들에게 홍보하고 응모 서류를 접수 받고 채점한 후, 시상하는 식으로 진행하여 왔다. VCCI가 CSR상을 수상하는 기준은 크게 3가지인데, 여기에는 기업 및 사회의 지속적 발전에 어떤 역할과 이익을 제공할 수 있는지의 여부, 경영전략과 실행과정에서 CSR의 존재여부, 그리고 해당활동의 효과성 등이 그것이다.

본 연구에 사용되는 CSR상에 응모한 기업들의 리스트, 수상기업들의 리스트, 관련활동의 점수 등은 VCCI로부터 획득하였다. 앞서 언급했듯이 표본기업의 한계로는 2005년과 2007년에 시상하는 기업들이 의류및가죽 제조업체로 한정되어 있어 여타 업종의 기업들이 충분히 포함되지 못한 점이다. CSR상은 수상 직전연도의 활동기준으로 시상되므로 본 연구의 분석기간은 2004년부터 2009년까지이며 금융기업들의 특정한 영업성격으로 인해 독립변수들 간의 일관성을 유지하기 위해 비금융기업들 및 해당연도에서 관련 자료를 구할 수 있는 기업들로 표본기업들을 제한하였다. 모든 응모기업들 중에 상장기업들의 재무제표는 베트남 전자공시시스템을 활용하고 비상장기업은 웹사이트를 통해 받는다. 2005년에는 73개의 응모기업들 중에 32개의 기업의 재무상태에 접근가능하고, 2007년에 69개의 응모기업들 중에 27개의 기업의 재무상태를 접근하고, 2009년에 85개의 응모기업 중에 50개 기업의 재무상태표에 접근 가능하여 총 109개의 기업을 표본으로 하였다. 109개 기업 각각의 해당연도와 전년의 데이터를 수집하였다. 그리고 누락치(missing value) 또는 특이치(outlier)가 있는 기업/연도를 삭제한 최종 관측치의 수는 93개이다. 최종표본기업들은 아래와 같다.

3) VCCI(Vietnam Chamber of Commerce and Industry), 즉 베트남상공회의소는 2003년부터 국가 기관으로 설립되어 왔으며 베트남내에 기업들과 노동자 고용자들의 권익을 보호하고 기업의 발전을 강화하며 기업들의 협력을 강화시켜주는 것을 주기능으로 삼는 기관이다. 현재 베트남 전국에 큰 도시에 5개의 VCCI 사무소가 있다. VCCI에 속한 “지속경영을 위한 기업실”이란 부서가 있는데 이 부서가 CSR상을 주관으로 개최한다.

4) CSR상을 선발하는 기준을 크게 세 가지가 있다:

- 사회적 책임은 기업, 공동, 사회의 지속발전에게 어떤 역할과 이익이 있는지 잘 인식할 수 있는 기업들
- 자기 기관의 경영 전략 중에 CSR이 없으면 안 되는 부분으로 실행하는 기업들
- 여타 경영활동이 효과적인 기업들

〈표 2〉 최종표본기업들

	CSR수상기업	CSR비수상기업	소계
상장기업	37개	21개	58개
비상장기업	27개	8개	35개
소계	64개	29개	93개

3.3 분석모형

본 연구는 베트남의 CSR상에 응모하는 기업들을 대상으로 어떠한 특성을 지니는 기업들이 CSR상 수상자로 선정되는지를 로짓분석을 통해 분석함으로써 베트남기업들의 CSR활동의 결정요인을 분석한다. 또한 CSR활동이 해당기업들의 기업가치에 어떠한 영향을 미쳤는지를 통합회귀분석을 통해 분석하였다.

3.3.1 CSR활동 결정요인 분석모형(통합로짓회귀모형)

먼저 CSR상에 응모한 기업들중 해당연도에 상을 수상한 경우에는 1의 값을 그렇지 않은 경우에는 0의 값을 부여하여 DCSR변수를 종속변수로 삼았다. 해당더미변수를 종속변수로한 통합로짓회귀모형은 아래와 같다.

$$\begin{aligned}
 DCSR_{i,t} = & \beta_0 + \beta_1 \text{대주주지분율}_{i,t-1} + \beta_2 \text{외국인지분율}_{i,t-1} + \beta_3 \text{기업규모}_{i,t-1} + \\
 & \beta_4 \text{부채비율}_{i,t-1} + \beta_5 \text{수익성}_{i,t-1} + \beta_6 \text{기업위험}_{i,t-1} + \beta_7 \text{매출액증가율}_{i,t-1} + \\
 & \beta_8 \text{업력}_{i,t-1} + \beta_9 \text{기업집단더미}_{i,t-1} + \beta_{10} \text{국영더미}_{i,t-1} + \varepsilon_{i,t} \dots\dots\dots (\text{회귀식 1})
 \end{aligned}$$

여기서 대주주지분율은 최대주주 1인의 지분율, 외국인지분율변수는 기업의 총 자본금에 외국인이 차지하는 비율, 기업규모는 ln(총자산), 부채비율은 부채총계/ 자산총계 또는 부채총계/자기자본, 수익성은 영업이익/총자산 및 ROE, ROA로, 매출액증가율은 (금년도매출액-전년도매출액)/전년도매출액, 기업위험은 1년간 일별수익률을 사용한 시장모형의 베타값(단, 상장기업의 경우에만 이 변수를 사용함), 업력은 ln(해당 회계 연도 - 기업설립연도-1), 기업집단더미는 해당연도 기업은 계열사가 있거나 그 기업은 어떤 그룹의 계열사이면 1, 아니면 0의 값, 국영더미는 베트남 국가가 지분율이 있는 기업이면 1, 아니면 0의 값을 각각 나타낸다. 참고로 CSR점수와 내생성을 감안하여 독립변수의 경우 전년도 (t-1)의 변수값을 사용하였다.

가. CSR점수와 기업가치

기업가치 모형에서는 기업가치의 대응변수는 상장기업과 그렇지 않은 비상장기업을 구분하여 분석하였다. 먼저 상장기업의 경우 시장가치를 이용하여 토빈q의 대응치인 시장가치대장부가치비율(M/B비율)변수를 사용하였다. 비상장기업들의 기업가치변수로는 편의상 ROE변수 혹은 ROA변수를 별도로 사용하였다.

〈상장기업의 경우〉

$$M/B \text{ ratio}_{i,t} = \beta_0 + \beta_1 DCSR_{i,t} + \beta_2 \text{대주주지분율}_{i,t} + \beta_3 \text{대주주지분율}^2_{i,t} + \beta_4 \text{외국인지분율}_{i,t} + \beta_5 \text{기업규모}_{i,t} + \beta_6 \text{부채비율}_{i,t} + \beta_7 \text{수익성}_{i,t} + \beta_8 \text{매출액증가율}_{i,t} + \beta_9 \text{기업위험}_{i,t} + \beta_{10} \text{업력}_{i,t} + \beta_{11} \text{기업집단터미}_{i,t} + \beta_{12} \text{국영터미}_{i,t} + \varepsilon_{i,t} \dots\dots\dots (\text{회귀식 } 2)$$

〈비상장기업의 경우와 모든 표본기업의 경우〉

$$ROE(ROA)_{i,t} = \beta_0 + \beta_1 DCSR_{i,t} + \beta_2 \text{대주주지분율}_{i,t} + \beta_3 \text{대주주지분율}^2_{i,t} + \beta_4 \text{외국인지분율}_{i,t} + \beta_5 \text{기업규모}_{i,t} + \beta_6 \text{부채비율}_{i,t} + \beta_7 \text{매출액증가율}_{i,t} + \beta_8 \text{업력}_{i,t-1} + \beta_9 \text{기업집단터미}_{i,t} + \beta_{10} \text{국영터미}_{i,t} + \varepsilon_{i,t} \dots (\text{회귀식 } 3)$$

기업가치 모형에서 가설관련 주요 독립변수는 CSR상의 수상여부(DCSR)와 CSR 점수(CSR)를 각각 사용하였다. 기업가치모형관련 통제변수는 기존연구들을 참조하여 대주주지분율, 외국인지분율, 기업규모, 부채비율, 매출액증가율, 업력, 기업집단터미, 국영터미를 포함하였다.

IV. 실증분석의 결과

4.1 기초 통계량 분석

본 절에서는 표본기업의 특성변수에 대한 기초통계량 분석을 통하여 변수들의 확률 분포 특성과 특이치(outlier) 여부를 파악하고자 한다. 실증분석모형이 상장기업과 비상장기업을 구분하여 진행되는 관계로 표본을 구분하여 특성값을 제시하였다.

〈표 3〉 기초 통계량

Panel A : 모든 기업

변수	N	평균값	중앙값	표준편차	최소값	최대값
OS	93	0,318	0,304	0,172	0,052	0,652
FS	93	0,180	0,080	0,193	0,001	0,491
ROE	93	0,200	0,157	0,175	0,009	1,312
ROA	93	0,088	0,077	0,058	0,005	0,252
GROW	93	0,257	0,158	0,456	-0,679	1,991
AGE	93	2,573	2,639	0,722	1,099	3,892
DEBT1	93	0,491	0,517	0,237	0,034	0,924
DEBT2	93	1,685	1,072	1,938	0,035	12,229
PROF	93	0,099	0,089	0,070	0,005	0,357
SIZE	93	690,9	287	1,232,6	20	6,125
CSR	64	77,593	78,245	5,476	63,43	89,43

Panel B : 상장기업

M/B	58	2,169	1,643	1,702	0,436	7,801
OS	58	0,315	0,257	0,168	0,052	0,651
FS	58	0,180	0,081	0,195	0,001	0,491
BETA	58	0,583	0,480	0,375	0,060	1,550
ROE	58	0,202	0,147	0,206	0,009	1,312
ROA	58	0,092	0,081	0,060	0,007	0,252
GROW	58	0,163	0,112	0,255	-0,383	0,983
AGE	58	2,601	2,639	0,745	1,099	3,892
DEBT1	58	0,445	0,406	0,235	0,034	0,924
DEBT2	58	1,516	0,683	2,157	0,035	12,229
PROF	58	0,105	0,096	0,074	0,015	0,357
SIZE	58	683,5	238	1,338,1	20	6,125
CSR	37	78,041	78,18	5,049	68,46	87,06

OS는 최대주주의 지분율, FS는 외국인지분율, ROE는 당기순이익/자기자본, ROA는 당기순이익/총자산, GROW는 매출액증가율, AGE는 ln(해당회계연도-기업선립연도+1), DEBT1은 (총부채/총자산), DEBT2는 (총부채/자기자본), PROF는 영업이익/총자산, SIZE는 기업규모(단위: 억동, 2012년 9월초 현재 시점 1USD=21,000동), CSR은 베트남 CSR상에 응모하여 수상한 기업들이 받은 CSR점수를, BETA는 1년간 일별수익률로 계산한 체계적 위험을, M/B는 주가/1주당장부가격을 각각 나타낸다.

4.2 CSR성과 관련 로짓분석결과

본 소절에서는 먼저 어떠한 특성이 있는 기업들이 CSR성과가 좋은지에 대하여 살펴보기 위해 베트남의 CSR상에 응모한 모든 기업들을 대상으로 CSR상 수상 여부가 더미변수를 종속변수로 한 통합로짓회귀분석(pooled logit regression)을 수행하였다. 분석결과는 <표 4>에 제시되었다.

<표 4> CSR활동 결정요인 분석을 위한 통합로짓회귀분석 결과

변수	모형 1	모형 2	모형 3	모형 4	모형 5	모형 6
OS	-3.076 (0.34)	-3.117 (0.32)	-2.671 (0.40)	-1.654 (0.59)	0.908 (0.58)	-1.821 (0.54)
FSHARE	-2.461 (0.30)	-2.762 (0.23)	-2.095 (0.39)	-1.539 (0.52)	-0.552 (0.71)	-1.923 (0.40)
BETA	-2.185 (0.12)	-2.316 (0.12)	-2.124 (0.11)	-2.034 (0.12)		-1.942 (0.15)
GROUP	0.099 (0.92)	0.018 (0.99)	1.313 (0.95)	-0.142 (0.88)	0.029 (0.96)	0.149 (0.88)
STATE	1.404 (0.20)	1.271 (0.24)	0.831 (0.28)	0.664 (0.56)	0.840 (0.14)	
GROW	-2.120 (0.20)	-2.456 (0.13)	-1.798 (0.26)	-2.153 (0.17)	-0.428 (0.46)	-1.703 (0.27)
AGE	-1.358 (0.07)*	-1.328 (0.07)*	-1.029 (0.09)*	-0.725 (0.06)*	-0.143 (0.07)*	-1.086 (0.08)*
DEBT1	-2.896 (0.16)		-4.031 (0.11)		-0.242 (0.85)	-2.360 (0.21)
DEBT2		-0.162 (0.43)		-0.130 (0.60)		
PROFIT	9.671 (0.18)	11.285 (0.09)*			0.549 (0.90)	7.755 (0.26)
ROE			0.967 (0.69)	-0.724 (0.76)		
SIZE	0.952 (0.06)*	0.904 (0.06)*	0.798 (0.04)**	0.621 (0.01)**	0.0402 (0.03)**	0.699 (0.05)**
관측수	58	58	58	58	93	58
-2L	140.48	142.016	142.239	145.039	193.737	142.099

종속변수(DCSR)는 CSR상 수상여부이다. CSR상을 수상하게 되면 1, 아니면 0으로 측정하였고, 독립변수로서 OS는 최대주주 1인(기업)의 지분율, FSHARE는 외국인지분율, BETA는 1년간 일별수익률로 계산한 체계적 위험, GROUP은 기업집단더미, STATE는 국영기업더미, GROW는 매출액증가율, AGE는 업력, DEBT1은 부채비율 1(총부채/총자산), DEBT2 은 부채비율2(총부채/자기자본), PROFIT는 수익성(영업이익/총자산), ROE는 자기자본수익율이고 당기순이익/자기자본으로 측정, SIZE는 ln(총자산)을 각각 나타낸다. **, * 는 각각 5%, 10% 수준에서 유의함을 나타낸다.

〈표 4〉에 따르면 기업의 연령이 낮고 기업의 규모가 클수록 CSR성과가 좋았던 것으로 나타났다. 베트남의 기업들의 상황을 보면 95%는 중소기업이고 아직도 규모가 크지 않은 상황이다. 기업의 제일 기본적인 목표는 기업가치 극대화라 규모가 CSR을 할 수 있을 만큼 크지 않으면 CSR보다 영업이익부터 신경쓸 수밖에 없다. 또한 어느 나라의 경우에 서와 마찬가지로 어느 정도 규모가 갖추어져야 기업의 사회적 활동에 신경쓸 만큼 여유를 가질 수 있다. 본 논문의 93개의 기업 중에 62개 기업이 의류나 가죽 생산기업이고 이러한 기업들은 대부분 초창기에 외국의 발주를 받고 수출 업무를 많이 하는 기업들이다. 그래서 규모가 충분히 커야 외국 발주자의 요구에 부응할 수 있다고 판단된다. 그리고 기업규모가 클수록 기업은 홍보하는 기회도 더 많아 홍보하는 프로그램처럼 CSR을 하는 기업도 존재한다. 그래서 기업규모가 클수록 CSR활동을 더 많이 하게 되는 것으로 판단된다.

그러나 〈표 4〉에 의하면 기업력(AGE)은 CSR성과에 부정적인 효과가 있다는 것으로 나타났다. 초창기에 외국발주자의 요구, 기업 이미지 제고, 정권의 요구 등의 여러 가지 요인으로 CSR을 하는 기업들이 많은데 점점 기업이 성숙기에 들어서 CSR활동이 오히려 위축되는 것으로 보인다. 이는 아직도 베트남에서 CSR활동이 자발적으로 되는 행위라기 보다는 외부적 요인으로 인해 의무로 하는 행위를 취하는 것으로 판단된다.

한편 소유구조, 매출액증가율, 수익성, 국영기업터미, 부채비율 등의 제변수들은 표본 기업들의 CSR수준에 유의적인 영향을 미치지 못한 것으로 드러났다. 이는 표본설정 시, CSR상 응모기업들의 범위로만 설정하여 대다수 베트남국영기업들이 포함되지 않아 여타 변수들의 경우 유의한 결과가 나오지 않은 것으로 판단하고 있다.

4.3 CSR활동이 기업가치에 미치는 영향

본 소절에서는 CSR활동수준이 기업가치에 어떠한 영향을 미치는지에 대하여 통합회귀분석(Pooled Regression)을 통해 살펴본다. 기업가치를 나타내는 종속변수는 상장기업의 경우 시장가치를 이용한 M/B비율변수를, 그리고 해당값을 구할 수 없는 비상장기업들의 경우에는 ROE 또는 ROA변수들을 각각 사용하였다.

〈표 5〉 기업가치모형 통합회귀분석결과 - 상장기업의 경우

구분	모형 1	모형 2	모형 3	모형 4
DCSR	-0.713 (0.27)	-0.694 (0.28)		
CSR			-0.048 (0.59)	-0.019 (0.82)
OS	3.644 (0.73)	3.564 (0.74)	6.654 (0.54)	5.170 (0.64)
OS ²	-7.240 (0.63)	-7.126 (0.65)	-11.261 (0.47)	-8.913 (0.58)
FS	-0.459 (0.79)	-0.474 (0.79)	0.036 (0.98)	0.134 (0.94)
BETA	-0.453 (0.62)	-0.462 (0.62)	-0.303 (0.75)	-0.214 (0.84)
GROUP	-0.059 (0.93)	-0.069 (0.92)	-0.348 (0.59)	-0.274 (0.69)
STATE	-0.007 (0.99)	-0.017 (0.98)	-0.084 (0.91)	-0.170 (0.82)
GROW	-0.693 (0.54)	-0.706 (0.54)	-1.276 (0.28)	-1.146 (0.34)
AGE	-0.313 (0.51)	-0.311 (0.53)	-0.286 (0.62)	-0.128 (0.84)
DEBT1	0.241 (0.06)**		1.198 (0.04)*	
DEBT2		0.016 (0.03)**		0.034 (0.05)*
PROF	14.203 (0.01)**	14.368 (0.00)***	11.677 (0.00)***	12.629 (0.01)**
SIZE	0.033 (0.91)	0.031 (0.92)	0.13 (0.70)	-0.044 (0.90)
관측수	58	58	37	37
Adj.R ²	0.343	0.342	0.513	0.497

종속변수인 상장기업의 기업가치는 시장가치대장부가치(M/B)비율로 한다. 독립변수로서 DCSR은 CSR상수상 여부의 더미, CSR은 해당기업의 CSR점수, OS는 최대주주의 지분율, OS²는 OS의 제곱값, FS는 외국인지분율, BETA는 1년간 일별수익률로 계산한 체계적 위험, GROUP은 기업집단더미, STATE는 국영기업더미, GROW는 매출액증가율, AGE는 ln(해당회계연도-기업선립연도+1), DEBT1은 총부채/총자산, DEBT2는 총부채/자기자본, PROF는 영업이익/총자산, SIZE는 ln(총자산)을 각각 나타낸다. 표의 내용은 각 변수의 회귀계수값을 괄호안은 p값을 각각 나타내며, ***, **, * 는 각각 1%, 5%, 10% 수준에서 유의함을 나타낸다.

종속변수의 특성을 고려하여 전체표본을 세 개로 구분하여 분석하였다. 먼저 시장가치를 구할 수 있는 상장기업들을 대상으로 기업가치변수로 M/B변수를 이용한 분석결과는 <표 5>에, 비상장기업들의 ROE 혹은 ROA변수를 이용한 분석결과는 <표 6>에, 그리고 전체표본의 경우 두 표본 이용가능한 ROE 혹은 ROA 변수를 이용한 분석결과는 <표 7>에 제시하였다.

<표 6> 기업가치모형 통합회귀분석결과 - 비상장기업의 경우

변수	모형1(ROE)	모형2(ROA)	모형3(ROE)	모형4(ROA)
DCSR	-0.015 (0.81)	-0.024 (0.18)		
CSR			0.003 (0.53)	0.001 (0.60)
OS	0.012 (0.60)	0.310 (0.19)	-0.346 (0.69)	0.281 (0.27)
OS ²	-0.695 (0.48)	-0.401 (0.24)	0.184 (0.88)	-0.416 (0.25)
FS	-0.086 (0.51)	-0.064 (0.17)	-0.037 (0.84)	0.018 (0.73)
GROUP	0.042 (0.40)	0.012 (0.51)	-0.013 (0.86)	-0.005 (0.83)
STATE	0.072 (0.20)	0.033 (0.19)	0.010 (0.89)	0.013 (0.54)
GROW	0.100 (0.02)**	0.041 (0.49)	0.139 (0.06)*	0.015 (0.46)
AGE	-0.042 (0.20)	-0.020 (0.18)	-0.036 (0.44)	-0.019 (0.16)
DEBT1	0.097 (0.03)**	0.129 (0.01)**	0.218 (0.02)**	0.084 (0.04)**
SIZE	-0.008 (0.72)	-0.009 (0.27)	-0.006 (0.84)	-0.006 (0.52)
관측수	35	35	27	27
Adj.R ²	0.436	0.642	0.582	0.536

종속변수인 비상장기업의 기업가치로 ROE, ROA변수를 사용한다. 독립변수로서 DCSR은 CSR상 수상 여부의 더미, CSR은 해당기업의 CSR점수, OS는 최대주주의 지분율, OS²는 OS의 제곱값, FS는 외국인 지분율, GROUP은 기업집단더미, STATE는 국영기업더미, GROW는 매출액증가율, AGE는 ln(해당회계연도-기업선립연도+1), DEBT1은 총부채/총자산, SIZE는 ln(총자산)을 각각 나타낸다. 표의 내용은 각 변수의 회귀계수값을 괄호안은 p값을 각각 나타내며, ***, **, * 는 각각 1%, 5%, 10% 수준에서 유의함을 나타낸다.

먼저 상장기업들을 전제로 한 <표 5>의 경우, 표본기업들의 CSR상 수상 여부(DCSR변수)나 수상기업들의 CSR활동수준은 해당기업의 가치에 유의적인 영향을 미치지 않는 것으로 드러났다. 그리고 이러한 분석결과는 비상장기업들을 전제로 한 <표 6>과 전체기업들을 대상으로 한 <표 7>에서도 일관되게 나타난다. 즉 베트남기업들의 경우 CSR활동이 해당기업의 가치에 별 영향을 미치지 못한다는 것이다. 이는 Ullman(1985), Aupperle 외 2인(1985), Flogler and Nutt(1975) 등의 연구결과와 마찬가지로 베트남의 경우에도 아직 저개발국이나 개도국의 경우와 마찬가지로 기업인들이나 투자자들이 기업의 사회적 책임활동에 대한 인식과 평가가 유효하지 않으며 기업들의 해당활동 역시 기업가치에 대한 인식으로 인한 자발적 행동이라기보다는 관 주도의 계몽행사의 일종으로 인식하거나 여타 외국계기업들의 행위에 대한 모방수준에 머무르고 있음을 드러낸다. 또한 CSR활동에 대한 개념도입이나 관련활동우수기업에 대한 평가 및 수상제도가 도입된 지 얼마 되지 않아, Aupperle 외 2인(1985) 등이 지적하고 있듯이, 개도국의 경우 기업가치를 측정하는 것은 비교적 명확하지만 기업들의 CSR활동을 측정하는 것은 명확하지 않아 CSR과 기업가치 간의 관계를 살펴보는 것이 불가능하거나 쉽지 않다는 주장과도 일맥상통한다. 특히 본 논문에서는 자료제약의 한계상 전체기업들을 대상으로 하지 않고, 단지 격년으로 행해지는 CSR상에 응모하는 기업들만을 대상으로 하면서도 CSR성과 측정 기준 역시 명료하지 않아, 베트남 기업들의 CSR성과와 기업가치 간 영향을 명확히 밝히기 어렵다는 근본적인 한계를 내포한다.

한편, <표 5>에서 <표 7>까지의 분석 결과에서 기업가치에 영향을 미칠 것으로 예상되는 다른 통제변수 중 부채비율과 수익성, 성장성 그리고 기업규모가 유의적인 것으로 드러났다.

〈표 7〉 기업가치모형 통합회귀분석결과 - 모든 표본기업

구분	모형1(ROE)	모형2(ROA)	모형3(ROE)	모형4(ROA)
DCSR	-0.009 (0.82)	-0.005 (0.72)		
CSR			-0.005 (0.30)	-0.001 (0.47)
OS	1.006 (0.11)	0.333 (0.09)*	0.852 (0.27)	0.323 (0.15)
OS ²	-1.364 (0.13)	-0.414 (0.14)	-1.229 (0.26)	-0.426 (0.18)
FS	0.225 (0.05)**	0.044 (0.21)	0.276 (0.05)*	0.075 (0.07)*
GROUP	-0.021 (0.65)	0.006 (0.68)	-0.085 (0.16)	-0.009 (0.58)
STATE	-0.035 (0.45)	0.001 (0.97)	-0.073 (0.22)	0.005 (0.76)
GROW	0.032 (0.48)	0.024 (0.09)*	0.041 (0.56)	0.003 (0.89)
AGE	-0.001 (0.99)	0.000 (0.97)	0.014 (0.05)**	0.000 (0.98)
DEBT1	0.265 (0.98)	-0.108 (0.56)	0.362 (0.93)	-0.080 (0.22)
SIZE	0.001 (0.00)***	0.003 (0.00)***	0.002 (0.00)***	0.005 (0.04)**
관측수	93	93	64	64
Adj.R ²	0.217	0.332	0.319	0.3

상장 및 비상장기업의 공통적인 기업가치변수로 ROE, ROA변수를 사용한다. 독립변수로서 DCSR은 CSR상 수상 여부의 더미, CSR은 해당기업의 CSR점수, OS는 최대주주의 지분율, OS²는 OS의 제곱값, FS는 외국인지분율, GROUP은 기업집단더미, STATE는 국영기업더미, GROW는 매출액증가율, AGE는 ln(해당회계연도-기업선립연도+1), DEBT1은 총부채/총자산, SIZE는 ln(총자산)을 각각 나타낸다. 표의 내용은 각 변수의 회귀계수값을 괄호안은 p값을 각각 나타내며, ***, **, * 는 각각 1%, 5%, 10% 수준에서 유의함을 나타낸다.

V. 결론 및 시사점

최근 들어 기업의 사회적 책임활동(CSR)에 대한 사회적 요구가 증대되고 있으며 기업들도 지속가능경영이라는 목적에 접해 사회의 일원으로서 사회 책임활동에 적극적으로 나서고 있다. 기업의 사회적 책임활동이 가지는 의미와 사회적 책임활동이 기업가치에 미치는 영향에 대하여 학자들 간에 논란이 많이 되어 왔으며, 이에는 긍정적인 견해, 중립적인 견해, 부정적인 견해가 혼재되어 있었다. 특히 본 연구에서 분석대상으로 삼고 있는 베트남과 같이 CSR활동과 관련된 필요성과 인식이 결여된 개발도상국의 경우 해당 효과에 대해 의심하는 경우가 많았다.

이에 본 연구에서는 2005년부터 2009년까지 개최된 베트남의 CSR상에 응모하거나 수상한 기업들을 대상으로 CSR성도가 좋은 기업들의 특성을 살펴보고, CSR성도가 해당 기업의 가치에 어떠한 영향을 미치는지에 대하여 실증분석하였다.

먼저, CSR성도가 좋은 기업들의 특성을 분석하기 위한 통합로짓회귀분석 결과, 기업의 규모는 클수록 CSR성도가 좋고 기업의 연령이 높을수록 CSR성도가 안 좋은 것으로 분석되었다. 이는 베트남에서도 CSR활동을 할 수 있을 만큼 충분한 규모를 갖추어야 기업의 사회적 책임활동에 신경쓸 만큼 여유를 가질 수 있고, 또한 해당활동으로 인한 규모 효과도 보고 외국 발주자의 요구에 부응할 수 있다고 판단된다. 또한 초창기에 외국발주자의 요구, 기업 이미지 제고, 정권의 요구 등의 여러 가지 요인으로 CSR을 하는 기업들이 많은데 점점 기업이 성숙기에 들어서 CSR활동이 오히려 위축되는 것으로 나타났다.

한편, 기업의 CSR성도가 기업가치에 미치는 영향을 분석한 결과, 베트남 기업들의 경우 CSR활동이 해당기업의 가치에 별 영향을 미치지 못한다는 것이다. 이는 베트남의 경우에도 여타 개발도상국의 경우와 마찬가지로 기업인들이나 투자자들이 기업의 사회적 책임활동에 대한 인식과 평가가 유효하지 않으며 기업들의 해당활동 역시 자발적 행동이라기보다는 관 주도의 계몽행사의 일종으로 인식하거나 여타 외국계기업들의 행위에 대한 모방수준에 머무르고 있는 것으로 분석되었다. 또한 CSR활동에 대한 개념도입이나 관련활동우수기업에 대한 평가 및 수상제도가 도입된 지 얼마되지 않아, 기업가치를 측정하는 것은 비교적 명확하지만 기업들의 CSR활동을 측정하는 것은 명확하지 않아 CSR과 기업가치 간의 관계를 살펴보는 것이 충분치 못했다고도 판단된다.

참고문헌

- 김창수(2008), “환경경영과 기업가치”, **재무연구** 제23호 제 2호, 121-158
- 고성천·박래수(2011), “기업의 사회적 책임활동 (CSR) 결정요인과 기업가치,” **세무와 회계저널**, 제12권 제2호, 105-134
- 신민식·김수은·김병수(2011), “기업의 사회적 책임 지출이 기업가치에 미치는 영향”, **금융공학연구**, 제10권 제1호, 99-126
- 장지인(2007), “기업의 사회적책임과 기업가치: CSR이 기업가치를 높이는가”, 대 한상공회의소 지속가능경영원
- 최운열·홍찬선·이호선(2009), “기업의 사회공헌활동이 기업가치에 미치는 영향: 기업부금지출을 중심으로”, **경영학연구**, 제38권 제2호, 407-432
- 허미옥·정기한(2010), “CSR성과와 기업가치에 관한 연구: 기업명성의 매개효과를 중심으로:”, **산업경제연구**, 제23권 제2호, 749-771
- Aupperle, K., A Carroll and J. Hatfield(1985), “An Empirical Examination of the Relationship between Corporate Social Responsibility and Profitability”, *The Academy of Management Journal* 28(2), 446-463
- Barnea, A., and A. Rubin(2006), “Corporate Social Responsibility as a Conflict between Shareholders”, University of Texas at Austin, *Working Paper*
- Bowman, E., and M. Haire(1975), “A Strategic Posture toward Corporate Social Responsibility”, *California Management Review* 18(2), 49-58
- Bragdon, J., and J. Marlin(1972), “Is Pollution Profitable?”, *Risk Management* 19, 9-18
- Brammer, S., C. Brooks and S. Pavelin(2006), “Corporate Social Performance and Stock Returns: UK Evidence from Disaggregate Measures” *Financial Management* 35(3), 97-116
- Chen, K., and R. Metcalf(1980), “The Relation between Pollution Control Record and Financial Indicators Revisited”, *Accounting Review* 55(1), 168-177
- Lee, D., R. Faff, and K. Langfield-Smith(2009), “Revisiting the Vexing Question: Does Superior Corporate Social Performance Lead to

- Improved Financial Performance?”, *Australian Journal of Management* 34, 21-49
- Fogler H., and R. Nutt(1975), “A Note on Social Responsibility and Stock Valuation,” *Academy of Management of Management Journal* 18(1), 155-160
- Frederick, W.(1994), “From CS1 to CS2: The Maturing of Business and Society Thought”, *Business and Society* 33(2), 150-166
- Fried, M.(1970), “The Social Responsibility of Business Is to Increase Its Profits”, *New York Times Magazine*, 122-126
- Jamali, D., and R. Mirshak(2007), “Corporate Social Responsibility (CSR): Theory and Practice in a Developing Country Context”, *Journal of Business Ethics* 72(3), 243-262
- McWilliams, A., and D. Siegel(2000), “Corporate Social Responsibility and Financial Performance: Correlation and Misspecification”, *Strategic Management Journal* 21, 603-609
- Morck, R., A. Shleifer and R. Vishny(1988), “Management Ownership and Market Valuation: An Empirical Analysis”, *Journal of Financial Economics* 20(1), 293-315
- Sandra, W., and S. Graves(1997), “The Corporate Social Performance - Financial Performance Link”, *Strategic Management Journal* 18(4), 303-319
- Shirley, C., A. Suan and C. Leng(2006), “Corporate Social Responsibility Reporting in Malaysia: An Analysis of Website Reporting of Second Board Companies Listed in Bursa Malaysia”, *Working Paper*
- Siwar, C. and S. Haslina, M. Harizan(2007), “A Study on Corporate Social Responsibility Practices among Business Organisations in Malaysia”, Institute for Environment and Development (LESTARI), *Working Paper*
- Spicer, B.(1978), “Investors, Corporate Social Performance and Information Disclosure: An Empirical Study”, *The Accounting Review* 53(1), 94-111
- Ullman, A.(1985), “Data in Search of a Theory: A Critical Examination of

the Relationships among Social Performance, Social Disclosure and Economic Performance of U.S. Firms”, *The Academy of Management Review* 10, 540–557

Uden, C.(2007), *Multinational Corporations and Spillovers in Vietnam : Adding Corporate Social Responsibility*, Lund University

www.gso.gov.vn

www.mpi.gov.vn

정관 규정에 의한 의결권 행사 대리인 자격제한의 문제

법령연구

윤승영 | 한국기업지배구조원 연구위원

I. 서론

우리 상법에서는 의결권의 대리행사에 관하여 그 법적인 근거¹⁾와 그 전제가 되는 대리권의 수여를 증명하는 서면의 제출²⁾에 대하여만 규정하고 있을 뿐이다. 즉, 대리인의 자격에 관해서는 특별한 제한이 없다. 그러므로 민법상의 일반 원칙에 따라 무능력자 혹은 법인도 대리인이 될 수도 있긴 하지만 회사 그 자신은 주주의 의결권을 대리하여 행사할 수는 없다. 만약 이를 허용하게 되면 사실상 회사가 보유한 자기주식에 대해 의결권의 행사를 인정하는 것과 마찬가지로 되고, 또한 대리인인 회사가 위임인인 주주의 의사와 다르게 의사 표시를 하더라도 주주총회의 결의에는 아무런 영향이 없다는 점을 이용한 남용의 가능성이 매우 커지기 때문이다.³⁾ 그런데 이처럼 많은 회사에서 비주주에 의해서 주주총회의 질서가 흐려지는 것을 막는다는 취지로 실무에서는 정관으로 의결권 행사 대리인의 자격을 주주로 제한하는 경우가 많은데, 이러한 정관 규정의 효력을 어떻게 볼 것인가가 논란이 되고 있다.

1) 상법 제368조 제3항 1문: 주주는 대리인으로 하여금 그 의결권을 행사하게 할 수 있다.

2) 상법 제368조 제3항 2문: 이 경우에는 그 대리인은 대리권을 증명하는 서면을 총회에 제출하여야 한다.

3) 정준우, 주주의 의결권 행사방법의 편의성 제고와 그 문제점, 법학연구 제13권 제3호, 인하대학교 법학연구소 9면 (2010)

II. 학설의 동향

1. 유효설

종래의 다수설로 대리인의 자격을 주주로 한정하는 정관 규정은 1)대리인의 자격을 주주로 한정하게 되면 주주가 아닌 제3자에 의하여 주주총회가 교란되는 것을 방지하여 회사의 이익을 보호할 수 있다는 점, 2)대리인의 자격을 주주로 한정하더라도 그것이 곧 주주의 의결권 행사 그 자체를 제한하는 것은 아니라는 점, 3)대리인의 자격을 주주로 한정하는 정도의 제한은 회사의 자치로 얼마든지 가능하다는 점 등을 논거로 합리적 이유에 의한 상당한 정도의 제한은 유효하다는 입장이다.

여기서 대리인 자격을 주주로 한정하는 정관 규정의 성격은 일반적 제한이므로 모든 주주에게 그 효력이 영향력을 가지며, 어떤 특정 주주의 대리인인 특정의 제3자가 주주총회를 교란하는가의 여부, 혹은 주주가 이로 인해서 의결권 대리행사의 기회를 잃게 되는가 여부는 중요하지 않다고 본다. 왜냐하면 정관의 유·무효는 주주가 아닌 제3자의 출석을 거절할 수 있는가의 문제이고, 이는 총회의 입구에서 즉시 결정되어야 할 문제로 간주하기 때문이다.⁴⁾ 즉 회사는 정관의 목적상 그 대리인이 주주가 아니라는 사실에 의하여 확일적으로 의결권 대리행사를 거부하게 된다는 것이다.⁵⁾

2. 제한적 유효설

대리인의 자격을 주주로 제한하는 정관의 규정은 원칙적으로 유효하지만, 이를 엄격하게 해석하여 예컨대 주주가 회사인 경우에는 반드시 대표 기관이 의결권을 행사해야 되는 것은 아니고, 회사의 직원 기타 종업원에 의한 의결권의 대리행사는 가능한 것으로 보며 또한 주주의 가족에 의한 대리행사도 가능한 것으로 보아야 한다는 입장이다. 위의 경우들은 순수한 위임에 의한 대리라고하기 보다 주주의 분신인 대행자로 보아야 한다는 주장이다.⁶⁾ 이 주장은 유효설의 입장에 서면서도 대리인 자격을 정관으로 제한하는 것에 합리적인 이유가 있는가의 여부 등을 각각의 사례를 구체적으로 판단하여 유효시 하자는 것으로 한국과 일본 판례의 입장이기도 하다.

4) 안성포, 의결권대리행사의 문제점에 관한 소고, 기업법연구 제19권 제1호, 117면 (2005)

5) 김택주, 의결권의 대리행사에 대한 고찰, 상사판례연구 제19권 제1호, 501, 511 (2006)

6) 최기원, 신회사법론, (박영사 2005), 467면

3. 무효설

대리인의 자격을 주주로 한정하는 정관 규정을 항상 무효로 보는 견해이다. 이 입장은 주주총회는 회사의 최고 기관이며 주주의 의결권은 주주의 주요한 권리이므로 법률에 대리인 자격의 제한을 두지 않는 한, 그 행사의 자유는 존중되고 더불어 의결권 행사에 있어도 대리인 선임도 주주가 자유로이 할 수 있어야 한다는 것을 전제로 하고 있다. 이러한 제한을 인정하게 되면 주주가 대리인 선임에 있어서 심각한 제약을 받게 되어 주주 보호의 측면에서 문제가 있고, 이는 의결권의 대리행사를 강행법적으로 보장하여 가능하면 의결권을 대리행사할 수 있도록 하고자 하는 상법의 취지에 반하게 되는 결과를 초래하게 된다는 견해이다. 대리인의 자격 제한은 특히 주식의 양도가 제한되고, 소수의 주주로 구성되는 폐쇄회사의 경우에 더욱 뚜렷한 제약이 될 수도 있다는 설명이다.

실무상으로 의결권 대리행사에 백지위임장이 널리 이용되는 것은 주주 자신의 총회출석이 곤란하고 적당한 대리인의 선임이 현실적으로 어렵기 때문이라고 할 수 있으나, 경영자에 의한 백지위임장의 이용으로 주주총회가 본래 가져야 할 기능이 현실적으로 상실되고 있는 것을 감안한다면, 백지위임장의 활용을 만연하게 할 수 있는 대리인의 자격제한은 피해야 할 것이라고 주장한다.⁷⁾ 상장회사의 경우 소액주주들 간에 서로 지면이 있는 것은 아니므로 직접 출석하지 못할 주주는 의결권 행사를 포기해야 하므로 주주의 의결권 행사에 대하여는 중대한 제약이 된다는 것이다. 대리인의 자격을 제한한다는 것은 주주가 대리인을 선임할 가능성을 제한하는 것을 의미하는데, 기본적으로 대리인의 선임은 법상 주주에게 부여된 권리로서 정관자치의 대상으로 볼 수 없으므로 대리인을 주주로 한정하는 것은 획일적으로 무효로 보아야 한다는 견해이다.⁸⁾

Ⅲ. 판례의 태도

1. 일본의 판례

1) 關口本店事件⁹⁾

의결권 행사의 대리인을 주주에 한정하는 정관 규정에 대하여 일본 상법 제239조 제2

7) 정무동, “주주의 의결권행사”, 전남대논문집, 제13집, 104면

8) 이철승, 회사법강의, (박영사 2012), 524면

9) 日本 最高裁昭和43年11月1日, 第2小法廷判決, 民集22卷12號, 2402頁

항은 의결권을 행사할 대리인의 자격을 제한해야 할 합리적 이유가 있는 경우에 정관의 규정에 의하여 상당하다고 인정되는 정도의 제한을 가하는 것까지 금지하는 것으로 해석되는 것은 아니고, 대리인을 주주에 한정하는 취지의 정관 규정은 주주총회가 주주 이외의 제3자에 의하여 교란되는 것을 방지하고 회사를 보호하는 취지에서 인정된 것이므로, 합리적인 이유에 의한 상당 정도의 제한이 가능하다.

2) 白十字事件¹⁰⁾

이 사건에서 원고는 자신들이 주부이므로 전문 지식이 없는 원고들이 이 총회에서 스스로 그 의결권을 행사하는 것은 사실상 불가능하므로, 전문 지식을 가진 변호사에게 그 의결권을 대리행사할 필요가 있다고 주장하였다. 하지만, 법원은 자본금 1억엔, 주주총수 397명, 주식양도제한이 불분명한 회사에서 변호사에게 의한 대리행사에 대하여 비주주에 의한 대리권행사를 제한하는 정관 규정은 주주총회가 주주 이외의 제3자에 의하여 교란되는 것을 방지하여 회사의 이익을 보호할 목적을 가지는 것뿐만 아니라, 원래 주식회사의 기관인 주주총회가 그 구성원에 의하여 운영되어야 한다는 회의체의 본칙에 따른 것이므로 유효하고, 변호사에 의한 대리권행사를 거절한 것에 위법은 없다고 판시하였다.

3) 神戸地尼崎支判¹¹⁾

위의 판결과는 달리 이 사건에서는 비주주인 변호사가 대리인으로서 주주총회에 출석하는 것을 정관의 규정을 근거로 거절하는 것이 가능한가에 대해서 “회사의 정관 13조의 해석에 의하면 의결권행사의 대리인 자격을 무한정으로 주주로 제한하는 것은 아니고, 변호사 등의 전문가나 주주의 친족 등이 의결권을 대리행사 하는 것을 막아 놓은 것은 아닌 것으로서, 의결권 행사의 대리인 자격을 주주로 한정하는 취지의 회사의 정관 13조는 상법에 위반하는 것은 아니므로 무효라 할 수 없다. 그러나 회사의 주주총회에의 출석을 위임받은 자가 변호사로서 위 변호사의 총회의 출석을 인정하여도 사무 처리를 현저히 번잡하게 하거나, 총회의 개최를 교란하게 한다는 증거가 없으므로 회사가 주주에 의한 변호사를 대리인으로 의결권을 대리행사하겠다는 신청을 거절한 것은 회사의 정관 13조의 해석운용을 그르친 것으로서 일본 상법 제239조 제2항에 위반한 것이 된다.”고 판시하였다.

10) 東京地裁昭和57年1月26日 民事8部判決, 金融・商事判例 650號, 33頁

11) 平成12年3月28日 判決, 判例タイムズ1028號, 88頁

4) 直江津海陸運送事件¹²⁾

주주인 지방공공단체, 주식회사가 그 직원 및 종업원에게 의결권을 행사시켜도 특별한 사정이 없는 한 주주총회가 교란되어 회사 이익이 침해되는 위험은 없으며, 대리행사를 인정하지 않으면 주주로서의 의견을 주주총회에 충분히 반영할 수 없게 되고 사실상 의결권 행사의 기회를 빼앗는 등 부당한 결과를 가져오게 된다고 판시하였다.

5) 검토

의결권 대리행사에 있어서 대리인의 자격을 주주로 제한하는 정관 규정의 효력에 대하여 일본 판결에 나타난 태도를 보면 기본적으로 유효하다는 입장을 취하면서 이에 대한 일정한 예외를 인정하고 있다.

2. 한국의 판례

1) 대법원 2009. 4. 23 판결, 2005다22701·22718

상법 제368조 제3항의 규정은 주주의 대리인의 자격을 제한할 만한 합리적인 이유가 있는 경우에는 정관의 규정에 의하여 상당하다고 인정되는 정도의 제한을 가하는 것까지 금지하는 취지는 아니라고 해석되는 바, 대리인의 자격을 주주로 한정하는 취지의 주식회사의 정관 규정은 주주총회가 주주 이외의 제3자에 의하여 교란되는 것을 방지하여 회사 이익을 보호하는 취지에서 마련된 것으로서 합리적인 이유에 의한 상당한 정도의 제한이라고 볼 수 있으므로 이를 무효라고 볼 수는 없다. 그런데 위와 같은 정관 규정이 있다 하더라도 주주인 국가, 지방공공단체 또는 주식회사 등이 그 소속의 공무원, 직원 또는 피용자 등에게 의결권을 대리행사하도록 하는 때에는 특별한 사정이 없는 한 그들의 의결권 행사에는 주주 내부의 의사결정에 따른 대표자의 의사가 그대로 반영된다고 할 수 있고 이에 따라 주주총회가 교란되어 회사 이익이 침해되는 위험은 없는 반면에, 이들의 대리권 행사를 거부하게 되면 사실상 국가, 지방공공단체 또는 주식회사 등의 의결권 행사의 기회를 박탈하는 것과 같은 부당한 결과를 초래할 수 있으므로, 주주인 국가, 지방공공단체 또는 주식회사 소속의 공무원, 직원 또는 피용자 등이 그 주주를 위한 대리인으로서 의결권을 대리행사하는 것은 허용되어야 하고 이를 가리켜 정관 규정에 위반한 무효의 의결권 대리행사라고 할 수는 없다.

12) 日本 最高裁 昭和51年(1976年) 12月24日 第2小法廷判決, 民集30卷11號 1076頁

2) 검토

이 판례는 제3자에 의해 총회의 질서가 교란됨을 방지한다는 것을 ‘합리적 이유’라고 설명하되, 대리인 자격의 제한을 ‘상당한 정도’의 제한이라고 표현한다. 그러나 주주가 아닌 대리인이 선임된다고 해서 반드시 총회질서가 교란되는 것은 아닌데 반해 대리인 자격을 제한함으로써 주주의 재산권행사가 불가능해지는 반대급부를 고려하면 ‘합리적인 이유’, 혹은 ‘상당한 정도’의 제한으로 평가하기는 어렵다.¹³⁾

3. 미국의 판례

1) State ex rel. Syphers v. McCune, 143 W.Va. 315 (1958)

피상고인 회사의 부속 정관에 따르면 의결권 대리인의 자격을 주주로 제한하여, 주주가 아닌 자의 의결권 대리행사를 제한하고 있다. 하지만, 법률에는 자유롭게 대리인을 선임할 수 있는 주주의 권한이 제한될 수 있다는 규정이 없다. 또한 대립하는 소수의 주주만이 있는 경우에는 참석하지 못하는 주주가 그 반대파인 주주에게 의결권행사를 위임하거나 아니면 의결권 행사를 포기해야 하는 문제가 발생할 있게 된다. 대리인 자격을 주주로 제한함은 궁극에는 의결권 대리행사의 기회를 감소시키고, 실제로도 의결권 대리행사의 적정한 이용을 저해함으로써 의결권 대리행사를 부당하게 제한하는 결과를 초래하고, 이는 특히 주식의 양도가 제한되고, 소수의 주주로 구성되는 폐쇄회사의 경우에 더욱 뚜렷한 제약이 될 수 있게 된다. 따라서 주주의 의결권 행사의 대리인 선임 권한은 정관에 의해서 제한될 수 없고 자유롭게 대리인을 선임할 수 있어야 한다.

2) 검토

앞서 살펴본 미국의 판례는 우리나라와 일본의 학설과 판례와 비교했을 때 무효설의 입장과 정확히 일치한다. 사실, 정관에 의한 대리인의 자격 제한에 관한 미국의 판례를 좀처럼 찾아보기가 힘들다. 이러한 이유에는 ‘합리적 이유 없이 주주의 권한을 제한하지 않는다’는 미국 회사법의 대원칙이 보편적으로 인정되고 있기 때문일 것이다. 이 부분은 최근 들어 미국 회사법의 이론과 판례들이 우리나라의 회사법과 관련 판례들에 영향을 많이 주고 있는 시점에서 우리에게 시사하는 바가 크다.

13) 이철승, 앞의 책, 525면

IV. 검토

1. 유효설의 한계

유효설은 상법 제368조 제3항의 입법취지가 주주의 의결권 행사의 기회를 보장하는 것인 만큼 비주주를 배제하는 정관 규정이 의결권의 대리행사를 금지하지 않으면 되는 것이지 그 행사 방법이나 절차 등은 정관의 임의적 기재사항으로 하여도 의결권의 대리행사를 부당하게 제한하는 것은 아니라고 한다.¹⁴⁾ 의결권 대리행사는 기본적으로 주주의 의결권 행사의 편의성을 제고하기 위한 것이지만, 이와 동시에 사채권자화 된 주주의 법적 지위로 인해 주주총회의 의결권 정족수가 충족되지 못하는 현실적인 어려움을 해결하기 위한 제도적 보완책이기도 하다.¹⁵⁾ 그러므로, 대리인의 자격을 주주로 한정하면 제3자에 의해 주주총회가 교란되는 것을 방지하여 회사의 이익을 보호할 수 있다는 유효설의 논거는 그 근거가 약하다. 앞서 살펴본 바와 같이, 소수의 주주가 정면으로 대립하고 있는 폐쇄회사 혹은 소규모회사에서는 의결권을 행사할 수 없는 주주의 경우 의결권의 행사를 포기하든지 아니면 대립하는 상대방 주주에게 의결권 행사를 위임해야 하는 매우 불합리한 상황이 발생하게 되고, 반면에 주식이 대중에 분산된 대규모 상장회사에서는 주주 간의 연계관계가 거의 없기 때문에 결국 주주총회에 직접 출석하지 못하는 주주는 자신의 의결권 행사를 포기할 수밖에 없게 되는데, 오늘날의 현실을 고려해 볼 때 이러한 현상은 더욱 심화될 것이다.

2. 제한적 유효설의 한계

제한적 유효설은 구체적인 사정이 회사 이익을 해친다고 볼 수 있는 합리적인 이유가 있으면 대리인의 자격을 제한하는 정관 규정은 유효하다고 보면서도 회사가 적극적으로 주주 아닌 대리인의 의결권 행사를 허용하는 것은 무방하다고 본다.¹⁶⁾ 하지만, 제한적 유효설에 의하면 의결권 대리행사에 있어서 자연인과 법인 및 단체의 차별성이 심화될 수밖에 없는데, 이러한 차별은 헌법 제11조 제1항의 평등의 원칙과 상법상의 주주평등의 원칙에 반하게 된다.¹⁷⁾

의결권의 구체적인 행사방법을 정할 수 있는 주체는 그 권리자인 주주 개인임에도 불

14) 독일의 통설, Hüffer, Aktiengesetz, 6. Auflage, § 134 Rd. 25

15) 정준우, 앞의 논문, 10면

16) 안성포, 앞의 논문, 120면

17) 정준우, 앞의 논문, 11면

구하고, 그러한 주주의 의사표시를 수렴해야 할 상대방인 회사가 주주의 의사표시 방법에 일정한 단체적 제한을 가하는 것은 오히려 권리 행사를 방해하는 것으로 간주할 수 있다. 제한적 유효설에서도 합리적인 이유가 있는 경우에는 주주 아닌 자가 대리인이 될 수 있으므로 결국 구체적인 사안 별로 회사가 주주 아닌 대리인의 의결권 행사에 대해서 그 가부를 심사하여 결정하게 되는데 오히려 회사의 경영진이 이를 자의적·차별적으로 판단한다면 항상 주주에게 불리한 결과만을 초래하게 될 것이다. 만약 경영진이 자의적·차별적으로 의결권의 대리행사를 인정하거나 거부한다면 이는 결의최소원이 될 수도 있고 이는 주주총회 결의의 법적 안정성을 침해하게 되는 것이다.¹⁸⁾

V. 결론

대리인의 자격을 주주로 한정하는 정관의 규정은 유효설과 제한적 유효설이 내세우는 합리적 제한의 실효성을 보장할 수 없으며, 주주에게만 불리한 결과를 가져오는 불공정한 규정이므로 이를 무효화하는 것이 타당하다. 생각건대 이 문제는 상법 제368조 제3항의 법적 성격을 어떻게 볼 것인가의 여부라 할 수 있다. 일반적으로 주식은 주주가 출자의 대가로서 취득하는 것이고, 주주는 그 주식을 양도함으로써 투자한 자본을 회수할 수 있다. 따라서 주식은 기본적으로 주주의 재산이고, 이러한 주식과 일체화된 권리인 의결권은 주주의 가장 중요한 공익권이며, 소유권의 일종으로서 정관의 규정으로도 이를 박탈하거나 제한할 수 없고 주주도 주식과 분리하여 이를 포기하지 못한다.¹⁹⁾ 그리고 주주도 사적자치의 일반 원칙에 따라 강행 법규나 사회 질서에 반하지 않는 한 자신의 권리를 타인에게 자유롭게 위임할 수 있다. 그럼에도 불구하고 상법이 제368조 제3항에서 이를 명문으로 규정한 것은 결국 의결권 행사에 관련된 주주의 권리를 강행법적으로 확립한 것이라고 볼 수 있다.²⁰⁾ 결론적으로, 상법 제368조 제3항을 주주의 권리를 강행법적으로 확립한 것으로 본다면, 의결권 행사의 대리인 자격을 주주로 제한하는 정관 규정은 주주의 권리를 제약하게 되므로 무효로 보는 것이 타당하다.

18) 안성포, 앞의 논문, 121면

19) 이철승, 앞의 책, 511면

20) 정준우, 앞의 논문, 12면

공유 경제(Sharing Economy) 시대의 기업의 공유 가치(Shared Value)

토픽분석

안유정 | University of Massachusetts-Amherst 박사과정

1. 서론

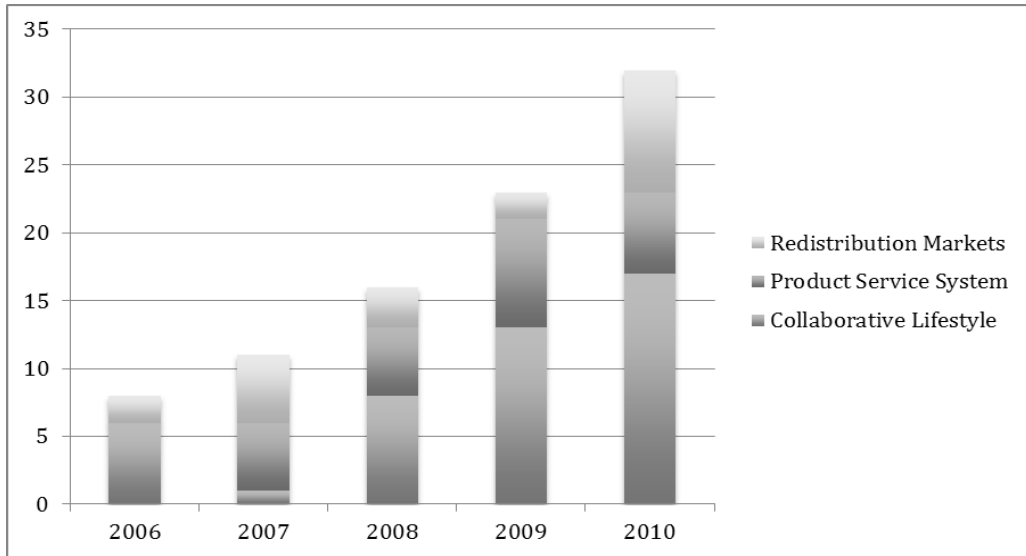
지난 11 월 열린 서울시 청년허브 컨퍼런스 2013 의 주제는 ‘삶의 재구성’ (Reshaping the Way We Live) 이었다. 기존의 자본경제를 바탕으로 살아가는 방식을 탈피하여 새로운 방법들을 모색하는 젊은 시대의 노력이 엿보인 의미있는 행사였다. 이는 최근 들어 각광을 받고 있는 “나눔” 혹은 “공유”라는 키워드를 개인의 삶, 그리고 더 나아가서 사회 경제에 접목시키려는 전 세계 트렌드를 반영한 것이라고 할 수 있다. 타임지는 최근 세상을 바꿀 10 가지 아이디어 중 “sharing economy”를 꼽기도 했다. 따라서, 본 원고는 이 트렌드를 살펴보고 분석하여 기업의 가치 측정 측면에서의 영향과 향후 방향을 제시하고자 한다.

2. ‘공유 경제’의 발전과 현황

공유 경제 (Sharing Economy)는 2008 년 미국 하버드대 법대 로런스 레식 교수에 의해 처음 사용된 말로, 한 번 생산된 제품을 여럿이 공유해 쓰는 협업 소비를 기본으로 한 경제 방식을 말한다. 대량 생산과 대량 소비가 특징인 20 세기 자본주의 경제에 대한 대안으로 처음 생겨났다. 즉, 물품은 물론, 생산 설비나 서비스 등을 개인이 소유할 필요 없이 필요한 만큼 빌려 쓰고, 자신이 필요 없는 경우 다른 사람에게 빌려 주는 공유 소비

의 의미를 담고 있다. 최근에는 경기 침체와 환경 오염에 대한 대안을 모색하는 사회 운동으로 확대 되어왔을 뿐 아니라, 비즈니스 모델로써도 각광을 받고 있다 (Gold, 2004). 따라서, 이 원고에서는 비즈니스 모델로써의 공유 경제의 중요성에 초점을 맞춰보고자 한다.

〈그림 1〉 P2P 마켓플레이스 현황



Source: <http://collaborativeconsumption.com>, JeremyBarton, 2011

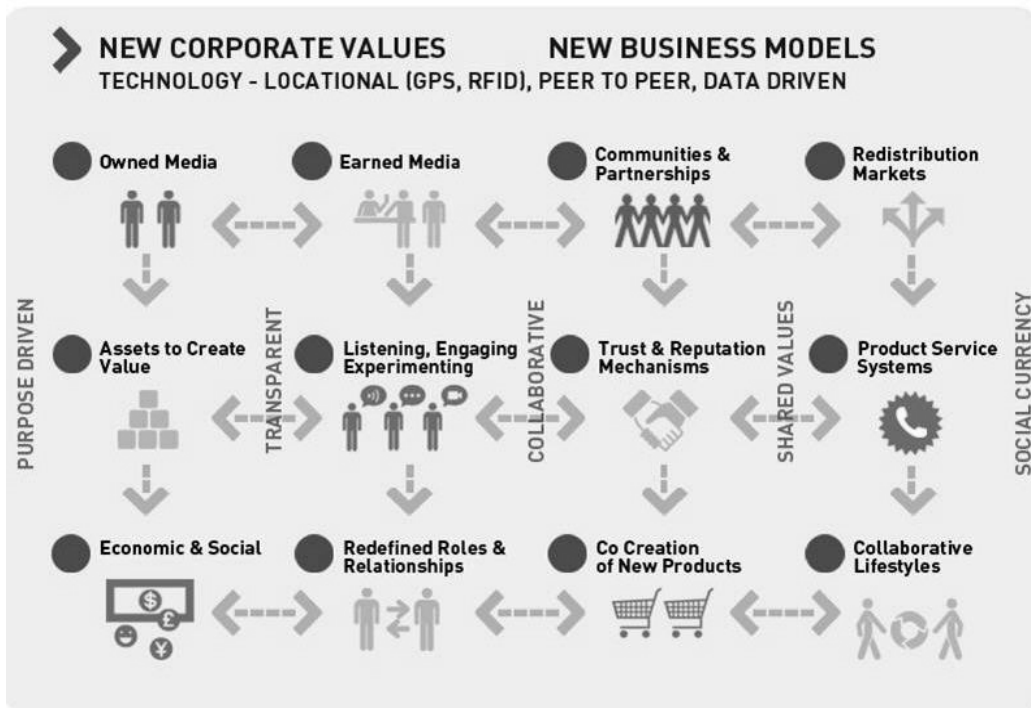
2000 년대에 들어서며 가장 기본적인 공유 기반의 비즈니스 모델인 P2P 마켓 플레이스의 눈부신 성장에 힘입어 ebay, Gmarket 등 국내외 P2P 마켓 플레이스들이 급격한 성장을 이뤘다. 여러 형태를 띠는 P2P 마켓플레이스는 〈그림 1〉에서와 같이 라이프 스타일을 공유하는 것부터, 제품 교환과 재분배의 플랫폼까지 다양한 모습으로 증가해왔다. 이에, 현 소비자들은 ‘공유’라는 개념에 익숙해졌으며, 특히 젊은 층은 SNS와 친숙해지며 더욱이 거부감이 없이 음악, 사진, 파일 등의 공유를 일상생활의 일부분으로 실천하고 있다.

이를 토대로, 많은 신생 혹은 기존 기업들이 ‘공유’의 개념을 보다 확장시키는 비즈니스 모델을 개발하고 있다. 가장 대표적인 예로, 교통 수단의 획기적인 공유를 표방하여 성공을 이룬 Zipcar 그리고 주거 공간의 공유를 기반으로 한 Airbnb 가 있다. Zipcar는 도심을 기반으로 친환경적인 차를 스테이션마다 제공하며 모두와 공유하는 차를 쉽게 이

용할 수 있게 하여 편의를 높였고, Airbnb는 오랫동안 독립적인 공간이라고 인식되어 온 개인의 주거공간을 개방하고 공유하며, 관광객들을 넘어서 사업 목적으로 방문하는 여행객들까지 소비자층으로 확대한 매우 성공적인 케이스이다.

즉, Zipcar 혹은 Airbnb와 같은 비즈니스 모델에서 볼 수 있듯이 <그림 2>에서와 같이 새로운 기술을 바탕으로 한 온라인 플랫폼 등을 통해 사회적인 소통을 겸하며 기업의 가치와 소비자들의 가치가 동시 다발적으로 생산되는 공유 가치의 창출 (Shared Value Creation -Porter, 2011) 혹은 사회학에서 수년전에 제안한 Collaborative consumption (Felson and Spaeth, 1978)이 가능해지는 서비스가 등장했다.

<그림 2> 새로운 기업 가치와 비즈니스 모델의 유기성

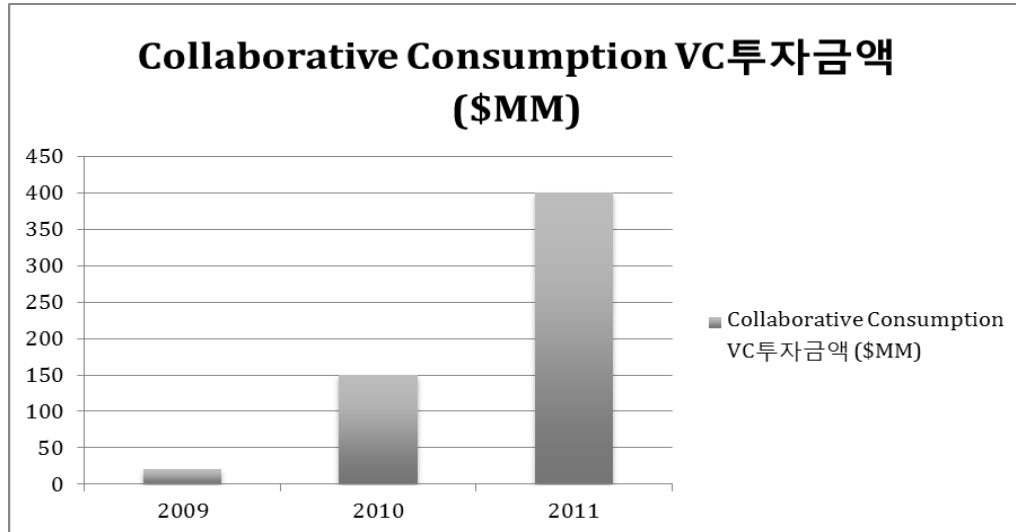


Source: sharing economy ecosystem by David Wesson

이런 비즈니스 모델은 신선한 정도에서 그치지 않고, 투자자들의 주목 또한 받고 있다는 점을 눈여겨 보아야 한다. 실제로, <그림 3>에서 볼 수 있듯이 VC (Venture Capital)의 투자 금액 또한 Collaborative consumption 을 표방하는 기업들에 매년 급격히 증가

하고 있음을 알 수 있으며, 2011년에는 \$400MM에 이르며 이는 차세대 비즈니스 모델로서의 가능성을 입증했다고 볼 수 있겠다.

〈그림 3〉 공유기반 비즈니스 모델 VC 투자 증가 추세



Source: <http://www.collaborativeconsumption.com>

3. 공유 경제에서의 공유 가치 창출 (Shared Value Creation)

앞서 논했듯이, 공유 경제를 바탕으로 한 기업들이 늘어나는 추세에 따라, 이 산업들의 기업 가치를 측정함에 있어서 중요하게 거론되는 것이 Shared Value이다. 하버드의 마이클 포터에 의해 처음 소개된 공유 가치 창출이라는 개념은 주주 (shareholder)의 가치 극대화에 머물지 않고 기업과 이해 관계에 얽혀 있는 모든 사람들 (stakeholder)과 지역 사회를 아우르는 가치 창출을 목표로 하는 모델이다. 즉, 기존의 CSR (Corporate social responsibility)라는 일방적인 모델에서 탈피하여 공유할 수 있는 가치 생산에 중점을 둔 CSV (Corporate Shared Value)로의 전환을 촉구하고 있다.

〈표 1〉에서 CSR을 기반한 모델과 CSV 기반의 모델을 비교 분석하였다. 가치 측면에서 다른 점은 CSR이 좋은 일을 하는 것을 표방하는 데에 그치는 것에 비해 CSV는 기업의 이윤 측면에서도 비용을 절감하여 실제로 경제적인 효과와 사회적인 효과를 동시에

누린다는 측면이 있다. 또한, 동기 부분에 있어서도 분명한 차이가 있는데, CSR 활동은 대부분 외부 압력 혹은 향후에 있을지 모르는 부정적인 사건의 예방 차원에서 하는 반면에 CSV는 기업의 경쟁력 강화를 위한 전략적인 선택이라는 점이 다르다고 볼 수 있다. 실행 방법과 효과 측면에서는, CSR은 외부의 리포팅 기준에 맞추려는 노력이 대부분이고 기업의 전체적인 예산에서 CSR이 차지하는 비중에 따라 실행 여부 자체가 결정되는 반면에, CSV의 경우 기업이 자체적으로 내부적인 계획을 세울 수 있으며 예산을 따로 책정하지 않고 기업의 총체적인 활동을 주관하는 총 예산에 내포되어 있다고 볼 수 있겠다.

〈표 1〉 기업의 사회적 책임에서 기업의 가치 공유로의 전환 - Kramer, 2011

	CSR	CSV
가치	"Doing Good"	비용 대비 경제적, 사회적 효과
키워드	시민의식, 자선, 지속가능성	기업과 지역사회의 공유가치창출
동기	외부압력	경쟁력강화
이윤과의 관계	이윤극대화와 분리	이윤극대화의 필요조건
실행방법	외부 리포팅 기준과 개인의 선호에 따라	기업의 자체적인 내부 계획
효과	기업 활동 및 CSR 예산의 책정에 따라 변함	기업의 총 예산을 조율함
예시	공정거래 구매	조달 전체를 탈바꿈함으로써 품질과 생산량을 늘임

실제로 Zipcar, Airbnb 와 같은 신생 기업들만이 공유 가치를 표방하는 것이 아니다. 예를 들어, 외국의 Nestle 와 같은 기업들은 기존의 CSR 프로그램에서 벗어나 CSV를 바탕으로 한 기업으로써의 전환을 행하고 있다. Nestle 의 CSV 모델은 〈표 2〉에서와 같이 다방면으로 모든 이해관계자들의 가치를 높임으로써 기업의 가치가 자동 상승하는 것을 지향하고 있다. 소비자, 유통업자와 공급자, 산업 전반, 직원, 그리고 지역 사회와 정부 등의 이해관계자들이 주주와 함께 고려되며, 이에 따른 경제적인 효과 뿐 아니라, 지식의 전달이나 환경적, 사회적 영향력을 함께 고려한다는 점에서 CSV를 기업 차원에서 실천하는 적절한 예시가 될 수 있다.

〈표 2〉 네슬레(Nestle)의 CSV 모델 요약

	경제적 효과	혁신 및 지식 전달	사회/보건과 환경
소비자	소비자 증가	영양 및 건강에 관한 지식	낮은 가격에 제공되는 식료품의 증대
공급원 및 유통	원료와 포장의 공급	농업으로의 지식 전달 및 식료품의 가치 사슬 개발	친환경적인 과정
산업	산업 전체의 경쟁자들에게 가격과 비용이 아닌 생산성으로써 지속적인 압력	지식 스페어를 통한 산업 전체의 효율 증가	노동 및 환경 관련 기준의 발전
직원	지원과 가족들을 위한 고용과 수입 증대	직원들의 트레이닝 교육 강화	사회보장과 직장 내 건강 및 안전 보장
지역 사회/정부	세금 및 인프라 구축	지역사회의 교육 프로그램 운영	도심 외 지역 개발과 자원의 보다 친환경적인 사용
주주	주주가치 증대		연금 기금을 위한 주주가치

4. 공유 가치의 측정의 향후 방향

앞서 논한 바와 같이 공유 기반의 경제에서 신생 기업과 기존의 기업들 모두에게 공유 가치 창출이 목표로 널리 통용되는 것은 시간 문제이다. 하지만, 이를 수월하게 하기 위해서는 공유 가치에 대한 명확한 측정이 가능해야 한다. 이에 따라, 기업 공유 가치의 측정 문제를 분석해 보고자 한다. 기업의 가치 창출에 대해, 일찍이 학계에서는 multi-level perspective 가 필요함이 인지되어 왔다 (Lepak, Smith, and Taylor, 2007). 즉, 기업의 가치는 구조적으로 평면적이지 않으며, 개인, 조직, 그리고 사회의 세 단계에서의 가치가 각각 이루어지며 유기적으로 연결되어 있다 〈표 3 참조〉. 즉, 방법론적인 측면에서도 세 개의 레벨을 고려 측정해야 하며 Cross-level 효과를 측정하는 것이 중요하다. 이는 Porter가 논한 Shared Value Creation 을 측정할 때에도 다르지 않으며 개인 단계에서는 각 stakeholder 별로 가치 창출에 기여하는 정도를 측정한 후, stakeholder 간의 상호작용을 통한 가치를 더하여 조직 레벨의 가치 창출 정도를 수치화 할 수 있으며, 조직 별 가치 창출 기여도를 측정하여 업계, 그리고 전반적인 사회 시스템의 가치 창출을 수치화 할 수 있겠다. 또한 Cross-level 효과로써 조직 레벨에서의 가치 창출이 개인의 가치 창출에 미치는 영향 내지는 산업 전반적으로 미치는 영향 등을 측정할 수 있다.

〈표 3〉 가치 창출의 Multi-level 관점 - Lepak et al. 2007

레벨 및 가치 창출의 소스	학문적 관점	가치의 타겟/유저	창출과정	가치 확보 과정	레퍼런스
사회	<ul style="list-style-type: none"> • 사회학 • 경제학 • 생태학 	<ul style="list-style-type: none"> • 개인 • 조직 • 정부 	<ul style="list-style-type: none"> • 혁신과 신생 기업출몰 • 경쟁 • 자금 투자 • 인센티브 • 법률 	<ul style="list-style-type: none"> • 요인적 조건 • 수요 조건 • 기반 산업 인프라 • 기업 전략과 경쟁 구도 	Lee, Peng, & Barney,
조직	<ul style="list-style-type: none"> • 경영전략 • 조직이론 • 전략적 HRM 	<ul style="list-style-type: none"> • 소비자 • 사회 	<ul style="list-style-type: none"> • 발명 • 혁신 • R&D • 지식 생산 • 구조적 사회적 요건 • 인센티브, 선정, 교육 	<ul style="list-style-type: none"> • 희소한, 독창적, 대체불가능한 자원 • 무형자원 	Simon, Hitt, Ireland Kang, Morris, Snell Priem
개인	<ul style="list-style-type: none"> • 심리학 • 조직행동론 • HRM 	<ul style="list-style-type: none"> • 소비자 • 클라이언트 • 조직 	<ul style="list-style-type: none"> • 지식 생산 • 탐색 • 능력 • 동기부여 • 교육 	<ul style="list-style-type: none"> • 네트워크위치 • 고유 경험 • 임묵 지식 	Teppo and Hesterley

공유 가치의 가치 창출 또한 일반 가치 창출과 비슷하게 multi-level 관점에서 접근할 수 있다. 더 자세히 보면, 공유 가치가 기업, 그리고 사회의 가치 창출로 이어지는 과정은 세 단계로 이루어진다. 시장과 제품의 재해석을 통해 새로운 비즈니스 영역을 모색하고, 가치사슬의 모든 부분에서 생산성을 높이며, 기업의 외부환경과의 유기적인 협동을 통한 클러스터(cluster) 개발을 지원하는 등이 세 단계에 포함되어 있다 (Porter et al., 2012). 이에 따른 기업이 누릴 수 있는 효과 및 사회 전반적으로 가져갈 수 있는 가치 창출 효과는 〈표 4〉에서 볼 수 있다. 기업의 경제적 성과로써는 수익률, 시장 점유율, 수익성, 품질, 생산성 등의 증가 효과를 포함하고 그 외에도 인프라 구축이나 안정된 공급을 가능케하며 운용 비용까지 감소시킬 수 있는 점들이 있다. 이에 더해, 사회적 성과로써 탄소 배출 감소나 에너지 사용, 원자재와 물 사용 감소 등의 환경적인 효과, 그리고 고용량 증대, 직원들의 교육 지원과 영양 및 보건에 미치는 긍정적인 효과 또한 볼 수 있다.

〈표 4〉 공유 가치의 3 단계 - Porter et al. 2012

공유 가치의 단계	기업 성과	사회적 성과
시장과 제품의 재해석을 통해 새로운 비즈니스 영역을 모색	<ul style="list-style-type: none"> • 수익, 시장 점유율, 시장 성장률, 수익성 증대 	<ul style="list-style-type: none"> • 환자 관리 향상 • 탄소 배출 감소 • 영양과 교육 향상
가치사슬의 모든 부분에서 생산성을 높임	<ul style="list-style-type: none"> • 생산성, 품질, 수익성 향상 • 운영비용 감소 • 안정된 공급 	<ul style="list-style-type: none"> • 에너지사용 감축 • 원자재 및 물 사용량 감소 • 향상된 직업소양능력 과 고용량 증대
기업의 외부환경과의 유기적인 협동을 통한 클러스터(cluster) 개발 지원	<ul style="list-style-type: none"> • 비용 절감 • 안정된 공급 • 인프라 구축 • 생산성 향상 	<ul style="list-style-type: none"> • 교육 및 일자리 창출 향상 • 보건 및 수입 향상

그렇다면 기존의 ESG (Environment, Social, Governance) 측정과 대비하여 공유 가치를 측정할 때, 어떠한 차이가 있는지 살펴 볼 필요가 있다. 〈표 5〉에서와 같이, 공유 가치를 지속가능, 영향 평가, 기업 이미지, 그리고 규정 준수와 같은 다른 ESG 측정 방법과 비교해 보았다. 지속가능 (Sustainability), 영향 평가 (Impact Assessment), 기업 이미지 (Reputation), 그리고 규정 준수 (Compliance)의 측정 방법 및 측정 목표와 타겟 대상을 고려해 보았을 때, 모두 리스크를 최소화 하거나, 기업의 영업을 위한 최소한의 노력을 하는 것을 목표로 함을 알 수 있다. 이에 반하여, 공유 가치의 측정은 실제로 가치를 보다 높이기 위한 것이 목표이자 측정 방법이라는 것이 강점이라고 할 수 있다. 또한, 기업 내부의 관리자 뿐 아니라 외부의 이해관계자들에게도 보다 설득력 있는 정보 전달을 가능케 한다. 그렇다면, 투자자들의 입장에서 기업의 사회적 그리고 환경적인 영향의 중요성에 대해 보다 넓은 인식이 서서히 생겨나고 있는 지금, 공유 가치의 측정이 가지는 의미에 대해 생각해 볼 필요가 있겠다.

〈표 5〉 가치 측정의 What, Why, and for Whom? - Porter et al. 2012

측정 포커스	What to measure?	Why measure?	For whom?
공유 가치	기업과 사회의 공유 가치 창출도	총 가치 창출의 증대	<ul style="list-style-type: none"> • 관리 목적 • 외부 이해관계자들에게 정보 전달
지속가능 (Sustainability)	인풋 요인들의 효율성과 제품의 지역사회로의 효과	<ul style="list-style-type: none"> • 부정적 외부 효과 감소와 긍정적 효과 부각 • 운영자격 취득 	<ul style="list-style-type: none"> • 관리 목적 • 외부 이해관계자들에게 정보 전달
영향평가 (Impact Assessment)	기업 운영과 자선활동 등의 장기적인 사회적, 경제적 효과	<ul style="list-style-type: none"> • 사회적, 경제적 개발 효과의 진행과정 트래킹 • 운영자격 취득 	<ul style="list-style-type: none"> • 외부 이해관계자들에게 정보 전달
기업 이미지 (Reputation)	사회적 영향력이 기업의 이미지와 평판에 미치는 정도	<ul style="list-style-type: none"> • 기업의 이미지 향상 	<ul style="list-style-type: none"> • 관리 목적
규정 준수 (Compliance)	법률, 자발적 규율, 권고 사항 준수 정도	<ul style="list-style-type: none"> • 규정의 도입과 준수 • 운영자격 취득 	<ul style="list-style-type: none"> • 관리 목적 • 외부 이해관계자들에게 정보 전달

IIRC (International Integrated Reporting Committee)에 따르면 기업의 ESG 결과를 재무제표와 통합시키는 세 가지 방법을 제안하고 있다. 첫 번째는 기업의 총 가치와 ESG 항목간의 상관관계를 살펴보는 것이다. 예를 들어, 현재 Bloomberg가 채택하고 있는 방법으로 데이터베이스 안에 포함되어 있는 몇 천개의 기업의 연도별 재무 성과와 ESG 항목들의 상관관계를 분석하여 애널리스트들에게 제공하고 있다. 두 번째는, ESG 성과의 +와 -를 현금화 하여 기업의 재무제표에 포함시키는 방법이다. ESG 성과와 손실을 금액화하여 기존의 기업의 성과에 더하거나 빼는 방법을 말한다. 세계적인 금융 지표 측정 회사인 MSCI 등에서 널리 통용되고 있는 방법이다. 세 번째 방법이 바로 공유 가치의 측정으로 통계적 상관관계나 ESG의 현금 가치 등에 의존하지 않고 ESG 성과와 재무 성과를 직접적으로 연결시키는 방법이다. 따라서, 이는 기업의 성과와 투자활동 중 사회적인 영향을 미쳐 이를 통해 기업의 성과를 이룬 항목들을 선택적으로 측정하는 방법을 말한다. 즉, ESG 항목들의 갯수나 가이드라인 준수 등의 “사회적 책임”을 위해 지출을 감안하고 하는 ESG 활동과 기업이 사회와 기업내부의 성과를 동시에 만족하고자 하는 ESG 활동을 철저히 구분하여 측정 하고 있다. 이를 실행하고 있는 단적인 예를 들자면, DSM이라는 회사에서는 “Integrated Annual Report”라는 것을 매년 발행하며, 이 리포트 안에는 실제 기업이 전략적으로 추구한 공유 가치 창출에 대한 성과와 GRI 가이드라인 및 각종 ESG 항목들의 준수 여부가 따로 명시되어 있다. 따라서, 투자자들과 각종

이해관계자들은 이 리포트를 받으면 ESG의 기준 준수 여부 뿐 아니라, 기업의 활동 중 공유 가치를 실현한 부분들을 집약적으로 살펴볼 수 있는 것이다.

하지만 기업의 공유 가치를 측정하는 것에는 아직 많은 과제가 남아 있다. 첫 번째로, 사회적 혹은 환경적인 이슈들은 다양하고 여러 방법으로 측정이 가능하며, 선택적으로 기업이 자신에게 이로운 이슈들만을 측정할 우려가 있다. 이렇게 되면, 기업들 간의 비교가 불가능해지며 기업이 자체적으로 개발한 ESG 측정 방법이 다양해지면서, 투자자들에게 신뢰를 잃게 된다. 이를 해결할 수 있는 한 가지 방안은 기업 외부에서 ESG를 측정을 하게 하여 측정 방법 및 항목 선정에 있어서 객관성을 유지하는 것이다. 두 번째로, 기업의 성과는 ESG 성과와 다른 속도로 축적된다. 즉, 기업의 재무 성과는 단기적인 성과를 측정할 수 있는 반면에, ESG 영향력은 기업이 어떠한 활동을 하고자 결정을 한 후에 더디게 나타날 수 있으며, 이는 동시다발적이지 않은 성과로 인해 동시 측정이 어려워질 수 있다. 즉, 단기적 혹은 중장기적인 ESG 성과를 측정하는 방법을 개발하는 것이 중요하겠다. 마지막으로, 많은 이해관계자들과 사회의 구성원들이 기여하는 활동의 측정에 있어서 기업의 기여도를 올바르게 측정하는 문제이다. 예를 들어, 알루미늄의 재활용 전략을 공유 가치 창출의 모델로 사용하는 미국의 Alcoa라는 기업은 미국의 재활용 비율을 2015년까지 75%로 높이겠다는 목표를 세웠고 기업의 모든 활동을 그에 맞추어 움직이고 있다. 하지만, 이는 정부의 지원, NGO, 그리고 지역 사회의 도움이 없이는 불가능한 노력이다. 이에, 목표를 달성 한 후에 지역 사회와 분리하여 Alcoa의 독립적인 기여도를 어떻게 측정할 수 있을지가 관건이다.

이러한 점들을 고려해 보았을 때, 앞서 말한 공유 경제를 기반으로 한 비즈니스 모델로의 전환은 많은 이점이 있다. 즉, 기업의 가치와 사회의 가치가 기업의 생성 단계부터 함께 움직이기 때문에, 이를 굳이 따로 측정하지 않아도 되며 성과 또한 함께 축적되어 있다는 이점이 있다. 비즈니스 모델 자체 안에 구조적으로 공유 가치가 이미 실현되어 있는 것이라고 볼 수 있겠다. 한 예로, RelayRides라는 기업은 도심 기반의 소비자들이 개인이 소유한 자동차를 서로 빌려주는 플랫폼을 구축하여 이를 바탕으로 공유 가치를 실현하고 있다. 소비자들이 서로의 자동차를 사용하며 가치 창출 활동을 하지 않으면 기업의 가치 창출은 이루어지지 않으며 기업의 성과와 사회 전반적인 성과가 유기적으로 연결되어 있음을 보여준다. 최근, GM과 RelayRides가 전략적인 파트너십을 맺으며 이는 신생 기업들만이 노리는 전략이 아니라는 것도 증명되었다. 또한, 기업의 활동에 있어서 전에 비해 소비자들과의 소통이 중요해지며, 기업의 가치는 재무 성과로만 판가를 나는 것이

아닌, 소비자가 느끼는 기업의 “지각적인 (perceived) 가치”가 중요해지고 있는 추세이다 (Yang and Peterson, 2004). 판매와 소비가 함께 이루어지는 공유 경제로의 전환은 소비자와의 소통을 비즈니스 모델의 기본적인 틀로 가져가고 있다는 점에서, 이런 지각적인 가치의 내장성 또한 겸비하고 있다고 할 수 있다. 이는 앞서 말한 공유 가치의 측정 문제를 상당 부분 해결 할 수 있다는 점에서 주목할 만하다.

5. 결론

본 원고에서는 공유 경제라는 트렌드를 읽고 이를 바탕으로 한 비즈니스 모델의 가능성을 엿보았다. 특히, 기업의 사회적 책임을 넘어선 공유 가치 창출의 중요성을 고려해 보았을 때, 공유 기반의 비즈니스 모델이 갖는 이점을 분석했다. 더해서, 공유 가치의 측정 방법들과 향후 과제들 또한 분석했다. 이에 따라, 기존의 ESG를 측정하는 방법들에서 탈피하여 공유 가치를 측정 할 수 있다면, 이는 기업과 사회에게 모두 이득이 될 수 있는 방법이 분명함을 제안한다. 다만, 이를 널리 통용시키기 위해서는 기업과 소비자의 노력 뿐 아니라, ESG 측정의 객관성을 유지할 수 있는 외부적인 측정 플랫폼이 필요하다는 점도 생각해 보아야 하겠다. 이런 차원에서, 주주들을 포함한 모든 이해관계자들을 위해 공유에 대한 개념을 재정비해 볼 필요가 있겠다.

참고문헌

- Gold, L. (2004). *The sharing economy: solidarity networks transforming globalisation*. Ashgate Publishing
- Kramer, M. R. (2011). Creating shared value. *Harvard business review*
- Lepak, D. P., Smith, K. G., & Taylor, M. S. (2007). Value creation and value capture: a multilevel perspective. *Academy of management review*, 32(1), 180–194
- Porter, M. E., Hills, G., Pfitzer, M., Patscheke, S., & Hawkins, E. (2012). Measuring Shared Value. *How to unlock value by lining social and business results*. FCG
- Porter, M. E., & Kramer, M. R. (2006). Strategy and society. *Harvard business review*, 84(12), 78–92
- Yang, Z., & Peterson, R. T. (2004). Customer perceived value, satisfaction, and loyalty: the role of switching costs. *Psychology & Marketing*, 21(10), 799–822

해외 IR 동향과 글로벌 기업의 활동 사례

이다원 | 한국기업지배구조원 선임연구원

I. 서론

흔히 IR(Investors Relations, 이하 IR)이라고 하면 기업이 투자자를 대상으로 진행하는 ‘기업 설명회’의 개념을 떠올리기 쉬우나 실제 IR이 내포하는 의미는 그보다 광범위하다. 일반적인 ‘기업(투자) 설명회’부터 넓게는 기업과 투자자 간 커뮤니케이션을 위해 일어나는 재무, 마케팅, 법규준수 등을 모두 아우르는 개념으로 IR 관련 조직의 대표격인 미국의 NIRI(National Investors Relations Institution, 이하 NIRI)는 IR을 시대적 흐름에 따라 다음과 같이 정의하였다.

〈표 1〉 NIRI가 정의한 IR 정의의 변천사

시기	1998년	2001년	2003년
개요	전사적 마케팅 활동	전략적 경영 책무	전략적 경영 책무
목적	자본 비용 최소화	기업가치 극대화	공정한 기업가치 평가
기능	재무 커뮤니케이션	재무 커뮤니케이션 마케팅	재무 쌍방향 커뮤니케이션 마케팅 법규준수

* NIRI 홈페이지(www.niri.or.kr)

표와 같이 IR이 과거 기업의 단순 마케팅 활동으로 국한된 시기가 있었지만 시대가 변화함에 따라 그 개념도 다각적으로 변모하여 현재는 “기업의 공정한 가치평가 달성에 궁극적으로 기여하는 기업, 금융권, 기타 구성원 사이 가장 효과적인 쌍방향 커뮤니케이션

으로서 재무, 커뮤니케이션, 마케팅, 법규준수를 통합하는 전략적 경영 책무”라고 정의된다. 이러한 IR의 목적은 단순한 자본조달을 넘어 기업의 공정한 가치 평가라는 궁극적 개념으로 종착되는데 이는 IR의 비중과 필요성이 그 만큼 확대되는 추세라는 해석이 가능한 반면 실상은 이를 뒷받침하는 법제도적인 시스템과 정책적인 측면이 부족한 실정이다. 특히 우리나라의 경우 공시 관련 일부 규정 등에서 이를 모호하게 내포할 뿐 실질적으로 IR을 뒷받침하기 위한 정책은 전무하다. 또한 기업 및 투자자 입장에서도 이와 관련한 체계적이고 구체적인 개념정립이 미흡하여 광의의 IR 활동은 아직까지 역부족이다.

최근 상장기업 등 일각에서는 이와 같은 변화를 인식하여 다양한 활동을 통해 IR을 발전시키고자 노력중인데 전문적인 IR 컨설팅 기관의 경우 관련 제품 및 서비스 등을 개발하여 이를 기업에 제공하거나 한 상장기업의 경우 지난해 국내 최초로 투자자를 위한 IR 어플리케이션을 자체적으로 개발하여 보급¹⁾하기도 하였다. 또한 IR 활동에 관한 인식 제고와 활성화를 목적으로 전 세계 약 40여 IR 관련 단체가 조직되어 활동중인데 우리나라 역시 2008년도 한국IR협의회가 설립되어 이를 지원하고 있다.

이하 본문에서는 이러한 IR의 개념과 의의를 바탕으로 해외 IR 관련 현황에 대해 분석(II장)하고, 실제 글로벌 시장의 우수한 IR 기업 사례(III장)를 살펴본 후 이를 바탕으로 우리나라의 IR에 대해 고찰하고 시사점을 도출(IV장)하고자 한다.

II. 해외 IR 관련 동향

해외의 경우 이미 선진 시장을 중심으로 IR에 관한 활발한 연구 활동이 진행되는 등 일정 수준 인식이 정착되어 가는 단계이며, 특히 공공 성격의 협의체, 컨설팅 기관, IR 서비스 대행업체 등 여러 채널에 의한 다양한 단체가 조직되어 활동 중이다. 이와 같이 전 세계적으로 조직된 IR 관련 협의체 중 가장 활발히 활동하고 영향력을 발휘하는 미국, 영국, 호주의 사례를 조사하였는데 이들은 글로벌 IR 네트워크(Global Investors Relations Network, 이하 GIRN)²⁾의 일원으로 연대 활동 중이며, 주로 IR 관련 교육과 평가 및 시상 실시, 가이드라인 제정, 세미나 및 심포지엄 개최, 기타 조사연구 및 연구자료 발간 등의 사업을 수행 중이다. 이들을 중심으로 각 국가별 IR 관련 정책 동향을 살펴보고 IR관련 가이드라인(또는 모범규준) 등을 알아보고자 한다.

1) 방송장비 전문기업인 티브이로직(주)는 올해 3월 투자정보를 담은 IR 어플리케이션을 개발하여 투자자를 대상으로 이를 무료로 제공함

2) www.globalirnet.org

〈표 2〉 GIRN의 회원국(기관)

국가	기관명	홈페이지
미국	NIRI(National Investor Relations Institute, United States of America)	www.niri.org
영국	IRS(Investor Relations Society)	www.irs.org.uk
호주	AIRA(Australasian Investor Relations Association)	aira.org.au
캐나다	CIRI(Canadian Investor Relations Institute)	www.ciri.org
독일	DIRK(Deutscher Investor Relations Verband)	dirk.org

* GIRN 홈페이지(www.globalimnet.org)

(1) 미국

미국은 최근 공정공시 규정(Regulation Fair Disclosure)의 개정³⁾으로 기업의 수월한 IR 활동을 독려하는 등 IR 관련 제도 및 정책 관련 논의가 끊임없이 이슈화되는 추세이며, 특히 IR에 관한 인식과 동향을 파악하기 위한 연구 등 이를 발전시켜나가기 위한 노력이 지속되고 있다.

이러한 미국은 다양한 형태의 IR관련 협의체가 활동중인데 ① IR 관련 협의체를 대표하는 NIRI를 비롯하여 ② 전미 상장기업의 IR을 내부 모범기준과 절차에 의해 평가하여 공표하는 IR Global Ranking(이하 IRGR), 그리고 ③ 우수한 IR 기업을 발굴 및 시상하고 각종 데이터를 유료로 제공하는 IR Magazine 등이 있다.

가. NIRI(National Investors Relations Institution)

앞서 언급한 바와 같이 설립 시기나 업무 실적 및 성과 등의 측면에서 가장 대표적인 기관으로 인식되는 NIRI는 여타 해외 기관의 기준 척도로서의 역할을 수행한다. 특히 정기적으로 발간되는 연구 자료와 내부적으로 정립한 IR 관련 모범기준은 해외 여러 기관에 영향을 미칠 정도로 파급력이 크다.

이러한 NIRI는 1969년 설립 이후 기업 관계자, 주주, 애널리스트, IR 담당자 및 컨설턴트, 기타 금융 유관 기관 사이의 커뮤니케이션을 담당하는 전문 협의체로 활약해 왔으며, 현재 약 1,600사 이상의 상장기업을 비롯하여 총 3,300여 회원이 활동 중이다. 또한 1996년 IRO의 책임, IR 담당자의 역할, 공시 관련 가이드스, 기업·애널리스트·투자자의 상호관계에 관한 가이드스 등을 포함한 IR 실무 기준서(Standards of Practice for Investor Relations⁴⁾)를 제정하여 이를 지속적으로 보완 및 제공한다.

3) SECURITIES AND EXCHANGE ACT OF 1934, Release No. 69279 “Report of Investigation Pursuant to Section 21(a) of the Securities Exchange Act of 1934: Netflix, Inc., and Reed Hastings(April 2, 2013)” (<http://www.sec.gov/litigation/investreport/34-69279.pdf>)

4) <http://www.niri.org/Main-Menu-Category/resource/publications/Standards-of-Practice-for-Investor-Relations.aspx>

〈표 3〉 NIRI의 Standards of Practice for Investor Relations

대분류	소분류
IRO 역할과 책임	<ul style="list-style-type: none"> • 기업 전략 발전에 완벽히 참여 • 경영진 및 이사회에 시장 정보 제공 • 경영진의 고급정보 관리
기업 공시	<ul style="list-style-type: none"> • 믿음직하고 객관적인 정보로 회사 대표 • 적시에 해결할 의무 • 적시에 업데이트할 의무 • 기업 공시 정책 • 예측 정보에 관한 SafeHarbor⁵⁾ • SafeHarbor가 커버하지 못하는 요소 • 예측 정보의 고려 요소 • 비재무적 요소에 관한 논의 • 정보 배포 • 이사회 및 경영진을 위한 내부자거래 정책 • 직원과의 의사소통
IR 담당자의 역할 및 책임	<ul style="list-style-type: none"> • 전문성 • 역량 • 객관성 • 이해상충 • 고객사의 대표 역할 • 전략 및 전술적 서비스 • 보상
공시 기준과 가이드런스	<p>[공시]</p> <ul style="list-style-type: none"> • 정보의 중요성 • 자료 출처 공시 • 공식 정보에 관한 논의 • 차별적인 공시 • 불분명한 정보의 이용 • 애널리스트 보고서의 배포 또는 참조 • 풍문 및 기밀누설 관리 • 실적 감소의 가능성에 관한 소문 및 문의 응대 • Quiet Period • 비공개 브리핑 • 독점 대상에 대한 자료 제공 • 주요 정보의 업데이트 및 변경 의무 <p>[정보 배포]</p> <ul style="list-style-type: none"> • 기술 활용 • 인터넷 • 컨퍼런스콜 • 1:1 미팅 • 비공개 정보 및 자료를 제공받는 애널리스트의 책임

5) 법적 책임을 회피하기 위한 재무·회계적 수단을 의미하며, 일례로 선관외무에 대한 노력이 입증되는 경우 책임이 면제되는 규정 등이 있음

대분류	소분류
기업·애널리스트·투자자 관계	<ul style="list-style-type: none"> • 경영진 및 정보 접근성 • 애널리스트 리포트 초안 검토 • 애널리스트 가이드스 • 기업 발주 연구 수행 • 애널리스트와 투자자의 기업 후원 여행 • 애널리스트와 투자자에 대한 선물 제공 • 결론

나. IRGR(IR Global Ranking)

두 번째 IRGR의 경우 1999년 설립 이후 내부적으로 개발한 지침과 평가 지표를 활용하여 전미 상장기업의 IR 활동을 평가하여 지속적으로 우수 IR 기업을 발굴해 왔다. 평가 지표는 크게 웹사이트 부문, 온라인 사업보고서 부문, 기업지배구조 부문, 재무 공시 절차 부문 등 4개 부문으로 구분되는데 기업의 접근성과 평가 결과의 투명성을 강화하기 위해 각 부문별 요약 보고서를 기업에 발송하면 담당자가 이를 검토하는 피드백 절차를 거쳐 최종 우수기업을 선정한다.

평가 지표상 기업의 지배구조 부문을 IR 활동의 한 지표로서 포함하여 공시 등 타 부문과 대등하게 평가한다는 점이 주목할 만하다.

〈표 4〉 IRGR의 평가 항목 및 점수

대분류	중분류	점수
IR 웹사이트 부문 (100점)	컨텐츠	50점
	디자인 및 방향성	15점
	상호작용	10점
	기술 및 데이터 관리	15점
	적시성	10점
온라인 사업보고서 부문 (100점)	컨텐츠	35점
	디자인 및 방향성	35점
	상호작용	10점
	기술 및 데이터 관리	20점
재무공시 절차 부문 (100점)	비재무적 운용 정보	15점
	수익 현황	40점
	대차대조표	10점
	현금흐름표	10점
	가이드스	10점
	컨퍼런스콜 및 PT	5점
모범 공시	10점	

대분류	중분류	점수
지배구조 부문 (100점)	이사회 및 위원회	33점
	소유구조	8점
	주주권리	15.5점
	주주총회	14점
	보상	19점
	기업의 사회적 책임(CSR)	10.5점

다. IR Magazine

상위 두 기관과는 성격이 다른 IR Magazine이라는 기관은 영리를 목적으로 투자자에 IR 관련 정보 및 데이터 등을 제공하고, 후원을 통해 IR 우수기업을 발굴 및 시상하는 사업을 진행 중이다. 각계 각층의 전문가를 대상으로 전자설문, 1:1 전화 인터뷰, 개별 조사 등을 실시하고, 이를 종합하여 최종 기업 및 개인을 선정한다. 평가 과정상 특수 분야의 경우에는 외부 전문가 또는 전문 기관 등을 참여시켜 정확성과 신뢰성을 높였다.

〈표 5〉 IR Magazine의 2013년 IR 우수기업 선정 절차

일정	절차
기초 자료 준비 (2012. 8)	내부적으로 축적된 전문가 데이터베이스를 업데이트하여 설문조사 기관(폭스 인사 이트)에 전달
전자 설문 (2012. 9)	이를 바탕으로 바이사이드, 셀사이드 애널리스트 및 포트폴리오 매니저 약 400여명을 대상으로 전자 설문 수행, 이후 1차 분석 실시
전화 설문 (2012. 10)	추가적으로 400여명의 포트폴리오 매니저와 애널리스트를 대상으로 2차 전화 설문 실시
결과 분석 (2012. 11)	1, 2차 결과를 바탕으로 최종 분석 수행 (점수별 후보자 명단을 마련하고, 업종별 추가 분석 실시)
후보 명단 발표 (2012. 12)	최종 결과 수령 후 후보 기업(개인)에 개별 연락
보고서 준비 (2012.1 - 2013.2)	상위 100대 기업의 IRO 및 임원진을 대상으로 인터뷰 및 자료 분석을 실시하여 관련 보고서(Investor Perception Study, US 2013) 준비
시상식 개최 2013. 3. 21	시상식 및 만찬 개최(뉴욕)
연구결과 발표 (2013. 3. 22)	시상식 이후 "Investor Perception Study" 발표

시상 분야는 기업 규모별로 크게 대상과 각 분야별 IR 최우수 기업과 개인 그리고 업종별 IR 우수 기업으로 구분되며, 세부적으로는 최우수 IR 담당자·CEO(또는 이사회회장)·CFO, 기타 최우수 재무 보고서 제출 기업, 최우수 IR 관련 기술 활용 기업, 최우수 투자자 커뮤니티 활동 기업, 최우수 기업지배구조 기업, 최우수 IR 개선 기업, 최우수 지속가능경영 기업, 미국 내 각 대륙별 최우수 IR 기업 등을 선정한다. 그 외 금융, 화학, 정유, 제조, 테크놀로지 등 업종별 우수 기업도 평가하여 시상한다.

(2) 영국

영국금융감독청(Financial Conduct Authority, FCA)은 지난 8월 기업 투명성을 주요 골자로 한 Transparency Discussion Paper, 8 August, 2013⁶⁾에 IR활동을 언급하였는데 이는 감독 당국이 상장기업의 투명성 강조와 더불어 IR 활동을 직접 언급하였다는 점에서 충분히 주목할 만하다.

또한 런던증권거래소(London Stock Exchange)의 경우 효과적인 IR 활동과 상장기업의 공시의무를 동시에 이행하기 위해 투자자를 대상으로 Regulatory News Service(RNS)⁷⁾를 제공하는데 이는 주주와 애널리스트 및 기관투자자 등 시장에 정보와 뉴스를 전달하는 창구로서의 역할을 한다. 특히 이 제도는 영국 전체 상장기업 공시의 70% 이상인 약 25만여 건을 처리할 정도로 안정적인 웹 기반 시스템을 활용하여 적시에 정보를 제공하는 효율적인 IR 활동의 수단이자 동시에 상장기업과 투자자 간 커뮤니케이션을 위한 재무적 의사소통 채널로서 인식된다.

이러한 영국은 1980년 설립된 Investor Relations Society(IR Society)⁸⁾라는 IR 협의체가 IR 관련 모범규준 제정, 연구·교육, 정부 및 감독 기관에 정책 제안 등의 역할을 수행하는데 회원은 영국을 비롯한 유럽 전역의 650개 기관 및 개인으로 구성되었으며, 대부분 FTSE100이나 FTSE250 편입 기업과 소수의 중소기업 및 기타 IR 컨설팅 기관 등이 포함되어 있다. IR Society는 내부적으로 모범규준의 제·개정을 위한 위원회를 갖추어 지속적으로 이를 검토 및 보완하며, 각 사업 부문의 전문성을 강화하기 위해 내부적으로 컨퍼런스위원회, 교육위원회, 정책위원회 등을 설치하였다.

이들은 매년 IR 관련 정보 공유와 실무진 네트워크 형성을 위해 컨퍼런스를 개최하는데 올해 역시 지난 7월 런던에서 “The Investor Relations Society Annual Conference 2013”을 개최하여 영국 및 유럽을 대표하는 글로벌 기업인 BP, Lloyds Banking Group,

6) <http://www.fca.org.uk/static/fca/documents/feedback-statements/fs13-1-transparency-discussion-paper.pdf>

7) www.rns.com

8) www.irs.org.uk

Nestle, Vodafone 등이 IR 관련 실무 경험과 사례를 공유하는 등 유익한 정보 교류의 장을 마련하였다.

또한 매년 투자자 커뮤니케이션에 가장 우수한 기업을 선정하여 시상하는 ‘Annual Dinner and Best Practice Awards’를 진행하는데 이는 크게 기업 또는 개인이 직접 특정 분야에 선정되거나 직접 후보자로서 신청하는 Self-entry awards와 IR 커뮤니티를 통해 기업 또는 개인을 선정하여 수상하는 Voted awards로 구분된다. 그 중 Voted awards의 경우 시작부터 최종 선정까지 총 6개월이 소요되며, 구체적인 방법과 절차 및 시상 분야는 다음과 같다.

〈표 6〉 IR Society의 올해 IR 우수 기업(Voted awards) 선정 일정 및 시상 분야

일정	내용	시상 분야
2013.5.1	투표 시작(웹사이트)	[기업]
2013.8.2	투표 마감	<ul style="list-style-type: none"> • Best communication of investment proposition • Most improved IR
2013.10.1	후보 명단 공시	<ul style="list-style-type: none"> • Best overall company IR
2013.11.19	시상식 개최	[개인] <ul style="list-style-type: none"> • Best newcomer to IR • Best investor relations officer

우수한 IR 활동을 평가하기 위해서는 먼저 내부적으로 정립한 ‘Best Practice Checklist 2013’을 바탕으로 해당 기업 및 개인에 대한 항목별 점수를 산출하여 그 중 가장 높은 점수를 획득한 후보 명단을 IR Society의 이사회에 전달하고, 이사회는 심사단을 선정하여 해당 결과에 대해 심층적인 심의를 요청함과 동시에 학계와 언론, 정부 대표 등 각계 각층으로 구성된 패널단에 검토를 의뢰하여 양 측의 결과를 종합, 최종 우수 기업을 선정한다.

IR Society의 ‘Best Practice Checklist 2013’은 기업의 전략·성과·KPI 공시, 지배구조, 리스크 공시, 지속가능성 공시, IR을 위한 소셜미디어 활용, 홈페이지의 효과적인 기술 활용, 투자자 지향적 공시, 우수 사업보고서 등에 관한 내용을 포함한다. 또한 ‘IR 실무를 위한 대원칙(Guidance for Investor Relations Practitioners on the UK Corporate Governance Code, IR Society, June 2010)⁹⁾’의 경우 IR 정의와 함께 상장 기업 IR 활동 전반에 관한 기준을 영국의 기업지배구조 원칙에 대비하여 IR 팀, IR 실무자, IR 업무 등에 적합하도록 변형한 지침으로 다음의 내용을 포함한다.

9) 영국 재무보고위원회(Financial Reporting Council, FRC)의 기업지배구조 원칙(UK Corporate Governance Code)을 반영하여 제정 (http://www.irs.org.uk/files/Consultation_june_20101.pdf)

〈표 7〉 IR Society의 IR 실무를 위한 대원칙

Principle 1.	기업은 투자자와 효율적인 커뮤니케이션을 수행해야 한다.
Principle 2.	기업은 이사회가 제공하는 정보를 보장해야 한다.
Principle 3.	기업은 투자자 커뮤니케이션과 내부 정보 공시 절차에 관한 공식적인 정책을 제정·유지·관리해야 한다.
Principle 4.	IR 팀은 기관투자자 관여활동에 이사회 멤버를 지원해야 한다.
Principle 5.	IR 팀은 특별 상황에 대해 이사회를 지원해야 한다.
Principle 6.	IR 팀은 주주관리 조항을 바탕으로 이사회를 지원해야 한다.
Principle 7.	IR 팀은 모든 주주에 대해 지원해야 한다.

더불어 IR Society는 IR 활동에 필수적인 4개 분야에 관한 모범규준을 제정하였는데 이는 크게 사업보고서 모범규준(Best practice guidelines for annual reports), 웹사이트 모범규준(Best practice guidelines for websites), 온라인 프레젠테이션 모범규준(Best practice guidelines for online presentations), 소셜 미디어 모범규준(Best practice guidelines for Social Media)으로 구분되며, 각각 다음 내용을 포함한다.

〈표 8〉 IR Society의 각 가이드라인별 콘텐츠

구분	내용
사업보고서	<ul style="list-style-type: none"> • 사업보고서 목적 • 사업보고서 작성의 주요 원칙 <ul style="list-style-type: none"> - 서술식 사업보고서(산업 동향, 이사 보고서, 법률 및 규제 관련 사항) - 온라인 사업보고서(전략, 방향성, 디자인, 추가 기능, 접근성 등) - 인쇄용 사업보고서
홈페이지	<ul style="list-style-type: none"> • 주요 원칙 • 모범규준의 반영 • 내용 구성 • 신기술 활용 • 피드백 반영
온라인 프레젠테이션	<ul style="list-style-type: none"> • 주요 원칙 • 사전 준비 • 프레젠테이션 일정 • 사후 조치 • 접근성
소셜 미디어	<ul style="list-style-type: none"> • 사전 준비 • 착수

(3) 호주

호주의 IR 협의회인 Australian Investor Relations Association(이하 AIRA)는 호주와 뉴질랜드 기업을 위한 IR 전문 기관으로 2001년 설립되었으며, 회원은 호주거래소(Australian Stock Exchange, ASX) 상장기업 약 150사(시가총액 약 \$6천9백억 호주 달러)로 구성되었다. 글로벌 시장, 대규모 기관 및 개인 투자자의 주주행동주의, 감독 당국의 기업 관련 공시 정보 등을 제공하며, 기업 관련 커뮤니케이션을 연구하여 이를 시장과 투자자에 전달한다. 또한 2001년 IR 모범규준 Best Practice Investor Relations : Guidelines for Australasian Listed Entities을 자체적으로 제정하였으며, IR의 정의와 중요성, IRO의 책임 등을 포함하여 연간 IR 일정을 순차적으로 상장기업이 이해하기 쉽도록 정리한 점이 특징이다.

IR 우수기업은 국내외 바이사이드, 셸사이드 애널리스트 및 펀드매니저 등에 무작위 이메일 설문을 통해 온라인 조사를 실시하여 선정하며, 시상분야 별 세부 기준은 다음과 같다.

〈표 9〉 AIRA의 시상 분야별 선정 기준

구분	설명
Best IR by a Company Awards	<ul style="list-style-type: none"> • 고위 경영진의 접근성 • 커뮤니케이션의 연속성 • 투명성 • 커뮤니케이션의 완결성
Best Investor Day by an Australasian Company	<ul style="list-style-type: none"> • 고위 경영진의 접근성 • 투명성과 공시 수준 • 정보의 질 • 정보의 접근성과 이용성 • 이벤트의 실행력 • 진실성
Best Investor Relations Website by an Australasian Company	<ul style="list-style-type: none"> • 정보 제공 수단으로서의 역할을 하는지 여부 • 최신의 정보를 제공하는지 여부 • 원하는 정보를 쉽게 얻을 수 있는지 여부(접근성, 유용성) • 적은 시간으로도 정보 습득이 용이한지 여부 • 웹사이트 정보 이용자와 기타 투자자를 분리하는지 여부 • 잠재적 모든 투자자를 대상으로 하는지 여부 • 주요 콘텐츠 변경시 안내하는지 여부 • 검색 기능 이용이 용이한지 여부 • 모든 웹 브라우저 기술을 지원하는지 여부

구분	설명
Best Investor Communications during a Corporate Action by an Australasian Company	<ul style="list-style-type: none"> 투명성과 공시 수준 회사의 발전이 투자자에 의한 것이라고 확신하는지 여부 시장과의 원활한 커뮤니케이션 정보는 적시에 접근하기 쉽도록 제공되었는지 여부 진실성
Best Environmental, Social and Governance Disclosure by an Australasian Company	<ul style="list-style-type: none"> 투자자 커뮤니케이션에 지속가능성 정보 포함 여부 사업 전략에 ESG 요소를 포함하는지 여부 데이터, 적용대상, 담당자 관련 정보가 적정한지 여부 리스크를 진실되게 관리하는지 여부 컴플라이언스 관련 기준(원칙) 등을 보증하는지 여부
Most Improved Investor Relations by an Australasian Company	<ul style="list-style-type: none"> 고위 경영진의 접근성 커뮤니케이션의 연속성 투명성 커뮤니케이션의 완결성

III. 글로벌 기업의 IR 활동 사례

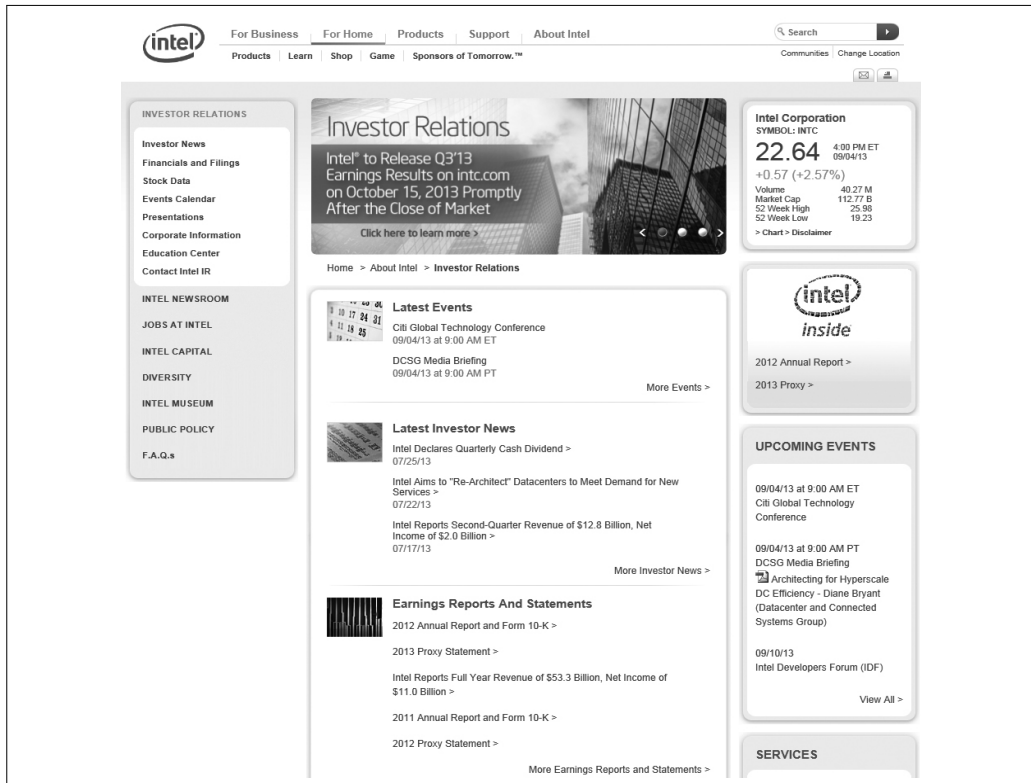
해외 유수의 기업이 투자자를 위해 활발하고 적극적인 IR 활동을 진행중인데 그 중 우수한 IR 활동을 보여준 미국의 Intel사와 영국의 BP사의 사례를 살펴보고자 한다.

(1) 미국의 Intel

미국의 IR 관련 기업 사례는 올해 IR 평가 전문 기관인 IR Magazine이 선정한 기업 중 우수 재무 보고 부문(Best financial reporting), 우수 IR 기술 활용 부문(Best use of technology for IR), 우수 투자자 커뮤니티 활동 부문(Best investment community meetings), 우수 기업지배구조 부문(Best corporate governance), 그 밖에도 업종·규모별 테크놀로지 부문(Large cap) 등의 부문에서 수상한 반도체 기업인 Intel의 IR 활동에 대해 심층적으로 분석하고자 한다.

먼저 Intel은 1968년 창립 이후 현재까지 세계 최대의 반도체 생산 업체로서 입지를 구축해 왔으며, 1990년대 개인용 컴퓨터의 보급으로 반도체 생산 분야에서 독보적인 위치를 차지하게 되었고, 현재는 나스닥 상장기업으로 다우존스산업평균지수(Dow Jones Industrial Average)에 편입되었다.

〈그림 1〉 Intel의 IR 웹페이지



Intel은 자사 홈페이지(www.intel.com) 내에 별도의 IR 웹페이지(www.intc.com)를 마련하여 실시간으로 기업의 정보와 최신 뉴스 등을 공시하며, 경영상 변동 사항이 발생하는 경우 이를 적시에 다수의 투자자에 전달하기 위한 프로그램을 구축·운영중이다.

IR 웹페이지는 총 8개의 섹션으로 분류되어 각각의 세부 정보를 투자자에 전달하는데 특히 뉴스 부분의 경우 투자자에 직접적으로 도움이 되는 정보는 물론 재무·기술적인 소식을 제공하며, 재무 관련 지표와 주가 관련 정보를 투자자가 한눈에 확인할 수 있도록 별도로 분류하였다. 또한 Education center 콘텐츠를 운영하면서 투자자 질의응답(Investor FAQs)은 물론 분기별로 내부 CEO 혹은 CIO가 투자자를 대상으로 직접 전문적인 강의를 진행하는 동영상 자료(Video Archive) 및 주주 포럼을 제공하는 투자자 커뮤니티(Intel Investors Community), 애널리스트 대상 정보 제공을 위한 애널리스트 센터(Analyst Center), 생산 제품의 상세 정보와 가격 정보를 공시한 프라이스 리스트(Processor Price List) 등을 제공한다. 이와 같은 제품별 세부 가격 공시는 시장에 신뢰감을 줄 수 있을 뿐만 아니라 기업의 투명성을 제고하는 좋은 사례이나 국내의 경우 이를 시행하는 기업은 거의 찾아보기 힘든 실정이다.

〈표 10〉 Intel의 IR 웹사이트의 콘텐츠 구성

Investor News	Financials and Filings	Stock Data	Events Calendar	Presentation	Corporate Information	Education Center	Contact Intel IR
<ul style="list-style-type: none"> • Financial News • Corporate News • Technology Leadership • Intel in the News 	<ul style="list-style-type: none"> • Earnings Results • Business Outlook • Annual Reports, 10-Ks, and Proxy Statements • Trended Financial Statements • SEC Filings • Ratios & Statistics 	<ul style="list-style-type: none"> • Earnings Estimates • Historical Price Lookup • Total Return Calculator • Dividend Summary • Stock Buyback Summary • Stock Splits • Stock Basis Calculator 	<ul style="list-style-type: none"> • Featured Events • Upcoming Events • Archived Events 	-	<ul style="list-style-type: none"> • Company Profile • Corporate Documents • Corporate Governance & Ethics • Corporate Responsibility • Executive Bios 	<ul style="list-style-type: none"> • Investor FAQ • Video Archive • Intel Investors Community • Analyst Center • Processor Price List 	<ul style="list-style-type: none"> • Email delivery of annual reports & proxy • Order Publications

콘텐츠 중 주가 관련 정보를 제공하는 섹션에는 과거는 물론 현재 주가와 이를 가공한 데이터를 세분하여 투자자에 다양한 서비스를 제공하며, 특히 주가 계산기(Total Return Calculator) 프로그램을 구축하여 1982년 나스닥 개장 이후의 데이터베이스를 바탕으로 투자자가 보유한 주식의 현재 가치를 종가 기준으로 계산하여 확인할 수 있는 기능을 추가하였다. 이는 전적으로 투자자를 위한 프로그램으로 이용자가 투자 주체로서 손쉽게 투자 현황을 확인 및 분석할 수 있고, 동시에 투자자의 적극적인 관여활동을 기대할 수 있는 부분이기도 하다.

〈그림 2〉 Intel의 주가 계산기(Total Return Calculator) 프로그램



또한 IR 담당 부서와 관련된 세부 정보를 공시하여 투자자의 접근성과 관여도를 높였고, 특히 투자자가 원하는 내부 자료를 웹페이지를 통해 바로 신청할 수 있도록 자료 요청(Order Publications) 콘텐츠를 개설하여 신속성과 편의성을 더하였다. 이러한 콘텐츠는 기업이 저렴한 비용으로 투자자에 좋은 정보를 제공할 수 있는 수단이지만 우리나라 상장기업의 경우 현재까지 이에 대한 인식 부족으로 관련 프로그램 구축이 미미한 실정이다.

2011년 8월부터는 다양한 공시 정보와 투자자 소통 및 교류의 장을 마련하고자 미국 기업의 주식 및 투자 전반에 관한 정보 교류 공간인 소셜 네트워크 서비스 스타트위츠(Stock Twits)¹⁰⁾에 Intel IR 계정을 개설하여 운영 중이다. 기업 담당자는 이러한 사이버 공간을 통해 투자자 및 애널리스트 등 이해관계자와 소통하고 각자의 의견을 제시하며, 새로운 정보를 공유하는 등 매우 유익한 수단으로 활용한다.

(2) 영국의 BP

영국 기업의 사례는 우수한 지배구조를 자랑하며 수년간 다수의 IR 평가 기관으로부터 좋은 평가를 받은 BP(The British Petroleum Co., PLC)의 IR 활동에 대해 심층적으로

¹⁰⁾ <http://stocktwits.com>

분석하고자 한다. BP는 1921년 설립 이후 현재까지 영국을 대표하는 글로벌 석유회사로서 입지를 구축해 왔으며, 1999년에는 미국의 대형 석유회사 Amoco와 Arco를 차례대로 흡수 합병하면서 꾸준히 성장하여 현재는 Exxon-Mobile에 이어 약 80개국 이상의 지사를 보유한 대형 글로벌 민간 석유회사로 발전하였다. 최근에는 IR 담당 임원이 IR Society가 주최한 컨퍼런스(An International Masterclass in IR, 18 June 2013)에 참여하여 ‘Post-crisis communications (Jessica Mitchell, head of group IR, BP)’을 주제로 IR 사례를 발표하는 등 IR 부문에서 두각을 나타내고 있다.

특히 BP는 세계 각국의 투자자를 위한 광범위하고 다양한 정보를 홈페이지를 통해 공시하는데 정확하고 다양한 정보를 적시에 제공하고자 다음 표와 같은 투자자 관련 섹션을 별도로 마련하였다. 해당 섹션에는 지배구조, 사회책임투자, 기타 투자자가 이용할 수 있는 주식 관련 프로그램인 Investor Tools를 비롯한 10개 이상의 투자자 관련 콘텐츠를 세분화하여 각각에 해당하는 구체적인 콘텐츠를 담았으며, 특히 애널리스트와 투자자 및 기타 이해관계자 모두의 니즈를 충족하는 정보 제공에 초점을 맞추고 이를 강조하였다.

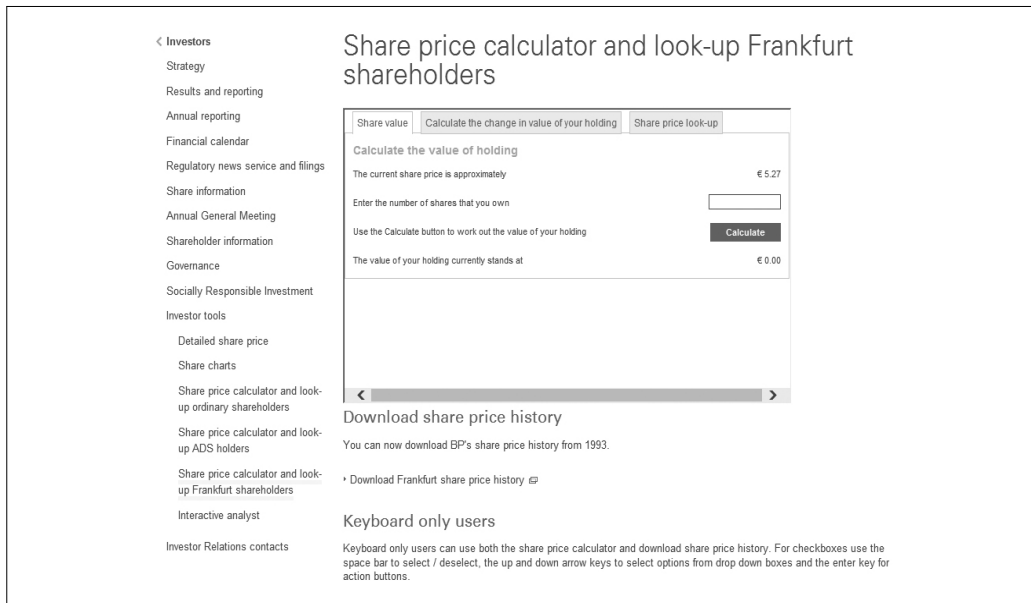
〈표 11〉 BP Investors 섹션의 콘텐츠 구성

Strategy	RNS and filings	Governance	Results and reporting	Share information	SRI	Annual General Meeting	Investor Tools	Financial calendar	Shareholder information	IR Contact
<ul style="list-style-type: none"> • Strategy archive • Investor briefing 2011 • Investor briefing 2010 • Upstream major projects 	-	<ul style="list-style-type: none"> • Board performance report 2012 • Directors' remuneration report 2012 • The board • Executive management • The Davies Report 	<ul style="list-style-type: none"> • Trading conditions update • Quarterly results and webcast • Annual F&OI • Quarterly F&OI • Reporting changes archive • Glossary of terms 	<ul style="list-style-type: none"> • Share listing information • Ownership statistic • Share buyback & shares in issue • Share capital 	-	<ul style="list-style-type: none"> • Notice of meeting • AGM poll results • Shareholder requisitioned resolutions (FAQs) 	<ul style="list-style-type: none"> • Detailed share price • Share charts • Share price calculator&look-up • ordinary shareholders • Interactive analyst 	-	<ul style="list-style-type: none"> • Communication • Dividends • Managing your shares-ordinary & preference shareholders • Managing your shares • FAQs, contacts 	-

전략(Strategic) 콘텐츠의 경우 ‘2013년 하반기 380억 달러 매각 목표’, ‘2014년 2분기 영업수의 창출을 위한 프로젝트 수행 계획’과 같이 매우 구체적이고 세부적인 전략을 제시함으로써 명확한 지향점을 제안하기 위해 노력하였고, 지배구조(Governance) 콘텐츠의 경우 투명성을 강화하고자 이사회 성과 보고서, 이사 보상 보고서, 지배구조 원칙 및 시스템 등을 공시하였다. 기타 Regulatory News Service(RNS)와 Results and Reporting 콘텐츠는 투자자에 심층적인 내부 정보를 제공하기 위해 다양한 공시 현황과 연구 보고서 등을 게재하였으며, 이를 종류별, 날짜별로 상세 검색이 가능하도록 관련 프로그램을 구축하였다.

또한 적극적인 정보 공유를 위해 주식 정보(Share information) 콘텐츠를 활용하여 오너쉽 관련 통계 자료와 주식 발행 및 환매 현황 등을 공시하고, 주주총회(Annual General Meeting) 콘텐츠에서는 총회 일정뿐만 아니라 주주총회 결과와 주주제안, FAQ 현황도 함께 공시하는데 이와 같이 방대한 업무를 처리하기 위해 내부적으로 별도의 관련 부서를 조직하여 운영 중이다. 이 중 투자자가 가장 관심을 가지고 주목할 만한 콘텐츠는 투자자 프로그램(Investor Tools)으로 해당 섹션에서는 세부 주가 현황(Detailed share price), 주식 차트(Share charts), 주가 계산기 및 일반 주주 현황(Share price calculator and look-up ordinary shareholders) 등을 공시하여 투자자가 주가 관련 세부 정보와 응용 데이터, 주가 계산기 등을 활용할 수 있도록 프로그램을 구축하였다.

〈그림 3〉 BP의 주가 계산기(share price calculator)



기타 주요 실적 및 사업보고서와 재무 관련 데이터 정보 등을 투자자가 쉽게 찾아 활용할 수 있도록 실시간으로 업로드하며, SRI 관련 보고서와 연간일정(Financial calendar)은 물론 특별히 투자자가 직접 포트폴리오를 관리하고 배당 정보를 확인할 수 있도록 주주 정보(Shareholder information) 콘텐츠를 제공하고, 신속한 투자자 대응을 위해 본사와 미국 IR 부서의 책임자 및 실무자 등 전체 구성원의 정보를 사진과 함께 상세히 공시하여 신뢰도를 높였다.

IV. 시사점

해외 IR 사례와 정책 등을 검토한 결과 우리나라와의 격차는 더욱 극명하게 드러나는데 이는 특히 제도적 측면뿐만 아니라 IR에 관한 시장의 관심과 투자자의 인식에도 큰 차이를 보인다. 해외 선진 시장의 경우 이미 오래 전부터 기업의 IR 활동에 관한 개념 정의와 업무 수행 원칙, 모범규준, 기타 실무적인 사항 등 관련 자료와 노하우를 꾸준히 축적 및 발전시켜 왔고, 동시에 상장기업과 시장의 자발적인 움직임을 유도하기 위한 노력이 진행되어 왔으나 우리나라는 몇몇 대기업 및 해외 상장기업을 제외하고는 IR에 관한 인식 정도나 활동 면에서 매우 열악한데다 개념조차 정립되지 않은 상황으로 아직까지 90년대에 머물러 있는 실정이다.

이는 엄밀히 구분하면 기업과 투자자의 IR 활동에 관한 시각과 인식 측면에서도 정보 비대칭으로 인한 괴리를 보이는데 기업이 계속해서 단순 재무 정보를 전달하거나 일방적인 마케팅 활동만 고집한다면 신뢰성과 투명성의 하락으로 자본비용 증가와 경쟁력 약화로 이어져 결과적으로 기업 가치에도 영향을 미치게 될 것이다. 이러한 문제점을 인식하고 이를 개선하고자 지난 2008년 한국IR협의회가 조직되어 IR 관련 교육은 물론 상장기업의 원활한 IR 활동을 전폭적으로 지원하고 있으나 아직까지도 상장기업은 IR에 대해 단순히 고비용의 기업 마케팅이라는 인식이 지배적인 실정이다.

IR에 관한 인식을 전환하고 기업의 적극적인 활동을 장려하기 위해서는 한국IR협의회와 같은 조직의 역할을 강화하는 동시에 관련 제도 및 정책 등을 보완할 필요가 있고, 그보다 먼저 상장기업 스스로 IR에 관한 자각과 성찰이 선행되어야 할 것이다. 이러한 투자자와의 소통은 결과적으로 정확한 미래가치 추정과 신뢰감 상승으로 이어져 공정한 기업 가치로 돌아오기 때문이다. 이는 더 나아가 잠재적인 투자자에도 영향을 미쳐 긍정적인 메시지를 전달하고, 시장 전체의 인식 제고도 함께 기대할 수 있을 것으로 보인다.

덴마크 연기금의 UN PRI 탈퇴와 그 배경

김선민 | 한국기업지배구조원 연구원

I. 서론

지난 12월, 덴마크 연기금 8곳이 UN PRI (UN Principles for Responsible Investment)를 탈퇴했다. 처음에는 덴마크 연기금 6곳이 UN PRI를 탈퇴하였지만 추가적으로 2곳이 탈퇴를 선언하였다. UN PRI를 탈퇴한 덴마크 연기금 가운데 자산규모가 650억 유로(약 94조 1,000억원) 이상인 대형 연기금이 포함되어 있어, UN PRI에도 타격이 클 것으로 보인다. 처음 탈퇴를 선언한 6곳의 덴마크 연기금은 합동성명서를 통해 'UN PRI 자체의 지배구조 문제가 개선되지 않고 있어 UN PRI에서 탈퇴하고자 한다.'고 탈퇴 사유를 밝혔다. (이들 연기금은 탈퇴하더라도 UN PRI의 6가지 책임투자 원칙은 지속적으로 반영할 예정이라고 밝혔다.) 사전에 이를 예상하지 못한 UN PRI는 즉각 성명서를 내고 덴마크 연기금의 UN PRI 탈퇴에 유감을 표했다.

UN PRI는 지난 2012년부터 공공정책 운영 및 재정관리 측면에서 투명성이 결여되어 있다는 비판을 받았으며 서명기관으로부터 개선압력을 받아왔다. 그리고 지난 10월, 또 다시 이와 같은 문제가 불거지면서 북유럽지역 서명기관이 UN PRI 탈퇴를 심각하게 고려하고 있다는 기사가 보도되기도 하였다¹⁾. 일부 관계자들은 이번 서명기관의 탈퇴를 어느 정도 예견하고 있었던 것으로 보인다.

지난 2009년 덴마크가 국가차원에서 CSR (Corporate Social Responsibility)법을 마련하여 UN PRI 가입을 장려해온 국가임을 감안해 봤을 때, 덴마크 연기금의 UN PRI 탈퇴는 예상롭지 않아 보인다. 이에, 본 원고에서는 덴마크 연기금의 UN PRI 가입 현황을 살펴보고 UN PRI 탈퇴 배경을 알아보고자 한다.

1) Nordic investors threaten to leave PRI over governance/public policy concerns, 2013.10.16., Responsible Investor

II. 덴마크 연기금의 UN PRI 가입 현황 및 탈퇴 배경

(1) 덴마크 연기금의 UN PRI 가입 현황

UN PRI는 前 코피아난 UN 사무총장의 지휘아래 지난 2006년 4월 뉴욕증권거래소에서 처음 출범하였으며, 책임투자(Responsible Investment)를 활성화 시키는데 주된 의의가 있다. UN PRI의 서명기관은 3가지 유형으로 나뉘는데 연기금, 국부펀드, 기관투자자는 자산소유주(Asset Owners)에, 투자은행, 자산운용사는 투자매니저(Investment Managers)에, 투자자문사 및 ESG 정보제공 기관은 프로페셔널 서비스 파트너(Professional Service Partners)에 포함된다.

2013년 12월 18일 현재, UN PRI의 서명기관은 총 1,229곳이며 그 중 자산소유주는 277곳이다(〈표 1〉참고). 이들 277곳 자산소유주 가운데 UN PRI에 가입한 덴마크 자산소유주는 모두 15곳으로 〈표 2〉와 같다.

〈표 1〉 UN PRI 서명기관 현황²⁾

서명기관 유형	서명기관 수
자산소유주(Asset Owners)	277
투자매니저(Investment Mangers)	774
프로페셔널 서비스 파트너(Professional Service Partners)	178
Total	1229

* 참고: www.unpri.org (2013년 12월 18일 기준)

〈표 2〉 덴마크 자산소유주의 UN PRI 가입 현황

서명기관
ATP, Danske Bank, DIP JøP, Industries Pensionsforsikring AS , ISP, LD Pensions , Lægernes Pensionskasse, Pen-Sam Liv forsikringsaktieselskab, PensionDanmark , PFA Pension , PKA , Sampension , Tryg A/S , Unipension Fondsmæglerselskab AS, Vækstfonden

* 참고: www.unpri.org (2013년 12월 18일 기준)

** 2013년 12월 UN PRI를 탈퇴한 연기금은 볼드체로 표시함

덴마크는 국가에서 CSR 법을 마련하여 UN PRI 가입을 장려하는 나라로 알려져 있다. 덴마크에서는 지난 2008년 12월 16일 「Act amending the Danish Financial Statements Act」를 제정하여 2009년부터 이를 적용하고 있는데, 주요 내용은 〈표 4〉와

2) 2013년 12월 30 현재, UN PRI를 탈퇴한 덴마크 연기금은 모두 서명기관에서 제외된 상태임

같다. 동 법은 자산총계가 1억 4,300 크로네(DKK)인 기업, 순수익(net revenue)이 2억 8,600 크로네(DKK)인 기업, 정규직 근로자가 평균 250명인 기업 중 2가지 조건을 충족하는 기업의 경우 CSR과 관련된 내용을 사업보고서에 보고하도록 하고 있다. 특히, 관련 내용을 사업보고서에 기재할 경우 UN PRI와 같은 국제규준 준수여부를 설명하도록 하고 있다. 실제로 이 법이 제정되어 실시된 지난 2009년에는 덴마크의 UN PRI 서명기관 수가 증가하였다³⁾⁴⁾.

〈표 4〉 덴마크 「Act amending the Danish Financial Statements Act」 99a 주요 내용

- 다음과 같은 조건 중 2개를 충족시키는 기업은 사업보고서에 CSR 정책, CSR 정책 시행내용, CSR 정책 시행결과 및 전망을 기재
 - 자산총계가 1억 4,300 크로네(약 277억원)인 기업
 - 순수익(net revenue)이 2억 8,600 크로네(약 543억원)인 기업
 - 정규직 근로자가 평균 250명인 기업
- 모회사가 그룹차원에서 지속가능보고서를 발간할 경우, 자회사는 비재무적 정보 공시 의무가 면제됨
- 사업보고서에 비재무적 정보를 공시할 경우, 경영진의 검토의견이 담겨 있어야 함

CSR법 제정으로 인해 대다수의 덴마크 연기금은 UN PRI에 가입되어 있다. 그러나 지난 12월, 덴마크 연기금 8곳이 UN PRI의 지배구조를 문제 삼아 UN PRI를 탈퇴하였다. 위에서 언급한 3가지 서명기관 유형 중 가장 핵심이 되는 서명기관은 자산소유주인데 여기에 속하는 덴마크 연기금 8곳이 UN PRI를 탈퇴한 것이다. 국가에서 CSR법을 제정하여 UN PRI 가입을 장려해왔음에도 덴마크 연기금이 UN PRI를 탈퇴하게 된 구체적인 이유는 무엇일까?

(2) 덴마크 연기금의 UN PRI 탈퇴 배경

지난해 12월 13일, 덴마크 연기금 (ATP, Industries Pensionsforsikring AS, PensionDanmark, PFA Pension, PKA, Sampension) 6곳이 UN PRI를 탈퇴했다. 또한, 이들 연기금이 UN PRI를 탈퇴한지 일주일만에 덴마크의 연기금 두 곳(LD Pensions, Tryg Pension)이 추가적으로 UN PRI를 탈퇴하는 일이 벌어졌다. 이들 연기금은 UN PRI의 비효율적인 공공정책 수립 및 불투명한 재정·예산 운영을 문제 삼았다.

3) Danish Pension Funds Join UNPRI en masse Following Government Push, 2009.2.10., Responsible Investor

4) 지난 2008년 5월부터 2010년 중반까지 덴마크의 UN PRI 가입수는 4곳에서 24곳으로 증가함

이러한 UN PRI의 문제점은 지난 2012년부터 비판을 받아왔으며, 서명기관들은 UN PRI측에 지속적으로 개선을 요구하였다. 지난 10월에는 노르웨이, 덴마크, 핀란드를 비롯한 북유럽 국가들이 UN PRI의 지배구조에 의구심을 제기하며 이들이 지적한 문제점을 개선하지 않을 경우 탈퇴도 불사하겠다는 압력을 지속적으로 넣기도 하였다. 그럼에도 문제점이 개선되지 않자 결국 덴마크의 연기금 8곳이 UN PRI를 탈퇴하기로 결정한 것이다. 이들 연기금이 UN PRI를 탈퇴하려는 구체적인 사유는 다음과 같다.

우선, UN PRI의 정기총회(annual general meeting) 폐지⁵⁾가 첫 번째 이유이다. 이들 연기금은 정기총회 폐지로 인해 서명기관이 UN PRI 예산계획 수립 및 서명기관 관리 등 조직운영에 관여할 수 없게 되었다고 비판하였다. 서명기관이 UN PRI 조직 운영에 관여할 수 없게 되면, 서명기관의 목표방향과 UN PRI의 방향이 다르게 설정되어 공공정책 수립시 비효율을 발생시킬 수 있다는 게 이들의 견해이다.

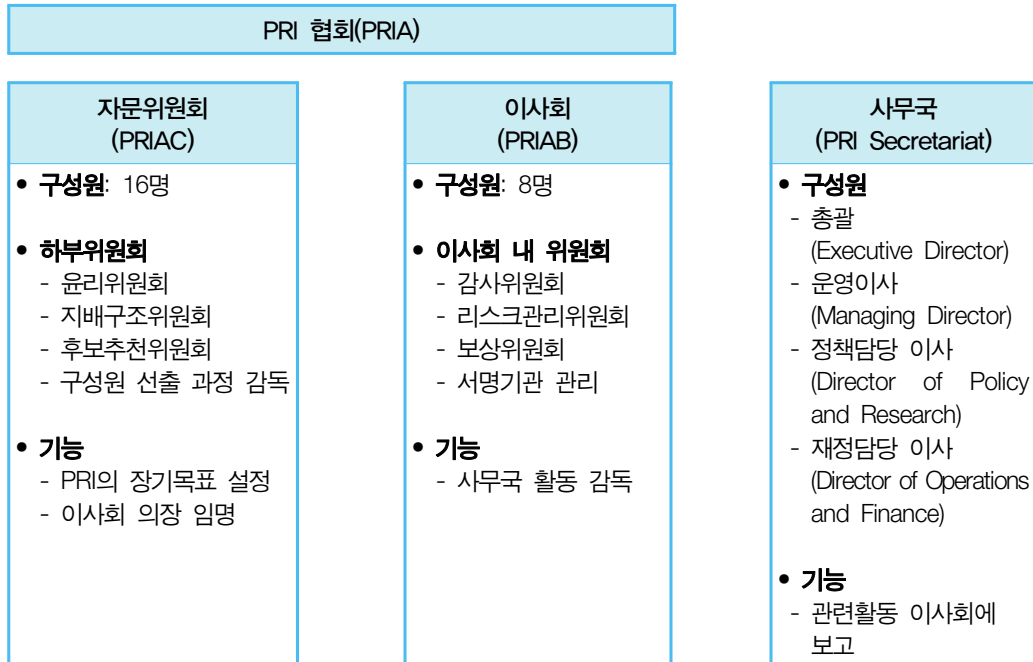
그 다음으로 간접선거를 통한 이사회 구성원 선출 방식을 지적하였다. 현재 UN PRI는 자문위원회(PRIAC), 이사회(PRIAB), 사무국(Secretariat)으로 구성되어 있는데(〈그림 1〉참고), 문제가 되는 부분은 이사회 구성원의 선출방식이다. 자문위원회 구성원은 서명기관이 직접투표를 하여 구성원을 선출하고 있는 반면, 이사회 구성원은 자문위원회에 속한 서명기관만이 선출할 수 있도록 하고 있다. 이러한 선출방식은 이사회의 구미에 맞는 구성원을 뽑게 되는 문제점을 안고 있어 비판을 받고 있다.

마지막으로, 불합리한 안건 상정 방식을 꼽았다. 현재, UN PRI는 서명기관 총회(signatory general meeting)에서 투표 결과가 구속력을 가지는 안건의 경우 서명기관의 안건상정을 불허하고 있으며, 투표결과가 구속력을 가지지 않는 안건의 경우 서명기관으로부터 최소한 10%의 지지를 받아야 정기총회에 안건으로 상정할 수 있도록 하고 있다. 덴마크 연기금은 이런 불합리한 현행 제도는 올바른 지배구조 흐름에 역행하는 것이며 시정되어야 한다고 주장하고 있다.

덴마크 연기금의 탈퇴 소식에 UN PRI는 유감을 표했지만, 과거 덴마크 정부가 재정적인 지원을 비롯하여 PRI 운영에 도움을 준 것을 감안하면 UN PRI는 이번 사태를 가볍게 여겨서는 안 될 것으로 보인다.

5) 지난 2011년, UN PRI의 정기총회는 폐지되었으며 정기총회는 서명기관 총회로 대체됨

〈그림 1〉 UN PRI의 구성⁶⁾



〈표 5〉 덴마크 연기금이 지적한 UN PRI의 문제점

- **정기총회(AGM) 폐지**
 - 서명기관이 예산계획 수립 및 운영에 참여할 수 없음
 - 서명기관과 UN PRI 방향설정이 달라 공공정책 수립시 비효율 발생
- **간접선거를 통한 UN PRI 이사회 구성원 선출**
 - 간접선거로 인해 구성원 선출과정 불투명
 - 이사회가 원하는 구성원만 선출하게 되는 문제점 발생
- **불합리한 서명기관 총회 안건 상정 방식**
 - 기업의 경우, 일반적으로 자격을 갖춘 모든 주주가 주주제안을 할 수 있는데 PRI의 방침은 올바른 지배구조 흐름에 역행하고 있음

6) PRIA - PRI Association, PRIAC - PRI Advisory Council, PRIAB - PRI Association Board

III. 결론

덴마크는 지난 2009년 CSR법을 마련하여 덴마크 기업의 UN PRI 가입을 장려했으며, UN PRI의 재정 및 운영에 많은 도움을 준 국가이다. 그런데 지난 해 12월, 15곳의 덴마크 자산소유주 서명기관 중 절반 이상이 UN PRI를 탈퇴하였다. 탈퇴한 연기금 중 1곳인 ATP는 성명서를 통해 지난 3년 반 동안 UN PRI측과 관련 문제를 개선하기 위해 많은 논의를 했지만 개선되지 않았다고 탈퇴 사유를 밝혔다.

덴마크 연기금의 UN PRI 탈퇴는 UN PRI 조직운영의 투명성 부재, 비효율적인 공공 정책 수립 등 UN PRI에 대한 불신에서 비롯된 것이라고 볼 수 있다. 책임투자를 선도하는 국제기구로서 UN PRI가 자체적으로 문제점을 개선하지 않으면, 이번 사건에서 그치지 않고 타국가의 추가적인 탈퇴도 예상된다. 일각에서는 덴마크뿐만 아니라 이웃 북유럽 국가의 서명기관 역시 심각하게 UN PRI 탈퇴를 고려중에 있다고 전했다.

현재 UN PRI는 조직운영의 투명성과 효율성을 개선하기 위한 방안을 검토 중에 있으나 이를 담당하는 위원회 의장이 아직 공석에 있어 가시적인 진척은 없는 상황이다⁷⁾. 하지만, 추가적인 탈퇴를 막기 위해서 UN PRI는 조속히 대처방안을 모색해야 할 것으로 보인다. UN PRI에 따르면, 오는 1월 13일 덴마크 코펜하겐에서 덴마크 서명기관과 UN PRI와의 회의가 개최될 예정이다. UN PRI의 Fiona Reynolds 운영이사(Manager Director, MD)는 이번에 탈퇴한 연기금 역시 동 회의에 참석하길 바란다는 의사를 전하였는데, 동 회의에서 탈퇴한 연기금들이 다시 UN PRI 재가입 의사를 밝혀올지 그 귀추가 주목된다.

7) 올해 초 위원회 의장이 새롭게 임명될 예정임

2014년도 ESG 평가 안내

I. 평가의 취지

- 한국기업지배구조원(CGS)은 국내 기업의 지배구조(G)·사회책임경영(S)·환경경영(E)에 대한 자발적인 개선노력을 유도하고 건전한 자본시장을 조성하기 위하여 OECD 기업지배구조 원칙, ISO26000 등의 국제 기준에 부합하는 「ESG평가 모형」을 개발하여 평가를 실시하고 있음
 - 「ESG(Enviornmental, Social and Governance) 평가」는 CGS가 2003년부터 실시해 온 기업지배구조 평가에 사회책임경영 평가, 환경경영 평가를 추가하여 평가범위를 확대한 것임

II. ESG평가 주요일정

일 정		2014년								
		1월	2월	3월	4월	5월	6월	7월	8월	9월
평가 준비 작업										
ESG 평가	평가									
	피드백				기업피드백					
ESG 우수기업 시상										
평가결과 및 등급 발표										
기본보고서 제공										
KRX지수 구성종목 변경										

- CGS의 「ESG평가」는 기업 홈페이지, 사업보고서, 지속가능보고서 등 외부 공개 정보를 바탕으로 CGS 내 평가담당자가 1차 평가를 실시한 후, 기업 측의 의견을 듣고 수정하는 피드백 절차를 거침
 - 기업 피드백은 대외에 공표되지 않는 기업 정보를 반영하여 평가결과의 정확성 및 신뢰성을 높이기 위한 절차임

Ⅲ. 평가 결과의 활용

- CGS의 ESG평가 결과는 한국거래소의 지배구조책임투자지수(SRI Governance, 舊 KOGI), 사회책임투자지수(SRI지수), 환경책임투자지수(SRI Eco) 등을 산출하기 위한 기초 자료로 활용되고 있으며, ESG 우수기업의 선정, ESG 관련정책의 개발 및 수립, ESG 관련 연구 등에 활용되고 있음
- CGS는 기업의 평가정보 활용성을 제고하기 위해 기업의 평가결과와 시장평균, 업종 간 비교 등을 담은 ESG평가 기본보고서를 해당기업에 한해 무료로 제공하고 있음

※ 자본시장의 사회적 책임투자(SRI:Socially Responsible Investment)를 활성화하고 평가정보의 활용범위를 확대하기 위하여, 기관투자자의 요청이 있을 경우 평가 기본보고서를 제공할 수 있음

〈문의처〉

한국기업지배구조원 ESG평가팀

지배구조	사회책임경영	환경경영
이다영 연구위원 (02-3775-3702) 김선민 연구원 (02-3775-3708) 엄수진 연구원 (02-3775-3709)	박윤정 연구원 (02-3775-3707) 안상아 연구원 (02-3775-3706)	안세환 연구원 (02-3775-3703)

연기금 및 집합투자업자 대상

의결권 자문 서비스 안내

한국기업지배구조원은 2014년에도 유가증권시장 상장사의 주주총회 안건을 분석하고, 그 결과를 “의안분석 보고서”로 작성하여 이를 기관투자자에게 제공합니다.

기관투자자의 적극적인 의결권 행사의 어려움

여타 선진국과 달리 국내에서는 주주총회 개최가 특정기간에 집중되고, 공시 일정도 촉박한 데다 전담 인력도 부족해 많은 기관투자자들이 의결권의 성실한 행사에 심각한 곤란을 겪고 있습니다. 한국거래소에서 매년 발표하는 ‘집합투자업자 의결권 행사 현황’ 자료에서 최근 5년간 의안 반대율이 0.5%를 밑도는 것도 그러한 사정과 관련이 적지 않습니다.

충실한 의결권 행사를 강조하는 최근 법규 동향

관계 당국은 이러한 상황이 투자자 혹은 금융소비자의 이익을 저해한다는 사실을 인식하고, 기관투자자의 의결권 행사를 내실화하기 위한 다각도의 제도 개선 방안을 마련 중입니다. 2013년 5월 28일 개정된 “자본시장과 금융투자업에 관한 법률”에 따르면, 자산운용사 등 집합투자업자는 의결권을 행사할 때 법이 명시한 ‘충실의무’를 다해야 하고, 의결권 행사 시 찬성·반대 여부뿐만 아니라 그 사유까지 기재해야 합니다.

한국기업지배구조원이 제공하는 서비스의 강점: 전문성·공정성·투명성

한국기업지배구조원은 기업지배구조 평가와 연구에서 쌓은 10년여의 경험과 역량을 바탕으로 의안분석 서비스를 제공함으로써 자산운용사 등 기관투자자가 오직 투자자의 입장에서 최선을 다해 의결권을 행사할 수 있도록 지원합니다. 2012년 236개, 2013년 393개 유가증권시장 상장회사를 대상으로 의안분석을 수행하여 다수 기관 투자자에게 보고서를 제공한 바 있고, 2014년에는 400개 상장회사에 대한 의안분석 보고서를 작성하여 고객 기관에게 제공할 계획입니다.

한국기업지배구조원은 기업지배구조와 의안분석 분야에서 국내 최고 수준의 전문성을 갖추었을 뿐 아니라 한국거래소·금융투자협회·한국상장회사협의회·코스닥협회 등 국내 자본시장의 핵심 기관을 사원기관으로 둔 비영리법인으로서 공정하고 객관적인 시각에서 의안분석을 수행합니다. 또한 관계 전문가의 의견을 수렴하여 “CGS 의결권 행사 가이드라인”을 마련하고, 이를 홈페이지에 공개함으로써 업무의 투명성과 대외 신뢰도를 높이고 있습니다.

한국기업지배구조원은, 투자자의 이익을 위해 의결권 행사에 최선을 다하며

이를 통해 투자대상 회사의 주주가치 제고와

자본시장 발전을 이끄는 기관투자자의 선도적인 노력을 응원합니다.

견본 보고서 요청 등 문의사항은 아래로 연락 바랍니다.

[문의] 정구성 팀장 Tel: (02)3775-3710 | Email: proxy@cgs.or.kr

기업지배구조 리뷰

Corporate Governance Review

발행처 한국기업지배구조원

발행인 박경서

발행일 2014년 1월

주 소 서울시 영등포구 여의나루로 76 (150-977)

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
