

# Contents

Vol.91 | 2019. 2호

- 03 연구논단Ⅰ** 국민연금 등 기관투자자의 적극적 주주권행사를 가로막는 각종 법·제도상의 제약과 개선방안  
김우찬 고려대학교 경영대학 교수, 한국기업지배구조원 객원연구위원
- 21 연구논단Ⅱ** 기관투자자 지분율이 감사품질에 미치는 영향: 감사시간을 중심으로  
유용근 고려대학교 경영대학 교수, 한국기업지배구조원 객원연구위원
- 32 연구논단Ⅲ** 기업지배구조와 노사관계: 문헌연구를 중심으로  
남선우 한국노동연구원 연구원  
김동원 고려대 경영학과 교수, 한국기업지배구조원 객원연구위원
- 45 연구논단Ⅳ** 최고경영자 보수 국가간 비교 분석  
배기홍 York대학교 경영대학 교수, 한국기업지배구조원 객원연구위원



# 국민연금 등 기관투자자의 적극적 주주권행사를 가로막는 각종 법·제도상의 제약과 개선방안<sup>1)</sup>

연구논단 I

김우찬 | 고려대학교 경영대학 교수, 한국기업지배구조원 객원연구위원

올해 3월 주총은 우리나라가 스투어드십코드를 도입한지 두 번째 맞이한 주총이었고, 국민연금이 자체 코드를 도입한지 첫 번째로 맞이한 주총으로 국민연금과 기관투자자들의 한 차원 높아진 주주권행사가 기대된 주총이었다. 토종 행동주의 펀드인 KCGI의 등장과 한진칼에 대한 주주관여, 보다 활발해진 운용사들의 주주제안과 위임장 대결, 국민연금의 의결권행사내역 사전 공시 등 예전 주총 때에 비해 진일보된 모습을 보여주었다.

하지만 실망스러운 상황들도 다수 연출되었다. 특별히 국민연금의 경우 기업가치 훼손이력이 분명한 재벌총수의 이사선임 안건에 기권하거나 주총 전날이 되어서야 우여곡절 끝에 반대에 스투어드십코드 도입 이전보다 후퇴한 모습을 보여주기도 했다. 또, 이번 주총을 통해 국민연금 등 기관투자자들의 적극적인 주주권행사를 가로막는 여러 가지 법·제도상의 제약점들도 분명히 드러났다. 단기매매차익 반환의무, 소수주주권 행사요건의 법적 불확실성, 감사위원의 일괄선임 방식이 그것이다.

본고에서는 이를 한진그룹에 대한 국민연금과 KCGI의 주주권행사를 중심으로 설명하고자 한다. 특별히 단기매매차익반환의무의 문제는 주주행동주의 펀드에의 기금위탁 방안, 경영참가 목적 주주권행사 범위의 축소 등과 연결되기 때문에 다른 법·제도상 제약들보다 비중 있게 다루고자 한다.

1) 본고는 필자가 2019년 4월 25일 한국CFA협회에서 발표한 내용을 새로 편집한 것이다.

## I. 법·제도상 제약 I: 국민연금의 단기매매차익 반환의무 문제

### 1. 문제점

먼저, 국민연금은 자신이 주요주주인 (10% 이상의 지분을 소유한) 회사들에 대해 경영참여 목적의 주주권행사를 포기했는데 이는 자본시장과 금융투자업에 관한 법률 (이하 ‘자본시장법’)상의 단기매매차익 반환의무 때문이다. 자본시장법 제172조에 따르면 상장회사의 임원, 직원, 또는 주요주주가 그 회사가 발행한 주식을 매수한 후 6개월 이내에 매도하거나, 매도한 후 6개월 이내에 매수하여 이익을 얻은 경우에는 그 이익을 그 회사에게 반환해야 한다. 관련 조문을 보다 구체적으로 살펴보면 아래 Box 1과 같다.

Box 1: 단기매매차익 반환의무

#### 자본시장법 제172조(내부자의 단기매매차익 반환)

① 주권상장법인의 임원(「상법」 제401조의2제1항 각 호의 자를 포함한다. 이하 이 장에서 같다), 직원(직무상 제174조제1항의 미공개중요정보를 알 수 있는 자로서 대통령령으로 정하는 자에 한한다. 이하 이 조에서 같다) 또는 주요주주가 다음 각 호의 어느 하나에 해당하는 금융투자상품(이하 “특정증권등”이라 한다)을 매수(권리 행사의 상대방이 되는 경우로서 매수자의 지위를 가지게 되는 특정증권등의 매도를 포함한다. 이하 이 조에서 같다)한 후 6개월 이내에 매도(권리를 행사할 수 있는 경우로서 매도자의 지위를 가지게 되는 특정증권등의 매수를 포함한다. 이하 이 조에서 같다)하거나 특정증권등을 매도한 후 6개월 이내에 매수하여 이익을 얻은 경우에는 그 법인은 그 임직원 또는 주요주주에게 그 이익(이하 “단기매매차익”이라 한다)을 그 법인에게 반환할 것을 청구할 수 있다. 이 경우 이익의 산정기준·반환절차 등에 관하여 필요한 사항은 대통령령으로 정한다.

1. 그 법인이 발행한 증권(대통령령으로 정하는 증권을 제외한다)
2. 제1호의 증권과 관련된 증권예탁증권
3. 그 법인 외의 자가 발행한 것으로서 제1호 또는 제2호의 증권과 교환을 청구할 수 있는 교환사채권
4. 제1호부터 제3호까지의 증권만을 기초자산으로 하는 금융투자상품
- ⑥ 제1항은 임직원 또는 주요주주로서 행한 매도 또는 매수의 성격, 그 밖의 사정 등을 고려하여 대통령령으로 정하는 경우 및 주요주주가 매도·매수한 시기 중 어느 한 시기에 있어서 주요주주가 아닌 경우에는 적용하지 아니한다.

#### 자본시장법 시행령 제195조(단기매매차익의 산정방법 등)

- ① 법 제172조제1항에 따른 이익은 다음 각 호의 방법으로 계산한다.
1. 해당 매수[권리 행사의 상대방이 되는 경우로서 매수자의 지위를 가지게 되는 특정증권등(법 제172조제1항 전단에 따른 특정증권등을 말한다. 이하 같다)의 매도를 포함한다. 이하 이 조부터 제199조까지의 규정에서 같다] 또는 매도(권리를 행사할 수 있는 경우로서 매도자의 지위를 가지게 되는 특정증권등의 매수를 포함한다. 이하 이 조부터 제199조까지의 규정에서 같다) 후 6개월(초일을 산입한다. 이하 이 조에서 같다) 이내에 매도 또는 매수한 경우에는 매도단가에서 매수단가를 뺀 금액에 매수수량과 매도수량 중 적은 수량(이하 이 조에서 “매매일치수량”이라 한다)을 곱하여 계산한 금액에서 해당 매매일치수량분에 관한 매매거래수수료와 증권거래세액 및 농어촌특별세액을 공제한 금액을 이익으로 계산하는 방법. 이 경우 그 금액이 0원 이하인 경우에는 이익이 없는 것으로 본다.
  2. 해당 매수 또는 매도 후 6개월 이내에 2회 이상 매도 또는 매수한 경우에는 가장 시기가 빠른 매수분과 가장 시기가 빠른 매도분을 대응하여 제1호에 따른 방법으로 계산한 금액을 이익으로 산정하고, 그 다음의 매수분과 매도분에 대하여는 대응할 매도분이나 매수분이 없어질 때까지 같은 방법으로 대응하여 제1호에 따른 방법으로 계산한 금액을 이익으로 산정하는 방법. 이 경우 대응된 매수분이나 매도분 중 매매일치수량을 초과하는 수량은 해당 매수 또는 매도와 별개의 매수 또는 매도로 보아 대응의 대상으로 한다.

이 단기매매차익 반환의무는 경영참여 목적의 주주권행사 유무에 관계없이 적용되는 것이나 국민연금의 경우 2012년 특례가 인정되어 단순투자목적으로 매매하는 경우에는 단기매매차익 반환 의무가 면제되었다 (Box 2 참조).

Box 2: 단기매매차익반환 및 불공정거래 조사·신고등에 관한 규정

**제8조(단기매매차익 반환의 예외)** 영 제198조제13호에서 “그 밖에 미공개중요정보를 이용할 염려가 없는 경우로서 증권선물위원회가 인정하는 경우”란 다음 각호의 어느 하나에 해당하는 경우를 말한다.

1. 유상신주발행시 발생한 실권주 또는 단수주의 취득
2. 집합투자규약에 따라 집합투자업자가 행하는 매매
3. 공로금·장려금·퇴직금 등으로 지급받는 주식의 취득
4. 이미 소유하고 있는 특정증권등의 권리행사로 인한 주식의 취득
5. 증권시장에서 허용되는 최소단위 미만의 매매
6. 다음 각목의 어느 하나에 해당하는 기금의 관리나 운용을 위한 매매. 다만 발행인의 경영권에 영향을 주기 위한 것(임원의 선임, 해임 또는 직무의 정지, 이사회 등 회사의 기관과 관련된 정관의 변경 등 영 제154조 제1항이 정하는 것을 말한다)이 아닌 경우에 한한다.
  - 가. 「국민연금법」에 따른 국민연금기금
  - 나. 「공무원연금법」에 따른 공무원연금기금
  - 다. 「사립학교교직원연금법」에 따른 사립학교교직원연금기금
7. 그 밖에 증권선물위원회가 의결로써 미공개중요정보를 이용할 염려가 없는 경우로 인정하는 경우

이와 같이 국민연금의 경우 특례가 인정되기 때문에 혹자는 국민연금이 6개월 이상의 장기투자를 하는 한 주요주주로서 경영참여 목적의 주주권행사를 하더라도 단기매매차익반환 의무가 발생하지 않는다고 생각할 수 있다. 하지만 문제는 이렇게 간단치 않다.

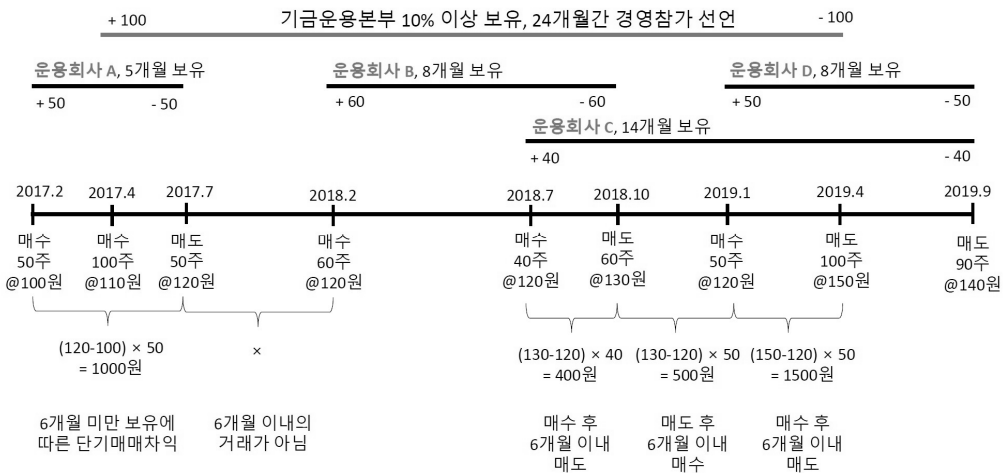
국민연금은 국내주식 투자의 절반가량을 외부 운용사를 통해 하고 있는데 이를 모두 국민연금 명의로 운용하는 투자일임업자에게 맡기고 있어 의도하지 않은 단기매매가 불가피하게 발생한다.<sup>2)</sup> 즉, 국민연금 내의 기금운용본부가 6개월 이상 장기투자하고, 외부 운용사들도 모두 6개월 이상 장기투자 하더라도 기금운용본부가 매도한지 6개월 이내에 어느 운용사가 동일 종목을 매입한다든지, 한 운용사가 매입한지 6개월 이내에 다른 운용사가 동일 종목을 매도하면 국민연금이 단기매매한 것이 되어 차익반환의무가 발생한다.

이 문제는 아래 <그림 1>이 잘 보여주고 있다. 국민연금 기금운용본부는 주요주주로서 24개월 동안 경영참가를 선언하고, 운용회사 A는 비록 동일 종목을 5개월만 보유하지만 운용회사 B, C, D는 모두 6개월 이상 장기투자를 하는 상황을 가정해 보자. 먼저,

2) 2018년 말 기준 국민연금의 국내주식 자산대비 직접운용 비중은 54%, 간접운용 비중은 46%이다 ( 출처: 국민연금공단 홈페이지)

운용회사 A의 단기매매로 국민연금은 1,000원의 차익을 해당 회사에 반환해야 한다. 다음 운용회사 A의 매도시점 (2017.7)과 운용회사 B의 매수시점 (2018.2)이 7개월 떨어져 있어 이 경우에는 단기매매차익 반환의무가 없다. 하지만 운용회사 C의 매수시점 (2018.7)과 운용회사 B의 매도시점 (2018.10)이 불과 3개월밖에 떨어져 있지 않아 단기매매에 해당되고 가격에도 차이가 있어 국민연금은 400원의 차익을 해당 회사에 반환해야 한다. 또, 운용회사 B의 매도시점 (2018.10)과 운용회사 D의 매수시점 (2019.1)이 불과 3개월밖에 떨어져 있지 않아 단기매매에 해당되고 가격에도 차이가 있어 국민연금은 500원의 차익을 해당 회사에 반환해야 한다. 마지막으로 운용회사 D의 매수시점 (2019.1)과 국민연금 기금운용본부의 매도시점 (2019.4)이 불과 3개월밖에 떨어져 있지 않아 단기매매에 해당되고 가격에도 차이가 있어 국민연금은 1,500원의 차익을 해당 회사에 반환해야 한다.

〈그림 1〉 국민연금의 단기매매차익반환의무 사례



이 문제에 봉착한 기금운용위원회는 결국 올해 2월 1일 한진그룹에 대한 주주관여를 결정하면서 7.16%의 지분을 보유한 한진칼에 대해서는 경영참여 목적의 주주권행사를 결정한 반면 11.70%의 지분을 보유한 대한항공에 대해서는 이를 포기하였다. 즉, 정작 영향력이 높은 회사에 대해서는 적극적인 주주권행사를 포기하고 그렇지 못한 회사에는 적극적인 주주권행사를 결정한 것이다.

## 2. 해결방안

### (1) 주주행동주의 펀드에서의 위탁

이 문제에 대한 해법은 없을까? 세 가지 방법을 생각해 볼 수 있다. 하나는 그 동안 큰 성과가 없었던 책임투자형 펀드 대신 주주행동주의 펀드에 기금의 상당부분을 맡기는 것이다.<sup>3)</sup> 이는 국민연금 명의로 운용하는 투자일임업자 대신 자신의 명의로 운용하는 전문투자형 사모펀드(한국형 헤지펀드)에 기금운용을 맡기는 것으로 일부 종목들에서 국민연금 명의의 지분을 10% 밑으로 끌어내리는 효과가 있다. 즉, 특정 종목에 대한 국민연금의 지분과 국민연금으로부터 기금을 위탁 받아 운용하는 주주행동주의 펀드의 지분 합계가 여전히 10% 이상이라도 위탁의 결과 국민연금 지분이 10%를 밑돌게 되면 국민연금이 경영참여 목적의 주주권행사를 하더라도 단기매매차익 반환의무가 발생하지 않는다.

뿐만 아니라 이 방안은 여러 가지 부대효과까지 있다. 국민연금이 주주행동주의 펀드의 전문성을 활용할 수 있고, 국민연금에 과도하게 집중되어 있는 의결권을 분산시킬 수 있으며 투자자산 및 투자전략상의 다변화를 더욱 심화시킬 수 있는 장점이 있다. 다만 국민연금이 주주행동주의 펀드를 선정함에 있어서 투자대상 기업들로부터의 독립성 유무가 핵심적인 기준이어야 할 것이고, 선정 후에는 주주권행사 내역을 가능한 범위 내에서 최대한 투명하게 공개토록 해야 할 것이다.

현재 국민연금 측은 주주행동주의 펀드에서의 위탁에 대해 부정적인 입장을 취하고 있다.<sup>4)</sup> 먼저 주주행동주의를 구사하는 사모펀드에 기금을 위탁할 경우 대체투자의 비중이 늘어 국민연금이 중장기 전략적 자산배분 목표를 달성하는데 어려울 수 있다는 입장이다.<sup>5)</sup> 하지만 이 논거는 쉽게 납득하기 어렵다. 국민연금의 대체투자비중(11.6%, 2019.2말)은 세계 우수 연기금에 비해 낮은 편이고, 스스로 정한 중장기 목표 비중(15%)과 2019년 목표 비중(12.7%)에도 미달하고 있기 때문이다.<sup>6)</sup> 또, 국민연금의 대

3) 국내주식 직접운용 중 책임투자형('18년 말 기준)의 규모는 약 22.16조 원이고, 국내주식 위탁운용 중 책임투자형('18년 말 기준)의 규모는 약 4.58조 원이다 (출처: 국민연금공단 홈페이지)

4) 경제개혁연대는 2019.4.9. 국민연금이 주주행동주의 사모펀드에 한 펀도 출자하지 않고 총수일가에 편의를 제공해주는 스페션시츄레이션 펀드에 계속해서 대규모로 출자하는 것과 관련하여 향후 주주행동주의 펀드에 출자할 의사가 있는지 물었으나 이 질문에 대하여 기금운용본부는 단기 수익만을 추구하지 않는다는 취지의 답변을 2019.5.22. 보내왔다 (경제개혁연대 2019.4.9., 경제개혁연대 2019.5.23.). 또, 2019.4.22. 국회의원 정춘숙·국회의원 채이배·국회의원 윤소하·경실련·경제개혁연대·민변 민생경제위원회·참여연대 경제금융센터가 공동으로 주최한 「스튜어드십 코드 어떻게 운영할 것인가?」 토론회에서 보건복지부 연금재정과장은 주주행동주의 펀드에 위탁하면 대체투자 비중이 늘어 전략적 자산배분 목표를 달성할 수 없게 된다는 취지의 발언을 하였다.

5) 2023년 목표 포트폴리오는 주식 45% 내외, 채권 40% 내외, 대체 15% 내외이다 (출처: 국민연금공단 홈페이지)

6) 예일대학기금(Yale Endowment)은 75%, 캐나다연금(CPPIB)은 54%, 하버드대학기금(Harvard Endowment)은 53%, 캘퍼스(CalPERS)는 19%이며, 주요 7개국 연기금의 대체투자비중은 평균 26% (Willis Towers Watson,

체투자비중은 아래 <표 1>에서와 같이 2012년 이후 지속적으로 기금운용위원회가 부여한 비중 (기준비중) 범위(+1.2/-2.2%p)를 이탈하거나 하한 경계선에 위치하여 수익률에 부정적 영향을 주고 있다.<sup>7)</sup>

<표 1> 연도별 대체투자 규모 및 비중 추이

(단위: 조원, %, %p)

구분	'10	'11	'12	'13	'14	'15	'16	'17	'18
대체투자 규모	18.9	27.2	33.0	40.3	46.7	54.7	63.7	66.8	76.6
목표비중	6.4	7.8	9.2	10.6	11.3	11.5	11.5	11.9	12.5
기준비중(A)	6.4	8.2	9.7	11.5	12.5	12.8	13.0	13.0	14.4
실제비중(B)	5.8	7.8	8.4	9.5	9.9	10.7	11.4	10.8	12.0
(B-A)	-0.6	-0.4	-1.3	2.0	-2.6	-2.1	-1.6	-2.2	-2.4

한편, 국민연금은 주주행동주의 펀드를 단기수익만을 추구하는 펀드로 인식하고 있다. 하지만 이는 잘못된 시각이다. 주주행동주의펀드가 투자대상 회사에 유의미한 변화를 이끌어 내려면 상당한 시일이 소요되기 때문에 단순히 매수-보유-매도만을 반복하는 통상적인 펀드들에 비해 투자기간이 길 수 밖에 없다. 한 연구에 따르면 미국시장에서 활동하는 activist hedge fund의 평균 투자기간은 2년에 육박한다.<sup>8)</sup> 또 다른 연구에 따르면 activist hedge fund에 대해 흔히 제기되는 오해들은 근거가 없고, 오히려 그 반대가 진실이라는 점이 밝혀졌다.<sup>9)</sup> Box 3는 이를 요약한 것이다.

Box 3: Activist Hedge Fund에 대한 오해

- 주주행동주의 개시 직후의 주가 반등은 일시적인 현상이고 장기적으로는 기업가치와 수익성이 악화 (**subsequent reversal**) ↔ 5년 후 기업가치 및 수익성이 개입 전보다 높음
- 행동주의 펀드의 고가매각 후 주가 하락해 투자자 손실 (**pump and dump**) ↔ 매각 후 해당 주식 매입해도 5년 동안 초과 수익률 달성
- 과다 차입, 과다 배당으로 실물투자 못해 경쟁력 약화 (**sacrificing the future for a quick buck**) ↔ 차입 및 배당 상위 5%이면서 실물투자 하위 5%인 회사의 5년 후 기업가치 및 수익성이 개입 전 보다 더 높음
- 위임장 대결과 소송 등으로 경쟁력 약화 (**adversarial interventions**) ↔ 해당 회사의 5년 후 기업가치 및 수익성이 개입 전보다 더 높음
- 과다 차입과 과다 배당으로 재무건전성이 악화되어 경제위기에 취약 (**vulnerable to economic shocks**) ↔ 주주행동주의 대상 회사들 (2004-2007)의 기업가치 및 수익성이 위기 당시 (2008-2009) 그렇지 않은 회사들 보다 덜 떨어짐

2019)인 것으로 나타났다.

7) 국민연금기금 수익률 제고를 위한 대체투자 집행 개선방안 (보건복지부, 2019.5.3.)  
 8) Brav, Alon, Wei Jiang, Frank Partnoy, and Randall Thomas. "Hedge fund activism, corporate governance, and firm performance." The Journal of Finance 63, no. 4 (2008): 1729-1775.  
 9) Bebchuk, Lucian A., Alon Brav, and Wei Jiang. "The Long-Term Effects of Hedge Funds Activism." Colum. L. Rev. 115 (2015): 1085.

한편, 우리나라 기업들은 외부주주에 의한 영향력 행사 (주주행동주의)가 절실한 상황이다. 산업구조가 급격히 변하고 있는 상황에서는 사양산업으로부터 성장산업으로 자본이 신속히 재배분되어야 함에도 불구하고 그렇지 못한 것이 우리의 현실이다. 주주행동주의는 유희자산 매각, 경쟁력 없는 사업부문의 매각, 주주환원을 통해 기업 구조조정 촉진과 자본배분의 효율성을 제고한다.<sup>10)</sup> 이는 결국 국민연금의 장기수익률을 제고시킬 것이다.

국민연금은 해외 유수의 연기금들이 active hedge fund에 적극적으로 투자하고 있다는 사실도 인지할 필요가 있다. 예컨대, 미국에서 두 번째로 규모가 큰 캘리포니아교직원연금 (CalSTRS)은 헤지펀드인 Impactive Capital에 2.5억 달러를 출자하였으며 (2019년), 싱가포르 국부펀드를 운용하는 GIC (싱가포르투자청)는 1억 달러를 일본계 activist fund인 Misaki Capital에 투자하였고 (2017년), 일본공적연금 (GPIF)과 네덜란드 사회보장기금 (PGGM)도 activist fund인 Taiyo Pacific Partners (2014년)와 Hermes Focus Asset Management Europe (2002년) 등에 각각 투자한 사실이 확인된다.<sup>11)</sup>

## (2) 거래정지와 6개월 간격의 일괄 매매

단기매매차익반환의무의 문제를 해결하는 또 다른 방법으로 ‘대상회사 주식에 대한 거래 중단과 6개월 간격의 일괄 매매’를 생각해 볼 수 있다. 즉, 기금운용본부는 경영참가목적으로 전환하기 직전 해당 종목의 거래를 즉각 중단하도록 모든 위탁운용사들에게 통보하고, 이 시점부터 6개월 간격으로 필요한 위탁운용사들에 한해 일괄 매매하도록 하여 단기매매차익 반환 규모를 극소화하는 것이다. 최적시점에 매수·매도를 하지 못해 손실이 일부 발생할 수는 있지만 주주권행사 기간 동안 전혀 거래를 하지 못하는 것이 아니며, 국민연금이 주요주주이면서 경영참가목적으로 주주권을 행사하는 대상회사를 5개 이내로 제한한다면 그 손실규모는 무시해도 될 정도가 될 것이다.

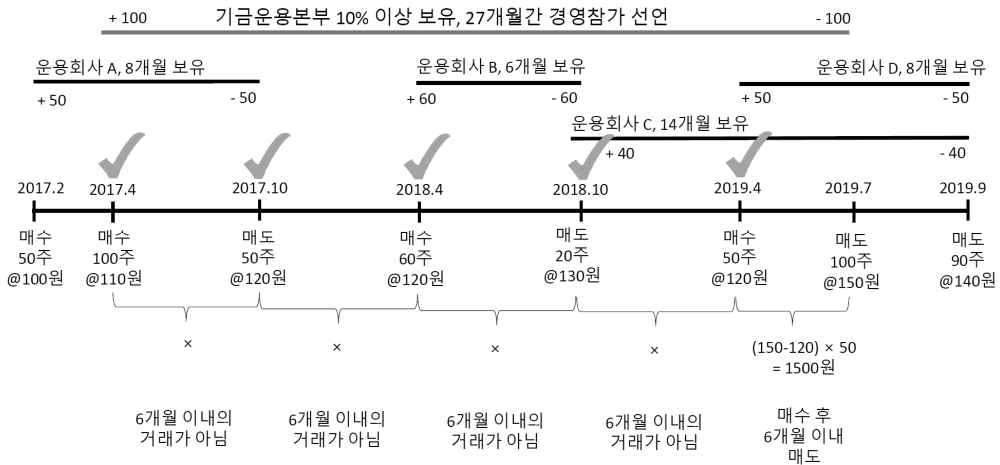
〈그림 2〉는 이 방법이 어떻게 단기매매 차익반환 규모를 줄여주는지 잘 보여주고 있다. 앞서 설명한 사례와 유사하게 국민연금 기금운용본부는 주요주주로서 27개월 동안 경영참가를 선언하고, 운용회사 A, B, C, D 모두 6개월 이상 장기투자를 하는 상황을

10) Brav, Alon, Wei Jiang, and Hyunseob Kim. “The real effects of hedge fund activism: Productivity, asset allocation, and labor outcomes.” *The Review of Financial Studies* 28, no. 10 (2015): 2723–2769.

11) CalSTRS backs new activist hedge fund Impactive with \$250 million (Reuters, 2019.02.12.), GIC is said to invest \$100 Million in Misaki Capital (Bloomberg Briefs, 2017.08.02.), Dynamic overhaul for Japan's passive GPIF (Financial Times, 2014.08.21.), PGGM invests in activist fund (IPE, 2002.04).

가정해 보자. 먼저, 2017.4 국민연금은 경영참가 선언 직전 해당 종목의 거래를 즉각 중단하도록 모든 위탁운용회사들에게 통보하고, 이 시점부터 정확히 6개월 간격으로 2017.10, 2018.4, 2018.10, 2019.4의 일자에만 원하는 운용회사에 한해 매수 또는 매도를 허용할 경우 6개월 이내의 매매가 없어 국민연금은 단기매매차익 반환의무가 없다. 다만 2019.7 국민연금 기금운용본부가 매도한 시점 (2019.7)이 운용회사 D가 매수한 시점 (2019.4)과 3개월 밖에 떨어져 있지 않아 이 경우에는 단기매매차익 반환의무가 발생한다. 하지만 거래중단조치가 없는 경우와 비교하면 단기매매차익 반환규모가 크게 줄어들었다는 것을 알 수 있다. 만약 국민연금 기금운용본부가 매도 시점을 2019.10로 늦추면 단기매매차익 반환의무로부터 완전히 벗어날 수 있다.

〈그림 2〉 거래중지와 6개월 간격의 일괄매매 사례



### (3) 경영참가 목적 주주권행사의 범위 축소

세 번째 방법은 경영참가 목적의 주주권행사와 그렇지 않은 주주권행사의 범위를 재조정하여 국민연금이 주요주주인 회사에 대해서도 단기매매차익 반환의무 없이 의미 있는 주주권행사를 할 수 있도록 하는 것이다. 즉, 경영참가 목적의 주주권행사를 지나칠 정도로 광범위하게 설정하고 있는 현재의 자본시장법 시행령 제154조를 개정하여 회사나 그 임원에 대한 영향력이 제한적인 사항들을 경영참가 목적사항에서 제외하는 것이다. 관련 조문을 보다 구체적으로 살펴보면 아래 Box 4과 같다.

Box 4: 경영권에 영향을 주기 위한 목적

**자본시장법 제147조(주식등의 대량보유 등의 보고)**

① 주권상장법인의 주식등(제234조제1항에 따른 상장지수집합투자기구인 투자회사의 주식은 제외한다. 이하 이 절에서 같다)을 대량보유(본인과 그 특별관계자가 보유하게 되는 주식등의 수의 합계가 그 주식등의 총수의 100분의 5 이상인 경우를 말한다)하게 된 자는 그 날부터 5일(대통령령으로 정하는 날은 산입하지 아니한다. 이하 이 절에서 같다) 이내에 그 보유상황, 보유 목적(발행인의 경영권에 영향을 주기 위한 목적 여부를 말한다), 그 보유 주식등에 관한 주요계약내용, 그 밖에 대통령령으로 정하는 사항을 대통령령으로 정하는 방법에 따라 금융위원회와 거래소에 보고하여야 하며, 그 보유 주식등의 수의 합계가 그 주식등의 총수의 100분의 1 이상 변동된 경우(그 보유 주식등의 수가 변동되지 아니한 경우, 그 밖에 대통령령으로 정하는 경우를 제외한다)에는 그 변동된 날부터 5일 이내에 그 변동내용을 대통령령으로 정하는 방법에 따라 금융위원회와 거래소에 보고하여야 한다. 이 경우 그 보유 목적이 발행인의 경영권에 영향을 주기 위한 것(임원의 선임·해임 또는 직무의 정지, 이사회 등 회사의 기관과 관련된 정관의 변경 등 대통령령으로 정하는 것을 말한다)이 아닌 경우와 전문투자자 중 대통령령으로 정하는 자의 경우에는 그 보고내용 및 보고시기 등을 대통령령으로 달리 정할 수 있다.

**자본시장법 시행령 제154조(대량보유 등의 보고에 대한 특례)**

① 법 제147조제1항 후단에서 “대통령령으로 정하는 것”이란 다음 각 호의 어느 하나에 해당하는 것을 위하여 회사나 그 임원에 대하여 사실상 영향력을 행사(「상법」, 그 밖의 다른 법률에 따라 「상법」 제363조의2·제366조에 따른 권리를 행사하거나 이를 제3자가 행사하도록 하는 것을 포함한다)하는 것을 말한다.

1. 임원의 선임·해임 또는 직무의 정지
2. 이사회 등 회사의 기관과 관련된 정관의 변경
3. 회사의 자본금의 변경
4. 회사의 배당의 결정. 다만, 제10조제3항제12호에 해당하는 자가 하는 경우에는 적용하지 아니한다.
5. 회사의 합병, 분할과 분할합병
6. 주식의 포괄적 교환과 이전
7. 영업전부의 양수·양도 또는 금융위원회가 정하여 고시하는 중요한 일부의 양수·양도
8. 자산 전부의 처분 또는 금융위원회가 정하여 고시하는 중요한 일부의 처분
9. 영업전부의 임대 또는 경영위임, 타인과 영업의 손익 전부를 같이하는 계약, 그 밖에 이에 준하는 계약의 체결, 변경 또는 해약
10. 회사의 해산

② 법 제147조제1항 후단에서 “대통령령으로 정하는 자”란 다음 각 호의 어느 하나에 해당하는 자를 말한다.

1. 국가
  2. 지방자치단체
  3. 한국은행
  4. 그 밖에 그 보고내용과 보고시기 등을 달리 정할 필요가 있는 자로서 금융위원회가 정하여 고시하는 자
- ④ 법 제147조제1항 후단에 따라 전문투자자 중 제2항에 해당하는 자는 다음 각 호의 사항을 모두 기재한 보고서로 주식등의 보유 또는 변동이 있었던 분기의 다음 달 10일까지 보고할 수 있다.
1. 보고하여야 할 사유가 발생한 날의 보유 상황 및 변동 내용
  2. 제153조제2항제1호 및 제2호의 사항

**증권의 발행 및 공시 등에 관한 규정 제3-14조(보고특례 적용 전문투자자)**

영 제154조제2항에서 “보고내용과 보고시기 등을 달리 정할 필요가 있는 자”란 영 제10조제2항제9호, 제3항제1호부터 제8호까지, 제10호부터 제13호까지 중 어느 하나에 해당하는 자로서 경영권에 영향을 미칠 목적이 없는 자를 말한다.

**자본시장법 시행령 제10조(전문투자자의 범위 등)**

③ 법 제9조제5항제5호에서 “대통령령으로 정하는 자”란 다음 각 호의 자를 말한다. 다만, 제12호부터 제17호까

지의 어느 하나에 해당하는 자가 금융투자업자와 장외파생상품 거래를 하는 경우에는 전문투자자와 같은 대우를 받겠다는 의사를 금융투자업자에게 서면으로 통지하는 경우만 해당한다.  
 12. 법률에 따라 설립된 기금(제10호 및 제11호는 제외한다) 및 그 기금을 관리·운영하는 법인

예컨대, 현재는 임원의 수와 관계없이 그 선임에 사실상의 영향력을 행사하면 경영참가 목적의 주주권 행사가 된다. 이를 완화하여 1명의 임원 또는 재적 이사 수 1/4 미만의 이사 선임에 영향력을 행사하는 경우에는 경영참가 목적이 없는 것으로 시행령을 개정하는 것이다. 또, 현재는 이사회 등 회사의 기관과 관련된 정관의 변경에 사실상의 영향력을 행사하면 경영참가 목적의 주주권행사가 되는데 예외적으로 이사회의 비례대표성과 독립성 제고에 도움을 주는 집중투표제 도입을 위해 정관 변경을 하는 경우에는 이를 경영참가 목적이 없는 것으로 시행령을 개정하는 것이다. 또, 현재는 배당 결정에 사실상의 영향력을 행사하면 경영참가 목적의 주주권행사가 된다. 예외적으로 국민연금 등 연기금의 경우에는 2014년 특례가 인정되어 배당 결정에 대해 사실상의 영향력을 행사하더라도 단순투자목적으로 간주되나 이 특례를 다른 모든 주주들에게도 확대·적용할 필요가 있다.

더 나아가 경영참가 목적의 주주권행사를 판단하는 기준이 매우 모호한 점을 시정할 필요가 있다. 자본시장법 시행령 제154조에 따르면 경영참가 목적사항을 위하여 회사나 그 임원에 대해 '사실상'의 영향력을 행사하면 경영참여 목적의 주주권행사가 된다. 기준이 이렇게 모호하다보니 주주로서의 정당한 권한행사마저 꺼리게 되고 이로 인해 경영참가 목적의 주주권행사 범위가 지나치게 광범위해지는 문제가 발생한다. 예컨대, 금융위원회가 2017년 발표한 스튜어드십 코드 관련 법령해석집에 따르면 5% 이상 대량보유자가 회사나 임원에게 요구사항을 전달하는 것은 특별한 사정이 없는 한 사실상 영향력 행사로 볼 수 없으나, 향후 주주제안이나 임시총회 소집 청구 등의 권한행사로 이어지는 前단계에서 이루어졌다면 사실상 영향력 행사로 볼 소지가 있다고 해석하였다. 또, 대표소송·집단소송의 제기 및 참여도 특별한 사정이 없는 한 경영권에 영향을 주기 위한 목적이 있다고 보기 어려우나 임원의 선·해임과 같은 중요한 사항을 위해 회사를 압박하려는 의사가 있다고 인정되는 경우에는 사실상 영향력 행사로 볼 여지가 있다고 해석하였다.

이 문제에 대한 한 가지 해결방안은 '사실상'의 영향력 행사 대신 '법적 권한 행사를 수반하는' 영향력 행사로 법문을 수정하는 것이다. 이 경우 단순히 요구사항을 전달하는 것은 법적 권한을 수반하는 것이 아니므로 경영참가 목적의 주주권행사에서 제외되고, 대표소송·집단소송의 제기도 임원의 선·해임에 영향력을 주기위한 법적 권한 (예컨

대, 이사후보 추천을 위한 주주제안)이 아니므로 경영참가 목적의 주주권행사에서 제외되는 효과가 있게 된다.

경영참가목적 주주권행사의 범위를 축소하는 방안은 올해 5월 20일 금융연구원이 주최한 기관투자자 주주활동 활성화를 위한 제도개선방안 공청회에서도 제시되었다. 이때 제시된 방안에 따르면 경영권 영향의 영역은 요소 1(지배 변경에 영향을 미치는 사항, 그렇지 않은 사항으로 구분됨)과 요소 2(중대한 영향력 행사, 일반 주주권 행사, 단독주주권 행사)의 조합에 따라 결정된다. 즉, 아래 <표 2>에서와 같이 요소 1이 지배 변경에 영향을 미칠 수 있는 사항이고, 요소 2가 중대한 영향력 행사인 경우에만 경영권 영향의 영역이 되고, 그렇지 않은 경우에는 일반투자(engagement)의 영역 또는 단순투자 영역이 된다.

<표 2> 경영권 영향과 단순투자 영역의 재정의 방안

수단	대상	지배 변경에 영향을 미칠 수 있는 사항 (가)	지배 변경에 영향을 미치는 것이 아닌 사항 (나)
중대한 영향력 행사 (A)		경영권 영향의 영역	
기타 일반적 주주권 행사 (B)		일반투자 (engagement) 영역	
단독 주주권 행사 (C)		단순투자 영역	

출처: 이시연·이보미 (2019)

이 방안이 소기의 목적을 달성하기 위해서는 ‘지배 변경에 영향을 미칠 수 있는 사항’과 ‘중대한 영향력 행사’를 얼마나 엄격히 정의 내리느냐에 있다고 하겠다. 이 두 가지를 지나치게 넓게 정의하면 결과적으로 현행 제도에 비해 크게 달라지는 것이 없기 때문이다.

발표자들은 지배 변경에 영향을 미칠 수 있는 사항에서 배당을 완전히 제외시킴으로써 배당에 대한 영향력 행사는 그것이 중대한 영향력 행사이든 단독 주주권행사이든 경영권 영향의 영역에 포함되지 않도록 했다. 또, 임원 선·해임, 정관변경, 자본금 변경, 상장, 영업양수도, 자산처분, 영업임대·위임·계약의 경우에도 지배 변경에 영향을 미치지 않는 경우는 제외할 것을 제안하고 있다. 하지만 지배 변경에 영향을 미칠 수 있는 사항과 그렇지 않은 사항의 정의가 여전히 명확하지 않다. 예컨대, 임원 선·해임의 경우 임원구성에 중대한 변경을 가져오면 지배 변경에 영향을 미치는 사항을 보고 있는데 과연 몇 명의 사외이사 후보를 추천해야 중대한 변경인지 명확하지 않다. 또, 집중투표 제도 도입을 위해 정관변경을 하는 경우 이를 지배구조 개선노력의 일부로 간주하여 지배 변경에 영향을 미칠 수 있는 사항에서 제외할지 아니면 이사회 구성방법에 대한

중대한 변경으로 간주하여 지배 변경에 영향을 미칠 수 있는 사항에 포함시킬지 의견이 갈릴 수 있다.

또, 발표자들은 주주제안, 주총 소집청구, 위임장대결, 그리고 이들 세 가지 중 하나로 귀결되는 일반적 주주권행사를 중대한 영향력 행사로 정의하고 있고, 일반적 주주권행사의 사례에 의결권행사 사전공개, 공개 중점관리기업 선정, 대외적 입장 표명, 임원 후보 추천, 이사 선임·연임안건 철회요구, 임원해임 청구, 위법행위유지청구, 회사해산 판결청구, 대표소송 등을 포함시키고 있다. 지금 주주제안을 하지 않고 단순히 대외적 입장만을 표명하더라도 이것이 추후 주주제안으로 이어질 가능성이 조금이라도 있다면 보유 목적을 경영권에 영향을 미치는 목적으로 공시해야 하는 부담이 있다.

## II. 법·제도상 제약 II: 소수주주권 행사 지분요건에 대한 법해석상 불확실성

### 1. KCGI의 의안상장 가처분소송

국민연금 등 기관투자자들의 적극적인 주주권행사를 가로막는 또 다른 제약은 주주제안 등 소수주주권 행사를 위해 필요한 지분요건에 대해 각급 법원이 2009년 이후 계속해서 상반된 판결을 내놓고 있다는 것이다. 올해 주총에서도 이것이 재현되었다. KCGI는 한진칼 주총에 감사 선임, 사외이사 2인 선임, 이사 및 감사의 보수한도 승인 등을 제안하였으나 한진칼은 KCGI의 지분 보유기간이 6개월이 되지 않아 상장회사 특례조항 (상법 제542조의6)에 의거해 주주제안 자격이 없다고 주장한 것이다. 이에 KCGI는 한진칼을 상대로 법원에 의안상장 가처분신청을 냈고, 2월 28일 서울중앙지법으로부터 상법상의 일반조항 (상법 제363조의2)에 의거 한진칼 주식을 6개월 이상 보유하지 않아도 주주제안 자격에 문제가 없다는 판결을 이끌어 냈다. 하지만 한진칼은 즉시 항고했고, 사건은 서울고등법원으로 올라갔는데 3월 21일 정반대의 판결이 내려진 것이다. 즉, 소수주주인 KCGI가 한진칼에 주주제안을 하기 위해서는 상장사 특례요건에 따라 6개월 전부터 주식을 보유해야 한다고 판시하였다. 이 판결로 KCGI의 주주제안은 주총 안건에서 제외되었고 3월 29일 개최된 주총에서 논의조차 이루어지지 못했다.

## 2. 일반조항과 특례조항의 적용방식

도대체 왜 법원마다 이렇게 입장이 다른 것일까? 이는 2009년 자본시장법이 제정되어 구 증권거래법을 대체하면서 구 증권거래법에 있던 상장회사 특례조항들이 상법으로 이관되었는데 이 때 상이한 소수주주권 행사요건들을 적용하는 방식에 관해 명확히 하지 못했기 때문이다. 여러 소수주주권 중 주주제안에 국한시켜 두 가지 상이한 행사요건을 살펴보면 다음과 같다. 먼저, 모든 주식회사에 적용되는 상법 제363조의2 제1항에 따른 경우 주주는 의결권 있는 발행주식총수의 3% 이상 지분을 보유하기만 하면 보유기간과 무관하게 주주제안의 자격이 있다. 반면, 상장회사에 대한 특례를 규정한 상법 제542조의6 제2항에 따른 경우 주주는 상장회사의 지분 0.5% (자본금 1천억원 이상인 경우)를 6개월 이상 보유해야 주주제안의 자격이 있다.

문제는 두 요건의 적용방식을 규정한 상법 제542조의2(적용범위) 제2항에 있다. 이에 따른 경우 상장회사 특례규정은 다른 절에 우선하여 적용해야 하는데 ‘우선 적용’이 갖는 의미를 놓고 그 동안 각급 법원이 다른 입장을 취한 것이다. 예컨대, 이번에 KCGI의 손을 들어준 서울중앙지법 (2019.2.28.) 판결이나 과거 서울고등법원 (2011.4.1.) 판결에 따르면 “특례조항이 일반조항에 우선하여 적용된다 함은 상장회사의 경우 상장회사 특례규정을 충족할 경우 동 규정을 1차적으로 우선하여 적용하고, 조건이 충족되지 않으면 2차적으로 일반 규정을 적용한다는 것으로 보아야 한다”고 판시하였다. 반면, 이번에 한진칼의 손을 들어준 서울고등법원 (2019.3.21.) 판결이나 과거 서울중앙지법 (2015.7.1.) 판결에 따르면 “특례조항이 일반조항에 우선하여 적용된다 함은 상장회사에 일반조항을 적용할 수 없다는 것으로 보아야 하며, 상장회사에서는 주식을 취득하여 바로 소수주주권을 행사하고 다시 이를 처분하는 식으로 소수주주권이 악용될 우려가 있어 비상장회사와 달리 소수주주권 행사 요건에 보유기간 요건을 추가한 것이라”고 판시하였다.

서울중앙지법(2015.7.1.) 판결은 엘리엇 매니지먼트가 낸 ‘삼성물산-제일모직 합병금지’ 가처분 신청에 대한 기각결정으로 엘리엇이 상법상 유지청구권을 주장할 수 있는 주주로서의 요건을 갖추지 못했다고 판단한 것이다. 즉, 엘리엇은 삼성물산 지분 7.12%를 보유함으로써 상법 일반조항 (제402조)의 요건 (발행주식 1% 이상을 보유한 주주)은 갖추었으나 보유기간이 6개월에 미달되어 특례조항 (제542조의6 제⑤항)의 요건 (자본금 1천억원 이상 상장회사의 경우 6개월 전부터 발행주식 10만분의 25 이상 주식을 보유한 주주)을 갖추지 못하고 있는 상황에서 재판부는 “특례조항이 일반조항에 우선해 적용되는 취지로 보인다”면서 “주식거래가 용이한 상장회사에서는 주식을 취득해 바로

소수주주권을 행사하고 처분하는 식으로 주주권이 악용될 우려가 있어 비상장사와 달리 보유기간 요건을 추가할 필요가 있다”고 판시했다.

### 3. 해결방안: 상법 개정

어느 입장이 맞는가? 이에 대한 답은 2009년 이전 주주총회소집청구권 행사와 관련하여 판시된 대법원 판례에서 찾을 수 있다. 이에 따르면 증권거래법 제191조의13 제5항은 상법 제366조의 적용을 배제하는 특별법에 해당한다고 볼 수 없으며 “증권거래법이 정하는 6월의 보유기간요건을 갖추지 못한 경우라 할지라도 상법 제366조의 요건을 갖추고 있으면 그에 기하여 주주총회소집청구권을 행사할 수 있다”고 판시하였다. 이 판례에 더하여 선택적용이 학계의 다수설이라는 점 그리고 소수주주권 행사를 억제하겠다는 취지로 2009년 상법 개정이 이루어진 것이 아니라는 점을 고려했을 때 그 해답은 명확하다 하겠다.

법무부와 국회는 상법 개정을 서둘러 지난 10년 동안의 법적 혼란에 종지부를 찍어야 할 것이다. 가장 간단한 개정방법은 상법 제542조의2(적용범위) 제2항에 단서를 추가해서 ‘제542조의6(소수주주권)이 정한 요건을 갖추지 못한 자는 이 장 다른 절의 요건을 갖추어 소수주주권을 행사할 수 있다’고 규정하는 것이다. 마침 법무부는 올해 4월 24일 금융위원회와 함께 상장회사 등의 주주총회 내실화 방안을 발표했고, 이에 따라 어차피 상법개정에 착수해야 하는 상황이다. 소수주주권 행사 지분요건 적용방식을 개선하는 내용도 포함시킬 필요가 있다.

## Ⅲ. 법·제도상 제약 Ⅲ: 감사위원회 위원의 일괄선임 문제

### 1. 갑작스런 한진칼의 단기차입

이 번 주총을 통해 드러난 또 다른 문제점은 감사위원 선임에 있어서 소수주주의 영향력을 줄이기 위해 회사들이 감사제도 대신 감사위원회 제도를 채택한다는 것이다. KCGI가 그레이스홀딩스를 통해 주식대량보유신고를 한지 한 달쯤 되는 시점인 12월 13일 한진칼은 단기차입 규모를 대폭 늘려 2018년 말 자산총액을 1.9조원에서 2.1조원으로 끌어 올렸다. 2018년 말 만기가 돌아오는 채무액 700억 원뿐만 아니라 다음 해 2월과 3월에 만기가 돌아오는 400억 원과 750억 원에 대한 자금도 미리 확보하기

위한 것이라고 회사 측은 설명했지만 이를 그대로 믿는 시장 참여자들은 거의 없다. 다음 해 만기도래하는 단기차입금 상황에 대비하기 위한 것이라면 금융기관들로부터 신용한도만 받아 놓아도 되지 미리 자금을 차입해 이자를 낭비할 필요가 없기 때문이다.<sup>12)</sup>

## 2. 한진칼이 단기차입을 늘린 이유

그럼 단기차입을 늘린 진짜 이유는 무엇인가? 감사제도 대신 감사위원회 제도를 도입할 경우 감사위원 선임에 있어서 KCGI 등 외부 주주의 영향력을 최소화할 수 있기 때문이다. 상법상 주주총회에서 감사를 선임할 때는 최대주주와 그 특수관계인의 의결권이 합쳐서 3%로 제한되는 반면 나머지 주주는 개별적으로 의결권이 3%로 제한되어 최대주주의 영향력 크게 약화된다. 반면 감사위원을 선임할 때는 최대주주에 대한 의결권 제한 없이 먼저 이사를 선임한 후 이들 중에서 감사위원을 선임할 때 의결권 제한이 이루어져 최대주주의 영향력이 전혀 약화되지 않는다. 물론 한진칼의 경우 자산총액이 2조원 미만인 경우에도 감사제도 대신 감사위원회 제도를 둘 수 있었다. 하지만 주주들의 반론을 완전히 차단한다는 측면에서는 자산총액을 2조원 이상으로 만들어 감사위원회제도로의 이행을 법적 의무사항으로 만들어 놓는 것이 유리했을 것이다. <표 3>은 상장여부, 자산규모별로 감사 또는 감사위원회 설치의무와, 구성, 그리고 대주주 의결권 양태를 정리한 표이다.

<표 3> 상장여부·자산규모별 설치의무와 구성, 그리고 의결권 제한 양태

	설치 의무-구성	선임-해임	3% rule
자산 2조원 이상 상장회사 (공공기관 등 제외)	<ul style="list-style-type: none"> <li>• <b>감사위원회</b> (감사위원 구성) 3명 이상 이사 + 사외이사 2/3 이상 + 사외이사가 대표 + 회계·재무 전문가 1명 이상 (§415의2② + §542의11②)</li> </ul>	감사위원 : 주주총회 (§542의12①)	<ul style="list-style-type: none"> <li>• <b>사내이사인 감사위원 선임·해임</b> - 최대주주 : 합산 3% (§542의12③) <b>일반주주 : 의결권 제한無</b> (§415의2에 감사준용 규정 無)</li> <li>• <b>사외이사인 감사위원 선임 (해임 : 의결권 제한 無)</b> - 최대·일반주주 : 단순 3% (§542의12④)</li> </ul>
자산 1천억 원 이상 2조원 미만 상장회사	<ul style="list-style-type: none"> <li>• <b>상근감사 또는 감사위원회</b> (감사위원 구성) 上同 (§542의10①단서)</li> </ul>	상근감사 : 주주총회 (§542의10①본문)  감사위원 : 주주총회 (§542의10①단서)	최대주주 : (선임·해임) 합산 3% (§542의12③) 일반주주 : (선임) 단순 3% (§409②)  1설) 2조원 이상 회사와 同 (§542의10①단서) 2설) • 사내이사 : 2조원 이상 회사와 同 • 사외이사 : 최대·일반주주 의결권 제한 無 (§542의12④)는 2조원 이상에만 적용
자산 1천억 원 미만 상장회사	<ul style="list-style-type: none"> <li>• <b>감사 또는 감사위원회</b> (감사위원 구성) 3명 이상 이사 + 사외이사 2/3 이상 (§415의2②)</li> </ul>	감사 : 주주총회 (선임: §409① /해임: §415→385)  감사위원 : 이사회 (§415의2②,③)	최대주주 : (선임·해임) 합산 3% (§542의12③) 일반주주 : (선임) 단순 3% (§409②)

12) 조선비즈 (2018.12.14.), “한진칼 꿈수 저격한 KCGI…단기차입금 증액 놓고 한 판”

	설치 의무-구성	선임-해임	3% rule
비상장회사 (자산 불문)	• 감사 또는 감사위원회 (감사위 구성) 上同	감사 : 주주총회 감사위원 : 이사회	• 최대·일반주주 : 단순 3% (§409②) -
소규모 회사 (자본금 10억 원 미만)	• 감사 선임 의무 면제(§409④)		

출처: 법무부 상사법무과 (감사위원 분리 선출제 도입 등 회의 기초자료 2-2)

### 3. 해결방안: 상법 개정

이와 같이 외부 주주의 영향력을 차단할 목적으로 감사제도 대신 감사위원회 제도를 도입하는 것은 문제가 있으므로 그 유인을 차단하기 위해 감사위원회 위원인 이사회 감사와 마찬가지로 다른 이사들로부터 분리하여 선임할 필요가 있다. 사실 이러한 분리 선출방식은 2009년 이전 우리나라 상장회사에 적용되었던 감사위원 선임 방식이었다. 하지만 2009년 자본시장법이 구 증권거래법을 대체하면서 구 증권거래법에 있던 상장회사 특례조항들이 상법으로 이관될 때 감사위원 선임방식이 일괄선출방식으로 변경되었다.

그 이후 대주주 의결권 제한을 무력화한 일괄선출방식의 문제점이 계속 드러나자 2012년 대통령 선거 때는 감사위원의 분리선출이 여야를 불문하고 모든 후보의 공약사항이 되었다. 마침내 2013년 감사위원 분리선출을 포함하여 집행임원제도 의무화, 집중투표제도 의무화, 전자투표 의무화, 다중대표소송 도입을 위한 상법 개정 공청회가 2차례 개최되었지만 당시 박근혜 정부의 갑작스런 입장 변화로 정부의 개정법률안을 국회에 제출조차 되지 못했다. 2016년 20대 국회가 들어서면서 여러 의원들에 의해 상법개정안이 발의되었고 (김종인, 노회찬, 채이배, 오신환), 2017년에 들어선 문재인 정부도 법무부 차원에서 상법개정특별위원회를 꾸려 상법개정안을 마련하였다. 이를 바탕으로 법무부는 2018년 3월 상법 일부개정안 검토의견이라는 문건을 발표하였다.

법무부는 대규모 상장회사의 감사위원 선임과 관련하여 감사위원 전원 (3명 이상)이 아닌 1인 (정관으로 증원 가능)에 한하여 주주총회에서 분리 선출할 것을 제안하였다. 또, 나머지 감사위원 선출과 관련해서는 상법개정특별위원회가 주주총회가 아닌 이사회에서 선출하자는 의견을 제시했지만 현행대로 주주총회에서 선출하는 방안을 제시하였다. 분리선임하는 감사위원의 수를 '1명 이상'으로 축소할 것은 금융회사의 지배구조에 관한 법률 (이하 '금융회사지배구조법') 내용과 동일한 것으로 감사·감사위원 선임에 적용되는 3%를 이사 선임에까지 확장할 경우 재산권 침해 소지가 있다는 지적을 고려한 것이다. 또, 나머지 감사위원에 대해서는 주주총회 선출제 지지했는데 이는 감독형 이사회 제도가 정착되지 않은 우리의 기업 현실하에서 감사위원 선임 권한을 선불리 이사회로 이전할 경우 지배구조 개선에 오히려 역행하는 안이라는 비판이 가능하기 때

문이다. Box 5는 금융회사 감사위원의 분리선출방식에 대한 관련 조문을 보여주고 있다.

Box 5: 금융회사 감사위원의 분리 선출

**금융회사지배구조에 관한 법률 제19조(감사위원회의 구성 및 감사위원의 선임 등)**

- ① 감사위원회는 3명 이상의 이사로 구성한다. 이 경우 감사위원회 위원(이하 "감사위원"이라 한다) 중 1명 이상은 대통령령으로 정하는 회계 또는 재무 전문가이어야 한다.
- ② 제16조 제3항에도 불구하고 사외이사가 감사위원의 3분의 2 이상이어야 한다.
- ③ 금융회사는 감사위원의 사임·사망 등의 사유로 감사위원의 수가 제1항 및 제2항에 따른 감사위원회의 구성요건에 미치지 못하게 된 경우에는 그 사유가 발생한 후 최초로 소집되는 주주총회에서 제1항 및 제2항에 따른 요건을 충족하도록 조치하여야 한다.
- ④ 감사위원 후보는 제16조제1항제1호에 따른 임원후보추천위원회에서 추천한다. 이 경우 위원 총수의 3분의 2 이상의 찬성으로 의결한다.
- ⑤ 금융회사는 감사위원이 되는 사외이사 1명 이상에 대해서는 다른 이사와 분리하여 선임하여야 한다.
- ⑥ 감사위원을 선임하거나 해임하는 권한은 주주총회에 있다. 이 경우 감사위원이 되는 이사의 선임에 관하여는 감사 선임 시 의결권 행사의 제한에 관한 「상법」 제409조제2항 및 제3항을 준용한다.
- ⑦ 최대주주, 최대주주의 특수관계인, 그 밖에 대통령령으로 정하는 자가 소유하는 금융회사의 의결권 있는 주식의 합계가 그 금융회사의 의결권 없는 주식을 제외한 발행주식 총수의 100분의 3을 초과하는 경우 그 주주는 100분의 3을 초과하는 주식에 관하여 감사위원이 되는 이사를 선임하거나 해임할 때에는 의결권을 행사하지 못한다. 다만, 금융회사는 정관으로 100분의 3보다 낮은 비율을 정할 수 있다.
- ⑧ 자산규모 등을 고려하여 대통령령으로 정하는 금융회사는 회사에 상근하면서 감사업무를 수행하는 감사(이하 "상근감사"라 한다)를 1명 이상 두어야 한다. 다만, 이 법에 따른 감사위원회를 설치한 경우(감사위원회 설치 의무가 없는 금융회사가 이 조의 요건을 갖춘 감사위원회를 설치한 경우를 포함한다)에는 상근감사를 둘 수 없다.
- ⑨ 상근감사를 선임하는 경우 감사 선임 시 의결권 행사의 제한에 관한 제7항 및 「상법」 제409조제2항·제3항을 준용한다.
- ⑩ 상근감사 및 사외이사가 아닌 감사위원의 자격요건에 관하여는 제6조제1항 및 제2항을 준용한다. 다만, 해당 금융회사의 상근감사 또는 사외이사가 아닌 감사위원으로 재임(在任) 중이거나 재임하였던 사람은 제6조제1항제3호에도 불구하고 상근감사 또는 사외이사가 아닌 감사위원이 될 수 있다.

한편, 상법개정특별위원회는 분리 선출하는 1명 이상의 이사를 사외이사에 국한시키고, 의결권 제한에 있어서 최대주주는 그의 특수관계인 등을 합산하여 3%로 제한하고, 나머지 주주의 의결권도 개별적으로 3%로 제한하는 방안을 제시하였다. 나머지 주주의 의결권을 전혀 제한하지 않은 현행 상법이나 금융회사지배구조법보다 최대주주에게 유리한 방식이라고 하였다.

이와 같이 상법개정특별위원회와 법무부가 제시한 방안은 분리 선임되는 감사위원의 수는 물론 나머지 주주에 대한 의결권 제한에 있어서도 2013년도 정부안에 비해 최대주주에게 상당히 유리한 방안인 만큼 재계와 야당도 전향적인 자세로 정부안을 받아들일 필요가 있다. 또, 2017년 주총부터 금융회사지배구조법에 따라 유사한 방식으로 감사위원을 분리선출하고 있는 금융회사를 상대로 투기자본이 단 한 번도 경영권을 침해한 사례가 없었다는 점도 지적하지 않을 수 없다.

## 〈참고문헌〉

- 경제개혁연대, “국민연금의 스틱인베스트먼트 펀드 출자 관련 질의” (2019.4.9.)
- 경제개혁연대, “국민연금 기금 위탁, 대기업 스페셜시츄에이션 펀드는 되고, 주주행동주의 펀드는 안 되는 이유가 뭐가” (2019.5.23.)
- 법무부 상사법무과, “감사위원 분리 선출제 도입 등 회의 기초자료 2-2” (2017.11)
- 법무부, “상법 일부개정안 검토의견” (2018.3)
- 보건복지부, “국민연금기금 수익률 제고를 위한 대체투자 집행 개선방안” (2019.5.3.)
- 이시연·이보미, “기관투자자의 주주활동 활성화를 위한 제도 개선방안” (2019.5.20.)
- 조선비즈 “한진칼 꼽수 저격한 KCGI…단기차입금 증액 놓고 한 판”(2018.12.14.),
- Bebchuk, Lucian A., Alon Brav, and Wei Jiang. “The Long-Term Effects of Hedge Funds Activism.” *Colum. L. Rev.* 115 (2015): 1085.
- Bloomberg Briefs “GIC is said to invest \$100 Million in Misaki Capital” (2017.8.2.)
- Brav, Alon, Wei Jiang, Frank Partnoy, and Randall Thomas. “Hedge fund activism, corporate governance, and firm performance.” *The Journal of Finance* 63, no. 4 (2008): 1729-1775.
- Brav, Alon, Wei Jiang, and Hyunseob Kim. “The real effects of hedge fund activism: Productivity, asset allocation, and labor outcomes.” *The Review of Financial Studies* 28, no. 10 (2015): 2723-2769.
- Financial Times “Dynamic overhaul for Japan's passive GPIF” (2014.8.21.)
- IPE “PGGM invests in activist fund” (2002.04)
- Reuters, “CalSTRS backs new activist hedge fund Impactive with \$250 million” (2019.2.12.)
- Willis Towers Watson, “Global Pension Assets Study,” (2019)

# 기관투자자 지분율이 감사품질에 미치는 영향 : 감사시간을 중심으로\*

연구논단II

유용근 | 고려대학교 경영대학 교수, 한국기업지배구조원 객원연구위원

## I. 서론

본 연구는 우리나라 기업을 대상으로 기관투자자가 감사품질에 미치는 영향을 실증적으로 분석하였다. 보다 구체적으로 본 연구에서는 기관투자자 영향력의 대용치인 기관투자자 지분율과 감사품질의 대용치인 감사시간 사이의 상관관계에 대한 실증분석을 실시하였다.

회계감사는 기업 모니터링 기제의 일환으로서 외부 경제주체들이 의사결정시 활용하는 회계정보의 신뢰성을 제고함으로써 이들의 보다 합리적인 의사결정을 유인하는 사회적 역할을 수행한다. 하지만 회계감사 품질을 제고하기 위해서는 합리적인 회계감사 제도의 설정 및 운영 뿐만 아니라 감사인에 대한 효율적인 규제와 시장에서의 감시기능이 동시에 확립되어야 한다. 회계감독 당국의 감리제도 등을 통한 규제적 감시제도는 규제기관과 감사인간 이해 상충 문제 등으로 사회적 비용을 야기할 가능성이 있으며, 감사인에 대한 사후적 제재는 사전적인 감사품질의 확보에 한계점을 가질 수 있다. 이에 따라 투자자 또는 재무분석가 등 자본시장 참가자들의 감사인에 대한 사전적 감시기능이 감사인의 감사품질 제고에 있어 규제적 감시제도를 보완할 수 있는 중요한 요소로서 대두되고 있다.

주식시장에서 일반 투자자들은 비용의 집중과 효익의 분산 그리고 정보입수 및 처리 능력의 제약 등으로 인하여 투자기업의 경영자에게 실질적인 영향력을 미치기 어렵다. 반면 기관투자자의 경우 일반 투자자 또는 법인들로부터 대규모 자금을 모집하여 이를 투자하므로 일반 투자자들에 비하여 투자기업의 경영자를 견제하고 감시할 유인이 상

\* 본 원고는 유용근·전홍민의 동명 Working Paper를 수정하여 개고한 원고임

대적으로 높고 이를 위한 전문적 지식을 갖추고 있어 투자기업 경영자의 의사결정에 유효한 영향력을 행사할 수 있다 (Jiambalvo et al. 2002; Kaplan and Minton 1994).

하지만 Badrinath et al. (1989)은 기관투자자가 포트폴리오에 기반한 투자기법을 바탕으로 통상 50~60개 기업에 동시에 투자를 진행하고 있어 투자기업 재무제표의 신뢰성을 일일이 판단하기 힘들기 때문에 감사인으로 하여금 이를 대신 수행하도록 할 유인을 가진다고 보고하였다.<sup>1)</sup> 즉 기관투자자는 경영자와 주주사이에 존재하는 정보 비대칭으로 인해 재무제표의 신뢰성이 저하됨으로써 정보위험이 증가하고 이에 따라 투자기업의 가치가 하락하는 것을 방지하기 위하여 투자기업 경영자들에게 보다 높은 감사품질을 요구함으로써 재무제표의 신뢰성을 확보할 유인을 가진다 (Kane and Velury 2004). 이러한 논의를 종합해 보면 기관투자자는 투자기업 재무제표의 신뢰성을 확보하기 위하여 투자기업의 경영자에게 영향력을 행사하여 감사인의 감사품질을 제고하도록 요구할 유인 및 능력을 가지고 있을 것으로 예상된다.

기관투자자가 감사인의 감사품질에 미치는 영향에 대하여 분석한 선행연구로서 Han et al. (2008)은 미국 기업을 대상으로 기관투자자 지분율과 Big-4 회계법인의 고용 및 감사보수와의 상관관계를 분석하였다. 그 결과 기관투자자 지분율이 높을수록 Big-4 회계법인을 보다 자주 고용하는 것으로 나타났으며, 기관투자자 지분율이 높을수록 피감사기업의 감사위험이 낮아짐에 따라 감사보수가 줄어든다고 보고하였다. 하지만 미국 기업과 우리나라 기업들의 기업지배구조가 상이하고 감사오류 등에 대한 우리나라의 법적 소송제도가 미국에 비해 약한 점 등을 고려해 볼 때 기관투자자가 감사품질에 미치는 영향에 대한 미국의 실증분석 결과가 우리나라 기업에 대해서도 적용될지 여부는 사전적으로 볼 때 실증분석 과제로 판단된다.

본 연구에서는 선행연구를 따라 기관투자자 영향력의 대응치로 기관투자자 지분율을 사용하되, 감사품질의 대응치로는 감사인의 감사시간을 사용하였다. 일부 선행연구들의 경우 감사인의 높은 감사품질에 대하여 피감사기업이 높은 감사보수를 지급하기 때문에 감사보수를 감사품질에 대한 대응치로 사용한 바 있으나 (Palmrose 1986; Francis and Simon 1987), 다음과 같은 문제점으로 인해 본 연구에서는 감사인의 감사시간을 감사품질의 대응치로 사용하였다. 우선 동일한 피감사기업에 대한 세무나 인수합병 자문 등 비감사서비스로 인해 감사인의 감사업무 자체에 대한 감사보수가 크게 영향을 받음으로써 (DeAngelo 1981; O'Keefe et al. 1994; Choi et al. 2006) 감사보수가

1) 다수의 선행연구들은 감사품질이 높아질수록 경영자의 이익조정이 감소하고 주식시장의 이익반응계수가 높아지는 등 감사품질과 재무제표의 신뢰성에 양(+)의 상관관계가 있음을 보고하였다 (예: Teoh and Wong 1993; Becker et al. 1998).

감사품질을 제대로 측정하지 못할 가능성이 많다. 나아가 감사법인이 피감사기업에 대하여 초도감사를 수행할 경우 감사보수를 할인해 주는 경우가 많기 때문에 감사보수와 감사품질 사이에 양(+)의 상관관계가 존재하지 않을 수 있다. 그 반면 Caramanis and Lannox (2008)는 실제 감사시간과 재무제표의 신뢰성 사이에 양(+)의 상관관계가 있으며 측정오류가 존재할 수 있는 감사보수 보다 감사시간을 감사품질의 대용치로 사용하는 것이 더욱 적절하다고 주장하였다. 또한 정재욱 외 2인 (2009)도 한국기업을 대상으로 한 실증연구에서 감사인의 감사시간과 재량적 발생액을 활용한 이익조정규모 사이에 음(-)의 상관관계가 존재한다고 보고함으로써 감사인의 감사시간을 감사품질의 대용치로 사용할 수 있는 실증적 근거를 제시하였다. 마지막으로 감사시간을 감사품질의 대용치로 사용하여 기관투자자 지분율과의 상관관계를 분석한 선행연구가 매우 제한적이라는 점에서도 감사시간을 감사품질의 대용치로 사용한 본 연구는 기존 선행연구에 대해 추가적인 공헌점을 가질 수 있을 것이다.<sup>2)</sup>

기관투자자는 단기적인 시세차익을 추구하는 일반 투자자에 비하여 상대적으로 우량 기업에 장기적인 대규모 투자를 수행함에 따라 해당 기업 경영자의 의사결정에 영향력을 발휘할 유인과 능력을 가지게 된다. 특히 기관투자자는 투자기업의 가치를 유지하기 위하여 해당 기업 재무제표의 신뢰성을 확보하고자 경영자로 하여금 보다 높은 품질의 감사서비스를 받도록 영향력을 행사할 것이다. 예를 들어 감사인의 회계감사에도 불구하고 해당 기업의 재무제표에 회계부정이나 회계오류가 나타날 경우 경영자로 하여금 감사인 교체를 요구할 수 있으며, 나아가 이러한 회계부정이나 회계오류가 반복될 경우 경영자 및 해당 감사인에 대하여 법적 소송을 제기할 수도 있을 것이다. 따라서 기관투자자 지분율이 높아 기관투자자의 경영자에 대한 영향력이 큰 기업일수록 감사인은 피감사기업의 감사업무를 지속적으로 수입하는 동시에 소송위험을 줄이고자 기관투자자의 높은 감사품질에 대한 수요를 충족하기 위하여 해당 기업의 감사업무에 보다 많은 감사시간을 투입할 것이다. 하지만 이와 같이 기관투자자 지분율이 감사인의 감사시간에 미치는 영향에 대하여 분석한 선행연구가 매우 제한적임에 따라 본 연구에서는 우리나라 기업들을 대상으로 기관투자자 지분율과 감사인의 감사시간 간 상관관계를 실증적으로 분석하였다.

기관투자자 지분율과 감사인의 감사시간에 대한 자료를 구할 수 있는 2000년부터 2003년까지 우리나라의 유가증권 또는 코스닥 시장에 상장된 기업 중 1,915 기업/연도의 관측치를 대상으로 실증분석을 실시한 결과, 전년도 및 당해 연도의 기관투자자

2) Han et al. (2008)의 경우 미국 기업에 대한 감사시간 자료상의 한계로 인하여 감사시간을 감사품질의 대용치로 사용한 실증분석을 실시하지 못한 바 있다.

지분율과 감사인의 감사시간 사이에는 양(+)의 유의한 상관관계가 존재하는 것으로 나타났다. 나아가 이러한 상관관계는 Big-4 회계법인으로부터 감사를 받는 기업들에서 주로 관찰되었다. 이러한 실증결과는 기관투자자의 영향력이 큰 기업일수록 해당 기업의 회계감사에 대해 요구되는 보다 높은 품질의 감사서비스를 제공하기 위하여 감사인이 보다 많은 감사시간을 투입하여 노력하고 있는 것으로 해석될 수 있다.

본 연구는 우리나라 감사시장에서 기관투자자가 감사품질을 제고시킬 수 있는 외부 메커니즘으로서 역할할 수 있다는 실증결과를 체계적으로 보고했다는 점에 주된 공헌점이 있을 것이다. 나아가 감사시간을 감사품질의 대용치로 사용하여 기관투자자 지분율이 높을수록 감사인의 감사시간이 증가한다는 점을 보고함으로써 감사보수 등을 감사품질의 대용치로 사용한 관련 선행연구를 보완할 수 있다는 점에서도 추가적인 공헌점을 가질 수 있을 것이다. 결론적으로 본 연구는 우리나라 감사인의 감사품질 제고요인에 대한 추가적인 실증결과를 보고함으로써 회계학계, 기업, 자본시장 참여자, 감사인 및 감독 당국 등에 대해 의미 있는 시사점을 제공할 수 있을 것으로 기대된다.

## II. 선행연구 및 가설설정

외부 회계감사가 회계정보의 신뢰성을 제고하여 회계정보 이용자의 의사결정에 유의한 영향을 미침에 따라 감사인의 감사품질 결정요인에 대한 연구가 국내외에서 꾸준히 이루어져왔다. 국내의 경우 감사품질 결정요인과 관련된 선행연구는 주로 감사보수를 감사품질의 대용치로 사용하고 감사보수에 영향을 미치는 요인들을 분석하는데 집중되어 왔다. 그러나 최근 들어 사업보고서에 지난 3년간의 감사시간에 대한 정보가 추가로 공시되기 시작하면서 감사품질의 또 다른 대용치로서 감사시간의 결정요인에 대한 연구도 활발히 이루어지기 시작하였다. 예를 들어 최관, 백원선 (1998)은 국내 기업을 대상으로 한 연구에서 감사인의 감사시간을 결정하는 주요 변수로서 피감사기업의 기업 규모, 해외매출액 비중, 사업장 수, 상장여부 등을 보고하였다. 아울러 권수영 외 2인 (2005)은 대형회계법인일수록, 그리고 피감사기업의 재무위험을 나타내는 부채비율이 높을수록 감사인의 감사시간이 유의하게 증가하는 것으로 보고하였다.

이와 같이 감사품질의 대용치로서 감사시간을 결정하는 요소를 분석하는 연구와 더불어 감사시간이 실제로 감사품질의 대용치로서 활용될 수 있는지 여부에 대한 실증연구도 수행되었다. 우선 Palmrose (1986)는 대형회계법인이 여타 회계법인에 비해 보

다 높은 품질의 감사서비스를 제공할 수 있는 이유 중 하나는 대형회계법인일수록 감사 업무에 보다 많은 시간을 투여함으로써 피감사기업 재무제표에서의 중대한 오류를 찾아낼 확률이 높아지기 때문이라고 주장하였다. Caramanis and Lennox (2008)는 그리스 기업을 대상으로 한 실증분석에서 감사인의 감사시간이 늘어날수록 피감사기업의 재량적 발생액이 유의하게 감소한다고 보고하는 한편, 감사시장의 다양한 가격결정요소로부터 영향을 받기 때문에 측정오류가 내재될 수 있는 감사보수에 비해 감사시간이 감사품질을 측정하는데 있어 보다 더 직접적인 대응치라고 주장하였다. 한편, 정재욱 외 2인 (2009)은 국내기업을 대상으로 이와 유사한 실증분석을 실시하였는데 감사시간과 재량적 발생액의 절대값 사이에 음(-)의 상관관계가 있다고 보고함으로써 우리나라 기업에 대해서도 감사시간이 감사품질의 적절한 대응치가 될 수 있음을 입증하였다.

기존의 재무와 회계분야의 선행연구들은 일반적으로 기관투자자들이 자신들이 지분을 소유한 기업에 대하여 견제와 감시활동을 효과적으로 수행하는지 여부에 대하여 일관된 결론을 도출하지 못하고 있다. 우선, Grossman and Hart (1980)는 소액주주는 투자 금액에 비해 해당 기업을 견제하는 비용이 크기 때문에 적극적으로 견제 및 감시활동을 수행할 유인이 제한적이지만, 기관투자자를 포함한 대주주들은 대규모의 자금을 투자하는 경우가 많기 때문에 주주가치 극대화에 반하는 해당 기업 경영자의 사적 효용 추구를 견제하고 감시할 유인을 가진다고 주장하였다. 보다 구체적으로 Brickley, Lease and Smith (1988)는 기관투자자들이 이사회에서 의결권 행사를 통해 주주가치 극대화를 추구하기 위한 견제활동을 소액주주들에 비해 보다 적극적으로 수행하고 있다는 실증결과를 보고하였다. Wahal and McConnell (2000) 역시 기관투자자들이 경영자로 하여금 기업의 장기성장에 필수적인 연구개발비와 유형자산에 대한 투자를 늘리도록 유도하는 역할을 수행하고 있다고 보고하였다. 나아가 Hartzel and Starks (2003)는 기관투자자가 경영자에 대한 금전적 보상의 결정에 있어 효과적인 견제 및 감시활동을 수행함으로써 주주와 경영자 사이에 발생할 수 있는 대리인 문제를 감소시키고 있다고 주장하였다.

그러나 이러한 선행연구와는 달리 일부 선행연구들은 기관투자자들이 지분을 소유한 기업에 대해서 효과적인 견제 및 감시역할을 수행하지 못하고 있다고 보고하였다. 예를 들어 Agrawal and Knoeber (1996)는 기관투자자 지분율이 높더라도 토빈의 Q로 측정된 기업가치가 유의하게 높아지지 않는다고 보고하였고, Black (1998)도 미국의 기관투자자들을 대상으로 한 설문조사를 통해 기관투자자들이 적극적인 의결권 행사를 통해서 기업의 경영활동을 적극적으로 견제하고 감시함으로써 해당 기업의 성과를 향상시키는 역할을 효과적으로 수행하고 있지 못하다고 주장하였다. 나아가 Parrino,

Sias and Starks (2003) 역시 기관투자자들이 최고 경영자에 대한 적절한 견제와 감시를 통해 기업지배구조를 긍정적으로 변화시키는 역할을 제대로 수행하고 있지 못하다고 주장하였다. 이상의 선행연구를 종합해보면 Jensen (1993)과 Shleifer and Vishney (1997)가 주장하듯이 대규모의 자금을 투자한 기관투자자들이 경제적 보상을 위해 해당 기업 경영자들에 대해 견제와 감시활동을 수행할 충분한 유인을 가지고는 있으나, 기관투자자들이 적극적인 의결권 행사 등을 통해서 이러한 활동을 실질적으로 수행하고 있는지 여부는 실증분석의 과제라고 판단된다.

이러한 배경 하에서 기관투자자가 감사품질에 미치는 영향을 분석한 선행연구로서 Kane and Velury (2004)는 미국 기업을 대상으로 한 실증분석에서 감사인 규모를 감사품질의 대용치로 사용하여 기관투자자 지분율이 증가할수록 대형회계법인을 감사인으로 선임한다고 보고함으로써 기관투자자가 경영자를 견제하고 감시하기 위하여 감사인에게 보다 높은 감사품질을 요구하고 있음을 밝혀냈다. 아울러 Han et al. (2008)은 기관투자자 지분율이 높아짐에 따라 대형회계법인을 감사인으로 선임하는 경향이 보다 높아진다고 보고함으로써 Kane and Velury (2004)와 유사한 실증결과를 보고하였다. 그러나 Han et al. (2008)은 기관투자자 지분율과 감사보수 사이에는 음(-)의 상관관계가 있다고 보고하고, 기관투자자가 경영자에 대한 별도의 견제와 감시활동을 통해 감사위험을 줄임으로써 감사인이 해당 기업에 대한 감사보수를 할인하고 있다고 주장하였다. 이와 같은 국내외 선행연구들을 고려하여 본 연구에서는 국내 기업을 대상으로 감사인 규모 또는 감사보수 대신 감사시간을 감사품질의 대용치로 사용하여 기관투자자의 영향력을 측정하는 기관투자자 지분율과의 상관관계를 실증적으로 분석하였다.

기관투자자의 경우 주식시장에서 일반 투자자에 비해 대규모의 자금을 장기간 투자하기 때문에 경영자를 견제하고 감시함으로써 대리인비용을 감소시키고자 하는 유인 및 영향력을 보유하고 있다. 그 일환으로 기관투자자는 투자기업 재무제표의 신뢰성을 제고하기 위하여 감사인에게 보다 높은 품질의 감사서비스를 요구할 것이다. 예를 들어 투자기업 재무제표에 회계부정이나 회계오류가 반복적으로 발생할 경우 기관투자자는 해당 기업의 지분을 매각하거나 감사위원회와 이사 선임에 영향력을 행사함으로써 경영자에게 감사인 교체를 요구하고 나아가 법적 소송을 제기할 수 있을 것이다. 이에 따라 기관투자자 지분율이 높은 기업에 대해 감사인은 감사업무의 품질을 높게 유지함으로써 감사인 교체나 법적 소송 등에 대비할 유인을 가질 것이며 이러한 감사업무의 품질을 제고하기 위하여 감사업무에 보다 많은 시간을 투입할 것으로 예상된다. 이에 따라 본 연구에서는 다음과 같은 대립가설을 연구가설로 설정하였다.

가설: 기관투자자 지분율은 감사인의 감사시간과 양(+)의 상관관계를 가진다.

### III. 연구방법론

기관투자자 영향력의 대용치인 기관투자자 지분율이 감사품질 대용치인 감사인의 감사시간에 미치는 영향에 대하여 분석하기 위하여 본 연구에서는 감사인의 감사시간을 종속변수로 하고 기관투자자 지분율을 독립변수로 하는 회귀분석을 실시하였다. 동 회귀분석에 있어 국내외 선행 연구 (Simunic 1980; Palmrose 1986; 권수영, 김문철 2001)를 통해 널리 알려져 있는 감사시간 결정요소들을 통제변수로 사용하였다.<sup>3)</sup>

본 연구에서 감사품질의 대용치로 활용한 감사시간은 감사인의 피감사기업에 대한 연간 감사시간으로서 동 데이터는 금융감독원 전자공시시스템에 공시된 감사보고서에서 수작업을 통해 수집하였다. 또한 기관투자자 영향력의 대용치인 기관투자자 지분율은 보험회사, 금융회사, 국민연금, 신탁운용회사 등의 지분율 합으로 국내 선행연구를 따라 (전홍민 외 2인 2011) 기관투자자 지분율에 대한 의무공시기한인 2003년 이전을 대상으로 TS2000에서 데이터를 추출하였다. 한편, 동 연구의 실증분석을 위하여 필요한 통제변수들과 관련된 자료는 Fn-Guide, TS2000과 KISValue III로부터 산출하였다. 본 연구가 설정한 가설대로 기관투자자가 감사품을 제고시키는 외부 메커니즘으로서 역할하고 있다면 기관투자자 지분율과 감사시간 사이에는 양(+)<sup>4)</sup>의 상관관계가 나타날 것으로 예상된다.

본 연구에서는 한국의 유가증권시장과 코스닥시장에 상장된 기업 중 다음의 네 가지 조건을 만족하는 2000년부터 2003년까지의 총 1,915개 기업/연도 관측치를 실증분석에 활용하였다: 1) (주)한국신용평가정보의 KISValue III와 TS2000에서 회계자료를 구할 수 있는 기업; 2) 기관투자자 지분율 그리고 감사시간 등 회귀분석에 사용될 모든 변수들을 구할 수 있는 기업; 3) 회계연도가 12월말로 종료되는 기업; 4) 금융업에 속하지 않는 기업.

3) 본 연구의 실증분석에서 고려한 통제변수는 다음과 같다: 피감사기업 총자산의 자연로그 값, 감사법인이 BIG-4 제휴 회계법인이면 1, 아니면 0인 더미변수, 피감사기업 재고자산과 매출채권이 총자산에서 차지하는 비중, 피감사기업 부채비율, 피감사기업 총자산이익율, 전년도 감사의견이 적정의견이 아니면 1, 적정의견이면 0인 더미변수, 전년도 손실발생 피감사기업이면 1, 아니면 0인 더미변수, 피감사기업의 매출액 증가율, 피감사기업이 초도감사기업이면 1, 계속감사기업이면 0인 더미변수, 연도별/산업별 더미변수

4) 본 연구의 가설대로 기관투자자가 감사인으로 하여금 감사시간을 늘리도록 영향력을 행사하는 대신 감사인이 보다 많은 감사시간을 투입하여 감사품질이 높은 기업들에 대해 기관투자자가 투자를 할 경우에도 이와 같은 양(+)<sup>4)</sup>의 상관관계가 관찰될 수 있기 때문에 본 연구에서는 감사시간과 동일 연도의 기관투자자 지분율 대신 그 전년도의 기관투자자 지분율을 사용한 회귀분석을 추가로 실시하였다. 만일 전년도 기관투자자 지분율과 당해 연도 감사시간 간에 동일한 양(+)<sup>4)</sup>의 상관관계가 관찰된다면 이러한 내생성 문제는 일정 부분 해소될 수 있을 것으로 판단된다.

## IV. 실증분석 결과

본 연구에서는 기관투자자가 감사품질에 미치는 영향을 분석하기 위해 감사인의 감사시간을 종속변수로 하고 기관투자자 지분율을 독립변수로 하는 회귀분석을 실시하였다. 실증분석 결과 본 연구의 관심변수인 기관투자자 지분율은 감사시간에 대해 통계적으로 유의한 양(+의) 회귀계수를 가지는 것으로 나타났다. 또한 감사시간이 많이 투입된 기업에 대해 기관투자자 지분율이 증가함으로써 이러한 실증분석 결과가 도출된 것 인지에 대한 추가적인 검증을 위하여 전기의 기관투자자 지분율과 당기의 감사시간 간 회귀분석을 실시한 결과 전기의 기관투자자 지분율과 당기의 감사시간 사이에도 통계적으로 유의한 양(+의) 회귀계수가 관찰되었다. 따라서 기관투자자 지분율이 증가할수록 기관투자자들이 해당 투자회사에 대하여 높은 감사품질을 요구함에 따라 감사인이 피감사법인에 대한 감사시간을 증가시킬 것이라는 본 연구의 가설은 실증적으로 지지되는 것으로 판단된다.

한편 본 연구에서는 기관투자자 지분율과 감사시간 간 양(+의) 상관관계가 Big-4 제휴법인이 해당 기업을 감사하는지 유무에 따라 차이가 있는지에 대한 실증분석을 위해 감사인의 Big-4 제휴법인 여부에 따라 기업/연도를 두 그룹으로 분리하여 각각에 대하여 기관투자자 지분율과 감사시간 간 회귀분석을 실시하였다. 실증분석 결과 Big-4 제휴법인이 감사를 실시하는 그룹에 대해서만 기관투자자 지분율과 감사시간 사이에 유의한 양(+의) 회귀계수가 관찰되었다. 즉, 기관투자자의 높은 감사품질 요구에 대하여 Big-4 제휴법인이 이를 더욱 적극적으로 반영하여 감사시간을 증가시키는 것으로 나타났다. 이러한 실증결과는 Big-4 제휴법인일수록 회계법인 자체의 명성이나 평판 유지에 더욱 많은 노력을 기울이는 한편, 사후적으로 회계오류나 회계부정이 발생하였을 때의 법적소송 가능성에 대비하여 기관투자자의 감사품질 제고 요구에 대응하여 감사시간을 더욱 많이 투입했기 때문인 것으로 판단된다.

이상의 실증분석 결과를 종합해 보면, 기관투자자 지분율은 감사시간과 양(+의)의 유의한 상관관계를 가지고 있는 것으로 관찰되었다. 즉, 기관투자자 지분율이 증가할수록 해당 기업에 대하여 보다 높은 감사품질이 요구됨에 따라 감사인은 피감사법인에 대한 감사시간을 증가시키므로써 이러한 요구에 대응하는 것으로 나타났다. 따라서 기관투자자가 투자기업에 대한 감사인의 감사시간 증가를 요구함으로써 궁극적으로 감사품질 제고에 적절히 기여하고 있는 것으로 판단된다.

## V. 결론

본 연구에서는 한국기업을 대상으로 기관투자자 지분율이 해당 기업에 대한 감사인의 감사시간에 미치는 영향에 대하여 분석하였다. 기관투자자는 주식시장에서의 대규모 투자를 통해 해당 기업의 의사결정에 영향력을 미칠 수 있으며, 해당 기업의 주식가치를 유지하기 위하여 재무제표의 질을 제고하고자 일정 수준 이상의 감사품질을 요구할 유인을 가진다. 따라서 기관투자자 지분율이 높은 기업일수록 해당 기업의 감사인은 기관투자자가 요구하는 높은 수준의 감사품질을 유지하기 위하여 피감사기업에 대한 감사업무에 보다 많은 시간을 투여함으로써 재무제표의 신뢰성을 제고하고자 노력할 것이다. 이에 따라 본 연구에서는 감사시간을 감사품질의 대용치로 사용하여 기관투자자 지분율과 감사품질의 상관관계에 대한 실증분석을 실시하였다.

우리나라의 유가증권 또는 코스닥 시장에 상장된 기업 중 2000년부터 2003년까지 1,915개의 기업/연도 관측치를 이용하여 실증분석을 실시한 결과, 전년도 또는 당해 연도 기관투자자 지분율이 높을수록 감사인의 감사시간이 증가하는 것으로 나타났다. 나아가 이러한 기관투자자 지분율과 감사시간 사이의 양(+)의 상관관계는 주로 Big-4 회계법인의 피감사기업에 대하여 관찰되었다.

본 연구는 우리나라에서 기관투자자가 감사인의 감사품질을 제고할 수 있는 외부 메커니즘으로서 역할할 수 있음을 입증했다는 점에서 기업지배구조의 주요 구성원으로서 기관투자자의 역할과 감사품질 제고 요인에 대한 논점에 있어 관련 학계와 정책 및 실무담당자에게 중요한 시사점을 제공할 수 있을 것으로 기대된다.

## 〈참고문헌〉

- 권수영, 김문철, (2001), “감사보수의 결정요인과 감사보수체계 변화로 인한 효과분석”, 회계학연구, 26(2), 115-143.
- 권수영, 김문철, 정태진, (2005), “감사시간과 감사품질이 감사보수에 미치는 영향”, 회계학연구, 30(4), 47-76.
- 유성용, 박범진, (2012), “기업의 소유구조가 감사인의 노력을 고려한 감사품질에 미치는 영향”, 회계연구, 17(2), 89-116.
- 이명곤, 이세철, 장석진, (2008), “내부회계관리제도의 취약점이 감사시간과 감사보수에 미치는 영향”, 세무와 회계저널, 9(2), 73-104.
- 전홍민, 김현희, 차승민, (2011), “기관투자자가 실물활동을 통한 영업활동에 미치는 영향”, 경영학연구, 40(2), 383-406.
- 정재욱, 김진희, 임태균, (2009), “감사특성이 감사품질에 미치는 영향”, 회계연구, 14(3), 1-24.
- 최관, 백원선, (1998), “감사인 유형과 감사품질: 감사보수와 감사시간을 중심으로”, 회계학연구, 23(2), 49-75.
- Badrinath S., D. Gay, and R. Kale. (1989), “Patterns of Institutional Investment, Prudence, and the Managerial “Safety-Net” Hypothesis”, *Journal of Risk and Insurance* 56, 605-629.
- Becker, L., M. DeFond, J. Jiambalvo, and K. Subramanyam. (1998), “The Effect of Audit Quality on Earnings Management”, *Contemporary Accounting Research* 15, 1-24.
- Caramanis, C., and C. Lennox. (2008), “Audit Effort and Earnings Management”, *Journal of Accounting and Economics* 45, 116-138.
- Choi, J., B. Kim, and Y. Zang. (2006), “The Association between Audit Quality and Abnormal Audit Fees”, *Working paper*, City University of Hong Kong.
- DeAngelo, L. (1981), “Auditor Size and Audit Quality”, *Journal of Accounting and Economics* 13, 183-199.
- Francis, J., and D. Simon. (1987), “Test of Audit Pricing in the Small Client Segment of the U.S. Audit Market”, *The Accounting Review* 62, 145-157.

- Han, S., T. Kang, and L. Rees. (2008), "The Association between Institutional Ownership and Audit Properties", *Working Paper*, Korea University.
- Jiambalvo, J., S. Rajgopal, and S. Venkatachalam. (2002), "Institutional Ownership and the Extant to Which Stock Prices Reflect Future Earnings", *Contemporary Accounting Research* 19, 117-136.
- Kane, G., and U. Velury. (2004), "The Role of Institutional Ownership in the Market for Auditing Services: An Empirical Investigation", *Journal of Business Research* 57, 976-983.
- Kaplan, S., and B. Minton. (1994), "Outside Intervention in Japanese Companies: Its Determinants and Implication for Managers," *Working paper*, National Bureau of Economic Research.
- O' Keefe, T., A. Simunic, and T. Stein. (1994), "The Production of Audit Services: Evidence from a Major Public Accounting Firm", *Journal of Accounting Research* 32, 241-261.
- Palmrose, Z. (1986), "Audit Fees and Auditor Size: Further Evidence", *Journal of Accounting Research* 24, 97 - 110.
- Simunic, D. (1980), "The Pricing of Audit Services: Theory and Evidence", *Journal of Accounting Research* 18, 161-190.
- Teoh, H., and T. Wong. (1993), "Perceived Auditor Quality and the Earnings Response Coefficient", *The Accounting Review* 68, 346-366.

# 기업지배구조와 노사관계: 문헌연구를 중심으로

연구논단Ⅲ

남선우 | 한국노동연구원 연구원

김동원 | 고려대 경영학과 교수, 한국기업지배구조원 객원연구위원

## I. 서론

노사관계분야에서 기업의 지배구조를 나누는 방식은 두 가지가 있다. 첫째, 주주와 이해관계자 중심에서 기업지배구조를 바라보는 시각이 있다. 주주 중심의 기업지배구조에서는 기업의 주인을 주주로 간주하고 주주의 이익을 우선시한다. 이해관계자 중심의 기업지배구조에서는 소비자, 지역사회, 정부 등을 아우르는 기업과 관련된 이해관계자의 이익을 우선시한다. 둘째로는 소유경영인과 전문경영인 체제로 나누는 방식이다. 소유경영인은 기업의 지분을 직접 소유하면서 경영에도 참여하는 반면에, 전문경영인은 지분을 소유하지 않고 경영에만 참여한다. 대기업을 포함한 많은 국내 기업들의 지배구조는 소유경영인 체제 기업지배구조였고 1997년 IMF 사태 이후 이러한 지배구조의 문제점들이 대두되기 시작했다. 소유경영인의 독단적인 결정 및 횡포를 막고자 소액주주 보호방안, 사외이사 구성 기준, 감사위원회 설립 등 다양한 방법들이 제안되었다.

본 연구에서는 기업지배구조를 (1) 주주와 이해관계자 중심, (2) 소유경영인과 전문경영인 중심으로 나누었고 노사관계는 고용조정, 고용안정, 근로자 교육, 파업, 전반적인 노사관계 등으로 나누어 선행연구들을 살펴보았다. 기업지배구조와 노사관계에 대한 기존의 연구를 살펴보면 이론적 논의만을 진행한 연구들과 실증 분석을 진행한 연구들이 있었는데, 본 연구에서는 실증 분석을 진행한 기존 연구들만 검토했다. 본 연구의 구성은 주주와 이해관계자 중심의 기업지배구조와 노사관계의 선행연구 검토, 소유경영인과 전문경영인 체제의 차이점을 중심으로 진행한 기업지배구조와 노사관계의 선행연구 검토, 시사점으로 이루어져 있다.

## II. 주주 중심과 이해관계자 중심의 기업지배구조와 노사관계에 대한 기존 연구 검토

기업지배구조와 노사관계의 기존 연구들은 대부분 주주 중심, 이해관계자 중심의 기업지배구조에 초점을 두고 이루어졌다. 주주 중심의 기업지배구조에서는 기업의 주인을 주주로 보고 주주의 이익을 극대화하고자 한다. 주주 가치를 추구하는 과정에서 근로자, 소비자 등 기업의 다양한 이해관계자들의 가치가 약화된다. 주주 중심의 기업지배구조에서는 고용 조정이 빈번하게 나타날 수 있으며, 기업은 유연한 고용관계를 선호하기 때문에 주주 중심의 기업 지배구조에서는 불안정한 고용안정, 빈번한 파업과 함께 전반적인 노사관계가 적대적으로 나타날 것으로 기대된다.

반면, 이해관계자 중심의 기업지배구조에서는 기업의 주인을 기업의 이해관계자인 소비자, 협력사, 정부, 사회, 근로자 등으로 본다. 이해관계자의 가치 극대화를 추구하는 기업지배구조에서는 기업의 윤리적·사회적 책임, 고용 안정 등을 중요시 여기기 때문에 이해관계자 중심의 기업지배구조에서는 낮은 고용조정, 높은 고용안정, 적은 파업과 함께 전반적으로 협력적 노사관계가 나타날 것으로 기대된다. 김동주 (2008)는 위와 같은 논의를 아래 <표 1>처럼 정리하였다.

<표 1> 주주 관점과 이해관계자 관점의 차이점

구분	주주 관점	이해관계자 관점
이론적 배경	<ul style="list-style-type: none"> <li>• 대리인 이론</li> <li>• 주주 주권론</li> <li>• 협의의 기업지배구조 개념</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>• 이해관계자이론</li> <li>• 이해관계자 주권론</li> <li>• 광의의 기업지배구조 개념</li> </ul>
주주와 이해관계자 간의 관계	<ul style="list-style-type: none"> <li>• Stockholder형(주주가치 중시) 모델</li> <li>• 주주와 경영자, 대주주와 소액주주 간의 대리인 문제에 초점</li> <li>• 주주의 이익을 우선시하는 입장</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>• Stakeholder형(기업가치 중시) 모델</li> <li>• 기업의 이해관계자들의 지배구조 참여를 허용</li> <li>• 이해관계자들의 이익을 아울러 고려하는 입장</li> </ul>
고용관계를 보는 시각	<ul style="list-style-type: none"> <li>• 고용관계의 유연성을 선호</li> <li>• 등거리(arm's length) 노사관계 지향성</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>• 고용관계의 안정성을 선호</li> <li>• 참여적, 협력적 노사관계 지향성</li> </ul>

출처: 김동주 (2008)

주주 중심과 이해관계자 중심의 기업지배구조에서 노사관계가 어떠한 양상으로 나타나는지 면밀히 살펴보기 위해 노사관계를 세부적인 측면으로 나누어 기존의 실증적 연구들을 검토했다. 고용조정, 고용안정, 고용창출, 직업만족도, 근로자 교육, 파업, 전반적인 노사관계로 총 7가지 세부사항으로 나누어 기업지배구조와 노사관계간의 연관성을 살펴보았다. 우선 고용조정 측면을 보면, 주주 중심의 기업지배구조에서 더 빈번한

고용조정이 나타났다. Abe (2002)에 따르면 고용조정이 주주 중심의 기업지배구조에서 더 빈번히 나타났지만 고용조정 강도는 산업에 따라 달랐다. 철강과 전기공업 산업에서는 상대적으로 높은 고용 탄력성과 빈번한 고용조정이 나타났고 화학과 소매·유통업 산업에서는 상대적으로 낮은 고용 탄력성과 고용조정이 상대적으로 드물게 나타났다. 다른 기존 실증연구에서도 주주 중심의 기업지배구조에서 해고, 명예퇴직, 조기 퇴직과 같은 고용조정이 빈번히 나타났다 (Abe and Shimizutani, 2007).

고용안정을 살펴보면 주주 중심의 기업지배구조에서는 낮은 고용안정이 나타난 반면 이해관계자 중심의 기업지배구조에서 높은 고용안정이 나타났다. 국내 기업들을 대상으로 한 기존 연구에 따르면 이해관계자 중심의 기업지배구조에서 근로자의 평균 정년은 높았다 (Kim and Kim, 2015). 마찬가지로 국외 연구에서도 주주 중심의 기업지배구조에서 고용안정이 낮게 나타났다 (Inagami, 2001). Wiens-Tuers (2001)에 따르면 주주 중심의 기업지배구조에서 고용유연성이 높게 나타난 반면 고용안정은 상대적으로 낮았다.

고용창출 측면도 주주와 이해관계자 중심의 기업지배구조에서 서로 다른 양상을 보였다. 기존 국외 연구들을 살펴보면 이해관계자 중심의 기업지배구조에서 고용창출이 낮았다. 근로자들의 이익이 중요시되는 이해관계자 중심의 기업지배구조에서는 기존 근로자들에 대한 고용안정이 신규 근로자들의 채용과 반비례하여 고용창출이 상대적으로 적게 나타난 것으로 해석된다. 즉, 신규 근로자들이 기업에 들어오게 되면 기존 근로자들은 자신의 자리에 대한 위협을 느끼기 때문에 신규 근로자들을 꺼린다고 기존 연구들은 분석했다 (Abe and Shimizutani, 2007; Faleye et al., 2006).

근로자들의 직업만족도를 살펴보면 이해관계자 중심의 기업지배구조에서 상대적으로 높은 직업만족도가 나타났다. 이해관계자 중심의 기업지배구조에서는 근로자들의 이익이 우선시되기 때문에 직업만족도가 높게 나타났다고 기존 선행연구들은 분석했다 (Brammer et al., 2007; Sousa-Poza and Sousa-Poza, 2000). 근로자 교육도 이해관계자 중심의 기업지배구조에서 빈번하게 일어났고 그에 따라 상대적으로 높은 교육 비용이 지출되었다 (Kim and Kim, 2015). 반면, Inagami (2001)에 따르면 주주 중심의 기업지배구조에서 교육이 덜 이루어졌고 특히 내부 교육(in-house training)이 상대적으로 적게 나타났다.

이해관계자 중심의 기업지배구조에서 근로자들의 이익이 상대적으로 더 우선시되기 때문에 파업도 덜 빈번하게 나타났다 (Kim and Kim, 2015). 위와 같이 이해관계자 중심에서 낮은 고용조정, 높은 고용안정, 높은 직업만족과 교육, 낮은 파업이 나타나기 때문에 전반적인 노사관계가 좋을 것이라 예측할 수 있다. 실제로 기존 국내·외 선행연

구들을 살펴보면 이해관계자 중심의 기업지배구조에서 협력적 노사관계가 나타났다 (이주희, 2002; 김동주, 2009; Rizov and Croucher, 2008; Kim and Kim, 2015).

주주 중심, 이해관계자 중심의 기업지배구조와 노사관계에 관련한 기존 국내의 연구들은 아래 <표 2>와 같다. 선행연구들에서 사용된 표본과 연구결과들을 정리했다.

<표 2> 국내외 선행연구 검토: 기업지배구조(주주, 이해관계자)가 노사관계에 미치는 영향

세부측면	연구자	표본	연구 결과
고용조정	Abe (2002)	화학 산업: 66개 기업 철강 산업: 27개 기업 전기 산업: 71개 기업 소매·유통업: 88개 기업	<ul style="list-style-type: none"> <li>주주 중심의 기업지배구조에서 높은 고용 조정이 나타남.</li> <li>철강, 전기공업: 상대적으로 높은 고용 탄력성, 빈번한 고용조정 나타남</li> <li>화학, 소매·유통업: 상대적으로 낮은 고용 탄력성, 고용조정이 상대적으로 드물게 나타남</li> </ul>
	Abe and Shimizutani (2007)	2001년 Corporate Behavior 설문조사에 응답한 1202개 기업 중 496개 기업	주주 중심의 기업지배구조에서 해고, 명예 퇴직, 조기 퇴직과 같은 고용조정이 빈번히 나타남.
고용안정	Inagami (2001)	1999년 1월~7월 이루어진 설문조사에 응답한 731개 기업	주주 중심의 기업지배구조에서 고용안정이 낮게 나타남.
	Wiens-Tuers (2001)	Osterman (1992)에 사용된 설문조사 데이터에서 추출한 근로자 50명 이상의 사업장	<ul style="list-style-type: none"> <li>주주 중심의 기업지배구조에서 고용안정이 낮게 나타남.</li> <li>주주 중심의 기업지배구조에서 고용유연성이 높게 나타남.</li> </ul>
	Kim and Kim (2015)	TS-2000 데이터, 고용노동부 데이터, 이메일 및 전화 설문, CGS 데이터, 경제정의연구소 데이터에서 추출한 314개 기업	이해관계자 중심의 기업지배구조에서 평균 정년이가 높았음.
고용창출	Faleye et al. (2006)	미국증권거래위원회(SEC) 1995년 데이터에서 추출한 226개 기업	이해관계자 중심의 기업지배구조에서 고용 창출이 낮게 나타남
	Abe and Shimizutani (2007)	2001년 진행된 Corporate Behavior 설문조사에 응답한 1202개 기업 중 496개 기업	이해관계자 중심의 기업지배구조에서 고용 창출이 낮게 나타남.
직업만족	Sousa-Poza and Sousa-Poza (2000)	1999년 이루어진 국제사회조사(ISSP)에 응답한 15,324명의 정규직, 비정규직 근로자들의 응답 데이터	이해관계자 중심의 기업지배구조에서 직업 만족도가 높게 나타남
	Brammer et al. (2007)	2002년 영국 금융기관에 종사하고 있는 근로자 태도 설문조사에 응답한 4,712개 데이터	이해관계자 중심의 기업지배구조에서 직업 만족도가 높게 나타남
근로자 교육	Inagami (2001)	1999년 1월~7월 이루어진 설문조사에 응답한 731개 기업	주주 중심의 기업지배구조에서 내부 교육은 적게 이루어짐
	Kim and Kim (2015)	TS-2000 데이터, 고용노동부 데이터, 이메일 및 전화 설문, CGS 데이터, 경제정의연구소 데이터에서 추출한 314개 기업	이해관계자 중심의 기업지배구조에서 높은 교육비용이 지출됨
파업	Kim and Kim (2015)	TS-2000 데이터, 고용노동부 데이터, 이메일 및 전화 설문, CGS 데이터, 경제정의연구소 데이터에서 추출한 314개 기업	이해관계자 중심의 기업지배구조에서 적은 파업이 나타남

세부측면	연구자	표본	연구 결과
전반적인 노사관계	이주희 (2002)	2000년 한국노동연구원의 패널데이터에서 추출한 543개 기업	• 이해관계자 중심의 기업지배구조에서 협력적 노사관계가 나타남
	Rizov and Croucher (2008)	CRANET에서 추출한 데이터	• 이해관계자 중심의 기업지배구조에서 협력적 노사관계가 나타남
	김동주 (2009)	한국증권거래소에 상장된 158개 유노조 기업	• 이해관계자 중심의 기업지배구조에서 협력적 노사관계가 나타남
	Kim and Kim (2015)	TS-2000 데이터, 고용노동부 데이터, 이메일 및 전화 설문, CGS 데이터, 경제정의연구소 데이터에서 추출한 314개 기업	• 이해관계자 중심의 기업지배구조에서 협력적 노사환경이 구축됨 • 이해관계자 중심의 기업지배구조에서 협력적 노사관계가 나타남

하지만 주주, 이해관계자로 나누어 기업지배구조를 바라보는 것은 소유권과 경영권이 완벽히 분리된 서구권 국가들에서 더 적합하다는 지적도 있었다. 국내 기업 분석의 경우 서구권 국가들과 달리 소유권과 경영권이 완벽히 분리되지 않은 기업들이 많기 때문에 소유경영인, 전문경영인으로 나누어 기업지배구조를 분석하는 것이 더 적합하다는 견해였다. 소유경영인, 전문경영인 체제의 기업지배구조는 주주, 이해관계자 중심의 기업지배구조와는 다르다. 소유경영인은 기업의 소유권, 경영권 모두를 가지고 있다. 또한 소유경영인이 자신의 이익을 추구할 경우 기업 이해관계자들의 가치가 희생될 수 있다 (고세훈, 2003; 권순미, 2006). 이어서 소유경영인, 전문경영인 중심의 기업지배구조와 노사관계의 연관성에 대하여 살펴보고자 한다.

### Ⅲ. 소유경영인, 전문경영인 체제의 기업지배구조와 노사관계에 대한 기존 연구 검토

소유경영인과 전문경영인의 가장 근본적인 차이는 소유권과 경영권의 분리에서 나타난다. 앞서 언급했듯이, 소유경영인은 기업의 소유권과 경영권을 모두 가지고 있지만 전문경영인은 기업의 경영권만 갖는다. 많은 연구자들은 소유경영인과 전문경영인을 구분하기 위한 기준들을 제시했다. Berle and Means (1932)는 주식의 소유지분에 따라 경영인이 기업의 20% 이상을 소유한 경우 소유경영인으로, 그렇지 않은 경우 전문경영인으로 구분했다. 이후, 여러 연구자들이 각 나라에 적합한 기준을 도출하기 위해 연구를 진행하였다. 미국 연구자 Larner (1966)는 주식 소유 지분 기준을 10%, Herman (1981)는 5%로 제시했다. 영국에서는 Nyman and Silberston (1978)이 20% 기준을

제시했다. 한국의 경우 주석배, 황진수 (2014)가 Berle and Means (1932), Nyman and Silberston (1978)처럼 20%를 기준으로 제시했다.

주식 소유 지분 뿐만 아니라 대리인 이론이 소유경영과 전문경영 체제에 다르게 적용된다는 주장도 있었다. 소유경영인 체제의 기업지배구조에서는 경영인이 기업을 소유하고 있기 때문에 대리인 이론의 문제점이 나타나지 않는다. 하지만 전문경영인 체제의 기업지배구조에서는 전문경영인이 대주주, 이사회 등의 의견에 반하는 의사결정을 할 수 있기 때문에 대리인 이론의 문제점이 나타난다 (주석배, 황진수, 2014). 위와 같은 논의는 아래 <표 3>에 정리하였다.

**<표 3> 소유경영인과 전문경영인의 차이점**

구분	소유경영인 모델	전문경영인 모델
소유권과 경영권의 분리	분리되어있지 않음	분리되어 있음
특징	<ul style="list-style-type: none"> <li>• 기업 소유주, 대주주이자 경영에 참여</li> <li>• 소유경영인 = 주식의 20% 이상 소유</li> <li>• 대리인 문제 발생하지 않음</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>• 기업 소유주, 대주주 아님, 경영에만 참여</li> <li>• 전문경영인 = 주식의 20% 미만 소유</li> <li>• 대리인 문제 발생가능</li> </ul>

Schein (1983)은 소유경영인, 전문경영인의 특징 및 의사결정권 등 다양한 측면에서 소유경영인과 전문경영인을 구분 지었다. Schein (1983)은 이러한 소유경영인과 전문경영인의 특징이 기업지배구조 및 기업 운영에 지대한 영향을 미친다고 주장했다. 소유경영인과 전문경영인의 근본적인 차이는 기업 내 경영인의 정체성에 있다. 소유경영인은 기업의 창업주 혹은 창업주의 가족이며, 그들은 기업을 소유하면서 경영에도 참여한다. 반대로, 전문경영인은 기업의 소유주가 아니며, 일반적으로 창업주, 창업주의 가족도 아니다. 그들은 대체로 업종과 관계없이 전반적인 기업 경영 활동을 훈련 받은 사람들이다.

이러한 정체성의 차이를 기반으로 소유경영인과 전문경영인이 기업 내 위치, 특징, 관점, 동기, 의사결정 과정에서 상반된 차이를 보인다. 우선, 기업 내 위치를 살펴보면, 소유경영인은 기업의 소유권 덕분에 전문경영인에 비해 회사 내에서 안정적인 위치를 고수할 수 있다. 하지만 전문경영인은 계약을 기반으로 일을 하기 때문에 재계약 불발의 위험성으로 인해 소유경영인에 비해 상대적으로 불안정한 위치에 있다 (Schein, 1983).

다음으로 기업 운영 특징에서도 차이를 보인다. 소유경영인은 기업의 소유권, 기업 내 안정적인 지위 때문에 전문경영인에 비해 자기중심적이고 독단적인 면모를 보일 때가 많다. 또한 소유경영인은 전문경영인에 비해 장기간 기업을 운영하기 때문에 통합

적, 장기적 관점에서 기업을 운영한다 (Le Breton-Miller & Miller, 2006). 반면, 전문경영인은 자신의 임기기간 내에 성과를 극대화하기 위해 조직구성원들의 도움이 절대적으로 필요하다. 따라서 전문경영인은 조직 구성원에 대한 권한 위임을 많이 하고 (Schein, 1983), 단기적, 특정 사안에 초점을 맞추어 기업을 운영하는 경향이 있다.

소유경영인과 전문경영인의 차이는 기업을 운영하는 동기, 위험감수 의지, 의사결정 과정에서도 나타난다. 소유경영인은 기업을 오래 유지시켜서 자신의 다음 세대에 기업을 물려주고자 한다 (Le Breton-Miller & Miller, 2006). 또한 안정적인 지위 덕분에 혁신적, 비경제적 목표도 추구하고 적극적으로 위험을 감수하기도 한다 (Schein, 1983). 소유경영인은 자신의 지위를 더 공고히 하기 위해 이사회를 통제하고 싶어 하고 근로자들이 의사결정 과정에 참여하는 것을 꺼릴 수도 있다 (Jung, 2011). 반면, 전문경영인은 단기간 내에 성과를 보여서 계약을 연장시키고자 한다. 또한 불안정한 지위 때문에 전문경영인은 위험감수에 소극적이며 혁신과 비경제적 목표 추구를 꺼린다. 자신의 임기 동안 성과를 보이기 위해서는 조직 구성원들의 도움이 절대적으로 필요하기 때문에 자신에게 부여된 권한을 위임하며 의사결정 과정에 근로자들을 참여시키기도 한다 (Schein, 1983).

위와 같이 소유경영인과 전문경영인의 특징이 기업 경영에 어떠한 영향을 미치는 지 살펴보았다. 위의 논의는 아래 <표 4>에 정리되어있다.

<표 4> 소유경영인과 전문경영인의 여러 차이점

	소유경영인	전문경영인
기업 내 정체성	<ul style="list-style-type: none"> <li>• 창업주 혹은 창업주 가족</li> <li>• 기업의 소유권+경영권</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>• 창업주 혹은 창업주 가족 아님</li> <li>• 기업의 경영에만 참여</li> </ul>
기업 내 위치	<ul style="list-style-type: none"> <li>• 안정적인 지위</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>• 불안정한 지위</li> </ul>
특징	<ul style="list-style-type: none"> <li>• 자기중심적</li> <li>• 중앙집권적</li> <li>• 독단적</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>• 조직중심적</li> <li>• 참여 독려</li> <li>• 권한 위임</li> </ul>
관점	<ul style="list-style-type: none"> <li>• 장기적 관점에서 기업 운영</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>• 단기적 관점에서 기업 운영</li> </ul>
동기	<ul style="list-style-type: none"> <li>• 기업을 안정적으로 유지해 다음 세대에 물려주고자 함</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>• 단기간에 재무적 성과 창출</li> <li>• 자신의 재계약</li> </ul>
위험감수	<ul style="list-style-type: none"> <li>• 위험감수를 적극적으로 함</li> <li>• 혁신, 비경제적 목표 추구</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>• 위험감수에 소극적임</li> <li>• 혁신, 비경제적 목표 추구하지 않음.</li> </ul>
이사회와의 관계	<ul style="list-style-type: none"> <li>• 이사회를 통제하고자 함</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>• 이사회를 통제하지 못함</li> </ul>
의사결정 과정	<ul style="list-style-type: none"> <li>• 소유경영인에게 집중된 권한</li> <li>• 집중화된 의사결정 과정</li> <li>• 의사결정에 조직 구성원 참여시키지 않음.</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>• 상대적으로 낮은 권한</li> <li>• 분산된 의사결정 과정</li> <li>• 의사결정에 조직 구성원 참여시킴</li> </ul>

출처: Schein (1983). 'Figure 4. How do founder/owners differ from "professional managers"?' 재정리

이처럼 소유경영인과 전문경영인 중심의 기업지배구조 차이는 노사관계에도 서로 다른 영향을 미친다. 소유경영인과 전문경영인 체제의 기업지배구조와 노사관계의 기존 연구들을 좀 더 면밀히 살펴보기 위해 고용조정, 고용안정, 고용창출, 근로자 교육, 근로자 참여로 노사관계 측면을 세부적으로 나누었다. 우선 소유경영인, 전문경영인 체제의 기업지배구조는 고용조정에 유의한 영향을 끼친다는 것이 선행연구를 통해 나타났다. 해고, 조기퇴직과 같은 고용조정이 전문경영인 체제의 기업지배구조에서 빈번히 나타났다 (조준모, 박성재, 2007; Abe and Shimizutani, 2007). 반면 소유경영인 체제의 기업지배구조에서 고용조정은 상대적으로 낮게 나타났다 (이주희, 2002). 이러한 차이는 소유경영인과 전문경영인의 특징에서 발생한다. 소유경영인은 기업을 소유하고 있기 때문에 전문경영인에 비해 기업을 오래 운영한다. 하지만 전문경영인은 계약을 기반으로 일을 하기 때문에 재계약이 되지 않으면 이직을 해야 한다. 따라서 전문경영인은 소유경영인에 비해 자신의 평판관리를 중요시 여긴다. 또한 계약 기간 내에 회사에 문제가 생기지 않게 노력해야 하며, 동시에 뛰어난 성과를 보여야 하기 때문에 전문경영인이 더 민감하게 위기관리에 반응한다. 회사에 문제가 생기면 전문경영인은 우선적으로 비용 감축에 힘쓰며, 특히 비용 중 많은 부분을 차지하는 인건비를 줄이기 위하여 고용조정을 하는 것으로 해석된다.

고용안정은 고용조정과 반대 양상을 보인다. 고용조정이 상대적으로 높게 나타난 전문경영인 중심의 기업지배구조에서 고용안정이 낮게 나타날 것이고, 고용조정이 상대적으로 낮게 나타난 소유경영인 중심의 기업지배구조에서 고용안정이 높게 나타날 것으로 예상할 수 있다. 예상대로 Lee (2006), 김성환, 김종운 (2013)의 실증연구에서 소유경영인 체제의 기업지배구조에서 상대적으로 높은 고용안정이 나타났다.

노사관계의 다른 측면인 고용창출을 살펴보면, 전문경영인 중심의 기업지배구조에서 낮은 고용창출이 이루어졌다. 전문경영인은 단기간에 비용을 낮춰서 성과를 극대화하고자 하는 유인이 있기 때문에 (Schein, 1983), 전문경영인은 노동비용을 추가적으로 야기하는 고용창출을 꺼려했다 (박경서, 정찬식, 2010). 반면, 전문경영인에 비해 장기적인 관점에서 기업을 운영할 수 있는 소유경영인은 비용절감에 덜 예민하고 추가적인 인력이 필요하면 쉽게 근로자들을 더 고용할 수 있다. 이러한 예상대로 소유경영인 체제의 기업지배구조에서 상대적으로 더 높은 고용창출이 나타났다 (남영호, 문성주, 2007).

고용창출과 더불어 근로자 교육도 기업지배구조 종류에 따라 다른 양상을 보였다. 소유경영인 중심의 기업지배구조에서는 상대적으로 적은 근로자 교육이 이루어졌고 (Astrachan and Kolenko 1994; Reid and Adams, 2001), 반면 전문경영인 중심의 기업지배구조에서는 많은 근로자 교육이 이루어졌다 (송해덕, 신덕정, 2009; 조준모,

박성재, 2008). 이러한 결과는 조직구성원에 대한 의존도가 큰 전문경영인이 구성원의 교육에 더 많은 관심을 갖는 것으로 풀이된다. 특히 송해덕, 신덕정 (2009) 연구에 따르면 전문경영인 중심의 기업지배구조에서 임원들을 대상으로 한 내부교육이 많이 이루어졌는데 이는 전문경영인으로 승진할 내부 임원에 대한 배려가 전문경영인하에서 더 컸던 것으로 해석된다.

마지막으로 근로자 참여는 의사결정 참여, 자율적 작업팀 및 문제해결팀 구성 등으로 이루어져있다. 이러한 근로자 참여는 소유경영인 중심의 기업지배구조에서 상대적으로 낮게 나타났고 전문경영인 중심의 기업지배구조에서 상대적으로 높게 나타났다 (이병훈, 김동배, 2002). 이러한 결과는 소유경영인이 기업을 자신의 소유물로 여기기 때문에 소유권과 경영권을 강력하게 방어하고자 한 것으로 해석된다 (이병훈 김동배, 2002). 또한, Jung (2011)은 소유경영인이 대체로 가부장적인(paternalistic) 성향을 가지고 있기 때문에 의사결정 과정이나 결과를 근로자들에게 공유하고 싶어 하지 않기 때문이라고 주장했다. 이러한 특징들 때문에 소유경영인 중심의 기업지배구조에서 근로자 참여가 상대적으로 낮게 나타난다.

위와 같은 기존 연구 검토 및 논의는 아래 <표 5>에 정리되어 있다. 실증분석을 진행한 기존 연구들만 포함되었으며 <표 5>에 방법론과 연구결과들을 정리했다.

<표 5> 국내외 선행연구 검토: 기업지배구조(소유경영인, 전문경영인 중심)가 노사관계에 미치는 영향

세부측면	연구자	표본	연구 결과
고용조정	Lee (2006)	S&P 500에서 추출한 403개 기업	• 소유경영인 중심의 기업지배구조에서 고용조정이 상대적으로 드물게 나타남.
	조준모, 박성재 (2007)	2003, 2004년 사업체패널조사에서 추출한 105개 기업	• 전문경영인 중심의 기업지배구조에서 빈번한 고용 조정이 나타남. • 무노조 기업: 고용조정이 유의하게 나타남. • 유노조 기업: 고용조정이 유의하게 나타나지 않음.
	Abe and Shimizutani (2007)	2001년 Corporate Behavior 설문조사에 응답한 1202개 기업 중 496개 기업	• 전문경영인 중심의 기업지배구조에서는 많은 해고, 조기퇴직이 나타남.
고용안정	Lee (2006)	S&P 500에서 추출한 403개 기업	• 소유경영인 중심의 기업지배구조에서는 높은 고용 안정이 나타남.
	김성환, 김종운 (2013)	2005, 2007, 2009년 사업체 패널조사에서 추출한 2,667 응답 데이터	• 소유경영인 중심의 기업지배구조에서는 높은 고용 안정이 나타남.
고용창출	남영호, 문성주 (2007)	1999~2002년 한국증권거래소에 상장된 3,177개 기업	• 소유경영인 중심의 기업지배구조에서는 많은 고용 창출이 나타남.
	박경서, 정찬식 (2010)	1999~2007년 한국증권거래소에 상장된 5,800개 기업	• 전문경영인 중심의 기업지배구조에서는 적은 고용 창출이 나타남.

세부측면	연구자	표본	연구 결과
근로자 교육	Reid and Adams (2001)	이메일 설문조사에 응한 219개 북아일랜드 기업	<ul style="list-style-type: none"> <li>• 소유경영인 중심의 기업지배구조에서는 근로자 교육 투자 비용이 낮음.</li> <li>• 소유경영인 중심의 기업지배구조에서는 적은 수의 근로자가 교육에 참여함.</li> </ul>
	조준모, 박성재 (2008)	사업체패널에서 추출한 815개 기업	• 전문경영인 중심의 기업지배구조에서는 근로자들을 위한 교육투자가 활발히 이루어짐.
	송해덕, 신덕정 (2009)	인적자본기업 패널에서 추출한 454개 기업	• 전문경영인 중심의 기업지배구조에서는 임원교육이 활발히 이루어짐.
근로자 참여	이병훈, 김동배 (2002)	2001년 '참여적 작업장혁신 실태조사'에 응답한 2,454개 기업 중 933개 기업	• 소유경영인 중심의 기업지배구조에서는 의사결정 참여, 자율적 작업팀, 문제해결 팀 구성과 같은 근로자 참여가 적게 나타남.

#### IV. 맺음말

본 연구는 주주와 이해관계자 중심의 기업지배구조, 소유경영인과 전문경영인 체제 중심의 기업지배구조와 노사관계에 관련된 국내·외 실증연구들을 검토했다. 이러한 기존 연구들을 통해서 다양한 기업지배구조에 따라 다른 노사관계 양상이 나타난다는 것을 알 수 있었다. 전통적으로 서구에서는 주주와 이해관계자 중심의 기업지배구조와 노사관계와의 관련성을 분석하였다. 이에 따라 기존의 많은 국내 연구들은 주주와 이해관계자 중심의 기업지배구조와 노사관계에 초점을 맞추었고 소유경영인과 전문경영인 체제의 기업지배구조와 노사관계에 대한 분석은 다소 적었다. 본 연구는 한국의 기업들에는 소유경영인과 전문경영인 체제의 기업지배구조에 좀 더 초점을 맞추어 연구가 이루어져야 함을 보여주었다. 또한 기존 연구들은 고용조정, 근로자 교육 등 노사관계의 한 측면만을 바라보았는데 본 연구는 이러한 실증연구를 종합함으로써 기업지배구조가 노사관계에 미치는 전반적인 영향을 논할 수 있었다. 본 논문이 소유경영인과 전문경영인 중심의 기업지배구조가 한국 기업의 노사관계에 어떠한 영향을 미치는 지에 대한 더 폭넓은 실증연구를 촉발하기를 기대한다.

## 〈참고문헌〉

- 고세훈(2003), “대안체제로서의 ‘이해관계자 자본주의’”, 『국제정치논총』, 43(2), 245-271.
- 권순미(2006), “금융체제, 기업지배구조, 그리고 고용체제”, 『한국정치학회보』, 40(5), 251-277.
- 김동주(2008), “기업지배구조와 고용관계-이해관계자 관점과 주주 관점의 비교와 향후 연구방향의 제언”, 『기업경영연구』, 28, 165-188.
- 김동주(2009), “종업원참여제도와 주주이익보호제도가 노사협력수준에 미치는 영향”, 『노동정책연구』, 9(3), 175-207.
- 김성환·김종운(2013), “기업의 재무적 안정성이 고용과 고용안정성에 미치는 영향”, 『경영연구』, 28, 271-298.
- 남영호·문성주(2007), “가족기업과 비가족기업의 성과비교”, 『대한경영학회지』, 20(1), 237-264.
- 박경서·정찬식(2010), “종업원지주제도 (ESOP) 도입을 통한 종업원의 영향력 강화가 기업경영과 기업가치에 미치는 영향”, 『한국금융연구원』, 24(1), 3.
- 송해덕·신덕정(2009), “기업지배구조 결정요인과 인적자원개발 활동간의 관련성 연구”, 『HRD 연구』, 11(3), 1-21.
- 이병훈·김동배(2002), “작업시스템의 유형, 영향요인, 조직성과”, 『산업관계연구』, 12, 47-77.
- 이주희(2002), “경제위기, 구조조정과 노사관계: 구조조정기 노사관계 성격변화와 관련 요인”, 『산업노동연구』, 8(1), 111-135.
- 조준모·박성재(2007), “企業支配構造가 雇傭調整에 미치는 效果에 관한 研究”, 『산업관계 연구』, 17(2), 39-66.
- 조준모·박성재(2008), “기업지배구조가 인적자원관리에 미치는 효과 분석”, 『한국경제 연구』, 20, 69-105.
- 주석배·황진수(2014), “기업경영체제에 따른 경영자지배구조와 기업성과”, 『산업경제 연구』, 27(2), 805-834.
- Abe, M. (2002). Corporate governance structure and employment adjustment in Japan: An empirical analysis using corporate finance data. *Industrial*

- Relations: A Journal of Economy and Society*, 41(4), 683-702.
- Abe, N., & Shimizutani, S. (2007). Employment policy and corporate governance —An empirical comparison of the stakeholder and the profit-maximization model. *Journal of Comparative Economics*, 35(2), 346-368.
- Astrachan, J. H., & Kolenko, T. A. (1994). A neglected factor explaining family business success: Human resource practices. *Family Business Review*, 7(3), 251-262.
- Berle, A., & Means, G. (1932). *Private property and the modern corporation*. New York, NY: Mac-millan.
- Brammer, S., Millington, A., & Rayton, B. (2007). The contribution of corporate social responsibility to organizational commitment. *The International Journal of Human Resource Management*, 18(10), 1701-1719.
- Faleye, O., Mehrotra, V., & Morck, R. (2006). When labor has a voice in corporate governance. *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, 41(3), 489-510.
- Guzzo, R. A., & Abbott, S. (1990). Family firms as utopian organizations. *Family Business Review*, 3(1), 23-33.
- Herman, E. S. (1981). *Corporate control, corporate power*. New York, NY: Cambridge University Press.
- Inagami, T. (2001). From industrial relations to investor relations? Persistence and change in Japanese corporate governance, employment practices and industrial relations. *Social Science Japan Journal*, 4(2), 225-241.
- Jung, E. (2011). Employment relations in Japan and Korea. In Barry, M., & Wilkinson, A. (Eds.), *Research handbook of comparative employment relations* (pp 239-259). Cheltenham, UK: Edward Elgar.
- Kim, D. J. & Kim, D.-O. (2015). The impact of corporate governance on employment relations in South Korea: the shareholder versus stakeholder perspectives. *The International Journal of Human Resource Management*, 26(3), 338-360.
- Larner, R. J. (1966). Ownership and control in the 200 largest nonfinancial

- corporations, 1929 and 1963. *The American Economic Review*, 56(4), 777-787.
- Le Breton-Miller, I., & Miller, D. (2006). Why do some family businesses out-compete? Governance, long-term orientations, and sustainable capability. *Entrepreneurship Theory and Practice*, 30(6), 731-746.
- Lee, J. (2006). Family firm performance: Further evidence. *Family Business Review*, 19(2), 103-114.
- Nyman, S., & Silberston, A. (1978). The ownership and control of industry. *Oxford Economic Papers*, 30(1), 74-101.
- Reid, R. S., & Adams, J. S. (2001). Human resource management—a survey of practices within family and non-family firms. *Journal of European Industrial Training*, 25(6), 310-320.
- Rizov, M., & Croucher, R. (2008). Human resource management and performance in European firms. *Cambridge Journal of Economics*, 33(2), 253-272.
- Schein, E. H. (1983). The role of the founder in creating organizational culture. *Organizational Dynamics*, 12(1), 13-28.
- Sousa-Poza, A., & Sousa-Poza, A. A. (2000). Well-being at work: a cross-national analysis of the levels and determinants of job satisfaction. *The Journal of Socio-economics*, 29(6), 517-538.
- Wiens-Tuers, B. A. (2001). Employee attachment and temporary workers. *Journal of Economic Issues*, 35(1), 45-60.

# 최고경영자 보수 국가간 비교 분석

연구논단Ⅳ

배기홍 | York대학교 경영대학 교수, 한국기업지배구조원 객원연구위원

## I. 서론

최고경영자(CEO)의 보수는 항상 일반의 많은 관심대상이 되어 왔고 이는 CEO보수가 너무 과도하다는 인식과 함께 하고 있다. 한겨레 신문에 의하면 2017년 재벌 총수일가 CEO의 보수가 직원의 평균보수보다 35배 높아, CEO가 직원에 비해 지나치게 많은 보수를 받는 것으로 보인다.<sup>1)</sup> 반면 조선비즈에 의하면 2017년 기준 한국 CEO 중 연봉 상위 10인의 보수 수준은 미국의 20% 수준에 불과해 매우 낮은 것으로 나타나는 등,<sup>2)</sup> 2017년 CEO의 보수를 놓고 두 언론사가 다른 통계치를 인용하며 서로 상반된 해석을 하고 있다.

재벌 총수일가 CEO의 보수가 직원보다 평균 35배 많아 과도한 보수를 받는 것처럼 보이나 미국 Russell 3000 기업의 경우는 그 수치가 평균 70배이고 대형기업의 경우는 200배 이상에 달한다.<sup>3)</sup> 미국에 비하면 한국의 CEO는 오히려 너무 적은 보수를 받는다고도 볼 수 있다. 한편 한국 경영자 상위 10명의 보수 총액은 미국의 20%에 불과하지만 2017년 기준 한국 상위 10대 기업의 시가 총액은 미국의 10%밖에 되지 않는다. 기업 규모를 고려할 때 한국 기업의 CEO는 오히려 미국에 비해 과도한 보수를 받는다고도 해석할 수 있다. 이와 같이 CEO보수 수준의 평가는 무엇을 기준으로 하느냐에 따라 동일한 통계를 바탕으로 하더라도 전혀 다른 결론이 나올 수 있다.

1) <http://www.hani.co.kr/arti/PRINT/885940.html>

2) 기업 경영성과 평가 사이트 CEO스코어가 한국·미국·일본 3개국의 시가총액 상위 100대 기업의 2017년 경영자 보수를 비교한 결과, 한국 상위 10명의 보수 총액은 1006억원으로 미국 (5091억원)의 20%, 일본 (1306억원)의 77% 수준에 불과한 것으로 나타났다. ([biz.chosun.com/site/data/html\\_dir/2018/07/08/2018070801119.html](http://biz.chosun.com/site/data/html_dir/2018/07/08/2018070801119.html)).

3) CEO pay ratio: A deep data dive, Jessica Phan, Equilar, Inc., 2018/05/31 (<https://corpgov.law.harvard.edu/2018/05/31/ceo-pay-ratio-a-deep-data-dive/>)

경영자 보수에 대한 연구는 크게 두 가지 가설로 구분된다. 하나는 사익추구가설 (rent-seeking hypothesis)로 이는 취약한 지배구조로 인해 경영자에 대한 감시, 감독이 소홀할 때 경영자는 기업가치를 극대화하기 보다는 자신의 사익을 최대화하기 위해 과도한 보수를 받아 간다는 가설이다. 다른 하나는 최적계약가설 (optimal contracting hypothesis)로 경영자의 보수는 회사의 주인 (principal)인 주주와 회사의 대리인 (agent)인 경영자 간의 계약에 의해 결정되고 경영자 노동 시장 (managerial labor market)은 경쟁적이기 때문에 경영자의 보수는 경영자가 마땅히 받아야 하는 균형 가격 (equilibrium price)이라는 주장이다.<sup>4)</sup>

최고 경영자 보수가 일반에 비해 너무 많다는 것은 주지의 사실이다. 한국 경영자의 보수가 과도하다면 그 이유가 사적 이익을 추구한 결과인지 아니면 비록 과도해 보일지라도 경영 능력과 노력의 결과로 마땅히 받아야 할 정당한 보수인지를 판단하는 것은 매우 중요한 이슈이다. 경영자 보수의 적절한 설계는 기업가치에 큰 영향을 줄 수 있기 때문이다. 이에 대한 답을 얻기 위해선 한국 경영자 보수의 수준 평가가 선행되어야 할 것이며, 가장 현실적인 평가방법은 국가별 보수 수준 비교가 될 것이다. 그러나 아쉽게도 이에 대한 체계적인 국제 비교분석을 한 연구는 없는 실정이다. 미국기업과 비교한 연구는 일부 있으나<sup>5)</sup> 미국의 경영자 노동시장 및 기업지배구조는 우리와 매우 다르며 또한 경영자 보수 체계도 다르다. 미국 CEO의 연봉 수준은 타 국가에 비해 월등히 높고 연봉 체계도 상당히 달라 미국만의 독특한 특성을 갖고 있다. 따라서 미국 기업에 대한 비교만으로는 그 분석의 유용성이 떨어질 수 있다. 이에 본 연구는 OECD 국가와의 비교 분석을 통해 우리 경영자 보수의 적정성 여부를 판단할 수 있는 통계 자료를 제시하고자 한다.

한국을 포함한 총 20개 OECD국가의 2013년도 CEO 연봉을 조사한 결과를 간단히 소개하면 다음과 같다.

1. OECD 국가 중 미국의 CEO 연봉 수준은 매우 높으며 이는 주식 및 옵션과 같은 주식연계보수의 비중이 높기 때문이다. 미국 CEO의 평균 연봉은 381만불 (성과급 320만불)로 미국을 제외한 OECD국가 평균 138 만불 (성과급 81만불)의 2.76 (3.96)배이다. 한국 CEO의 평균 연봉은 120만불 (성과급 40만불)이다.

4) 사익추구가설 및 최적계약가설에 대한 이론 및 실증 분석에 대한 연구는 Edmans, Gabaix, and Jenter (2018) 참조.

5) 윤용석, 이건, 이한상, 한승수 (2015)는 자산, 매출, 순이익률로 매칭한 미국기업에 대해 감사보수로 경영자 보수를 나눈 비율을 비교한 결과, 한국 기업의 경영자는 미국 기업의 경영자에 비해 높은 보수를 받고 있다고 주장하였다. 감사인 보수를 기준으로 하는 것은 문제점이 있다. 미국의 감사인 보수가 한국의 감사인 보수에 비해 월등히 높다고 볼 수 있고 이 경우 미국기업 경영자의 보수는 상대적으로 한국 기업에 비해 과소평가 되기 때문이다.

2. 미국과 캐나다를 제외한 모든 OECD 국가에서 총보수 중 현금보수가 차지하는 비중은 평균 80%가 넘는다. 이는 대부분의 국가에서 CEO의 보수는 주식과 옵션을 통해 지급하기 보다는 기본급과 상여금으로 현금 지급된다는 것을 보여준다. 한국 기업의 경우 현금보수 비율이 87%이다.
3. 기업 규모와 GDP규모를 고려할 때 한국 CEO 연봉 수준은 가족경영인과 전문경영인 사이에 큰 차이를 보인다. OECD국가에 비해 10대 재벌의 경우 가족경영인의 연봉은 20% 이상 고평가 되어 있는 반면, 전문경영인은 30% 이상 저평가 되어 있다.
4. 한국 기업의 성과급 수준은 타 국가에 비해 매우 낮다. 특히 가족경영인의 경우 성과급 비중은 OECD국가에 비해 60% 이상 저평가 되어 있다.

한국 전문경영인의 보수는 저평가 되어 있는 반면 가족경영인의 경우는 고평가 되어 있다. 그렇다면 가족경영인의 보수는 과도하고 전문경영인의 보수는 과소하다고 할 수 있을까? 타 국가와 연봉 수준을 비교한 결과만 가지고 이에 대한 답을 구하기는 어렵다. 혹자는 CEO보수를 국가 간에 비교 분석하는 것이 큰 의미 없는 작업이라고 주장한다. 일견 일리 있는 주장이다. 경영자 보수를 결정하는 요인은 수없이 많고 특히 사회, 문화 등의 비경제적 요인은 나라마다 달라 이를 비교할 수는 없기 때문이다.

경제적 요인만 고려한다 하더라도 경영자 노동시장의 균형 가격은 나라마다 다를 수 있다. 비유를 하자면 LA 다저스 소속 류현진의 2019년도 연봉은 201억원인 반면 한국 선수 중 가장 많은 연봉을 받는 롯데 자이언츠 소속 이대호의 연봉은 25억원이다. 투수와 타자를 직접 비교하기는 어려우나 류현진의 재능이 이대호보다 8배 이상 뛰어나기 때문에 8배 이상의 연봉을 받는다고 보기는 어렵다. 그보다는 미국 야구 시장의 규모가 한국보다 훨씬 더 크고, 따라서 재능 있는 선수에 대한 수요가 더 크기 때문이라고 보는 것이 타당할 것이다. 즉 야구선수 노동시장의 균형 가격은 미국이 훨씬 높기 때문에 이대호의 연봉이 류현진보다 적다고 해서 그의 연봉이 과소 평가되었다고 주장하기는 어렵다.

그럼에도 불구하고 OECD국가에 비해 가족경영자의 보수는 고평가된 반면, 대기업 전문경영자의 보수는 저평가 되어 있다는 점은 시사하는 바가 크고 이는 한국의 독특한 기업지배구조 때문인 것으로 보인다. 재벌 기업지배구조의 가장 큰 문제는 지배주주(controlling shareholder)의 소유권(cashflow rights)과 지배권(control rights)이 크게 분리되어 있어 지배주주가 기업 가치 극대화 보다는 자신의 사익을 극대화 하는 의사결정을 하고 이로 인해 기업 가치는 저평가 된다는 데 있다. 이 같은 사실은 이미 많은 연구 결과에서 입증된 바 있고<sup>6)</sup> 이러한 연구 결과에 비추어 볼 때 재벌기업 가족

경영자의 보수가 타 국가 CEO보다 20% 이상 높다는 사실은 경영자 사익추구가설에 더 부합되는 것으로 보인다.

한편 재벌 기업 전문경영자의 보수는 상대적으로 저평가 되어 있기 때문에, 이를 사적 이익추구의 결과라고 볼 수는 없다. 그러면 이들의 보수는 타 국가에 비해 왜 저평가 되어 있는 것일까? 한국의 경영자 노동 시장은 한국 기업 전체를 대상으로 수요와 공급이 형성되는 것이 아니라 재벌 그룹 별로 형성된다. 삼성 그룹 출신의 임원이 현대 그룹사의 경영자로 고용되지 않는다. 각 그룹 사의 경영자들은 그룹 사 내에서 내부 승진을 하는 경우가 대부분이다. 경영자 노동 시장의 규모 자체가 작고 따라서 경영자에 대한 수요 공급 자체가 작기 때문에 경영자 보수의 균형 가격도 작을 수 밖에 없다.

본 연구는 다음과 같이 구성되었다. 제2장에서는 데이터 및 표본의 구성에 대해 설명한다. 제3장에서는 실증분석 결과를 소개하고, 제4장에서는 추가 연구에 대한 논의로 결론을 맺는다.

## II. 연구 표본의 구성

### 1. 분석대상 표본 및 자료수집

분석대상 표본은 다음과 같은 과정을 통해 선정하였다. 먼저 분석의 시점은 2013년으로 하였다. 2013년은 개별 임원의 보수 공시가 최초로 이루어진 시점이다. 해당 연도를 선택한 이유는 2013년 이후 다수의 기업이 경영자 보수 공시의 의무를 회피하였고<sup>6)</sup> 따라서 2013년 이후의 경영자 보수 자료는 표본의 편의 (bias)가 상대적으로 2013년 비해 심할 것으로 추측되기 때문이다. 한국 경영자 보수 자료는 경제개혁연구소에서 수집한 개별 임원 공시 자료를 사용하였다.<sup>8)</sup>

해외기업의 표본은 S&P Capital IQ (CIQ)에서 제공하는 자료를 사용하였다. S&P CIQ는 전 세계 각국의 기업들을 대상으로 이사회 임원 및 최고경영자의 보수 자료를 수집하여 제공한다. S&P CIQ에 포함된 국가 중 OECD 국가를 먼저 선정하였고 선정

6) 이에 대한 연구는 다음의 논문을 참조. Bae, Kang, and Kim (2002), Bertrand, Mehta, and Mullainathan (2002), Baek, Kang, and Lee (2006), Cheung, Rau, and Stouraitis (2006), Black, Kim, Jang, and Park (2015), Kim and Kim (2018), 박경서, 정찬식, 김선민 (2017).

7) 재벌 기업의 임원, 특히 오너 일가 등은 보수공개 의무대상이 등기이사로 한정된 점을 이용하여 등기이사를 사임하는 등 보수 공시를 회피하였다 (Ra and Kim, (2018)).

8) 자료를 제공해주 김우찬 교수와 라진혁 군에게 감사드린다.

된 OECD 국가 중 표본 기업의 수가 30개 미만인 국가는 제외하였다.<sup>9)</sup> 또한 표본 기업의 총자산 금액이 미화 천만불 이하인 경우는 제외하였다.

## 2. 변수 구성 및 정의

### (1) 경영자 보수 변수

S&P CIQ 는 경영자에게 지급되는 보수를 기본급, 보너스, 주식연계보수 (주식 및 옵션)로 분류하여 보고한다. 분석의 편의를 위하여 본 연구에서는 CEO 보수에 한하여 분석을 한다. CEO 보수는 세가지로 구분하여 계산하였다.

1. 총보수 (기본급+보너스+주식연계 보수)
2. 현금보수 (기본급+보너스)
3. 성과급 (보너스+주식연계 보수).

### (2) 경영자 보수 결정 변수

경영자 보수를 결정하는 요인은 수없이 많다. 국가의 경제, 사회, 문화 등 많은 요인이 있을 수 있고 이 요인들은 나라마다 다를 수 있다. 이사회 의 크기, 사외이사의 구성 비율 등과 같은 기업지배구조 변수, 기업의 규모, 기업이 속한 산업의 종류 등과 같은 기업 특성 변수도 경영자 보수에 영향을 준다.

자료수집의 한계로 인해 CEO 보수에 영향을 주는 모든 변수를 고려하여 국가별 비교 분석하는 것은 어렵다. 본 연구에서는 CEO 보수 결정 요인 중 가장 중요한 변수인 기업 규모를 고려하여 CEO 보수 수준을 다른 OECD 국가와 비교 분석하였다. Gabaix and Landier (2008)는 CEO 보수의 결정 요인으로 기업의 규모가 가장 중요하다는 이론 모형을 제시하고 실증분석을 통해 이를 입증하였다. 기업 규모 변수는 재무제표상의 총자산을 사용하였고 모든 변수는 2013년 환율 기준 미화로 계산하였다. 또한 국가간 경제발전 정도를 고려하여 회귀분석 (regression analysis) 시에는 일인당 GDP를 고려하였다.

9) 이들 국가는 Ireland, New Zealand, Portugal, Slovenia, Luxembourg, Iceland, Lithuania, Mexico, Chile, Czech Republic, Greece 등이다.

### Ⅲ. 실증 분석 결과

#### 1. 기초 통계량

〈표 1〉은 각국의 표본 기업 수 및, 총자산, 총보수, 현금보수, 성과급의 평균과 중위수 (median)를 보여준다. 총 표본 국가는 20개국이고 표본 기업 수는 8,165 사이이다. 표본으로 선정된 기업들은 모두 상장사로 각 국가를 대표하는 기업들이라고 볼 수 있다. 전체 표본 기업 중 미국 기업이 차지하는 비중은 42.4%로 거의 과반을 차지한다.

기초 통계량을 보면 몇가지 흥미로운 현상을 발견 할 수 있다.

첫째, 전체 기업 총자산 평균은 131억불, 중위수는 4.5억불로 기업 규모 분포의 비대칭도 (skewness)가 매우 큰 것으로 나타났다. 총 보수의 경우도 평균 241만불, 중위수 98만불로 분포의 비대칭도가 크다. 이는 대형기업들의 CEO보수가 매우 높다는 것을 시사한다.

둘째, 미국 기업 CEO는 평균 381만불, 중위수 189만불로 가장 많은 보수를 받는 것으로 나타났다. 이는 미국을 제외한 전체 표본의 평균 138만불에 비해 2.8배나 높고, 전체 중위수 69만불에 비해 2.7배 높은 수준이다. 모든 OECD국가 중에서 월등히 높은 보수 수준을 보이고 있다. 따라서 한국 기업과 미국 기업을 단순 비교 했을 때 한국 기업의 CEO 보수 수준은 낮게 평가될 개연성이 높다. 실제로 총자산의 중위수 값은 한국이 7.56억불, 미국이 7.39억불로 비슷한 반면 CEO 보수의 중위수 값은 한국이 84만불, 미국이 189만불로 미국 기업 CEO의 보수 수준은 매우 높은 편이다.

셋째, 총 보수 중 현금보수가 차지하는 비중은 미국과 캐나다에서 특히 낮게 나타났다. 〈그림 1〉은 각 기업의 총 보수 중 현금보수가 차지하는 비중을 계산하여 각 국가별로 평균한 값을 나타낸다. 미국과 캐나다를 제외한 모든 OECD 국가에서 총 보수 중 현금보수의 비중은 평균 80%가 넘는다. 이는 대부분의 국가에서 CEO의 보수는 주식과 옵션을 통해 지급하기 보다는 기본급과 상여금으로 현금 지급된다는 것을 보여준다. 한국 기업의 경우 현금보수 비율이 87%에 해당하나, 삼성그룹을 제외할 경우 그 비율은 96%로 주식과 옵션이 보수에서 차지하는 비중이 매우 적다는 것을 보여주고 있다. CEO보수를 주식과 옵션으로 지급하는 현상은 주로 북미에서 나타나는 현상으로 보인다. 이는 CEO 보수의 국가별 비교 시 미국과의 단순비교는 CEO 보수 지급 체계를 고려하지 않아 잘못된 결론을 가져올 수 있다는 점을 시사한다.

넷째, 한국 기업의 경우 성과급의 비중이 타 국가 기업에 비해 매우 낮다. 〈그림 2〉는 각 기업의 총 보수 중 성과급이 차지하는 비중을 계산하여 각 국가별로 평균한 값을

나타낸다. 우리 기업의 성과급 비중은 26%로 전체 평균 49%에 크게 못 미친다. 덴마크와 폴란드에 이어 총 20개 국가 중 세번째로 낮은 수준이다. 미국의 성과급 비중은 평균 63%로 모든 국가 중 가장 높으며 기본급보다도 성과급이 많다. 기본급보다 성과급이 많은 국가는 미국과 이스라엘이 유일하다.

요약하면 OECD 국가 중 미국 CEO 보수 수준은 매우 높으며 이는 주식 및 옵션과 같은 인센티브 성과급의 비중이 높기 때문이다. 미국과 캐나다를 제외한 대부분의 국가에서는 현금보수의 비중이 높으며 인센티브 성과급도 대부분 상여금과 같은 현금으로 지급된다. 한국 CEO의 성과급 비중은 타 국가에 비해 매우 낮은 수준이다.

## 2. 자산규모 등급과 CEO 보수

〈표 1〉의 기초통계량은 많은 시사점을 제시하지만 국가 간 CEO보수를 단순 비교한 것이기에 한국 CEO의 보수가 국제 기업에 비해 과도한 것인지 평가하기 어렵다. 기업 규모를 고려한 CEO보수 수준을 평가하기 위해 전체 표본 기업을 총자산 규모로 20개의 그룹으로 나누어 각 그룹의 자산규모와 CEO보수를 계산하였다.

〈표 2〉는 자산 규모가 가장 작은 그룹부터 가장 큰 그룹 순으로 그 결과를 보여준다. 자산 순위 10위와 11위 기업의 경우를 제외하면 자산 순위 등급이 올라감에 따라 보수의 수준도 증가하는 것을 볼 수 있다. 자산 규모가 가장 작은 그룹은 평균과 중위수 모두 0.13억불인 반면 가장 큰 그룹은 평균 2,228.30억불, 중위수 623.99억불로 큰 차이를 보인다. 그룹 20에 속한 기업은 그룹 19에 속한 기업에 비해서도 그 규모가 평균 기준 13배, 중위수 기준 4배에 달하는 초대형 기업들이다. 6개의 한국 기업이 이 그룹에 속한다. 이들 기업은 삼성그룹사 3개 (삼성화재해상보험, 삼성생명, 삼성전자), 현대그룹사 2개 (현대자동차, 현대중공업), 한화생명으로 모두 재벌 기업들이다.

〈표 1〉의 기초통계량은 미국 CEO 보수 수준과 지급 체계가 타 국가와 매우 다르다는 것을 보여준다. 〈표 3〉은 미국을 제외한 자산 순위 등급별 CEO보수를 보여준다. 〈표 3〉은 모든 그룹에서 〈표 2〉에 비해 CEO 보수 수준이 낮은 것을 보여주어 미국 CEO 보수 수준이 월등히 높다는 것을 확인 할 수 있다.

〈표 4〉는 자산 규모를 고려하여 한국 CEO 보수 수준을 국제 기업과 비교한 결과를 보여준다. 한국 기업지배구조의 특수성을 고려해 한국 기업을 10대 재벌 기업과 비 10대 재벌기업으로 구분해 분석하였다. 또한 각 기업은 재벌 그룹 일가 CEO인 가족경영인 기업과 전문경영인이 CEO인 전문경영인 기업으로 구분하였다.

〈표 4〉의 상단은 10대 재벌과 비 10대 재벌기업의 자산 규모, 총보수, 현금보수, 성과급의 평균과 중위수를 보여준다. 매우 흥미로운 현상은 가족경영인 기업은 전문경영

인 기업에 비해 자산규모는 작으나 CEO보수는 높다는 것이다. 다시 말해 자산 규모 대비 CEO의 보수는 재벌기업의 경우 과도하다는 것이다. 이 같은 현상은 10대 재벌기업 및 비10대 재벌기업 모두에게 나타나지만 재벌기업의 경우에 그 정도가 더 심하다. 10대 재벌의 경우 가족경영인 기업 규모는 전문경영인 기업 규모의 56% (중위수 기준) 수준이나 가족경영인의 비 10대 재벌기업의 기업 규모의 비중은 전문경영인 기업의 42%이나 총보수는 1.1배로 10대 재벌기업에 비해서는 그 차이가 적은 편이다.

〈표 4〉의 중단은 〈표 2〉에 나타난 자산 등급별 CEO 보수에 대비했을 때 한국의 중위수 자산 기업 (총자산이 중위수에 속하는 기업)의 보수 비율을 보여준다. 예를 들면 10대 재벌의 가족경영인 기업의 중위수 자산규모는 62.15억불로 자산규모 순위는 17위에 해당한다. 자산규모 순위 17위 기업 CEO의 총 보수 평균은 423만불이고 10대 재벌기업 가족경영인의 총 보수 평균은 274만불이므로 자산규모 동일 그룹 기업 (이하 기준기업으로 칭함) 대비 보수 비율은 65%가 된다. 즉 -35%로 저평가 되어 있다는 것이다.

〈표 4〉의 중단은 몇 가지 흥미로운 현상을 보여준다. 첫째, 한국 기업 CEO의 총 보수는 매우 저평가 되어 있다. 기준기업에 비해 CEO보수 비율이 적게는 -13% 많으면 -70%로 저평가 되어 있다.

둘째, 총보수 저평가의 정도는 가족경영인 보다는 전문경영인의 경우가 더 크다. 10대 재벌기업의 경우 기준기업 대비 가족경영인의 평균 총 보수는 -35%, 전문경영인은 -70% 저평가 되어 있다.

셋째, 현금보수의 경우 가족경영인은 기준기업에 비해 고평가 되어 있는 반면 전문경영인은 -50% 이상 저평가 되어 있다.

넷째, 성과급의 경우 저평가의 정도가 -67%에서 -87%로 나타나 한국 기업의 성과급 비중은 기준기업에 비해 매우 낮은 것으로 보인다.

미국 기업은 CEO보수의 수준과 성과급의 비중이 타 국가 기업에 비해 월등히 높다는 것은 이미 〈표 1〉에서 확인하였다. 따라서 미국기업을 포함하여 자산 등급 순위를 정하는 것은 한국 기업 CEO 보수를 과도하게 저평가 하는 문제가 있을 수 있다. 〈표 4〉의 하단은 미국 기업을 제외하고 평가한 통계량을 보여준다. 그 결과를 보면 10대 재벌 가족경영인의 경우는 20% 이상으로 고평가 되어 있는 반면 전문경영인의 경우는 평균 -51%, 중위수 -46%로 저평가 되어 그 보수의 수준이 매우 낮다고 볼 수 있다. 현금보수의 경우도 10대 재벌 가족경영인의 보수는 평균 66%, 중위수 39% 고평가 되어 있는 반면 전문경영인의 보수는 평균 -54%, 중위수 -49% 저평가 되어 있다. 비10대 재벌의 경우에도 비슷한 현상이 나타났다.

### 3. CEO 보수 회귀분석

자산규모 등급을 고려하여 CEO보수를 분석한 결과, 가족경영인의 보수는 고평가, 전문경영인의 보수는 저평가 되어 있음을 보여준다. 이와 같은 결과를 보다 정교한 통계 모형을 통해 확인하기 위해 다음과 같은 회귀분석을 실시하였다.

우선 CEO의 총 보수는 기업 총자산과 기업이 속한 국가의 1인당 GDP의 선형함수로 결정된다는 가정 하에 다음과 같은 회귀분석 선형모형 (linear regression model)을 전체 표본에 적용하였다.

$$\log(\text{CEO 보수})_{i,j} = \alpha + \beta_1 \log(\text{총자산})_{i,j} + \beta_2 \log(\text{일인당 GDP})_j + \epsilon \quad (1)$$

$i$ 는 기업,  $j$ 는 국가를 나타낸다. 모든 변수에 로그 값을 취한 이유는 <표 1>에서 보인 바와 같이 이들 변수의 분포가 비대칭성이 심하기 때문이다. CEO 총보수의 로그 값을 종속변수로 하였을 경우 추정된 회귀분석 결과는 다음과 같다.

$$\log(\text{CEO 보수})_{i,j} = -0.411 + 0.374 \log(\text{총자산})_{i,j} + 0.630 \log(\text{일인당 GDP})_j \quad (2)$$

회귀식 (2)에 각 기업의 총자산과 일인당 GDP를 대입하면 그 기업의 CEO보수 추정치가 나오고 이 값은 기업 규모와 국가 경제 규모를 고려했을 때 적정 CEO보수 금액으로 해석할 수 있다. 예를 들면 총자산 규모가 229억불 이고 1인당 GDP는 25,800불 (한국의 1인당 GDP)이라 할 때 CEO보수의 추정치는 295만불이다. 이 금액은 기업 규모와 경제 규모를 고려했을 때 OECD국가 CEO들이 평균적으로 받을 수 있는 기대값이다. 한편 2013년 10대 재벌 중 전문경영인이 CEO인 기업의 평균 총자산은 229억불이고 이들이 받은 총 보수는 153만불로 기대값 대비 48% 적은 보수를 받은 것으로 나타났다.

이상과 같은 방법으로 한국의 모든 기업에 대해 CEO총보수 기대값을 구하고 이를 실제 수령한 총 보수 금액과 비교하면 각 기업 CEO가 받는 보수의 고(저) 평가 정도를 계산할 수 있다. <표 5>는 각 기업의 고(저)평가 정도의 중위수 값을 보여준다. <표 4>의 결과와 마찬가지로 가족경영인의 보수는 고평가, 전문경영인의 보수는 저평가 되어 있는 것으로 나타났다. 미국 기업을 포함하여 회귀분석을 한 경우는 기준치에 비해 10대 재벌 가족경영인은 21% (총보수)에서 66% (현금보수) 많은 보수를 받는 반면 전문경영인은 -47% (총보수)에서 -35% (현금보수) 적은 보수를 받는 것으로 나타났다.<sup>10)</sup>

10) 10대 재벌 가족경영인의 보수가 20% 이상 고평가 되었다는 결과는 Cheong and Kim (2017)의 결과와 일치한다.

비 10대 재벌의 경우에도 같은 결과가 나왔으나 다만 전문경영인 보수의 저평가 정도는 10대 재벌 전문경영인에 비해 적은 것으로 나타났다. 미국 기업을 제외하여 회귀분석을 한 경우는 10대 재벌 가족경영인은 기준치에 비해 38% (총보수)에서 75% (현금보수) 많은 보수를 받는 것으로 나타났다.

〈그림 3〉은 미국 기업을 제외하고 회귀분석한 결과를 가지고 10대 재벌 기업의 총보수를 평가한 결과를 보여준다. 대부분의 가족경영자 보수는 고평가된 반면 전문경영자의 경우는 저평가 되어 있는 것으로 나타났다.

지금까지의 분석은 10대 재벌의 가족경영자는 과도한 보수를 전문경영자는 과소한 보수를 받는다는 결과를 보여준다. 이같은 결론을 도출하기 위해서 본 연구는 다소 제한적인 가정을 하였다. 즉 CEO보수는 그 기업의 자산규모와 기업이 속한 국가의 경제발전 정도, 두 가지 변수에 의해서만 결정된다는 가정이다. 10대 재벌의 가족경영인이 전문경영인보다 많은 보수를 받는 것은 가족경영자로서 더 많은 책임과 의무를 가지고 경영에 임하기 때문이고 회귀분석은 이와 같이 계량화하기 어려운 변수를 고려하지 않기 때문에 가족경영인이 많은 보수를 받는 것처럼 보인다고 주장할 수 있다.

〈표 6〉은 이와 같은 주장을 반박하는 결과를 보여준다. 10대 재벌 사의 경우 회사를 대표하는 대표이사가 두 명 이상인 경우가 있다. 이들은 법적으로 동일한 책임과 권한을 지고 동일한 회사를 경영한다. 따라서 회사 특성의 차이로 인해 경영자 보수의 차이가 난다고 할 수 없고 더욱이 이들은 동일한 책임과 권한을 가지고 회사를 운영하기 때문에 보수에 큰 차이가 날 이유가 없다. 결과를 보면 가족경영인은 전문경영인에 비해 평균 4.1배, 중위수 3.6배의 보수를 받는다. 16개 기업 중 14개의 회사에서 가족경영자가 전문경영자보다 많은 보수를 받는 것으로 나왔다.

#### 4. 성과급 비율 회귀분석

〈그림 2〉는 한국 기업의 성과급 비중이 매우 낮음을 보여준다. 이에 대한 보다 정교한 통계분석을 하기 위해 회귀식 (1)에서 종속변수를 각 기업의 총보수 중 성과급이 차지하는 성과급 비율로 대치하여 분석하였다. 〈표 7〉은 기업 규모와 경제 규모를 고려했을 때 평균적으로 예상 할 수 있는 성과급 비중에 비해 한국 CEO의 성과급 비중이 저평가 되어 있는 정도를 나타낸다. 결과를 보면 모든 기업의 성과급 비중은 저평가 되어 있다. 가족경영자의 경우 저평가 정도는 -57%에서 -66%, 전문경영자의 경우 -17%에서 -39%로 가족경영자 성과급의 비중이 특히 낮은 것으로 보인다.

이들은 이사회 특성과 기업 특성을 고려하여 국내 기업 등기 임원의 보수를 검토한 결과 재벌 일가 임원의 보수가 다른 기업의 임원에 비해 20% 이상 프리미엄을 갖는다는 결과를 보여주었다.

## IV. 결론

본 연구는 OECD 국가와의 비교 분석을 통해 한국 경영자 보수의 적정성 여부를 판단할 수 있는 통계 자료를 제시하고자 총 19개 OECD 국가의 2013년도 CEO 연봉을 조사하여 비교하였다. 연구 결과는 재벌 기업 가족경영자의 보수는 고평가, 전문경영자의 보수는 저평가 되어 있는 것으로 나타났다. 또한 두 경영자 그룹 모두 연봉 중 성과급이 차지 하는 비중은 매우 낮은 것으로 나타났다.

가족경영자의 보수가 과도하다고 할 때 이들의 보수를 제한할 필요가 있을까? 사적 이익가설을 주장하는 이는 기업의 이해관계자 (주주, 종업원 등)에게 돌아가야 할 기업의 자원이 과도하게 경영자에게 돌아가기 때문에 경영자 보수를 제한 해야 한다고 주장한다. 반면 최적계약가설을 주장하는 이는 경영자 보수를 제한하는 정책은 오히려 정책 의도와는 반대되는 결과를 종종 가져오기 때문에 경영자 보수 문제는 주주(이사회)와 경영자에게 맡기는 것이 최선의 선택이라고 주장한다.<sup>11)</sup>

필자의 의견으로 우리 경영자 보수에 대한 논의는 경영자에게 얼마를 지급할 것인가 보다 어떻게 지급할 것인가에 초점을 두어야 한다. 보수 수준이 아니라 보수 지급 방식이 더 중요하다는 것이다. 첫째, 경영자 보수가 과해 보일지라도 기업 가치에 비하면 그 비중이 매우 미미하다. 2013년 한국기업CEO 평균 연봉 12만불은 평균 자산 51억 불의 0.02%에 불과하다. CEO의 영향으로 기업 자산가치가 1%만 상승해도 그 금액은 5100만불에 달하고 이 금액 중에 CEO에게 돌아가는 부분은 단지 10,000불에 불과하다. 거의 모든 가치상승분이 주주, 채권자, 종업원 등 CEO를 제외한 기업 이해관계자의 몫이다. 물론 기업 가치의 상승이 경영자 탓만은 아니지만 최근의 연구 결과는 최고경영자가 기업가치에 미치는 영향은 지대하다고 밝히고 있다.<sup>12)</sup>

둘째, 경영자 보수의 문제는 보수 수준이 너무 높거나 낮은 것이 문제가 아니라 성과급의 비중이 너무 낮은 데에 있다. 경영자 보수의 체계는 경영자가 최대의 노력을 통해 최대의 성과를 내도록 하는 데에 초점을 두어야 한다. 기업의 가치를 증대시키는 것이 1차 목적이지만 기업가치를 어떻게 분배하느냐는 2차적인 문제이다. 경영자 보수가 너무 많아 소득 불평등이 문제 된다면 이는 고소득자에 대한 세금으로 해결 할 수 있다. 전체 파이를 크게 만드는 것이 목적이 되어야지 파이를 어떻게 분배 할 것인가가 목적이 되어서는 본말이 전도된 것이다.

11) Murphy and Jensen (2018), Bae, Tong, and Zhang (2019) 참조.

12) 이에 대한 연구는 Jenter, Matveyev, and Roth (2018), Bennedsen, Morten, Perez Gonzales and Wolfenzon (2018) 참조.

Ulf and Ruenzi (2014)의 연구에 의하면 좋은 인센티브 시스템은 기업가치를 평균 4-10% 증가 시킨다. 한국 기업의 경우 성과급이 매우 낮아 좋은 인센티브 시스템이라고 보기 어렵다. 좋은 인센티브 시스템은 기업가치를 증가시키지만 거꾸로 보면 나쁜 인센티브 시스템은 기업가치를 그만큼 하락시킨다고 볼 수 있다. 한국 경영자 보수의 근본적인 문제는 성과급이 너무 낮아 경영자 보수 인센티브 시스템이 기업가치를 극대화하는 방향으로 설계되지 않았다는 데에 있다. 경영자 보수의 과다 여부는 논의의 실익이 없다. 한국의 기업지배구조 하에서 어떻게 최적의 인센티브 시스템을 구성해 기업가치를 증대시킬 것인가를 논의해야 할 시점이다.

## 〈참고문헌〉

- 박경서, 정찬식, 김선민 (2018) 투자자는 지배주주일가가 이번 여름에 할 일을 알고 있다? 계열사간 합병과 주주간 이해상충문제. 한국증권학회지 47 (5)
- 윤용석, 이건, 이한상, 한승수 (2015). 우리나라의 경영자 보수 수준은 과한가? 과하지 않은가? 새로운 공시로부터의 증거. 관리회계연구, 15(2), 1-22
- Bae, K.H., Kang, J.K., and Kim, J.M., 2002. Tunneling or value added? Evidence from mergers by Korean business groups. *The Journal of Finance* 57, 2695-2740
- Bae, K.H., Tong, W., and Zhaoran, G., 2019. Restricting CEO pay backfires: Evidence from China, working paper.
- Baek, J.S., Kang, J.K., and Lee, I., 2006. Business groups and tunneling: Evidence from private securities offerings by Korean chaebols. *The Journal of Finance* 61, 2415-2449.
- Bertrand, M., Mehta, P., and Mullainathan, S., 2002. Ferreting out tunneling: An application to Indian business groups, *Quarterly Journal of Economics* 117, 121-148
- Black, B., Kim, W., Jang, H., and Park, K. S., 2015. How does corporate governance affect firm value? Evidence on a self-dealing channel from a natural experiment in Korea. *Journal of Banking and Finance* 51, 131-150
- Cheong, J., and Kim, W., 2017. Family pay premium in large business groups. Working paper
- Cheung, Y. L., Stouraitis, A., & Wong, A. W., 2005. Ownership concentration and executive compensation in closely held firms: Evidence from Hong Kong. *Journal of Empirical Finance* 12(4), 511-532.
- Edmans, A., Gabaix, X., and Jenter, D., 2017. Executive compensation: A survey of theory and evidence. *Handbook of Economics and Corporate Governance*, Hermalin, B.E., Weisbach, M.S. (eds.). Amsterdam: Elsevier.
- Gabaix, X., and Landier, A., 2008. Why has CEO pay increased so much?,

Quarterly Journal of Economics 123 (1), 49-100.

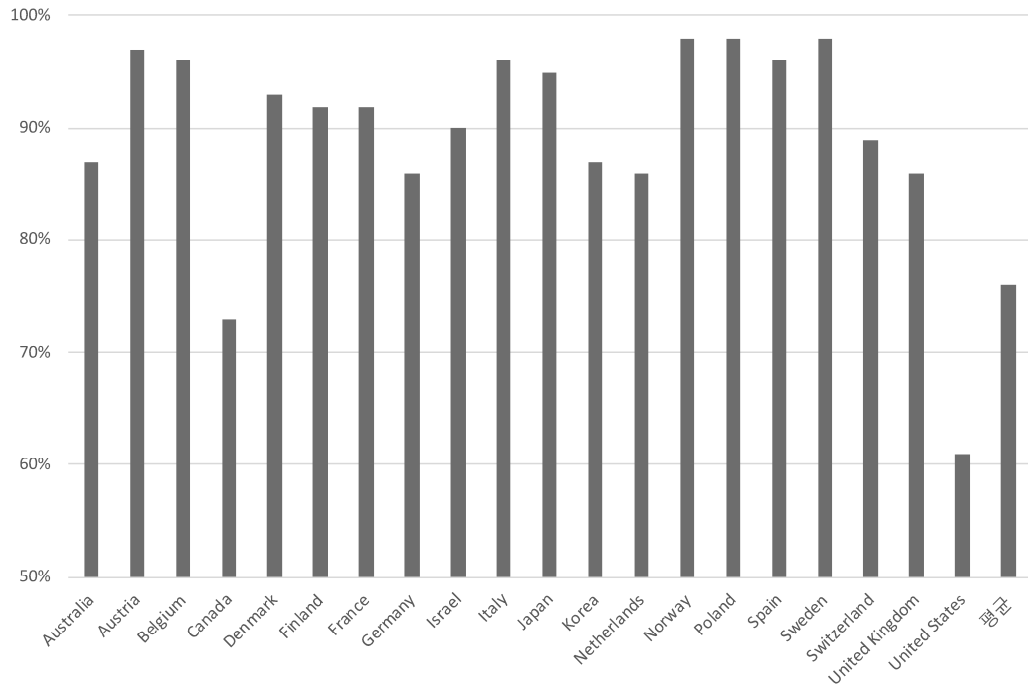
Kim, H.S., and Kim, W., 2018. Can tunneling explain executive pay's sensitivity to other member firms' performance? Working paper

Murphy, K.J., and Jensen, M.C., 2018. The politics of pay: The unintended consequences of regulating executive compensation (April 18). USC Law Legal Studies Paper No. 18-8; USC CLASS Research Paper No. CLASS18-8.

Ra, J., and Kim, W., 2018. Perils of limiting the coverage of mandatory pay disclosure: The Korean Experience Working paper

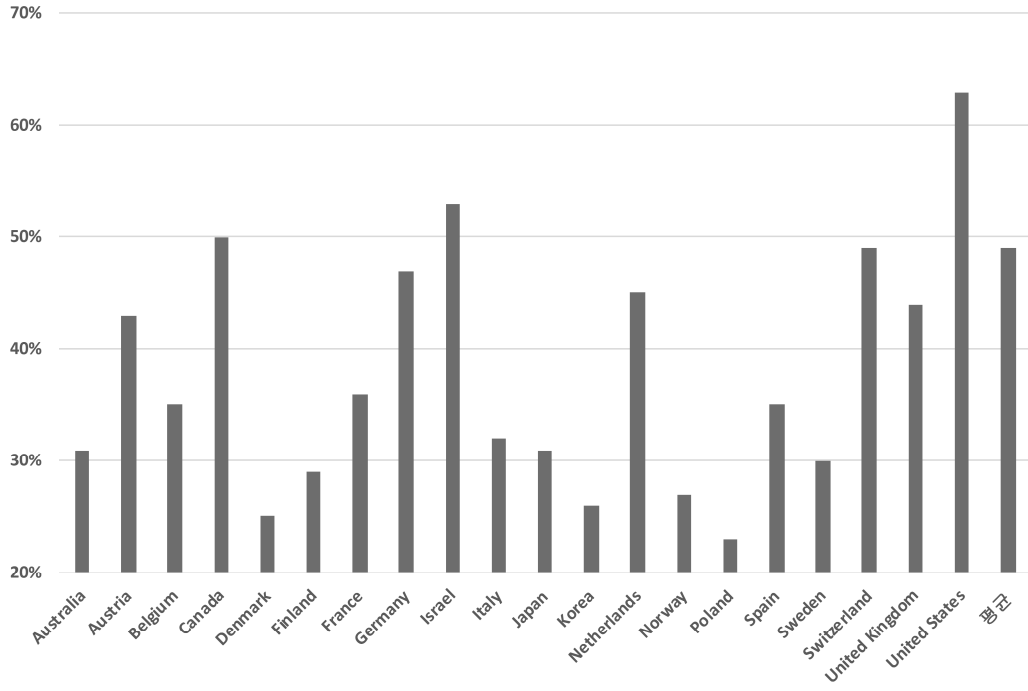
Ulf, L. T., and Ruenzi, S., 2014. CEO Ownership, Stock Market Performance, and Managerial Discretion, Journal of Finance 69 (3), 1013-1050.

〈그림 1〉 총보수 중 현금보수 비율

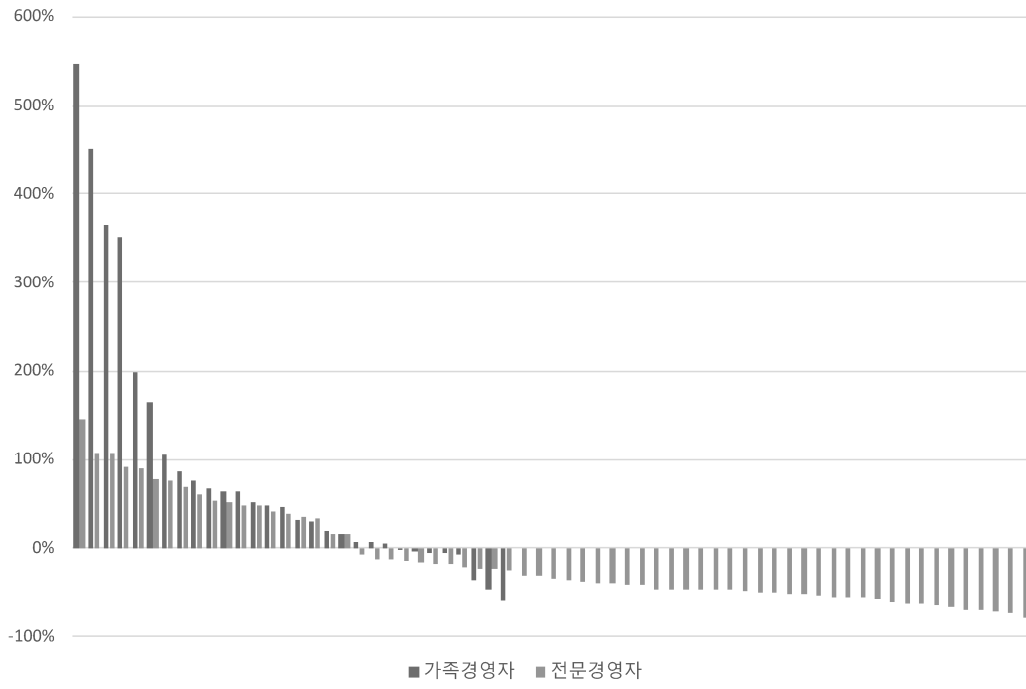


주: 삼성그룹 제외 시 한국 기업의 총보수 중 현금보수의 비율은 96%임.

〈그림 2〉 총보수 중 성과급비율



〈그림 3〉 OECD 기업 대기 10대 재벌 기업 CEO 보수 평가



〈표 1〉 국가별 경영자 보수

국가명	표본수	총자산		총보수		현금보수		성과급	
		평균	중위수	평균	중위수	평균	중위수	평균	중위수
Australia	807	49.77	0.68	0.99	0.51	0.76	0.44	0.47	0.13
Austria	35	218.33	26.74	1.49	1.34	1.43	1.17	0.74	0.62
Belgium	57	185.29	5.54	1.24	0.82	1.13	0.81	0.63	0.24
Canada	659	90.97	1.13	1.47	0.52	0.76	0.41	1.11	0.26
Denmark	36	38.92	14.99	1.14	0.67	0.98	0.64	0.44	0.13
Finland	66	39.13	5.92	1.04	0.79	0.84	0.72	0.44	0.15
France	379	323.86	5.36	1.23	0.54	0.95	0.53	0.72	0.15
Germany	272	298.67	3.84	1.98	0.89	1.42	0.77	1.33	0.42
Israel	208	25.93	1.50	0.65	0.47	0.56	0.45	0.40	0.24
Italy	175	276.62	6.97	1.50	0.80	1.35	0.77	0.77	0.15
Japan	161	340.20	26.01	1.84	1.49	1.75	1.38	0.61	0.44
<b>Korea</b>	<b>452</b>	<b>51.05</b>	<b>7.56</b>	<b>1.20</b>	<b>0.84</b>	<b>0.98</b>	<b>0.73</b>	<b>0.40</b>	<b>0.16</b>
Netherlands	84	196.01	12.03	1.79	0.97	1.36	0.89	1.13	0.39
Norway	94	90.39	6.22	0.79	0.52	0.76	0.51	0.28	0.11
Poland	122	26.85	1.42	0.34	0.19	0.33	0.19	0.11	0.03
Spain	56	473.90	32.89	1.82	1.11	1.75	1.08	0.90	0.35
Sweden	171	52.82	1.07	0.86	0.45	0.82	0.45	0.38	0.14
Switzerland	162	205.70	10.30	2.03	1.16	1.57	1.10	1.29	0.56
United Kingdom	700	212.46	2.55	2.00	0.86	1.21	0.77	1.44	0.34
United States	3469	105.74	7.39	3.81	1.89	1.61	0.95	3.20	1.34
전체	8165	131.12	4.54	2.41	0.98	1.26	0.73	1.83	0.43
전체 (미국제외)	4696	149.87	2.83	1.38	0.69	1.00	0.61	0.81	0.21

주: 자산 금액의 단위는 억불, 경영자 보수 금액의 단위는 백만불

〈표 2〉 자산순위 등급별 경영자 보수

자산순위 등급	자산		총보수		현금보수		성과급	
	평균	중위수	평균	중위수	평균	중위수	평균	중위수
1	0.13	0.13	0.41	0.28	0.30	0.25	0.18	0.05
2	0.21	0.21	0.42	0.32	0.31	0.29	0.19	0.07
3	0.32	0.32	0.47	0.37	0.35	0.33	0.20	0.09
4	0.49	0.49	0.59	0.41	0.42	0.36	0.28	0.09
5	0.72	0.72	0.71	0.50	0.50	0.44	0.37	0.15
6	1.05	1.04	0.81	0.59	0.55	0.51	0.45	0.20
7	1.51	1.50	1.03	0.73	0.65	0.57	0.62	0.25
8	2.09	2.09	1.19	0.76	0.69	0.61	0.75	0.27
9	2.84	2.83	1.33	0.87	0.78	0.64	0.86	0.34
10	3.92	3.91	1.49	1.05	0.89	0.71	0.99	0.48
11	5.33	5.35	1.49	0.98	0.96	0.79	0.97	0.39
12	7.23	7.20	2.22	1.25	1.27	0.85	1.66	0.64
13	10.01	9.96	2.25	1.50	1.29	1.08	1.61	0.74
14	14.10	13.85	2.81	1.73	1.45	1.17	2.10	0.95
15	19.96	19.80	3.29	2.08	1.56	1.28	2.59	1.21
16	29.44	29.23	3.87	2.86	1.79	1.53	3.09	1.88
17	45.98	45.27	4.23	2.97	2.12	1.70	3.33	2.07
18	78.19	74.81	5.07	3.67	2.40	1.89	4.12	2.60
19	172.04	163.91	6.04	4.19	2.88	2.30	4.94	2.91
20	2228.30	623.99	8.57	6.35	4.05	3.10	7.23	4.98

주: 자산 금액의 단위는 억불, 경영자 보수 금액의 단위는 백만불

〈표 3〉 자산순위 등급별 경영자 보수 - 미국기업 제외

자산순위 등급	자산		총보수		현금보수		성과급	
	평균	중위수	평균	중위수	평균	중위수	평균	중위수
1	0.12	0.12	0.32	0.25	0.27	0.23	0.11	0.04
2	0.18	0.18	0.32	0.29	0.27	0.25	0.11	0.05
3	0.26	0.26	0.39	0.32	0.32	0.30	0.15	0.06
4	0.37	0.37	0.38	0.35	0.33	0.32	0.12	0.07
5	0.52	0.52	0.45	0.37	0.39	0.34	0.15	0.07
6	0.71	0.71	0.52	0.46	0.45	0.41	0.21	0.10
7	0.96	0.95	0.56	0.48	0.49	0.45	0.22	0.12
8	1.33	1.32	0.67	0.55	0.58	0.51	0.28	0.16
9	1.83	1.82	0.70	0.58	0.56	0.53	0.30	0.16
10	2.45	2.45	0.82	0.67	0.70	0.64	0.33	0.19
11	3.40	3.37	1.04	0.71	0.79	0.63	0.55	0.23
12	4.78	4.77	1.12	0.86	0.96	0.80	0.59	0.29
13	6.72	6.66	1.32	0.98	0.94	0.79	0.75	0.39
14	10.10	10.03	1.57	1.19	1.29	1.08	0.85	0.49
15	15.56	15.48	1.74	1.33	1.26	1.10	1.00	0.57
16	24.39	23.89	2.26	1.54	1.49	1.27	1.47	0.68
17	41.60	41.73	2.26	1.73	1.62	1.35	1.36	0.81
18	76.42	73.45	2.81	2.09	1.93	1.64	1.85	1.05
19	182.75	170.71	3.15	2.13	2.23	1.70	2.05	0.95
20	2631.67	791.72	5.23	3.86	3.16	2.64	3.80	2.21

주: 자산 금액의 단위는 억불, 경영자 보수 금액의 단위는 백만불

〈표 4〉 OECD 기업 대비 한국 기업의 경영자 보수 비율

	자산		총보수		현금보수		성과급	
	평균	중위수	평균	중위수	평균	중위수	평균	중위수
10대재벌								
가족경영인	98.48	62.15	2.74	2.07	2.69	1.88	1.10	0.27
전문경영인	228.76	111.33	1.53	1.15	1.02	0.87	0.70	0.36
비10대재벌								
가족경영인	12.07	3.16	1.01	0.76	0.92	0.72	0.24	0.10
전문경영인	20.95	7.55	0.99	0.70	0.61	0.55	0.39	0.21
자산규모 동일 그룹 (미국기업 포함 시) 기업 대비 보수 비율								
10대재벌								
가족경영인	자산규모 순위 17위		-35%	-30%	<b>27%</b>	<b>11%</b>	-67%	-87%
전문경영인	자산규모 순위 18위		-70%	-69%	-58%	-54%	-83%	-86%
비10대재벌								
가족경영인	자산규모 순위 9위		-24%	-13%	18%	13%	-72%	-71%
전문경영인	자산규모 순위 12위		-55%	-44%	-52%	-35%	-77%	-67%
자산 규모 동일 그룹(미국기업 제외 시)기업 대비 보수 비율								
10대재벌								
가족경영인	자산규모 순위 17위		<b>21%</b>	<b>20%</b>	<b>66%</b>	<b>39%</b>	-19%	-67%
전문경영인	자산규모 순위 19위		-51%	-46%	-54%	-49%	-66%	-62%
비10대재벌								
가족경영인	자산규모 순위 10위		<b>23%</b>	<b>13%</b>	<b>31%</b>	<b>13%</b>	-27%	-47%
전문경영인	자산규모 순위 14위		-37%	-41%	-53%	-49%	-54%	-57%

주: 자산 금액의 단위는 억불, 경영자 보수 금액의 단위는 백만불

〈표 5〉 OECD 기업 대비 한국 기업 경영자 보수 평가 - 회귀분석 결과

구분	총보수	현금보수
<u>미국기업 포함한 경우</u>		
10대재벌기업		
가족경영인	21%	66%
전문경영인	-47%	-35%
비 10대재벌기업		
가족경영인	37%	53%
전문경영인	-7%	-24%
<u>미국기업 제외한 경우</u>		
10대재벌기업		
가족경영인	38%	75%
전문경영인	-34%	-30%
비 10대재벌기업		
가족경영인	45%	55%
전문경영인	3%	-21%

〈표 6〉 동일기업에 대한 전문경영인 대비 가족경영인 보수 비율

회사명	가족경영인 총보수	전문경영인 총보수	비율(배)
SK 하이닉스	22.0	7.0	3.2
한화	22.5	5.9	3.8
SK 네트워크	18.0	41.2	0.4
대한항공	27.4	5.1	5.3
엘지	43.8	7.7	5.7
SK	87.0	11.0	7.9
현대자동차	56.0	9.0	6.2
한화케미칼	26.1	5.3	4.9
롯데케미칼	23.3	6.9	3.4
SKC	52.0	19.4	2.7
현대모비스	42.0	19.3	2.2
SK 가스	22.0	8.2	2.7
롯데쇼핑	23.5	13.1	1.8
SK C&C	80.0	10.2	7.8
SK 이노베이션	112.0	16.7	6.7
한진해운	17.0	23.9	0.7
		평균	4.1
		중위수	3.6

주: 보수 금액의 단위는 억원

〈표 7〉 OECD 기업 대비 경영자 성과급 보수의 비중 저평가 - 회귀분석 결과

구분	미국기업 포함	미국기업 제외
10대재벌기업		
가족경영인	-62%	-57%
전문경영인	-39%	-30%
비 10대재벌기업		
가족경영인	-66%	-63%
전문경영인	-23%	-17%

# 기업지배구조 리뷰

Corporate Governance Review

---

**발행처** 한국기업지배구조원

**발행인** 신진영

**발행일** 2019년 6월

**주 소** 서울시 영등포구 여의나루로 76 (07329)

Tel 02)3775-3339

Fax 02)3775-2630

E-mail [cgsweb@cgs.or.kr](mailto:cgsweb@cgs.or.kr)

Home <http://www.cgs.or.kr>

**인쇄처** 경성문화사 Tel (02)786-2999

---