

Contents

Vol.89 | 2018. 4호

- 03 연구논단Ⅰ** 주주관여에 관한 단상
- 反행동주의 포이즌필을 단서로 하여 -
송옥렬 서울대학교 법학전문대학원 교수, 한국기업지배구조원 객원연구위원
- 17 연구논단Ⅱ** 대규모 내부거래 관련 기업집단 공시현황 분석 및 향후 규제정책
방향에 대한 시사점
이윤아 한국기업지배구조원 부연구위원
- 52 연구논단Ⅲ** 근로자의 경영참여에 대한 해외 사례 및 분석
안현미 한국기업지배구조원 부연구위원
- 72 연구논단Ⅳ** 블록체인 기술과 기업지배구조에 대한 약간의 고찰
- 나카모토 사토시(中本哲史)의 “Bitcoin: A Peer-to-Peer Electronic
Cash System(2008)” 논문을 중심으로 -
김태진 고려대학교 법학전문대학원 교수, 한국기업지배구조원 객원연구위원
- 101 연구논단Ⅴ** 한국의 에너지/전력 믹스, 기후변화 대응 및 녹색 금융의 현황
오택교 한국기업지배구조원 연구위원



주주관여에 관한 단상

- 反행동주의 포이즌필을 단서로 하여 -

연구논단 I

송옥렬 | 서울대학교 법학전문대학원 교수, 한국기업지배구조원 객원연구위원

I. 헤지펀드 행동주의

1. 쟁점

우리나라 재계에서 헤지펀드는 아직까지 SK, 삼성, 현대차 그룹의 문제에 불과하다고 할 수 있지만, 널리 상장회사의 소유구조나 지배구조에 관한 논의를 촉발하는 상징적인 사건이 되기도 한다. 예를 들어, 아직도 언론에서는 경영권 방어수단의 도입의 필요성의 근거로 2003년 소버린 사태가 이른바 “떡튀” 프레임으로 종종 언급되고 있다. 최근 엘리엇 펀드는 삼성물산 합병에 세간의 이목이 집중되도록 하는 촉매 역할을 한 것에서 나아가, 2018년에는 다시 현대차의 지배구조 개편안에 반대하는 의견을 내면서 주주로서 적극적 행동주의에 나서고 있다. 물론 이에 대한 논란은 아직도 진행형이다.

먼저 재계의 입장은, 만일 언론이 그 입장을 충실하게 전달하고 있다면, 분명하고 직선적인 논리를 갖추고 있다. 예를 들어, 2018년 4월 엘리엇 펀드가 현대차의 지배구조 개편안에 반대하는 등 행동을 취한 것에 대해서, 재계는 “국내 상장사들이 지속가능성과 장기적인 기업가치 제고를 위해 노력하고 있음에도 불구하고, 일부 행동주의 펀드가 이익배당 확대, 자사주 소각, 사외이사 선임, 집중투표제 도입 등 과거 다른 사례와 비슷하게, 펀드의 단기적 이익을 추구할 목적으로 기업의 경영에 간섭하고 있다”는 진단을 내리고, 그 처방으로 “주요 선진국 수준의 경영권 방어수단, 예를 들어 포이즌필이나 차등의결권의 도입이 시급하다”는 대안을 제시한다. 케임브리지 대학의 장하준 교수도 “엘리엇이 현대차의 미래와 대한민국의 미래에 무슨 관심이 있겠는가”라고 물으면서, “엘리엇은 주가를 띄운 뒤 차액을 챙겨 나가면 그만이고, 문제는 주식시장의 힘이 커져서 우리나라 전체가 말려드는 점”이라고 진단하고 있다. 그에 대한 처방 역시 차등의결

권 같은 경영권 방어수단의 도입이다. 국내 상법학자들도 자주 이런 의견을 개진한다. 인터넷에는 이런 내용의 주장이 차고 넘치지만, 그런데 과연 이런 주장은 옳은가?

먼저 한 마디로 반박할 수 있는 것부터 보자면, 위 논리의 처방 부분은 분명히 잘못되었다. 포이즌필이나 차등의결권을 도입한다고 해서 지금과 전혀 달라질 것이 없기 때문이다. 과거 소버린이 SK의 14.99% 주식을 취득했던 것은 다소 예외적인 것이고, 헤지펀드는 우선 포이즌필을 발동시킬 정도의 지분을 취득하지 않는다. 엘리엇 펀드 역시 2015년 삼성물산에서는 7.12%를 취득하였고, 현대차의 경우에는 2%가 되지 않는 지분으로 알려져 있다. 따라서 우리나라 기업이 포이즌필을 가지고 있다고 하더라도 포이즌필은 발동되지 않고, 엘리엇의 이른바 “경영간섭”은 경영진에 서신을 보내는 형태로 여전히 가능하다. 지배주주가 차등의결권을 가지고 50% 이상의 절대적 지분을 확보하고 있더라도 마찬가지이다. 엘리엇은 여전히 주주로서 자신의 의사를 전달할 수 있다. 따라서 진정 헤지펀드의 경영간섭을 걱정하는 것이라면, 포이즌필이나 차등의결권 같은 수단은 처방이 될 수 없다. 이것이 처방이 될 수 있는 논리는, “만일 엘리엇의 요구를 들어주지 않으면 엘리엇이 아예 현대차의 주식을 매집하여 적대적 기업인수에 나설 수 있고, 그 경우 현대차는 대책이 없다”는 식으로, 엘리엇의 협박이 통한다는 논리 정도를 생각할 수 있겠으나, 아직 우리나라에서는 헤지펀드가 이렇게 기업을 인수하고자 나선 사례가 없다. 엘리엇이 그렇게 나설 가능성이 얼마나 되는지는 누구도 알 수 없으나, 이런 희박한 가능성을 논거로 삼는 것은 설득력이 떨어지는 것으로 생각된다.

그렇다면 그 앞 부분의 진단은 어떠한가? 헤지펀드의 “경영간섭”에 대해서 어떻게 평가할 것인가? 재계의 본능적 거부감이 공감되지 않는 바는 아니다. 미국에서도 더 많은 기업들이 헤지펀드 행동주의에 시달리고 있는데, 역시 우리나라와 비슷하게 부당한 경영간섭이라는 식으로 반응하고 있다. 대형 로펌에서는 어떻게 헤지펀드와 커뮤니케이션을 할 것인지 매뉴얼을 작성하여 수익을 올리고 있고, 학계도 기업이나 로펌으로부터 직간접적인 재정적 지원을 받아 대응논리를 마련해 주곤 한다. 어디서나 헤지펀드의 목소리를 차단하고자 하는 것은 인지상정으로 보인다. 그러나 이런 본능적 거부감을 가지고는 사람들을 설득할 수 없다. 따라서 이런 거부감을 포장하는 주요 이론적 논거가 필요한데, 현재의 유력한 논거는 바로 주식시장의 단기실적주의(short-termism)이다. 시장의 단기실적주의는 예전부터 적대적 기업인수에 대한 방어수단이 왜 필요한지에 대한 근거로 널리 활용되었는데, 다시 헤지펀드 행동주의에 대한 대응논리로 활용되는 것이다. 비효율적 적대적 기업인수와 비슷하게, 단기실적주의에 기초한 헤지펀드의 경영권 간섭은 기업의 장기적인 성장가능성을 훼손함으로써 장기적인 기업가치를 파괴할 수 있다는 것이다. 따라서 적대적 기업인수에 대한 방어수단이 필요한 것과 마찬가지로

로, 헤지펀드 행동주의에 대해서도 뭔가 제어할 수 있는 대처방안이 필요하다는 것이다. 이런 점에서 행동주의에 대한 논의는 적대적 기업인수에 대한 종래의 논의와 닮아 있다. 문제는 이 논거가 기업의 “장기적”인 수익에 근거를 두고 있기 때문에, 실증적 증거를 통하여 입증하는 것이 쉽지 않다는 점이다.¹⁾ 결국 승패가 나지 않을 문제이다.

2. 적대적 기업인수와 무엇이 다른가?

이처럼 현재의 논의상황을 조망해 보면, 헤지펀드 행동주의와 적대적 기업인수를 의식적 또는 무의식적으로 구분하는 것이 각자 취하는 입장과 연결되어 있음을 발견하게 된다. 대체로 헤지펀드 행동주의에 반대하는 진영에서는 이 문제를 적대적 기업인수의 문제처럼 보거나 어떻게든 그런 방향으로 몰아가는 경향이 있다. 단기실적주의를 공통의 대응논리로 삼고 있는 것이 좋은 예이다. 반대로 헤지펀드 행동주의를 옹호하거나 덜 비판적인 진영에서는 헤지펀드 행동주의와 적대적 기업인수는 본질적으로 구분되어야 한다는 점을 강조한다. 다시 말해서, 헤지펀드가 자신의 뜻을 관철할 수 있는 지분을 취득할 의도가 없는 경우에는 효과적인 주주관여의 통로로 보아야 한다는 것이다. 이 진영에서는 특히 기관투자자의 소극성을 감안할 때 헤지펀드가 기관투자자의 관여에 촉매역할을 할 수 있다는 점을 강조한다. 결국 종래의 기관투자자의 역할을 강조하는 연장선상에서 헤지펀드 행동주의를 이해하는 셈이 되는 것이다.

후자의 입장을 이해하기 위해서는 약간 자세한 설명이 필요하다. 결국 헤지펀드 행동주의와 적대적 기업인수는 모두 경영진 또는 지배주주의 대리비용을 감소시키는 역할을 한다는 점에서는 비슷하지만, 헤지펀드 행동주의는 기업의 경영권 취득을 목적으로 하는 것은 아니라는 점에서 종래의 적대적 기업인수와 중요한 차이가 있다는 것이다. 헤지펀드가 궁극적으로 기업의 지배권 취득을 염두에 두고 있다면 이야기가 다르겠으나, 통상 우리나라에서 진행되는 사례는 헤지펀드가 적은 지분을 통하여 기업에 영향력을 행사하려는 경우가 대부분이다. 그 결과 적대적 기업인수에서는 성공하게 되면 인수회사가 자신의 뜻을 일방적으로 관철시킬 수 있으나, 헤지펀드 행동주의에서는 다른 주주의 설득이나 연합이 필연적이다. 이론적인 관점에서 그 중요한 의미는 헤지펀드 행동주의의 경우에는 비효율적인, 즉 기업가치를 감소시키는 전략을 채택해서 성공하기가 적대적 기업인수의 경우보다 쉽지 않다는 것이다.

원래 적대적 기업인수에서 경영권방어의 이론은 이런 비효율적 인수시도에 대해서

1) Lucian A. Bebchuk, “The Myth That Insulating Boards Serves Long Term Value”, 113 Columbia Law Review 1637 (2013); Jesse M. Fried, “The Uneasy Case for Favoring Long-Term Shareholders”, 124 Yale Law Journal 1554 (2015).

주주가 거부하지 못한다는 것이 이론적 기초였다. 주식의 분산소유하에서 주주는 조율 문제(coordination problem), 즉 죄수의 딜레마 문제에 처하기 때문에, 비효율적 인수시도가 있는 경우 개별적인 공개매수에 응하는 방식으로 찬반을 표명하는 방식으로 는 비효율적 공개매수에 응할 수밖에 없게 된다. 이 경우 이 문제의 하나의 유력한 해결책이 바로 경영진의 경영권 방어행위이다. 물론 여전히 경영진이 참호구축의 맥락에서 경영권방어를 할 수 있겠으나, 어쨌든 경영진의 경영권방어를 긍정적으로 평가할 여지가 생긴다. 그런데 헤지펀드 행동주의는 이와 상황이 다르다. 여기서 헤지펀드는 주식을 매집하는 것이 아니기 때문에, 다른 주주들이 자신의 주식을 매도하는 방식으로 의사표현을 하지 않는다. 다른 주주들이 죄수의 딜레마 상황에 처하지 않는 것이다. 주주가 어떤 입장을 취하든 그 결정의 효과는 당해 주주의 주가가치에 반영되기 때문에, 주주로서는 헤지펀드가 구사하는 전략이 비효율적이라면 굳이 승인해 주어야 할 인센티브가 없다. 따라서 헤지펀드 행동주의에서는 경영진이 주주를 위해서 대신 판단해야 필요성이 그다지 크지 않은 것이다. 이 부분이 적대적 기업인수와 가장 차이가 나는 부분으로서, 비효율적 요구에 대해서 크게 걱정하지 않아도 되는 이유이기도 하다.

물론 여전히 헤지펀드의 요구에 대하여 다른 주주는 정보나 분석력이 부족하다는 문제가 지적될 수 있다. 이런 차원에서 관심을 끌고 있는 것이 기관투자자이다. 기관투자자는 1990년대 이후 많은 주목을 받았지만, 영국 정도를 제외하면 세계적으로 적극적으로 행동하는 기관투자자는 찾아보기 어렵다. 심지어 미국의 경우에도 캘퍼스 정도를 제외하면 기업지배구조 문제에 있어서 적극적으로 대처하는 기관투자자는 없다고 해도 과언이 아니다.²⁾ 기관투자자의 소극적 인센티브를 설명하는 요소는 차고도 넘치기 때문에, 사실상 기관투자자에게 어떤 역할을 기대한다는 것은 무리라는 것이 미국 학계의 일반적인 이해이다. 그런데 헤지펀드가 등장하면서 이런 기관투자자의 소극성에 대해서 다시 재검토가 이루어지고 있다. 기관투자자는 단순히 “합리적 무지”를 택하는 것이 아니라, “합리적으로 과묵한(rationally reticent)” 전략을 택할 뿐이라는 것이다.³⁾ 이 용어의 의미는 적극적으로 나서서 문제를 해결하려는 생각은 없지만, 억지로 의견을 이야기해야 한다면 적절한 판단에 기초하여 행동할 수 있다는 정도로 보면 된다. 헤지펀드의 제안은 기관투자자를 억지로 판단해야 하는 상황으로 몰아가기 때문에, 기관투자자는 반대하든 협조하든 어느 쪽으로든 결정해야 한다. 이렇게 보면, 헤지펀드의 요구는 기관투자자의 소극성을 극복하는 통로라고 이해할 수 있고, 이런 행동주의를 옹호하는

2) Stephen J. Choi & Jill E. Fisch, “On Beyond CalPERS : Survey Evidence on the Developing Role of Public Pension Funds in Corporate Governance”, 61 Vanderbilt Law Review 315 (2008).

3) Ronald J. Gilson & Jeffrey N. Gordon, “The Agency Costs of Agency Capitalism : Activist Investors and the Revaluation of Governance Rights”, 113 Columbia Law Review 863 (2013).

입장은 1990년대 기관투자자의 목소리를 강조했던 이론들과 맥을 같이 한다고 볼 수 있다.

3. 미국에서의 헤지펀드 행동주의와 적대적 기업인수의 접근

이처럼 헤지펀드 행동주의와 적대적 기업인수는 다른 측면이 있으나, 최소한 기업 경영진의 입장에서는, 자신이 추구하는 정책에 반대하고 있고, 기업으로서 쉽게 대응하기 어렵다는 점에서 두 가지에 별 차이를 느끼지 못한다. 앞서 언급한 바와 같이, 이런 상황은 미국도 마찬가지이다. 미국의 경영진들도 월가의 헤지펀드의 공격에 힘들어하는 경우가 많다. 그런데 헤지펀드는 주식을 매집하는 세력이 아니기 때문에, 전통적으로 주식의 매집을 방해하는 경영권 방어수단을 가지고는 헤지펀드의 경영간섭을 막아낼 수 없다. 그래서 보통은 월가의 로펌들도 주로 헤지펀드와의 커뮤니케이션에서 실수하지 않도록 자문하는 경우가 대부분이다.

그런데 최근 2010년대 중반 이후 미국에서는 경영간섭을 시도하는 헤지펀드에 대응하기 위해서 종래의 적대적 기업인수에 대한 방어수단을 활용하는 현상이 나타나고 있다. 마치 우리나라에서 헤지펀드의 경영간섭에 대해서 “경영권을 방어하기 위해 차등의 결권이나 포이즌필을 도입해야 한다”고 주장하는 것과 비슷한 현상이다. 현재 미국에서 경영권 방어수단은 포이즌필과 거의 동의어라고 해도 과언이 아닌데, 포이즌필이 너무 막강하면서 쉽게 만들 수 있어서, 굳이 다른 방어수단을 갖출 필요가 없기 때문이다. 그런데 2010년대 중반부터 미국의 기업들은 헤지펀드에 대항하기 위해서 포이즌필을 이용하기 시작하였다. 핵심은 간단하다. 헤지펀드 행동주의가 성공하기 위해서는 앞서 설명한 바와 같이 다른 주주 또는 기관투자자들의 협력이 필수적인데, 포이즌필을 가지고 이런 협력을 구하지 못하도록 하려는 것이다. 주주들 사이의 커뮤니케이션을 포이즌필의 발동요건으로 하는 것이 기본적인 아이디어이다. 이미 미국에서는 포이즌필의 발동요건이 10% 정도로까지 내려와 있는데, 이런 상황에서 주주들 사이의 커뮤니케이션을 공동행위로 보아 합계 10% 이상의 주주들이 커뮤니케이션 하는 것을 막을 수 있다면 사실상 헤지펀드의 활동을 상당 부분 억지할 수 있게 된다.

이런 내용의 포이즌필은 미국에서도 새로운 움직임이기 때문에 이제 막 논의가 시작되고 있다. 이론적으로는 크게 두 가지 측면의 문제를 지적할 수 있을 것이다. 첫 번째로는 주주간 커뮤니케이션을 방해하는 것은 1990년대 이후 미국 증권법의 흐름에 역행한다는 것이다. 사실 미국만 그런 것도 아니다. 우리나라를 비롯하여 대부분의 국가에서 주주간의 커뮤니케이션을 위임장권유의 예외로 인정하고 있다. 두 번째로는 포이즌필 자체의 적법성을 판단하는 기준에 비추어보더라도 적법하지 않다고 볼 가능성이 높

다는 것이다. Moran 및 Blasius 판결 등 원래 포이즌필이 적법하다고 인정된 배경에는 포이즌필이 완벽하게 경영권을 방어하지 못한다는 것이 중요한 근거였다. 포이즌필이 있더라도 위임장권유를 통하여 경영권을 적대적으로 취득할 수 있다는 것이다. 따라서 위임장권유의 가능성을 차단하는 포이즌필은 무효라는 것인데, 위에서 주주간 커뮤니케이션을 방해하는 포이즌필은 위임장권유를 하지 못하도록 만드는 것이라고 본다면, 이런 포이즌필은 위법하게 된다. 물론 아직 이런 포이즌필의 적법성에 관한 법원의 판단은 내려지지 않았지만, 법리적으로는 무효가 될 가능성이 높다.

II. 反행동주의 포이즌필

1. 사례

오클라호마주에 기반을 둔 석유회사인 샌드리지 에너지(SandRidge Energy)는 석유 채굴 시설들이 노화되고 채굴비용이 증가하는데다가 국제유가의 폭락으로 2010년대 중반 큰 위기를 겪게 된다. 샌드리지만 그런 것은 아니었다. 실제로 미국에서는 2015년에서 2016년 사이에 셰일가스과 석유의 탐사·생산 회사 114개가 회생절차(Chapter 11)를 신청했는데, 샌드리지도 그 가운데 하나였다. 샌드리지의 회생절차는 성공적이었다. 2016년 5월 회생절차에 들어가 10월에 37억 달러의 부채를 없애는 구조조정을 마치고 다시 뉴욕거래소에 재상장되었고, 2017년에는 흑자전환에 성공하였다. 그런데 여기서 기업사냥꾼으로 유명한 칼 아이칸(Karl Icahn)이 2017년 10월과 11월에 걸쳐 샌드리지의 지분 13.6%를 매입하게 된다. 사실 그 계기는 샌드리지가 투자확대의 한 방안으로 보난자크릭 에너지(Bonanza Creek Energy)를 인수하겠다고 발표한 것이었는데, 칼 아이칸은 이 인수가 샌드리지의 기업가치를 훼손한다고 하면서 강력하게 반대하면서 이 주식을 매입한 것이었다. 실제로 보난자크릭의 인수에 대해서는 반대하는 주주가 많았고, 그 인수 발표로 인하여 주식시장에서 20% 정도 주가가 폭락하는 사태가 있었다. 2017년 11월 칼 아이칸의 주식취득 소식으로 인하여 주가는 다시 7% 가량 반등하였다. 그런데 여기서 샌드리지 경영진은 칼 아이칸의 간섭을 견제하고자 포이즌필의 발행 계획을 발표하고, 그것이 앞서 언급한 反행동주의 포이즌필이었다.

그 포이즌필은 전형적인 적대적 기업인수를 염두에 둔 것이 아니라, 주주의 행동을 제약하는 많은 규정을 담고 있었다.⁴⁾ 특히 주주간 커뮤니케이션을 제한하는 조항을 두고 있는 것이 최근의 포이즌필의 유행을 반영하는 것이어서 주목할 필요가 있다. 그 내

용은 포이즌필의 발동요건을 정의하는 제1조에 들어 있는데, 포이즌필은 인수회사가 발행회사의 주식을 일정비율 이상 인수하면 발동된다는 것이 기본구조임을 감안하면, 우선 인수회사를 의미하는 “Acquiring Person”을 회사 발행주식이 10% 이상의 “Beneficial Owner”로 정의하고 있다. 여기까지는 큰 무리가 없다. 그런데 나아가 “Beneficial Owner”의 한 유형으로서 “Acting in Concert”하는 주주를 포함한다고 규정하면서, 주식의 의결권 행사와 관련하여 공동의 목적을 가지고 의식적으로 함께 행동한 경우도 여기에 포함한다고 정하고 있다. 문제는 여기서 그렇게 공동의 목적을 가지고 행동했는지의 판단을 발행회사의 이사회가 하도록 되어 있는데, 그 판단기준으로 적어도 “exchanging information, attending meetings, conducting discussions or making or soliciting invitations to act in concert or in parallel” 가운데 한 가지 이상이 필요하다는 식으로 정의되어 있다. 결국 주주들이 의결권 행사를 염두에 두고 정보를 교환하거나, 모임을 가지거나, 논의를 하게 되면, 그 지분이 전부 공동보유로 간주되어 10%가 넘어가면 포이즌필이 발동될 수 있다는 것이다. 이렇게 反행동주의 포이즌필은 주주간 커뮤니케이션을 직접 포이즌필의 발동요건으로 하는 것은 아니고, 이를 전통적인 발동요건인 공동보유에 포섭시키는 형태를 취한다. 공동보유는 종래부터 그 경계가 모호한 불확정개념이었던 만큼, 이런 불확실성을 이용하여 명백한 위법을 회피하는 전략을 취하는 것이다.

샌드리지가 워낙 유명한 에너지회사였기 때문에 이 포이즌필 계획은 월가의 많은 관심을 받았다. 그러나 결국 빛을 보지는 못했고, 그 적법성 여부를 판단할 기회도 갖지 못했다. 칼 아이칸은 이 포이즌필이 주주가치를 훼손한다고 캠페인을 전개하였고, 이어진 샌드리지 주주총회에서 결국 채택에 실패한 것이다. 이후 칼 아이칸은 샌드리지 경영진에 대한 공세를 더욱 높였다. 샌드리지의 매각이 주주이익을 위하여 최선의 길이라고 주장하면서, 이를 위해서 샌드리지의 이사진을 교체할 것을 주장하였다. 결국 2018년 6월에 있었던 주주총회에서 전체 7명의 이사 가운데 칼 아이칸 진영의 이사가 4명이 선임되었으며, 이후 이사 정원을 한 명 더 늘리면서 다시 한 명을 더 진출시켜서, 결국 칼 아이칸이 이사회 8분의 5를 장악하게 되었다. 칼 아이칸은 이렇게 샌드리지의 경영권을 확보하게 되었다. 아마도 우리나라 재계가 가장 걱정하는 결과일 것이다. 칼 아이칸은 이런 결과를 얻기 위해서 강력한 주주 캠페인을 전개하였다. 그러나 어쨌든 이 결과는 주주가 선택한 것이고, 주주의 의사결정이 장기적인 샌드리지의 기업가치에 반할 수 있다는 근거를 제시하지 못하는 이상, 잘못되었다고 비판하는 것은 쉽지 않다.

4) <https://www.sec.gov/Archives/edgar/data/1349436/000119312517351627/d501315dex41.htm>

2. 일반적 특징

헤지펀드 행동주의의 형태가 다양하기 때문에, 이에 대응하는 포이즌필 역시 다양하게 설계될 수밖에 없다. 그러나 反행동주의 포이즌필에서 특징적으로 발견되는 조항들이 있고, 설리반 크롬웰의 한 파트너 변호사는 2010년대 중반부터 등장하기 시작한 포이즌필의 특징을 다음과 같이 정리하고 있다.⁵⁾

① 과거 적대적 기업인수 시절의 포이즌필은 일반적으로 20%를 발동요건으로 설계하였다. 그러나 주주행동주의의 경우에는 소수지분을 보유하기 때문에 그렇게 높은 발동요건은 포이즌필을 무력하게 만들 수 있다. 따라서 최근의 反행동주의 포이즌필은 10%를 발동요건으로 하는 경우가 대부분이다. ② 종전 포이즌필은 존속기간이 10년인 경우가 많았다. 그러나 이는 경영진의 참호구축을 가능하게 하므로, 최근에는 존속기간을 1년으로 하면서, 대신 존속기간 만료시 주주총회의 결의로 그 존속기간을 다시 3년 연장할 수 있도록 하는 경우가 많다. 이는 주주가 포이즌필을 통제해야 한다는 최근의 이론적 경향이 반영된 것이라고 이해할 수 있다. ③ 反행동주의 포이즌필의 동향 가운데 가장 중요한 것은 “Shareholders Acting in Concert” 규정이다. 이것은 이른바 헤지펀드들이 자기들끼리 또는 기관투자자와 연합하여 경영진을 공격하는, 이른바 “wolf pack”을 방지하기 위한 것이다. 종래 포이즌필도 공동보유에 관한 규정을 두고 있어서, 주식의 보유, 결의, 취득, 처분 등을 목적으로 “agreement, arrangement, or understanding”를 하는 것이 제한되고 있었다. 그러나 법원이 그 해석을 엄격하게 하는 경향이 있기 때문에, 최근 포이즌필에서는 더 넓게 “acting in concert” 경우에도 여기에 해당한다는 규정을 넣고 있다. 이 규정의 적법성에 대한 법원의 판단은 아직 없다. 그러나 어쨌든 Blasius 판결에서 판시한 바와 같이, 이런 규정이 적법한 주주권 행사에 부당한 방해로 초래하게 되면 무효가 되기 때문에, 그렇게 판단되지 않도록 변호사들은 문구를 주의해서 만들어야 한다. ④ 포이즌필 발행 당시 10%를 보유하고 있는 주주에게는 적용되지 않는다는 祖父條項이 포함된다. ⑤ 행동주의 펀드는 특히 다양한 파생거래를 통해서 자신의 실질적 주식보유를 은폐시킬 수 있다. 이것은 이미 이론적으로 여러 차례 지적된 문제이다. 이 문제를 해결하는 방법으로서, 스왑 등 파생상품거래를 통하여 실질적으로 주식의 이해관계를 보유하는 경우에는, 주식의 명의자가 아니라 하더라도, 포이즌필의 발동요건을 판단함에 있어서 이런 실질적 이해관계를 가진 자도 주주에 포함시킨다.

5) Francis J. Aquila, “Adopting a Poison Pill in Response to Shareholder Activism”, Practical Law (2016) 22-29면.

3. 적법성

이상과 같은 특성을 지닌 反행동주의 포이즌필은 적법한가? 미국에서 경영권방어는 Unocal 기준⁶⁾을 만족시켜야 한다. Unocal 기준을 적대적 인수로 인한 위협이 합리적이어야 하고, 방어수단이 그 위협에 비례적이어야 한다. 효율적인 기업인수에는 작동하지 못하고 비효율적인 기업인수만을 방어할 수 있도록 하는 느슨한 법적 프레임이라고 이해할 수 있다. Moran 판결⁷⁾에서 포이즌필의 적법성이 인정된 것은 위임장경쟁을 통한 이사회 교체의 가능성이 열려 있었기 때문이다. 방어수단이 비례적이라는 것이다. 따라서 포이즌필이 적법한 것으로 인정되기 위해서는 주주가 경영진을 교체할 수 있는 가능성을 완전히 배제하여서는 안 된다. 이것은 Blasius 판결⁸⁾에서도 다시 확인된 바 있다. 이하에서는 Unocal 기준에 따라 反행동주의 포이즌필의 적법성을 분석한다.⁹⁾

가. 위협의 합리성

포이즌필이 적법하기 위해서는 먼저 방어하고자 하는 위협이 합리적으로 존재하고 있어야 한다. 예를 들어, 적대적 기업인수에서는 공개매수가 비효율적이고 인수회사가 기업가치를 훼손할 것임에도 불구하고 주주가 결국 경영권을 넘길 우려가 있는지가 중요한 판단기준이 된다. 그런데 주주행동주의의 경우에도 그런 위협이 있는가? 앞서 언급한 주주행동주의와 적대적 기업인수의 차이점을 생각해 보면, 주주행동주의의 경우 위협의 합리성을 인정하는 것은 쉽지 않다.

먼저 주주행동주의로 인하여 기업가치가 훼손될 우려는 어떤 시나리오에서 가능한지 생각해 보자. 헤지펀드 행동주의가 적대적 기업인수와 다른 가장 큰 차이는, 적대적 기업인수는 주주가 잘못 생각해서 주식을 “매도”하는 것을 염려하지만, 주주행동주의에서는 주주가 잘못 생각해서 비효율적인 제안에 “찬성결의”하는 것을 염려한다는 것이다. 전자는 개인적 의사결정이지만, 후자는 단체적 의사결정이다. ① 주주행동주의에서는 주주가 기업인수로 나아가지 않는다는 점에서, 이런 기업가치의 훼손의 가능성은 훨씬 줄어든다. 그리고 단체적 의사결정에서는 죄수의 딜레마가 발생하지 않는다. 실제로 적대적 기업인수에서 발생하는 죄수의 딜레마를 해결하는 한 가지 방법으로 주식매도와 같은 개인적 의사결정 대신 주주총회결의라는 단체적 의사결정을 강제하자는 제안은 이미 30여년 전에 제안되기도 하였다.¹⁰⁾ 이처럼 주주행동주의에서는 주주의 단체적 의

6) Unocal Corp. v. Mesa Petroleum Co., 493 A.2d 946 (Del. 1985).

7) Moran v. Household International, Inc., 500 A.2d 1346 (Del. 1985).

8) Blasius Industries, Inc. v. Atlas Corp., 564 A.2d 651 (Del. Ch. 1988).

9) Marcel Kahan & Edward B. Rock, “Anti-Activist Poison Pills”, Working Paper (2017).

사결정이 잘못되었을 것이라는 논거를 제시하기가 쉽지 않다. ② 법리적으로 보더라도, 델라웨어주 법원은 주주가 이사가 생각하는 것을 따르지 않는 것은 회사에 대해서 어떤 위협도 될 수 없다는 것을 여러 차례 언급하고 있다. 주주들과 경영진의 생각이 다르다는 것은 경영진이 주주를 설득해야 하는 문제이지, 주주로부터 의사결정권을 박탈하는 근거가 될 수 없다는 것이다. 유명한 Blasius 판결이 바로 그것이다. 反행동주의 포이즌 필은 주주간 커뮤니케이션을 방해함으로써 사실상 주주의 의결권 행사를 제한한다는 점에서 이런 원칙에 위배될 가능성이 높다.

주주가 의사결정을 잘못 할 것이라는 가장 전형적인 논리는 단기실적주의이다. 헤지펀드는 단기적인 이익만을 추구한 다음 회사를 떠나고, 결국 그 손해를 장기주주가 본다는 것이다. 그럼에도 불구하고 주주가 판단을 그르쳐서 헤지펀드의 제안에 찬성표를 던진다는 논리이다. 이런 문제가 회사 정책에 “합리적인” 위협이 될 수 있는가? ① 먼저 설사 그것이 실제로 사실이라고 하더라도, 주주의 의사결정이 왜곡되는 메카니즘이 분명하지 않은 이상, 주주가 찬성하는 것보다 경영진이 더 옳다는 근거가 무엇인지는 확실하지 않다. 그 원인이 주주와 경영진 사이의 정보불균형에 있다면 경영진은 주주에게 충분한 정보를 제공하는 것이 올바른 수순이다. 단순히 경영진과 주주가 의견이 다른 것일 수도 있고, 이 경우 주주가 그런 의사를 표시하는 것은 위에서 살펴본 바와 같이 포이즌필을 정당화할 수 있는 위협이라고 보기는 어렵다. ② 그런데 위와 같은 단기실적주의 논거가 설득력이 있는지는 생각해 보면, 그것도 역시 비판이 가능하다. 이 논리는 헤지펀드를 제외한 주주는 회사가 단기실적을 추구하여 손실을 보는데 헤지펀드는 그렇지 않고 이익을 본다는 논리이다. 그러나 헤지펀드 역시 주가 차익으로 이익을 보는 이상, 다른 주주와 별개로 헤지펀드만 이익을 본다는 것은 설득력이 별로 없다. SK 사건에서 소버린에 대한 “떡튀” 프레임이 당시 다른 주주들이 얻은 주가 차익을 간과하고 있다는 비판과 같은 맥락이다. 또한 헤지펀드가 계속 이런 전략을 쓴다는 것은 시장의 투자자가 잘못된 판단을 수없이 반복해서 한다는 것을 의미하는데, 역시 설득력이 높지 않다.

나. 방어수단의 비례성

포이즌필에서 방어수단의 비례성은 주로 위임장경쟁에 의한 이사회 교체의 가능성이 남아 있는지를 가지고 판단한다. 反행동주의 포이즌필은 주주간 커뮤니케이션을 포이즌필의 발동요건을 하는 규정을 두고 있는데, 이는 헤지펀드가 전형적으로 주주간 연합,

10) Lucian A. Bebchuk, “Toward Undistorted Choice and Equal Treatment in Corporate Takeovers”, 98 Harvard Law Review 1695 (1985).

즉 “wolf pack”을 통하여 기업에 영향력을 행사하기 때문이다. 이런 “wolf pack” 전략은 헤지펀드 행동주의에 반대하는 진영에서 가장 문제로 삼는 전략이고,¹¹⁾ 이를 무력화시키기 위해서 주주간 커뮤니케이션을 제한하는 것이다.

아직 델라웨어주 법원에서는 판단이 내려지지 않았다. 그러나 앞서 설명한 바와 같이, 주주간 커뮤니케이션을 제한하는 이 규정은 방어수단의 비례성의 기준에서 무효라고 판단될 가능성이 높다. 무엇보다 주주간 커뮤니케이션이 제한되면 주주가 효과적인 위임장권유를 할 수 없다는 점이 중요하다. 물론 위와 같은 反행동주의 포이즌필이 모든 주주간 커뮤니케이션을 제한하는 것이 아니라, 공동의 목적을 가지고 행동하는 정도에 이르는 경우만을 제한하는 것으로 되어 있다. 그것은 주주간 커뮤니케이션을 원칙적으로 제한하는 것은 무효가 될 가능성이 높다는 것을 이미 로펌에서도 잘 알고, 문구를 최대한 다듬었기 때문이다. 그러나 경계는 여전히 불확실하고, 실제로 어떤 행동이 “exchanging information, attending meetings, conducting discussions” 등에 해당하는지 어떤 기준도 제시할 수 없다. 포이즌필이 발동될 수 있다는 가능성이 있음에도 불구하고 주주간 커뮤니케이션을 감행할 주주는 거의 없다고 보아야 할 것이다. 그렇다면 주주들로서는 결국 의심받을 행위를 하지 않는 것이 최선이고, 실질적으로 주주간 커뮤니케이션은 거의 불가능하게 될 것이다. 법원이 反행동주의 포이즌필의 이런 효과를 정확하게 인식한다면 아마도 이런 포이즌필은 허용되지 않을 것이다.

4. 시사점

反행동주의 포이즌필은 미국의 기업들이 얼마나 헤지펀드의 공격을 싫어하고 힘들어하는지 잘 보여준다. 그러나 이에 대한 논의를 보면, 오히려 反행동주의 포이즌필의 등장으로 인하여 주주행동주의와 적대적 기업인수의 간극이 더 뚜렷하게 조망되고 있는 것처럼 느껴진다. 근본적으로 헤지펀드 행동주의가 경영진이 방어수단을 동원해야 할 정도로 기업가치를 파괴할, 그리고 그것을 주주가 판단하지 못할, 가능성이 높은가에 대한 회의적인 시각이 배경에 있는 것이다. 여전히 이론적인 논의는 종전의 헤지펀드 행동주의와 적대적 기업인수를 구분하는 토대에서 이루어지고 있고, 反행동주의 포이즌필에 대한 부정적 평가는 이런 토대에 더 설득력을 부여하고 있다.

이런 논의는 우리나라에도 큰 시사점이 있다고 생각한다. 헤지펀드 행동주의에 대응하여 경영권 방어수단을 주장하는 우리나라 재계의 입장에서 보자면, 反행동주의 포이즌필의 등장 자체는 이 주장을 뒷받침하는 것처럼 보이지만, 그에 대한 부정적 평가는

11) John C. Coffee, Jr. & Darius Palia, “The Wolf at The Door : The Impact of Hedge Fund Activism on Corporate Governance”, 1 Annals of Corp. Governance 1 (2016).

오히려 이 주장을 허물고 있기 때문이다. 먼저 反행동주의 포이즌필의 등장 자체는 미국에서도 얼마나 헤지펀드가 재계의 숙제가 되고 있는지를 잘 보여주고 있다. 미국의 대규모 에너지 회사도 이런 식의 방어를 할 수밖에 없는 상황이기 때문에, 우리나라 상장회사도 비슷한 대비가 필요하다는 논리가 가능하다. 그러나 위에서 살펴본 바와 같이, 미국과 같이 경영권방어가 자유롭게 허용되는 경우에도, 이론적인 차원에서는 헤지펀드 행동주의에 대항하는 포이즌필에 대해서 부정적으로 분석할 수밖에 없다. 그렇다면 적대적 기업인수에 대한 경영권방어가 거의 허용되지 않는 우리나라에서, 오히려 헤지펀드 행동주의에 대하여 방어수단이 필요하다는 논리는 앞뒤가 뒤바뀐 것이라고 보아야 한다. 이런 점에서 본다면 현재의 경영권 방어수단 도입에 관한 주장은 설득력이 높지 않다.

III. 주주관여에 대한 단상

엘리엇의 현대차에 대한 “공격”에 대해서 비판적인 언론과 학계를 보면서, 최근 회사법학의 화두인 스투어드십으로 생각이 옮겨가는 것은 너무나 당연하다. 그리고 스투어드십에 대한 언론과 학계의 반응에 또 다시 놀라게 된다. 미국은 물론이고 영국보다도 기관화 비율이 낮은 우리나라에서 갑자기 스투어드십은 지배주주의 대리비용을 통제하는 가장 효과적인 수단으로 각광받고 있다.¹²⁾ 어느 순간 기관투자자들은 다양한 법적·사실적 권한을 이용하여 투자대상회사의 경영에 적절하게 관여(engagement)해야 하는 신인의무를 지게 되었고, 그에 대한 정책을 수립하고 실적을 공시해야 한다. 언론에서는 국민연금의 스투어드십 이행을 촉구하고 있고, 학계에서는 스투어드십에 대한 기대는 물론이고, 기관투자자의 집단적 경영관여에 불확실성을 야기할 수 있는 자본시장법상의 몇 가지 규정들이 개정되거나, 최소한 스투어드십의 이행에 방해가 되지 않도록 해석·운용되어야 한다는 논의도 많다.¹³⁾

그런데 갑자기 왜 기관투자자인가? 기관투자자는 이미 1990년대에 지나간 유행 아니었던가? 사실 스투어드십의 갑작스러운 논의에 직면하여 당황스러운 점은, 인센티브

12) 권중호, “엘리엇 사태에 비추어 본 기관투자자의 의결권행사의 쟁점—국민연금의 의결권행사와 스투어드십 코드를 소재로”, 경영법률 제26권 제2호 (2016); 심영, “영국의 스투어드십 코드의 제정과 운영의 시사점”, 기업법연구 제30권 제2호 (2016); 안수현, “기관투자자의 수탁책임에 관한 원칙 검토—한국 스투어드십 코드의 원활한 시행과 정착을 위하여”, 증권법연구 제18권 제1호 (2017); 유주선, “기관투자자 의결권행사와 기업지배구조 개선과제—국민연금의 의결권행사와 관련하여”, 상사법연구 제37권 제2호 (2018).

13) 김순석, “스튜어드십 코드 도입에 따른 법적 검토 과제”. 증권법연구 제17권 제2호 (2016).

가 없는 자에게 억지로 의무를 부과하려는 것처럼 보이기 때문이다. 스투어드십은 영국의 자본시장 환경과 분리해서 생각할 수 없다. 같은 영미법 국가라 하더라도, 미국의 기관들은 극도로 분산된 소유구조를 가지고 있기 때문에 서로 연합하거나 주주로서의 지위에 관심을 가지거나 하지 않음에 비하여, 영국의 기관투자자는 분산투자를 하고 있음에도 불구하고 30여개 대형 펀드의 지분을 합하면 많은 회사에서 상당한 통제권을 행사할 수 있다는 것이다.¹⁴⁾ 따라서 미국과 달리 영국의 기관투자자는 주주로서의 지위에 상당히 관심을 가지고 있으며, 주주의 권한을 자신들의 이익을 보호하기 위한 수단을 활용하는 경향이 있다.¹⁵⁾ 이런 서로 다른 자본시장의 구조가, 영국에서는 스투어드십을 만들었고, 미국에서는 스투어드십에 냉소적이 되도록 만든 한 요소가 아닐까 한다. 우리나라는 자본시장의 기관화가 17% 내지 18% 정도에 그치고 있고, 그나마 기관투자자들이 스스로를 주주라고 생각하는 관행이 아직 형성되어 있지 않다는 점에서, 영국보다는 미국의 시장과 비슷한 측면이 강하다. 나아가 미국과 영국 시장에는 존재하지 않는 지배주주까지 감안한다면, 기관투자자가 지배주주의 사익추구를 감시하면서 주주로서의 권한을 이용하여 자신의 이익을 보호하려고 할 것인지는 회의적일 수밖에 없다. 향후 추이를 지켜보아야 하겠지만, 결국 우리나라에서 스투어드십은 1990년대 기관투자자에 대한 무의미한 기대를 반복하는 것에 그칠 가능성도 배제할 수 없다.

여기서 필자가 특히 헤지펀드 행동주의와 관련하여 흥미롭게 생각하는 부분은, 각각의 경영관여를 바라보는 시각이 극단적으로 다르다는 점이다. 현재의 언론이나 학계의 흐름을 아주 단순하게 표현하자면, 회사의 경영에 별 관심도 없고 관심을 기울일 인센티브도 없는 기관투자자들에게는 억지로 관심을 기울여 감시하라고 하면서, 실제로 회사 경영에 관여하고 경영진의 행동을 제약하려는 헤지펀드의 움직임은 경계의 눈으로 바라보는, 다소 모순된 태도가 보인다. 아니면 두 주장을 하는 주체가 서로 다른 것에 불과할지도 모른다. 검증이 필요한 주장임은 분명하다. 그러나 어쨌든 이런 모순된 태도의 근거는 명확하지 않다. 기관투자자의 경영관여와 헤지펀드의 경영관여는 서로 다른 속성을 가지는가? 전자는 기업가치를 증대시키거나 투자자를 보호하는 경향을 가지고, 후자는 반대의 경향을 가지는가? 기관투자자들은 헤지펀드와 달리 단기실적주의에 휘둘리지 않는가? 이런 의문들을 쉽게 말하자면, 현대차에 투자한 기관투자자들이 스투어드십 의무를 이행하여 현대차의 2018년 4월 그룹구조 개선안에 반대하여 결국 개선안이 좌초되었다면, 이에 대해서 언론과 학계는 어떻게 평가할 것인가라는 것으로 바꾸

14) Reinier Kraakman, et al., *The Anatomy of Corporate Law : A Comparative and Functional Approach* (2nd, 2009), 30면.

15) Eillis Ferran, *Principles of Corporate Finance Law* (2008), 144-145면.

어 질문할 수 있다. 이 경우에도 기관투자자의 과도한 간섭에 대한 경영권 방어수단이 필요하다고 할 것인가? 아니면 이 경우에는 아무 문제가 없다고 할 것인가? 만일 주주가 기업의 경영에 보다 적극적으로 관여하는 것이 투자자 보호나 기업가치에 긍정적이라면, 왜 헤지펀드는 그런 시각으로 볼 수 없는지 설명하기 쉽지 않다. 물론 헤지펀드는 “외국인” 투자자라는 부분이 감정적으로 영향을 미쳤을 가능성도 있다. 국가의 대표기업(national champion)에 대한 경영간섭이라든가, 실질적으로는 국부유출을 우려한 것이라고 이해할 수 있을 것이다. 그러나 이미 전체 시장의 30%를 넘는 지분을 외국인이 소유하고 있는 마당에 큰 설득력은 없어 보인다.

앞서 설명한 바와 같이, 헤지펀드가 경영간섭을 하더라도, 그것은 헤지펀드가 단독으로 자신의 지분만을 가지고 관철할 수 있는 것은 아니라는 점에서, 실제로 기관투자자가 경영간섭에 나서는 경우와 크게 다르지 않다. 어느 경우든 주주간 연합이 요구되는 것이고, 헤지펀드든 기관투자자든 일정한 의제를 던지는 역할을 하는 것에 그친다. 결국 문제는 “상장회사에서 기존 지배주주 또는 경영진의 경영권 행사에 소수주주가 간섭 또는 개입하는 것이 바람직한가”라는 질문으로 정리할 수 있을 것이다. 물론 이 문제는 실증적 논의의 영역이다. 다만 필자는 우리 사회의 이런 모순적 태도가, 사실은 주주관여에 대한 부정적 평가에 기초하고 있는 것이 아닌가 하는 엉뚱한 추측을 해 본다. 회사의 경영이 “주주의 단기적 이익”만을 위해서 이루어져서는 안 된다는 프레임이 그 배경이라는 것이다. 이런 부정적 평가를 전제로 하면 헤지펀드에 대한 반응은 쉽게 설명할 수 있다. 반면 스튜어드십의 경우에는, 어차피 기관투자자들은 아무리 나서라고 해도 잘 나서지 않을 것이기 때문에 과도하게 주주관여를 할 우려는 없다는 점에서, 뭘지 모를 단기적 이익 추구의 “부작용”도 적을 것이라고 생각하는 것이 아닐까 한다. 다시 말해서, 기관투자자의 스튜어드십은 삼성물산 합병과 같은 중요한 국면에서만 잠깐 의미를 가지는, “안전한” 주주관여가 될 수 있다는 것이다. 최소한 상장회사는 스튜어드십으로 인하여 평상시에 기관투자자들로부터 시달릴 것을 크게 염려하지는 않을 것이다. 그러나 필자는 주주관여가 가져오는 뭘지 모를 그 “부작용”이 무엇인지 알지 못한다.

그렇지 않고 “정말로” 기관투자자가 적극적으로 나서기를 바라는 마음에서 스튜어드십을 추진하는 것인가? 아마도 스튜어드십을 주장하는 진영에서는 주주관여가 가져올 긍정적 효과를 기대할 것이다. 그렇다면 헤지펀드의 행동주의에 대해서도 긍정적인 평가가 이루어지는 것이 옳다. 이제는 우리 사회가 정말로 주주가 움직이기를 원하는지에 대하여 솔직한 생각을 정리할 때가 된 것으로 보인다. 열린 논의가 필요하다.

대규모 내부거래 관련 기업집단 공시현황 분석 및 향후 규제정책 방향에 대한 시사점¹⁾

연구논단II

이윤아 | 한국기업지배구조원 부연구위원

I. 서론

올해 공정거래위원회는 대규모기업집단의 일감몰아주기와 부당지원성격의 내부거래²⁾ 행태를 집중 모니터링하고 관련 규제정책의 실효성을 점검하고자, 총수일가 사익편취 규제대상 외에도 규제 사각지대에 놓인 계열사들의 규제 회피의혹 실태에 대한 조사결과를 발표한 바 있다.³⁾ 또한 최근 ‘공정거래법 전면개정 특별위원회’의 기업집단 법제 분과에서는 대기업집단의 지정기준 재설정을 비롯한 해외계열사 관련 정보 공시 포함, 대기업집단 소속 공익법인 규제, 사익편취 규제 적용대상 확대 등과 같이 일련의 그룹 내부거래 규제강화 방향에 대한 논의결과를 최종 보고서⁴⁾에 포함시켰다. 이와 같이 기업집단 및 소수 경제주체로의 경제력 집중에 따른 비효율성 즉, 오너일가의 사적이익 추구행태에 대한 법적 감시체제의 보완이 필요하다는 사회적 공감대가 형성되면서 관련 논의가 활발히 이루어져야 할 필요성이 충분하다고 판단된다. 특히 재벌 총수의 경영권 승계시점과 맞물려 그룹 지배구조 개편 이슈가 급부상하고 있는 현 시점, 편법승계 수단으로 악용되는 내부거래를 금지하는 취지의 제도개선 논의도 탄력을 받을 것으로 기대된다.

1) 본 연구의 견해와 주장은 한국기업지배구조원의 공식적인 견해가 아님을 밝힙니다.

2) 전자인 ‘일감몰아주기’는 총수일가 사익편취행위 금지규제(공정거래법 제23조의2)의 대상이며 기업집단 내 계열사를 지원주체 및 객체(규제대상)로 제한하고 부당성에 대한 별도입증이 불필요하다. 반면, 후자인 ‘부당지원행위’는 지원객체의 계열회사 요건이 불필요하며 행위의 공정거래저해성 여부 입증이 필요하다(공정거래법 제23조 제1항 제7호, 제2항). 즉, 내부거래 행위를 지칭하는 두 용어는 규제관련 규정과 적용대상 및 내용에 있어 다소 차이점이 존재함을 밝힌다.

3) 공정거래위원회, “2014년 사익편취 규제 도입 이후 내부거래실태 변화 분석결과”, 보도자료, 2018. 6. 25.

4) 공정거래위원회, “공정거래법제 개선 특별위원회 최종 보고서”, 2018. 7.

현재 기업집단 내 계열사간 내부거래 및 공시 관련 규제제도는 크게 두 가지 유형으로 분류할 수 있다. 첫째, 사전적인(ex-ante) 규제성격으로 기업집단 대상의 공시제도(기업집단 현황 공시, 비상장회사의 중요사항 공시, 대규모 내부거래의 이사회 의결 및 공시)가 있다. 둘째, 총수일가 사익편취 금지, 부당지원행위 제재, 그리고 기업집단 및 내부거래 관련 공시위반 점검 및 제재와 같은 사후(ex-post)성격의 규제가 존재한다. 이러한 제도들은 공정거래법상 일정 자산규모 이상의 기업집단 소속 계열사에 적용되며 공시의 경우, 계열사의 소유지배구조 및 재무구조, 경영활동 변동사항 등에 대한 정보 공개를 의무화함으로써 기업이 스스로 투명성을 높이고 책임의식을 갖도록 유도하는 예방적 차원의 효과를 기대할 수 있다. 또한 부실공시나 사익추구 행위가 발생한 이후의 해당 건별에 대한 제재조치는 실태 점검을 통한 사후적 규제 성격이 보다 강하다고 볼 수 있다. 물론 이러한 규제를 일률적으로 적용할 경우, 개별 거래의 위법성·부당성 입증에 대한 판단기준이 모호하다는 한계⁵⁾는 여전히 존재한다. 또한 계열사간 내부거래의 효율적 측면을 간과한 과도한 규제는 자칫 기업집단의 형성에 의해 누릴 수 있는 거래 효율성을 침해하고 정상적인 경영활동마저 위축시킬 수 있다는 점 역시 규제의 비용과 편익 관점에서 지속적으로 고민해야 할 부분이다.

본 연구에서는 현행 공정거래법상 다양한 기업집단 시책 중, 내부거래 관련 공시제도에 초점을 맞춰 계열회사간 상품·용역거래와 공시위반 현황을 검토하고 향후 일감몰아주기 관련 공시제도의 개선방향에 대한 정책적 시사점을 제시하고자 한다. 기존 다수의 기업집단 내부거래 관련 선행연구 및 보고서에서는 계열사간 거래에 대한 효율성 또는 터널링(tunneling), 프로핑(propping) 여부 입증에 대한 분석결과를 다루고 있다. 그러나 필자는 내부거래의 경제적 효과분석에서 나아가 최근 기업집단 관련 지배구조 공시에 대한 논의 중 규제 적용대상의 범위조정⁶⁾에 대한 실익을 기업집단 공시위반 행태를 통해 분석을 시도했다는 점에서 연구의 차별점이 있다.

특수관계자 또는 계열사간 거래는 일반적인 거래와 비교하여 외부에 의한 직접적인 통제가 어렵다는 점에서 지배주주가 소액주주의 이익을 침해하는 부의 이전(wealth

5) 2016년 공정위는 대한항공이 한진그룹 계열사인 사이버스카이와 유니컨버스에게 부당한 이익을 제공했다는 이유로 과징금을 부과하고 검찰에 고발했다(공정거래위원회 2017. 1. 10. 의결 제2017-9호(2016제감0883)). 그러나 고법 판결은 기업 측이 공정위를 상대로 제기한 시정명령 및 과징금 부과 처분 취소소송에서 부당한 이익제공에 대한 위법성을 단정하기 어렵다는 근거로 원고승소 판결을 내렸다(2017. 9. 1. 선고 2017누36153). 이 외에도 현대 사건이 있으나 이는 현대가 소송을 제기하지 않아 공정위 처분이 그대로 확정되었다(공정거래위원회 2016. 7. 7. 의결 제2016-189호(2014서감1689)).

6) 공정거래법 개선특위의 최종보고서와 기업집단법제 논의안건 관련 법안발의를 종합하면, 총수일가 사익편취 규제대상의 지분을 일원화(대상 확대), 해외계열사 및 소속 공익법인의 공시의무(대상 및 내용 확대)와 같이 규제강화 성격의 논의가 주를 이루고 있음을 파악할 수 있다.

transfer) 수단으로 활용하기 상대적으로 용이한 거래환경으로 볼 수 있다. 한편, 경영자는 공시 내용이 긍정적이고 유리한 정보(good news)일수록 공시수준이 높은 반면, 자신에게 불리한 정보(bad news)나 사적이익 추구행위와 같은 내부정보는 공개를 회피하거나 지연시키는 등 관련 공시수준을 감소시키려는 유인이 존재한다(Verrecchia, 1983; Rogers and Stocken, 2005; Kothari et al., 2009). 따라서 기업집단 내 공시위반 계열사 비중(Group-level)이 높다거나 위반 계열사(firm-level)에 해당할 경우, 그룹 총수 또는 경영진은 부당한 의도가 담긴 내부거래 정보에 대한 공시수준(미공시, 누락공시, 허위공시)과 타이밍(지연공시)을 재량적으로 선택할 가능성이 높다.

본 연구는 총수일가의 소유구조, 업종별 계열사간 내부거래 현황을 검토하고 관련 기업집단 공시위반 행태와 어떠한 연관성이 있는지 실증결과를 통해, 사익편취 목적의 부당내부거래가 발생할 가능성이 높은 조건을 유추하는 것이 핵심이다. 추가로 그룹 지배구조(Group-level governance)에 따라 이러한 공시위반 행태가 차별적으로 나타나는지 확인하였으며, 나아가 총수일가 사익편취 규제의 법 적용 대상 기준과 규제 사각지대에 대한 정책적 제언을 하고자 한다.

II. 대규모 내부거래 관련 규제 및 선행연구

1. 기업집단 공시제도 및 주요 개정사항

대규모기업집단을 대상으로 한 의무공시제도로 3가지 기업집단 공시제도의 주요 내용과 연혁을 <표 1>에 정리하였다. 먼저, 대규모 내부거래의 이사회 의결 및 공시제도는 이사회 의결을 거치지 않거나 공시를 누락하는 행위, 공시할 주요내용을 누락하거나 허위로 공시하는 행위 등에 대한 결과를 위반사례로 보고하고 있다. 주목할 점은 대규모 내부거래 행위를 하기 전에 미리 개별 기업의 이사회 의결을 거치도록 과정을 명시하고 있다는 점이다. 대규모 내부거래와 같이 경영상의 중요한 사건(변동) 및 소유지분 현황에 대하여 공시의무를 부과한 목적은 시장 모니터링에 의해 부당한 사익편취 의도의 일감몰아주기 가능성을 사전적으로 차단하기 위함이다. 그러나 필자는 점검대상 그룹 계열사 중에서 ‘미의결’에 해당하는 공시위반 건수가 약 28.3%⁷⁾에 해당함을 확인하였다. 이는 그룹 계열사의 이사회가 다소 형식적으로 이루어질 수 있다는 국내 현실을

7) 위반기간 기준 2010년부터 2016년까지의 대규모 내부거래의 이사회 의결 및 공시위반 건에 대하여 공시위반 유형별로 분류하여 ‘미의결/미공시, 미의결/지연공시, 미의결’에 해당하는 표본 비중을 제시하였다.

고려하더라도, 주요 경영의사결정인 내부거래 건에 대한 의결절차가 행위 발생 전부터 소홀히 처리되고 있다는 점에서 문제를 제기할 수 있다. 대규모 내부거래에 대한 사후 제재 성격의 규제정책은 지속적으로 논의되고 있는 반면, 그룹 또는 계열사 차원의 내부거래 관련 사전 의무절차 및 공시는 다소 소극적으로 임하고 있음을 통하여 해당 공시제도의 실익을 따져보아야 할 것으로 판단된다.

기업집단 현황 공시제도는 출자총액제한제도 폐지의 대체로 도입되었으며 국내 기업집단에 대한 구체적인 정보를 시장에 공개하고 있다는 점에서 연구자의 입장에서는 매우 중요한 공시자료라고 생각한다. 주요 누락 및 오기 사례는 이사회 운영현황 중 이사회 안건을 일부 누락하여 기재(이사회 운영현황), 유동성자산 란에 현금성자산 등을 제외하고 기재(재무현황), 영업외손익 란에 영업외비용을 상계하지 않고 영업외수익만을 기재(손익현황)하는 사례를 들 수 있다. 특히 본 연구에서 중점적으로 다루고 있는 대규모 내부거래와 관련한 공시항목은 ‘계열회사간 상품·용역거래 현황’에 대한 위반유형이다. 비상장사의 중요사항 공시항목에는 직접적으로 내부거래와 관련된 공시사항은 없으나 일감몰아주기(tunneling)의 방향을 고려할 때, 주로 총수일가 지분율이 높은 비상장 계열사에서 매출의존도가 높게 발생한다는 점에서 총수일가의 소유구조가 해당 공시수준에 유의한 영향을 미치는지 확인해보고자 한다.

〈표 1〉 공정거래법상 기업집단 공시제도 요약

| 제도명 | 관련 법령 | 도입 시기 |
|--------------------------|-----------------------------|----------|
| 1. 대규모 내부거래의 이사회 의결 및 공시 | 공정거래법 제11조의2, 동법 시행령 제17조의8 | 2002. 4. |

- 공시주체: 공시대상기업집단 소속 계열사
- 공시주기: 이사회 의결 후, 상장사 1일, 비상장사 7일 이내(수시공시)
- 공시내용: 대규모 내부거래(거래금액이 자본금(자본총계)의 5% 이상 또는 50억원 이상)
 - 계열회사(특수관계인)⁸⁾와 일정규모 이상의 거래행위를 하려는 때에는 **미리 이사회 의결을 거친 후 공시**해야 함
 - 자금, 유가증권, 자산, **상품·용역거래**
 - 거래의 목적, 상대방, 금액 및 조건 등 주요내용 포함
- 주요 개정사항: 1) 시행령 개정(2007. 7. 25.)으로 2007. 4/4분기 거래행위부터 적용
 - **상품·용역의 대규모 내부거래 공시(매입·매출 합산)**
 - 총수일가 지분율 30% 이상인 계열사(상법상 자회사 포함)와 분기별로 자본금(자본총계)의 10% 이상 또는 100억원 이상의 상품·용역거래
- 2) 시행령 개정(2011. 12. 30.)으로 2012. 4. 1. 이후의 거래행위부터 적용
 - **경쟁입찰/수의계약 등 계약체결 방식의 공시 의무화**
 - 거래규모: 자본금(자본총계)의 10%이상 또는 10억원 이상 → 5%, 50억원 이상
 - 거래상대방 계열회사 범위: 총수일가 지분 30% 이상 → 20% 이상

| 제도명 | 관련 법령 | 도입 시기 |
|--|---------------------------------|----------|
| 2. 기업집단 현황 공시 | 공정거래법 제11조의4, 동법 시행령 제17조의11 | 2009. 3. |
| <ul style="list-style-type: none"> • 공시주체: 공시대상기업집단 소속 계열사 • 공시주기: 연1회(매년 5월31일 기한) 또는 분기1회(정기공시) • 공시내용: <ul style="list-style-type: none"> - 일반현황(회사개요, 재무, 손익현황, 해외계열회사 및 계열사 변동내역) - 임원·이사회 운영현황 - 주식소유 현황(소유지분, 국내 계열회사간 출자현황) - 특수관계인간 거래현황(상품·용역거래 포함) - 순환출자, 지주회사, 금융·보험사 의결권 행사 현황 • 주요 개정사항: 1) 시행령 개정(2016. 9. 27.) <ul style="list-style-type: none"> - 지주회사 체제 밖 계열사 현황(시행령 제17조의11②4의2호) - 금융·보험사 의결권행사 여부 추가(시행령 제17조의11②4의4호) 2) 공시대상기업집단 소속회사의 중요사항 공시 등에 관한 규정(2018. 3. 28.) <ul style="list-style-type: none"> - 계열회사와의 상표권 사용 거래내역 공시(2018. 4. 3. 시행) | | |
| 3. 비상장회사의 중요사항 공시 | 공정거래법 제11조의3, 동법 시행령 제17조의10 | 2005. 4. |
| <ul style="list-style-type: none"> • 공시주체: 공시대상기업집단 소속 계열사 중 비상장회사 • 공시주기: 사유발생일로부터 7일 이내(수시공시) • 공시내용: <ul style="list-style-type: none"> - 소유지배구조 현황(최대주주 주식 변동(1% 이상), 임원 변동 현황) - 재무구조 사항(자산 및 타법인 주식의 취득·처분, 증여, 담보제공 등) - 경영활동 사항(영업양도·양수, 합병·분할, 주식의 교환·이전 등) | | |

2. 기업집단 계열사간 내부거래 관련 규제정책

〈표 2〉는 공정거래법상 대규모 내부거래 관련 규제제도 두 가지에 대한 내용을 비교 제시하였다. 크게 두 제도의 차이점은 첫째, ‘부당지원행위 금지’는 지원주체 및 교사자, 지원객체(수혜자)가 기업집단 소속 계열사라는 조건이 없으나 ‘총수일가 사익편취 금지’ 규정에서는 공시대상기업집단 중 총수가 자연인인 그룹 소속 계열사에 대한 규제임을 명시하고 있다. 둘째, 부당성에 대한 입증여부 요건의 필요성 차이이다. 공정거래법 5장에 규정된 ‘불공정거래행위’는 기본적으로 엄격하게 부당성 입증을 요구한다. 최근 경제력 집중효과 및 경쟁제한성에 대한 위법여부 판단에 있어 감독당국의 시선과 법원의 판결이 어긋나면서, 향후 공정위의 일감몰아주기 제재 시에도 행정소송 패소로 인한 입증부담을 떠안을 수밖에 없는 상황이다.⁹⁾

8) 본 조항에서의 계열회사 범주는 동일인이 단독 또는 동일인의 친족과 합하여 발행주식 총수의 20% 이상을 소유하는 계열회사 또는 그 계열회사의 상법상 자회사(50% 초과보유)인 계열회사까지 포함한다. 단, **지주회사의 자회사, 손자회사와 증손회사는 제외**한다.

9) 일부에서는 일감몰아주기 규제를 3장의 경제력 집중 파트로 포함시켜야 경쟁제한성에 대한 입증책임에서 자유로워질

현 공정거래위원회가 거센 칼날을 겨누고 있는 경영권 승계와 관련된 일감몰아주기 행태의 경우, 일부 그룹에서는 사익편취 규제대상 계열사의 총수일가 지분을 해소하거나 내부거래를 중단하였으며 자발적 개혁안을 발표하기 위한 검토가 이루어지고 있다.¹⁰⁾ 이와 같은 재벌 스스로의 변화 및 지배구조 개선 노력은 사후규제의 긍정적인 환기효과(spillover)로 판단된다. 다만 규제의 실효성을 보완하기 위한 정책적 논의는 계속 이루어져야 할 것으로 생각한다. 따라서 본 연구에서는 계열사간 내부거래 규제의 사각지대에 대한 논제를 다루고자 하며, 현행 및 개정안에 따른 내부거래 행태에 대한 분석결과를 추가로 언급하고자 한다. 특히, 총수일가의 지분을 산정시 간접지분율을 포함하지는 주장에 대해 실제 과거 데이터를 통한 현금흐름권(cash-flow right)을 산출하여 구간별 내부거래 행태를 비교분석하였다. 또한 오너일가(owner-family) 구성원을 부모세대와 자녀세대, 또는 총수(owner)와 유력 후계자(heir)의 소유구조에 따른 내부거래 행태와 일감몰아주기 방향에 대한 논의를 이어가고자 한다.

〈표 2〉 공정거래법상 계열사간 내부거래 관련 규제 요약

| 제도명 | 관련 법령 | 도입 시기 |
|--|---|--------------|
| 1. 부당지원행위 금지 규제 • 지원주체: 제한없음(모든 사업자) • 지원객체: 특수관계인 또는 다른 회사(계열회사 요건 불필요) • 금지행위 유형: - 부당한 자금지원 - 부당한 자산·상품 등 지원 - 부당한 인력지원 - 부당한 거래단계 추가 - 상당히 유리한 조건의 거래 - 거래상 실질적인 역할이 없는 회사를 매개로 거래하는 행위(통행세) • 부당성 판단기준: 공정거래저해성 여부 입증 필요 • 관련 규정: 「불공정거래행위의 금지」 | 공정거래법 제23조 제1항 제7호, 동법 시행령 제36조, 별표 1의2 | 1996. 12. |
| 2. 총수일가 사익편취 규제¹⁾ • 지원주체: 공시대상기업집단(동일인이 자연인인 기업집단) 소속 계열사 • 지원객체: 총수일가(동일인+친족) 지분율이 상장회사 30%, 비상장회사 20% 이상인 계열회사 • 금지행위 유형: - 상당히 유리한 조건의 거래(상품·용역 거래금액: 200억원 이상) - 상당한 이익이 될 사업기회 유용 - 합리적인 고려나 비교 없는 상당한 규모의 거래(일감몰아주기) (상품·용역거래: 거래총액이 거래상대방의 평균매출액의 12% 이상) • 적용예외: 효율성 증대, 보안성, 긴급성 등이 요구되는 거래(일감몰아주기 법 적용 時) | 공정거래법 제23조의2, 동법 시행령 제38조, 별표 1의3, 4 | 2014. 2. 14. |

수 있다고 주장하기도 한다.

10) '대림' 그룹은 총수일가가 100% 보유한 에이플러스스디에 대한 지분을 처분할 계획임을 발표했고 총수일가 지분이 많은 (주)캠텍에 대한 신규 계열사 거래를 중단하고 기존 내부거래도 정리할 계획임을 경영쇄신 대책을 통해 밝힌 바 있다(공정거래위원회 보도자료, 2018. 2. 5.).

| 제도명 | 관련 법령 | 도입 시기 |
|--|-------|-------|
| <ul style="list-style-type: none"> 부당성 판단기준: 부당성에 대한 별도입증이 불필요 관련 규정: 「특수관계인에 대한 부당한 이익제공 등 금지」 개정방향: 상장, 비상장회사의 총수일가 지분을 요건 20% 일원화(2018 공정거래법 전면개정안) <ul style="list-style-type: none"> - 규제 사각지대 회사들의 규제 회피행위 실태 분석결과(2018. 6. 25.) <ul style="list-style-type: none"> : 총수일가 지분을 20~30% 상장사, 규제 도입 이후 지분을 하락으로 규제대상에서 제외된 회사, 규제 대상 회사의 50% 초과 자회사 | | |

3. 기업집단 공시제도의 이행 점검방식 현황

앞에서 살펴본 기업집단 대상 의무공시제도 3가지에 대하여 공정거래위원회는 매년 각 유형의 공시별로 표본을 선정하여 공시실태를 점검하고 결과를 공개해왔다. 그러나 시간과 인력의 한계, 또는 공시점검에 대한 비용과 편익 측면을 고려하여 일부 기업집단 및 회사만 선정한 후 과거 3~5년에 대한 공시내용을 사후에 점검하는 시스템을 유지해왔다. 필자가 이러한 기업집단 공시의 사후 점검체계에 대한 문제점을 인지하고 있던 중, 최근 공정위에서는 이러한 공시점검의 적시성, 형평성, 효율성을 제고하는 취지의 통합공시점검 추진을 공표하였다(2018. 6.). 특히, 2018년에 실시하는 집중 점검에서는 사익편취 규제대상 회사와 규제 사각지대 회사에 대한 내부거래, 주식소유(변동) 현황의 공시 충실도를 중점적으로 들여다볼 계획이다. 공시항목의 중요성과 경영권 승계시점의 일감몰아주기 이슈에 대한 시급성을 감안하여 모니터링의 허점을 보완하였다는 점에서 공시에 의한 사전규제의 실효성을 높일 것으로 기대한다.

이 외에도 공시실태에 대한 사후감독과 관련하여 ‘지정자료 허위 제출’¹²⁾과 같은 점검방식도 있다. 계열회사 신고누락(미편입 또는 위장 계열사), 차명(명의신탁) 주식관련 공시 규정 위반 등의 허위 신고에 대한 제재가 과거 사례의 대부분이다.

〈표 3〉 기업집단 공시실태 점검방식의 개선 현황 요약

| 기업집단 공시 이행 점검방식 개선안 | 개선 시기 |
|---|--------------------|
| 1. 기업집단 현황 공시, 비상장사의 중요사항 공시 이행 점검방식 개선 <ul style="list-style-type: none"> 기업집단별 순차적 점검 <ul style="list-style-type: none"> → 전체 기업집단 대상으로 집단별 소속회사를 1/4씩 무작위 추출(단, 대표회사는 반드시 포함), 4년 주기 전수조사 실시(2014년 공시 점검대상 선정부터 적용) 기업집단 전체를 대상으로 하되, 대상 회사는 계열회사 수, 최근 점검여부, 상장사·비상장사 안분 등을 고려하여 선정 원칙: 기업집단 대표회사는 매년, 사익편취 규제대상 회사는 2년 마다 점검 | 2015. 3., 2017. 4. |

- 11) 보다 자세한 규정의 해석은 “총수일가 사익편취 금지 규정 가이드라인”(공정거래위원회, 2016. 12.)을 참조한다.
- 12) 공정거래법 제14조(상호출자제한 기업집단 등의 지정 등) 제4항, 제11조의4(기업집단 현황 등에 관한 공시), 제13조(주식소유현황 등의 신고) 등을 적용하여 경고, 과태료, 또는 동일인 고발의 조치가 취해진다. 과거 사례를 간단히 언급하면 ‘효성, 부영, 롯데, 신세계, 현대’ 그룹이 제재 대상이 된 바 있다. 최근 공정위는 삼성그룹을 대상으로 2014년 자료제출 시점에 차명으로 보유한 (주)삼우종합건축사사무소와 (주)서영엔지니어링 2개사를 고의로 누락한 행위를 적발하고 동일인 이권희 회장을 검찰고발 조치하였다(2018. 11. 14.).

| 기업집단 공시 이행 점검방식 개선안 | 개선 시기 |
|---|--------------|
| 2. 대규모 내부거래 공시의무 이행 점검방식 개선 • 상호출자제한 기업집단 대상 상위 기업집단부터 매년 6~7개씩 순차적 점검 → 기업집단 규모에 따라 상·중·하 3개 그룹으로 분류하여 매년 그룹별 3개씩 총 9개 기업집단을 점검 대상으로 선정(하위 기업집단의 장기간 점검대상 제외, 형평성 문제 해소) | 2016. 2. 17. |
| 3. 3개 공시제도에 대한 통합점검표 발송 • 매년 3개 분야별 분리점검(기업집단 현황, 비상장사의 중요사항 공시: 기업집단과 / 대규모 내부거래 공시: 시장감사국) → 연 1회 통합점검 • 일부 집단 또는 일부 회사를 표본 추출하여 직전 3~5년간의 공시실태 점검 → 전체 공시대상기업집단 및 소속회사의 직전 1년간 공시내용을 매년 점검(적시성, 형평성) • 모든 공시항목에 대한 포괄적 점검 → 중요항목 집중점검 ¹³⁾ (공시항목의 중요성, 공시점검의 시급성 고려, 효율성 제고) | 2018. 6. 21. |

4. 대규모 내부거래 및 공시수준 관련 선행연구

계열사간 내부거래의 동기 및 경제적 효과에 대한 기존 문헌의 결과는 첫째, 효율성 이론(efficiency theory)에 근거한 기업집단 형성의 순기능을 지지하는 입장과 둘째, 사적이익 추구 유인에 의한 소액주주의 이익침탈 측면에서 내부거래를 터널링(tunneling) 또는 프로핑(propping)으로 간주하는 두 가지 견해로 구분할 수 있다.

먼저 내부거래의 효율성을 설명하는 이론으로 거래비용절감 가설(transaction cost reduction)을 들 수 있다. 기업집단 소속 기업은 독립 기업에 비해 내부시장을 통한 자본조달이나 매출거래에 쉽게 접근할 수 있다는 점에서 거래비용을 절감할 수 있으며 사업다각화를 통해 위험을 공유할 수 있다는 점에서 긍정적이라는 연구결과가 있다(Alchian and Demsetz, 1972; Williamson, 1975; Khanna and Yafeh, 2005). Hyland and Diltz(2002)는 내부거래가 외부로의 정보유출을 방지하여 경영상 기밀과 노하우를 유지가 가능하므로 장기적인 성과를 보장받을 수 있음을 강조하였다. 한편, 수직적 계열화 수준이 높을수록 기업 내의 집중도가 높아져 경쟁력이 강화되고 비용절감에 따른 기업가치 향상에 영향을 줄 수 있다는 연구결과도 있다(Chang and Choi, 1988).

반면, 내부거래는 교차보조(cross subsidization) 수단으로 활용되거나 외부 투자자에 의한 감시가 상대적으로 어렵다는 점에서 사적이익을 추구하려는 지배주주가 의사결정의 비효율성을 초래할 가능성도 존재한다(Kreps and Wilson, 1982; Milgrom and Roberts, 1982). 국내에서 일감몰아주기로 지칭하는 부당내부거래의 유형으로는 터널링(tunneling)과 프로핑(propping)이 있다. 터널링은 지배주주 일가의 사익추구를 위해 자산과 수익을 외부로 유출시키는 등 소액주주의 부가 침해(wealth transfer)되는 거래행위를 말한다(Johnson et al., 2000; Bertrand et al., 2002; Jian and

13) 2018년의 경우 5개 분야(사익편취 규제대상 회사, 규제사각지대 회사, 비영리법인과 거래한 회사, 지주회사, 상표권 사용거래)의 내부거래에 대한 집중점검이 이루어졌다.

Wong, 2010; Peng et al., 2011; Black et al., 2015). 프로핑(propping)은 기업집단 내 재무적 상태가 좋지 않은 피라미드 하위의 계열사를 그룹 차원에서 지원하는 행위를 지칭하며 부채가 많을수록 지원 가능성이 높음을 보고하고 있다(Friedman et al., 2003). 특히 Hwang and Kim(2016)의 연구는 그룹 후계자(heir)의 보유지분에 따른 영향력에 초점을 맞추어, 후계자의 지분이 증가한 계열사의 경우 내부거래가 더 심화되며 매출거래를 통한 이익을 더 취하는 결과를 입증하였다.¹⁴⁾

그렇다면 계열사간 또는 특수관계자 거래와 공시수준과의 관련성에 대한 선행연구의 결과를 살펴보고자 한다. 내부거래의 성격이 비정상적인 행위일수록 이익조정과 관련성이 높으며, 경영자는 이와 관련한 공시를 꺼리게 되고 공시의 타이밍을 전략적으로 조정하여 사적이익을 취할 수 있음을 주장하는 연구결과도 있다(Claessens et al., 2000; Lo and Wong, 2011; Rogers and Stocken, 2005, Rogers, 2008). Gordon et al.(2004)과 Cheung et al.(2006)은 내부거래 관련 공시정보가 주가에 부정적인 영향을 미친다고 보고하였다. 따라서 경영자 또는 지배주주 입장에서는 감추고 싶은 내부정보이자 시장에 공시되더라도 주가에 부정적으로 작용하는 내부거래 관련 공시수준을 임의적으로 낮추려는 유인이 발생할 가능성이 높다.¹⁵⁾

마지막으로 기업의 지배구조 수준과 공시 간의 연관성을 분석한 실증연구는 다음과 같다. 다수의 연구에서 사외이사의 비율, 감사위원회의 도입여부, 외국인지분율 등의 내·외부 지배구조 메커니즘이 취약할수록 내부의 문제성 정보를 외부에 공개하는 것을 회피하려는 유인이 있으므로 공시수준이 유의하게 낮을 수 있음을 입증하고 있다(Ho and Wong, 2001; Eng and Mak, 2003). 따라서 본 연구에서는 그룹의 지배구조 수준에 따라 공시위반 행태에 차별성을 보이는지 추가분석을 통해 확인하였다.

14) 해당 연구는 ‘내부거래’의 범위로 특수관계자와의 거래(related party transaction)를 다루고 있으며, 후계자의 지분을 변수는 총수(동일인)와 기타 친인척(other family members)의 지분을 대비 상대적 level을 변수로 사용하였다는 점 등이 본 연구와의 차이점이다.

15) 반면, Diamond and Verrecchia(1991)와 Healy and Palepu(1995)에 따르면 기업들이 사적 정보를 시장에 자발적으로 공시하여 스스로 대리인 문제를 해소하고 자본비용을 낮추려는 수단으로 이용할 수도 있다.

Ⅲ. 표본 및 변수의 정의

본 연구는 2010년부터 2016년까지의 ‘대규모기업집단 현황 공시(연1회 공시 및 1/4 분기용(대표회사)’ 자료를 통하여 수집가능한 국내 기업집단의 상장·비상장 계열사에 대한 재무현황, 소유구조, 계열사간 주식소유 현황, 계열사간 상품·용역 거래에 대한 정보를 이용하여 변수화하였다. 한편, 분석대상 기업집단의 범주는 총수일가의 소유구조에 따른 내부거래 행태 및 공시위반 연관성을 분석하고자 총수(동일인 기준)가 법인이 아닌 기업집단으로 한정한다. 오너일가 구성원 개개인에 대한 인구통계학적 정보 및 부모세대와 자녀세대, 총수(owner)와 유력 후계자(heir)를 분류하는 기준은 공시자료를 포함한 언론보도 등을 통해 최대한 정보를 확보하여 수작업으로 정리하였다.¹⁶⁾ 총수는 그룹의 동일인 기준 최상위 지배주주 또는 그룹회장 1인을 의미하며, 유력 후계자는 총수의 자녀세대 중 주로 직계 장남이 해당되었으며 형제 또는 공동 경영체제의 경우에는 경영참여도, 직급수준, 그리고 지분 승계율 등을 포괄적으로 고려하여 가장 유력한 그룹 후계자 1인을 선택하였다. 기업집단 계열사의 관련 공시위반 현황에 대한 데이터는 공정거래위원회의 공시이행 점검관련 보도자료와 별첨자료에 담긴 정보(위반내용, 위반건수, 과태료 금액, 경고 여부 등)를 정리하여 해당 기간과 매칭하였다. <부록 2>를 참고하면 대규모 내부거래 관련 점검연도는 공시위반이 적발된 시점을 의미하며 점검대상 기간은 공시위반 행위가 실제로 발생한 시점(기간)을 뜻한다. 따라서 본 연구에서는 사후 공시제재 시점이 아닌 실제 공시위반 행위가 발생한 시점¹⁷⁾과 기타 변수들을 매칭하였다.

계열사간 내부거래에 대한 현황은 위의 표본기간을 따르며, firm-level의 일부 기업집단 공시위반 수준에 대한 회귀분석 시에는 2014년부터 2016년까지의 표본기간으로 적용한다. 그 이유는 ‘대규모 내부거래 공시’의 위반내역과 ‘부당지원행위 제재’의 경우에는 소속회사별 위반유형 및 조치현황에 대해 2010년부터 공개되어 있으나, ‘기업집단 현황 공시’와 ‘비상장사의 중요사항 공시’는 2011년부터 2013년까지 소속 개별 계

16) 과거 대한전선 그룹과 이랜드, 카카오, 한국투자금융 그룹은 현 시점(경영참여 또는 지분소유 구성원 기준)에서 부모세대와 자녀세대의 구분이 모호하므로 해당 변수에 대한 분석에서는 제외된다. 그룹 경영권의 후계자(Heir) 여부 역시 승계구도가 명확히 예상되지 않는 경우에는 자의적인 판단의 개입을 배제하고자 분석에 포함시키지 않았음을 밝힌다.

17) 실제 기업의 공시위반 행위는 보도자료 배포시기(release)가 아닌 ‘점검대상 기간’ 내에 이루어졌다고 판단할 수 있다. 예를 들어, 제재시점으로부터 과거 3년의 기간이 공시실태 점검대상일 경우에는 해당 연도와 매칭하여 재무상태 및 소유구조 변수들과의 시차 과리를 줄이는 조정이 필요했다. 단, 점검대상 기간(주로 과거 3~5년) 내에서도 실제 공시위반 사례가 없는 기간도 포함되었을 가능성이 있다. 그러나 모든 공시자료를 확인하였으나 실제 행위시점만을 명확히 구분하기에는 한계가 있었다. 필자는 공시위반 대상 기업에 대하여 해당 기간 동안의 내부거래 비중 변화를 확인한 결과, 크지 않은 것으로 확인되어 내부거래 행위의 특성을 분석함에는 무리가 없을 것으로 판단하였다.

열회사의 위반현황 내역에 대해 공개된 자료가 존재하지 않기 때문이다. 본 연구에서는 계열사간 상품·용역 거래 중 매출거래 비중을 중심으로 분석한다. 현금흐름권(cash-flow right)을 이용하여 지원성매입거래 비중 변수에 대한 회귀분석을 수행하였으나 별도로 보고하지는 않았다. 예를 들어, 총수일가의 사익편취 목적의 일감몰아주기는 주로 총수일가 또는 총수 2세의 지분율이 높은 비상장 계열사 A의 매출을 그룹 내 타 계열사 B가 거래상 대방으로 지원성 매입을 해주는 방향으로 이루어지고 있다. 이러한 내부거래로 인하여 A사와 총수일가(지배주주)는 내부거래를 통한 이익을 취하는 반면, B사와 해당 기업의 소액 주주는 그룹 차원의 부당한 지원성 거래로 인하여 손실을 보게 되는 것이다.

추가로 본 연구에서는 업종별 내부거래에 따른 공시위반 행태를 분석하였다. 현 공정거래위원장은 최근 총수일가 사익편취 논란과 관련하여 지배주주 일가가 그룹 핵심 계열사가 아닌 비주력회사나 비상장사 지분을 집중보유하고 있다면 처분할 것을 주문하였다.¹⁸⁾ 따라서 필자는 과거 공정위가 내부거래 비중이 높고 일감몰아주기 성격의 내부거래가 발생할 우려가 높다고 지적한 업종 4가지(시스템통합(SI), 광고, 물류, 부동산)에 대해서 규제산업 더미(Reg_IND)로 정의하였다. 마지막으로 그룹 지배구조 변수(GR_GOV)는 기업집단정보포털(OPNI)과 공정위에서 매년 발표하는 기업집단 지배구조 현황 정보(사외이사 비율, 초과 사외이사 보유, 사외이사 이사회참석률, 감사위원회·사외이사후보추천위원회·보상위원회·내부거래위원회의 설치여부 및 사외이사 비율, 총수일가 등 기이사 재직 계열사 비율, 주주총회 및 의결권 관련제도 도입회사 비율¹⁹⁾)를 모두 정리하여 일정 기준 이상을 충족하는 기업집단 여부에 대한 더미변수를 설정하였다. 분석대상인 최종 표본은 8,328개사(firm-year)이다. 다음은 분석에 포함된 주요 변수에 대한 정의를 제시하였다.

〈표 4〉 주요 변수의 정의

| 변수명 | 정 의 |
|---------------------|---|
| 1. 계열사간 내부거래 | |
| <i>RPT_D</i> | 국내 계열사 내부거래 비중(=국내 계열사와의 매출합/총매출) |
| <i>RPT_D1</i> | 국내 계열사 내부거래 비중(=국내 계열사와의 매출합/국내 총매출) ²⁰⁾ |
| <i>RPT_O</i> | 해외 계열사 내부거래 비중(=해외 계열사와의 매출합/총매출) |
| <i>RPT_O1</i> | 해외 계열사 내부거래 비중(=해외 계열사와의 매출합/해외 총매출) |
| <i>RPT</i> | 국내+해외 계열사 내부거래 비중 |
| <i>PROP</i> | 지원성 매입거래 비중 |

18) “김상조 공정위 ‘재벌 일감몰아주기’ 정조준…30대 그룹 비주력 계열사 대해부”, 매경이코노미, 2018. 6. 29.

19) 집중투표제, 서면투표제, 전자투표제의 도입여부를 말한다.

| 변수명 | 정 의 | | |
|--------------------------------|--|-----------------|--------------|
| 2. 기업집단 공시제도 위반조치 | | | |
| <i>Vio1</i> | 대규모 내부거래의 이사회 의결 및 공시 위반 건수 | | |
| <i>Vio_dum1</i> | 대규모 내부거래의 이사회 의결 및 공시 위반여부 dummy | | |
| <i>Penalty1</i> | 대규모 내부거래의 이사회 의결 및 공시 위반: 과태료 건수 | | |
| <i>Fine1</i> | 대규모 내부거래의 이사회 의결 및 공시 위반: 과태료 금액 | | |
| <i>Warning1</i> | 대규모 내부거래의 이사회 의결 및 공시 위반: 경고 | | |
| <i>Vio_RPT1</i> | 대규모 내부거래의 이사회 의결 및 공시 위반여부: 상품·용역거래(위반항목) | | |
| <i>Vio2</i> | 기업집단 현황 공시 위반 건수 | | |
| <i>Vio_dum2</i> | 기업집단 현황 공시 위반여부 dummy | | |
| <i>Penalty2</i> | 기업집단 현황 공시 위반: 과태료 건수 | | |
| <i>Fine2</i> | 기업집단 현황 공시 위반: 과태료 금액 | | |
| <i>Warning2</i> | 기업집단 현황 공시 위반: 경고 | | |
| <i>Vio_RPT2</i> | 기업집단 현황 공시 위반여부: 상품·용역거래(위반항목) | | |
| <i>Vio3</i> | 비상장사 중요사항 공시 위반 건수 | | |
| <i>Vio_dum3</i> | 비상장사 중요사항 공시 위반여부 dummy | | |
| <i>Penalty3</i> | 비상장사 중요사항 공시 위반: 과태료 건수 | | |
| <i>Fine3</i> | 비상장사 중요사항 공시 위반: 과태료 금액 | | |
| <i>Warning3</i> | 비상장사 중요사항 공시 위반: 경고 | | |
| <i>Vio_sum</i> | 총 기업집단 관련 공시제재 및 위반 건수 (대규모 내부거래의 이사회 의결 및 공시+기업집단 현황 공시) | | |
| <i>Vio_dum</i> | 총 기업집단 관련 공시제재 및 위반여부 dummy | | |
| <i>Vio_RPT_dum</i> | 총 기업집단 관련 공시제재 및 위반여부: 상품·용역거래(위반항목) | | |
| 3. 소유구조(ownership) | | | |
| <i>OWN_FAM</i> | 총수일가 보유지분율 | | |
| <i>OWN_PN</i> | 부모세대 보유지분율 | <i>OWN_CN</i> | 자녀세대 보유지분율 |
| <i>OWN_Owner</i> | 총수(동일인 기준) 보유지분율 | <i>OWN_Heir</i> | 유력 후계자 보유지분율 |
| <i>CFR</i> | 현금흐름권(cash-flow right) ²¹⁾ | | |
| <i>Wedge</i> | 소유-지배 괴리도(disparity) | | |
| 4. 그룹 지배구조(Group-level) | | | |
| <i>GR_GOV1</i> | 사외이사 비율, 사외이사 이사회참석률, 법적기준 초과 사외이사 보유여부를 2개 이상 충족하면 1, 아니면 0 | | |
| <i>GR_GOV2</i> | 감사위원회 설치 계열사 비율 ²²⁾ , 위원회 내 사외이사 비율이 중위수 이상 여부를 동시에 충족하면 1, 아니면 0 | | |
| <i>GR_GOV3</i> | 사외이사후추천위원회 설치 계열사 비율, 위원회 내 사외이사 비율이 중위수 이상 여부를 동시에 충족하면 1, 아니면 0 | | |
| <i>GR_GOV4</i> | 보상위원회 설치 계열사 비율, 위원회 내 사외이사 비율이 중위수 이상 여부를 동시에 충족하면 1, 아니면 0 | | |
| <i>GR_GOV5</i> | 내부거래위원회 설치 계열사 비율, 위원회 내 사외이사 비율이 중위수 이상 여부를 동시에 충족하면 1, 아니면 0 | | |
| <i>GR_GOV6</i> | 집중투표제, 서면투표제, 전자투표제 도입 계열사 보유여부를 2개 이상 충족하면 1, 아니면 0 | | |

| 변수명 | 정 의 |
|----------------|---|
| <i>GR_GOV</i> | 위 6가지 그룹 지배구조 dummy의 합이 4 이상인 경우 1, 아니면 0 |
| 5. 기타 | |
| <i>Reg_IND</i> | 규제산업 dummy(시스템통합(SI), 광고, 물류, 부동산 업종 해당여부) ²³⁾ |
| <i>Reg</i> | 총수일가 사익편취 규제대상 기업 (현행 기준: 총수일가 지분율 상장 30%, 비상장 20% 이상 계열사) |
| <i>Reg_New</i> | 총수일가 사익편취 규제대상 기업 (개정안 기준: 총수일가 지분율 상장, 비상장 20% 이상 계열사+50% 초과 자회사) |
| <i>Fam_MGM</i> | 총수일가 겸직(등기이사 기준) 계열사 비중 |
| <i>ROA</i> | EBIT 기준 산업조정 ROA |

IV. 분석 결과

1. 총수일가 지분율 구간에 따른 내부거래 현황

본 연구에서는 총수일가 전체 지분율(OWN_FAM)에 따라 법적 규제가 적용된다는 점에서 현재의 지분율 기준에 대한 정책적 제언을 하고자 한다. 경영권 승계시점과 맞물려 최근 몇 년 동안은 승계목적의 지분이동이나 분할·합병 등의 그룹 차원의 구조 개편, 그리고 자녀세대의 상속세 마련을 위한 일감몰아주기가 빈번하게 발생할 것으로 예상된다. 따라서 총수일가 사익편취(wealth transfer) 관점에서 내부거래를 주시하는 모니터링에서 나아가, 편법승계 취지의 내부거래 성격을 세대별로 구분하여 내부거래 방향을 분석할 필요가 있을 것이다.

〈표 5〉와 〈표 6〉에서는 각각 상장사와 비상장 계열사의 총수일가 전체 및 부모세대, 자녀세대 지분율 구간별로 내부거래와 공시위반, 기업성과(ROA), 규제산업 비중 등에 대한 평균값을 정리하였다. 총수일가 전체의 지분율이 아닌, 부모세대와 자녀세대 지분율은 5~10%, 10~20% 구간을 추가하여 현황을 제시하였다. 먼저 상장 계열사보다 비상장 계열사의 내부거래에 대한 의존도가 전체적으로 높다는 것을 확인할 수 있다.²⁴⁾

20) 내부거래 공시자료에서 해외 계열사와의 매출 정보는 2012년부터 구분하여 공시되고 있다. 따라서 해당 변수에 대한 분석 역시 2010, 2011년을 제외한 분석 결과임을 밝힌다.

21) 현금흐름권 변수는 계열사간 출자구조 matrix를 통해 산출하였으며 간접지분율을 반영한 실질소유권을 의미한다.

22) 감사위원회와 사외이사후보추천위원회 사외이사 비율의 경우, 자산총액 2조원 이상 상장법인에 대한 법적 설치의무가 존재하므로 설치의무가 없는 계열사의 설치비중을 고려하였다.

23) 한국표준산업분류 세부류 기준으로 업종성격이 관련 4가지 산업에 근접한지 여부를 판단하여 분류하였음을 밝힌다. 예를 들면, 중분류에 의해 분류할 경우 광고업 성격이 아닌 전문서비스업이나 지주회사 관련 업종이 포함되는 오류가 발생한다. 한편, 건설업종을 포함시켜 분석하여도 동일한 결과를 확인하였다.

특히, 표에는 구간을 나누지 않았지만 자녀세대의 경우 90% 이상의 지분을 소유하고 있는 비상장 계열사의 내부거래 비중이 평균 60%에 이르는 것으로 나타났다. 총수 2·3 세대가 소유 집중도가 높은 비상장 계열사의 경우 대부분의 매출을 내부거래를 통해 실현하고 있는 것으로 해석된다. 따라서 자녀세대의 단독지배 성격이 강한 비상장 계열사에 대한 일감몰아주기 행태나 추후 IPO 및 인수합병 과정을 면밀히 들여다 볼 필요가 있다.

주목할 점은 지분율 구간에 따른 내부거래 비중과 성과변수(ROA)의 연관성이다. 총수일가 전체 지분율(OWN_FAM) 기준으로 보면 전반적으로 지분율이 높은 구간에서 내부거래를 많이 하고 이를 통한 이익을 실현하는 것으로 해석할 수 있다. 그러나 본 연구에서는 총수일가 구성원 전체(family)가 소유한 지분율을 세대별로 나누어 짚어볼 필요가 있음을 강조하고자 한다.

첫째, 부모세대의 직접지분율(OWN_PN)에 따른 내부거래 특성을 보면 상장 계열사에 대한 보유지분율이 높거나 계열사와의 내부거래 비중이 높을수록 기업성고가 상대적으로 저조한 것으로 나타났다. 한편 부모세대의 보유지분율이 30% 이상일 경우 내부거래를 통해 이익을 실현하는 반면, 20~30% 지분율 구간에서는 손실이 발생함을 확인할 수 있다.²⁵⁾

특히 기존의 총수일가 사익편취 규제 지분율 기준이 상장사 30%, 비상장사 20% 이상인 점을 고려하면 다음과 같은 추가 논의가 가능하다. 기타 친인척을 포함한 모든 세대의 총수일가가 아닌, 부모세대만의 비상장 계열사에 대한 지분율이 30% 이상인 경우에는 일감몰아주기의 수혜 기업일 가능성이 있다. 그러나 비상장 계열사에 대한 부모세대 지분율이 20~30% 구간이거나 상장 계열사 지분율이 30% 이상이라면, 일감몰아주기를 통해 수혜를 받는 기업이라기보다는 오히려 지원 성격(낮은 가격에 공급)의 가능성이 있거나 혹은 내부거래의 비효율성으로 인한 손실로 해석할 수 있다. 즉, 사익편취 규제정책은 일감몰아주기라는 현실 거래관행을 고려할 때 소유구조 뿐 아니라 상장 여부와 세대별 지분구조에 따라 건별 거래특성²⁶⁾에 적합한 규제를 가할 필요가 있다고 판단된다.

24) 평균 t-test 결과, 내부거래 비중 변수 모두에서 1% 수준에서 유의하게 비상장 계열사의 내부거래 비중이 상장 계열사에 비해 높음을 확인하였다(RPT: 0.239(상장) < 0.381(비상장), t-value: 10.07).

25) 기업성과에 대한 변수로 EBITDA, ROA(산업조정 전), 그리고 재무적 제약(financial constraint) 관련 변수(K-Z index, K-score, Z-score, SA index) 모두 해당 구간에서만 저조한 성과를 뒷받침하는 일관된 결과를 확인할 수 있었다.

26) 필자는 계열사 또는 특수관계자 거래와 같은 내부거래 특성 유형을 크게 1) 총수일가의 사익편취 목적과 2) 경영권 승계 목적으로 구분하였다. 본 연구는 후자에 초점을 맞추어 정책적 제언을 제시하고자 한다. 경영권 승계 목적의 내부거래를 감독하기 위해서는 세대별 또는 총수(동일인)/유력후계자가 지배하는 계열사 내부거래에 대한 건별 규제가 보다 적합함을 강조하는 바이다.

둘째, 자녀세대의 지분율(OWN_CN) 기준에 따르면 모든 지분율 구간에서 상장 계열사보다 비상장 계열사에서의 매출 내부거래 비중이 매우 높게 나타나고 있다. 이는 비상장 계열사 지분율을 많이 보유한 총수 2·3세들이 계열사간 내부거래(매출)를 통해 사적이익을 부풀리는 것으로 해석할 수 있다. 또는 상장기업의 경우 가시성(visibility)을 고려한다면, 좋은 기업성적을 보여 잠재적 후계자들이 우수한 경영능력을 가지고 있음을 시장에 알리는 수단(signal)으로 활용하려는 그룹 차원의 전략일 가능성도 있다. 기업성과(ROA)와의 관련성을 보면 상장 계열사의 경우, 자녀세대 지분율이 50% 이상인 구간에서 계열사간 매출거래 비중이 높고 기업성과도 가장 높게 관찰된다. 비상장 계열사에 대한 자녀세대의 지분율은 30~70% 구간에서 매출 내부거래를 통한 회계상 이익을 평균적으로 취하는 것으로 나타났다.²⁷⁾ 이를 통해 자녀세대가 지배주주로 있는 계열사는 편법승계 성격의 일감몰아주기 매출에 의존할 확률이 높다고 볼 수 있다.²⁸⁾ 물론 내부거래를 통한 이익 실현은 산업 특성상 수직계열화 차원의 내부거래로 얻은 부당하지 않은 이익 즉, 효율성에 따른 결과로도 해석 가능하다. 따라서 추가로 내부거래 유형별 효율성 또는 터널링 유인을 유추하기 위해 다음과 같이 규제산업별 및 관련 공시수준 현황에 대해서도 살펴보고자 한다.

규제산업 해당여부(Reg_IND) 변수의 경우 상장 계열사보다 비상장 계열사에서 평균적으로 높은 비중을 보여주고 있다.²⁹⁾ 비상장 계열사의 자녀세대 지분율이 70% 이상인 구간에서는 높은 계열사간 매출거래 비중으로 이익을 취하면서 규제산업에 해당할 확률도 높아지는 것으로 나타났다.³⁰⁾ 이러한 결과는 최근 공정거래위원장이 지적한 비주력 계열사에 대한 지분 처분의 필요성이 비상장사의 자녀세대 보유지분율이 70% 이상

27) 표로 제시하지 않았지만, 부모세대/자녀세대 지분율과 내부거래와의 관계에 대한 회귀분석 결과는 다음과 같다. 부모세대 지분율(OWN_PN)의 경우, 상장 계열사는 17% 수준에서 변곡점을 이루는 2차 곡선관계를 보였으며 비상장 계열사는 9.9% 수준에서 내부거래가 상승하는 변곡점을 보였다. 자녀세대 지분율(OWN_CN)은 비상장 계열사에서만 9.94% 수준에서 변곡점을 확인할 수 있었다. 기업성과(ROA) 역시 지분율 구간별로 내부거래와 기업성과 간의 관련성을 확인한 결과, 위의 서술을 뒷받침하는 실증결과를 얻을 수 있었다.

28) 추가로 자녀세대 외의 부모세대 또는 기타 친인척 지분율 대비 상대적 수준을 비교하는 연구도 수행할 수 있을 것으로 보인다. Hwang and Kim(2016)은 후계자의 보유지분율에서 총수(동일인) 및 기타 친인척 지분율을 차감하여 계열사에 대한 후계자의 상대적 지배력(heir's relative ownership)을 measure하였다. 자녀세대(유력후계자)가 해당 계열사에 대한 지배력을 단독으로 행사하거나 다른 오너일가 세대보다 우위에 있는지 여부에 따른 분석도 흥미로운 것이다. 해당 논문은 현재 한국 대기기업의 경영권 승계시점에서 중점적으로 다루어야 할, 후계자 지분구도의 변화(지분율 증감, 시점)에 따른 내부거래에 대한 분석을 다루고 있으므로 참고 바란다.

29) 평균 t-test 결과, 비상장 계열사가 규제산업에 해당하는 비율이 상장 계열사에 비해 1% 수준에서 유의하게 높음을 확인하였다(9.98%(상장) < 22.54%(비상장), t-value: 8.4). 또한 비상장 계열사 표본에서만 규제산업에 해당하는 계열사가 타 업종의 계열사에 비해 자녀세대 지분율이 유의하게 높게 나타났다(7.41%(규제산업) > 4.86%(비규제산업), t-value: 4.14). 종합해보면 자녀세대가 소유한 비상장 계열사는 일감몰아주기 우려가 높은 산업(시스템 통합(SI), 광고, 물류, 부동산)일 확률이 더 높다는 것을 의미한다.

30) 지분율 구간을 보다 세분화하여 분석한 결과, 비상장 계열사에 대한 자녀세대의 지분율이 90% 이상인 경우에서 더욱 뚜렷하게 상승하는 것으로 나타났다.

인 경우에 해당될 가능성이 있다는 점에서 그룹 총수일가 스스로도 장단기적으로 고민해야 할 이슈라고 판단된다.

〈표 5〉 총수일가 지분을 구간별 내부거래 특성: 상장 계열사 (N=1,334)

| 변수명 | 5~10% | 10~20% | 20% 이하 | 20~30% | 30~50% | 50~70% | 70~100% |
|-----------------------------------|--------|--------|--------|---------------|---------------|---------------|----------------|
| <i>Panel A. 총수일가 전체 (OWN_FAM)</i> | | | | | | | |
| <i>RPT_D</i> | | | 14.43% | 20.18% | 23.80% | 37.86% | 55.72% |
| <i>RPT_D1</i> | | | 22.03% | 21.76% | 28.08% | 37.46% | 53.04% |
| <i>RPT</i> | | | 19.92% | 21.23% | 27.88% | 38.38% | 55.73% |
| <i>ROA</i> | | | 1.11% | 0.20% | 0.29% | 2.24% | 1.91% |
| <i>Reg_IND</i> | | | 9.54% | 1.92% | 12.92% | 13.79% | 0.00% |
| <i>Vio_dum1</i> | | | 17.31% | 29.79% | 8.14% | 0.00% | 100.00% |
| <i>Vio_dum2</i> | | | 10.47% | 24.47% | 10.24% | 25.00% | 63.64% |
| <i>Vio_dum</i> | | | 17.21% | 40.00% | 14.46% | 25.00% | 63.64% |
| <i>Panel B. 부모세대 (OWN_PN)</i> | | | | | | | |
| <i>RPT_D</i> | 22.54% | 14.79% | | 24.28% | 44.63% | 65.48% | 76.47% |
| <i>RPT_D1</i> | 30.34% | 23.76% | | 26.96% | 42.39% | 62.72% | 83.32% |
| <i>RPT</i> | 28.49% | 19.70% | | 27.25% | 44.72% | 65.48% | 76.53% |
| <i>ROA</i> | 0.79% | 1.75% | | 0.54% | -0.03% | -0.30% | -0.14% |
| <i>Reg_IND</i> | 9.73% | 7.59% | | 2.13% | 12.20% | 14.29% | 0.00% |
| <i>Vio_dum1</i> | 14.58% | 24.29% | | 31.71% | 13.33% | 0.00% | 0.00% |
| <i>Vio_dum2</i> | 9.35% | 15.49% | | 23.26% | 26.32% | 23.08% | 33.33% |
| <i>Vio_dum</i> | 14.02% | 25.35% | | 35.63% | 26.32% | 23.08% | 33.33% |
| <i>Panel C. 자녀세대 (OWN_CN)</i> | | | | | | | |
| <i>RPT_D</i> | 20.91% | 17.37% | | 22.04% | 11.23% | 28.06% | |
| <i>RPT_D1</i> | 25.97% | 22.80% | | 25.05% | 14.58% | 35.27% | |
| <i>RPT</i> | 23.75% | 19.75% | | 26.37% | 15.48% | 28.35% | |
| <i>ROA</i> | 0.89% | 0.58% | | 0.35% | -0.28% | 5.94% | |
| <i>Reg_IND</i> | 6.82% | 11.43% | | 13.70% | 16.39% | 6.67% | |
| <i>Vio_dum1</i> | 14.29% | 9.09% | | 17.14% | 18.18% | 33.33% | |
| <i>Vio_dum2</i> | 15.85% | 7.58% | | 11.76% | 21.05% | 15.38% | |
| <i>Vio_dum</i> | 20.73% | 12.12% | | 22.06% | 28.07% | 15.38% | |

(표 6) 총수일가 지분율 구간별 내부거래 특성: 비상장 계열사 (N=6,994)

| 변수명 | 5~10% | 10~20% | 20% 이하 | 20~30% | 30~50% | 50~70% | 70~100% |
|-----------------------------------|---------------|---------------|--------|---------------|---------------|---------------|---------------|
| Panel A. 총수일가 전체 (OWN_FAM) | | | | | | | |
| RPT_D | | | 35.40% | 30.56% | 34.77% | 32.36% | 39.85% |
| RPT_D1 | | | 39.10% | 33.73% | 35.72% | 31.91% | 42.03% |
| RPT | | | 37.09% | 30.86% | 36.65% | 34.02% | 40.36% |
| ROA | | | -1.91% | -2.30% | 2.10% | -1.92% | 2.91% |
| Reg_IND | | | 21.72% | 13.95% | 24.67% | 11.68% | 31.60% |
| Vio_dum1 | | | 8.25% | 20.69% | 11.01% | 16.92% | 17.07% |
| Vio_dum2 | | | 8.68% | 16.46% | 16.50% | 8.73% | 20.34% |
| Vio_dum | | | 14.64% | 34.18% | 19.42% | 21.43% | 30.61% |
| Panel B. 부모세대 (OWN_PN) | | | | | | | |
| RPT_D | 31.87% | 39.41% | | 30.87% | 37.35% | 41.47% | 38.30% |
| RPT_D1 | 47.76% | 40.57% | | 27.12% | 38.79% | 43.40% | 41.63% |
| RPT | 34.63% | 40.06% | | 33.15% | 37.70% | 42.02% | 38.84% |
| ROA | -3.42% | 1.04% | | -6.77% | 5.00% | 2.65% | 0.98% |
| Reg_IND | 5.00% | 21.66% | | 23.44% | 33.33% | 23.13% | 24.56% |
| Vio_dum1 | 13.64% | 8.33% | | 25.00% | 18.75% | 11.59% | 28.24% |
| Vio_dum2 | 18.92% | 11.03% | | 10.34% | 18.18% | 16.81% | 18.54% |
| Vio_dum | 24.32% | 15.33% | | 24.14% | 24.55% | 31.09% | 34.44% |
| Panel C. 자녀세대 (OWN_CN) | | | | | | | |
| RPT_D | 37.48% | 30.39% | | 32.97% | 40.22% | 36.49% | 38.28% |
| RPT_D1 | 38.05% | 33.04% | | 31.34% | 46.35% | 38.11% | 38.66% |
| RPT | 40.97% | 31.52% | | 34.78% | 42.40% | 37.41% | 38.75% |
| ROA | -2.68% | -2.70% | | -3.85% | 4.78% | 3.10% | 5.82% |
| Reg_IND | 26.32% | 31.39% | | 20.21% | 17.42% | 19.82% | 39.17% |
| Vio_dum1 | 24.62% | 20.93% | | 8.49% | 32.56% | 22.81% | 7.32% |
| Vio_dum2 | 22.58% | 11.94% | | 14.63% | 22.73% | 16.35% | 20.73% |
| Vio_dum | 30.65% | 28.36% | | 20.12% | 40.91% | 26.92% | 26.42% |

공시위반 관련 변수는 대규모 내부거래의 이사회 의결 및 공시 위반(제재)여부 더미(Vio_dum1)와 기업집단 현황 공시 위반 더미(Vio_dum2), 관련 총 기업집단 공시제재 및 위반 여부 더미(Vio_dum)의 지분율 구간에 따른 평균 현황만을 제시하였다. 총수일가 지분율 전체 기준으로 보면, 70% 이상 구간에서 매출 내부거래 비중도 높고 공시위반 비율도 높은 것으로 관찰된다. 세대별로 나누어 보면, 부모세대의 보유지분율이 높거나 손실을 보는 구간에서 그룹 차원의 공시에 소홀하게 임하는 것으로 나타났다. 반면, 자녀세대의 경우 높은 내부거래 의존도와 동시에 이익을 실현하는 구간에서 관련 공시위반 확률이 상대적으로 높음을 확인할 수 있다(상장: 50% 이상, 비상장: 30~50%).³¹⁾

이는 경영자의 입장에서 내부거래를 통한 이익 실현이 긍정적인 정보(good news)임에도 불구하고 이를 감추려는 유인(미공시/지연공시)이 존재하는 것으로 유추할 수 있다. 본 연구에서 핵심으로 입증하고자 하는 공시위반 유인은 단순 분포에 의한 판단으로는 관련성에 대한 해석에 무리가 있으므로 회귀분석 결과를 통해 설명하고자 한다.

마지막으로 비상장 계열사에 대한 자녀세대 지분율이 낮은 구간에서도 높은 내부거래 비중이 나타남과 동시에 높은 공시위반이 발생하는 것으로 나타났다. 5~10%의 지분율을 보유하면서도 총수의 자녀로 지배력을 행사할 경우, 내부거래에 의존하면서도 오히려 손실을 얻고 관련 공시도 회피할 여지가 있는 것으로 판단된다. 따라서 총수일가의 간접지분율을 반영한 실질소유권 개념인 현금흐름권(CFR)과 소유-지배 괴리도(Wedge)에 대한 추가분석을 다루고자 한다.

2. 간접지분율을 포함한 현금흐름권(CFR)에 따른 내부거래 현황

<표 7>에서는 현금흐름권(CFR) 구간별로 내부거래 및 주요 변수들의 평균을 제시하였다. 최근 공정거래법 전면개정안에서도 총수일가 사익편취 지분율 기준 요건에 계열사를 통해 지배하는 간접지분율을 포함해야 한다는 의견이 논의되었으나 최종보고서에는 담기지 않았다. 따라서 이에 대한 분석결과를 보고하여 추후 개선방향 논의에 정책적 시사점을 주고자 한다. 앞의 결과와 유사하게 총수일가의 현금흐름권(CFR)이 높은 구간에서 내부거래 비중이 높으며 매출거래로 인한 이익을 취하는 것으로 나타났다. 또한 총수일가의 현금흐름권이 70% 이상인 계열사의 내부거래(매출) 의존도가 클수록, 관련 공시위반 확률이 뚜렷하게 상승함을 확인할 수 있다.

특히 <그림 1>과 <그림 2>를 보면 총수일가의 실질소유권인 현금흐름권(CFR)과 계열사간 내부거래 비중이 J-curve shaped relation을 보이는 것으로 나타났다.³²⁾ 상장 계열사는 30%~50%, 비상장 계열사는 50~70% 구간에서 변곡점을 보이는 것으로 관측된다. 추가로 지배주주의 소유구조와 내부거래 관련성에 대한 선행연구에서 효율성과 터널링을 지지하는 실증결과가 혼재되어 있고 구간별 평균에 따른 내부거래 비중 분포를 고려하여, 총수일가의 현금흐름권과 내부거래 변수 간의 비선형적인 2차 곡선관계

31) 총수(OWN_Owner)와 유력후계자(OWN_Heir) 개인 1인에 대한 비교분석에서도 유사한 지분율 구간에서 같은 결과를 확인하였다.

32) Morck et al.(1988)은 경영진 지분율과 기업가치의 관련성을 분석하여 본 연구의 비상장 계열사(<그림 2>)와 유사한 곡선(non-monotonic) 관계를 확인하였다. 최근 소유구조 연구에서는 지분율 구간별로 이해일치 효과(interest alignment effect)와 경영자안주 효과(managerial entrenchment effect)가 혼합된 절충가설을 지지하는 결과들을 보고하고 있다. 따라서 지분율 기준의 규제정책을 보완하고자 한다면 Morck et al.(1988)의 구간별 회귀모형(piecewise regression model) 분석이 이루어져야 할 것으로 보인다.

(quadratic relationship)를 가정한 회귀분석을 수행하였다. McConnell and Servaes(1990)의 방법론에 따라 2차 지분율을 포함한 다차 회귀모형을 설정하였으며 1차 현금흐름권(CFR) 변수의 회귀계수는 유의한 음(-)의 값 2차 현금흐름권(CFR²)의 회귀계수는 유의한 양(+)의 값으로 도출되었다. 회귀분석 결과에 의한 변곡점 수준은 상장 계열사는 31.97%, 비상장 계열사는 55.01%로 확인되었다.

대리인이론 관점에서 음(-)의 상관관계를 보이는 상대적으로 낮은 현금흐름권 구간에서는 실질소유권이 증가하면서 주주 부의 극대화를 추구하는 소액주주와 이해관계가 일치하는 가설을 지지하는 반면(이해일치 가설(Berle and Means, 1932; Jensen and Meckling, 1976)), 일정수준 이상의 현금흐름권 구간에서는 간접 소유를 통한 총수일가의 통제권이 강화되어 자신의 사적이익을 취하려는 유인이 발생하며, 기업가치를 훼손하는 내부거래를 선택하는 것으로 해석된다(경영자안주·이익침해 가설(Fama, 1980; Demsetz, 1983)).³³⁾ 총수일가가 계열사간 내부거래를 통해 사적 부를 극대화하고자 한다면 그룹의 피라미드 하위에서 상위로 터널링(tunneling)이 이루어질 가능성이 높다(Almeida and Wolfenzon, 2006; Riyanto and Toolsema, 2004).

따라서 간접지분율을 포함한 총수일가 지분율에 대한 규제를 고려한다면, 해당 구간을 기준으로 삼는 것이 바람직할 것으로 예상된다. 나아가 비상장 계열사의 경우, 현금흐름권 70% 수준에서 계열사간 매출거래를 통한 이익 실현이 반전(손실→이익)된다는 점에서 총수일가가 복잡한 소유구조를 통해 간접 지배하는 비상장 계열사의 내부거래에 대한 감시감독이 면밀하게 이루어져야 할 것이다.

한편 앞서 지적한 바와 같이, <표 6>에서 비상장 계열사의 자녀세대 직접지분율이 5~10% 수준으로 낮은 구간에서도 높은 내부거래 의존도를 확인할 수 있다. 소유-지배 괴리도(Wedge)를 구간별로 살펴본 결과, 5~10%의 직접지분율 구간에서 50%를 넘는 괴리도를 보이는 것으로 나타났다. 따라서 간접소유를 통해 지배권을 행사하는 비상장 계열사에 대한 사익편취 행위를 통제하기 위해서는 총수일가 지분율 기준에 간접지분율을 반영하는 방안도 검토되어야 할 것으로 판단한다.

추가로 <그림 3>에서는 지원성 매입(PROP)거래에 대한 현금흐름권 구간별 현황을 그래프로 제시하였다. 일반적으로 총수일가가 지분을 직·간접적으로 확보한 비상장사의 경우 매출을 통한 부의 이전(wealth transfer) 통로로 활용한다는 비판이 주를 이루고 있다. 그러나 지원성 매입비용에 대해 기업성과를 비교해 본 결과, 상장사에서는 두

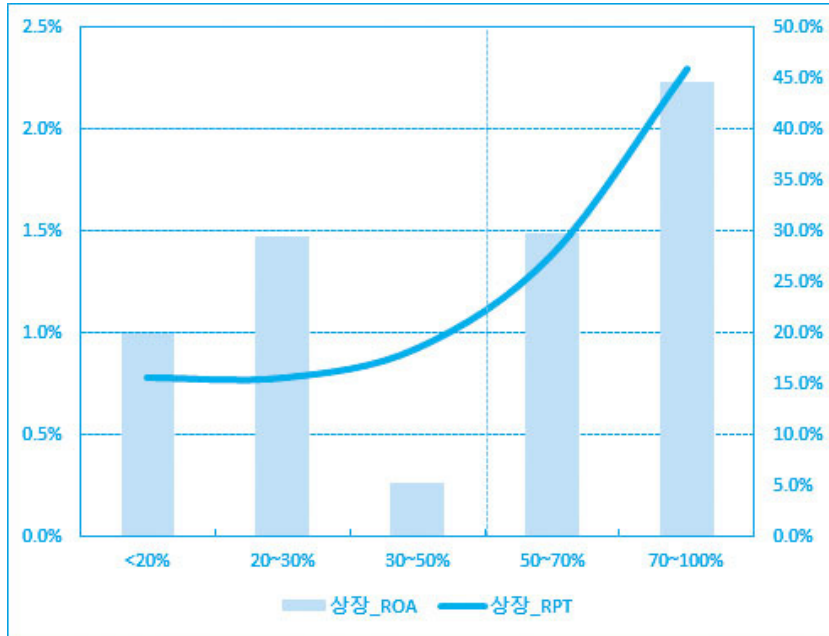
33) 후자의 경우 총수일가 구성원이 직접 보유한 계열사 지분율은 낮더라도 간접지분율을 통한 통제력이 클수록 사적이익 추구에 대한 유인이 더욱 심화될 것으로 예상된다. 따라서 현금흐름권(cash-flow right)과 지배권(voting right)의 차이인 소유-지배 괴리도(Wedge) 변수를 사용한 회귀분석을 병행하였다. 그 결과, 모든 현금흐름권 구간에서 계열사의 내부거래 비중(RPT) 변수는 소유-지배 괴리도(Wedge)와 유의한 양(+)의 관련성을 보이는 것으로 나타났다.

렸한 방향이 관측되지 않았으나 오히려 비상장사에 대한 실질소유지분이 낮은 구간에서 타 계열사를 지원(propping)하기 위한 매입거래가 많이 발생하여 손실을 얻는 것으로 나타났다. 이는 그룹 차원에서 비상장 계열사를 매출과 매입의 방향과 무관하게 부당내부거래의 도구로 삼고 있을 가능성이 높다는 점에서 향후 비상장사의 매입거래에 대한 추가분석이 필요할 것으로 보인다.

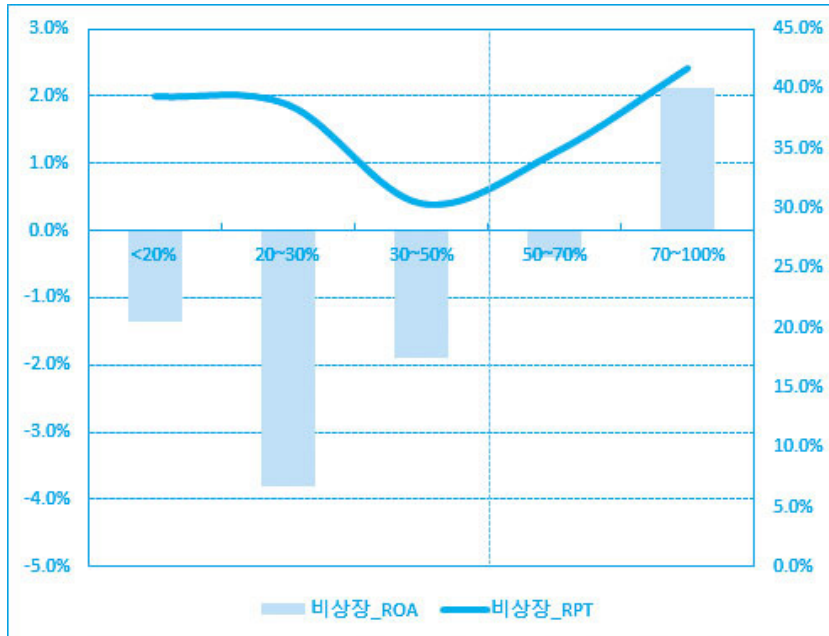
〈표 7〉 현금흐름권(CFR) 구간별 내부거래 특성 비교

| 변수명 | 20% 이하 | 20~30% | 30~50% | 50~70% | 70~100% |
|-------------------------|---------------|---------------|---------------|---------------|----------------|
| Panel A. 상장 계열사 | | | | | |
| <i>RPT_D</i> | 15.58% | 15.55% | 18.46% | 27.66% | 45.85% |
| <i>RPT_D1</i> | 23.32% | 21.33% | 22.60% | 27.99% | 42.75% |
| <i>RPT</i> | 21.51% | 17.35% | 22.19% | 29.81% | 45.86% |
| <i>ROA</i> | 1.00% | 1.47% | 0.26% | 1.49% | 2.23% |
| <i>Reg_IND</i> | 9.70% | 10.49% | 7.17% | 13.11% | 0.00% |
| <i>Vio_dum1</i> | 15.33% | 25.35% | 13.86% | 28.00% | 100.00% |
| <i>Vio_dum2</i> | 10.09% | 16.45% | 14.29% | 16.07% | 50.00% |
| <i>Vio_dum</i> | 16.78% | 25.66% | 19.27% | 28.57% | 50.00% |
| Panel B. 비상장 계열사 | | | | | |
| <i>RPT_D</i> | 37.48% | 37.39% | 29.17% | 32.25% | 39.24% |
| <i>RPT_D1</i> | 42.73% | 40.63% | 31.21% | 35.04% | 42.47% |
| <i>RPT</i> | 39.38% | 38.66% | 30.42% | 34.64% | 41.71% |
| <i>ROA</i> | -1.36% | -3.80% | -1.89% | -0.41% | 2.12% |
| <i>Reg_IND</i> | 22.65% | 21.65% | 21.38% | 14.47% | 25.09% |
| <i>Vio_dum1</i> | 6.93% | 9.27% | 10.45% | 6.37% | 21.94% |
| <i>Vio_dum2</i> | 7.63% | 11.28% | 12.28% | 7.51% | 18.17% |
| <i>Vio_dum</i> | 13.52% | 16.55% | 17.95% | 14.41% | 29.90% |

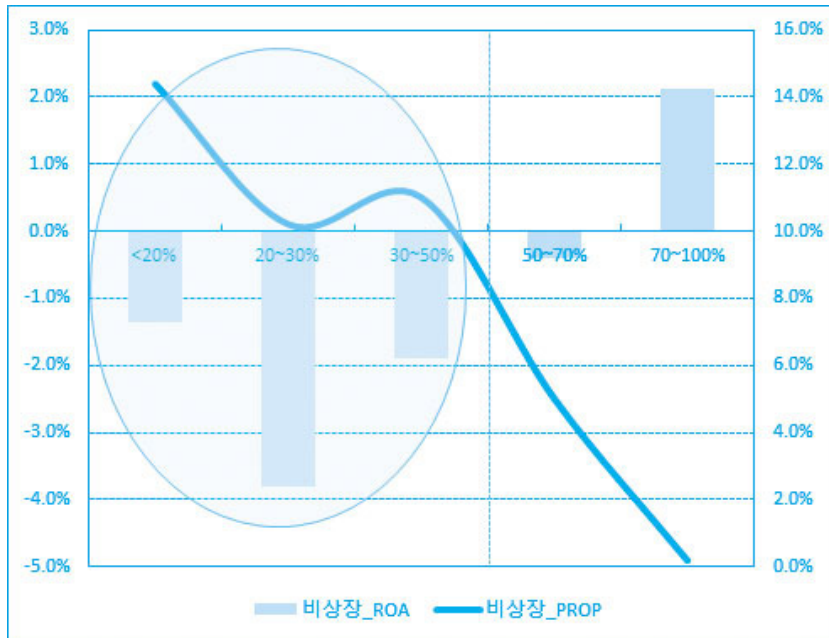
〈그림 1〉 현금흐름권(CFR) 구간별 내부거래 및 기업성과: 상장 계열사



〈그림 2〉 현금흐름권(CFR) 구간별 내부거래 및 기업성과: 비상장 계열사



〈그림 3〉 현금흐름권(CFR) 구간별 지원성 매입비율 및 기업성과: 비상장 계열사



3. 연도별 국내 및 해외 계열사간 내부거래 비율 추이

〈표 8〉과 〈표 9〉에서는 계열사간 내부거래 비율을 국내와 해외 계열사로 거래상대방을 구분하여 연도별 추이를 살펴보았다. 2012년부터 해외 계열사에 대한 매출거래와 해외 매출액에 대한 정보를 구분하여 공시하고 있으므로 2012년 이후의 내부거래 비율 현황을 제시하였음을 밝힌다. 국내 계열사간 내부거래 비율은 상장사에 비해 비상장사의 비중이 뚜렷하게 높은 것으로 나타났으며 일정한 추세를 보이진 않는 것으로 보인다. 그러나 해외 계열사와의 내부거래 비율은 두 변수 모두 상장, 비상장사에서 증가하는 추세를 확인할 수 있다. 최근 롯데 그룹에 대한 공정위 조사결과를 계기로 해외 계열회사의 출자현황 및 내부거래에 대한 관심이 높아지고 있다. 해외 계열사를 통한 총수 일가의 편법적 내부거래가 확대되고 있는 현실을 반영하여, 최근 공정위는 공시대상 기업집단에 대해 해외 계열사와의 내부거래 정보에 대한 공시를 포함할 것을 요구한 바 있다(2018. 5. 29.).³⁴⁾ 해외 계열사와의 내부거래가 주는 경제적 효익에 대한 분석은 추후 이루어져야 할 것으로 판단되며, 모든 해외 계열사와의 내부거래 자체를 부당한 성격으로 규정짓는 왜곡은 피해야 할 것이다.

34) 공정위가 유권해석을 통해 기존 '특수관계인'의 범주에 해외 계열사가 이미 포함되어 있음을 밝혀 일부 공시 실무자에게 혼란을 주었으나, 해외 계열사에 대한 정보는 국내 계열사처럼 투명하게 공시하도록 의무를 부과할 필요성이 있다고 보여진다.

〈표 8〉 연도별 국내 계열사와의 내부거래 현황

| 연도 | | 2012 | 2013 | 2014 | 2015 | 2016 |
|-----|--------|--------|--------|--------|--------|--------|
| 상장 | RPT_D | 17.22% | 16.77% | 16.53% | 16.39% | 16.57% |
| | RPT_D1 | 24.35% | 24.52% | 22.87% | 22.09% | 23.23% |
| 비상장 | RPT_D | 35.20% | 38.31% | 36.18% | 34.97% | 33.94% |
| | RPT_D1 | 38.15% | 41.13% | 39.24% | 38.65% | 37.92% |

〈표 9〉 연도별 해외 계열사와의 내부거래 현황

| 연도 | | 2012 | 2013 | 2014 | 2015 | 2016 |
|-----|--------|--------|--------|--------|--------|--------|
| 상장 | RPT_O | 4.63% | 5.42% | 6.32% | 6.35% | 7.04% |
| | RPT_O1 | 21.61% | 23.54% | 25.74% | 27.29% | 29.53% |
| 비상장 | RPT_O | 1.27% | 1.53% | 1.82% | 1.80% | 2.36% |
| | RPT_O1 | 25.20% | 27.72% | 28.66% | 29.54% | 33.82% |

4. 회귀분석 결과

〈표 10〉은 ‘대규모 내부거래의 이사회 의결 및 공시’와 ‘기업집단 현황 공시’의 위반 건수 규모 합(Vio_sum)³⁵⁾을 종속변수로 회귀분석한 실증결과를 요약하여 제시하였다.³⁶⁾ 계열사 firm-level에 대한 분석을 수행하였으며 계열사간 내부거래 비중은 중위수 이상 더미(High_RPT)를 사용하여 교차항과의 상호작용을 모형식에 추가하였다. 먼저, 앞의 내부거래 특성을 분석한 결과 상장여부에 따라 내부거래로 인한 이익 또는 손실 실현 여부, 그리고 세대별 내부거래 활용 목적이 다소 차이가 있음을 유추할 수 있었다. 따라서 상장/비상장 계열사를 구분하여 세대별 소유구조와 내부거래 비중의 상호작용이 기업집단 관련 공시수준에 어떠한 영향을 미치는지 확인하였다.

상장 계열사(Panel A.)의 경우, 부모세대와 자녀세대 모두 해당 계열사에 대한 지분율이 높으면서 대규모 내부거래가 발생하는 경우 내부거래 관련 정보에 대한 구체적인 공시를 회피하려는 경향이 있음을 확인할 수 있다. 앞서 〈표 5〉에서 상장 계열사에 대한 부모세대 지분율이 높을 경우에는 내부거래를 통해 손실을 얻는 반면, 자녀세대의

35) ‘대규모 내부거래의 이사회 의결 및 공시’ 위반 건수와 ‘기업집단 현황 공시’ 위반 건수 각각 모두 회귀분석을 동일하게 수행하였으나 표에 포함하지는 않았다. 간단히 언급하면 대규모내부거래 공시 위반 변수(Vio1)의 경우 모든 분석에서 유의하게 동일한 결과를 확인하였으며, 기업집단 현황 공시 위반 변수(Vio2)는 부모세대의 지분율이 높을 수록 관련 결과만 유의하게 나타났다. 총수의 소유지분율이 높은 계열사에서 그룹차원 또는 내부거래 관련 공시가 미흡하다는 점은 추후 구체적으로 다루어야 할 부분이라고 판단한다.

36) 기업집단 현황 공시의 공시항목은 1) 일반현황(재무현황, 손익현황, 계열회사 변동내역), 2) 임원·이사회 운영현황, 3) 소유지분 현황(주식소유 현황, 계열회사간 주식소유 현황), 3) 내부거래 현황(계열회사와의 자금거래, 유가증권거래, 상품·용역거래, 기타자산거래, 채권·채무 잔액, 담보제공 현황), 4) 기타(지연 또는 미공시 사항)의 유형으로 구분할 수 있다. 따라서 계열회사와의 상품·용역 거래관련 전체 공시위반에 대한 추가분석도 진행할 예정이다.

지분율이 일정 수준 이상 높아지면 내부거래를 통해 큰 이익을 실현함을 확인하였다. 이는 자녀세대로의 일감몰아주기 행위 방향을 추정해 볼 수 있는 결과로 판단된다. 따라서 전자의 경우 내부거래로 인한 손실 정보를 포함한 그룹 차원의 정보 공개에 취약할 여지가 있으며, 후자의 경우 역시 해당 계열사의 매출이 내부거래에 의존하고 있다는 점에서 관련 정보 공시수준이 낮아진 것으로 해석할 수 있다. 즉, 내부거래를 통해 이익을 실현하더라도 해당 계열사 스스로 혹은 그룹 차원에서 이를 총수일가에 불리한 정보(bad news)로 판단하여 공시의 질을 임의적으로 감소시켰을 가능성이 있다.

Panel B. 에서는 비상장 계열사에 대한 결과로, 자녀세대에서만 해당 계열사에 대한 지분율이 높고 내부거래 규모가 클수록 공시위반에 적발될 가능성이 유의하게 높음을 확인할 수 있다. 자녀세대가 소유하는 비상장 계열사는 내부거래 의한 매출이 터널링(tunneling) 성격일 확률이 높음을 보여주는 근거이다. 총수일가 전체 구성원이 보유한 지분율의 합에 의한 현행 사익편취 규제기준보다 세대별 구분이 필요하다는 점을 뒷받침하는 실증결과이다. 상장 계열사의 결과와 종합해보면, 부모세대의 지분율이 상대적으로 높은 상장 계열사는 지원 성격의 매출을 할 가능성이 높고, 자녀세대의 지분율이 높은 계열사는 상장/비상장 모두에서 그룹 차원의 일감몰아주기로 인한 수혜를 받고 있는 것으로 볼 수 있다. 참고로 보다 정확한 계열사간 거래의 방향과 터널링 성격을 분석하기 위해서는 추후 매입거래(propping)에 대한 논의를 추가하여 살펴볼 필요가 있을 것이다.

Panel C. 는 현금흐름권(CFR)에 대한 분석 결과이며 총수일가의 간접지분율을 반영한 실질소유권이 높은 계열사의 내부거래는 부정적인 정보를 내포하고 있을 가능성이 있음을 보여준다. 따라서 총수일가의 직접지분율보다 간접지분율을 포함한 구간별 분석도 정책적 근거를 제시하기 위해 추후 필요할 것으로 생각한다. 특히 표에 보고하지 않았지만 소유-지배 괴리도(Wedge)는 매출 내부거래가 클수록 공시위반 가능성이 유의하게 높음을 확인할 수 있었다. 흥미로운 점은 비상장 계열사에 대해서만 1% 수준에서 유의한 결과를 얻을 수 있었다. 실질소유권을 고려하더라도 비상장 계열사의 경우 낮은 지분율로 지배주주(총수일가)로서의 통제력을 행사할 수 있는 환경에서는 내부거래가 비효율적으로 발생할 여지가 있는 것으로 해석된다.

Panel D. 는 시스템통합(SI), 광고, 물류, 부동산과 같이 일감몰아주기로 성장할 유인이 높은 비주력 계열사 즉, 규제업종(Reg_IND)에 대한 분석결과이다. 이들 업종에 해당하는 계열사의 경우 거래상대방인 타 계열사에 대한 매출 의존도가 높을수록 공시수준이 감소하는 것으로 나타났다. 즉, 부당한 사익편취의 목적으로 발생하는 내부거래는 지배주주의 입장에서 내부거래를 통하여 이익을 실현했는지 여부와 무관하게 감추고

(hidden) 싶은 정보일 가능성이 높다. 왜냐하면 높은 내부거래 비중이 시장에 공개되면 실현한 이익(성과)에 대한 정당성이 침해될 여지가 있으며 대규모 내부거래를 수행하였다는 점으로 부정적인 주가반응으로 이어질 수 있기 때문이다. 즉, 우수한 비재무적 성과³⁷⁾를 보이는 기업은 그들의 성과를 효과적으로 알리기 위해 관련 정보에 대한 공시의 질(disclosure quality)을 높게 선택한다는 Hummel and Schlick(2016)의 주장과도 일맥상통한 결과이다.

마지막으로 그룹 지배구조(GR_GOV) 수준에 따라 계열사간 내부거래 유형과 공시위반 행태의 상관관계가 차별적으로 나타나는지 추가 분석하였다(Panel E.). 계열사간 내부거래 관련 공시내용을 부정적인 정보(bad news)로 시장에서 받아들일 가능성이 높다고 판단되는 경우, 그룹 차원에서 해당 계열사의 공시의 양과 질, 타이밍에 대한 통제를 가할 여지가 존재한다. 따라서 Group-level 관점에서 소수의 오너일가에 의해 계열사 경영 의사결정이 좌지우지 되거나 내·외부 모니터링 시스템이 제대로 작동되기 어려운 즉, 취약한 그룹 지배구조라면 대규모 내부거래 행위와 기업집단 차원에서 부여된 공시의무에 대한 회피 유인이 더욱 강한 연관성을 보일 것이다. 본 연구에서도 자녀세대가 높은 지분율을 보유하고 있는 계열사의 매출의존도가 높을수록 공시를 회피하려는 유인이 높아지는 결과는 그룹 지배구조가 취약한 GR_GOV=0인 subsample에서만 유의하게 관측되었다.³⁸⁾ 표에 보고하지 않았지만 업종(Reg_IND)에 대한 분석도 동일한 결과를 얻을 수 있었다.

37) 계열사간 내부거래가 사익편취의 목적이 명백하거나 계열사에 대한 매출의존도가 과도하게 높다면, 공정한 거래 관행을 무시하고 시장경쟁을 저해한다는 측면에서 그룹 차원의 사회적 책임경영을 다하지 못한 것으로 해석이 가능하다. 내부거래를 통해 실현한 경제적 이익 외에 내부거래 행위 자체는 Group-level의 책임경영 철학이 어느정도 반영되었을 것으로 생각한다. 따라서 필자는 계열사간 내부거래를 해석함에 있어 행위로 인한 경제적 효익은 재무적 성과지표와 밀접한 관련이 있으나, 행위 발생에 대한 유인은 비재무적 성과의 카테고리에 포함되어야 한다고 생각하는 바이다.

38) Black et al.(2015)은 개별 상장 계열사의 지배구조 점수를 이용하여 양호한 지배구조(이사회 항목)를 가진 계열사에서는 특수관계자 거래를 통한 기업가치 훼손이 상대적으로 완화됨을 보여주고 있다. 따라서 본 연구에서도 상장 계열사 표본에 대해 지배구조 점수(공시 항목 제외)의 중위수 기준으로 상·하위를 구분하여 subsample에 각각 동일한 분석을 수행한 결과, 이사회 항목의 지배구조 점수가 높은 계열기업 군에서 관련 공시위반은 감소하는 효과를 발견할 수 있었으며 기업가치(Tobin's Q)는 비유의한 결과를 얻었다. 이는 자녀세대가 소유한 비상장 계열사의 매출거래가 터널링 성격으로 발생할 가능성이 높다는 점을 비추어 볼 때, 지배구조(governance)의 moderating effect는 터널링 유인이 큰 비상장 계열사 표본에서 보다 유의미하게 관찰될 것으로 예상되기 때문에 해석 가능하다.

〈표 10〉 계열사간 내부거래 유형이 관련 공시위반 행태에 미치는 영향 (회귀분석 결과)

$$Vio_sum = \beta_0 + \beta_1 OWN_PN(CN) + \beta_2 High_RPT + \beta_3 OWN_PN(CN) \times High_RPT + \beta_4 SIZE + \beta_5 LEV + \beta_6 ROA + \beta_7 SGR + \beta_8 AGE + \beta_9 Year/Ind + \varepsilon$$

회귀분석 모형의 종속변수는 총 기업집단 관련 공시위반 건수(Vio_sum)이며 대규모 내부거래의 이사회 의결 및 공시위반 건수와 기업집단 현황 공시위반 건수의 합을 자연로그 취한 값이다. High RPT는 국내, 해외 계열사와의 내부거래 비중 합(RPT)의 중위수 이상 더미변수이며, CFR은 현금흐름권, Reg_IND는 시스템통합(SI), 광고, 물류, 부동산 4가지 규제산업 업종 해당여부 더미변수이다. GR_GOV는 그룹 지배구조를 의미하며 6가지 요소 중 4가지 이상을 충족하면 1을 부여한 더미변수이다. 통제변수는 기업규모(SIZE), 부채비율(LEV), 산업조정 ROA, 매출성장률(SGR), 설립연수(AGE), 연도-산업 더미를 적용하였다. t-value는 이분산(heteroskedasticity)이 조정된 표준오차(standard errors)로 계산된 값이다.

| Dependent Variable: 총 기업집단 관련 공시위반 건수(Vio_sum) | | | | | |
|--|-----------------|----------|--------------------------|-----------------|----------|
| | 회귀계수 | t-value | | 회귀계수 | t-value |
| Panel A. 상장 계열사 | | | | | |
| | 부모세대 | | | 자녀세대 | |
| <i>OWN_PN</i> | 1.375 | 2.43** | <i>OWN_CN</i> | -0.638 | -1.39 |
| <i>High_RPT</i> | 0.075 | 0.82 | <i>High_RPT</i> | -0.279 | -3.11*** |
| <i>OWN_PN × High_RPT</i> | 1.649 | 2.73*** | <i>OWN_CN × High_RPT</i> | 1.084 | 1.7* |
| Panel B. 비상장 계열사 | | | | | |
| | 부모세대 | | | 자녀세대 | |
| <i>OWN_PN</i> | 2.145 | 1.48 | <i>OWN_CN</i> | -0.801 | -1.69* |
| <i>High_RPT</i> | -0.108 | -1.05 | <i>High_RPT</i> | -0.342 | -3.48*** |
| <i>OWN_PN × High_RPT</i> | -2.213 | -1.47 | <i>OWN_CN × High_RPT</i> | 1.549 | 2.36** |
| Panel C. 현금흐름권 | | | | | |
| <i>CFR</i> | -0.189 | 0.67 | | | |
| <i>High_RPT</i> | -0.387 | -2.49** | | | |
| <i>CFR × High_RPT</i> | 1.147 | 2.06** | | | |
| Panel D. 규제업종 | | | | | |
| <i>Reg_IND</i> | -1.472 | -3.25*** | | | |
| <i>High_RPT</i> | -1.032 | -2.15** | | | |
| <i>Reg_IND × High_RPT</i> | 2.132 | 2.69*** | | | |
| Panel E. 그룹 지배구조 | | | | | |
| | <i>GR_GOV=1</i> | | | <i>GR_GOV=0</i> | |
| <i>OWN_CN</i> | -0.999 | -2.67*** | <i>OWN_CN</i> | -0.056 | -0.09 |
| <i>High_RPT</i> | -0.422 | -3.43*** | <i>High_RPT</i> | -0.391 | 1.8* |
| <i>OWN_CN × High_RPT</i> | 1.663 | 1.36 | <i>OWN_CN × High_RPT</i> | 4.843 | 3.94** |

V. 결론 및 시사점

본 연구는 2010년부터 2016년까지의 총수 있는 기업집단을 대상으로 소속 상장, 비상장 계열사에 대한 계열사간 내부거래 현황을 점검하였다. 또한 개별 기업의 기업집단 공시의무 위반 및 제재 현황이 공개된 2014년 이후 시점부터 2016년까지의 계열사간 내부거래가 관련 공시수준에 어떠한 영향을 미치는지 회귀분석 결과를 제시하였다. 주요 결과에 대한 요약은 다음과 같다.

계열사간 매출거래는 총수일가 구성원을 부모세대와 자녀세대로 구분하여 비교분석한 결과, 자녀세대의 지분율이 높을수록 계열사를 통한 매출의존도가 높은 경향을 보였으며 이러한 내부거래를 통해 이익을 실현하는 것으로 나타났다. 또한 간접지분율을 포함한 현금흐름권(cash-flow right)은 내부거래 비중과 J-curve shaped relation을 보여주고 있다는 점에서, 향후 규제 적용기준 중 지분율 요건 논의시 실질소유권에 대한 변곡점 및 중점관리 구간을 판단하는데 도움이 될 것으로 보인다. 총수일가 중 자녀세대의 지분율이 높은 계열사가 내부거래 비중이 큰 경우, 일감몰아주기 성격의 부당한 행위일 가능성이 높으며 그룹 차원에서는 이러한 정보를 시장에 투명하게 공개하는 것을 꺼려하기 때문에 선택적 공시를 할 가능성이 높다. 한편, 내부거래 비중이 높으며 사익편취 수단으로 이용될 수 있는 4가지 규제업종에 대한 분석에서도 비주력 업종의 계열사에서 발생하는 내부거래(매출)는 관련 공시수준을 낮출 유인이 존재함을 확인할 수 있다. 또한 그룹 차원의 전략적 의사결정으로 내부거래가 발생할 여지가 있는 만큼, 그룹의 지배구조 수준이 취약할수록 계열사간 내부거래가 비효율적으로 활용될 수 있다는 실증결과는 Group-level에서의 지배구조 개선 노력이 동시에 이루어져야 함을 보여준다.

본 연구에서는 해당 정보를 공개(release)함에 있어 자신에게 유리한 정보(good news)는 공시를 충실하게 하는 반면, 불리한 사적 정보(bad news)는 되도록 감추고 공시 타이밍을 지연시키려는 경영자(지배주주)의 선택적 공시 유인에 주목하였다. 특히, 기업집단의 내부거래 관련 공시위반 행태를 통하여 계열사간 내부거래의 부당성에 대한 해석을 처음으로 시도했다는 점에서 기존 선행연구와의 차별점이 있다고 판단한다. 단, 기업집단의 계열사간 거래 규모와 공시행태 관련 변수는 총수일가 지분율 및 기업 특성 변수들이 동기요인으로 상호작용해 내생성(endogeneity) 문제가 발생할 가능성이 있다. 본 연구에서는 별도로 보고하지 않았지만 종속변수와 설명변수 간 인과관계 문제(simultaneous causality bias)를 해소하기 위해서는 도구변수(instrumental variable)를 사용한 2SLS 추정방법의 결과로 강건성(robustness)을 확인하거나 시차변수(lagged

variable)를 사용하여 역의 인과관계로 인한 내생성을 통제할 수 있다.

최근 경영권 승계시점과 맞물려 편법적 부의 이전 수단으로 내부거래를 이용하려는 행태에 대한 감독당국의 고민이 깊어져가고 있다. 국내 재벌 그룹 스스로 경제력 집중과 불공정한 거래관행을 해소하고자 하는 개선 의지가 어느 때보다 강력히 요구되는 시점이다. 특히 앞에서 언급한 3개의 공시제도에 대한 이행점검 결과, 2018년 기준 적발된 위반행위 중 74.7%가 사익편취 규제대상이거나 규제 사각지대에 속한 기업으로 나타났다.³⁹⁾ 따라서 사익편취 규제대상 기업 선정관련 총수일가 지분율에 대한 실증적 근거를 세분하여 제공하였다는 점에서 본 연구의 주요 공헌을 찾을 수 있다. 필자는 본 연구의 실증결과를 근거로 이와 관련한 몇 가지 정책적 제언을 하고자 한다.

첫째, 계열사간 내부거래 규제의 사각지대에 대한 보완이 필요하다. 자녀세대 또는 후계자의 지분율이 높은 비상장 기업의 매출거래에 대한 감시를 집중해야 하며, 간접지분율을 반영한 지분율 요건 개정을 검토해야 할 것이다. 본 연구에서는 세대별 지분율 수준에 따른 상장/비상장 계열사의 내부거래 특성을 분석하였으며 이익 실현 여부 및 공시 회피에 대한 유인을 실증결과로 제시하고 있다. 현재 사익편취 규제대상을 논의함에 있어 핵심은 지분율 요건의 단순 일원화보다, 세대별 지분구조에 따라 승계 목적 또는 사익편취 목적의 내부거래가 발생하는지를 먼저 검토할 때라고 보여진다. 전반적으로 자녀세대 또는 유력 후계자의 소유지분율이 높은 계열사에서 이익을 실현하고 있음에도 오히려 관련 정보 공개에 인색하다는 결과를 근거로 기존 일감몰아주기 규제 접근 방식에 보완이 필요함을 주장하고자 한다.

또한 규제 사각지대와 관련하여 간접지분율 포함 여부에 대한 논의가 이루어지고 있으나 그에 대한 실증 근거는 미비했던 것으로 판단된다. 따라서 본 연구에서는 한국 기업집단의 계열사 지배방식에 적합한 간접지분율을 반영한 현금흐름권에 대한 분석을 수행하였다. 그 결과 비상장 계열사의 현금흐름권 70% 수준에서 계열사간 매출을 통한 이익 실현이 역전된다는 점, 특히 비상장 계열사의 자녀세대 직접지분율이 5~10%의 낮은 구간에서 가장 높은 소유-지배 괴리도를 보여주고 내부거래 관련 공시에도 미흡한 점 등을 확인할 수 있었다. 따라서 총수일가에게 우회적으로 이익이 제공될 가능성이 있는 사각지대 성격의 거래행태 감시는 총수일가 지분율 산정시 간접지분율을 고려하는 방안으로 보완 가능할 것으로 보인다.

둘째, 규제의 형평성을 높이기 위하여 자산 또는 지분율에 근거한 규제 기준보다 업종별, 행위 건별에 대한 거래 적정성(부당성, 위법성) 여부를 판단하는 맞춤형 규제가 필요하다. 먼저 본 연구에서는 일감몰아주기 우려가 높은 업종에 대한 분석을 별도로 수

39) 공정거래위원회, “2018년 대기기업집단 공시이행 점검 결과”, 보도자료, 2018. 12. 20.

행하여 이들 계열사에서 발생하는 매출 내부거래의 부당성을 확인할 수 있었다. 또한 상장 여부, 세대별 소유구조에 따라 이익 실현이나 공시위반 행태에 대한 실증 분석을 통하여 해당 내부거래의 성격을 유추할 수 있었다. 즉, 모든 계열사간 내부거래를 부당 지원 또는 일감몰아주기의 성격으로 단정하기 어려우며, 특히 일정수준 이상의 총수일가 지분율 기준에 따라 일괄 규제를 가할 경우 일부 내부거래를 통한 효율성이나 불가피한 거래를 차단하는 역효과를 불러올 수도 있다. 따라서 내부거래의 부당성 여부를 판단하기 위하여 현재 기업집단 공시이행 점검방식처럼 수시 및 중요사항에 대한 집중 점검을 고려하는 것도 제언하고자 한다.

셋째, 대규모 내부거래에 대한 이사회 의결 절차가 형식적으로 이루어지고 있다는 현실을 고려하여 그룹 차원에서의 내부통제 메커니즘을 보다 강화할 필요가 있다. 넷째, 편법적 승계목적의 일감몰아주기를 해소하기 위한 근본적인 해결책으로 CEO succession planning과 같은 장기적인 승계 계획과 절차를 명문화하고 이에 대한 진행과정과 정보를 투명하게 공유할 수 있는 시스템에 대한 논의가 이루어져야 할 것이다.

VI. 부록

〈부록 1〉 기업집단 관련 공시제도의 점검결과 및 제재 현황 40)

| 점검 연도 | 기업집단 현황 공시 | 비상장사의 중요사항 공시 |
|-------|---|--|
| 2011년 | <ul style="list-style-type: none"> 45개 그룹(2년 연속 지정) 대표회사만 2010. 5. 연 공시 및 1/4분기 공시사항 22개 기업집단 대표회사 37건 공시위반 대한전선, 한국가스공사 일팔 경고처분(제도시행 이후 첫 점검) | <ul style="list-style-type: none"> 상위 7개 그룹 소속 비상장사 233개사 2007. 4.~2010. 3. 기간 공시사항(과거 3년) 7개 기업집단 소속 54개사 75건 공시위반 삼성, 에스케이, 현대자동차, 롯데 과태료 1억3,198만원(34건), 경고(41건) |
| 2012년 | <ul style="list-style-type: none"> 9개 그룹(자산순위 8~18위 중) 284개사 2011. 5. 연 공시 및 1/4분기 공시사항 119개사 195건 공시위반 지에스, 포스코 과태료 1억4,900만원(68건), 경고(127건) | <ul style="list-style-type: none"> 9개 그룹 소속 비상장사 238개사 2009~2012년 기간 공시사항(과거 4년) 47개사 60건 공시위반 한진, 한국철도공사, 금호아시아나 과태료 8,900만원(39건), 경고(21건) |
| 2013년 | <ul style="list-style-type: none"> 7개 그룹 311개사 2010. 5.~2012. 5. 연1회(분기) 공시사항 148개사 261건 공시위반 대우조선해양, 에스티엑스, 한화 과태료 3억5,700만원(152건), 경고(109건) | <ul style="list-style-type: none"> 7개 그룹 소속 비상장사 248개사 2007. 4.~2012. 5. 기간 수시공시 사항 54개사 76건 공시위반 대우조선해양, 엘에스, 씨제이 과태료 1억7,779만원(55건), 경고(21건) |
| 2014년 | <ul style="list-style-type: none"> 19개 그룹 소속 367개사⁴¹⁾ 2010. 5.~2013. 5. 기간 공시사항 18개 그룹 181개사 353건 공시위반 효성, 코오롱, 세아 과태료 3억4,000만원(190건), 경고(163건) | <ul style="list-style-type: none"> 19개 그룹 소속 비상장사 274개사 2009. 1.~2013. 5. 기간 공시사항 18개 그룹 114개사 224건 공시위반 코오롱, 효성, 세아 과태료 4억4,000만원(153건), 경고(71건) |
| 2015년 | <ul style="list-style-type: none"> 58개 그룹(2년 연속 지정) 424개사(1/4) 종전 점검종료 시점~2014. 5. 공시사항 37개 그룹 179개사 352건 공시위반 롯데, 대성, 에스케이 과태료 4억3,800만원(185건), 경고(167건) | <ul style="list-style-type: none"> 58개 그룹 소속 비상장사 330개사 2013. 5.~2014. 5. 기간 공시사항 37개 그룹 74개사 123건 공시위반 롯데, 포스코, 서울특별시도시철도공사 과태료 1억9,322만원(81건), 경고(42건) |
| 2016년 | <ul style="list-style-type: none"> 60개 그룹(2년 연속 지정) 397개사(1/4) 2011. 5~2015. 5. 기간 공시사항 44개 그룹 143개사 316건 공시위반 롯데⁴²⁾, 엘지, 지에스 과태료 6억1,100만원(212건), 경고(104건) | <ul style="list-style-type: none"> 60개 그룹 소속 비상장사 284개사 2011. 5~2015. 5. 기간 공시사항 29개 그룹 66개사 97건 공시위반 롯데, 에스케이, 포스코 과태료 2억400만원(67건), 경고(30건) |
| 2017년 | <ul style="list-style-type: none"> 27개 그룹 소속 155개사 2013. 6. 1.~2016. 5. 31.(과거 3년) 20개 그룹 41개사 65건 공시위반 오씨아이, 케이티, 롯데 과태료 1억6,865만원(47건), 경고(18건) | <ul style="list-style-type: none"> 27개 그룹 소속 75개사 2013. 6. 1.~2016. 5. 31.(과거 3년) 14개 그룹 16개사 34건 공시위반 에스케이, 오씨아이, 케이티 과태료 5,028만원(27건), 경고(7건) |

40) 부록은 해당 공시제도의 점검결과에 대한 보도자료를 모두 수작업으로 재정리한 것임

41) 2013년 기준 과거 3년간 공시점검을 받지 않은 '대림', '현대', '신세계' 그룹 및 2010년 자산순위 29~45위의 19개 기업집단 소속회사를 대상으로 공시 이행여부를 점검하였다.

42) 공정위는 '롯데'그룹의 16개 해외 계열사가 출자한 11개 국내 계열사의 공시위반 혐의(주식소유 현황 허위 신고 및 허위 공시 건)에 대해서는 별도로 검토하여 '해외 계열사 소유 현황 공개(2016. 2. 1.)'과 '지정자료 허위자료 제출 및 허위 공시 제재(2016. 9. 21.)'를 한 바 있다.

〈부록 2〉 대규모 내부거래 관련 공시제도의 점검결과 및 제재 현황

| 점검 연도 | 대규모 내부거래 이사회 의결 및 공시 |
|--|---|
| 2011년 (2011. 9. 30.) ⁴³⁾ | <ul style="list-style-type: none"> • 점검대상 그룹: 현대자동차, 에스티엑스, 씨제이 • 점검대상 기간: 2008. 1. 1. ~ 2010. 12. 31. (과거 3년) • 위반현황: 19개사 31건 공시위반 적발 • 기업집단별 적발 순위: 현대자동차(15건), 에스티엑스(12건), 씨제이(4건) • 조치내용: 과태료 총 8억 4,494만원 부과 • 2007년 도입된 상품·용역거래의 공시위반 사실 최초 적발 |
| 2012년 (2012. 2. 9.) | <ul style="list-style-type: none"> • 점검대상 그룹: 엘에스, 한화, 두산 • 점검대상 기간: 2008. 1. 1. ~ 2010. 12. 31. (과거 3년) • 위반현황: 20개사 47건 공시위반 적발 • 기업집단별 적발 순위: 엘에스(22건), 한화(18건), 두산(7건) • 조치내용: 과태료 총 9억 1,577만원 부과 |
| 2013년 (2013. 3. 5.) | <ul style="list-style-type: none"> • 점검대상 그룹: 삼성, 현대자동차, 에스케이, 엘지 • 점검대상 기간: 2009. 10. 1. ~ 2012. 9. 30. (과거 3년) • 위반현황: 20개사 29건 공시위반 적발 • 기업집단별 적발 순위: 삼성(13건), 현대자동차(8건), 엘지(2건) • 조치내용: 과태료 총 6억 7,298만원 부과 • 시행령 개정(대상 확대)⁴⁴⁾ 이후 첫 점검으로 상위 기업집단부터 순차적 점검 |
| 2013년 (2013. 9. 5.) | <ul style="list-style-type: none"> • 점검대상 그룹: 롯데, 포스코, 현대중공업 • 점검대상 기간: 2010. 4. 1. ~ 2013. 3. 31. (과거 3년) • 위반현황: 17개사 25건 공시위반 적발 • 기업집단별 적발 순위: 롯데(11건), 현대중공업(8건), 포스코(6건) • 조치내용: 과태료 총 6억 6,523만원 부과 |
| 2014년 (2014. 3. 10.) | <ul style="list-style-type: none"> • 점검대상 그룹: 지에스, 한화, 한진 • 점검대상 기간: 2010. 10. 1. ~ 2013. 9. 30. (과거 3년) • 위반현황: 24개사 41건 공시위반 적발 • 기업집단별 적발 순위: 지에스(25건), 한화(11건), 한진(5건) • 조치내용: 과태료 총 5억 8,607만원 부과 |
| 2015년 (2015. 1. 8.) | <ul style="list-style-type: none"> • 점검대상 그룹: 케이티, 두산, 신세계 • 점검대상 기간: 2011. 4. 1. ~ 2014. 3. 31. (과거 3년) • 위반현황: 13개사 16건 공시위반 적발 • 기업집단별 적발 순위: 케이티(8건), 두산(6건), 신세계(2건) • 조치내용: 과태료 총 5억 4,192만원 부과 |
| 2015년 (2015. 4. 16.) | <ul style="list-style-type: none"> • 점검대상 그룹: 대우조선해양, 씨제이, 엘에스 • 점검대상 기간: 2011. 7. 1. ~ 2014. 6. 30. (과거 3년) • 위반현황: 19개사 36건 공시위반 적발 • 기업집단별 적발 순위: 대우조선해양(9건), 씨제이(5건), 엘에스(22건) • 조치내용: 과태료 총 6억 1,601만원 부과 |
| 2015년 (2015. 12. 22.) | <ul style="list-style-type: none"> • 점검대상 그룹: 오씨아이, 동부, 금호아시아나, 효성, 대림, 영풍 • 점검대상 기간: 2012. 4. 1. ~ 2015. 3. 31. (과거 3년) • 위반현황: 28개사 58건 공시위반 적발 • 기업집단별 적발 순위: 오씨아이(23건), 동부(10건), 금호아시아나(10건), 효성(9건), 대림(4건), 영풍(2건) • 조치내용: 과태료 총 15억 4,101만원 부과 |
| 2016년 (2016. 3. 30.) | <ul style="list-style-type: none"> • 점검대상 그룹: 세아, 현대산업개발, 태광 • 점검대상 기간: 2012. 7. 1. ~ 2015. 6. 30. (과거 3년) • 위반현황: 13개사 30건 공시위반 적발 |

| 점검 연도 | 대규모 내부거래 이사회 의결 및 공시 |
|--------------------------|---|
| 2016년 (2016. 10. 19.) | <ul style="list-style-type: none"> 기업집단별 적발 순위: 세아(20건), 현대산업개발(7건), 태광(3건) 조치내용: 과태료 총 9억 3,827만원 부과 |
| 2017년 (2017. 4. 19.) | <ul style="list-style-type: none"> 점검대상 그룹: 부영, 현대, 현대백화점 점검대상 기간: 2011. 4. 1. ~ 2016. 3. 31. (과거 5년) 위반현황: 14개사 211건 공시위반 적발 기업집단별 적발 순위: 부영(203건), 현대(6건), 현대백화점(2건) 조치내용: 과태료 총 12억 5,130만원 부과 |

43) 공정위 보도자료 보도가능일시 기준

44) 공정거래법 시행령 개정(2012. 4. 1.) 이전의 거래에 대해서는 자본금(자본총계)의 10% 및 100억 원의 기준을 적용하여 점검하였다.

〈참고문헌〉

- Alchian, A. and H. Demsetz(1972), Production, Information Cost and Economic Organization, *American Economic Review*, 62, 777-795.
- Almeida, H. and D. Wolfenzon(2006), A Theory of Pyramidal Ownership and Family Business Groups, *Journal of Finance*, 61(6), 2637-2680.
- Berle, A. and G. Means, *The Modern Corporation and Private Property*, McMillan Company, New York, 1932.
- Betrand, M., P. Mehta, and S. Mullainathan(2002), Ferreting Out Tunneling: An Application to Indian Business Groups, *Quarterly Journal of Economics*, 117, 121-148.
- Black, B., W. Kim, H. Jang, and K. Park(2015), How 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.
- Chang, S. and U. Choi(1988), Strategy, Structure and Performance of Korean Business Groups: A Transaction Cost Approach, *Journal of Industrial Economics*, 37, 141-158.
- Cheung, Y.-L., P. Rau, and A. Stouraitis(2006), Tunneling, Propping and Expropriation: Evidence from Connected Party Transactions in Hong Kong, *Journal of Financial Economics*, 82(6), 343-386.
- Claessens, S., S. Djankov, J. Fan, and L. Lang(2002), Disentangling the Incentive and Entrenchment Effects of Large Shareholdings, *Journal of Finance*, 57(6), 2741-2771.
- Demsetz, H.(1983), The Structure of Ownership and the Theory of the Firm, *Journal of Law and Economics*, 26(2), 375-390.
- Diamond, D. and R. Verrecchia(1991), Disclosure, Liquidity, and the Cost of Capital, *Journal of Finance*, 46(4), 1325-1359.
- Eng, L. and Y. Mak(2003), Corporate Governance and Voluntary Disclosure, *Journal of Accounting and Public Policy*, 22(4), 325- 345.
- Fama, E.(1980), Agency Problems and the Theory of the Firm, *Journal of Political Economy*, 88(2), 288-307.

- Friedman, E., S. Johnson, and T. Mitton(2003), Propping and Tunneling, *Journal of Comparative Economics*, 31(4), 732-750.
- Gordon, E., E. Henry, and D. Palia(2004), Related Party Transactions and Corporate Governance, *Advances in Financial Economics*, 9, 1-27.
- Healy, P. and K. Palepu(1995), The Challenges of Investor Communications: The Case of CUC International, Inc., *Journal of Financial Economics*, 38(2), 111-140.
- Ho, S. and K. S. Wong(2001), A Study of the Relationship between Corporate Governance Structures and the Extent of Voluntary Disclosure, *Journal of International Accounting, Auditing and Taxation*, 10(2), 139-156.
- Hummel, K. and C. Schlick(2016), The Relationship between Sustainability Performance and Sustainability Disclosure-Reconciling voluntary disclosure theory and legitimacy theory, *Journal of Accounting and Public Policy*, 35(3), 455-476.
- Hwang, S. and W. Kim(2016), When heirs become major shareholders: Evidence on pyramiding financed by related-party sales, *Journal of Corporate Finance*, 41, 23-42.
- Hyland, D. and J. Diltz(2002), Why Firms Diversify: An Empirical Examination, *Financial Management*, 31(1), 51-81.
- Jensen, M. and W. Meckling(1976), Theory of the Firm: Managerial Behavior, Agency Costs and Ownership Structure, *Journal of Financial Economics*, 3(4), 305-360.
- Jian, M. and T. Wong(2010), Propping through Related Party Transactions, *Review Accounting Studies*, 15, 70-105.
- Johnson, S., R. La Porta, F. Lopez-de-Silanes, and A. Shleifer(2000), Tunneling, *American Economic Review*, 90(2), 22-27.
- Khanna, T. and Y. Yafeh(2005), Business Groups and Risk Sharing around the World, *Journal of Business*, 78(1), 301-340.
- Kothari, S., S. Shu, and P. Wysocki(2009), Do Managers withhold Bad News?, *Journal of Accounting Research*, 47(1), 241-276.

- Kreps, D. and R. Wilson(1982), Reputation and Imperfect Information, *Journal of Economic Theory*, 27(2), 253-279.
- Lo, A. and R. Wong(2011), An Empirical Study of Voluntary Transfer Pricing Disclosures in China, *Journal of Accounting and Public Policy*, 30(6), 607-628.
- McConnell, J. and H. Servaes(1990), Additional Evidence on Equity Ownership and Corporate Value, *Journal of Financial Economics*, 27(2), 595-612.
- Milgrom, P. and J. Roberts(1982), Predation, Reputation and Entry Deterrence, *Journal of Economic Theory*, 27(2), 280-312.
- Morck, R., A. Shleifer, and R. Vishny(1988), Management Ownership and Market Valuation: An Empirical Analysis, *Journal of Financial Economics*, 20, 293-315.
- Peng, W., K. Wei, and Z. Yang(2011), Tunneling and Propping: Evidence from Connected Transactions in China, *Journal of Corporate Finance*, 17, 306-325.
- Riyanto, Y. and L. Toolsema(2004), Tunneling and Propping: A Justification for Pyramidal Ownership, *Journal of Banking and Finance*, 32(10), 2178-2187.
- Rogers, J.(2008), Disclosure Quality and Management Trading Incentives, *Journal of Accounting Research*, 46(5), 1265-1296.
- Rogers, J. and P. Stocken(2005), Credibility of Management Forecasts, *The Accounting Review*, 80(4), 1233 - 1260.
- Verrecchia, R.(1983), Discretionary Disclosure, *Journal of Accounting and Economics*, 5, 179-194.
- Williamson, O., *Markets and Hierarchies: Analysis and Antitrust Implications*, Free Press, New York, 1975.

근로자의 경영참여에 대한 해외 사례 및 분석

연구논단Ⅲ

안현미 | 한국기업지배구조원 부연구위원

I. 서론

근로자의 경영참여에 대해서는 지난 수십 년간 찬반의 논의가 활발히 이루어지고 있다. 우리나라의 경우 2014년 11월 박원순 시장이 근로자이사제 도입을 발표¹⁾하면서 본격적인 논의가 시작되었고 2016년 서울시의 주도하에 서울시 산하 공공기관에서는 근로자이사제를 도입하였다²⁾. 반면 민간 금융기관인 KB금융지주에서는 노조가 추천한 사외이사가 2018년 3월 주주총회에서 찬반 투표결과 국민연금의 찬성의견에도 불구하고 다수의 반대로 도입이 무산되었다.

근로자의 경영참여에 관한 논의는 크게 정치적인 측면, 법적인 측면, 경제적인 측면에서 접근할 수 있다. 좀 더 구체적으로는 사회적 민주주의 혹은 정의라고 보고 접근하는 정치적인 측면, 회사법, 상법, 민법, 근로기준법 등의 법적인 차원에서의 정합성의 측면, 근로자의 경영참여를 통해 기업의 생산성과 주주가치에 미치는 영향이라는 경제적 혹은 재무적인 측면에서 접근할 수 있다. 우리나라의 경우 아직 근로자사외이사의 도입에 대한 시계열 자료가 부족한 관계로 경제적 혹은 재무적인 자료에 근거한 실증분석 연구를 수행하는 데에는 어려움이 있을 것으로 보인다.

본고에서는 먼저 근로자의 경영참여의 의미와 효과에 대해 정리하고 기업지배구조 관점과 경제학적 관점에서 근로자의 경영참여에 대해 분석하고자 한다. 김화진(2017)은 그의 저서에서 기업지배구조에 관한 연구를 실질적으로 기업의 대리인 비용을 감소시키는 장치에 대한 것으로 정의하고 있다³⁾. 일반적으로는 경영자와 주주의 이해관계

1) 2014년 11월 25일 '서울시 투자기관 혁신' 보도자료

2) 2016년 9월 29일 '서울특별시 근로자이사제 운영에 관한 조례' 의결을 통해 도입

3) 김화진 (2017) '기업지배구조' p. 12.

가 일치하지 않아서 발생하는 대리인 비용(Jensen and Meckling, 1976)에 관해 다양한 논의가 진행되었으나 근로자의 경영참여는 근로자와 주주 혹은 근로자와 경영자의 문제로 확대해서 살펴볼 수 있겠다. 또한 이미 근로자의 경영참여가 활성화 되어있는 유럽지역과 상대적으로 주주 우선주의가 강한 미국과 영국의 해외사례를 통해 우리나라에 가지는 함의를 도출할 것이다.

보고서는 다음과 같이 구성되어있다. 2장에서 기존 문헌연구를 통해 근로자의 경영참여에 관련된 개념과 당위성을 정리하고, 3장에서는 유럽 및 미국의 근로자 경영참여 현황을 소개하고, 4장에서는 우리나라의 근로자 경영참여 및 노동시장 현황을 분석한 뒤, 5장에서 결론을 제시하고자 한다.

II. 근로자 경영참여 및 관련 개념 정리

근로자 경영참여에 관한 기존의 연구들을 기업지배구조 측면, 사외이사의 독립성과 다양성 측면, 근로자 경영참여의 방식과 효과, 자본주의 형태, 전통적인 경제학적인 측면에서 정리함으로써 근로자 경영참여에 대한 찬성과 반대 의견을 살펴보도록 한다.

1. 기업지배구조

기업지배구조는 의사결정을 하는 경영자와 회사를 소유하고 있는 주주와의 이해관계의 충돌을 해결하기 위해서 만들어졌으며 노사관계는 경영자와 근로자의 이해관계의 충돌을 해결하기 위해 만들어졌다(Pagano and Volpin, 2005). 두 개의 힘이 충돌하는 경우 구조적으로 의사결정과정에서 영향을 미치기 어려운 권력이 약한 집단이 존재하게 되며, 기업지배구조에서는 비지배 주주가 노사관계에서는 근로자가 일반적으로 권력이 약한 집단으로 인식된다. 따라서 스투어드십 코드와 같은 모범규준을 도입함으로써 주주의 권리를 보호하고 있으며, 근로기준법을 통해 근로자의 권리를 보호하고 있다. 근로자추천 사외이사 제도는 노조조직, 단체교섭권, 근로자보호법 등으로 보호받고 있는 근로자들이 기업지배구조의 형식을 통해 기업의 경영권에 참여하고자 하는 움직임으로 볼 수 있다. 이미 근로자로서 보호받고 있는 집단이 기업의 경영에 참여하기 위해 법적인 보호 혹은 권리를 주장하는 것은 기업지배구조 측면에서 정당하지 않다고 판단된다.

2. 사외이사 구성의 다양성과 사외이사의 독립성 측면

우리나라의 경우 사외이사제도는 1997년 외환위기 이후 1998년 2월 6일 비상경제 대책위원회가 경제 회복 실천 방안의 하나로 사외이사 선임을 의무화하면서 도입되었다(윤계섭, 2011). 이삼열(2018)도 사외이사의 독립성과 전문성이 사외이사의 성공적인 운영을 위해 중요하다고 설명한다.

사외이사의 다양성을 확보하는 방안의 하나로 근로자 추천 사외이사 제도와 소수주주 추천 사외이사 제도를 도입하자는 의견도 존재한다(안택식, 2013). 우리나라의 경우 소유와 경영이 분리되어 있는 해외와는 달리 대기업중심의 체제를 가지고 있으며 이에 따라 경영자와 대주주가 분리되어 있지 않은 경우가 대부분이다. 따라서 우리나라에 대리인 이론을 적용하고자 한다면 경영자와 주주 사이의 대리인 비용이 아니라 경영자 혹은 대주주로 대표되는 한 축과 소액주주와의 이해관계 상충에 초점을 맞추어야 할 것이다. 이 경우 사외이사는 근로자가 추천하는 것이 아니라 소액주주가 추천해야 하고 이를 위해 집중투표제의 도입이 법적으로 논의되고 있는 것이다.

근로자가 경영참여를 통해 의사결정과정에서 다양성을 높이고 근로자라는 이해관계자로서 회사의 장기적인 이익을 위해 의사결정을 할 것이라는 기대감이 찬성의 근거가 된다. 하지만 근로자가 고용 안정성이나 근로조건과 같은 기존 노동조합이나 단체교섭에서 추구했던 이슈들에서 독립적으로 기업의 의사결정을 할 수 있을 것인가에 대한 우려가 존재한다. 예를 들어 군산 GM공장의 폐쇄와 같은 의사결정 앞에서 근로자 추천 사외이사는 찬성표를 던질 수 있을 것인가를 질문하고자 한다. 주주의 입장이나 경영자의 입장에서 회사의 장기적인 가치 측면에서 살펴본다면 수익성이 낮은 공장을 폐쇄하고 임금이나 세금 등과 같은 경제적인 혹은 금전적인 측면에서 더 유리한 곳으로 공장을 이전하는 것이 더 나은 결정이다. 하지만 근로자의 경우 기업에 고용되어있어야 기업의 가치와 성장에 관심을 가질 수 있기 때문에 고용을 전제로 논의가 시작되기 때문에 결국은 근로자의 이익에 부합하는 의사결정을 할 수 밖에 없다. 따라서 근로자의 경영참여는 사외이사의 독립성과 다양성을 확보하여 더 나은 의사결정을 하기 보다는 또 다른 이익집단의 의견을 대변하는 의사결정권자가 추가되는 부정적인 효과를 초래할 것이다.

3. 근로자의 경영참여 방식

근로자가 기업의 의사결정과정에 참여하는 방식은 다양하게 존재한다. 노조(trade union)를 조직하여 단체교섭(collective bargaining)을 통해 혹은 노사협의회(works

council)를 통해 고용과 근로조건과 같은 제한적인 사안에 대해 직접 협상할 수 있다. 또한 독일에서 잘 발달되어 있는 공동결정제도(co-determination)나 주주 중심 국가에서 잘 발달되어있는 종업원지주주제도(Employee Stock Ownership Plan)를 통해서 직접 의사결정에 참여할 수 있다. Arrigo and Casale (2010)는 노동자의 경영참여는 협력을 통한 경영에서 시작되고 단체교섭은 이해상충에서 시작된다는 차이점을 갖는다고 분석하였다.

좀 더 체계적으로 Cotton et al. (1988)은 근로자의 경영참여에 관한 91개의 논문을 바탕으로 근로자의 경영참여를 아래의 6가지 유형으로 정리하고 있다(표 1 참조). 정리 기준은 공식/비공식, 직접/간접, 영향력, 내용, 장기/단기 5가지이다. 근로자 경영참여의 효과는 기존 연구에서 측정된 작업장의 민주화, 갈등감소, 생산성, 직업만족도 등이다. 각 참여 방식에 대한 연구가운데 효과가 긍정적이었던 비율이 2/3 이상인 경우에 대해서 긍정적이라고 정리했다. 근로자 대표제도는 조직의 효율성이나 기업의 성과에 효과가 없는 것으로 나타났다.

〈표 1〉 근로자의 경영참여 유형

| 참여 방식 | 내용 | 공식/비공식 | 직/간접 | 장/단기 | 효과 |
|----------|-------|--------|------|------|-------|
| 근로조건에 참여 | 근로 관련 | 공식 | 직접 | 장기 | 긍정적 |
| 자문으로 참여 | 근로 관련 | 공식 | 직접 | 장기 | 혼재 |
| 단기 참여 | 근로 관련 | 공식 | 직접 | 단기 | 효과 없음 |
| 비공식 참여 | 다양 | 비공식 | 간접 | 장기 | 긍정적 |
| 근로자 주주 | 경영 | 공식 | 간접 | 장기 | 긍정적 |
| 근로자대표 | 경영 | 공식 | 간접 | 장기 | 효과 없음 |

자료: Cotton et al. (1988) 정리

4. 근로자의 경영참여 효과

근로자의 경영참여가 기업의 가치와 성과에 미치는 영향에 대한 연구는 연구 대상 샘플과 연구 방식에 따라서 혼재된 결과를 보이고 있다. Garnero (2018)은 주로 독일을 중심으로 이루어진 근로자 경영참여와 기업의 성과는 긍정적이지도 부정적이지도 않다고 서술한다.

근로자 경영참여에 대한 긍정적인 연구는 다음과 같다. Freeman과 Lazear (1995)는 근로자의 경영참여가 기업 가치를 상승시킨다는 것을 이론적으로 설명하였고 김정우 (2018)는 이모형을 근거로 근로자 경영참여가 생산성 및 임금과 같은 경제적 성과와 역U자형 패턴의 관계를 나타냄을 사업체 패널 조사를 통해 실증적으로 보였다. Bagdi

(2015)는 글로벌 금융 및 경제위기 때 근로자 이사의 경영참여가 강하게 보호되는 회사에서는 위기의 효과가 미미했으며, 정리해고를 피할 수 있었고 쉽게 안정을 회복하였음을 보였다. 최근의 연구로 고동원(2018)은 금융기관 경영지배구조의 현안 가운데 하나로 근로자추천 사외이사제도를 찬성하는 입장을 밝혔다.

반면 부정적인 효과를 보인다는 다수의 연구도 존재한다. Fitzroy and Kraft (1993)은 독일의 공동결정제도의 도입이 기업의 생산성과 수익성에 부정적인 영향을 미침을 보였다. Gorton and Schmid (2004)는 감사위원회에 소수의 근로자가 참여하는 경우와 주주와 동수로 참여하는 경우를 비교하여 근로자 참여가 높은 기업의 주가가 31% 낮게 나타남을 보였다. Petry (2009)도 이벤트 스터디 방식을 통해 근로자의 경영참여가 회사와 주주가치를 하락시킴을 보였다.

Vitols (2005), Conchon (2011) 등의 연구에서도 근로자 경영참여와 기업의 성과는 혼재된 결과를 나타낸다고 정리하고 있으며 Charlwood and Terry (2007)은 근로자의 경영참여 방식 가운데 전통적인 노조 모형이 아니라 중간형태의 시스템(hybrid system)이 효과적임을 밝혔다.

이처럼 근로자의 경영참여 성과는 각 국가가 처한 법적·정치적·경제적 배경과 근로자가 경영에 참여하는 방식에 따라서 다양한 결론을 도출할 수 있기 때문에 국가별 상황을 고려하고 경제학적 근거를 통해 당위성을 분석해볼 필요가 있다.

5. 주주 우선주의 vs. 관계자 우선주의

Hansmann and Kraakman (2001)은 주주 우선주의가 경영자 중심 모형, 근로자 중심 모형, 정부 중심 모형, 관계자 중심 모형에 비해 효율적이기 때문에 표준 모형으로 받아들여지고 있다고 설명한다. 더욱이 주주 우선주의 모형의 효율성으로 인해 기업지배구조와 상법도 비슷한 형태로 수렴하고 있다. 또한 Tirole (2001)은 주주 중심 모형과 관계자 중심 모형을 비교하면서, 관계자 중심 모형의 경우 주주 수익의 감소, 의사결정과정의 비효율성, 경영진의 명확한 목표 부재와 같은 문제점을 가지고 있기 때문에 실행에 어려움이 있다고 주장하였다.

Jacoby (2000)은 기업의 자금조달이 주식시장이 아니라 은행 중심으로 이루어지는 유럽과 일본의 경우 기업지배구조가 주주(shareholder)외에 다른 관계자(stakeholder)들을 고려해서 형성되었다고 분석하였다. 우리나라의 경우 미국이나 영국과 같은 기업금융시장이 주식시장을 중심으로 발달했기 때문에 유럽이나 일본의 기업지배구조 시스템을 받아들이기에는 적합하지 않을 것으로 판단된다. 아래 표 2에 정리된 것처럼 주주 중심의 기업지배구조가 발달한 영국의 경우 주식시장의 비율이 높은 것으로 나타났으

며 독일의 경우 은행 중심 기업금융이 발달하여 상대적으로 주주 이외의 이해관계자 중심의 기업구조가 발달한 것으로 설명될 수 있다. 우리나라의 경우 GDP대비 시가총액의 비중은 99.76%, 거래금액은 148.90%으로 주식시장이 매우 활성화 되어있음을 감안한다면 주주중심주의 기업지배구조가 적합해 보인다.

〈표 2〉 근로자참여지수와 주식시장비중

| 국가 | 근로자참여지수 | GDP대비 시가총액 | GDP대비 주식거래금액 |
|-------|---------|------------|--------------|
| 영국 | 0.16 | 121.79 | 131.62 |
| 이탈리아 | 0.31 | 25.18 | 31.33 |
| 벨기에 | 0.43 | 55.57 | 22.21 |
| 프랑스 | 0.50 | 72.33 | 51.09 |
| 스페인 | 0.50 | 81.84 | 95.99 |
| 독일 | 0.61 | 41.84 | 43.74 |
| 오스트리아 | 0.63 | 32.16 | 12.46 |
| 네덜란드 | 0.67 | 79.04 | 66.64 |
| 핀란드 | 0.81 | 41.27 | 38.05 |
| 스웨덴 | 0.82 | 105.76 | 86.90 |
| 덴마크 | 0.83 | 64.40 | 45.01 |

참고: 근로자참여지수는 EPI 2.0 2010 updated version, 2010년 말 기준 GDP 대비 주식시장 비중 사용, 단위는 (%)
 자료: WorldBank, www.worker-participation.eu

6. 기업의 생산함수 및 참여자의 목적함수

Jensen and Meckling (1979)은 기업의 생산함수를 다음과 같이 정의하고 있다.

$$Q = F_{\theta}(L, K, M, \phi; T)$$

Q는 생산량, L은 노동, K는 자본, M은 원료, T는 기술, ϕ 는 조직의 형식, θ 는 계약과 사유재산권 시스템을 의미한다. 저자는 θ 를 정치, 사회, 사법시스템에 의해 주어지는 것으로 본다. 주주중심 자본주의인가, 보편적인 복지 사회인가, 대륙법인가 등이 이해 해당한다고 볼 수 있다. 조직의 형식 ϕ 는 기업의 형태, 비용과 수익을 분배하는 방식, 보상체계, 노조, 근로조건, 고객과 공급자의 계약의 형태 등을 포함한다. 일반적인 생산요소 외에 조직의 형식이 총 생산량에 영향을 미침을 보이고 있으며 조직의 형식이 운데 공동결정제도와 근로자 소유 기업이 있는데 이 두 가지 형태 모두 효율적이지 않음을 보였다.

위의 모형에서 출발하여 기업의 생산함수에 영향을 줄 수 있는 조직 구조에 대해서

각각의 참여자에게 어떤 비용과 이익이 발생하게 되는지 표 3을 통해 간략히 정리해보았다. 비용-이익에 따라 효용을 극대화하기 위한 의사결정을 하게 될 것이기 때문이다. 본고에서 논의되고 있는 참여자는 근로자, 경영진, 주주이다. 경영진과 근로자는 고용과 해고를 통해 참여가 결정되거나 스스로 구직과 사직을 통해 참여를 결정할 수 있다. 주주의 경우 기업의 주식을 매수하는 행위를 통해 스스로 참여를 결정할 수 있고 해고와 같은 외부적인 요소가 존재하지 않는다는 차이점을 갖는다.

노동경제학에서 일반적으로 정의되는 근로자의 효용함수는 주어진 시간에 일을 할 것(work, h)인지 쉴 것(leisure, l)인지 혹은 적은 노력을 투입할 것인지 많은 노력을 투입할 것인지 등을 주어진 자산, 임금, 모니터링 강도에 따라 결정하게 된다. 경영진의 경우 대리인 비용 모형에서 모니터링을 피해 얼마의 사익을 추구할 것인지, 혹은 주어진 보상체계에 따라 주어진 위험에 대해 어떤 투자를 어떤 방식으로 할 것인지 등을 결정하게 된다. 주주의 경우 장기 투자자인지 단기 투자자인지에 따라 다를 수 있지만, 일반적으로는 기업의 소유주로서 장기적인 기업 가치와 주가 상승, 배당을 통한 이익을 얻는 대신 주가나 기업가치 하락과 같은 위험을 온전히 감수해야하는 비용이 따른다.

〈표 3〉 근로자, 경영진, 주주의 비용-이익 분석

| 참여자 | 시작 | 이익 | 비용 | 끝 |
|-----|-------|----------|-------------------|------|
| 근로자 | 고용 | 임금 | 노동력(moral hazard) | 해고 |
| 경영진 | 고용 | 보상, 사익추구 | 누구의 이익을 대변할 것인가 | 해고 |
| 주주 | 주식 매수 | 배당, 주가상승 | 투자비용, 대리인 비용 | 주식매도 |

세 그룹에 대해서 회사와 관계가 시작되고 끝나는 방식과 각자의 위치를 유지하는 과정에서 어떤 비용-이익 혹은 의무-권리를 가지는지 간단히 살펴보았다. 서로 다른 효용을 가지는 이 세 그룹이 동시에 기업의 의사결정에 참여한다면 각자의 이익을 극대화하는 방식을 선택할 것이다. Agrawal (2012)도 미국의 대표적인 노동조합인 AFL-CIO가 주주의 가치보다는 노동조합의 이익을 위해 의결권을 행사했음을 실증적으로 보였다. 그리고 2명의 참가자가 있을 때에는 쉽게 도출되었을 최적의 해가 3명의 참가자가 됨으로써 더 복잡한 과정을 통해서 총 이익이 더 줄어드는 지점에서 도출될 가능성도 높다.

공기업의 경우는 참여자가 근로자와 경영진 두 그룹이며 근로자와 경영진의 목적함수가 크게 다르지 않다는 점에서 근로자 추천 사외이사 제도를 통해 근로자가 경영에 참여함으로써 발생하는 비용이 크지 않다는 차이점이 있다. 따라서 유럽국가의 국영기업에서 이루어지는 근로자 경영참여 사례나 우리나라 서울시 산하 기관의 근로자 경영참여는 일반적인 사기업의 근로자 경영참여와 다르다고 할 수 있다.

III. 해외 사례 소개

이번 장에서는 관계자 우선주의와 주주 우선주의 측면에서 국가를 구분하여 이미 근로자의 경영참여를 법적으로 규정하고 있는 유럽의 현황과 그 가운데 대표적인 국가인 독일의 공동결정제도(codetermination)를 살펴보고자 한다. 반면 상대적으로 주주 우선주의가 강한 영국과 미국의 사례를 살펴보고 우리나라에 가지는 함의를 도출하고자 한다.

Aguilera and Jackson (2003)은 OECD국가들의 기업지배구조의 다양성과 결정요인을 자본, 노동, 경영이라는 관계자 측면과 기관의 형태(institutional configuration)에 따라 구분하였다. Kaufman and Levine (2000)은 거래비용의 경제학 (Transaction cost economics) 측면에서 근로자 경영참여를 하나의 생산요소로 간주하고 비용과 이익의 틀에서 논의를 전개하고 있다. 관계자 우선주의와 주주 우선주의라는 틀이지만 정치적·법적·경제적 차이점이 내포되어있으므로 이를 기준으로 해외 사례를 소개하겠다.

1. 유럽

유럽은 보편적인 복지(universal public provision regime)를 추구하는 나라이고 미국과 우리나라는 직장을 중심의 복지(employee welfare state)가 실현되는 특징을 가진다(Freeman et al., 2008). 유럽의 보편적 복지라는 개념이 근로자나 사회전체의 이익을 중요하게 생각하기 때문에 유럽지역에는 전반적으로 근로자의 경영참여가 가장 활발하게 이루어지고 있다.

유럽지역의 근로자 이사회 참여 현황을 표 4에 정리하였다. 31개 유럽경제지역(European Economic Area) 국가들 가운데 근로자 이사회 제도를 도입하지 않은 국가 12개국을 제외한 19개국에 대한 참여 현황을 참여대상, 적용범위, 근로자대표 운영 방식, 기업지배구조에 따라 정리하였다. 이들 가운데 공공부문에서만 근로자의 경영 참여권이 인정되고 있는 국가는 6개국(오스트리아, 체코, 그리스, 아일랜드, 포르투갈, 스페인)이며 민간부문과 공공부문 모두에서 경영참여 권리를 제도화하고 있는 국가는 나머지 13개국이다. 하지만 주목해야할 점은 민간부문에서도 근로자 경영참여 권리를 제도화하고 있는 13개 국 가운데 노르웨이와 스웨덴을 제외하고는 모두 이원화된 기업지배구조체제를 가진다는 것이다. 이원적인 이사회 체제는 경영위원회와 감사위원회 두 가지 체제이며 감사위원회의 경우 직접적으로 기업의 경영에 참여하는 것이 아니라 경영위원회를 감사하는 역할을 한다는 점에서 근로자가 감사위원회에 속함으로써 직접적으로 기업의 의사결정에 참여하지 않는 형태를 가진다고 볼 수 있다. 이는 시장에서 경

쟁해야 하는 사기업의 경우 근로자 추천 사외이사가 기업의 감독이 아닌 실제 결정권을 갖는 것이 효율적이지 않음을 간접적으로 보여준다.

근로자의 경영참여는 국가별로 다양하게 나타난다. 공공과 민간, 기업지배구조 체제 뿐만 아니라 경영참여 권리를 보장하는 최소한의 기업규모와 상장여부 후보추천 및 지명방식, 근로자 대표가 이사회에서 차지하는 비중 등이 다르다.

〈표 4〉 31개 유럽경제지역 근로자 이사회 참여 현황

| | 대상 | | 적용범위 | 근로자 대표 (비율 or 수) | 후보추천 | 지명방식 | 기업 지배구조 |
|-------|----|----|-----------------------------|---------------------|----------------------|---------------|------------|
| | 공공 | 민간 | | | | | |
| 오스트리아 | O | X | Ltd)300; Plc | 1/3 | 사업장협의회 | 지명 | D |
| 크로아티아 | O | O | Ltd)200; Plc | 1인 | 사업장협의회 혹은 노조 | 투표 | M+D |
| 체코 | O | X | SOE | 1/3 | 합의 | 투표 | M+D |
| 덴마크 | O | O | Ltd&Plc)35 | 1/3 | 절차없음 | 투표 | M+D |
| 핀란드 | O | O | Ltd&Plc)150 | 합의 or 1/5 | 개별합의 | 합의안되면 투표 | M+D |
| 프랑스 | O | O | SOE | 1/3 | 노조 or 고용인 10% | 투표 | M+D |
| | | | Plc(자발적참여) Plc(의무) >1000 | 1/4 | 노조 or 고용인 5% | 투표 | |
| 독일 | O | O | Ltd&Plc)500 | 1/3 | 사업장협의회, 종업원 | 투표 | D |
| | | | Ltd&Plc)2000 | 1/2 | 종업원, 노조 | 투표 | |
| | | | 철강 광물 노조)1000 | 1/2 | 노조, 사업장협의회 | 주주총회 | |
| 그리스 | O | X | SOE | 1인 | 종업원, 노조 | 투표 | M |
| 헝가리 | O | O | Ltd&Plc)200 | 1/3 | 사업장협의회 | 주주총회 | M+D |
| 아일랜드 | O | X | SOE | 1/3 | 노조 | 투표 | M |
| 룩셈부르크 | O | O | Plc >100 | 1/3 | 투표 | 투표 | M+D |
| | | | SOE | 100명당 1인 | 투표 | 투표 | |
| 네덜란드 | O | O | Ltd&Plc)100 | 1/3 | 사업장협의회 | 주주총회 | M+D |
| 노르웨이 | O | O | Ltd&Plc&SOE)30 | 1/3 | 노조 | 투표 | M |
| 폴란드 | O | O | SOE민영화기업 | 2/5 | 제한없음 | 투표 | D |
| 포르투갈 | O | X | SOE | 기업정관에 명시 | 사업장협의회, 종업원 (20%) | 투표 | M+D |
| 슬로바키아 | O | O | Plc)50 | 1/3 | 노조, 종업원(10%) | 투표 | D |
| | | | SOE | 1/2 | 없음 | 투표 & 노조 임명 | |
| 슬로베니아 | O | O | Ltd&Plc)50 | | 노사협의회 임명 | 사업장협의회 임 명 | M+D |
| 스페인 | O | X | SOE)1000 | 2-3인 | 노조 | 노조 | M |
| 스웨덴 | O | O | Ltd&Plc)25 | 2-3인 | 노조 | 노조 | M |

참고: 근로자 이사회 제도가 없는 12개국은 벨기에, 불가리아, 키프로스, 에스토니아, 아이슬란드, 이태리, 라트비아, 리히텐슈타인, 리투아니아, 말타, 루마니아, 영국. Ltd = 비상장사, Plc = 상장사, SOE = 국유기업, M = 일원적 구조 (단일 이사회), D = 이원적 구조 (경영위원회와 감사회).

자료: Aline Conchon, Norbert Kluge and Michael Stollt -유럽노동조합(European Trade Union Institute) (2015년 8월 업데이트)

2. 독일

독일의 공동결정제도는 근로자가 소유권(Cash flow right)없이 기업의 의사결정과정에서 참여하도록 법적으로 권리를 부여하고 있다. 즉 자본을 공급하는 주주와 노동을 공급하는 근로자가 동등한 권리를 가지고 기업을 경영한다는 개념이다 (Gorton and Schmid, 2004). Addison (2009)은 공동결정제도의 목표를 근로조건뿐만 아니라 기업의 의사결정과정에서 근로자가 참여함으로써 자본과 노동의 평등, 산업민주주의, 사회개발과 공동책임의식을 통한 사회 안정을 추구하는 것으로 설명하고 있다. 하지만 이정연(2007)이 인용한 독일경제연구소의 2006년 보고서에 따르면 공동결정제도가 기업인수합병 측면에서의 비효율성, 근로자 이사의 전문성 부족, 의사결정과정의 지연, 회사정보유출과 같은 부정적인 결과를 보이고 있다.

Paster (2011)의 연구에 따르면 독일의 공동결정제도에 대한 사측의 입장은 권력 분배 논리(power-distributive logic)와 기업의 경쟁력 강화 논리(competitiveness-enhancing logic)에 따라 찬반으로 나뉘며 자율적으로 공동결정제도를 도입하는 경우 공동결정제도에 대한 반대를 줄일 수 있다고 주장한다. 우리나라의 경우도 이에 대한 도입을 강제할 것이 아니라 시장에 자율적으로 맡기는 것이 바람직 할 것으로 판단된다.

3. 영국

영국은 유럽경제지역에 속하지만 다른 유럽국가와는 달리 상법이나 기업지배구조 측면에서 주주권을 중요하게 생각하기 때문에 근로자나 다른 관계자의 경영참여에 가장 회의적인 입장을 보이고 있다. 기업의 의사결정과정에서 근로자를 참여시키는 제도를 갖추고 있지 않으며 이사회에 근로자의 의견을 반영하지 않는다.

영국의 경우 전통적인 노조가 아닌 사회적 파트너십(social partnership)을 통해 사업주와 근로자간의 협의가 이루어지고 있으며 이를 통해 다양한 이슈에 대해서 노사간 협의가 가능하다(Kelly, 2004). 영국은 법적으로 근로자의 경영참여를 보장하기 보다는 근로자에게 정보를 주고 조언을 구하는 방식(ICE Regulation)을 통해 근로자와 경영자간의 자발적인 합의에 의한 경영참여가 이루어진다(Hyman, 2017). 또한 영미권에서는 경영상 근로자 대표의 참여가 이사회가 아니라 주주총회를 통해 이루어진다. 소유권 공유를 통해 경영에 참여해 우리사주신탁제도(ESOP)에 따라 종업원 대표가 의결권을 행사하는 방식으로 이루어지고 있다.

4. 미국

근로자의 경영참여에 관한 다수의 연구가 유럽의 사례에 집중되어 있으나 우리나라의 상법은 영미법에 근거하고 있기 때문에 미국의 현황을 분석하고 시사점을 도출하는 것이 의미 있을 것으로 보인다. Roe (1997)는 미국의 기업 지배구조가 기업과 소유주의 이익을 극대화하기 위해 발전했으며 미국의 급격한 경제발전과 산업의 성장과정에서 주주를 통한 자금조달과 소유-지배의 분리로 인해 주주 중심의 자본주의가 성립되었음을 설명하였다. 미국은 독일과는 달리 이사회를 통해 기업의 의사결정에 참여하지 않고 단체교섭을 통해서 참여한다. 협력이 아니라 자체적인 교섭권의 강화를 통해 의사결정에 영향을 주고자하기 때문이다(Summers, 1980). Lobel and Lofaso (2012)에 따르면 미국은 1990년대 중반 TEAM Act (Teamwork for Employees and Managers Act)를 도입하였다. 이 법은 근로자 경영참여가 기존의 독립적인 노조 형성이나 단체교섭권의 대체제가 되어서는 안 된다고 명시함으로써 근로자의 경영참여를 지지하고 있다. 하지만 미국에서 근로자의 경영참여는 이사회에 참여하는 방식이 아닌 다른 방식으로 이루어지고 있다. 성과배분제, 이윤분배제, 종업원지주제와 같은 다양한 금융적 참가를 통해 기업의 장기성과에 근로자의 이익이 연동되고 안정적인 소득을 보장하는 경제적 목적에 초점을 두고 있다 (조우현, 1995).

IV. 우리나라

1. 노사정의 입장

근로자의 경영참여에 대한 우리나라의 상황을 노사정의 입장에서 정리해 보고자한다. 먼저 정치적인 입장에서 근로자추천이사제도는 현 정부의 국정과제이다. 금융행정 혁신보고서⁴⁾에서 “금융회사에 대한 근로자추천이사제도는 지배구조에 중대한 변화를 가져올 수 있으므로 이해관계자 간의 심도 있는 논의 후 도입을 적극 검토“하도록 권고하고 있다. 또한 2016년 5월 10일 박원순 서울시장의 서울시 산하 30인 이상인 15개 공기업에 노동이사제를 도입함으로써 노동이사제의 실효성에 대한 사례가 생겼다. 서울시의 노동이사제 조례에 갈등을 해소하기 위해 이를 도입한다고 명시되어있다(첨부 1을 참조).

4) 금융행정혁신위원회에서 2017년 12월 20일 발표.

민간 기업에서는 KB금융지주의 주주총회에서 KB금융노조가 주주제안권을 활용해 2017년 11월 20일에 하승수 비례민주주의연대 공동대표를 사외이사로 추천했고 2018년 3월 23일에는 숙명여자대학교 권순원 교수를 추천했다. 2017년 11월 20일 주주총회에서는 10%정도의 지분율을 가진 국민연금이 기관투자자 가운데 유일하게 찬성의견을 냈으나 출석주식수의 17.7%의 찬성으로 부결되었다. 2018년 3월 23일 주주총회에서는 국민연금은 반대의견을 냈고 3개 기관에서 찬성의견을 냈으나 4.3%의 찬성으로 역시 부결되었다⁵⁾. 반대사유는 주주가치 향상에 기여할 수 있는지와 사외이사 구성에 있어서의 전문성과 기여도 측면에서 불확실하다는 점이 주요했다. 주주나 경영진은 근로자의 경영참여를 반대하는 입장이다.

이러한 상황에 대응하여 노조는 2018년 5월 2일 전국금융산업노조와 전국사무금융서비스노조가 공동으로 ‘금융공공성 및 금융민주화를 위한 금융노동자공동투쟁본부’ 출범식을 가졌다. 6개의 공동투쟁과제 가운데 ‘금융기관 노동이사제 도입 등 노동자 경영참가로 금융민주화 쟁취’를 포함하고 있다. 상법과 금융회사 지배구조법의 개정을 통해 이를 달성하자는 방안⁶⁾을 제시하고 있다. 민주노총과 한국노총은 각각 강령 제 4조⁷⁾와 제 6조⁸⁾에서 경영참가를 명시하고 있다.

2. 경영참여 방식

우리나라의 종업원대표제도는 노동조합과 노사협의회 두 축으로 이루어져있다(김훈, 김정우; 2011). 노동조합이 존재하는 경우 노사협의회 권한이 더 강한 것으로 나타났다⁹⁾며 이들의 협의 사항은 주로 임금체계, 복지, 안전보건 등의 근로조건에 관련된 것이며 노조가 존재하는 경우 노사협의회 협의력이 더 큰 것으로 나타났다. 송강직(2016)은 우리나라의 근로자 경영참가는 제도적으로 ‘근로자참여 및 협력증진에 관한 법률’에 근거한 노사협의제도를 중심으로 운영되고 있으며 노사협의회 제도도 노동조합 활동과 중복된다는 문제점을 가지고 있다고 분석하고 있다.

박종희(2003)는 근로자의 경영참가를 입법 정책적으로 접근하였는데 헌법의 시장경제질서를 침해하지 않아야 한다는 점을 우선적으로 지적하였다. 독일의 경우도 1976년 공동결정법을 통해 기업의 의사결정에 직접적으로 참여할 수 있는 법적 근거를 마련하였고 종업원평의회 제도를 통해 근로자 대표기구가 설치되어 있지만 경영상 본질적 권

5) 한국기업지배구조원 의결권 자료 참조

6) 공동투쟁본부 출범식 토론회 발제자료, 전성인 “금융회사와 노동자 추천 이사제”

7) 6항 공동결정에 기초한 경영참가 확대, 직장 내 비민주적 요소 척결 (http://nodong.org/platform_rule/901457)

8) 우리는 자율, 대등, 참여에 입각한 생산민주화와 산업민주화를 실현한다. (<http://inochong.org/platform>)

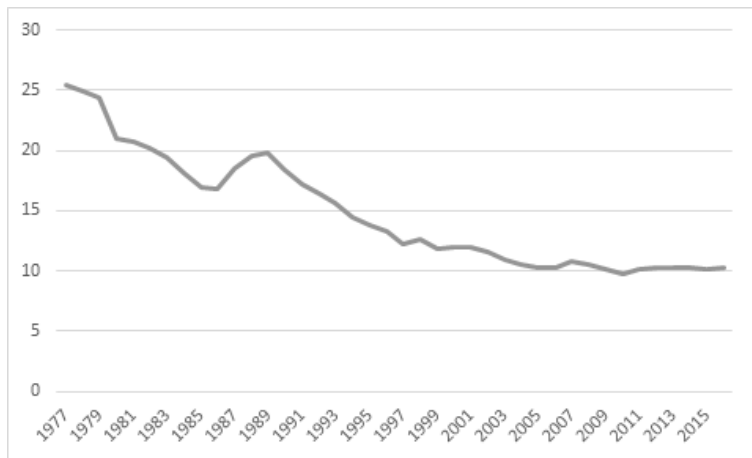
리는 계속 유지되고 있다고 분석하였다.

최준선 (2017)은 상법적인 측면에서 유럽의 근로자사외이사제도의 현황을 분석하고 우리나라 실정에 맞지 않음을 주장하고 있다. 또한 최성환 외 (2016)은 지방공공기관의 근로자이사제 도입을 위해서는 상위법상의 근거가 필요하며 제도의 운영을 의무화하기 보다는 자율적으로 도입하는 것이 바람직함을 주장하였다. 김환일 외 (2018)은 독립된 사외이사 후보가 추천될 수 있도록 기관투자자나 채권자, 소액주주대표 등을 포함시킬 것을 제안하고 있다.

3. 노조 현황

대표적인 근로자의 경영참가방식인 노조의 현황과 노사협의회와 노조의 관계를 통해 현재 우리나라의 근로자 경영참여수준과 문제점을 살펴보고자 한다. 그림 1은 조직대상 근로자를 조합원수로 나눈 노조조직률을 나타낸다. 1987년 노동자 대투쟁이후 잠시 노조 조직률이 증가하였으나 이후 지속적으로 감소하여 10%선에 머무르고 있다.

〈그림 1〉 노조 조직률



참고: 노조조직률=조합원수/조직대상근로자

자료: 고용노동부「전국노동조합 조직현황」

노동조합 조직률은 1989년 19.8%이후 지속적으로 감소하여 가장 최근 자료인 2016년에는 10.3%를 나타내고 있다. 최준하, 이영면 (2016)에 따르면 노동조합과 노사협의회와 같은 근로자대표제도에 대한 필요성에 대한 인식이 감소한 것으로 분석되었으며 이러한 인식의 변화가 노조조직률이 감소한 원인 중 하나로 볼 수 있다. 또한 미국의 경우도 우리나라와 마찬가지로 노조조직률은 공기업에서 훨씬 높고 사기업의 노조조직

률은 감소하고는 추세이다⁹⁾. 미국의 경우 노조를 조직하는 대신 개별 기업단위에서 근로자의 참여를 유도하는 프로그램(Employee involvement programs, EIPs)이 도입되었다(Jacoby, 1995). 우리나라의 경우도 근로자의 의견이 반영되는 근로자 참여가 높을수록 노조조직률이 낮아진다는 실증분석 결과가 있다(김동배, 박경원, 2014). 반면 인적자원관리가 노조조직률에 미치는 영향은 혼재된 결과를 나타냈다(박경원, 김동배, 2014).

노사관계에는 효율성과 형평성이라는 양면적 특성을 가진다(손동희, 2009). 현재 근로자의 참여 방법 가운데 노사협의회를 활성화하는 방식으로 협력적 관계를 구축해나갈 필요가 있다. 현재 30인 이상의 사업장에 의무적으로 설치해야하는 노사협의회¹⁰⁾는 2016년 유가증권 상장기업 기준으로 설치한 기업의 비중이 2.8%로써 나머지기업은 정례적 협의 채널을 운영하고 있는 것으로 나타났다¹¹⁾.

V. 결론

본 연구는 근로자 경영참여에 관한 체계적인 문헌연구와 해외 사례분석, 우리나라의 현황을 분석함으로써 근로자 경영참여의 성과를 포함하여 다양한 입장을 정리했다. 근로자 경영참여의 성과에 관한 실증분석 연구들은 혼재된 결과를 보이고 있기 때문에 기업지배구조, 사외이사, 주주 우선주의, 기업의 생산함수 등 다양한 측면에서 당위성을 살펴보았다. 각 나라마다 정치·경제·문화·역사 등 처한 상황이 다르지만 관계자 우선주의 국가인 유럽과 주주 우선주의 국가인 영국과 미국에 대한 사례를 통해서 우리나라에 가지는 함의를 얻고자 하였다.

주주우선주의라는 점에서 우리나라와 유사한 상황을 가진 영미권 국가에서는 근로자가 이사회에 참석하는 직접적인 방식이 아닌 다른 방식으로 경영에 참여하고 있다는 사실을 확인했다. 비슷한 상황인 우리나라도 간접적인 방식으로 근로자가 경영에 참여하는 것이 사회적으로 더 바람직한 결과를 가져올 수 있다고 생각된다. 또한 독일을 포함한 유럽 국가에서도 근로자의 경영참여의 경제적 효용에 관하여 상반된 실증 연구가 존재하고 있으며 그 효용에 관해 다양한 논의가 진행 중이다. 유럽 국가에서 근로자의

9) BLS News Release (<https://www.bls.gov/news.release/union2.htm>)

10) 근로자참여 및 협력증진에 관한 법률 제 1장 제4조

11) KCGS의 ESG자료

경영참여가 시장의 자율적인 법칙이 아니라 법적으로 강제되고 있다는 점이 근로자의 경영참여가 비효율적인 부분을 내포하고 있다는 반증으로 보인다. 따라서 우리나라에서 논의되고 있는 근로자추천 사외이사제도를 민간 기업에 도입하도록 법적으로 강제하는 것은 경제학적 측면이나 기업지배구조 측면에서 합리적이지 않다.

어떤 일이나 처음 시작은 있고 그 시작을 위한 찬반 논란은 존재한다. 근로자 추천 사외이사 제도도 예외는 아니다. 주주추천 사외이사의 형태로 이사회에 문을 두드렸지만 성공하지 못했다. 그렇다고 공기업을 대상으로 조례를 통해 도입된 근로자이사제를 민간 기업에 법으로 강제하는 것은 성급해 보인다. 먼저 근로자가 경영에 참여하는 것이 기업과 사회 전체의 가치를 높일 수 있다는 공감대를 형성하고 관계자 간의 신뢰와 협력 관계를 구축한 뒤에 시장의 법칙에 따라 주주총회에서 다수의 지지를 받고 경영에 참여하는 방식이 바람직해 보인다.

〈참고문헌〉

- 고동원, 2018. 금융기관의 소유 및 지배구조의 현안과 과제, 2018.4.5., 한국금융학회 2018년 춘계정책심포지움.
- 김동배, 박경원, 2014. 근로자 참여가 노동조합에 미치는 영향: 탐색적 연구. *대한경영학회지*, 27(12), 2287-2307.
- 김정우, 2018. 경영참여가 사업체의 경제적 성과에 미치는 영향에 관한 패널분석, *산업노동연구*, 24(1), 261-295.
- 김화진, 2017. 『기업지배구조』, 머니투데이 더벨.
- 김환일, 박용근, 김동근, 2018. 우리나라 사외이사제도의 문제점과 개선방안. *서울법학*, 25(4), 275-327.
- 김훈, 김정우, 2011. 노사협의회의 운용 실태: 무노조사업체를 중심으로. *노동리뷰*, 50-71.
- 박경원, 김동배, 2014. 인적자원관리는 노동조합을 대체하는가? 2005~ 2011 사업체패널조사를 이용한 실증분석. *산업노동연구*, 20(3), 197-228.
- 박종희, 2003. 근로자 경영참가제도의 기본구조와 방향성에 관한 법적 검토. 한국노사관계학회 학술대회, 59-59.
- 손동희, 2009. 근로자 참여 유형과 성과: 효율성과 형평성을 중심으로. *산업관계연구*, 19(1), 169-195.
- 송강직, 2016. 근로자의 경영참가와 과제. *법학연구*, 50, 379-405.
- 안택식, 2013. 사외이사 독립성, 경영법률, 한국경영법률학회, 23(2), 63-101.
- 윤계섭, 2011. 사외이사제도에 관한 연구-사외이사 평가를 중심으로, *기업지배구조 리뷰*, (56).
- 이삼열, 2018. 사외이사의 독립성과 전문성에 관한 소고. *법학연구*, 59(2), 139-160.
- 이정언, 2007. 독일 공동결정제도 30년: 효율성 논의와 제도 개선, 국제노동브리프, 5(2), 한국노동연구원
- 조우현, 1995. 세계의 노동자 경영 참가: 참여의 산업 민주주의를 위하여, 144. 창비.
- 최성환, 김도균, 김수란, 이진수, 차종진, 2016. 지방공공기관 근로자이사제 도입에 관한 법적 연구, *정책연구*, 1-117.
- 최준선, 2017. 상법상 근로이사제(勤勞理事制) 도입의 문제점.

- 최준하, 이영면, 2016. 노조 미가입 근로자의 근로자대표제도 인식에 대한 영향요인 연구. *노동정책연구*, 16(3), 27-54.
- Addison, J., 2009. The Economics of Codetermination Lessons from the German Experience.
(<https://www.palgrave.com/la/book/9780230606098>)
- Agrawal, A.K., 2012. Corporate governance objectives of labor union shareholders: Evidence from proxy voting. *The Review of Financial Studies*, 25(1), 187-226.
- Aguilera, R.V. and Jackson, G., 2003. The cross-national diversity of corporate governance: Dimensions and determinants. *Academy of management Review*, 28(3), 447-465.
- Andrea Garnero, 2018. What We Do and Don't Know About Worker Representation on Boards, *Harvard Business Review*, Sept. 6, 2018
- Arrigo, G. and Casale, G., 2010. A comparative overview of terms and notions on employee participation. *ILO*.
- Ashwini K. Agrawal, 2012. Corporate Governance Objectives of Labor Union Shareholders: Evidence from Proxy Voting, *The Review of Financial Studies*, 25(1), 187-226
- Bagdi, K., 2015. The Future of Employees' Board-Level Representation in The European Union. *Procedia economics and finance*, 23, 1394-1400.
- Charlwood, A. and Terry, M., 2007. 21st-century models of employee representation: structures, processes and outcomes. *Industrial Relations Journal*, 38(4), 320-337.
- Conchon, A., 2011. Board-level employee representation rights in Europe: Facts and trends. Brussels: ETUI, European Trade Union Institute.
- Cotton, J.L., Vollrath, D.A., Froggatt, K.L., Lengnick-Hall, M.L. and Jennings, K.R., 1988. Employee participation: Diverse forms and different outcomes. *Academy of Management review*, 13(1), 8-22.
- FitzRoy, F.R. and Kraft, K., 1993. Economic effects of codetermination. *The Scandinavian Journal of Economics*, 95(3), 365-375.

- Freeman, R.B. and Lazear, E.P., 1995. An Economic Analysis of Works Councils. *NBER Chapters*, 27-52.
- Freeman, R.B., Topel, R.H. and Swedenborg, B. eds., 2008. The welfare state in transition: Reforming the Swedish model. University of Chicago Press.
- Gorton, G. and F. Schmid, 2004. Capital, Labor, and the Firm: A Study of German codetermination, *Journal of the European Economic Association*, 2 (5), 863-905.
- Hansmann, H., & Kraakman, R., 2001. The end of history for corporate law. *Georgetown Law Journal*, 89(2), 439-468.
- Hyman, R., 2017. British trade unions and the ETUC. National trade unions and the ETUC, 95.
- Jacoby, S.M., 1995. Current prospects for employee representation in the US: Old wine in new bottles?. *Journal of Labor Research*, 16(3), 387-398.
- Jacoby, S.M., 2000. Employee representation and corporate governance: A missing link. *U. Pa. J. Lab. & Emp. L.*, 3, 449.
- Jensen, M.C. and Meckling, W.H., 1976. Theory of the firm: Managerial behavior, agency costs and ownership structure. *Journal of financial economics*, 3(4), 305-360.
- Jensen and Meckling, 1979. Rights and Production Functions: An Application to Labor-managed Firms and Codetermination, *Journal of Business*, 52(4), 469-506.
- Kaufman, B.E. and Levine, D.I., 2000. An economic analysis of employee representation. Nonunion employee representation: history, contemporary practice, and policy, 149-75.
- Kelly, J., 2004. Social partnership agreements in Britain: labor cooperation and compliance. *Industrial relations: a journal of economy and society*, 43(1), 267-292.
- Lobel, O. & Lofaso, M.A., System of Employee Representation at the Enterprise: The US Report, in *Systems of Employee Representation at the Enterprise: A Comparative Study*, Netherlands: Kluwer Law International, 2012.

- Pagano, M. and Volpin, P.F., 2005. The political economy of corporate governance. *American economic review*, 95(4), 1005-1030.
- Paster, T., 2011. Do German employers support board-level codetermination? The paradox of individual support and collective opposition. *Socio-Economic Review*, 10(3), 471-495.
- Petry, S., 2009. The wealth effects of labor representation on the board—evidence from German codetermination legislation. *Working Paper*, University of Cambridge.
- Roe, M.J., 1997. The political roots of American corporate finance. *Journal of Applied Corporate Finance*, 9(4), 8-22.
- Summers, C.W., 1980. Worker Participation in the US and West Germany: A Comparative Study from an American Perspective. *The American Journal of Comparative Law*, 367-392.
- Tirole J., 2001. Corporate Governance, *Econometrica*, 69(10), 1-35
- Vitols, S., 2005. Prospects for trade unions in the evolving European system of corporate governance. Brussels: ETUI-REHS.

<첨부 1> 서울특별시 근로자이사제 운영에 관한 조례

추진필요성

- 우리나라 사회갈등 세계 최상위권, 주요원인 중 하나인 노사갈등 해소 시급
 - 갈등수준 OECD 27개국 중 2위, 갈등비용 최대 246조원(삼성경제연구소)
 - 노사갈등이 2위로 심각(국민대통합위원회), 코레일 파업으로 영업손실 447억원
- 대립과 갈등에서 상생과 협력의 새로운 노사관계 패러다임 구축 필요
 - 근로자도 경영혁신의 주체로서 주인의식을 함양하는 기제 필요

추진방향

- 현행 법령 준수, 자치입법권에 따라 조례 제정을 통해 제도화
 - 임명시 노동조합 탈퇴 명문화, 공개모집 및 임원추천위원회 절차 이행 등
 - 법률의 포괄 위임에 따라 자치법규인 조례를 제정하여 제도 도입
- 토론회, 공청회 등을 통한 사회적 공감대 확산 및 시민인식 제고
 - 간행물, 블로그, 페이스북 등 다양한 매체 활용한 홍보 실시
- 근로자의 현장 경험과 노하우를 경영에 접목할 수 있는 시스템 마련
 - 일반 비상임이사와 동등한 권한과 책임부여 및 이사 역량강화 교육 지원 등

조례주요내용

| | |
|--------------|---|
| 도입대상 | - 근로자 100명 이상 기관 의무도입 <i>*현재 16개 기관</i> |
| 도입인원 | - 1~2명(300명 이상 2명, 300명 미만 1명) |
| 자격/임기 | - 소속 기관에서 1년 이상 재직한 자 / 3년 |
| 선임절차 | - 근로자 투표로 후보자 선발 → 임추위 심사·추천 |

자료: 서울특별시 서울의 정책 (<https://opengov.seoul.go.kr/policy/project/36092>)

블록체인 기술과 기업지배구조에 대한 약간의 고찰

- 나카모토 사토시(中本哲史)의 “Bitcoin: A Peer-to-Peer Electronic Cash System(2008)” 논문을 중심으로 -

연구논단Ⅳ

김태진 | 고려대학교 법학전문대학원 교수, 한국기업지배구조원 객원연구위원

I. 시론(試論)적 문제 제기

1. 주주명부의 중요성 대두

기업지배구조에 대한 논의는 기본적으로 대리인이론에 근거하여 경영진의 전횡으로부터 주주의 이익을 보호하고 나아가 주주에 의한 경영진 통제를 구상한다.

주주에 의한 경영진 통제수단으로서 개별 주주가 갖는 각종 소제기권 혹은 소수주주에 의한 소수주주권 행사 등도 있지만 통상의 일반적인 상황에서 주주는 주주총회에서 의결권을 행사함으로써 주주권을 행사하게 된다.

그리고 주주는 그 소유주식에 대한 의결권을 행사하기 위해 주주명부에 해당 주식에 관한 명의개서절차를 완료한 명의자일 것이 요구된다.¹⁾ 특히 2017년 전원합의체 판결을 통해 주식을 양수하였으나 아직 주주명부에 명의개서를 하지 아니하여 주주명부에 양도인이 주주로 기재되어 있는 경우(명의개서미필주주) 뿐만 아니라 주식을 인수하거나 양수하려는 자가 타인의 명의를 빌려 회사의 주식을 인수하거나 양수하고 그 타인의 명의로 주주명부에의 기재까지 마치는 경우(타인명의 주식인수·양수)에도 종전과 달리 회사에 대한 관계에서는 주주명부상 주주만이 주주로서 의결권 등 주주권을 적법하게 행사할 수 있다는 법리가 선언되어 학계 및 실무계에 적지 않은 파장을 남겼다.

이러한 판례의 입장을 고려할 때 향후 주주총회를 둘러싼 많은 분쟁은 주주권의 귀속 여부가 아니라, 회사와의 관계에서 이루어지는 명의개서절차의 적법성 여부에 집중될

* 이 글은 2018년 11월 9일 개최된 <제6회 대한민국 정책컨벤션 & 페스티벌>의 싱크탱크 세션: 연구단체 세션(한국기업법연구소)에서 발표된 글을 수정, 보완한 것입니다.

1) 대법원 2017. 3. 23. 선고 2015다248342 전원합의체판결.

것으로 조심스레 예상된다. 그리고 명의개서절차의 적법성을 공략하기 위해 주식양도인 등에 의해 이루어진 의사표시상 하자의 존부 혹은 회사에 의한 명의개서절차 심사 과정이나 명의개서절차가 진행되는 과정에서의 하자 등을 중심으로 한 절차의 위법성에 대한 논의나 분쟁이 증가할 가능성이 있다.

그런데 이러한 논의의 중심에는 바로 “주주명부”가 존재한다.

주주명부는 주주 및 주권에 관한 현황을 나타내기 위하여 상법의 규정에 따라 회사가 작성, 비치하는 장부이다.²⁾ 주주명부는 본점에 비치해야 하며, 명의개서대리인을 두었을 때에는 대리인의 영업소에 주주명부 또는 복본을 둘 수 있으며(상법 제396조 제1항), 명의개서대리인의 영업소에 두기로 한 때에는 본점에 비치하지 않아도 된다. 주주 및 회사 채권자는 영업시간 내에서는 언제든지 주주명부 또는 그 복본의 열람 또는 등사를 청구할 수 있다(상법 제396조 제2항). 주주명부는 이처럼 회사에 의해 관리되는, 중앙통제의 사고방식을 토대로 한다.

2. 주주명부와 블록체인

한편 최근 정보통신기술의 발달로 인해 등장한 블록체인 기술은 이른바 ‘공공거래 장부’로서 네트워크에 참여한 사람들은 누구나 볼 수 있는 장부에 거래 내역을 투명하게 기록, 검증, 보관하는 기술을 뜻하는바, 데이터 조작 및 해킹을 막는다는 장점을 인정받아 다양한 산업분야에서 이미 많은 기업들이 활용 여부를 모색하고 있다.³⁾

향후 주식예탁제도를 넘어서서 주식의 무체화로서 전자주식이 활성화된다면 인터넷에서 일어나는 수많은 거래를 어떻게 하면 비용을 줄이고 최적화하여 기록할 것인지를 고민하게 될 것이고, 이 때 블록체인 기술이 큰 역할을 할 것으로 기대된다.⁴⁾ 블록체인 기술의 접목으로 어쩌면 가까운 미래에는 회사에 의해 주도되는 명의개서절차를 중심으로 한, 현행 주주 및 주식 정보 보관의 패러다임이 네트워크에 참여하는 각 주주들의 분산원장을 통해 구현될 수 있을지도 모른다. 그렇다면 블록체인기술의 원초적인 자료를 일독하는 것도 도움이 될 것으로 생각되어 이하 소개하고자 한다.

2) 이철송, 「회사법강의(제26판)」(박영사, 2018), 338면.

3) 하선영, “식탁까지 침투한 블록체인, 식품원산지 2.2초만에 안다”, 중앙Sunday (2018. 12. 8.), 15면 기사.

4) 블록체인이 해킹을 통한 위변조가 불가능하다고 평가되는 이유는 바로 전체 참여자의 51%의 동의가 있어야만 장부 기재 변경이 가능하기 때문이다. 하지만 51%의 동의에 의한 블록체인의 임의변경이 불가능하지 않다는 것이 실증적으로 입증되고 있다. 예컨대 지난 6월 1일 일본 암호화폐 거래소에서는 암호화폐 ‘모나코인(monacoin)’을 매도한 후 데이터를 조작해 매도기록을 삭제 후 다시 모나코인을 탈취한 사건이 발생했다(이근우(법무법인 화우), “블록체인 기술은 정말 안전한가?” 법률신문 2018. 7. 23. 자 기사; 상세는 이하 참조:

<https://www.lawtimes.co.kr/Legal-Opinion/Legal-Opinion-View?serial=145050>).

3. 나카모토 사토시(中本哲史)의 “Bitcoin: A Peer-to-Peer Electronic Cash System(2008)” 논문

블록체인기술과 관련해서는, 2008년 11월 1일 나카모토 사토시(Satoshi Nakamoto; 中本哲史)⁵⁾는 metzdowd.com 내의 암호이론에 관한 메일링리스트에 아래와 같은 이메일을 보내면서 전자통화로서의 비트코인에 관한 논문을 발표한 것이 계기가 되었다고 한다.⁶⁾

나카모토 사토시의 위 이메일에서 소개한 것이 바로 항간을 떠들썩하게 만든 비트코인의 체계를 구상한, “비트코인: P2P 방식에 의한 전자적 통화 체계(Bitcoin: A Peer-to-Peer Electronic Cash System)”이라는 제목의 총 9페이지 상당의 논문이다(참고문헌을 제외한 본문은 총 8면임).

〈표 1〉 나카모토 사토시가 보낸 이메일 원문

Bitcoin P2P e-cash paper
 Satoshi Nakamoto Sat, 01 Nov 2008 16:16:33 -0700
 I've been working on a new electronic cash system that's fully peer-to-peer, with no trusted third party.

The paper is available at: <http://www.bitcoin.org/bitcoin.pdf>

The main properties:
 Double-spending is prevented with a peer-to-peer network.
 No mint or other trusted parties.
 Participants can be anonymous.
 New coins are made from Hashcash style proof-of-work.
 The proof-of-work for new coin generation also powers the network to prevent double-spending.

Bitcoin: A Peer-to-Peer Electronic Cash System (이하 논문의 내용이므로 생략함)

위 논문은 P2P 시스템을 통해 데이터블록을 연결한 블록체인과 작업증명(PoW)방식을 활용하여 이중지급 문제를 방지하기 위한 기술적 사상을 설명한 것으로서, 그로부터 몇 달이 지나지 않아 비트코인의 제네시스 블록이 생성되었는데,⁷⁾ 중앙통제가 없는 방

5) 나카모토 사토시는 비트코인 프로토콜과 Bitcoin Core/Bitcoin-Qt를 만든 인물이 칭한 이름이다. 국적, 성별, 개인 인지, 그리고 위 이름이 본명인지 여부도 전부 현재 불명인 상황이다.

6) “Satoshi’s posts to Cryptography mailing list”. Mail-archive.com. (Wikipedia 자료 참조)
https://ja.wikipedia.org/wiki/%E3%82%B5%E3%83%88%E3%82%B7%E3%83%BB%E3%83%8A%E3%82%AB%E3%83%A2%E3%83%88#cite_note-1
 그러나 그 당시 피드백으로 왔던 글들은 “가능성이 보이지 않습니다,” “어려울 것 같습니다”라는 회의적인 의견들 뿐이었다고 한다.

식의 분산형의 암호화 통화가 등장하여 블록체인 기술과 더불어 전세계적으로 선풍적인 관심을 받았으며 이제 세계 각국은 이러한 중앙의 결제기관을 요하지 않는 블록체인형 가상통화를 어떻게 규제할 것인지를 고민하게 되었다.

나아가 최근에는 디지털 토큰을 발행하는 댓가로 이더리움 등 가상통화 등으로 투자금을 조달하는 등 마치 외부투자자들로부터 투자금을 조달하는 주식공개상장(IPO: Initial Public Offering)과도 유사한 “ICO”(Initial Coin Offering: 최초코인공개) 역시 많이 이용되고 있어 가상통화를 중심으로 한 법률관계나 규제에 대한 관심이 증가하고 있다.

한편 정부가 가상통화의 화폐기능을 일부 사실상 인정하였다는 보도에 대해서, 금융당국과 정부는 일단 신중한 태도를 보이고 있다. 즉 가상통화는 법정화폐가 아니며 어느 누구도 가치를 보장하지 않음을 밝히고, 대신 기반기술인 블록체인에 대해서는 연구개발투자를 지원하고 육성한다는 방침 하에서 G20 등 국제적인 가상통화 규제 논의 동향을 면밀히 보아가면서 국내 제도화에 대해 검토한다는 입장이며 다만 자금세탁 등 가상통화 거래와 관련한 불법행위의 경우 자금세탁방지 체계 하에서 엄격히 규제한다는 점은 분명하게 밝히고 있다.⁸⁾ 또한 2017년 9월 금융위원회는 한국에서는 ICO를 전면 금지하겠다는 원칙만을 선언한 후 구체적인 규제안에 대해 현재까지 별도의 입법적 조치나 현행 법률의 개정안을 내놓지 않은 상태이다. 이러한 급변하는 상황 속에서 ‘기본으로 돌아간다’는 마음가짐으로 가상통화와 블록체인 기술의 원조라 할 수 있는 나카모토 사토시라는 개인인지, 아니면 집단인지 알 수 없는, 그의 견해나 구상을 제대로 살펴보고자 한다.⁹⁾

- 7) 강태욱, “비트코인, 그 10년” 법률신문 2018년 11월 5일자 기사 참조 (최종방문일자 2018. 11. 5.)
<https://www.lawtimes.co.kr/Legal-Opinion/Legal-Opinion-View?serial=147969&kind=>
 기존 블록체인 구조는 선형구조로서 암호통화의 이중지급 여부를 검증하기 위한 목적으로 고안된 것인바, 정보변경이 생기면 메인 블록체인에 제네시스블록이 추가되는 형태가 된다. 나카모토 사토시는 ‘은행들의 두 번째 구제금융을 앞둔 영국 재무장관’이라는 타임즈 1면 기사 제목(January 3, 2009 (The Genesis Block): “The Times 03/Jan/2009 Chancellor on brink of second bailout for banks.”)을 제네시스블록에 메시지로 담음으로써, 정부가 대형 금융기관을 구제하는 현실을 비판하며 탈중앙화 정신을 강조했다. 이상의 내용을 설명한 블로그(mablue) <https://blog.naver.com/windells77/221365001788> (최종방문일자 2018. 11. 5.)
- 8) 금융위원회, “가상통화에 대한 정부입장”, 2018. 1. 15.자 보도자료 및 금융위원회, “머니투데이 5. 28.일자 “정부, 가상통화 ‘화폐기능’ 일부 인정”제하 기사 관련,” 2018. 5. 28.자 보도참고자료 참조. 관련 내용은 아래 금융위원회 사이트 참조(최종방문일자 2018. 10. 11.).
http://www.fsc.go.kr/info/ntc_news_view.jsp?bbsid=BBS0030&page=1&sch1=subject&sword=가상통화&r_url=&menu=7210100&no=32257
http://www.fsc.go.kr/info/ntc_news_view.jsp?bbsid=BBS0030&page=1&sch1=subject&sword=가상통화&r_url=&menu=7210100&no=32491
- 9) 컴퓨터 프로그래밍이나 기타 기술적 측면에서 문외한이므로 번역에 따르는 오류 및 부족함은 모두 필자의 몫이다. 또한 이 글에서는 나카모토 사토시의 논문 중 ‘7. Reclaiming Disk Space, 8. Simplified Payment Verification, 9. Combining and Splitting Value, 11. Calculation’ 부분은 생략하였다.

II. 「비트코인: P2P 방식에 의한 전자적 통화 체계」논문의 개요

1. 체계 구상의 주안점

이 논문의 머리말에는 개요가 소개되어 있는데, 그 개요를 보면 나카모토 사토시가 무엇을 고민하였고 이를 해결하기 위해 어떠한 방식을 제안하였는지를 잘 알 수 있다.

우선 위 논문의 전체적인 개요는 다음과 같다:

첫째, P2P (peer-to-peer) 방식을 활용한 전자적인 통화가 실현된다면 금융기관을 매개로 하지 않고 당사자 사이에서 온라인 지급이 가능해진다.

둘째, 전자서명을 활용함으로써 부분적인 해결책이 될 수도 있지만, 그것만으로는 이중사용문제(double-spending)를 방지할 수 없다.

셋째, 그러나 신뢰받는 제3자(예컨대 금융기관 등)가 이중사용문제를 방지하기 위해 개입해야 한다면 전자적 통화의 잇점을 대부분 상실하게 되므로, 이러한 이중사용문제는 P2P 방식에 의해서 해결하는 방법을 제안한다.

그렇다면 이중사용문제란 무엇인가?

종이나 금속으로 이루어진 법화(달러, 엔화, 원화를 생각해보라)와 달리 가상통화는 디지털정보로만 구성되어 이 디지털정보를 복사하기만 한다면 얼마든지 계속적으로 사용할 위험성이 있었고 이것이 바로 이중사용(double spending) 문제이다.

또 금융기관 등 신뢰받는 제3자기관을 매개하게 되면 이러한 기관은 분쟁이 발생하게 되면 발생할 중재비용이 거래 비용보다 높기 때문에 완전하게 비가역적인 거래를 취급하지 않는다. 따라서 상인 스스로 조심해야 하고, 또 고객에게 많은 정보를 요구해야 하는바, 물론 이러한 손실이나 지급의 불확실성은 실물 통화를 사용함으로써 피할 수 있을 뿐 거래당사자들이 제3자 기관을 거치지 않고 통신채널을 경유하여 지급할 수 있는 메카니즘은 존재하지 않았던 것이다.

나카모토 사토시의 관점에서 필요하다고 본 것은 바로 거래할 때의 신용이 아니라 암호화된 증명에 근거한 전자거래시스템이고, 이러한 기술을 “블록체인”이라 할 것인바, 블록체인은 우리가 이메일을 보낼 때 이메일 주소, 내용, 첨부파일 등의 정보들을 기반으로 이메일 지문이 뜨면 그 지문을 떼서 옆에 붙여 보내면 받는 사람의 이메일 시스템이 수신시 그 지문을 대조해보는데, 이러한 원리를 암호화한 것으로 이해할 수 있다.¹⁰⁾ 이로써 희망하는 양 당사자는 신뢰받는 제3자기관을 거치지 않고 직접 거래할

10) 문영배, “블록체인은 전자화폐로 통하는 열쇠”(제409회 월례강좌-블록체인과 가상화폐의 이해), 고려대 교우회보 No. 579, 2018. 10. 10.

수 있게 된다.

그리하여 컴퓨터상 사실상 비가역적인 거래를 함으로써 매도인을 사기로부터 보호하고, 용이하게 실시할 수 있는 관습적인 에스 크로우(제3자기관에의 예탁)메카니즘에 의해 매수인 역시 보호된다고 보았다.¹¹⁾

따라서 나카무라 사토시는 논문의 개요에서 다음과 같이 밝히고 있다:

“순수한 P2P 전자통화에 의해 금융기관을 통하지 않고 당사자들이 직접 온라인 거래가 가능하게 된다. 전자서명은 문제의 일부를 해결하지만 신뢰받는 제3자기관에 의한 이중사용 방지가 요구되기 때문에 이러한 혜택을 상실하게 된다. 이 시스템은 P2P 전자통화에 의한 이중사용 문제의 해결을 제안한다. 이 네트워크는 거래에 해쉬베이스의 계속적인 Proof of Work(*필자 주: ‘작업 증명’ 혹은 PoW으로 번역함)” 체인에 해쉬값¹²⁾으로서 갱신일시를 기록하여 작업증명을 다시 고치지 않는 한 변경할 수 없는 이력을 작성한다. 가장 긴 일련의 체인은 거래이력을 증명할 뿐만 아니라 그것이 CPU 파워의 최대 pool에서 나왔다는 점을 증명한다. 대다수의 CPU파워가 네트워크를 공격하지 않는 노드(네트워크 접속포인트)에 의하여 통제되고 있는 한 가장 긴 체인이 작성되고 공격자를 물리친다. 네트워크 자체는 최소한의 구성으로도 충분하다. 메시지는 최선노력원칙으로 송신되고 노드는 자유롭게 네트워크로부터 이탈하거나 재접속할 수 있고, 이탈한 동안의 이벤트 증명으로서 가장 긴 작업증명 체인을 수신한다.¹³⁾”

2. 거래(Transactions)

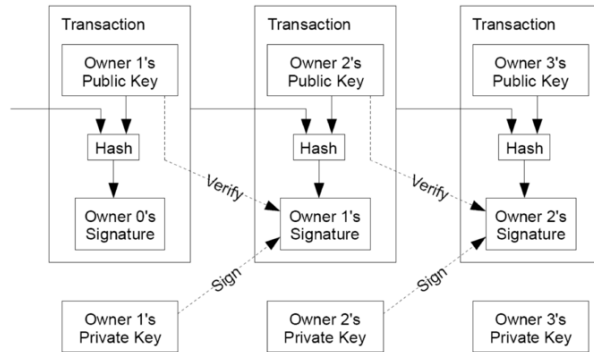
나카모토의 논문에 의하면, 하나의 전자코인(electronic coin)은 연속하는 디지털 서명의 체인(a chain of digital transaction)으로 정의된다. 전자코인의 각 소유자는 직전 거래의 해쉬와 다음 소유자의 공개키(public key)를 디지털서명으로 코인의 마지막에 추가함으로써 전자코인을 다음 소유자에게 전송하는데, 수취인은 일련의 서명을 검증함으로써 과거의 소유권을 검증한다.¹⁴⁾ 이처럼 거래이력은 블록의 형태로 기록되고 체인형상으로 꼬아져서 구성된다(이하 위 논문에 사용된 그림을 인용한다).

11) Satoshi Nakamoto, *Bitcoin: A Peer-to-Peer Electronic Cash System* (2008. 11. 1.) p1.

12) 해쉬값이란 앞의 블록 내용에서 해쉬함수를 이용하여 계산하여 생성된 일정한 값을 의미한다: 松嶋隆弘·渡邊涼介 『仮想通貨とめぐる法律・税務・会計』(ぎょうせい, 2018) 35頁. 연산속도의 의미로 이해하기도 한다.

13) Nakamoto, *Id*, p1

14) Nakamoto, *supra*, p2



그러나 위 구조에서 나카모토 사토시가 문제점으로 지적한 것은 바로 위에서 나왔던 ‘이중사용’의 문제, 즉 수취인이 과거의 소유자가 코인을 이중사용하지 않았음을 검증할 수 없다는 점을 들고 있다. 이에 대해 다음과 같이 기존의 집중관리형 시스템과 새로운 분산형 원장기술을 대비시키고 있다:

“일반적인 해결책은 신용이 있는 중앙기관 혹은 조폐기관을 매개로 하여 전체 거래를 감시시키는 것이지만 각 거래시마다 코인이 조폐기관으로 돌아갔다가 다시 새로운 코인이 발행되고 조폐기관이 직접 발행한 코인만이 이중사용되지 않았다고 믿게 되는데, 이러한 해결방법은 전체 금전 체계(money system)가 조폐기관을 통해서 이루어지지 때문에 은행과 마찬가지로 조폐기관을 운영하고 있는 기업에게 금융시스템 전체의 운명이 좌우된다. 필요한 것은 코인의 수취인이, 여태까지의 소유자들이 이중서명하지 않은 점을 알 수 있는 방법이며, 이러한 목적 하에서는 최초의 거래만이 논점이기 때문에 모든 거래에 대해 검토하지는 않기로 한다. 거래가 없었다는 점을 명확하게 하기 위해서는 전체 거래를 알 필요가 있다. 조폐기관 모델에서는 조폐기관이 전체 거래를 알고 있고 가장 먼저 도래한 거래를 파악하고 있다. 제3자 기관 없이 이를 행하기 위해서는 거래가 공개되고 참가자들이 받은 순번의 유일한 거래이력에 합의할 수 있는 시스템이 필요하다. 수취인은 거래시마다 대다수의 노드(node)들이 그 코인이 처음으로 사용되었음에 동의한다는 증명이 필요하다.¹⁵⁾”

그러나 이와 관련하여, 나카모토 사토시가 구상한 대로 향후 이중사용(지급)의 문제가 일체 발생하지 않는다고 단언할 수 있는지는 의문이다.

다만 이러한 시스템을 통해 확인할 수 있는 것은 거래의 존재 사실 및 거래 이력에 대한 것으로 보이는데, 거래의 최초 출발점이 되는 “권리” 자체에 대한 것, 즉 이 권리

15) Nakamoto, *supra*, p 2

가 어떠한 것인지, 또 권리 자체가 진실한 것인지, 권리의 내용은 무엇인지 등등의 권리의 내용에 대한 설정 자체는 어떻게 구성해야 할지 의문이 생긴다.

참고로 부동산, 동산, 채권, 주식 등 대부분의 재산권 영역에서 이중양도의 문제가 발생하고 있으며 이를 해결하기 위한 법리가 전개되고 있다. 예컨대 부동산의 이중양도를 살펴보자. 일반적으로 우리 판례는 오랫동안 부동산 매도인이 중도금을 지급받은 이후 목적물을 이중으로 매도한 경우 매도인의 배임행위에 해당하며 제2매수인이 적극 가담하여 이루어진 것이라면 그 토지의 2중 매매는 사회정의관념에 위배된 반사회적인 법률행위로서 무효라고 보았다(다만 이 경우 제2매수인이 단순히 매도인의 매도사실을 알았다는 것만으로는 무효가 되지 않는다).¹⁶⁾ 물론 이에 대해 매도인의 계약 자유를 과도하게 제한하며 민사책임의 과도한 형사화라는 비난이 있어 최근까지도 논란이 많았으나, 여전히 대법원은 2018년 5월 17일 전원합의체판결을 통해 부동산 매도인인 피고인이 제1매수인 등과 매매계약을 체결하고 제1매수인 등으로부터 계약금과 중도금을 지급받은 후 매매목적물인 부동산을 제3자등(제2매수인)에게 이중으로 매도하고 소유권이전 등기를 마쳐 준 사안에서 부동산매도인의 이러한 행위는 제1매수인 등과의 신임관계를 저버리는 임무위배행위로서 배임죄가 성립한다는 입장임을 밝혔다(다수의견).¹⁷⁾

그러나 이러한 비트코인, 블록체인 기술과 관련하여, 법적 논의를 전개하기 위해서는 먼저 그 대상의 법적 성질이 무엇인지가 규명되어야 비로소 이후의법리를 전개할 수 있으므로 그 법적 성질을 분석하는 작업이 가장 선결적으로 해결되어야 한다고 본다.

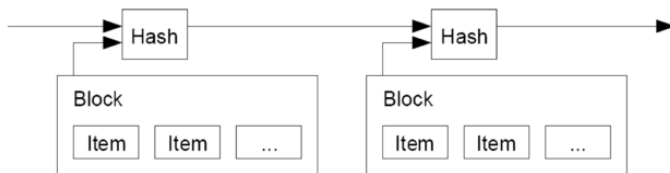
3. 타임스탬프 서버(Timestamp Server)

또한 위 논문에서는 타임스탬프 서버라는 해결방법을 제안하고 있다.

타임스탬프 서버란 타임스탬프되는 복수의 아이템을 포함한 데이터 블록을 해쉬로서 처리하고 그 해쉬를 신문이나 Usenet 포스트[2-5]처럼 광범위하게 공개한다. 타임스탬프에 의하여 그 데이터가 타임스탬프된 시점에 해쉬가 되기 위해 존재하였음이 증명된다. 각 타임스탬프는 그 해쉬 중에 직전 타임스탬프를 포함해 감으로써 체인을 형성하고 타임스탬프가 증가할 때마다 이전 타임스탬프를 강화해 간다. (이하 위 논문에 인용된 그림을 인용한다).

16) 대법원 1994. 3. 11. 선고 93다55289 판결; 대법원 1981. 1. 13. 선고 830다1034 판결.

17) 대법원 2018. 5. 17. 선고 2017도4027 전원합의체판결. 다만 위 전원합의체판결의 다수의견에 대해서는, 계약의 일방 당사자가 상대방에게 계약의 내용에 따른 의무를 성실하게 이행하고, 그로 인해 상대방은 계약상 권리의 만족이라는 이익을 얻는 관계에 있더라도 그 의무의 이행이 위와 같은 의미의 '타인의 사무'에 해당하지 않고 '자기의 사무'에 불과하여 배임죄 성립을 부정한 반대의견이 있다(대법관 김창석, 대법관 김신, 대법관 조희대, 대법관 권순일, 대법관 박정화의 반대의견).



이와 같이 네트워크가 분산된 타임스탬프 서버(timestamp server)가 같이 작동하여 코인을 소비한 첫 번째 거래(transaction)를 기록하, 이는 확산되기는 쉽지만 억제하기는 어려운 정보의 본성을 이용한 것이다.¹⁸⁾

4. 작업증명(Proof of Work)

(1) 컨센서스 (합의) 알고리즘

또한 나카모토의 논문에 의하면 P2P 베이스로 분산형 서버를 실행하기 위해 컨센서스(합의) 알고리즘으로서 작업증명(proof of work)을 제안하고 있다.

만약 네트워크 내 데이터가 불확실하다면 그 가상통화의 가치는 제로라 할 것이므로 바로 합의 알고리즘이란 이러한 블록체인 합의 알고리즘을 통해 블록을 생성할 때 특정한 방식으로 데이터의 무결성, 즉 공유하는 데이터의 정당성을 보증하고 달리 해석될 여지가 없도록 하나의 뜻으로 확정하는 체계를 뜻한다. 예컨대 비트코인은 일정한 시간에 일어난 거래(transaction)을 이전 블록을 참조하여 검증하고 새로운 블록에 담아 생성한 후 51% 이상의 합의를 얻게 되면 기존 장부에 연결하게 되는바, 이와 같이 절대적인 하나의 장부가 존재함으로써 데이터의 무결성이 유지되는 것이다.

이러한 합의 알고리즘을 통해 분산된 환경 하에서 복수의 노드 간에 단일한 결과를 합의를 형성함에 있어서 참가한 관계자가 악의를 가지고 데이터를 조작, 소거, 부인하는 등으로 완결성이 손상되어 버릴 리스크(이것을 ‘비잔티움장애’라 한다)를 해결한다.¹⁹⁾

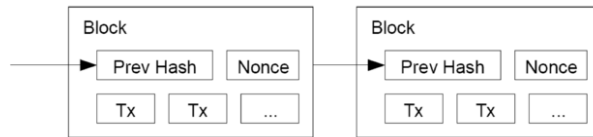
이와 같이 프로세스를 효율화하고 블록체인 콘텐츠를 통제하려는 범죄적 시도를 방지하기 위한 합의 알고리즘에는 크게 두 가지가 있다.

첫째, 나카모토의 논문에서 제안하고 있는, 작업증명(proof of work) 방식이다. 이

18) 따라서 이로 인한 결과로서, 단일실패지점 (single point of failure: 시스템 전체를 다운시키는 하나의 고장요소)이 없는 분산화된 시스템을 구축하게 되며, 이중지불을 확인하기 위한 P2P 네트워크의 도움으로 사용자들은 그들의 돈을 소유하고 다른 사람과 곧바로 거래하기 위해 암호 키(crypto keys)를 보유한다. 이상의 내용은 나카모토 사토시가 2009년 2월 11일 P2P foundation에 작성한 글에 소개되어 있다(“Bitcoin open source implementation of P2P currency” Posted by Satoshi Nakamoto on February 11, 2009 at 22:27)

19) 松嶋隆弘·渡邊涼介, 전계서, 37頁.

는 많은 계산량이 필요한 문제를 최초로 풀어낸 자(miner 혹은 채굴자)가 블록을 형성할 수 있는 구조이다. 비트코인의 경우 각각의 블록에 대해 예컨대 SHA-256²⁰⁾과 같은 암호학적 해쉬함수는 해쉬값에서 원 데이터를 역산하는 것이 곤란하도록 설계되어 있어 조건을 충족한 nonce의 값을 찾으려면 P2P 네트워크 상에 있는 컴퓨터들이 CPU 능력을 소모하여 매우 복잡한 암호화기반 등식을 풀어야만 블록체인 원장에 새로운 데이터를 더할 수 있도록 하는 알고리즘이다. 가장 빨리 등식을 풀어낸 컴퓨터 노드들은 디지털코인을 보상으로 받게 된다. 이러한 작업증명을 통해 가상통화를 수취하는 방식을 흔히 ‘채굴(mining)’이라 한다(이하 위 논문에서 인용된 그림을 인용한다).



이에 대해 최근에는 지분증명(proof of stake: PoS) 방식이 등장하고 있다. 이는 ‘자산량(stake)’을 보다 많이 소유한 승인자가 우선적으로 블록을 만들 수 있게 되는 방식이다. 즉 가장 많은 디지털코인을 가진 사람(가장 지분이 큰 사람)이 가상통화 혹은 블록체인 원장을 관리할 수 있게 된다. 작업증명(PoW)에서는 블록 작성에 복잡한 등식을 풀어야 하므로 시간이 걸림과 동시에 전기료와 기자재 취득 비용이 발생하며, 높은 CPU가 있는 제3자에 의해 네트워크가 편취될 우려도 제기되는 반면, 지분증명(PoS)방식의 경우 스스로 자산 가치를 낮추는 일은 없을 것으로 보기 때문에 발행된 전체 자산량에 대한 보유자산비율(즉 지분비율)에 의하여 블록작성의 우선도가 결정되는 방식이다.²¹⁾ 최근에는 자산을 보유하는 자가 이를 이용하지 않고 저장해둘 우려가 있어 블록작성의 우선도를 자산량 및 거래의 크기를 바탕으로 중요도를 산출하여 반영하고자 하는, 이른바 중요도 증명 (proof of importance: PoI)도 나오고 있는 등 관련 기술은 나날이 혁신되고 있다.

(2) 작업증명에 관한 나카모토의 구상

이러한 작업증명(PoW)에 대한 나카모토의 구상을 이하 살펴본다:

20) SHA-256 (Secure Hash Algorithm 256-bit)는 암호학적 해쉬함수의 하나로서, 미국 국가안전보장국(NSA)이 설계하여 2001년 미국 국립표준기술연구소 (NIST)가 표준으로 채택했다.

21) 松嶋隆弘·渡邊涼介, 전게서, 37頁.

“이러한 작업증명은 또한 다수결로 의사결정을 할 때 대표자를 선정하는 문제를 해결해준다. 만약 1IP주소당 1표라고 한다면(one-IP-address-one-vote) 많은 IP주소를 취득할 수 있는 자는 누구라도 시스템을 전복시킬 수 있다. 작업증명은 원칙적으로 1CPU 당 1표이다. 다수에 의한 의사결정은 가장 많은 작업증명의 노력이 투입된 것을 나타내는, 가장 긴 체인에 의해 대표된다. CPU파워의 과반수가 양심적인 노드에 의해 통제된다면, 가장 양심적인 체인은 다른 어느 체인보다도 빨리 성장할 것이다. 과거의 데이터 블록을 수정하기 위해서는 공격자는 그 블록의 작업증명 뿐 아니라 그 후 이어지는 후속 작업증명도 수정하고 나아가 양심적인 체인에 따라붙고 이를 능가해야 한다. 더 느린 속도의 공격자가 양심적인 체인을 따라잡을 가능성은 후속 블록이 추가될 때마다 지수함수적으로 감소한다는 점을 뒤에서 입증하기로 한다.

가속하는 하드웨어스피트와 장기적으로 변동하는 이익에 대응하기 위해 작업증명 산출의 난이도는 1시간마다 블록 수를 이정한 평균치를 유지하는 것을 목표로 하는 평균이동에 의해 결정된다. 블록산출 속도가 빠를수록 난이도가 증가한다.”²²⁾

5. 네트워크(Network)

나카모토가 생각한 네트워크 실행 순서는 다음과 같다:²³⁾

1. 새로운 거래는 전체 노드들에게 송신된다.
2. 각 노드가 새로운 거래를 블록에 반영한다.
3. 각 노드가 그 블록에 작업증명을 산출한다.
4. 작업증명을 하는 대로 각 노드는 그것을 전체 노드에게 알려준다.
5. 노드는 블록에 포함된 모든 거래가 유효하고 이전에는 사용되지 않은 경우에만 이를 승인한다.
6. 노드는 승인된 블록의 해쉬를 직전 해쉬로서 사용하고, 체인의 다음 블록 작성을 개시함으로써 블록 승인을 표시한다.

이와 관련하여, 노드는 항상 가장 긴 체인을 정확하다고 판단하고 나아가 여기에 블록을 연장하고자 한다.

그렇다면 만약 두 노드가 동시에 다른 2개의 패턴의 블록을 다음 블록으로서 고지한 경우가 문제될 수 있다. 이 점에 대해 나카모토의 논문에서는, “이 경우 노드에 의해 수신된 순번이 뒤바뀔 가능성이 생기는데, 만약 노드가 최초 수신한 쪽의 블록을 처리

22) Nakamoto, *supra*, p 3.

23) Nakamoto, *supra*, p 3.

하지만 다른 한 쪽의 블록도 보존하고 그 쪽의 체인이 길어질 경우에 대비해 둔다. 다음 작업증명이 발견되고 어느 쪽인지 한 쪽의 체인이 길어진 경우 그 쪽이 옳은 체인이라고 인식하고 다른 쪽 체인에 있던 노드는 보다 긴 체인으로 갈아탄다”고 설명하고 있다.

그리고 나카모토의 설명에 의하면 새로운 거래의 고지(broadcast)는 반드시 모든 노드에게 이루어지지 않아도 되며, 고지가 많은 노드(*필자 주: 논문에서는 단순히 ‘many’라고만 되어 있으나 비교우위의 면에서 더 많다는 의미로 이해된다)에게 수신되는 한 블록에 반영할 수 있다. 블록 고지도 또한 메시지 누락을 참을 수 있다. 노드가 블록을 수신하지 않은 경우, 다음 블록을 수신할 때에 그것을 요구하여 한 개를 놓쳤음을 인식하게 된다고 본다.²⁴⁾

6. 인센티브(Incentive)

나카모토가 구상한 설계대로라면 비잔티움장애를 방지하기 위해 합의 알고리즘으로서 작업증명이 필요하게 되고, 작업증명이 채택됨으로 인하여 채굴자들에게는 막대한 계산량과 더불어 컴퓨터 작업으로 인한 전기료, 기자재 비용 등이 발생한다. 따라서 이러한 많은 계산량에도 불구하고 필요한 문제를 풀도록 하게 하기 위해서, 다시 말하면 비용의 부담을 상회하는 인센티브를 위해 모종의 이익을 부여할 필요성이 있다.

이에 나카모토 역시 코인이 블록작성자의 것으로 귀속되게 함으로써 채굴의 인센티브를 고취시키고 있다:

“관례에 의해 블록 내 최초 거래는 새로운 코인을 시작하는 특별한 거래이고, 그 코인은 블록작성자의 것이 된다. 이것은 노드에게 네트워크를 지지하는 인센티브가 됨과 동시에 코인을 발행하는 중앙기관 부재에도 최초 코인을 배포하는 방법으로서 기능한다. 새로운 코인을 일정한 안정적으로 추가해 가는 것은 금광의 노동자가 금을 채굴하여 금의 유동량을 증가시키는 것과 유사하다. 우리의 경우에는 이것이 CPU 시간과 전력이다.

인센티브는 거래수수료에 의해서도 얻을 수 있다. 만약 어느 거래에서 산출되는 가치가 산입되는 가치보다 적은 경우 그 차이는 거래수수료로서 그 거래를 포함한 블록의 인센티브에 가산된다.(중간 생략)

인센티브는 노드가 계속 양심적으로 있을 수 있도록 해준다. 만약 탐욕스러운 공격자가 양심적인 노드의 합계를 상회하는 CPU파워를 이용할 수 있다면 그는 다른 양심적인 노드로부터 자신이 지급한 금액을 훔쳐서 다시 빼앗든지, 아니면 새로운 코인을 만들든지의 선택을 해야만 할 것이다. 그는 자신의 자산가치와 이를 지탱하는 시스템을 손상하는 것보

24) Nakamoto, *supra*, p 4.

다는 규칙에 따라 행동하고 다른 모든 노드를 합친 것보다는 많은 새로운 코인을 만드는 것이 자신에게 더 유리하다는 것을 알아야만 한다.”²⁵⁾

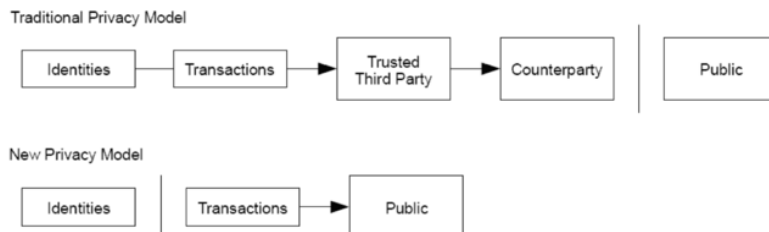
7. 프라이버시(Privacy)

최근의 개인정보보호의 흐름에 비추어 볼 때 비트코인의 거래와 관련해서도 프라이버시의 문제가 매우 중요하다. 거래 관련 모든 데이터를 공개하는 분산원장 시스템을 적용하게 되면 개인정보보호 내지는 침해의 우려가 있기 때문이다.

이와 관련하여 나카모토 사토시는 10번째 항목으로서 프라이버시 보호 문제를 전통적인 बैं킹 시스템과 비교하여 다음과 같이 구상하고 있다(이하 위 논문에서 인용된 그림도 아래에서 함께 인용한다).

“전통적인 은행 모델은 정보에 대한 접근을 관련된 당사자와 신뢰받는 제3자 기관에 한정함으로써 일정한 수준의 프라이버시를 달성하고 있다. 모든 거래를 공개적으로 선언할 필요성이 있기 때문에 이 경우에는 위 방법을 사용할 수 없지만, 정보의 흐름을 다른 곳에서 분석(break)-퍼블릭키를 익명으로 유지-함으로써 프라이버시는 여전히 유지될 수 있다. 대중은 누가 누구에게 보냈는지를 볼 수 있지만, 그 거래와 링크된 정보는 공개되지 않는다. 이는 개별 거래의 시간이나 사이즈, ”테이프“는 공개되지만 구체적으로 당사자는 공개되지 않는, 증권거래소에서 제공되는 정보의 수준과 비슷하다.

추가적인 방화벽(firewall)으로서 일반 소유자(common owner)에게 링크되는 것을 방지하기 위해 각 거래마다 새로운 키 페어가 사용되어야만 한다. 복수의 입력(in-put)이 있는 경우 약간의 링크는 여전히 불가피하고, 필연적으로 동일한 소유자에 의한 입력임이 밝혀질 수 밖에 없다. (이 때의) 리스크는 만약 그 키의 소유자가 밝혀진다면 그 링크에 의해 동일한 소유자에게 속하는 다른 거래도 노출될 수 있다는 것이다.”



25) Nakamoto, *supra*, p 4.

8. 나카모토 사토시 논문의 결론

그렇다면 나카모토 사토시는 이 논문에서 어떠한 결론을 제시하고 있는가를 살펴본다. 이 논문을 통해 제시하고자 한 것은 바로 개방형, 탈중앙화의 ‘신용에 의존하지 않는 전자거래 시스템’(a system for electronic transactions without relying on trust)이었다.

위 논문에서는, 전자서명으로 만들어진 코인(coin)이라는 통상의 틀(framework)를 시작하였고, 이는 소유권의 강력한 지배를 받는 것으로서, 이중사용문제를 방지하는 데에 불완전하다고 밝히면서, 그에 대한 해결수단으로서, 작업증명을 사용하여 거래들의 이력을 공개하여 기록하는 P2P(peer-to-peer) 네트워크를 제안하고 있는 것이다. 이러한 네트워크는 정직한 노드가 CPU파워의 과반수를 통제하는 한 공개된 거래이력을 공격자가 변경(변조)하려는 공격자를 컴퓨터적으로 신속하게 무력화할 것으로 보았다.²⁶⁾ 그 이유로 이 논문에서는 “네트워크는 복잡한 구조가 아니라 단순한 것으로서 견고할 것이며, 모든 노드는 동시에 작동하지만 협조성은 거의 없다”는 점을 들고 있다.²⁷⁾

또한 이 논문에서는 “특정 장소에서 메시지가 전송되는 것이 아니고 최선노력원칙하에서 전달되는 것만으로 충분하므로 노드들은 특정될 필요가 없다. 노드들은 그들이 이탈한 동안의 작업증명 체인을 그 동안의 거래 증명으로서 승인함으로써 그 의사에 따라 이탈하거나 접속할 수 있다. 노드들은 블록을 연장함으로써 유효한 블록으로 승인하였음을 표시하고, 이러한 처리를 거부함으로써 무효인 블록은 거절하여 CPU파워를 사용하여 의사를 표명한다(*필자 주: 여기에서 투표한다는 의미의 ‘vote’를 사용하고 있다). 필요한 규정(rule)과 인센티브는 이러한 합의의 메카니즘으로 실행될 수 있다”고 보아, 기존의 중앙기관에 의한 통제가 아닌 합의의 메카니즘으로 작동하는 시스템을 제안하고 있다.²⁸⁾

9. 소결

이 논문 이후 현재까지 다양한 형태의 블록체인 네트워크들이 경쟁 중인바 네트워크 참가자(노드)의 성격에 따라 구분해보면 통상적으로 ① 퍼블릭 블록체인(Public Blockchain), ② 프라이빗 블록체인(Private Blockchain), ③ 하이브리드 또는 컨소시엄 블록체인(Hybrid or Consortium Blockchain) 등이 있다.

26) Nakamoto, *supra*, p 8.

27) Nakamoto, *supra*, p 8.

28) Nakamoto, *supra*, p 8.

이 중 이 논문에서 구상한 것은 이른바 1세대라 할 수 있는“퍼블릭 블록체인”에 속한다고 할 수 있다. 퍼블릭 블록체인 네트워크에서는 누구든지 허가 없이 블록체인의 데이터를 읽고-쓰고-검증할 수 있는 구조로서 누구나 운영의 주체가 될 수 있고, 참여자가 많을수록 코인을 위변조할 수 없다. 그러나 퍼블릭 블록체인 형태는 개방성이라는 장점이 오히려 악용되어 범죄 혹은 자금세탁과 같은 행위에 이용되기도 하였다. 이에 전세계적으로 이른바 가상자산을 이용한 자금세탁, 테러자금조달에 대한 대응방안이 진지하게 논의되고 있다.²⁹⁾

이에 대해 2세대라 할 수 있는, “프라이빗 블록체인”이 있다. 현 단계에서 프라이빗 블록체인 기술은 퍼블릭 블록체인이 가진 문제점을 없애고, 블록체인의 장점을 가지고 자 하는 2세대 기술로 파악할 수 있다. 개방성으로 인한 리스크를 최소화하기 위해 하나의 중앙기관이 모든 권한을 가지게 된다. 그러나 이 경우 그 중앙의 특정 기관이 인증된 기관으로서 서비스를 제공한다면, 직접 거래 증명이 가능하여 채굴자를 둘 필요가 없어 전통적 방식과의 차이점이 없어진다는 지적이 가능하다. 따라서 퍼블릭과 프라이빗의 혼합형태로서 하이브리드 또는 컨소시엄 블록체인이 논의되고 있다.

그러나 기술은 앞으로 계속 발전되고 새로운 기술이 등장할 것이므로 기술의 구체적인 부분에 매몰되기보다는 이러한 것들의 법적 성격을 먼저 규명하고, 관련하여 발생하였거나, 아니면 발생할 수 있는 법적 문제점을 검토하여 법리나 해석론을 제시하는 것이야말로 법학에서 관심을 가져야 할 부분이라 할 수 있다.

Ⅲ. 약간의 법적 고찰

: Don't trust, verify³⁰⁾

1. 일반적 개념으로서의 정의(定義)

(1) 가상통화/암호화자산

먼저, 그 법적 성질을 규명하는 것이 법학적 관점에서 볼 때 가장 시급한 과제라 할

29) 금융위원회, “제29기 제3차 자금세탁방지기구(FATF)총회 결과” 2018. 7. 2.자 보도자료 참고.
http://www.fsc.go.kr/info/ntc_news_view.jsp?menu=7210100&bbsid=BBS0030&no=32561

30) 블록체인 업계의 격언이라 한다(유신재, “로스차일드 사칭 ”ICO 사기“소동”, 코인데스크 편집장 칼럼, 2018. 10. 25.자. 상세한 내용은 www.coindesk.com)

수 있다. 많은 문제들을 해결하기 위해서도 법적 성질을 검토할 필요가 있다.

우선 비트코인을 포함하여 이러한 성질의 코인들을 통칭하는 용어로서 업계, 학계 등에서는 ‘가상화폐’, ‘가상통화(virtual-currency)’, ‘암호화폐(cryptocurrency)’ 등이 혼재되어 사용되는 등 그 용어조차도 아직 통일되지 못하였었다. 통화의 경제적 역할의 원만한 수행은 안정된 구매력을 전제로 한 일반적 수용성(受容性)에 있다.³¹⁾ 그러나 대한민국의 화폐단위인 ‘원’으로 표시되는 원화의 발행권은 한국은행만이 가지므로(한국은행법 제47조), 이러한 법정통화체제 하에서 비트코인을 두고 ‘화폐’ 혹은 ‘통화’라고 부르는 것은 적절하지 않다. 또 현재의 법정통화제도에서는 통화는 무한정 발행될 수 있는 것이어야 하고, 또 발행량 조절이 가능해야 한다. 또한 국가에 의해 강제통용력이 부여되므로 그 가치가 일정하게 유지되는 것이어야 한다. 그러나 비트코인은 채굴량이 한정되어 있고, 또 발행량을 조절할 수 있는 기관이 없고 내재적인 가치가 일정하게 유지된다고도 볼 수 없으므로 화폐로 보기 어렵다. 교환매개 및 가치척도의 수단으로서의 기능을 수행한다고 보기도 어렵고, 금(gold)과 달리 내재적 가치가 유지되는 것도 아니다.

다만 2018년 6월 24일부터 29일에 걸쳐 개최된 제29기 제3차 자금세탁방지기구(FATF) 총회에서는 적절한 하나의 용어가 결정될 때까지는 가상통화를 “Virtual Currencies/ Crypto-Assets(가상통화/암호화자산)”로 두 용어를 병기하여 쓰기로 결정하였다.³²⁾ 조만간 권고기준과 가이드스가 개정되면 이 부분 용어는 전세계적으로 통일될 것으로 생각된다.

사건이지만 비트코인을 현재 상황에서 가장 정확히 표현한 것은 ‘암호화 자산’(혹은 암호자산)이라 할 것이다. 물론 ‘암호’라는 용어를 사용함으로써 인해 암호화 기술로 그 범주가 제한되는 문제점이 있고 가까운 미래에 암호화되지 않은 유사한 존재의 것이 출현하게 되면 이 용어를 더 이상 사용할 수 없다는 단점이 있으나³³⁾ 현재로서는 위 용어가 가장 타당하다고 생각된다.

(2) 지급결제수단인지 여부

비트코인은 2011년 초 실크로드 사건을 통해 음성적인 불법거래의 수단으로 이용되었다는 사실이 밝혀지면서 특히 그 화폐에 갈음한 결제수단으로서의 기능에 관심이 높아졌다. 마치 게임머니처럼 어떤 한정된 영역 내에서는 사적인 교환수단으로서 기능하고 실제 교환가치를 갖는다고도 볼 수 있지만 앞서 본 바와 같이 법정통화제도 하에서

31) 안법영, “금전사범의 범리에 관한 소고- 권리대상으로서 금전의 탈유체화에 관해서”, 법학논집 제34집, 고려대학교 법과대학 법학연구소, 1998, 190면.

32) 금융위, 위 2018. 7. 2.자 보도자료 2면.

33) 배승욱, “가상통화 법제 구축방안에 관한 연구” 한국외국어대학교 대학원 법학박사학위논문, 2018. 2., 9면.

는 화폐 내지는 통화로 보기는 어렵고, 현행처럼 공인된 제3자 기관을 통해 발행되고 인증을 받아야만 통화처럼 사용할 수 있는 전자화폐나 선불지급수단과도 구별된다.

우선 지급결제수단으로 인정받기 위해서는 법적 근거가 필요하나, 우리나라에서는 일본과 달리 지급결제수단임을 명시한 법률이 존재하지 않으므로 가상화폐를 지급결제의 수단으로 볼 수도 없다. 일본의 경우 자금결제법상 가상화폐를 “대가의 변제를 위하여 불특정인에 사용할 수 있으며, 또한 불특정인을 상대방으로 구입 및 매각할 수 있는 재산적 가치”로 규정하고 있으나 그렇다고 하여 가상통화를 법정화폐로서 인정한 것은 아니다. 오히려 자금결제법상 규정을 둔 이후 일본 내에서 자금결제법상 요건을 갖추면서 ICO를 행하는 예는 거의 없어졌다는 시장의 평가도 있다. 한편 금융위원회의 ‘가상화폐 관련 자금세탁방지 가이드라인’에 따라 가상통화를 매개한 거래가 의심거래의 경우에는 각 은행들이 신고의무를 부담하기는 하나, 이는 의심거래를 감독하기 위한 목적에 불과한 것이고 가상통화를 지급결제수단으로 인정한다는 뜻으로는 해석하기 어렵다.

마찬가지로 미국의 경우 재무부 산하의 FinCEN이 가이드라인을 통해 가상통화를 “일부 환경에서만 통화로 사용되고 진정한 통화의 모든 속성을 가지고 있지는 않은 교환수단으로, 특히 가상화폐는 어떤 법정관할지역에서도 법정화폐로 받아 들여지지 않는 것”이라고 정의하면서 가상화폐 중개기관을 자금세탁방지법상 자금서비스업자에 해당하는 것으로 규정하고 있지만 이러한 FinCEN의 가이드라인 역시 자금세탁방지법 적용을 위해 일종의 ‘자금’에 해당한다고 규정한 것일 뿐 지급결제수단이라는 의미로는 해석하기 어렵다.

2. 암호화자산을 둘러싼 법적 검토

(1) 재산적 가치 인정

일응 경제적 가치 있는 이익을 누리는 것을 목적으로 하는 권리를 재산권이라 한다면, 오늘날 거래 현실을 종합하면 비트코인의 경제적 가치 내지는 재산적 가치를 부정하기는 어렵다. 인터넷 포털사이트를 통해 검색해보면 금방 암호화자산의 시세를 검색할 수 있으므로 재산적 가치를 부정한다는 것은 너무나 비현실적이다. 이미 일본의 자금결제법에서는 가상화폐를 “대가의 지급을 위하여 사용될 수 있는 것으로서 재산적 가치가 존재하는 것”임을 인정한 바 있고(제2조), 미국의 상품선물거래위원회(CFTC)에서도 일종의 Commodity 즉, 상품에 해당되는 것으로 보아 선물거래를 허용하고 있다고 한다.

특히 한국원화는 비트코인 거래가 이루어지는 통화 중 엔화, 미국 달러, 유로화 다음으로 세계 4위의 규모를 차지하고 있는 실정이다.³⁴⁾

암호통화는 별도의 청산 및 결제 절차를 거치지 않고 교환의 매개물로 제한된 범위 내에서 사용된다는 점에서 통화는 아니지만, 경제적으로 금전과 유사하게 볼 수 있는지 문제될 수 있다.

그러나 이러한 암호통화를 금전으로 보기는 어렵다고 생각한다(사건).

우리 민법 학계의 지배적 견해는 금전은 그 소재성에 주안점을 두어 민법상 유체물로서 동산이라고 본다. 다만 다른 일반 유체동산과 달리 ‘보통 물건이 가지는 개성을 갖고 있지 않고 가치 그 자체’ 또는 ‘보통 물건이 가지는 개성을 가지지 않고 일정액의 가치를 표상하는 것이므로 다른 동산과 다른 특수성’이 있어 특수한 동산으로 취급하고 있다.³⁵⁾ 마찬가지로 T머니와 같은 경우에도 유체물로서의 ‘카드’가 존재하므로 이 카드 자체의 소유권을 인정하면 될 것이다.

따라서 금전의 특성상 특정한 금전을 반환한다는 것은 무의미하므로 타인의 점유에 돌아간 금전에 대해서는 채권적 반환청구권을 인정하는 것으로 족하다는 견해가 제시되고 있다.³⁶⁾ 이렇듯 금전을 단지 동산으로 분류한 이유는 그것이 그 소재인 금속이나 종이의 물질적인 유체성을 가진다는 속성에 기인한 것이므로 일부 가치적 기능성은 제한된 범위 내에서 유사할 수는 있지만 암호화자산을 금전과 동일시하기는 어렵다. 다만 제한된 범위 내에서 금전대용적 성격을 가지는 점 자체는 부인하기 어렵다고 생각되는 바, ‘금전대용물’로서의 성격을 인정할 수 있다(사건). 그리고 금전대용물로 이해한다면 그 성질 또한 금전(특수한 동산)과 유사하다고 볼 수 있으므로 먼저 관련된 권리로서 물권의 성립 여부를 검토한다.

(2) 비트코인과 소유권

암호화자산이 재산적 가치를 가진다는 데에 국내에서 크게 이견은 없으므로, 재산적 가치를 전제로 하여 비트코인에 대한 채굴자 내지는 이를 매입한 자가 갖는 권리의 측면을 생각해보자.

권리란 일정한 이익을 누리게 하기 위하여 법이 인정한 힘이다. 그리고 권리가 성립하려면 그 힘의 대상이 되는 객체가 존재해야 한다.

권리의 객체는 권리의 종류에 따라 다르다. 물권에 있어서는 물건, 채권에 있어서는 특정인(채무자)의 행위(이를 ‘급부’라고도 부른다), 권리 위의 권리라면 해당 권리, 형성

34) 오소라, “가상통화 관련 거래의 회계처리” 월간공인회계사(2018. 7. 30.), 한국회계기준원(자료실)기고자료, 2018. 8. 31.http://www.kasb.or.kr/fe/bbs/NR_view.do?bbsCd=1041&bbsSeq=24774

35) 안법영, 앞의 논문, 197면.

36) 예컨대 곽윤직, 민법총칙 (박영사, 1989), 312면 등. 이에 대한 유력한 반론으로서, 안법영, 앞의 논문, 200면-206면.

권에 있어서는 대상이 되는 법률관계, 지식재산권에 있어서는 저작, 발명 등의 정신적, 지능적 창조물, 인격권에 있어서는 생명, 신체, 자유, 명예 등의 인격적 이익, 친족권에 있어서는 친족법상의 지위, 상속권에 있어서는 상속재산 등이 각각의 권리의 객체라 할 수 있다.³⁷⁾

특히 우리 민사법체계에서 재산권의 종류로서 이러한 물권, 채권, 지식재산권 등을 전제할 때 과연 암호화자산에 대한 권리를 인정할 수 있다면 그 권리의 성격을 어떻게 파악할 것인지는 아직 확립된 이론은 없다. 따라서 값이 비트코인을 가지고 있다고 할 때 단순히 블록체인을 통해 구현되는 분산원장에 기록된 전자적 기록(내지 정보)에 불과한 그 자체와 매개하여 값이 과연 어떠한 권리를 갖는 것인지 검토될 필요가 있다.

그렇다면 우리는 주위에서 혹은 직접 ‘비트코인을 샀다(투자했다)’든가, ‘내 것’이라는 표현을 듣고, 사용하고 있는데, 이처럼 비트코인에 대해서도 이른바 ‘소유권’을 인정할 수 있을까?

소유권은 법령의 제한 내에서 자유롭게 그 소유한 물건을 사용, 수익, 처분할 수 있는 권리로서, 소유권 등 물권은 바로 물건 기타의 객체를 직접 지배해서 배타적으로 이익을 얻는 권리라 할 수 있다. 여기서 소유권 등 물권의 대상은 법적으로 “물건”일 것을 요구하고 있으며 민법 제99조는 “본법에서 물건이라 함은 유체물 및 전기 기타 관리할 수 있는 자연력을 말한다”라고 규정하여 물건에 관하여서는 일반적인 규정을 두고 있다.

우선 법적인 개념포섭이 아니라 일반적으로 물건에는 유체물과 무체물이 있을 수 있다. 유체물은 형체가 있는 물건(고체, 액체, 기체)이고, 무체물은 형체가 없는 물질이다. 대개의 물건은 유체물이며, 전기, 열, 빛, 음향, 에너지, 전파, 공기 등의 자연력은 무체물로 이해되며, 권리도 전형적인 무체물이다.³⁸⁾

물건이 되려면 관리가능할 수 있는 것이어야 하는바, 관리가능하다는 의미는 배타적인 지배가 가능하다는 뜻이다. 민법 제98조는 이 요건을 자연력에 관하여만 요구하지만, 유체물에서도 필요하다는 데에 이견이 없다. 배타적 지배를 할 수 없는 것은 물권의 객체로 될 수 없기 때문이다(물론 이 점에 대해서도 최근에는 우주공간이나 달 등의 권리에 대해 논의되고 있어 반드시 배타적 지배가 요건인지에 대해서도 도전하는 견해가 있기는 하다).³⁹⁾ 또 독립한 것이어야 한다. 일물일권주의(하나의 독립한 물건 위에 하나의 물권이 성립)가 원칙이기 때문이나, 독립한 물건인지 여부는 물리적인 모습을 기초

37) 송덕수, 신민법강의(제10판), (박영사, 2017), 437면.

38) 송덕수, 앞의 책, 438면.

39) 다만 바다의 경우는 인위적으로 일정한 범위를 정하여 배타적으로 지배할 수 있게 하는 경우에는 어업권의 객체가 될 수도 있다. 그러나 통상 공기, 전파 등은 자연력이지만 배타적 지배가 불가능하므로 물건은 아니다.

로 하여 판단하되, 궁극적으로는 사회통념에 의하여 결정되어야 할 것이다.

유체물 중에는 크게 부동산, 동산을 구별할 수 있는데, 부동산이라 함은, ‘토지 및 그 정착물’을, 그리고 동산은 ‘부동산 이외의 물건’을 뜻하는 것으로서 법적 개념을 포섭하고 있다.⁴⁰⁾ 다만 선박, 자동차, 항공기, 일정한 건설기계는 동산이기는 하나, 부동산처럼 다루어진다. 현행법상 무기명채권(상품권, 승차권, 입장권, 무기명 국채)은 물건이 아니어서 동산에 해당할 수 없다고 본다.⁴¹⁾ 이와 관련하여 우리 민법은 ‘동산’의 개념을 유체물로만 한정하는 것이 아니라 ‘관리할 수 있는 자연력’을 포함하여 정의하고 있다.⁴²⁾ 토지에 부착하고 있는 물건도 정착물이 아니면 동산에 속한다. 다만 학계의 통설적 입장은 금전은 특수한 동산으로 취급하고 있다.

금전은 보통의 동산과 달리 물질적인 이용가치는 거의 없고, 그것이 나타내는 추상적 가치(금액)만이 의미가 있으며 그 추상적인 가치에 의하여 재화의 교환을 매개한다고 본다.

따라서 금전은 특정한 물건이 아니고, 그것이 나타내는 금액만큼의 가치로 인식되어야 하며, 그 결과 금전의 소유권은 언제나 그것의 점유자에게 있다고 본다(불법으로 점유하여도 그 소유권은 점유자에게 있고, 처음의 소유자는 그 금액만큼의 채권적인 반환청구권만 가지며 물권적 반환청구권은 없다).⁴³⁾

여기서 말하는 ‘유체물’이란 액체, 기체 및 고체 등 공간의 일부를 점하고 있는 것이며, 채권이나 저작권 등의 권리 기타 자연력(전기, 열, 빛 등)과 같은 무체물에 대비되는 것이다.⁴⁴⁾ 그러나 우리 민법은 유체물뿐만 아니라 무체물도 그 배타적 지배와 관리가 가능하다면 ‘물건’의 개념에 포함시켜 거래의 실제적 필요에 상응한 입법태도를 취하고 있다.⁴⁵⁾

그렇다면 기존의 관념에 비추어 분석하면, 비트코인이라는 것 자체는 디지털로 암호화된 코드 내지는 데이터정보에 불과하므로, 유체물은 당연히 아니며, 전기와 같이 배

40) 토지의 정착물은 모두 부동산이지만, 그 중 건물과 같이 토지와는 별개의 부동산이 되는 것도 있고, 토지의 일부에 불과한 것(다리, 돌담, 도로의 포장)도 있다. 건물 이외에도, 토지와 별개로 독립된 물건이 되는 것으로서, 건물, 수목의 집단(본래는 토지의 정착물로서 토지의 일부에 지나지 않지만 입목에 관한 법률상의 수목의 집단이나 명인방법을 갖춘 수목의 집단은 판례에 의하여), 미분리 과실(이 경우도 본래는 수목의 일부이지만 명인방법을 갖춘 때에는 독립한 물건으로서 거래의 대상이 될 수 있다고 판례가 본다), 농작물(단 정당한 권원에 기하여 타인의 토지에서 경작, 재배한 경우)등은 별도의 독립된 부동산이 된다.

41) 그러나 일본 현행 민법 제86조 제3항에 의하면 무기명채권은 동산으로 간주한다고 규정하고 있다.

42) 안법영, 앞의 논문, 199면.

43) 다만 수집의 목적으로 특정 금전을 매매한 경우(한국은행 발행한 기념주화 등)에는 예외적으로 그 금전 자체가 물건으로 다루어질 수도 있다.

44)鈴木尊明「ビットコインを客体とする所有權の成立が否定された事例」新・判例Watch Vol.19(2016. 10.) 59頁.

45) 안법영, 앞의 논문, 198면.

타적으로 지배가능한 자연력(에너지)이라고 보기도 어렵기는 하다.

그러나 민법상 원칙적으로 소유권을 포함한 물권의 객체를 유체물 및 기타 관리가능한 자연력으로 한정된 취지에는 바로 소유권은 객체인 물건에 대한 타인의 이용을 배제할 수 있는 권리이므로 배타적인 지배가능성이 요구된다는 점이므로 여기서의 관리할 수 있는 자연력의 범위를 합목적적으로 해석하여 비트코인 등과 같은 데이터정보도 소유권의 객체가 되는 물건의 범위에 속한다고 넓게 해석할 수는 없을까?.

이에 대해 2015년 8월 5일 동경지방법판소는 ‘권리의 소유권’을 승인하는 것이 되어 물권과 채권을 준별하는 일본 민법에 반하는 점과 더불어 (원고가 주장하기를, 법적으로 보호할 재산성이 있다면 유체물로 보아야 한다는 점에 대하여) 법적으로 보호할 가치는 유체물이든, 무체물이든 모두 있으므로 일본 민법 제85조에서의 ‘物 (물건)’에 해당하는지 여부의 기준이 될 수 없다는 점을 들어 비트코인에 대한 소유권 성립을 부정한 바 있다.⁴⁶⁾

이처럼 동경지방법판소는 배타적 지배가능성을 부정하였는데, 비트코인의 거래과정의 기본 구조에서 그 논거를 찾았다. 즉 비트코인 거래에서는 보내는 사람과 받는 사람 쌍방의 계좌를 암호화하여 거래하며 그 과정에서 네트워크 상의 불특정다수의 참가자(*필자 주: 노드)가 일정한 계산행위를 하고, 그 거래와 계산행위 모두를 기록한 블록체인이 형성되어 인터넷상 공개되므로, 비트코인 거래는 “송부되는 비트코인을 표상하는 전자적 기록의 송부에 의하여 이루어지는 것이 아니라, 그 실현에는 송부하는 당사자들 이외의 관여가 필요하다”는 점에 주목한 것이다. 그러므로 특정한 참가자가 작성, 관리하는 비트코인 계좌에서의 ‘비트코인 잔고’는 블록체인 상 기록된 같은 address(*필자 주: 계좌)와 관계하는 비트코인의 모든 거래를 차감계산한 결과 산출되는 수량이고, 당해 비트코인 address에 잔고에 상당하는 비트코인 자체를 표상하는 전자적 기록은 존재하지 않는다는 점을 지적하고 있다. 그 결과 동경지방법판소는 위에서 살펴본 바와 같은 기본 거래구조를 볼 때 비트코인 계좌의 관리자가 당해 address에서의 당해 잔고 물량의 비트코인을 배타적으로 지배하고 있다고 인정할 수 없다고 본 것이다.

물론 이에 대해 일본 내에서도 비판하는 견해가 적지 않았으며, 비트코인의 채굴행위를 통해 비트코인을 취득하므로 이러한 계산행위는 방대한 계산에 의한 지적 영위(營爲)로서 지적재산권(필자 주: 지식재산권)이 성립한다는 견해도 제기되었다.⁴⁷⁾

그러나 사견으로서, 앞서 본 바와 같이 이러한 가상공간에서의 생산물 역시 민법상

46) 東京地方裁判所 平成27年8月5日 平成26年IX(7)第33320号 ビットコイン引渡等請求事件(判例集未登載) 다만 일본 현행 민법은 “이 법률에 있어서 물건이라 함은 유체물을 의미한다고 규정하고 있다(민법 제85조)

47) 土屋雅-「ビットコインと税務」税大ジャーナル23号(2014年) 81-82頁。

‘물건’의 개념 속에 포섭할 여지가 있다고 본다.

우리 민법은 일본 민법과 달리 관리할 수 있는 자연력 즉 무체물에 대해서까지 법률의 규정에서 명시적으로 포섭가능성을 열어두고 있다. 이 때의 ‘관리할 수 있는 자연력’의 예시로는 대체로 전기, 빛, 열 등을 들고 있으나, 역사적으로 볼 때 전기, 빛, 열에 대한 소유권이라는 개념조차 생소한 시절도 과거에 있었다.

따라서 이른바 제4차 산업혁명시대를 살고 있는 우리들에게 이러한 네트워크상 나의 계정에 보관되어 있는 많은 것들(게임머니, 게임 아이템, SNS상 아바타 등)이 실제로는 데이터정보의 형태로만 존재한다고 하더라도 오프라인이 아닌 온라인의 세계에서는 충분히 관리가능하며 또 배타적으로 지배하고 있다고 볼 여지가 있으므로 관리가능한 자연력의 의미를 넓게 포섭하는 방안을 생각해 볼 수 있다. 인터넷상 게임머니, 혹은 인터넷 게임상 희귀한 아이템 그리고 SNS에서의 아바타 등도 굳이 그 실체를 기술적으로 분석하면 그저 전자적 기록에 불과하겠지만, 이것들 역시 개인의 계좌에 보관하면서 관리가 가능하다면 충분히 배타적으로 지배가능하다고 보아 물건으로 인정할 수 있다면 민법상의 소유권도 인정할 수 있을 것이다(사건). 게임머니에 대해서는 민법 학계에서도 게임머니 자체의 거래를 허용해야 한다는 의견이 지배적이며, 현재 게임머니 관련한 많은 법률관계의 근거는 결국 당사자들의 합의, 즉 약관에 의하여 해결되고 있다.

이 점과 관련해서는 비록 세법상의 판결이기는 하나, ‘게임머니’도 재산적 가치가 있는 모든 유체물과 무체물을 의미하는 구 부가가치세법상의 ‘재화’에 해당한다는 대법원의 판결이 있다.⁴⁸⁾

물론 이러한 전자적 데이터의 산물을 물건으로 보는 데에 현행 법리에 맞지 않으며 민법상 무체물은 어디까지나 관리가능한 “자연력”에 국한되고 비트코인 등은 관념상의 개념에 불과하다는 점을 들어 물건의 범위에 포섭하려는 시도에 대해 비판하는 견해 역시 충분히 수긍이 간다. 탈중앙화 내지는 분산형하에서는 필연적으로 관여하는 제3자의 존재가 있기 마련이어서 종전의 법리에 따르면 배타적 지배가능성이 부정될 가능성을 배제하기 어렵고, 또 전자적인 형태에서 그 잔고가 ‘나’만의 계좌에 기록되는 것이 아니므로 종전의 은행 예금과 같은 형태로는 이해하기 어렵기 때문이다. 또 물건의 범위에 포섭되면 민사적인 측면 뿐 아니라, 형사적으로도 횡령이나 절도의 객체로도 검토할 여지가 생기므로 이는 재물이 아니라 그저 ‘재산상 이익’에 불과하다는 의견도 충분히 설득력이 있다.

나아가 근래에는 유가증권을 무체화 즉 전자화하는 추세이므로 무형의 유가증권으로 볼 여지가 있다는 주장도 제기될 수 있다. 경제적 관점에서 당사자 사이의 특정 경제적

48) 대법원 2012. 4. 13. 선고 2011두30281 판결.

거래와 관련하여 상호 신뢰, 약속을 바탕으로 한 신뢰적 통화로서 어음제도가 발생하였듯이 비트코인 역시 수행하는 경제적 기능이 이와 유사한 측면이 있다고 볼 여지도 있기 때문이다.

따라서 단정적인 결론보다는 향후 이 점과 관련한 더 많은 논의가 필요하다.

참고로 한국회계기준원은 2018년 2월 비트코인, 이더리움 등 이른바 가상통화가 기업재무제표에서 ‘유동자산’으로 분류된다고 판단하였다.

즉 주식회사 등 외부감사의 법률(‘외감법’)의 적용을 받는 기업인 가상통화 취급업소인 빗썸⁴⁹⁾이 제기한 회계기준 질의에 대한 회신으로서 회계기준원이 회계처리 관련 공개초안을 발표하면서, 유동자산은 현금성 자산, 금융자산, 매출채권, 기타 자산으로 구성되고, 가상통화는 환급성이 높은 당좌자산 중 기업의 판단에 따라 분류를 지정하되, 기업이 가상통화를 1년 이상 보유하면 기타 자산, 1년 내에 처분할 경우에는 기타 유동자산으로 분류하면 된다는 입장을 취하였다. 다만 가상통화의 가치는 가격변동성이 크기 때문에 취득원가보다는 시장 가치를 반영하게 된다. 그러나 이것 역시 국제회계기준(IFRS)에 따른 것이 아니라, 임시적인 방편에 불과하므로 향후 전개되는 논의에 관심을 가지고 주목할 필요가 있다.

(3) 비트코인과 채권성 여부

만약 위 (2)의 논의와 관련하여, 암호화자산을 민법상 물건으로 보기 어렵다는 입장을 취할 경우, 이것이 디지털로 암호화된 코드에 지나지 않으나, 환금성(換金性)을 가지고, 재산 혹은 재산적 가치를 가지는 이상, 민법 373조(금전으로 가액을 산정할 수 없는 것이라도 채권의 목적으로 할 수 있다)를 근거로 암호화자산을 목적물로 한 작위, 부작위 급부의무로 구성하여 일종의 채권의 목적이 된다는 입장도 있을 수 있다.⁵⁰⁾

채권의 목적이란 ‘채권자가 채무자에 대하여 일정한 급부행위를 구하는 것’인데, 가액을 산정할 수 없는 급부를 목적으로 하는 채권도 그 효력에 있어서는 보통의 채권과 다를 바가 없고 채무자의 이행이 없으면 채권자는 이행판결을 구할 수 있고 그 판결에 의하여 강제집행을 할 수 있으며, 강제집행과 함께 그것에 갈음하여 손해배상을 청구할 수 있으므로(단 민법 제394조에 의해 손해배상은 금전에 의하는 것이 원칙) 가상화폐를 목적물로 한 작위, 부작위 급부의무로 구성하여 재산권을 가진 채권의 목적이 된다고 본다.

49) 빗썸 이외에도 코빗, 코인원이 외감법의 적용을 받는다. 12월 결산법인일 경우 외감법에 따라 익년 3월말까지 감사 보고서를 제출해야 한다.

50) 윤배경, “가상화폐에 대한 민사강제집행”, 2018. 4. 26.자 법률신문 제11면.

그러나 비트코인의 경우 누구에게 어떤 행위를 요구하는 것인지가 명확하지 않다.

그러나 현실에서 비트코인을 채권집행의 방법으로 다루지 못하는 것은 현행법상 '채권'의 개념 속에 과연 '전자지갑의 주인이 비트코인의 네트워크에 대해 송금지시를 내릴 권리'까지 포섭할 수 있는지 등의 여러 쟁점이 명확하지 않기 때문이다.⁵¹⁾

(4) 금융투자상품 혹은 증권인지 여부

자본시장과 금융투자업에 관한 법률(이하 "자본시장법")에서는 금융투자상품을 '이익을 얻거나 손실을 회피할 목적으로 현재 또는 장래의 특정(특정) 시점에 금전, 그 밖의 재산적 가치가 있는 것(이하 "금전등"이라 한다)을 지급하기로 약정함으로써 취득하는 권리로써, 그 권리를 취득하기 위하여 지급하였거나 지급하여야 할 금전 등의 총액(판매수수료 등 대통령령으로 정하는 금액을 제외한다)이 그 권리로부터 회수하였거나 회수할 수 있는 금전등의 총액(해지수수료 등 대통령령으로 정하는 금액을 포함한다)을 초과하게 될 위험(이하 "투자성"이라 한다)이 있는 것'을 의미한다(동법 제3조 제1항). 자본시장법상 금융투자상품은 크게 증권과 파생상품으로 구분되며(동법 제3조 제2항), 증권의 경우 채무증권, 지분증권, 수익증권, 투자계약증권, 파생결합증권, 증권예탁증권 등 6가지 유형으로 규정하고 있다(동법 제4조 제2항). 또 우리가 흔히 주식 투자와 유사하게 느끼면서 이른바 '비트코인에 투자한다'는 식의 표현을 종종 접하게 되는데, 자본시장법상 주식은 증권에 해당하며, 증권이란 '내국인 또는 외국인이 발행한 금융투자상품으로서 투자자가 취득과 동시에 지급한 금전등 외에 어떠한 명목으로든지 추가로 지급의무(투자자가 기초자산에 대한 매매를 성립시킬 수 있는 권리를 행사하게 됨으로써 부담하게 되는 지급의무를 제외한다)를 부담하지 아니하는 것'을 의미한다(동법 제4조 제1항) 따라서 주식처럼 증권은 발행자(발행회사)를 전제로 하는 반면, 퍼블릭 블록체인을 통해서 채굴되는 비트코인의 경우 특정 발행자가 있는 것이 아니어서 증권이라고 보기는 어렵다고 생각한다.

물론 가상통화 그 자체의 증권성 인정 여부는 ICO(Initial Coin Offering: 최초코인 발행)를 통해 발행된 토큰 등을 증권으로 볼 수 있느냐에 대한 논의와는 또 다른 측면이다. ICO는 이른바 IPO(Initial Public Offering: 기업공개)에서 유래한 용어인데, 기업공개는 경우 대상이 되는 것이 회사의 주식이고 주식을 중심으로 한 법률관계는 법률적으로도 정비가 되어 있는 반면, ICO의 경우 발행되는 코인, 토큰의 법적 성격이 무엇인지에 대해 법적으로 아직 정비되지 못한 상태이다.⁵²⁾ ICO에 의해 자금을 조달한 사

51) 전승재·권현영, "비트코인에 대한 민사상 강제집행 방안 - 암호화폐의 제도권 편입 필요성을 중심으로-" 정보법학 제22권 제1호 (2018), 87면.

레로서 텔레그램, 카카오, 라인, 라쿠텐 등의 사례가 있다.⁵³⁾ 다만 ICO시에는 투자계약 증권으로서 증권성을 인정할 여지도 있고 또 실제로 미국에서는 ICO에 대해 증권발행에 따르는 규제를 부과하고 있다(ICO에 관한 깊은 논의는 이 글에서는 생략한다).⁵⁴⁾

그렇다면 파생상품으로 볼 여지는 없는지가 문제될 수 있으나, 가상통화 그 자체로 어떤 기초자산의 가치를 평가하여 장래의 채권계약을 성립시키는 효력을 갖는 계약은 아니므로 자본시장법에서 규정하고 있는 파생상품이라고도 보기 어렵다.

(5) 민사적 강제집행절차 적용 여부 및 형사적 범죄수익으로서의 몰수가능성

이미 현실적으로는 비트코인에 대한 민사상 강제집행을 어떤 방식으로 할 것인지, 형사상 범죄수익으로서 몰수할 수 있는지 여부가 이미 문제되었다.

민사집행법의 편제는 먼저 실현될 권리가 금전인지 여부에 따라 금전집행과 비금전집행으로 분류한다. 금전집행은 집행대상의 종류에 따라 부동산에 대한 집행, 선박 등에 대한 집행, 동산에 대한 집행으로 구분되고, 동산집행은 다시 ‘유체동산에 대한 금전집행’, ‘채권과 그 밖의 재산권에 대한 금전집행’으로 구분된다. 비금전집행은 물건의 인도를 구하는 청구권의 집행과 작위(대체적, 부대체적 작위), 부작위, 의사표시를 구하는 청구권의 집행으로 나뉜다. 이처럼 집행의 대상이 되는 재산의 종류에 따라 동산집행과 부동산집행으로 나뉘는데, 동산집행에는 민법과 달리 채권과 그 밖의 재산권도 포함된다.

금전집행의 경우 그 강제집행은 동산집행 중 채권과 그 밖의 재산권에 대한 집행으로 분류되는바 금전집행은 ㉠ 압류, ㉡ 현금화, ㉢ 배당의 절차를 거친다. 비금전집행의 경우(예컨대 당사자 사이에 특정일자에 채굴한 비트코인 등 특정 가상통화의 수수가 직접적인 목적일 경우)라면 대상물인 암호화자산은 특정한 동산이나 대체물의 일정한 수량

52) 김홍기, “최근 디지털 가상화폐 거래의 법적 쟁점과 운용방안 - 비트코인 거래를 위주로,” 증권법연구 제15권 제3호 (2014) 참조.

53) 이근우, “텔레그램, 카카오, 라인, 라쿠텐, 그리고 ICO” 법률신문 2018. 4. 9.자 오피니언 기사
자세한 내용은, <https://www.lawtimes.co.kr/Legal-Opinion/Legal-Opinion-View?serial=141949>

54) 금융위원회는 2018년 10월 24일 보도자료를 통해, 일명 “가상통화펀드” 관련 투자자 유의사항을 밝히면서, 최근 일부 업체가 불특정 다수의 투자자로부터 모은 가상통화를 ICO 및 기존 가상통화에 운용하고 만기에 그 수익을 배분하는 형태의 상품을 판매하면서, 여기에 “펀드(일명 가상통화펀드)”라고 지칭하고 있으나 자본시장법에 따른 펀드가 아니며 자본시장법 위반 소지가 있어 투자에 각별히 유의할 것을 명시하고 있다(금융위원회, “일명 “가상통화펀드” 관련 투자자 유의사항” 2018. 10.24. 보도참고자료. 원래 자본시장법상 모든 펀드는 금융감독원에 등록하여야 하고 공모펀드는 증권신고서를 제출하여야 하며, 펀드를 운용하는 자산운용사와 이를 판매하는 펀드판매회사는 요건을 갖추어 금융위원회의 인가를 받아야 하고 투자자 보호를 위해 건전성규제와 영업행위 규제를 준수하여야 하는 반면, 이러한 가상통화펀드는 집합투자업의 외형구조를 갖추고 펀드라는 명칭을 사용하고 있으나 자본시장법에 따라 설정된 펀드가 아니어서 자본시장법 위반의 소지가 있다.
http://www.fsc.go.kr/info/ntc_news_view.jsp?bbsid=BBS0030&page=1&sch1=&sword=&r_url=&menu=7210100&no=32742.

이 아니므로 동산인도청구의 집행(민사집행법 제257조)의 대상이 될 수 없고 상대방의 협력을 요하는 비대체적 작위채권의 집행으로 분류할 가능성이 있는바, 이 경우에는 간접강제의 방식(민사집행법 제261조)을 취하게 된다고 보고 있다.⁵⁵⁾

따라서 민사상 강제집행을 어떠한 방식으로 할 것인지조차 고민스러운 부분이다. 특히 중국적으로는 현금화가 필요한데 속칭 거래소라는 취급업체를 통해 이를 매각할 수 있다고 보기 위해 먼저 이 점에 대한 법적 근거를 둘 필요가 있는바 시급히 법제를 정비할 필요가 있다. 아직 정부 당국에서 가상통화 관련된 법제조차 정비하지 않은 상황에서 거래소를 통한 매각에 의한 현금화 방식을 허용하기에는 시기상조가 아닐까 싶다.

나아가 형사적으로도 많은 논점이 있을 수 있는바, 음란물유포 인터넷사이트를 운영하면서 정보통신망 이용촉진 및 정보보호 등에 관한 법률(이하 '정보통신망법'이라 한다) 위반(음란물유포)죄와 도박개장방조죄에 의하여 비트코인(Bitcoin)을 취득한 사안에서는 비트코인이 범죄수익은닉의 규제 및 처벌 등에 관한 법률에서 규정하고 있는 '재산'에 해당하여 몰수할 수 있는지가 크게 다투어졌었다.

이에 2018년 5월 30일 대법원은 다음과 같이 판시하면서, 비트코인도 일종의 무형 재산으로 보아 그 몰수를 허용한 바 있다.⁵⁶⁾

“가. 피고인으로부터 압수한 비트코인(Bitcoin)을 몰수할 수 없다는 주장에 관한 판단

- 1) 범죄수익은닉의 규제 및 처벌 등에 관한 법률(이하 '범죄수익은닉규제법'이라 한다)은 국제적 기준에 맞는 자금세탁방지 제도를 마련하고 범죄수익의 몰수·추징에 관한 특례를 규정함으로써 특정범죄를 조장하는 경제적 요인을 근원적으로 제거하여 건전한 사회질서의 유지에 이바지함을 목적으로 제정된 법률이다. 특정범죄를 직접 처벌하는 형법 등을 보충함으로써 중대범죄를 억제하기 위한 형사법 질서의 중요한 일부를 이루고 있다.

55) 윤배경, 앞의 글, 11면. 단 이 때의 문제는 압류명령을 통하여 채무자가 가상화폐 거래에 필요한 지갑 및 키 파일(key file) 등에 대한 처분금지까지 가능한지 여부다. 이론적으로, 가상화폐 보유자가 블록체인을 통하여 P2P 방식으로 가상화폐를 제3자에게 이전하는 것을 거래소가 관여할 수 없기 때문이다(거래소 이용약관은 이를 '자율거래'라고 하는데, 가상화폐를 전달하는 과정에서 거래소의 참여 없이 판매자와 구매자가 서로 지정한 방법을 통해 거래하는 것으로 정의하고 있다). 현재로서는 거래소가 압류명령에 의하여 채무자의 가상화폐 거래 정보에 대한 접근이나 처분을 금지, 정지하여야 할 법적 근거는 희박해 보인다. 다만, 거래소가 채무자와 체결한 이용약관에 기하여 채무자에게 개설된 거래계정 전체를 포함한 거래를 정지할 수 있다면 이에 따른 금지명령이 수용될 여지가 있다. …(생략) 대부분의 거래소 이용약관이 거래소의 '운영정책', '관리자의 판단'에 맡기고 있고 그 이유도 타인의 서비스 ID 및 비밀번호 도용, 타인의 명예 훼손, 컴퓨터 바이러스 유통, 정보의 무단 복사 등 공공질서 및 미풍양속의 저해 등으로 제한되어 있다.(윤배경, 앞의 글, 11면 참조).

56) 대법원 2018. 5. 30. 선고 2018도3619 판결[아동·청소년의성보호에관한법률위반(음란물제작·배포등)·국민체육진흥법위반·전자금융거래법위반·정보통신망이용촉진및정보보호등에관한법률위반(음란물유포)·도박개장방조]. 그 밖에도 피고인이 범죄수익은닉규제법에 정한 중대범죄의 범죄행위에 의하여 비트코인 형태로 취득하였다가 현금으로 환전한 2억 원에 대해서도 범죄수익으로 인정하여 이를 추징한 원심의 판단에 법리 오해가 없다고 지지하였다.

- 2) 범죄수익은닉규제법은 “중대범죄에 해당하는 범죄행위에 의하여 생긴 재산 또는 그 범죄행위의 보수로 얻은 재산”을 범죄수익으로 규정하고[제2조 제2호 (가)목], 범죄수익을 몰수할 수 있다고 규정한다(제8조 제1항 제1호). 그리고 범죄수익은닉규제법 시행령은 “은닉재산이란 몰수·추징의 판결이 확정된 자가 은닉한 현금, 예금, 주식, 그 밖에 재산적 가치가 있는 유형·무형의 재산을 말한다.”라고 규정하고 있다(제2조 제2항 본문).
- 3) 위와 같은 범죄수익은닉규제법의 입법 취지 및 법률 규정의 내용을 종합하여 보면, 범죄수익은닉규제법에 정한 중대범죄에 해당하는 범죄행위에 의하여 취득한 것으로 재산적 가치가 인정되는 무형재산도 몰수할 수 있다.
- 4) 한편 범죄수익은닉규제법 [별표] 제1호 (사)목에서는 형법 제247조의 죄를, [별표] 제24호에서는 정보통신망 이용촉진 및 정보보호 등에 관한 법률(이하 ‘정보통신망법’이라 한다) 제74조 제1항 제2호의 죄를 중대범죄로 규정하고 있다. 따라서 피고인의 정보통신망법 위반(음란물유포)죄와 도박개장방조죄는 범죄수익은닉규제법에 정한 중대범죄에 해당한다.
- 5) 피고인이 범죄수익은닉규제법에 정한 중대범죄에 해당하는 정보통신망법 위반(음란물유포)죄와 도박개장방조죄에 의하여 취득한 비트코인은 재산적 가치가 있는 무형의 재산이라고 보아야 한다. 그 이유는 다음과 같다. ① 비트코인은 경제적인 가치를 디지털로 표상하여 전자적으로 이전, 저장 및 거래가 가능하도록 한, 이른바 ‘가상화폐’의 일종이다. ② 피고인은 음란물유포 인터넷사이트인 “OOOOOOO.com”(이하 ‘이 사건 음란사이트’라 한다)을 운영하면서 사진과 영상을 이용하는 이용자 및 이 사건 음란사이트에 광고를 원하는 광고주들로부터 비트코인을 대가로 지급받아 재산적 가치가 있는 것으로 취급하였다.
- 6) 이 사건 몰수의 대상인 비트코인은 특정되어 있다.
- 7) 따라서 피고인이 범죄수익은닉규제법에 정한 중대범죄에 의하여 취득한 비트코인을 몰수할 수 있다고 본 원심의 판단은 앞서 본 법리에 따른 것으로서 정당하고, 원심의 판단에 상고이유 주장과 같이 몰수의 대상에 관한 법리를 오해한 잘못이 없다.”

한편 앞서 본 동경지방법판소의 위 판결로 인해 가상통화 전반에 대한 규제가 논란이 되자 일본은 매우 신속하게 2016년 5월 25일 자금결제법을 개정하면서 가상통화를 ‘통화’로 자리매김하였고, 새로이 거래소 등록제를 도입하고 고객 자산과 거래소 자산의 분별관리를 의무화하여 논란에 종지부를 찍었다.

IV. 결: 지배구조 관련 새로운 법적 논의의 시작

지금까지 상법은 회사 경영을 중앙의 조직인 경영자(대표이사)와 이사회를 중심으로 설계하여 경영의 효율과 전문화를 추구하면서도 주주-경영자 사이에 야기되는 정보비대칭성과 감시의 불완전성 등의 대리인문제를 해결하기 위한 틀로써 주주에 의한 통제 및 감시권한을 강화하는 방향으로 기업지배구조에 대한 논의가 전개되었다.

그러나 블록체인기반의 기술을 중심으로 더 발전한다면 앞으로의 기업지배구조론은 새로운 국면을 맞이할 지도 모른다.

탈중앙화(분산) 자율조직(Decentralized Autonomous Organization: DAO) 기반에 의한 서비스가 블록체인 기술을 통해 구현되어 이른바 분산자율기업(Decentralized Autonomous Corporation/Company: 'DAC')이 되면, 정관 목적에 따른 사업을 수행하기 위하여 별도의 인적 조직이 필요한 것이 아니라 온라인상 조직, 예컨대 조직의 관리자를 영리목적에 따라 실행되는 프로그램(프로토콜)이나 인공지능(Artificial Intelligence: AI)으로 하여 인적 조직의 자동화 내지는 탈중앙성을 시도할 수 있다.⁵⁷⁾

또 전 세계의 투자자를 대상으로 한 기업공개(공개상장)가 가능하게 될 수 있고, 또 이 경우 전 세계에 흩어진 수천만 명의 주주들이 주주권을 직접 행사하면서 회사를 경영하는 방식도 가능할 수 있다.⁵⁸⁾

블록체인 기반 하에서 그 프로그램 등이 정관의 목적을 잘 반영하고 있다면 대리인이 존재하지 않음으로 인해 직접적인 이해관계가 없는 제3자(대리인)에 의한 왜곡된 판단이 발생하지 않으므로 회사의 자산이나 사업기회를 임의로 유용하기 어려워질 것이며, 그 기업이 창출한 부는 그대로 투자자인 모든 주주들에게 내부적인 분배시스템에 의해 배분될 것이며 목표했던 프로젝트 등의 종료시 회사 해산이나 매각도 훨씬 용이하게 이루어질 것이다. 이제까지 우리가 생각했던 것과는 완전히 다른 방식의 기업이 출현하기까지 과연 어느 정도의 시간이 필요할까? 향후 10년 안에 이것을 목격하고 경험할 것 같다면 과장일까.

발전된 블록체인 기반의 기술에 의해 이루어진 기업이라면 종전과 같이 경영진의 대리인문제, 한국 특유의 재벌일가를 위한 편법적인 경영권 승계 문제 등의 논의도 해당 코드와 알고리즘의 문제로 대체될 것으로 예상되며 주주들이 이러한 코드와 알고리즘에 대한 통제권을 어떻게 행사할 것인지의 문제가 더 중요해 질 것이다. 블록체인 기반

57) 김은수, “블록체인 및 분산원장 기술 수용에 관한 법적 연구” IT와 법연구 제16집 (경북대학교 IT와 법 연구소, 2018. 2.), 137면.

58) 김은수, 122-123면 각주 7의 지적도 같은 취지이다.

의 경영플랫폼이 가능한 세상에서는 더 이상 대리인이 필요 없으므로 이론상 주주, 자본, 그리고 필요한 소프트웨어 등의 요소만으로도 기업이 존재할 수 있게 되고 이러한 기업이 스마트계약 등을 통해 거래가 이루어진다면 그에 따른 부작용이나 분쟁가능성에 대비하여 앞으로 법적인 연구가 더욱 필요해 질 것으로 보인다. 새로운 상거래 및 금융 환경에 대응할 준비가 필요하다.

시작이 반이라고 하지만, 이미 기술은 앞질러 뛰어가기 시작했으므로 시작한 것만으로는 부족하고 선두주자는 아니더라도 적어도 시대적 흐름에 보조를 맞추기 위해서라도 많은 관심과 연구가 절실하다.

그러므로 전통적 시스템을 토대로 전개된 종래의 법리에 머물 것이 아니라, 이를 지속적으로 발전시켜 시대에 맞는 합리적이고도 타당한 법리를 연구하는 것은 법학을 공부하는 우리 모두의 숙제이자 책무이다. 현재 통용되는 법률의 내용이 무엇인가만 탐구할 것이 아니라, 시대와 사회가 요구하는 정의로운 법률이 무엇인지를 탐구하는 것, 그리고 이 세상을 어떻게 하면 정당한 세상으로 만들 것인가를 고민해야 한다. 이것이 정의이고, 법은 정의이기 때문이다.

한국의 에너지/전력 믹스, 기후변화 대응 및 녹색 금융의 현황¹⁾

연구논단 V

오덕교 | 한국기업지배구조원 연구위원

I. 서론

오늘날 다수의 국가들은 파리협약에 따라 이산화탄소를 적게 발생하는 원자력 및 신재생에너지를 이용하여 온실가스 배출을 효율적으로 감축하고자 노력하고 있다. 2015년 현재 한국은 국내총생산 기준 세계 10위의 경제규모이지만 전기 소비량은 8위를 기록하고 있으며(한국에너지관리공단, 2018), 2008년부터 본격적으로 녹색성장을 추진하였다. 정부는 녹색성장과 녹색산업의 발전을 뒷받침하기 위하여 2009년부터 녹색금융을 추진하기 시작하였다. 녹색금융정책의 일환으로, 녹색저축에 대한 비과세 혜택이 마련되었고²⁾, 환경정보공개제도(Environmental information disclosure)와 배출권거래제(ETS: Emission Trading Scheme)가 각각 2013년과 2015년에 도입되었다. 환경정보공개제도는 일반 대중에게 기업의 환경성적을 공개하여 투자자들로 하여금 기업의 환경성적을 이해하고, 평가하고, 선택적으로 투자할 수 있도록 마련되었고, 배출권거래제는 자본시장 메커니즘을 이용하여 기업들의 효과적인 온실가스 감축을 도모하기 위하여 마련되었다. 또한 2016년 자본시장에서 한국 스투어드십 코드(Korea Stewardship Code)가 마련됨에 따라 기관투자자의 '관여(engagement)' 활동이 기업들의 효과적인 온실가스 감축에 기여할 것으로 기대되고 있다(UN Environment, 2017).

- 1) 본 원고는 2018년 아시아개발은행 연구원(Asian Development Bank Institute)의 Working Paper Series No. 897 "Green Finance in the Republic of Korea"를 한글로 번역하고 일부 내용을 축약 및 업데이트한 것입니다.
- 2) 2014년 1월 1일자로 조세특례제한법의 녹색저축(녹색투자신탁, 녹색예금, 녹색채권)에 대한 과세특례(제91조의 13)가 사라졌다. 이 제도는 2010년 1월 1일 도입되어 2012년 12월 31일 일몰예정이었으나, 녹색저축의 도입을 적극 독려하기 위하여 2013년 1월 1일 녹색산업 재투자비용을 기존의 60%에서 40%로 축소하고 일몰 또한 2년 연장하였다.

최근 들어, 한국에서는 신재생에너지의 확산과 탈원전이 뜨거운 이슈이다. 원자력발전의 안전문제에 대한 우려가 점차 증가함에 따라 정부는 신재생에너지의 사용을 늘리는 반면에 원자력발전은 더 이상 확대하지 않을 것을 결정하였다(신고리 5, 6호기 공론화 위원회, 2017; 이정우·이주영, 2017). 정부는 2030년까지 신재생에너지 발전비중을 20%까지 확대할 계획이나 현재 건설 중인 원자력 발전설비는 매몰비용(sunk cost)이 커 예정대로 건설하기로 결정하였다(국무조정실, 2017). 원자력발전이 이산화탄소 배출량 감축에 도움이 되는 것은 사실이지만³⁾ 원자력 발전비중의 확대를 결정함에 있어 안전문제가 중요한 요소로 작용하였다.

한국에서 (초)미세먼지가 또 하나의 뜨거운 이슈가 되고 있다. 국내 (초)미세먼지의 농도는 지속적으로 증가하여 한국은 이제 OECD 국가 중 초미세먼지 농도가 가장 높은 나라이다(OECD, 2017). 이에 정부는 (초)미세먼지 감소 계획을 마련하여 발표하였다. (초)미세먼지의 주요 발생원 중의 하나는 석탄화력발전설비로 석탄을 태울 때 발생하는 미세먼지가 대기 질을 악화시킴에 따라, 정부는 석탄화력발전 비중을 감소하고 석탄을 신재생에너지원으로 바꾸는 것을 추진하기로 하였다(관계부처 합동, 2016a, 2016b). 우리나라는 궁극적으로 중단기적으로는 에너지 생산설비에서 미세먼지의 발생을 최소화하는 기술의 개발이 필요하고 장기적으로는 에너지 생산시스템을 친환경적으로 전환하는 기술의 개발이 필요하다(이정우·이주영, 2017). 또한 사람들이 환경적 또는 기후 변화 이슈들에 대한 적극적인 자세를 취하여 효율적으로 에너지를 소비하도록 할 필요가 있다(김진호, 2016).

이러한 상황 속에서, 국가 단위의 녹색성장과 녹색금융 정책을 확인하고 온실가스 감축을 통한 저탄소 녹색성장을 지원하는 녹색금융의 역할을 살펴볼 필요가 있다.

II. 기후변화 대응 정부 대책

정부는 1998년부터 기후변화에 대응하기 위하여 노력해 왔다. 1998년에 1999~2001년 기후변화협약 대응 종합대책이 처음 만들어졌으며, 2005~07년에 대한 제3차 대책까지 마련되었다(한국에너지공단, 2017). 제1~3차 종합대책은 온실가스 감축을 위한 기반 구축에 초점을 맞추었으며, 2008년에는 향후 5년에 대한 기후변화대응 종합기본계획이

3) 원자력발전 비중이 1% 증가함에 따라 인당 이산화탄소 배출량은 0.26~0.32% 감소하고 한 원자력 발전설비로부터의 사회적 이익은 13~20조원으로 추정됨(이상림·이지웅, 2016).

수립되었다(관계부처 합동, 2016c). 제1차 녹색성장 5개년 계획은 국가 녹색성장 전략에 대해 효율적이고 시스템적으로 접근하기 위하여 2009년에 발표되었고, 제2차 계획은 2014년에 마련되었다. 2015년에 정부는 ‘Post 2020 온실가스 감축목표 설정 추진계획’을 마련하여 온실가스 감축목표를 재설정하였다. 가장 최근에 마련된 계획은 2016년 12월에 발표한 제1차 기후변화 대응 기본계획이다. 본고에서는 정부가 2014년 발표한 제2차 녹색성장 5개년 계획과 2016년 발표한 제1차 기후변화 대응 기본 계획을 중심으로 정부대책을 살펴보고자 한다.

1. 제2차 녹색성장 5개년 계획 (국무조정실, 2014)

제1차 녹색성장 5개년 계획은 녹색성장을 위한 시스템 구축에 초점을 맞추어 실행되었다. 1차 계획 하에서 저탄소녹색성장기본법, 스마트그리드법, 녹색건물법, 배출권거래제법, 기후변화 대응계획, 지속가능발전 기본 계획 등의 법제가 마련되었다. 또한 2010년에 온실가스에너지 목표관리제가 도입되었고, 2012년에는 RPS(Renewable Portfolio Standard) 제도가 신설되어 시행되었다. 목표관리제의 적용을 받은 기업들의 온실가스 배출량 감축은 기존의 온실가스 감축목표를 상회한 것으로 나타났으나(환경부, 2014), 온실가스 배출량의 증가 추세 및 녹색산업의 비활성화, 정부주도 및 공급 중심의 정책, 이해관계자 소통과 사회적 평등에 대한 고려의 부족 등의 이유로 성과 개선의 한계를 보였다는 지적을 받았다(국무조정실, 2014).

제2차 계획은 1차 계획을 보완하고 포용적 녹색성장(inclusive green growth)의 방침 아래 저탄소 경제구조 및 사회구조를 정착시키기 위하여 마련되었으며, 효과적 온실가스 감축, 지속가능한 에너지체계 구축, 녹색 창조산업 생태계 조성, 지속가능 녹색사회 구현, 글로벌 녹색 협력 강화 등의 5개 정책 방향으로 구성되어 있다.

효과적인 온실가스 감축을 위하여, 산업계 온실가스 감축율을 설정하여 일부 주요산업(철강, 시멘트 제조, 석유화학, 전기전자, 전자표시장치 등)에 대하여 구체적인 온실가스 감축량 목표를 제시하였다.⁴⁾

4) 실제로 철강 및 석유화학 산업은 에너지 소비량이 높아 산업 전반의 에너지 효율성을 저해하고 있는 실정이다(김태현·임덕오·김윤경, 2015).

〈표 1〉 주요 산업별 온실가스 감축 목표

| 구분 | 연도별 목표 | | | | | |
|--|--------|-------|--------|--------|--------|--------|
| | 2014년 | 2015년 | 2016년 | 2017년 | 2018년 | |
| BAU(Business As Usual) 대비 산업계 온실가스 감축률 (%) | 1.7 | 7.9 | 9.7 | 11.6 | 13.7 | |
| 산업별 온실가스 감축량 (천 tCO ₂ e) | 철강 | 206 | 2,383 | 3,313 | 4,264 | 5,282 |
| | 시멘트 | 206 | 2,383 | 3,313 | 4,264 | 5,282 |
| | 석유화학 | 408 | 1,543 | 2,010 | 2,628 | 3,246 |
| | 전기·전자 | 2,356 | 12,808 | 15,194 | 17,595 | 20,103 |
| | 전자표시장치 | 1,409 | 7,500 | 9,986 | 13,125 | 17,120 |

출처 : 국무조정실 (2014)

수송 부문에서는 온실가스 배출량의 감축을 위하여 저탄소 녹색 물류시스템의 구축, 높은 에너지 효율의 저탄소 차량의 제작과 사용의 강화, 대중교통의 개선, 무동력 및 무탄소 운송수단의 사용 확대 등을 추진하였다.

정부는 전력 분산을 확대하기 위하여 노력해 왔다. 분산 전력원의 필요성이 중요해짐에 따라 산업단지 내에 개별 발전설비의 설치를 유도하고, 지역 집단에너지 공급을 확대하고, 분산 신재생에너지를 확산하였다(산업통상자원부, 2014, 2015; 박명덕·정연제, 2016).

본래 2차 계획에서는 에너지 안전성, 온실가스 배출량 감축 등을 고려하여 신재생에너지의 보급률을 2012년 3.18%에서 2035년 11%로 확대할 예정이었으나, 현 정부는 2030년까지 신재생에너지의 보급률을 20%로 확대할 것임을 발표하였다(국무조정실, 2017).

이밖에도 2차 계획 하에서 전력 부문에서는 RPS, 빌딩건축 부문에서는 RHO(Renewable Heat Obligation), 수송 부문에서는 RFS(Renewable Fuel Standard)가 각각 2012, 2015, 2016년에 도입되었다.

2. 기후변화 대응 기본계획 (관계부처 합동, 2016c)

2015년 6월, 한국정부는 UN에 INDC(Intended National Determined Contributions)를 제출하였다. 2030년까지 BAU(Business As Usual) 대비 37% 감축이라는 온실가스 감축 목표와 주요 섹터별 온실가스 감축 목표는 아래 〈표 2〉에 정리하였다(관계부처 합동, 2015).

한국의 온실가스 감축목표는 본래 2009년 11월에 2020년까지 BAU 대비 온실가스 배출량 30% 감축으로 설정되었으며, 이는 IPCC(Intergovernmental Panel of Climate Change)의 개발도상국 대상 권고 중 최상위 수준이었다. 따라서 2015년 마련한 감축 목표가 “no backsliding” 원칙을 위배했다는 논란이 있었다(최준영, 2015; 국회 입법 조사처, 2017). 우리나라의 INDC는 누적 감축량 비중 또는 GDP 비중 등의 비중 지표

를 사용할 때에는 도전적이라고 할 수 있지만, 세계 평균 대비 인당 배출량과 같은 상대적 지표를 사용할 때에는 덜 도전적이라는 평가를 받고 있다(오진규, 2016).

〈표 2〉 주요 부문별 온실가스 배출량 감축 목표

| 영역 | 감축량(백만 tCO ₂ e) | 감축율 (%) |
|---------|----------------------------|---------|
| 전환 | 64.5 | 7.6 |
| 산업 | 56.4 | 6.6 |
| 건물 | 35.8 | 4.2 |
| 에너지 신산업 | 28.2 | 3.3 |
| 수송 | 25.9 | 3 |
| 공공·기타 | 3.6 | 0.4 |
| 폐기물 | 3.6 | 0.4 |
| 농축산 | 1 | 0.1 |
| 국내 감축량 | 219 | 25.7 |
| 해외 감축량 | 96 | 11.3 |

출처 : 관계부처 합동 (2016c)

정부는 저탄소녹색성장기본법에 따라 2016년 12월 향후 20년, 즉 2017~36년에 대한 제1차 기후변화대응 기본계획을 제정하였다. 이는 기후변화에 효과적으로 대응하고 국가차원에서 에너지 과다 소비에서 저탄소 시스템으로의 경제구조를 전환하도록 하는 중장기 비전과 정책방향을 제시하였고, 우리 경제에 긍정적으로 작용할 신 기후변화 체제를 위하여 마련되었다. 기업들이 기후변화대응을 부담으로 인식하고 정부정책에 소극적인 자세를 취함에 따라 한국정부는 기업들이 시장 선도의 기회로 이용할 수 있는 신 기술 및 신산업의 개발을 적극 지원할 예정이다.

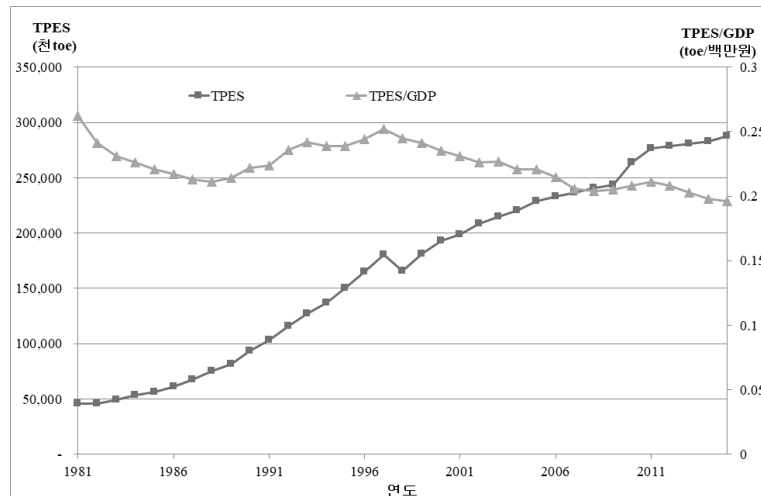
2030년까지 'BAU 대비 37% 감축'이라는 국가 온실가스 감축목표를 달성하기 위하여, 기본계획 내에 세부 시행계획 로드맵을 마련하여 국가차원의 목표를 달성하고 저탄소 정책으로 전환하고자 한다. RPS 의무비율을 2020년에 7%까지 상향조정하고, 정부 지원은 신재생에너지의 보급에 초점을 맞추고, 신재생에너지 설비에 대해서는 대출이자율을 낮추어 주는 방식으로 지원하고, 친환경 연료 사용은 RFS에서 재생연료 혼합 의무비율을 2020년에 3%로 강화하며, 자발적인 에너지 절약을 유도하기 위해 소비자들이 절약한 전기를 팔 수 있는 메가와트시장을 촉진시킬 예정이다.

Ⅲ. 한국의 에너지/전력 믹스 및 온실가스 배출 현황

1. 에너지 믹스

총 1차 에너지 공급량(TPES : Total primary energy supply)은 1981년 이후 아시아 금융위기가 있었던 1998년을 제외한 전 연도에서 지속적으로 증가하여 2016년에 287.5백만 toe이었으며, 이는 1981년 대비 6.3배에 달한다(아래 <그림 1> 참조). 더불어, GDP 대비 TPES 비율은 1997년 이후 계속 감소하고 있고 이는 GDP 성장률이 TPES의 성장률보다 높기 때문이다.

<그림 1> TPES 추이



출처 : 에너지경제연구원(2018)

석유와 석탄은 한국 에너지원에서 가장 큰 비중을 차지하고 있다. 석유의 비중은 1994년에 62.9%로 가장 높았으며 그 이후 감소하여 2016년에는 40.1%가 되었다. 반면에 석탄의 비중은 1994년 이후 지속적으로 증가하여 2016년 27.8%에 달하였다(석탄의 비중은 1985년에 39.1%로 가장 높았음). 아래 <표 3>에서 보듯이, 1980년대 석탄의 비중은 원자력의 비중이 증가하면서 감소하였다. 액화천연가스(LNG)는 1986년에 처음 에너지원으로 도입되어 2016년에 15.4%의 비중을 보이고 있다. 석탄 화력발전설비를 추가로 건설하지 않고 현존하는 석탄 화력발전설비의 연료를 석탄에서 LNG 또는 친환경 연료로 전환하고, 재생에너지원의 사용을 확대하는 정책기조에 따라 향후 LNG 및 재생에너지원 비중이 빠르게 증가할 것으로 예상된다.

〈표 3〉 에너지원 비중 추이

| 연도 | 석탄 | 석유 | LNG | 수력 | 원자력 | 신재생 | 연도 | 석탄 | 석유 | LNG | 수력 | 원자력 | 신재생 |
|------|-------|-------|------|------|-------|------|------|-------|-------|-------|------|-------|------|
| 1981 | 33.3% | 58.1% | 0.0% | 1.5% | 1.6% | 5.5% | 1999 | 21.0% | 53.6% | 9.3% | 0.8% | 14.2% | 1.0% |
| 1982 | 33.9% | 57.7% | 0.0% | 1.1% | 2.1% | 5.3% | 2000 | 22.2% | 52.0% | 9.8% | 0.7% | 14.1% | 1.1% |
| 1983 | 33.4% | 55.9% | 0.0% | 1.4% | 4.5% | 4.8% | 2001 | 23.0% | 50.6% | 10.5% | 0.5% | 14.1% | 1.2% |
| 1984 | 37.1% | 51.6% | 0.0% | 1.1% | 5.5% | 4.7% | 2002 | 23.5% | 49.1% | 11.1% | 0.6% | 14.3% | 1.4% |
| 1985 | 39.1% | 48.2% | 0.0% | 1.6% | 7.4% | 3.6% | 2003 | 23.8% | 47.6% | 11.2% | 0.8% | 15.1% | 1.5% |
| 1986 | 38.0% | 46.4% | 0.1% | 1.6% | 11.5% | 2.4% | 2004 | 24.1% | 45.7% | 12.9% | 0.7% | 14.8% | 1.8% |
| 1987 | 34.8% | 43.7% | 3.1% | 2.0% | 14.5% | 1.9% | 2005 | 24.0% | 44.4% | 13.3% | 0.6% | 16.1% | 1.7% |
| 1988 | 33.4% | 47.0% | 3.6% | 1.2% | 13.3% | 1.5% | 2006 | 24.3% | 43.6% | 13.7% | 0.6% | 15.9% | 1.9% |
| 1989 | 30.0% | 49.6% | 3.2% | 1.4% | 14.5% | 1.3% | 2007 | 25.2% | 44.6% | 14.7% | 0.5% | 13.0% | 2.0% |
| 1990 | 26.2% | 53.8% | 3.2% | 1.7% | 14.2% | 0.9% | 2008 | 27.4% | 41.6% | 14.8% | 0.5% | 13.5% | 2.2% |
| 1991 | 23.7% | 57.5% | 3.4% | 1.2% | 13.6% | 0.6% | 2009 | 28.2% | 42.1% | 13.9% | 0.5% | 13.1% | 2.3% |
| 1992 | 20.4% | 61.8% | 3.9% | 1.0% | 12.2% | 0.6% | 2010 | 29.2% | 39.5% | 16.3% | 0.5% | 12.1% | 2.3% |
| 1993 | 20.4% | 61.9% | 4.5% | 1.2% | 11.5% | 0.6% | 2011 | 30.2% | 38.0% | 16.7% | 0.6% | 12.0% | 2.4% |
| 1994 | 19.4% | 62.9% | 5.6% | 0.7% | 10.7% | 0.7% | 2012 | 29.1% | 38.1% | 18.0% | 0.6% | 11.4% | 2.9% |
| 1995 | 18.7% | 62.5% | 6.1% | 0.9% | 11.1% | 0.7% | 2013 | 29.2% | 37.8% | 18.7% | 0.6% | 10.4% | 3.2% |
| 1996 | 19.5% | 60.5% | 7.4% | 0.8% | 11.2% | 0.7% | 2014 | 29.9% | 37.1% | 16.9% | 0.6% | 11.7% | 3.9% |
| 1997 | 19.3% | 60.4% | 8.2% | 0.7% | 10.7% | 0.7% | 2015 | 29.8% | 38.1% | 15.2% | 0.4% | 12.1% | 4.5% |
| 1998 | 21.7% | 54.6% | 8.3% | 0.9% | 13.5% | 0.9% | 2016 | 27.8% | 40.1% | 15.4% | 0.5% | 11.6% | 4.6% |

출처 : 에너지경제연구원(2018)

산업, 가정 및 상업, 수송, 공공 등의 섹터별로 최종 에너지 소비량을 살펴본 결과, 산업 섹터는 가장 많은 에너지를 소비하는 섹터로 2016년 138.5백만 toe를 소비하였고, 수송 섹터가 두 번째로 많은 약 43백만 toe의 에너지를 소비하였으며 가정 및 상업 섹터는 38.3백만 toe의 에너지를 소비한 것으로 나타났다. 산업 섹터는 철강과 석유화학 같은 에너지 집약도가 높은 산업들의 성장으로 인하여 에너지 소비량이 크게 증가해왔다(IEA(International Energy Agency), 2013).

〈표 4〉 섹터별 에너지 소비량 추이

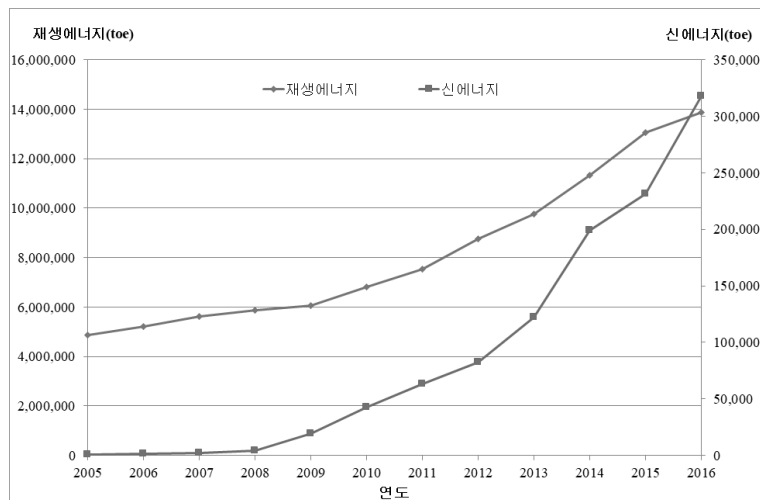
(단위 : 천 toe)

| 연도 | 산업 | 가정 및 상업 | 수송 | 공공 | 연도 | 산업 | 가정 및 상업 | 수송 | 공공 |
|------|---------|---------|--------|-------|------|---------|---------|--------|-------|
| 2005 | 94,370 | 36,861 | 35,559 | 4,068 | 2011 | 127,005 | 37,542 | 36,875 | 4,560 |
| 2006 | 97,237 | 35,987 | 36,527 | 3,836 | 2012 | 128,451 | 37,884 | 37,143 | 4,769 |
| 2007 | 104,332 | 35,916 | 37,068 | 4,143 | 2013 | 130,379 | 37,408 | 37,330 | 5,178 |
| 2008 | 106,477 | 36,225 | 35,793 | 4,100 | 2014 | 135,331 | 35,539 | 37,636 | 5,336 |
| 2009 | 106,235 | 35,722 | 35,930 | 4,295 | 2015 | 135,713 | 36,603 | 40,292 | 5,753 |
| 2010 | 117,046 | 37,256 | 36,938 | 4,483 | 2016 | 138,469 | 38,261 | 42,714 | 6,237 |

출처 : 에너지경제연구원(2018)

마지막으로 신재생에너지의 생산량은 지속적으로 증가하고 있으며, 우리나라에서는 신에너지보다 재생에너지 생산량이 훨씬 더 많다(아래 <그림 2> 참조). 재생에너지는 태양열, 태양광, 풍력, 수력(2003년 이후 10MW이상의 대규모 수력발전 포함, 펌프저장 수력은 제외), 조력, 지열, 바이오, 폐기물로 구성되며, 바이오는 바이오가스, LFG(landfill gas), 바이오디젤, 우드 칩 & 펠릿, 성형탄, 임산연료, 폐목재, 흑액, 하수슬러지 고형연료, 바이오 SRF(solid refuse fuel), 바이오 중유로 구성되고, 폐기물은 폐가스, 산업폐기물, 생활폐기물, 대형 도시 쓰레기, 시멘트 킬린 보조연료, RDF(refuse-derived fuel), RPF(refuse plastic fuel), TDF(tire-derived fuel), SRF, 정제연료유, 폐목재로 구성되며, 신에너지는 연료전지와 IGCC(Integrated gasification combined cycle)을 포함한다(에너지경제연구원, 2017).

<그림 2> 신재생에너지 생산량 추이



출처 : 에너지경제연구원(2018)

재생에너지원 중에서 폐기물은 2016년에 가장 큰 비중(63.1%)을 차지하였으며, 바이오가 20%로 두 번째로 비중이 높다. 폐기물은 2008년에 78%로 가장 큰 비중을 보였으며, 바이오는 2014년에 24.9%의 가장 높은 비중을 보였다. 수력의 비중은 2004년 23.6%에서 2016년 4.4%로 크게 감소하였다. 태양열과 수력을 제외한 재생에너지원의 사용은 향후에도 지속적으로 증가할 것으로 판단된다.

〈표 5〉 재생에너지원의 비중 추이

(단위 : toe)

| 연도 | 2005 | 2006 | 2007 | 2008 | 2009 | 2010 | 2011 | 2012 | 2013 | 2014 | 2015 | 2016 |
|-----|-----------|-----------|-----------|-----------|-----------|-----------|-----------|-----------|-----------|-----------|-----------|-----------|
| 태양열 | 34,729 | 33,018 | 29,375 | 28,036 | 30,669 | 29,257 | 27,435 | 26,259 | 27,812 | 28,485 | 28,469 | 28,495 |
| | (0.7%) | (0.6%) | (0.5%) | (0.5%) | (0.5%) | (0.4%) | (0.4%) | (0.3%) | (0.3%) | (0.3%) | (0.2%) | (0.2%) |
| 태양광 | 3,600 | 7,756 | 15,325 | 61,128 | 121,731 | 166,152 | 197,198 | 237,543 | 344,451 | 547,430 | 849,379 | 1,092,832 |
| | (0.1%) | (0.1%) | (0.3%) | (1.0%) | (2.0%) | (2.4%) | (2.6%) | (2.7%) | (3.5%) | (4.8%) | (6.5%) | (7.9%) |
| 풍력 | 32,472 | 59,728 | 80,763 | 93,747 | 147,351 | 175,644 | 185,520 | 192,674 | 242,354 | 241,847 | 283,455 | 355,340 |
| | (0.7%) | (1.1%) | (1.4%) | (1.6%) | (2.4%) | (2.6%) | (2.5%) | (2.2%) | (2.5%) | (2.1%) | (2.2%) | (2.6%) |
| 수력 | 918,504 | 867,058 | 780,899 | 660,148 | 606,629 | 792,294 | 965,373 | 814,933 | 892,232 | 581,186 | 453,787 | 603,244 |
| | (18.8%) | (16.6%) | (13.9%) | (11.3%) | (10.0%) | (11.6%) | (12.8%) | (9.3%) | (9.1%) | (5.1%) | (3.5%) | (4.4%) |
| 해양 | - | - | - | - | - | 223 | 11,246 | 98,310 | 102,077 | 103,848 | 104,731 | 104,562 |
| | (0.0%) | (0.0%) | (0.0%) | (0.0%) | (0.0%) | (0.0%) | (0.1%) | (1.1%) | (1.0%) | (0.9%) | (0.8%) | (0.8%) |
| 지열 | 2,558 | 6,208 | 11,114 | 15,726 | 22,126 | 33,449 | 47,833 | 65,277 | 86,959 | 108,472 | 135,046 | 162,047 |
| | (0.1%) | (0.1%) | (0.2%) | (0.3%) | (0.4%) | (0.5%) | (0.6%) | (0.7%) | (0.9%) | (1.0%) | (1.0%) | (1.2%) |
| 수열 | - | - | - | - | - | - | - | - | - | - | 4,791 | 5,989 |
| | (0.0%) | (0.0%) | (0.0%) | (0.0%) | (0.0%) | (0.0%) | (0.0%) | (0.0%) | (0.0%) | (0.0%) | (0.0%) | (0.0%) |
| 바이오 | 181,275 | 274,482 | 370,159 | 426,760 | 580,419 | 754,623 | 963,363 | 1,334,724 | 1,558,492 | 2,821,996 | 2,765,657 | 2,765,453 |
| | (3.7%) | (5.3%) | (6.6%) | (7.3%) | (9.6%) | (11.1%) | (12.8%) | (15.2%) | (16.0%) | (24.9%) | (21.2%) | (20.0%) |
| 폐기물 | 3,705,547 | 3,975,272 | 4,319,309 | 4,568,568 | 4,558,131 | 4,862,296 | 5,121,534 | 5,998,509 | 6,502,414 | 6,904,733 | 8,436,217 | 8,742,726 |
| | (76.0%) | (76.1%) | (77.0%) | (78.0%) | (75.1%) | (71.4%) | (68.1%) | (68.4%) | (66.6%) | (60.9%) | (64.6%) | (63.1%) |

※ 괄호 안의 비율은 각 연도별 재생에너지원의 비중을 의미함
출처 : 에너지경제연구원(2018)

2. 전력 믹스

한국의 전력 믹스에 대하여 살펴보면, 주 전력원은 석탄, LNG, 원자력이며, 2016년 이들의 비중은 각각 39.6%, 22.4%, 30.0%이다. 석탄의 비중은 1998년 이후 30%를 초과하여 증가하였으며, 2009년에는 최고치인 44.6%를 기록하였다. 원자력의 비중은 1987년 53.1%로 가장 높았으며, 그 이후 석탄, LNG 등의 연료 사용이 증가하여 계속 감소하였다. 석탄의 대체재인 LNG는 1986년 도입 이후 지속적으로 사용량이 증가하여 현재 우리나라 3대 전력원 중의 하나로 자리 잡았다. 신재생에너지원은 2004년 도입되어 그 비중이 지속적으로 증가하여 2011년 1.5%의 비중을 보였으며, 2016년에 4.2%의 비중을 차지하였다. 한편, 수력의 비중은 1981년 6.7%에서 지속적으로 감소하여 2016년 1.2%를 보였다.

〈표 6〉 전력원별 전력생산량 추이

(단위 : GWh)

| 연도 | 수력 | 원자력 | 집단 | 신재생 | 석탄 화력 | 석유 화력 | LNG 화력 | 합계 |
|------|-------|---------|--------|--------|---------|--------|---------|---------|
| 2000 | 5,610 | 108,964 | 0 | 0 | 97,538 | 26,142 | 28,146 | 266,400 |
| 2001 | 4,151 | 112,133 | 0 | 0 | 110,333 | 28,156 | 30,451 | 285,224 |
| 2002 | 5,311 | 119,103 | 0 | 0 | 118,022 | 25,095 | 38,943 | 306,474 |
| 2003 | 6,887 | 129,672 | 0 | 0 | 120,276 | 26,526 | 39,090 | 322,452 |
| 2004 | 5,861 | 130,715 | 3,553 | 350 | 127,158 | 18,511 | 55,999 | 342,148 |
| 2005 | 5,189 | 146,779 | 2,759 | 404 | 133,658 | 17,733 | 58,118 | 364,638 |
| 2006 | 5,219 | 148,749 | 2,597 | 511 | 139,205 | 16,598 | 68,302 | 381,181 |
| 2007 | 5,042 | 142,937 | 3,085 | 831 | 154,674 | 18,132 | 78,427 | 403,124 |
| 2008 | 5,561 | 150,958 | 5,054 | 1,373 | 173,508 | 10,094 | 75,809 | 422,355 |
| 2009 | 5,641 | 147,771 | 5,827 | 1,791 | 193,216 | 14,083 | 65,274 | 433,604 |
| 2010 | 6,472 | 148,596 | 8,080 | 3,984 | 197,916 | 12,878 | 96,734 | 474,660 |
| 2011 | 7,831 | 154,723 | 12,429 | 7,592 | 200,124 | 12,492 | 101,702 | 496,893 |
| 2012 | 7,652 | 150,327 | 13,061 | 10,563 | 198,831 | 15,156 | 113,984 | 509,574 |
| 2013 | 8,543 | 138,784 | 14,633 | 11,267 | 200,444 | 15,751 | 127,724 | 517,148 |
| 2014 | 7,820 | 156,407 | 0 | 14,695 | 203,446 | 24,950 | 114,654 | 521,971 |
| 2015 | 5,796 | 164,762 | 0 | 20,904 | 204,230 | 31,616 | 100,783 | 528,091 |
| 2016 | 6,634 | 161,995 | 0 | 22,936 | 213,803 | 14,221 | 120,852 | 540,441 |

출처 : 에너지경제연구원(2018)

신재생에너지원에 의한 발전량은 급격하게 증가하고 있으며, 아직까지는 재생에너지의 발전량 비중이 신에너지보다 훨씬 높은 실정이다. 재생에너지에 의한 발전량은 2004년 4,533,603 MWh에서 2016년에는 39,151,720 MWh로 빠르게 증가하였다. 신에너지는 2005년에 도입되어 2,103 MWh의 전력을 생산하였으나 이후 급격히 증가하여 2016년에는 1,504,083 MWh의 발전량을 보였다.

〈표 7〉 신재생에너지원의 발전량 추이

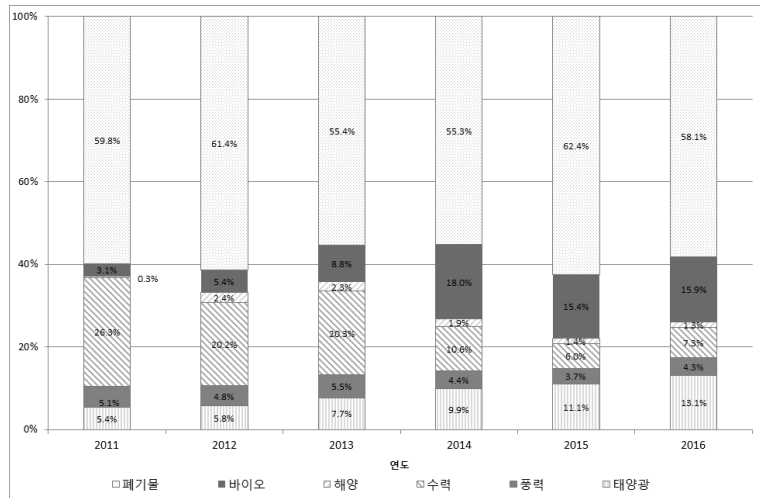
(단위 : MWh)

| 연도 | 합계 | 재생 에너지 | 신 에너지 | 연도 | 합계 | 재생 에너지 | 신 에너지 |
|------|-----------|-----------|---------|------|------------|------------|-----------|
| 2005 | 3,950,000 | 3,947,897 | 2,103 | 2011 | 17,345,647 | 17,051,026 | 294,621 |
| 2006 | 3,899,368 | 3,892,687 | 6,681 | 2012 | 19,498,064 | 19,108,400 | 389,664 |
| 2007 | 4,394,830 | 4,386,308 | 8,522 | 2013 | 21,437,822 | 20,859,244 | 578,578 |
| 2008 | 4,227,477 | 4,207,167 | 20,310 | 2014 | 26,882,190 | 25,939,134 | 943,056 |
| 2009 | 4,617,886 | 4,528,616 | 89,270 | 2015 | 37,078,863 | 35,983,514 | 1,095,349 |
| 2010 | 5,889,553 | 5,692,594 | 196,960 | 2016 | 40,655,803 | 39,151,720 | 1,504,083 |

출처 : 에너지경제연구원(2018)

2011년 이후 전력 생산에 가장 많이 사용된 재생에너지원은 폐기물이다. 2016년 재생에너지원에 의한 발전량 중 58.1%를 차지하고 있다. 바이오가 15.9%의 비중으로 두 번째로 높은 비중을 보이고 있다. 태양광의 비중은 2011년 5.4%에서 2016년 13.1%로 지속적으로 증가하고 있는 반면에 수력의 비중은 2011년 26.3%에서 2016년 7.5%로 급격히 감소하였다.

〈그림 3〉 재생에너지원별 발전량 비중 추이



출처 : 에너지경제연구원(2018)

기존의 원자력과 석탄 연료를 LNG 및 재생에너지원으로 대체하고자 하는 경우 높은 설비 제조원가로 인하여 전력 생산비용 증가의 위험이 커짐에 따라, 재생에너지원 사용의 증가에 발맞추어 관련 기술개발은 원가절감에 초점을 맞추어 수익성을 개선시킬 필요가 있다(차경수, 2017). 태양광 발전에서는 잉곳과 웨이퍼 제조의 핵심설비가 해외수입의존도가 높아 사업상 이익을 저해하고 있는 것으로 나타나 국내 개발 및 생산이 필요하며 더불어 자동화 설비를 통해 태양광 셀의 제조원가를 줄일 필요가 있다. 풍력발전에서는 제어기와 전력변환기 같은 핵심부품들은 검증된 내구성 및 신뢰성을 바탕으로 국내 개발 및 생산이 필요하며, 에너지 저장시스템(ESS: Energy Storage System)에서는 핵심 부품의 국내 개발 및 생산과 함께 원가절감 또한 필요하다(안나경, 2017).

3. 국내 온실가스 배출 현황

국내 온실가스 배출량은 온실가스종합정보센터에서 관리하고 있으며, 온실가스종합정보센터는 2010년 저탄소녹색성장기본법에 의해 설립되어 매년 국가 온실가스 인벤토리를 발표하고 있다.

토리를 공개하고 관련 보고서를 발간하고 있다.

우리나라 온실가스 배출량은 2013년까지는 지속적으로 증가하였으나 2014년에는 전년대비 소폭 감소하였다. 그러나 이후 다시 증가세를 띠고 있다. 가장 많은 온실가스 배출량을 보이고 있는 에너지 섹터의 온실가스 배출량은 2016년 현재 604.8백만 tCO₂e로 전체 배출량의 87%를 차지하고 있다. 산업공정 섹터는 2016년 현재 전체 배출량의 7.4%를 차지하고 있으며, 2004년에 10.4%로 가장 높은 비중을 보였으나 2004년 이후 비중이 대체로 점차 감소하고 있다. (자세한 내용은 <표 8> 참조). 1998년에서 2016년 동안 섹터별 온실가스 배출량의 CAGR(Compound Annual Growth Rate)을 계산해 본 결과, 다섯 섹터 중 에너지 섹터가 2.9%의 가장 높은 CAGR을 보이고 있고, 산업공정 섹터가 1.3%로 두 번째로 높다. 반면에 농업 섹터는 -0.5%의 CAGR을 보이고 있다. LULUCF(Land Use, Land-use Change and Forestry)의 온실가스 흡수량은 산림의 감소로 인하여 1998년 48.3백만 tCO₂e에서 2016년 44.5백만 tCO₂e로 감소하였고, -0.4%의 CAGR을 보이고 있다.

<표 8> 섹터별 온실가스 배출량 추이

(단위 : 백만 tCO₂e)

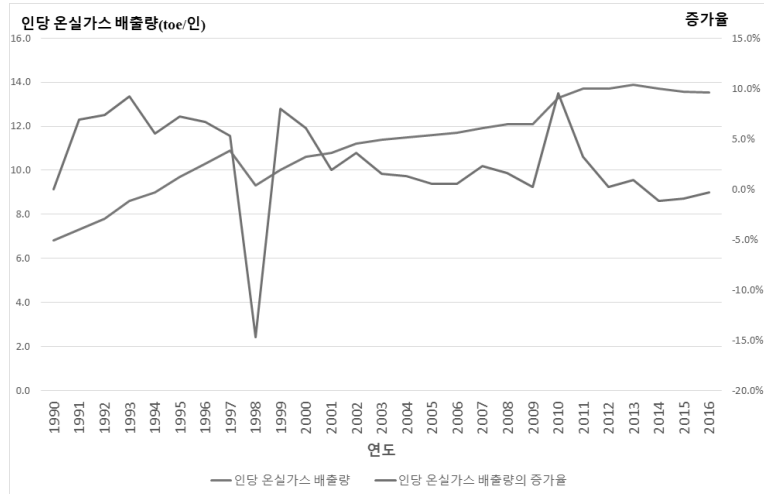
| 연도 | 에너지 | 산업 공정 | 농업 | LULUCF | 폐기물 | 총 배출량 | 연도 | 에너지 | 산업 공정 | 농업 | LULUCF | 폐기물 | 총 배출량 |
|------|-------|-------|------|--------|------|-------|--------------------------|-------|-------|------|--------|------|-------|
| 1998 | 350.7 | 40.2 | 23.4 | -48.3 | 16 | 430.2 | 2008 | 505.6 | 50.4 | 21.2 | -57.5 | 15.4 | 592.7 |
| 1999 | 381.5 | 47.8 | 22.2 | -56.2 | 16.9 | 468.3 | 2009 | 512.9 | 47.6 | 21.7 | -57.1 | 15.4 | 597.6 |
| 2000 | 410.8 | 50.2 | 21.6 | -59.3 | 18.8 | 501.4 | 2010 | 565.8 | 54.4 | 22.2 | -54.4 | 15 | 657.4 |
| 2001 | 424.9 | 49 | 21 | -58.7 | 19.7 | 514.6 | 2011 | 594.2 | 52.1 | 21.2 | -54.2 | 15.5 | 682.9 |
| 2002 | 443.6 | 52.9 | 20.9 | -56.4 | 18.7 | 536 | 2012 | 596.9 | 53 | 21.5 | -49.1 | 15.7 | 687.1 |
| 2003 | 451.2 | 55.7 | 20.6 | -55.8 | 18.8 | 546.3 | 2013 | 606.2 | 53.3 | 21.4 | -44.7 | 15.9 | 696.7 |
| 2004 | 458.9 | 57.9 | 20.7 | -57 | 17.7 | 555.2 | 2014 | 598.8 | 56 | 20.8 | -42.7 | 15.4 | 690.9 |
| 2005 | 466.9 | 54.7 | 20.8 | -54.9 | 16.7 | 559.1 | 2015 | 602.4 | 53.3 | 20.9 | -42.9 | 16.4 | 692.9 |
| 2006 | 473.2 | 53.3 | 20.9 | -56 | 17 | 564.5 | 2016 | 604.8 | 51.5 | 21.2 | -44.5 | 16.5 | 694.1 |
| 2007 | 492.1 | 50.6 | 21.2 | -56.7 | 15.6 | 579.5 | ※ 총 배출량은 LULUCF를 제외한 합계임 | | | | | | |

출처 : 온실가스종합정보센터(2018)

에너지 섹터에서 온실가스 배출량이 큰 주요 업종은 에너지산업, 제조업 및 건설업, 수송업으로 에너지 섹터의 온실가스 배출량 중 90.2%를 차지하고 있다. 에너지산업은 2016년 현재 43.4%의 가장 큰 비중을 보이고 있으며, 제조업 및 건설업은 30.5%, 수송업은 16.3%의 비중을 각각 차지하고 있다.

인당 온실가스 배출량은 1990년에서 2013년까지 1998년을 제외하고는 꾸준한 증가세를 띠고 있다. 1998년 이후 2013년까지 꾸준히 증가하였으나, 2014년부터 소폭의 감소세를 보이고 있다. 인당 온실가스 배출량의 증가율은 1999년 이후 대체로 감소하는 추세를 띠고 있으나, 2010년에 급격히 높아졌다가 이후 감소세를 보이고 있다.

〈그림 4〉 1인당 온실가스 배출량 추이



출처 : 온실가스종합정보센터(2018)

IV. 한국의 녹색금융 현황

1. 녹색경영기업 금융지원시스템(enVinance)

녹색경영기업 금융지원시스템(enVinance)은 저탄소녹색성장기본법과 환경기술 및 환경산업에 대한 지원법에 따라 정부가 보유한 기업 및 사업장의 환경정보를 수집하고 분석하여 환경경영활동이 우수한 기업들을 우대함으로써 국내 녹색금융을 지원하고 촉진시키기 위하여 마련된 시스템이다. 2017년 1월, 환경부는 환경기술 및 환경산업에 대한 지원법 시행규칙을 개정하여 이 시스템의 법적 근거를 마련하였다.

enVinance는 금융기관에 환경성과 평가보고서를 제공하고 있으며, 은행은 여신 평가에 이 평가보고서를 통해 기업별 또는 산업별 환경위험을 반영하고 있다. enVinance에서 일정 등급이상의 등급을 부여받거나 환경경영대상을 수여받는 등 환경경영활동이 우수하다고 인정되는 기업들은 환경정책자금의 평가 프로세스에서 우대하여 가점을 더

받을 수 있다.

현재 본 시스템을 운영하고 있는 환경산업기술원은 보다 많은 금융기관에서 enVinance를 활용할 수 있도록 노력하고 있다. 2017년 현재 일부 국내 시중은행들만이 enVinance를 활용하고 있으며, 환경책임보험을 취급하는 보험회사들 또한 enVinance를 활용하도록 할 예정이다.

2. 환경정보공개제도

이 제도는 전 국가적인 환경경영 기반시설을 구축하고 기업의 환경경영 수준을 자발적으로 개선하며 일반 대중과의 환경정보에 대한 의사소통을 강화함으로써 자발적인 환경경영 수준의 향상을 지향하고, 검증된 기업의 환경정보를 금융기관에 제공함으로써 금융기관의 녹색 여신 및 녹색 투자에 기여하기 위하여 마련되었다. 공개대상 기관은 매년 6월에 전년도의 환경경영활동에 대한 정보를 환경부에 제출하고, 환경부는 제출된 정보를 검증한 후 차년도 3월에 일반 대중에게 공개하고 있다. 공개정보는 자율과 의무 공개항목으로 나누어지며, 업종별로 차별화되어 있다(〈표 9〉 참조).

2015년 현재 환경정보공개제도에 등록된 기관의 수는 1,383개이고, 이 중에서 제조업에 속한 기업의 수는 624개로 전체의 45%를 차지하고 있으며, 이외에도 410개 공공기관 또는 정부기관, 26개 의료기관, 74개 교육서비스기관으로 구성되어 있다. 공개항목별로 공시비율을 살펴본 결과, 현재까지 정보 공개대상기관들은 의무 공개항목을 100% 공시하고 있으며, 자율 공개정보는 자율공개항목 수 기준 25.3% 공개하고 있다(환경산업기술원, 2017).

〈표 9〉 업종별 의무 및 자율 공개 항목

| 구분 | 공개항목 | 제조 | 공공행정 | 교육서비스 | 보건 | 기타서비스 | 기타산업 |
|-----------|----------------------------|----|------|-------|----|-------|------|
| 기업개요 | 사업현황 | ● | ● | ● | ● | ● | ● |
| | 환경관련 수상 및 협약 현황 | ○ | ○ | ○ | ○ | ○ | ○ |
| 녹색경영 시스템 | 비전, 전략, 방침, 목표 | ○ | ● | ○ | ○ | ○ | ○ |
| | 전담조직, 교육훈련, 내부심사 등 | ● | ● | ● | ● | ● | ● |
| 자원/에너지 | 저감투자 및 기술도입 | ● | ○ | ○ | ○ | ○ | ● |
| | 원부자재 사용량·원단위 | ● | - | - | - | - | ● |
| | 용수 사용량·원단위·재활용량 | ● | ● | ● | ● | ● | ● |
| | 에너지 사용량·원단위 | ● | ● | ● | ● | ● | ● |
| 온실가스/환경오염 | 신재생에너지 투자 및 기술도입 | ○ | ○ | ○ | ○ | ○ | ○ |
| | 온실가스 저감투자 및 기술도입 | ○ | ○ | ○ | ○ | ○ | ○ |
| | 온실가스 관리수준 및 배출량·원단위 | ○ | ○ | ○ | ○ | ○ | ○ |
| | 환경오염 저감투자 및 기술도입 | ● | ○ | ○ | ○ | ○ | ● |
| | 환경오염관리시설 및 모니터링 시스템 현황 | ● | ○ | ○ | ○ | ○ | ● |
| | 대기오염물질 배출량·원단위 | ● | - | - | - | - | ● |
| | 수질오염물질 배출량·원단위 | ● | ○ | ○ | ○ | ○ | ● |
| | 폐기물 발생량·원단위·재활용량 | ● | ● | ● | ● | ● | ● |
| 녹색제품 서비스 | 유해화학물질 사용량·원단위 | ● | ○ | ○ | ● | ○ | ● |
| | 토양·소음진동·악취 관리 현황 | ○ | - | - | - | - | ○ |
| | 녹색제품·서비스개발 투자 및 기술도입 | ○ | - | - | - | - | ○ |
| | 친환경설계(에코디자인) 현황 | ○ | - | - | - | - | ○ |
| | 제 3자 인증 및 Type II 인증 제품 현황 | ○ | - | - | - | - | ○ |
| | 녹색구매 지침 운영 현황 | ○ | ● | ○ | ○ | ○ | ○ |
| 사회윤리적 책임 | 협력업체 환경정보관리 및 환경성 평가 | ○ | - | - | - | - | ○ |
| | 환경기술 및 교육지원 현황 | ○ | - | - | - | - | ○ |
| | 국내외 환경법규 위반 현황 | ● | ● | ● | ● | ● | ● |
| | 환경(지속가능)보고서 발간 현황 | ○ | ○ | ○ | ○ | ○ | ○ |
| | 이해관계자 환경정보 요청 대응현황 | ○ | ○ | ○ | ○ | ○ | ○ |

“●”은 의무공개항목을 의미하고, “○”은 자율공개항목을 의미하며, “-”은 해당없음을 의미함.

출처 : www.envi-info.kr (2017년 12월 12일 방문)

3. 정부 환경정책자금 대출

환경부는 환경산업(신재생에너지 등의 에너지 산업 제외)에 대하여 환경정책자금으로부터 대출을 지원하는 프로그램을 운영하고 있다. 기업별로 대출대상, 기간, 대출한도는 대출의 목적에 따라 달라지며 시중금리보다 낮은 저리의 대출이자율 제공하고 운전자금보다 시설자금을 중심으로 지원하고 있다. 해당 웹사이트(loan.keiti.re.kr)에서 온라인으로 신청할 수 있으며, 서류심사 후 실사를 통해 대출 가능여부가 결정된다.

〈표 10〉 환경정책자금 대출

| 단위사업 | 지원대상 기업 규모 | 지원분야 | | 지원 한도액 | 대출기간 | 대출금리 | 상환방법 |
|------------------|--------------------|------------|--|-----------|--------------------------|---------------|---------------------------------------|
| 환경산업 육성자금 | 환경산업 중소기업 | 시설 분야 | 시설 설치자금 | 30억원 | 3년거치 4년상환 (7년이내) | 인출시점별 고정금리 | 거치기간 경과 후 매분기 균등분할 상환 |
| | | | 해외 시설 설치자금 | | | | |
| | | | 개발기술사업화자금 | 10억원 | | | |
| | | 운전 분야 | 성장기반자금 | 5억원 | | | |
| | | | 해외진출자금 | | | | |
| 유통판매자금 | 2억원 | | | | | | |
| 환경 개선자금 | 중소기업(우선) 중견기업 | 시설 분야 | 오염방지시설자금 (중소, 중견기업) 유해화학물질취급시설개선 (중소기업) | 50억원 | 3년거치 4년상환 (7년이내) | 인출시점별 고정금리 | 거치기간 경과 후 매분기 균등분할 상환 |
| 재활용산업 육성자금 | 폐기물재활용 중소기업 | 시설 분야 | 시설자금 | 25억원 | 3년거치 7년상환 (10년이내) | | |
| | | | 개발기술사업화자금 | 10억원 | | | |
| | | 운전 분야 | 성장기반자금 | 5억원 | | | |
| | | | 긴급경영안정자금 | | | | |
| 천연가스공급 시설설치자금 | 중소기업(우선) 중견·대기업 | 시설자금 분야 | | 30억원 | 5년거치 10년상환 (15년이내) | | |

출처 : loan.keiti.re.kr (2017년 12월 12일 방문)

4. 신재생에너지에 대한 정부의 자금 지원

정부는 신재생에너지설비를 설치하여 운영하고자 하는 기업과 신재생에너지설비를 제조하는 기업들에게 시설·생산·운영자금을 저리로 지원해주고 있다. 지원비율은 기업 규모에 따라 대기업은 최대 40%, 중견기업은 70%, 중소기업은 90%까지 차등 지원하고 있다. 총 지원규모는 2017년 880억원이었고, 시설자금은 810.5억원, 생산 및 운영자금은 69.5억원을 지원하였다. 2017년까지 정부의 신재생에너지에 대한 총 지원금 규모는 약1.9조원이다.

〈표 11〉 신재생에너지에 대한 재정지원

| 목적 | 상한액 | 대출기간 | 지원비율 |
|----------|-------|-----------------|--|
| 생산 및 시설 | 100억원 | 5년 유예, 10년 분할상환 | 중소기업 : 90% 중견기업 : 70% 대기업 : 40% (최대) |
| 바이오와 폐기물 | 100억원 | 3년 유예, 5년 분할상환 | |
| 가정용 설비 | 1억원 | | |
| 운영 | 10억원 | 1년 유예, 2년 분할상환 | |

출처 : <http://www.knrec.or.kr/knrec/12/KNREC121915.asp> (2017년 12월 12일 방문)

〈표 12〉 신재생에너지에 대한 재정지원 현황 추이

| 연도 | ~2010 | 2011 | 2012 | 2013 | 2014 | 2015 | 2016 | 2017 | 계 |
|------------------|--------|-------|------|------|-------|-------|-------|------|--------|
| 지원 수 | 54,354 | 43 | 40 | 52 | 245 | 252 | 98 | 186 | 55,270 |
| 보조금 (단위 : 억원) | 11,430 | 1,120 | 890 | 840 | 1,280 | 1,350 | 1,000 | 880 | 18,790 |

출처 : 한국에너지공단(2017, 2018)

2011년 이후 재정지원 현황을 보면, 시설자금에 대한 지원은 증가하였으나 생산 및 운영자금에 대한 지원은 전반적으로 감소하였다. 2011~17년 동안 태양광 설비에 대한 시설자금 지원이 가장 큰 비중을 차지하고 있으며 풍력, 폐기물 순이다. 2017년에는 태양열, 소수력, 지열에 대한 시설자금 지원은 없었다.

신재생에너지에 대한 정부의 금융지원과 함께, 일부에서는 신재생에너지의 보급을 촉진시키기 위하여 크라우드 펀딩(crowd funding)과 같은 사회적 금융이 대안적으로 제시되고 있으나(정성삼, 2016), 아직까지 활성화되지는 않고 있는 실정이다.

〈표 13〉 신재생에너지원별 재정지원 규모

(단위 : 백만원)

| 연도 | 2011 | 2012 | 2013 | 2014 | 2015 | 2016 | 2017 | 계 |
|------|---------|--------|--------|---------|---------|---------|--------|---------|
| 시설자금 | 26,668 | 45,498 | 57,218 | 103,367 | 119,000 | 92,157 | 81,052 | 524,960 |
| 태양열 | - | 224 | - | - | 200 | - | - | 424 |
| 태양광 | - | - | - | 45,637 | 49,737 | 34,841 | 27,660 | 157,875 |
| 바이오 | 3,733 | 15,305 | 23,667 | 11,920 | 16,593 | 2,363 | 1,494 | 75,075 |
| 폐기물 | 2,935 | 13,454 | 12,683 | 32,572 | 15,602 | 13,668 | 10,178 | 101,092 |
| 소수력 | 1,087 | 2,730 | 3,150 | 2,444 | 804 | 751 | - | 10,966 |
| 지열 | - | 477 | 868 | 794 | - | - | - | 2,139 |
| 풍력 | 8,154 | 13,208 | 2,955 | 10,000 | 26,885 | 17,174 | 38,630 | 117,006 |
| 연료전지 | 10,759 | 100 | 13,895 | - | 1,339 | 8,360 | 2,000 | 36,453 |
| ESS | - | - | - | - | 7,840 | 15,000 | 1,019 | 23,859 |
| 생산자금 | 79,238 | 40,842 | 23,988 | 22,033 | 13,000 | 4,843 | 5,098 | 189,042 |
| 운영자금 | 5,894 | 3,000 | 3,000 | 3,000 | 3,000 | 3,000 | 1,850 | 22,744 |
| 계 | 111,800 | 89,340 | 84,206 | 128,400 | 135,000 | 100,000 | 88,000 | 736,746 |

출처 : 한국에너지공단(2017, 2018)

5. 배출권거래제(Emission Trading Scheme)

배출권거래제는 자본시장 메커니즘을 이용하여 산업계의 효과적이고 효율적인 온실가스 감축을 위하여 2015년 1월에 도입되었다. “cap and trade” 방식의 배출권 거래제의 도입은 2009년 저탄소녹색성장기본법에 명시되었으며, 온실가스 배출권의 할당

및 거래에 관한 법률(이하 배출권거래제법)은 2012년 제정되었다. 3년 평균 온실가스 배출량이 125천 tCO₂e을 초과한 업체이거나 3년 평균 온실가스배출량이 25천 tCO₂e을 초과한 사업장이 배출권거래제 대상이다(배출권거래제법 제8조 1항 1호). 2015년 1월 배출권 거래제 도입 시에는 25개 업종(표준산업분류 중분류 기준)의 525개 기업이 배출권거래제 대상이었으며, 2017년 3월 현재 599개 기업으로 소폭 증가하였다(김길환·심성희, 2017).

2018년 1월 배출권거래제 소관부처가 기획재정부에서 환경부로 변경되었고, 환경부는 2018년 7월 12일 ‘제2차 계획기간(2018~2020년) 국가 배출권 할당계획’을 발표하였다. 2018~20년 3년 동안 배출허용총량은 17억 7,713만 톤으로, 2014~16년 동안의 해당기업들의 총배출량(17억 4,071만 톤)보다 2.1% 많은 양이며, 주된 변화는 ① 26개 산업에 대한 유상 할당 ② KAU(Korea Allowance Unit) 할당시 벤치마크 방식의 적용 확대 ③ 표준산업분류 중분류에서 세분류까지 보다 세분화된 산업분류 적용이다(환경부, 2018). 유상할당 시 일부 제조업에 속하는 기업들이 불이익을 받을 것으로 나타나 업종을 보다 세분화하여 유상할당 업종에서 제외시킴으로써 해당기업들의 부담을 감소시켰다. <표 14>는 유상할당 대상인 26개 업종을 보여주고 있다. 이 26개 업종에 속한 기업들은 할당량의 3%를 유상으로 구매하여야 하며, 향후 3년 동안 4.5조 원에 이를 것으로 전망되었다(환경부, 2018).

<표 14> KAU 유상할당 26개 업종

| 번호 | 산업 | 번호 | 산업 |
|----|--------------|----|----------------|
| 1 | 전기업(발전) | 14 | 컴퓨터 프로그래밍, 시스템 |
| 2 | 도축, 육류 가공 | 15 | 인터넷정보서비스업 |
| 3 | 낙농제품·식용빙과 제조 | 16 | 종합소매업 |
| 4 | 기타식품 제조 | 17 | 숙박시설 운영업 |
| 5 | 알콜음료 제조 | 18 | 보험업 |
| 6 | 비알콜음료 제조 | 19 | 부동산 임대·공급업 |
| 7 | 섬유제품 염색·가공 | 20 | 사회/산업/정책 행정 |
| 8 | 나무제품 제조(목재) | 21 | 고등교육기관(대학) |
| 9 | 플라스틱제품 제조 | 22 | 병원 |
| 10 | 콘크리트 제품 제조 | 23 | 유원지·오락 서비스업 |
| 11 | 금속 주조 | 24 | 항공운송업(국내선) |
| 12 | 기타 금속가공제품 제조 | 25 | 하폐수·분뇨 처리업 |
| 13 | 전기통신업 | 26 | 수도사업 |

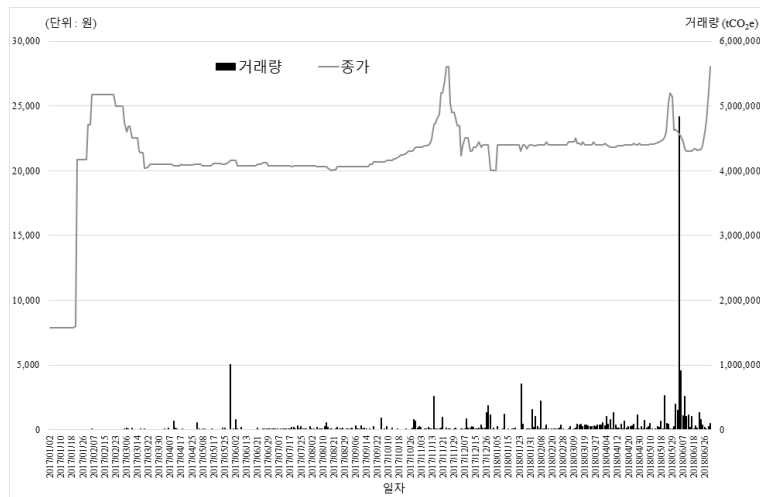
출처 : 환경부(2018)

또한 벤치마크 할당방식은 과거 배출량 기반(grandfathering) 할당방식에 비해 고효율 사업장에 보다 많은 KAU를 할당할 수 있어, 향후 고효율 사업장 중심으로 벤치마크 방식을 확대 적용할 것으로 예상된다(환경부, 2018).

현재 우리나라 배출권시장에서는 KAU, KCU(Korea Credit Unit), KOC(Korea Offset Credit)가 각각 거래되고 있으며, 상쇄배출권인 KCU는 2015년 4월 6일 거래가 개시되었고 KOC는 외부사업자가 할당대상업체 사업장 밖에서 국제적인 기준에 따라 온실가스를 감축, 흡수 또는 제거하여 정부로부터 인증받은 온실가스 감축 실적으로 2016년 5월 23일 거래가 개시되었다(한국거래소, 2015, 2016). 먼저 KAU에 대해 살펴보면, KAU의 종가는 2015년 2월 7,860원에서 2018년 6월 28,000원으로 상승하여 약 3.6배 상승하였다. 2016년까지는 거래가 빈번하지 않았으나 2017년 1월에 8,000원에서 20,850원으로 상승하였고, 2018년 6월에는 23,900원에서 28,000원으로 가격이 올랐다(그림 5) 참조). 시간이 지남에 따라 온실가스 배출의 감축에 대한 압력은 더욱 거세질 것으로 예상되어 KAU 가격 또한 올라갈 것으로 판단된다.

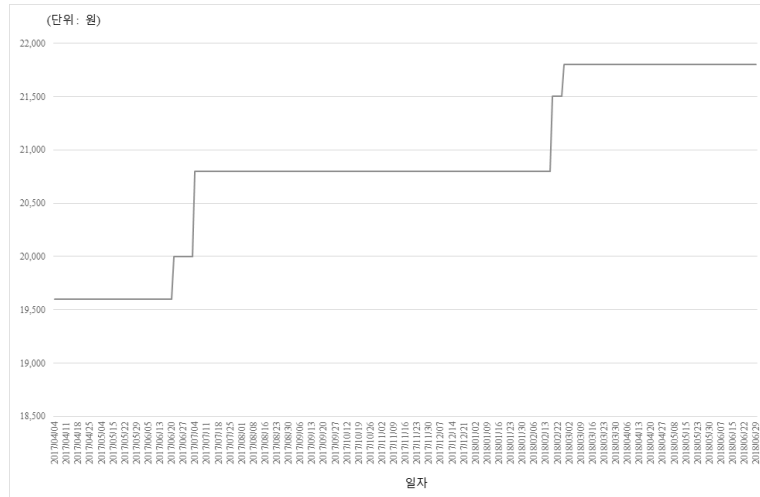
KCU17은 2017년 4월에 19,600원으로 거래되기 시작하여 2018년 6월 29일 현재 21,800원을 보이고 있으며, KAU에 비해 가격이 보다 정적(static)임을 알 수 있다(그림 6) 참조). KOC의 거래는 2016년 5월 23일 18,500원에 개시되었으며, 최근 가격은 26,000원이었다. KOC는 KAU와 KCU보다 활발한 거래를 보이고 있다(그림 7) 참조).

〈그림 5〉 2017년 이후 KAU17의 증가 추이



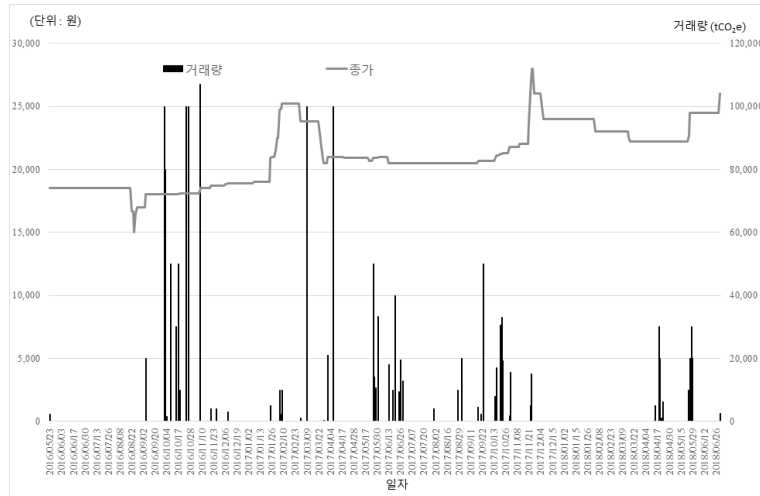
데이터 출처 : www.krx.co.kr

〈그림 6〉 KCU17의 증가 추이(2017년 4월 14일 이후)



데이터 출처 : www.krx.co.kr

〈그림 7〉 KOC 증가 추이



데이터 출처 : www.krx.co.kr

배출권거래제의 시행과 함께, 정부는 세금 공제와 보조금 정책을 통해 기업들을 지원해 오고 있다. 정부는 환경 보호 설비에 대한 투자에 대해서는 세금 공제 혜택을 부여하고 BAT(Best available technology) 도입비용과 제조공정 개선비용의 50%를 지원하고 있다.

SK 증권은 금융기관 최초로 CDM(Clean Development Mechanism) 사업에 참여하였다. 정부규제가 외국 온실가스 감축 프로젝트의 CER(Certified Emission Reduction)

의 국내 반입을 허용함으로써 가능해짐에 따라, SK 증권은 CDM의 일환으로 고효율 난로를 방글라데시 가정에 보급하는 협력 프로그램에 참여하여 향후 5년 동안 240만 tCO₂e의 CER을 받을 것으로 예상된다(녹색경제신문, 2018c).

배출권거래제는 온실가스 감축 목표를 달성함에 있어 가장 비용효율적인 정책수단으로 알려져 있다. 녹색성장위원회는 기업들이 거래제 내에서 시장 메커니즘을 통해 저렴한 감축수단을 구매할 수 있도록 하여 목표관리제 하에서보다 32~56%의 비용 절감을 가능하게 할 것으로 전망했었다(최준영, 2011). 석유 산업은 2013년 이후 목표관리제 보다는 배출권거래제를 통해 보다 효율적으로 온실가스를 감축시켰던 것으로 나타났으며(김길환·노동훈, 2016), 배출권거래제는 전력시장에도 영향을 주어 배출권 가격이 오르면 석탄발전은 감소할 것으로 예상된다(이상림, 2015). 배출권거래제의 안정적 정착을 위해 온실가스 감축에 대한 기업들의 자발적인 참여가 필요하며, 또한 기업가치에 긍정적인 영향을 주는 기후변화 대응활동에 대한 효과적인 공개를 통해 투자자로 하여금 기후변화 대응활동을 인식할 수 있도록 하는 게 바람직하다(김길환, 2016). 아울러 향후 한국의 온실가스 감축에 대한 로드맵을 준비함에 있어 세계 탄소시장을 이용한 감축을 기본 방향에 포함하는 것도 고려할 필요가 있다(이지웅, 2016).

6. 녹색 채권 및 펀드

녹색 채권은 일반 채권과 달리 환경적 혜택이 있는 녹색 프로젝트, 자산, 사업활동 등에 투명한 방식으로 금융지원하는 채권이다(OECD, 2015). 먼저 한국의 녹색채권은 다른 나라와 달리 정부에서 발행하는 소버린 채권이 아니고, 개별 기관 및 기업들이 발행하고 있으며, 기획재정부는 2018년 3월 현재 아직까지 소버린 녹색채권을 발행할 계획이 없음을 밝혔다(이투데이, 2018).

2017년 한국정부가 원자력발전 비중을 줄이고 신재생에너지의 비중을 늘이기로 발표하면서 한국의 녹색채권 시장이 활기를 띠고 있다. 한국정부가 신재생에너지 발전량을 2017년 17GW에서 2030년에는 67GW로 확대할 예정임에 따라 향후 신재생에너지의 비중을 확대하기 위해서는 많은 자금이 필요할 것으로 예상되며, 녹색채권의 발행을 통해 보다 용이하게 자금 조달을 할 수 있다(건설경제뉴스, 2017).

한국의 공공기관은 녹색채권 발행에 핵심적인 역할을 수행하고 있다. 한국수출입은행은 2013년에 환경개선 프로젝트와 신재생에너지에 대한 투자를 위하여 국내 최초로 5억 달러 규모의 녹색채권을 발행하였고(녹색경제신문, 2013), 2018년 3월에는 4억 달러 규모의 녹색채권을 발행하였다. KDB 산업은행은 2017년 1월 적도원칙(Equator Principle)에 가입하였고, 2018년 5월에 3천억원 규모의 원화 녹색채권을 국내 최초로

한국거래소에 상장시켰다(녹색경제신문, 2018b; 한국거래소, 2018a). 한국거래소는 주식시장에 보다 많은 원화 녹색채권을 상장시킬 계획이다. 한국수자원공사는 2018년 아시아 최초로 녹색채권의 일종인 물 채권(water bond)을 3억 달러 규모로 발행하였으며, 이는 아시아 첫 물 채권이다(녹색경제신문, 2018a).

〈표 15〉 한국의 녹색채권 발행 현황

| 번호 | 발행기관 | 발행일 | 발행금액 | 표시통화 | 상장처 | 비고 |
|----|---------|----------|------|------|-----------|------------------|
| 1 | 한국수출입은행 | '13.2.21 | 5억달러 | USD | SGX | 아시아 금융기관 최초 그린본드 |
| 2 | | '16.2.3 | 4억달러 | USD | SGX | 그린본드 |
| 3 | 현대캐피탈 | '16.3.8 | 5억달러 | USD | SGX | 국내 민간기업 최초 그린본드 |
| 4 | KDB산업은행 | '17.6.28 | 3억달러 | USD | SGX | 그린본드 |
| 5 | 한진인터내셔널 | '17.9.25 | 3억달러 | USD | SGX | 아시아 최초 보증 그린본드 |
| 6 | 한국수출입은행 | '18.3.8 | 4억달러 | USD | TPEX, SGX | 아시아 최초 포모사 그린본드 |
| 7 | 한국수자원공사 | '18.5.8 | 3억달러 | USD | SGX | 아시아 최초 워터본드 |
| 8 | KDB산업은행 | '18.5.29 | 3천억원 | KRW | KRX | 국내 최초 원화 그린본드 |
| 9 | 한국동서발전 | '18.7.19 | 5억달러 | USD | SGX | 국내 최초 지속가능채권 |
| 10 | 한국수력원자력 | '18.7.25 | 6억달러 | USD | SGX | 그린본드 |
| 11 | 기업은행 | '18.8.2 | 5억달러 | USD | SGX | 국내 최초 소셜본드 |
| 12 | 롯데물산 | '18.8.2 | 2억달러 | USD | SGX | 지속가능채권 |
| 13 | 신한은행 | '18.8.30 | 2천억원 | KRW | KRX | 그린본드 |

출처 : 한국거래소(2018b)

최근에는 LH공사는 2018년 Sustainalytics로부터 사회적 녹색채권 발행자 적격인증을 받았으며 2018년 8월 3일 1억 스위스프랑 규모의 사회적 채권을 발행하였다(데일리안, 2018; 녹색경제신문, 2018d). 한국전력공사는 5억 달러 규모의 녹색채권을 발행하여 신재생에너지와 ESS에 투자할 계획이며(한국경제신문, 2018), 한국동서발전은 5억 달러 규모의 지속가능채권을 발행하였다. 이외에도 기업은행은 5억 달러 규모의 사회적 채권을 발행하였다(더벨, 2018).

민간영역에서는 현대캐피탈이 2016년 5억 달러 규모의 녹색채권을 민간기업 최초로 발행하여 하이브리드 차량 구매를 금융지원하였고, 'The Asset'으로부터 '한국 최우수 그린본드상'을 수여받았다(Climate Bonds Initiative, 2018; 동아일보, 2017). 아울러 한진인터내셔널은 2017년 자체 환경친화건물에 투자하기 위하여 3억 달러 규모의 녹색채권을 발행하였다(Climate Bonds Initiative, 2018). 2018년 8월에 롯데물산은 2억 달러 규모의 지속가능채권을 발행하여 친환경건물 인증을 받은 롯데타워의 공사비를 충당하였으며, 신한은행은 2천억원 규모의 원화 녹색채권을 유가증권시장에 상장하

였다(한국거래소, 2018b).

녹색채권, 지속가능채권, 사회적 채권 등을 포함한 ESG(Environmental, Social and Governance) 채권 규모는 2018년 2.67조원이 될 것으로 추정되며, 이는 2013년부터 2017년까지 국내 기관 및 기업이 발행한 총 ESG 채권 규모(2.15조원)보다 더 큰 규모이다(한국경제신문, 2018). 이렇듯, 녹색채권시장은 원자력 발전비중을 줄이고 신재생에너지 발전비중을 확대하고자 하는 국내 정책 방향에 맞추어 빠르게 확대되고 있다.

녹색 펀드와 관련해서는, 국민연금은 2017년 신재생에너지 발전소, 폐기물 시설 등과 같은 국내 녹색기반시설에 투자하는 두 녹색 사모펀드에 2,000억원을 투자하였다(조선일보, 2017). 또한 한국과학기술인공제회는 국민연금에서 투자한 녹색펀드에 400억원을 투자하였다(더벨, 2017).

정부가 신재생에너지의 발전비중을 20%까지 늘이기로 함에 따라 국내 금융기관들은 신재생에너지 관련 펀드를 만들기 위하여 노력하고 있다: 신한금융과 KB금융은 2017년에 각각 100억원과 1,500억원의 에너지 펀드를 결성하였고, KDB 인프라자산운용은 3,500억원 규모의 태양광 투자펀드를 운영하고 있다(건설경제뉴스, 2017).

OECD(2015)는 녹색채권의 장단점을 <표 16>과 같이 기술하고 있다. 투자자들은 녹색채권을 통해 ESG 요구조건과 녹색투자의무를 충족시킬 수 있고, 나아가 일정기간 동안 안정적으로 고정수익을 얻을 수 있어 투자위험을 최소화할 수 있다는 점에서 녹색채권을 선호하기 때문에, 환경 프로젝트의 개발과 녹색채권의 발행을 더욱 촉진시킬 필요가 있다(OECD, 2015). 그러나 채권의 녹색 완결성(integrity)에 대한 의문은 녹색채권에 대한 신뢰성에 치명적으로 작용할 수 있기 때문에 전 세계적으로 통용될 수 있는 명확한 통합기준을 마련하여 따르도록 하는 게 타당할 것으로 판단된다.

<표 16> 녹색채권의 장단점

| 구분 | 장점 | 단점 |
|-------|---|---|
| 투자자 | <ul style="list-style-type: none"> • 투자자들은 위험조정 재무이익과 환경적 혜택을 동시에 추구 가능 • ESG 요구조건과 녹색투자 의무 충족 • 이행보고를 통해 평가위험 개선 • 과다 배출량 자산 포함 포트폴리오의 기후변화 위험을 회피 가능 • UNFCCC에 의해 기후활동 비국가행위자(non-state actor)로 인정 | <ul style="list-style-type: none"> • 작은 채권 규모에 따른 작은 시장규모 • 통합 기준이 없어 채권의 녹색 완결성이 문제시 될 경우 혼란 야기 및 명성위험 발생 가능 • 녹색 완결성에 대한 법적 강제성 부족 • 표준화가 부족하여 연구의 복잡성과 추가 실사의 필요성 존재 |
| 발행 기관 | <ul style="list-style-type: none"> • ESG 이슈에 대한 관심의 적극적 대외 표명 • 강한 투자자 수요 존재시 초과 신청 및 발행규모 증액 가능 • 잠재적으로 채권 수요 변동이 감소하여 투자자 기저의 다양화 개선 | <ul style="list-style-type: none"> • 라벨링 및 녹색채권 관련 관리활동, 인증, 보고, 검증, 모니터링 등의 요구조건 충족에 대한 거래비용 과다 • 채권의 녹색 신뢰성이 저해될 경우 명성 위험 |

| 구분 | 장점 | 단점 |
|----|---|----|
| | <ul style="list-style-type: none"> • 녹색채권에 대한 장기 투자자 증가 • 명성 혜택 (녹색 신뢰 및 녹색 투자를 부각하여 마케팅 실시) • 지속가능성 전략의 명확화 및 신뢰성 강화 • 주요 발행비용이 프로세스 정립시 발생함에 따라 향후 발행시 규모의 경제 실현 가능 | 존재 |

출처 : OECD(2015)

Climate Bonds Initiative(2018)는 한국 녹색채권 시장의 강점과 성장 장애요인을 분석하였다(〈표 17〉 참조). 한국의 자본시장은 시스템 측면에서 강점이 있고 녹색성장 에 대한 정부의 강력한 주도정책은 좋은 투자 기회로 볼 수 있다.

〈표 17〉 한국 녹색채권시장의 강점 및 저해요인

| | |
|-----------------|---|
| 강점 | <ul style="list-style-type: none"> • 채권시장의 강건함 • 신뢰할 수 있는 프로젝트 및 건실한 프로젝트 파이프라인 • 강건한 투자자 기반 • 기후변화에 대한 지원 정책 |
| 성장 저해 요인 | <ul style="list-style-type: none"> • 발행자의 시장에 대한 인식 부족 • 투자자간 인식 부족 • 시장 가이드라인 및 기준의 결여로 녹색성이 있다고 판단되는 자산 또는 프로젝트의 종류에 대해 국내 시장에서 혼란을 야기할 수 있음 • 녹색채권 발행자에 대한 높은 거래비용 • 해외 발행에 대한 저해요소(영문 공시 등) 존재 |

출처 : Climate Bonds Initiative(2018)

그러나 한국의 작은 녹색채권 시장규모는 가장 약점이다. 신재생에너지의 비중 확대 라는 국가목표를 달성하기 위해서는 대규모 자금이 필요하며, 녹색채권이 소정의 역할을 수행해 줄 수 있을 것으로 판단된다. 한국 정부는 녹색채권의 기반을 지원하고 재무 적으로 양호한 기업들에게 녹색채권을 발행하고 녹색성장에 적극적으로 참여할 것을 독려할 필요가 있다. 참고로 싱가포르와 홍콩은 녹색채권의 발행을 활성화하기 위하여 녹색채권 발행기관에 최대 10만 싱가포르 달러 또는 80만 홍콩달러 내에서 발행비용의 100%를 지원해 주는 ‘Green Bond Grant Scheme’을 마련하였다(Climate Bonds Initiative, 2018). 아울러 해외 기준에 따라 녹색 채권을 평가하고 분석할 수 있는 국 내 기관의 육성이 중요하며 이는 녹색채권의 발행을 더욱 용이하게 할 수 있을 것이다. CBI 또한 시장 내 가이드라인 및 기준의 마련을 통해 해당 자산 또는 프로젝트의 녹색 성을 명확히 해야 한다고 지적하고 있다. 녹색채권에 대한 명확한 정의를 통해 시장 내 혼란을 최소화함으로써 녹색채권시장이 더 활성화될 수 있을 것이다.

V. 결론 및 정책적 함의

우리나라는 한국은 전 세계에서 7번째로 온실가스를 많이 배출하는 국가로(한국에너지공단, 2018), 2030년까지 BAU 대비 37% 온실가스 배출량을 감축하고 신재생에너지 발전비중을 20%까지 확대한다는 국가적 목표를 수립한 상태이다. 그러나 한국의 환경 및 에너지 정책은 온실가스를 감축하거나 기후변화에 대응하기에 충분하지 않다. 온실가스 배출은 경제성장에 맞추어 증가해왔고, 인당 온실가스 배출량도 지속적으로 증가세를 띠고 있다.

정부는 산업 및 전기 섹터의 온실가스 배출 감축을 위한 수단으로 강조할 수 있는 에너지 효율성 개선에 대하여 다양한 지원정책을 마련하여 실행하여야 한다(이상준, 2016). 에너지 효율성 연구개발 투자와 함께, 에너지 효율에 대한 연구개발 투자의 진정한 효과를 얻기 위하여 관련 기술의 확산에 노력을 기울여야 한다(심성희, 2016). 또한 보조금 지원 및 세제 혜택을 강화하여 가정용 및 분산형 재생에너지 발전설비의 보급과 하이브리드 및 전기 차량의 보급을 확대하는 게 바람직하다.

위의 국가적 목표를 달성하고자 함에 있어 녹색금융이 제 역할을 충실히 수행한다면 보다 수월하게 달성할 수 있다. 신재생에너지의 확산을 더욱 촉진하기 위하여 현재 주로 사모펀드와 녹색채권 중심으로 한 신재생에너지 발전설비 투자를 활성화시킬 필요가 있다. 특히 최근 민간 기업의 녹색채권 발행이 지속적으로 이루어지고 있는 가운데 정부는 공적 금융기관의 보증, 세제 혜택, 발행비용 지원 등과 같은 녹색채권의 발행에 대한 지원제도를 마련하여 제공함으로써 녹색채권의 발행이 보다 원활히 확대될 수 있도록 하는 게 바람직하다고 판단된다.

효과적인 배출권거래제의 운용은 국가 온실가스 배출량 감축 목표를 달성하는 데 도움을 줄 수 있다. 먼저 배출권거래제의 성공적이고 안정적인 정착을 위하여 주관부처의 변동을 자제할 필요가 있다. 2018년 1월에 배출권거래제 주무부처가 기획재정부에서 환경부로 변경되었는데, 주무부처의 변경은 정책적 일관성을 저해할 수 있는 요소 중의 하나로 정책의 지속가능성을 해칠 수 있음을 명심해야 한다. 또한 정부는 기업들에게 배출권을 유/무상 할당하기 때문에 그 역할이 매우 중요하다. 또한 정부는 적절한 할당(유상 또는 무상)을 통해 기업들로 하여금 효과적으로 온실가스를 감축하도록 해야 한다. 자칫 느슨한 배출권 할당은 기업들의 온실가스 감축 노력을 저해할 수 있다. 따라서 거래제 참여기업들이 큰 저항 없이 온실가스 감축을 위해 노력할 수 있는 적절한 배출권의 할당이 중요하다. 정부는 “당근과 채찍(carrots and sticks)”을 적절히 사용하여 정부와 기업간 조화를 이룰 수 있도록 노력해야 한다. 아울러 금융기관의 배출권거래시

장 진출을 적극 독려하여 배출권 거래가 보다 활성화될 수 있도록 해야 할 것이다.

나아가, 녹색금융에 대한 관심을 높일 필요가 있다. 궁극적으로 한국사회의 모든 구성원들, 다시 말해서 사람, 기업, 건물, 사업장 등은 일정 수준의 에너지 독립성을 갖추고, 우리 국민들은 환경 및 기후변화 이슈에 대한 적극적인 자세를 취함으로써 보다 에너지 효율적일 필요가 있으며(김진호, 2016), 녹색금융은 이러한 녹색 국민을 위한 첫 걸음이다. 사회 구성원들이 녹색금융활동을 통해 우리 사회를 변화시킬 수 있음을 이해하도록 하여 다양한 녹색금융활동에 적극 참여할 수 있도록 해야 한다. 금융기관은 대중에게 다양한 녹색금융의 선택권을 부여할 필요가 있고, 정부는 녹색금융 참여자에게 보다 많은 인센티브를 제공할 필요가 있다. 정부는 녹색금융이 어느 정도 활성화된다면 녹색저축에 대한 세제혜택의 부활에 대하여 검토해 볼 필요가 있다. 또한 녹색금융의 활성화를 위하여 정부는 녹색금융 우수 금융기관들에게 혜택을 부여하는 방안도 고려해 볼 수 있을 것으로 판단된다. 특히 자본시장에서 투자자들이 환경성과 또는 에너지 효율성이 우수한 기업들에 투자하고 그렇지 않은 기업들은 투자에서 외면한다면 상장 기업의 환경성과 및 에너지 효율성을 변화시킬 수 있을 것이다(김길환, 2016). 이를 위하여 환경정보공개제도의 대상을 확대하는 것도 고려해 볼 만 하다. 현재 녹색기업, 온실가스 목표 관리업체, 배출권 할당 대상업체 등이 정보공개대상이나, 일정규모 이상의 기업들은 의무적으로 보고토록 하는 방안도 고려해 볼 수 있다. 또한 공개된 환경정보를 사업보고서에도 수록하도록 하여 투자자들이 보다 수월하게 정보에 접근할 수 있도록 하는 것도 고려해 볼 수 있을 것이다.

마지막으로 정부는 녹색금융의 역할을 명확히 할 필요가 있다. 신재생에너지 확대 및 온실가스 감축에 대하여 녹색금융의 역할을 분명히 하여 정책의 혼란을 최소화해야 한다. 특히 신재생에너지 확대를 위하여 정부와 민간의 역할을 구분하고 민간 자본을 최대한 활용할 수 있도록 하여 보다 원활하게 국가 재정을 운용하도록 하는 게 바람직하다. 또한 신재생에너지를 확대함에 있어 지역별 확대방안을 수립하여 실행함으로써 무분별한 인허가를 제한하고 아울러 이로 인한 국토의 훼손 또한 방지하도록 하여야 한다.

〈참고문헌〉

- 건설경제뉴스 (2017), “금융권, 신재생에너지 펀드 조성 ‘활발’”, 2017.11.21.
- 관계부처 합동 (2015), Post 2020 온실가스 감축목표 설정 추진계획.
- 관계부처 합동 (2016a), “정부합동, 미세먼지 관리 특별대책 확정·발표”, 보도자료, 2016.6.3.
- 관계부처 합동 (2016b), “정부합동, 미세먼지 관리 특별대책 세부이행계획 수립”, 보도자료, 2016.7.1.
- 관계부처 합동 (2016c), 제1차 기후변화 대응 기본계획.
- 국무조정실 (2014), 제2차 녹색성장 5개년 계획.
- 국무조정실 (2017), “정부, 신고리 5·6호기 건설재개 방침과 에너지전환(탈원전) 로드맵 확정”, 보도자료, 2017.10.24.
- 국회 입법조사처 (2017), 2017 국정감사 정책자료 II.
- 김길환 (2016), “배출권거래제의 도입에 따른 기업가치 변화 분석”, 기본연구보고서 16-34 (녹색에너지협동연구), 에너지경제연구원.
- 김길환, 노동훈 (2016), “목표관리제 시행에 따른 온실가스 감축효율성에 대한 실증연구”, 기본연구보고서 16-18, 에너지경제연구원.
- 김길환, 심성희 (2017), “우리나라 온실가스 배출권거래제 진단과 개선방안”, 수시연구보고서 17-04, 에너지경제연구원.
- 김진호 (2016), “에너지수요관리 정책 다변화를 위한 기법 연구 행동경제학적 접근”, 기본연구보고서 16-06, 에너지경제연구원.
- 김태현, 임덕오, 김윤경 (2015), “2008~2011년 산업부문의 에너지소비 및 온실가스 배출 급증에 대한 요인분해 연구”, 에너지경제연구 14(3) (11월호): pp. 203-227.
- 녹색경제신문 (2013), “수출입은행, 5억달러 ‘글로벌 그린본드’ 발행”, 2013.2.21.
- 녹색경제신문 (2018a), “수자원공사, 아시아 첫 워터본드 발행”, 2018.5.25.
- 녹색경제신문 (2018b), “속도내는 녹색채권 발행...문정부 ESG(환경,사회,지배구조) 금융 띄우나”, 2018.6.25.
- 녹색경제신문 (2018c), “SK증권, 친환경금융 참여 적극적 행보...정부 활성화정책 물만 났나”, 2018.6.29.
- 녹색경제신문 (2018d), “한국토지주택공사, 세계최초 스위스프랑 소셜본드 발행...임대주택 건설 목적”, 2018.8.3.

- 더벨 (2017), “과기공, IMM 그린펀드 400억 출자”, 2017.10.24.
- 더벨 (2018), “로드쇼 마친 IBK은행, 첫 소셜본드 준비 완료”, 2018.7.3.
- 동아일보 (2017), “현대캐피탈, 디 에셋 선정 ‘한국 최우수 그린본드상’ 수상”, 2017.1.12.
- 데일리안 (2018), “LH, 소셜·그린본드 적격 발행사 국제인증 획득”, 2018.7.5.
- 박명덕, 정연제 (2016), “분산전원을 활용한 지역경제 활성화 방안 연구”, 수시연구보고서 16-08, 에너지경제연구원.
- 산업통상자원부 (2014), 제2차 에너지기본계획.
- 산업통상자원부 (2015), 7차 전력수급기본계획
- 신고리 5·6호기 공론화위원회 (2017), 신고리 5·6호기 공론화 「시민참여형조사」보고서.
- 안나경 (2017), “신재생에너지 가치사슬 분석을 통한 R&D 투자방향-태양광, 풍력, 연료전지를 중심으로”, KETEP Insight (8월호), 한국에너지기술평가원.
- 에너지경제연구원 (2017), 2016 에너지 통계 연보.
- 에너지경제연구원 (2018), 2017 에너지 통계 연보.
- 오진규 (2016), “주요국의 POST 2020 온실가스 감축목표에 대한 비교분석 연구”, 기본연구보고서 16-07, 에너지경제연구원.
- 온실가스종합정보센터 (2017), 2016 국가 온실가스 인벤토리 보고서.
- 온실가스종합정보센터 (2018), 국가 온실가스 인벤토리(1990-2016).
- 이상림 (2015), “7차 전력수급기본계획 하에서 배출권거래가 전력시장에 미치는 영향” 수시연구보고서 15-04, 에너지경제연구원.
- 이상림, 이지웅 (2016), “기후변화 대응 정책으로서 원자력발전의 효과성에 대한 연구”, 기본연구보고서 16-11, 에너지경제연구원.
- 이정우, 이주영 (2017), “미세먼지, 가습기 살균제, 원전안전 관련 이슈 및 시사점”, KETEP Insight (7월호), 한국에너지기술평가원.
- 이지웅 (2016), “신기후체제하의 국제탄소시장에 관한 최신 논의현황과 전망”, 수시연구 보고서 16-04, 에너지경제연구원.
- 이투데이 (2018), “국가 아닌 ‘은행·기업’이 주도하는 국내 그린본드”, 2018.3.14.
- 정성삼 (2016), “사회적 금융을 활용한 신재생에너지 보급확대 방안 연구”, 기본연구보고서 16-19, 에너지경제연구원.
- 조선일보 (2017), “국민연금, 국내 인프라 그린펀드에 2000억 출자”, 2017.7.12.
- 차경수 (2017), “평균-분산이론을 활용한 전원구성계획의 타당성 분석”, 에너지경제연구

- 16 (2) (September): pp. 119-152.
- 최준영 (2011), “온실가스 배출권거래제도의 주요 내용 및 쟁점”, 이슈와 논점 203호, 국회입법조사처.
- 최준영 (2015), “국가온실가스 감축목표 재설정의 주요내용과 과제”, 이슈와 논점 1016호, 국회입법조사처.
- 한국거래소 (2015), “KRX 배출권시장, 상쇄배출권 상장 첫날 1,500톤 거래”, 보도참고자료, 2015.4.6.
- 한국거래소 (2016), “한국거래소, 배출권시장에 외부사업감축량 신규상장”, 보도자료, 2016.5.18.
- 한국거래소 (2018a), “국내 최초 원화표시 상장 및 향후 지원방안”, 보도자료, 2018.6.1.
- 한국거래소 (2018b), “신한은행, 원화표시 신규 상장”, 보도자료, 2018.8.30.
- 한국경제신문 (2018), “쏟아지는 ESG 채권… 한전·동서발전도 ‘그린본드’ 발행”, 2018.6.11.
- 한국에너지공단 (2017), KEA 에너지 편람.
- 한국에너지공단 (2018), 2018 에너지통계 핸드북.
- 한국환경산업기술원 (2017), 환경정보공개제도 전문가 회의 발표자료.
- 환경부 (2014), “목표관리제, 2012년 온실가스 감축목표 초과달성”, 보도자료, 2014.1.21.
- 환경부 (2018), “온실가스 배출권 할당 총량안 3년간 17억 7,713만 톤”, 보도자료, 2018.7.12.
- Climate Bonds Initiative (2018), Korea Climate Bond Market Overview and Opportunities.
- International Energy Agency (2013), Southeast Asia Energy Outlook.
- OECD (2015), Green Bonds: Mobilizing the Debt Capital Markets for a Low Carbon Transition.
- OECD (2017), Air Quality and Health: Exposure to PM2.5 Fine Particles—Countries and Regions.
- UN Environment (2017), Green Finance Progress Report.

기업지배구조 리뷰

Corporate Governance Review

발행처 한국기업지배구조원

발행인 조명현

발행일 2018년 12월

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
