

KCGS

기업지배구조 리뷰

Corporate Governance Review

연구논단 I 코로나-19에 따른 주가폭락과 그룹 지배권 승계
김우찬 | 고려대학교 경영대학 교수

연구논단 II CSR과 기업의 자발적인 온실가스 감축
유종민 | 홍익대학교 경제학과 교수

Contents

Vol.95 | 2020. 2호

03 **연구논단 I** 코로나-19에 따른 주가폭락과 그룹 지배권 승계
김우찬 | 고려대학교 경영대학 교수

25 **연구논단 II** CSR과 기업의 자발적인 온실가스 감축
유종민 | 홍익대학교 경제학과 교수



코로나-19에 따른 주가폭락과 그룹 지배권 승계

연구논단 I

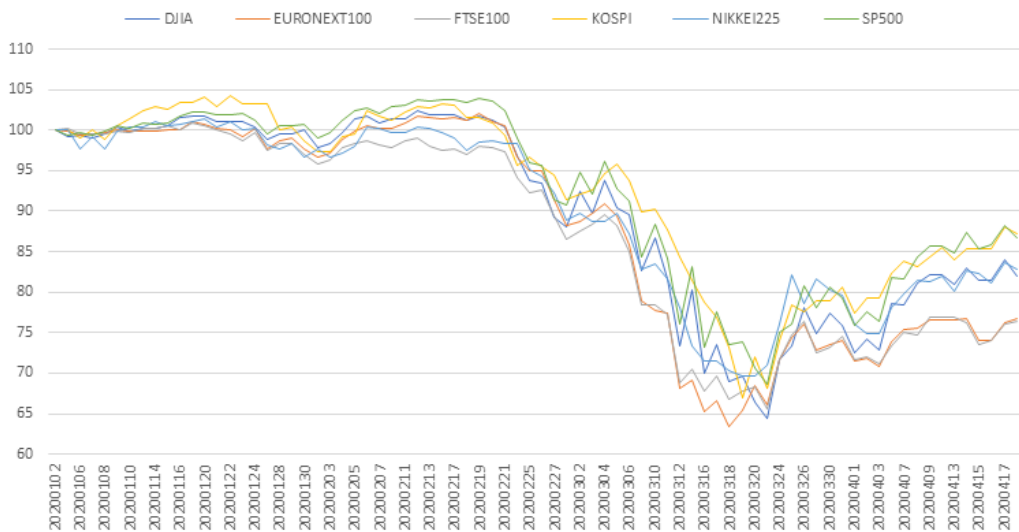
김우찬 | 고려대학교 경영대학 교수

코로나-19가 전 세계로 확산되면서 수많은 사람들이 고통을 받고 있다. 확진자 수가 천정부지로 치솟으면서 매일 수천 명이 죽어가고 있고, 이에 대응에 이루어진 각국 정부의 방역조치는 세계경제를 멈추어 서버리게 했다. 소상공인들은 폐업을 하고 있고, 수많은 직장인들이 실업자가 되었다. 생계가 막막한 사람들이 늘어나면서 경기는 더욱 위축되고 있고, 적지 않은 회사들이 파산위기에 내몰리고 있다. 그리고 이러한 암울한 현실과 미래에 대한 불확실성은 3월과 4월 세계 증시 붕괴로 이어졌다.

〈그림 1〉은 5개 주가지수 (DJIA, Euronext 100, FTSE 100, KOSPI, NIKKEI 225, S&P 500)의 움직임을 1월 2일부터 4월 20일까지 보여주고 있는데 2월 20일경부터 3월 20일경까지 불과 한 달 사이에 각국 증시가 30-35% 폭락한 것을 알 수 있다 (보다 용이한 비교를 위해 1월 2일자 지수를 모두 100으로 통일시킴). 연초 2,175이었던 KOSPI의 경우 3월 19일 1,458까지 떨어졌고 (연 초 대비 33% 하락), 그 이후 어느 정도 회복되었지만 4월 20일 현재 1,898에 그치고 있다 (연 초 대비 13% 하락). 작년 말 시가총액이 1,476조원인 것을 감안하면 이는 487조원의 부가 증발한 것을 의미한다 (3월 19일 기준). 엄청난 경제적 손실이다.

하지만 이러한 주가 폭락이 오히려 반가운 사람들도 있다. 여기에는 물론 공매도자들이 포함된다. 하지만 공매도자들 못지않게 주가 폭락을 기뻐할 사람들은 그룹 지배권 승계를 위해 회사 주식을 확보해야 하는 총수 자녀들일 것이다. 가격이 충분히 낮아져야 회사 주식을 저렴하게 매수할 수 있고, 부모로부터 증여를 받더라도 증여세를 절감할 수 있으며, 계열회사 간 합병이 이루어질 때도 본인들에게 유리한 방향으로 주식교환비율이 왜곡될 수 있기 때문이다.

〈그림 1〉 세계 증시 움직임 (2020.1.2. - 4.20.)



I. 우리나라에서의 상속 및 증여 과세

우리나라는 부의 대물림과 경제력 집중을 억제하기 위해 상속이나 증여재산에 대해 비교적 높은 세율을 적용한다. 〈표 1〉은 과세표준 구간별로 적용되는 세율을 보여주고 있는데 가장 낮은 구간에서는 세율이 10%에 불과하지만 최고구간은 세율이 50%까지 올라간다.

〈표 1〉 상속 및 증여세율

과세표준	세율
1억원 이하	과세표준의 100분의 10
1억원 초과 5억원 이하	1천만원 + (1억원을 초과하는 금액의 100분의 20)
5억원 초과 10억원 이하	9천만원 + (5억원을 초과하는 금액의 100분의 30)
10억원 초과 30억원 이하	2억4천만원 + (10억원을 초과하는 금액의 100분의 40)
30억원 초과	10억4천만원 + (30억원을 초과하는 금액의 100분의 50)

주: 상속세및증여세법 제26조 및 제56조

또, 최대주주등이 보유하는 주식을 상속 또는 증여받는 경우에는 경영권프리미엄도 함께 이전받는 것이므로 이에 해당하는 금액 (평가금액의 20%) 만큼 유가증권 평가금액이 할증 된다 (<Box 1> 참조). 따라서 총수인 아버지가 보유하고 있는 대기업 주식을 아들이 증여받는 경우에는 실질적인 증여세율이 60%에 이르게 된다((증여재산 + 증여재산 $\times$ 0.2) $\times$ 0.5 = 증여재산 $\times$ 0.6).

<Box 1>

상속세및증여세법 제63조(유가증권 등의 평가)

③ 제1항제1호, 제2항 및 제60조제2항을 적용할 때 대통령령으로 정하는 최대주주 또는 최대출자자 및 그의 특수관계인에 해당하는 주주등(이하 이 항에서 "최대주주등"이라 한다)의 주식등(대통령령으로 정하는 중소기업 및 평가기준일이 속하는 사업연도 전 3년 이내의 사업연도부터 계속하여 「법인세법」 제14조제2항에 따른 결손금이 있는 법인의 주식등 등 대통령령으로 정하는 주식등은 제외한다)에 대해서는 제1항제1호 및 제2항에 따라 평가한 가액 또는 제60조제2항에 따라 인정되는 가액에 그 가액의 100분의 20을 가산한다. 이 경우 최대주주등이 보유하는 주식등의 계산방법은 대통령령으로 정한다. <개정 2011. 12. 31., 2015. 12. 15., 2016. 12. 20., 2019. 12. 31.>

상속 및 증여재산에 대한 고율과세와 유가증권 평가금액에 대한 할증제도는 부의 대물림 차단과 경제력 집중 억제라는 정책목표를 달성하기 위해 앞으로도 계속해서 견지해야 할 정책들이다. 하지만 이로 인해 총수일가가 각종 절세수단을 강구하고, 경우에 따라서는 소액주주들에게 피해를 입히면서까지 편법적인 방법을 동원하는 것 또한 부정할 수 없는 사실이다.

II. 주식 장내매수를 통한 지배권 승계

주가 폭락 상황에서 사용할 수 있는 지극히 단순한 절세방법은 총수 자녀들이 증여받은 현금을 동원해 주요 계열사 주식을 직접 장내 매수하는 경우이다. 예컨대, 100억 원의 현금을 증여받아 증여세 50억 원을 납부하고, 나머지 50억 원으로 적정가격이 100억 원이지만 주가 폭락으로 말미암아 일시적으로 가격이 50억 원으로 하락한 주식을 매수하면 결국 증여세를 한 푼도 납부하지 않고 100억 원을 증여받는 셈이 된다.

1. 주요 사례

이번 코로나-19 사태로 주가가 폭락한 3, 4월 중 지배주주 일가가 주요 계열사 주식을 헐값에 장내 매수한 사례는 언론을 통해 다수 보도되었다. <표 2>~<표 4>는 언론에

보도된 사례 중 필자가 조사기간 (3.2-4.24) 동안에 이루어진 매수규모를 정리한 것이다. 먼저, <표 2>는 총수 자신들이 주식을 매수한 경우이다. 가장 적극적으로 지분매수에 나선 것은 한국투자금융지주의 김남구 회장이다. 3월 23일 (3회)과 24일 (1회) 양일에 걸쳐 총26만3천주를 장내매수 해 그룹 지주회사인 한국금융지주에 대한 자신의 지분을 0.427%p 늘렸다. 늘어난 지분은 크지 않다. 하지만 이를 통해 얻은 금전적 이익은 막대하다, 23일과 24일의 총가가 각각 32,000원, 38,450원이고, 2월 19일자 총가가 68,300원인 점을 고려하면 약92억 원의 이익을 본 것으로 추정되기 때문이다 (180억 원 - 88억 원). 물론 총수의 장내매입은 지배권 승계가 그 목적이라고 볼 수 없다. 지배권 승계보다는 그룹에 대한 본인의 지배권 강화가 그 목적이라고 보아야 할 것이다.

〈표 2〉 지배주주의 장내매수 현황

그룹	성명	매수 기간	대상회사	매입 주식 수	지분변동 (%p)
롯데	신동빈	3.20.	롯데지주	47,400	0.045
GS	허태수	3.10. - 3.19.	GS	85,608	0.090
한국투자금융	김남구	3.23. - 3.24.	한국금융지주	263,000	0.427
동국제강	장세주	4.10. - 4.22.	동국제강	171,000	0.179
	장세욱	4.8.	동국제강	100,000	0.105

출처: 각종 언론보도, KRX 감시통합포털 (개인별 주식변동 상황), 필자의 계산

<표 3>은 아직 그룹에 대한 지배권을 충분히 확보하지 못한 총수 자녀들이 주가 폭락 기간동안 장내매수한 현황을 보여주고 있다. 가장 눈의 띄는 것은 현대자동차 그룹의 정의선 수석부회장이다. 3월 19일부터 25일까지 그룹 핵심계열회사인 현대자동차와 현대모비스 주식을 각각 581,333주 및 303,759주 매수해 두 회사에 대한 본인의 지분을 각각 0.210%p와 0.319%p 늘렸다. 매수 일자별 총가와 2월 19일 종가 (131,500 원)를 고려하면 현대자동차 주식매수로 130억 원의 경제적 이득을 얻은 것으로 추정되고, 현대모비스 주식매수로는 무려 576억 원의 경제적 이득을 얻은 것으로 추정된다.

GS 그룹의 4세들도 눈에 띈다. 조사기간 (3.2-4.24) 동안 무려 6명의 4세들이 그룹 지주회사인 GS 주식을 집중적으로 매수했다. 이들이 매수한 주식 수는 708,426주로 이는 GS 발행주식 총수의 0.748%에 해당된다. 이들이 주식을 매수한 기간 (3.02-4.20) 동안의 평균주가와 2월 19일자 종가 (45,300원)를 고려하면 이들이 GS 주식 매수로 얻은 경제적 이익규모는 약41억 원으로 추정된다. <표 3>을 살펴보면 대규모 기업집단에서만 장내매수가 이루어진 것이 아님을 알 수 있다. 동화약품과 샘표의 4세들은 조사기간 (3.2-4.24) 동안 본인의 지분을 각자 1.234%p와 1.749%p 늘렸고,

대신증권과 유화증권의 3세들도 조사기간 (3.2-4.24) 동안 본인의 지분을 각자 0.478%p와 0.553%p 늘렸다.

〈표 3〉 지배주주일가 자녀들의 장내매수 현황

그룹	성명	매수 기간	대상 회사	매입 주식 수	지분변동 (%p)
현대자동차	정의선	3.19. - 3.25.	현대자동차	581,333	0.210
		3.19. - 3.25.	현대모비스	303,759	0.319
SK	최성환	3.27. - 4.24.	SK	87,238	0.123
	허세홍	3.02. - 3.23.	GS	405,600	0.428
GS	허정홍	3.18. - 3.23.	GS	140,000	0.148
	허선홍	3.13. - 3.20.	GS	51,770	0.055
	허치홍	4.09. - 4.20.	GS	38,606	0.041
	허진홍	4.09. - 4.20.	GS	38,500	0.041
	허원홍	3.19. - 4.03.	GS	33,950	0.036
	구동휘	3.03. - 4.24.	LS	101,000	0.314
LS	구자은	3.03. - 4.02.	LS	57,560	0.179
		3.19. - 3.25.	에스코홀딩스	5,509	0.092
	구본혁	3.02. - 3.09.	LS	45,000	0.140
		3.16. - 3.23.	에스코홀딩스	5,006	0.083
HDC	정원선	3.02. - 3.04.	HDC	40,000	0.067
	정준선	3.02. - 3.04.	HDC	30,000	0.050
세아그룹	이주성	3.04. - 4.07.	세아제강지주	39,445	0.183
동국제강	장선익	3.10. - 4.24.	동국제강	88,006	0.092
금호석유화학	박주형	4.02. - 4.13.	금호석유화학	7,918	0.024
대신증권	양홍석	3.02. - 4.20.	대신증권	414,853	0.478
신안	박지호	3.18. - 3.25.	휴스틸	15,769	0.207
	박훈	3.13. - 3.25.	휴스틸	14,708	0.193
고려제강	홍석표	3.20. - 4.01.	고려제강	124,795	0.624
에스엘	이주환	3.03. - 3.18.	에스엘	124,513	0.258
동서	김동욱	3.02. - 3.05.	동서	50,000	0.050
삼양식품	전병우	3.20. - 3.23.	삼양식품	2,350	0.031
유화증권	윤승현	3.03. - 3.25.	유화증권	81,992	0.553
문배철강	배승준	3.23. - 3.24.	문배철강	40,000	0.195
DSR제강	홍승현	3.03. - 3.31.	DSR제강	80,482	0.559
동화약품	윤인호	3.04. - 4.23.	동화약품	344,811	1.234
샘표	박용학	3.16. - 3.25.	샘표	50,306	1.749
삼성공조	고태일	3.02. - 4.24.	삼성공조	59,413	0.731
환인제약	이원범	3.24.	환인제약	129,067	0.694
스맥	이지운	3.13.	스맥	65,400	0.023
	이다운	3.13.	스맥	65,400	0.023

출처: 각종 언론보도, KRX 감시통합포털 (개인별 주식변동 상황), 필자의 계산

〈표 4〉는 주가 폭락기간 동안 지배주주 일가 미성년자들이 회사 주식을 장내 매수한 현황을 보여주고 있다. 회사에 대한 지배권을 대를 이어 물려주고자 하는 욕구가 우리나라에서 얼마나 강한지 잘 보여주고 있다.

〈표 4〉 지배주주일가 미성년자들의 장내매수 현황

그룹	성명	년생	매수 기간	대상 회사	매입 주식 수
LS	구소영	2003	3.02. - 3.31.	LS	12,400
			3.16. - 3.27.	에스코홀딩스	2,000
	구다영	2004	3.02. - 3.31.	LS	12,400
			3.16. - 3.27.	에스코홀딩스	2,000
효성	정유정	2012	3.13. - 3.23.	LS	13,770
	조인영	2002	3.30.	효성	1,310
	조인서	2006	3.30.	효성	13,10
	조재현	2012	3.30.	효성	870
샘표	박준기	2012	3.18	샘표	9,300
	박현기	2016	3.18	샘표	895
조광페인트	강민재	2012	3.20.	조광페인트	16,330
	이세인	2006	3.20. - 3.23.	조광페인트	19,850
제이에스코퍼레이션	홍유주	2013	3.12. - 3.24.	JS코퍼레이션	10,000
	홍지호	2017	3.12. - 3.23.	JS코퍼레이션	10,000

출처: 각종 언론보도, KRX 감시통합포털 (개인별 주식변동 상황), 필자의 계산

2. 평가

그룹의 핵심계열회사 주가가 일시적으로 폭락했을 때 총수 자녀들이 이 회사 주식을 장내에서 대거 매수하는 것은 분명 그룹 지배권 승계에 도움이 된다. 하지만 이를 부정적으로만 볼 수는 없다. 첫째, 이러한 지분 매입은 회사에 대한 총수일가의 현금흐름권(cash flow right)을 높여 부당내부거래(tunneling)의 유인을 낮추는 효과가 있기 때문이다. 계열사 간 출자를 활용해 쥐꼬리만 한 지분으로도 그룹 전체를 지배하고 있는 우리나라 재벌그룹들의 현실을 생각해 본다면 오히려 환영할 일이다. 둘째, 총수 일가의 지분 매입은 현재 주가가 최저점에 이르렀다는 신호를 시장에 알려 주가를 부양시키는데 도움을 준다. 총수 일가는 회사 내부자로서 시장에 있는 그 누구보다도 회사의 가치를 정확히 알고 있다고 보기 때문이다. 셋째, 코로나-19로 회사의 앞날이 불투명해진 상황에서 거금을 들여 주식을 매입했다는 것은 경영자가 회사를 포기하지 않고 최선을 다 하겠다는 의지의 표명으로 종업원, 채권자 등 회사 이해관계자들 입장에서 환영 받

을 일이다. 끝으로 이러한 주식 매수는 적절한 절세전략일 뿐만 아니라 그 과정에서 다른 주주들에게 주는 피해도 없다. 주식을 계속 보유하지 않고 헐값에 매각한 기존 주주가 손해를 봤지만 이는 어디까지나 본인의 의사에 의해 자발적으로 매각한 것이므로 이들을 피해자라고까지 볼 수는 없다.

Ⅲ. 상장주식 증여를 통한 지배권 승계

코로나-19에 따른 주가 폭락 상황에서 지배권을 저렴하게 승계 받을 수 있는 또 다른 방법은 자녀들이 아버지로부터 상장주식을 증여받는 것이다. 예컨대, 최대주주인 아버지가 보유하고 있는 100억 원어치의 상장주식을 자녀들이 증여받는 경우에는 증여재산가액이 120억 원으로 평가되어 (20% 할증) 60억 원의 증여세를 납부해야 한다(50% 최고 한계세율). 하지만 주가 폭락으로 100억 원이었던 주식 가치가 50억 원이 된 경우에는 할증을 해도 60억 원밖에 되지 않아 30억 원의 증여세만 납부하면 된다. 즉, 무려 30억 원의 절세효과가 발생하는 것이다.

1. 증여 상장주식에 대한 평가방법

상장주식이 증여대상물인 경우 이에 대한 평가방법은 그 동안 몇 차례에 걸쳐 변경되었다. 그리고 그 변경된 내용들을 살펴보면 주가가 특별히 낮아진 시점에 증여를 하고자 하는 유인을 없애는 방향으로 변경되었음을 알 수 있다. 상장주식 평가방법을 법으로 정하기 시작한 것은 1971년 상속세법 개정 때부터다. 이에 따르면 상장주식의 가치는 증여일 전 1월간에 공표된 매일의 증권거래소 최종시세가액(거래실적의 유무를 불문한다)의 평균액과 증여일의 증권거래소 최종시세가액 중 낮은 가액에 의해 결정되었다. 주가흐름상 본인들에게 가장 유리한 시점에 증여일자를 정해 손쉽게 증여세 부담을 줄일 수 있는 평가방법임을 알 수 있다.

이 평가방법은 1997년에 이르러서야 비로소 변경되었다. 당시 개정된 상속세 및 증여세법에 따르면 상장주식의 가치는 증여일 전 3월간에 공표된 매일의 한국증권거래소 최종시세가액(거래실적의 유무를 불문한다)의 평균액에 의해 결정되었다. 주가가 폭락해 본질가치로부터 1개월 정도까지는 벗어나 있을 수 있지만 3개월씩이나 벗어나 있을 가능성은 높지 않기 때문에 어느 정도 증여시점 조정 유인을 제거할 수 있다고 본 것이

다. 하지만 주가가 본질가치로부터 3개월 이상 벗어나는 상황을 배제할 수 없다는 점에서 이 방법도 한계가 있다.

상장주식 평가방법은 2000년 상속세 및 증여세법 개정으로 또 한 차례 진일보하였다. 현재까지도 이어지는 이 방법에 따르면 상장주식의 가치는 증여일 이전·이후 각 2개월 동안 공표된 매일의 거래소 최종 시세가액(거래실적 유무를 따지지 아니한다)의 평균액에 의해 결정 된다 (<Box 2> 참조). 그 동안에는 증여 관련자들이 확인할 수 있는 과거의 주가만으로 상장주식의 가치를 산출할 수 있었으나 이때부터는 이들이 확인할 수 없는 미래의 주가도 포함시키도록 함으로써 과거 주가만을 고려해서 정한 증여시점이 정말 본인들에게 가장 유리한 증여시점인지 알 수 없도록 하였다. 또, 증여일자로부터 더 가까운 일자의 주가만을 사용하도록 하면서도 3개월이 아니라 이보다 긴 4개월 동안의 평균액으로 상장주식의 가치를 평가하도록 하였다. 이 두 가지 요소들 모두 증여 관련자들이 증여일자를 전략적으로 정할 유인을 낮추는데 어느 정도 일조했을 것으로 판단된다.

〈Box 1〉 상속세 및 증여세법상 상장주식 평가방법

상속세 및 증여세법 제63조(유가증권 등의 평가)

① 유가증권 등의 평가는 다음 각 호의 어느 하나에서 정하는 방법으로 한다. <개정 2013. 5. 28., 2016. 12. 20.>

1. 주식등의 평가

가. 「자본시장과 금융투자업에 관한 법률」에 따른 증권시장으로서 대통령령으로 정하는 증권시장에서 거래되는 주권 상장법인의 주식등 중 대통령령으로 정하는 주식등(이하 이 호에서 "상장주식"이라 한다)은 평가기준일(평가기준일이 공휴일 등 대통령령으로 정하는 매매가 없는 날인 경우에는 그 전일을 기준으로 한다) 이전·이후 각 2개월 동안 공표된 매일의 「자본시장과 금융투자업에 관한 법률」에 따라 거래소허가를 받은 거래소(이하 "거래소"라 한다) 최종 시세가액(거래실적 유무를 따지지 아니한다)의 평균액(평균액을 계산할 때 평가기준일 이전·이후 각 2개월 동안에 증자·합병 등의 사유가 발생하여 그 평균액으로 하는 것이 부적당한 경우에는 평가기준일 이전·이후 각 2개월의 기간 중 대통령령으로 정하는 바에 따라 계산한 기간의 평균액으로 한다). 다만, 제38조에 따라 합병으로 인한 이익을 계산할 때 합병(분할합병을 포함한다)으로 소멸하거나 흡수되는 법인 또는 신설되거나 존속하는 법인이 보유한 상장주식의 시가는 평가기준일 현재의 거래소 최종 시세가액으로 한다.

나. 가목 외의 주식등은 해당 법인의 자산 및 수익 등을 고려하여 대통령령으로 정하는 방법으로 평가한다.

다. 삭제 <2016. 12. 20.>

2. 제1호 외에 국채(國債)·공채(公債) 등 그 밖의 유가증권의 평가는 해당 재산의 종류, 규모, 거래 상황 등을 고려하여 대통령령으로 정하는 방법으로 평가한다.

하지만 이러한 제도개선에도 불구하고 주가가 폭락했을 때 증여가 집중되는 현상은 사라지지 않고 있다. 후술하는 바와 같이 최근 코로나-19로 인해 주가 폭락한 3월과 4월 동안 상당수의 증여가 이루어진 것만 보아도 이를 알 수 있다. 두 가지 이유가 있다. 먼저, 증여일자 이후 주가가 다시 반등한다고 해도 주가 폭락 이전보다 더 높은 수준까지 주가가 오를 가능성은 거의 없기 때문이다. 둘째, 증여일자 이후 주가가 더욱 하락해 증여시점을 연기하는 것이 유리한 경우에는 기존 증여를 취소하고 다른 시점에 재증여할 수 있는 선택권이 증여자에게 있기 때문이다. 상속세 및 증여세법 제68조에 따르면 증여세 납부의무가 있는 자는 증여받은 날이 속하는 달의 말일부터 3개월 이내에 신고·납부하도록 되어 있다. 따라서 증여일자로부터 3개월 후의 주가가 더욱 낮아져 증여시점을 3개월 늦추는 것이 오히려 더 유리할 경우 기존 증여를 취소하고 곧바로 재증여할 수 있다. 김양호·이만우 (2003)의 연구에 따르면 1993-2002년의 표본기간 동안 대주주가 특수관계자에게 상장주식을 증여한 경우는 321건, 증여를 취소한 경우는 50건, 재증여를 한 경우는 39건으로 나타나 증여취소 및 재증여가 드물지 않게 이루어졌음을 알 수 있다.

2. 주요 사례

1) 증여

〈표 5〉는 본보고서 조사기간 (3.2 - 4.24) 동안 언론을 통해 보도된 상장주식 증여 사례를 정리한 것이다. 이들 중 아세아 (4.56%), SPC삼립 (4.64%), 이연제약 (13.26%), 이라이콤 (9.85%), 세중 (9.04%)의 경우에는 상당한 지분이 증여되었다.

〈표 5〉 지배주주일가 증여 현황

회사	증여자	수증자 (생년)	증여 일자	증여 주식 수	지분 변동
아세아	이병무	이훈범 (69)	4.10.	50,000	2.28%
		이인범 (71)	4.10.	50,000	2.28%
동서	김석수	김동욱 (89)	3.12.	150,000	0.15%
		김현준 (92)	3.12.	100,000	0.10%
SPC삼립	허인영	허진수 (77)	4.08.	400,000	4.64%
		이시형 (98)	3.17.	21,700	0.04%
		김유정 (98)	3.17.	21,700	0.04%
태평양물산	박문자	김현주 (03)	3.17.	8,600	0.02%
		김성주 (07)	3.17.	8,600	0.02%
		이상도 (63)	3.17.	4,300	0.01%

회사	증여자	수증자 (생년)	증여 일자	증여 주식 수	지분 변동
		김승건 (66)	3.17.	4,300	0.01%
		김용걸 (69)	3.17.	4,300	0.01%
		이규백 (70)	3.17	4,300	0.01%
파트론	김종태	-	3.11.	90,000	0.17%
대원	김계순	전현준 (96)	4.06.	138,460	1.25%
		전현재 (99)	4.06.	138,460	1.25%
		전현진 (05)	4.06.	138,460	1.25%
이연제약	이애숙	정순옥 (50)	3.19.	504,000	3.01%
		유용환 (74)	3.19.	965,000	5.75%
	정순희	유정민 (76)	3.13.	200,000	1.19%
			3.19.	555,000	3.31%
이라이콤	김중헌	김정선 (78)	4.10.	300,000	2.46%
		김성익 (82)	4.10.	900,000	7.38%
센트랄모텍	이희방	-	3.04.	2,924	0.03%
스맥	전은진	이지운 (94)	3.13.	100,000	0.35%
		이다원 (99)	3.13.	100,000	0.35%
헤인	원중희	원종찬 (83)	3.09.	70,000	0.55%
		원종훈 (77)	4.21.	50,000	0.39%
대주전자재료	임무현	임해지 (68)	4.17.	120,000	0.78%
		임성지 (73)	4.17.	120,000	0.78%
		이은수 (01)	4.17.	119,000	0.78%
		송태림 (01)	4.17.	55,000	0.36%
		송여림 (05)	4.17.	55,000	0.36%
		천세전 (74)	4.14.	580,826	3.21%
세중	천신일	천호전 (79)	4.14.	1,058,248	5.84%
		이한재 (92)	3.17.	18,000	0.32%
세미시스코	이순중	이한비 (99)	3.17.	22,000	0.39%

출처: 각종 언론보도, KRX 감시통합포털 (개인별 주식변동 상황), 필자의 계산

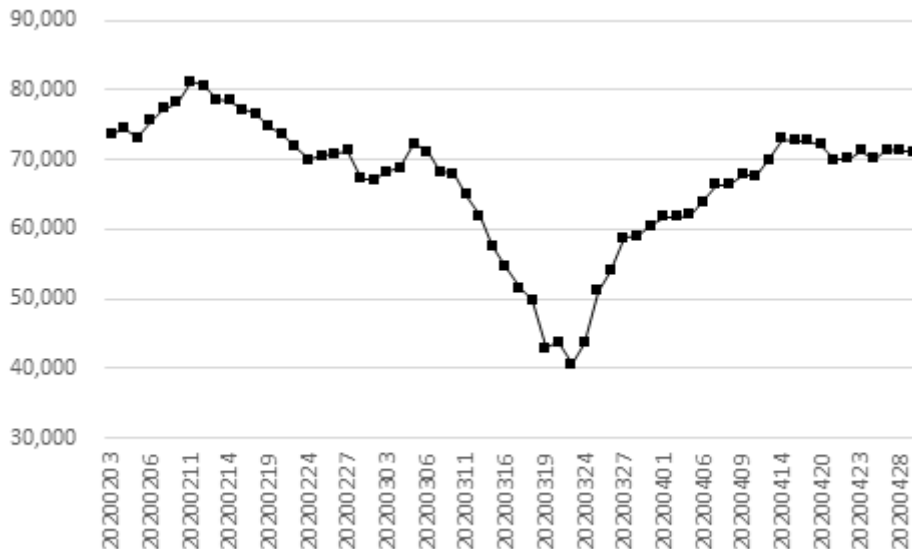
〈표 6〉은 이들 5개 회사 주식 수증자들의 증여세 절감규모를 대략적으로 추정한 것이다. 수증자에 따라서는 수증규모가 30억 원에 미달될 수 있지만 과거 10년 이내에 증여받은 또 다른 재산이 있을 수 있으므로 편의상 최고구간에서 과세되는 것으로 가정하였다. 그 결과 SPC삼립의 허진수 부사장이 16억 원 가량 증여세를 절감해 가장 큰 규모의 경제적 이득을 얻은 것으로 나타났다. 증여금액 대비 증여세 절감 비중은 이라이콤의 김중헌 대표의 자녀들이 가장 높은 것으로 나타났다 (21.4%).

〈표 6〉 추정된 증여세 절감 규모

회사	증여 일자	2.19. 주가	평균 주가 (2개월 이전 - 이후)	증여 주식 수	증여세 절감 규모 (천 원)	증여세 절감 규모 (%)
아세아	4.10.	99,800	84,546	100,000	915,240	16.6
SPC삼립	4.08.	74,700	68,102	400,000	1,583,520	9.1
이연제약	3.19.	13,650	12,698	2,224,000	1,270,349	7.2
이라이콤	4.10.	4,700	3,832	1,200,000	624,960	21.4
세중	4.14.	2,625	2,284	1,639,074	335,355	15.8

이들의 증여세 절감규모는 주가가 회복되지 않았다면 더욱 컸을 것이다. 하지만 주가가 회복되면서 절감규모는 상당히 줄어 들었다. 〈그림 1〉은 2월초부터 4월말까지 SPC삼립의 주가 움직임을 보여주고 있다. 2월 19일 (우리나라에서 코로나-19 확진자가 급증하기 시작한 2월 20일 전일) 74,700원이었던 SPC삼립의 주가는 3월 23일 40,650원으로까지 폭락하였으나 그 이후 상당히 회복되어 4월말 주가는 7만 원대에서 형성되었다. 다른 회사들의 주가도 비슷한 양상을 보이고 있다. 그럼에도 불구하고 이들은 증여세 절감할 수 있었던 것은 증여일자 이후 주가가 반등해도 2개월 이내에 코로나-19 이전보다 충분히 더 높은 수준으로까지 주가가 오르지 않았기 때문이다.

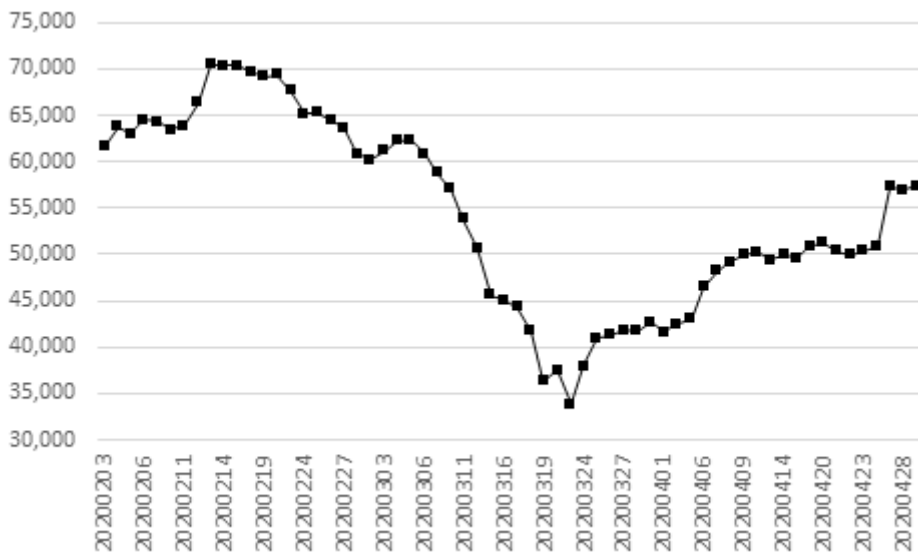
〈그림 1〉 SPC삼립 주가 움직임 (2020.2 - 4)



2) 재증여

코로나-19 사태 이전에 증여가 이루어졌지만 코로나-19로 주가가 폭락함에 따라 증여주식의 평가액을 낮추기 위해 기존 증여를 취소하고 재증여한 사례가 발생했다. CJ 이재현 회장은 2019년 12월 9일 장녀 이경후 CJENM 상무와 장남 이선호 CJ제일제당 부장에게 CJ 신형우선주 (2029년 보통주로 전환)를 각각 92만668주씩 증여하였다. 증여시점 전후 2개월 동안의 평균주가가 65,962원으로 계산되었고, 증여세 규모는 약 724억 원으로 추산되었다. 하지만 2월 13일 70,500원이었던 주가는 코로나-19로 곤두박질치기 시작해 3월 23일 33,800원까지 떨어졌다 (<그림 2 참조). 이에 이재현 회장은 납부기한 마지막 날인 3월 31일 당초 증여를 취소하고, 다음 날인 4월 1일 자녀들에게 동일 주식 수만큼을 다시 증여하였다. 증여주식의 평가액을 낮추기 위함이다. 2월 초부터 5월말까지의 평균주가 55,555원을 사용할 경우 납부해야 하는 증여세 규모는 약 609억 원으로 추산된다. 금액으로는 115억 원, 비율로는 16% 납부해야 하는 증여세를 절감한 것이다.

〈그림 2〉 CJ우선주 주가 움직임 (2020.2 - 4)



3. 평가와 제도개선 방안

주가가 폭락한 시점에 증여를 해서 증여주식의 평가액을 낮추는 것은 현행법 상 합법적인 절세 전략으로 이를 활용하는 기업인들을 탓할 수는 없다. 하지만 정부가 이것을 가능하도록 방지하는 것은 공평과세의 원칙을 지키지 않겠다는 것으로 문제다. 증여재산의 종류가 다르더라도 증여재산의 수준이 동일하다면 증여세 부담액도 동일해야 진정한 공평과세이기 때문이다. 그렇다면 공평과세를 위해 어떻게 제도를 고칠 수 있을까? 여러 가지 방법이 있겠지만 현행 평가방식의 큰 틀을 유지한 상태에서 고친다면 다음 두 가지를 방안을 생각해 볼 수 있다.

첫째, 증여대상 상장주식의 평가액을 증여시점 전후 2개월이 아니라 3개월 동안의 평균으로 산출할 필요가 있다. 증여시점에서 향후 2개월 동안의 주가흐름보다는 향후 3개월 동안의 주가흐름을 예측하기 더 힘들고, 3개월이면 폭락한 주가가 폭락 이전 수준을 회복하고도 남을 수 있기 때문이다. 평균산출 기간이 길어질수록 평가액이 증여시점의 본질가치로부터 더 많이 벗어날 수 있다는 비판이 있겠지만 증여시점 3개월 이전의 주가만으로 평가했던 1997-2000년의 평가방식보다는 문제가 덜하다. 평균 산출과정에서 증여시점 이후 3개월 동안의 주가가 증여시점 이전 3개월 동안의 주가를 상쇄시켜 평가액이 증여시점 본질가치에 더 가까워질 수 있기 때문이다. 이렇게 평균 산출기간을 확대할 경우 증여세 납부기한도 조정해야 한다. 증여세를 납부하려면 증여받은 상장주식의 평가액을 알아야하기 때문이다. 하지만 지금과 같은 방식으로 ‘증여받은 날이 속하는 달의 말일부터 4개월 이내’로 연장해줄 필요는 없다. 이런 방식으로 하게 되면 월 말일에 증여한 경우 납부기한이 사실상 5개월이 되기 때문이다. 납부 준비기간은 평가액이 확정된 지 한 달 정도면 충분하기 때문에 ‘증여받은 날로부터 4개월 이내’로 납부기한을 정하면 될 것이다.

둘째, 기존 증여를 취소한 경우 동일인에 대한 증여를 3개월 이내에 다시 하지 못하도록 할 필요가 있다. 앞선 사례에서 CJ 이재현 회장의 경우 주가가 한 달반 동안 폭락한 이후에 기존증여를 취소하고 다음 날에 동일인들에게 재증여했다. 하지만 재증여시점을 취소 후 3개월 이내에 하지 못하도록 한다면 7월 1일이 가장 빠른 재증여시점이 되고, 이날을 기준으로 3개월 전후의 주가로 증여주식이 평가된다. 하지만 7월 1일부터 9월 30일까지의 주가는 물론 4월 1일부터 6월 30일까지의 주가를 전혀 모르는 상황에서 기존 증여를 취소하는 것은 상당한 부담이 되기 때문에 선뜻 하지 못했을 것이다.

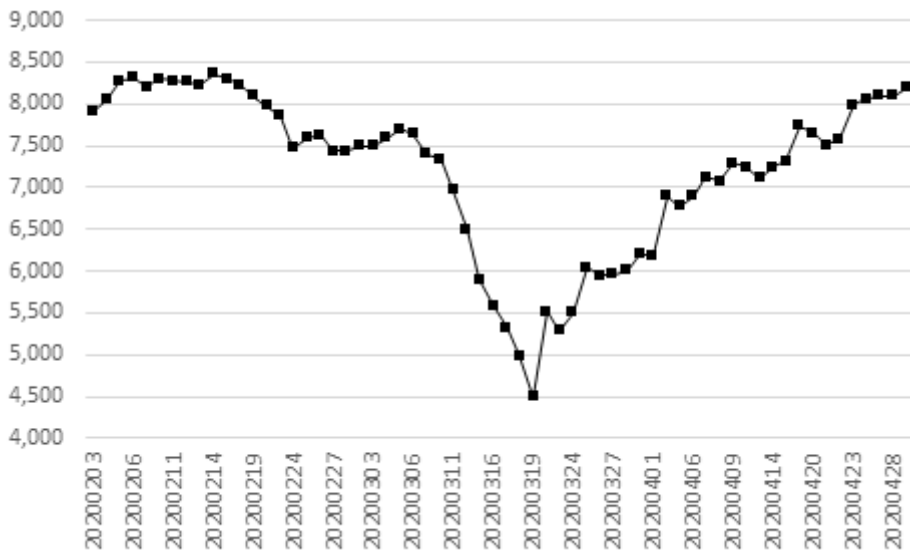
IV. 상장주식 매매를 통한 지배권 승계

코로나-19로 주가가 폭락한 상황에서 장내매수나 증여의 방법만 동원된 것이 아니다. 총수인 아버지가 핵심계열회사의 주식을 자녀가 최대주주로 있는 회사에 매각하는 방법도 동원되었다.

1. 주요 사례

김익래 다우키움그룹 회장은 3월 23일과 4월 20일 다우데이타 주식 94만주와 130만주를 시간외매매로 계열회사인 (주)이머니에 팔았다. 발행주식수 대비 5.85%에 해당하는 상당한 수량이다. 2월 19일 8,090원이었던 다우데이타의 주가는 코로나-19로 폭락해 3월 23일 5,290원으로까지 낮아졌고, 4월 20일에는 상당히 회복되었지만 여전히 원래 수준에 미치지 못하는 7,650원에 형성되었다 (<그림 3> 참조).

〈그림 3〉 다우데이타 주가 움직임 (2020.2 - 4)



김익래 회장이 본인 소유 주식을 헐값에 매각한 것이다. 하지만 (주)이머니의 소유구조를 살펴보면 결코 손해가 아님을 알 수 있다. (주)이머니는 사실상 김익래 회장의 자녀들이 100%의 지분을 소유하고 있는 회사로 김 회장의 손해가 자녀들이 이익으로 완전히 상쇄되었기 때문이다. (주)이머니는 2019년 5월 28일 현재 장남인 김동준 키움인베스트

먼트 대표가 33.13%의 지분을 그리고 장녀인 김진현씨와 차녀인 김진이 키움투자자산 운용 해외채권팀장이 각각 6.02%씩의 지분을 갖고 있는 가운데 자사주 비중이 무려 54.82%나 된다.

또, (주)이머니는 김익래 회장으로부터만 다우데이터 주식을 매입한 것이 아니다. 3월 19일과 20일에 14만143주와 2만5천735주를 각각 4,561원과 4,892원에 장내 매수한 바 있다. 이러한 과정을 통해 (주)이머니는 4월 20일 현재 다우데이터에 대한 지분을 28.55%로 끌어올렸는데 이것이 중요한 의미를 갖는 이유는 다우데이터가 사실상 다우키움그룹의 지주회사이기 때문이다. 다우데이터는 다우기술 주식 42.48%를 소유하고 있고, 다우기술은 그룹 내 핵심계열회사인 키움증권 주식 47.7%를 소유하고 있다.

2. 평가와 개선방향

다우데이터의 주가가 폭락한 시점에 매각이 이루어져 비록 아버지 김익래 회장은 손해를 보았겠지만 자녀들이 동일한 금액만큼 이익을 보았기 때문에 증여 효과가 있다고 하겠다. 2월 19일 주가와 매입시점의 주가를 비교하면 자녀들은 총 37.8억 원의 이익을 보았다. 만약 여기에 증여세를 부과한다면 증여세는 18억 원이 되지만 현행법상 이에 대한 증여세는 없다. 또, 주가가 낮을 때 양도했으므로 김익래 회장은 그만큼 양도소득세도 절감할 수 있었다.

우리나라 상속세 및 증여세법은 실질과세의 원칙에 따라 증여의 개념을 확장시킨 여러 조항들을 두고 있다. 다우키움그룹 사례와 가장 관련성이 높은 조문은 법 제35조(저가 양수 또는 고가 양도에 따른 이익의 증여)이다. 이에 따르면 특수관계인 간에 재산을 시가보다 낮은 가액으로 양수하거나 시가보다 높은 가액으로 양도한 경우에 그 대가와 시가의 차액이 대통령령으로 정하는 기준금액 이상인 경우에는 해당 재산의 양수일 또는 양도일을 증여일로 하여 그 대가와 시가의 차액에서 기준금액을 뺀 금액을 그 이익을 얻은 자의 증여재산가액으로 하고 있다. 하지만 이 조문이 적용되는 재산에 상장주식은 포함되어 있지 않다. 상장주식은 시가로 거래가 이루어져 상장주식을 시가보다 낮은 가액으로 양수하거나 시가보다 높은 가액으로 양도할 수 없기 때문이다.

하지만 이는 시가자체가 잘못되어 본질가치로부터 괴리될 수 있다는 점을 간과한 것이다. 상장주식을 증여하는 경우 증여일로부터 2개월 전후의 주가를 평균 내어 상장주식의 가치를 평가하는 것과 마찬가지로 특수관계인 간에 상장주식을 거래할 때도 거래일로부터 2개월 전후의 주가를 평균 내어 상장주식의 가치를 구하고 거래가격과 이 평균가액 간의 차이가 대통령령으로 정한 기준금액 이상일 경우 증여로 의제할 필요가 있다.

V. 합병을 통한 지배권 승계

코로나-19로 주가가 폭락한 상황에서 총수자녀의 지분을 늘리기 위해 동원될 수 있는 또 다른 방법은 계열사 간의 합병이다. 즉, 총수 자녀의 지분이 높은 비상장 회사와 총수 자녀의 지분이 낮은 상장회사가 합병하는 경우인데 이 경우 상장회사는 주가하락으로 합병가액이 낮게 평가되는 반면 주가가 없는 비상장회사의 경우에는 그렇지 않아 결국 총수자녀에게 유리한 비율로 합병이 이루어지게 된다.

1. 합병비율의 산정

합병을 통한 지배권 승계의 구체적인 사례를 살펴보기에 앞서 우리나라에서 합병비율이 어떻게 산정되는지 살펴볼 필요가 있다. <Box 3>은 자본시장법에서 정하고 있는 합병비율 산정 방법이다.

<Box 3> 자본시장법상 합병비율 산정 방법

자본시장과 금융투자업에 관한 법률 시행령

제176조의5(합병의 요건·방법 등) ① 주권상장법인이 다른 법인과 합병하려는 경우에는 다음 각 호의 방법에 따라 산정한 합병가액에 따라야 한다. 이 경우 주권상장법인이 제1호 또는 제2호가목 본문에 따른 가격을 산정할 수 없는 경우에는 제2호나목에 따른 가격으로 하여야 한다. <개정 2009. 12. 21., 2012. 6. 29., 2013. 6. 21., 2013. 8. 27., 2014. 12. 9.>

1. 주권상장법인 간 합병의 경우에는 합병을 위한 이사회 결의일과 합병계약을 체결한 날 중 앞서는 날의 전일을 기산일로 한 다음 각 목의 종가(증권시장에서 성립된 최종가격을 말한다. 이하 이 항에서 같다)를 산술평균한 가액(이하 이 조에서 "기준시가"라 한다)을 기준으로 100분의 30(계열회사 간 합병의 경우에는 100분의 10)의 범위에서 할인 또는 할증한 가액. 이 경우 가목 및 나목의 평균종가는 종가를 거래량으로 가중산술평균하여 산정한다.

가. 최근 1개월간 평균종가. 다만, 산정대상기간 중에 배당락 또는 권리락이 있는 경우로서 배당락 또는 권리락이 있는 날부터 기산일까지의 기간이 7일 이상인 경우에는 그 기간의 평균종가로 한다.

나. 최근 1주일간 평균종가

다. 최근일의 종가

2. 주권상장법인(코넥스시장에 주권이 상장된 법인은 제외한다. 이하 이 호 및 제4항에서 같다)과 주권비상장법인 간 합병의 경우에는 다음 각 목의 기준에 따른 가격

가. 주권상장법인의 경우에는 제1호의 가격. 다만, 제1호의 가격이 자산가치에 미달하는 경우에는 자산가치로 할 수 있다.

나. 주권비상장법인의 경우에는 자산가치와 수익가치를 가중산술평균한 가액

② 제1항제2호나목에 따른 가격으로 산정하는 경우에는 금융위원회가 정하여 고시하는 방법에 따라 산정한 유사한 업종을 영위하는 법인의 가치(이하 이 항에서 "상대가치"라 한다)를 비교하여 공시하여야 하며, 같은 호 각 목에 따른 자산가치·수익가치 및 그 가중산술평균방법과 상대가치의 공시방법은 금융위원회가 정하여 고시한다. <개정 2013. 8. 27.>

증권의 발행 및 공시 등에 관한 규정 시행세칙

제4조(합병가액의 산정방법) 규정 제5-13조에 따른 자산가치·수익가치의 가중산술평균방법은 자산가치와 수익가치를 각각 1과 1.5로 하여 가중산술평균하는 것을 말한다.

상장회사와 상장회사가 합병하는 경우에는 각 회사의 합병가액은 이사회 결의일과 합병계약을 체결한 날 중 앞서는 날의 전일을 기산일로 최근 1개월간 평균종가, 최근 1주일간 평균종가, 최근일의 종가를 산술평균한 가액으로 정한다 (이를 기준시가라 함). 하지만 이 기준시가가 일시적으로 본질가치로부터 괴리될 수 있기 때문에 30% (계열회사 간 합병의 경우 10%) 범위 내에서 할인 또는 할증할 수 있다.

반면, 상장회사와 비상장회사가 합병하는 경우에는 상장회사는 기본적으로 기준시가에 의해, 비상장회사는 자산가치와 수익가치의 가중산술평균으로 합병가액이 정해진다. 만약 기준시가가 자산가치에 미달하는 경우에는 자산가치를 합병가액으로 할 수 있다. 시행규칙에 따라 자산가치와 수익가치간의 가중치는 1:1.5이다 (즉, 4:6).

2. 주요 사례

코로나-19로 주가가 폭락한 상황에서 상장계열회사와 비상장계열회사 간의 합병으로 총수 자녀의 지분이 높아지는 사례는 4월 1일 발표된 OCI그룹 계열회사간 분할합병 계획에서 찾을 수 있다. 이 계획에 따르면, 삼광글라스는 비상장계열회사인 군장에너지를 흡수합병하고, 동 합병 과정에서 발생할 삼광글라스와 이테크건설 간의 상호출자를 해소하기 위해 이테크건설의 투자부문을 인적분할하여 삼광글라스에 합병시킬 계획이었다. 이후 합병법인(가칭 군장에너지㈜)에서 현재 삼광글라스의 사업부문을 물적분할(분할 후 사명 삼광글라스)하여 지주회사로의 사업재편을 마무리할 계획이었다.

<표 7>은 세 회사의 합병가액, 합병비율, 그리고 분할합병비율 산정내역을 보여주고 있다. 자본시장법에 따라 상장계열회사인 삼광글라스는 기준시가로 합병가액이 결정되는 반면 비상장회사인 군장에너지는 자산가치와 수익가치의 가중산술평균인 본질가치에 의해 결정된다. 한편, 이테크건설은 상장회사이나 합병되는 것은 인적분할된 투자

부분이므로 이 또한 본질가치로 합병가액이 결정된다. 문제는 코로나-19에 따른 주가 폭락으로 삼광글라스의 기준시가 (26,460원)가 자산가치 (36,451원)를 한참 밑도는 수준임에도 불구하고 삼광글라스의 합병가액을 기준시가로 결정된 반면, 군장에너지와 이테크건설 투자부문의 합병가액은 자산가치를 한참 웃도는 본질가치로 결정되었다는 것이다.

〈표 7〉 합병 및 분할합병비율 산정내역 (단위: 원)

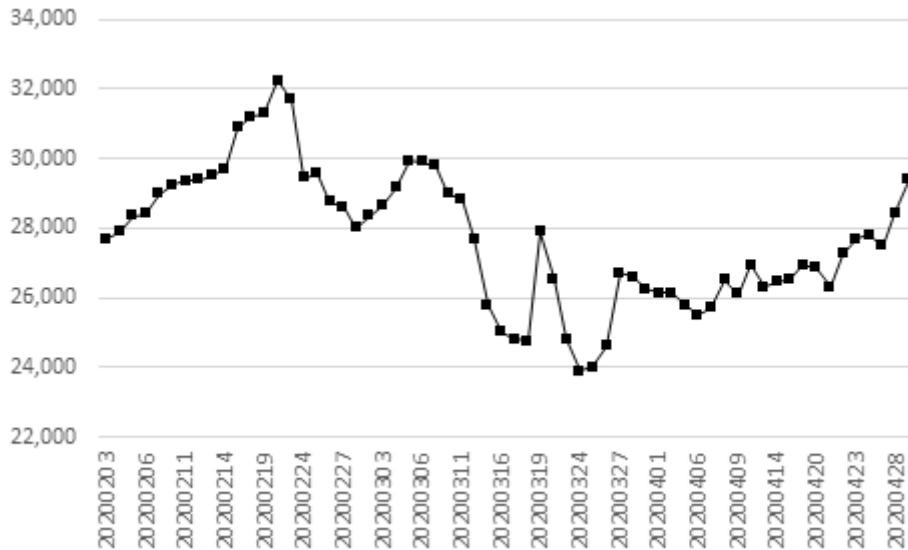
구분	합병법인	피합병법인	
	삼광글라스(주)	이테크건설 투자부문	군장에너지(주)
가. 기준시가	26,460	-	-
나. 본질가치 $[(A \times 1 + B \times 1.5) \div 2.5]$	-	235,859	67,137
A. 자산가치	36,451	118,770	40,769
B. 수익가치	-	313,918	84,715
다. 1주당 합병가액	26,460	235,859	67,137
라. 합병비율(주)	1.0000000	8.9137944	2.5373016

주: 합병비율에 따르면 이테크건설 투자부문 및 군장에너지(주) 주식 1주에 대하여 합병법인 주식은 각각 8.9137944주 및 2.5373016주가 교부되나, 분할비율까지 고려할 경우 분할 전 (주)이테크건설 주식 1주에 대하여 합병법인 주식 3.8794669주 $[(0.4352206(\text{분할비율}) \times 8.9137944(\text{합병비율}))]$ 가 교부됨

출처: 삼광글라스 2020.4.1. 증권신고서(합병)

〈그림 4〉는 올해 2월초부터 4월말까지 삼광글라스의 주가 움직임을 보여주고 있다. 31,300원 (2월 19일)이었던 주가는 코로나-19로 폭락해 3월 24일 23,900원까지 떨어졌고 그 이후 반등했지만 4월말에도 원래 수준을 회복하지 못하고 있다. 삼광글라스의 기준시가 26,460원은 2월 19일자 주가 31,300원에 비해 15.5% 하락한 수준이다.

〈그림 4〉 삼광글라스 주가 움직임 (2020.2 - 4)



또 다른 문제는 군장에너지와 이테크건설 투자부문 주식이 높게 평가되었음에도 불구하고 군장에너지 지분 25.04%와 이테크건설 투자부문 지분 30.71%를 보유하고 있는 삼광글라스 주식을 평가함에 있어서는 이것이 전혀 반영되지 않았다는 것이다. 동일 시점에 동일 자산이 달리 평가된다는 것은 심각한 문제이고 제도적 흠결이라고 하지 않을 수 없다.

〈표 8〉은 합병 이전 세 회사에 대한 총수일가의 지분율을 보여주고 있다. 불리한 합병비율이 적용되는 삼광글라스의 경우 총수인 이복영 회장의 지분이 상대적으로 높은 반면, 유리한 합병비율이 적용되는 군장에너지의 경우 장남 이우성 이테크건설 부사장과 차남 이원준 삼광글라스 전무만 지분을 갖고 있음을 알 수 있다. 이테크건설의 경우 이복영 회장과 장남 이우성 부사장이 비슷한 수준의 지분을 갖고 있다.

〈표 8〉 합병 이전 총수일가 지분율 (%)

	삼광글라스		군장에너지		이테크건설	
	주식수	지분	주식수	지분	주식수	지분
이복영	1,076,600	22.2%	-	-	159,720	5.70%
이우성	296,052	6.10%	1,265,225	12.15%	144,008	5.14%
이원준	429,200	8.84%	1,272,654	12.23%	-	-
삼광글라스	-	-	2,607,100	25.04%	860,000	30.71%
이테크건설	-	-	4,962,900	47.67%	-	-
전체	4,854,418		10,410,000		2,800,000	

〈표 9〉는 합병이 이루어질 경우 총수일가가 삼광글라스에 대해 갖게 될 지분율을 보여주고 있다. 우선 총수일가의 지분 합계가 37.1%에서 48.1%로 증가하는데 이는 군장에너지와 이테크건설에 대한 삼광글라스의 지분이 합병과정에서 자사주로 전환되면서 의결권을 잃기 때문이다. 문제는 이복영 회장의 지분이 희석되어 22.2%에서 8.7%로 낮아지는 반면, 두 아들의 지분 합계는 14.94%에서 39.5%로 높아진다는 것이다.

〈표 9〉 합병 이후 삼광글라스에 대한 총수일가 지분율 (%)

주주	합병비율		합병 신주		합병후 지주회사	
	군장에너지	이테크건설	군장에너지	이테크건설	주식수	지분
이복영	2,537,3016	3,879,4669	-	619,628	1,696,228	8.7%
이우성	2,537,3016	3,879,4669	3,210,257	558,674	4,064,984	20.8%
이원준	2,537,3016	3,879,4669	3,229,107	-	3,658,307	18.7%
삼광글라스	2,537,3016	3,879,4669	6,614,999	3,336,342	9,951,341	-
이테크건설	2,537,3016	3,879,4669	12,592,374	-	12,592,374	-
전체	2,537,3016	3,879,4669	26,413,310	10,862,507	42,130,235	-

만약 세 회사의 합병가액이 모두 자산가치로 결정된다면 합병 후 지분 구성이 어떻게 될까? 〈표 10〉은 그 결과를 보여주고 있다. 총수일가의 지분 합계는 37.1%로 변동이 없지만 이복영 회장의 지분은 12.1%로만 희석되고, 두 아들의 지분 합계는 35%로만 올라가게 된다. 합병 및 분할합병비율에 따라 지분구성이 크게 영향 받는다는 것을 알 수 있다.

〈표 10〉 자산가치로 합병가액 결정될 경우의 지분율 (%)

주주	합병비율		합병신주		합병후 지주회사	
	군장에너지	이테크건설	군장에너지	이테크건설	주식수	지분
이복영	1,118,4604	1,418,0997	-	226,499	1,303,099	12.1%
이우성	1,118,4604	1,418,0997	1,415,104	204,218	1,915,374	17.8%
이원준	1,118,4604	1,418,0997	1,423,413	-	1,852,613	17.2%
삼광글라스	1,118,4604	1,418,0997	2,915,938	1,219,566	4,135,504	-
이테크건설	1,118,4604	1,418,0997	5,550,807	-	5,550,807	-
전체	1,118,4604	1,418,0997	11,643,173	3,970,679	20,468,270	-

자산가치로 합병가액을 결정하지 않고, 삼광글라스가 공시한 합병가액을 사용할 경우 삼광글라스에 대한 두 아들의 지분은 약 4.48%p 더 높아지는데 이를 증여로 보고 증여금액을 계산해 보면 무려 232억 원(=26,460원 × (42,130,235 - 9,951,341 -

12,592,374) $\times$ 0.0448)에 이른다. 이에 대한 증여세는 135억 원으로 계산된다. 문제는 사실상의 증여가 이루어졌음에도 불구하고 한 푼의 증여세도 납부할 필요가 없다는 것이다.

한편, 7월 1일로 예정됐던 상광글라스의 임시주주총회는 기관투자자들의 강한 반대와 두 차례에 걸친 금융감독원의 합병신고서 정정요구에 부딪혀 무기한 연기되었다.

3. 평가와 제도 개선 방향

OCI그룹이 현재 추진하고 있는 합병은 자본시장법에 따른 적법한 합병이다. 하지만 합병가액이 낮게 평가된 삼광글라스 소액주주 입장에게는 부당한 합병일 수 있고, 사실상의 증여임에도 불구하고 납세 의무가 발생하지 않는다는 점에서 공평과세의 원칙에도 어긋난다. 한편, 우리나라에서 계열회사 간에 합병이 추진되는 경우 합병비율이 총수일가에게 유리하게 산정되는 경우는 OCI그룹에 한정되지 않는다. 대표적인 사례라고 할 수 있는 2015년의 삼성물산-제일모직 합병 건은 아직도 재판 중에 있고, 학계의 실증연구에서도 밝혀진 바 있다 (박경서, 정찬식, 김선민, 2018).

그 동안 합병비율 문제에 대해 다수의 해법이 제시되었다. 하지만 그 중에서 가장 효과적인 두 가지 방법은 다음과 같다. 먼저, 주주총회에서 계열회사 간 합병을 결의할 때 합병 및 피합병회사의 최대주주와 그 특수관계인들의 의결권을 제한하는 것이다. 일종의 majority of minority (MoM) rule을 적용하자는 방안이다. 실제 박용진 의원은 2018년 20대 국회에서 이와 관련된 공정거래법 개정안을 대표 발의한 바 있다. 이 개정안에 따르면 동일인 또는 해당 동일인의 특수관계인의 임원 선임 및 그 보수 결정, 계열회사의 합병 또는 분할합병 등의 안건을 주주총회에서 결의하는 경우 동일인 및 해당 동일인의 특수관계인이 보유한 국내계열회사주식의 의결권이 제한된다. 참고로 해외에서는 이스라엘이 2011년 회사법 개정 이후 이사 선임에서 MoM rule을 실제 적용하고 있는데 이스라엘에서는 최소한 한 명의 이사가 지배주주와 그 특수관계인의 참여 없이 선임되어야 한다.

합병비율 문제에 대한 두 번째 해결 방안은 입증책임을 전환하는 것이다. 즉, 합병가액을 결정한 절차뿐만 아니라 합병가액이 공정하다는 것의 입증책임을 소송을 제기하는 외부 소액주주가 아니라 이를 결정한 이사들 (사실상의 이사 포함)로 전환함으로써 이사들이 지배주주 일가에게 일방적으로 유리한 합병비율을 결정하지 못하도록 하자는 것이다 (최순영 외 3인, 2017).

〈참고문헌〉

- 김양호·이만우 (2003), “상장주식의 증여 및 증여취소에 관한 실증연구,” 세무학연구 제20권 제3호.
- 박경서·정찬식·김선민 (2018), “투자자는 지배주주가 이번 여름에 할 일을 알고 있다,” 한국증권학회지 제47권 제5호.
- 최문희 (2016), “합병, 주식교환, 주식이전 등 조직재편과 대표소송의 원고적격의 쟁점: 대법원 판례에 대한 비판적 고찰과 입법론적 제안,” 상사판례연구 제29권 제3호
- 최순영·김종민·이석훈·정윤모 (2017), 기업가치 산정 기준에 관한 연구, 자본시장연구원

CSR과 기업의 자발적인 온실가스 감축

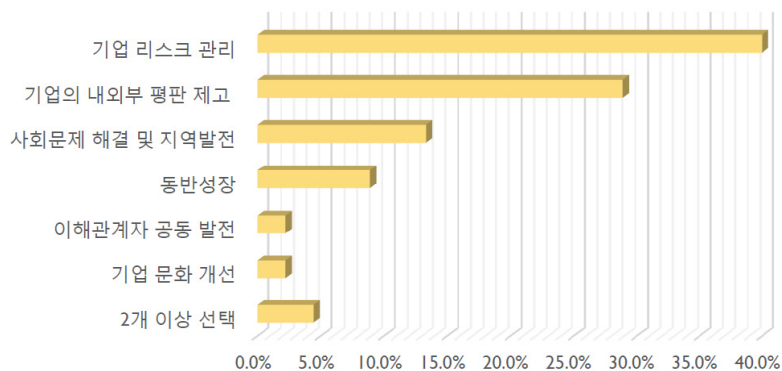
연구논단Ⅱ

유종민 | 홍익대학교 경제학과 교수

I. 소개

자본주의가 고도화될 수록 기업들의 환경오염, 부의 집중화 등에 대한 책임이 많이 강조되고 있다. 단지 이러한 공공의 이익이 정부만이 해결할 수 있는 문제가 아니라 이윤창출의 주체로서 기업도 이를 부담해야 한다는 주장이 제기되었고, 투자를 받는 자격 요건으로서 기업의 역할과 자격이 강조되고 있다. 이에 기업들도 책임 있는 사회 구성원으로서의 역할을 요구 받게 되고 이에 기업의 사회적 책임 (Corporate Social Responsibility: CSR)이 화두로 떠오른지 오래되었다. 기업의 사회적 위치 및 요구 받고 있는 역할도 다르기 때문에 CSR 에 대한 다양한 정의와 해석이 존재하지만, 큰 틀에서의 사회문제 해결을 기업 단계에서 풀어나가고자 하는 측면은 동일하다. 그림 1은 CSR 에 대한 기업 구성원들의 다양한 기대를 반영한다.

〈그림 1〉 CSR의 목표



출처: 지속가능경영원 국내 CSR 트렌드 조사 (2016)

특히 최근 들어 많은 국가들이 지구 온난화를 극복하기 위해 노력하고 있으며, 기후 변화에 대처하기 위해 온실가스를 줄일 수 있는 방법을 투자단계에서 기업의 사회적 책임을 반영하는 방식으로 고려하는 중이다. 개별 기업의 온실가스 감축 활동은 개별회사의 생산과 이익을 축소할 수 있지만 궁극적으로는 회사의 사회적 기여도 향상으로 기업 전체의 수요가 창출되는 등 외부 경제 효과를 창출할 수 있다. 소비자 역시 기후변화의 악영향에 대해 인지하고 있고, 이에 대한 기업의 역할이 클수록 해당 기업 제품에 대한 소비 및 투자를 늘려줄 의향이 크기 때문에, 장기적인 성장 엔진이 될 수 있는 화석 연료의 감소에 대한 기업의 노력을 중시하고 있다. 이에 환경 가치와 관련된 기업의 (온실가스 감축 등) 다양한 역할이 기업의 사회적 책임평가(CSR)에 중요한 평가 요소 중 하나로 여겨지고 있기 때문에 기업의 사회적 책임을 평가하는 지수와 밀접한 관련이 있다고 기대하기 쉽다. 그러나 환경 평가 범주에는 명확한 배경 데이터가 표시되지 않아 CSR 지수가 실제로 현실을 반영하는지는 확실하지 않다. 따라서 본 연구에서는 온실가스 배출량과 한국의 CSR 지수의 관계를 살펴보고 개선점에 대해 논의한다.

한국은 기후변화에 대처하기 위한 국제적 노력에 적극 참여하고 있다. 2015년 한국은 파리협정을 통해서 2030년까지 전망치 대비 37%의 온실가스 감축을 목표로 다양한 정책을 활용하고 있다. 2015년 이전에는 감축목표 달성 수단으로서 Command and Control 방식인 목표관리제를 운영한 바 있고, 배출거래제(Emission Trading Scheme: ETS)를 2015년 도입하여 시장제도에 입각한 감축정책을 현재까지 운영하고 있다 (Etienne and Yu, 2017; Kim and Yu, 2018; Lee and Yu, 2017; 김규림 외 2016; 유종민 외 3인, 2017; 홍종호 외 2인, 2019; 유종민 및 이지웅 2019). 이 두가지 정책은 현재 한국의 온실가스 감축 노력의 주요 원동력을 반영하고 있다.

기업들은 이에 따라 온실가스 배출을 억제하기 위해 배출 및 감축에 따른 다양한 조치를 취해야 하고 배출량을 검증 받으며 정부에 보고 의무를 가지게 된다. 이런 상황에서 CSR 개념의 확산은 기업의 자발적인 온실가스 감축 노력을 유도하는 또 다른 방안으로서 생각될 수 있다. 기존 경제적인 유인을 제공하는 온실가스 정책과는 달리 CSR은 기업의 영향력과 지위에 따라 자발적인 사회적 역할과 책임 이행을 유도하기 위한 고려사항으로서 부각되고 있는 것이다. 특히 기후변화에 대한 전 세계적인 관심이 높아짐에 따라 CSR 내에서 온실가스 감축 노력이 제대로 반영되어 있는지에 대한 관심이 높아지고 있다. 이러한 최근의 동향에 비추어 볼 때 온실가스를 감축할 의무를 가지고 있는 기업의 감축 노력이 CSR 관련 지수에 반영되는지 여부를 본고에서는 고찰하도록 하겠다.

온실가스 배출량이 기업에 미치는 영향에 대한 연구는 주로 ETS 및 탄소과세 등의

규제로 인한 비용 최소화의 관점에서 수행되고 있다. 혹은 순수한 환경적 관점에서 사회적 비용을 최소화하기 위해 최적의 규제 수준을 설정하는 방법에 대한 관점에서 연구가 있어왔다 (Adar Z.; Griffin J.M, 1976; Pizer, 1999; Burtraw et al 2010). 또한 기업의 관점에서도 온실가스 감축 등에 따른 규제 준수 비용을 최소화하는 방식에 대한 연구가 있어 왔다 (Stranlund et al 2014, Yu and Mallory, 2015, Yu and Ryu, 2018). 그러나 기업의 사회적 책임 반영 측면에서 온실가스 감축에 대한 요구는 커지는 반면 반영 여부에 대한 연구는 거의 없었다. 미국의 한 기업 그룹에 대한 연구는 전국적인 수준에서 필수 GHG 감축 계획이 없더라도 자발적인 GHG 감축 노력을 공개함으로써 더 높은 수익을 얻는다는 것을 보여준다는 것을 보여줬다(Hoffman, 2005). 예컨대 Nishitani and Kokubu (2012) 처럼 온실가스 배출량 감소가 토빈의 q 에 반영될 수 있다는 식이 그 예이다. 그들은 GHG 배출 감소 및 회사 가치에 전승 프로세스에 주주와 투자자의 시장 규율 효과를 분석한다. 2006-2008년 일본의 제조업 데이터를 사용하여 주주/투자자가 부과하는 온실가스 감축 규율이 기업 가치를 개선시키기 때문이다.

환경 가치를 담은 CSR이 기업 /브랜드 평판 및 기업 수익성에 긍정적인 영향을 미치고, 소비자(투자자)가 장기적인 성장 잠재력을 제공하는 높은 CSR 지수를 가진 회사에 대한 충성도가 높다면 소비자(투자자)는 회사가 제공하는 제품에 대한 대안이 생기거나 혹은 회사 자체가 일시적인 위기에 직면하더라도 구매(혹은 투자)를 축소하지 않으므로 회사는 위기에서 쉽게 벗어날 수 있다. 즉, 평판이 좋은 기업은 다른 회사보다 더 큰 생존력을 가지고 있으며 높은 가치를 가지고 있는 경향이 있기 때문에, 온실가스 감축이 기업의 CSR 등급을 향상시킨다면 기업은 온실가스 배출을 줄이기 위한 자발적인 인센티브를 가질 수 있다. 그러나 반대로 온실가스 정보공개는 주주가 향후 탄소관련 비용을 인식할 수 있도록 함으로써 의도하지 않은 방식으로 기업에 부정적인 영향을 미칠 수도 있다 (Lee et al, 2014). 그러나 CSR은 환경적 관점에 의해서만 결정되지 않는다. CSR은 기업 안정성, 수익성, 사회공헌, 직원 만족도 등 다양한 기준을 종합한 것으로 볼 때 기업의 환경보호 활동은 다른 기업보다 덜 중요한 요소로 간주될 수 있다. 특히 기업의 온실가스 감축 등 환경 개선과 관련된 일부 활동은 필연적으로 에너지 자원과 연료의 소비를 동반한다. 따라서, 기업의 CSR 지수는 반드시 온실가스 배출량 수준에 의해서만 결정되는 것은 아니다. 사회가 환경 보호의 중요성을 충분히 인식하지 못한다면, 특히 온실가스 배출량이 낮은 기업이 CSR 지수가 높을 것으로 예측하기는 어렵다. 따라서 회사의 온실가스 배출이 CSR 지수형성에 어떤 영향을 미치는지 분석할 가치가 있다고 보고, 본고는 Yu and Lee (2017)의 시계열을 연장하고 모형을 보다 단순화시켜 온실가스 배출

량 감소가 회사와 주주들에게 어떠한 방식의 정보를 제공하는지에 대해 고찰한다.

II. 데이터 및 모형

본 장에서는 기업의 온실가스 배출량과 CSR 지수 간의 관계를 조사하기 위한 변수 및 회귀 모형을 구축한다. 데이터의 기반이 되는 회사는 2019년 12월 기준 코스피 및 코스닥 상장사 중 CSR 보고서를 발행하고 있는 회사 (총 393개 사)를 대상으로 하며, 각 회사별 자산 등의 데이터는 에프엔가이드를 통해 추출하였다. 온실가스 배출량에 대한 규모 효과를 제어하기 위해 회사의 온실가스 배출량을 총 매출액으로 정규화 한다. 회사 i 에 대한 주요 독립 변수로서 i 는 표2에서와 같이 정의된다. 온실가스 보고에 대한 2006년 IPCC 지침에 따라 화석 연료 사용 및 기타 관련 공정을 통해 배출량을 직접 계산하였으며, 한국에서는 온실가스 배출량과 연료 소비를 통한 간접배출이 모두 포함된다. CSR의 대리변수로서 국내 CSR 지표 중 가장 활발하게 사용되는 한국경제정의연구원(Korea Economic Justice Institute : KEJI)이 발표한 경제정의지수를 사용한다. KEJI는 1991년부터 상위 200대 기업을 발표했으며, 기업 건전성, 사회공헌, 직원 만족도 등 다양한 측면을 활용한다. 스코어 가이드에 따라 실제 값을 지표별로 100포인트 배율로 변환되고 지표 별 가중치를 기준으로 최종 점수로 계산된다.

〈표 1〉 KEJI 평가 항목 및 자세한 지표

	기업 지배구조의 건전성	자사주 비중 전문 관리자 참여 정도 사외이사 활동 소유권 구조와 거버넌스 구조의 차이
		소비 지출 R&D 지출 시설 투자
건전성(25점)	투자건전성	위험성
	기업 금융의 건전성	계열사에 대한 자본 주입 계열사에 대한 부채 보증
공정성(20점)	공정성	경제 집중도
		파트너 회사와의 관계
		금융규제 관찰 금융부문 및 산업부문 분리

사회공헌(15점)	투명도	정보 공개	
		비즈니스 보고서의 적합성	
		감사위원회 관리	
	고용 평등	주주권 행사	
		장애인의 점유율	
		여성 근로자의 점유율	
		직원 증가율	
	사회공헌 활동	정부포상	
		기부금	
		사회복지 지원	
소비자 보호(15점)	국가재정기여	세금 납부	
		고객 만족도 인증	
		고객 만족도	
	소비자 권리 보호	소비자 불만 상담	
		금융 소비자보호	
		불공정 조항	
		전자 상거래 소비자 보호법 위반	
	소비자법 관련	통지 의무 위반	
		구매 강요	
		방문 판매와 관련된 법률 위반	
프랜차이즈 사업거래의 공정성에 관한 법률 위반			
환경 관리 (10점)	소비자 안전	공정광고법 위반	
		품질 및 소비자 안전 인증	
		환경 개선 보고서	
	환경 개선 노력	에너지 효율	
		환경 투자	
		환경 보호 프로그램	
	환경 친화성	환경 관련 수상 및 인증	
		물과 대기 등의 오염	
	직원 만족도(15점)	작업장 보건 및 안전	산업재해
			직장 보건 및 안전 인증
인적 자본 개발		인 당 교육훈련비	
		교육훈련비 증가율	
		임금 및 복리후생	임금 보상 수준
혜택			
내부 노동복지기금			
근무 년 수			
노사관계		노동 분쟁	
		임시 근로자의 점유율	
		노사관계 개선 프로그램	

앞서 설명한대로 CSR 인덱스는 온실가스 배출량에 의해서만 결정되지 않기 때문에 CSR 지수에 잠재적 영향을 미칠 수 있는 다양한 회사의 특성을 변수로 포함한다. 레버리지(Lev)는 외부 부채가 높은 회사가 채무 불이행 위험과 재정적 제약에 노출될 가능성이 높기 때문에 회사의 재무 건전성을 나타내는 지표로 모델에 포함한다(Jiang and Zhu, 2017). 대체로 대기업일 수록 각종 기업의 평판에 대한 공시가 활발하고 관리에 신경 쓰는 경우가 많기 때문에 CSR의 중요한 결정요인으로서 기업의 자산규모가 고려된다(Pava and Krausz, 1996; Udayasankar, 2008) 수익성이 클수록 CSR에 투자여력도 크기 때문에 자산 수익률(ROA)이 고려된다(Waddock, 1997). 또한 유서 깊은 기업일 수록 CSR 수치가 높다는 연구결과에 따라 기업의 설립 년도를 고려한다(Moore, 2001). CSR 의 구조 상 회사가 직원과 이익을 공유하면 CSR이 증가할 수 있기 때문에 급여 대 자산 비율이 포함된다. 마지막으로, 회사 자체의 수익 불확실성을 고려하기 위해서 주식 수익률 변동성(RetVol)을 포함하여 CSR 요인을 통제한다(Jurado et al, 2015).

〈표 2〉 주요 변수의 정의

변수	설명
CSR index _{i,t}	한국경제정의연구원 출처
Co2tosale _{i,t}	t 연도 동안 측정된 GHG 배출 (단위: CO2 톤)/연매출액
Lev _{i,t}	레버리지, 연간 총 자산 비율에 대한 총 부채
Size _{i,t}	회사 크기, 연말 기준 총 자산규모의 로그값
ROA _{i,t}	자산수익률, 총 자산대비 수익률
Age _{i,t}	회사 설립 년도 이후 경과 해수
Salarytoasset _{i,t}	자산 비율에 대한 급여 비율 ;
Ret Vol _{i,t}	수익률 변동성, 연도 동안 회사의 일일 주식 수익률의 표준 편차

아래 〈표 3〉은 위 정의된 변수에 대한 요약 통계량을 제시한다.

〈표 3〉 변수 기본통계.

	관측수	평균	표준편차	25%	50% (중앙값)	75%
CSR index _{i,t}	393	74.5850	2.8012	63.6790	64.9837	67.2426
Co2tosale _{i,t}	393	0.0401	0.0889	0.0152	0.0221	0.0508
Lev _{i,t}	393	0.0345	0.0587	0.0054	0.0122	0.0486
Size _{i,t}	393	23.3493	1.7826	20.9990	22.0159	24.6536
ROA _{i,t}	393	0.0582	0.0451	0.0192	0.0453	0.0830
Age _{i,t}	393	7.5342	0.6460	3.3264	3.7977	3.8912
Salarytoasset _{i,t}	393	0.0616	0.0351	0.0255	0.0421	0.0687
Ret Vol _{i,t}	393	0.0257	0.0082	0.0181	0.0229	0.0292

표 4는 주요 변수 간 상관 관계를 보인다. 기업의 온실가스 배출량과 CSR 지수 간의 상호 상관관계는 낮지만 긍정적인 관계를 나타내는데, 온실가스 감축이 CSR 지수를 향상시킬 수 있다는 일반적인 기대와는 다르다. 온실가스 배출로 인한 환경규제 (배출권의 구입 비용 등으로 인한 부담)이 CSR에 제대로 반영되었는지 여부가 의심되는 부분이다. 또한 자산 수익률이 높은 수익성 있는 기업은 더 높은 지수를 가질 수 있으며, 높은 수익률 변동성에 노출된 기업은 낮은 지수를 가지고 있으며 변수 포함의 정당성을 준다.

〈표 4〉 상관 관계 계수.

변수	CSR index _{i,t}	Co2tosale _{i,t}	Levi,t	Size _{i,t}	ROAi,t	Age _{i,t}	Salarytoasset _{i,t}
CSR index _{i,t}	1						
Co2tosale _{i,t}	0.0158	1					
Levi,t	0.0542	-0.0246	1				
Size _{i,t}	0.5796 *	-0.0964	0.2463 *	1			
ROAi,t	0.2374 *	-0.0468	-0.3363 *	0.0845	1		
Age _{i,t}	-0.3453 *	0.6363 *	-0.0157	0.0295	-0.0846	1	
Salarytoasset _{i,t}	0.003	-0.2532 *	-0.7394 *	-0.4368 *	0.0537	-0.2685 *	1

* 유의수준 95% 수준 이상

이상의 변수를 활용하여 회귀식을 구축하면 다음과 같다.

$$CSR\ index_{i,t} = \beta_0 + \beta_1 Co2tosale_{i,t} + \beta_2 Lev_{i,t} + \beta_3 Size_{i,t} + \beta_4 ROA_{i,t} + \beta_5 Age_{i,t} + \beta_6 Salarytoasset_{i,t} + \beta_7 Ret\ Vol_{i,t} + \varepsilon_{i,t}$$

β 는 각 변수와 CSR 지수 사이의 관계를 반영한다. 더 적은 온실가스를 방출하는 회사가 CSR에서 고도로 평가되는 경우, β_1 은 음의 값을 가질 것으로 예상된다. 반대로, CSR 지수가 GHG 배출로 개선되면 β_1 양의 값을 가진다. 대기업은 온실가스 배출 감소 이외의 다양한 사회 활동이 평가의 대상으로 포함될 수 있으므로 CSR 지수와 양의 관계가 예상된다. 특히 높은 가시성 때문에 대기업은 공개된 주식시장 하에서 투자유치에 유리한 평판을 얻을 가능성이 높고 그 반대도 마찬가지이다. 기업은 더 높은 급여를 비롯하여 더 나은 근무 조건을 제공할 수록 직원 만족도를 높일 수 있다.

III. 결과

표 5는 다이내믹 패널회귀 분석의 결과를 제시한다. 그 결과 온실가스 배출량이 클수록 오히려 CSR 지수와 양의 관계에 있음을 보여주며, 이는 회사가 더 많이 배출할수록 회사의 CSR 지수가 더 우수하다는 것을 암시한다. 이 결과는 더 많은 온실가스 배출이 회사의 CSR 지수에 부정적인 영향을 미칠 것으로 예상될 수 있기 때문에 환경정책 측면에서는 다소 부정적인 지수라고 평가할 수 있다. 이는 한국에서의 CSR 이 기후변화 억제와 관련된 가치를 담는데 실패하고 있다는 점을 여실히 보여준다. 기타 변수의 경우, 통제 변수 중 레버리지(Lev)는 CSR 지수와 부정적으로 연관되어 있으며, 회사 규모(크기)의 계수는 대기업이 CSR 획득에 더 유리하다는 것을 나타낸다. 급여 대비 자산비율(Salarytoasset)의 계수는 직원 만족도가 회사의 CSR 지수의 중요한 결정요인이 될 수 있음을 나타낸다. 종합하면 표 5의 결과는 CSR 지수를 개선할 개선하기 위해서는 기후변화에 대응하는 움직임이 오히려 부정적으로 반영될 수밖에 없음을 암시한다. 교차항을 통해서, 회사 규모가 커짐에 따라 온실가스 배출량과 CSR 지수 간의 긍정적인 관계가 증가하고 중소기업 내에서 부정적인 관계가 존재할 수 있음을 나타낸다. 이는 온실가스 배출량 감소와 같은 정책이 중소기업의 경우에는 오히려 CSR 지수를 향상시키는 데 효과적일 수 있음을 시사한다. 그러나 대기업의 경우 단순한 환경 보호를 넘어 다른 사회 활동이 CSR 지수를 보다 쉽게 향상시킬 수 있기 때문에 오히려 효과가 반대로 나오고, 대기업이 온실가스 배출 감소 이외의 CSR 지수를 높이기 위한 다양한 조치를 취할 수 있다는 예측과 일치한다.

〈표 5〉 회귀분석 결과

변수	CSR 지수 _{i,t}
Co2tosale _{i,t}	-157.489*** (34.059)
Co2tosale _{i,t} * Size _{i,t}	4.367*** (0.991)
Co2toasset _{i,t} * Size _{i,t}	8.3578*** (2.468)
Lev _{i,t}	-3.035** (0.924)
Size _{i,t}	0.935*** (0.272)
ROAi _{i,t}	-3.026

변수	CSR 지수,t
	(4.935)
Agei,t	-1.386
	(0.793)
Salarytoasseti,t	13.487***
	(3.479)
Ret Voli,t	-39.238*
	(27.335)
Constant	10.448***
	(7.454)
N of Obs	393
Adj. R2	0.427

***, **, * 각각 테스트에 대한 1 %, 5 %, 및 10 % 수준에서 통계적 유의성

IV. 소고

본고가 던지는 메시지는 간단하다. 상장기업 별 패널분석 결과 CSR 지수에 온실가스 배출과 관련된 기후변화 노력은 충분히 반영되어 있지 않다는 것이다. 최근 환경적 측면 특히 기후변화에 초점을 맞추어 기업의 사회적 책임을 강조하는 분위기에도 불구하고 온실가스 감축과 같은 기업 환경 보호 활동이 CSR 지수에 미치는 영향은 매우 미미하다. 따라서 앞서 본 표1에서와 같이 CSR 지수의 구성에 대해 기본적인 조정이 요구된다. 기업은 평판관리에 상당한 에너지를 쏟을 준비는 되어 있고, 기후변화에 따라 기업의 자구노력을 보여주하고자 하는 인센티브는 있으나, 기업은 기타 다른 항목에 더 많은 투자를 함으로써 지수 향상을 꾀할 수 있는 여지가 있는 것이다. 따라서 CSR 지수는 최근의 기후변화 문제에도 불구하고 회사의 온실가스 저감에 대한 중요성을 과소평가할 수 있다.

온실가스 배출권거래제가 전면 도입된 상황에서 각 기업의 온실가스 배출량은 기업의 평판 그 이상의 의미를 가진다. 물론 각 배출권 시장 참여 기업의 정부로부터 배출권 할당 총량 역시 공개되어야 하는 문제도 있지만, 기본적으로 할당된 양 이상의 온실가스 배출시에는 해당 상장기업은 막대한 배출권 구매 혹은 배출권 미제출 벌금을 물어야 하기 때문에 재무적 손실이 클 수 있다. 막연하게 기후변화에 참여한다는 소비자 측면에서의 CSR 이 아니라, 재무적 영향을 끼칠 수 있다는 측면에서 투자자들이 의사결정을 좌우할 수 있는 CSR 이 될 수 있는 것이다.

CSR 유관 지수에 기후변화 관련 항목을 환경보호 부문 하위항목으로 추가하고 이에 대한 평가는 연초 정부로부터 베이스로 인정받은 배출량에서 추가로 배출한 온실가스 양을 보고서에 공고하도록 하면 투자자들을 이를 감안하여 의사결정을 할 수 있고 기후 변화에 힘쓰는 기업 여부에 따른 자연스러운 옥석 가리기가 주식시장에서도 가능해질 것으로 본다.

〈참고문헌〉

- Etienne X.L.; Yu J.: Inverse price spread and illiquid trading in Korea-ETS, Carbon Manag. 2017, 1-11. doi:10.1080/17583004.2017.1309205.
- Adar Z.; Griffin J.M.: Uncertainty and the choice of pollution control instruments, J. Environ. Econ. Manage. 1976, 3, 178-188.
- Pizer W.A. The optimal choice of climate change policy in the presence of uncertainty, Resour. Energy Econ. 1999, 21, 255-287.
- Burtraw D.; Palmer K., Kahn D., A symmetric safety valve, Energy Policy 2010, 38, 4921-4932.
- Yu, J., ; Ryu, S. Optimal Design of a Politically Feasible, Environmental Regulation. Korean Economic Review 2018 34, 75-99.
- Stranlund J.K.; Moffitt L.J., Enforcement and price controls in emissions trading, J. Environ. Econ. Manage. 2014, 67, 20-38.
- Yu J.; Mallory M.L., An optimal hybrid emission control system in a multiple compliance period model, Resour. Energy Econ. 2015, 39, 16-28.
- Hoffman A.J.: Climate Change Strategy: The Business Logic Behind Voluntary Greenhouse Gas Reductions, Calif. Manage. Rev. 2005, 47, 21 LP-46.
- Oh W.Y.; Chang Y.K., Martynov A., The Effect of Ownership Structure on Corporate Social Responsibility: Empirical Evidence from Korea, J. Bus. Ethics 2011, 104, 283-297.
- Nishitani K.; Kokubu K., Why Does the Reduction of Greenhouse Gas Emissions Enhance Firm Value? The Case of Japanese Manufacturing Firms, Bus. Strateg. Environ. 2012, 21, 517-529.
- Lee S.-Y.; Park Y.-S.; Klassen R.D., Market Responses to Firms' Voluntary Climate Change Information Disclosure and Carbon Communication, Corp. Soc. Responsib. Environ. Manag. 2015, 22, 1-12.
- Korea Economic Justice Institute, 17th-24th best corporate citizen award sourcebook; Korea Economic Justice Institute: Seoul, Korea Rep., 2008-2015.

- Pava M.L.; Krausz J.; The Association between Corporate Social-Responsibility and Financial Performance: The Paradox of Social Cost, *J. Bus. Ethics* 1996, 15, 321-357.
- Udayasankar K., Corporate Social Responsibility and Firm Size, *J. Bus. Ethics* 2008, 83, 167-175.
- Jiang G.J.; Zhu K.X., Information Shocks and Short-Term Market Underreaction, *J. Financ. Econ.* 2017, 124, 43-64.
- Waddock.A., Graves S.B., The Corporate Social Performance-Financial Performance Link, *Strateg. Manag. J.* 1997, 18, 303-319.
- Moore G., Corporate Social and Financial Performance: An Investigation in the U.K. Supermarket Industry, *J. Bus. Ethics* 2001, 34, 299-315.
- Jurado K.; Ludvigson S.C., Ng S., Measuring Uncertainty, *Am. Econ. Rev.* 2015, 105, 1177-1216.
- Petersen M.A., Estimating standard errors in finance panel data sets: Comparing approaches, *Rev. Financ. Stud.* 2009, 22, 435-480.
- Yu, J., & Lee, S. (2017). The impact of greenhouse gas emissions on corporate social responsibility in Korea. *Sustainability*, 9(7), 1135.
- Kim, W., & Yu, J. (2018). The effect of the penalty system on market prices in the Korea ETS. *Carbon Management*, 9(2), 145-154.
- Lee, J., & Yu, J. (2017). Market analysis during the first year of Korea emission trading scheme. *Energies*, 10(12), 1974.
- 김규립, 유종민, 김지태 “배출권 시장안정화 정책수립 방향 및 쟁점”. *환경정책 제24권 제2호* 2016.6: pp. 189~210
- 유종민, 유재형, 김지태, 이종은 “한국 온실가스 감축정책의 효과- 배출권거래제 전후 비교”. *환경정책 제25권2호*. 2017.6, 231-247
- 홍종호, 유종민, & 김지태. (2019). 1 기 배출권거래제로 인한 국내 산업의 탄소누출 가능성 분석: 수리적 분석 모형 적용. *환경정책*, 27(1), 55-78.
- 유종민, & 이지웅. (2019). 한국 배출권거래제 1 차 계획기간 중 배출권 차입한도 효과 분석. *한국기후변화학회지*, 10(1), 71-78.

기업지배구조 리뷰

Corporate Governance Review

발행처 한국기업지배구조원

발행인 신진영

발행일 2020년 6월

주 소 서울시 영등포구 여의나루로 76 (07329)

Tel 02)3775-3339

Fax 02)3775-2630

E-mail cgsweb@cgs.or.kr

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

인쇄처 경성문화사 Tel (02)786-2999



KCGS

KCGS
한국기업지배구조원
www.cgs.or.kr

서울시 영등포구 여의나루로 76 한국거래소 신관 9층
TEL. 02-3775-3339 FAX. 02-3775-2630