

2017.09

ESG 최신현안분석

오너리스크가 기업가치에 미치는 영향 (‘갑질’ 관련 사건을 중심으로)

임현일 부연구위원 hilim@ogs.or.kr

오너리스크가 기업가치에 미치는 영향 (‘갑질’ 관련 사건을 중심으로)

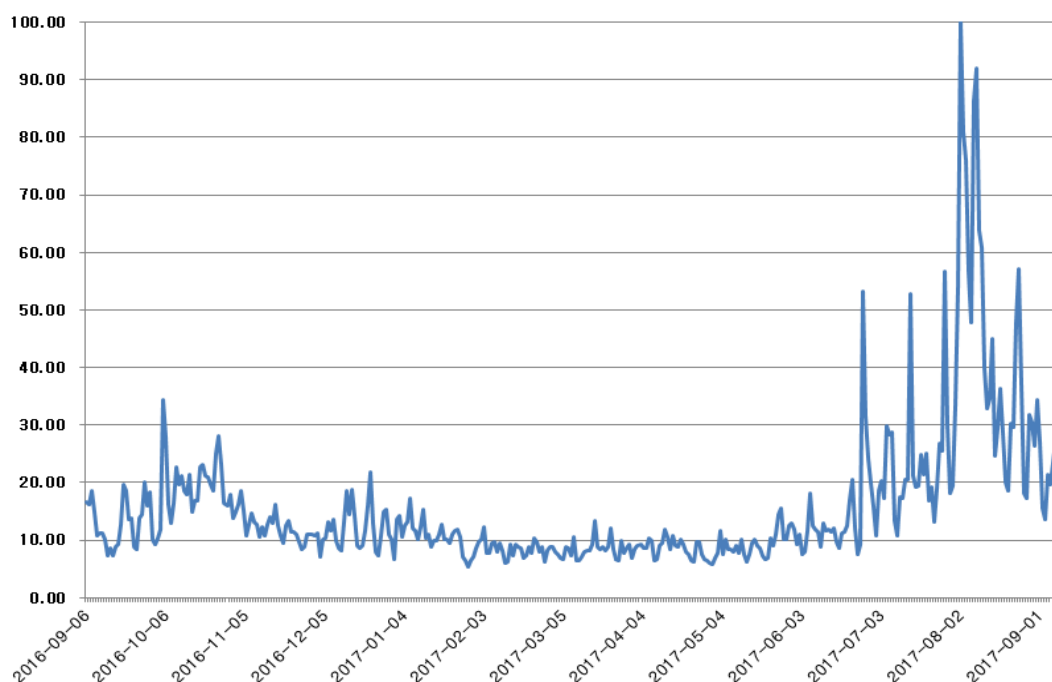
1. 배경

□ 최근 종근당, 미스터피자 등 오너의 ‘갑질’에 따른 논란이 끊이질 않고 있음

- 기업의 오너 및 오너 일가의 횡포로 인한 사회적 문제와 논란은 그 정도에 따라 차이가 있을 뿐 지속적으로 반복되는 현상임
- 하지만 사건 발생 후 어느 정도의 시간이 지나면 미디어와 여론의 관심 밖으로 벗어나게 되며, 이후 가벼운 처벌이나 합의를 통해 사건이 무마되는 경우가 대부분임

□ 특히 2017년 6월 김상조 공정거래위원장 취임 후 공정위는 기업의 갑질 관행 근절을 위한 노력을 기울이고 있으며, 이에 따라 ‘갑질’에 대한 여론의 관심도 높아져 있는 상황임
(〈그림 1〉 참조)

〈그림 1〉 ‘갑질’에 대한 포털사이트 검색 트렌드



- 따라서 본 고에서는 사회적으로 논란이 된 오너리스크에 대해 조사하고 오너리스크가 기업가치에 미치는 영향을 분석하고자 함

2. 사건연구(event study)를 통한 분석

- 본 고에서는 오너리스크 중 오너의 ‘갑질’과 관련한 사례들을 바탕으로 사건연구를 진행함
 - 사건연구를 통해 오너리스크 발생이 개별 기업의 주가에 미치는 영향을 실증적으로 확인함
 - 조사 대상 기업 중 유가증권 및 코스닥 상장기업을 대상으로 하였으며, 대상 기업이 기업 집단인 경우 계열사들도 표본에 포함시켜 분석을 실시함
 - 8개 기업집단, 31개 상장계열회사를 최종 표본으로 포함하여 분석을 실시함
- 사건연구는 Brown and Warner (1985)¹⁾의 방법론을 이용함
 - 마켓모델(Market model)을 이용한 정상수익률 추정기간(Estimation window)은 사건 발생 20거래일(t-20) 전부터 180거래일(t-180) 전으로 설정
 - Event window는 개별 사건이 언론에 최초 노출된 시점(t=0) 으로부터 20거래일(t+20)이 되는 시점까지의 누적비정상수익률(Cumulative abnormal return; CAR)을 측정하여 기업의 주가에 미친 단기적 영향 관찰
- 분석 결과 사건발생 후 20거래일 동안 다수의 표본 기업에서 음(-)의 비정상 누적수익률이 관찰됨
 - 표본기업들의 비정상 누적평균수익률(Cumulative average abnormal return; CAAR)에 대한 t-statistic을 측정하여 CAR의 유의성을 확인함
 - 분석 결과 전체 표본기업의 t-value는 -2.16으로 5% 수준에서 유의한 것으로 확인되었으며, 이를 통해 기업에서 발생된 오너리스크가 기업가치에 부정적인 영향을 미치고 있음을 확인함 (<표 1> 참조)

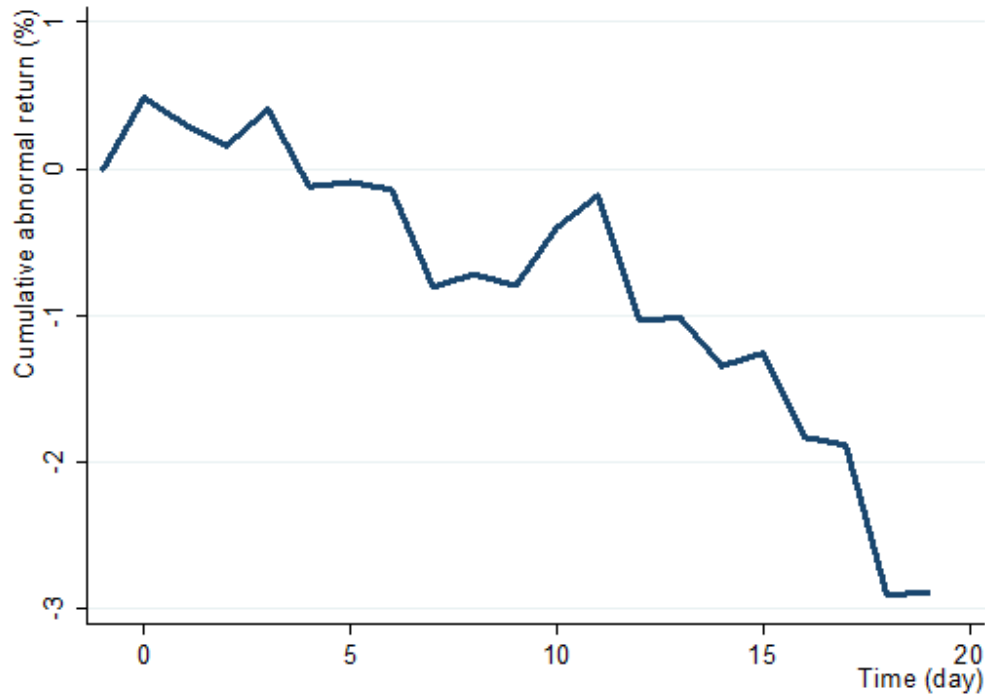
[표 1] 20거래일의 비정상 누적수익률 (평균) t-test 결과

All events (31 samples)	
CAAR	-2.951%
t-statistic	-2.16
p-value	0.039

1) Brown, S.J. and J.B. Warner, 1985, "Using daily stock returns: The case of event studies", 『Journal of Financial Economics』 14, pp. 3-31

□ <그림 2>는 사건 발생 기업들의 시간에 따른 비정상 평균 누적수익률 추이를 관찰한 결과임

<그림 2> 시간에 따른 비정상 누적수익률 (평균)



- 31개 표본기업들을 대상으로 사건 발생 후 5거래일(t+5) 까지 유의한 CAAR는 관찰되지 않음
- 하지만 5거래일(t+5) 이후부터 추가하락 현상을 나타내고 15거래일(t+15) 이후부터 유의한 추가하락이 관찰됨
- 이는 부정적인 뉴스에 대한 지연된 반응으로 해석할 수 있으며, 준강형 효율적 시장가설 (Semi-strong EMH)이 성립하지 않음을 의미함
- 본 분석의 표본으로 이용된 오톨리스크 관련 이슈들을 살펴보면 사건 발생 이후 1차적으로 미디어를 통해 뉴스가 확산이 되고, 이후 포털의 실시간 검색어, 개인의 SNS 등을 통한 2차 확산이 이루어진 후 여론이 더욱 악화되는 현상이 나타남

3. 결론 및 시사점

□ 본 사건연구를 통해 오너리스크가 기업가치에 미치는 부정적인 영향을 확인함

- 오너 및 오너 일가의 사회적 문제 및 갑질과 관련된 이슈들은 기업 주가의 단기 수익률에 부정적인 영향을 미치는 것으로 관찰됨
- 이러한 주가 수익률 하락 현상은 시장에 참여하는 일반투자자(소액 주주)의 부(wealth)에 부정적인 영향을 미치게 됨
- 오너 및 오너 일가의 예측할 수 없는 돌발 행동은 일반투자자들이 모니터링하고 통제할 수 없는 영역이나, 이로 인한 피해는 일반투자자들에게 그대로 전가되고 있다고 판단할 수 있음

□ 기업은 오너리스크에 따른 기업가치 훼손을 방지하기 위하여 보다 적극적인 사회적 책임 활동(Corporate social responsibility; CSR)이 필요함

- 무엇보다 기업의 오너가 스스로 사회적 책임감을 가지고 모범적인 행동을 보일 필요가 있음
- 최근 사회적 책임 관련 연구들은 기업의 CSR 활동이 기업 성과에 영향을 줄 수 있는 또 다른 경로인 Back-door mechanism을 제시하고 있음²⁾
- Back-door mechanism은 기업의 사회적 책임 활동이 기업에게 보험과 같은 역할 (Insurance-like protection 또는 Wealth-protective effects)을 제공한다는 것임
- 즉 기업이 평상시 활발한 CSR 활동을 통해 좋은 평판 자본(reputation capital)을 축적할 경우, 기업이 부정적인 사건을 저지르거나 연루되었을 때 여론이 기업에 대한 형벌을 완화시킨다고 주장함
- 따라서 기업은 CSR을 통해 기업의 평판을 관리할 필요가 있으며, 이를 위해 보다 자발적이고 적극적인 CSR 활동이 필요함

□ 오너리스크에 따른 주주들의 피해를 예방하고 구제할 수 있는 제도적 장치가 필요함

- 2005년 소액주주의 권익을 보호하고 기업의 투명성 제고를 목적으로 집단소송제도가 도입되어 있으나, 도입 이후 10년간(2005~2014) 총 7건에 불과함

2) Godfrey, P. C., 2005, "The relationship between corporate philanthropy and shareholder wealth: A risk management perspective", 『Academy of Management Review』 30, pp. 777-798; Godfrey, P. C., C. B. Merrill, and J. M. Hansen, 2009, "The relationship between corporate social responsibility and shareholder value: An empirical test of the risk management hypothesis", 『Strategic Management Journal』 30, pp. 425-445; Oikonomou, I., C. Brooks, and S. Pavelin, 2012, "The impact of corporate social performance on financial risk and utility: A longitudinal analysis", 『Financial Management』 41, pp. 483-515

- 또한 집단소송이 장기적으로 진행되면서 겪게 되는 물리적, 심리적 고통은 고스란히 소액 투자자의 몫임
- 현재 증권관련 집단소송의 대상이 되는 청구원인이 한정적이며, <표 2>의 손해배상청구에 한정하여 집단소송이 가능한 상황임
- 따라서 미국의 경우처럼 집단소송의 적용범위를 확대할 필요가 있으며, 이를 통해 오너리스크에 따른 소액주주들의 피해 방지를 강화해야 함

[표 2] 집단소송 적용 범위

증권관련 집단소송법 제3조(적용범위)
「자본시장과 금융투자업에 관한 법률」 제125조에 따른 손해배상청구 - 증권신고서, 투자설명서 거짓의 기재 등으로 인한 배상책임
「자본시장과 금융투자업에 관한 법률」 제162조에 따른 손해배상청구 - 사업보고서, 반기보고서, 분기보고서, 주요사항보고서 거짓의 기재 등으로 인한 배상책임
「자본시장과 금융투자업에 관한 법률」 제175조, 제177조 또는 제179조에 따른 손해배상청구 - 미공개중요정보 이용행위, 시세조종, 부정거래행위 등으로 인한 배상책임
「자본시장과 금융투자업에 관한 법률」 제170조에 따른 손해배상청구 - 선의의 투자자가 회계감사인의 감사보고서 신뢰에 따른 손해배상책임

□ 마지막으로, 반복적으로 발생되고 있는 오너의 갑질 논란에 대한 사전적 예방 장치가 필요함

- 오너 및 오너 일가의 갑질 논란이 끊이지 않는 것은 그에 따른 무거운 페널티가 없기 때문임
- 갑질 및 사회적으로 부적절한 행동들에 대한 적절한 페널티와 비용이 수반되지 않는다면 이와 같은 현상은 앞으로도 반복될 것으로 예상됨
- 따라서 이를 사전적으로 예방하고 통제할 수 있는 연구와 사회적 논의가 활발하게 진행될 필요가 있음