

© BRIEF

E.S.G.

# E.S.G.와 투자자보호



**김우진**  
서울대학교 경영대학 교수

\* 이 글은 2023년 3월 16일 제4차 E.S.G. 법제 포럼에서 논의를 거쳐 저자가 정리한 의견으로서, G - Brief에 수록된 글의 저작권은 한국법제연구원에 있습니다.

\*\* 따라서 이 글을 인용할 경우, 김우진, "E.S.G.와 투자자보호", G - Brief No.4., 한국법제연구원(2023), ○○면을 표기하여야 합니다.

## 1. E.S.G. 논의의 부각, 그런데 지배구조(G)는 어디에 있는가?

최근 E.S.G. (Environmental, Social, Governance)가 재계, 규제 당국은 물론 일반 국민들의 화두로 떠오르고 있다. 지금의 상황은 단순한 관심 단계를 넘어 다소 과열 양상을 띠고 있다고 봐도 과언이 아닐 것이다. 이와 같은 E.S.G.의 열풍에는 하나의 특징적인 현상이 나타나는데, 바로 E, 즉 환경 관련 논의가 압도적으로 많다는 점이다. 기후변화협약, 파리협정, 탄소 중립, RE100, 재생에너지, EU Taxonomy 등 국제 조약 또는 민간 주도의 자율 협약을 중심으로 국내 산업과 개별 기업의 대응 방안이 논의되는 한편, 보다 규범적인 차원에서 일상생활에서의 플라스틱 사용 감축 등이 사회 운동 차원에서 강조되기도 한다. 물론 이러한 움직임은 중요하다. 그런데, 환경 분야에 대한 논의에 비해 S와 G, 특히 G에 대한 논의는 매우 미미하다.

너도나도 E.S.G.를 외치지만 실제 기업들의 E.S.G. 대책 발표 내용도 대부분 'E'와 관련되어 있다. 주요 기업들이 앞다투어 E.S.G.위원회 신설을 추진하는 가운데 지속가능경영보고서를 발간하고 있지만, 최근 모 대규모기업집단의 E.S.G. 관련 '선언'에서도 '폐페트병 재활용을 체계화한 플라스틱 선순환 프로젝트' 등 친환경 관련 계획만 있고, S나 G에 대한 계획은 없다. 왜 이런 현상이 발생했을까?

## 2. 환경(E)과 사회(S)의 지속가능성을 위한 수단으로서의 지배구조(G)

### 1) Governance의 본질에 대한 이해

전통적으로 서구에서 E.S.G.를 논의할 때 E와 S는 목표에 가깝고, G는 수단에 가깝다. 즉, 올바른 G를 통해 E와 S를 추구한다는 것이 기본 방향이다. 여기에는 CEO의 자발적인 E, S 투자 확대는 물론 외부의 주주, 기관투자자들에 의한 E, S 관련 요구사항을 경영진이 반영하는 것까지 포함한다.

대표적인 사례로 최근 미국의 행동주의 헤지펀드인 엔진넘버원(Engine No. 1)이 미국 최대 석유회사인 엑슨모빌의 주주총회에서, 펀드 측에서 추천한 이사 후보 3명을 선임하는 데 성공하면서 회사의 기후변화 대응을 적극 요구한 사례가 있다. 엑슨모빌은 다

른 에너지 기업들에 비해 화석연료 투자를 늘리는 등 기후변화 대응에 소극적이라는 지적이 있었다. 이에 대해 보유 지분이 0.02%에 불과한 엔진넘버원이 문제를 제기하면서 Blackrock, Vanguard, State Street 등 전 세계 주요 기관투자자들이 호응을 하였고, 결국 경영진과의 위임장 대결에서 성공하게 된 것이다.

이에 대비해서 한국의 상황을 살펴보면, 최소한 G분야에서는 아직 매우 뒤쳐져 있는 것이 현실이다. 먼저 한국에서 '지배구조'라고 하면 대부분의 사람들은 일반적으로 공정거래법상 '동일인(총수)'를 정점으로 하는 계열 기업 간 소유지배구조 또는 지분도를 떠올린다. 그리고 심지어 일부 전문가들도 한국의 지배구조가 '후진적이다', 또는 '낙후되어 있다'라고 할 때 이 계열사 간의 지분 구조가 '복잡하다' 또는 '순환출자가 존재한다' 정도의 수준으로 이해한다.

즉, 누가, 어떻게 기업을 효과적으로 지배하는가, 또는 이를 가능하게 하는 메커니즘을 기업지배구조로 이해하는 경향이 있다. 그러나 이는 원래의 의미의 'governance' 보다는 'control'에 보다 더 가깝다고 봐야 한다.

## 2) 기업 소유지배구조의 국가별 차이

미국, 영국을 제외한 대부분의 국가에서는 우리나라와 비슷하게 상당수의 상장 기업이 복수의 상장회사를 포함하는 기업집단(business group)에 속해 있다.

반면, 미국의 경우 대부분의 상장회사는 기업집단 소속이 아니고, 단일상장체제(stand-alone, free-standing)로 되어 있다. 이 상장회사들이 수많은 자회사들을 거느리기도 하지만, 이 자회사들은 대부분 모회사가 100% 지분을 보유하는 완전자회사들이다. 따라서 이러한 구조에서는 자회사를 포함한 모든 기업들을 하나의 경제적 실체로 보는 연결회계제도 또는 연결납세제도가 의미를 가진다.

한편 한국적 의미의 계열기업 간 지분구조는 미국에서는 거의 의미가 없다. 최정점에 있는 (지주)회사만 상장기업이고 나머지 기업들은 이 (지주)회사의 100% 자회사이기 때문이다. 대표적인 예로 구글을 비롯한 수많은 사업회사를 100% 자회사로 두고 있는 알파벳, 그리고 페이스북 및 기타 사업회사를 100% 자회사로 두고 있는 메타를 들 수 있다. 테슬라의 창업주인 일론 머스크가 트위터를 인수한 사례를 보면, 머스크 개인 자금으로 트위터를 인수한 것이지, 테슬라의 자금으로 인수한 것이 아니다. 즉, 테슬



라와 트위터는 직접적인 소유지분관계가 없으며, 오직 머스크를 통해서 간접적으로만 연결되는 것이다.

국내에서 지배구조가 ‘취약’하다는 의미는 받아들이는 사람에 따라서 거의 정반대의 의미로 사용되기도 한다. 체계에서는 계열사를 포함한 지배주주 측 지분이 상대적으로 적어서 행동주의 펀드를 포함한 외부 주주들의 경영 관여(engagement) 활동을 저지하기 어려운 상황을 ‘취약’한 지배구조로 이해한다. 반면, 투자자, 평가기관 입장에서는 지배주주 측 지분이 공고하여, 일반주주의 이익이 보호되기 어려운 상황을 ‘취약’한 지배구조로 이해한다. 누구 말이 맞는 것인가? 추가적인 경영권 보호 수단을 도입하는 것은 ‘취약’한 지배구조를 보완하는 것인가, 아니면 더 악화하는 것인가?

### 3. Governance와 Control의 본질적 차이에 대한 이해 필요성

이러한 혼란은 영어의 ‘governance’와 ‘control’이 모두 ‘지배구조’로 번역되고 있는데 기인한다. 위에서 언급한 계열 기업 간 소유지배 구조, 순환출자 등은 governance보다는 control에 가까운 개념이다. 미국인들에게 GE의 자회사를 포함한 기업 구조도를 보여주면서 이게 GE의 ‘governance’다 라고 설명하면 매우 황당해 한다. 그렇다면 미국인들이 생각하는 governance는 무엇인가?

미국의 저명한 재무경제학자들인 하버드대의 Shleifer교수와 시카고대의 Vishny교수에 의하면, Corporate Governance는 기업에 자금을 공급한 투자주체들이 투자(수익)금을 회수할 수 있도록 하는 제수단(the ways in which suppliers of finance to the corporations assure themselves of getting a return on their investment) 으로 정의된다. (Shleifer and Vishny, 1997) 즉, governance는 경영진 입장이 아니라, 투자자 관점에서 보는 개념인 것이다. 따라서 governance는 주로 상장기업의 문제이자 외부에 있는 일반 주주(개인 및 기관) 그리고 은행을 비롯한 채권자들의 문제인 것이다. 이렇게 보면, 현재 국내에서 중소기업을 넘어 공공부문에까지 E.S.G.를 강조하면서 G를 평가한다는 것은 사실 좀 어불성설이다. 외부주주가 없는 비상장 중소기업 및 공공기관에서는 G 문제 자체가 제기되지 않기 때문이다.

앞서 언급했듯이, 미국 기업의 경우 자회사가 있더라도 완전자회사이고 대부분 단일 상장 체제이기 때문에, 외부 주주들은 최상단의 (지주)회사에만 존재한다. 서학개미들이 아무리 구글 주식을 사고 싶어도 살 수 없고, 페이스북 주식을 살 수 없다. 구글과 페이스북은 각각 알파벳과 메타의 100% 자회사이기 때문에, 일반 투자자들은 알파벳과 메타 주식에 투자함으로써 구글과 페이스북에 간접적으로 투자하는 것이다.

한편, 대부분의 미국 기업은 창업 이후 한 세대만 지나면 대부분 전문경영인 체제로 전환한다. 창업주 후손이 지분을 계속 보유할 수는 있지만, 직접 경영에 참여하는 일은 흔치 않다. 이러한 구조에서는 일반 주주들의 이익을 효과적으로 보호하기 위해서는 최상단 (지주)회사의 이사회 및 감사위원회, 경영진 보수 구조 등이 중요해진다. 영미권 학자들은 흔히 주식회사를 ‘공화정(republic)’으로 비유한다. 궁극적인 주권은 유권자(주주)에게 있고, 이들은 자신들을 대표할 자(이사회)를 선출하며, 이 대표자들은

대부분의 의사결정을 행정관료(경영진)에게 위임한다(Gompers, Ishii, and Metrick, 2003). 즉, 이사회는 나라에 비유하자면 행정부(경영진)를 견제하고 감시하는 국회 또는 의회에 해당하는 것이다. 흔히 E.S.G.에서 G의 하위 개념으로 언급되는 이사회/감사위원회의 구조, 뇌물 및 부패 등은 바로 이러한 측면을 반영한 것이다.

최근에는 위와 같은 governance의 의미를 명확히 하기 위해 이를 '지배구조'로 번역하지 않고, 소리 나는 대로 한글로 '거버넌스'로 쓰는 경향도 발견된다. 왜냐하면 '지배구조'라고 쓰면 국내에서는 너무도 자연스럽게 지분도와 순환출자를 머리에 떠올리기 때문이다.

control과 governance는 사실 거의 정반대의 의미를 가지고 있다. control이 강하면 대체로 governance가 약해질 가능성이 많고, governance를 향상시키기 위해서는 control이 약해질 수 있다. 위에서 '취약한' 지배구조가 국내에서 정반대의 의미로 쓰이는 것은 바로 이런 이유 때문이다. 미국 학계에서는 경영권 보호수단이 많을수록 지배구조가 낙후된 것으로 이해한다. 이때의 지배구조가 governance를 의미하는 것은 물론이다. 반면 국내, 특히 제계에서는 '취약한' 지배구조를 보완하기 위해 경영권 보호수단을 추가로 도입해야 한다고 주장한다. 이 때의 지배구조는 governance가 아니고 control을 의미하는 것 또한 자명하다.

이처럼 governance를 이해하는 데 있어서 control을 동시에 이해하는 것은 매우 중요하다. 특히, 국내와 같이 상당수의 상장기업들이 기업집단에 속해 있는 경우에는, 미국처럼 단일 기업의 이사회/감사위원회만 분석대상으로 할 경우 실질적인 governance에 대한 이해가 충분하지 않을 수 있다.

지금까지 이사회를 개혁하기 위한 수많은 제도개선이 있었음에도 불구하고 아직도 상장기업에서 횡령배임 등 지배주주의 일탈행위가 끊임없이 일어나고 있는 것은 개별기업 중심의 제도개선이 한계가 있음을 시사한다. 그런데, 이런 governance와 control에 대한 논의가 공개적으로 진행되는 것에 대해 지배주주들은 대부분 불편해한다. 투자자 보호가 미흡하다는 것도 부담이고, 지배력 강화를 위해 다양한 수단을 동원한다는 것도 부담인 것이다. 국내 경영진 중심의 E.S.G. 논의에서 G에 대한 언급이 거의 전무한 것도 이와 무관하지 않다. 이때의 G는 기업들의 '치부'와 관련된 가능성이 높기 때문이다.

#### 4. 한국형 지배구조의 장점과 그 한계

물론 governance와 control을 포괄하는 한국형 기업 구조에 장점도 존재한다. 먼저 창업가분이 기업 경영 전반에 대해 강력한 통제력을 행사하면서, 미국식 전문경영인 체제에서 발생하는 다양한 대리인 문제(agency problem)를 완화할 수 있다. 특히, 과거 6-70년대 경제개발 초기 단계에 자본시장, 노동시장 등 생산요소시장이 원활히 작동하지 않는 상황에서 기업집단은 자체의 내부 자본, 내부 노동을 통해 시장을 대체하는 기능을 수행해 왔다.

대표적인 사례가 바로 삼성전자이다. 아직 국내 산업기반이 일천했던 1969년 설립된 삼성전자의 설립당시 발기인은 이병철 회장을 비롯한 5명의 개인주주와, 동방생명(현 삼성생명), 안국화재(현 삼성화재) 등 2개 법인 주주였다. 지금 기준으로 보면 고객의 보험료를 계열사 투자에 사용하는 것은 민형사상 손해배상, 배임 및 공정거래법상 부당지원, 사익편취 등의 법적 문제를 야기할 수 있을 것이다. 그러나, 아직 투자자 보호에 대한 개념조차 없고 전반적인 법, 제도적 기반이 허술하던 시절 삼성생명과 삼성화재의 고객 돈으로 설립된 삼성전자가 그동안 유례없는 성장을 거듭하여, 오늘날 한국경제 및 자본시장을 떠받치는 핵심적인 기업이 된 것이다.

기업집단 체제의 또 하나의 장점은 안정적인 경영권을 확보하면서 외부자금 조달이 가능하다는 것이다. 단일 기업이 외부 자금을 조달하기 위해 주주우선배정이 아닌 제3자 배정 또는 공모 방식으로 신주를 발행하면, 지배주주를 포함한 기존 주주들의 지분율은 희석된다. 이를 방지하기 위해 외부 자금을 조달하지 않는다면 사업의 규모가 제약될 수밖에 없다. 이 상충되는 문제를 해결할 수 있는 방법은 자회사를 설립하여, 해당 자회사로 하여금 외부자금을 조달하게 하는 것이다. 이 경우 지배주주는 모회사를 통해 자회사를 효과적으로 지배하면서, 외부자금을 조달할 수 있는 것이다.

최근에 벌어졌던 물적 분할을 둘러싼 여러 논쟁에 대한 기업 측의 해명이 바로 이것이다. 배터리 사업 경쟁력 확보를 위해서는 대규모 투자가 소요되는 데, 이를 위한 자금을 외부에서 조달하면 기존 지배주주의 지분율이 희석되기 때문에 물적분할을 통해 자회사를 설립하고, 자회사를 상장하는 것이다. 이러한 구조는 물적분할이라는 제도가 회사법에 도입되기 이전에도 현물출자를 통한 자회사 설립으로 가능하였다.



실제로 지배주주 관점에서 이 방식의 장점을 강조했던 이는 일본 니산의 창업주인 요시스케 아이카와이다. 사실 재벌(財閥)이라는 단어도 2차대전 이전 일본의 財閥(zaibatsu)에서 유래한 외래어인데, 이 단어가 한국식 한자 발음인 chaebol로 표기되어 웹스터, 옥스퍼드 영어 사전에 등재되기에 이르렀으니, 다소 역설적이다.

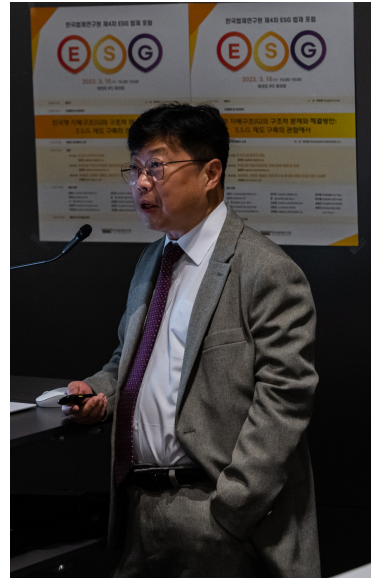
경영권이 안정되면, 기업이 정신에 입각한 과감한 장기 투자가 가능하다. 해외 연구 결과를 보더라도 창업주가 CEO 또는 이사회 의장으로 재직하는 경우에는 지배 가문의 지분 보유가 기

업가치에 긍정적인 영향을 미치는 것으로 나타났다(Villalonga and Amit, 2006). 이러한 요인이 복합적으로 작용하여 한국형 기업 구조가 개발경제 시대 이후 국내 기업 부문의 발전 및 경제성장을 견인한 측면은 부인할 수 없을 것이다.

그러나 안타깝게도 현재 한국의 governance 수준은 K-culture, K-pop의 위상에 전혀 미치지 못한다. 아시아기업지배구조협회(ACGA)에 의하면 한국의 기업지배구조 수준은 2021년 기준으로 아시아 12개국 중 9위에 불과하다. 조사대상 12개 국가 중 한국보다 순위가 낮은 국가는 중국, 필리핀, 인도네시아가 전부이다. 이 때의 지배구조는 물론 순환출자 등 control이 아니고, 투자자 보호 수준을 의미하는 governance이다.

또한 WEF(World Economic Forum)이 발표하는 국가경쟁력 지수를 하위 구성요소별로 더 자세히 살펴보면 governance 관련 지표들이 세계 최하위권에 머물러 있음을 알 수 있다. 2017년 기준으로 조사대상 139개국 중 일반주주의 이익 보호는 99위, 이사회 의 유효성은 109위, 기업 윤리는 90위이다.

이러한 처참한 결과는 국내에서 상장기업 주주들의 권익이 제대로 보호되지 않는 데 따른 것인데, E.S.G. 열풍을 타고 중소기업을 넘어 공공기관의 G까지도 평가대상이



되고 있으니, 참으로 안타깝다. 공공기관의 G 평가지표는 자체 감사부서 현황 및 청렴도 평가결과 등인데, 국내 모든 공공기관이 이 지표들에서 만점을 받더라도 WEF의 governance 순위 상승에 전혀 도움이 되지 않는다.

## 5. 한국형 지배주주 경영체제의 문제점과 해결 방향: 투자자 보호

한국형 지배주주 경영체제의 문제는 대개 상장 시점부터 발생한다. 투자자 보호가 발달된 영미권에서는 상장기업의 지배주주가 별도로 개인회사를 운영하면서, 그 개인회사가 상장기업과 거래를 하게 한다는 것은 상상하기 어렵다. 이 경우 가격, 물량 등 다양한 형태의 이해관계 충돌이 발생할 수 있고, 지배주주의 개인회사를 위해 상장기업(의 주주)이 피해를 보는 상황이 발생할 수 있기 때문이다.

반면, 투자자보호가 취약한 한국에서는 많은 경우 지배주주가 개인회사를 보유한다. 이 개인회사는 상장기업에 납품을 하거나, 상장기업이 생산하는 물건을 받아서 유통을 한다. 전자의 경우는 대개 최종재가 일반 소비재인 경우로, 상장기업이 광고 등 마케팅 비용을 부담하면서 치열한 경쟁을 통해 매출을 일으키면, 지배주주 개인회사는 특별한 판관비 지출 없이 원료를 공급하면서 이익을 편취한다. 후자의 경우는 콘텐츠, 바이오, 석유화학 등 주로 B2B 업종으로 유통단계에서 마진이 많이 발생하는 산업이다. 이때 지배주주 개인회사는 유통 마진을 통해 상장기업(주주)의 이익을 편취한다. 흔히, 이와 같은 공급망 구조를 ‘수직계열화’로 지칭한다. 그런데, 진정한 의미의 수직계열화는 두 회사가 완전 모회사사로 연결된 경우이다. 그렇지 않으면, 모회사 주주와 자회사 주주 간 이해상충이 발생한다. 안타깝게도 국내의 ‘수직계열화’는 전략적 수단보다는 사익편취 수단으로 활용되는 경향이 있다.

대표적인 사례가 최근에 많은 화제를 일으켰던 SM엔터테인먼트 사태(이하 ‘SM사태’)이다. 흔히 세간에서는 1조원에 달하는 카카오와 하이브의 경영권 분쟁으로만 인식하지만, 사실 SM사태는 창업주 이수만 총괄PD의 개인회사인 라이크기획에서 비롯되었다. 라이크기획은 SM엔터테인먼트(이하 ‘SM’) 소속 가수들의 음반 제작 시 음악 자문 및 프로듀싱 업무를 담당하는 대가로 SM 연 매출액(이익이 아님)의 최대 6%를 인세로

받아가는 계약을 맺고 있었고 그 금액이 연 100억 원에 달하는 해도 있었다. 프로듀싱 업무는 SM이 수행하는 연예기획의 핵심적인 업무로, 이는 회사법상 ‘회사기회유용’에 해당할 가능성이 농후하다. 즉, 위 100억 원은 사실 SM 주주들에게 지분비율에 따라 비례적으로 귀속되는 것이 마땅하고, 이수만 총괄PD는 자신의 지분을 약 20%에 해당하는 20억 정도를 배당으로 받아 가는 것이 합리적이다. 국민연금도 약 5% 정도의 지분을 보유하고 있었으므로, 위 100억 원 중 약 5억 원은 국민연금, 더 궁극적으로는 가입자인 일반 국민들의 몫이다. 물론 이수만 총괄이 SM 소속으로서 프로듀싱 업무를 담당한다면 적절한 보수를 지급해야 하겠지만, 프로듀서의 적정 보수 수준이 연 100억 원에 달한다고 보기는 어려울 것이다. 그 차액이야말로 SM에 귀속되어야 할 이익의 일부가 일반주주로부터 이수만 총괄에게로 이전된 것(wealth transfer)으로 보아야 할 것이다.



이 문제는 최근에 주목을 받았지만, 이미 5년 전에 KB자산운용을 비롯한 국내 기관투자자들에게 의해 제기되어 공개서한 등의 절차를 통해 주주행동주의가 전개된 바 있다. 당시에는 회사 측에서 이러한 문제제기를 전혀 인정하지 않다가, 작년 주주총회에서 행동주의펀드 얼라인파트너스(이하 ‘얼라인’)가 이 문제를 다시 제기하고 3% 룰을 활용하여 감사 선임에 성공하면서 다시 세간의 관심을 끌게 된 것이다. 작년 말에 얼라인의 문제 제기에 따라 SM은 라이크기획과의 비정상적인 계약을 종료하였고, 이에 따라 주가가 급등하기도 하였다. 이는 한국 자본시장 역사에 한 획을 그은 중요한 사건이라 아니할 수 없다.

이와 같은 개인회사를 통한 회사기회유용 또는 개인회사로의 일감 몰아주기 등은 상장기업이 하나일 때도 발생하지만, 복수의 상장회사가 있는 기업집단의 경우 그 위험성이 더 크다. 예컨대, 지배주주 X가 상장기업 A의 지분 20%를 소유하고, 상장기업 A가 또 다른 상장기업 B의 지분 20%를 소유한다고 하자. 이 경우 상장기업 B에 대한 지배주주 X의 배당권은 4% ( $=20\% \times 20\%$ )에 불과하다. 즉, B가 배당을 하면 X는 전체 배당액 중 4%만 가져가는 것이다. 따라서 X입장에서는 B가 수익을 많이 내더라도 배당을 할 유인이 적다. 바로 이 구조가 한국 기업의 고질적인 문제인 낮은 배당성향의 배경이다. X는 배당보다는 위에서 설명한 회사기회유용, 일감몰아주기 등을 통해 자신의 개인회사로 B의 이익이 흘러가게 할 유인이 크다. X의 B에 대한 배당권, 또는 현금흐름권은 4%에 불과하지만, (A를 통해 간접적으로 행사하는) 의결권은 A의 B에 대한 지분을 20%에 달한다. 이와 같이 복수 상장 체제에서는 소유(4%)와 지배(20%)간의 괴리가 발생하는데, 공정거래위원회에서는 이 차이(16%)를 소유지배괴리도로 정의하고 이해상충 또는 대리인 문제의 정도를 측정하는 지표로 활용한다. 복수의 연구 결과에 따르면, 지배주주의 배당권이 증가할수록 기업가치가 증가하지만, 소유지배괴리도가 증가할수록 기업가치는 떨어진다(Claessens et al. 2002).

한편 국내에서 행해지는 대부분의 M&A는 피인수기업의 지분을 일부만 인수하는 부분지분인수 형태로 이뤄지는데, 이는 복수 상장 체제를 더욱 촉진하는 기제로 작용한다. 예컨대, 상장기업 C가 또 다른 상장기업 D의 지배지분만을 인수하여 D의 최대주주가 되면 두 개의 상장기업이 계열관계를 이루는 기업집단을 형성하게 된다(Kim, 2012). 일본에서는 2009년부터 복수 상장 자회사의 완전자회사화를 통해 모회사 주

주 간 이해 상충을 해소하고 있는 반면, 국내는 아직도 복수 상장을 당연시하고 있어 안타깝다. 다행히, 최근에 금융위에서 의무공개매수제도 도입을 추진하여 피인수기업의 지분을 최소한 50%까지는 동일한 가격 조건으로 매입하도록 함에 따라 이러한 부분인수 관행에 어느 정도 제동을 걸 수 있을 것으로 기대된다.

소위 '코리아 디스카운트'의 근본 원인은 위에서 설명했듯이, 지배주주와 일반주주 간 이해 상충에 따른 주주 간 부의 이전 및 1/N 원칙의 붕괴이다. 상장기업의 이익이 다양한 방식으로 지배주주 개인회사로 유출되다 보니, 상장기업의 주가가 과소평가되는 코리아 디스카운트가 발생하는 것이다. 이러한 지배주주 개인회사에 대한 일감 몰아주기, 부당지원 등은 본질상 공정거래법의 규제영역이라기보다는 상장기업 일반주주의 이익을 침해하는 자본시장의 문제로 보는 것이 더 타당하다. G20/OECD에서도 특수관계인 간 내부거래 (related party transaction)의 핵심 문제를 경제력 집중이 아닌 주주 간 이해상충의 관점에서 파악하고 있다.

그런데, 국내에서는 본질상 회사법적인 주주 간 부의 이전 문제를 민사절차가 아니라 행정법인 공정거래법을 통한 규제로 대응하기 때문에 효과적인 문제해결이 쉽지 않다. 예컨대, 수범자의 예측 가능성을 중요하게 보는 행정법의 특성상, 규제 기준이 명확하게 설정되어 있다. 이에 따라 30% 이상 지분율을 요건으로 하면 29.99%로 대응하고, 법 개정을 통해 기준을 20%로 낮추면 19.99% 대응하는 일이 실제로 벌어지고 있다.

따라서 중장기적으로는 지배주주와 일반주주 간 이해가 충돌하는 모든 거래(분할, 합병, 대규모 자산 양수도 등 조직개편, 신주발행 등 자본거래, 일감 몰아주기 등 영업거래) 시 사전적으로 소주주주의 과반결의(majority of minority) 또는 특수관계인의 의견권 제한을 검토하고, 사후적으로는 증거개시절차(discovery), 충실의무 위반 시 입증책임 전환 등 민사 구제를 강화하는 방향의 제도개선을 검토할 필요가 있다. 관련하여 최근 회사법에 주주의 비례적 이익에 대한 충실의무를 도입해야 한다는 견해가 대두되고 있는데, 이 경우 조문 도입 이전에는 동 의무가 없다는 주장이 가능하므로, 조문화를 하더라도 이는 없던 의무를 새로 창설하는 것은 아니고, 이미 해석상 존재하는 의무를 명문화하는 것으로 입법취지를 명확히 할 필요가 있다. 아울러 미국의 Disgorgement fund처럼 반환된 부당이득금을 동 펀드에 편입하여 피해를 입은 투자자에게 반환하는 방안도 검토해 볼 여지가 있다.

결론적으로, E.S.G.에서 G의 궁극적 목표는 일반 투자자 보호이며, 결코 이 분야에서 평가 점수를 잘 받기 위한 것이 아니다. 그런데, 한국은 G에 대한 경험이 없이 E, S로 바로 건너 뛴 느낌이다. E.S.G. 강의 자료의 첫 슬라이드를 2019년 미국 Business Roundtable의 이해관계자 중심주의 선언으로 시작하며, 이제 주주자본주의는 끝났다고 설명하는 강사분들이 적지 않다. 그런데 미국은 너무 과한 주주자본주의로 인해 단기실적주의의 폐해가 나타남에 따라 이러한 움직임이 생긴 것이다. 뭔가가 끝나려면 시작이 있어야 한다. 아쉽게도 한국은 주주자본주의를 아직 한 번도 제대로 해 본 적이 없다. 최근의 행동주의펀드의 움직임 및 이에 따른 기업의 대응은 이제 시작에 불과하다. 한국에서도 과도한 주주이익 추구가 문제가 되어 이해관계자 중심주의가 필요하다는 글을 은퇴 전에 쓸 수 있기를 기대해 본다.

## 참고문헌

- Claessens, S., Djankov, S., Fan, J.P. and Lang, L.H., Disentangling the incentive and entrenchment effects of large shareholdings. *The journal of finance*, 57(6), 2002.
- Gompers, P., Ishii, J. and Metrick, A., Corporate governance and equity prices. *The quarterly journal of economics*, 118(1), 2003.
- Kim, Woojin, Investor protection and the mode of acquisition: Implications for ownership dilution and formation of pyramids. *Financial Management*, 41(1), 2012.
- Shleifer, A. and Vishny, R.W., A survey of corporate governance. *The journal of finance*, 52(2), 1997.
- Villalonga, B. and Amit, R., How do family ownership, control and management affect firm value?. *Journal of financial Economics*, 80(2), 2006.

G - BRIEF No.4

## E.S.G.와 투자자보호

---

발행일 2023년 4월 28일

발행인 한영수

발행처 한국법제연구원

세종특별자치시 국책연구원로 15 (반곡동, 한국법제연구원)

T. 044)861-0300 F. 044)863-9915

등록번호 1981. 8.11. 제2014-000009호

<http://www.klri.re.kr>

---

1. 본원의 승인없이 轉載 또는 譯載를 禁함.
2. 이 책자의 내용은 본원의 공식적인 견해가 아님.



# E.S.G.

③

BRIEF