

# Justifications of Stakeholder Capitalism Theory of the Corporation: Concepts, History, Legal Backgrounds, and Issues

## 이해관계자 자본주의 기업이론 고찰: 개념, 역사, 법률적 배경과 핵심 쟁점

Su-Yol Lee(First Author)  
Chonnam National University  
([leesuyol@jnu.ac.kr](mailto:leesuyol@jnu.ac.kr))

Discourses on stakeholder capitalism have been invigorated in recent years. However, stakeholder capitalism is still new to academia and practices. A theory of the corporation has explored stakeholder capitalism in superficial and fragmented ways. Several concepts that seem similar but with subtle differences, such as the stakeholder model, stakeholder theory, and stakeholder approach, are used by various scholars in very different ways; however, this diversity and its implications are rarely discussed. This study aims to theoretically investigate stakeholder capitalism based on the theory of the corporation. It points out some of the more critical distinctions, issues, and implications associated with the stakeholder capitalism theory of the corporation in the contexts of historical, legal, and institutional backgrounds. This study clarifies and justifies the theory's essential content and significance by providing comparisons with those of the shareholder capitalism theory. This study provides a discourse basis for stakeholder capitalism by providing its descriptive, instrumental, and normative justifications. This study pays homage to the justifications presented by Donaldson and Preston in 1995. Their justifications for the stakeholder theory are still relevant to addressing stakeholder capitalism today. This study contributes to the literature by providing a comprehensive understanding of the stakeholder capitalism of the corporation.

Key Words: Stakeholder capitalism, Theory of the corporation, Justifications, ESG, CSR, Shareholder capitalism

### 1. 서론

오늘날 이해관계자 자본주의 담론이 널리 퍼지고

있다. 세계경제포럼(World Economic Forum)의 2020년 의제는 “화합과 지속 가능한 세계를 위한 이해관계자(Stakeholders for a Cohesive and Sustainable World)”였다. 세계에서 모인 3,000여

Submission Date: 08. 03. 2022

Revised Date: (1st: 08. 29. 2022)

Accepted Date: 08. 30. 2022

Copyright 2011 THE KOREAN ACADEMIC SOCIETY OF BUSINESS ADMINISTRATION

This is an open access article distributed under the terms of the Creative Commons Attribution License 4.0, which permits unrestricted, distribution, and reproduction in any medium, provided the original work is properly cited.

명의 정치, 경제, 사회 리더들은 이해관계자 자본주의 이행 경로에 대해 깊이 토의한 뒤 포럼 선언문을 통해 기업의 목적과 기업이 행해야 할 새로운 방향을 제시했다. 이들은 주주를 포함한 모든 이해관계자를 위해 지속적이고 균형 잡힌 가치를 창출하는 것이 기업의 역할이라는 데에 의견을 모았다(World Economic Forum, 2019). 미국 대기업 최고경영자(CEO) 모임인 비즈니스라운드테이블(The Business Roundtable)은 2019년 기업 목적을 새롭게 규정한 성명서를 채택했다. 1978년 설립되어 미국 재계를 대표해 온 이 이익 단체에는 월마트, JP모건, 애플, GM, 듀크에너지 등 거대 기업의 최고경영자가 회원으로 참여하고 있다. 전국경제인연합회(전경련) 성격의 모임이다. 기업에게 고객, 직원, 공급사, 지역사회와 주주 등 모든 이해관계자는 똑같이 중요하며, 기업은 이들 모두를 위한 가치 창출에 헌신하겠다는 선언이 새로운 성명서에 담겨 있다(The Business Roundtable, 2019). 이 단체는 미국 대기업의 정책적 입장을 표명해 왔는데, 1997년 이후 발표된 성명서들은 주주 최우선주의(shareholder primacy) 원칙을 고수해 왔다. 그런 면에서 2019년 새 성명서는 재계의 오랜 관념을 뒤집는 획기적인 전환을 보여준 사례로 평가된다(New York Times, 2019). 기업 경영자의 이러한 선언에 주주들의 반발이 없었다는 점도 주목할 만하다. 다국적 대기업 유니레버(Unilever) 대표였던 Polman은 2018년, 초단기적인 실적에 연연하지 않겠다는 의미를 담아 분기별 실적 보고를 중지했다. 그는 유니레버는 장기적 가치 창출에 집중할 것이고 주주가치는 결과일 뿐, 그것이 회사의 목적은 아니라는 점을 분명히 했다. 이때에도 주식 시장은 별다른 거부 반응을 보이지 않았다(Polman & Winston, 2021).

기업 경영 현장에서 이해관계자를 중시하겠다는 다

짐은 새삼스러운 현상이 아니다. 경영자의 일상 관심사는 매 시각 변하는 주가가 아니라 시장에서의 경쟁, 기업 조직 운영 등 실질적인 문제에 있다. 이러한 현실적인 이유로 경영자는 고객, 직원 등 기업 경쟁력에 직접적으로 영향을 미치는 이해관계자를 중시해 왔다. 2016년 글로벌 조사에서 최고경영자 응답자의 90%는 고객이 기업 전략에서 가장 중요한 이해관계자라고 답했다. 기업이 창출해야 하는 가치 우선순위도 고객, 사회가 주주보다 높았다. 대다수 최고경영자들은 다양한 이해관계자를 위한 노력과 성과가 재무성과에도 도움이 된다는 믿음을 갖고 있는 것으로 보고되었다(PwC, 2016).

이해관계자 개념은 경영학 학술 체계에도 깊이 뿌리 내리고 있다. Freeman(1984)의 획기적인 저작물 “전략 경영: 이해관계자 접근법(Strategic Management: A Stakeholder Approach)”이 출간된 이후 이해관계자 관점은 경영학 문헌에서 흔히 사용되는 이론으로 빠르게 자리매김했다(Donaldson & Preston, 1995). 물론 실증주의(positivism)를 근간으로 하는 경영학 연구에서 이해관계자라는 구성 개념이 학술 면에서 두루뭉술하여 명료하지 못하다는 지적도 있다(Brummer, 1991). 그럼에도 이 이론은 조직과 전략 연구에서 기업 경쟁력 원천을 설명하는 기초 이론으로 널리 활용되어 왔다(Eskerod, 2020; Harrison et al., 2019; Harrison et al., 2010). 이해관계자야말로 건강하고 깊은 관계가 기업 성과의 중요한 원천이라는 설명이 범용성이 높기 때문이다. ‘자원’이라는 변용성이 높은 개념을 기초로 하는 자원기반이론(RBV: a resource-based view of the firm)이 전략 연구에서 가장 광범위하게 활용되는 이유와 유사하다(Freeman et al., 2021; Harrison et al., 2019; Barney, 2018). 무엇보다 이해관계자 이론은 기업의 사회적 책임(CSR: corporate social

responsibility)이나 지속 가능성(sustainability) 쟁점을 탐구하는 경영학 연구에서 이론적 토대 역할을 해 왔다(Freeman et al., 2021). 비록 Freeman은 1984년 저작에서 책임, 윤리, 규범에 대해 직접 언급한 적이 없지만, 이 이론은 다양한 이해관계자 가치를 고려하는 것을 전제하고 있기 때문에 기업 성과와의 관련성이 불충분한 상황에서도 기업이 무엇을 해야 하는지 당위성을 설명하는 데 유용하다(Freeman et al., 2021).

이와 같이 이해관계자 개념은 경영 실무와 학계에 이미 넓게 퍼져 있고, 이해관계자 가치가 중요하다는 데에 기업과 사회가 대체로 공감하고 있다. 그럼에도 이해관계자 자본주의 논의는 여전히 새롭게 다가온다. 한국경영학회는 경영학연구 2022년 특별호 논문모집공고에서 “이해관계자 자본주의에 대한 학계의 연구와 논의는 초기 단계이며, 개념 정립과 기업 경영에 의미 있는 시사점을 주기에 미흡했다.”라고 언급했다.<sup>1)</sup> 이해관계자 접근법이 처음 소개된 후 10년이 지난 1995년, Donaldson & Preston(1995)은 “이해관계자, 이해관계자 모형, 이해관계자 경영, 이해관계자 이론 등 서로 유사해 보이지만 다소 이질적인 용어와 개념들이 제각각 여러 용도로 사용되고 있지만, 이해관계자 이론의 다양성과 시사점은 충분히 논의되지 못했다.”라고 지적했다. 이들 연구 이후 25년이 지나는데 이 모호함은 정리되지 못한 채로 이해관계자는 오히려 더 넓게, 더 자주 불리게 되

었다. 여기에 최근 ‘이해관계자 자본주의’라는 보다 포괄적인 의미가 더해지면서 기존 개념의 불명료함이 더욱 심화되는 것으로 보인다.

이러한 배경에서 이 논문은 기업이론<sup>2)</sup>을 중심으로 이해관계자 자본주의를 종합적이고 심층적으로 고찰하고자 한다. 이 논문은 역사와 법, 제도적 맥락에서 이해관계자 자본주의 기업이론(stakeholder capitalism theory of the corporation)의 개념과 쟁점을 설명하고 이 기업이론이 어떻게, 왜 유용한지 다양한 측면에서 논증한다. 이 논증은 대조 모형인 주주 자본주의 기업이론을 동일한 맥락에서 비교하고 설명한다. 정당화 논증은 이론이 타당한 이유를 설명하고 토의하는 과정이다. 이 논문은 이해관계자 자본주의 기업이론이 옳다는 것을 단순히 주장하지 않는다. 경합하는 기업이론의 논리는 무엇이고, 검토하는 시각에 따라 어떤 쟁점과 한계가 있는지 고찰하면서 이해관계자 자본주의 기업이론을 깊이 이해하는 데 필요한 틀을 제공하는 것이 논문의 주된 목적이다. 기업이론이 타당한 이유를 논증하는 정당화는 현상 기술적(descriptive), 도구적(instrumental), 규범적(normative) 측면에서 이루어진다. 이 내용은 Donaldson & Preston(1995) 연구에 대한 오마주(homage)를 담고 있다. 이들 연구자가 1995년 제공했던 이해관계자 기업이론의 세 가지 정당화 설명은 이해관계자 자본주의 쟁점을 다루는 지금도 여전히 유용하다. 본 논문은 역사, 법, 제도, 경영 관점에

1) 한국경영학회 경영학연구 2022년 특별호 논문모집공고 - 주제: 이해관계자 자본주의와 경영학이 나아갈 길. (<https://kasba.or.kr/59/11310858>) 접속일: 2022.06.17.

2) 기업이론(theory of the firm 또는 theory of the corporation)은 기업 조직이 형성되는 이유를 탐구하고 설명하는 학문이다. 경제학의 기업이론은 기업의 목적이나 구성 주체, 역할 등 기업 본질에 대해 가정(assumptions)을 둔다. 예를 들어, 기업을 수많은 거래의 집합체(a nexus of contracts)로 보거나, 이윤 창출을 위한 생산 기능으로 존재를 규정하는 것이다(Demsetz, 1988; Williamson, 1981; Jensen & Meckling, 1978). 자본주의 기업이론은 기업이란 무엇인가, 누구를 위해 존재하는가라는 핵심 질문을 풀어내는 설명이다. 이 논문이 기업이론 용어를 사용하는 이유이다. 기업이론 문헌 몇 가지를 언급하겠지만 이 논문은 해당 이론을 상세히 다루지는 않는다.

서 보다 다채롭고 통합적인 해석을 시도한다. 이해관계자 자본주의 기업이론은 통섭적 접근이 필요하기 때문이다. 이 과정을 통해 경영 실무와 경영학에서 고민해야 하는 시사점을 제공한다.

이 논문은 다음과 같이 구성되어 있다. 2장은 기업을 둘러싼 이해관계자 문제와 쟁점이 배태되었던 역사적 맥락을 설명한다. 환경, 사회, 지배 구조의 이질적 쟁점이 언제, 왜 잉태되어 어떻게 변화해서 오늘날에 이르렀는지 배경을 이해할 수 있다. 3장은 경합 모형인 주주 자본주의와 이해관계자 자본주의를 법제도적 맥락에서 비교하여 설명한다. 미국 법인이론을 통해 기업의 목적, 기업의 주인에 대한 쟁점을 법과 사회가 어떻게 해석하고 있고, 시대에 따라 어떻게 변해왔는지 고찰한다. 주주 자본주의와 이해관계자 자본주의의 역사적 배경을 이해하고 해당 모형들의 독자적인 유용성을 논의할 수 있다. 4장은 현상 기술적, 도구적, 규범적 측면에서 이해관계자 자본주의 기업이론의 타당성을 고찰한다. 논증의 근거, 장점과 한계를 정리하고 경영학계가 탐구해야 하는 이 기업이론의 학술적 시사점 제시한다. 마지막 장은 논문 요약과 경영 실무에 주는 제언을 담고 있다.

## II. 이해관계자 자본주의 기업이론의 역사적 맥락

이해관계자 자본주의와 ESG(환경, 사회, 지배 구조)가 최근 다시 주목받고 있지만 그 쟁점의 시작은 오랜 역사를 가지고 있다. 이 논쟁은 현대적 기업, 즉 주식회사 기업의 탄생<sup>3)</sup>과 함께 배태되어 백여 년의 기간 동안 몇 번의 부침을 겪은 뒤 지금 다시 수면 위로 떠오른 것이다. 이해관계자 자본주의 쟁점은 사실 '주식회사'에 국한된다. 상장되지 않은 기업, 소유가 명확한 사기업은 본질적으로 이 쟁점의 대상이 아니다.<sup>4)</sup> 따라서 이해관계자 자본주의 기업이론을 설명하기 위해서는 주식회사 기업을 둘러싼 역사적 맥락을 이해해야 한다. 이 절은 역사적, 법제도적 배경에서 이해관계자 자본주의 논쟁이 언제부터 시작되었고, 어떻게 축적되어 왔는지 서술한다.

### 2.1 쟁점의 시작, 주식회사 기업의 탄생

노벨평화상 수상자이자 철학자였던 버틀러(Butler)는 “근대 최고 위대한 발견은 주식회사다.”라고 말했다.<sup>5)</sup> 기업이 번창했던 지난 두 세기는 인류 역사상 가장 많은 부를 창출한 시기로 기록된다. 기원후 1820년까지 세계 GDP는 단 5.6배 늘어나는데 그쳤지만,

3) 기업법은 주식회사의 기원을 1602년 인도에 세워졌던 동인도 회사에서 찾기도 한다. 그러나 식민지 시대의 동인도 회사 같은 주식회사는 본국 정부로부터 특정 지역에 대한 독점적 개발과 운영을 위탁받아 특별허가권(charter)을 가진 준정부 성격의 회사이다. 지금 시각에서 보는 기업과는 다르다. 이 논문은 현대 기업의 원형이 되는 법인 주식회사가 생겨난 19세기 중반을 기업 탄생의 시점으로 보고자 한다.

4) 여기서 사기업은 공개기업의 반대어로 쓰였다. 대주주가 경영자인 기업은 사기업이 아니다. 예를 들어 Toyota. 삼성전자는 공개 기업이며 사기업도 가족 기업도 아니다. 기업은, 어떤 유형의 기업이든 그들이 속한 사회 안에서 서로 영향을 주고받으며 운영된다는 면에서 그 영향에 대한 책임이 있고, 사회로부터 운영권(license to operate)을 인정받아야 한다는 견해가 기업의 사회적 책임 논의의 기초이다. 이 논고는 모든 기업에 적용될 수 있는 이러한 기업에 대한 사회적 기대나 사회적 책임을 반박하는 것이 아니다. 다만 이해관계자 자본주의나 ESG, 기업의 사회적 책임 쟁점의 뿌리와 역사, 그 핵심 대상이 주식회사 기업에 있다는 점을 명확히 하고자 한다.

5) Nicholas M. Butler. "...the greatest single discovery of modern times is the limited liability corporation" (<https://www.bbc.com/news/business-40674240>) 접속일: 2022.08.03.

그 이후 200년이 안 되는 기간에 88.9배 증가했다.<sup>6)</sup> 주식회사 기업은 국가가 아닌 민간이 대규모 자금을 조달할 수 있고 동시에 소수의 전문가 집단이 대형 프로젝트를 효과적으로 관리할 수 있는 대단히 획기적인 아이디어의 산물이다(Greenfield, 2004). 기업의 탄생은 두 가지 장치가 작동하기에 가능했다. 이 중 분리(dual divorce)라고 불리는 '소유와 책임의 분리', '소유와 경영의 분리' 원칙이다(Greenfield, 2004). 투자자는 사업 운영에 신경 쓰지 않아도 배당을 받을 수 있고, 어떤 문제가 생겨도 자신의 투자금 외에는 책임지지 않는다. 반면 주식회사 기업 자체는 법적 존재(legal person)로 인정받고 독자적으로 재산권도 행사할 수 있다.

주식회사의 기본 원리는 너무 익숙해서 새로울 것이 없다. 하지만 오늘날 기업의 사회적 책임, ESG, 이해관계자 자본주의 등 관련된 논쟁의 대부분은 이 두 가지 주식회사 원칙에서 파생된 것이다. 첫째, 소유와 경영의 분리는 기업 본질에 대한 논쟁의 원인이 된다. 기업 목적, 기업의 주인에 대한 문제이다. 뒷 절, 기업 법인이론에서 다루겠지만 기업과 주주를 동일시하는 개념과 기업과 주주를 구별해서 보는 견해가 다르다. 예를 들어, 기업을 구성원의 집합체 또는 구성원 간 계약의 집합체로 이해하면 기업의 목적이 주주의 이윤 극대화라는 전제가 성립한다. 이때 소유자를 대신해 선임된 경영자는 주주를 위해 기업을 운영할 책임을 갖게 된다. 이는 전통적 주주 자본주의 기업이론 논리의 토대가 되었다. 대리인 문제(agency problem)도 여기서 시작된다. 대리인인 경영자가 사적 이해관계를 좇아 주주의 뜻에 어긋난 방향으로 기업을 운영할 수 있는 가능성이 존재한

다. 대리인 위험을 줄일 수 있는 경영 견제가 지배 구조 쟁점이고 이것이 ESG의 한 축으로 자리 잡게 된 배경이다. 소유가 명확하고 소유와 경영이 분리되지 않은 개인 기업에 지배 구조 쟁점이 없는 이유이기도 하다. 대리인 문제는 단순히 전문 경영인과 주주 간 관계만을 의미하지 않는다. 주주 사이 문제(예를 들어 대주주와 일반 주주)를 포함한 다양하고 복잡한 쟁점들로 구성되어 있다. 예를 들어, 대주주 경영자(controlling shareholders) 상황은 주주-주주-대리인(principal-principal-agency) 논쟁으로 확장되기도 한다(Young et al., 2008).

둘째, 소유와 책임의 분리는 이후 기업이 미치는 비재무적 영향에 대한 쟁점의 시초이다. 주식회사 체제에서 인권, 재해, 오염 등 기업의 경영 활동 중에 발생하는 다양하고 복잡한 사회, 환경적 영향에 대해 소유자는 직접 책임을 지지 않는다. 자연인 개인은 타인이나 공동체에 피해를 유발하면 벌금, 손해 배상, 징역 등의 방법으로 당사자가 직접 책임을 진다. 이에 비해 법인 기업은 사람과 같은 권리(예를 들어 소유권)는 보장받으면서도 부정적 결과에 대해서는 책임지지 않는다. 소유자가 책임을 지지 않고 대리인이 책임을 대신하는 기이한 상황은 주주에 대한 책임과 사회에 대한 책임 사이 긴장과 갈등을 일으키게 된다. 예를 들어, 주주 중심주의 기업이론에서 주주는 경영자에게 이윤 극대화를 요구한다. 만일 기업 활동의 부정적 외부 효과에 대한 제재가 없는 경우라면(규제가 없는 상황) 환경오염이나 사회문제가 있더라도 수익을 더 높일 수 있는 경영이 장려된다. 부정적 외부 효과를 자발적으로 줄이고자 하는 노력은 주주나 경영자에게 비용으로 인식되기 때문

6) Our World in Data 사이트 자료를 이용하여 기원후 1년부터 1820년까지, 1820년부터 2015년까지 증가율을 직접 계산하였다. 이 사이트의 원자료는 World Bank와 Maddison Project Database이다 (<https://ourworldindata.org/grapher/world-gdp-over-the-last-two-millennia>). 접속일: 2022.08.25.

이다(Friedman, 1970; McWilliams & Siegel, 1997). 반면 기업을 주주와 구별되는 또 다른 존재로 생각한다면 주주의 의견과 상관없이 기업은 독자적인 판단에서 비재무적 영향에 대한 책임을 다할 수 있다.

새롭게 담론이 되고 있는 이해관계자 자본주의, ESG 문제들이 지금 새로 생긴 문제가 아니라 주식회사 기업이 탄생한 그 시점에 같이 태어난 쟁점이라는 것을 명확히 하려고 이러한 원론을 새삼 언급했다. 기업이 존재하는 한, 이 쟁점과 논쟁은 사라지지 않고 함께 가게 된다. 결국 기업 목적, 기업의 주인, 존재 이유에 대한 이러한 본질적 쟁점은 시대에 따라 사회적 맥락에서 기업을 어떻게 인식하고 해석하며, 역할에 대해 어떤 합의를 하는지에 따라 달라진다.

## 2.2 기업에 대한 법적 해석

기업의 존재를 총체적으로 설명하기 위해서는 법이 기업을 어떻게 바라보고 인식하는지 살펴보는 것이 필요하다. 법은 실체가 없는 기업에게 인격권을 부여하고 재산을 소유하고 행사할 수 있는 권리를 부여했다. 법인이론이란 기업이 무엇이며 어떤 목적이 있고, 주인은 누구인가에 대한 사회 규범적, 제도적 해석이다. 따라서 법인이론 고찰은 기업 성격을 규정할 때 반드시 거쳐야 하는 과정이다. 국가마다 법 원리가 다르기 때문에 일반화할 수는 없다. 유럽 대륙식(독일)과 영미식 법철학이 대조를 이룬다고 알

려져 있다(Nam, 2004). 이 논문은 주주 자본주의의 본산지인 미국의 법인이론을 중심으로 기업에 대한 법적 해석을 살펴본다. 이 절의 주요 내용은 Nam (2004) 연구를 재해석하여 정리한 것이다.<sup>7)</sup>

미국에서 법인이론은 시대상을 반영하면서 변화해왔다. 주주 권한을 중시하는 경향은 있을지언정 미국 법리가 기업의 주인이 주주이고, 기업의 목적은 이윤 극대화라고 명시적으로 규정한 적이 없다는 사실에 주목해야 한다. 미국의 기업 법인이론은 인위적 존재이론(artificial entity theory), 집합이론(aggregate theory), 자연적 존재이론(natural entity theory) 순으로 등장했고 집합계약이론(nexus of contracts)이 기업을 바라보는 경쟁적 견해 중 하나이다. 기업을 개별적 존재로 보는 해석과 개인이나 계약의 집합으로 보는 해석으로 크게 구분된다. 이들 해석의 차이가 기업의 지배 구조, 책임, 본질에 대한 대립되는 기업이론으로 발전했다.

19세기 초반 미국 연방대법원이 사적 법인에게 법인격을 부여한 판결이 법인이론 발전에서 가장 획기적인 사건이라 할 수 있다. 1812년 연방대법원 존 마셜(John Marshall) 수석 판사는 법인을 “인위적인 존재이며 …… 단지 법적 사고(思考)에서만 존재”한다고 정의하였다. 이 판결은 당시 막 태동하던 회사 법인에 대한 재산권과 경영권 보호의 원리를 제공하면서 현대적 기업에 대한 성격을 처음으로 규정한 것으로, 이후 기업에 대한 해석에 큰 영향을 미쳤다.<sup>8)</sup> 인위적 존재이론의 해석은 두 가지 면에서 의미가 있

7) 법인은 다양한 유형이 있지만 이 논문에서 설명하는 법인이론은 주식회사 기업으로 한정한다. 미국에서 기업(corporation)은 주식회사를 의미한다. 이 절에서 서술한 내용 중 특별히 출처를 밝히지 않은 내용은 Nam(2004)을 참고한 것이다.

8) 판결문에서 정의한 기업은 다음과 같다. “기업은 법적 사고에서만 존재하는 무형의 인위적 존재이다. 법의 창조물로서 그 법이 규정하고 허락한 권리만을 소유한다(A corporation is an artificial being, invisible, intangible, and existing only in contemplation of law. Being a mere creature of law, it possesses only those properties which the charter of its creation confers upon it, either expressly or as incidental to its very existence).” (4 Wheaton 518, 627 (U.S.1819) (Nam(2004)에서 재인용)

다. 첫째는 기업 법인을 그 조직을 이루는 구성원과 별개의 존재로 인식한다. 둘째는 법적 인격체로서 스스로 재산권을 행사할 수 있다. 19세기 후반 들어 존재이론을 대체하는 새로운 해석이 힘을 얻었다. 구성원 중심으로 회사를 보는 견해로 집합이론이라 부른다. 이 견해는 회사를 구성원들의 사적 자치에 의해 형성된 조직, 즉 실제로 주주의 합의로 형성된 단체로 보며 기업 법인을 개별적인 존재로 인정하기보다는 개인 주주의 자유로운 계약의 산물로 해석한다. 집합이론은 계약이론으로도 불린다. 존재이론과 집합이론의 등장에는 시대적 배경이 있다. 존재이론은 사적 법인이 조금씩 등장하던 19세기 초기에 회사의 독립적 성격을 규정할 필요가 있을 때 등장했다. 반면 집합이론 또는 계약이론은 19세기 중반 이후 미국에서 법인의 자유로운 설립에 대한 요구가 강화되는 시대에 회사 설립 과정에서 주정부 영향력을 제한하고 사적 자치를 강조하기 위한 배경에서 등장했다.

20세기 초에 존재이론이 다시 대두했다. 19세기 후반부터 기업 규모가 급격히 커졌다. 현대적 형태의 주식회사 법인이 등장한 시기다. 소유가 다수의 주주들에게 분산되면서 주주 변동이 빈번해졌다. 주주의 성격에 대한 생각에도 변화가 일어났다. 기업 자치의 능동적인 구성원이 아닌 단순한 투자자로 주주를 바라보는 시각이 늘어났다. 기업 법인을 주주의 집합체로 보기 어려워진 상황에서 기업에 대한 법적 해석도 달라질 수밖에 없었다. 법인이론은 기업 법인을 구성원과 구별되는 독립적 개체로 다시 해석했다. 기업 인격을 이전보다 한층 깊이 인정했는데, 주정부가 법으로 만들어 낸 개체가 아니라 자연적인 존재

로 인정하게 되었다. 자연적 존재론은 기업의 행위는 주주와 관련 없는 회사의 자율적인 의사 결정이라고 해석했고, 이는 주주보다 회사 그 자체를 중시한다.

존재론과 집합론은 기업을 바라보는 해석이 완전히 다른 것으로 이후 법인이론의 경쟁 모형이 되었다. 집합론이 구성원과 주주를 중시한다면 존재론은 기업 자체를 중시한다. 이 두 가지 시각이 이후 기업의 사회적 책임이나 경영자의 역할에 대한 상반된 주장의 논리 기반이 된다. 1930년대 시작된 Dodd와 Berle/Means 기업 법리 논쟁이 지금 주주 자본주의와 이해관계자 자본주의 논쟁의 시작점이다.<sup>9)</sup>

Berle & Means(1932)는 주주 중심 기업이론의 주장자이며 주주 이윤 극대화가 기업 목적이라는 전통적 자유주의 이론의 논리적 기반을 제공했다. 이들은 회사를 주주와 경영자로 구성된 집합체로 보고 경영자는 주주의 수탁자라고 주장했다. 이들은 대기업에서 소유가 분산되면서 경영자의 권한이 커지고 결과적으로 주주와 경영자의 이해관계가 충돌하는 현상을 발견했다. 이를 해결하기 위한 논리로 기업 주인은 주주이며 계약 관계에 따라 주주의 재산적 이익을 극대화해야 하는 책무가 있다는 원칙을 주창했다. 이들이 지적한 주주와 경영자의 이해 상충 현상은 이후 대리인 문제와 기업 지배 구조 쟁점의 출발이 되었다. Berle는 기업법에 대한 논문에서 회사라는 개체와 회사의 경영자가 행사하는 권한은 주주의 이익을 위한 경우에만 가능하며, 회사는 주주의 이윤 추구를 위해서만 존재한다고 단언하기도 했다(Berle, 1931; 1932). 이들이 가장 염려한 것은 사실 경영자가 회사의 지배자가 되어 이들 권력을 통제

9) 주주 이익 극대화 원칙에 근거한 소송과 판례는 이전에도 있었다. 소주주인 Dodge형제가 Ford 자동차 경영진과 이사회를 상대로 제기한 1919년 소송에서 미시건주 대법원은 "주식회사는 기본적으로 주주의 이익을 위해서 조직되고 경영된다."라며 창업주이자 경영자인 헨리 포드와 이사회가 결정한 자동차 판매 가격 인하, 종업원 복지 시설 건립 등이 주주의 이익을 침해했다고 판시한 바 있다(Nam(2004)에서 재인용).

할 수 없게 되는 상황이었다.<sup>10)</sup>

Dodd(1932)는 Berle와 법리 논쟁을 벌이면서 실재이론에 기반을 둔 기업과 경영자의 책무에 대한 논리를 펼쳤다. Dodd는 기업을 주주의 집합체가 아닌 개별적으로 존재하는 개체라고 설명하면서 공동체를 구성하는 자연인으로서 시민을 비유로 들었다. 기업시민주의(corporate citizenship) 개념이다. 시민은 권리와 동시에 의무를 진다. 개인은 시민으로서 자신의 이익이 아니더라도 공동의 선을 위해 헌신하는 책무를 진다. 실존체로서 기업은 자기의 이익(이윤 극대화)이 훼손되더라도 사회라는 공동체가 요구할 경우 헌신할 책무가 있다고 논증한다. 실재론의 견해에서 경영자는 주주에 대한 수탁자가 아니라 회사 존재(entity)의 대리인이고, 주주가 반대하더라도 기업시민으로서 책임을 이행하는 권한을 가진다고 주장하였다. 존재론의 법리는 주주와 기업을 개별적으로 보기 때문에 주주의 이익과 기업의 이익을 구별하는 것이 가능하다.

1930년대 이후에는 미국 특유의 법현실주의 경향으로 이론적 논쟁에 치우치는 법리이론은 쟁점화되지 않았다. 그러다가 1980년대 들어 적대적 기업 인수가 사회 쟁점이 되면서 정부 개입을 두고 법인의 법적 성격에 대한 세찬 논쟁이 다시 시작되었다. 예를 들어 기업 인수가 기업 사냥이라고 불리는 파탄적 기업 인수(bust-up takeover) 양상을 띠면서 사회에 미치는 영향이 커졌기 때문이다. 매수자는 인수한 사업을 지속적으로 운영할 의향보다는 자산 청산, 채무 구조 조정 등을 통해 단기적 이익을 실현하는데 목적이 있었다. 이는 대규모 실업 등 지역사회

에 직접적인 타격을 주었다. 이러한 사회적 영향을 완화하기 위해서 적대적 기업 인수 행위를 제한하는 규제를 도입해야 하는지 문제를 두고 논쟁이 붙었는데, 양쪽 찬반 논증의 이론적 토대가 바로 실재론과 집합론(계약론)이었다.

1980년대 이후 집합이론은 신집합이론 또는 집합적계약이론(the nexus of contracts)으로 불린다. 기업을 참가자 간의 다양한 계약의 묶음으로 이해한다.<sup>11)</sup> 기업은 주주, 경영자, 종업원, 거래기업 등 기업 구성원들이 체결된 계약의 다발에 지나지 않는다는 해석이다. 신집합이론은 구성원의 범위를 이해관계자로 확장하고 있으나 기업을 독자적인 존재로는 인정하지 않는다. 경영자의 책무는 주주의 수탁자로서 주주 이윤 극대화를 위해 이러한 일련의 계약을 잘 관리하는 것이라는 점에서 본질적으로 집합이론(계약이론)과 같다. 신집합이론은 적대적 기업 인수 규제를 강력히 반대하였다. 적대적 기업 인수는 시장의 자연스러운 거래 형성 과정이며 사회 전체적으로는 자원의 효율적 배분이라는 효익을 가져다준다고 설명한다. 무엇보다 공개 매수 과정에서 매수자가 보통 기존 주주에게는 높은 가격(프리미엄)을 제시하기 때문에 적대적 기업 인수는 주주 가치에 긍정적 효과를 미친다. 이를 다른 사회적 이유 때문에 막아서는 안 된다고 신집합이론은 주장한다.

반면 규제 지지자는 실재이론을 법리로 활용하여 적대적 인수를 제한하는 법의 필요성을 주장하였다. 기업은 주주의 집합체나 계약의 다발이 아닌 스스로 존재하는 개체로서 때로는 공공 목적을 위해 자신의 이익을 제약할 수 있다. 기업시민으로서 자발적으로,

10) Berle & Means(1932)는 소유와 경영의 분리를 강하게 주장했다. 필요한 능력을 필요한 곳에 사용하게 하는 것이 자본주의의 본질에 부합한다는 생각이었다. 그런 만큼 전문 경영자가 주주 이상의 힘을 갖는 것을 경계했다. Martin(2010)은 비소유 경영자가 특제한 이 시기를 관리 자본주의라고 부르기도 했다. 하지만 소유와 경영의 분리 원칙에서 주주 가치를 최우선으로 해야 한다는 Berle/Means의 사상은 주주 자본주의의 본질이다.

11) 이 이론은 경제학자인 로널드 코즈(Ronald Coase)의 거래비용이론을 기초로 한 기업이론에 뿌리를 두고 있다.



법적 창조물로서 사회 규약이 정한 범위 내에서 공공선을 위해 헌신할 책무가 있다는 주장이다. 미국에서는 1960년대 이후 적대적 기업 인수를 규제하는 입법이 조금씩 늘었다. 법원 판결도 주주 이외에 고객, 종업원, 지역사회 일반 등 기업 이해관계자를 고려하는 방향으로 바뀌어 왔다(Chirrelstein, 1974).

이 절은 미국을 중심으로 기업 법인이론을 개략하였다. 법인이론은 기업에 대한 법적 견해이자 해석이다. 사회가 기업을 어떻게 바라보고 있는지 보여 주는 제도적 지표라고 할 수 있다. 미국 법인이론의 역사에서 다음과 같은 사실을 확인할 수 있다. 첫째, 기업을 바라보는 법적 시각은 절대적이지 않으며 시대상을 반영하여 지속적으로 변화해 왔다. 둘째, 자본주의 본거지 미국에서도 기업의 목적과 본질에 대해 상반된 법인이론이 공존하고 있다. 기업의 주인은 주주이며 기업 목적이 이윤 극대화라는 명제는 경쟁 이론 중 한 가지 법리이론이다. 하지만 주주의 권한을 최우선시하는 법적 해석이 큰 흐름이었던 것도 사실이다. 셋

째, 그럼에도 이해관계자를 고려하여 기업을 해석하려는 법리가 꾸준히 확산되어 판결에 반영되고 있다.

### 2.3 기업 역사와 제도적 맥락에서 본 자본주의 기업 이론 비교

이 장에서 이해관계자 자본주의 논의가 작위적으로 만들어진 것이 아니라 기업의 탄생과 더불어 생겨난 태생적 쟁점이라는 것을 설명했다. 주식회사 기업의 독특한 속성인 이중 분리 원칙 속에 이미 기업 본질에 대한 논란이 잠재되어 있었다. 이를 해석하는 두 가지 법리이론이 경합하고 있다. 이러한 동태적 맥락에서 기업에 대한 다양한 이해와 논증이 발전해 왔다. 전통적 견해인 주주 자본주의 기업이론은 집합이론적 해석, 이해관계자 자본주의 기업이론은 실재론적 해석에 뿌리를 두고 있다. 기업의 본질을 해석하는 논리에 따라 소유와 경영의 분리, 소유와 책임의 분리를 바라보는 시각과 핵심 쟁점이 달라진다(Figure 1).

주식회사 기업 형성 원리	소유와 경영의 분리	<ul style="list-style-type: none"> <li>• 기업의 주인은 주주이며 경영자는 주주의 수탁인임</li> <li>• 경영의 모든 의사결정은 주주의 이익이 기준이 되어야 함</li> <li>• 경영자와 주주의 이익 상충 가능성을 줄이기 위한 통제 시스템(주주중심 지배 구조)</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>• 기업은 독립된 존재로서 이윤 극대화 범주를 넘어서 자신만의 목적을 가질 수 있음</li> <li>• 경영자는 기업의 수탁인으로 공공 이익이 경영의 기준이 될 수 있음</li> <li>• 기업이 목적, 구성원 및 경영자의 이익 상충을 줄이기 위한 통제 시스템(이해관계자 참여형 지배 구조)</li> </ul>
	소유와 책임의 분리	<ul style="list-style-type: none"> <li>• 기업은 구성원들이 서로의 이익을 추구하기 위해 체결한 계약의 집합체이자 법적 도구이므로 기업이란 존재는 스스로 책임을 질 수 있는 주체가 될 수 없음</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>• 실재 존재인 기업은 주주의 의사와 관계없이 기업 자신이 끼치는 부정적 영향을 줄이기 위한 책무가 있음</li> </ul>
		집합이론(계약이론)	실재이론
기업 법인이론			

<Figure 1> 법인이론 관점과 주식회사 기업 형성 원리에 따른 주요 쟁점

### III. 이해관계자 자본주의 기업이론 타당성 고찰

이해관계자 기업이론은 다양한 목적을 위해 여러 영역에서 활용되었는데 일반적으로 세 가지 형태의 쓰임새가 있었다(Donaldson & Preston, 1995). 첫째는 현상을 기술하고 설명하기 위한 용도로써 기업과 경영자가 현실에서 실제로 이해관계자를 어떻게 인식하고 그들을 고려한 경영 활동을 전개하는지 묘사할 때 활용된다. 둘째는 이러한 이해관계자 기반의 경영 활동이 전통적 기업성과(재무적 성과를 의미하며 수익성과 기업 가치 등으로 측정된다)와 어떤 관련이 있는지 추론하고 실증할 때 이용된다. 셋째는 기업 본질과 역할, 기능이 무엇인지 해석할 때 활용된다. 이러한 흐름에 따라 이해관계자 기업이론이 타당한 이유를 세 가지 측면에서 논증할 수 있다. 현실에서 실제로 이해관계자 자본주의가 얼마나 보편화되었는지 경향을 보여 주는 것(현상 기술적 정당화 [descriptive justifications]라 부른다), 이해관계자 경영과 기업 성과의 긍정적 관계를 실증하는 것(도구적 정당화[instrumental justifications]라 부른다), 그리고 이해관계자 자본주의가 당위적으로 왜 옳은가를 논증하는 것(규범적 정당화[normative justifications]라 부른다)이다(Donaldson & Preston, 1995). 이 장은 이해관계자 자본주의 개념을 개괄적으로 설명하고 이 세 가지 측면에서 이해관계자 자본주의 기업이론이 타당한 이유를 논증한다.

#### 3.1 이해관계자 자본주의 개념과 정의

이해관계자란 말은 일상에서 흔히 사용된다. 하지

만 이해관계자 자본주의에 명확하고 합의된 정의가 있는 것은 아니다. 이 주제가 글로벌 의제로 부상한 이유는 세계가 지금까지와는 다른, 보다 나은 방법으로 경제를 재조직할 필요가 있다는 데에 공감하기 때문이다(Schwab & Vanham, 2021a). 이해관계자 접근법, 이해관계자 경영, 이해관계자 자본주의 등 흔히 혼용되는 이들 개념은 유래와 의미가 약간 다르다. 기업 경영에서 이해관계자 개념은 유럽에서 먼저 형성되었다. 제2차 세계대전 이후 독일, 스웨덴 등 서유럽, 북유럽 국가에서 기업을 공동체의 한 구성원으로 바라보는 인식이 퍼지면서 점차 이해관계자란 개념이 명확해졌다. 독일에서 피고용인이 이사회에 참여하는 관행(이해관계자 지배 구조)이 이러한 배경을 잘 보여 주는 사례이다. 이 지역은 경영자, 직원, 정부로 구성되는 삼부 체제(tripartite system)의 상호 함의로 기업을 인식하는 경향이 강하다(Schwab & Vanham, 2021b). 이해관계자 자본주의는 지금 세계경제포럼(WEF)을 이끌고 있는 클라우스 슈밥(Klaus Schwab)이 제안한 용어이다(Schwab & Kroos, 1971). 이것은 기업이 다양한 이해관계자, 넓은 범위에서 기업이 속한 사회의 요구를 반영하여 장기적인 가치 창출을 추구하는 자본주의 형태로 정의된다(Schwab & Vanham, 2021b).

경영학과와 경영 실무에서 1980년대 이전까지 이해관계자는 통용되는 개념이 아니었다. 당시 학계는 주주를 중심으로 기업과 경영을 바라보는 미국식 주주 자본주의가 큰 흐름이었다. 앞서 언급한 Berle & Means(1932)의 법인이론, Coase(1937), Alchian & Demsetz(1972)의 경제학적 기업이론, Friedman(1970)의 기업자본주의 논고, Jensen & Meckling(1976)의 대리인 문제와 기업 지배 구조 원리로 이어지는 일련의 논고에 힘입어 주주중심 자본주의가 일종의 교리처럼 공고해져 있었다.<sup>12)</sup> 이해관계자라는

익숙지 않은 개념이 부상하게 된 배경은 1980년대 Freeman(1984)과 일련의 저작들이 큰 주목을 받은 이후이다(예: Alkhafaji, 1989; Brummer, 1991). 기업에게 다양한 이해관계자가 있다는 것은 현실에서 매우 자명한 것이다. 비현실적 가정에 기반을 둔 경제학적 기업이론보다 이해관계자 접근법은 경영 현실에서 공감감이 되는 설명이었다. 이해관계자 경영은 기업과 사회의 관계를 다루는 핵심 접근법으로 자리 잡았고(예: Carroll, 1989), 기업 경영과 전략을 이해하기 위한 필수 내용으로 빠르게 확산되었다. 특히, 1980년대는 실무와 학술 영역에서 경쟁전략이 폭발적으로 성장한 시기이다. 이해관계자 모형은 경쟁력의 원천을 설명하기 위해 등장한 많은 이론들(예: 자원기반이론)과 병립 가능하면서 보완적 기능을 수행할 수 있어 널리 수용될 수 있었다(Freeman et al., 2021; Barney, 2018). 이해관계자 이론은 앞서 설명한 이해관계자 자본주의 기업이론과 유사하다. 기업이 고객, 임직원, 공급사, 투자자와 일반 주주, 지역사회 등 기업과 영향을 주고받는 여러 이해관계자 사이에 형성된 관계를 중심으로 자본주의를 이해하려는 시각이다. 이 이론은 기업은 주주뿐 아니라 모든 이해관계자를 위한 가치 창출을 지향해야 하며 이는 전통적 관점의 기업 가치와 선순환 관계를 갖는다고 설명한다. 실무적 관점에서 이해관계자 경영(stakeholder management)은 이해관계자와 이들의 기대와 요구를 규명, 선별하고 분석하여 전략과 경영 활동에 체계적으로 반영함으로써 건전하고 견고한 관계를 지속적으로 구축하는 일련의 과정이라고 정의할 수 있다(Harrison et al., 2010; Freeman, 1984).

### 3.2 현상 기술적 정당화 논증 (Descriptive justifications)

이해관계자 자본주의 기업이론이 유용하고 타당하다는 것을 논증하는 첫 번째 방법은 경영 현실에서 실제로 이해관계자 자본주의가 널리 퍼져 수용되고 있다는 근거를 제시하는 것이다. 이를 현상 기술적 타당성이라 부른다(Donaldson & Preston, 1995). 이 논증은 기업 경영 현실, 주주 및 투자 현실, 그리고 기업법 현실 등 세 가지 면에서 증거를 보여 줄 수 있다. 현실에서 이해관계자 기업이론이 폭넓게 받아들여지고 있는 현상은 이미 서론에서 일부 기술한 바 있다.

첫째, 기업 경영 현실에서 주주가 아닌 이해관계자는 이미 오래전부터 경영 의사 결정에 중요한 순위를 차지해 왔다. 전술한 것처럼 경영자 일상의 관심사는 시장 경쟁과 조직 운영 등 현실의 문제에 있기 때문이다. 비록 경영자가 이해관계자란 용어를 직접 사용하지 않더라도 이들이 보여주는 행동, 즉 주주뿐 아니라 여러 이해관계자를 만족시키기 위해 노력하는 일은 명백하게 이해관계자 이론 그 자체이다(Donaldson & Preston, 1995). 실제로 1970년대와 1980년대 조사에서도 고객, 종업원은 늘 경영자가 꼽는 최우선 이해관계자였다(Brenner & Molander, 1977; Posner & Schmidt 1984). 피터 드러커(Peter Drucker)는 고객, 직원, 주주, 기업 파트너, 지역사회를 우선순위로 강조했다. 무엇보다 피터 드러커는 고객을 중시했으며 기업의 목적은 고객을 만 들어 내는 것이라고까지 단언했다. 기업 경영이론의 창시자로 불리는 이 대가는 현실에 천착하는 경영이

12) 정부의 개입을 극도로 경계하는 자유주의 지향의 미국에서 이해관계자라는 용어는 사회주의를 떠올리게 해서 거부감이 높았다. 실제로 주주 자본주의에 대한 단순한 의구심만이나 비판만으로도 사회주의자 낙인이 찍히기도 했다(Bower & Paine, 2017).

론에서 이전부터 주주보다 이해관계자를 중요하게 강조했다. 경영사가(經營史家)가 드러커를 이해관계자 자본주주의 예언자로 부르는 이유이기도 하다 (Georgescu, 2022). 오랜 기간 경영자가 생각하는 이 우선순위는 큰 변화가 없다. 2019년 프라이스워터하우스쿠퍼스(PricewaterhouseCoopers)에서 S&P1500 인덱스 기업의 최고경영자 또는 최고재무책임자 200명을 대상으로 한 조사에서 응답자의 90%가 기업의 장기적 경영 계획에서 이해관계자 관심사와 요구를 반영하는 것이 중요하다고 말했다. 80%는 기업의 사회적 목적과 이윤이 상충되지 않는다고 응답했고 58%는 이해관계자 요구도 주주와 동일한 중요성을 갖는다고 답했다(Larcker & Tayan, 2020). 미국 대형 기업 최고경영자 모임인 비즈니스라운드테이블(The Business Roundtable)이 최근 채택한 성명서 역시 이해관계자 자본주의 경향성을 보여 주는 증거이다(The Business Roundtable, 2019).

둘째, 투자자와 주주 역시 기업을 둘러싼 이해관계자를 중시하는 증거를 보여 준다. 주주 자본주의 기업이론은 주주와 이해관계자가 서로 갈등 관계에 있다고 주장해 왔다. 하지만 현실에는 그렇지 않다는 상황적 증거가 많다. 무엇보다 기업의 소유가 점차 분산되어 보편화되었다. 보편적 소유(universal ownership)에서 다수 개인 투자자를 대리하는 기관 투자자의 역할이 커졌다. 기업-주주의 직접 관계는 해체되고 기업-기관 투자자-개인 투자자 관계 비중이 커졌다. 2019년 기준으로 전 세계 1만 개 상장회사 시가총액의 41%를 기관 투자자가 소유하고 있다. 미국은 그 비중이 72%에 달한다(De La Cruz et al., 2019). 기관 투자자는 점차 기업이 사회에 끼치는 부정적 영향에 관심을 두게 되었고 기업에게 비경제적 목적의 경영 활동을 요구하게 되었다. 이러

한 경향은 분명히 정치와도 밀접하게 연결되어 있어, 전통적 자유주의 진영에서 거부감이 이는 것도 사실이다(Kurtz, 2008). 하지만 지난 20여 년 간 기관 투자자는 책임투자(responsible investment)를 통해 이해관계자 자본주의 전환을 주도해 왔다. 유엔책임투자원칙(UN Principles for Responsible Investment: UN PRI), 탄소정보공개프로젝트(Carbon Disclosure Project: CDP), 기후변화재무정보공개전담협의체(Task force on Climate-related Financial Disclosure: TCFD) 등 금융 시장이 주도하는 일련의 이니셔티브는 피투자자 기업들의 인식을 바꾸는데 영향을 미쳐 왔다. 2005년 12개 국가 20개 투자기관 연합으로 시작한 UN PRI가 2022년 현재 80개 국가에서 4,800개 기관이 참여하는 단체로 성장한 것이 이러한 흐름을 보여 주는 증거가 된다(UN PRI, 2022).

ESG의 새로운 촉발점이 된 사건이 있다. 6천조 달러 이상의 자금을 운용하는 세계 최대 자산관리회사 블랙록(BlackRock)의 설립자이자 최고경영자인 래리 핑크(Larry Fink)는 2018년 자사가 투자한 전 세계 기업 경영자들에게 연례 서한을 보냈다. 이 편지에서 모든 기업은 재무적 성과뿐 아니라 사회에 어떤 긍정적인 기여를 하고 있는지 입증해야 하며 주주를 포함한 모든 이해관계자에게 득이 되기를 기대한다고 말했다. 래리 핑크 회장은 2022년 연례 서한에서 이해관계자를 지향하는 투자 철학을 다시 강조했다. 특히, 팬데믹 등 세계 위기 상황에서 자본주의가 보여 줄 수 있는 영향력, 역할, 힘에 대해 언급했다(BlackRock, 2022). 2018년 블랙록의 서신을 받은 기업 경영자의 반응을 조사한 연구에서 약 68% 경영자가 기업은 더 넓은 시각으로 경제적, 사회적 쟁점을 다루어야 할 의무가 있다는데 동의했다(Larcker et al., 2019). 전통적인 주주 개념은 점

차 와해되고 투자그룹 주도로 이해관계자 자본주의 관행이 늘고 있다는 증거이다. ESG를 통합한 투자 펀드 자산 규모는 2021년 기준으로 40조 달러를 넘어섰는데, 이를 주주 이윤 침해로 보는 부정적 시각은 크지 않다(Bloomerg Intelligence, 2021).

셋째, 기업을 바라보는 법이론이 점차 이해관계자 자본주의 견해를 반영하고 있다. 주주의 재무적 이익을 경영자가 행사할 수 있는 권한의 유일한 범위로 한정했던 기존 법규는 이미 1970년대부터 조금씩 바뀌기 시작했다(Chirelstein, 1974). 1985년 델라웨어주 대법원의 우노칼(Unocal) 판례는 기업 법리가 이해관계자를 언급한 사례로 유명하다. 법원은 적대적 인수 합병 위험을 방어하기 위한 기업의 대응 행위를 인정하면서 (기존의 주주 중심 논리는 적대적 인수 합병은 주주이익에 긍정적일뿐 아니라, 이 행위 자체가 자율적 거래 관계이기 때문에 법이 개입해서는 안 된다고 주장했다) 적대적 인수가 주주 이익뿐 아니라 이해관계자(고객, 직원, 지역사회, 채권자 등)의 이익을 얼마나 침해하는지도 충분히 고려해야 한다고 판시한 바 있다(Nam, 2004; Singleton, 1986). 2009년 기준으로 미국의 32개 주가 기업에서 주주가 아닌 직원, 채권자, 공급자, 고객, 지역사회 등 이해관계자를 이사회 이사로 선임할 수 있도록 허용하는 기업이해관계자법규(corporate constituency statutes)를 채택하고 있다(Bisconti, 2009). 이러한 법률적 진척은 이해관계자 자본주의 견해가 법적 제도 안에서 영향력을 높여 가는 변화를 보여 준다.

기업 경영 관행, 주주와 투자자의 인식과 행동, 기업 법리의 변화 양상 등 실제 목격되는 현상은 이해관계자 자본주의 기업이론이 현실에서 정당성을 인정받고 있는 증거가 된다. 하지만 현상 기술적 논증은 자연주의 오류(naturalistic fallacy) 한계가 있기 때문에 추가적인 논거로 보완해야 한다(Donaldson

& Preston, 1995). 현실에서 발생하고 있다는 사실과 '그래야 한다(ought to)'는 진실은 별개이다. 이해관계자가 현실에서 정당성을 인정받고 있는 현상은 부인할 수 없는 사실이지만, 이는 이해관계자 자본주의가 '옳은 것'인지에 대한 논증으로는 부족하다. 이 논문은 이러한 오류를 범하지 않도록 한계를 명확히 밝히고 다음 설명을 이어 가고자 한다. 어쨌든 지금까지 수십 년간 목격된 현상은 이해관계자 자본주의 기업이론이 현실에서만큼은 충분히 타당한 설명이자 수용 가능한 논리라는 주장에 힘을 실어 준다.

### 3.3 도구적 정당화 논증(Instrumental justifications)

이해관계자 개념이 현실에서 폭넓게 받아들여졌다는 현상을 확인했다. 전언했지만 이 현실적 타당성은 옳음에 대한 증거가 아니다. 이해관계자 자본주의 기업이론의 옳고 그름의 판단에는 도구적 측면, 규범적 측면의 논증이 필요하다.

도구적 정당화는 이해관계자 자본주의가 주주 자본주의와 병립할 뿐 아니라 주주 이익을 증진시키는 도구 역할을 하는지 실증하는 것이다. 이는 경영학의 오랜 관심 대상이었다. CSR, 지속 가능성, 최근 ESG까지 모든 논쟁을 관통하는 경영학 질문이다. "(이해관계자 지향의 경영을 통한) 기업의 사회, 환경적 성과는 기업의 재무 성과를 높이는 데 기여하는가?" 또는 더 익숙한 표현으로 "Doing well by doing good?" 문제이다. 이해관계자 경영이 (전통적 관점의) 경제 성과를 높인다는 사실을 입증할 수 있다면 이해관계자와 주주 이익이 동시에 달성될 수 있을 뿐 아니라 이해관계자가 주주 이익을 높이는 도구로써 충분한 효용을 갖게 된다. 상생(win-win) 가설이 실증을 통해 사실로 밝혀진다면 오래된 이해관계자 對 주주 갈등은 더 이상 의미가 없게 된다.

1970년대 이후 50여 년 간, 이 주제를 탐구한 경영학 연구는 이 하나의 가설, 즉 기업의 사회적 성과와 경제적 성과의 긍정적 관계를 검증하기 위한 시도였다고 해도 과언은 아니다. 경영학은 실증주의(positivism), 도구주의(instrumentalism) 학문이다. 고성과를 가능하게 하는 방법(도구)을 찾고, 그 방법의 효과를 검증하여 일반화하는 것이 현대 경영학 연구의 바탕이다. 지나친 결과집착주의(outcome-fetishism)라는 비판이 늘 뒤따르는 이유이기도 하다(Van Oosterhout & Heugens, 2008). 요약하면 경영학 연구의 본질에서 볼 때 이해관계자 자본주의 경영(예: CSR, ESG, 지속 가능성 등)이 경제적 성과를 높이기 위한 도구가 될 수 있는지 여부가 이해관계자 자본주의 기업이론의 타당성을 논증하는 방법이 된다(Van Oosterhout & Heugens, 2008).

이 논문은 이 기업이론이 도구적 측면에서 정당성이 있는지 논증하기 위해 기업의 사회적 성과와 재무적 성과 연관성을 검증했던 문헌을 주요 증거로 살펴보고자 한다. 물론, 사회적 성과의 지표(예: 전문 기관에서 평가한 기업의 ESG 등급)가 이해관계자를 위한 가치 창출을 보여 주는 타당하고 신뢰할 만한 측정 도구인지 의구심이 존재한다(Donaldson & Preston, 1995). 하지만 문헌은 오랫동안 이들 사회적 성과 측정 도구를 사용해 왔다. 현재까지 이를 대체하는 다른 측정 도구는 찾아보기 어렵다. 이 연구는 문헌에서 사용했던 기업의 사회적 성과 지표를 이해관계자 자본주의 경영성과 대리 지표로 고려한다.

도구적 타당성을 입증하려는 실증 연구는 사회적 성과가 경제적 성과에 기여할 수 있는 이유를 추론하고 있다. 대략 여섯 가지로 정리해 볼 수 있다. 첫째는 비용 절감 논리이다. 품질 경영(TQM: total quality management)이나 린 생산(lean production) 관점에서 환경오염은 자원을 비효율적으로 사용하고

있다는 신호이다(Corbett & Klassen, 2006). 따라서 환경 성과를 높이려는 기업은 낭비를 줄이고 자원을 보다 효율적으로 사용하게 되어 제조 비용 절감과 품질 개선 효과를 얻을 수 있다(Rothenberg et al., 2001; King & Lenox, 2001). 환경을 통한 경쟁 우위 가능성을 주장했던 포터가설(the Porter hypothesis)도 같은 논리이다. 이 가설은 환경 경영이 자원 생산성을 높여 기업 경쟁력에 기여할 수 있다고 본다(Porter & Van Der Linde, 1995).

둘째는 위험 감소 논리이다. 이해관계자와 관계된 잠재 위험을 줄여서 불필요한 지출을 줄일 수 있다는 주장이다. 기업은 환경문제, 인권 등 쟁점을 사전에 대비하는 활동을 통해 소송 등 법적 분쟁을 예방할 수 있다(Berman et al., 1999; Hillman & Keim, 2001; Karpoff et al., 2005). 자본시장은 기업의 사회적 성과를 낮은 부도 위험 신호로 받아들인다. 미래 성과를 예측하기 어려운 상황에서 기업의 사회적 성과는 자본시장의 불확실성을 줄여 주는 역할을 한다. 이는 사회적 성과가 높은 기업이 자본시장에서 더 유리한 조건에서 자금을 조달하는 결과로 나타난다(Lee & Choi, 2021; Sharfman & Fernando, 2008).

셋째는 시장 차별화 논리이다. 친환경, 친사회적 제품은 시장에서 기업과 브랜드의 차별성을 높여서 기존 고객의 선호를 높이고 잠재 고객을 유인할 수 있다(Mohr et al., 2001; Klassen & McLaughlin, 1996; Reinhardt, 1998). 소비자는 자신이 구매하려는 제품과 서비스가 만들어지는 과정에 더 관심을 기울인다. 친환경 제품, 윤리적 방식으로 생산되는 제품을 선호하는 소비자층(예: 녹색소비, 윤리적 소비)이 두터워지면서 이해관계자를 고려하고 지속 가능성을 높이고자 노력하는 기업이 더 많은 고객을 유인하게 된다는 논리이다(Du et al., 2007; Smith,

2008). 물론 기업의 지속 가능 활동이 소비자 선호로 이어지는 과정이 절대 단순하지 않지만, 브랜드에 대한 소비자의 긍정적 연상을 통해 고객의 호감을 이끌어 낼 수 있다(Brown & Dacin, 1997; Sen & Bhattacharya, 2001; Sen et al., 2006).

넷째는 기업 평판 및 신뢰 논리이다. 이해관계자 경영과 사회적 성과는 기업 평판을 높이고 신뢰를 강화하는 데 기여한다(McWilliams & Siegel, 2001; Fombrun, 2005; Freeman et al., 2007). 기업 평판은 사회적 성과와 기업 성과를 연결하는 중요한 매개 변수이다(Orlitzky et al., 2003). 사회적 성과를 보험 효과로 보는 견해도 있다(Lins et al., 2017). 사회적 성과가 비록 평소에는 효과가 명확하지 않아보여도 이해관계자와의 신뢰를 축적하는 역할을 통해 위기 상황에서 효과를 드러낸다고 설명한다.

다섯째는 혁신과 조직 역량 논리이다. 포터가설과 자연자원기반이론(a natural resource-based view of the firm)이 대표적이다(Porter & Van der Linde, 1995; Hart, 1995). 기업에게 새롭게 요구되는 환경과 사회적 쟁점은 생산, 기술, 제품, 서비스, 가치 사슬 전반에 걸쳐 조직 변화와 대응을 필요로 한다(Parmigiani et al., 2011). 이해관계자의 새로운 요구, 기대, 압력에 주도적으로 대응하는 과정에서 혁신이 촉발될 수 있다. 이 대응 과정에 쓰인 비용은 혁신 성과로 상쇄될 뿐 아니라, 이때 촉발된 혁신은 조직에 내재되어 후발 경쟁자가 쉽게 모방할 수 없는 조직 역량이 된다(Hart, 1995; Sharma & Vredenburg, 1998).

여섯째는 조직 구성원 동기 부여 논리이다. 구성원들이 소속 회사의 사회적 성과를 인지하는 과정을 통해 직업 안정감과 소속감이 높아지고, 좋은 평판의 기업과 자신을 동일시하면서 긍정적인 자아가 형성되며, 사회적으로 바람직한 일에 동참한다는 믿음

으로 삶의 의미에 대한 심리적 욕구가 충족될 수 있다(Bauman & Skitka, 2012). 기업의 사회적 성과는 구성원의 조직 만족과 몰입을 강화하고 결과적으로 조직 효과성으로 이어진다. 이는 기업 매력도를 높여서 외부의 유능한 인재를 영입할 때 도움이 된다(Bckhaus et al., 2002; Turban & Greening, 1997).

이러한 이론들이 이해관계자 경영, 그리고 이를 통해 창출된 기업의 사회적 성과가 재무적 성과에 기여할 수 있는 이유를 설명하는 핵심 논리이다. 실증주의 경영학은 이들 추론에 대한 검증을 요구한다. 1970년대부터 최근까지 도구적 정당성을 검증하기 위한 학술 연구가 계속되었다. 적지 않은 연구들이 도구적 정당성을 지지하는 결과를 보여 주었지만 아직 명확하게 합의된 결론에까지는 이르지 못한 상황이다(Orlitzky et al., 2003). 이는 역설적으로 이 연구 주제가 지금까지 계속 관심을 받고 있는 이유이기도 하다. 실제로 이 주제를 다룬 많은 논문 서론 문구들에서 다소 상투적인 면을 보게 된다.

“기업의 사회적 책임(CSP)과 기업의 재무 성과(FP) 관계는 명확함과는 거리가 멀다. 실증연구 결과들은 모호한 관계라고 말한다.” (Waddock & Graves(1997) 서론 중에서)

“CSP와 CFP 관계에 대한 연구 결과가 결론에 이르지 못했다는 느낌은 아직까지 유효하다.” (Orlitzky et al. (2003) 서론 중에서)

“많은 연구들이 [CSR-CFP 관계에 대해] 상반된 견해로 나뉘어져 있고 이러한 논쟁은 아직 해결되지 못했다.” (Barnett & Salomon(2012) 서론 중에서)

“놀랄 정도로 많은 연구들이 이해관계자 경영이 기업 수익성에 미치는 영향을 알아내려고 노력했다. 하지만 대다수 연구는 아직 뚜렷한 결론에 이르지 못했다.” (Kruger(2015) 서론 중에서)

기업의 사회적 성과와 재무적 성과 사이 관계를 규명하기 위한 실증 연구는 1970년대에 시작된다. 기업의 사회적 책임 개념이 명확하지 않았고 제대로 된 측정 도구나 검증 방법론도 부족했던 시기여서 당시 실증 연구 결과는 신뢰성이 떨어진다. 하지만 연구 태동기에 새로운 시도, 실험, 탐구를 통해 후속 연구를 위한 길을 개척했다는 점은 평가받을 만하다. Moskowitz(1972)는 사회적 성과가 높은 기업의 주가가 어떻게 다른지 알아보기 위해 연구자 자신이 '사회적 책임을 다하는 기업(socially responsible firms)' 14개를 선정하였다. 이들 기업의 주가 상승 폭을 다른 주가 지수 편입 기업(뉴욕증권거래소의 다우존스지수)과 비교하는 방법을 이용하였다. 사회적 책임이 높은 기업과 자본시장 성과 사이 연관성은 확인되지 않았다(Moskovitz, 1972; Vance, 1975). Abbott & Monsen(1979)은 포춘 500대 기업 연례보고서 내용을 분석하여(content analysis) 사회적 성과를 측정하고자 했다. 내용 분석을 토대로 기업사회참여공개(Social Involvement Disclosure) 척도를 만들어 재무성과 관련성을 분석하였다. 이들 연구 결과도 사회적 성과의 효과에 관한 명확한 증거를 발견하지 못했다.

Aupperle et al.(1985)은 Carroll(1979)이 제시한 CSR의 네 가지 영역(법적 책임, 경제적 책임, 윤리적 책임, 재량적 책임)에 대한 척도를 만들었다.<sup>13)</sup> 경영자가 20개 묶음 항목별로 10점을 배분하는 형식으로 설문을 하여 이 점수를 응답 기업의 'CSR 지향성' 척도로 사용하였다. 경영자의 CSR 지향성을 사회적 성과로 측정한 셈이다. 이 연구에서도 사회적 지향성이 높은 기업이 재무 성과가 높다는 연관성은

확인되지 않았다. 기업의 사회적 지향성은 위험 조정 자산 대비 수익률에만 긍정적 영향을 미쳤다. McGuire et al.(1988)은 포춘誌 기업 평판 조사 결과를 사회적 성과의 대리 지표로 활용하여 재무성과 관련성을 검증하였다. 이 연구는 사회적 성과와 재무 성과가 서로 영향을 주는 사실을 확인했다. 특히, 회사 수익성이 높을수록 기업의 사회적 평판 성과가 높다는 연구 결과는 인과관계 방향성에 새로운 질문을 던졌다.

Russo & Fouts(1997)는 Franklin 연구소 기업 환경 성과 등급을 이용하여 재무 성과 관계를 규명했다. 이들은 자원기반이론을 이용하여 긍정적 영향 관계 가설을 설정한 후 실증을 시도했다. 이들 연구는 환경 성과 등급과 재무성과 연관성을 실증으로 확인하였다. 특히 성장성이 높은 산업에서 환경 성과가 재무 성과에 미치는 효과가 더욱 두드러진다는 상황적 조절 효과를 발견했다. Waddock & Graves(1997)는 기업의 사회적 성과와 재무 성과 간 양방향 관계를 시차모형으로 분석하여 여유자원이론(slack resource theory: CFP → CSR)과 선한경영이론(good management theory: CSP → CFP)에 대한 유의한 실증 결과를 보여 주었다. 이 시기부터 전문 평가 기관에서 제공하는 사회적 성과 등급(ratings)을 기업의 사회적 성과 대리 지표로 활용하기 시작했다. KLD지표(현 MSCI지수의 전신)가 대표적이다.

McWilliams & Siegel(2000)은 KLD지수를 이용하여 사회적 성과와 재무성과의 관계를 검증했다. 이들은 회귀분석에 기업의 연구 개발(R&D) 투자가 변수로 추가되면 기업의 사회적 성과가 미치는 효과가 사라지는 사실을 발견하였다. 기업 성과에 큰 영향을 미치는 강력한 요인이 존재할 때 사회적 성과

13) Carroll의 1979년 논문은 법적, 윤리적, 재량적 책임을 사회적 책임 범주로 고려했다. 이후 경제적 책임을 묶어 CSR의 피라미드 모형을 제시했다. Aupperle 등(1985) 연구는 Carroll이 제시한 네 가지 사회적 책임 지향성을 모두 측정했으나 분석에는 경제적 항목을 제외한 나머지 세 가지 성과만을 사회적 성과로 분류했다.



가 어떤 의미가 있을지 새로운 질문을 제기한 연구이다. 2000년대에는 메타분석 연구가 수행되었다. 실증 연구가 충분히 축적되었기에 가능한 일이었다. Orilzky et al.(2003)와 Margolis et al.(2009) 연구가 대표적이다.

Barnett & Salomon(2012)은 사회적 성과와 재무적 성과의 비선형 관계를 검증하였다. KLD지수를 사회적 성과의 대리 지표로 이용하여 기업 성과(ROA, 순이익) 관계를 분석하였는데, 이들 사이에 U자형 관계가 있다는 결과를 보여 주었다. 일정 수준까지 사회적 성과는 재무 성과에 부정적인 영향을 미치다가 어떤 수준을 넘어서면 긍정 영향으로 전환되는 현상이다. Ortiz-De-Mandojana & Bansal(2016)은 기업 지속 가능 성과와 재무 성과 관계의 변화를 종단 연구(longitudinal study)로 관찰하였다. 이들은 단기에는 부정적 관계에서 출발하겠지만 장기적으로 긍정적 관계로 변할 것이라고 추론했다. 이 실증 연구는 지속 가능 성과가 장기적으로 생존율을 높이고 주가 변동성을 줄이는 등 재무 성과에 긍정적 효과를 준다는 사실을 확인하였다. Lins et al.(2017)은 기업의 사회적 성과의 보험 효과를 검증하였다. 이들은 사회 책임 활동이 높았던 기업이 2018년 금융 위기 상황에서 비교 그룹 대비 주식 수익률이 4~7% 정도 높았다는 것을 발견했다. 이들은 사회적 성과가 사회적 자본(social capital)이 되어 위기 상황에서 기업 신뢰를 유지해 주는 사회적 보험 역할을 한다고 해석했다. Khan et al.(2016)은 지속 가능 이슈의 중대성(materiality)에 따른 효과를 규명했다. 사회, 환경 영역의 여러 쟁점 중에 기업 상황에 부합하는 특정 이슈에 얼마나 집중하는지가 중요하다고 주장했다. 중대성 지수와 기업 성과(ROA와 Tobin's Q) 관계는 긍정적이었다. 반면 非 중대성 지수는 기업 성과에 부정적인 효과를 보였다.

성과가 가장 높은 기업은 중대성 지수가 높고 비중대성 지수가 낮은 그룹이었다. 이들 연구는 기업에게 의미 있고 중요한 ESG 이슈를 잘 선별하여 집중하는 전략에 따라 사회적 성과와 재무적 성과의 관계가 달라질 수 있다고 시사한다.

지난 50여 년간 수행된 실증 연구를 종합하면 Orilzky et al.(2003)과 Margolis et al.(2009)의 메타연구 결과에 가깝다. 기업의 사회적 성과(지속 가능, CSR, ESG 성과)와 경제적 성과 사이에는 “긍정적인, 그러나 약한 영향 관계(a positive, but weak relationship)”가 있다. 비록 명확한 결론에 아직 이르지 못했지만 이해관계자 자본주의의 도구적 효용성에 대한 증거가 될 수 있다. 덧붙여 이 연구들은 주주 자본주의 기업이론을 반박하는 근거가 된다. 주주 자본주의 기업이론이 강조해 온 “비용 증가로 인한 이윤 감소와 주주 가치 훼손” 주장을 뒷받침할 만한 실증 근거는 훨씬 더 적기 때문이다.

도구주의 정당성 논증은 두 가지 면에서 약점이 있다. 첫째는 실증이 충분하지 않을 경우이다. 이해관계자 이론이 전통적인 경제적 성과 향상에 기여한다는 증거를 찾을 수 없을 때, 더 나아가 주주 가치와 상충된다는 부정적 인과관계 증거가 발견될 경우 도구으로써 효용 가치가 부정된다. 둘째는 실증적 근거 여부와 상관없이 이것은 도덕적인가, 바람직한가라는 본질적 질문이 여전히 존재한다. 이해관계자 이론이 경제적으로 좋은 결과를 가져올 때에만 정당한가 하는 질의는 결국 규범적 정당성 논증이 필요하다는 것을 시사한다.

### 3.4 규범적 정당화 논증(Normative justifications)

규범적 논증은 윤리와 철학에 기초해서 이해관계자 자본주의가 옳은가를 따지게 된다. 물론 도구주의

이해관계자 성과 (지속 가능성과, ESG 및 사회적 성과)	높음	Doing Poorly by Doing Good • 상충 시나리오 • 도구적 정당성 낮음 • <u>딜레마 상황</u> • 의무론에 기초한 윤리적 판단 영역	Doing Well by Doing Good • 상생 시나리오 • 도구적 정당성 높음 • 이상적 상황
	낮음	Doing Poorly by Doing Bad • 공멸 시나리오 • 도구적 정당성 높음 • 회피 상황	Doing Well by Doing Bad • 상충 시나리오 • 도구적 정당성 낮음 • <u>딜레마 상황</u> • 의무론에 기초한 윤리적 판단 영역
		낮음	높음
		주주 성과 (재무 및 경제적)	

〈Figure 2〉 이해관계자와 주주 성과 사이 상황별 기업이론 쟁점

정당성 역시 윤리철학의 한 범주로 볼 수 있다. 단순한 구분으로, 도구주의 정당성은 공리주의(utilitarianism)에 기초한 옳음 논리이고 규범적 정당성은 의무론(deontology) 기반의 논리이다.<sup>14)</sup> 도구적 정당성은 행위 자체가 아니라 행위의 결과가 바람직한가를 기준으로 옳고 그름을 판단하는 공리주의 원칙에 부합한다. 이해관계자 이론이 주주 이익이라는 바람직한 결과로 이어진다면 그것은 옳은 것이 된다. 물론 판단 기준이 되는 공리(功利)가 왜 주주 이익이어야 하는지 반론이 있을 수 있지만 어쨌든 주주에게 도움이 되는 한, 주주가 이해관계자 자본주의를 부정할 이유는 없다. 의무론은 행위 자체의 옳고 그름, 행위의 동기를 기준으로 도덕성을 판단한다. 주주 자본주의와 이해관계자 자본주의가 충돌하는 상황에서는 불가피하게 선택이 요구된다. 이때 정당성은 그것이 옳다는 가정과 믿음에 근거할 수밖에 없다. 경영학은 본질적으로 기업 성과를 기준으로 하는 결과주의(consequentialism) 윤리에 가깝다. 의무론에 기

반을 둔 규범적 정당성 논증이 생소할 수밖에 없다. 〈Figure 2〉는 주주 자본주의와 이해관계자 자본주의의 관계에서 나타날 수 있는 상황에 따라 기업이론의 정당성 논증이 달라지는 것을 보여 준다.

이해관계자 자본주의의 규범적 정당성 논증은 결국 기업이란 존재를 어떻게 바라보고 해석해야 하는가 하는 쟁점으로 돌아간다. 2장에서 기업 법인에 대한 법률적 해석의 역사와 논쟁을 상세하게 서술하였다. 기업을 구성원과 구별되는 실존체로 보는 견해와 구성원간의 계약의 집합체로 상징하는 기본 전제에 따라 기업의 목적, 주인, 역할에 대한 논증이 달라진다(예: Dodd와 Berle/Means 논쟁). 기업을 왜 그렇게 바라봐야 하는지에 대한 답은 없다. 기본 가정이고 전제이며, 이는 사실상 믿음에 가깝다. 주주 자본주의도 이해관계자 자본주의도 스스로 만들어 낸 일종의 정언명령(categorical imperative) 같은 자기 정당성 주장이다. 주주 자본주의에서 '기업의 주인은 주주이고 기업은 존재 이유는 이윤 극대화이

14) 윤리철학 기초 내용은 DesJardins(2013)을 참조했다.

다'라는 규범은 Berle/Means 법인 이론에서 출발하여 Friedman(1970)에 의해 도덕법칙이 되고 Jensen & Meckling(1976)이 교리화한 것이다. 이해관계자 자본주의는 Dodd 법인 이론을 기초로 "기업은 사회로부터 인정된 개별적인 실체로 기업 자신의 이익뿐 아니라 기업이 속한 공동체의 공동선(common good)을 위한 책무가 있다."라고 규범을 정한 것이다. 이 이론은 둘 다 자신의 주장을 절대시한다. 믿음과 전제는 옳고 그름을 판단할 별다른 근거가 없다는 점에서 경합하는 주주 자본주의 기업이론과 이해관계자 자본주의 기업이론은 누가 더 타당한지 상대적으로는 비교하기 어렵게 된다. 바꿔 말하면 어떤 기업이론이 타당하지 않다고 주장할 근거도 없게 된다. 경합하는 기업이론이 스스로 절대적 도덕법칙을 정한 상황에서 보편적 도덕관념에 위배되지 않는 한 두 기업이론 모두 규범적 정당성이 있다고 말할 수밖에 없다.

기업이론은 기업의 의미, 목적, 역할에 대한 설명이다. 이해관계자 자본주의 기업이론은 주식회사 기업을 실존체로 인식하고 사회의 한 구성원으로서 독자적인 권리와 책무를 가진 존재로 본다. 그에 따라 기업은 주주를 포함한 다양한 이해관계자 가치를 창출하는 사회적 가치 생산 수단의 역할이 기대된다. 이장에서 설명한 세 가지 측면의 이해관계자 자본주의 기업이론의 타당성을 요약하면 다음과 같다. 첫째, 경영자, 주주와 투자자, 법적 인식의 변화는 이해관계자 자본주의 기업이론이 폭넓게 퍼져 있음을 보여주는 현실 증거들이다. 이 기업이론의 현상 기술적 정당화 근거는 적지 않다. 둘째, 경영학 연구는 이해관계자 가치와 주주 가치의 긍정 관계를 규명하는 다양한 시도를 해 왔다. 아직 뚜렷하고 명확한 합의에 이르지 못했지만 두 성과 사이에 약하지만 긍정 관계를 지지하는 실증 근거가 다수 존재한다. 최소한

이해관계자 성과와 기업의 경제적 성과가 배타적이지는 않다. 이해관계자 가치가 경제적 성과의 중요한 수단으로 효용이 있다는 도구적 정당화를 위한 타당한 근거가 될 수 있다. 셋째, 기업 본질에 대한 설명은 경합 이론인 주주 자본주의와 이해관계자 자본주의 기업이론이 서로 다른 전제를 가진다. 이 전제는 '기업은 이러해야 한다'는 당위성을 말한다. 보편적 도덕 규칙을 위반하지 않는다고 볼 때 이해관계자 자본주의 기업이론은 스스로 규범적 정당성을 가질 수 있다.

#### IV. 결론

이 논문은 이해관계자 자본주의 기업이론을 법적, 역사적 맥락에서 고찰하고 주주 자본주의 기업이론과 비교하여 이론으로서의 유용성과 타당성을 논증하였다. 자본주의 기업이론에서 핵심 쟁점은 기업 본질에 대한 해석이다. 자본주의는 기업 발명의 소산이고, 주식회사 기업은 소유와 경영, 소유와 책임의 분리라는 이중 분리 원리하에서 태어났다. 이중 분리 원리는 이후 기업을 둘러싼 핵심 쟁점의 근본 원인이 되었다. 자본주의 기업이론 논쟁은 태생적 문제이며 주주 자본주의와 이해관계자 자본주의 기업이론, 두 가지 모형이 경합하면서 진화해 왔다. 법인이론이 기업 본질에 대한 해석에서 토대 역할을 해 왔다. 존재이론과 집합이론(계약이론)이 서로 해석을 달리한다. 이 두 가지 법적 해석이 주주 자본주의와 이해관계자 자본주의를 가르는 법이론적 토대가 되었다. 이 논문은 이해관계자 자본주의 이론이 타당한 이유를 현상 기술적, 도구적, 규범적 측면에서 고찰하였다. 기업이론의 정당화는 시대와 사회의 맥락에서 접근하

는 것이 필요하다는 시사를 준다. 이해관계자 의미가 깊고 넓게 확산되어 왔지만 이해관계자 자본주의 기업이론은 오랜 기간 피상적, 파편적으로 설명되어 왔다. 경영학 학술 체계가 실증에 치중되어 있어 이 이론은 기업 성과의 잠재 원인을 논증하는 도구적 용도로 주로 사용되었다. Donaldson & Preston (1995)이 제시한 이해관계자 기업이론 정당화 논증들은 지금도 유효하며 그들이 지적한 논증의 한계는 아직도 명확히 해결되지 못했다. 이 논문은 역사, 법적 제도와 시대 배경, 관련된 경영학 연구 흐름, 이론의 정당화 논증을 제공하여 학계와 일반 대중이 이해관계자 자본주의 기업이론을 여러 측면에서 다채롭고 깊이 이해하도록 돕는다.

이 논문이 경영자와 경영 실무에 제공하는 시사점은 두 가지로 요약된다. 첫째, 이해관계자 자본주의에 대해 “왜(why)”라는 질문은 경영 현장에서는 큰 의미가 없다. 경영 현실에서 이해관계자는 익숙한 개념으로 이미 현장에 밀착되어 있다. 현상 기술적으로 이러한 흐름에 대해 충분한 증거가 있고, 도구적으로는 주주 이익과 병치 가능하며, 규범적으로도 기업시민으로서 책무가 있다는 전제에 경영자뿐 아니라 투자자와 주주까지 다수가 동의하고 있다는 사실을 확인했다. 다른 시각으로 보면 주주 對 이해관계자 자본주의 대립은 학계, 이론가들이 만든 관념적 질문인지도 모른다. 일상의 의사 결정 고려 대상인 이해관계자가 이미 익숙한 실무자에게 이론가가 불필요하고도 의미 없는 질문을 계속하는 상황은 아닌지 되돌아보게 된다.

둘째, 이해관계자 자본주의 기업이론은 “어떻게(how)”를 중시하며 경영자의 재량과 역할을 강조한다. 이 이론의 본질은 실무에 있다. 현상에 대한 그럴듯한 이론적 설명도 아니며 누구나 따라야 하는 정해진 규칙이나 모범을 이야기하지 않는다. 기업은 정

당하고 의미 있는 이해관계자로부터 정당성을 인정 받아야 하고, 그들과 건설한 관계를 형성하며 상호 혜택을 나누어야 한다는 원칙만을 이야기한다. 그렇다면 기업에게 의미 있는 이해관계자는 누구이며, 여러 이해관계자가 특정될 때 우선순위를 어떻게 설정하고, 어떻게 자원을 배분하고, 균형점을 어떻게 맞출 것인가? 이는 온전히 경영자의 몫이자 역할이다. 주주 자본주의 이론은 명확히 답을 준다. 주주 이익이 경영 의사 결정의 단 하나의 기준이 되어야 한다는 기준이 있다. 하지만 이해관계자 자본주의 기업 이론은 이를 기업의 재량으로 남긴다. 기업 밖에서, 혹은 경영학 이론이 이해관계자 간 우선순위를 정해주는 법은 없다. 도구적 관점에서 경영학 연구가 이런 주제를 탐구할 수는 있다. 어떤 이해관계자에 자원을 배분할 때 가장 높은 기업 성과를 얻을 수 있는지에 대한 연구 문제이다. 하지만 현실에서 어떤 명확한 결론에 도달할 수 있을 것으로 기대하기는 어렵다. 주주 對 이해관계자, 단돌만의 관계에 대해서도 (기업의 사회적 성과와 재무적 성과를 의미한다) 수십 년간 명확한 결론을 내지 못했다는 사실을 상기해야 한다. 주주, 직원, 고객, 공급사, 지역사회, 자연환경 등 이해관계자를 세분화해서 도구적으로 더 나은 누군가를 특정한다는 것은 불가능하고 바람직하지도 않다. 기업이 같은 경쟁 환경에 놓여 있더라도 중요한 이해관계자를 다르게 인지할 수 있다. 이것이 경영자의 재량이고 기업의 전략이다. ‘어떻게’라는 질문은 다양한 해석과 대응을 의미하고, 이는 재량적 의사 결정을 전제로 한다. 동종업계에서 같은 고객을 두고 경쟁하는 기업이라도 외부 이해관계자를 인지하고 그들의 영향을 해석하는 경영자의 인식에 따라, 그리고 기업이 보유한 자원의 이질성(heterogeneity)에 따라 의사 결정이 다르게 된다. 중요한 이해관계자와 중요한 쟁점에 선택적으로 집

중하는 중대성(materiality) 개념이 중시되는 현실이 이러한 흐름을 잘 보여 주는 근거이다(예: Khan et al., 2016).

이해관계자 자본주의에 대한 경영학 연구는 도구주의에 기반을 둔 실증 연구에 집중해 왔다. 이러한 연구 흐름이 크게 바뀌리라고 생각되지 않는다. 다만 그동안 경영학 연구가 다소 등한시해온 현상 관찰, 현상 기술적 연구가 보완되기를 기대한다. 법, 제도, 기업, 이해관계자가 어떻게 상호 요구를 조정해 가면서 균형을 맞추어 왔는지 종단적인 연구 방법을 이용해 관찰할 필요가 있다. 이해관계자 자본주의의 복잡한 동역학(dynamics)을 탐구하고 이해를 넓히는 데 근거이론 접근법(grounded theory approach)이 도움이 될 수 있다. 최근에 기업을 이해관계자들의 가치를 창출하는 대리인이자 도구로 설명하려는 시도가 있다(예: Tantaló & Priem, 2016). 이 관점은 기업을 가치 창출 기능의 집합체로 설명한다. 여러 다른 유형의 가치가 기업을 통해 만들어지는 과정에서 서로 영향을 주고받으면서 시너지를 일으킬 수도, 또는 감쇄될 수도 있다. 가치 창출 공장으로서 기업을 설명하고 해석하려는 시도는 이해관계자 자본주의 기업이론의 범주를 넓히는 데 기여할 수 있을 것으로 기대된다.

## 참고문헌

- Abott, W.F. and Monsen, J.R.(1979), "On the measurement of corporate social responsibility," *Academy of Management Journal*, 22, pp. 501-515.
- Alchian, A.A. and Demsetz, H.(1972), "Production, information costs, and economic organization," *The American Economic Review*, 62(5), pp. 777-795.
- Alkhafaji, A.F.(1989), *A stakeholder approach to corporate governance: Managing in a dynamic environment*, Quorum Books, New York.
- Aupperle, K.E., Carroll, A.B. and Hatfield, J.D. (1985), "An empirical investigation of the relationship between corporate social responsibility and profitability," *Academy of Management Journal*, 28, pp.446-463.
- Backhaus, K.B., Stone, B.A. and Heiner, K. (2002), "Exploring the relationship between corporate social performance and employer attractiveness," *Business & Society*, 41, pp.292-318.
- Barnett, M.L. and Salomon, R.M.(2012), "Does it pay to be really good? Addressing the shape of the relationship between social and financial performance," *Strategic Management Journal*, 33, pp.1304-1320.
- Barney, J.B.(2018), "Why resource-based theory's model of profit appropriation must incorporate a stakeholder perspective," *Strategic Management Journal*, 39, pp.3305-3325.
- Bauman, C.W. and Skitka, L.J.(2012), "Corporate social responsibility as a source of employee satisfaction," *Research in Organizational Behavior*, 32, pp.63-86.
- Berle, A.A. and Means, G.C.(1932), *The modern corporation and private property*, The Macmillan Company, New York.
- Berle, Jr. A.A.(1931), "Corporation powers as powers in trust," *Harvard Law Review*, 1049.
- Berle, Jr. A.A.(1932), "For whom corporate managers are trustees: a note," *Harvard Law Review*, 1365.
- Berman, S.L., Wicks, A.C., Kotha, S. and Jones, T.M.(1999), "Does stakeholder orientation

- matter? The relationship between stakeholder management models and firm financial performance," *Academy of Management Journal*, 42(5), pp.488-506.
- Bisconti, A.(2009), "The double bottom line: Can constituency statutes protect socially responsible corporations stuck in Revlon land?" *Loyola of Los Angeles Law Review*, 42(3), pp.765-805.
- BlackRock(2022), *Larry Fink's 2022 letter to CEOs: The power of capitalism*. (<https://www.blackrock.com/corporate/investor-relations/larry-fink-ceo-letter>) Access on: July 22, 2022.
- Bloomberg Intelligence.(2021), "ESG assets may hit \$53 trillion by 2025, a Third of Global AUM," *Bloomberg Professional Services*, February 23, 2021. ([www.bloomberg.com](http://www.bloomberg.com)) Access on: February 14, 2022.
- Bower, J.L. and Paine, L.S.(2017), "The error at the heart of corporate leadership," *Harvard Business Review*, 95(3), pp.50-60.
- Brenner, S.N. and Molander, E.A. (1977), "Is the ethics of business changing?" *Harvard Business Review*, 58(1), pp.54-65.
- Brown, T.J. and Dacin, P.A. (1997), "The company and the product: Corporate associations and consumer product responses," *Journal of Marketing*, 61(January), pp.68-84.
- Brummer, J.J.(1991), *Corporate responsibility and legitimacy: An interdisciplinary analysis*, Greenwood Press, New York.
- Carroll, A.B.(1979), "A three-dimensional conceptual model of corporate social performance," *Academy of Management Review*, 4, pp.497-506.
- Carroll, A.B.(1989), *Business and society: Ethics and stakeholder management*, South-Western, Cincinnati, OH.
- Chirelstein, M.A.(1974), "Corporate law reform," in Mckie, J.W. (Eds.), *Social responsibility and the business predicament*, The Brookings Institution, Washington, D.C, pp.41-78.
- Coase, R.H.(1937), "The nature of the firm," *Economica*, 4, pp.386-405.
- Corbett, C.J. and Klassen, R.D.(2006), "Extending the horizons: Environmental excellence as key to improving operations," *Manufacturing & Service Operations Management*, 8(1), pp.5-22.
- De La Cruz, A., Medina, A. and Tang, Y.(2019), *Owners of the world's largest companies, OECD capital market series*, Paris. ([www.oecd.org/corporate/OwnersoftheWorldsListedCompanies.htm](http://www.oecd.org/corporate/OwnersoftheWorldsListedCompanies.htm)) Access on: Aug.01, 2022.
- Demsetz, H.(1988), "The theory of the firm revisited," *Journal of Law, Economics & Organization*, 4(1), pp.141-161.
- DesJardins(2013), *An introduction to business ethics*, 5th Eds., McGraw Hills, New Jersey.
- Dodd, Jr. E.M.(1932), "For whom are corporate managers trustees?" *Harvard Law Review*, 1145.
- Donaldson, T. and Preston, L.E.(1995), "The stakeholder theory of the corporation: Concepts, evidence, and implications," *Academy of Management Review*, 20(1), pp.65-91.
- Du, S., Bhattacharya, C.B. and Sen, S.(2007), "Reaping relational rewards from corporate social responsibility: The role of competitive positioning," *International Journal of Research in Marketing*, 24(September), pp.224-241.
- Eskerod, P.(2020), "A stakeholder perspective: Origins and core concepts," *Business and Management*, Advance online publication.

- doi:10.1093/acrefore/9780190224851.013.3.
- Fombrun, C.J.(2005), "A world of reputation research, analysis and thinking – Building corporate reputation through CSR initiatives: evolving standards," *Corporate Reputation Review*, 8(1), pp.7-12.
- Freeman, R.E.(1984), *Strategic management: a stakeholder approach*, Prentice-Hall, Englewood Cliffs, NJ.
- Freeman, R.E., Dmytriiev, S.D. and Phillips, R.A. (2021), "Stakeholder theory and the resource-based view of the firm," *Journal of Management*, 47(7), pp.1757-1770
- Freeman, R.E., Harrison, J.S. and Wicks, A.C. (2007), *Managing for stakeholders: Survival, reputation, and success*, Yale University Press, New Haven, CT.
- Friedman, M.(1970), "The social responsibility of business is to increase its profits," *The New York Times Magazine*, Sep. 13.
- Georgescu, P.(2022), "Peter Drucker: Prophet of stakeholder capitalism," *Forbes* February 25, 2022. (<https://www.forbes.com/sites/justcapital/2022/02/25/peter-drucker-prophet-of-stakeholder-capitalism/?sh=412b7c4a9461>) Access on: August 1, 2022.
- Greenfield, W.M.(2004), "In the name of corporate social responsibility," *Business Horizon*, 47 (1), pp.19-28.
- Harrison, J.S., Barney, J.B., Freeman, R.E. and Phillips, R.A. (Eds.) (2019), *The Cambridge handbook of stakeholder theory*. Cambridge University Press, Cambridge, UK.
- Harrison, J.S., Bosse, D. and Phillips, R.A. (2010), "Managing for stakeholders, stakeholder utility functions, and competitive advantage," *Strategic Management Journal*, 31, pp.58-74.
- Hart, S. (1995), "A natural-resource-based view of the firm," *Academy of Management Review*, 20(4), pp.986-1014.
- Hillman, A.J. and Keim, G.D.(2001), "Shareholder value, stakeholder management, and social issues: What's the bottom line?" *Strategic Management Journal*, 22(2), pp.125-139.
- Jensen, M.C. and Meckling, W.H.(1976), "Theory of the firm: Managerial behavior, agency costs and ownership, structure," *Journal of Financial Economics*, 3, pp.305-360.
- Karpoff, J.M., Lott J.R. and Wehrly, E.(2005), "The reputational penalties for environmental violations: empirical evidence," *Journal of Law and Economics*, 48(2), pp.653-675.
- Khan, M., Serafeim, G. and Yoon, A.(2016), "Corporate sustainability: First evidence on materiality," *The Accounting Review*, 91(6), pp.1697-1724.
- King, A.A. and Lenox, M.J.(2001), "Lean and green? An empirical examination of the relationship between lean production and environmental performance," *Production and Operations Management*, 10(3), pp.244-256.
- Klassen, R.D. and McLaughlin, C.P.(1996), "The impact of environmental management on firm performance," *Management Science*, 42(8), pp.1199-1214.
- Kruger, P.(2015), "Corporate goodness and shareholder wealth," *Journal of Financial Economics*, 115, pp.304-329.
- Kurtz, L.(2008), "Socially responsible investment and shareholder activism," in Crane, A., McWilliams, A., Matten, D., Moon, J. and Siegel, D. (Eds.), *The Oxford Handbook of Corporate Social Responsibility*, Oxford University Press, Oxford, UK, pp.249-280.
- Larcker, D.F., Tayan, B., and Wurzbacher, O. (2019),

- "2019 survey on shareholder versus stakeholder interests," Rock Center for Corporate Governance at Stanford University, *Stanford CGRI Survey Series* (www.gsb.stanford.edu/sites/gsb/files/publication-pdf/survey-shareholder-versus-stakeholder-interests-2019.pdf.) Access on: August 1, 2022.
- Larcker, D.F. and Tayan, B.(2020), *Corporate governance matters*, 3rd Eds., Pearson.
- Lee, S. and Choi, D.(2021), "Does corporate carbon risk management mitigate the cost of debt capital? Evidence from South Korean climate change policies," *Emerging Markets Finance and Trade*, 57(7), pp.2138-2151.
- Lins, K.V., Servaes, H. and Tamayo, A.(2017), "Social capital, trust, and firm performance: The value of corporate social responsibility during the financial crisis," *The Journal of Finance*, 72(4), pp.1785-1824.
- Margolis, J.D., Elfenbein, H.A. and Walsh, J.P. (2009), "Does it pay to be good...and does it matter? A meta-analysis of the relationship between corporate social and financial performance," Working paper. (<http://dx.doi.org/10.2139/ssrn.1866371>) Access on: August 3, 2022.
- Martin, R.(2010), "The age of customer capitalism," *Harvard Business Review*, 88(1), pp.58-65.
- McGuire, J.B., Sundgren, A. and Schneeweis, T. (1988), "Corporate social responsibility and firm financial performance," *Academy of Management Journal*, 31, pp.354-372.
- McWilliams, A. and Siegel, D.(1997), "The role of money managers in assessing corporate social responsibility," *Journal of Investing*, 6(4), pp.98-107.
- McWilliams, A. and Siegel, D.(2000), "Corporate social responsibility and financial performance: correlation or misspecification?" *Strategic Management Journal*, 21(5), pp.603-609.
- McWilliams, A. and Siegel, D.(2001), "Corporate social responsibility: A theory of the firm perspective," *Academy of Management Review*, 26(1), pp.117-127.
- Mohr, L.A., Webb, D.J. and Harris, K.E.(2001), "Do consumers expect companies to be socially responsible? The impact of corporate social responsibility on buying behavior," *Journal of Consumer Affairs*, 35(Summer), pp.45-72.
- Moskowitz, M.(1972), "Choosing socially responsible stocks," *Business and Society Review*, 1, pp.71-75.
- Nam, K.Y.(2004), "The development of corporation theory and its contemporary significance in American law," *Human Rights and Justice*, 335, pp.120-151. (in Korean)
- New York Times(2019) "Shareholder value is no longer everything, Top CEOs say," August 19, 2019. (<https://www.nytimes.com/2019/08/19/business/business-roundtable-ceos-corporations.html>) Access on: June 16, 2022.
- Orlitzky, M., Schmidt, F.L. and Rynes, S.(2003), "Corporate social and financial performance: A meta-analysis," *Organization Studies*, 24(3), pp.403-411.
- Ortiz-De-Mandojana, N. and Bansal, P. (2016), "The long-term benefits of organizational resilience through sustainable business practices," *Strategic Management Journal*, 37, pp.1615-1631.
- Parmigiani, A., Klassen, R.D. and Russo, M.V. (2011), "Efficiency meets accountability: Performance implications of supply chain configuration,



- control, and capabilities,” *Journal of Operations Management*, 29, pp.212-223.
- Polman, P. and Winston, A. (2021), *Net positive: How courageous companies thrive by giving more than they take*, Harvard Business Review Press, Boston.
- Porter, M.E. and Van der Linde, C. (1995), “Green and competitive: ending the stalemate,” *Harvard Business Review*, 73(5), pp.120-134.
- Posner, B.Z. and Schmidt, W.H. (1984), “Values and the American manager,” *California Management Review*, 26(3), pp.202-216.
- PwC (2016), *19th Annual global CEO survey: Redefining business success in a changing world - CEO survey*. (chrome-extension://efaidnbmninnbpcajpcgglefndmkaj/https://www.pwc.com/gx/en/ceo-survey/2016/landing-page/pwc-19th-annual-global-ceo-survey.pdf) Access on: June 17, 2022.
- Reinhardt, F.L. (1999), “Bringing the environment down to earth,” *Harvard Business Review*, 77(4), pp.149-157.
- Rothenberg, S., Pil, F.K. and Maxwell, J. (2001), “Lean, green, and the quest for superior environmental performance,” *Production and Operations Management*, 10(3), pp.228-243.
- Russo, M.V. and Fouts, P.A. (1997), “A resource-based perspective on corporate environmental performance and profitability,” *Academy of Management Journal*, 40(3), pp.534-559.
- Schwab, K. and Kross, H. (1971), “Modern company management in mechanical engineering,” Frankfurt/Main-Niederrad: Verein Deutscher Maschinenbau-Anstalten. ([https://www3.weforum.org/docs/WEF\\_KSC\\_Company\\_Strategy\\_Presentation\\_2014.pdf](https://www3.weforum.org/docs/WEF_KSC_Company_Strategy_Presentation_2014.pdf)) Access on: June 15, 2022.
- Schwab, K. and Vanham, P.(2021a), “What is stakeholder capitalism?” World Economic Forum, Blog. (<https://www.weforum.org/agenda/2021/01/klaus-schwab-on-what-is-stakeholder-capitalism-history-relevance/>) Access on: June 15, 2022.
- Schwab, K. and Vanham, P.(2021b), *Stakeholder capitalism: A global economy that works for progress, people and planet*, Wiley & Sons, Inc., Hoboken, NJ.
- Sen, S. and Bhattacharya, C.B.(2001), “Does doing good always lead to doing better? Consumer reactions to corporate social responsibility,” *Journal of Marketing Research*, 38(2), pp. 225-244.
- Sen, S., Bhattacharya, C.B. and Korschun, D. (2006), “The role of corporate social responsibility in strengthening multiple stakeholder relationships: A field experiment,” *Journal of the Academy of Marketing Science*, 34(Spring), pp.158-166.
- Sharfman, M.P. and Fernando, C.S.(2008), “Environmental risk management and the cost of capital,” *Strategic Management Journal*, 29 (6), pp.569-592.
- Sharma. S. and Vrendenburg, H.(1998), “Proactive corporate environmental strategy and the development of competitively valuable organizational capability,” *Strategic Management Journal*, 19, pp.729-753.
- Singleton, D.R.(1986), *Unocal Corp. v. Mesa Petroleum Co.*, 493 A.2d946 (Del.1985), *Florida State University Law Review*, 14(2), pp.301-317.
- Smith, N.C.(2008), “Consumers as drivers of corporate social responsibility,” in Crane, A., McWilliams, A., Matten, D., Moon, J. and

- Siegel, D. (Eds.), *The Oxford Handbook of Corporate Social Responsibility*, Oxford University Press, Oxford, UK, pp.281-302.
- Tantalo, C. and Priem, R.L.(2016), "Value creation through stakeholder synergy," *Strategic Management Journal*, 37(2), pp.314-329.
- The Business Roundtable(2019), "Business Roundtable redefines the purpose of a corporation to promote 'An economy that serves all Americans'", August 19, 2019. (<https://www.businessroundtable.org/business-roundtable-redefines-the-purpose-of-a-corporation-to-promote-an-economy-that-serves-all-americans>) Access on: June 16, 2022.
- Turban, D.B. and Greening, D.W.(1997), "Corporate social performance and organizational attractiveness to prospective employees," *Academy of Management Journal*, 41(3), pp.658-672.
- UN PRI (Principles for Responsible Investment). (<https://www.unpri.org/about-us/about-the-pri>.) Access on: February 13, 2022.
- Van Oosterhout, J. and Heugens, P.P.M.A.R. (2008), "Much ado about nothing: A conceptual critique of corporate social responsibility," in Crane, A., McWilliams, A., Matten, D., Moon, J. and Siegel, D. (Eds.), *The Oxford Handbook of Corporate Social Responsibility*, Oxford University Press, Oxford, UK, pp. 197-223.
- Vance, S.C.(1975), "Are socially responsible corporations good investment risks?" *Management Review*, 64(8), pp.19-24.
- Waddock, S.A. and Graves, S.B.(1997), "The corporate social performance-financial performance link," *Strategic Management Journal*, 18(4), pp.303-319.
- Williamson, O.E.(1981), "The economics of organization: The transaction cost approach," *American Journal of Sociology*, 87(3), pp.548-577.
- World Economic Forum(2019), *Davos Manifesto 2020*. (<https://www.weforum.org/agenda/2019/12/davos-manifesto-2020-the-universal-purpose-of-a-company-in-the-fourth-industrial-revolution>) Access on: June 16, 2022.
- Young, M.N., Peng, M.W., Ahlstrom, D., Bruton, G.J. and Jiang, Y. (2008), "Corporate governance in emerging economies: A review of the principal-principal perspective," *Journal of Management Studies*, 45, pp.196-220.

---

• The author Su-Yol Lee is a professor of the College of Business Administration, Chonnam National University. He received his Ph.D. and MSc. from KAIST. His research interests include ESG, CSR, corporate sustainability, and the intersection of climate change and businesses.