산 업 연 구

INDUSTRIAL STUDIES

제 42 권 제 2 호
VOL. 42, No. 2

단국대학교 부설 미래산업연구소

THE RESEARCH INSTITUTE OF FUTURE INDUSTRY
DANKOOK UNIVERSITY

산 업 연 구

제 42 권 제 2 호

▌국내 엔터테인먼트 산업과 재무제표 분석에 관한 연구 ····· 1
이창섭

▌소유구조와 기업가치 및 경영성과와의 관련성 ····· 19
임선화 · 최윤이

▌한미 FTA와 투자자 - 국가 간 소송제도(ISD)에 대한 고찰 ····· 37
유지연

▌포용적 성장과 재정정책 방향의 모색 ····· 53
김성순

▌보수주의 회계와 회계이익 및 주식수익률과의 관련성 ····· 79
송미화 · 최윤이

국내 엔터테인먼트 산업과 재무제표 분석에 관한 연구

이 창 섭*

요 약

국내 엔터테인먼트 산업은 부가가치가 높으며, 천연자원이나 국가규모로부터의 제약이 거의 없다. 이에 우리나라의 국가경제원동력으로서의 엔터테인먼트 산업의 중요성은 더욱 확대되고 있다. 본 연구에서는 국내 3대 엔터테인먼트 기업인 에스엠엔터테인먼트, 와이지엔터테인먼트, 제이와이피엔터테인먼트를 대상으로 재무제표 분석을 수행함으로서 국내 엔터테인먼트 산업의 경영환경을 살펴보고자 한다. 이를 위해, 이들 3대 엔터테인먼트 기업의 손익계산서와 재무상태표 정보를 수집하여 수직적·수평적 분석과 재무비율 분석을 수행하였다.

연구결과, 2014년부터 2017년까지 SM, YG, JYP 모두 기업성과가 향상되고 있으나, 수익률에 있어 높은 변동성이 관찰되었다. 이는 엔터테인먼트 산업이 높은 위험성을 내포하고 있는 반면, 제조업을 비롯한 다른 산업에 비해 높은 수익률이 나타나고 있음을 의미한다. 또한 이들 기업은 최근 부채비중을 확대함으로서 기업의 규모를 확장하고 있었다. 그러나 총자산대비 부채비율은 높지 않기 때문에, 향후 계속기업 측면에서 국내 엔터테인먼트 기업의 위험성은 높지 않을 것으로 판단된다.

본 연구는 국내 3대 엔터테인먼트 기업들을 대상으로 재무제표 분석을 수행함으로서 선행연구와 차별점이 있다. 또한, 엔터테인먼트 산업을 기업재무 측면에서 살펴봄으로서 향후 엔터테인먼트 산업의 기업환경을 이해하는 데 도움을 줄 수 있을 것이다.

핵심 주제어 : 엔터테인먼트 산업, 재무제표 분석, 재무비율, 경영환경

* 세종대학교 경영대학 경영학과 조교수, crhee2@sejong.ac.kr
〈논문 투고일〉 2018. 10. 09 〈게재 확정일〉 2018. 11. 06

Ⅰ. 서 론

국내 엔터테인먼트 산업은 소속사가 연예인의 스케줄을 관리하는 것에서부터 시작하여, 잠재가능성 있는 연습생을 뽑아 훈련시키고 기획하는 것을 넘어서, 이들을 통해 다양한 글로벌 문화콘텐츠를 제작하고 제공하는데 까지 이르렀다. 이러한 국내 엔터테인먼트 산업은 그동안 국내 산업의 근간이었던 제조업에 비하여 높은 부가가치를 갖고 있으며, 다른 산업에 비해 높은 사회적 파급효과와 일자리 창출력을 지닌다(조용기, 2015). 또한 국내 엔터테인먼트의 산업의 시장범위도 국내 시장을 넘어서 글로벌 시장으로 점차 확대되었으며, 최근 싸이와 BTS와 같은 글로벌 시장에서의 성공적인 사례가 나타나고 있다(Park 2018; 김승범 · 신호상, 2018). 특히, 무형자산인 문화콘텐츠가 중요시되는 엔터테인먼트 산업 특성상 천연자원이나 국가규모의 제약을 받지 않기 때문에, 향후 우리나라의 국가경제원동력으로서 엔터테인먼트 산업의 중요성은 더욱 확대될 것이다.

엔터테인먼트 산업에 대한 연구는 크게 전속계약, 경영전략, 기업재무 측면에서 이뤄졌다(권용현 · 한승헌, 2016). 전속계약에 관한 연구는 연예인과 소속사 간의 법적분쟁이 늘어남에 따라 이들 계약의 문제와 분쟁조정 방안을 다뤘으며(최승수 · 안건형, 2009; 박태훈 · 박지수, 2012; 최현숙, 2018), 경영전략에 관한 연구는 국내 엔터테인먼트 산업의 시장이 글로벌화 됨에 따라 해외시장 진출방안에 대한 경영전략을 다뤘다(Park, 2018; 박영은 · 이동기, 2011; 이문행, 2014). 최근 국내 엔터테인먼트 산업의 시스템이 점자 안정화되면서 투자가치 있는 산업으로서 엔터테인먼트 산업에 대한 관심이 높아졌으며, 이에 엔터테인먼트 기업의 재무적 측면에 대한 연구가 다뤄지고 있다(김대원 · 김성철, 2014; 고동원, 2010; 권용현 · 한승헌, 2017).

본 연구에서는 국내 엔터테인먼트 산업의 경영환경을 살펴보기 위해, 3대 국내 엔터테인먼트 기업인 에스엠엔터테인먼트(SM), 와이지엔터테인먼트(YG), 제이와이피엔터테인먼트(JYP)의 기업성과와 재무상태를 비교분석하였다. 이를 위해, SM, YG, JYP의 2013년부터 2017년까지의 재무정보를 수집한 후, 손익계산서와 재무상태표에 대한 수직적 · 수평적 분석을 수행하였다. 수직적 분석은 100% 가중치를 부여한 기준연도를 설정하여 비교연도의 비율을 표시하는 방법으로서 기준연도대비 비교연도 항목의 증감추세를 파악할 수 있다(Weygandt et al., 2015; 이효익, 2018). 수직적 분석은 손익계산서의 항목을 매출액에 대한 비율로 표시하거나 재무상태표의 항목을 총자산에 대한 비율로 표시하는 방법으로서 연도별 항목의 매출액 또는 총자산 대비 비율의 변화를 파악할 수 있다(Weygandt et al., 2015; 이효익, 2018). 다음으로 재무제표 항목들을 이용한 재무비율 분석을 수행하였으며, 세부적으로 수익성비율, 자산효율성비율, 유동성비율, 레버리지비율을 측정하였다.

연구결과, 국내 엔터테인먼트 산업에서 3대 기업인 SM, YG, JYP의 2014년부터 2017년까

지의 기업성과는 향상되었으나 높은 변동성이 관찰되었다. 이는 엔터테인먼트 산업이 높은 위험성을 내포하고 있는 반면, 제조업을 비롯한 다른 산업에 비해 높은 수익률이 나타나고 있음을 의미한다. 또한 이들 기업은 지난 4년간 부채비중을 높임으로서 기업의 규모를 확장하고 있었다. 비록 부채비중을 확대하고 있으나 총자산대비 부채비율은 낮기 때문에, 계속기업 측면에서 안정적으로 보인다. 재무비율 측면에서 SM, YG, JYP을 비교한 결과, 2017년 기준 JYP가 가장 높은 수익성과 자산효율성을 보고하였으며, YG는 가장 높은 유동성비율과 가장 낮은 레버리지비율이 나타났다. 전체적으로 SM, YG, JYP의 모두 수익성, 자산효율성, 유동성에서 높은 비율이 관찰되었으며, 레버리비지율은 높지 않았다. 이에 향후 계속기업 측면에서 국내 엔터테인먼트 산업의 기업에 대한 위험성은 높지 않을 것으로 판단된다.

본 연구는 국가경제원동력으로서 엔터테인먼트 산업을 기업재무 측면에서 살펴봄으로서 향후 엔터테인먼트 산업의 기업환경을 이해하는 데 도움을 줄 수 있을 것이다. 또한, 국내 3대 엔터테인먼트 기업의 재무제표 분석을 수행함으로서 엔터테인먼트 산업의 재무적 특성을 제시하였다는 데 추가적인 공헌점이 있을 것이다.

본 연구의 구성은 다음과 같다. Ⅱ장에서는 국내 엔터테인먼트 산업관련 선행연구를 검토한다. Ⅲ장에서는 연구대상과 연구방법을 설명하고, Ⅳ장에서는 재무제표 분석결과를 보고한다. 마지막으로 Ⅴ장에서 연구의 결론을 제시한다.

Ⅱ. 국내 엔터테인먼트 산업관련 선행연구

국내 엔터테인먼트 산업에 관한 연구는 크게 전속계약, 경영전략, 기업재무로 구분된다(권용현과 한승헌, 2016). 우선 전속계약과 관련하여, 국내 초기 엔터테인먼트 산업은 소속사가 연예인의 스케줄을 관리해주는 것이 주된 업무였으며, 점차 소속사와 연예인 사이의 계약에 관련한 법적분쟁이 증가함에 따라 전속계약의 관한 연구가 요구되었다(이범수, 2010). 최승수 · 안건형(2009)는 연예인 전속계약의 법적분쟁과 중재적합성에 대하여 살펴보았으며, 정부가 연예인 소속사를 입법적으로 규제하기보다는 연예인들과 소속사들 사이의 단체협상을 도와주는 것이 효과적일 것이라고 주장하였다. 박태훈 · 박지수(2012)는 연예인 전속계약의 법적 문제점을 검토한 후, 이에 대한 개선방안으로서 인큐베이팅 계약의 개선, 기본법의 제정, 조정을 통한 분쟁해결을 제시하였다. 최현숙(2018)은 국내 엔터테인먼트 산업에서 불공정 전속계약이 발생하는 구조적 문제가 있으며, 이를 해소하기 위해서는 전속계약을 법적 성격에 따라 유형화할 필요가 있다고 설명하였다.

국내 엔터테인먼트 산업은 2000년에 들어서 연습생을 모집하여 상품성 있는 스타로 훈련시

키고 기획하는 데 보다 집중하였다. 이를 통해 엔터테인먼트 기업은 음반출판물 뿐만 아니라 다양한 콘텐츠 상품에서 높은 수익을 창출하면서 기업규모를 키워나갔다. 특히, 3대 엔터테인먼트 기업인 SM, YG, JYP가 코스닥 시장에 상장되었으며, 국내 엔터테인먼트 산업의 범위와 시장규모가 국내를 넘어 글로벌화 되었다(Park, 2018). 이에 따라 다양한 콘텐츠 개발과 해외 시장을 공략하기 위한 경영전략이 중요해졌으며, 이에 관한 연구가 활발히 이뤄졌다. 박영은 · 이동기(2011)와 이문행(2014)는 SM을 대상으로, Park(2018)은 YG를 대상으로 글로벌 시장 진입을 위한 경영전략에 대하여 살펴보았다.

엔터테인먼트 산업은 연예인의 평판에 긍정적 또는 부정적 영향을 미치는 사건이 발생함에 따라 기업 가치가 급격하게 변동하기 때문에 다소 위험하다고 평가되어, 과거 국내 자본시장에서의 엔터테인먼트 산업에 대한 투자는 관심에 비해 원활하게 이뤄지지 않았다. 그러나 2011년 이후부터 엔터테인먼트 산업에 대한 법적제도 및 경영시스템이 점차 안정화되면서, 자본시장에서의 엔터테인먼트 기업에 대한 투자가 보다 활성화되고 있다(김대원 · 김성철, 2014). 이에 따라 이들 기업재무에 관한 연구가 강조되고 있다. 고동원(2010)은 국내 엔터테인먼트 산업에서 계속기업 여부를 검증하기 위해, 엔터테인먼트 기업의 지배구조와 현금흐름 간의 상관관계를 실증적으로 분석하였다. 김대원 · 김성철(2014)는 국내 엔터테인먼트 기업의 부채금융 가능성에 대하여 연구하였으며, 권용현 · 한승헌(2017)은 국내 엔터테인먼트 기업의 기업가치 변동에 대하여 살펴보았다.

재무제표 분석은 재무제표의 항목들을 이용하여 기업의 재무상태와 경영성과를 비교 및 측정하는 기법이다(김광수, 2003; 임기태 2006). 재무제표 분석에 관한 연구는 다양한 산업에서 이뤄졌으나, 아직 국내 엔터테인먼트 산업에 대해서는 미비한 실정이다(권웅, 2011; 김민철, 2013). 이에 본 연구에서는 엔터테인먼트 산업에 관한 연구 분야 중 기업재무에 초점하여, 국내 3대 엔터테인먼트 기업인 SM, YG, JYP를 대상으로 재무제표 분석을 수행하였다. 이를 통해 최근 국내 엔터테인먼트 산업의 경영환경을 살펴볼 수 있을 것이다.

Ⅲ. 연구방법

1. 연구대상 및 자료수집

국내 엔터테인먼트 기업의 재무제표 분석을 수행하기 위해 산업분류코드 KSIC-9의 기준에 따라 엔터테인먼트 상장사를 추출하였다. 〈표 1〉은 “음악 및 기타 오디오물 출판업”으로 세세분류된 기업의 정보이다. 본 연구에서는 총 5개 엔터테인먼트 상장사 중 가장 많이 알려진 (주)

에스엠엔터테인먼트, (주)와이지엔터테인먼트, (주)제이와이피엔터테인먼트를 대상으로 재무제표 분석을 진행하였으며, 이들 기업의 재무정보는 Kis-Value로부터 수집하였다.

〈표 1〉 2018년 기준 국내 엔터테인먼트 상장사

기업명	주식코드	상장일	시장구분
(주)에스엠엔터테인먼트	041510	2000.04.27	코스닥
(주)와이지엔터테인먼트	122870	2011.11.23	코스닥
(주)제이와이피엔터테인먼트	035900	2001.08.30	코스닥
(주)에프엔씨엔터테인먼트	173940	2014.12.04	코스닥
(주)큐브엔터테인먼트	182360	2013.11.21	코스닥

※ 자료 : Kis-Value

2. 재무제표의 수직적 · 수평적 분석

보편적으로 이용되고 있는 재무제표 분석기법은 수평적 분석과 수직적 분석이다. 수직적 분석(추세 분석)은 100% 가중치를 부여한 기준연도를 설정하여 비교연도의 비율을 표시하는 방법이다(Weygandt et al., 2015; 이효익, 2018). 이를 통하여, 기준연도대비 비교연도 항목의 증감추세를 파악할 수 있다. 본 연구에서는 2013년도를 기준연도로 설정하여 2014년도부터 2017년까지의 손익계산서 및 재무상태표의 주요항목에 대한 추세를 분석하였다.

다음으로 수직적 분석(요소구성비율 분석)은 손익계산서의 항목을 매출액에 대한 비율로 표시하거나 재무상태표의 항목을 총자산에 대한 비율로 표시하는 방법이다(Weygandt et al., 2015; 이효익, 2018). 이를 통하여, 연도별 항목의 총자산 또는 매출액 대비 비율의 변화를 파악할 수 있다. 본 연구에서는 2013년부터 2017년까지의 손익계산서 및 재무상태표의 주요항목에 대한 요소구성비율을 분석하였다.

3. 재무비율 분석

재무비율 분석은 재무제표 항목들을 이용하여 기업 활동에 대한 평가치를 계산하는 기법이다(Weygandt et al., 2015; 이효익, 2018). 기업의 활동은 재무제표 측면에서 영업활동, 투자활동, 재무활동으로 구분되며, 이들 활동은 각각 수익성비율, 자산효율성비율, 유동성 및 레버리지비율로서 평가가능하다(임기태, 2006). 재무비율의 계산방법은 다양하나 본 연구에서는 수익성비율로서 총자산이익률, 자산효율성비율로서 자기자본회전율, 유동성 및 레버리지비율로서 유동비율과 부채비율을 사용하였다. 각 재무비율의 측정방법은 아래 표와 같다.

〈표 2〉 재무비율과 측정방법

재무비율	측정방법
수익성비율 : 총자산이익률	영업이익/((기초총자산+기말총자산)/2)
자산효율성비율 : 자기자본회전율	매출액/((기초총자본+기말총자본)/2)
유동성비율 : 유동비율	유동자산/유동부채
레버리지비율 : 부채비율	총부채/총자본

Ⅳ. 연구결과

1. 에스엠엔터테인먼트(SM)

SM의 손익계산서의 수평적 및 수직적 분석결과는 〈표 3〉와 〈표 4〉과 같다. SM은 2013년을 기준하여 매출액은 지속적으로 증가하는 추세이나 매출원가 및 판매관리비의 증가로 인해 당기순이익은 2014년부터 2016년까지 급격하게 감소하였다가 2017년에 회복하였다. 특히, 매출액 대비 당기순이익 비율은 2014년부터 2015년에는 3%이하였으며, 2017년에 9%를 유지하였다.

〈표 3〉 SM의 수평적 분석(손익계산서)

주요항목	2013년	2014년	2015년	2016년	2017년
매출액	100%	103%	119%	123%	132%
매출원가	100%	108%	123%	131%	128%
매출총이익	100%	94%	113%	109%	137%
판매관리비	100%	129%	172%	191%	219%
영업이익	100%	68%	67%	47%	74%
영업외수익	100%	87%	70%	150%	484%
영업외비용	100%	70%	219%	108%	295%
법인세비용차감전계속사업이익	100%	71%	33%	52%	102%
계속사업손익법인세비용	100%	139%	40%	77%	96%
당기순이익	100%	11%	26%	30%	106%

〈표 4〉 SM의 수직적 분석(손익계산서)

주요항목	2013년	2014년	2015년	2016년	2017년
매출액	100%	100%	100%	100%	100%
매출원가	63%	66%	65%	67%	61%
매출총이익	37%	34%	35%	33%	39%
판매관리비	16%	20%	23%	25%	27%
영업이익	21%	14%	12%	8%	12%
영업외수익	4%	3%	2%	5%	14%
영업외비용	5%	3%	9%	4%	10%
법인세비용차감전계속사업이익	20%	14%	6%	9%	16%
계속사업손익법인세비용	10%	13%	3%	6%	7%
당기순이익	11%	1%	2%	3%	9%

〈표 5〉와 〈표 6〉는 SM의 재무상태표의 수평적 및 수직적 분석 결과이다. 2014년부터 자산의 규모는 증가하고 있으며, 부채의 규모는 자본의 규모보다 급격하게 증가했다. 하지만 동일기간 자산총계 대비 부채총계의 비율은 30% 이하를 유지하고 있고, 자산의 70% 이상이 자본으로 구성되어 있기 때문에 급격한 부채증가로 인한 위험성은 높지 않을 것으로 판단된다.

〈표 5〉 SM의 수평적 분석(재무상태표)

주요항목	2014년	2015년	2016년	2017년
자산총계	100%	119%	137%	152%
유동자산	100%	108%	158%	147%
비유동자산	100%	126%	123%	155%
부채총계	100%	171%	187%	230%
유동부채	100%	131%	215%	256%
비유동부채	100%	363%	55%	108%
자본총계	100%	108%	126%	135%

〈표 6〉 SM의 수직적 분석(재무상태표)

주요항목	2014년	2015년	2016년	2017년
자산총계	100%	100%	100%	100%
유동자산	39%	35%	45%	37%
비유동자산	61%	65%	55%	63%
부채총계	18%	25%	24%	27%
유동부채	14%	16%	23%	24%
비유동부채	3%	9%	1%	2%
자본총계	82%	75%	76%	73%

〈표 7〉은 SM의 비율분석 결과이다. 수익성비율은 2015년에 비하여 2016년에 감소하였으나, 2017년에 6.18%로 회복하였다. 자산효율성비율과 유동성비율은 감소하는 추세이며, 레버리지비율은 31%~36%대를 유지하고 있다. 그러나 전반적으로 SM의 유동부채 대비 유동자산은 높은 수준이며, 자본대비 부채는 낮은 수준이다.

〈표 7〉 SM의 재무비율 분석

재무비율 항목	2015년	2016년	2017년
수익성비율(총자산이익률)	7.40%	4.40%	6.18%
자산효율성비율(자기자본회전율)	79.55%	73.08%	69.84%
유동성비율(유동비율)	219.73%	197.31%	153.48%
레버리지비율(부채비율)	33.82%	31.46%	36.08%

2. 와이지엔터테인먼트(YG)

YG의 손익계산서의 수평적 및 수직적 분석결과는 〈표 8〉와 〈표 9〉과 같다. YG는 2013년을 기준하여 2017년까지 매출액이 급격하게 증가하였다. 그러나 매출원가의 증가는 매출액보다 더 높게 이뤄져, 당기순이익의 증가는 매출액 증가에 비해 크지 않았다. 2017년 기준 매출원가가 전체 매출액의 75%를 차지하고 있으며, 매출액대비 당기순이익률은 7%이다.

〈표 8〉 YG의 수평적 분석(손익계산서)

주요항목	2013년	2014년	2015년	2016년	2017년
매출액	100%	127%	141%	220%	250%
매출원가	100%	130%	145%	248%	284%
매출총이익	100%	121%	133%	166%	184%
판매관리비	100%	146%	141%	175%	232%
영업이익	100%	97%	125%	158%	139%
영업외수익	100%	447%	716%	410%	752%
영업외비용	100%	86%	162%	222%	282%
법인세비용차감전계속사업이익	100%	143%	194%	178%	191%
계속사업손익법인세비용	100%	205%	255%	398%	396%
당기순이익	100%	127%	178%	121%	138%

〈표 9〉 YG의 수직적 분석(손익계산서)

주요항목	2013년	2014년	2015년	2016년	2017년
매출액	100%	100%	100%	100%	100%
매출원가	66%	68%	68%	74%	75%
매출총이익	34%	32%	32%	26%	25%
판매관리비	16%	19%	16%	13%	15%
영업이익	18%	13%	16%	13%	10%
영업외수익	2%	7%	11%	4%	6%
영업외비용	3%	2%	3%	3%	3%
법인세비용차감전계속사업이익	17%	19%	23%	13%	13%
계속사업손익법인세비용	3%	6%	6%	6%	5%
당기순이익	13%	13%	17%	7%	7%

〈표 10〉와 〈표 11〉는 YG의 재무상태표의 수평적 및 수직적 분석 결과이다. 2014년부터 자산의 규모는 증가하고 있으며, 특히 2017년에 비유동자산과 유동부채가 급격하게 늘어났다. 그러나 2017년 기준 총자산 대비 유동부채 비율은 11%로서 급격한 유동부채 증가로 인한 위험성은 높지 않을 것으로 판단된다.

〈표 10〉 YG의 수평적 분석(재무상태표)

주요항목	2014년	2015년	2016년	2017년
자산총계	100%	113%	149%	179%
유동자산	100%	112%	129%	158%
비유동자산	100%	113%	169%	201%
부채총계	100%	112%	133%	148%
유동부채	100%	140%	217%	245%
비유동부채	100%	102%	105%	114%
자본총계	100%	113%	156%	194%

〈표 11〉 YG의 수직적 분석(재무상태표)

주요항목	2014년	2015년	2016년	2017년
자산총계	100%	100%	100%	100%
유동자산	51%	50%	44%	45%
비유동자산	49%	50%	56%	55%
부채총계	32%	32%	29%	26%
유동부채	8%	10%	12%	11%
비유동부채	24%	22%	17%	15%
자본총계	68%	68%	71%	74%

〈표 12〉는 YG의 비율분석 결과이다. 수익성비율은 2015년도 8.64%에서 2017년에 6.23%로 감소하였다. 자산효율성비율과 유동성비율에서 매우 안정적인 수치를 보이며, 레버리지비율도 35%~46%대를 유지하고 있다. 전반적으로 YG의 유동부채 대비 유동자산은 높은 수준이며, 자본대비 부채는 낮은 수준이다.

〈표 12〉 와이지엠엔터테인먼트의 재무비율분석

재무비율 항목	2015년	2016년	2017년
수익성비율(총자산이익률)	8.64%	8.85%	6.23%
자산효율성비율(자기자본회전율)	81.38%	100.50%	87.85%
유동성비율(유동비율)	496.30%	367.44%	398.68%
레버리지비율(부채비율)	46.72%	40.34%	35.94%

3. 제이와이피엔터테인먼트(JYP)

JYP는 2013년 당기순손실을 기록하여, 〈표 13〉의 손익계산서의 수평적 분석은 2014년도를 기준연도로 설정하였다. 2016년부터 매출이 향상되었으며, 2017년에는 매출원가 증가율이 매출액 증가율보다 낮아 매출총이익률을 높일 수 있었다. 〈표 14〉의 손익계산서의 수직적 분석에 따르면, 2014년부터 매출액 대비 판매관리비 비율이 감소함에 따라 영업이익이 향상되었다. 영업외비용도 지속적으로 감소하여 2014년 이후 매출액 대비 높은 당기순이익을 달성하였다.

〈표 13〉 JYP의 수평적 분석(손익계산서)

주요항목	2013년	2014년	2015년	2016년	2017년
매출액	-	100%	110%	157%	218%
매출원가	-	100%	120%	159%	211%
매출총이익	-	100%	90%	152%	233%
판매관리비	-	100%	114%	138%	206%
영업이익	-	100%	59%	170%	267%
영업외수익	-	100%	95%	101%	273%
영업외비용	-	100%	107%	136%	125%
법인세비용차감전계속사업이익	-	100%	56%	161%	306%
계속사업손익법인세비용	-	-	-	-	-
당기순이익	손실	100%	50%	105%	244%

〈표 14〉 JYP의 수직적 분석(손익계산서)

주요항목	2013년	2014년	2015년	2016년	2017년
매출액	100%	100%	100%	100%	100%
매출원가	64%	66%	72%	67%	64%
매출총이익	36%	34%	28%	33%	36%
판매관리비	47%	19%	19%	16%	18%
영업이익	-11%	15%	8%	16%	18%
영업외수익	4%	4%	3%	2%	5%
영업외비용	17%	4%	4%	3%	2%
법인세비용차감전계속사업이익	-25%	15%	8%	15%	21%
계속사업손익법인세비용	0%	0%	1%	5%	4%
당기순이익	-25%	15%	7%	10%	17%

JYP의 재무상태표의 수평적 및 수직적 분석 결과는 〈표 15〉와 〈표 16〉이다. 2014년부터 자산의 규모는 조금씩 증가하다가 2017년에 급격하게 커졌다. 특히, 2017년 총부채는 2배 이상 증가하였으며, 이중에서 비유동부채는 2016년 대비 3.7배 증가하였다. 그러나 2017년 기준 총자산대비 비유동부채 비율은 3%로서 매우 낮은 편이므로 부채증가로 인한 위험성은 높지 않을 것으로 판단된다.

〈표 15〉 JYP의 수평적 분석(재무상태표)

주요항목	2014년	2015년	2016년	2017년
자산총계	100%	100%	115%	167%
유동자산	100%	94%	132%	179%
비유동자산	100%	105%	104%	160%
부채총계	100%	85%	105%	217%
유동부채	100%	85%	100%	196%
비유동부채	100%	100%	1652%	6033%
자본총계	100%	105%	118%	152%

〈표 16〉 JYP의 수직적 분석(재무상태표)

주요항목	2014년	2015년	2016년	2017년
자산총계	100%	100%	100%	100%
유동자산	39%	36%	44%	41%
비유동자산	61%	64%	56%	59%
부채총계	24%	20%	22%	31%
유동부채	24%	20%	21%	28%
비유동부채	0%	0%	1%	3%
자본총계	76%	80%	78%	69%

〈표 17〉은 JYP의 비율분석 결과이다. 수익성비율과 자산효율성 비율은 2015년 이후 계속 증가되었다. 2017년 유동성비율은 148.54%로서 유동자산이 유동부채에 비해 1.5배 더 많이 있음을 알 수 있다. 레버리지비율은 2017년 비유동부채의 증가로 인해 2016년 대비 증가하였으나, 다른 엔터테인먼트 기업들과 비슷한 수준을 유지하고 있다.

〈표 17〉 JYP의 재무비율분석

재무비율 항목	2015년	2016년	2017년
수익성비율(총자산이익률)	5.64%	15.01%	18.01%
자산효율성비율(자기자본회전율)	88.47%	116.36%	133.84%
유동성비율(유동비율)	178.62%	214.57%	148.54%
레버리지비율(부채비율)	25.40%	28.01%	44.67%

4. 재무비율분석 비교

2017년 기준 SM, YG, JYP의 재무비율분석 결과 요약은 〈표 18〉과 같다. JYP는 2017년 SM와 YG에 비해여 약 3배 높은 수익률을 보였으며, 자산효율성에서도 가장 높은 비율이 나타났다. 반면, JYP의 유동성비율과 레버리지비율은 SM와 YG에 비하여 좋지 않았다. 이는 2013년에 손실을 기록했던 JYP의 규모가 점차 확장됨에 따라 높은 성과를 거뒀음을 의미한다. YG는 높은 유동성비율과 낮은 레버리지비율을 보이면서, 계속기업 측면에서 가장 안정적이다.

〈표 18〉 주요 엔터테인먼트 기업의 2017년 재무비율분석 결과 요약

재무비율 항목	SM	YG	JYP
수익성비율(총자산이익률)	6.18%	6.23%	18.01%
자산효율성비율(자기자본회전율)	69.84%	87.85%	133.84%
유동성비율(유동비율)	153.48%	398.68%	148.54%
레버리지비율(부채비율)	36.08%	35.94%	44.67%

V. 결 론

우리나라의 엔터테인먼트 산업은 잠재가능성 있는 연습생을 뽑아 훈련시키고 기획하는 것을 넘어서, 이들을 통해 다양한 글로벌 문화콘텐츠를 제공하는 데까지 이르렀다. 이에 국내 엔터테인먼트 산업은 그동안 국내 산업의 근간이 되었던 제조업에 비해 높은 부가가치를 지니고 있으며, 엔터테인먼트 산업 특성상 문화콘텐츠라는 무형자산이 중요하므로 천연자원이나 국가규모의 제약을 거의 받지 않는다. 이에 따라 국가경제원동력으로서의 엔터테인먼트 산업의 중요성은 더욱 강조될 것이다.

본 연구에서는 국내 엔터테인먼트 산업의 경영환경을 살펴보기 위해, 3대 국내 엔터테인먼트 기업인 SM, YG, JYP의 기업성과와 재무성과를 비교분석하였다. 우선, 이들 기업의 2013년부터 2017년까지의 재무정보를 수집한 후, 손익계산서와 재무상태표에 대한 수직적·수평적 분석을 수행하였다. 다음으로 재무제표 항목들을 이용하여 재무비율 분석을 실시한 후, 비교하였다.

재무제표의 수직적·수평적 분석결과, SM, YG, JYP 모두 기업성과가 향상되고 있으나, 높은 변동성이 관찰되었다. 이는 엔터테인먼트 산업이 높은 위험성을 내포하고 있는 반면, 제조업을 비롯한 다른 산업에 비해 높은 수익률을 산출하는 것을 의미한다. 또한 이들 기업은 최근 부채비중을 확대함으로서 기업의 규모를 확장하고 있었다. 그러나 총자산대비 부채비율은 높지 않기 때문에, 계속기업 측면에서 안정적이라고 볼 수 있다. 다음으로 SM, YG, JYP의 재무비율을 비교한 결과, 2017년 기준 JYP가 가장 높은 수익성과 자산효율성을 보고하였으며, YG는 가장 높은 유동성비율과 가장 낮은 레버리지비율이 나타났다. 전체적으로 SM, YG, JYP의 수익성, 자산효율성, 유동성에서 높은 비율이 관찰되었으며, 레버리비지율은 높지 않았다. 이에 향후 계속기업 측면에서 국내 엔터테인먼트 기업의 위험성은 높지 않을 것으로 판단된다.

본 연구는 국내 3대 엔터테인먼트 기업들을 대상으로 재무제표 분석을 수행함으로서 선행연구와 차별점이 있다. 그러나 본 연구는 엔터테인먼트 산업연구 분야 중 기업재무 측면에 초점하여 코스피 시장에 상장된 3대 엔터테인먼트 기업만을 대상으로 이뤄졌기 때문에 본 연구결과를 중소형 엔터테인먼트 기업까지 일반화시키기 어려운 한계점이 있다.

그럼에도 불구하고 본 연구는 국가경제활성화 산업으로서 중요한 엔터테인먼트 산업을 기업재무 측면에서 살펴봄으로서 향후 엔터테인먼트 산업의 기업환경을 이해하는 데 공헌할 것으로 기대한다. 아울러 국내 3대 엔터테인먼트 기업의 재무제표 분석을 수행함으로서, 엔터테인먼트 산업의 재무적 특성을 제시하였다는 데 추가적인 공헌점이 있을 것이다.

참고문헌

고동원. 2010. 기업의 지배구조가 현금흐름에 미치는 영향-엔터테인먼트 산업을 중심으로. 제10권 제3호 : 187-195.

권용현, 한승헌. 2016. 엔터테인먼트 기업의 기업가치 변동에 관한 실증연구: SM엔터테인먼트, YG엔터테인먼트, JYP엔터테인먼트를 중심으로. 정보사회와 미디어. 제17권 제3호 : 173-196.

권웅. 2011. 재무비율분석을 통한 국민체육진흥기금 융자수혜업체의 경영성과에 관한 연구. 한국스포츠산업·경영학회지. 제16권 제2호 : 27-41.

김광수. 2003. 특급호텔 재무비율 비교분석과 개선방안에 관한 연구. 관광경영학연구. 제7권 제2호 : 19-36.

김대원, 김성철. 2014. 한국 엔터테인먼트 기업의 부채금융 가능성 탐색-SM엔터와 YG엔터 사례를 중심으로. 제14권 제10호 : 227-236.

김민철. 2013. 도시-시민 프로축구구단의 재무지표분석을 통한 경영환경 연구. 한국스포츠산업·경영학회지. 제18권 제6호 : 87-101.

김승범, 신호상. 2018. 아이돌산업 이해를 위한 한류 아이돌 유형에 관한 연구: 시스템사고 관점에서의 구조 분석. 한국 시스템다이내믹스 연구. 제19권 제2호 : 91-115.

박영은, 이동기. 2011. SM엔터테인먼트, 글로벌 엔터테인먼트를 향한 질주. Korea Business Review. 제15권 제2호 : 65-99.

박태훈, 박지수. 2012. 연예인 전속계약의 법적 문제점과 개선방안. 콘텐츠재산연구. 제3권 : 99-123.

이문행. 2014. SM엔터테인먼트의 글로벌 시장 진출 특성. 한국 IT 서비스학회지. 제13권 : 77-92.

이범수. 2010. 엔터테인먼트 소송의 입증책임에 관한 소고. 사회과학연구, 제26권 제1호 : 289-314.

이효익, 최관, 백원선, 최영수. 2018. IFRS 회계원리. 제8판. 신영사.

임기태. 2006. 스포츠 용품업체의 재무비율 비교분석. 한국스포츠산업·경영학회지. 제11권 제3호 : 31-41.

조용기. 2015. 한국 엔터테인먼트 산업에 대한 대순사상의 의미. 한국엔터테인먼트산업학회논문지. 제9권 제1호 : 35-47.

최승수, 안건형. 2009. 연예인 전속매니지먼트계약의 법적 쟁점과 중재적합성에 관한 연구. 중재연구. 제19권 제2호 : 49-72.

최현숙. 2018. 전속매니지먼트의 법적 성격에 따른 유형화에 관한 소고. 재산법연구. 제34권 제4호 : 221-251.

Park, Y. E. 2018. "Global Entry Strategy of YG Entertainment: The Glory of GangNam Style, Once Again!" *Journal of Arts and Cultural Management*. Vol.11, No.1, 2234-2532.

Weygandt, J., P. Kimmel., and D. Kieso. 2015. *Financial Accounting: IFRS Edition,* 3rd ed, Wiley.

The Study of Korean Entertainment Industry and Financial Statements Analysis

Rhee, Chang Seop*

ABSTRACT

The Korean entertainment industry is highly value-added area and is not constrained by natural resources or national size. Thus, the importance of the entertainment industry in promoting the national economy is expanding further.

This study performs financial statements analysis of the three major entertainment companies in Korea: SM Entertainment, YG Entertainment, and JYP Entertainment. Specifically, we collect the financial information from these three companies and do vertical and horizontal analyses, and financial ratio analyses.

From the result, SM, YG and JYP were all improving their business performance, but high volatility was observed since 2014. This means that while the entertainment industry poses a high risk, it yields a higher return than other industries, including manufacturing. In addition, these companies have recently been expanding their size by increasing the weight of liabilities. However, since the ratio of liabilities to total assets is not high, the risk of the entertainment companies would not be high in the future.

This study will contribute to academics and practitioners by explaining the business environment of the entertainment industry from the financial statement analysis.

Key Words : Entertainment industry, Financial statement analysis, Financial ratio, Business environment.

* Sejong University, School of Business, Assistant Professor, crhee2@sejong.ac.kr

소유구조와 기업가치 및 경영성과와의 관련성*

임선화** · 최윤이***

요 약

증권시장의 개방 이후 국내증시에서 외국인투자자의 비중은 국내의 기관투자자 및 개인투자자 등을 비롯하여 가장 중요한 투자자라 해도 과언이 아닐 것이다. 뿐만 아니라 국내기업의 대주주지분율은 이미 기업의 여러 가지 경영정책의 방향 수립 및 의사결정 권한 등을 행사하여 기업가치 및 성과의 막대한 영향을 끼치는 중요한 요인으로 연구되고 있다. 이에 본 연구는 소유구조가 기업가치와 경영성과에 미치는 영향을 분석하여 외국인투자자지분율과 대주주지분율로 이루어진 소유구조가 기업가치에 어떤 영향을 주는지 또 재무적 비재무적 경영분석이 필요한 기업측면에서 어떠한 영향을 미치는지 살펴봄으로써 기업의 내·외부이용자들로 하여금 더욱 합리적이고 가치 있는 투자정보나 재무정보를 제공하여 그 쓰임새의 적용범위를 넓히고 고급정보를 제공하는데 기여하고자 한다. 본 연구의 검증을 위해 2009년부터 2016년까지 유가증권시장의 거래소상장기업을 중심으로 소유구조가 기업가치와 경영성과에 미치는 영향에 관해 심층적으로 검증하였으며, 이에 대한 결과는 다음과 같다.

첫째, 외국인투자자 지분율이 기업가치에 미치는 영향을 분석한 결과, 외국인투자자지분율은 기업가치에 유의한 양(+)의 관계를 나타내고 있는 것을 알 수 있다. 이는 외국인투자자지분율이 기업가치를 높이는데 큰 영향을 미치는 것을 의미한다.

둘째, 대주주지분율이 기업가치에 미치는 영향을 분석한 결과 대주주지분율의 증가는 기업가치에 부정적인 영향을 미치는 것으로 나타나고 있으며,

셋째, 외국인투자자지분율 경영성과에 미치는 영향을 분석한 결과 외국인인투자자지분율이 커지면 경영성과에도 긍정적인 영향을 미친다는 것을 알 수 있었다.

마지막으로 대주주지분율이 경영성과에 미치는 영향을 분석한 결과 대주주지분율 증가 또한 경영성과에 긍정적인 영향을 미치는 것으로 나타났다.

핵심 주제어 : 대주주지분율, 외국인지분율, 기업가치, 경영성과, 소유구조

---

* 본 연구는 제1저자의 석사학위 논문을 요약 및 보완한 논문임

** 제1저자, 단국대학교 대학원 재무회계전공 박사과정

*** 교신저자, 안산대학교 세무회계과 겸임교수, 6262yy@naver.com

〈논문 투고일〉 2018. 10. 24 〈논문 수정일〉 2018. 11. 22 〈게재 확정일〉 2018. 11. 23

Ⅰ. 서 론

중세 봉건사회의 몰락 이후 초기 자본주의 경제체제의 단순한 개인 기업들은 그들만의 자본의 집적과 경영의 확대가 가능했으나 점차 그 규모가 확대됨에 따라 자본이나 신용 등에서 한계를 나타내면서 산업혁명이나 글로벌 시장경제의 활성화 등으로 인해 그 구조가 개인기업인 사기업의 형태에서 오늘날의 여러 가지 형태로 변화되어 왔다. 이러한 기업 소유구조의 변화는 현대의 치열한 자본주의 시장경제에서 기업들의 소유구조에 따른 보유지분이 기업의 경영활동에 따른 정책수립이나 의사결정의 권한 그리고 기업성과로 인한 책임 소재를 파악함에 있어 얼마나 중요한 영향을 미치는지 알 수 있는 대목이다.

기업의 소유구조는 크게 주주와 경영자로 나누어 볼 수 있는데 가족기업의 특성을 가지고 있는 대부분의 국내 기업은 소유와 경영이 잘 분리되어 있지 않고 대주주에게 집중되어 있으며 이에 따라 기업의 의사결정면에서 당연히 대주주의 영향력이 클 수밖에 없는데 이것은 부정할 수 없는 사실이다.

구효진(2015)의 연구에[1] 따르면 대주주지분율이 기업가치와 자본비용에 미치는 두 가지 이론이 존재하는데, 대주주지분율이 장기적으로 기업가치를 증가시켜 의사결정을 도모 할 수 있는 이해일치가설과 사적이익 추구에 견제장치가 감소하므로 보다 재량적 의사결정을 도모할 수 있다는 이해상충가설이 존재한다고 하였으며, 통상 국내 자본시장의 경우 대주주지분율에 대해서는 이해상충가설이 지지를 받고 있다고 하였다. 즉 대주주지분율이 높다는 것이 좋지 않은 관점이 주를 이루고 있으며 이는 사적이익을 추구하고자 의사결정을 내리거나 기업가치에 부정적인 영향을 미칠 수 있음을 우려하고 있음을 알 수 대목이다.

한편 정부가 1998년 5월 25일 외국인투자자의 지분한도를 완전 폐지한다는 외국인투자촉진법을 개정함에 따라 외국인투자자들은 국내주식 보유비중을 지속적으로 높여왔고 이에 따라 외국인투자자지분율 또한 국내기업 내의 영향력 행사를 증가하고 있는 추세이다.

금융감독원에 따르면 2016년도 말 현재 외국인투자자의 상장주식 보유시가총액은 약 635.9조원에 이르며 이는 유가증권시장의 보유비중이 37.1%, 코스닥시장의 보유비중은 12.8%에 이른다고 한다(금융감독원).

안윤영 등(2010)의 연구에서는 지속적으로 증가하는 외국인투자비율의 요인을 외국인투자자는 일반적인 투자자에 비해 정보적 관점에서의 우위 또는 정보 해석능력에서의 우위를 가지고 있어 외국인투자자의 지분율이 갖는 의미가 남다를 수 있다고 지적했다.

이처럼 대주주지분율과 외국인투자자지분율은 각각 국내기업 내에서 이미 상당한 영향력을

1) 본 논문에서 저자(연도)의 연구에 의하면(따르면) 또는 저자(연도)의 연구에서(는) 등에서의 모든 내용은 저자(연도)의 논문을 인용하여 본 연구의 목적에 타당하게 심층적으로 정리하여 제시한 것이다.

행사하고 있고 의사결정단계에까지 밀접하게 관여함으로써 여러 가지 측면에서 다각화되고 있다는 것을 알 수 있다.

이에 따라 그동안의 연구들을 살펴본 결과 대주주지분율과 외국인지분율 각각의 증감 결과를 중심으로 기업소유구조와의 상관관계 및 기업성과 간의 관계를 검증하거나 기업가치 및 대주주와의 상관관계 규명 등에 대한 연구를 많이 다루어 왔었다. 이를 토대로 대주주지분율과 외국인투자자지분율로 설명되는 소유구조가 기업 내·외부 이용자들로 하여금 점차 글로벌 시장경제로 변하고 있는 현재의 트랜드에 맞는 기업분석측면에서의 재무분석에 미치는 영향에 대한 연구가 필요한 것은 당연한 일이다. 또한 2008년 금융위기 이후 국내 주식시장의 폭락으로 인해 기업의 소유구조상의 대주주나 외국인투자자지분율간의 변동이 있었을 것이고 그에 따라 소유구조에도 변화가 있었을 것이라고 예상됨으로 이 또한 기업가치 및 경영성과에 영향을 미쳤을 것이라고 판단된다.

따라서 본 연구에서는 기업측면에서의 재무분석 그중에서도 소유구조가 국내기업의 기업가치와 경영성과에 미치는 영향에 관한 연구를 하고자 한다. 최근자료를 이용한 분석을 통해 소유구조가 기업가치와 경영성과에 어떠한 영향을 미치는지 파악함으로써 소유구조에 따른 기업가치, 기업의 효과적인 통제 및 합리적인 성과측정에 대한 시사점을 제공하여 기업의 내부이용자의 의사결정 및 외부이용자의 기업 투자 시 유용한 정보 제공을 목적으로 한다.

Ⅱ. 선행연구와 가설의 설정

1. 선행연구의 검토

소유구조에 관한 연구는 다양하고 활발하게 진행되어 왔는데 Constaned et al.(1991)의 연구에서는 일본기업을 대상으로 하여 1979년부터 1989년까지의 자료를 활용하여 기업부동산과 기업 가치의 관계를 분석하였는데 연구 결과를 보면, 지가가 PER로 측정된 기업가치에 유의적인 양(+)의 영향을 미치는 것으로 나타났다. 또한 1980년대 일본의 기업가치가 증가한 것은 보고된 이익뿐만 아니라 토지와 같은 내재적인 자원으로부터 보고되지 않은 이익의 변화 역시 포함한 것으로 해석하였다. 강지훈(2001)의 연구에서는 기관투자자와 외국인투자자의 지분율과 기업성과간의 관계에 대해 연구하였다. 연구결과, 외국인투자자지분율이 기업성과에 미치는 영향이 매우 높고, 외국인 투자는 생산기술이전, 경영기법 전수 등 간접적으로 해당 투자기업의 기업성과 향상에 기여하기도 하지만 경영자의 사적이익 추구를 감시하고 기업이 주주이익을 극대화 하도록 하여 기업성과의 향상에 기여하는 역할을 하는 것으로 나타났다. 문수원(2006)의

연구에서는 외국인투자자 지분율과 기업가치간의 관계에 관한 연구를 하였다. 기업가치를 Tobin-Q를 이용하였으며 결론적으로 외국인투자자 지분이 증가하면 기업가치도 증가하고, 기업 또한 외부주주들로부터 효율적인 감시를 받아 기업의 가치를 증대시키는 것으로 설명하였다. 정수진(2008)의 연구에서는 한국 기업의 소유지배구조와 자본구조가 기업가치에 미치는 영향에 관한 연구를 하였다. 그 결과를 보면, 자본구조변수인 부채비율이 기업가치에 선형 또는 2차형 비선형 관계를 나타냈고. 이는 부채사용에 따른 낮은 자본비용과 세금절감효과가 기업가치에 긍정적인 영향을 미치기에 부채비율이 적정수준으로 증가할수록 기업가치가 증가하는 것으로 분석하였다. 또한 재벌기업은 자본구조와 기업가치간에 선형관계가 존재하는 것으로 나타났고 비재벌기업은 자본구조와 기업가치간에는 선형 또는 2차형 비선형관계가 존재하는 것으로 나타났다. 한경희(2010)의 연구에서는 기업지배구조지수와 기업가치의 관련성에 관한 실증적 연구를 하였다. 그 결과, PBR(자기자본의 장부가치에 대한 시장 가치의 비율)과 Tobin-Q(기업가치)는 통계적으로 유의한 양의 관계를 나타내어 기업지배구조가 좋은 기업이 기업가치가 좋은 것으로 나타내고 있다. 즉 기업지배구조지수는 PBR과 Tobin-Q를 종속변수로 한 경우, 자본규모별로는 대형주이며, 재벌기업군에 속한 기업과 음식료품, 의약품, 화학, 비금속광물, 기계, 철강금속, 종이 목재 산업 등에 속한 기업들의 기업가치가 높다는 것을 알 수 있었다. 조용탁(2011)의 연구에서는 기업지배구조가 재무보고와 기업가치에 미치는 영향에 대해 연구하였다. 연구결과, 기업지배구조는 이익의 질에 양의 영향을 미치는 것으로 나타났고 그중에서 이사회부문과 감사부문이 이익의 질에 양의 영향을 나타내는 것으로 나타났다. 또한 감사부분과 관련한 이익의 질 또한 기업가치에 양의 영향을 미치는 것으로 나타났다. 장지에(2012)의 연구에서는 기업소유구조와 기업가치의 관계에 대하여 연구하였고 기업가치의 대용치로 MB(장부가치비율)를 사용하였고 그 결과, 대주주지분율과 기업가치간에는 비선형관계가 존재하여 대주주 지분율에 따라 기업가치에 미치는 영향이 다르게 나타났고 외국인 투자자지분율과 기업가치간에는 유의적인 정(+)의 관계를 나타내 외국인투자자지분율이 증가할수록 기업가치도 높아진다고 하였다. 박영숙(2014)의 연구에서는 기업소유구조와 기업가치(최적패널모형을 이용한 실증분석)를 연구하였다. 그 결과, 대주주지분율과 기업가치 사이에는 음의 선형관계가 발견되어 이익침해가설을 지지하는 결과가 나왔고 외국인투자자율과 기업가치 사이에는 양의 선형관계가 나타나 효율적 감시가설을 지지하는 것으로 나타났다. 김미영(2017)의 연구에서는 소유구조가 기업가치에 미치는 영향에 대하여 연구하였고 기업가치의 대용치로 총자산이익률(ROA), 주당순이익(EPS)을 사용하였고 그 결과, 대주주지분율이 기업가치의 대용치인 EPS와 ROA 둘 다 음(-)의 상관관계를 갖는 것으로 나타났다. 이것은 경영자의 주식 지분율이 증가함에 따라 지배주주가 자신의 사적 이익을 추구함으로 기업가치가 감소한다는 것을 뒷받침하는 것으로 나타났다.

선행연구를 살펴본 결과, 외국인투자자지분율과 대주주지분율 그리고 기업가치와 경영성과는 외국인투자자지분율과 대주주지분에 따른 기업지배구조와 관계규명 및 그에 따른 기업가치에 미치는 영향, 그리고 기업의 경영성과와 기업특성과의 관계 및 영향 등으로 구분되고 있으며 그 결과는 대주주지분율과 기업가치는 음(-)의 영향을 나타내거나 선형 또는 비선형곡선을 나타냈고 외국인지분율을 기업가치에 긍정적인 영향을 주는 것으로 나타났다. 또한 대주주지분율과 외국인투자자자분율은 경영성과에 긍정적인 영향을 미치는 것으로 나타났다. 따라서 기존 선행연구와는 달리 본 연구에서는 다음과 같은 차이점이 있다.

첫째, 기존의 소유구조에 관한 선행연구의 분석결과를 보면 소유구조 중 외국인투자자지분율의 증감율이 자본시장 개방 이후이지만 실증분석 표본기업범위에 속한 기업들의 기간이 자본시장 개방이후 오래 되지 않고 뚜렷하게 외국인투자자지분율의 증가가 있었던 것이 아닌 것으로 나타나 그 이후 계속적으로 투자율을 높여온 외국인투자자지분율과 그 여파로 상대적으로 변화된 대주주지분율까지 포함하여 소유구조를 재구성하여 검증하였다.

둘째, 본 연구와 주제가 동일한 논문들의 종속변수들인 기업가치의 대용치를 MB(Market value to Book value), 시장조정 초과수익률(AR), 주가대장부가치비율(PBR)을 사용하였고 경영성과 변수의 대용치로는 총자산순이익율(ROA)와 자기자본순이익율(ROE) 등을 사용한 반면 본 연구에서는 기업가치의 대용치로 토빈-Q를 사용하였고 경영성과의 대용치로는 총자산순이익율(ROA)를 사용하여 검증하였다.

셋째, 2008년 미국 발 금융위기 이후의 기업들의 자료를 이용하여 실증분석을 함으로써 경제 환경에 의한 변화에도 소유구조와 기업가치의 관계가 지속가능한지에 대한 공헌점을 제공하고자 한다.

2. 가설설정

선행연구에 의하면 기업의 소유구조가 투명할수록 기업가치와 경영성과가 높아지는 것을 확인할 수 있다. 기업의 소유구조 중 대주주지분율이 높으면 사적이익을 추구하려는 성향이 높아져 기업가치에 부정적인 영향을 미치지만 이와 반대로 외국인투자자지분율이 높으면 기업의 경영자의 부정을 감시·감독하여 기업의 가치는 높아진다고 하였다. 따라서 본 연구에서는 소유구조가 기업가치에 미치는 영향을 검증하기 위해 다음과 같은 가설을 설정하기로 한다.

〈가설 1〉 외국인투자자지분율은 기업가치에 영향을 미친다.
〈가설 2〉 대주주지분율은 기업가치에 영향을 미친다.

다음으로, 선행연구에서 기업의 소유구조 중 대주주지분율이 높으면 영업외비용 또는 인건비를 통해 기업의 자산을 남용할 가능성이 클 것이라고 보았고 이러한 이유 때문에 기업의 경영성과를 높이는데 기여하지 못한다고 주장하였다. 그러나 외국인투자자지분율은 경영성과에 직접적인 영향을 미치지 않는다는 연구결과에 따라 본 연구는 외국인투자자지분율로 인해 기업의 지배구조가 투명해 지고, 이로 인하여 회계부정을 감시·감독하여 경영성과를 높일 수 있을 것이라 예측하여 다음과 같은 가설을 설정하였다.

〈가설 3〉 외국인투자자지분율은 경영성과에 영향을 미친다.
〈가설 4〉 대주주지분율은 경영성과에 영향을 미친다.

Ⅲ. 연구방법론

1. 변수의 측정

(1) 종속변수의 측정

최현상(2005)의 한국기업의 소유구조가 기업가치 및 경영성과에 미치는 영향의 연구에서는 기업가치의 대용치로 MB(시장가치대장부가치),AR(시장조정초과수익률)를 사용하였고 경영성과의 대용치로 ROA(총자산이익율), ROE(자기자본이익율)을 사용하였고, 고승의(2007)의 소유구조와 경영성과의 연구 또한 경영성과의 대용치로 ROA(총자산이익율), ROE(자기자본이익율)을 사용하였으며 김암(2010)의 기업의 소유구조가 기업가치에 미치는 영향에 대한 연구와 박영숙(2014)의 기업소유구조와 기업가치의 연구에서는 기업가치의 대용치로 토빈-Q를 사용하였다. 본 연구에서는 선행연구를 토대로 기업가치의 측정은 토빈-Q를 사용하고, 격영성과의 측정은 총자산이익률(ROA)를 사용하였다.

FV = {(발행주식수*주가)+총부채} / 총자산장부가치
ROA = 당기순손익 / 총자산

(2) 독립변수의 측정

독립변수인 외국인투자자지분율과 대주주지분율은 다음과 같이 측정한다.

FORE = 외국인지분율(사업보고서상 외국인의 보유지분)
OWN = 대주주지분율(사업보고서상 최대주주와 특수관계인의 지분율)

(3) 통제변수의 측정

통제변수는 기존의 선행연구들을 토대로 기업가치 및 경영성과에 영향을 미치는 변수들을 통제하기 위해 부채비율(LEV), 기업규모(SIZE), 영업이익률(OPE), 연구개발비비율(R&D)변수들을 통제하였다.

2. 가설 검증을 위한 연구모형설정

본 연구의 〈가설 1〉인 외국인투자자지분율이 기업가치에 미치는 영향과 〈가설 2〉인 대주주지분율이 기업가치에 미치는 영향을 보기위해 다음과 같은 회귀분석 (식 1)을 설정하였다.

$$FV_{i,t} = \beta_0 + \beta_1 FORE_{i,t} + \beta_2 OWN_{i,t} + \beta_3 LEV_{i,t} + \beta_4 SIZE_{i,t} + \beta_5 OPE_{i,t} + \beta_6 RND_{i,t} + YR_{i,t} + e_{i,t} \quad \text{(식 1)}$$

여기서,
FV = 기업가치(토빈-큐={(발행주식수*주가)+총부채}/총자산장부가치)
FORE = 외국인지분율(사업보고서상 외국인의 보유지분)
OWN = 대주주지분율(사업보고서상 최대주주와 특수관계인의 지분율)
LEV = 부채비율(총부채/총자산)
SIZE = 기업규모(ln총자산)
OPE = 영업이익률(영업이익/총자산)
RND = 연구개발비비율(연구비, 경상(연구)개발비 및 개발비상각액의 합/총자산)
YR = 연도더미

다음으로, 〈가설 3〉인 외국인투자자지분율이 경영성과에 영향을 미치는 영향과 〈가설 4〉인 대주주지분율이 경영성과에 미치는 영향을 검증하기 위해 다음과 같이 (식 2)를 설정하였다.

$$ROA_{i,t} = \beta_0 + \beta_1 FORE_{i,t} + \beta_2 OWN_{i,t} + \beta_3 LEV_{i,t} + \beta_4 SIZE_{i,t} + \beta_5 OPE_{i,t} + \beta_6 RND_{i,t} + YR_{i,t} + e_{i,t} \quad \text{(식 2)}$$

여기서,
ROA = 경영성과(당기순손익/총자산)
FORE = 외국인지분율(사업보고서상 외국인의 보유지분)
OWN = 대주주지분율(사업보고서상 최대주주와 특수관계인의 지분율)
LEV = 부채비율(총부채/총자산)
SIZE = 기업규모(ln총자산)
OPE = 영업이익률(영업이익/총자산)
RND = 연구개발비비율(연구비, 경상(연구)개발비 및 개발비상각액의 합/총자산)
YR = 연도더미

3. 연구대상 기업과 자료 수집

본 연구의 실증분석을 위하여 2009년부터 2016년까지 8년간 유가증권시장에 상장된 기업들로 다음의 조건을 충족하는 표본을 대상으로 하였다.

1) 금융업이 아닌 기업
2) 12월 결산법인
3) 본 연구에 필요한 자료 수집이 가능한 기업

본 연구의 실증분석을 위하여 데이터는 DATA-GUIDE, 주석에서 제공되는 자료를 이용하였으며, 연구결과에 극단치의 값이 분석결과를 왜곡시키는 것을 방지하기 위하여 상위 및 하위 1%에 속하는 이상치의 값은 조정하였다. 금융업의 경우 재무정보가 다른 업종과 비교하여 다르게 표시되므로 표본에서 금융업에 속하는 기업들은 제외하였고, 비교가능성을 높이기 위해 기업의 결산일이 12월이 아닌 기업들은 표본에서 제외하였다.

〈표 1〉의 2009년부터 2016년까지 8년간 기업의 표본은 4,979개이다.

〈표 1〉 유효 표본수

연도	총표본수	유효 표본수
2009	686개	563개
2010	686개	591개
2011	686개	612개
2012	686개	621개

연도	총표본수	유효 표본수
2013	686개	627개
2014	686개	637개
2015	686개	657개
2016	686개	671개
이상치 제거 및 불충분자료제거	509개	
합 계	5,488개	4,979개

Ⅳ. 실증분석 결과

1. 기술통계량

〈표 2〉 기술통계량

	평균	표준편차	최소값	최대값	25%	50%	75%
FV	1.169	0.793	0.076	12.068	0.778	0.966	1.253
ROA	0.021	0.146	-3.478	3.364	0.004	0.029	0.060
FORE	0.098	0.136	0.000	0.897	0.009	0.038	0.137
OWN	0.440	0.167	0.020	0.900	0.316	0.442	0.548
LEV	1.053	7.966	0.000	115.009	0.341	0.719	1.304
SIZE	26.796	1.521	22.685	32.795	25.772	26.550	27.587
OPE	0.037	0.069	-0.674	0.421	0.012	0.035	0.067
RND	0.011	0.026	0.000	0.511	0.000	0.001	0.010

주 : 변수의 정의

1) FV = 기업가치(토빈-큐={(발행주식수*주가)+총부채}/총자산장부가치)
2) ROA = 경영성과(당기순손익/총자산)
3) FORE = 외국인지분율(사업보고서상 외국인의 보유지분)
4) OWN = 대주주지분율(사업보고서상 최대주주와 특수관계인의 지분율)
5) LEV = 부채비율(총부채/총자산)
6) SIZE = 기업규모(ln총자산)
7) OPE = 영업이익률(영업이익/총자산)
8) RND = 연구개발비비율(연구비, 경상(연구)개발비 및 개발비상각액의 합/총자산)

〈표 2〉은 주요변수들의 기술통계량을 나타낸 표이다. 본 연구에서는 기업가치의 대용치로 토빈-Q를 사용하였고 이 값이 1보다 클 경우 기업의 자산가치가 과대평가된 것이고, 1보다 작을 경우에는 제대로 평가받지 못한다는 것인데 분석결과 해당 표본기업의 기업가치는 평균 1.169로 시장에서 평가되는 기준치(1) 이상을 보여 기업가치가 좋은 편으로 나타났고 본 연구에서 경영성과의 대용치로 사용되는 기업의 수익성변수인 총자산순이익율(ROA)은 평균이 0.021로 나타나 총자산 대비 약 2% 정도의 이익을 얻고 있는 것으로 나타났다. 부채비율(LEV)은 1.053의 값을 보였고 부채비율은 총자산 기준 통상 100% 이하이면 안전하다고 규정하고 있기에 국내기업이 튼튼한 자본구조를 가지고 있는 것으로 나타났다. 그리고 기업규모(SIZE)의 평균(중위수)은 26.796(26.550)의 값으로 평균이 중위수보다 약간 크게 나타나서 자산규모가 큰 기업이 자산규모가 작은 기업보다 다소 편중되어 있는 것으로 추정할 수 있다. 영업이익률(OPE)은 평균(중위수)은 0.037(0.035)의 값으로 기초총자산 대비 4%로 나타났고 연구개발비 비율(RND)는 평균(중위수)이 0.011(0.001)의 값으로 양(+)의 값을 나타냈다. 기업소유구조의 대용치로 본 연구에서는 대주주지분율(OWN)과 외국인주주의지분율(FORE)을 사용하였다. 대주주지분율(OWN)은 평균(중위수)이 0.440(0.442)의 값으로 나와 아직까지도 우리나라 기업의 상당수가 소유주가 지배하는 기업이지만 그 비율이 점점 줄어들고 있는 것으로 나타났다. 한편 외국인주주의지분율(FORE)은 평균(중위수)이 0.098(0.038)로 평균이 중위수보다 높게 나타나서 외국인투자자가 일부 우수한 기업에 편중되어 투자하고 있다고 추정할 수 있다.

2. 상관관계분석 및 결과

〈표 3〉은 주요변수들의 상관관계를 나타낸 표이다. 기업가치변수인 FV와 외국인투자자지분율 FORE의 관계는 상관계수가 0.223으로 유의수준 1%내에서 양(+)의 관련성을 보여 통계적으로 유의한 것을 볼 수 있다. 이는 외국인투자자들의 투자지분이 높을수록 기업가치가 높게 나타날 것이라는 예상과 일치한다. 반면 기업가치변수인 FV와 대주주지분율변수인 OWN과의 관계는 상관계수가 -0.125로 유의수준 1%내에서 음(-)의 관련성을 보여 대주주지분율이 높아질수록 기업가치는 낮아지는 것으로 나타났다.

〈표 3〉 상관관계 분석

구분	FV	ROA	FORE	OWN	LEV	SIZE	OPE	RND
FV	1							
ROA	0.048***	1						

구분	FV	ROA	FORE	OWN	LEV	SIZE	OPE	RND
FORE	0.223***	0.161***	1					
OWN	-0.125***	0.098***	-0.157***	1				
LEV	-0.008	-0.038***	-0.017	-0.006	1			
SIZE	0.032**	0.112***	0.486***	0.059***	0.023*	1		
OPE	0.206***	0.518***	0.238***	-0.099***	-0.027*	0.157***	1	
RND	0.192***	-0.036**	0.038***	-0.141***	-0.007	0.014	-0.042***	1

주 : 1) 변수설명은 〈표 4〉와 동일함.
2) *, **, *** : 각각 10%, 5%, 1% 수준에서 유의함을 나타냄.

그리고 기업가치(FV)와 통제변수인 부채비율(LEV), 기업규모(SIZE), 영업이익률(OPE), 연구개발비비율(RND)간의 상관관계를 살펴보면 기업가치(FV)와 부채비율(LEV) 및 기업규모(SIZE)와는 모두 비유의적으로 나타났으나 영업이익률(OPE) 및 연구개발비비율(RND)과는 유의수준 1%내에서 유의적이기 때문에 관련성이 다소 있는 것으로 나타났다.

경영성과변수인 ROA와 외국인투자자지분율 FORE의 관계는 상관계수가 0.161로 유의수준 1%이하에서 양(+)의 관련성을 보여 외국인투자자지분율이 높아질수록 경영성과가 높아지는 것으로 나타났으며, 경영성과변수인 ROA와 대주주지분율 OWN의 관계에서도 상관계수가 0.098로 유의수준 1%내에서 양(+)의 관련성을 보여 대주주지분율이 높을수록 경영성과 또한 높은 것으로 나타났다. 경영성과(ROA)와 통제변수인 부채비율(LEV), 기업규모(SIZE), 영업이익율(OPE), 연구개발비비율(RND)간의 상관관계를 살펴보면 경영성과(ROA)와 부채비율(LEV)과 연구개발비비율(RND)간에는 유의수준 1%내에서 음(-)의 관련성이 있는 것으로 나타났으나, 기업규모(SIZE), 영업이익률(OPE) 간에는 유의수준 1%내에서 양(+)의 관련성이 있는 것으로 나타났다.

3. 회귀분석에 의한 가설검증

〈표 4〉는 외국인투자자지분율이 기업가치에 영향을 미친다는 〈가설 1〉과 대주주지분율이 기업가치에 영향을 미친다는 〈가설 2〉를 검증하기 위해서 회귀분석한 결과이다. 분석결과를 보면, 외국인투자자지분율이 기업가치에 미치는 영향에 관해서는 상관관계분석에서와 같이 외국인투자자지분율(FORE)은 회귀계수가 1.214(t값 13.308)로 유의수준 1%내에서 양(+)의 영향을 미치는 것으로 나타나고 있으며 이는 외국인투자자지분율이 증가하면 기업가치도 증가한다는 의미이기 때문에 〈가설 1〉은 채택된다.

〈표 4〉 소유구조와 기업가치와의 회귀분석

구 분	비표준화 계수		표준화계수	t	VIF
	B	표준오차			
(상수)	2.600	0.210		12.400***	
FORE	1.214	0.091	0.208	13.308***	1.399
OWN	-0.438	0.065	-0.092	-6.736***	1.065
LEV	0.0002	0.001	0.005	0.346	1.002
SIZE	-0.056	0.008	-0.107	-7.061***	1.314
OPE	2.185	0.159	0.190	13.780***	1.086
RND	5.435	0.403	0.181	13.500***	1.022
YR	Included				
F-Value	122.011***				
Adj R^2	0.127				

주 : 1) 변수설명은 〈표 4〉와 동일함.
2) *, **, *** : 각각 10%, 5%, 1% 수준에서 유의함을 나타냄.

한편 대주주지분율이 기업가치에 미치는 영향은 상관관계분석에서의 결과와 마찬가지로 대주주지분율(OWN)은 회귀계수가 -0.438(t값 -6.736)로 유의수준 1% 내에서 음(-)의 영향을 미치는 것으로 나타나고 있다. 이와 같이 대주주지분율이 기업가치에 미치는 영향을 검증한 선행연구들을 확인한 결과 박정열(2000)의 연구는 대주주지분율이 증가함에 따라 기업가치도 증가하지만 정영강(2011), 신민식(2011), 구효진(2015), 김미영(2017) 등 대부분의 연구에서는 대주주지분율이 증가함에 따라 기업가치는 감소하는 것으로 나타났는데 이는 서론과 제2장에서 전술한 구효진(2015)의 연구에서와 같이 대주주 이해상출가설에 의한 영향으로 기인된다. 이러한 결과는 장재훈(2007), 최금화(2007), 장지에(2012) 등의 연구에서도 대주주지분율이 증가하면 기업가치가 하락했다가 어느 시점에 상승하는 비선형관계가 존재하는 것으로 나타났다. 이는 소유주주의 지분율이 클수록 기업의 순이익을 주주에게 배당하거나 다른 방법으로 이익을 분배하며, 기업자본금이 적기 때문에 경영확장이 어렵고 가치를 하락시키는 것으로 예상할 수 있고, 최대주주 및 특수관계인 지분율이 증가하면 경영자가 사적 이익을 추구하므로 기업의 자산이용률이 감소해 기업경영에 부정적인 영향을 미칠 것이 예상되며 특히 그 가족구성원을 중심으로 이익분배가능성이 높고 외부주주의 이해관계를 소홀히 해 기업의 경영에 대해 재투자할 자본금이 축소되는 결과를 초래하기 때문으로 해석된. 따라서 본 연구에서도 기존의 대다수 연구에서와 같이 대주주지분율이 증가하면 기업가치는 감소하는 것으로 나타났기 때문

에 〈가설 2〉를 채택한다. 통제변수를 살펴보면 부채비율(LEV)은 비유의적으로 나타났고 기업크기(SIZE)는 유의수준 1%내에서 음(-)의 영향을 미치는 반면, 영업이익율(OPE) 그리고 연구개발비비율(RND)은 유의수준 1%내에서 각각 양(+)의 영향을 미치는 것을 볼 수 있다. 연구모형의 설명력은 12.7%로 나타났고 변수 간의 VIF가 모두 10 미만이므로 변수들 간의 다중공선성문제는 없는 것으로 나타났다.

〈표 5〉 소유구조와 경영성과와의 회귀분석

구 분	비표준화 계수		표준화 계수	t	VIF
	B	표준오차			
(상수)	-0.089	0.035		-2.523**	
FORE	0.045	0.015	0.042	2.945***	1399
OWN	0.048	0.011	0.055	4.409***	1.065
LEV	-0.000	-0.000	-0.024	-2.000**	1.002
SIZE	0.002	0.001	0.018	1.282	1.314
OPE	1.057	0.027	0.499	39.620***	1.086
RND	-0.052	0.068	-0.009	-0.762	1.022
YR	Included				
F-Value	312.675				
Adj R^2	0.273				

주 : 1) 변수설명은 〈표 4〉와 동일함.
2) *, **, *** : 각각 10%, 5%, 1% 수준에서 유의함을 나타냄.

〈표 5〉는 외국인투자자지분율이 경영성과에 영향을 미친다는 〈가설 3〉과 대주주지분율이 경영성과에 영향을 미친다는 〈가설 4〉를 검증하기 위해서 회귀분석한 결과이다. 분석결과를 보면, 외국인주주지분율이 경영성과에 미치는 영향에 관해 회귀분석한 결과, 외국인투자자지분율(FORE)은 경영성과에 유의수준 1%내에서 양(+)의 영향을 미치는 것으로 나타났다. 이러한 결과는 오윤조(1994) 등의 연구를 비롯한 대다수의 선행연구에서의 결과와 일치한다. 따라서 외국인투자자지분율이 증가함에 따라 경영성과도 증가한다는 의미이기 때문에 〈가설 3〉을 채택한다. 그리고 대주주지분율이 경영성과에 미치는 영향에 관해서는 상관관계분석에서의 분석결과와 같이 대주주지분율(OWN)도 회귀계수 0.048(t값 4.409)로 유의수준 1%내에서 양(+)의 영향을 미치는 것으로 나타나고 있어 〈가설 4〉를 채택한다. 즉, 대주주지분율이 증가하면 주주의 부를 극대화하기 위해 다양한 노력을 기하기 때문에 경영성과도 증가하는 것으로 해석할

수 있다.

통제변수를 살펴보면 기업크기, 영업이익율도 양의 영향을 미치고 있는 것을 볼 수 있다. 그리고 부채비율은 음의 영향을 미치고 연구개발비는 비유의적으로 나타나고 있음을 알 수 있다. 연구모형의 설명력은 27.3%로 나타났다. 또한 변수 간의 VIF가 모두 10 미만이므로 다중공선성문제는 없는 것으로 나타났다.

V. 결 론

본 연구는 한국거래소에 상장되어 있는 유가증권시장에 상장되어 기업을 대상으로, 소유구조(외국인투자자지분율, 대주주지분율)와 기업가치 그리고 경영성과에 관련된 이론과 선행연구를 고찰하고 이를 바탕으로 실증분석하였다. 연구표본은 2009년부터 2016년까지의 거래소시장에 상장된 코스피기업을 중심으로 선정하였으며, 소유구조(외국인투자자지분율, 대주주지분율)가 기업가치와 경영성과에 미치는 영향에 대해 검증하였다.

또한 기존 연구와는 달리 2009년부터 2016년 거래소 상장기업의 최신 기업데이터를 이용하여 집계된 소유구조(외국인투자자지분율, 대주주지분율)를 재구성하여 실증분석 하였으며 점차 빠르게 변화하는 경제상황 및 소유구조 상의 시대별 트랜드를 파악하여 기업 및 정부당국 그리고 투자자들에게 참신하고 새로운 지표로 사용되고자 하였다.

본 연구에 대한 분석은 회귀분석을 통하여 검증되었으며, 결과는 다음과 같다.

첫째, 소유구조 중 외국인투자자지분율이 기업가치에 영향을 미치는지 분석한 결과 양(+)의 영향을 미치는 것으로 나타나고 있으며, 이는 외국인투자자지분율이 클수록 기업가치에 긍정적인 영향을 미치는 것을 의미한다. 이는 증권시장 개방 이후 외국인주주들이 보다 선별적인 재무정보를 이용하여 기업의 지분율을 높이거나 또는 단순히 투자수익을 위해 공격적으로 지분율을 상승시킨 요인들이 결국 기업가치를 높였다고 볼 수 있다.

둘째, 소유구조 중 대주주지분율이 기업가치에 영향을 미치는지 분석한 결과 음(-)의 영향을 미치는 것으로 나타났다. 이는 대주주지분율이 클수록 기업가치에는 부정적인 영향을 미치는 것으로 나타났다. 이것은 대부분의 연구결과가 기존 논문들과 같이 기업가치와 대주주지분율이 유의적인 음(-)의 결과를 나타내며 구효진(2015) 등의 연구에서 제시한 대주주 이해상충가설에 의한 영향의 결과로 풀이된다. 이러한 결과는 한국기업의 특성상 대주주중심의 가족기업이 사적이익을 추구하고자 의사결정을 내리는 등의 요인이 경영투명성을 강조하는 현대사회의 기업평가시스템과 기업윤리에 부합하지 않아 결국 대주주지분율이 높아지면 투자자 및 신용분석가 등이 기업가치를 평가할 때 부정적으로 판단을 하는 것으로 해석된다.

셋째, 소유구조 중 외국인투자자지분율이 경영성과에 어떠한 영향을 미치는지 분석한 결과 양(+)의 영향을 미치는 것으로 나타나고 있다, 이는 외국인투자자지분율이 높을수록 경영성과에 긍정적인 영향을 미치는 것을 의미한다. 이는 기존 연구에서의 결과와 동일하게 나타나고 있으며 증권시장 개방 이후 외국인투자자 지분율의 증가는 기업가치 뿐만 아니라 기업의 경영성과에도 중요한 영향을 미치는 것으로 여겨진다.

마지막으로 소유구조 중 대주주지분율이 경영성과에 어떠한 영향을 미치는지 분석한 결과 양(+)의 영향을 미치는 것으로 나타나고 있으며, 이는 대주주지분율이 높을수록 경영성과에도 긍정적인 영향을 미치는 것을 의미한다. 남상준(2001)의 연구에 의하면 내부지분율은 기업성과에 유의한 영향을 미치지 못하는 것으로 나타났으나 대부분의 기존 연구 결과들과 같이 본 연구의 결과도 양의 영향을 미치는 것으로 나타났다.

이상으로 미루어 보아 외국인투자자지분율은 증권시장 개방 이후 그 투자지분율의 증감이 기업가치나 경영성과 면에서 점차 중요한 영향을 미치고 있는 반면에 대주주지분율은 시대의 흐름 및 기업윤리 등의 가치에 따라 투자자 및 내·외부이용자에게 철저한 평가를 받고 있는 것으로 해석되어 진다.

이를 통해 소유구조가 기업가치와 경영성과에 미치는 영향에 대한 정보를 파악할 수 있었으며 기업의 내·외부 이용자 및 정부당국 등에 소유구조에 따른 기업투자나 자본유치 등에 유용한 정보를 제공할 것으로 보인다.

또한 기업의 소유구조에 의해 기업가치 변화가 발생하는 원인이 무엇인지에 대한 추가 연구가 필요할 것으로 보인다.

참고문헌

강지훈. 2001. 기관투자자와 외국인투자자지분율과 기업성과간의 관계에 관한 연구. 석사학위논문. 동국대학교 대학원.

고승의. 2007. 소유구조와 경영성과. 상장협연구. 제55호 : 134-167.

구효진. 2015. 외국인투자자지분율과 대주주지분율이 보수적 회계처리 수준에 미치는 영향. 박사학위논문. 수원대학교 대학원.

김미영. 2017. 소유구조가 기업가치에 미치는 영향. 석사학위논문. 한양대학교대학원.

김암. 2010. 기업의 소유구조가 기업가치에 미치는 영향에 관한 연구. 석사학위논문. 한양대학교 대학원.

남상준. 2001. 기업소유구조가 기업가치 및 경영성과에 미치는 영향에 관한 실증연구. 석사학위논문. 서강대학교 대학원.

문수원. 2006. 외국인투자자지분율과 기업가치간의 관계에 관한 연구. 석사학위논문. 단국대학교 대학원.

박영숙. 2014. 기업소유구조와 기업가치(최적패널모형을 이용한 실증분석). 박사학위논문. 대전대학교 대학원.

박정열. 2000. 기업의 소유구조가 경영성과에 미치는 영향에 관한 실증연구. 석사학위논문. 연세대학교 대학원.

신민식. 2011. 대주주지분율이 기업가치에 미치는 영향. 경상논집. 제37권 제2호.

안윤영, 신현한, 장진호. 2005. 외국인 투자자와 정보비대칭간의 관계. 회계학연구. 제30권 4호.

오윤조. 1994. 기업소유구조가 경영성과에 미치는 영향. 박사학위논문. 경희대학교 대학원.

임선화. 2018. 금융위기 이후 소유구조가 기업가치와 경영성과에 미치는 영향. 석사학위논문. 단국대학교 경영대학원.

장지에. 2012. 기업 소유구조와 기업가치의 관계. 석사학위논문. 청주대학교대학원.

장재훈. 2007. 우리나라 기업의 소유구조와 기업가치에 관한 연구. 석사학위논문. 성균관대학교 경영대학원.

정수진. 2008. 한국 기업의 소유지배구조와 자본구조가 기업가치에 미치는 영향에 관한 연구 -재벌기업와 비재벌기업의 비교를 중심으로-. 석사학위논문. 창원대학교 대학원.

정영강. 2011. 금융위기 전후 상장기업의 소유구조가 기업가치에 미치는 영향의 변화. 석사학위논문. 한양대학교 대학원.

조용탁. 2016. 기업지배구조가 재무보고와 기업가치에 미치는 영향. 박사학위논문. 홍익대학교 대학원.

최현상. 2005. 한국기업의 소유구조가 기업가치 및 경영성과에 미치는 영향. 석사학위논문. 탐라대학교 경영행정대학원.

한경희. 2010. 기업지배구조지수와 기업가치의 관련성에 관한 실증적 연구-기업집단별 분석을 중심으로-. 석사학위논문. 조선대학교 대학원.

Constand, R., M. Lewis., and J. Sullivan. 1991. "Ractors Affecting Price Earnings Rations and Market Value of Japanese. Firms." *Financial Management.* Vol.20. No.4, 68-79.

The Relationship between Ownership Structure and Corporate Value and Business Performance*

Lim, Sun Hwa** · Choi, Yun Yee***

ABSTRACT

Since the opening of the securities market, the proportion of foreign investors in the domestic stock market is probably the most important investor, including institutional investors and individual investors in Korea. In addition, major shareholder ownership of domestic companies has already been studied as an important factor affecting corporate value and performance by exercising the right to establish direction and decision making authority of various management policies of companies. The purpose of this study is to analyze the effect of ownership structure on firm value and business performance and to examine how the ownership structure of foreign investor and large shareholder affect firm value and what kind of influence To provide internal and external users with more reasonable and valuable investment information and financial information to broaden the scope of their use and provide advanced information. In order to verify this study, we examined in detail the effect of ownership structure on the corporate value and business performance of stock exchange listed companies from 2009 to 2016, and the results are as follows. First, the analysis of the effect of the foreign investor on the enterprise value shows that the foreign investor has a positive (+) relationship with the enterprise value. This implies that foreign investor's has a great influence on enhancing corporate value. Second, as a result of analyzing the impact of large shareholder ownership on corporate value, the increase in large shareholder ownership has a negative effect on corporate value, Third, the analysis of the impact on foreign investors 'equity performance shows that foreign investors' ratio has a positive effect on business performance. Finally, analyzing the effect of large shareholder ownership on management performance, it is found that the increase of large shareholder ownership also positively affects management performance.

Key Words : Foreign investors, firm's value, Large shareholder ownership, Business performance, Ownership Structure

* This study summarizes and supplements the first author's master's thesis

** 1st author, PhD student at Dankook University

*** Corresponding auther, Adjunct Professor, Ansan University, 6262yy@naver.com

한미 FTA와 투자자-국가 간 소송제도(ISD)에 대한 고찰

유 지 연*

요 약

본 연구는 외국인 투자에 대한 실효성 있는 구제수단으로서, 투자 협정 속에 포함되어 있는 투자자-국가 간 소송제도(Investor State Dispute, 이하 "ISD")에 대해 살펴보고 있다. ISD는 투자자가 국가를 상대로 직접 국제중재를 제기할 수 있는 제도이다. 본 연구는 한미 FTA에 규정되어 있는 ISD를 중점적으로 살펴보았으며, 특히 최근 헤지펀드 엘리엇과 메이슨이 삼성물산-제일모직 합병과 연관하여 한국 정부에 제기한 ISD 소송에 대한 두 가지 쟁점을 살펴보았다. 첫째는 행위를 투자유치국에게 귀속시킬 수 있는지 여부이다. 투자자에게 손해가 발생하였다고 해도 그 행위가 국가에 귀속되지 않으면 국가책임은 발생하지 않는다. 둘째는 일련의 합병 과정에서 국제의무 위반이 존재하는지 여부이다. 특히, 한국 정부가 한·미 FTA상 내국인 동일대우 조항을 위반했는지에 대해 중점적으로 논의하였다.

핵심 주제어 : 투자자-국가 간 소송제도, 한미 FTA, 국가책임, 내국인 동일대우, 엘리엇, 메이슨

* 검사, 의정부지검 고양지청, yoojiyeon58@gmail.com
〈논문 투고일〉 2018. 10. 27 〈논문 수정일〉 2018. 11. 25 〈게재 확정일〉 2018. 11. 26

Ⅰ. 서 론

최근 경제는 세계화가 진행되면서 국가 간 자본 흐름이 크게 증대되고 있다. 각국은 다국적 기업을 중심으로 한 외국인 투자를 적극 유치하고자 노력하고 있다. 외국인 투자를 유인하기 위해서는 그들에게 매력적인 투자환경을 제공해 주어야 할 것이다. 이에 따라 각국들은 외국인 투자자에 대해 실효성 있는 구제수단을 제공하기 위한 투자 협정을 활발히 체결하고 있다.

한국도 여러 교역국들과 다양한 형태의 투자협정을 체결하여 왔으며 발효 중인 양자간 투자협정(Bilateral Investment Treaty : BIT)과 자유무역협정(Free Trade Agreement : FTA) 등 다른 나라와의 투자협정은 100여개에 이른다. 협정들 안에는 외국인 투자 유치 활성화 및 보호를 위한 장치들이 다수 포함되어있다. 본 연구에서 다루고자 하는 투자자-국가 간 소송 제도(ISD)도 이런 장치들 중의 하나로써 투자자가 국가를 상대로 직접 국제중재를 제기할 수 있는 제도이다.

최근 한국 정부를 대상으로 한 ISD의 최초 결과가 나왔다. 이란의 다야니가 제기한 ISD에서 우리 정부는 결과적으로 패소하였으며 그 외에도 7건의 ISD가 진행되고 있다. ISD는 그 규모가 크기 때문에 한국에 큰 부담이 되며 그 중요성이 증대되고 있다. 본 연구는 한미 FTA에 규정되어 있는 ISD를 중심으로 ISD 제도에 대해 살펴보고자 한다. 미국은 우리나라의 제일 큰 교역국이며 자본거래국이기 때문이다.

또한 미국계 헤지펀드 엘리엇이 2018년 7월 2일 삼성물산-제일모직 합병과 연관하여 한국 정부에 제기한 ISD 소송은 사회적으로 큰 관심을 받고 있다. 이와 연관하여 두 가지 쟁점을 살펴보았다. 첫째는 행위를 투자유치국에게 귀속시킬 수 있는지 여부이다. 투자자에게 손해가 발생하였다고 해도 그 행위가 국가에 귀속되지 않으면 국가책임은 발생하지 않는다. 둘째는 일련의 합병 과정에서 국제의무 위반이 존재하는지 여부이다. 특히, 한국 정부가 한·미 FTA상 내국인 동일대우 조항을 위반했는지에 대해 중점적으로 논의하였다.

기존의 ISD에 대한 문헌는 국제투자 분쟁해결에 대한 폭넓은 연구부터 특정 사례를 다룬 연구까지 그 폭이 다양하다. 최태판(2007)은 FTA 투자협정과 분쟁해결절차에 대해 광범위하게 다루었으며 특히 국재중재에서의 기타 관할권 문제에 대해 언급하였다. 김재선, 홍선의(2012)는 한미 FTA에서의 ISD 제도에 대해 살펴보고 ISD의 적용이 한국무역에 어떤 영향을 미칠지 살펴보았다. 왕상한(2012)는 한미FTA 안의 ISD에 대해 초점을 맞추어서 관련 주요 쟁점을 다루었다. 배성호(2012)는 NAFTA의 ISD 분쟁사례를 통해서, 이태화(2012)는 캐나다의 사례를 통해 한미FTA의 ISD 제도에 대해서 살펴보고 있다. 본 연구는 최근 한국 사회의 관심이 되고 있는 엘리엇, 메이슨이 제기한 ISD를 중점적으로 다루고 있은 점에서 앞의 연구들과 차별점이 존재한다.

논문은 다음과 같이 구성되어 있다. 2장에서는 ISD 제도에 대해 살펴보며, 특히 한미 FTA에 규정되어 있는 ISD에 대해서 설명한다. 3장에서는 삼성물산-제일모직 합병 사건과 이와 연관하여 엘리엇과 메이슨이 제기한 ISD에 대한 의견을 제시하고자 한다. 마지막으로 4장에서는 논문을 마무리한다.

Ⅱ. 투자자-국가 간 소송(ISD) 제도

1. 국가 간 투자협정과 ISD 제도

일반적으로 국제공법은 국가 간의 관계를 규율하는 법이기 때문에 국제공법을 근거로 진행되는 분쟁해결절차에서는 원칙적으로 국가만이 당사자로 인정받을 수 있다. ISD는 국가가 아닌 사인(私人)을 국제공법분쟁의 당사자로 인정하는 예외적 제도에 해당한다. 단 투자자 국적국과 투자유치국 간에 체결된 투자협정이 존재할 때 이를 근거로 투자자는 투자유치국을 상대로 분쟁해결절차를 개시할 수 있다.

투자협정은 국제통상 협정과 다른 측면이 많이 있다.[1] 국제통상 분야는 세계무역기구(WTO) 협정에 의해 다자간에 규율되는 것과 달리, 국제투자 분야는 전 세계 국가의 합의에 의하여 성립된 다자간 투자협정이 존재하지 않는다. 경제협력개발기구(OECD)에서 1995년 투자 자유화를 핵심으로 하는 다자간 투자협정 체결을 위해 노력하였으나 미국과 프랑스의 의견 불일치로 성립되지 못하였다. 이후 유럽 국가들은 주로 일대일 투자협정을 체결하는 방식을 택하였다. 개발도상국들도 자국의 경제발전을 위해 외국인직접투자를 유치하기 위하여 투자협정 체결에 적극 나서기 시작하였다. 양자간 투자협정의 숫자는 1990년대 400개 정도이던 것이 2012년 말 무려 5,790개에 이를 정도로 크게 증가하였다(법무부, 2014).

최근에는 무역과 투자가 따로 가기 보다는 FTA에 투자에 관한 별도의 장(chapter)을 두어 둘을 함께 규약하고 있는 경우가 많다. 우리나라도 한·미 FTA 제11장에 투자에 관한 사항을 두고 있다.

투자협약 내의 투자규범은 협약에 따라 다양하지만 크게 2가지 영역으로 크게 분류할 수 있다. 첫째는 외국인투자자에 대한 실체적 보호기준에 관한 것이며, 두 번째는 투자자와 투자유치

1) 투자협정은 협정 당사국 내의 외국인투자를 보호·증대하고 규율하기 위한 목적으로 국가 간에 체결되는 다자 또는 양자간 조약을 의미한다. 투자협정은 체결 주체에 따라 다자간 투자협정(Multilateral Investment Treaty : MAI), 역내 투자협정(Regional Investment Treaty), 양자간 투자협정(Bilateral Investment Treaty : BIT) 등으로 구분할 수 있다.

국간 분쟁 해결을 위한 절차규범에 대한 규범이다(법무부, 2014).

실체적 보호기준 중에 '내국민대우(National Treatment)'라는 개념이 있다. 외국인 투자자에게 자국민보다 불리하지 않은 대우(no less favorable treatment)를 부여할 의무를 말한다. 여기서는 외국인 투자자가 과연 투자유치국의 국내 기업과 동일한 상황(in like circumstances)에 있는지 여부와 문제가 되는 조치가 외국인투자자에게만 차별적으로 적용되었는지 여부가 핵심 쟁점이 된다.

실체적 보호기준 중 '최혜국대우(Most Favoured Nation Treatment)'는 외국인 투자자에 대해 제 3국 투자자가 받는 대우보다 불리하지 않은 대우를 부여할 의무를 말한다.

'최소기준대우(Minimum Standard of Treatment)' 개념은 국가가 외국인과 그 재산에 대해 국제관습법의 기준에 따른 최소한의 대우를 해주어야 할 의무를 의미한다. 이는 앞에 언급한 내국민대우와 최혜국대우의 개념과 차별화 된다. 처음 두 개념은 내국민 또는 협정의 비당사국 국민에게 부여되는 대우가 비차별적으로 외국인투자자에게도 동등하게 부여 돼야 한다는 기준인 반면, 최소기준대우는 이와 관계없이 국제법상 최소한의 수준 이상으로 외국인 투자자를 대우할 의무를 의미한다.

두 번째, 절차적 보호기준은 협약에 위배되는 부당한 조치나 행위로 피해를 입은 외국인 투자자가 그에 대한 구제를 받는 절차를 의미한다. 일반적으로 외국인투자자는 투자유치국의 국내법원에 구제를 요청할 수 있지만 그 독립성과 공정성에 대해 불신할 수 있다. 또는 자국의 외교적 보호권에 의존할 수 있는데 이는 정치적 문제 등으로 개입이 거절될 수 있기 때문에 선호되지 못한다. 이에 대한 대안으로 중립적인 중재인이 분쟁을 해결하는 국제중재가 도입되었으며, 현재는 대부분 투자협정에서는 투자자와 투자유치국간의 분쟁을 국제중재로 해결하는 절차규범을 두고 있다. 일반적으로 이와 같이 일방당사자가 투자자이고 상대방이 투자유치국인 분쟁해결 절차를 '투자자-국가 간 소송제도(ISD)'라 부른다. 이러한 투자 중재는 기본적으로 국제상사중재(international commercial arbitration)에 적용되는 절차규범을 대부분 차용하게 된다.

외국인 투자자가 투자유치국을 상대로 한 청구권이 인정되기 위해서는 먼저 투자유치국의 국가책임이 인정되어야 하는데 이를 위해서는 다음과 같은 2가지 요건이 필요하다. 첫째, 행위가 투자유치국에게 귀속되어야 한다. 투자자에게 손해가 발생하였다고 해도 그 행위가 국가에 귀속되지 않으면 국가책임은 발생하지 않는다. 국제연합(UN) 국제법위원회에서 채택한 국가책임에 관한 조문 초안에 따르면 국가기관의 행위는 그 행위가 입법, 행정, 사법기능의 행사를 통해 구현되는 경우 뿐 아니라 다른 모든 기능을 행사하는 경우에도 국가에 귀속된다. 또한 국가기관에 해당하지 않는 개인 또는 단체가 정부권한을 부여받아 행사함으로써 이루어진 행위도 국가에 귀속될 수 있다(정하늘, 2016).

둘째, 행위의 국제의무 위반이 존재해야 한다. 예를 들면, 투자유치국이 외국인 투자자를 차별함으로써 내국민 대우 기준을 위반하였다는 사실이 확인되어야 한다. 일반적으로 중재재판부는 투자유치국 정부의 공권력 행사와 같은 주권적 행위가 관여되어야 위반이 발생하였다고 판단한다. 즉 계약위반과 같은 민사적 행위에 대해서는 국제의무위반을 인정하지 않는다. 이는 투자유치국의 행위가 투자협정에 저촉되더라도 민사적 행위에 해당하다면 이는 국내 민사법을 통해 해결할 문제이며 국제법상의 국가책임에 해당하지 않는다는 것이다(정하늘, 2016).

2. 한미 FTA 내의 투자협약

한미 FTA 제11장은 제2절에서 '투자자 국가 간 분쟁해결'이라는 제목으로 투자자가 투자유치국을 상대로 국제중재를 제기하는 절차에 대해 규정하고 있다. 제11.16조 제1항은 중재를 제기할 수 있는 당사자와 대상 분쟁의 유형을 제시하고 있다. 제11.16조 제2항은 상대방에게 중재의향서 및 중재요청서를 통지할 것을 요구한다. 6개월이 지나도록 당사자 간에 협의가 이루어지지 않는 경우 다음과 같은 중재절차 가운데 하나를 선택할 수 있다: ⅰ) ICSID 협약(Convention on the Settlement of Investment Disputes between States and National of Other States)에 의한 중재, ⅱ) ICSID Facility Rules에 의한 중재, ⅲ) 유엔국제상거래법위원회(UNCITRAL) 중재규칙에 의한 중재, ⅳ) 분쟁당사자가 합의한 제3의 국제중재기관. 그 외에 중재인선정(제11.19조), 절차의 투명성(제11.21조), 준거법(제11.22조), 절차병합(제11.25조)에 대해서도 규정하고 있다(법무부, 2018).

한미 FTA 제11장은 투자보호의무의 적용범위에 대한 조항을 두고 있다. 제11.1조 제3항은 1항에서 언급한 '당사국이 채택하거나 유지하는 조치'를 '중앙 지역 또는 지방 정부와 당국(central, regional, or local governments and authorities)이 채택하거나 유지하는 조치' 및 '중앙·지역 또는 지방 정부나 당국으로부터 위임받은 권한을 행사하여 비정부 기관(non-governmental bodies in the exercise of powers delegated by central, regional, or local governments and authorities)이 채택하거나 유지하는 조치'라고 규정하고 있다.

한편 한미 FTA에서 제11.5조는 '최소기준대우'에 대해 다음과 같이 규정하고 있다.

"제11.5조 대우의 최소기준

1. 각 당사국은 공정하고 공평한 대우와 충분한 보호 및 안전을 포함하여, 국제관습법에 따른 대우를 적용대상투자에 부여한다.

2. 보다 명확히 하기 위하여 제1항은 외국인의 대우에 대한 국제관습법상, 최소기준을 적용대상투자에 부여하여야 할 대우의 최소기준으로 규정한다. “공정하고 공평한 대우”와 “충분한 보호 및 안전”이라는 개념은 그러한 기준이 요구하는 것에 추가적인 또는 이를 초과한 대우를 요구하지 아니하며 추가적인 실질적 권리를 창설하지 아니한다.
   가. 제1항의 “공정하고 공평한 대우”를 제공할 의무는 세계의 주요 법률 체계에 구현된 적법절차의 원칙에 따라 형사 민사 또는 행정적 · 심판절차에 있어서의 정의를 부인하지 아니할 의무를 포함한다 그리고.
   나. 제1항의 “충분한 보호 및 안전”을 제공할 의무는 각 당사국이 국제관습법에 따라 요구되는 수준의 경찰보호를 제공하도록 요구한다."

여기서 공정하고 공평한 대우(Fair and Equitable Treatment : FET)와 충분한 보호 및 안전(Full Protection and Security : FPS)를 부여하고 있다. 한 · 미 FTA 제11.5조에서 FET는 독립적인 규범으로 규정되기보다는, 최소기준대우의 일부분으로 규정되고 있다. 이 조항은 매우 포괄적이고 모호해서 중재재판부의 주관이 개입될 여지가 많다는 비판이 있는데, NAFTA 자유무역위원회(Free Trade Commission : FTC)는 NAFTA 내에 있는 FET에 대한 해석지침을 통하여 ‘FET가 국제관습법상의 최소기준대우에서 요구하는 것 이상의 대우를 요구하지 않음을 밝히는 한편, 이것이 민 · 형사 또는 행정소송에서 적법절차에 따른 사법정의를 거부하지 않을 의무임’을 명시하였다.

한미 FTA는 양국 합의에 의해 최근 개정되었다. 2018년 10월 24일 한미 FTA 개정 협정문 서명식이 있었다. 개정 협정을 통해 한미 FTA 통해 ‘투자자-국가분쟁해결제도’(ISD)가 남용될 수 없도록 장치를 도입하였다. 즉, 다른 투자협정을 통해 ISD를 시작한 경우 같은 사안에 대해 다시 한미 FTA로 ISD 절차를 진행할 수 없도록 규정하였다. 또 소송을 제기하는 근거가 약할 경우 신속하게 소송을 각하할 수 있도록 하고, 입증 책임과 관련해선 투자자가 ISD 청구 시 모든 청구 원인에 대한 입증 책임을 갖도록 하였다.

3. 한국 ISD 사례

최근 외국인 투자자가 한국정부를 상대로 ISD를 제기하는 것이 급증하고 있다.[2] 첫 번째는 론스타가 2012년 11월 한 · 벨기에 투자협정을 근거로 국제투자분쟁해결센터(International

2) 2018년 법무부 대상 국감자료에 따르면 대한민국 정부를 대상으로 한 ISD 사건은 총 7건으로 1건은 소송취하 되었고, 론스타 소송을 비롯한 6건의 청구 배상액 합계는 6조 5,273억 원에 달한다(“정부, 론스타 ISD 소송비로만 5년간 432억 원 사용”, 이데일리 2018. 10. 12.자 참조).

Center for Settlement of Investment Disputes : ICSID)에 5조 원대 ISD를 제기한 사건이다. 론스타는 2007년 9월 HSBC에 외환은행을 매각하려 했지만 한국 정부가 승인해 주지 않으면서 매각이 무산되었고, 결국 2012년 하나금융지주에 매각하였다. 이 과정에서 매각이 지연되며 가격이 떨어져 손해를 입게 된 것에 대해 한국 정부에 ISD를 제기하였다. 또한 론스타는 한국 정부가 서울 스타타워 빌딩 거래차익에 대해 부과한 세금이 부당하다며 소송을 제기하였다. 론스타와의 ISD는 2016년 최종 변론이 끝났으나 아직 결론이 내려지지 않고 있다.

두 번째 ISD는 아부다비 국영석유투자회사 IPIC의 네덜란드 자회사 하노칼이 2015년 5월에 제기한 소송이다. 1999년 하노칼은 현대오일뱅크 주식 50%를 사들인 뒤 2010년 현대중공업에 1조 8천억 원에 매각하였다. 한국 정부가 이에 대해 과세하자 하노칼은 한국과 네덜란드가 맺은 이중과세방지협정을 근거로 ISD를 제기하였다. 하지만 이후 하노칼이 ISD를 취하해 마무리되었다.

세 번째 ISD는 이란 다야니가 제기하였다. 다야니는 소유하고 있던 엔텍합이 2010년 경 대우일렉트로닉스를 인수·합병하려던 과정에서 한국 정부가 한·이란 투자보장협정상 공정·공평한 대우 원칙을 위반했다며 2015년 9월 ISD를 제기하였다. 사건의 전개는 다음과 같다. 2010년 자산관리공사(캠코)는 대우일렉트로닉스를 매각하는 과정에서 엔텍합을 우선협상대상자로 선정하고 그해 11월 본 계약을 체결한 뒤 인수금액의 10%인 578억 원을 계약보증금으로 받았지만 2011년 5월 매매계약을 해지하였다. 당시에는 엔텍합이 인수대금 인하를 요구하며 대금지급기일을 넘겨 계약이 해지된 것으로 알려졌다. 그러나 엔텍합은 그 후 법원에 소송을 냈고, 법원은 2011년 11월 대우일렉트로닉스 채권단이 계약금을 돌려주되 엔텍합은 대우일렉의 외상물품대금 3천만 달러를 갚으라는 조정 결정을 내렸다. 하지만 채권단은 이를 받아들이지 않았고, 대우일렉은 2013년 동부그룹으로 매각되었다. 결국 다야니는 보증금과 보증금에 대한 이자 등 935억 원을 반환할 것을 주장하며 한국 정부를 상대로 유엔국제상거래법위원회(UNCITRAL) 규칙에 따라 ISD를 제기하였다.

2018년 6월 6일 국제 중재판정부가 한국정부가 이란 다야니의 청구금액 935억 원 중 약 730억 원을 지급하라는 판결을 내렸다. 중재판정부는 캠코를 대한민국 정부의 국가기관으로 인정하였다. 이는 한국 정부가 외국 기업에 패소한 첫 ISD이다. 2018년 6월 8일 유력 영국 중재 전문지인 국제중재저널에 '한국의 뼈아픈 패배'라는 제목의 기사가 게재되었다. 이 기사에는 판정문 일부와 다야니측 법률 대리인의 인터뷰가 수록되었으며 한국이 서류 제출과 관련해 '불리한 추정'을 받았다는 내용이 있다.[3] 중재판정부가 다야니측 요청을 받아들여 한국 정부에 2010년 12월에서 2011년 3월 사이 작성한 공적자금관리위원회 관련 서류 제출을 명령하였으나 한국 정부는 '없는 서류'라고 주장하며 이를 내지 않았고 결국 중재판정부로부터 '불리한 추

3) 중앙일보, ISD 첫 패소로 730억 날렸다.

정'을 받았다는 내용이다. 이는 한국 정부가 당시 ISD 대응에 미숙하였다는 것을 보여주는 사건이다.

마지막으로, 2018년 헤지펀드 엘리엇매니지먼트와 메이슨캐피탈은 삼성물산-제일모직의 합병 과정에서 한국 정부가 부당한 개입함으로써 손해를 입었다면 ISD를 제기하였다. 2015년 삼성물산-제일모직 합병 당시 엘리엇은 삼성물산 지분 7.1%를, 메이슨은 2.2%를 보유하고 있었으며 둘 다 합병에 반대하였다. 엘리엇은 7억7000만 달러(약 8700억 원)에 달하는 손해배상을 청구하였으며, 메이슨은 2억 달러(약 2250억 원) 손해가 발생했다고 주장하였다. 특히 메이슨은 한국 정부가 삼성과 자신을 똑같이 대우하지 않았기 때문에 한·미 FTA 내 '내국인 동일대우 조항'을 위반했다고 주장하고 있다.[4)]

Ⅲ. 엘리엇과 메이슨 소송에 대한 소견

1. 삼성물산-제일모직의 합병과 엘리엇 소송

2015년 5월 26일 제일모직과 삼성물산은 이사회 결의를 거쳐 합병비율 1:0.35로 합병하기로 하는 합병계약을 체결하고, 2015년 7월 17일 합병계약서의 승인을 위한 주주총회를 개최하기로 하였다. 삼성물산 주주들의 1(제일모직) : 0.35(삼성물산)의 합병비율을 강하게 반대하였다. 이는 자본시장법의 규정에 따라 자동적으로 산정된 비율이지만, 삼성물산 주주들은 삼성물산의 주가는 저평가된 시기라고 주장하며 합병을 반대하였다.

외국인 투자자들은 삼성물산 지분 33%를 차지하였는데 대부분은 반대 입장을 취하였다. 특히 외국계 펀드인 엘리엇은 합병비율이 삼성물산 주주에게 불리하다는 이유로 합병을 적극 반대하였으며, 삼성물산이 우호지분 확보를 위해 KCC에 매각한 자사주 899만 주의 주주총회 의결권을 인정하지 말아달라며 법원에 가처분 신청까지 제기하였다. 서스틴베스트와 한국기업지배구조원 등 국내 의결권 자문회사들도 반대 의견을 제시하였으며, ISS와 글라스루이스 등 해외 자문회사도 동일하였다.

삼성물산이 합병 안을 통과시키기 위해서는 출석주주 의결권의 3분의 2 이상을 찬성을 얻어야 했다. 이와 같은 상황에서 삼성물산 지분 11.21%를 보유한 국민연금이 이 안건의 캐스팅보드를 가지게 되었다. 국민연금은 최종적으로 2015년 7월 10일 개최된 투자위원회 회의를 통해 합병 안건에 대한 '찬성'을 의결하였다. 2015년 7월 17일 개최된 삼성물산의 주주총회에서는

4) [출처 : 중앙일보] 한국 정부, 삼성물산 합병으로 '1조 원대 ISD손배' 위기

합병은 통과되었다.

국민연금이 찬성 의결권을 행사하게 되는 과정은 나중에 수사를 받게 된다. 2016년 11월 22일 '최순실 등 민간인에 의한 국정농단 의혹에 대해 엄정한 수사를 통하여 철저하게 진상 규명을 하도록 함으로써 국민적 의혹을 해소' 하기 위한 특별검사법이 공포되고, 이 합병 사례 관련하여 보건복지부장관이 2017년 1월 16일 구속기소, 기금운용본부장은 2017년 2월 28일 불구속 기소되었다. 이들에 대하여 1심, 2심 판결이 모두 각 징역 2년 6월을 선고하였고, 현재 상고심 중이다. 이에 대해서는 다음 장에서 구체적으로 살펴보도록 하겠다.

2. 관련 판결문 해석

이 부분에서는 삼성물산과 제일모직의 합병 건에 대한 의결권 행사과정에 대해 국민연금의 기금운용본부장과 보건복지부 장관의 업무상배임죄와 연관된 판결을 소개하고자 한다. 이들의 행위가 어떤 측면에서 문제가 되는지 한국 법원에서 이미 내려진 판결을 통해 ISD의 쟁점이나 향방에 대해서도 가늠할 수 있을 것이다.

1심 재판부는 업무상배임죄를 인정하며 기금운용본부장에게 징역 2년 6월을 선고하였다(서울중앙지방법원 2017. 6. 8. 선고 2017고합34, 183(병합) 판결). 일단 특검과 피고인 측에서 임무의 내용에 대하여 다툰 것에 대하여, 1심 재판부는 다음과 같은 내용을 이 사례 기금운용본부장의 임무로 인정하였다.

"국민연금공단 기금운용본부장인 피고인을 포함한 기금운용본부 직원은 기금을 관리하는 수탁자로서 선량한 관리자의 주의의무를 다하여야 하고, 국민연금기금이 국민연금 가입자 등 수급권자를 위한 급여에 충당하기 위해 관리·운용되는 책임준비금임을 인식하고 개인이나 소속 직원보다 기금의 이익을 우선하여 업무를 처리하여야 한다.

이 사건 합병 안건의 경우, 국민연금공단은 삼성물산의 최대주주로서 사실상의 캐스팅보트를 가지고 있었고, 합병비율에 따라 이재용 등 삼성그룹 대주주의 이익과 삼성물산 주주의 손해로 이어질 수 있는 구조였으며, 합병 성사를 위한 보건복지부의 압력이 가해지고 있던 상황이었으므로, 피고인으로서는 기금운용본부가 이 사건 합병에 대한 의결권 행사 방향을 정함에 있어 위 의결권행사지침 제6조가 정하는 찬성의 조건(주주가치의 감소를 초래하지 않고 기금의 이익에 반하지 아니하는 경우)이 명확히 충족되지 않는 한 쉽사리 찬성을 하지 않도록 하는 등의 **더욱 엄격한 주의의무를 부담**한다고 할 것이다.

따라서 피고인이 부담하는 업무상 임무의 내용은, 의결권 행사 기준에 충실하면서 국민연금공단이 가진 캐스팅보트를 잘 활용하여 **합병비율의 조정이나 재산정 등을 요구하는 등으로 기**

금에 최대한 이익이 되게끔 하고, 이를 1차적으로 결정하는 **투자위원회에서 위원들이 객관적이고 정확한 자료와 정보를 토대로 합리적이고 진지한 노력을 기울여 자율적이고 독립적으로 판단할 수 있도록** 하는 등으로 국민연금공단의 손해 발생을 막는 것이라고 봄이 상당하다.

한편 공소사실은 국민연금공단의 손해 발생을 막아야 할 업무상 임무의 구체적 내용으로 '이 사건 합병에 반대'하는 것을 들고 있다. 그러나 의결권 행사 안건은 회의체인 투자위원회에서 심의 · 의결을 거쳐 결정하는 것이고, 그 위원 중 1인에 불과한 피고인이 독단적으로 할 수 있는 행위가 아니므로 **피고인 개인에게 이 사건 합병에 반대하여야 할 법령상 의무가 있다고 보기 어렵다.**"

1심 재판부는 특검에서 주장한 '합병에 반대하여야 하는 임무'의 정도까지는 아니지만, "합병비율의 조정을 요구하여 기금에 최대한 이익이 되게끔 하여야 하는 임무"는 인정하였다. 또한 재판부는 "합병시너지 수치를 조작하도록 한 다음 이를 투자위원회 회의에서 설명 및 일부 위원들을 개별적으로 접촉해 합병 찬성을 권유"한 것은 찬성 유도행위로서 임무위배행위로 인정했고, 반면에 특검이 주장한 '팀장급 투자위원회 위원 3명을 종전 관례와 달리 지명한 행위'에 대하여는 임무위배행위로 인정하지 않았다.

나아가 합병안건을 전문위원회에서 의결하지 않은 것 자체도, '찬성, 반대, 기권, 중립, 전문위부의(표결기권) 등의 의결 가능성이 충분히 있었다'는 점에 있어서 임무위배행위로 인정하지 않았다.

"1) 종래 투자위원회에서는 소관부서가 단일 의견을 주문에 기재하여 안건을 올리면 위원들의 거수로 이를 그대로 통과시키는 방식으로 의사결정을 해왔다. 이러한 관례대로라면 이 사건 합병 안건은 소관부서인 책임투자팀 의견대로 '전문위부의'가 주문 란에 기재되어 투자위원회에 상정되고, 회의에서 그대로 의결되었을 것으로 보인다. 그러나 기금운용본부 담당실무자인 ○○○(운용전략실장), ○○○(책임투자팀장)은 안건 상정을 준비하면서 주문 란에 '전문위부의'를 기재하지 않고, 투자위원들이 '찬성/반대/중립/기권/표결기권' 중 하나를 선택하여 기명투표하는 이른바 '오픈식 의결 방식'을 고안하였다.

2) 이에 대하여 ○○○는 이 법정에서, "보건복지부에서 지침에 따라 이 사건 합병 안건을 투자위원회에서 결정하라는 지시를 받고, 그 동안 투자위원회에서 전문위원회로 부의하는 과정이나 절차가 지침이나 규정에 충실하지 않았던 것은 아닌가 하는 생각이 들었다. 그래서 지침에 충실하게 '찬성 또는 반대가 곤란한 경우'를 투자위원회의 표결로 확인하는 것이 옳다고 생각하여 준법감시인의 검토를 거쳐 소관부서의 의견을 주문에 기재하지 않고 투자위원들에게 5가지의 다양한 결론 중 하나를 선택하게 하는 의결 방식을 채택하게 되었다"는 취지로 진술하고, ○

○○도 같은 취지로 진술한다.

3) 위와 같은 표결지는 '찬성, 반대, 중립, 기권' 중 어느 하나도 과반수에 이르지 못하거나 '표결기권'이 과반수로 나오면 안건을 전문위원회에 부의하는 방식이기 때문에 투자위원회에서 찬성 결론을 이끌어내는 데 유리한 표결 방식으로 볼 수 없다. 이에 대하여 ○○○는 "개개인이 본인의 판단 하에 충분히 검토할 경우에는 찬성이나 특정 방안이 과반수 이상 나오기는 어려울 것이라고 생각하였고, 결국 전문위원회에 상정될 것이라고 예상했다. 투자위원회 의결주문을 '전문위부의'로 하면 보건복지부에서 전문위원회로 넘어가는 게 상당히 어려울 것 같은 느낌이 들어 찬성, 반대, 중립, 기권으로 올린 것이다. 전문위로 가기 위해서는 찬성, 반대, 중립, 기권 의견으로 올리는 것 외에는 다른 방법이 없다고 생각했다"라고 진술한다."

위 판결 내용에 따르면, 보건복지부 측의 지시로 인하여 투자위원회에 상정하게 된 상황에서, 실무 담당자들이 그 표결지에 통상과 다르게, '찬성, 반대, 중립, 기권' 등의 결론을 택하도록 하고, 그 결론이 여러 갈래로 나와 결국 특정 방안이 과반수 이상으로 나오지 않게 되어 결국, 전문위원회로 다시 상정 되도록 할 의도가 있었던 것으로 보아 이러한 투자위원회 상정 행위만으로는 임무위배행위로 보기 어렵다고 한 것으로 해석된다.

2심 재판부도 유죄로 인정하며 기금운용본부장에게 징역 2년 6월을 선고하였다(서울고등법원 2017. 11. 14. 선고 2017노1886 판결). 2심도 피고인에게는 '당시 국민연금공단이 가진 사실상의 캐스팅보트를 잘 활용하여 중간배당을 요구하거나 반대 의결로 합병비율의 개선을 요구하는 등으로 필요한 조치'를 하여야 할 임무가 있음이 인정되었고, 단, 합병비율의 개선을 요구할 수 있었음에도 이를 하지 아니한 것을 임무위배로 인정하면서, 단 중간배당을 요구하지 아니하거나 투자위원회 위원 지명으로 인한 임무위배 행위는 인정하지 않았다.

1심은 전문위원회에서 의결하지 않은 점을 임무위배가 아니라고 본 것에 반하여, 2심은 전문위원회에 부의하는 등의 조치를 취하지 않은 것을 임무위배로 보았는데 더 타당한 결론으로 보인다. 향후 전문위원회 부의여부를 합리적 근거 없이 결정할 경우, 배임죄에 해당할 가능성이 있는 것으로, 향후 국민연금의 의사결정 과정에서 전문위원회 부의 제도가 형해화 되지 않도록 제동을 가한 의의가 있는 판결로 볼 것이다.

한편, 박근혜 전 대통령에 대한 삼성그룹의 영재센터 지원 행위에 대하여 1심의 판결부분을 뒤집고, 2심에서는 부정한 청탁의 대상인 삼성 그룹 현안으로서의 승계 작업이 인정된다는 전제아래[5] 뇌물에 해당된다고 인정하면서, 박근혜 전 대통령이 이러한 삼성그룹의 현안인 승계

5) 이 부분이 청탁의 대상인 승계 작업을 인정하지 않으므로 무죄 선고하였던 1심 판결과 달라진 결정적인 이유이다.

작업에 대하여 인지하고 있었고, 삼성물산과 제일모직 합병 안건에 있어서 국민연금공단이 이재용에게 우호적인 조치를 취한 배경에는 박근혜 전 대통령의 지시나 승인이 있었다고도 판결 이유에서 인정한바 있다.[6]

이러한 판결들은 ISD에서 한국 정부에 불리하게 작용할 수 있다. 메이슨은 ISD 중재의향서에서 이미 '국정농단 특별검사 팀의 수사 결과 발표와 최근 법원 판결에서 나타나듯 박근혜 전 대통령, 문형표 전 보건복지부 장관 등의 직권 남용으로 (압력을 받은) 국민연금이 2015년 삼성물산과 제일모직 합병에 찬성했다'고 적시하며 관련 근거로 사용하고 있다. 주무부처인 법무부는 ISD 정부 답변서에 삼성물산-제일모직 합병 당시 '묵시적 청탁'이 존재하지 않았다는 이재용 삼성전자 부회장의 항소심 재판 결과 인용하였는데 이 사항이 다시 뒤집어진 것이다.

3. 엘리엇과 메이슨의 ISD에 대한 쟁점과 소견

첫째로는 행위가 투자유치국에게 귀속되는지 여부이다. 투자자에게 손해가 발생하였다고 해도 그 행위가 국가에 귀속되지 않으면 국가책임은 발생하지 않는다. 국가기관의 공권력에 의한 행위만이 귀속되며, 민사적 행위는 귀속될 수 없다.

한국 정부에 불리한 측면은 국가기관에 해당하지 않는 개인 또는 단체가 정부권한을 부여받아 행사함으로써 이루어진 행위도 국가에 귀속될 수 있다는 것이다. 국민연금공단을 정부권한을 위임받은 기관으로 볼 수 있는 것이다. 이란 다야니 ISD에서도 캠코를 한국 정부로 인정하여 위반책임을 물은 것도 하나의 예라고 볼 수 있다. 나아가 국민연금공단의 합병찬성은 본질상 국민연금의 관리 운용의 연장선상에 있기 때문에 합병찬성의결은 정부로부터 위임 받은 권한을 행사한 것으로 해석될 수도 있다.

반면, 국민연금이 합병에 찬성한 것을 두 회사의 주주 자격으로 취한 사적 행위로써 해석한다면 ISD의 대상이 되지 않을 것이다. 즉, 주식회사의 주주로서 주식의결권을 행사하는 행위는 순수한 민사행위로서 정부권한의 행사에 해당하지 않는다고 주장할 수 있다.

법무부도 엘리엇의 주장에 대한 답변서에서 국민연금의 주주로서의 권리행사는 민사상 주주의 권리를 행사한 것으로서, 이것을 가지고 한국 정부의 협정 위반으로 볼 수 없다는 취지의 논리를 펼친 바 있다(법무부, 중재통보에 대한 답변서, 2018. 8. 13.).

둘째, 행위의 국제의무 위반이 존재하는지 여부이다. 메이슨의 경우 한국 정부가 삼성과 자신을 똑같이 대우하지 않았기 때문에 한·미 FTA 내 '내국인 동일대우 조항'을 위반했다고 주장하고 있다.

6) 2018. 8. 24. 2018노1087호 서울고등법원 판결

한국 정부에 불리한 측면은 이미 법원의 판결을 통해서 위반 행위들에 대해 인정이 되었다는 것이다. 박근혜 전 대통령에 대한 삼성그룹의 영재센터 지원 행위에 대하여 1심의 판결을 뒤집고, 2심에서는 부정한 청탁의 대상인 삼성 그룹 현안으로서의 승계 작업이 인정된다는 전제아래 뇌물에 해당된다고 인정하면서, 박근혜 전 대통령이 이러한 삼성그룹의 현안인 승계 작업에 대하여 인지하고 있었고, 삼성물산과 제일모직 합병 안건에 있어서 국민연금공단이 이재용에게 우호적인 조치를 취한 배경에는 박근혜 전 대통령의 지시나 승인이 있었다고도 판결 이유에서 인정한바 있다. 문형표 전 보건복지부 장관에 대해서도 국민연금 의결권 행사과정에서의 직권남용과 업무상 배임죄가 인정되었다.

이에 대한 반대논리도 가능하다. 정부는 답변서에서 '한국 형사법원은 박근혜 전 대통령, 행정부 구성원, 국민연금 직원 등의 위법적인 행위 결과로서 합병이 제안되거나 통과되었다고 판단하지 않았다'고 주장하고 있다. 삼성물산-제일모직 합병 취소를 제기한 민사 건에서도 사유가 인정되지 않았다. 민사 법원은 '삼성 합병 및 그에 대한 국민연금의 찬성에는 합당한 경영상의 이유가 있었고, 합병비율이 현저히 불공정하다고 볼 수 없다'며 합병의 적법성을 인정하였다.

Ⅳ. 결 론

최근 경제는 세계화가 진행되며 각국은 외국인 투자를 유인하기 위해서 경쟁하고 있다. 특히 외국인들 투자에 대한 실효성 있는 구제수단을 제공하기 위한 투자 협정을 활발히 체결하고 있다. 본 연구에서 다루고자 하는 ISD도 이런 장치들 중의 하나로써 투자자가 국가를 상대로 직접 국제중재를 제기할 수 있는 제도이다. 본 연구는 ISD 제도에 대해 고찰해 보며, 특히 한미 FTA에 규정되어 있는 ISD를 중점적으로 살펴보았다. 특히 최근 헤지펀드 엘리엇과 메이슨이 최근에 삼성물산-제일모직 합병과 연관하여 한국 정부에 제기한 ISD 소송에 대한 쟁점을 살펴보았다.

최근의 ISD 결과들은 한국 정부의 대응에 미숙한 면이 있다는 점을 일부 드러내고 있다. 이란 다야니와의 ISD 소송에서 한국 정부가 서류 미제출로 인하여 불리한 추정을 받아 패소에 기여하게 된 것은, 실체를 떠나 절차 수행에 있어서 안일하고 미숙한 대응으로 인한 뼈아픈 결과라는 점에 있어서 많은 시사점을 주고 있다. 국내 소송과는 다른 국제법적 절차에 능통한 전문가가 ISD 소송 전면에 나서서 시의 적절하게 대응하여 불필요한 손해가 발생하지 않도록 할 필요성이 크고, 이에 현재 법무부가 엘리엇과 메이슨 소송 대응에 있어서 총력을 기울여야 할 것이다.

또한 이 연구에서 다룬 기업의 합병 문제 등에 있어서 기업 오너의 개인적인 이익을 위하여 주주들의 이익을 해칠 수 있다는 의심이 드는 경우에 있어서 더욱 투명하고 적법한 절차 수행에 주의를 기울여야 한다. 특히 재벌 중심의 기업 경영에 있어서 후세대에게 기업 상속을 이루기 위하여 비정상적인 방법을 사용하는 것이 공공연한 한국의 경제 관습이, 하루속히 정정 당당한 상속이나 증여 세금 납부 문화나 소유와 경영 분리를 통한 능력 있는 전문 기업인 운영 체제로서의 건강한 기업 환경으로 변화되기를 희망한다. 이렇게 글로벌 스탠다드에 맞춘 변화가 이루어지지 않는다면 앞으로도 국민연금공단이 대부분 주요 기업의 최대 주주로서 자리하고 있는 한국 기업 환경에서, 정부의 부적절한 개입을 의심하는 외국인 투자자들의 ISD 소송 제기는 줄 이을 수도 있다.

글로벌 스탠다드를 따라가지 못한다면 한국이 글로벌 투자자의 먹잇감으로 전락할 우려가 있다. 이 연구가 그런 면에서 작은 도움이 되길 기대해 본다. 연구의 한계점도 많이 존재한다. 엘리엇이나 메이슨이 제기한 손해배상액 등에 대한 분석이나 논지 등도 더 정리될 수 있다면 좋을 것이다.

참고문헌

김재성, 홍선의. 2012. 한미 FTA 협정에서 분쟁해결을 위한 ISD제도에 관한 연구. 한국관세학회. 제13권 제1호 : 145-155.

배성호. 2012. NAFTA의 ISD 분쟁사례를 통한 한미FTA의 ISD 시사점 및 대응방안. 통상정보연구. 제14권 제2호 : 369-387.

법무부. 2014. 투자자 국가소송(ISD) 최신 판정분석.

법무부. 2018. 한국의 투자 협정 해설서 - BIT와 최근 FTA를 중심으로.

왕상한. 2012. 한미자유무역협정(FTA) 투자자국가소송제도(ISD)의 오해와 진실. 기업법연구. 제25권 제4호 : 329-351.

이태화. 2012. 환경영향평가제도를 둘러싼 한미FTA 투자분쟁의 가능성: Bilcon 대 캐나다 투자자-국가 간 소송 사례를 통한 교훈. 환경영향평가. 제21권 제4호 : 525-541.

정하늘. 2016. 투자자-국가 분쟁해결제도(ISDS)에서의 국가책임 발생범위 확장 가능성에 대한 연구 -'엘리엇 사건'을 중심으로. 국제법학회논총. 제61권 : 221-245.

최태판. 2007. FTA 투자협정과 분쟁해결제도에 관한 연구. 중재연구. 제17권 제2호 : 141-165.

A Study on the Korea-US FTA and the Investor-State Dispute(ISD)

Yoo, Ji-Yeon*

ABSTRACT

This study examines the Investor-State Dispute(ISD) included in the Investment Agreement to provide effective remedies for foreign investment. ISD is a system whereby investors can raise international arbitration directly against the state. This study focuses on the ISD regulated by the Korea - US FTA and examines two issues related to the ISD lawsuit filed recently by the Eliot against the merger with Samsung C & T and Cheil Industries. The first is whether the action is attributed to the investment host country. Even if a loss occurs to an investor, no state responsibility will arise unless the act is attributed to the state. The second is whether there is a violation of the international duty of conduct. Whether the Korean government violated the National Treatment provisions in the KOREA-US FTA is discussed.

Key Words : Investor-State Dispute(ISD), Korea - US FTA, National responsibility, National Treatment provisions, Eliot, Mason.

* Prosecutor, Goyang Branch, Uijeongbu District Prosecutor's Office, yoojiyeon58@gmail.com

포용적 성장과 재정정책 방향의 모색

김 성 순*

요 약

소득주도성장론은 수요측 소비 증대를 통해 경제활성화를 도모하는 단기 정책으로 케인지안의 재정지출 확대를 통해 유효수요증대, 이를 통해 투자를 유도하는 경제활성화 정책과 다르다. 더구나 저임금 노동자의 임금상승을 통해 소비 증대를 도모하겠다는 발상은 기업의 생산성 향상에 따른 임금상승을 추구하는 정책이 아니여서 노동소득 증대가 소비 증대로 나타나지 않으면 기업의 생산비용 상승을 초래해서 투자 위축, 고용 위축을 가져오는 오히려 경제침체를 촉진할 수 있다는 점에서 유의할 필요가 있다. 이는 기존 주류 경제학 이론에 반하는 정책으로 세수증대를 통한 막대한 재정지출 확대에도 불구하고 소득불균등은 줄지 않고 고용과 투자가 위축이 되는 등 시행 1년 반이 지난 현 경제상황을 봐도 알 수 있다.

연구결과에 따르면 교육과 훈련을 통한 인적자본 투자, 민간투자 활성화, 개방도의 증가, 소득불평등의 감소가 경제성장률을 높이나 그 중 인적자본, 개방도, 투자 확대가 소득불균등의 감소보다 더 크게 성장에 도움을 주는 것으로 나타나 우선순위면에서 전자에 주력하면서 분배정책을 시행하는 것이 바람직함을 보였고 다른 선진국들의 패널분석 결과도 이를 입증하고 있다. 따라서 소득 양극화, 불균등을 완화하기 위해 급격한 임금상승 정책보다 기업의 생산성 향상을 촉진하는 혁신경제, 교육 및 훈련을 통한 인적자본 육성을 통해 장기적 성장잠재력을 구축하면서 이를 통해 고용증대, 소득증대, 소비활성화를 유도하는 정책이 바람직하다고 본다. 이는 포용적 성장론이 지향하는 정책방향이기도 하다. 재정정책도 이러한 점에 주력하여 재정지출의 효율성을 높이도록 하여야 할 것이다. 또한 복지지출도 보편적 지출 확대보다 복지 사각지대에 있는 시급한 빈곤층 구제에 우선 주력하는 선별적 복지가 중요하다. 그리고 급증하는 청년실업률을 낮추고 고용 증대를 위해서도 정부재정지원 확대를 통해 고용을 유지하려는 정책보다 민간기업의 활성화를 통한 투자, 고용증대를 도모하고 적절한 교육 및 훈련을 통해 기업이 필요한 인적 자본을 육성하여 안정된 적절한 일자리를 제공함으로서, 양극화 해소, 소득증대를 촉진할 수 있도록 하는 경제 정책에 있음도 유의할 필요가 있다.

핵심 주제어 : 포용적 성장, 소득주도성장, 재정정책
JEL code : E6, H3

* 단국대학교 무역학과 명예교수, sskim@dankook.ac.kr
〈논문 투고일〉 2018. 10. 27 〈게재 확정일〉 2018. 11. 05

Ⅰ. 서 론

2017년 5월 문재인 정부가 새로이 출범한 이후 현 정부는 주지하는 바와 같이 정치적으로는 전 정부의 적폐 청산을 내걸고 여러 가지 과감한 개혁을 시도하고 있으며 경제정책면에서도 사람 중심 경제를 내세우면서 소득주도 성장론을 이론적 토대로 하여 재벌개혁, 최저임금 인상, 비정규직 축소, 공무원 수 증가, 복지 확충, 고소득층과 대기업에 대한 소득세 및 법인세 인상, 부동산 및 재산세 인상 등 새로운 정책을 단행하고 있으나, 우리 경제는 수출 증가세가 유지되고 소비가 개선되는 듯 하다 다시 침체를 보이고 있고, 투자도 둔화되면서 성장률도 계속 저하되면서 2018년에 2.8%대의 성장률을 기록할 전망이다. 또한 막대한 일자리 예산 집행에도 불구하고 최근 고용사정은 더욱 악화되어 고용지표가 나아지지 않고 있으며 특히 청년실업률이 높아 심각한 수준이다. 아울러 성장 잠재력은 지속적으로 하락하는 추세이며, 글로벌 경제위기 이후 경기 침체 국면에서 아직 회복되지 못하고 있는 실정이다.

이러한 경제정책 기조의 변화에는 최근 부각되고 있는 포용적 성장과의 연관에서 찾을 수 있는데, 포용적 성장의 등장 배경에는 세계적인 경기침체와 함께 양극화로 인한 소득 분배 악화를 해결하려는 시도에서 찾을 수 있다.

이러한 맥락에서 단기적 경기회복, 고용창출 및 장기적 성장잠재력을 확충할 바람직한 경제정책에 대한 방향 설정이 필요하다. 이에 포용적 성장의 개념, 최근의 경제 상황을 살펴본 후 현 정부의 경제정책의 문제점을 검토하고 바람직한 정책방향을 모색하고자 한다.

Ⅱ. 현 정부의 재정정책의 방향과 포용적 성장

최근의 세계적 변화 흐름을 보면, 1950~70년대에는 성장과 분배의 상충관계가 초점이 맞춰져 있었고, 성장을 해치지 않는 범위 안에서의 분배가 관심이었다. 1980년대 와서 자율적 시장경제체제하에서 성장의 과실이 저소득층의 소득증대로 이어지는 낙수효과 논리가 대두하였으나, 1990년대에 개도국들의 경험에 의하면 낙수효과가 불명확하다고 나타났고, 이에 인적자본에 대한 투자 등의 성장효과 새로이 대두되면서, 2000년대 경제위기 이후에는 '지속 가능한 성장과 포용적 성장'이 주요 이슈로 부각되었다. 최근 IMF 국제통화 금융위원회 공동선언문에 따르면 '강하고 지속가능하며 포용적이고 일자리를 창출하는 균형 잡힌 성장 노력 강화' '성장친화적 재정정책 필요' '성장률제고, 일자리 창출, 심리회복 위한 재정정책' 등을 강조하고 있고, 세계 경제성장이 제한적이며, 금융시장 변동성이 확대되고, 무역의 둔화, 선진국 수요가 부진하

면서, 실질 및 잠재성장률 높이고 금융안정성 강화, 디플레이션 위험 감소를 위해 상호보완적 구조개혁과 거시경제정책 이행이 중요시 하게 되었는데, 완화된 통화정책, 세계교역 활성화, 부패척결과 지배구조 개선, 국제조세 투명성 해소가 그 주요 내용이다. 2014 OECD 포럼에서는 성장보다 행복의 중요성을 강조하고, 복원력있는 경제성장과 복지를 위해 '포용적 성장'을 강조하고 있다.

한편 소득주도 성장, 혁신성장, 공정경제를 정책기조로 내세우고 있는 현 정부의 소득주도성장의 개념은 후기 케인지안 학파에서 그 이론적 근거를 찾을 수 있는데 노동소득으로의 소득분배 이동을 통해 소비 촉진을 하고 생산과 고용을 유발하여 성장을 촉진한다는 개념이다. 즉 소득불평등 해소를 통해 경제성장을 촉진하자는 견해이다. 이는 실증적으로도 부분적으로 입증되고 있다.

포용적 성장의 개념이란 성장과 분배의 보완적 관계를 강조한 것으로 분배의 불균등이 심화되면 성장 동력도 약화되므로 경제주체들의 참여폭을 높여 성장 잠재력을 끌어 올림과 동시에 분배구조도 개선하고자 하는 데 있다. 즉 모든 경제주체들에게 경제성장에 기여할 수 있는 공평한 기회(기회 균등)가 주어지고 성장의 물질적 · 비물질적 혜택이 전 사회구성원에게 공평하게 분배되어야 함을 강조하고 있고, 이를 위해 신자유주의와 같이 시장경제에만 의존하지 말고 시장에 개입하여 소득재분배, 노동시장, 보건의료, 교육, 환경정책 등을 적절히 설계하고, 지속적인 고용창출과 성장 지원, 성장혜택의 공평 분배가 되어 이것이 다시 새로운 성장 동력 되도록 유도하자는 것이다. 또한 사회안전망 강화로 빈곤층을 지원하여 존엄성 유지할 수 있도록 하는 지원을 포함하고 있으며, OECD 포럼 공동선언문도 이를 강조하고 있다.

포용적 성장에 대해 좀 더 고찰해보면, ADB, IMF, OECD 연구 결과에 의하면 성장이 이루어져야 빈곤이 감소하며 이는 필요조건이고, 포용적 성장은 기회균등으로 경제성장에 기여할 수 있는 기회가 모든 경제주체들에게 균등해야 함을 의미한다. 성장에 대한 개인의 참여 기회 결정의 중요 요인은 개인의 노력, 개인의 환경, 사회정책에 의해 결정된다고 볼 때, '개인의 노력'에 따른 불평등은 자본주의 경제성장의 동력이 된다는 점에서 좋은 의미 불평등으로 볼 수 있고 인정되어야 할 것이나, '개인의 환경'은 부모의 교육 · 경제 수준, 지역, 종교 등 이미 주어진 것에 의한 기회 불균등으로 이와 관련하여 나타나는 불평등은 나쁜 불평등을 의미한다고 볼 수 있다. 이것이 계층 간 소득격차 고착화로 연결 되면, 정치 · 사회적 불안정을 초래하여 성장에 부정적 영향 미칠 가능성이 크기 때문에, 사회 · 재정정책을 통해 이를 제도적으로 개선하고 시정하여 기회를 균등화할 필요가 있다.

최근 통계를 살펴보면 세계적으로 경제성장을 통해 절대 빈곤층은 감소 추세를 보이고 있다. 그러나 소득계층 상위 10%와 하위 10%간의 소득격차는 더욱 커지고 있어 양극화, 상대적 빈곤율은 증가 추세를 보이고 있다. 한국도 지니계수로 보면 OECD 평균(0.313)보다 낮아 소득

불평등도 낮은편(0.310)이나 상위10%/하위10% 소득점유비율은 OECD 평균(9.4)보다 높아 소득격차가 크다(10.5). 실증분석에 따르면 소득격차확대는 성장률에 음(-)의 관계, 중산층 비중(중위 50~150% 비율)의 확대는 성장률과 정(+)의 관계 나타낸다. 특히 한국의 65세 이상 노인 빈곤률은 OECD 국가(평균 12.8%)들에 비해 매우 높다(47%). 또한 보건의료분야는 기회 균등화가 이루어지고 있는 것으로 보이나, 교육 분야에서는 사교육의 기회 등에 비추어 평등하지 않은 것으로 분석된다. 또한 외환위기 이후 고정투자 하락이 저성장의 뿌리가 되고 있다. 그러나 투자유인을 위한 법인세 인하가 투자증대로 이어지지 못하고 사내유보금의 증가와 비생산적 자산의 과도한 보유로 나타나 저축의 역설을 초래한다고 볼 수 있다.

Ⅲ. 우리나라 경제 변화 추이와 전망

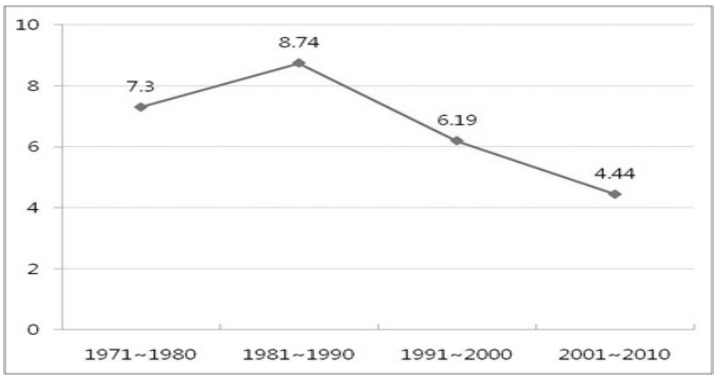
1. 우리나라의 경제 여건

우리나라 연평균 경제성장률을 10년 단위로 살펴보면, 1970년대 7.3%, 1980년대 8.74%의 고도성장기 이후 1990년 6.19%, 2000년대 4.44%, 2010년대 3.6%, 2020 년대 2.7%, 2030년대 1.9%로 전망하고 있는 가운데 최근 2011~17년 기간에는 3.0%로, 빠른 저성장 추세를 보이고 있다. 이는 저출산, 고령화, 복지수요 급증 등으로 잠재성장률이 지속적으로 하락하는데 기인하며, 이러한 성장 둔화세는 최근의 세계 경제의 침체에도 기인하는 바도 크다 하겠다.

2008년 글로벌 경제위기로 급격한 경제침체를 겪은 이후 세계 각국은 양적 완화 등 확장적 경기부양으로 2010년 일시적인 경기 상승이 있었으나, 다시 저성장기조 를 벗어나지 못해 아직도 침체국면에서 회복하지 못하고 있는 실정이며, 최근 미·중간 무역분쟁은 한국의 수출 전망도 어둡게 하고 있다.

우리나라의 1인당 국민소득은 2000년에 1만 달러를 달성한 지 6년만에 2만 달러대에 진입하였으나 2008년 글로벌 금융위기, 내수부진 지속, 환율인상 등으로 다시 1만 달러대의 늪에 빠지고 말았으며 다행히 1년 만에 2만 달러대를 회복한 후 우리 경제가 3만 달러대의 선진경제를 진입하기 위해서 12년째 2만달러 대에서 힘겹게 성장하고 있는 모습을 보이고 있다(2017년도 1인당 소득 : 한국 29천불, 미국 59천불, 싱가폴 54천불, 홍콩 45천불, 일본 38천불, 선진국 평균 45천불).

[그림 1] 우리나라 경제의 중장기 성장추이



한국경제는 1990년대 전반까지는 높은 수준의 성장률을 지속하였으나 외환위기 이후 현저한 성장률의 둔화하였다. 성장회계 결과는 경제위기 이후 성장둔화가 생산성보다는 자본과 노동증가율의 둔화에 기인하였고, 양적으로나 질적 변화를 감안한 수치로 보나 총요소생산성(TFP)은 감소하지 않고 1996~2005년 기간은 오히려 약한 증가세를 보였다. 반면 요소증가율의 경우는 자본증가율이 1995년 이전 4.6%가 넘는 높은 수준에서 1996년 이후 3.0% 미만으로 감소하였으며, 노동증가율의 경우 1991~95년 기간 중 연평균 2.2%에서 1996~2000년 기간 중 0.9% 이하로 감소하여, 1986~95년 기간에 연평균 2% 이상이었으나 1996년 이후는 거의 증가하지 않고 있어, 요소의 질적 양적 증가세가 둔화되는 추이이다. 이러한 추이가 보여주는 바는 자본 및 노동의 효율적 활용이 더욱 중대한 과제로 대두된다(신석하(2013)). 특히 노동생산성 저하가 성장률 저하의 주요인 임을 알 수 있다.

〈표 1〉 한국경제의 성장회계

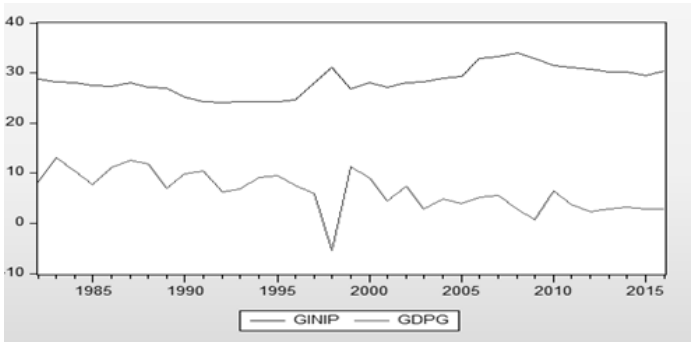
(단위: %, %p)

	VA	L	K	TFP
1981~1990	9.1	2.0	4.3	2.9
1991~2000	6.2	1.6	3.8	0.8
2001~2010	4.2	1.3	2.0	0.9
1981~1985	8.5	1.2	3.3	4.0
1986~1990	9.7	2.7	5.3	1.8
1991~1995	7.4	2.2	4.6	0.6
1996~2000	4.9	0.9	3.0	1.0
2001~2005	4.5	1.3	2.2	1.0
2006~2010	3.9	1.3	1.8	0.8

주: VA는 부가가치, L은 노동, K는 자본. TFP는 총요소생산성을 나타내며, 부가가치는 연평균 증가율로 측정되고 다른 요소들은 연평균 성장기여도임.

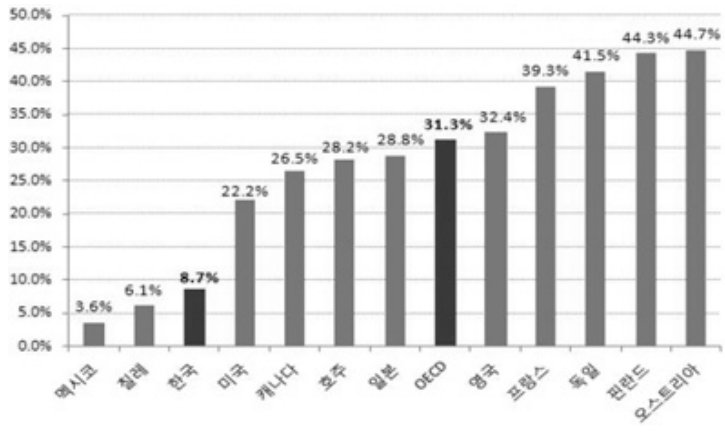
한편 소득불평등도를 지니계수로 살펴보면, [그림 2]와 같이 2006~2016년 기간 동안에 시장소득(세전) 및 가처분소득(세후) 지니계수가 다행히 2010년을 고비로 악화 추이가 약간 줄어드는 추이를 보이고 있다. 그러나 자세히 살펴보면, 성장 주도형 경제정책을 수행한 시기에 오히려 소득불평도가 개선됨을 보이고 있음을 알 수 있다(1982~2016년 기간 경제성장률과 지니계수간의 상관계수=-.57).

[그림 2] 경제성장률과 지니계수(1982~2016)



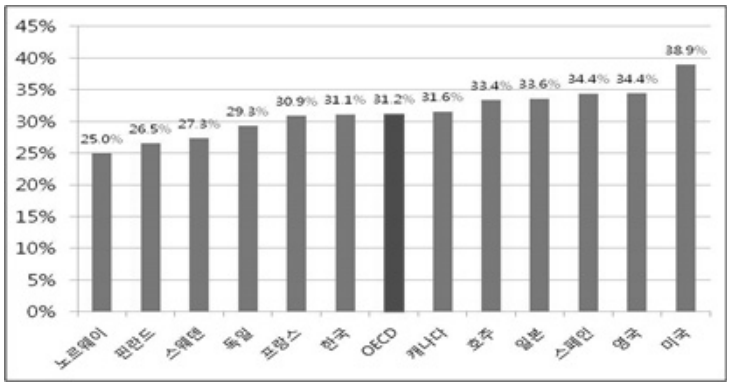
그러나 OECD 주요국의 세전 및 세후 지니계수 감소율은 [그림 3]에서 보는 바와 같이, 우리나라의 경우 8.7%로 OECD 평균 31.3%에 비해 매우 낮아, OECD 주요국에 비해 우리나라 조세의 소득재분배 기능이 아직 매우 취약함을 알 수 있다(홍승현(2014)). 그러나 지니계수 값은

[그림 3] OECD 주요국의 세전대비 세후 지니계수 감소율



[그림 4]에서 보는 바와 같이 2011년도 기준으로 OECD 전체국가들의 평균 31.2%로 한국 31.1%와 비슷하여, 복지제도가 잘 되어있는 노르웨이, 핀란드, 스웨덴, 독일 등 북유럽 주요국보다는 지니계수가 높으나, 미국, 영국, 일본, 스페인, 호주, 캐나다 등의 주요국가들 보다는 소득불균등도가 낮은 것으로 나타나고 있다. 따라서 지니계수로 본 한국의 불균등도가 여타 선진국에 비해 높다고 볼 수 없다.

[그림 4] OECD 주요국의 지니계수



2. 우리나라의 재정여건과 특징

2018년도 재정의 총지출을 분야별 재원배분으로 살펴보면, 보건 · 복지 · 고용(144.7조원) 분야가 압도적으로 크고, 다음 일반.지방행정(69), 교육(64.2), 국방(43.2) 순이다(〈표 2〉). 그리고 2012~18년 기간 동안 연평균 증가율 추이를 살펴보면, 총지출(4.7), 보건 · 복지 · 고용(7.7%), 문화 · 체육 · 관광(5.9), 교육(5.9), 공공질서 · 안전(4.7), 국방(4.6) 순이고, SOC(-3.2%) 분야는 감소하였다.

한편 중기 재정의 분야별 재원배분 전망을 〈표 3〉을 통해 살펴보면, 보건 · 복지 · 고용 분야의 재정규모는 여타 재원배분 분야에 비해 빠른 속도로 증가하여 2021년에는 188.4조원에 이를 것으로 전망하고 있고, 이 부문이 총재정지출에서 차지하는 비중도 2008년 26.2%에서 2021년에는 37.6%에 이를 것으로 보인다. 다음으로 일반행정이 2021년 81.3조원, 교육이 75.3조 원에 이를 것으로 보인다. 이와 같은 추이는 선진복지국가로 향한 수요증대로 복지분야 지출의 증가 추이는 불가피하나 최근 너무 급속히 늘어 성장잠재력과 재정의 지속가능성이 훼손되지는 않을까 우려된다.

〈표 2〉 총지출 분야별 재원배분 추이

(단위: 조원, %)

	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	연평균 증가율
보건 · 복지 · 고용	92.6	99.3	106.4	120.4	126.9	131.9	144.7	7.7
교육	45.5	49.9	50.7	52.9	55.1	59.4	64.2	5.9
문화 · 체육 · 관광	4.6	5.1	5.4	6.4	6.9	7.0	6.5	5.9
환경	6.0	6.5	6.5	6.9	7.0	7.1	6.9	2.4
R&D	16.0	17.1	17.8	18.9	19.1	19.5	19.7	3.5
산업 · 중소기업 · 에너지	15.1	16.7	15.4	18.1	18.6	18.8	16.3	1.3
SOC	23.1	25.0	23.7	26.1	23.7	22.2	19.0	△3.2
농림 · 수산 · 식품	18.1	18.9	18.7	19.8	19.6	19.8	19.7	1.4
국방	33.0	34.5	35.7	37.6	38.8	40.3	43.2	4.6
외교 · 통일	3.9	4.1	4.2	4.5	4.7	4.6	4.7	3.2
공공질서 · 안전	14.5	15.2	15.8	17.1	17.5	18.2	19.1	4.7
일반 · 지방행정	55.1	56.2	57.2	58.2	62.9	65.1	69.0	3.8
총지출	325.4	349.0	355.8	384.7	398.5	410.1	428.8	4.7

주: 예산(추경) 기준
자료: 기획재정부 자료를 바탕으로 저작성

〈표 3〉 중기 분야별 재원배분 전망

(단위: 조원, %)

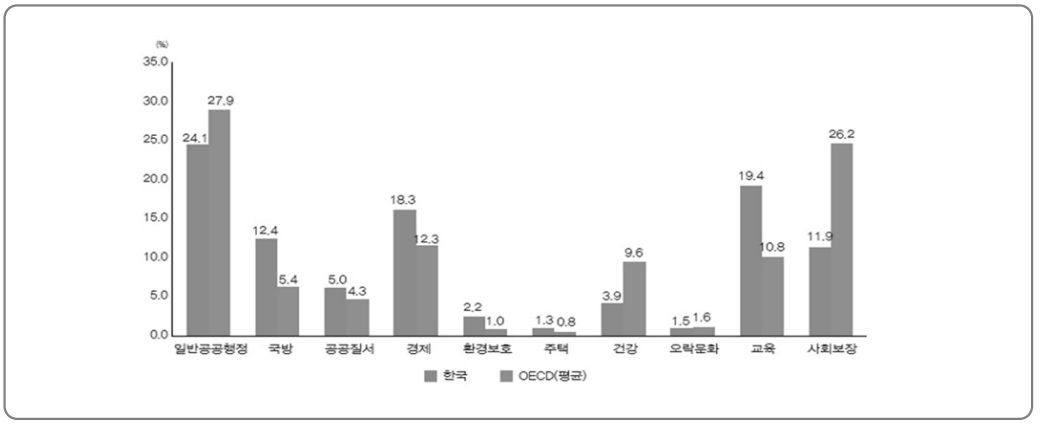
	2017	2018	2019	2020	2021	연평균 증가율
보건 · 복지 · 고용	131.9	144.7	159.4	172.7	188.4	9.3
교육	59.4	64.2	68.1	72.7	75.3	6.1
문화 · 체육 · 관광	7.0	6.5	6.4	6.5	6.6	△1.5
환경	7.1	6.9	6.7	6.6	6.5	△2.2
R&D	19.5	19.7	19.7	19.8	20.0	0.6
산업 · 중소기업 · 에너지	18.8	16.3	15.7	15.4	15.1	△5.3
SOC	22.2	19.0	17.0	16.5	16.2	△7.6
농림 · 수산 · 식품	19.8	19.7	19.5	19.4	19.2	△0.8
국방	40.3	43.2	45.3	47.7	50.4	5.8
외교 · 통일	4.6	4.7	4.9	5.0	5.0	2.1
공공질서 · 안전	18.2	19.1	19.0	19.2	19.5	1.7
일반 · 지방행정	65.1	69.0	74.2	77.9	81.3	5.7
총지출	410.1	428.8	453.3	476.7	500.9	5.1

주: 2017 · 2018년은 예산(추경) 기준, 2019~2021년은 「2017~2021년 국가재정운용계획」 기준
자료: 기획재정부 자료 및 「2017~2021년 국가재정운용계획」을 바탕으로 저작성

자료 : 국회예산정책처(2018)

재정의 분야별 재원배분 비중을 OECD평균과 비교해보면, [그림 5]에서 보는 바와 같이 사회보장이 아직도 매우 미흡하며, 일반공공행정도 작은 반면, 교육, 국방, 경제 부문은 상대적으로 높은 것으로 나타나고 있다.

[그림 5] OECD 평균과의 재원배분 비중 비교(2015년 기준)



한편 우리나라 국가채무의 GDP 대비 비율을 보면, 1970년대 중반을 정점으로 지속적으로 하락하여 1995년 10% 미만으로 그동안 양호한 재정 상태를 유지해 오다가, 외환위기 이후 복지수요 등으로 국가부채가 지속적으로 증대되고 있는 실정이다. 이 비율은 2000년대 초에 다시 20% 수준에서 안정세 유지하고, 2002년 이후 다시 국가부채가 증가하는 추이를 보이고, 2008년 32.7%에 달하였다. 2009년에 들어 세계적인 경기침체로 경기부양을 위한 대폭적인 추경편성 등으로 재정적자가 대폭 증가하였고 이후 국가부채가 2018년 708.2조원(39.5%), 2021년에는 835.2조원(40.4%)에 이를 것으로 전망하고 있다. 아울러 재정수지 추이를 보면 통합재정수지는 2009년을 제외하면 흑자 기조를 유지하고 있는 것으로 나타나고 있으나, 사회보험성 기금을 제외한 관리대상수지를 보면 최근 GDP대비 적자규모가 커지고 있음에 비추어 좀 더 장기적인 국채 관리 필요함을 알 수 있다.

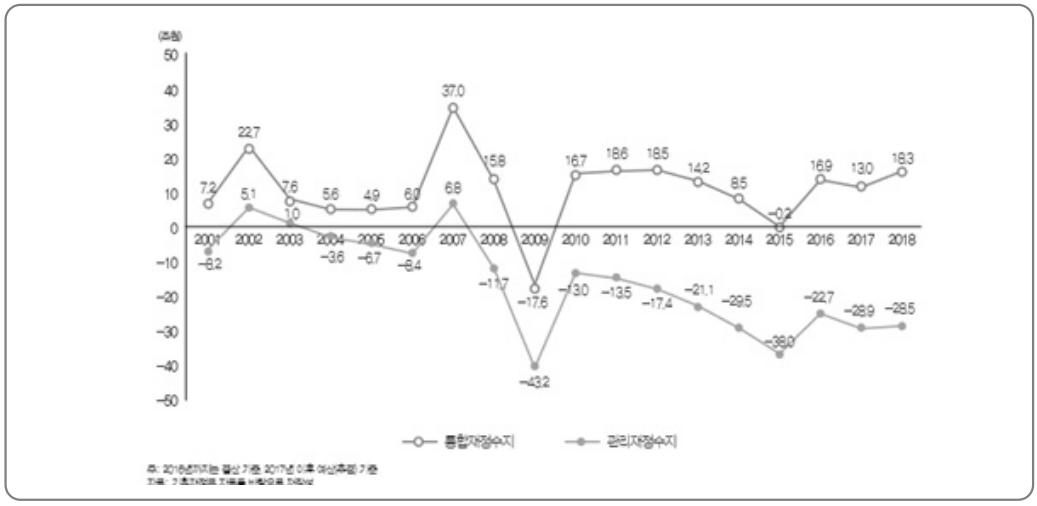
OECD 통계에 다르면 2018년 한국의 국가채무는 GDP 대비 46.3%로 전망, 일본 223.3%, 미국 106.1%, OECD 평균 111.3% 등에 비해 낮다. 그러나 2000~2016년간 국가 채무 증가 속도를 살펴보면, 한국이 4번째로 높아(증가율 11.6%), 최근 재정위기 겪고 있는 남유럽 국가보다도 높음에 유의할 필요가 있다(아일랜드 10.8%, 포르투갈 8.9%, 스페인 7.0%, 그리스 4.9%, 이탈리아 3.4%).

3. 장기 재정 전망

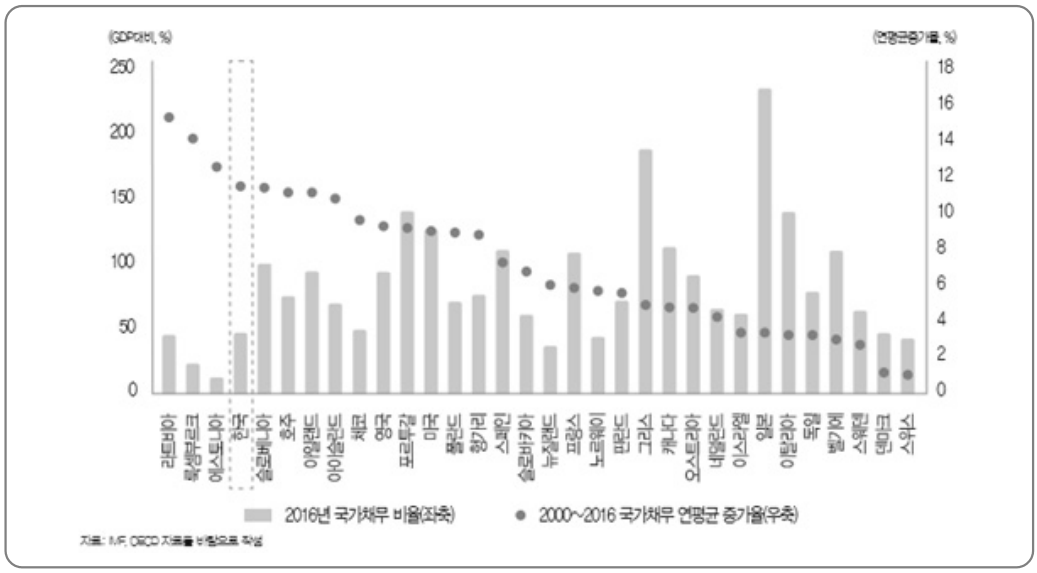
우리나라 중장기 재정전망은 현 상황이 지속될 경우 재정지출은 증가하고, 재정수입은 감소하여, 재정적자가 지속될 경우 국가부채가 계속 증가하여 재정의 지속가능성이 어려울 가능성이 높다. 그러므로 이를 위한 미래에 대비하기 위한 재정개혁과 장기대책이 필요하다.

이러한 예측을 하는 근거는 재정지출 증가 요인으로 저출산으로 생산가능인구는 저하하는 반면 평균수명 증가 등으로 고령인구 증가로 연금, 의료비 등 복지지출 수요는 증가하리라 보기 때문이며, 이러한 요인 동시에 노동생산성 저하, 저축률 및 투자율 감소가 경제성장률 저하로 나타나 세수감소 등 재정수입 감소로 나타날 것이며, 이로 인하여 재정적자가 누적 될 경우 국가부채가 급증하여 원리금 상환부담 누적으로 국가재정이 지속가능하지 않을 수도 있기 때문이다.

[그림 6] 재정수지 추이



[그림 7] OECD국가의 국가채무 속도



그 근거로 1) 의료기술의 발달과 의료서비스 확대로 유아사망률 감소와 함께 장년층 평균수명도 크게 증가하여, 1970년 58.8세이던 것이 2010년에는 80세로 증가하여 선진국수준으로 빠르게 접근하여왔다(〈표 4〉 참조).

2) 우리나라의 합계출산율은 1965년 5.63명, 1990년 1.6명, 2010년 1.23명으로 세계 평균 감소율보다 빠른 속도로 급속히 감소하여왔으며, 이로 인해 2010년 현재 세계 평균 2.24명이나 미국 1.99명, 프랑스 1.99명보다 낮으며, 이미 초고령사회에 돌입한 일본 1.72명 보다도 낮은 수준이며, 2017년 1.05명으로 최저수준이다. 2018년엔 0.97명으로 예상하고 있다[그림 8]. 그러나 이철희(2018)에 의하면 보육정책으로 유배우자 출산율은 줄지 않고 무배우 혼인율의 감소로 상쇄된 결과로 나타나 높은 청년 실업율 등으로 인한 혼인율 저하가 주요 요인임을 알 수 있다.

〈표 4〉 평균수명의 변화

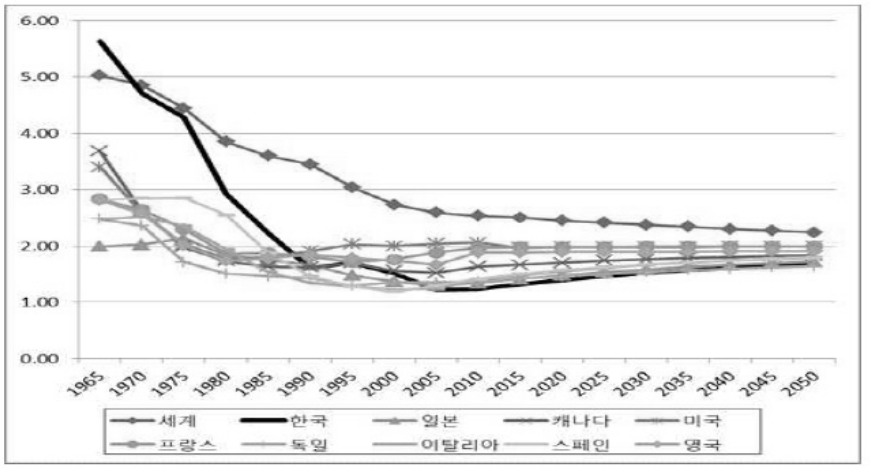
(단위: 세)

구분	세계	한국	일본	캐나다	미국	프랑스	독일	이탈리아	스페인	영국
1970	56.5	58.8	71.3	72.1	70.3	71.3	70.7	70.8	71.2	71.7
2010	68.7	80.0	82.7	80.5	78.1	80.9	79.8	81.5	81.2	79.6
2050	75.9	88.4	88.4	85.8	83.5	86.6	85.4	87.3	86.8	85

출처: 통계청

홍승현(2014)에서 재인용.

[그림 8] 합계출산율 추이



출처: OECD.StatExtract (http://stats.oecd.org)

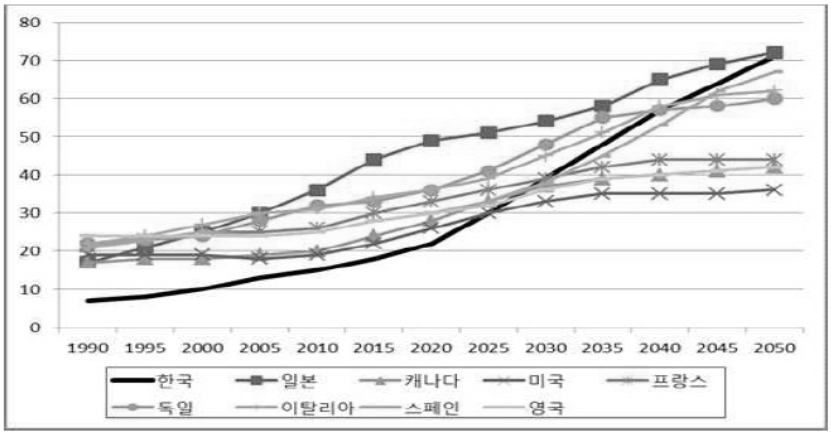
홍승현(2014)에서 재인용

이러한 변화는 [그림 9]에서 보는 것 처럼 경제활동인구의 노년부담비가 1990년 7%, 2000년 10%, 2020년 20%, 2050년 71%로 빠른 속도로 크게 증가시킬 것으로 예상된다. 더구나 문제는 [그림 10]의 고령화진행 속도에서 보는 바와 같이 이러한 추이 역시 세계에서 가장 빠른 속도로 증가하리라는 것이다. 또한 65세 이상 고령인구 비중으로 구분하는 고령화 사회 7%, 고령사회 14%, 초고령 사회 20%로 진행하는 속도도 주요선진국은 물론 일본보다도 빠르게 진행되는 것도 문제이며 2017년 14.3%로 이미 고령사회에 진입하였다. 아울러 통계청이 발표한 총인구수와 구성 변화 전망자료를 보면, [그림 11]에서 보는 와 같이 2020년대를 고비로 총 인구수가 감소함과 함께, 경제활동인구의 비중이 감소하는 반면 노인인구의 비중은 증가할 것으로 예측하고 있다.

결과적으로 이러한 인구구조의 변화는 중장기적으로 경제에 부정적 영향을 미쳐 노동공급 감소와 함께 노동생산성을 저하시키고 저축률을 감소시킬 것이며, 이는 투자율 저하, 자본축적 감소로 이어져 경제성장률을 더욱 저하시킬 가능성이 높다.

이와 같은 변화로 OECD 자료에 따르면 [그림 12]에서 보는 바와 같이 한국의 가처분소득 대비 가구저축률이 다른 선진국에 비해 빠른 속도로 줄어들고 있는 것을 보여주고 있다. 이러한 변화는 재정에도 영향을 미칠 것이다. 2017년 한국의 가계부채는 1400조원으로 GDP 대비 95%(OECD 평균 75%)로 가처분소득 대비 가계부채가 2008년 135%에서 174%로 증가한 반면 미국은 동기간 동안 135%에서 105%로 감소하였다. 이는 그 만큼 민간소비가 둔화되고 위축되어왔음을 의미한다.

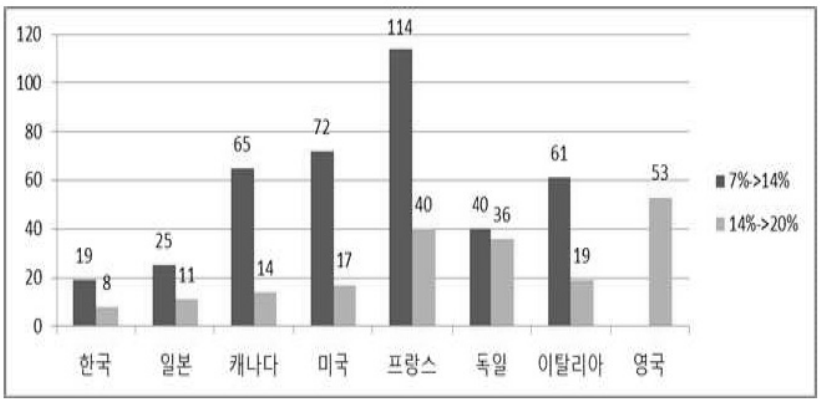
[그림 9] 노년 부양비(65세 이상/15~64세) 비교



출처: 통계청(http://kosis.kr)

홍승현(2014)에서 재인용

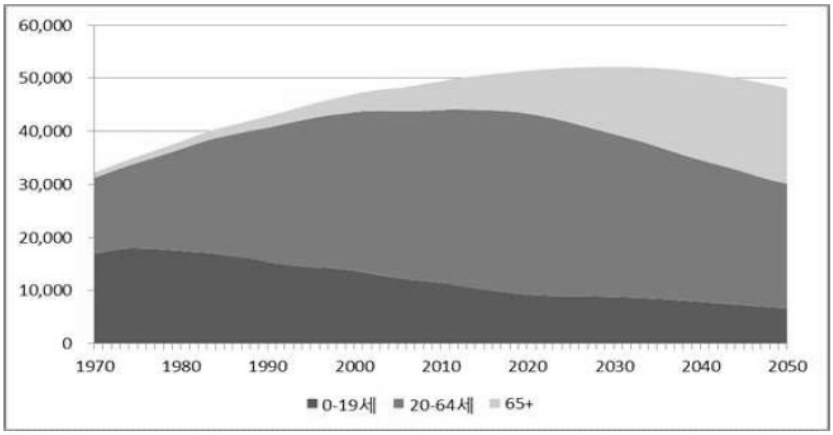
[그림 10] 고령화 진행 속도(65세 이상 비율의 변화에 소요된 연수)



출처: 통계청(http://kosis.kr)

홍승현(2014)에서 재인용.

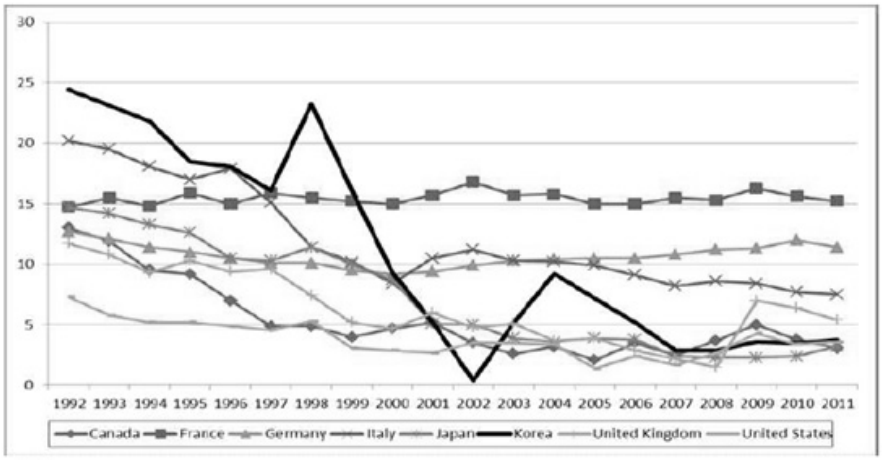
[그림 11] 총인구 수와 구성의 변화 전망(통계청 중위전망)



출처: 통계청(http://kosis.kr)

홍승현(2014)에서 재인용.

[그림 12] 가처분소득 대비 가구저축률



홍승현(2014)에서 재인용.

4. 재정지출과 수입에의 영향

이와 같은 변화 추이는 장기적으로 근로인구 감소와 연금수급대상자 증가로 연금재정의 지속가능성에 난관이 예상된다. 국민연금재정추계위원회 자료에 따르면, 현 제도가 지속될 경우 [그림 13]에서 보는 바와 같이 2043년까지 연금 적립기금이 GDP 대비 49.4%까지 증가하다 그 이후 감소하기 시작해 2060년에는 기금이 완전 고갈될 것으로 예측하고 있다.

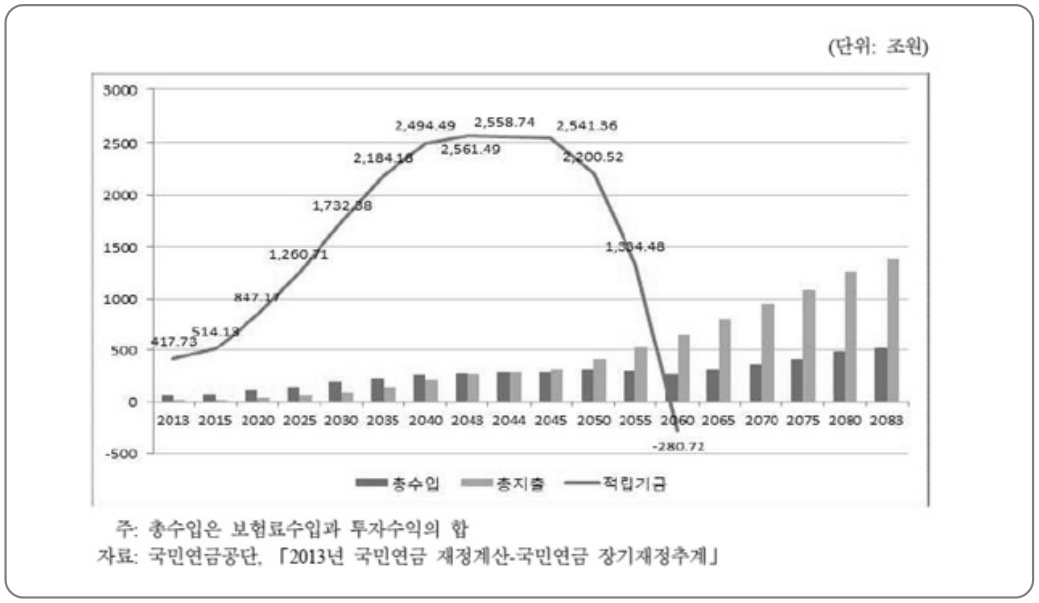
또한 공공의료비 증가로 보건지출에도 영향을 미칠 것으로 보인다. OECD(2013)에 따르면 〈표 5〉에서 보는 바와 같이 1995~2009년 기간 동안 1인당 공공의료비 지출이 우리나라는 연평균 11% 증가하여 OECD 평균 4.3%에 비해 매우 빠르게 증가하고 있는데 그 증가요인을 살펴보면 고령화 등 연령효과, 소득효과 기인하는 것 보다 제도 및 정책변화, 상대가격 변화, 기술변화 등 기타 요인에 기인하는 바가 큰 것으로 나타났다. 또한 장기요양보험 관련 비용도 우리나라가 현재는 OECD 평균에 비해 상대적으로 낮지만 앞으로 크게 증가할 것으로 예상하고 있다. 그 이유는 건강수명의 증가속도가 기대수명 증가속도 보다 낮은 현실에서 고령인구 증가는 장기요양보험의 재정소요의 대폭적인 확대로 나타날 가능성이 높기 때문이다(홍승현(2014) 참조).

국세청과 통계청 자료에 따르면, 우리나라 1인당 평균 내국세 부담액과 근로소득세 부담액이 생산가능인구(경제활동인구)의 평균연령과 비슷한 추세를 보이면서 증가해왔다고 볼 때 앞으로

는 평균연령 증가 둔화로 1인당 세수도 둔화되어 재정수입에 부정적 영향을 미칠 것으로 보인다. 아울러 국민부담률과 노년부양비와의 관계를 OECD자료를 이용하여 살펴 보면, 다른 선진국들은 노년부양비 대비 국민부담률이 현재 정체상태에 도달해 있는 것으로 보이나, 우리나라는 그동안 지속적으로 증가해왔고 앞으로 얼마나 증가할는지는 알 수 없으며 현재 추세로 라면 계속 급증할 것으로 보여 따라서 이에 대한 선제적 대응이 필요하다고 보여진다(홍승현(2014) 참조).

또한 재정문제와 관련하여 심각한 문제는 노인빈곤률이 여타 OECD국가들에 비해 매우 높다는 점이다. [그림 14]에서 보는 바와 같이 2010년 기준으로 볼 때 노인빈곤률이 OECD 국가들의 평균치는 12.8%인데 반해 한국은 47%에 육박하여 OECD국가중 최고수준에 달해 있다. 따라서 이에 대한 대책 마련도 시급하다. 더구나 OECD 회원국의 삶에 대한 만족도 조사에 따르면 한국은 평균이하 수준으로 낮고 특히 60대 이상 노인층이 높은데, 그 이유는 노후불안과 높은 체감물가 때문인 것으로 나타나고 있다. 또한 한국의 자살률은 2012년 기준 인구 10만명당 28.1명으로 OECD 34개 회원국중 10년째 1위인데, 특히 70세 이상 자살률이 10만명당 253.4명으로 매우 높다. 그 이유는 높은 빈곤률 때문으로 나타나고 있다. 이는 국민연금, 개인연금, 퇴직연금 등 다층노후소득보장체계의 외형적 틀은 마련하였으나 공적연금과 사적연금이 아직 적절한 노후보장을 해주지 못하고 있음을 의미한다(김재호(2014)).

[그림 13] 국민연금기금 장기전망



자료 : 윤성주(2014)에서 재인용.

〈표 5〉 공공의료비 지출 증가의 요인 분석

(단위: %)

국가	1인당 실질 의료지출 연평균 증가율[1]	증가요인별 기여		
		연령효과	소득효과	기타[2]
캐나다	2.6	0.6	1.3	0.8
프랑스	1.6	0.5	0.9	0.3
독일	1.7	0.6	0.8	0.2
일본	2.7	1.2	0.9	0.7
한국	11.0	1.1	3.1	6.5
영국	4.6	0.2	1.5	2.8
미국	3.6	0.3	1.1	2.3
OECD 평균	4.3	0.5	1.8	2.0

참고: 대상 기간(1995-2009)

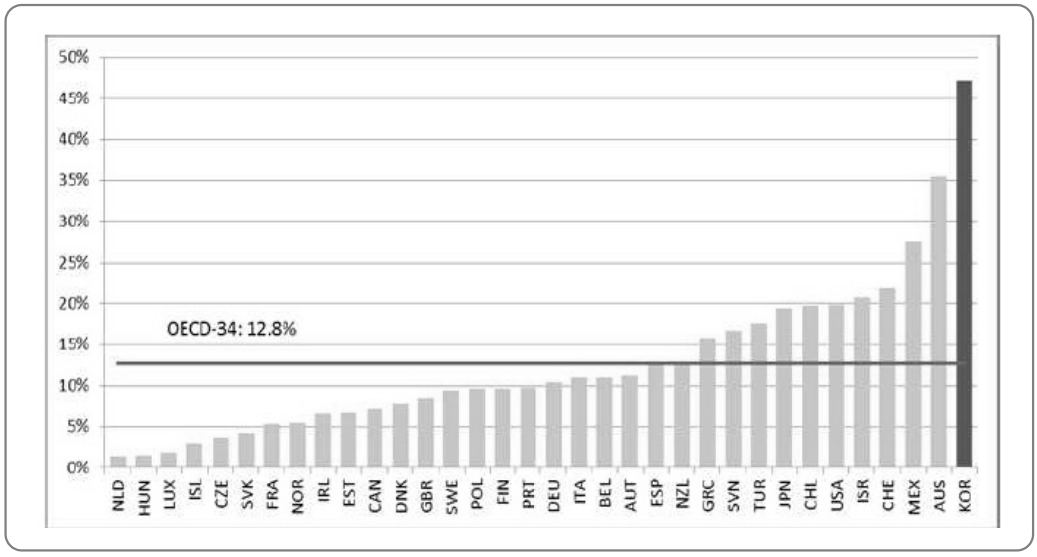
주: 1) 2005년 PPP기준 US$

2) 연령효과(인구구조 및 연령별 건강), 소득효과를 제외한 나머지(제도 및 정책 변화, 기술 변화, 상대가격 변화 등)

출처: OECD(2013a)

자료 : 홍승현(2014)에서 재인용.

[그림 14] 65세 이상 인구의 빈곤율(중위소득의 50% 미만)



자료 : 홍승현(2014)에서 재인용.

Ⅳ. 현 정부의 재정정책의 쟁점과 평가

소득주도 성장론은 수요측 소비 증대를 통해 경제 활성화를 도모하는 단기 정책으로 케인지안의 재정지출 확대를 통해 유효수요증대, 이를 통해 투자를 유도하는 경제 활성화 정책과 다르다. 더구나 저임금 노동자의 임금상승을 통해 소비 증대를 도모하겠다는 발상은 기업의 생산성 향상에 따른 임금상승을 추구하는 정책이 아니여서 노동 분배소득 증대가 소비 증대로 나타나지 않으면 기업의 생산비용 상승을 초래해서 투자 위축, 고용 위축을 가져오는 오히려 경제 침체를 촉진할 수 있다는 점에서 유의할 필요가 있다. 이는 기존 주류 경제학 이론에 반하는 정책으로 세수증대를 통한 막대한 재정지출 확대에도 불구하고 소득불균등은 줄지 않고 고용과 투자가 위축이 되는 등 시행 1년 반이 지난 현 경제상황을 봐도 알 수 있다.

필자의 연구결과(2014)에 따르면 교육과 훈련을 통한 인적자본 투자, 민간투자 활성화, 개방도의 증가, 소득불평등의 감소가 경제성장률을 높이나 그 중 인적자본, 개방도, 투자 확대가 소득불균등의 감소보다 더 크게 성장에 도움을 주는 것으로 나타나 우선 순위면에서 전자에 주력하면서 분배정책을 시행하는 것이 바람직 함을 보였고 다른 선진국들의 패널 분석 결과도 이를 입증하고 있다. 따라서 소득 양극화, 불균등을 완화하기 위해 급격한 임금상승 정책보다 기업의 생산성 향상을 촉진하는 혁신경제, 교육 및 훈련을 통한 인적자본 육성을 통해 장기적 성장잠재력을 구축하면서 이를 통해 고용증대, 소득증대, 소비활성화를 유도하는 정책이 바람직하다고 본다. 이는 포용적 성장론이 지향하는 정책방향이기도 하다. 재정정책도 이러한 점에 주력하여 재정지출의 효율성을 높이도록 하여야 할 것이다. 또한 복지 지출도 보편적 지출 확대보다 복지 사각지대에 있는 시급한 빈곤층 구제에 우선 주력하는 선별적 복지가 중요하다. 그리고 급증하는 청년실업률을 낮추고 고용 증대를 위해서도 정부재정지원 확대를 통해 고용을 유지하려는 정책보다 민간기업의 활성화를 통한 투자, 고용증대를 도모하고 적절한 교육 및 훈련을 통해 기업이 필요한 인적자본을 육성하여 안정된 적절한 일자리를 제공함으로써 양극화 해소, 소득증대를 촉진할 수 있도록 하는 경제 정책에 있음도 유의할 필요가 있다. 또한 정부의 이전지출보다 안정된 일자리 제공이 빈곤층이 빈곤에서 벗어날 수 있는 궁극적 해결책임을 인식할 필요가 있다.

Ⅴ. 바람직한 재정정책 방향의 모색

1. 단기 정책방향

금년도 예산안 편성 지침과 국가재정전략회의 자료를 살펴보면, 대체로 현 경제상황과 중장

기 재정 전략을 적절히 고려한 것으로 보인다. 그러나 다음과 같은 점을 포용적 성장과 관련하여 형평성 제고를 위한 정부의 재정정책이 보다 강조될 필요가 있다. 단기적으로는 소득재분배 정책, 장기적으로는 포용적 성장 관련 정책으로 접근해야 한다. 그러나 성과와 효율 향상을 위한 적절한 구조개혁과 병행되어야 효과가 있을 것이다. 그 구체적인 방안을 제시하면, 1) 저소득층에 대한 교육 및 보건의료 서비스에 대한 보장하여 성장의 혜택을 공정하게 누릴 수 있도록 제도적 장치를 사회정책을 통해 마련해야 한다. 그러나 누수 되는 지출은 막아야 하며, 균등한 교육 기회 제공하되 교육의 질적 개선을 위한 개혁도 병행되어야 한다. 아울러 적성과 능력에 맞는 인재 양성이 필요하다. 2) 좋은 일자리 마련을 위한 정부 지원 필요하다. 일자리 창출 지원, 직업훈련 및 능력 개발, 유연한 고용과 보육지원 정책으로 출산장려적인 여성 고용률을 증대하고, 창업 기회를 확대하며, 비정규직 축소에 노력하여야 한다. 여성 고용률을 높이고 출산율을 제고하기 위해서는 유아 보육 지원뿐만 아니라 초·중·고등 공교육 강화로 사교육비를 줄이고 이에 대한 지원 강화가 필요하다. 3) 소득격차 완화를 위한 정부의 직접적 개입 정책이 필요하다. 그러나 경제주체들의 인센티브 해치지 않는 범위 내에서 자산 조사를 통해 저소득층에 지원 집중하고, 사회 안전망을 강화할 필요가 있다. 이에 필요한 재원 마련은 과세표준 확대 및 근로의욕이 저하되지 않도록 적절히 설계된 조세 구조 마련해야 하며, 비과세·감면제도를 정비하고, 건강보험을 확대하고, 보육 등을 포함한 교육지원을 확대하며, 일자리 창출 등 포용적 성장과 소득 분포 개선 정책 지속적 추진해야 할 것이다. 중소기업과 서비스업 생산성 향상을 통한 소득격차 해소하도록 하고, 고령화 대책을 세워 고령 빈곤층 해소를 위한 노력을 하여야 할 것이다.

2. 장기 경제성장과 분배 정책

(1) 중장기재정 계획하에 복지지출 반영 및 효율적인 재원배분

우리나라는 현재 사회보장기능이 선진국들에 미흡한 상황하에서 앞으로 복지지출은 다른 분야지출보다 지속적으로 증가할 것으로 예상되므로 재정의 지속가능성을 고려한 중장기적 재정계획하에서 점진적으로 한정적 재원제약 범위내에서 복지지출 증대가 이루어지도록 예산과 집행에 효과적으로 반영할 필요가 있다. 따라서 '보편적 복지'보다 매우 높은 노인 빈곤율의 해소 등 빈곤층에 우선적으로 복지혜택이 제대로 전달되도록 '선별적 복지'를 지향하여야 한다. 또한 잠재성장률을 높이는데 적절한 노동 공급이 필요함을 인식하여 여성들의 고용률 증대와 출산율을 높일 수 있는 방안을 모색할 필요가 있다. 또한 재정 분야별 재원배분에 있어서도, 소득불균등을 완화하기 위해서는 지속적인 경제성장을 통한 고용과 소득 창출이 중요함을 인식하여야 하며, 경제성장률을 높이기 위해 효율적인 교육 및 R&D투자의 확대, FTA 등 개방도의 증대가

지속적으로 필요하며, 사회복지비 확대보다 민간투자 확대가 소득불균등 완화에 보다 효과적임을 유의할 필요가 있다(김성순(2013) 참조).

Hanushek and Woessmann(2007)은 교육이 경제성장에 도움이 되기 위해서는 단순한 교육연수 증가로는 충분하지 않고 인지력 향상이 중요하며 이는 교육제도의 질과 밀접한 관계가 있음을 보였다. 따라서 단순한 평균교육연수 증가보다 교육의 질 개선 노력이 중요함을 인식하여 효율적인 교육투자가 이루어지도록 하여야 할 것이다. 특히 고등교육이수자만 양산하는 현 행체제에서의 교육의 거품을 거둬내는 지속적인 혁신 노력이 필요하다. 또한 앞에서 성장회계 분석에서 살펴보았듯이 요소의 질적 양적 증가세 둔화가 최근 저성장의 요인임을 감안하여 교육 투자를 통한 인적자본 형성에 중요함을 인식할 필요가 있다.

(2) 성장 잠재력 지속적 확충을 통한 고용창출

양극화와 빈곤층 해소를 위한 진정한 복지 분배정책은 강력한 누진적 세제에 의한 분배에 있지 아니 하고 성장 잠재력의 지속적 확충을 통한 고용 창출을 통해 안정적 일자리를 제공함에 의해 달성됨을 인식할 필요가 있다. 이를 위해 저소득층에 대한 교육과 기술습득 기회를 높여 일자리를 통해 빈곤에서 탈출할 수 있도록 도울 필요가 있다. 복지지출이 증가함에 따라 돌봄, 교육, 의료 등 사회서비스의 증가로 고용창출이 증대될 여지가 많으므로 이를 교육, 훈련을 통해 저소득층의 고용 증대, 여성의 노동참가율 증대로 활용할 수 있을 것이다. 우해봉(2014) 연구에 따르면, 우리나라는 현재 남녀 모두 교육수준이 높을수록 건강함에도 불구하고 전체 잔존생존기간 동안 근로활동을 하지 않는 기간이 긴 것으로 추정되었고, 또한 남성과 여성 모두 교육수준이 낮을 수 록 건강하지 못함에도 불구하고 근로활동을 하는 기간이 긴 것으로 추정됨으로써 사회경제적으로 열악한 환경에 위치한 중·고령층이 생계유지 차원에서 근로활동을 하는 패턴이 존재함을 시사하고 있어 충격을 주고 있다.

우리나라 중요한 과제의 하나는 양극화 해소이다. 소득별 양극화 현상은 우리나라만의 현상은 아니며 세계적인 현상이다. 그 원인은 대체적으로 세계화, 정보화, 과학 기술의 발달 등으로 경제구조가 변화하는 데 있다. 자동화시설 도입을 통한 고용없는 제조업 성장이 이루어지고 있으며, 반면 서비스업종은 제조업과 달리 노동집약적이어서 고용창출 여지가 크나, 수요의 소득탄력성이 체증함을 보여 단순 비숙련서비스 직은 소득이 저하하나 지식집약적 전문직은 소득이 더욱 늘어 양극화가 심화되는 특징을 가지고 있다(Stutz and Warf, ch.8, 2012). 따라서 단순 기술 노동집약적인 직업은 줄어들고, 지식 집약적인 일자리는 늘어나고 있어 교육이나 기술 능력에 따라 소득 격차는 늘어나고 있다. 따라서 소득격차 완화를 위한 중요한 수단은 교육이라고 볼 수 있다. 최근 부의 불평등 문제를 제기한 피케티 교수도 교육의 중요성을 강조하고 있다. 교육을 잘 받아야 수요가 늘어나는 지식 집약적 산업의 일자리를 구할 수 있다. 또한 저소

득층은 사교육비를 충당할 여력이 없으므로 학교 교육에 대부분 의존하게 된다. 그런데 공교육이 부실해지면 저소득층 자녀들은 좋은 직장 구하기가 그만큼 어려워질 것이다. 부자들은 사교육을 통해 공교육 부실을 극복할 수 있다. 우리나라 공교육의 질은 무상급식에 밀려 날로 저하되고 있다.

무상급식으로 학부모 부담을 덜어주는 것은 좋으나, 그것은 학교 본연의 목적인 교육을 충실히 하는 전제 하에서 추진되어야 할 것이다. 무상급식이 공교육의 질을 저하시킨다면 소득 양극화는 더욱 심화될 것이다. 따라서 교육지출도 효율성과 성과를 고려한 우선순위에 따라 적절한 재원배분이 이루어져야 할 것이다.

(3) 성장을 훼손하지 않는 복지재정 및 연금 확대

지속적인 성장을 통해서만 복지재정 확대가 가능함을 인식하여야 하며, 성장을 훼손하는 분배정책 내지 복지재정 확대정책은 어렵게 이룩한 현 소득수준의 국가에서 다시 빈곤국으로 전락할 수 있음을 남미 아르헨티나, 필리핀의 예를 타산지석으로 삼아 유념할 필요가 있다. 또한 최근 인구 고령화로 인한 사회안전지출의 급증으로 기인한 높은 국가 부채 속에 장기적인 경기침체를 겪고 있는 일본의 예도 교훈으로 삼을 필요가 있다.

Rector(2012)는 미국이 1996년 복지개혁을 단행하여, 훈련, 공동체 서비스, 고용조사와 관련된 수급자를 5년내에 50%로 줄였다. 그 방안은 1) 근로요건을 갖추면 반드시 일을 하도록 해서 조세납부자와 수급자 형평성 확보하고, 2) 고용주가 열성적이지 않은 노동자를 내키지 않는 고용을 하거나 일시적 고용 가능하지 않은 경우, 수혜자가 실질적 일자리를 갖는 게 불가능하나, 복지수혜 대신 구직활동, 직업훈련, 공동체 봉사와 같은 다른 활동하도록 하는 것은 쉬웠다. 이런 활동 참가자는 복지혜택 유지 유인을 줄이고 실제 일자리 발견 노력하도록 만들었다. 3) 'something for nothing'(놀면서 수혜를 받는 일)의 기회를 제거하여 이를 없도록 하고 수혜자를 줄이기 위해 알선한 일을 하도록 하고, 이로 인해 복지수혜 신규등록자 수가 급감하였다. 4) 건설활동 관련자는 6주간 매일 구직 활동을 안하면 복지수혜 받지 못하도록 함으로써 수혜신청자 수를 크게 줄였다. 5) 이런 경험은 특정 직업기술 제공하는 것보다 유인체계변화, 수혜자의 태도, 근로 습관이 보다 중요함을 보여주었다. 6) 개혁에 앞서 구직자의 일자리가 충분치 않아 실현이 어렵다는 것은 부정확한 견이며, 실제로는 일자리 부족이 개혁에 심각한 문제를 야기 시키지 않았다.

현행 연금제도와 같은 저부담 · 고급여는 국가재정 파산 가능성을 높여 준다는 점을 인식하여 북유럽 선진국들과 같은 복지제도로 가기 위해서는 중부담 · 중급여를 거쳐 결국 고부담 고급여로 가야 함을 인지하고, 이에 대한 사회적 합의가 도출되어야 할 것이다. 또한 국가로부터 받는 사회적 편익에 상응하는 국민적 부담도 져야 된다는 점을 국민에게 설득하고 계몽할 필요가 있

다. 연금제도가 국민연금, 개인연금, 퇴직연금 등 다층노후소득 보장체계의 외형적 틀은 마련하였으나 공적연금과 사적연금이 적절한 노후보장 해주지 못하고 있음을 감안하여, 미흡한 공적연금 보완할 수 있도록 사적연금 기능 확대할 필요가 있다. 기초연금은 최저빈곤수준의 노인층이 절대적 빈곤상태에 벗어날 수 있도록 대책마련에 집중해야 할 것이다(김재호(2014)).

(4) 재정의 지속가능성을 위한 장기 대책과 국가부채의 지속적 관리의 필요성

현상태가 지속된다면 재정지출 수요는 급증하는데, 재정수입은 정체 내지 감소 할 구조하에 있음을 감안하여 재정상태 안정 유지, 재정 건전성 유지하기 위한 지속적인 노력이 필요하다. 재정이 지속 가능 하려면 [국가부채/GDP]의 시간경로가 지속적으로 늘어나지 않도록 한정되어야(bounded)한다. 이는 간단히 이야기하면 부채증가율이 경제성장률 보다 작아야 함을 의미한다. 또한 재원조달에 대한 현재가치제약으로 보면 부채증가율이 실질이자율보다 작아야 한다. 이는 매년 요구되는 제약은 아니고 장기적으로 염두에 두고 고려해야 할 조건이다. 따라서 지속적인 성장이 이루어져야 재정상태가 안정적으로 유지하도록 장기적인 엄격한 제도적 장치가 필요하다.

Hort(2012)는 스칸디나비아 북유럽 국가들의 개방적 활성화된 시장경제체제와 양호한 복지체제는 민주적 책임성과 환경지속가능성, 평등성, 강한 공공 제도, 사회정의, R&D 투자, 국제적 협조와 연대가 강조된 복지공동체 구성 유지하에, 높은 과세를 통해 사회복지 혜택과 공평한 균등분배를 실현하고 있음을 지적하고 있다. 따라서 한국이 당면하고 있는 도전과 관련하여 지속 가능한 복지의 초석은 청렴한 공무원과 재정규율 엄격함, 헌법적 정합성(constitutional coherence)을 갖추는 것이 중요하다고 보고 있다.

복지지출 증대로 재정의 지속가능성에 문제가 있는 경우는 세대간의 적절한 부담과 연계하여 국민의 조세부담율, 국민부담율 증대를 통해 안정성을 확보할 수 있도록 선제적 대응이 필요하다. 재원 확보에 필요한 증세에 앞서 세원을 넓히는 노력이 필요한데, 세제를 보다 합리화하고 재정규율을 강화하여 탈세 가능성을 줄여 지하경제를 양성화함과 동시에, 공제제도 및 면세범위 등 각종 비과세 감면제도를 축소하여 세제를 단순 및 효율화하여 조세지출 범위를 평가체제에 의거하여 합리적으로 줄여 추가재원을 확보하는 노력이 선행되어야 할 것이다. 이를 통해서도 상당한 재원 확보가 가능할 것이다.

다음 필요한 재원조달을 늘리고자 증세를 할 때는 소득세 증가보다 소비세 증대를 통해 조달하는 것이 장기적으로 경제성장을 저해하지 않고 오히려 성장 촉진에 도움을 줄 수 있을 것이다(김성순(2014a) 참조). 이러한 배경에는 최근 개방성이 높은 세계화 추세 속에 치열한 각국간의 경쟁구조하에서 각국은 경쟁력 확보 차원에서 자본 유출과 두뇌 유출을 막기 위해 소득세, 법인세 증세를 꺼리고 있으며, 오히려 과세 저항이 적은 소비세를 통해 재원을 확보하려는

추이를 특히 서유럽 국가들에게서 발견할 수 있다(부가가치세 표준세율 2016년 기준 OECD 평균 19.2%, 한국 10%). 또한 부가가치세와 같은 일반소비세는 가계가 이용하는 모든 생산물에 대해 동일하게 부과된다면 현재와 미래의 가격이 비례적으로 변화하게 되어 현재소비와 미래 소비의 상대가격이 변화가 없어 비왜곡적 효과를 발생시키는 효율적인 조세라는 측면도 있다.

그러나 OECD 국 평균에 비해 세후 지니계수감소율이 낮은 현실을 고려하여 소득세를 통한 누진구조를 통해 소득재분배를 통한 공평성 실현을 보다 강화되어야 할 것이나, 투자유인과 근로의욕을 저하시키지 않는 범위내에서 이루어져야 할 것이다. 고소득층의 기부금 공제제도 확대를 통해 저소득층을 부조하는 유인체계를 확산하는 정책도 고려해 볼 만하다.

김성순(2014b)은 한국을 포함한 OECD 주요 국가들의 패널자료를 이용하여 분석한 결과, 정부부채의 증가는 1인당 경제성장율에 유의한 강한 부정적 영향을 미치며, 또한 정부부채 제곱 변화도 경제성장율에 유의한 부정적 영향을 미치는 것으로 나타나 비선형적 역 U자형 영향을 보였다. 따라서 정부부채가 낮은 수준에서는 확장적 재정정책이 성장에 긍정적 영향을 줄 수 있으나, 정부부채가 어느 수준을 넘어서면 경제성장에 부정적 영향을 미치게 되고, 그 부정적 효과도 정부부채가 증가할 수록 더욱 커짐을 의미한다. 또한 재정수지의 개선, 규제완화 등 경제적 자유도가 높아질수록 경제성장에 긍정적 영향을 주고, 경제성장율의 변이도가 커지면 경제성장에 부정적 영향을 미치며, 금융시장의 안정성을 나타내는 리스크 프리미엄의 증가도 부정적 영향을 미친다. 또한 인적자본의 형성 정도를 나타내는 평균교육연수의 증가는 강한 긍정적 영향을 나타내며, 개방도의 증가도 강한 긍정적인 영향을 보였다.

따라서 그 정책적 함의는 지속적인 경제성장을 위해서는 정부부채를 적정한 수준으로 억제할 필요가 있으며, 재정수지 흑자기조 유지와 함께 인적자본의 형성, 개방도의 증가, 규제완화와 같은 경제적 자유도의 증가, 거시경제 안정 등이 필요함을 시사한다.

종합하면, 현정부는 소득주도 성장보다 우선 인적자본 형성을 위한 교육투자와 민간기업 투자 활성화를 통한 혁신성장에 중점을 두어 성장잠재력을 확충하면서, 그 소득 성장에 따른 임금상승과 공정경제가 뒤따라야 할 것이다. 현재 정책 방향은 우선순위가 바뀌었다.

참고문헌

국회 예산정책처. 2018. 경제 · 재정 수첩.

기획재정부. 각년도. 예산 개요. 예산안 편성지침.

김성순. 2014. 지속가능한 성장과 복지를 위한 재정정책 방향의 모색. 재정학회 공동학술대회 발표논문집. 한국재정학회 · 지방재정학회 · 재정정책학회. pp.5-42.

김성순. 2014a. 조세구조 변화가 경제성장에 미치는 효과 분석. 재정학연구. 한국재정학회. 제7권 제1호 : 1-27.

김성순. 2014b. 정부부채와 경제성장. 한국재정학회 춘계정기학술대회 논문집. pp.353-369

김성순. 2013. 거시 공공정책이 경제성장과 소득분배에 미치는 영향. 재정정책논문집. 한국재정정책학회. 제15집 제2호 : pp.3-29.

김재호. 2014. 사적연금(개인 및 퇴직연금) 논의. 공 · 사적 연금의 개혁방향. 추계 정기학술대회 발표논문. 한국재정학회.

김정훈, 윤성주, 김현아, 김문정. 2017. 포용적 성장과 재정정책-재정분권과 저출산/일자리/교육정책의 정합성 제고. 연구보고서. 한국조세재정연구원.

박종규. 2014. 낙수효과 복원을 위한 정책과제. 정책보고서. 한국금융연구원.

성태윤. 2017. 소득주도성장 정책 쟁점과 평가. 제5차 정책세미나. 한국경제학회.

우해봉. 2014. 중고령층의 건강노화와 근로활동에서의 이질성. 공 · 사적 연금의 개혁방향. 추계 정기학술대회 발표논문. 한국재정학회.

윤성주. 2014. 포용적 성장을 통한 경제성장-소득불평등을 중심으로-. 현안분석2. 한국조세재정연구원.

윤성주. 2014. 국민연금 운영의 중장기 비전. 미래세대를 위한 예측가능한 재정운용. 개원22주년 기념세미나. 한국조세재정연구원.

이철희. 2018. 한국의 출산장려정책 실패했는가? : 2000~2016년 출산율 변화요인 분해. 경제학연구. 제66집 제3호.

주원, 정민 외. 2017. 한국경제 7대 이슈. 경제주평. 현대경제연구원. pp.17-40.

홍승현. 2014. 중장기 재정운용의 현황과 문제점. 미래세대를 위한 예측가능한 재정운용. 개원22주년 기념세미나. 한국조세재정연구원.

Hort, S. E. 2012. “The Welfare State: a Jigsaw Puzzle?” 지속가능한 성장과 복지 정책. 한국경제연구원 국제세미나.

Rector, R. 2012. “Welfare and Work Requirements: Lessons from the American Reform.” 지속가능한 성장과 복지정책. 한국경제연구원 국제세미나.

Byeon, Y., K. Choi., H. Choi., and J. Kim. 2017. "Korea's Paradigm Shift for Sustainable and Inclusive Growth: A Proposal." *IMF working Paper*. Vol.17, 260.

Hanushek, E. A., and L. Woessmann. 2007. "the Role of Education Quality in Economic Growth," *World Bank policy Research Working Paper*. 4122.

Stutz, and Warf. 2012. *The World Economy-Geography, Business, Development,* 6th ed.

Inclusive Growth and the Desirable Direction of Fiscal Policy

Kim, Seong Suhn*

ABSTRACT

In this paper, I explored the desirable direction of fiscal policy for inclusive growth in Korea in view of the current situation of Korea economy which the government would promote the income-led growth with reducing income inequality and improving fair economy, innovative growth.

Slow growth and worsening income inequality have been common global phenomenons since the 1980s. Income inequality arises from technological progress, economic integration and an aging population. Accordingly, if Korea fails to achieve a full-scale policy shift towards a more inclusive growth, it will be difficult to sustain mid-to long-term development. The most significant agenda for achieving inclusive growth is job creation, and to that end, consistent regulatory reform is essential. To tackle these challenges, the Korean government is actively pursuing income-led growth policies to improve income distribution and achieve sustainable growth. A new strategy should be formulated that embraces inclusion and innovation and Korea should push forward for a policy paradigm that pursues both growth and distribution. So in order to achieve the goal successfully I would strongly suggest that fiscal policy should concentrate on the cultivation of human capital and the vitalization of private investment for innovative growth, which are more important than the income-led growth strategies and fair economy policy in view of the current economic situation in Korea.

Key Words : Inclusive growth, Income-led growth, Fiscal policy

* Author, Emeritus Professor, Department of International Trade, Dankook University, sskim@dankook.ac.kr

보수주의 회계와 회계이익 및 주식수익률과의 관련성*

송미화** · 최윤이***

요 약

보수주의회계는 기업의 손실은 빨리 인식하고 이익은 천천히 인식하려는 것으로서 보수주의 회계로 인해 기업의 회계이익과 주식수익률에 어떠한 영향을 미치는지 검증하기 위해 실증분석을 수행하였다. 연구기간은 2011년부터 2016년까지이고, 표본대상은 유가증권 상장기업들을 대상으로 하였다. 회귀분석을 위해 보수주의 회계처리는 Cons로 측정하였고, ROA를 회계이익으로, 주식수익률은 Ri로 측정하였다. 분석결과, 첫째, 보수주의는 회계이익과 유의한 음(-)의 관계로 나타나 〈가설 1〉)은 지지되었고, 보수주의 회계처리가 회계이익에 부정적인 영향을 미치는 것을 알 수 있었다. 둘째, 보수주의 회계처리는 주식수익률과 유의한 양(+)의 관계가 있는 것으로 나타나 〈가설 2〉는 지지되었다. 보수주의 회계처리가 증가할수록 주식수익률이 증가하는 것으로 보아 보수주의 회계처리는 자본시장에서 긍정적인 신호로 보여지고 있음을 알 수 있다. 본 연구의 기간을 2008년 글로벌 금융위기 이후 2011년부터의 자료를 사용함으로써 자료가 한정되었다는 한계점이 존재한다. 향후 연구에서는 2008년 글로벌 금융위기 전 · 후의 기간을 늘려서 분석한 연구가 필요할 것으로 보인다. 또한 보수주의와 다양한 재무비율들 간의 관계에 대해서도 추가적인 연구가 필요할 것으로 보인다.

핵심 주제어 : 보수주의, 회계이익, 주식수익률

* 본 연구는 제1저자의 석사학위 논문을 요약 및 보완한 논문임

** 제1저자, 장태요 세무회계사무소 사무장

*** 교신저자, 안산대학교 세무회계과 겸임조교수, 6262yy@naver.com

〈논문 투고일〉 2018. 10. 24 〈논문 수정일〉 2018. 11. 22 〈게재 확정일〉 2018. 11. 23

Ⅰ. 서 론

본 연구는 보수주의 회계가 회계이익에 어떤 영향을 미치는지 검증하고 보수주의 회계가 주식수익률을 잘 설명할 수 있는지에 대해서 실증분석을 수행하고자 한다.

보수주의 회계처리는 기업의 재무상태 및 기업성과에 영향을 미치는 경제적 사건에 대해 불확실성이 높을 때 비용이나 손실은 조기에 반영하지만 수익이나 이익은 늦게 인식하는 회계원칙으로 실무에서도 널리 수용되는 개념이다(이기세, 2009 재인용; 전성일, 2010). 즉, 보수주의 회계는 미래 불확실성의 현재시점 반영으로 현재의 순이익 및 순자산의 과대계상을 방지하고 미래성과에 대한 안정성을 보장하기 위하여 기업의 각종 계약을 보다 효율적으로 실행할 수 있게 하고 이해관계자들에게 회계정보의 투명성을 향상시켜 회계 위험을 감소시켜 준다(이익수, 2013). 따라서 재무제표의 보수주의는 회계정보의 질을 나타내는 대표적인 측정치로 사용된다(김정옥과 배길수, 2007 재인용; 이익수, 2013).

여러 가지로 보수주의를 정의하면, 보수주의 회계처리로 인해 기업의 순자산가치가 이상적인 가치 보다 낮아지는 것은 분명하고, 보수주의는 미래의 불확실성이 존재하는 상황에서 회계정보를 사용할 수 있도록 한다. 보수주의 회계처리는 이론적인 회계처리보다는 다분히 실무적인 회계처리이고, 실무적 처리는 현업에서 계속되고 있는 것으로 연구결과를 보여주고 있다(Beaver & Ryan, 2000 재인용; 전홍준, 2016.8). 그렇지만 보수주의 회계처리가 지속되고 있음에도 불구하고 보수주의 회계처리와 이익의 질의 관계에 대해서는 많은 논란이 있다(전홍준, 2016). 하지만, 보수주의 연구로 유명한 Basu(1997)와 Watts(2003)는 보수주의가 기업을 둘러싼 계약에 있어서 경영자의 행동을 제한함으로써 계약의 효율성을 증대시킨다고 주장하여 왔다(전홍준, 2016).

한편, 회계이익은 발생주의 회계시스템으로부터 최종적으로 산출되는 성과지표로써 가장 중심적인 역할을 수행하여 왔다. 기업은 경영자가 의도한 회계이익을 달성하기 위해 발생액을 사용하여 이익을 조정하기도 하고, 발생액의 질과 이익지속성이 높은 기업일수록 현금흐름의 유용성이 보다 증가함을 나타냈고(전성일 · 김정은, 2016), 이익조정 행위를 발견하기 위한 이익조정의 측정치로서 회계이익과 과세소득 차이 관련 측정치가 유용하며, 이러한 회계이익과 과세소득 차이 관련 측정치 중에서는 회계이익과 과세소득 차이, 회계이익과 과세소득간 재량적 차이, 평가 및 감액관련 재량적 차이가 유용한 것으로 판단된다(주인기 · 최원욱 · 염지인, 2005 재인용; 이유영, 2008). 이는 또한 실물활동을 사용하여 이익을 조정하기도 한다(Roychowdhury, 2006; Cohen과 Zarowin, 2010). 발생주의 회계의 단점들이 존재하며 회계 유용성을 높이기 위해서는 보수적인 회계처리가 중요한 역할 수행할 수 있을 것이다. 보수주의는 수익은 높게 그리고 비용은 낮게 인식하려는 것이므로, 보수주의 성향이 높을수록 회계이익은 낮아질 것으

로 예상된다. 또한 보수주의 회계처리의 또 다른 역할로써 주식시장 정보와 보수주의 간의 관계를 검증할 필요가 있다. 보수주의가 회계정보의 유용성을 향상시킨다면 미래 기업의 성과지표라고 할 수 있는 주식수익률을 잘 반영할 것이다. 따라서 기업의 보수적 회계처리와 주식수익률 간의 관계에 대한 연구가 필요하다고 판단된다.

Ⅱ. 선행연구와 가설의 설정

1. 보수주의회계와 회계이익의 관한 연구

보수주의 회계에 대한 다양한 연구가 진행되어 왔는데 Basu(1997)의 연구에서는 보수주의 원칙과 불균형수익의 적시성에 관한 연구를 하였다. 연구결과, 나쁜 소익에 의한 손실은 좋은 소식에 의한 이득보다 빠르게 인식되는 비대칭적인 적시성이 존재하며, 당기의 악재는 쉽게 발생액으로 반영되어 당기의 이익에 반영 된다고 하였다. Ball et al.(2000)의 연구에서는 보수주의 회계에 관한 연구를 진행하였는데 연구결과, 정치적인 과정에서 보수주의 회계규정이 결정되어진다면 보수주의 성향과 회계이익의 적시성은 약화되는 것으로 나타난다고 주장하였다. Watts(2003)도 보수주의 회계에 대한 연구를 하였는데 연구결과, 회계실무에서 소송위험, 규제당국의 영향 등이, 보수주의적 회계처리를 초래하는 이유로 보고하였고, 경영자는 소송위험을 피하기 위해 많은 노력을 하기 때문에 소송위험이 높아질수록 기업은 보수주의 회계처리를 선호하게 된다고 하였다. 김정욱과 배길수(2008)의 연구에서는 보수주의와 발생액에 관한 연구를 하였다. 연구결과, 재량적발생액이 높은 기업에서는 회계의 보수성은 유의하게 높다고 보고하였다. 이는 기업의 재량적발생액이 높을 때 회계보수성은 낮아진다는 선행연구와는 상반되는 결과이다. 오정양(2012)의 연구에서는 재무분석가의 수가 보수주의 회계처리에 미치는 영향에 대한 검증을 하였다. 연구결과, 재무분석가가 예측한 이익이 얼마나 정확한 지에 따라서 명성과 보상수준이 결정되므로 재무분석가는 다양한 경로를 통해 기업의 비공식적인 혹은 공식적인 정보를 수집하여 기업의 정보이용자들에게 제공함으로써 주식의 시장가격에 간접적 혹은 직접적으로 영향을 미치게 된다고 주장하였다. 이익수(2012)는 보수주의 회계가 감사시간 및 감사보수에 미치는 영향에 관한 연구를 하였다. 연구결과, 피감사기업의 경영자가 기업 활동 결과에 대해 개인의 효용 극대화 및 기타사유 등의 목적으로 F/S를 왜곡하지 않고 보수주의 회계원칙에 따라 충실히 회계처리를 해왔다면 감사인은 피감사기업의 회계정보의 질과 신뢰성을 높일 것이고 이는 감사범위를 축소시켜 감사시간을 감소시키고 최종적으로 감사보수를 감소시키는 요인으로 작용할 것이라고 주장하였다. 윤경옥(2014)은 보수주의 회계이익이 타인자본비용에

미치는 영향에 대해서 연구하였다. 연구결과, 보수주의는 기업이 회계처리 및 보고를 할 때 두 가지 이상의 대체적 방법이 존재할 경우에는 재무적 기초를 견고히 하는 관점에서 회계이익이나 재무상태에 불리한 영향을 미치는 방법을 선택하는 방향으로 간다고 주장하였다. 이용택(2016)은 수익비용대응의 수준과 이익조정 수준 및 보수주의회계 간의 관련성에 관한 실증분석을 하였다, 분석결과, 수익과 비용의 인식이나 자산과 부채의 인식에 있어서 인정될 수 있는 회계방법에 대한 선택 안들이 있는 경우에는 당기순이익은 작게 하는 방법을 선택한다고 주장하였다. 박진숙(2016)은 IFRS 도입 전후 회계정보의 질적 변화와 신용위험간의 관련성에 대해 연구하였다. 연구결과, 보수주의는 재무분석가가 미래주가 예측시 예측오차의 발생확률이 낮거나 0에 가까울수록 보수적인 회계처리를 할 수 있다고 주장하였다. 김승환(2016)은 회계적 보수주의와 발생액의 질에 관한 연구를 하였다. 연구결과, 회계적 보수주의를 반영한 모형의 발생액의 질이 이익지속성에 더 민감하게 영향을 미치고, 유사성도 더 높은 것으로 나타났다. 이는 기존 모형보다 보수주의 회계를 반영한 모형이 더 정확한 발생액의 질을 측정하고 있음을 의미한다고 보고하였다.

2. 주식수익률의 관한 연구

Bacidore J M(1997)은 주식수익률에 관한 연구를 하였다. 전통적 방법과 새로운 측정지표에 의한 평가방법과 MVA간의 관련성을 분석하였고, 결과는 주식가치상의 REVA가 다른 지표에 의한 예측평가보다 우수한 것으로 타나났음을 보여주었다. 엄철준(2010)은 아시아 주요 시장에서 주식수익률 간 정보흐름의 시간종속성에 관한 연구를 하였다. 주식시장에 있어서 유의적인 양쪽방향의 정보교환보다는 단일방향의 정보전달이 보다 많았다는 것이다. 실제 금융시계열자료로부터 생성된 Shuffled 실제자료, White noise 이론자료를 이용한 검증결과에서는 주식수익률(Ri) 간 정보흐름에 대한 시간 종속성의 영향을 견고히 재확인 할 수 있었고, 시간종속성의 영향은 실제자료에서만 관찰 가능한 특징적인 속성임을 확인할 수 있었다고 하였다. 이소영(2013)은 거시경제변수와 주식수익률의 관계분석에 대한 연구를 하였다. 연구결과, 일별 데이터에서는 거시경제변수가 주식수익률에 미치는 영향이 수익률에 따라 상이함을 확인할 수 있었으며, 월별 데이터는 일별데이터보다는 수익률에 따른 상이한 영향력이 적고, 거시경제변수가 주식수익률에 미치는 영향이 항상 같은 것이 아니라 각 분위별 주식수익률에 따라 다를 수 있음을 제시하였다. 김태형과 한재훈(2015)은 역베타 요인을 이용한 차입제약과 주식수익률의 관계에 대한 실증연구를 하였다. 연구결과, 차입제약으로 인해서 저배타 주식이 낮게 평가되고 고베타 주식이 높게 평가되는 현상이 한국에서도 유의적으로 존재하며 역베타요인의 수익률을 통해서 차입제약과 주식수익률의 관계를 포착할 수 있다고 하였다. 임승연과 선우혜정(2015)은

발생액의 주식수익률 예측가능성에 관한 연구를 하였다. 연구결과, 발생액 정보는 추정 방법에 상관없이 미래주식수익률을 예측하는데 기여하는 것으로 나타났고, 발생액이 클수록 미래 주식수익률이 낮아지는 것으로 연구결과를 보고하였다. Luo et al.(2015)은 기업의 사회적 성과, 애널리스트들의 주식 추천 및 확실한 미래 수익 전략 관리 저널의 관한 연구를 하였다. 연구결과, 분석가들의 권고가 기업의 사회적 성과와 확고한 주식 수익 사이의 관계를 조정한다고 주장하였다. 주식 분석가들의 문헌 검색과 인터뷰를 통한 질적 연구뿐만 아니라 대기업들의 두 개의 세로 방향 샘플을 이용한 정량적 연구에 근거하여 주장을 뒷받침 하였다. Gallo et al.(2016)은 총수익, 통화정책과 주식 수익의 관한 연구를 하였다. 연구결과, 종합소득이 정책 뉴스를 전달하고 시장이 정책적인 놀라움에 부정적으로 반응한다는 것을 암시하며, 이것은 부정적인 반응을 촉진한다고 하였다. Han et al.(2017)은 신용거래의 용어 구조, 확고한 기초, 예상되는 주식수익에 관한 연구를 하였다. 연구결과, 신용 기간 구조의 기울기는 미래의 주식 수익과 부정적인 관련성을 예상하고, 체계적인 기울기 위험이 가격화되어 있지만, 특히 비체계적 위험 하에서의 주식시장은 신용 시장에서 주식으로서의 정보 확산은 신용 기간 면에서 수익 예측 가능성을 설명하는데 추가 역할을 한다고 하였다.

3. 선행연구와의 차이점

보수주의와 관련된 선행연구들을 살펴보면, 보수주의 회계와 감사시간 및 감사보수에 미치는 영향에 관한 연구, 보수주의와 발생액의 차이에 관한 연구, 기업규모가 보수주의에 미치는 영향 그리고 보수주의 회계처리와 재무제표(F/S)에 미치는 영향과 관련성 연구 등으로 나타나고 있다. 선행연구와 달리 본 연구에서는 다음과 같은 차이점이 있다.

첫째, 본 연구는 보수주의 회계가 회계이익에 미치는 영향에 대해서 연구한다. 이를 위해 보수주의 회계처리가 총자산순이익률에 부정적인 영향을 미친다는 것을 실증분석을 통하여 직접적으로 연구한다. 즉, 비용을 많이 인식하는 보수주의 회계처리가 회계이익을 감소시키는 영향을 분석하고자 한다.

둘째, 본 연구는 보수주의 회계가 주식수익률에 미치는 영향에 대해서 연구한다. 보수주의 회계처리가 증가할수록 주식수익률은 증가하는 것을 실증분석을 통해 검증하였으며, 이러한 결과를 통해 보수적 회계처리가 자본시장에서 긍정적인 신호로써 작용한다는 것을 의미함을 입증하고자 한다.

셋째, 기존의 연구와 다르게 최근자료를 이용하여 보수주의 회계에 대한 실증분석을 하여 신뢰성을 높이는데 기여하고자 한다.

4. 가설설정

본 연구는 보수주의 회계가 회계이익 및 주식수익률에 미치는 영향을 알아보고자 한다. 우선 보수주의 회계가 회계이익에 미치는 영향에 대해서 가설을 도출하고자 한다. 보수주의 근거하여 회계처리를 할 경우, 기업은 자산과 수익은 가능한 적게 계상하고, 부채와 비용은 가급적 크게 계상하려고 할 것이다. 이는 궁극적으로 기업의 회계이익을 낮게 보고하게 되는 결과를 초래할 것으로 예상된다. 본 연구와 관련이 깊은 Basu(1997), 백원선과 이수로(2004), 이승태와 최종서(2005), 문상혁(2006), 홍진욱(2011) 등의 연구를 살펴보면 다음과 같다.

보수주의 회계는 재무적 기초를 견고히 하고자 투자자 및 채권자를 보호하고자 하는 수단으로 이용될 수 있다는 점에서 유용성을 인정받고 있지만, 재무제표의 공정표시라는 관점에서는 기업가치를 왜곡하고 재무보고의 유용성을 훼손 할 수 있다(이승태와 최종서, 2005; 백원선과 이수로, 2004 재인용). 그리고 보수주의는 기업이 당기에 악재를 즉시 인식하기 때문에 당기 회계이익에 대부분 악재를 반영한다. 이러한 보수주의 회계처리는 재무보고 유용성의 단기적인 왜곡을 초래하고 이는 곧 손익에 영향을 미치는 요인으로 작용될 수 있다(문상혁 등, 2006).

회계이익에 대한 개념을 살펴보면 다음과 같다. 회계이익이란 기업이 기업 활동으로 발생된 수익과 그 수익을 획득하기 위해서 발생된 비용간의 차이로 정의된다. 회계이익은 매출액과 함께 회사의 경영 상태를 나타내는 대표적인 지표로서 주식투자의 판단자료로도 널리 사용되고 있다(홍진욱, 2011). 이와 같이 단기적인 관점에서 악재가 모두 반영되면 차후에는 회계이익이 상대적으로 더 커지는 반전경향이 나타나기 때문에 장기적인 관점에서의 이익지속성은 증가하게 된다(Basu, 1997 재인용; 문상혁, 2006.9 재인용; 이해선, 2014). 즉 보수주의 회계처리는 장기적인 관점에서 미래의 기업가치 증가를 가져올 수 있다. 하지만, 보수주의는 비용의 과대계상 및 이익의 과소계상 그리고 비용의 조기인식 및 이익의 지연인식으로 인하여 단기적인 관점에서 현재 회계이익의 감소를 초래할 것으로 예상한다. 여기서 백원선과 이수로(2004), 이승태와 최종서(2005), 문상혁 등(2006)의 연구를 토대로 다음과 같은 〈가설 1〉을 설정한다.

〈가설 1〉 : 보수주의 회계는 회계이익을 감소시킬 것이다.

다음으로, 기업이 보수주의 회계를 적용하였을 때, 보수주의가 주식수익률에 미치는 영향에 대해서 가설을 도출하고자 한다. 단기적인 기업성과의 측정치로서 회계이익을 〈가설 1〉에서 검증하였고, 장기적인 기업성과의 측정치로서 주식수익률을 〈가설 2〉에서 검증하고자 한다. 주식가격은 미래의 기업가치로서 미래 현금흐름 유입을 나타내는 지표이다(오희정, 2002). 기업규모 변수와 장부가치 시장가치 비율 변수가 주식의 기대수익률을 결정하는 유의적인 요인이라고 실증분석 결과를 제시하였다(김규영과 김영빈, 2001). 기대 수익률의 횡단면 재검증에서 가격

결정모형의 요인인 시장베타의 유용성과 이를 통한 위험 수익관계는 현실속성인 시장상황 변화의 고려 유무에 중요한 영향을 받을 수 있다는 실증적 증거를 발견했다(엄철준 2012 재인용; 오명, 2017). 주식수익률(Ri) 간 상관관계의 속성을 대표하는 기술통계량 추이와 시장지수의 시계열 추이를 비교하였을 때, 주식수익률(Ri) 간 상관관계의 평균 측정치에서 뚜렷한 비교형태를 관찰할 수 있었다. 즉, 시장의 하락 시기에 주식수익률 간 상관관계의 평균측정치는 증가하는 추이를 갖지만 반면에 상승시기에는 감소하는 추이가 있는 것으로 보고하였다. 시장의 위기상황(IMF)에서 주식수익률 간 상관관계의 기술통계량은 모두 특징적인 변화를 나타내었고, 주식수익률 간 상관관계 속성의 변화에 대한 원인에 대해 연구하였다. 주식수익률 변동성 구성요소의 시계열 추이와 시장지수의 추이를 비교하였을 때, 변동성 구성요소 중 공통요인(시장지수)에 의하여 설명되는 비율은 시장지수의 시계열 추이와 음(-)의 관계를 갖지만, 반면에 개별기업 요인에 기인하는 비율은 양(+)의 관계가 있는 것으로 연구결과 나타났다(엄철준, 2010). 다시 말하면, 주가란 기업이 미래가치로서 장기적으로 기업의 이익이 증가할 것으로 예상되면 주가수익률은 증가할 것이다. 만약 기업이 보수주의회계를 적용하게 되면 당장은 비용인식이 증가하고 이는 회계이익은 감소할 것으로 예상지만, 이익의 지속성 측면이나 위험관리 측면에서 볼 때 기업의 이미지에 긍정적인 영향을 미칠 수 있다. 따라서 이를 확인하기 위해서 다음과 같이 〈가설 2〉를 설정한다.

〈가설 2〉 : 보수주의 회계는 주식수익률에 양(+)의 영향을 미친다.

Ⅲ. 연구방법론

1. 연구모형

(1) 회계이익과 관련된 모형

본 연구는 목적을 달성하기 위한 회계이익의 결정모형은 전술한 임동현(2013), 유성용과 김동헌(2012), 이재삼(2012), 결정모형을 토대로 다음과 같이 연구 모형을 설계하였다. 본 연구에서는 당기순이익을 회계이익으로 사용하고, 이를 기초총자산으로 표준화하여 ROA를 종속변수로 사용한다. 그리고 독립변수는 보수주의 측정치를 사용하여 회귀분석을 통해 실시한다.

$$ROA_{i,t} = \beta_0 + \beta_1 CONS_{i,t} + \beta_2 SIZE_{i,t} + \beta_3 OWN_{i,t} + \beta_4 FOR_{i,t} + \beta_5 LEV_{i,t} + \beta_6 BIG4_{i,t} + \beta_7 IND_{i,t} + \beta_8 YR_{i,t} + e_{i,t}$$

식 (1)

여기서,
ROA : 총자산 이익률(당기순이익/총자산)
CONS : 보수주의 측정치
SIZE : 총자산의 자연로그값
OWN : 대주주지분율
FOR : 외국인지분율
LEV : 부채비율(총부채/총자산)
BIG4 : 대형회계법인이면 1, 아니면 0
IND : 산업더미
YR : 연도더미

(2) 주식수익률과 관련된 모형

〈가설 2〉 검증을 위해서 임동현(2013)의 회계이익 결정모형을 기반으로 종속변수를 주식수익률로 송동섭(1997), 김규영과 김영빈(2001), 정재엽(2004), 최종서와 장지경(2005), 문광원(2011), 양성은(2013), 임성종(2015), 송혁준과 장욱(2016) 등의 연구모형을 인용하여 식(2)와 같은 연구모델을 설정하였다. 독립변수로는 보수주의 측정치를 사용하고, 회귀분석을 통해 〈가설 2〉를 검증하고자 한다.

$$R_{i,t} = \beta_0 + \beta_1 CONS_{i,t} + \beta_2 ROA_{i,t} + \beta_3 SIZE_{i,t} + \beta_4 OWN_{i,t} + \beta_5 FOR_{i,t} + \beta_6 LEV_{i,t} + \beta_7 BIG4_{i,t} + \beta_8 IND_{i,t} + \beta_9 YR_{i,t} + e_{i,t}$$

식 (2)

여기서,
R : 주식수익률
CONS : 보수주의 측정치
ROA : 총자산이익률(당기순이익/총자산)
SIZE : 총자산의 자연로그 값
OWN : 대주주지분율
FOR : 외국인지분율
LEV : 부채비율(총부채/총자산)

BIG4 : 대형법인이면 1, 아니면 0
IND : 산업더미
YR : 연도더미

2. 변수의 측정 및 연구대상기업에 의한 자료수집

(1) 종속변수의 측정

1) 회계이익의 측정

임동현(2013)은 회계이익의 대용치로서 당기순이익을 사용하는 경우와 법인세비용차감전순이익 또는 영업이익을 사용하는 경우로 구분하였다. 본 연구는 당기순이익을 회계이익으로 사용하고 식(3)과 같이 특정하며 기초총자산으로 표준화한다. 김정교 등(2008)은 이익구성요소를 발생액(재량발생액과 비재량발생액)과 영업현금흐름으로 구분하여 이익지속성 차이에 따른 주식가격 결정 검증하면서 매출액을 기준으로 표준화하였다(문병무, 2013). 김철환과 전규안(2008)은 당기 주식가격과 회계이익-세무이익 차이와의 상관관계 분석을 통하여 회계이익-세무이익 차이가 크거나 작은 기업의 이익의 가치관련성이 낮다고 실증하면서, 가중평균유통주식수를 표준화 기준으로 사용하였다(서정호, 2012). 남천현(2009)은 한국 자본시장의 발생액 이상 현상이 1994년~2007년까지의 전체 표본에서는 나타나지 않으며 발생액기준 하위 10% 표본을 제외할 경우 발생액 이상 현상이 명확하여진다고 실증하는 연구에서 평균총자산을 사용하였다(김한상, 2011 재인용; 서정호, 2012 재인용; 임동현, 2013).

ROA = 당기순이익 / 총자산 식 (3)

2) 주식수익률의 측정

송동섭(1997)은 주가변화를 나타내는 주식수익률로서 배당이 포함된 한국신용평가주식회사의 산출평균자료를 사용하였다. 여기서 사용한 주식수익률은 월별수익률의 평균치이다.

(2) 독립변수의 측정

본 연구의 〈가설 1〉과 〈가설 2〉는 공통적으로 보수주의 회계의 측정치를 독립변수로 사용한다. 연구모델에 사용된 보수주의 측정치의 보수주의 변수는 이익수(2012), 우용상과 이호영(2007), 정호영(2008), 김인숙(2012), 정상민(2016)의 연구를 인용후 본 연구 목적에 따라 감가상각비 및 대손상각비 등의 경영자에 의한 재량적 발생액과 연구개발비 및 광고선전비 등을

재무제표에 영향을 미치는 보수주의 회계로 보아 합계액을 보수주의 측정치로 사용하였고, t기와 t-1기의 합계액의 변화분을 손익계산서에 영향을 미치는 보수주의 회계로 보아 보수주의 회계의 측정치로 사용하였다.

$$CONS_{i,t} = (DEP_{i,t} + BAD_{i,t} + RD_{i,t} + AD_{i,t} + IMP_{i,t})/MV_{i,t-1} - (DEP_{i,t-1} + BAD_{i,t-1} RD_{i,t-1} + AD_{i,t-1} + IMP_{i,t-1})/MV_{i,t-2}$$

식 (4)

여기서,

CONS : 보수주의 측정치

DEP : 유형자산과 무형자산의 감가상각비

BAD : 대손상각비

RD : 연구개발비

AD : 광고선전비

IMP : 자산손상차손

MV : 시장가치(종가*발행주식수)

(3) 통제변수의 측정

본 연구에서는 선행연구를 바탕으로 하여 보수주의에 영향을 미칠 수 있는 변수들을 선정하여 통제변수로 사용하였다. 본 논문에서 통제변수는, SIZE(기업규모), OWN(대주주지분율), LEV(부채비율), FOR(외국인지분율), BIG(대형 회계법인 구분)을 사용한다. SIZE(기업규모)는 회계이익과 주가수익률에 기업규모가 미치는 영향을 통제하기 위해 사용한다. SIZE는 총자산에 자연로그값으로 계산하였다. OWN(대주주지분율)은 최대주주는 회계이익과 주가수익률에 중요한 영향을 미칠 수 있을 것으로 예상하였다. OWN은 최대대주주지분율 및 특수관계자 지분율을 포함하여 계산하였다. LEV(부채비율)은 부채비율은 이자비용 부담 등으로 인해 회계이익에 영향을 미치는 것으로 판단된다. 부채비율은 부채총계에서 기초총자산으로 나누어서 산출하였다. FOR(외국인 주주지분율)은 외국인주주는 기업의 외부모니터링 효과가 있으므로 회계이익과 주가수익률에 중요한 영향을 미칠수 있다. 따라서 외국인주주지분율을 포함하여 계산하였다. BIG(대형 회계법인 구분)은 감사인이 대형 회계법인인지 여부가 회계이익과 주가수익률에 미치는 영향을 배제하기 위해 사용한다. 감사인이 대형 회계법인이면 1, 그렇지 않으면 0이 더미변수를 사용하였다.

3. 연구 대상기업에 의한 자료 수집

본 연구를 실증분석하기 위하여 표본기간은 2011년부터 2016년까지로 하고, 표본대상은 한국증권거래소에 상장된 KOSPI 기업들을 대상으로 하여 자료를 수집하였고, 총 표본수는 2,635개에서 유효하지 않은 표본수 893을 제외하고 유효한 표본수는 총 1,742개 본 연구의 표본을 구체적으로 다음과 같은 조건을 모두 만족하도록 구성하였다.

(1) 유가증권에 속하는 상장기업
(2) 사업보고서에서 회계이익을 구한 자료
(3) 2011년부터 2016년까지 유가증권시장에 상장된 기업대상
(4) 표본기업의 결산월을 12월로 선정한다
(5) 자본 잠식이 없는 기업
(6) 은행, 증권, 보험업을 제외한 기업

본 연구에 적용되는 연구표본의 선정과정은 〈표 1〉과 같다.

〈표 1〉 연구표본의 선정과정 (단위 : 기업수)

구분	표본기업수
최초 표본	2635
결측 자료 제외 기업수	(893)
2011년 최종 표본 기업	263
2012년 최종 표본 기업	278
2013년 최종 표본 기업	271
2014년 최종 표본 기업	295
2015년 최종 표본 기업	302
2016년 최종 표본 기업	333
최종 표본	1,742

Ⅳ. 실증분석 결과

1. 주요 변수의 기술통계량

〈표 2〉는 본 연구의 주요변수에 대한 기술통계량을 나타낸 표로서 평균과 표준편차, 최소값과 최대값, 백분위수를 서술한 것이다. 분석결과, ROA의 평균은 0.050로 나타나고 있으며, 최소값 -0.044, 최대값 0.222로 나타나는 것을 알 수 있다. 그리고 주식수익률(R)의 평균은 0.011로 나타내고 있고, 최소값은 -0.048, 최대값은 0.109로 나타나고 있다. 보수주의 측정치 평균은 -0.003으로 나타나고 있고, 최소값은 -0.173, 최대값은 0.131이다. 다음은 기업의 규모(SIZE)의 평균은 20.122으로 나타났으며, 표준편차는 1.437로 나타났다. 대주주지분율(OWN)의 평균은 0.456으로 나타내고 있고, 표준편차는 0.153로 나타나는 것을 알 수 있다. 외국인지분율(FOR)의 평균은 0.126으로 나타나고, 표준편차는 0.147로 나타나는 것으로 알 수 있다. 부채비율(LEV)은 평균 0.398로 나타났으며, 표준편차는 0.191로 나타났다.

〈표 2〉 기술통계량

변수	평균	표준편차	최소값	제1사분위수	중위수	제3사분위수	최대값
ROA	0.050	0.044	-0.044	0.020	0.042	0.070	0.222
R	0.011	0.027	-0.048	-0.007	0.007	0.024	0.109
CONS	-0.003	0.041	-0.173	-0.016	-0.001	0.013	0.131
SIZE	20.122	1.437	16.907	19.121	19.848	20.863	25.390
OWN	0.456	0.153	0	0.348	0.460	0.556	0.894
FOR	0.126	0.147	0	0.020	0.067	0.179	0.897
LEV	0.398	0.191	0.015	0.249	0.390	0.534	1.924
BIG4	0.70	0.456	0	0	1.0	1.00	1

주 : 1) ROA : 당기순이익/총자산, R : 주식수익률, Cons : 보수주의측정치, Size : 총자산의 자연로그값, OWN : 대주주지분율, FOR : 외국인지분율, LEV : 부채비율, BIG : 대형회계법인이면 1, 아니면 0
2) 대주주지분율이 최소값이 0이 나오는 경우는 외국인주주가 대주주인 경우임.

2. 주요 변수의 상관관계분석

주요 변수 중에서 독립변수인 보수주의회계와 종속변수인 총자산수익률 및 주식수익률의 상관관계가 존재하는 지를 파악하기 위하여 상관관계분석을 실시하였다. 본 연구에서 사용된 변수들의 상관관계 분석 결과는 〈표 3〉와 같다.

〈표 3〉 상관관계분석

	ROA	R	CONS	SIZE	OWN	FOR	LEV	BIG4
ROA	1							
R	0.115***	1						
CONS	-0.067**	0.056*	1					
SIZE	0.026	-0.163***	0.037	1				
OWN	-0.044	0.027	-0.021	-0.166***	1			
FOR	0.301***	-0.062**	0.029	0.489***	-0.272***	1		
LEV	-0.186***	0.032	0.007	0.235***	-0.045	-0.105***	1	
BIG4	0.075**	-0.056*	0.036	0.416***	-0.005	0.261***	0.064**	1

주 : 1) 〈표 2〉 참고
2) ***는 1%수준, **는 5%수준, *는 10%수준에서 유의함(양측검증)

〈표 3〉은 주요변수간의 상관관계를 알아본 표이다. 분석결과 본 연구의 종속변수인 보수주의 회계(CONS)과 주식수익률(R)의 상관관계를 살펴본 결과, 주식수익률(R)과 보수주의(CONS)는 10%의 유의수준에서 양(+)의 상관관계를 나타내고 있음을 알 수 있고, 회계이익(ROA)와 보수주의(CONS)는 5%의 유의수준에서 음(-)의 상관관계를 보여주고 있다. 상관관계 결과로 보아 보수주의 회계는 기업의 이익을 낮추지만, 주식수익률은 높아진다는 것을 알 수 있다.

통제변수인 기업규모(SIZE)와 주식수익률(R)은 1%의 유의수준에서 음(-)의 상관관계를 타나대고, 외국인지분율(FOR)은 주식수익률(R)과 5%의 유의수준에서 음(-)의 상관관계를 가지며, 대형회계법인(BIG)과 주식수익률(R)은 10%의 유의수준에서 음(-)의 상관관계를 나타낸다.

외국인지분율(FOR)과 회계이익(ROA)은 1%의 유의수준에서 양(+)의 상관관계를 나타내며, 부채비율(LEV)과 회계이익(ROA)은 1%의 유의수준에서 음(-)의 상관성을 가지며, 대형회계법인(BIG)과 회계이익(ROA)은 5%의 유의수준에서 양(+)의 상관관계를 나타내고 있음을 알 수 있다.

3. 가설검정결과

〈표 4〉 〈가설 1〉에 대한 연구결과

〈가설 1〉 : 보수주의 회계는 회계이익을 감소시킬 것이다.

$$ROA_{i,t} = \beta_0 + \beta_1 CONS_{i,t} + \beta_2 SIZE_{i,t} + \beta_3 OWN_{i,t} + \beta_4 FOR_{i,t} + \beta_5 LEV_{i,t} + \beta_6 BIG4_{i,t} + \beta_7 IND_{i,t} + \beta_8 YR_{i,t} + e_{i,t}$$

Variable	비표준화 계수	표준화 계수	t-value	VIF
(상수)	.123		6.916***	
CONS	-.083	-.076	-3.413***	1.023
SIZE	-.004	-.119	-4.050***	1.779
OWN	.008	.026	1.070	1.244
FOR	.099	.326	11.724***	1.588
LEV	-.033	-.143	-5.741***	1.266
BIG4	.004	.043	1.711*	1.311
IND	Included			
YR	Included			
F-value	12.948***			
Adj R^2	0.151			

주 : 1) 〈표 2〉 참고
2) ***는 1%수준, *는 10% 수준에서 유의함(양측검증)

〈표 4〉은 〈가설 1〉에 대한 실증분석 결과이다. 보수주의(CONS)는 회계이익(ROA)에 1% 유의수준에서 음(-)의 영향을 미치는 것으로 나타났다. 이러한 결과는 〈가설 1〉을 지지하는 것으로서 보수주의 회계처리를 함으로써 회계이익에는 부정적인 영향을 미치는 것으로 해석된다. 즉, 보수주의 회계는 기업의 재무적 건전성을 우선시 하고자, 자산과 수익을 과대계상하지 않고 최소 계상하여 투자 및 채권자를 보호하는 유용성은 있지만, 이러한 이유 때문에 기업의 회계이익에는 부정적인 영향을 미치는 것으로 해석된다.

〈표 5〉 〈가설 2〉에 대한 연구결과

〈가설 2〉 : 보수주의 회계는 주식수익률에 양의 영향을 미칠 것이다.

$$R_{i,t} = \beta_0 + \beta_1 CONS_{i,t} + \beta_2 ROA_{i,t} + \beta_3 SIZE_{i,t} + \beta_4 OWN_{i,t} + \beta_5 FOR_{i,t} + \beta_6 LEV_{i,t+}\beta_7 BIG4_{i,t} + \beta_8 IND_{i,t} + \beta_9 YR_{i,t} + e_{i,t}$$

Variable	비표준화 계수	표준화 계수	t-value	VIF
(상수)	.072		6.348***	
CONS	.053	.080	3.466***	1.030
ROA	.101	.164	6.601***	1.196
SIZE	-.004	-.206	-6.761***	1.796
OWN	-.002	-.009	-0.372	1.245

Variable	비표준화 계수	표준화 계수	t-value	VIF
FOR	.003	.014	0.479	1.715
LEV	.018	.128	4.951***	1.290
BIG4	.001	.009	0.354	1.313
IND	Included			
YR	Included			
F-value	8.380***			
Adj_R^2	0.103			

주 : 1) 〈표 2〉 참고
2) ***는 1%수준, 수준에서 유의함(양측검증)

〈표 5〉를 보면 보수주의(Cons)는 1% 유의수준에서 주식수익률에 양(+)의 영향을 미치는 것을 알 수 있다. 이와 같은 연구결과는 〈가설 2〉를 지지하는 결과이다. 즉, 보수주의 회계처리가 증가할수록 주식수익률이 증가하는 것으로 보아 보수주의 회계처리는 자본시장에서 긍정적인 신호로 본다고 해석할 수 있다.

실증분석 결과 모두 예상대로 〈가설 1〉과 〈가설 2〉를 지지하는 결과로 나타났다. 이와 같이 보수주의는 비용은 총액계상을 지향하고, 이익은 순액계상을 추구하여 단기적으로는 현재 회계이익을 악화시키지만, 궁극적으로 재무구조 등을 개선시켜 장기적 재무성과지표인 주식수익률을 향상 시킨다는 것을 본 연구의 분석결과를 통해 알 수 있다.

V. 결 론

본 연구는 2011년부터 2016년까지 한국증권거래소에 상장된 기업 가운데 제조기업 등을 대상으로 하여 보수주의회계(CONS)가 회계이익(ROA) 및 주식수익률(R)에 미치는 영향에 대하여 실증적으로 분석하였다.

분석결과를 요약 하면 다음과 같다.

첫째, 보수주의 회계처리는 회계이익에 부정적인 영향을 미치는 것으로 나타나 〈가설 1〉을 지지한다. 즉, 수익을 적게 인식하고 비용을 많이 인식하는 보수주의 회계처리는 당기의 회계이익을 감소시키는 방향으로 영향을 미치는 것을 알 수 있다.

둘째, 보수주의 회계처리가 증가할수록 주식수익률이 증가하는 것으로 나타나 〈가설 2〉는 지지되었다. 즉, 보수주의 회계처리는 자본시장에서 긍정적인 신호로 해석되고 있음을 알 수 있다.

본 연구의 시사점은 다음과 같다.

첫째, 국제회계기준 도입 이후 회계정책의 변경사항이 반영된 후, 보수주의회계가 회계이익 및 주가수익률에 미치는 영향에 대해 살펴봄으로써 의의가 있다.

둘째, 보수주의 회계처리가 주가수익률에 미치는 영향에 대한 연구결과가 정보이용자 및 자본시장에서 유용한 정보의 역할이 될 것으로 보인다.

셋째, 기존의 연구와 다르게 최근자료를 이용하여 보수주의 회계에 대한 실증분석을 하여 신뢰성을 높이는데 기여하고자 한다.

그러나 표본기간이 국제회계기준을 도입한 2011년부터 2016년 자료만을 사용하였고, KOSPI 상장기업만을 대상으로 분석을 실시하였기에 연구결과를 일반화 하는데 있어서 한계가 있다고 본다. 추후 분석기간을 확장하고, 분석대상도 다양화 하는 것이 필요하다고 판단된다. 뿐만 아니라 산업 특성에 따라 두 변수간의 관계가 달라지는지에 대한 연구와, 보수주의와 다양한 재무비율들 간의 관계에 대해서도 추가적인 연구가 필요할 것으로 보인다.

참고문헌

김규영, 김영빈. 2001. 한국주식시장에서 기대수익률의 결정요인은 무엇인가?. 증권학회지. 제524권 : 57-85.

김승환. 2016. 회계적 보수주의와 발생액의 질. 석사학위논문. 가톨릭대학교.

김인숙. 2012. 신규상장 벤처캐피탈투자기업의 이익조정과 보수주의에 관한 연구. 박사학위논문. 성균관대학교.

김정교, 김태완, 이진수. 2008. 이익구성요소의 지속성 차이에 기인한 주식 가격 결정오류. 회계정보연구. 제26권 제3호 : 1-29.

김정옥, 배길수. 2009. 보수주의와 발생액. 회계저널. 제18권 제2호 : 1-31.

김철환, 전규안. 2008. 회계이익과 과세소득의 차이 계산시 과세소득의 측정 방법에 관한 연구. 세무와회계저널. 제9권 제3호 : 167-190.

김태형, 한재훈. 2015. 역베타 요인을 이용한 차입제약과 주식수익률의 관계에 대한 실증연구. 재무연구. 제28권 제4호 : 589-624.

남천현, 문병무. 2013. 발생액 및 영업현금흐름의 과오평가에 대한 통합적 분석. 상업교육연구. 제27권 제3호 : 263-298.

문광원. 2011. 자본지출과 주식수익률간의 관계에 대한 실증분석. 석사학위논문. 중앙대학교.

문상혁, 박종국, 신세나. 2006. 정보비대칭성에 따른 보수주의의 차별적 인식. 회계학연구. 제31권 : 215-242.

박진숙. 2016. IFRS 도입 전후 회계정보의 질적 변화와 신용위험간의 관련성. 박사학위논문. 경상대학교.

백원선, 이수로. 2004. 보수주의. 이익지속성 및 가치평가. 회계학연구. 제29권 : 1-27.

서정호, 남천현. 2012. 극단적 손실기업이 주식수익률에 미치는 영향. 상업교육연구 2012(단일호) : 1-33.

송동섭. 1997. 주당순이익정보의 유용성에 관한 실증적 연구 : 희석화 증권을 반영한 주당순이익을 중심으로. 박사학위논문. 단국대학교.

송미화. 2018. 보수주의 회계가 회계이익 및 주식수익률에 미치는 영향. 석사학위논문. 단국대학교 경영대학원.

송혁준, 장욱. 2016. 총수익성이 주식의 기대수익률 결정에 미치는 영향. 세무와 회계저널. 제17권 제1호 : 181-197.

양성은. 2013. 시장. 금리. 손해율 변동과 손해보험사 주식수익률의 민감도에 관한 연구. 박사학위논문. 서강대학교.

엄철준. 2004. 주식시장의 상황변화에 따른 주식수익률간 상관관계의 영향 연구. 금융공학연구. 제3권 제1호 : 61-77.

엄철준. 2010. 아시아 주요 시장에서 주식수익률 간 정보흐름의 시간종속성에 관한 연구. *Journal of the Korean Data Analysis Society.* 제12권 제1호 : 357-368.

엄철준. 2012. 시장상황을 고려한 기대 주식수익률의 횡단면에 관한 재조사. 재무연구. 제25권 제4호 : 599-639.

오명. 2017. 로그-선형 구조형 벡터 자기회귀 모형을 이용한 주식 수익률 분해. 박사학위논문. 부산대학교.

오정량. 2012. 재무분석가의 수가 보수주의 회계처리에 미치는 영향. 석사학위논문. 영남대학교.

우용상, 이호영. 2007. 보수주의와 감사보수간의 상관관계에 대한 연구. 회계와 감사연구. 제46권 : 99-134.

유성용, 김동헌. 2012. 보수주의 회계가 미래수익성에 미치는 영향에 대한 시장의 평가. 국제회계연구. 제41권 : 221-242.

이기세. 2009. 보수주의 회계처리가 KIS신용평점에 미치는 영향. 석사학위논문. 전남대학교.

이소영. 2013. 거시경제변수와 주식수익률의 관계분석. 석사학위논문. 한양대학교.

이승태, 최종서. 2005. 이익의 구성요소별 보수주의회계 효과의 측정에 관한 연구. 회계정보연구. 제23권 제1호 : 95-115.

이용택. 2016. 수익비용대응의 수준과 이익조정 수준 및 보수주의회계 간의 관련성에 관한 실증적 연구. 박사학위논문. 한양대학교.

이익수. 2013. 보수주의 회계가 감사시간 및 감사보수에 미치는 영향. 박사학위논문. 영남대학교.

이재삼. 2012. 실질이익조정과 발생액이익조정이 회계이익 및 주식수익률에 미치는 영향. 박사학위논문. 수원대학교.

이해선. 2013. 보수주의와 회계이익의 미래현금흐름 예측능력. 석사학위논문. 숭실대학교.

임동현. 2013. 발생액의 반전과 회계이익 및 주식수익률의 관계. 박사학위논문. 수원대학교.

임성종. 2015. 회계이익 과세소득 차이에 의한 이익의 질 예측. 박사학위논문. 성균관대학교.

임승연, 선우혜정. 2015. 발생액의 주식수익률 예측가능성. 국제회계연구. 제62권 : 305-342.

정상민. 2016. 회계보수주의가 기업신용등급 및 타인자본비용에 미치는 영향. 박사학위논문. 충북대학교.

전성일, 김정은. 2016. 발생액의 질에 따른 회계이익과 영업현금흐름의 상대적 유용성. 회계정보연구. 제524권 : 37-61.

전성일, 이기세. 2010. 보수주의 회계처리가 KIS신용평점에 미치는 영향. 국제회계연구. 제30권 : 245-263.

전홍준. 2016. 보수주의. 이익지속성 및 자본비용: Prospect 이론의 관점에서. 박사학위논문. 동국대학교.

정재엽. 2004. 주식수익률과 주식수익률 변동성에 대한 거래량의 정보효과. 경영경제. 제37권 제1호 : 233-250.

정호영. 2008. 감사품질이 회계의 보수성에 미치는 영향. 박사학위논문. 충북대학교.

주인기, 최원욱, 염지인. 2005. 이익조정 행위의 측정치로서 회계이익과 과세 소득 차이의 유용성에 관한 연구. 회계학연구. 제30권 제2호 : 237-275.

최종서, 장지경. 2005. 회계이익과 주식수익률간의 동시적 선형상관관계의 추세변화. 회계와 감사연구. 제41권 : 65-93.

Bacidore, J. M. 1997. "The impact of decimalization on market quality: An empirical investigation of the Toronto Stock Exchange." *Journal of Financial Intermediation.* Vol.6(2), 92-120.

Ball, R., S. P. Kothari, and A. Robin. 2000. "The Effect of international Institutional Factors on Priperties of Accounting Earnings." *Journal of Accounting and Economics.* Vol.29, 1-51.

Basu, S. 1997. "The conservatism principle and the asymmetric timeliness of earnings1." *Journal of Accounting and Economics.* Vol.24(1), 3-37.

Beaver, W. H., and S. G. Ryan. 2000. "Biases and lags in book value and their effects on the ability of the book-to-market ratio to predict book return on equity." *Journal of Accounting Research.* Vol.38(1), 127-148.

Cohen, D. A., and P. Zarowin. 2010. "Accrual-based and real earnings management activities around seasoned equity offerings." *Journal of Accounting and Economics.* Vol.50(1), 2-19.

Gallo, L. A., R. N. Hann., and C. Li. 2016. "Aggregate earnings surprises, monetary policy, and stock returns." *Journal of Accounting and Economics.* Vol.62(1), 103-120.

Han, B., A. Subrahmanyam., and Y. Zhou. 2017. "The term structure of credit spreads, firm fundamentals, and expected stock returns." *Journal of Financial Economics.* Vol.124(1), 147-171.

Luo, X., H. Wang., S. Raithel., and Q. Zheng. 2015. "Corporate social performance, analyst stock recommendations, and firm future returns." *Strategic Management Journal.* Vol.36(1), 123-136.

Roychowdhury, S. 2006. "Earnings management through real activities manipulation." *Journal of Accounting and Economics.* Vol.42(3), 335-370.

Watts, R. L. 2003. "Conservatism in Accounting Part I: Explanations and Implications." *Accounting Horizons.* Vol.17(3), 207-221.

Relation Between Conservatism Accounting and Accounting Earnings and Stock Returns*

Song, Mi Hwa** · Choi, Yun Yee***

ABSTRACT

Conservative accounting is to recognize the loss of a corporation quickly and slowly to recognize profits. In order to verify the effect of conservatism accounting on corporate earnings and stock returns, empirical analysis was conducted. The study period is from 2011 to 2016, and sample targets are listed companies with securities. conservatist accounting was measured by Cons, accounting profit by ROA and stock return by Ri. The results of the analysis are as follows.

First, conservatism was negatively related to accounting profits (Hypothesis 1), and it was found that conservatism had a negative effect on accounting profits. Second, conservatism accounting has a positive (+) relationship with stock returns (Hypothesis 2). As conservatism accounting increases, stock returns increase, and conservatism accounting is seen as a positive signal in the capital market. There is a limit to the fact that data are limited by using data from 2011 after the 2008 global financial crisis. Future research will require a study that extends the period before and after the 2008 global financial crisis. Further research needs on the relationship between conservatism and various financial ratios.

Key Words : accounting profits, conservatism, stock return rate

* This study summarizes and supplements the first author's master's thesis

** 1st author, Master's degree at Dankook University

*** Corresponding auther, Adjunct Professor, Ansan University, 6262yy@naver.com

『산업연구』 연구윤리규정

제1조 목적

이 규정은 단국대학교(죽전) 부설 미래산업연구소(이하 연구소라 한다)에서 발간하는 『산업연구』지에 대한 연구윤리의 기준을 제시함으로써 학술연구문화의 정착과 올바른 연구윤리를 고양하며, 연구윤리 확립을 위한 관련 사항 및 『산업연구』의 투고 규정에 의하여 접수되고 심사되는 논문의 성격을 규정 하고, 연구논문 기고자의 연구 부정행위를 방지하며 연구윤리를 확보하는데 필요한 기본 원칙과 방향을 정하는데 목적이 있다.

제2조 대상 및 적용범위

이 규정은 연구소에서 발행하는 『산업연구』에 연구논문을 게재하는 모든 자를 그 대상으로 하며, 투고규정에 의하여 접수되고 심사되는 연구논문이 갖추어야하는 기본적인 요건을 벗어나 연구윤리에 위배되는 연구부정행위로 인정될 경우에 적용한다.

제3조 논문수정 및 삭제

논문의 저자는 심사과정에서 제시된 심사의견을 최대한 수용하여 논문에 반영하도록 하여야 한다. 하지만, 연구자(들)가 심사의견에 동의하지 않는 경우, 그 근거 및 이유를 편집위원에 제시하여야 한다.

제4조 연구 부정행위

- 『산업연구』는 연구윤리규정에 위반되는 다음과 같은 연구 부정행위를 금지한다.
  - ① 연구위조 행위
    - 연구자가 연구결과를 허위로 만들어내는 행위
  - ② 연구변조 행위
    - 연구자가 데이터를 조작하여 연구내용 혹은 결과를 왜곡하는 행위
  - ③ 연구표절 행위
    - 연구자가 타인의 연구내용이나 결과 등을 임의로 도용하는 행위
  - ④ 중복제출 행위
    - 연구자가 하나의 학술지에 게재된 동일한 연구결과를 새로운 연구결과로 하여 다른 학술지에 중복 게재하는 행위

제5조 연구 부정행위에 대한 조치

- 편집위원회는 연구윤리규정 위반이 사실로 판정된 자에 대하여 연구소장에게 적절한 징계를 건의할 수 있다.
- 소장은 편집위원회의 건의가 있을 경우 운영위원회를 소집하여 징계여부 및 징계내용을 결정한다.
- 연구 부정행위로 판정된 논문 및 연구자(들)에 대해서는 한국연구재단 등재(후보) 학술지 관리지침 제9조에 준하는 조치규정에 따른다.
  - 부적격 논문으로 판정하여 저자에게 통보하며 심사를 진행하지 않는다.
  - 게재 무효 결정을 통보하고『산업연구』논문 목록에서 삭제조취를 취한다.
  -『산업연구』에 연구 부정행위 사실을 공표한다.

발생횟수	처리내용	비 고
1회 발생	- 3년간 국내/국제 학술지발행지원 사업의 지원대상에서 제외	※ 판정년도로부터 3년간 ※ 판정일 이전에 지원비가 지급된 경우 차년부터 3년간
2회째 발생 (1회 발생 이후 5년 이내)	- 학술지평가에 반영	※ 차회 학술지평가 시에 내용평가 부분의 심사기준 및 심사내용, 논문의 독창성, 논문의 내용에 대한 평가등급을 최저등급으로 처리
3회째 발생 (1회 발생 이후 5년 이내)	- 등재(후보)학술지에서 제외	※ 차년부터 등재후보학술지 진입을 위한 학술지평가 사업에 신청할 수 있음

제6조 [연구윤리위원회]

1. 연구윤리에 관한 사항을 논의하기 위해 연구윤리위원회를 둔다.
2. 연구윤리위원회는 미래산업연구소 소장, 편집위원장, 편집위원을 포함하여 5인의 위원으로 구성한다.
3. 연구윤리위원장은 윤리위원 중 1인으로 한다.

제7조 [심사자 선정]

1. 심사의 엄정성을 통한 연구윤리의 확립을 위해 투고자와 동일기관에 있는 이는 심사자에서 배재한다.

연구윤리에 대한 자료집 소개

연구윤리정보센터, 연구윤리 질의응답집,
국가과학기술인력개발원, 2014. (NRF-2014-연구윤리)
ISBN 978-89-968952-9-9

책자소개 :

2014년 대한민국 교육부와 한국연구재단의 「연구윤리활동지원사업」의 지원을 받아 국가기술연구원 부설 연구윤리정보센터(http://www.cre.or.kr)에서 발간한 비매품 자료.

책자의 구성 :

지난 2012년부터 2014년까지 약 3년간 상담센터에 접수된 연구윤리 관련 질의와 자문내역을 분석하여 빈도와 주제별로 분류하고 총 6개 주제로 총 83개의 질문과 응답으로 구성하여 제작

제1주제 : 연구설계(11개의 질문과 응답)
제2주제 : 연구수행(6개의 질문과 응답)
제3주제 : 연구성과 활용(35개의 질의와 응답)
제4주제 : 연구공동체(12개의 질의와 응답)
제5주제 : 연구부정행위(17개의 질의와 응답)
제6주제 : 연구성과 관리(2개의 질의와 응답)

본 「연구윤리 질의응답집」은 평소 연구자들이 연구의 시작과 종료 및 활용에 이르기까지 전체 연구프로세스에서 갖을 수 있는 연구윤리 관련 의문에 대한 내용을 이해하기 쉽게 정리된 자료집임. 비매품으로 연구윤리정보센터(http://www.cre.or.kr)에 접속하거나 단국대학교 미래산업연구소(http://k2.dankook.ac.kr/user/rifi)로 문의 시 구할 수 있음.

『산업연구』 투고규정

본 요령은 학술지『산업연구』에 게재할 논문 원고 투고에 관한 사항을 규정함을 목적으로 한다.

Ⅰ. 투고의 기본 요건

1. 투고자 자격 및 의무
   (1) 논문 투고자는 단국대학교 교원(전임, 비전임 및 강사 포함) 및 교외 연구자에게 개방되어 있으나, 대학원생의 경우 지도교수와 공저로서 투고가 가능하다.
   (2) 투고 논문은 타 학술지에 게재되거나 게재 신청 중이 아니어야 하며, 산업연구에 제출되어 심사진행 중인 논문은 타 학술지에 제출할 수 없다. 단, 박사학위논문의 요약본이나 학술대회 및 세미나에서 working paper의 형태로 발표된 논문은 예외로 한다.
   (3) 논문의 내용에 대한 책임은 투고자가 진다.
   (4) 산업연구에 게재된 논문의 판권은 미래산업연구소가 소유한다.

2. 논문 발간일
   산업연구는 연 2회(5월 31일, 11월 30일) 발간하며, 필요에 의해서 특별호를 발간할 수 있다.

3. 논문투고 시 준수사항
   (1) 논문의 투고는 편집위원회에 e-mail 혹은 디스켓 형식으로 제출한다.
   (2) 원고의 접수일은 원고가 본 편집위원회로 도착한 날로 한다.
   (3) 투고자 소속기관, 성명(저자가 2인 이상일 경우 제1저자, 교신저자, 공동저자를 구분하여 명기), 영문성명, e-mail 주소, 전화번호(휴대폰포함), 논문집 수령주소, 논문페이지 수 등을 명시한다.
   (4) 투고자는 소정의 심사료를 납부하여야 한다. 단 단국대학교 교원의 경우 이를 면제할 수 있다.

4. 투고된 논문은 2인의 심사위원에 의한 비공개 심사를 실시하며, 게재여부를 결정한다.

5. 논문 투고처

16890 경기도 용인시 수지구 죽전로 152 단국대학교 부설 미래산업연구소(상경관 531호)
Tel : 031-8005-3398, 2660 Fax : 031-8005-4033 e-mail : nihao110@dankook.ac.kr

Ⅱ. 투고논문 작성요령

1. 원고는 국문, 국한문, 또는 영문으로 작성하는 것을 원칙으로 한다.
2. 원고는 도표, 참고문헌 및 부록을 포함하여 A4용지 기준 25페이지 이내로 작성 하는 것을 원칙으로 한다.
3. 원고의 제 1면에는 한글로 제목, 투고자의 성명(저자가 2인 이상일 경우 제1저자, 교신저자, 공동저자를 구분하여 명기), 소속기관, 직명, e-mail 주소, 국문요약(약 400단어 내외), 핵심 주제어를 명기한다. 소속기관과 직명, 연구비 후원 등에 관하여는 하단에 주석으로 명기한다.
4. 원고의 끝면에는 영문제목, 투고자의 영문성명, 영문 Abstract(약 400단어 이내), Key-words, 소속(하단 주석처리) 순으로 명기한다. 단, 영문원고인 경우에는 국문요약을 작성한다. 저자의 영문성명은 다음과 같이 표기한다.
   예) 한글 : 홍길동 영문 : Hong, Gil-Dong
5. 원고는 한글 워드프로세스(한글 2000 이상 버전)로 작성하되, 영문의 경우 MS-Word도 가능하다. 편집용지 및 편집스타일의 세부규격은 다음과 같다.
   글씨체 : 신명조체 글씨크기 : 10.5pt 자간 : -5
   좌우여백 : 3.7㎝ 상하여백 : 3.8㎝ 줄간격 : 170%
6. 문헌의 인용은 다음과 같은 방법으로 표기한다.
   1) 해당 어구 또는 문장의 끝에 괄호를 사용하여 저자명과 발행연도를 표기한다.
      예) (홍길동 1995), (Smith 1968)
      (오성 · 한음 1995), (Paul and Smith 1968) ····· 2인의 공동연구
      (홍길동 등 1995), (Smith et al. 1987) ····· 3인 이상의 공동연구
      (홍길동 1995, 1997) ····· 같은 저자의 여러 문헌
      (홍길동 1995a, 1995b) ····· 같은 연도에 같은 저자의 여러 문헌
      (오성 1995: 한음 1995) ····· 둘 이상의 다른 저자들의 문헌
   2) 저자의 이름을 직접 언급할 때에는 이름 뒤에 괄호로 연도를 표기한다.
      예) 홍길동 등(1995)에 의하면, ·····
      Smith et al.(1987)에 의하면, ·····

7. 각주는 보충설명이 필요한 경우에 작성하되, 어구의 우측 상단에 위첨자로 일련번호를 붙여 표시하고 그 내용은 해당 면의 하단에 기술한다.
8. 표 또는 그림의 일련번호와 제목은 해당 표의 위에 표기한다.
9. 참고문헌은 논문에서 인용된 것에 한정하여 다음과 같은 방법으로 표시한다.
   (1) 참고문헌의 기재순서는 국내문헌, 외국문헌의 순서로 하며 국내문헌은 저자명의 가나다 순으로 그리고 서양문헌은 저자명의 알파벳 순으로 배열한다.
   (2) 서양문헌의 경우 저자명은 last name을 먼저 기재한다.
   (3) 정기간행물은 저자명, 연도, 논문제목, 간행물이름(서양문헌의 경우 이탤릭체), 권 · 호수, 페이지 순으로 표기한다.
   (4) 정기간행물이 아닌 경우는 저자명, 연도, 도서명(서양문헌의 경우 이탤릭체), 출판회수(2판 이상의 경우), 권(2권 이상의 경우), 출판지, 출판사의 순으로 표기한다.
   예) 박연암. 1999. 회계이론. 제3판. 자유출판사. 서울.
   홍길동, 박연암. 2000. 글로벌 경쟁환경에서의 투자의사결정에 관한 연구. 산업연구. 제1권 제1호 : 333-352.
   홍길동. 2000. 기업지배구조와 이익조정에 관한 연구. 박사학위논문. 금강대학교.
   Beteson, E. G. 1992. *Managing Services Marketing.* 3rd ed, NY : The Dryden press, 1992.
   Pyo, Y., and S. Lustgarden. 1990. Differential Intra-industry Information Transfer Associated with Management Earnings Forecasts. *Journal of Accounting Economics*. Vol.15, 365-379.
10. 논문체재는 다음과 같이 표시한다.
   대항목 (15 pts) : Ⅰ, Ⅱ, Ⅲ, Ⅳ, ·····
   중항목 (13 pts) : 1, 2, 3, 4, ·····
   소항목 (12 pts) : (1), (2), (3), (4), ·····
   세부항목 (11 pts) : 1), 2), 3), 4), ·····
   이하항목 (11 pts) : ①, ②, ③, ④, ·····
11. 본문에 사용할 부호는 다음에 의한다.
   " " : 대화체나 독립된 인용문
   ' ' : 부분적인 인용이나 강조를 나타낼 때
   『 』 : 작품, 저서명
   「 」 : 논문이나 잡지, 신문명을 명기할 때」
   〈 〉 : 강조의 성격을 더욱 강하게 나타내거나 인용문의 경우 저자가 강조할 때

· : 명사나 형용사 등 동격을 표시할 때
… : 말을 생략할 때 줄임표로서 점(.) 3개 표시

Ⅲ. 심사절차

투고된 원고는 『산업연구』의 투고요령에 맞는 경우에만 심사의 대상이 되며, 편집위원장은 투고요령에 맞지 않는 원고의 심사를 거부하거나 보완을 요청할 수 있다.

1. 논문 접수
   - 논문이 접수되면 편집위원장은 논문접수 사실을 저자에게 e-mail로 통지한다.
   - 심사의 시작은 심사위원에게 심사를 의뢰한 날로 한다.
2. 심사위원 선정
   - 편집위원장은 논문의 학술적 영역을 파악하여 편집위원 중에서 접수된 논문내용에 가장 부합하는 2인의 심사위원을 선정한다.
   - 심사위원은 논문 접수 10일 이내에 선정하는 것을 원칙으로 한다.
3. 심사 및 심사결과의 처리
   - 접수 논문을 담당할 심사위원이 선정 되면 편집위원장은 인적사항이 삭제된 접수 논문을 선정된 심사위원에게 송부한다.
   - 논문의 심사를 의뢰받은 심사위원은 논문 발송일 기준으로 3주 이내에 심사를 완료해야 하며 최대 5주를 초과하지 않도록 한다.
   - 심사가 완료되면 심사위원은 심사결과를 편집위원장에게 발송하여야 한다.
   - 두 심사위원의 심사 결과를 기준으로 편집위원장은 편집위원의 의견을 반영하여 게재여부(게재, 수정 후 게재, 수정 후 재심사, 게재불가)를 결정한다.
   - 편집위원장은 원칙적으로 심사위원의 의견을 따르나 심사가 지연될 경우 또는 심사결과가 성실하지 못하다고 판단되는 경우에는 새로운 심사위원을 선정하여 심사를 의뢰할 수 있으며, 재심사를 요청할 수 있다.
4. 심사결과의 통보
   - 심사결과 접수 후 결정된 편집위원회의 판정 결과를 즉시 논문 저자에게 통보한다.
5. 『산업연구』지 게재
   - 게재 적합으로 판정된 논문은 판정일자로부터 가장 가까운 시기에 발행되는 『산업연구』지에 게재하게 된다.
   - 해당 호에 게재될 논문이 이미 확정된 경우 다음 호로 순연한다.

Ⅳ. 심사기준

논문의 심사 및 게재결정 기준은 다음과 같다.

① 연구주제의 적합성
② 주제의 참신성
③ 연구방법의 타당성
④ 연구결과의 기여도
⑤ 논문의 구성 및 논리전개
⑥ 문장표현 및 편지요건충족여부
⑦ 참고문헌, 각주, 영문요약의 적절성

Ⅴ. 심사방법

심사의견서의 내용

- 심사위원은 심사 기준에 의거하여 다음과 같은 내용으로 심사의견서를 작성한다.

① 게재, 수정 후 게재, 수정 후 재심사, 게재불가 중 한 가지로 심사결과를 작성한다.
② 심사기준의 의거하여 각 항목별로 평가 내용을 기록하고 수정/보완 점에 관하여는 페이지, 항, 또는 행을 명시하며, 그 사유를 밝힌다.
③ 심사의견서의 총평을 반드시 기재한다.

단국대학교 부설 미래산업연구소

논 문 심 사 의 견 서

논문제목			
심사위원	소속 :	직위 :	성명 : (인)

1. 심사위원평가사항

평가항목		평가내용(해당점수에 V 표시)
1	연구주제의 적합성	평가점수 : 20점( ) 18점( ) 16점( ) 14점( ) 12점( )
2	주제의 참신성	평가점수 : 20점( ) 18점( ) 16점( ) 14점( ) 12점( )
3	연구방법의 타당성	평가점수 : 10점( ) 8점( ) 6점( ) 4점( ) 2점( )
4	연구결과의 기여도	평가점수 : 10점( ) 8점( ) 6점( ) 4점( ) 2점( )
5	논문의 구성 및 논리전개	평가점수 : 20점( ) 18점( ) 16점( ) 14점( ) 12점( )
6	문장표현 및 편집요건충족여부	평가점수 : 10점( ) 8점( ) 6점( ) 4점( ) 2점( )
7	참고문헌, 각주, 영문요약의 절절성	평가점수 : 10점( ) 8점( ) 6점( ) 4점( ) 2점( )
종합점수		(/100)점

2. 심사위원 최종판정

판정내용	판정	비 고
(1) 무조건게재(90점 이상)	( )	현재상태로 학술지에 게재할 수 있음.
(2) 수정/보완 후 게제 가능(80점 이상)	( )	지적사항이 수정된 후 학술지에 게재할 수 있음. (수정 및 보완 후 편집위원회가 평가)
(3) 수정/보완 후 재심 (70점 이상)	( )	지적사항이 수정하여 재투고(저자의 심사답변서 포함) 되었을 때 재심사를 함.
(4) 게재불가(70점 미만)	( )	현재의 연구내용으로는 논문집에 게재할 수 없음. (※1번과 2번 항목의 합이 30점 이하인 경우도 해당)
※ 무조건 게재 또는 수정 및 보완 후 게재가능으로 판정된 경우 편집위원장이 심사(판정)결과에 따른 수정 여부와 답변내용을 확인 후 바로 게재절차를 밟게 됩니다.		
※ 논문심사위원께서 수정 또는 답변 내용을 확인하고자 한다면 다음의 ( )의 V표기해 주십시오.		
확인요망( )		

3. 심사위원 총평(수정사항)

❑ 운영위원회

연 구 소 장 정연승
감 사 서문석
연 구 간 사 문보영
운 영 위 원 윤상철 홍석기 송인국 민동원 문보영 양철원 유기동
조 교 조경아

❑ 편집위원회

편 집 위 원 장 민동원
편집부위원장 양철원
편 집 위 원 고봉현 문상혁 배광일 유상열 정성우 김병모
김상헌 천성용 조홍종 전정호 이근영 이인혁
김정균 여민선 마재신

산 업 연 구 제42권 제2호

2018년 11월 25일 인쇄
2018년 11월 30일 발행
발행인 정 연 승
발행처 단국대학교 부설 미래산업연구소
(16890) 경기도 용인시 수지구 죽전로 152
전화 : 031) 8005-3419, 2660
팩스 : 031) 8005-4033
E-mail : nihao110@dankook.ac.kr
印 刷 新 陽 社
서울시 중구 초동 21-1 기영빌딩 5층 606호
☎ 2275-0834 · 4585 · 4566 FAX : 2275-4589