

© BRIEF

E.S.G.

E.S.G.에서 지배구조(G)란 무엇인가?

- 법제도와 시장의 조화를 통한 지배구조와 자본시장의 발전 -

정 준 혁

서울대학교 법학전문대학원 조교수, 법학박사,
변호사(휴업) 및 미국 뉴욕주 변호사(휴업)

신 동 일

서울대학교 법과대학원 박사과정,
법무법인(유) 세종 변호사

* 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, 정준혁·신동일, “E.S.G.에서 지배구조(G)란 무엇인가? - 법제도와 시장의 조화를 통한 지배구조와 자본시장의 발전 -”, G - Brief No.10., 한국법제연구원(2023), ○○면을 표기하여야 합니다.

I. 기업지배구조와 자본시장을 이끄는 두 가지 열풍

2020년 이후 우리나라 기업지배구조와 자본시장의 가장 큰 화두는 (1) 환경, 사회, 지배구조 문제를 기업 경영과 투자 활동에 고려하자는 E.S.G. 논의와 (2) 이른바 동학개미운동이라 불리는 투자자 보호 논의의 두 가지라 해도 과언이 아닐 것이다. 두 논의는 회사 경영의 방향성을 변화시키는 것을 목적으로 한다는 점에서는 비슷하지만, 추구하는 목표나 구체적인 실행 방안에 있어서는 상당히 다르고 때로는 서로 충돌하기도 한다. 이 글에서는 지난 몇 년 간 우리나라 기업지배구조와 자본시장에 큰 영향을 미치고 있는 E.S.G.와 투자자 보호 논의를 살피고 두 논의를 우리나라 현실에 어떻게 적용할 것인지를 검토한다. 이를 통해 E.S.G. 논의에서 지배구조(G) 문제를 어떻게 이해할지를 설명하고 우리나라 기업지배구조와 자본시장 제도가 나아갈 길을 제시한다.

1. 전세계적인 E.S.G. 열풍¹⁾

E.S.G. 용어는 2004년 UN의 Who Cares Wins 이니셔티브에서 처음 등장한 것으로 알려져 있다. 그러나 지금까지 전 세계적인 각광을 받기 시작한 것은 2018년 세계 최대의 자산운용사인 블랙록의 래리 핑크(Larry Fink) 회장이 투자대상회사들의 CEO들에게 회사가 사회적 기여를 할 것을 주문하고,²⁾ 2019년 미국 주요기업 CEO들의 모임인 비즈니스라운드테이블(Business Roundtable)이 이해관계자들에게 기여할 것과 주주들에게 장기적 가치를 제공할 것을 약속하면서부터 본격화된 것으로 볼 수 있다.³⁾ 이들

* 이 글은 정준혁, “ESG 시대, 지배구조의 역할은”, 환경 ESG 2022년 8월호 칼럼과 정준혁, “배당정책 합리적인가, 시장 평가 받게 해야”, 동아일보 2023. 2.자 기고문, 정준혁, “ESG와 회사법의 과제”, 상사법연구 제40권 제2호, 2021; 정준혁, “ESG 논의의 법적 의미와 전망”, BFL 제109호(2021)을 요약, 발전시킨 것이다.

1) E.S.G.의 역사와 열풍, 핵심 내용 및 향후 과제에 대해서는 정준혁, “ESG와 회사법의 과제”, 상사법연구 제40권 제2호(2021), 정준혁, “ESG 논의의 법적 의미와 전망”, BFL 제109호, 2021; 정준혁, “ESG와 금융법의 과제”, 증권법연구 제23권 제3호, 2022 참조.

2) BlackRock, CEO Larry Fink’s January 2018 letter to CEOs.

3) Business Roundtable, “Business Roundtable Redefines the Purpose of a Corporation to Promote ‘An Economy That Serves All Americans’”, 2019.



은 불과 몇 년 전까지만 하더라도 기업의 주된 목적은 주주 이익 극대화에 있다고 주장하였던 터라⁴⁾ 이러한 극적인 입장 변화는 미국 및 전세계 경영계와 투자업계에 큰 반향을 일으켰다. 세계 최대 투자자와 주요 기업의 CEO들이 이해관계자에 대한 고려와 주주에 대한 장기적 가치 제공을 강조하니 전세계적으로 E.S.G., 회사의 목적, 이해관계자주의 등 논의가 각광을 받게 된 것도 놀랍지 않은 일이다.

우리나라 기업들도 지난 몇 년간 앞서 투어 E.S.G. 경영을 선언하였고, 기업 내 E.S.G. 전담 부서는 물론 이사회 내 E.S.G. 위원회를 설치하는 등 기민하게 대응해 왔다. 근래 들어서는 EU를 중심으로 비재무적 사항 공시, 기업인권실사, 탄소국경조정(Carbon Border Adjustment Mechanism), 녹색투자분류체계(Green Taxonomy) 등 각종 제도들이 제안되거나 도입되면서 E.S.G.가 규제화 되는 양상을 보이고 있다. 나아가 글로벌 기업들도 납품업체들이 RE100 같은 친환경 에너지 사용이나 작업장 내 인권 문제 등과 관련하여 일정한 요건을 갖춘 경우에만 거래를 하도록 요구하고 있다. 해외 시장에 대한 의존도가 높은 우리나라 기업들로서는 E.S.G. 논의에 동의하는지 여부와 관계 없이 이러한 변화를 외면하기 어려운 상황이다.

4) Business Roundtable, "Statement on Corporate Governance", September 1997. 1997년에 발표한 위 성명서에서 비즈니스라운드테이블은 "기업의 주된 목적은 주주들에게 경제적 수익을 제공하는 데에 있고, 경영진과 이사는 주주에 대해 의무를 부담하며, 이사회가 주주의 이익과 이해관계자의 이익을 균형 있게 추구할 수는 없다"고 선언한 바 있다.

2. 투자자 보호 운동⁵⁾

반면 최근의 투자자 보호 논의는 외국의 영향보다는 우리나라에서 자생적으로 촉발되었다고 볼 수 있다. 코로나 위기를 거치면서 상장법인에 투자하는 개인투자자의 수가 크게 증가하였다. 한국예탁결제원 자료에 따르면 2019년 말 612만 명이던 개인 주식 투자자 수가 2022년 말에는 1424만 명으로 불과 3년 만에 두 배 넘게 늘었다. 주식투자자가 늘어나면서 우리나라 기업의 지배구조나 자본시장에 대한 관심도 함께 높아졌다. 주식 관련 각종 매체들이 큰 인기를 끌기 시작한 것도 이 즈음이고, 일반 투자자들은 물론 주요 언론에서 우리나라 지배구조와 자본시장 관련 법제도에 대한 비판의 목소리가 높아지기 시작한 것도 이 즈음이다.

주식투자자들의 지배구조와 자본시장 법제도에 대한 높은 관심과 제도 개선 요구는 실제 제도 개선으로도 이어졌다. 기관투자자들과 달리 개인투자자들은 각종 선거에서 투표권을 갖기 때문에 정계나 정부에서도 그 목소리에 귀 기울일 수밖에 없다. 정부의 110대 국정과제에도 자본시장 개선 및 투자자 보호 과제가 대거 포함됐다. 지난 2022년에는 금융위원회가 내부자 사전 공시 제도, 불공정거래행위자 임원 취임 제한, 물적 분할 관련 주주 보호, 의무공개매수 제도, 배당기준일 제도 개선 등 투자자 보호를 위한 개선방안을 연이어 발표했고, 자기주식이나 합병제도 개선에 대해서도 논의가 계속되고 있다. 투자자 보호에 대한 정치권의 관심이 이렇게 높은 것도, 정부가 단기간 내에 이렇게 많은 제도 개선을 추진한 것은 거의 외환위기 이후 처음인 듯하다. 주식 투자를 하는 유권자의 증가와 기업지배구조와 자본시장에 대한 높은 관심이 낳은 놀라운 결과다.

5) 이하의 내용은 필자 정준혁이 2023. 2. 동아일보에 기고한 “배당정책 합리적인가, 시장 평가 받게 해야” 글을 정리한 것이다.



II. 비슷하지만 다른 E.S.G. 논의와 투자자 보호 운동

E.S.G.와 투자자 보호 운동은 주주로서의 영향력을 바탕으로 모두 기업의 행동 양식을 변화시키는 것을 목표로 한다는 점에서는 비슷하지만, 그 등장 배경이나 구체적 내용, 추구하는 가치에 있어서는 상당한 차이가 있다. E.S.G. 논의는 회사가 주주의 이익 증대를 유일한 목표로 해야 한다는 주주우선주의(shareholder primacy)를 비판하는 데에서 출발한다. 주주의 과도한 이익 추구, 특히 단기적 주주이익 추구가 인류가 직면한 각종 환경 및 사회 문제의 원인이고 그러한 문제들 중 기후변화와 같이 당장 기업에게 중대한 영향을 미치는 요소들도 있기 때문에, 회사가 다양한 이해관계자의 이익을 추구하고 기업 경영과 투자에 있어서 환경 및 사회 요소를 고려하도록 하는 것이 회사의 장기적 지속가능성에도 도움이 된다고 본다.

반면 우리나라에서 전개되고 있는 투자자 보호 운동은 지배주주가 지배권을 남용하여 사적 이익(private benefit of control)을 취득하는 것을 막고 모든 주주들에게 주식 수에 비례하여 회사의 부를 나누자는 데에 방점이 있다. 미국과 달리 우리나라에서는 주주우선주의를 제대로 해 본적도 없고 이로 인한 폐해도 크게 나타나지 않았으므로, 다양한 이해관계자의 이익을 고려하지는 E.S.G. 논의와 달리 회사가 주주 전체의 이익

을 위해 운영되어야 한다는 점을 강조한다. E.S.G.와 투자자 보호 운동의 흐름과 내용을 비교하면 아래 표와 같다.

	ESG	투자자 보호 운동
배경	기후변화를 필두로 한 환경, 사회 문제에 대한 경각심 고조 미국과 유럽에서 시작, 우리나라로 확산	개인투자자의 증가로 인한 지배구조 및 자본시장에 대한 사회적, 정치적 관심 증가
목표	기후변화로 대표되는 시스템 리스크 완화, 양성 평등 등 사회적 문제의 해결	특정 기업의 지배구조 문제 자본시장, 기업지배구조 제도 개선
추구 가치	이해관계자주의, 회사의 목적	주주 권리 강화 및 이익 보호
중요시하는 당사자	근로자, 공급업체, 판매처, 소비자, 지역사회, 환경 등 이해관계자 전반	비지배주주, 소액주주
주주에 대한 관점	주주의 과도한 이익 추구를 방지할 필요. 회사는 주주를 포함한 이해관계자 전반의 이익을 추구해야	지배주주의 사익추구를 억제. 회사는 모든 주주의 이익을 추구해야
주체	해외 대형기관투자자, 연기금	주주행동주의 펀드, 개인투자자, 일부 기관투자자
활동 및 변화	투자, 금융 활동에서의 고려를 통한 회사 경영 활동의 변화 공시, 인증 제도를 중심으로 법제화	국내 법제도 개선 요구 (상법, 자본시장법) 주주제안 등 개별회사에 대한 변화촉구

III. E.S.G.에서의 G(지배구조) 논의와 투자자 보호의 조화

그렇다면 E.S.G. 논의와 투자자보호 운동은 어떻게 조화될 수 있는가? 이해관계자의 이익을 고려할 경우 주주의 이익이 감소할 수 있기 때문에 E.S.G. 논의는 주주 보호 논의와는 충돌할 수밖에 없는가? 아니면 주주들에 대한 배당을 늘리고 주주의 비례적 이익을 보장하는 것이 우리 기업지배구조와 자본시장의 가장 시급한 과제이므로 E.S.G. 논의는 잠시 접어두는 것이 맞는가? 이러한 배경 하에서 E.S.G.에서 G(지배구조)의 문제는 어떻게 이해하여야 하는가? 이와 같이 E.S.G. 논의와 투자자보호 운동의 대두

는 법제도 수립과 기업의 대응에 있어 상당한 도전과제를 제시하고 있다.

이 질문에 대한 실마리는 E.S.G. 논의가 우리 사회가 처한 환경, 사회, 지배구조 문제를 해결하기 위해 시작되었다는 점에서 찾을 필요가 있다. 특히 기후변화와 같이 온 인류가 직면하는 공통의 문제도 있지만, 국가별로 중요성에 차이가 있는 환경, 사회 문제들도 있다. 예를 들어 우리나라에서는 미세먼지로 인한 대기질 문제가 일상 생활에 중요한 영향을 미치지만 미국이나 유럽에서는 그렇지 않다. 반면 총기 소유 제한이나 다양한 인종 간 평등 문제는 우리나라보다는 미국에서 중요한 사회적 문제로 여겨진다.

지배구조 문제도 마찬가지다. 경영진의 단기 실적 추구나 헷지펀드 등 일부 주주의 과도한 배당 요구 등이 문제되는 미국과 달리, 우리나라에서는 이로 인한 폐해가 특별히 심각하다고 보기는 어렵다. 우리나라의 지배주주들은 여러 세대에 걸쳐 주식을 장기간 보유하면서 이익 배당을 잘 실시하지 않는 등 일반주주들의 단기적 가치 추구에 반하는 방향으로 기업을 경영한 것이 현실이다. 이처럼 우리가 직면하고 있는 지배구조 문제는 미국 등 외국의 그것과는 다르기 때문에 이에 대한 해법 역시 달라야 한다. 예를 들어 상장회사 주식 소유가 분산된 경우가 많은 미국이나 영국에서는 경영진을 견제하기 위해 이사회 의장과 CEO를 분리하는 것이 의미가 있지만, 대부분의 회사에 지배주주가 있는 우리나라에서는 이사회 의장과 CEO를 분리하더라도 이들이 서로를 견제할 것을 기대하기는 어렵다.

이러한 점에서 보면, 우리나라에서 가장 중요한 지배구조(G) 문제는 여전히 지배주주의 지배권 남용을 방지하고 일반주주를 적절하게 보호하는 데에 있다. 1997년말 금융위기 이후 지난 25여년 동안 우리나라 기업지배구조의 개혁이 중요한 과제로 강조되어 왔고, 상법, 공정거래법, 세법 등의 여러 법제도 개선을 통해 지배주주의 각종 지배권 남용 행위가 과거에 비하면 강하게 통제되고 있는 것이 현실이다.⁶⁾ 작년에 이뤄진 일련의 법제도 개선도 이러한 노력의 연장선에서 이해할 수 있다.

6) 정준혁, “일감몰아주기 법제에 대한 입법 평가”, 경제법연구 제19권 제3호, 2020.



IV. 시장의 역할을 통한 지배구조 개선과 자본시장의 활성화

그렇지만 지배구조의 개선이나 E.S.G. 요소의 개선은 법제도로 강제한다고 달성할 수 있는 것은 아니다. 예를 들어, 회사의 이익을 채투자에게 활용할지, 아니면 주주들에게 배당할지는 회사의 경영판단 사항에 해당한다. 위기에 대비하기 위해 현금을 유보하거나, E.S.G. 경영에 따라 이해관계자들과 그 과실을 공유하는 것이 회사 이익에 부합한다면 이러한 결정 역시 존중될 수 있다. 회사로 하여금 일정 금액을 E.S.G. 개선을 위해 쓰도록 강제하거나, 누적 이익이 일정 금액 이상일 경우 이를 일반주주들에게 분배할 것을 법으로 요구할 수는 없고, 그렇게 해서도 아니된다.

이러한 점에서 앞으로의 지배구조 제도 개선은 이사의 경영진에 대한 감시가 보다 효율적으로 이뤄지게 하고, 주주들의 의사가 회사의 운영에 적절하게 반영될 수 있도록 하는 데에서 그 방향성을 찾아야 한다. 예컨대 주주제안 제도를 정비하여 주주들이 회사의 의사결정에 참여할 수 있는 통로를 보다 효과적으로 제공하고, 공시 강화를 통

해 경영진의 실적이나 지배주주의 기회주의적 행동이 시장에 적절하게 공개될 수 있게 하여야 한다. 전문투자자들이 그 전문성을 바탕으로 기업의 가치를 적절하게 평가하고 지배주주나 경영진의 지배권 남용행위를 적절하게 통제할 수 있도록 인센티브를 주는 것도 필요하다.⁷⁾ E.S.G. 논의에서 다양한 이해관계자가 회사의 의사결정 과정에 참여할 수 있어야 환경, 사회 문제와 같은 가치들이 다뤄질 수 있다는 점을 강조하는 것도 같은 맥락이다.

우리나라 지배구조 및 자본시장 관련 법제는 입장에 따라 여전히 아쉬운 면도 있겠지만 여러 노력에 따라 상당 부분 개선되었고, 주요국가들과 비교할 때 크게 뒤처지지 않는 수준에 이르렀다고 평가할 수 있다. 그러나 실제 법제도를 어떻게 운용할 것인가는 오롯이 경영진, 지배주주, 일반주주를 비롯한 다양한 이해관계자들과 시장참여자, 그리고 이를 적절하게 감시하는 집행기관, 감독기관의 몫이다. 이러한 점에서 보면 우리나라 지배구조와 자본시장은 아직 시장의 원활한 작동을 위한 법제도 운용이 부족한 측면이 있다. 따라서 향후 우리나라 기업지배구조와 자본시장 제도의 개선 목표는 각종 불공정거래행위를 방지하고 경영진이나 지배주주에 의한 불법행위를 통제하여 시장에 대한 신뢰를 높이고, 시장 참여자들의 의견이 시장과 기업의 의사결정에 효과적으로 전달될 수 있는 수단을 제공하여 시장이 제대로 작동하게 하는 데에 있다고 할 수 있다. 법제도(law)와 시장(market)의 조화로운 역할을 통한 지배구조와 자본시장의 발전을 기대해 본다.

7) Spamann, Holger. "Indirect investor protection: the investment ecosystem and its legal underpinnings." *Journal of Legal Analysis* 14.1, 2022.

참고문헌

- 정준혁, “ESG 시대, 지배구조의 역할은”, 한국경제, 2022.08.10., <https://www.hankyung.com/article/202207289599i>
- _____, “배당정책 합리적인가, 시장 평가 받게 해야”, 동아일보, 2023.02.24., <https://www.donga.com/news/Economy/article/all/20230223/118048337/1>
- _____, “ESG와 회사법의 과제”, 상사법연구 제40권 제2호, 2021.
- _____, “ESG 논의의 법적 의미와 전망”, BFL 제109호, 2021.
- _____, “ESG와 금융법의 과제”, 증권법연구 제23권 제3호, 2022.
- _____, “일감몰아주기 법제에 대한 입법 평가”, 경제법연구 제19권 제3호, 2020.
- Holger Spamann, “Indirect investor protection: the investment ecosystem and its legal underpinnings”, *Journal of Legal Analysis* 14.1, 2022.

G - BRIEF No.10

ESG에서 지배구조(G)란 무엇인가?

- 법제도와 시장의 조화를 통한 지배구조와
자본시장의 발전 -

발행일 2023년 7월 31일

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