

Strategic Management in the Age of Stakeholder Capitalism*

이해관계자 자본주의 시대의 전략경영

Eun-hwa Lee(First Author)

Konkuk University Business School
(tobejang@hanmail.net)

Jaewook Yoo(Co-Author)

Konkuk University Business School
(jwyoo@konkuk.ac.kr)

Jay Hyuk Rhee(Co-Author)

Korea University Business School
(jayrhee@korea.ac.kr)

Hyung-Deok Shin(Co-Author)

Hongik University Business School
(shinhd@hongik.ac.kr)

Joohee Han(Corresponding Author)

Gachon University Business School
(jhhan0729@gachon.ac.kr)

.....

With industrialization and the development of technology, capitalism is evolving. The 'stakeholder capitalism' mentioned in the BRT means that more diverse stakeholders should be considered in the process of goal setting and management of firms. In this study, we searched and analyzed a total of 133 studies related to corporate governance and stakeholders registered in the KCI from 1990 to 2021 to explain research trends, keywords, major theories, variables, and industries analyzed. The findings show that past studies in the KCI have mainly focused on the issues of shareholder. However, since the mid to late 2000s, the scope of research has been expanded to other stakeholders including employees, consumers, and the government. In addition, it was confirmed that research on sustainability has steadily increased from the perspective of comprehensive governance structure since 2010. However, the results reveal that there was very few research that considers the characteristics of industry or stakeholder. Thus, it was judged that there is a limitation to providing sufficient implications to practitioners. We conclude with some future research directions to overcome this limitation.

Key Words: Stakeholder capitalism, Corporate governance, Sustainability, Literature review

.....

Submission Date: 09. 05. 2022

Revised Date: (1st: 09. 08. 2022)

Accepted Date: 09. 13. 2022

* This study is supported by Korea University Business School Research Grant.

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.

1. 서론

1.1 연구 배경 및 목적

기술 발전에 기초한 산업화는 경제 활성화와 사회 발전에 밑거름이 되었지만 급격한 산업화에 따른 부정적 이슈도 발생시켰는데, 구체적으로 환경 오염, 자원고갈, 생태계 위협, 사회 양극화, 노동 및 인권 문제 등의 직접적인 원인이 되었다. 따라서 현대 사회의 기업들은 기업 활동에서 발생할 수 있는 부정적 요인들을 최소화하면서 수익을 창출해야 하는 사회적 압력에 직면해 있는데, 이 같은 현상은 국내외 모든 기업들에게 해당되는 사안이다. 산업화 및 선진화를 일찍이 경험한 유럽 및 서구 기업들은 경영활동이 초래할 수 있는 다양한 부정적 이슈들을 해결하기 위한 노력을 기울여 왔다. 이러한 움직임은 기업의 지속가능성이라는 개념과 함께 기업이 고려해야 하는 주요 이해관계자가 투자자, 경영자, 조직 구성원, 고객, 공급자, 지역사회, 정부, NGO 및 경쟁자에 이르기까지 다양한 범위로 확대되어야 함을 시사한다(Harrison et al., 2020). 그리고 이는 이해관계자 자본주의 혹은 ESG(Environmental, Social and Governance)와 같은 다양한 용어들로 표현되기도 하며, 특정 국가의 범위를 넘어 글로벌 시장에서 기업들이 추구해야 하는 새로운 경영의 패러다임으로 자리잡아 가고 있다.

한국의 경제발전 역사를 보면 국내 기업들은 과거 정부 주도의 양적 성장에 치중해왔기 때문에, 기업 활동에서 발생하는 환경과 사회 문제들을 심도 있게 고려하지 못했으며, 지배구조도 선진국과는 다른 형태로 발전되어 왔다(Carney et al., 2011; Lee and O'Neill, 2003; Young et al., 2008). 특히

국내 기업이 소유경영자 등 일부 이해관계자에 집중하는 현상은 다른 이해관계자들과의 갈등을 발생시키는 원인으로 작용하였고, 갈등 해결에 대한 기업의 소극적 대응은 더 큰 사회 문제를 발생시키는 원인이 되었다(Barnea and Ribin, 2010; Yoo and Lee, 2021). 대표적으로 일부 대기업에 집중된 부로 인한 소득 불균형, 노사 갈등, 고객 정보 보호와 관련한 기업과 고객 간의 갈등, 특정 시설과 관련한 기업과 지역사회 간의 갈등은 우리 사회의 심각한 문제가 되고 있다. 그리고 기업 활동으로 인한 환경 파괴 및 사회적 갈등의 문제들은 결국 시장의 불안을 증대시키고, 사회 전반의 균형적 성장을 저해하는 요소로 작용하여 기업의 성장과 존속에 부정적인 영향을 미치고 있다.

따라서 기업이 지속가능성을 획득하기 위해서는 주주에게만 집중하는 단기적인 경제적 이익의 달성 뿐만이 아닌, 기업을 둘러싸고 있는 다양한 이해관계자들과의 관계에서 발생하는 환경적, 사회적 문제들을 해소하기 위한 진정성 있는 노력을 기울여야 한다(Kim and Lee, 2011; Yoo and Lee, 2021). 기술과 정보통신의 발달로 인한 사회의 변화와 복잡성의 증가는 기업 활동과 성과에 대한 이해관계자들의 영향력을 강화하고 있으며, 이러한 상황에서 기업이 경영활동에서 발생하는 다양한 사회적, 환경적 문제들을 해결하지 못할 경우 장기적인 존속이 어려워질 것이다. 심각한 기후 위기와 코로나 팬데믹으로 인한 경기 침체, 국가 간의 무역 마찰과 전쟁으로 인한 글로벌 가치사슬의 파괴는 기업을 둘러싼 이해관계자들 간의 갈등을 더욱 심화시키고 있으며, 기업의 생존을 위협하고 있다. 이제 기업은 기존의 방식과는 다른 차원에서 생존을 위한 방안을 찾아야 할 것이다. 이와 같은 변화의 흐름 속에서 최근 강조되고 있는 이해관계자 자본주의 경영 시대의 도래는

기업들로 하여금 글로벌 시장의 변화와 함께 자신들이 속한 국가 및 산업의 특성을 반영하여 기존과는 다른 방식으로 자원과 역량을 활용할 수 있는 새로운 전략의 수립과 실행을 요구하고 있다. 즉 변화된 환경에서 이해관계자 자본주의 경영을 효과적으로 구현하기 위해서는 새로운 관점의 전략적 접근과 실행이 이뤄져야 하는 것이다.

따라서 본 연구에서는 변화된 글로벌 기업환경에서 새로운 경영의 패러다임으로 자리매김하고 있는 지속가능성과 이해관계자 자본주의 관점에서 진행되어온 국내 지배구조와 이해관계자 관련 주요 문헌들을 검토하고, 이해관계자 자본주의의 구현을 위해 향후 전략경영 분야에서 진행해야 할 연구에 대한 제언을 하고자 한다. 이를 위해 전략경영 관점에서의 기업의 경쟁력과 지속가능성, 이해관계자에 대한 개념들을 정리하고, 다양한 이해관계자들의 관점에서의 기업지배구조 연구들을 리뷰하여 시사점을 도출하고 미래 연구 방향을 제시할 것이다. 그리고 이를 바탕으로 기업들이 전략 수립 및 실행 과정에서 고려해야 하는 내·외부 환경 요소와 함께 이해관계자 자본주의 관점에서 강조되는 다양한 이해관계자들과의 관계를 고려하는 전략 수립 방안에 대해 논의해 보고자 한다. 마지막으로 현재와 같이 불확실성이 높은 환경에서 기업들이 지속가능성을 획득하기 위해 이슈 별로 핵심적인 주요 이해관계자를 파악하고, 해당 이해관계자의 이해관계를 우선적으로 고려하는 전략 수립 및 실행 방안의 중요성을 강조할 것이다. 본 연구는 주주 자본주의 관점에서 이해관계자 자본주의 관점으로 경영 패러다임이 전환되고 있는 현시점에서 국내 관련 연구의 흐름을 파악하고 기업들이 고

려해야 하는 핵심 이슈들에 대한 중요한 정보를 제공해 줄 수 있을 것이다. 더불어 실무적 차원에서는 국내 기업들의 지배구조 상의 특성과 문제점들에 대한 분석 결과를 통해 이해관계자 자본주의 경영의 구현을 위해 국내 기업들이 극복해야 하는 문제점과 이슈를 제시하고 새롭게 추구해야 하는 경쟁력과 가치 창출 방안의 방향성을 제시해줄 수 있을 것이다.

II. 이론적 배경

2.1 전략경영, 지속가능성과 이해관계자

비즈니스 라운드테이블(BRT)에서 언급한 이해관계자 자본주의의 개념에서는 기업이 지속가능성을 획득하기 위해 보다 다양한 이해관계자들의 이해관계에 대한 고려가 필요하다는 점을 강조하고 있다. 2020년 스위스에서 개최된 다보스 포럼¹⁾에서도 4차 산업혁명 시대의 특성에 따라 이해관계자들 간의 관계가 복잡해지고 상호의존성이 강해진 만큼, 다양한 이해관계자들을 포용할 수 있는 '이해관계자 자본주의'에 대한 구체적 논의가 진행되었다. 이러한 변화 흐름에 따라 본 연구에서는 기업의 전략적 의사결정과 성과에 영향을 미칠 수 있는 지배구조와 다양한 이해관계자들에 대한 문헌 리뷰 연구를 통해 국내기업들의 지배구조 상의 특징과 이해관계자들과의 관계에서 발생할 수 있는 특성을 분석하고, 이를 토대로 전략적 측면에서 기업의 지속가능성을 확보하는데 도움이 될 수 있는 방향성을 제시하고자 한

1) 현대경제연구원의 2020 다보스 포럼의 주요 내용 정리 보고서에 따르면, 해당 포럼에서는 3000여명 이상의 정·재계 인사들이 참여하여 '이해관계자 자본주의(stakeholder capitalism)'를 토대로, '기후-환경', '지속가능하고 포괄적인 비즈니스 모델', '인류 번영을 위한 4차 산업혁명 관련기술', '인구, 사회, 기술 트렌드 변화에 대한 대비'를 주요 아젠다로 논의를 진행하였다.

다. 이를 위해 본 장에서는 전략경영에 대한 기본 개념을 검토하고 지속가능성 및 이해관계자 자본주의의 개념을 살펴보고자 한다.

2.1.1 전략경영의 목적과 방안

과거 기업의 유일한 목적은 경제적 이익의 달성이었다. 기업이 많은 이익을 획득하는 것이야말로 핵심 이해관계자인 주주의 이해관계를 충족시키고 경제 성장을 이끄는 원동력이었기 때문이다. 반면 기업 활동에서 발생하는 환경 및 사회 문제에 대한 해결은 정부의 책임으로 간주되는 경향이 있었다. 따라서 기업 전략의 목적은 시장 점유율 확대와 매출 증대 등을 통한 재무성과 향상과 이에 기초한 주주 가치의 극대화였다. 이와 관련하여 전략경영 분야의 학문적 성장도 빠르게 이뤄졌는데 외부환경의 영향을 강조하는 산업구조론과 내부 자원과 역량의 중요성을 강조하는 자원기반이론 등 기업이 경제적 이익을 높일 수 있는 방법과 관련한 다양한 관점의 전략이론들이 등장하였다(Hoskisson et al., 1999). 반면, 이윤 창출을 위해 가치사슬 활동 과정에서 발생하는 환경이나 사회 문제들은 기업이 전략적으로 고려해야 하는 우선적인 사안에서 제외되었다.

하지만, 급격한 산업화로 인한 사회적·환경적 문제의 증가는 기업으로 하여금 좀 더 장기적인 관점에서 경제적 가치와 사회적 가치를 동시에 추구하며 다양한 이해관계자들의 가치를 고려하는 전략을 수립하고 실행할 것을 요구하였다(Porter and Kramer, 2011; Kim and Lee, 2011). 이러한 변화 속에서 기업의 전략 수립 방법 역시 기존의 방식과 달라지고 있다. 전략 수립 과정에서 기업이 고려해야 하는 주요 이해관계자는 크게 재무적 이해관계자, 시장 이해관계자, 조직 이해관계자로 구분될 수 있다. 기

업의 전략은 해당 이해관계자들에게 나눠줄 수 있는 경제적 이익의 크기를 키우고, 배분에 있어 갈등이 생기지 않도록 조율하되, 주주의 이해관계를 우선시하는 방식으로 결정되었다(David, 2001). 그러나 4차 산업혁명 시대의 도래로 인한 정보교류와 사회적 네트워크 강화는 기업과 상호작용하는 이해관계자들의 영향력을 증대시켰고, 그 범위 또한 확대시켰다. 기업의 전략적 의사결정 및 실행과 관련하여 주주나 고객, 경영자 및 종업원 뿐만 아니라 지역사회, 정부, 공급자 및 경쟁자에 이르는 보다 다양한 이해관계자들의 이해관계를 균형적으로 고려해야 하는 환경적 변화에 직면한 것이다(Nam, 2003). 기업이 다양한 이해관계자들의 이해관계에 대해 전략적인 대응을 하지 못하면 기업은 경제적 이익을 극대화할 수 없기 때문에 지속가능성을 달성할 수 없다. 따라서 기업은 내·외부 이해관계자들과의 갈등을 해소하고 협력적인 관계를 구축할 수 있는 방안을 전략경영 프로세스 전반에 반영할 수 있어야 한다. 이와 같이 다양한 이해관계자들의 이해관계를 고려하는 전략 수립과 실행 방안은 이해관계자 자본주의 시대에서 지속가능성을 획득할 수 있는 기본 요건이 되고 있다(Freeman, 1984; Harrison et al., 2020).

2.1.2 지속가능성 개념의 등장 및 확산

산업화와 함께 기업이 고려해야 하는 이해관계자들과 관련한 다양한 이슈들이 국제사회에서 가시화되기 시작한 것은 1972년 UN 인간환경회의(UNCHE)에서 지속가능한 발전(sustainable development)의 개념이 정립되고 환경보호와 관련한 유엔환경선언과 유엔환경계획(UNEP)이 대두된 시점으로 볼 수 있다. 이후 1973년 UN 국제자연보전연맹(IUCN)의 환경보전 개념 정립과 1974년 멕시코에서 진행된

UN 회의의 코코옥 선언(Cocoyoc)은 지속가능발전의 개념을 더욱 발전시켰다. 또한 1980년 국제자연보전연맹(IUNC)에서 채택된 세계보전전략(World Conservation strategy)에서는 경제발전과 환경보호 간의 관계가 지속가능한 발전과 연계됨을 공식적으로 언급하였으며, 1982년 유엔환경계획(UNEP)의 '세계자연헌장'이 채택된 후 1983년에는 환경과 개발에 관한 세계위원회(WCED)가 구성되었고, 해당 위원회가 1987년 발간한 '우리의 지속가능한 미래'라는 보고서에서는 국가 간 경제성장과 환경보호를 중심으로 하는 지속가능한 발전(ESSD)의 개념이 제시되었다. 그리고 같은 해 UN이 발간한 '브루트란트 보고서'는 지속가능성을 "미래세대가 자신들의 필요를 충족시킬 능력을 훼손하지 않으면서 현재대의 필요를 충족시키는 방식"으로 정의하였고, 지속가능한 발전은 환경적 이슈와 함께 경제, 인구, 에너지, 안보와 같은 다양한 사회 이슈들을 포함하는 개념으로 확장되었다.

1990년대에는 선진국들을 중심으로 지속가능한 발전에 대한 적극적 참여와 함께 구체적 실천방안이 제시되기 시작하였다. 1991년 개최된 G7 회의에서는 지속가능한 발전에 대한 참여국들의 경제 선언이 이뤄졌으며, 1992년 브라질에서 개최된 유엔환경개발회의에서는 '리우선언'을 통해 환경문제에 대한 규범체제가 구축되었고, '리우선언'의 추진을 위한 UN 환경개발회의(UNCED)가 설치되었다. 1995년에는 기업들이 주축이 된 연합체인 WBCSD(World Business Council for Sustainable Development)에서도 '지속가능경영'의 중요성을 언급하였고, 1997년에는 UNEP와 미국의 환경단체인 세레스(CERES)가 주도하여 글로벌 보고 이니셔티브(GRI)를 설립하였다. GRI는 비영리기구로서 기업들이 지속가능 보고서를 작성할 때 참고할 수 있는 가이드라인을

제시한 조직이며, 2000년에 발표한 GRI 가이드라인은 최초의 지속가능보고서 가이드라인으로 알려지고 있다. 더불어 2002년에 개최된 세계정상회의(WSSD)에서는 국가와 정부 차원에서의 지속가능한 발전을 위한 활동 강화 방안이 제시되었고, 2016년도에는 GRI가 지속가능성의 확보를 위한 경제, 환경, 사회 부문의 글로벌 표준지표를 최초로 개발하여 제시하였다.

이러한 발전 흐름은 지속가능성에 대한 이슈를 기존 환경 분야에서 사회 분야로 확장함과 동시에, 글로벌 기관이나 정부의 노력에만 의존하는 것이 아니라 기업이 자체적이고 주도적으로 추구해야 할 중요 이슈로 변화시켰다. 또한 2019년 미국에서 개최된 '비즈니스 라운드 테이블(BRT)'에서는 기업이 지속가능성을 획득하기 위하여 보다 다양한 내·외부 이해관계자들의 이해관계를 고려해야 하는 '이해관계자 자본주의'(stakeholder capitalism)에 대한 논의가 이루어졌다. 해당 논의에서는 기업의 목적이 더 이상 주주의 이익 극대화에 국한되지 않으며, 기업을 둘러싸고 있는 다양한 이해관계자들을 모두 고려해야 한다는 의견이 제시되었다. 따라서 기업의 지속가능성 획득과 관련한 전략은 환경과 사회를 넘어 다양한 이해관계자들을 대상으로 수립되고 실행되어야 한다(Harrison et al, 2020). 이렇듯 지속가능성은 글로벌 시장경제와 국제사회의 주요 이슈로 부각되었고, 각 국가별 협력과 제도적 강화로 이어지고 있으며, 기업들도 이에 대한 관심과 노력을 기울이고 있다.

학문적 측면에서의 지속가능성의 개념 역시 진화하고 발전해왔다. 80년대까지는 환경 보호가 지속가능성과 관련한 중요 개념으로 강조되었으나, 글로벌화에 따른 가치사슬의 확장, 기업 네트워크 강화 및 기술 개발과 확산으로 인한 기업의 영향력 강화에 따

라 지속가능성은 경제적 요소는 물론 환경과 자원의 보존 및 공정한 사회 구축을 함께 고려하는 포괄적 개념으로 확장되었다(Elkington, 1998; Ebner and Baumgartner, 2006; Holden et al., 2017; Strange and Bayley, 2008). 즉 기업의 지속가능 경영(sustainable management)은 경제적인 이윤 창출과 관련한 재무성과(경제적 가치)뿐만 아니라 환경과 사회적 관점에서 발생하는 비재무적 성과(사회적 가치)를 함께 고려하여 기업의 미래가치를 지속적으로 향상시키기 위한 경영활동으로 정의될 수 있다(Kim, 2011; Reed, 2001; Stead and Stead, 2014).

2.1.3 자본주의의 발전과 경영 환경의 변화

기업이 고려해야 하는 이해관계자의 범위가 주주에서 다양한 내·외부 이해관계자로 확장된 배경에는 시장경제 체제에서의 기업 영향력 강화에 따른 자본주의 사회의 발전이 있다. 그리고 산업화 및 자본주의 사회의 발전은 기업이 고려해야 하는 내·외부 환경 요소의 복잡성과 불확실성을 증가시켜 경영상의 어려움을 증가시켰다(Cho, 2015). 특히 환경변화에 따른 불확실성의 증대 및 경쟁 심화 등으로 인해 기업의 지속가능성은 위협받게 되었으며, 이를 극복하기 위해 현대 사회의 기업은 이해관계자들을 고려하는 전략계획을 수립하고 실행해야 하는 필요성에 직면하게 되었다. 특히 2019년 BRT에서 언급된 ‘이해관계자 자본주의’에서는 기업이 다양한 이해관계자들과의 상호작용을 통해 건전한 산업 생태계를 구축하고 이해관계자들 간의 갈등 해소 및 장기적인 협력 관계 구축을 도모해야 함을 강조하고 있다.

오늘날의 기업은 빠른 기술의 변화, 글로벌 시장 확대와 산업 융·복합화에 따른 새로운 경쟁자의 등장으로 인해 지속가능성에 대한 도전을 받고 있다. 2021년도 12월에 발간된 국제무역통상연구원 보고서에 기재된 맥켄지의 조사 내용에 따르면 1958년에는 61년이었던 미국의 SandP500 상장 기업의 평균 수명이 1975년에는 22년으로 단축되었고, 2027년에는 12년으로 감소될 것으로 예측되고 있다.²⁾ 따라서 지속가능성의 확보는 기업들의 매우 중대한 목표가 되었고, 과거에 비해 훨씬 더 복잡하고 다양한 도전에 직면한 기업들은 이해관계자 자본주의 경영의 구현을 위한 전략적 대응의 필요성에 직면하게 되었다.

기업이 추구해야 하는 지속가능경영의 핵심은 이해관계자의 대상 및 범위의 확장과 그에 따른 책임의 증가이다. 기업이 주주 이외에도 고객이나 노동자, 지역사회와 같은 다양한 이해관계자들의 이해관계를 고려하는 경영을 실천해야 한다는 주장은 자본주의 사회의 발전과 맥락을 같이 하고 있다. 이는 지속가능성을 달성하기 위해 이윤 추구 활동 이외에도 법과 규정의 준수 및 윤리적 경영과 함께 다양한 이해관계자의 요구사항에 적극적으로 대응하여 사회에 긍정적 영향을 미치는 기업의 사회적 책임 활동에 근간하고 있다(Chang and Ahn, 2012; Seo and Choi, 2015). 대리인 이론 측면에서 볼 때 기업의 사회적 책임 활동은 비용을 발생시키지만 이익을 기대하기 어려운 행위로, 기업의 주요 이해관계자인 주주의 부에 부정적인 영향을 미치는 활동으로 인식되기도 한다. 반면 이해관계자 자본주의에서는 기업의 가치창출 활동을 장기적인 관점에서 다양한 이해관계자들의 이익을 증진시키는 과정으로 정의하고

2) 기업 벤처링 트렌드와 시사점, 한국무역협회 발간, 2021.12

있다(Cho, 2012). 이와 같이 이해관계자 자본주의 시대의 도래와 함께 시장 활동의 주체인 기업의 목적과 그에 따른 활동이 주주 중심에서 다양한 이해관계자들의 이해관계를 고려하는 활동으로 변화되고 있다.

자본주의 사회의 발전에 따른 기업의 변화를 보면, 18세 후반 기업은 자유로운 시장의 경제주체로서 이윤 추구의 원리에 따라 생산성을 극대화하기 위한 노력에 집중하였다. 이러한 형태의 시장경제 체제를 자본주의 1.0이라고 한다. 하지만, 1930년도 대공황을 경험한 후에는 시장에서 발생하는 독점 및 빈부격차와 같은 문제를 해결하기 위한 정부 개입의 중요성이 강조되는 자본주의 2.0 시대가 도래하였고, 1970년대에 들어서면서 글로벌 가치사슬과 관련한 자유무역과 규제 완화 및 글로벌 네트워크 구축을 효율화시키기 위한 신자유주의의 개념을 바탕으로 자본주의 3.0 시대가 도래하였다. 특히 자본주의 3.0 시기에는 글로벌화와 함께 기술 발전에 기초한 기업

의 영향력이 강화되면서 기업 활동과 관련한 문제들이 국제사회에서 이슈화되고, 기업의 지속가능성에 대한 관심이 증가하기 시작하였다. 2000년대 들어서면서 기업의 사회적 책임과 관련한 이슈가 한층 더 강조되면서 기존의 시장주의와 사회공헌 활동이 함께 이루어져야 한다는 공생적 자본주의(자본주의 4.0)가 등장하였는데, 이러한 변화의 흐름은 2008년 글로벌 금융위기 이후 자본주의 5.0의 단계인 공유가치 창출 자본주의로 이어졌고, 지속가능경영을 새로운 경영 패러다임으로 자리잡게 하는데 기여하였다.

자본주의의 발전은 기존 체제에서 발생하는 문제를 해결하고 기업 중심과 사회 중심의 갈등 사이에서 균형을 찾기 위한 점진적인 노력의 과정으로 이해할 수 있다. 자본주의의 발전 단계에 따라 기업이 고려해야 하는 주요 이해관계자의 범위는 변화해 왔고, 현재는 기업과 사회가 균형을 이루면서 가치 창출을 목표로 하는 이해관계자 자본주의 시대에 도달

〈Table 1〉 자본주의의 발전 현황과 주요 이슈

등장 시기	시장 경제 체제의 중심과 주요 이슈	자본주의의 구분	산업혁명과 주요 기술
18세기 후반	시장 중심: 보이지 않는 손의 역할 강조	자본주의 1.0 (자유방임주의)	1차 산업혁명: 증기 동력에 따른 기계화 등장 → 단순한 산출 증대
1930년대	정부 중심: 보이는 손의 역할 강조	자본주의 2.0 (수정적 자유주의)	2차 산업혁명: 전기, 에너지 기반 대량생산 혁명 → 대량생산체제
1970년대	기업 중심: 천사 모습을 한 자본주의를 통해 시장 매커니즘 복원	자본주의 3.0 (신자본주의)	3차 산업혁명: 컴퓨터, 인터넷 기반의 디지털/정보 혁명 → 소품종 다량 생산
2000년대 이후	사회 중심: 따뜻한 자본주의	자본주의 4.0 (공생적 자본주의)	
2010년 이후	기업-사회 중심: 기업가치와 사회가치의 조화 및 발전	자본주의 5.0 (공유가치창출 자본주의)	4차 산업혁명 시대: ICT 융합의 시대 → 소품종 소량, 다품종 대량 및 정밀생산/배송가능

(Cho, 2012 문헌의 내용을 정리하고 보완함)

하였다. 하지만 다양한 내·외부 이해관계자들의 이해관계는 명확한 차이를 나타내고, 기업 활동 과정에서 이해관계자들 간의 갈등은 계속해서 발생하고 있다. 따라서 기업이 이해관계자 자본주의 관점에서 전략을 수립하고 실행하는 것이 더욱 중요해지고 있다.

기업이 거대화되고 기술 선도를 통한 신시장 개척 및 이로 인한 파생효과 확산 등 환경과 사회에 대한 영향력이 강화되면서, 기업에 대한 사회적, 환경적 책임에 대한 사회적 인식과 요구는 과거와는 달리 훨씬 광범위하고 높은 수준에서 요구되고 있다. 대표적인 사례로 과거에는 기업의 사회적 활동이 주로 기부와 같은 소극적인 활동방식으로 이행되었다. 하지만 최근 기업들은 장기적인 생존과 성과 향상을 위해 주주와 관련한 경제적 책임은 물론 탄소중립, 생물다양성 보존, 환경 오염의 방지와 같은 환경적 이슈들과 협력업체와의 공급망 구축, 구성원들과 고객에 대한 인권 및 조직 내 다양성 확보와 관련한 사회적 이슈들도 자신의 책임으로 고려하고 해결해야 한다.

이렇듯 기업이 경영상 고려해야 하는 이해관계자 범위의 확대와 그에 대한 대응 필요성의 강화가 기업의 '지속가능성' 확보를 위한 핵심 요소로 강조되면서 전략적 측면의 활동으로 연결되고 있다. 이해관계자에 대한 기업의 전략적 대응은 '이해관계자 자본주의'라는 단어와 함께 '지속가능경영'과 같이 기업이 추구해야 하는 새로운 경영패러다임으로 자리매김하고 있으며, 글로벌 시장에서의 공통적인 이슈로 자리매김하고 있다.

2.1.4 대리인 이론과 이해관계자 이론

기업의 규모가 커지고 복잡성이 증대하면서, 기업의 효율적인 운영과 관리를 위한 다양한 측면에서의 접근이 이뤄졌는데, 이는 산업화 및 자본주의의 발전

에 따른 기업 지배구조체계와 이론적 발전의 토대가 되었다. 기업 지배구조는 기업이 속한 사회의 역사와 경제적 발전의 배경에 따라 다른 형태로 발전해 왔는데 영국과 미국에서는 대리인 이론에 기초하여 주주를 중심으로 하는 협의의 지배구조체계가 구축되어 온 반면, 독일 및 프랑스에서는 이해관계자 이론에 기초하여 주주 이외에도 종업원과 고객, 지역사회 등 다양한 이해관계자들을 함께 고려하는 광의의 지배구조체계가 발전되었다(Yoo and Lee, 2021). 미국과 영국의 기업들이 추구하는 협의의 지배구조는 '대리인 이론(agency theory)'을 바탕으로 주주를 기업과 관련한 자본시장에서의 주요 이해관계자로 규정하고 있으며, 그에 따라 지배구조시스템은 주주의 부를 보호하기 위한 목적의 통제 시스템 구축과 운영에 초점을 맞춰 발전해왔다(Jensen, 2001). 해당 체계에서 경영자는 주주의 대리인으로서 신의 성실의 원칙에 기초하여 주주의 부를 증대시키기 위한 전략적 의사결정을 내리는 주체로 정의된다.

대리인 이론은 당시 급성장하던 미국에서 기업의 성장과 관련하여 다각화와 같은 의사결정이 실제 기업 성과에 미치는 영향을 정부의 정책적 측면과 경제 순환 및 경영자의 인지 등 다양한 측면에서 접근하여 문제를 해결하고자 하는 시도가 이뤄지면서 더욱 설득력 있는 이론으로 자리잡게 되었다(Davis et al., 1994; Jung and Shin, 2019). 대리인 이론에 기초하여 발전해 온 미국 기업들의 지배구조는 기업의 재무적 성과 향상을 목적으로 신속한 의사결정 및 실행을 가능하게 하여 성장의 효율성을 높일 수 있었으나, 주주만을 기업의 중심에 두는 의사결정과 경영활동은 다른 이해관계자들과의 갈등의 원인이 되었다. Ocasio와 Joseph(2005)의 연구에서는 당시 영미의 금융 자본이 세계경제의 주도권을 장악하는 과정에서 주주 자본주의와 대리인 이론이

각국의 고유한 지배구조 관련 제도 논리와 충돌하는 과정을 설명하기도 하였다.

반면 독일과 프랑스 기업들은 종업원을 기업의 주요 의사결정 과정에 참여시키거나 지역사회 구성원들과의 협의 과정을 의사결정에 포함시키는 광의의 지배구조체계를 구축하고 있다. 해당 지배구조는 기업을 다양한 이해관계자들과 상호작용하는 관계 체계로 정의하는 '이해관계자 이론(stakeholder theory)'에 근간을 두고 있다. 따라서 기업은 주주만이 아닌 다양한 이해관계자들의 이해관계를 고려해야 하며 (Freeman, 1984), 기업의 활동 역시 주주 가치 창출에만 집중하는 것이 아닌, 다양한 내·외부 이해관계자들의 이익을 증진시키는 일련의 과정과 활동으로 이해되어야 함을 강조하고 있다(Carrillo, 2007; Freeman and Reed, 1983).

1970-80년대 산업화에 따른 사회·환경적 이슈가 빠르게 증가한 가운데, Freeman은 기업의 활동과 관련한 이해관계자에 대한 개념을 정리하고 기업의 지속가능성 확보와 관련한 이해관계자의 중요성을 설명하였다(Freeman, 1984; Freeman and Reed, 1983). Freeman(1984)은 이해관계자를 주주를 비롯한 경영자, 고객, 공급자, 채권자, 지역사회, 경쟁자, 정부 및 NGO 등 기업과 영향을 주고받는 개인 또는 집단으로 정의하고, 기업이 지속가능성을 획득하기 위해서는 다양한 이해관계자들의 이해관계를 고려하는 전략적 대응이 필요함을 강조하였다. 다른 연구에서는 이해관계자를 기업과의 직접적 거래 관계 또는 계약 관계에 따라 직·간접적 영향력을 행사하는 존재로 정의하거나(Casciaro and Piskoroski, 2005), 기업의 경계를 기준으로 종업원, 내부 주주, 경영자와 같은 내부 이해관계자와 외부 주주, 고객, 공급자, 지역사회 혹은 정부와 같은 외부 이해관계자로 구분하기도 하였다(Hermann,

2005). 이 밖에도 이해관계자에 대해서는 다양한 정의가 존재한다(〈Table 2〉 참조).

다양한 정의에도 불구하고 이해관계자 이론에 기초한 다수의 선행연구에서 공통적으로 주장하는 것은 이해관계자는 기업의 활동과 성과에 직·간접적으로 영향을 미칠 수 있는 존재로서, 기업이 기존처럼 주주 중심적인 경영을 실행하는 경우에는 지속가능성을 획득하기 어려운 반면, 다양한 이해관계자들의 이해관계를 고려하는 경영 활동은 기업의 경쟁력과 가치 향상에 도움이 될 수 있다는 것이다. 이렇게 다양한 이해관계자들의 가치 향상을 강조하는 이해관계자 이론은 주주와 다른 이해관계자들의 이해관계를 상충 관계(trade-off)로 정의하고 있는 주주 중심주의와는 대립되는 주장처럼 보여질 수도 있다. 하지만 이해관계자 이론 역시 다양한 이해관계자를 고려하는 경영 활동이 결과적으로 주주 가치 향상에 도움이 된다는 주장을 제시하고 있다는 측면에서 두 관점을 양극단의 대립된 주장으로 보기는 어려울 것이다. 오히려 기업이 지속가능성 획득을 위해 다양한 이해관계자들을 고려하는 장기적이고 폭넓은 관점에서의 전략 수립과 실행방식을 채택해야 하고, 이를 통해 주주 가치를 극대화할 수 있어야 한다는 측면에서 두 이론 간의 관계는 설명될 수 있을 것이다(Carrillo, 2007; Grove and Lockhart, 2019).

이와 관련하여 변화된 기업 환경에서 대리인 이론 근간의 지배구조를 운영하던 영미국의 기업들은 최근 기업의 성장 과정에서 발생하는 환경문제와 사회 불균형을 해소하고 장기적인 성장을 위해 이해관계자 이론에 기초한 지배구조시스템의 보완을 표명하고 있다. 하지만, 이해관계자 이론에 대해서도 비판적 주장이 제기되어 왔고, 특별히 전통적인 주주이익 극대화 관점에서 이해관계자 이론에 대한 비판이 이뤄져 왔다. 구체적으로 독일과 프랑스의 기업에서는 다양한

(Table 2) 이해관계자 이론 관점에서의 이해관계자 범위 및 구분

연구자	이해관계자의 정의 또는 구분 기준
Freeman (1984)	정의 : 기업의 경영 또는 목표 달성에 영향을 주고 받는 개인 또는 집단 - 협의의 이해관계자 : 주주, 종업원, 고객, 공급자와 같이 구분 기업의 생존에 직접적으로 연관되는 이해관계자 - 광의의 이해관계자 : 정부, 경쟁자, 지역사회, NGO 등 기업의 목적과 성과에 간접적으로 영향을 미치는 이해관계자
Davis and Frederick (1984)	정의 : 기업의 경영 활동과 관련한 의사결정에 참여 권한을 가진 자로 시장 제도를 기준으로 구분 - 시장 이해관계자(free market stakeholders) : 기업에 자본 및 인적자원 등을 공급함으로써 기업의 생산 및 판매 활동 참여하는 경제적 이해당사자 - 비시장 이해관계자(non-market stakeholders) : 지역사회, 정부, 단체 등 생산 및 판매 활동에 참여하지는 않지만 기업의 사회적 책임의 대상이 되는 집단
Carroll (1989)	정의 : 기업과 계약 관계를 맺고 있으며 이에 대한 권리를 주장할 수 있는 집단 - 내부 이해관계자 : 소유주인 주주와 종업원과 같이 조직의 경계를 기준으로 조직 내부에 속한 이해관계자 - 외부 이해관계자 : 고객, 정부 및 지역사회와 같이 조직의 경계 외부에 있는 집단
Carroll (1991)	정의 : 이해관계자가 기업에 대한 법적, 제도적 권리를 가지고 있는 개인 또는 집단 - 일차적 이해관계자 : 기업과 공식적 혹은 계약적 관계에 있는 집단 - 이차적 이해관계자 : 1차 이해관계자 이외의 집단
Clarkson (1995)	정의 : 기업에 직간접적 영향을 미치는 집단 - 일차적 이해관계자 : 투자자, 종업원, 고객, 공급자, 정부 및 지역사회와 같이 기업의 생존에 직접적인 영향을 미치는 집단 - 이차적 이해관계자 : 대중매체 또는 단체와 같이 기업과 거래관계를 형성하고 있지 않기 때문에 직접적인 영향을 미치지 않는 집단
Donaldson and Preston (1995)	정의 : 기업의 경영활동에 절차적 또는 실질적 측면에서 정당한 이해관계를 가지고 있는 개인이나 집단 - 일차적 이해관계자 : 투자자, 종업원 및 공급자와 같이 기업의 자원 투입에 영향을 미치는 집단 - 이차적 이해관계자 : 고객과 같이 자원의 생산 측면에 영향을 미치는 집단
Casciaro and Piskorski (2005)	- 일차적 이해관계자 : 기업과 명시적 계약 관계에 따라 상호의존적 관계를 맺고 있으며, 기업과 이해관계자 사이에 권력의 균형이 존재함 - 이차적 이해관계자 : 기업과 암묵적 계약 관계에 있는 집단으로 기업과 이해관계자 사이의 상호 의존관계에 차이가 발생하여 이해관계자는 기업에 직접적인 영향력을 행사하지 못함
Hermann (2005)	- 내부 이해관계자 : 노동자, 경영자, 통제 기관, 내부 주주 - 외부 이해관계자 : 비즈니스 이해관계자 : 외부 이해관계자, 고객(B2B and B2C), 공급자, 유통업자, 판매자, 전략적 파트너, 산업 협회 등 - 사회적 이해관계자 : 공공기관, 매체, 정치단체, 교육기관, NGO, 노조 등

이해관계자들을 조직의 의사결정 과정에 참여시키는 과정에서 기업이 환경의 변화에 신속하게 대응하지 못하는 문제를 해결하기 위해 대리인 이론 측면에서의 변화를 모색하는 움직임을 나타나고 있다(Yoo

and Lee, 2021). 특히, 다양한 이해관계자들이 참여하는 과정에서 많은 비용이 소요되며, 지배구조의 통제 매커니즘에 대한 강제성이 낮아 소액 주주 권리와 관련된 정책적인 미비점이 발생하는 것도 이해

관계자 이론에 기초하여 구축된 지배구조 상에서 개선해야 하는 문제점으로 언급되고 있다(Cho et al., 2005). 기업의 사회적 활동과 관련한 또 다른 이슈 중 하나는 기부 행위와 같은 활동이 사실상 대리인인 경영자의 권한 남용과 연결될 수도 있으며, 이는 주주에 대한 경영자의 대리인 의무와도 다르다는 주장이다(Chang and Ahn, 2012). 국내 기업을 대상으로 한 실증 연구에서도 기업의 사회적 활동의 대상이 주주나 고객, 종업원과 같은 1차 이해관계자인 경우에는 기업의 장·단기 재무성과에 긍정적 영향을 나타냈지만, 지역사회나 환경과 같은 2차 이해관계자들을 대상으로 한 경우에는 재무성과에 부정적 영향을 미친다는 결과가 도출되어 이해관계자 이론에 따른 사회적 활동이 항상 긍정적 효과를 나타내지는 않는다는 것을 보여주고 있다(Go and Jeon, 2013). 이러한 결과는 Freeman(1984)이 언급했듯이 기업의 사회적 활동이 모든 이해관계자들을 동일하게 만족시킬 수 없음을 시사한다. 결과적으로 대리인 이론이나 이해관계자 이론 모두 단일 이론으로서 모든 사회의 기업지배구조 시스템을 설명하기에는 부족하며, 상호 보완적인 관계를 통해 변화되는 환경에서 발전하고 진화하는 기업지배구조 시스템을 설명하기 위해 활용될 수 있을 것이다.

2.1.5 비시장 전략과 상징적 경영

이해관계자 자본주의와 관련하여 특히 주목할만한 두 가지 연구 흐름으로 비시장 전략과 상징적 경영을 들 수 있다(Dorobantu et al., 2017; Oliver, 1991). 먼저 비시장 전략은 기존의 시장경쟁에서의 전통적인 전략 연구를 지역사회, 정부 규제기관, 시민사회 등으로 확대하여 분석하는 것이다. 기업은 생산 및 판매와 같은 기업의 경영활동과 관련된 시

장 전략과 정부, 지역사회 등과의 상호작용과 관련된 비시장 전략을 수행한다. 이러한 전략들은 서로 다른 영역으로 간주되어 개별적 연구가 진행되어왔다(Delios and Henisz, 2000; Henisz, 2000; Henisz and Delios, 2001; Henisz and Zelner, 2001; Peng, 2003). 하지만 최근에는 이러한 전략들을 통합된 형태로 살펴보려 하고 있다(Dorobantu et al., 2017). 시장 경쟁자 분석 등의 전통적 대응 외에 주도적(proactive) 전략(기업의 사회적 책임(CSR)), 영향력(influence) 전략(정치적 기부, 기업 차원의 로비), 연합(coalition) 전략(규제 변화를 위한 산업 차원에서의 로비) 등으로 다양한 분류방식이 시도되고 있다. 그중에서 가장 보편적인 분류방식은 Dorobantu와 동료들(2017)이 제시한 것이다. 기업은 전략적 의도에 따라 현존하는 제도적 구조에 적응하거나 기존의 제도적 구조에 추가하거나 제도 자체를 변형하며 여러 전략을 수행한다. 그리고 이러한 행태는 기업지배구조 모드의 측면에서 시장경쟁에서의 전략과 독립적으로 혹은 협력적으로 수행되기 때문에 세 가지의 전략적 의도와 두 가지의 기업지배구조 모드의 측면에 따라 내재적(internalization) 전략, 파트너십(partnership) 전략, 주도적(proactive) 전략, 집단(collective) 전략, 영향력(influence) 전략, 연합(coalition) 전략 등으로 분류될 수 있다.

상징적 경영(symbolic management) 분야는 이해관계자와 관련한 전략경영 분야의 또 다른 연구 흐름을 보여주고 있다. 이 분야에서는 기업이 외부 이해관계자의 압력을 묵인(acquiesce), 타협(compromise), 회피(avoid), 반항(defy), 조작(manipulate) 할 수 있음을 주장하고(Oliver, 1991), 경영자 및 기업의 특징들과 기업의 실제 운영과 외부에 보여지는 모습을 분리하는 상징적 순응(symbolic conformity) 간

의 관계를 연구해왔다. 해당 연구에 따르면, 기업의 의사결정에 전통적으로 강조되어온 주주 이익 극대화에 모순되는 상황이 존재할 수 있기 때문에, 기업은 그린워싱(green washing)의 경우처럼 외부 압력에 대응하기 위한 상징적 경영(symbolic management)을 실행할 수 있다(Fiss and Zajac, 2006). 사실 기업은 제도적 압력이 발생하면 제도가 발생하게 된 원인이나 제도의 구성요소, 제도의 내용, 통제의 방법, 제도의 환경적 맥락 등을 분석하고 이에 대응하기 위해 적합한 전략적 반응을 선택한다(Litwak and Hylton, 1962; Pfeffer and Leong, 1977; Provan, 1983). 즉, 제도의 압력에 대해 압력을 묵인하거나 타협하거나 회피하거나 거부하거나 조정하는 등의 다양한 전략적 대응을 선택할 수 있으며(Oliver, 1991), 제도주의 이론이나 자원기반이론 등에 기초한 전략적 대응뿐만 아니라 때로는 외부 압력에 대처하기 위해 상징적인 형태의 선택을 하기도 한다(Westphal and Zajac, 1998; Zott and Huy, 2007).

III. 연구 방법

3.1 분석 대상 문헌 선정

연구 대상 문헌들은 다음과 같은 기준에 따라 선정하였다. 먼저, 국내 학술연구 데이터베이스인 학술연구정보서비스(RISS)에 2021년 12월까지 등재된 문헌 중 원문 확인이 가능한 모든 KCI의 등재 논문을 1차 조사 대상으로 선정하였다. 그리고 사회과학분야의 문헌들을 대상으로 검색어를 활용하여 기업지배구조와 이해관계자에 대한 논문을 검색하였다.

검색에 사용된 이해관계자 관련 키워드는 Freeman (1984)과 Clarkson(1995)의 정의에 기초하여 주주, 종업원, 고객, 채권자, 공급자, 경쟁자, 정부, 지역사회, 조합, 이익단체, NGO를 포함하였다. 더불어 문헌검색 시 특정 검색 단어의 선택으로 인해 누락되는 논문이 발생하지 않도록 하기 위하여 검색에 사용된 단어와 동일한 의미를 갖는 단어들을 사용한 추가적인 검색을 병행하였다. 예를 들어 고객과 지배구조 관련 문헌을 검색하는 경우, 지배구조와 소비자, 지배구조와 수요자와 같은 유사 의미의 단어를 활용한 추가검색을 진행하여 사용된 단어의 차이로 인한 문헌 누락의 가능성을 최소화하였다(Yoo and Lee, 2021). 이렇게 선별한 문헌들의 제목, 키워드, 초록 내용들에 대한 검토 과정을 통해 2차 문헌들을 선택하였고, 최종적으로 본문의 내용을 확인하여 지배구조와 이해관계자와의 관계가 연구의 핵심 주제인 문헌들을 선별하였다. 마지막으로 전략 경영 측면에서의 연구 흐름을 파악하고 실무적 차원의 시사점을 제공하기 위해 기업의 실제 활동 현황과 그에 따른 결과를 확인할 수 있는 실증분석 연구만을 최종 분석 대상으로 선정하였다. 이러한 선정 단계에 따른 이해관계자별 최종 분석 대상 문헌의 수는 총 133개로 각 이해관계자들 별로 구분한 구체적인 사항은 <Table 3>과 같다.

<Table 3>을 보면 국내 실증 연구들은 다양한 이해관계자들 중에서도 주로 자본시장의 투자자에 대한 연구에 집중해 왔음을 알 수 있다. 구체적으로 경영자와 주주, 주주와 소액주주, 경영자와 소액주주 간의 관계에 대한 연구가 총 76건으로 전체 연구의 57.14%를 차지하는 것으로 나타났으며, 채권자를 포함하는 경우, 자본시장의 투자자와 관련한 연구는 85건으로 전체 연구의 63.9%를 차지하는 높은 비중을 나타냈다. 반면 투자자 이외의 이해관계자에 대

〈Table 3〉 지배구조 관련 이해관계자 문헌 도출 결과

검색단어 구분	최종분석대상 문헌 수	비중(%)
지배구조 + 이해관계자	30	22.56
지배구조 + 기업(경영자) + 주주	41	30.83
지배구조 + 기업(주주) + 소액주주	24	18.05
지배구조 + 기업(경영자) + 소액주주	11	8.27
지배구조 + 기업(경영자) + 채권자	9	6.77
지배구조 + 기업(경영자) + 종업원	8	6.01
지배구조 + 기업(경영자) + 경쟁자	3	2.25
지배구조 + 기업(경영자) + 정부	6	4.51
지배구조 + 기업(경영자) + 고객	1	0.75
지배구조 + 기업(경영자) + 공급자	0	0
지배구조 + 기업(경영자) + 지역사회	0	0
지배구조 + 기업(경영자) + NGO	0	0
지배구조 + 기업(경영자) + 조합	0	0
총합	133	100

한 연구는 총 48건으로 전체 문헌의 36.1%를 차지하였다.

3.2 분석 프레임워크

이해관계자들에 대한 연구 현황을 보다 체계적으로 분석하고 파악하기 위해 기존 문헌 연구들을 참조하여 분석 프레임워크를 구축하고 다음과 같은 분석을 실행하였다(Kim and Lee, 2013; Yoo and Lee, 2021). 먼저 분석 대상으로 선정된 총 133편의 문헌에 대해 시간의 흐름에 따른 문헌 증감 현황과 각 문헌에서 언급한 주요 키워드 현황을 분석하여 제시하였다. 둘째, 각 문헌에서 초점을 둔 이해관계자를 카테고리별로 분석하여 국내 연구들이 집중해 온 주요 이해관계자들을 제시하고, 해당 연구에 사용된 주요 이론들을 분석하였으며, 연구가 진행된 학술 분야를 구분하여 제시하였다. 셋째, 각 연구에 사용

된 주요 변수들과 실증 연구에서 다룬 산업 범위와 데이터 유형을 분석하였다. 마지막으로 분석한 내용을 토대로 국내 이해관계자 연구 흐름의 특성과 이해관계자 자본주의에서 기업이 고려해야 하는 전략 경영 관점의 중요 이슈들을 제시하였다.

IV. 분석 결과

4.1 연구 기간별 지배구조와 이해관계자 문헌 현황

분석 대상으로 선정된 133건의 문헌들에 대해 시간의 흐름에 따른 추이를 살펴보았다. 분석 결과에 따르면 국내 지배구조와 이해관계자에 대한 실증 연구는 1998년부터 시작되어 현재까지 꾸준히 이뤄지고 있으며, 각 이해관계자별 문헌들의 연도별 증

〈Table 4〉 기간에 따른 이해관계자 문헌 증감 현황

구분	1990-2000	2001-2010	2011-2021
지배구조+이해관계자	0	5	25
지배구조+기업(경영자)+주주	1	13	27
지배구조+기업(주주)+소액주주	1	11	12
지배구조+기업(경영자)+소액주주	0	6	5
지배구조+기업(경영자)+채권자	1	2	6
지배구조+기업(경영자)+종업원	0	5	3
지배구조+기업(경영자)+경쟁자	0	0	3
지배구조+기업(경영자)+정부	0	3	3
지배구조+기업(경영자)+공급자	0	0	0
지배구조+기업(경영자)+고객	0	0	1
지배구조+기업(경영자)+지역사회	0	0	0
지배구조+기업(경영자)+NGO	0	0	0
지배구조+기업(경영자)+조합	0	0	0
기간 내 전체 문헌 수	3	45	85
비중(%)	2.26	33.83	63.91
증감현황	-	667%	188.89%

감 현황은 〈Table 4〉에서와 같이 분석되었다.

먼저 1990년대부터 2000년대까지 이해관계자와 지배구조에 대한 실증 연구는 총 3건으로 연구 주제는 경영자와 주주, 주주와 채권자 및 주주와 소액주주 간의 관계에 대한 것이다(Kang, 1998). 1990년대 초반에는 ‘채벌’이라고 불리는 소유경영자나 지배주주에게 권한이 집중되는 특성을 가진 국내 기업들이 급격하게 성장하던 시기였다. 그러나 1990년대 후반의 IMF 사태가 발생하면서 해당 기업들의 지배구조로 인한 문제점들이 여실히 드러났고, 이로 인하여 국내 기업들의 지배구조 개선을 위한 연구가 다수 이뤄지기 시작하였다. 구체적으로 배형, 김영산, 조성옥(2000)의 연구에서는 지분율이 낮은 지배주주가 강력한 경영권을 행사하는 경우 사적 이익의 추구로 인한 기업의 수익성이 저하될 수 있다는

연구 결과를 제시하였다(Bea et al., 2000). 이렇듯 학자들은 IMF 사태 발생의 원인 중 하나를 기업 지배구조 상의 문제에서 찾고, 통제 매커니즘을 통해 주주 자본주의에서 발생할 수 있는 주요 이해관계자들 간의 갈등 해결 방안을 모색하고자 노력하였다.

2001년부터 2010년 사이에 지배구조와 관련된 연구가 급격하게 증가한 시기로 해당 시기에 진행된 실증 연구는 총 45건으로 이전 기간에 진행된 연구에 비해 약 7배 증가하였다 해당 기간에 진행된 연구 중 경영자와 주주, 주주와 주주 간의 문제를 다룬 문헌이 30건으로 전체 연구의 66.67%를 차지했는데, 이는 지배구조 개선을 위한 기업들의 노력에도 불구하고 여전히 지배주주 혹은 소유경영자에 의한 막강한 권한이 경영자와 주주 간의 대리인 문제와 주주와 주주 간의 대리인 문제를 발생시키고 있었

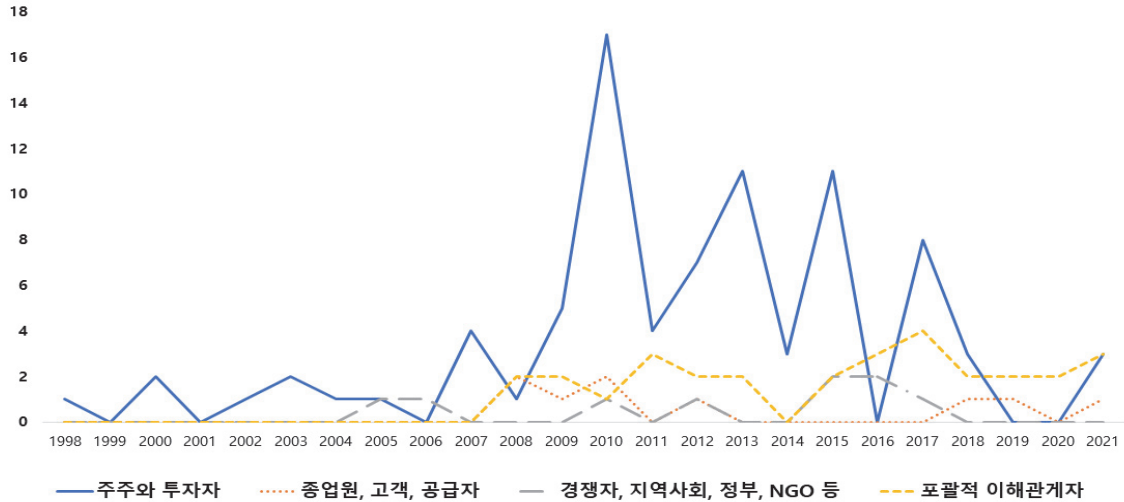
며, 국내 연구들 역시 주주 자본주의 혹은 주주 중심주의에 기초하여 특정 이해관계자들에 집중하고 있었음을 보여준다. 예로 김용식, 황국재, 김유찬(2007)의 연구에서는 경영자, 대주주, 외국인 지분율 및 이사회나 감사위원회와 같은 지배구조시스템이 기업의 회계 정보 투명성과 대리인 비용에 미친 영향을 분석하였다(Kim et al., 2007). 하지만 해당 시기에 새로운 연구의 흐름도 등장했는데, 김상은과 박은정(2008), 김동주(2009), 이상호(2007), 김안국(2008)의 연구에서는 채권자, 정부, 종업원을 비롯하여 포괄적 범위의 이해관계자와 지배구조 간의 관계에 대한 연구가 진행되었다. 예로 김안국(2008)의 연구에서는 기업의 소유구조 형태나 외국인 지분율, 노조 관련 조직의 수준으로 측정된 이해관계자 중심주의가 장기적 이익 추구를 목적으로 하는 종업원 대상의 인적자원 투자에 미치는 긍정적 영향력을 분석하였다(Kim, 2008). 이러한 연구흐름의 변화는 국내 기업들의 활동 및 연구가 기존 주주 중심주의에서 벗어나 다양한 이해관계자들의 영향력을 고려하는 범위로 확대되기 시작했음을 시사한다.

2011년부터 2021년까지 진행된 연구는 총 85건으로 이전 시기에 비해 약 2배 정도 증가하였으며, 이운원(2011), 강정연과 김영철(2012), 김혜리와 김정교(2018), 안홍복과 이연희(2015), 서영미(2017)의 연구 등 44건(51.76%)이 주주와 경영자, 주주와 주주 간의 문제를 주제로 다뤘다. 하지만 해당 시기에 진행된 주주 관련 이전 시기의 45건과 비교할 때 1건 감소한 수치이다. 반면 최현섭(2011), 강정연, 임영관, 김영철(2015), 신형덕, 박지현, 이남령(2016)의 연구 등 다양한 이해관계자와의 관계를 다룬 연구는 25건으로 이전 시기에 비해 5배 증가하였다. 그 외 이은화와 유재욱(2021), 이재홍과 오명전(2015)의 연구와 같이 고객이나 경쟁자와의

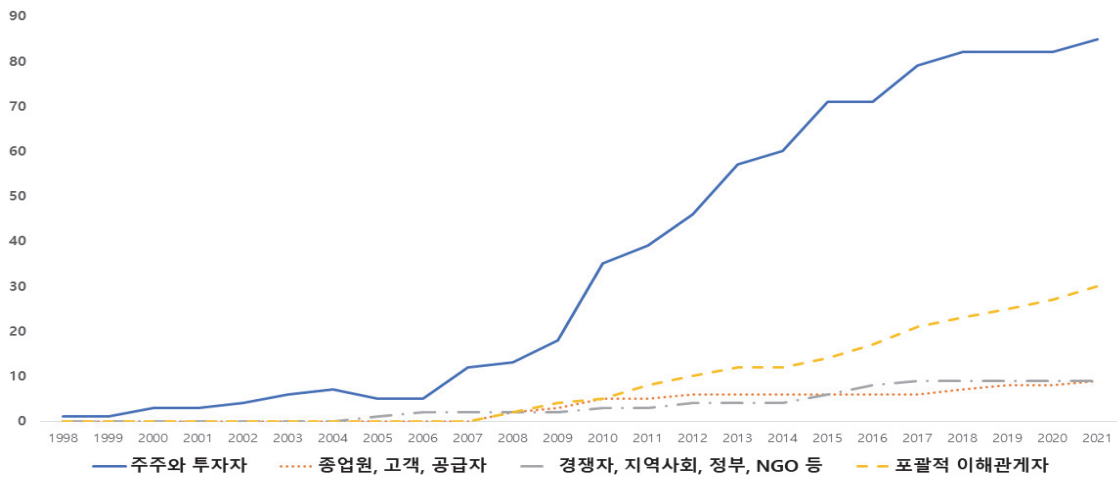
관계에 대한 연구도 등장하기 시작했다. 관련 문헌에서는 고객과 같은 외부 이해관계자의 기업 활동 참여 시 지배구조상 의사결정에 영향을 미칠 수 있는 내부 이해관계자와의 상호작용이 클수록 기업의 전략이나 경쟁력에 긍정적 영향을 미친다는 주장이 제시되었다(Lee and Yoo, 2021).

종합해보면 지배구조와 이해관계자에 대한 연구는 주주와 경영자, 주주와 주주 간의 관계에서 보다 다양한 이해관계자들과의 관계로 그 영역을 확대해 왔다. 특히 가장 최근인 2021년도에 진행된 총 7건의 실증 연구 중에서, 주주와 지배구조에 관한 연구는 변정희와 김상현(2021)의 연구 1건에 불과한 반면, 다른 이해관계자들에 대한 연구는 총 3건(Kang et al., 2021)으로 과거와는 다른 양상을 보이고 있다. 이러한 변화 흐름을 통해 기업 활동에 대해 더욱 다양한 이해관계자들의 영향이 증가하고 있음을 조심스럽게 추론해 볼 수 있다. <Figure 1>은 주제에 따른 연도별 문헌 증감 현황을 도식화한 것이고, <Figure 2>는 연도별 문헌 누적 현황을 도식화한 것이다.

<Figure 1>을 통해 국내의 주제에 따른 연도별 문헌 증감 현황을 살펴보았는데, 유사한 관점에서 해외연구들을 조사해본 결과 국내연구의 흐름과 비슷한 양상을 확인할 수 있었다. 구체적으로 기존의 주주, 주주와 경영자 중심의 연구에서 벗어나 다양한 이해관계자들로 연구범위를 확대하려는 시도들이 2000년대 이후로 영국, 독일, 덴마크, 일본 등의 기업들에 대한 지배구조 연구에서 활발하게 시도되었다(Bottenberg et al., 2017; Gamble and Kelly, 2001; Rose and Mejer, 2003; Yoshikawa and McGuire, 2008). 이를 국내연구에 대한 분석에서와 마찬가지로 기간별로 구분해보면 주주와 이해관계자와의 관계를 모두 고려한 연구가 2000년부터 2010년 사이에 양적으로 빠르게 증가하였음을 볼 수



〈Figure 1〉 이해관계자 범위에 따른 연도별 문헌 증감 현황



〈Figure 2〉 이해관계자 범위에 따른 연도별 문헌 누적 현황

있고, 2011년부터 최근까지의 연구에서는 이론적 연구와 국가 단위의 사례연구에서 벗어나 점차 다양한 이해관계자들과의 관계에 대한 실증 연구가 증가해 왔음을 확인할 수 있었다(Karpoff, 2021; Kusi

et al., 2018; Shin et al., 2022).

다음으로는 국내 기업지배구조의 중대한 전환점이 되었던 IMF 사태를 기점으로 연구의 증감 추이를 분석해 보았다. IMF 사태를 기점으로 국내 기업 지

배구조에 대한 문제 인식과 개선의 필요성에 대한 공감대가 형성되면서, 1998년부터 시작된 연구는 2006년도까지 이어져 연도별로 평균 1.11건의 연구가 진행되었음을 확인할 수 있었다. 하지만 해당 기간 동안 진행된 총 10건의 실증 연구 중 8건이 주주 중심주의적 관점의 연구였다(Park, 2003; Yoon and Lee, 2005; Hong, 2004). 따라서 해당 기간은 주주 자본주의 관점에서 투자자들과의 관계에 대한 기업과 학계의 관심이 높았던 국내 기업지배구조 연구의 '태동기'로 구분할 수 있을 것이다.

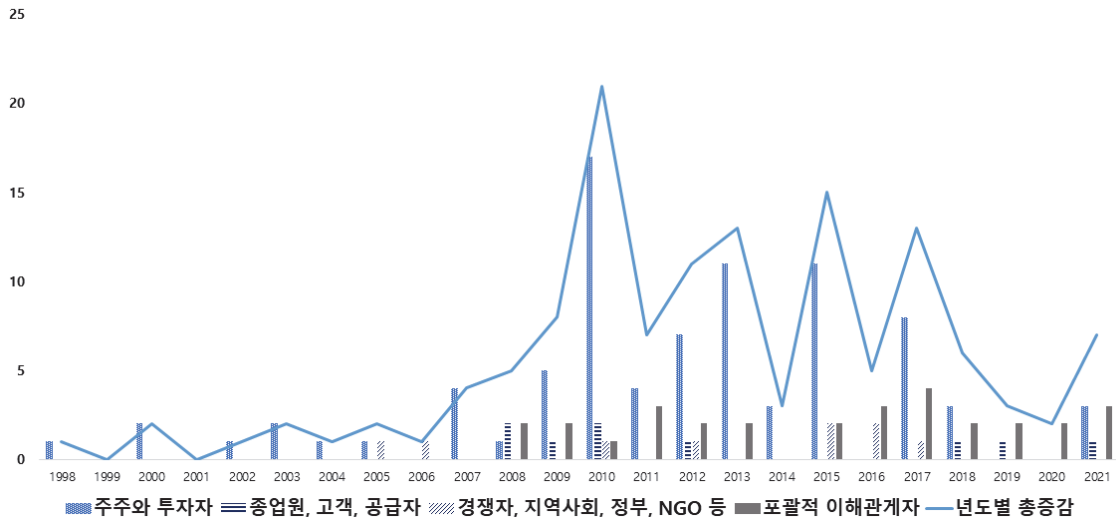
이후 2007년부터 2011년까지 4년의 기간 동안에는 총 38건(연평균 9.5건)의 연구가 진행되었다. 해당 시기는 글로벌 금융 위기 이후 재도약을 위해 노력했던 시기로 기업의 경쟁력과 가치 향상을 도모하기 위한 연구가 다수 진행되었는데(Ban, 2010; Song and Ahn, 2007; Cho and Park, 2008), 이중 주주 중심주의적 관점의 지배구조 연구는 26건(68.42%)으로 여전히 높은 비중을 나타냈다(Park, 2009; Shin and Kim, 2010). 하지만 이해관계자 전반에 대한 연구(Kook and Kang, 2011)와 종업원과 관계에 대한 연구(Kim, 2008)가 각각 총 5건으로 점차 기업 활동과 성과에 영향을 미치는 보다 다양한 이해관계자들과의 관계에 대한 연구가 확대되는 모습도 함께 나타났다. 따라서 해당 시기는 전체 기간 중 가장 빠르게 다양한 연구가 증가한 시기로 지배구조 연구의 '성장기'에 해당한다고 볼 수 있다.

하지만 2011년도에 들어서는 실증 연구의 수가 총 7건으로(Lee, 2011; Cho and Lee, 2011), 이전 연도(21건)에 비해 급감하였다. 그리고 2012년부터는 연도별로 연구의 증감이 반복되는 흐름이 나타났다. 하지만 2018년도까지 연도별 평균 실증 문헌의 수는 9.1건으로, 기업지배구조 분야에 대한 관심과 연구는 지속되었다고 볼 수 있다. 또한 해당

시기의 가장 눈에 띄는 특징 중 하나는 다양한 이해관계자와의 관계에 대한 지속가능성 측면의 연구가 연평균 2.25건으로(Kim, 2017), 이전의 1.25건에 비해 약 2배 가량 증가했다는 것이다. 그 외 종업원과 정부에 대한 연구와 함께 경쟁자에 대한 연구도 3건 진행되었는데(Lee and Oh, 2015), 이는 산업 간 융합, 시장 글로벌화에 따른 해외경쟁자의 유입 등 기업이 속한 산업 내의 경쟁 강도가 심화되면서 지속가능성 확보를 위해 기업이 고려해야 하는 이해관계자의 범위가 더욱 확대되고 있는 것을 반영한 것으로 판단된다. 따라서 해당 시기는 다양한 이해관계자들과의 관계를 고려하는 기업지배구조로의 변화를 도모하기 위한 '전환기'로 구분할 수 있을 것이다.

2019년도부터 주주 중심의 연구가 급격하게 감소하였는데, 2019년부터 2021년까지 이뤄진 주주와 경영자, 주주와 주주 간의 관계에 대한 연구는 최대 주주 지분율이 일정 수준 이상인 경우 지배주주의 사적이익추구 행위로 인한 기업의 불성실공시 빈도가 증가하고, 이는 소액주주에 대한 권한 침해로 연결된다는 변정희와 김상헌(2021)의 연구 1건만 존재한다. 반면 이해관계자 전반을 대상으로 하는 연구는 총 7건(Kang and Byen, 2010; Kim, 2020; Cho and Bin, 2021) 진행되었고, 기존에는 진행되지 않았던 고객과의 관계에 대한 연구도 1건 이루어진 점이 눈에 띈다(Lee and Yoo, 2021). 따라서 해당 시기는 이해관계자 자본주의 관점에서의 연구가 활성화되었던 시기로서 지배구조 연구의 '재도약기'로 구분할 수 있을 것이다.

종합해보면 이해관계자 유형별 지배구조 연구의 흐름은 초기에는 기업들의 소유구조 상의 특성에서 발생하는 문제와 이를 해결하기 위한 연구가 주를 이뤘던 반면, 시간이 경과 함에 따라 외부 환경에서 발생하는 이슈들과 함께 다양한 이해관계자들과의 관



〈Figure 3〉 연도별 이해관계자별 문헌 수 및 총 문헌의 증감 현황

계에 대한 연구가 활성화되었고, 특히 4차 산업 혁명 시대가 도래하면서 기업을 둘러싼 다양한 이해관계자들의 상호작용과 영향력이 강화됨에 따라 이해관계자 자본주의 관점의 연구가 증가해 왔음을 알 수 있다(Figure 3).

4.2 연구 분야, 이해관계자 범위 분석

4.2.1 연구 분야별 분석

지배구조와 이해관계자에 대한 연구는 다양한 사회과학분야에서 이뤄져 왔는데, 본 연구의 분석 대상 문헌을 학술지의 성격에 따라 구분해 본 결과는 〈Table 5〉와 같다.

연구분야에 대한 분석 결과 세무·회계·재무 분야의 연구가 총 47건으로 전체 연구의 35.3%를 차지하는 것으로 나타났으며(Kim and Kim, 2013; Park, 2015; Kim and Yoon, 2010), 경영·전

략경영·글로벌 경영 분야의 연구가 40건(Shin et al., 2016; Park et al., 2017; Shin and Kim, 2010)으로 30.1%의 비중을 나타냈다. 이 밖에 산업·경제 분야의 연구(Kwak and Kim, 2021; Hong, 2004)는 17건으로 전체 문헌 중 12.8%, 금융·증권, 노동·인사·조직 및 기타 분야의 연구(Kang and Byun, 2021; Kim and Kim, 2012)는 각각 10% 미만의 비중을 나타냈다.

사회과학의 다양한 연구 분야 중 가장 높은 비중을 나타낸 세무·회계·재무 분야와 경영 관련 분야의 연구 중 다수는 주주의 지분율에서 발생하는 내·외부 이해관계자들 간의 갈등과 이를 해결하기 위한 통제 매커니즘에 대한 연구인 것으로 나타났다(Kim and Kim, 2013; Kim and Kim, 2018; Lee et al., 2012). 이는 소유경영자나 지배주주 체제를 가진 다수의 국내기업에서 발생할 수 있는 경영자와 주주, 주주와 주주 간의 대리인 문제가 기업지배구조에 부정적 영향을 미치고, 기업과 다른

〈Table 5〉 사회과학 연구분야 별 문헌 현황

연구 분야	총건수	비중(%)
세무·회계·재무	47	35.3
경영·전략경영·글로벌 경영	40	30.1
산업·경제 일반	17	12.8
금융·증권	13	9.8
노동·인사·조직	8	6.0
산업교육·디지털 융복합·정책·물류 등	8	6.0
총합	133	100.0

이해관계자들 간 갈등의 원인으로 작용하여(Byun and Kim, 2021; Kim, 2011; Park et al., 2017) 기업의 지속가능성을 어렵게 만드는 요인이 될 수 있기 때문인 것으로 판단된다. 그리고 이해관계자 간의 관계가 전략적 의사결정, 혁신에 미치는 영향에 대한 연구도 진행되었는데, 이들은 지배구조상의 지분율과 같은 경영권 행사와 이사회와 같은 통제 매커니즘에 따른 이해관계자의 상호작용이 기업의 경쟁력과 성과에 직·간접적인 영향을 미치고 있음을 보여주고 있다(Song and Ahn, 2007; Ban, 2012; Lee and Yoo, 2021). 그 외 거시적인 관점에서 산업 및 경제 분야에서도 지배구조와 이해관계자에 대한 연구가 이뤄졌는데, 이는 기업의 지속가능성 및 이해관계자에 대한 연구가 다양한 분석단위에서 실행될 수 있음을 보여준다(Kim and Park, 2008; Ban, 2009; Kwak and Kim, 2021). 또한 조직 분야의 연구들은 주주 뿐만이 아닌 조직 구성원으로 기업이 고려해야 하는 이해관계자 범위가 확장되고 있음을 보여주고 있다(Kim, 2009; Lee and Lee, 2019; Cho and Park, 2008). 이외에도 정책(Kim, 2020) 및 융복합 연구(Kim, 2017) 등 다양한 분야에서 기업 지배구조와 다양한 이해관계자들 간의 상호작용에 대한 연구가 진행되어 지배

구조와 이해관계자 이슈는 사회과학 분야 전반에 걸쳐 중요한 이슈로 간주 되어 왔음을 알 수 있다.

추가적으로 사회과학분야 학술지 전반을 대상으로 지배구조와 이해관계자 관계에 대한 연구를 진행한 분야와 학술지의 비중을 분석하였다. 문헌검색 기준 시점인 2021년도에 한국학술지인용색인(KCI)에 등록된 사회과학분야 학술지는 경영·경제 분야를 포함하여 사회과학 일반, 행정학, 정책학, 법학, 정치외교학 등 중분류 기준 23개 분야의 총 973개가 존재하는 것으로 파악되었으며, 그 중 경영, 경제, 회계, 국제 등 해당 연구의 분석 대상 문헌들이 포함된 중분류 분야의 학술지 수는 총 187개인 것으로 확인되었다. 그리고 133개의 문헌을 학술지별로 구분했을 때 총 45개의 학술지에서 관련 연구가 진행된 것으로 나타났다. 이는 사회과학분야의 총 973개 학술지 중 4.75%, 경영·경제 분야의 총 187개 학술지 중 24.06%를 차지한다. 그러나 경영과 경제 분야의 해당 학술지들의 대상 기간 내 출간된 전체 문헌 수(10,633건)와 비교 시에는 지배구조와 이해관계자 관계에 대한 실증분석 문헌(133건)의 비중은 1.25%에 불과하다.

4.2.2 이해관계자 범위에 따른 구분

이해관계자에 대한 다양한 정의가 존재하는 것처럼 이해관계자의 범위와 구분방식에 대해서도 다양한 주장이 존재한다. 대표적으로 Freeman(1984)과 Clarkson(1995)은 이해관계자를 주주, 종업원, 고객, 공급자를 포함하는 1차 이해관계자와 정부, 경쟁자, 지역사회, NGO 등 기업의 목적과 성과에 간접적인 영향을 미치는 2차 이해관계자로 구분하여 정의하였다. 이와 같은 기준에 따라 고세라와 전웅수(2013)의 연구에서는 이해관계자를 주주, 종업원, 고객을 포함하는 1차 이해관계자와 지역사회와 환경을 포함하는 2차 이해관계자로 구분하여 장단기 재무성과에 미치는 영향력을 분석하기도 하였으며(Go and Jeon, 2013), 박선현(2015)의 연구에서는 이해관계자를 경영자, 경영진, 이사회와 같은 기업 내부 관계자와 경쟁자, 투자자, 재무분석가, 기자, 주주운동가, 정부와 주요 감독기관 등을 포함하는 외부 관계자로 구분하여 형태주의적 특성을 비교하기도 하였다(Park, 2015). 남상민(2003)의 연구에서도 기업을 경계로 부서나 자매기업, 주주와 같은 자기 자본 참여자 및 조직구성원을 내부 이해관계자로 구분하였고, 사회단체, 대중매체, 종교/교육/문화 단체 및 소비자 단체와 국가나 기관과 같은 조직은 시장

과 관련이 없는 외부적 이해관계자로, 고객이나 직/간접적 공급자 및 타인자본 제공자, 협력업체 및 기업에게 서비스를 제공하는 그 외의 집단을 시장과 관련된 외부 이해관계자로 구분하기도 하였다(Nam, 2003). 이 밖에도 장영철과 안치용(2012)의 연구에서는 기업의 사회적 책임 대상 기준에 따라 소비자, 정부, 시민단체를 외부 이해관계자로 구분하고 기업의 경쟁력 강화 측면에서의 종업원을 내부 이해관계자로 구분하기도 하였다(Chang and Ahn, 2012).

본 연구에서는 광의의 지배구조체계에 포함되는 다양한 이해관계자들을 기업의 지배구조 상 의사결정 및 재무적 성과에 대한 직·간접적인 관계와 영향력의 정도에 따라 1차 이해관계자와 2차 이해관계자로 구분하였다. 1차 이해관계자는 2개의 그룹으로 세분화하였는데, 구체적으로 1차 이해관계자들을 기업의 의사결정 과정에 영향을 미칠 수 있고 재무성과에 직접적인 영향을 받는 주주 및 투자자 그룹과 상대적으로 약한 영향력을 행사하는 고객, 공급자, 종업원 그룹으로 구분하였다. 2차 이해관계자는 지역사회, 정부, NGO 등과 같이 간접적 영향력만을 행사할 수 있는 단체로 구분하였다.

이와 같은 분류 기준에 따라 분석대상 문헌들을 구분한 결과는 <Table 6>과 같다. 주주와 소액주주, 채권자와 같이 기업의 의사결정에 직접적인 영향을

<Table 6> 이해관계자 범위에 따른 문헌 구분

연구 분야	건수	비중(%)
주주(지배주주)와 투자자(소액주주, 채권자)	85	63.91
주주와 투자자를 제외한 1차 이해관계자(종업원, 공급자, 고객)	9	6.77
그 외 2차 이해관계자(지역사회, 정부, 경쟁자, NGO 등)	9	6.77
ESG 점수 또는 지배구조 평가 점수 등을 활용하거나 다양한 범위의 이해관계자들을 폭넓게 포함하고 있는 경우	30	22.55
총합	133	100

행사할 수 있고, 이로 인한 갈등 관계가 형성될 수 있는 이해관계자들에 대한 연구는 총 85건으로 전체 문헌의 63.91%를 차지하였다. 해당 연구들은 재벌과 같은 소유경영자 중심의 지배구조체제에서 발생할 수 있는 지배주주의 막강한 영향력이 국내 기업의 지배구조 시스템의 주요 문제가 되고 있음을 시사한다(Park, 2009; Park, 2013; Moon and Yang, 2010). 반면 종업원, 고객, 공급자와 같이 주주와 투자자를 제외한 1차 이해관계자에 대한 연구는 총 9건의 6.77%로 주주와 투자자에 대한 연구에 비해 현저히 낮은 비중을 나타냈다. 다음으로 경쟁자, 정부, 지역사회와 같이 간접적 영향만을 행사할 수 있는 2차 이해관계자에 대한 문헌도 9건으로(6.77%) 낮은 비중을 나타냈다(Jung and Kim, 2016; Lee, and Oh, 2015; Pan et al., 2010). 특히 2차 이해관계자와 관련한 문헌에서는 중국 시장을 대상으로 한 기업과 정부와의 관계에 대한 문헌이 3건으로 전체의 33.3%를 차지했는데(Chung, 2005), 이는 사회주의 체제인 중국의 경우 정부가 기업 활동에 강력한 영향을 미치는 이해관계자이기 때문이며, 국가 체제와 같은 환경 요소에 의해 주요 이해관계자가 달라질 수 있음을 보여준다.

앞서 설명한 1차 이해관계자와 2차 이해관계자로 구분한 문헌들을 제외하고 문헌상 명확한 이해관계자의 범위와 관계를 특정하지 않은 논문들도 확인할 수 있었는데, 이들은 총 30건으로 22.55%의 비중을 차지했다. 해당 연구에서는 ESG 활동이나 CSR 활동을 비롯하여 종업원, 소비자, 소액 주주 등을 보호하기 위한 각종 제도의 도입과 통제 매커니즘의 운용이 기업의 가치 향상 및 지속가능성을 획득하기 위한 전략적 방안으로 활용되고 있음을 보여주고 있으며, 국내연구들에서도 이해관계자의 영향력을 폭넓게 고려한 이해관계자 자본주의에 기초한 연구가

빠르게 확산되고 있음을 보여준다.

이해관계자 구분에 따른 연구 동향의 변화는 최근 20년간 전략경영 연구의 흐름을 분석한 김양민, 정의교, 배종훈(2018)의 연구에서도 볼 수 있는데, 해당 문헌에서는 전략경영의 주요 연구 분야로 지배구조가 꾸준히 언급되고 있으며, 최근 이해관계자와 관련한 공통가치나 사회적 책임이 기업의 혁신 전략에서 고려되는 주요 요소임을 강조하고 있다(Kim et al., 2018). 이 밖에 유재욱과 이은화(2021)의 연구에서는 최근 3년(2018년부터 2020년까지)의 기간 동안 '전략경영연구' 학술지에 발표된 전체 문헌 중 이해관계자와 지배구조의 관계에 대한 문헌이 전체 문헌의 12.2%를 차지하고 있음을 소개하였다(Yoo and Lee, 2021). 또한 '한국경영학회' 발간 문헌의 키워드를 조사하여 경영학 연구의 흐름을 분석한 김희천, 김영규, 김태경(2016)의 연구에서도 '경영자, 노조, 재벌, 소유구조'와 같은 지배구조 관련 키워드가 90년대 초부터 꾸준히 등장하였고, 이후 '기업 윤리, 고객 만족'과 같은 키워드 등장으로 이어졌으며, 2000년대 후반에 들어서 기업의 사회적 책임과 지속가능경영 관련 연구가 경영학 연구의 새로운 키워드로 등장한 흐름을 보여주고 있다(Kim et al., 2016).

4.3 주요 키워드 및 주요 이론 분석

4.3.1 키워드 분석

문헌의 주제라고도 볼 수 있는 주요 키워드를 기준으로 분류와 분석을 실행하였다. 주요 키워드는 문헌에서 연구자가 제시한 단어들로 한정하였다. 이들이 주요 키워드로 제시한 단어는 총 560개로, 제시된 단어를 지배구조와 관련한 카테고리에 따라

1차 대분류로 구분한 후 비중을 정리하고, 각 대분류 내에서 유사 단어별로 세부 키워드 구분을 통한 2차 분류를 진행한 후 건수와 비중을 다시 정리하였다. 이러한 방식에 따라 정리된 주요 키워드에 대한 분석결과는 <Table 7>과 같으며, <Figure 4>는 대분류 기준의 결과를 도식적으로 표현한 것이다.

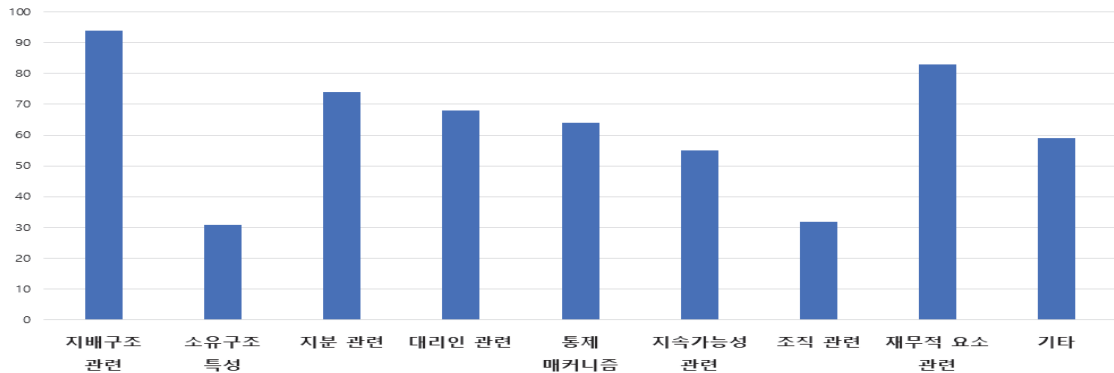
1차 분석에서는 지배구조, 소유구조 특성, 지분, 대리인, 통제 매커니즘, 지속가능성, 조직, 재무 요인을 주요 카테고리 설정하였다. 이중 지배구조, 소유구조, 지분과 통제 매커니즘 관련 단어가 총 331건으로 전체 주요 키워드 중 59.11%의 비중을 나타냈다. 해당 대분류에 대한 2차 분류 결과를 보면 지배구조가 72건으로 가장 많았고, 이외에도 기업의 의사결정에 영향을 미칠 수 있는 지배주주, 기관·외국인 지분과 경영자 지분 키워드가 많이 사용되었음을 확인할 수 있었다(Kang and Kim, 2012; Moon and Yang, 2010; Shin et al., 2010). 이는 기존 연구가 소유경영자 혹은 가족기업이 많은 국내기업들의 특성을 반영하여 1차 이해관계자 중 특별히 주주와의 관계에 대한 연구에 집중해왔음을 보여준다. 또한 기업의 성과와 전략적 의사결정에 지배주주의 영향이 가장 강력하게 작용해 왔음을 보여주는 결과로도 볼 수 있다(Kim and Park, 2008; Kim et al., 2010). 이와 관련하여 지배구조 카테고리 내에서도 재벌, 가족기업, 소유구조라는 키워드가 22회(3.92%) 언급되었고, 괴리도 및 주주활동, 제도 등의 관련 키워드가 총 31회(5.54%) 언급된 것도 유사한 맥락에서 특정 이해관계자의 이익에만 집중하게 되는 주주자본주의적 관점의 특징을 나타내는 국내 기업들의 지배구조 상의 문제점을 해결하고자 하는 연구가 다수 진행되었기 때문이라고 추론해 볼 수 있다(Kim, 2009; Moon and Yang, 2010; Lee, 2007). 대리인 관련 키워드가 68회 언급된 것

도 주주 자본주의 관점에서 경영자와 주주, 주주와 주주 간의 갈등이 국내학술 연구에서 주요 이슈로 다뤄져 왔음을 보여준다(Kim and Choi, 2017; Bea and Son, 2013).

그 외 재무적 요소와 관련된 키워드 83건 중 이익 조정, 발생액, 조세와 같은 키워드가 총 48회(8.57%) 언급되어 전통적인 대리인 이론 관점에서의 연구가 다수 진행되어 왔음을 알 수 있었다(Ahn and Lee, 2015; Hong and Song, 2014). 특히 부정적 재무 요소를 측정하는 단어들이 기업의 성과나 가치라는 단어(21회, 3.75%)보다 더 많이 언급되어, 국내 기업에서 주주를 중심으로 한 지배구조 상의 갈등과 그에 따른 문제에 연구가 집중되어 왔음을 다시 한번 확인할 수 있었다. 한편 R&D, 연구개발, 투자와 같은 키워드는 총 14회(2.50%) 언급되었는데, 이는 기업과 이해관계자와의 상호작용이 기업의 장기적 전략과 경쟁력에 직·간접적 영향을 미치는 요소로 간주되어 왔음을 보여준다(Song and Ahn, 2007). 이 밖에도 이해관계자, 지속가능, 사회적 책임과 같은 키워드도 총 55회(9.82%) 등장하였다(Kim and Kim, 2013; Kim, 2017). 또한 조직을 경계로 중요한 내부 이해관계자 중 하나로 언급되고 있는 종업원, 구성원, 노동자와 같은 키워드도 32회(5.71%) 등장했는데, 이는 종업원의 권리가 향상되어 지배구조에 직접적인 영향을 미칠 수 있는 이해관계자로 영향력이 강화된 측면을 나타낸다고 볼 수도 있다. 하지만 해당 논문들의 분석 내용을 보면, 국내 기업이 양적 성장을 추구하면서 발생한 노사 간의 갈등이 여전히 기업의 지속가능성과 이해관계자 자본주의 구축에 부정적인 영향을 미치는 요소로 작용하고 있기 때문인 것으로 분석된다(Park, 2015; Sohn et al., 2016). 그 외 기타로 구분된 키워드 들로는 신제도론, 네트워크, 글로벌 금융위기, 지급

<Table 7> 문헌별 주요 키워드 분석 현황

1차 분류			2차 분류		
대분류	대분류 건수	대분류 비중 (%)	세부 키워드	건수	세부 키워드 비중 (%)
지배구조 관련	94	16.78	지배구조	72	12.85
			채별, 가족기업, 소유구조 등	22	3.93
소유구조 특성	31	5.54	괴리도	16	2.86
			주주 활동, 제도 등	15	2.68
지분 관련	74	13.22	지배주주, 기관/외국인, 소액주주, 경영자 지분 등	59	10.54
			의결권, 배당권 등	15	2.68
대리인 관련	68	12.14	경영자 구분, 보상, 경영자 교체 등	36	6.43
			대리인 문제	20	3.57
			대리인 이론 또는 비용	12	2.14
통제 매커니즘 관련	64	11.43	이사회 또는 감사, 공시, 시스템 등	64	11.43
지속가능성 관련	55	9.82	이해관계자, 사회적 책임, ESG 등	55	9.82
조직 관련	32	5.71	근로자, 노사, 조합, 종업원참여제도 등	32	5.71
재무 관련	83	14.82	성과 관련	21	3.75
			이익 조정, 발생액, 조세 등	48	8.57
			R&D, 연구개발, 투자 등	14	2.50
기타	59	10.54	신제도론, 네트워크, 글로벌금융위기, 지급정책, 자사주매입, 계약관계, 시장모형 등	59	10.54
총합	560	100	총합	560	100.00



<Figure 4> 키워드 카테고리별 구분 현황

정책, 자사주 매입, 계약관계, 시장모형, 생존분석 등이 있으며(Kim et al., 2011; Lee and Choi, 2016; Choi et al., 2012), 이는 기업지배구조 및 이해관계자에 대한 연구에서 다양한 관점의 접근과 분석이 이뤄져 왔음을 보여준다.

4.3.2 이론 분석

다음으로는 문헌의 가설들을 수립하기 위해 사용된 배경 이론에 대한 분류와 분석을 실행하였다. 이를 위해 분석 대상인 133건의 문헌 전체를 확인하여 저자가 본문에서 직접 연구와 관련된 배경 이론으로 언급하였거나, 가설 수립과 관련하여 특정 이론을 언급한 경우에는 해당 이론을 해당 문헌의 주요 이론으로 구분하였다. 반면 본문에서 저자가 직접적으로 관련 이론을 언급하지 않은 경우에는 본문에서 가설 설정을 위해 인용한 핵심개념 혹은 연구 주제와 관련한 모델의 상위 이론을 해당 문헌의 주요 이론으로 구분하였다. 예를 들어 기업의 ESG 활동과 지속가능성 간의 관계를 연구의 주요 분석 대상으로 설정하거나, 주요 변수로 사용한 경우 이해관계자 이론을 주요 이론으로 구분하였다. 이와 같은 방식으로 연구에서 채택한 주요 이론을 도출하여 정리한 결과는 <Table 8>과 같으며, <Figure 5>는 해당 결과를 도식적으로 표현한 것이다.

분석 결과에 따르면 '대리인 이론(agency theory)'이 총 95회로 가장 많이 인용된 이론으로 나타났다(55.23%). 대리인 이론에 따르면 소유와 경영이 분리된 기업에서는 소유자인 주주를 대신하여 기업의 의사결정을 내리는 대리인인 경영자가 주주의 이익이 아닌 자신의 사적 이익을 추구하는 대리인 문제를 발생시킬 수 있는데, 이는 기업 성과를 저해시키는 요인이 될 수 있다(Fama and Jensen, 1983;

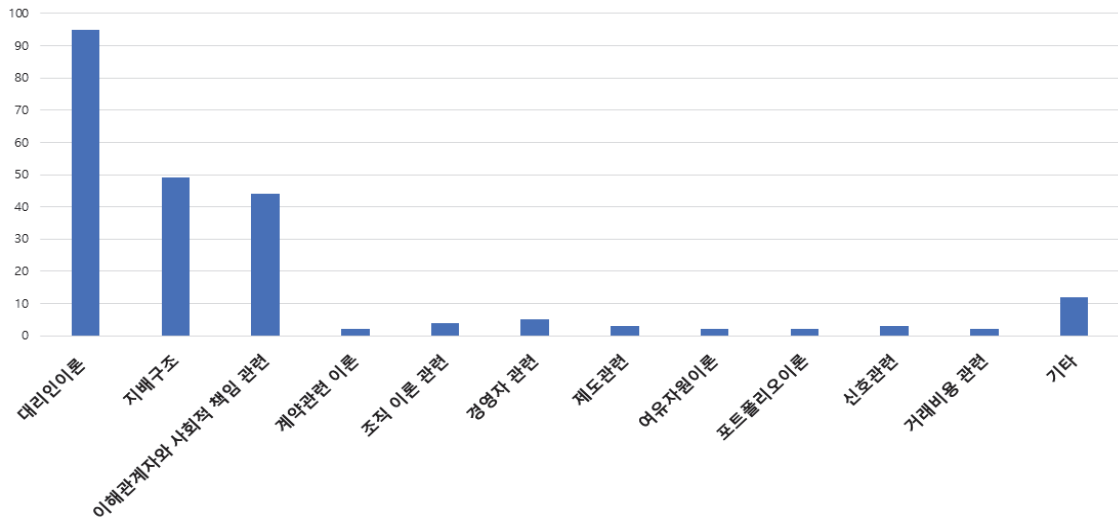
Jensen, 2001). 따라서 주주는 경영자로 인해 발생할 수 있는 대리인 문제를 방지하기 위한 다양한 통제 매커니즘을 구축하여 활용한다. 대리인 문제는 국내 '재벌' 기업에서와 같이 지배주주가 자신의 사적 이익 추구를 위하여 소액주주의 권한을 침범하는 것처럼 주주와 주주 간의 관계에서도 발생할 수 있다(Park, 2009; Yoon and Lee, 2005; Kwon et al., 2012).

한편 이해관계자 이론과 사회적 책임 이론도 각각 28회(16.28%)와 14회(8.14%) 인용되어 두 이론이 지배구조와 이해관계자와의 관계에 대한 연구에서 차지하는 비중은 24.42%로 나타났다. 해당 이론들은 다양한 이해관계자들이 기업에 미칠 수 있는 영향력이 증가함에 따라 기업이 지속가능성을 획득하기 위해서는 보다 다양한 이해관계자들을 고려해야 하며, 이는 결과적으로 기업의 성과 향상에 긍정적인 영향을 미칠 수 있음을 주장하고 있다(Kim, 2010; Bae, 2009; Cho and Bin, 2021). 따라서 기업은 각각의 이해관계자들의 상이한 이해관계를 파악하고, 목표에 대한 효율적인 달성 방법과 이해관계자들 간의 갈등을 해소하기 위한 전략적 대응을 추진할 수 있어야 한다(Freeman and Reed, 1983).

이해관계자 이론에 기초한 주장을 제시한 문헌에서는 주주를 비롯한 종업원, 경영자와 같은 내부 이해관계자와 고객, 지역사회, 정부 등 외부 이해관계자들을 함께 고려하는 이해관계자 자본주의적 관점에서의 접근의 중요성을 강조하고 있다(Kim and Kim, 2018; An et al., 2017; Jeon and Lee, 2017). 한편 사회적 이론에서는 기업경영에 있어 법적 규제뿐만이 아닌 윤리적 기준 준수의 중요성을 강조하고 있다. 기업의 윤리적 행위는 환경경영을 통한 기업가치 향상과 종업원과 소액주주를 보호하

〈Table 8〉 주요 이론 분석 결과

주요 이론	횟수	비중(%)
대리인 이론	95	55.23
이해관계자 이론	28	16.28
사회적 책임 이론	14	8.14
경영자 관련(최고경영자이론, 청지기 이론 등)	5	2.91
조직 이론 관련(조직개발이론, 조직 통제 이론 등)	4	2.33
제도이론	3	1.74
신호이론	3	1.74
여유자원이론	2	1.16
계약 이론	2	1.16
포트폴리오이론	2	1.16
거래비용 이론	2	1.16
기타	12	6.98
총합	172	100.00



〈Figure 5〉 배경이론 구분 현황

기 위한 다양한 제도를 통해 투명한 지배구조를 구축하는데 긍정적인 영향을 미칠 수 있다(Kim and Kim, 2013; Park, 2015; An et al., 2017; Choi, 2011). 이해관계자 이론과 사회적 책임 이론

은 기업이 재무적 투자자 이외의 다양한 이해관계자들을 고려하는 활동과 지배구조 구축을 통해 장기적인 관점의 기업가치와 성과를 향상시킬 수 있다고 주장하는 측면에서 공통점이 있다(Kim et al., 2010;

Kim, 2008; An et al., 2017; Kook and Kang, 2011; Park et al., 2017).

이 밖에 경영자와 관련한 이론도 5회(2.91%) 언급되었는데, 최고경영자 이론, 청지기 이론, 경영자의 자유재량 이론 등이 이에 해당된다. 청지기 이론(stewardship theory)에서는 경영자를 자신의 사회적 이익을 목적으로 주주와 갈등을 일으키는 존재가 아닌, 주주와 경영자, 구성원들과의 공통된 목표를 달성하고 기업가치를 향상시키기 위해 노력하는 주체로 설명하고 있다(Lee and Lee, 2019; Davis et al., 1997). 이 같은 경영자의 특성은 이해관계자 자본주의에서 설명하는 경영자의 특성과 공통점이 있다. 한편 최고경영자 이론과 경영자 재량 이론에서도 경영자의 인지와 의사결정이 기업의 전략과 성과에 중대한 영향을 미치기 때문에 최고경영자가 다양한 이해관계자들의 이해관계를 폭넓게 인지하는 경우에 성과 향상을 기대할 수 있다고 주장하고 있으며(Kim, 2017), 이 같은 이론에 기초한 문헌에서도 이해관계자의 참여가 이사회에 효율적인 기능을 강화하여 기업성과 향상에 도움이 될 수 있음을 주장하고 있다(Cho and Bin, 2021).

조직과 관련한 이론도 4회(2.23%) 인용되었는데, 해당 문헌에서는 종업원들이 직접 지배구조에 영향을 행사할 수 있는 종업원 참여제도가 기업성과에 미치는 영향 및 노조와 주주 간의 관계가 기업 성과에 미치는 영향을 분석하여 종업원의 영향력이 지배구조와 기업 성과에 중대한 영향을 미칠 수 있음을 보여주고 있다(Kim, 2009; Park and Jung, 2010). 한편 종업원과 기업 지배구조 간의 관계를 다룬 다른 문헌들에서는 앞서 언급한 조직 관련 이론과 함께 이해관계자 이론 혹은 사회적 이론을 함께 사용했음을 확인할 수 있었다(Kim, 2008; Kim and Kim, 2015). 이는 종업원이 주주 및 경영자와 공통

의 목표를 추구하거나 갈등을 해소하는 과정에서 다른 이해관계자들에게도 영향을 미칠 수 있음을 보여준다.

제도이론에서는 다양한 이해관계자들의 이익과 권리 보호를 위한 제도 도입의 효과와 지배구조에 대한 영향을 논의하였고(Jeon and Lee, 2017), 신호이론은 기업의 이해관계자들 간의 갈등이 지배구조의 투명성과 성과를 약화시키고 이를 외부 이해관계자들에게 알리는 신호의 역할을 한다고 주장하였다(Kwak and Kim, 2021; Shin and Kim, 2010). 여유자원이론에서는 보유한 자원에 따라 기업의 CSR 활동과 이해관계자들에 대한 활동에 차이가 발생될 수 있음을 설명하였고, 포트폴리오 이론에서는 특정 이해관계자가 아닌 다양한 이해관계자들의 이해관계를 고려하는 지배구조가 기업의 위험 분산에 긍정적인 영향을 미칠 수 있음을 주장하였다(Shin and Kim, 2010, 2010; Lee and Choi, 2016). 계약이론을 활용한 문헌에서는 기업이 이해관계자들을 폭넓게 고려하는 행위가 기업의 내·외부 이해관계자들과의 계약을 이행하는 측면에서의 접근으로 해석할 수 있음을 주장하였고, 거래비용이론을 인용한 문헌에서는 기업이 특정 이해관계자와의 관계에 집중하는 경우 다른 이해관계자들과의 거래비용이 높아져 기업 성과에 부정적 영향을 미칠 수 있음을 경고하였다(Shin and Kim, 2010). 이외에도 정치이론, 통합이론, 자본주의 다양성 이론, 네트워크 이론 등 다양한 이론이 지배구조와 이해관계자와의 관계에 대한 연구에서 인용되었다.

종합해보면 연구에서 인용된 다양한 이론 중 대리인 이론과 이해관계자 이론, 사회적 책임 이론의 사용 횟수가 총 137건으로 전체 문헌 중 79.65%의 높은 비중을 나타냈으며, 분석 내용을 토대로 다음과 같은 사실들을 확인할 수 있었다. 첫째, 지배구조와 이해관계자 간의 관계에 대한 연구를 위해 대리인

이론 뿐만이 아닌 다양한 이론이 인용되어 왔다는 것이다. 둘째, 하나의 이론으로만 특정 이해관계자들 간의 관계나 지배구조와 관련한 이슈를 설명하는 것이 아닌 여러 이론을 동시에 활용하여 국내기업의 지배 구조에게 발생하는 문제점과 이를 해결할 수 있는 방안을 찾고자 하는 노력이 점진적으로 증가해 왔다는 것이다. 특별히 소유경영자와 종업원, 주주와 채권자 및 주주와 종업원의 관계 등 주주를 중심으로 한 내부 이해관계자들 간의 관계에 있어서는 대리인 이론과 함께 이해관계자 이론을 활용하여 국내기업 지배구조의 특성을 파악하고 이를 해결하기 위한 방안을 논의한 문헌이 다수 존재하는 것으로 나타났다(Kim, 2008; Park, 2015; Sohn et al., 2016; Jeon and Lee, 2017).

다음으로는 1차와 2차 이해관계자 및 전체 이해관계자로 구분한 문헌들에서 인용된 이론들을 확인하기 위해 <Table 6>의 이해관계자 구분 기준에 따라 추가 분석을 진행하였다. 분석결과에 따르면 1차 이해관계자 중 주주와 투자자와 관련한 85건의 문헌에서는 단 1건의 예외도 없이 모두 대리인 이론이 사용되었음을 확인할 수 있었다. 더불어 기업의 통제와 관련한 조직통제이론 및 재무계약이론, 거래비용이론 및 제도이론 등이 함께 사용되어 경영자와 주주 간, 주주와 주주 간의 전통적인 대리인 관계에서 발생하는 대리인 문제 및 주주와 채권자 간의 소유권에서 발생하는 갈등을 줄이고 지배구조의 투명성을 높이고자 하는 접근이 이루어졌음을 알 수 있었다(Hong, 2004; Kang and Cho, 2002; Lee, 2007; Seo and Lee, 2017). 예로 이윤경(2015)의 연구에서는 소유지배피리도가 높을수록 조세회피 성향이 강해지며, 이는 지배주주의 사적 이익의 추구를 위해 오용될 수 있음을 언급하였다(Lee, 2015). 유사한 관점에서 신민신, 김수은, 김재훈(2010)의

연구에서는 대주주의 지분율이 높을수록 이익조정이 증가한다는 결과가 제시되었으며(Shin et al., 2010), 지성권과 류수전(2015)의 연구에서는 경영자의 비관련 다각화와 관련하여 지배주주와 통제 매커니즘이 미치는 영향력을 분석하기도 하였다(Chi and Ryu, 2015).

종업원과 고객, 공급자와 관련한 문헌은 총 9건 중 6건에서 대리인 이론과 이해관계자 이론이 동시에 사용되었으며(67%), 청지기이론 및 조직개발론 등의 이론도 함께 사용되었다(Kim, 2009; Park and Jung, 2010). 예로 김동주(2009)의 연구에서는 대리인 이론과 이해관계자 이론, 조직개발이론을 동시에 활용하여 종업원 참여제도 도입을 통한 기업지배구조 개선은 노사협력 수준에 긍정적 영향을 미친다는 분석결과를 제시하였다(Kim, 2009). 한편 전체 이해관계자를 포괄적으로 다룬 30건의 문헌 중 76.6%에 달하는 23건의 문헌에서는 이해관계자 이론 혹은 사회적 책임 이론과 지배구조 이론이 동시에 사용되어 기존 협의의 지배구조 체계에서 발생하는 문제점을 해결하기 위한 이해관계자 이론 혹은 사회적책임이론 측면에서의 접근과 그에 따른 지배구조 개선 방안이 제시되었다. 예로 반혜정(2009)의 연구에서는 감사기구나 공시와 같은 기업의 통제 매커니즘이 우수한 경우 기업의 사회적 책임 활동에 기초한 성과 향상을 기대할 수 있음을 주장하였고(Ban, 2009), 국찬표와 강은식(2001)의 연구에서는 지배구조 점수가 좋은 기업이 CSR 활동을 수행하는 경우 기업 가치가 향상된다는 분석결과를 제시하였다(Kook and Kang, 2001). 그 외 이해관계자 이론과 함께 이해관계자들 간의 관계 및 사회적 책임 활동과 관련한 네트워크 이론이나 통합이론, 여유자원이론 등이 함께 활용되어 기업지배구조원 평가 점수 등으로 측정된 기업의 사회적 책임활동이

이해관계자들간의 관계나 복잡성, 기업 내부 환경에 따라 환경, 사회, 지배구조 활동의 영향력 다르게 나타날 있다는 주장도 함께 제시되었다(Lim and Choi, 2013; Rhee and Choi, 2016).

4.4 주요 변수 및 대상 산업의 분석

4.4.1 주요 변수 분석

기업지배구조와 이해관계자들과의 관계를 분석하기 위해 문헌에서 사용한 주요 변수들을 구분하여 분석하였다. 변수의 구분은 다음과 같은 방식으로 진행하였다. 먼저, 문헌의 각 가설들을 확인하여 가설에서 사용된 변수들을 독립, 종속, 조절, 매개 변수로 구분하였다. 해당 과정에서 하나의 문헌에서 다수의 가설이 제시된 경우에는 다음과 같은 방식으로 변수들을 정리하였다. 예를 들어 문헌에서 2개의 가

설이 제시되었고, 첫 번째 가설에서 사용된 독립변수가 소유 지분, 종속변수가 기업성으로 설정되어 있으며, 두 번째 가설에서의 독립변수가 기업의 노조 가입 구성원의 비율, 종속변수가 앞의 가설과 동일하게 기업성인 경우, 독립변수에 사용된 변수들은 성격이 상이하기 때문에 소유지분 관련 1개, 근로자 관련 1개로 2개의 독립변수로 정리하였고, 종속변수는 기업성으로 1개로 구분하였다. 이렇게 각 문헌 별로 각각의 변수들을 구분하여 사용 현황을 분석하였으며, 이를 정리한 내용은 <Table 9>와 같다.

독립변수로 사용된 변수들을 보면 지분 및 소유구조 관련 변수가 78회(23.01%), 이사회 등의 통제 매커니즘과 관련한 변수가 16회(4.72%)로 지배구조 관련 변수가 전체 독립변수의 27.73%를 차지하는 것으로 나타났다. 지분 및 소유구조 관련 변수로는 지배주주의 지분율, 외국인 및 기관투자자의 지분율, 경영자 지분율 및 소유 또는 전문경영자 기업

<Table 9> 주요 변수의 분석

구분	독립 (%)	종속 (%)	조절 (%)	매개 (%)	총합 (%)
지분 및 소유구조 관련	78 (23.01)	1 (0.29)	16 (4.72)	1 (0.29)	96 (28.32)
이사회 등 통제매커니즘	16 (4.72)	9 (2.56)	4 (1.18)	0	29 (8.55)
CSR, 지배구조 점수 및 이해관계자 관련 활동	27 (7.96)	19 (5.60)	4 (1.18)	2 (0.59)	52 (15.34)
근로자 및 조합 관련	14 (4.13)	13 (3.83)	1 (0.29)	0	28 (8.26)
재무적 요소(성과, 토빈Q, 이익조정, 조세회피 등)	12 (3.54)	87 (25.66)	3 (0.88)	0	102 (30.09)
기타(다각화, 기업규모, 상장여부 등)	19 (5.60)	10 (2.95)	3 (0.88)	0	32 (9.44)
총합	166 (48.97)	139 (41.00)	31 (9.14)	3 (0.88)	339 (100)

여부 등이 사용되었으며(Kim, 2008; Park, 2003; Shin and Kim, 2010), 이사회 통제매커니즘과 관련한 변수로는 이사회 독립성을 나타내는 사외 이사비율과 함께 이사회 규모 등의 변수가 사용된 것으로 나타났다(Kim and Choi, 2010; Seo and Choi, 2013; Cho and Bin, 2021). 이는 해당 변수들이 지배구조의 투명성 및 기업의 전략적 의사결정과 성과에 중대한 영향을 미치는 요소들로서, 국내 기업들의 지배구조 상에서 발생하는 갈등의 중요 원인으로 언급되어 왔기 때문에 다수의 문헌에서 사용된 것으로 판단된다. 또한 지분율과 관련한 변수가 독립변수로서 다수 사용되었지만, 종속변수로 사용된 것은 1건(0.29%)에 불과한 것으로 나타나 국내기업들의 지배구조에서 소유권 집중도가 지배구조 상의 주요 문제의 원인으로 간주되어 왔음을 확인할 수 있었다. 해당 변수는 조절변수로 16회(4.72%) (Kang, and Byun, 2021; Kim et al, 2013; Chi and Ryu, 2015), 매개변수로도 1회(0.29%) (Jeon and Lee, 2017) 사용되었는데, 이는 지배구조 관련 요인들이 이해관계자들 간의 직접적인 갈등의 원인이 될 뿐만 아니라, 다른 요소들과의 상호작용을 통해서도 기업의 의사결정과 성과에 중대한 영향을 미칠 수 있는 요소로 고려되어 왔음을 보여준다.

기업의 사회적 책임, 환경 보호 및 내·외부 이해관계자들에 대한 책임 활동들에 대해서는 해당 활동과 관련한 지배구조평가원의 평가 점수 및 CSR 활동에 대한 평가 점수, 또는 기업의 지배구조와 관련한 주주이익 보호제도, 공시제도, 종업원 참여 제도 등이 사용되었다(Kim and Kim, 2012; Kim and Park, 2013; Lim and Choi, 2013; Gong and Choi, 2013). 해당 변수가 독립변수로 사용된 것은 27회(7.96%) (Shin et al., 2016; Lee and Choi, 2016), 종속변수로 사용된 것은 19회(5.60%) (Kim

et al., 2010; Choi, 2011)인 것으로 나타났다. 또한 조절변수로 4회(1.18%) (Kook and Kang, 2011)와 매개변수로 2회(0.59%) (Lee and Kim, 2018) 사용된 것으로 나타났다. 이와 같은 문헌 전반에 걸친 다양한 변수로의 폭넓은 활용은 이해관계자 자본주의 측면에서 기업의 경영활동 전반에 걸쳐 다양한 이해관계자들에 대한 고려가 중요한 요소로 자리잡아 가고 있음을 보여준다.

종업원과 관련한 변수로는 노동조합 가입 유무, 조합 가입 구성원 비율, 종업원 관련 연금 현황, 노동조합의 강성 수준 등의 변수가 활용되었다(Kwak and Kim, 2021; Cho and Park, 2008; Park and Jung, 2010). 해당 변수는 독립변수로서 14회(4.13%), 종속변수로서 13회(4.83%) 사용되었고, 조절변수로도 1회(0.29%) 사용된 것으로 나타났다. 국내 기업에서 종업원과 관련한 이슈는 노사 문제를 비롯하여 기업의 경쟁력 강화 및 성과에 중대한 영향을 미칠 수 있는 요소로 고려되어 왔다. 이를 이해관계자 자본주의 관점에서 보면 기업의 내부 이해관계자로서 기업 활동과 성과에 중대한 영향을 미칠 수 있는 종업원의 권한과 참여를 통해 기업의 지배구조를 개선하고자 하는 노력이 이뤄져 왔음을 알 수 있다(Kim and Kim, 2018; Lee and Lee, 2019).

이익조정, 재무성과, 토빈Q, 조세회피와 같은 재무적 요소들 역시 다수의 연구에서 변수로 사용되었다(Koh and Park, 2013; Kim, 2020; Park, 2010; Cho and Lee, 2011). 사용된 유형별로 구분해 보면 독립변수로는 12회(3.54%), 종속변수는 87회(25.66%), 조절변수는 3회(0.88%) 사용된 것으로 나타났다. 재무관련 변수는 지배구조와 관련한 변수와는 반대로 종속변수로의 사용 비율이 매우 높게 나타났는데 이는 다양한 이해관계자들 사

이의 갈등 혹은 기업이 다양한 이해관계자들을 고려하는 활동이 결과적으로 기업의 재무성과에 어떤 영향을 미치는지를 연구한 문헌이 많았음을 보여준다(Kang and Cho, 2002; Lee, 2007; Choi et al., 2021). 기타 변수로는 다각화 비율, 혁신성과, 기업 규모, 경쟁강도, 자사주 매입 비중 등이 독립변수(19회, 5.6%)와 종속변수(10회, 2.95%), 조절변수(3회, 0.88%)로서 다양하게 사용되었다. 이는 지배구조와 이해관계자들의 관계에 대한 연구가 기업의 전략적 측면과 연계되어 연구되어 왔음을 보여준다(Park, 2010; Lee and Yoo, 2021; Choi and Kwon, 2016).

대상 문헌의 변수 사용과 관련하여 또 하나 중요한 시사점은 최근 문헌을 중심으로 지배구조와 이해관계자들 간의 관계 분석 시, 2개의 조절 변수의 상호작용을 분석하는 3원 상호작용 모델을 활용하는 연구가 등장하고 있다는 점이다. 해당 문헌들은 지배구조 상의 이해관계자들 간의 관계에서 발생하는 이슈가 다른 이해관계자들로 인해 영향을 받거나, 외부적 요소에 의하여 영향을 받을 수 있음을 주장하면서, 기업을 둘러싼 이해관계자들과 관계를 좀 더 복잡하고 현실적인 관점에서 분석하고자 노력한 것으로 해석할 수 있다(Lee and Yoo, 2021; Choi et al., 2021). 하지만 전체 문헌에서 조절 변수의 사용 건은 31회(9.14%)에 그쳤고, 매개변수의 사용 건도 3건(0.88%)으로 나타나 조절변수와 매개변수의 사용 횟수를 모두 합쳐도 전체의 10%를 넘지 못하는 수준인 것으로 나타났다. 이러한 사실에 기초해 볼 때 복잡한 이해관계자들 간의 관계와 다양한 내외부적 환경요인들의 복합적인 영향이 기업들의 지배구조, 의사결정 및 성과에 미치는 영향을 분석하는 시도는 좀 더 강화될 필요가 있을 것이다.

4.4.2 대상 산업의 분석

(1) 대상 표본 및 자료 수집 원천

분석 대상 문헌들의 연구표본에 대한 분석을 위해 다음과 같은 분석 기준을 사용하였다. 먼저 문헌에서 연구자가 제시한 표본 선택의 기준에 따라 문헌별 연구 표본의 데이터 출처, 대상 산업, 수집 대상 기간, 표본 수집 시의 연구자의 추가적 고려 요소, 최종 표본 수 등을 정리하였다. 이후 해당 내용들을 기준으로 실증 연구에 사용된 최종 표본들에 대해, 전체 산업을 대상으로 했는지 혹은 특정 산업만을 선택하여 분석했는지를 기준으로 대상 산업 유형에 대한 구분을 실시하였다. 마지막으로 데이터의 출처와 해외 데이터 유무 및 별도의 조건을 충족한 데이터만을 선별하여 사용했는지 등의 여부에 따라서 추가적인 구분을 진행하였다. 이러한 기준에 따라 구분된 산업 표본 현황은 <Table 10>과 같다.

연구 표본의 산업별 구분 현황을 보면 전체 문헌 중 24건(18.50%)의 문헌이 별도의 산업 구분 없이 재무제표 자료 획득이 가능한 국내 유가증권 상장기업을 대상으로 분석하였다(Kwak and Choi, 2009; Kim and Choi, 2008; Park et al., 2015). 그리고 전체 문헌의 과반이 넘는 77건의 문헌(57.89%)에서는 금융업을 제외한 제조기업을 대상으로 분석했는데(Kang et al., 2015; Sohn et al., 2016; Yoon and Lee, 2005), 이는 금융업과 제조업의 상이한 결산일 때문인 것으로 파악된다. 이와 유사하게 금융 및 에너지 교통 산업과 같이 특정 산업군을 제외하고 분석을 실시한 문헌도 3건(2.26%) 존재하는데 해당 분석은 해외 데이터를 사용하는 경우에 집중되어 있었다. 해외의 경우 국가별 정책 차이에 따라 금융을 비롯하여 에너지, 교통 분야와 같은 특정 산업에 대한 별도의 기준이 적용되기 때문인

〈Table 10〉 실증분석 데이터 구분 기준에 따른 분석 현황

	지배 구조 점수	공정 거래 위원회	노동 또는 특정 단체 데이터 관련	해외 산업	국내/ 해외비교	기타 특정 요건	특정 요건 없음	합
전체산업 대상	10 (7.52)	5 (3.76)	1 (0.75)	1 (0.75)	2 (1.50)	3 (2.26)	3 (2.26)	25 (18.80)
금융업만 제외	12 (9.02)	7 (5.26)	9 (6.77)	2 (1.50)	0	10 (7.52)	37 (27.82)	77 (57.89)
특정산업 제외 (금융, 교통, 에너지 등)	0	0	0	2 (1.50)	1 (0.75)	0	0	3 (2.26)
제조업만 대상	1 (0.75)	2 (1.50)	2 (1.50)	0	0	1 (0.75)	13 (9.77)	19 (14.29)
특정산업만 대상	1 (0.75)	0	0	0	1 (0.75)	2 (1.50)	1 (0.75)	5 (3.76)
기타	0	0	0	0	0	4 (3.01)	0	4 (3.01)
총합	24 (18.05)	14 (10.53)	12 (9.02)	5 (3.76)	4 (3.01)	20 (15.04)	54 (40.60)	133 (100)

것으로 판단된다(Kang and Cho, 2002; Lee, 2007). 이 밖에도 별도의 특정 산업군만을 대상으로 분석을 진행한 문헌들도 존재하는데, 제조업만을 대상으로 분석한 19건(14.29%)은 산업간 특성 차이로 인한 영향을 최소화하고 일관성 있는 분석결과를 도출하기 위한 목적으로 판단된다(Lee, 2011; Cho and Lee, 2011; Hong, 2004). 그 외 은행, 물류기업, 사회적 기업 혹은 국내 일부 재벌 그룹 등으로 분석 범위를 한정하여 지배구조와 이해관계자들의 관계를 분석한 연구도 4건 존재하는데, 은행이나 사회적 기업과 같은 경우에는 재무적 측면이나 지배구조 측면에서 일반 기업과는 차이가 크기 때문에 해당 산업만을 대상으로 별도의 분석을 진행한 것으로 판단된다(Kim et al., 2011; Bae et al., 2000).

다음으로는 산업 구분과 함께 데이터 출처에 따른 추가적 구분에 기초한 분석을 진행하였다. 분석 결과에 따르면 기업지배구조연구원의 지배구조 점수 및 CSR 점수를 사용한 연구는 전체 문헌 중 24건(18.05%)으로 이들은 공신력 있는 평가기관의 평가 점수를 활용하여 기업의 사회적 책임 활동 및 다양한 이해관계자들과의 관계를 분석하고자 하였다(Kook and Kang, 2011; Kim and Kim, 2013; Park, 2010). 이 밖에도 공정거래위원회의 대규모 기업집단 공개시스템에서 정보를 제공하는 기업들을 대상으로 한 연구도 14건(10.53%) 존재하는데, 이는 국내기업 중 재벌과 같은 지배주주 혹은 소유경영자가 존재하는 거대 기업에서 발생하는 지배구조상의 문제와 그로 인한 이해관계자들 간의 이슈들을 분석하기 위한 것으로 판단된다(Kim and Choi,

2009; Bae and Son, 2013; Seo, 2017).

이 밖에도 종업원과 관련하여 노조 관련 정보 혹은 한국노동연구원이나 한국직업능력개발원의 패널 데이터를 사용한 문헌은 총 12건(9.02%)인 것으로 나타났고, 해외산업 혹은 해외 산업과 국내 산업을 비교한 연구는 총 9건(6.77%)인 것으로 나타났다. 이 중 국내와 해외산업을 비교한 문헌은 각 국가별 문화와 정책적 차이 등이 기업의 지배구조와 이해관계자에 미치는 영향의 차이 분석에 초점을 맞춘 연구들이었다(Kang and Cho, 2002; Pan et al., 2010). 그 외 자사주 매입, 경영자 교체, K-IFRS와 같은 시스템의 자발적 도입과 같은 특정 이슈와 관련하여 이해관계자들에 대한 영향을 분석한 연구도 20건(15.4%)인 것으로 나타났다(Bae, 2018; Lee et al., 2015).

V. 결론 및 시사점

환경 불확실성과 글로벌 시장경쟁의 심화, 정보통신 기술의 발달에 따른 초연결성의 강화는 기업 활동과 성과에 영향을 미칠 수 있는 내·외부 이해관계자들의 접근성과 영향력을 강화시켰다. 그리고 이와 같은 변화는 기업이 지속가능성 확보를 위한 전략적 의사결정에서 더욱 다양한 요소들을 고려해야 함을 의미하기도 한다. 2019년에 진행된 BRT 및 2020년에 진행된 다보스 포럼에서 이해관계자 자본주의에 대한 논의가 이루어진 것은 이러한 현상이 새로운 경영패러다임의 핵심 요소로 부각되었음을 시사하는 것이다. 2022년 1월에 진행된 다보스 포럼에서는 기후 위기 및 지속가능성과 관련한 기업의 ESG 표준 제정에 대한 논의가 이루어졌다. 이러한

변화의 움직임은 국내외 많은 기업들에게 중대한 영향을 미쳤지만, 국내 기업들의 지배구조시스템은 선진국 기업들의 지속가능경영 활동 및 다양한 이해관계자들의 이해관계를 고려하는 지배구조시스템과 비교할 때 여전히 많은 개선이 요구된다. 즉 기업의 지속가능성 획득을 위한 이해관계자 자본주의 측면에서의 전략적 접근이 한층 더 중요해진 시점이라고 볼 수 있을 것이다.

이러한 변화에 따라 본 연구는 이해관계자 자본주의의 도래로 인해 변화되고 있는 기업의 궁극적 목적과 존재의 이유가 무엇인지에 대한 근본적인 질문과 함께 전통적으로 중시된 주주 자본주의 사고에서 이해관계자 자본주의 사고로의 전환을 전략적 관점에서 어떻게 해석해야 할 것인가에 대한 질문으로부터 시작되었다. 과거에는 경제적 이윤 추구에 기초한 주주 가치의 극대화가 너무나도 당연한 기업지배구조의 핵심으로 받아들여져 왔지만, 최근 기업이 사회적 존재로 인식되면서 기업과 직·간접적으로 관계를 맺고 있는 주주, 직원, 고객, 공급자, 지역사회, 정부, 언론 등과 같은 다양한 이해관계자의 이해관계를 충족시켜 줄 수 있는 기업 활동이 요구되고 있다. 이해관계자 자본주의 시대의 도래는 기업의 미션과 비전을 포함한 장·단기적 목표의 설정 및 이를 위한 가치사슬의 활동에 있어 환경적, 사회적 책임을 함께 고려하고, 다양한 이해관계자들을 기업지배구조에 함께 포함 시켜야 함을 의미한다. 이는 결국 기업의 의사결정 과정과 전략의 구축 및 실행 과정에서 내·외부 환경 요소들과 함께 다양한 이해관계자들과의 관계적 요소가 고려되어야 함을 시사하는데, 본 연구에서는 이와 관련한 국내 연구들이 어떠한 변화과정을 거쳐왔는지 다양한 기준과 관점에서 조사하고 분석하였다. 구체적으로 본 연구에서는 변화된 글로벌 기업환경에서 새로운 경영의 패러다임으로 부각되고

있는 지속가능성과 이해관계자 자본주의 경영의 구현을 위한 연구 방향의 제안을 위해 기업지배구조와 이해관계자에 대한 총 133개 국내 실증 연구들에 대한 분석을 실행하였고, 분석 결과에 기초하여 다음과 같은 결론 및 시사점을 제시하였다.

첫째, 이해관계자 자본주의 경영의 구현을 위한 경영 활동은 주주가치 향상을 위한 이윤추구는 물론 경영자, 종업원, 고객, 공급자, 지역사회, 정부 및 NGO 등 다양한 이해관계자들의 이해관계 향상에 도움이 될 수 있어야 한다. 따라서 다양한 이해관계자들에 대한 폭넓은 이해와 이들의 의견을 수렴하여 반영하는 활동이 중요한데, 이 같은 관점에서 최근 많은 글로벌 기업들은 환경 보호 및 기후변화 위기에 대응하고 사회적 불평등, 노동, 인권 등 사회적 문제들을 해결하기 위한 전략적인 대응을 강화해왔다. 대표적으로 1973년에 설립된 미국의 파타고니아는 환경 보호에 관한 경영철학에 기초하여 옷을 만들 때 환경이 파괴된다는 사실을 공개하며 꼭 옷이 필요한지 생각한 후 구매해 달라는 독특한 광고를 실시하는 등 경제적 가치와 사회적 가치를 함께 고려하는 이해관계자 자본주의 관점의 경영 전략을 실천하는 모범적인 기업으로 평가받고 있다. 하지만 이러한 변화가 곳곳에서 발견되고 있는 기업 현장의 현실과 달리 본 연구의 분석 결과에 따르면 다수의 국내 문헌들은 아직도 주주 자본주의 관점에서 주주와의 관계에 대한 연구에 집중해 왔음을 볼 수 있었다. 구체적으로 전체 133건의 분석 대상 문헌 중 주주를 중심으로 주주와 경영자, 주주와 주주 간의 갈등에서 비롯되는 문제를 다룬 문헌은 전체의 63.91%를 차지하고 있는 것으로 나타났다. 많은 국내기업의 지배구조가 정책적, 문화적 측면에서 소유경영자 혹은 지배주주가 존재하는 특성을 가지고 있다는 측면에서 이와 같은 편중 현상이 이해될 수 있지만, 주주와의 관계에

집중하는 연구는 새로운 경영패러다임으로 떠오르는 이해관계자 자본주의 경영의 구현을 위한 충분한 시사점을 제공하지 못한다는 점을 기억할 필요가 있다.

둘째, 산업별 특성을 고려한 보다 세분화된 연구가 필요하다. 이해관계자 자본주의는 자본시장의 발전에 따라 발생하는 다양한 문제들을 해결하는 과정에서 대두된 개념이다. 김길자와 김오우(2012) 연구에서도 살펴볼 수 있는 것처럼 기업이 한 국가 경제 성장에 긍정적인 영향을 미쳤다는 평가를 받으면서도 기업 행위에 대한 부정적인 인식이 공존하는 이유는 기업이 환경 이슈나 사회적 이슈에서 내·외부의 기대 수준에 미치지 못하는 이중적인 모습을 보여왔기 때문일 것이다(Kim and Oh, 2012). 최근에는 단순히 효율적으로 상품을 생산하여 제공한 대가로 이윤을 창출하는 활동 그 자체보다도 어떤 방식으로 이윤을 창출하였고 가치사슬 활동을 수행했는지에 대한 사회적 관심이 증가되고 있다. 따라서 다양한 이해관계자들의 이해관계를 고려하는 지배구조의 구축 및 경영활동은 지속가능성을 획득하기 위한 필수요소가 되어 가는 추세이다.

기업이 속해있는 환경이 빠른 속도로 변화하는 것에 비해 기업의 대응은 선제적이지 못하며, 이를 뒷받침하기 위한 연구도 양적 측면과 질적 측면 모두에서 매우 미흡하다. 본 연구의 분석 결과에서도 볼 수 있듯이 과거 양적 측면의 경제 성장에 집중하던 시기에는 대리인 이론을 기반으로 한 주주 자본주의 관점의 지배구조 구축 및 활용이 기업의 생산성과 재무성과 향상을 위한 효과적인 방법이었을 것이다. 그러나 이해관계자 자본주의 사회가 불러온 변화된 환경에서는 새로운 관점에서의 대응이 필요하다. 특히 4차 산업혁명을 바탕으로 다양한 기술과 산업간 융복합, 신시장 등장 등 지속적인 변화가 발생하고 이해관계자들 간의 긴밀하고도 복잡한 네트워크 형성

은 이해관계자의 영향력을 강화시키는 요소가 되고 있다. 그리고 이 같이 변화된 복잡한 경쟁환경에서는 산업과 기업 특성에 따른 차별화된 접근이 필요하다.

하지만 본 연구의 분석 대상 문헌에서는 산업별 특성을 기반으로 한 분석은 거의 이뤄지지 않았고, 대규모 기업공시를 기반으로 한 지배구조 특성과 일부 업종을 제외한 분석 정도만 이뤄져 왔음을 확인할 수 있었다. 구체적으로 연구 표본의 산업별 구분 현황을 보면 전체 문헌 중 25건(18.80%)의 문헌이 별도의 산업 구분 없이 재무제표 데이터의 획득이 가능한 국내 유가증권 상장기업을 대상으로 분석을 실시하였고(Kwak and Choi, 2009; Kim and Choi, 2008; Park et al., 2015), 가장 많은 비중을 차지했던 77건의 문헌(57.89%)에서는 금융업을 제외한 모든 산업 부문의 기업을 대상으로 분석을 실시하였다(Kang et al., 2015; Sohn et al., 2016; Yoon and Lee, 2005). 이해관계자 자본주의 사회에서는 다양한 이해관계자를 고려해야 하지만 실제적으로 기업은 제한된 자원으로 인해 모든 상황에서 모든 이해관계자들을 완벽하게 만족시키기 어렵다. 특별히 산업과 기업 특성에 따라 기업이 우선적으로 고려해야 하는 이해관계자는 다를 수 있고, 기업이 가진 자원과 역량에 따라 대응할 수 있는 수준에서도 차이가 있을 수 있다. 기업이 이해관계자 자본주의 경영의 구현에 기초한 지속가능성을 확보하기 위해서는 산업의 특성과 그에 따른 이해관계자별 연관성 및 영향력의 차이를 파악하고 대응할 수 있어야 하며, 전략 분야의 연구들은 이 같은 방안을 제시할 수 있어야 할 것이다.

셋째 이론적 배경 측면에서 보면 산업 특성과 다양한 이해관계자들의 영향력이 다를 수 있는 상황에서 가장 효율적으로 경제적 가치와 사회적 가치를 동시에 도모할 수 있는 전략을 도출하기 위한 다양한 전

략 이론의 적용이 필요해 보인다. 문헌 조사 결과에 따르면 일부 문헌에서는 네트워크이론, 여유자원이론, 신호이론 등이 가설을 설정하기 위한 이론적 배경으로 활용하기도 하였지만, 여전히 국내 기업지배구조 연구에서는 대리인 이론에 대한 의존도가 매우 높은 것으로 나타났다. 대리인 이론은 이해관계자들 간의 관계와 기업지배구조 매커니즘을 설명하기 위한 매우 유용한 이론이지만, 산업별 특성, 기업 규모와 역량, 이해관계자들과의 관계에 따라 기업이 지속가능성을 획득하는 방식에는 차이가 존재할 수 있다는 점을 고려하며 보다 다양한 이론들이 기업지배구조 연구에서 활용될 필요가 있을 것이다. 구체적으로 이해관계자 자본주의 경영의 구현을 위해서는 대리인 이론과 이해관계자 이론을 포함하는 기업지배구조 분야의 기존 이론들 뿐만 아니라 산업구조론, 자원거점이론, 경쟁역학, 제도이론 등 경쟁우위 달성에 도움이 되는 보다 다양한 이론들을 함께 활용하는 후속 연구들이 경제적 가치와 사회적 가치를 함께 도모할 수 있는 실무적인 차원의 가치 있는 시사점을 제공하기 위해 도움이 될 수 있을 것이다.

본 연구의 한계 및 후속 연구에서 중점적으로 살펴볼 사안들을 정리하면 다음과 같다. 우선 전략경영 과정의 첫 번째 단계이자 가장 중요한 단계라고 볼 수 있는 기업의 존재 이유에 대해 재규명해 볼 필요가 있을 것이다. 전통적으로 기업의 존재 이유는 주주 가치의 극대화를 위한 이윤의 추구였다. 경제적 가치를 창출하여 경쟁우위를 달성해야 한다는 너무나도 당연했던 명제가 경제적 가치와 함께 사회적 가치를 추구해야 하는 것으로 변화되었다(Porter and Kramer, 2011). 이는 시장 경제 체제 하에서 효율적인 자원 분배로 수요와 공급의 원칙에 따라 경영 활동을 수행해왔던 기업의 활동 영역이 사회와 환경 영역으로 확장된 것을 의미하는 것이다. 따라서 기업

은 확장된 활동 범위에서 어떤 방식으로 그들의 지속가능성을 유지할지에 대한 고민이 필요하고, 전략 경영 분야의 후속 연구들은 이 같은 질문에 답할 수 있어야 할 것이다. 더불어 다양한 이해관계자들의 이해관계를 고려하는 이해관계자 자본주의 관점의 경영활동이 어떻게 기업의 기업가치 향상에 도움이 될 수 있는지에 대한 경제적 가치와 사회적 가치의 연계성에 대한 검증도 필요할 것이다.

둘째, 상황과 이슈 별로 각각의 이해관계자들의 연관성과 영향력을 분석하고, 우선적으로 고려해야 하는 이해관계자의 이해관계를 선정하는 것이 중요하다. 다양한 이해관계자들은 상이한 욕구를 가질 수 있으며, 이러한 욕구들은 기업들의 목표 설정과 전략 선택과정에서 상충되는 요소로 작용될 수 있다. 현실적으로 기업마다 산업유형, 규모, 목표 등이 다르고, 이에 따라 중요하게 고려하는 이해관계자의 우선순위가 다를 수 있는데, 사실 이러한 우선순위를 결정하는 것은 실무적인 차원에서 쉬운 일이 아니다. 따라서 전략경영 분야의 연구에서는 이를 위한 가이드 라인의 제공이 중요하다(Lee and Lee, 2020).

셋째, 이해관계자 자본주의 시대의 도래에 따라 본 연구에서는 국내 기업들이 고려해야 하는 이해관계자 관련 이슈 및 전략적 대응 방안을 제시하기 위해 노력하였다. 이 같은 과정에서 관련 분야 연구의 전체적인 흐름은 확인할 수 있었으나, 실증 분석에서 연구자의 관점, 가설 수립, 분석 및 주장에 대한 세밀한 내용을 구체적으로 전달하기에는 한계가 존재하였다. 후속 연구를 통해 각 이해관계자 범위에 따라 연구자의 주장을 토대로 이해관계자의 특성과 영향력, 주요 이슈들의 변화 등을 좀 더 체계적이고 명확히 분석해 볼 필요가 있다.

참고문헌

- Acemoglu, D., Johnson, S. and Mitton, T.(2009), "Determinants of Vertical Integration: Financial Development and Contracting Costs," *Journal of Finance*, 64(3), pp.1251-1290.
- Ahn, H. B.(2009), "The Contestability of Multiple Shareholders in Governance and Firm's Value," *Korea International Accounting Review*, 0(25), pp.91-111.
- Ahn, H. B., Lee, Y. H. and Choi, K. D.(2015), "Governance and Investment Opportunity Set: Tunnelling," *Korean Association of Industrial Business Administration*, 30(2), pp.283-307.
- An, H. T., Choi, J. H., Choi, H. S. and Kim, J. D. (2017), "What Determines the Corporate Response Level to Climate Change?," *The Journal of Business Education*, 32(1), pp. 203-237.
- Antras, P. and Helpman, E.(2004), "Global Sourcing," *Journal of Political Economy*, 112(3), pp. 552-580.
- Bae, C. H and Son, S. K.(2013), "The Effect of Agency Problem between Controlling Shareholders and Minority Shareholders on Audit Report Lag," *Study on Accounting, Taxation and Auditing*, 55(2), pp.249-275.
- Bae, H., Kim, Y. S. and Joh, S. W.(2000), "A Study on Corporate Governance and Firm Profitability," *Journal of Korean Economic Analysis*, 6(2), pp.63-121.
- Bae, H. J.(2018), "The Effect of Protecting System of Minority Shareholders' Voting Rights on Professional Corporate Management Preference,"

- Journal of Professional Management*, 21(1), pp.39-60.
- Ban, H. J.(2009), "Corporate Governance Structure, Corporate Social Responsibility, and its Performance," *Journal of Industrial Economics and Business*, 22(5), pp.2171-2195.
- Ban, H. J.(2010), "Internationalization, Corporate Governance Structures, and Investment Activities," *The Korean Academic Association of Business Administration*, 23(6), pp.3401-3425.
- Bark, J. H. and Lee, H. Y.(2015), "Characteristics of Statutory Internal Auditors and Disclosure Quality," *The Korean Institute of Certified Public Accountants*, 57(4), pp.27-62.
- Barnea, A., and Ribin, A.(2010), "Corporate Social Responsibility as a Conflict between Shareholders," *Journal of Business Ethics*, 97(1), pp.71-86.
- Bea, C. H. and Son, S. K.(2012), "The Effect of Agency Problem between Controlling Shareholders and Minority Shareholders on Audit Report Lag," *Study on Accounting, Taxation and Auditing*, 55(2), pp.249-275.
- Bottenberg, K., Tuschke, A. and Flickinger, M.(2017), "Corporate Governance between Shareholder and Stakeholder Orientation: Lessons from Germany," *Journal of Management Inquiry*, 26(2), pp.165-180.
- Brouthers, K. D., Brouthers, L. E. and Werner, S. (2003), "Transaction Cost-Enhanced Entry Mode Choices and Firm Performance," *Strategic Management Journal*, 24(12), pp.1239-1248.
- Byun, J. H. and Kim, S. H.(2012), "The Influence of Ownership Structure on Unfaithful Disclosure, Penalty Scores and Sanctions - Focusing on the Largest Shareholder Ownership -," *The Korean Institute of Certified Public Accountants*, 63(1), pp.135-158.
- Carney, M., Gedajlovic, E. R., Heugens, P. P. M. A. R. H., Van Essen, M., and Van Oosterhout, J.(2011), "Business Group Affiliation, Performance, Context, and Strategy: A MetaAnalysis," *Academy of Management Journal*, 54(3), pp.437-460.
- Carrillo, E. P.(2007), "Corporate Governance: Shareholders' Interests and Other Stakeholders' Interests," *Corporate Ownership & Control*, 4(4), pp.96-102.
- Carroll, A. B. and Buchholtz, A. K.(1989), *Business and Society: Ethics, Sustainability, and Stakeholder Management*, South Western Publishing Company.
- Carroll, A. B.(1991), "The Pyramid of Corporate Social Responsibility: Toward the Moral Management of Organizational Stakeholders," *Business Horizons*, 34(4), pp.39-48.
- Carroll, A. B.(1999), "Corporate Social Responsibility: Evolution of a Definitional Construct," *Business and Society*, 38(3), pp.268-295.
- Casciaro, T., and Piskorski, M. J.(2005), "Power Imbalance, Mutual Dependence, and Constraint Absorption: A Closer Look at Resource Dependence Theory," *Administrative Science Quarterly*, 50(2), pp.167-199.
- Chang, Y. C. and Ahn, C. Y.(2012), "Corporate Social Responsibility and Corporate Performance/Competitiveness," *Korean Academic Association of Business Administration*, 25(9), pp.3553-3577.
- Chi, S. K. and Ryu, S. J.(2015), "The Effect of Corporate Diversification on Earnings Management," *Journal of Business Education*, 28(4), pp.235-255.

- Cho, D. S.(2015), "Economic Democratization in Capitalism 5.0," *Journal of Professional Management*, 15(3), pp.23-47.
- Cho, H. R., So, Y. I. and Choi, W. K.(2005), "La Transformation du Gouvernement d? Entreprise en France, *Société d'Etudes Franco-coréennes*, 0(31), pp.571-598.
- Cho, J. M. and Park, S. J.(2008), "The Effect of Corporate Governance on Human Resource Management," *Journal of Korean Economy Studies*, 20(0), pp.69-105.
- Cho, S. M. and Lee, P. S.(2011), "The Role of the Foreign Sector as a Corporate Governance Mechanism in Korea," *Korean Journal of Financial Engineering*, 10(1), pp.127-160.
- Cho, Y. B. and Bin, K. J.(2021), "The Effects of Social Enterprise Board Composition and Process on Performance," *Korean Management Consulting Review*, 21(1), pp.21-35
- Choi, H. S.(2011), "The Study of Relation between Corporate Governance and Environment Perform," *Korea International Accounting Review*, 0(40), pp.409-430.
- Choi, J. S., Kwak, Y. M. and Baek, J. H.(2012), "The Association between Earnings Management and the Risk of CEO Turnover : A Survival Analysis," *Study on Accounting, Taxation and Auditing*, 54(1), pp.355-400.
- Choi, S. J and Kwon, O. J.(2012), "The Association between Industry Competition and Accounting Conservatism - Focus on Strategic Perspective," *Korean Institute of Certified Public Accountants*, 58(3), pp.31-72.
- Choi, W. W. and Kim, S. I.(2010), "Reducing Tax Payments and Characteristics of Firms Using Severance Insurance," *Korean Journal of Taxation Research*, 27(3), pp.105-130.
- Choi, Y. B. and Bin, G. J.(2021), "The Effects of Social Enterprise Board Composition and Process on Performance," *Korean Management Consulting Review*, 21(1), pp.21-35.
- Choi, Y. H., Park, S. I. and Choi, C. H.(2021), "The Effect of Domination Form on the Agency Problem of Debt," *Korean Journal of Business Administration*, 34(3), pp.387-413.
- Chung, M. K.(2005), "An Empirical Study on the Shareholding Structure and Profitability of Listed Companies in China," *Korean Academic Association of Business Administration*, 18(2), pp.827-845.
- Chung, M. K.(2006), "Shareholding Structure and Corporate Performance of Listed Chinese Companies," *Korean Association for Political Economy*, 0(26), pp.145-179.
- Cin, B. C., Shin, J. S. and Lee, H. Y.(2015), "Corporate Governance and CEO Turnover," *The Korean Academic Association of Business Administration*, 28(4), pp.1141-1162.
- Clarkson, M. E.(1995), "Stakeholder Framework for Analyzing and Evaluating Corporate Social Performance," *Academy of Management Review*, 20(1), pp.92-117.
- David, F. R.(2001), *Strategic Management: Concepts and Cases*, Upper Saddle River, N.J., Prentice Hall, 2001.
- Davis, G. F., Diekmann, K. A., and Tinsley, C. H. (1994), "The Decline and Fall of the Conglomerate Firm in the 1980s: The Deinstitutionalization of an Organizational Form," *American Sociological Review*, 59(4), pp.547-570.
- Davis, K. and Frederick, W. C.(1984), *Business and Society: Management, Public Policy, Ethics*, McGraw-Hill Companies.

- Delios, A. and Henisz, W. I. (2000), "Japanese Firms' Investment Strategies in Emerging Economies," *Academy of Management Journal*, 43(3), pp.305-323.
- 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.
- Dorobantu, S., Kaul, A., and Zelner, B. (2017), "Nonmarket Strategy Research through the Lens of New Institutional Economics: An Integrative Review and Future Directions," *Strategic Management Journal*, 38(1), pp. 114-140.
- Ebner, D., and Baumgartner, R. J. (2006), *The Relationship between Sustainable Development and Corporate Social Responsibility*. In Corporate responsibility research conference, (4, No. 5.9). Queens University, Belfast Dublin.
- Elkington, J. (1998), "Partnerships from Cannibals with Forks: The Triple Bottom Line of 21st-Century Business," *Environmental Quality Management*, 8(1), pp.37-51.
- Fabrizio K. R. (2012), "Institutions, Capabilities, and Contracts: Make or Buy in the Electric Utility Industry," *Organization Science*, 23 (5, SI), pp.1264-1281.
- Fiss, P. C. and Zajac, E. J. (2006), "The Symbolic Management of Strategic Change: Sensegiving via Framing and Decoupling," *Academy of Management Journal*, 49(6), pp.1173-1193.
- Freeman, R. E. (1984), *Strategic Management: A Stakeholder Approach*, Pitman, Boston, MA.
- Freeman, R. E. and Reed, D. L. (1983), "Stockholders and Stakeholders: A New Perspective on Corporate Governance," *California Management Review*, 25(3), pp.88-106.
- Gamble, A. and Kelly, G. (2001), "Shareholder Value and the Stakeholder Debate in the UK," *Corporate Governance: An International Review*, 9(2), pp.110-117.
- Go, S. R. and Jeon, W. S. (2013), "An Empirical Study on the Effect of Corporate Social Performance on the Long-term and Short-term Financial Performance: A Closer Look at the Characteristic of Stakeholder", *Review of Accounting and Policy Studies*, 18(2), pp.279-302.
- Gong, K. T. and Choi, J. S. (2013), "Does the Superior Corporate Governance Mitigate Agency Costs?," *Korea International Accounting Review*, 0 (49), pp.251-272.
- Grove, H. and Lockhart, J. (2019), "Evolution of Corporate Governance towards Intrinsic Value," *Corporate Law and Governance*, 1(1), pp.8-13.
- Harrison, J. S., Phillips, R. A. and Freeman, R. E. (2020), "On the 2019 Business Roundtable 'Statement on the Purpose of a Corporation'," *Journal of Management*, 46(7), pp.1223-1237.
- Henisz, W. J. (2000), "The Institutional Environment for Multinational Investment," *Journal of Law, Economics, and Organization*, 16(2), pp.334-364.
- Henisz, W. J. and Delios, A. (2001), "Uncertainty, Imitation, and Plant Location: Japanese Multinational Corporations, 1990-1996," *Administrative Science Quarterly*, 46(3), pp.443-475.
- Henisz, W. J. and Zelner, B. A. (2001), "The Institutional Environment for Telecommunications Investment," *Journal of Economics and*

- Management Strategy*, 10(1), pp.123-147.
- Hermann, S. P.(2005), *Stakeholder Management – Long Term Business Success through Sustainable Stakeholder Relationships*, TNS Infratest. The Global Trim Centre, 2005.
- Hillman, A. J. and Hitt, M. A.(1999), "Corporate Political Strategy Formulation: A Model of Approach, Participation, and Strategy Decisions," *Academy of Management Review*, 24(4), pp.825-842.
- Holden, E., Linnerud, K., Banister, D., Schwanitz, V. J., and Wierling, A.(2017), *The Imperatives of Sustainable Development: Needs, Justice, Limits*, Routledge.
- Hong, H. P.(2004), "Innovation Capabilities and Corporate Governance," *Korean Association for Political Economy*, 0(23), pp.319-346.
- Hong, S. H. and Song, D. S.(2014), "Effects of Board of Directors' Exercise of Voting Rights and Distribution of Business Profits on Tax Avoidance: Based on the Ownership Structure," *Korea International Accounting Review*, 0(56), pp.57-74.
- Hoskisson, R. E., Hitt, M. A., Wan, W. P. and Yiu, D.(1999), "Theory and Research in Strategic Management: Swings of a Pendulum," *Journal of Management*, 25(3), pp.417-456.
- Jensen, M. C.(2001), *Foundation of Organizational Strategy*, Harvard University Press, Cambridge, Massachusetts, London, England.
- Jensen, M. C. and Meckling, W. H.(1976), "Theory of the Firm: Managerial Behavior, Agency Costs and Ownership Structure," *Journal of Financial Economics*, 3(4), pp.305-360.
- Jeon, Y. Y. and Lee, K. M.(2017), "Employment of the Disabled: Institutional and Agency Perspectives," *Korean Academy of Management*, 25(4), pp.173-208.
- Jeong, K. S.(2017), "The Effect of Corporate Governance and Foreign Ownership on Firm Value," *Academic Society of Global Business Administration*, 14(2), pp.31-61.
- Jia, N.(2014), "Are Collective Political Actions and Private Political Actions Substitutes or Complements? Empirical Evidence from China's Private Sector," *Strategic Management Journal*, 35(2), pp.292-315.
- Jinn, T. H.(2000), "Chaebol Governance and Mutual Payment Guarantees," *Korean Journal of Financial Management*, 17(1), pp.1-12.
- Jung, J., and Shin, T.(2019), "Learning not to Diversify: The Transformation of Graduate Business Education and the Decline of Diversifying Acquisitions," *Administrative Science Quarterly*, 64(2), pp.337-369.
- Jung, Y. K. and Kim, S. H.(2016), "Control Effects of National Pension Fund Activism on Firm's Earnings Management," *The Korean Academic Association of Business Administration*, 28(9), pp.2205-2239.
- Kang, H. C. and Byun, H. S.(2021), "Do Corporate Social Responsibility Activities Alleviate Agency Problems? Focusing on Conflicts of Interest between Controlling Shareholders and Creditors," *Journal of Money and Finance*, 35(1), pp.1-43.
- Kang, J. K.(1998), "Bank-Centered Corporate Governance: The Benefits and Disadvantages of Bank Capital Participation in Industry," *Economic Analysis*, 4(4), pp.120-161.
- Kang, J. K. and Cho, M. H.(2002), "Bank - Centered Corporate Governance - A Comparative Study of Korea and Japan," *Korean Academy of International Business*, 13(1), pp.1-32.

- Kang, J. Y. and Kim, Y. C.(2012), "Corporate Tax Avoidance and Ownership Structure," *Korean Journal of Taxation Research*, 29(2), pp. 37-67.
- Kang, J. Y., Lim, Y. K. and Kim, Y. C.(2015), "Tax Avoidance, Ownership and Corporate Social Responsibility," *Academic Society of Global Business Administration*, 12(4), pp.205-230.
- Kang, S. A and Cho, S. M.(2017), "The Effect of Accounting Quality and Competition Intensity on Labor Investment Efficiency," *Korea Business Review*, 21(1), pp.237-260
- Karpoff, J. M.(2021), "On a Stakeholder Model of Corporate Governance," *Financial Management*, 50(2), pp.321-343.
- Kaufman, A. M., Englander, E. J. and Marcus, A. A.(1993), *Selecting an Organizational Structure for Implementing Issues Management: A Transaction Costs and Agency Theory Perspective*, Sage Focus Editions, 163, pp.148-148.
- Kaul, A., and Luo, J.(2016, April). *The Comparative Governance of Collective Action*. In Academy of Management Proceedings (Vol. 2016, No. 1, p. 11085). Briarcliff Manor, NY 10510: Academy of Management.
- Kim, A. K.(2008), "The Effects of Corporate Governance on Human Resources - with a Focus on the Difference between Human Resources Management and Human Resources Development -," *Korean Journal of Industrial Relations*, 19(2), pp.121-139.
- Kim, D. H., Seok, J. Y. and Kim, J. W.(2010), "An Examination of the Relationship between Corporate Governance Structure and Social Responsibility," *Journal of International Area Studies*, 13(4), pp.41-58.
- Kim, D. J.(2009), "The Effect of Employee Participation and Shareholder Rights on the Labor-Management Relationship : Focusing on Stakeholder Perspective of Corporate Governance," *Quarterly Journal of Labor Policy*, 9(3), pp.175-207.
- Kim, D. J. and Kim, D. O.(2012), "Stakeholder Management, Industrial Relations and Firm Performance : Stakeholder Perspective on Corporate Governance," *Korean Academy of Management*, 20(1), pp.51-91.
- Kim, D. S., Lim, B. H. and Lee, K. H.(2017), "The Relationship between Management Compensation and Firm Performance According to KOSDAQ-listed Small and Venture Firms' Corporate Governance Structure," *Journal of the Korean Entrepreneurship Society*, 12(3), pp.27-56.
- Kim, D. W. and Shin, M. J.(2015), "The Economy and Labor in Asia - Economic Growth in Unstable Industrial Relations -," *The Journal of Labor Studies*, 30(0), pp.59-80.
- Kim, D. Y. and Kim, T. S.(2013), "A Study on Effects of Corporate Social Responsibility and Corporate Governance on Audit Fees," *Korean Accounting Information Association*, 31(3), pp.229-249.
- Kim, G. J and Kim, O. W.(2012), "Corporate Social Responsibility from the Viewpoint of Stakeholder," *Korean Business Education Review*, 27(1), pp.171-190.
- Kim, H. C., Kim, Y. K and Kim, T. K.(2016), "Tracking the Evolution of Business Studies in Korea via the Keywords in Korean Management Review," *Korea Business Review*, 20(3), pp.101-130.
- Kim, H. J. and Choi, W. J.(2017), "Managerial

- Power and Pay-Performance Sensitivity using Individual Compensation," *The Korean Academic Association of Business Administration*, 30 (2), pp.203-229.
- Kim, H. J. and Yoon, S. S.(2010), "The Impact of the Wedge on Corporate Governance and Earnings Management," *Accounting Information Review*, 28(2), pp.1-32.
- Kim, H. R.(2017), "The Effect of Employee and Creditor Corporate Governance on Earning Management," *Journal of Digital Convergence*, 15(12), pp.213-219.
- Kim, H. R.(2019), "The Effect of Labor Union on Financial Performance of Corporate Restructuring," *Korea International Accounting Review*, 0(84), pp.19-45.
- Kim, H. R. and Kim, J. K.(2018), "The Effect of Stakeholder Perspective Corporate Governance on the Discretion of Asset Impairment Recognition," *The Korean Academic Association of Business Administration*, 31(2), pp.377-403.
- Kim, H. R. and Kim, J. K.(2018), "The Effect of Stakeholder Perspective Corporate Governance on the Discretion of Asset Impairment Recognition," *The Korean Academic Association of Business Administration*, 31(2), pp.377-403.
- Kim, H. R. and Yu, S. M.(2019), "The Effect of Labor Unions on Manager's Cash Compensation and Pay-performance Sensitivity," *Korea International Accounting Review*, 0(88), pp.51-75.
- Kim, H. Y. and Choi, M. H.(2010), "The Effect of Corporate Governance on Book-Tax Differences," *Korea International Accounting Review*, 0 (32), pp.79-106.
- Kim, M. I., and Choi, J. H.(2008), "The Association between the Wedge between Voting Right and Cash Flow Right and Conservatism," *Study on Accounting, Taxation and Auditing*, 0(47), pp.181-210.
- Kim, S. H.(2015), "The Effect of National Pension's Monitoring Role on Corporate Governance," *Study on Accounting, Taxation and Auditing*, 57(4), pp.221-252.
- Kim, S. H.(2011), "The Relationship between Corporate Governance Attributes and Environmental Information Disclosure," *Korean Accounting Association*, 20(1), pp.135-176.
- Kim, S. H., Lee, A. Y. and Chun, S. B.(2012), "The Characteristics of Foreign Investors and Real Earnings Management - Focusing on the Role of Foreign Blockholders," *Korean Accounting Review*, 37(2), pp.129-165.
- Kim, S. H. and Lee, K. W.(2013), "Corporate Social Responsibility(CSR) in Accounting: Review and Future Directionon," *The Korean Academic Association of Business Administration*, 26 (9), pp.2397-2425.
- Kim, S. J., Kim, H. S. and Sul, W. S.(2011), "Corporate Governance and the Effectiveness of the Executive Stock Option Grant," *The Korean Journal of Financial Management*, 28(2), pp.45-70.
- Kim, S. Y. and Park, E. J.(2008), "A Study of the Relation between the Corporate Governance and disclosure of information about environment - View from the construction company," *Academic Society of Global Business Administration*, 5(3), pp.1-27.
- Kim, T. J., Choi, W. Y. and Kang, S. A.(2013), "The Impact of the CEO types on the Investment Behaviors of Korean Firms," *Korean Asso-*

- ciation of Industrial Business Administration*, 28(1), pp.299-321.
- Kim, Y. J. and in Chung, M. J.(2017), "The Impact of Equity Holdings of the National Pension on Firms' Asymmetric Cost Behavior," *The Korean Academic Association of Business Administration*, 30(11), pp.1997-2014.
- Kim, Y. K.(2020), "Effects of Non-financial Information Disclosure on Firm Performance and Firm Value," *Journal of Regulation Studies*, 29(1), pp.35-59.
- Kim, Y. M., Jeong, E. K. and Bae, J. H.(2018), "Strategic Management Research in Korea: Past 20 Years and Future Directions," *Journal of Strategic Management*, 21(2), pp.19-49.
- Kim, Y. S. and Hwang, K. J. and Kim, Y. C.(2007), "The Effect of Firm Characteristics and Corporate Governance on the Quality of Internal Control over Financial Reporting," *Study on Accounting, Taxation and Auditing*, 0(46), pp.249-275.
- Kim, Y. S., Park, P. and Wee, J. B.(2017), "Corporate Ownership/Governance and Donation," *The Korean Academic Association of Business Administration*, 30(7), pp.1159-1187.
- Kim, Y. S. and Lee, Y. S.(2011), "The Study on the Association of Corporate Sustainable Detail Index with Earnings Management," *Korea International Accounting Review*, 0(40), pp.39-62.
- Kim, Y. S. and Wee, J. B.(2020), "Defined Benefit Corporate Pension Planning and Agency Problems : Does Good Governance Improve the Funding Ratio?," *The Korean Journal of Finance Association*, 33(2), pp.201-244.
- Koh, Y. S. and Park, S. Y.(2013), "The Participation of Family Members in the Business Management and Family Firms Management," *Korean Accounting Journal*, 22(2), pp.61-109.
- Kook, C. P. and Kang, Y. S.(2011), "Corporate Social Responsibility, Corporate Governance and Firm Value," *Korean Journal of Financial Studies*, 40(5), pp.713-748.
- Kusi, B. A., Gyeke-Dako, A., Agbloyor, E. K. and Darku, A. B.(2018), "Does Corporate Governance Structures Promote Shareholders or Stakeholders Value Maximization? Evidence from African banks," *Corporate Governance: The International Journal of Business in Society*, 18(2), pp.270-288.
- Kwak, S. K. and Choi, J. H.(2009), "The Effect of Divergence between Voting Right and Cash Flow Right, Firm Size, and Firm Risk on Audit Fees," *Accounting Information Review*, 27(2), pp.33-60.
- Kwak, Y. M. and Kim, H. J.(2021), "The Impact of Labor Unions Power on the Earnings Management," *Institute of Industrial and Business Management of Kyungnam University*, 44(2), pp.375-396.
- Kwon, D. H., Choi, J. H., Shin, J. Y., and Hyun, J. H.(2012), "The Effect of Agency Problem between Controlling Shareholders and Minority Shareholders on Board and Audit Committee Characteristics," *Korean Accounting Review*, 37(1), pp.121-155.
- Lee, A. Y., Chun, S. B. and Kim, S. H.(2012), "Controlling Shareholders' Ownership Structure and Real Earnings Management," *Korean Accounting Association*, 37(1), pp.157-189.
- Lee, A. Y. and Lee, S. M.(2019), "The Comparative Study on Leading Factors of Flexible Working Hours System in Korea, U.K., and Germany," *Korean Journal of Industrial Relations*, 29

- (4), pp.39-70.
- Lee, E. H. and Yoo, J. W.(2021), "Effects of User Innovation Activities on Innovation Performance : Focusing on Three-way Interaction Effect of Manager's Shareholding and Environmental Dynamism," *Korean Corporation Management Review*, 28(2), pp.29-48.
- Lee, H. J., Jung, H. U. and Lee, K. I.(2013), "The Effect of Ownership Wedge on Effective Tax Rates," *Journal of Taxation and Accounting*, 14(1), pp.9-30.
- Lee, J. H. and Jung, H. J.(2013), "A Study on the Effect of Ownership Dispersion on Firm Value," *Industrial Innovation Research*, 29 (1), pp.71-108.
- Lee, J. H and Oh, M. J.(2015), "Overinvestment and Cost of Equity Capital under the Industry-Level Product Market Competition," *The Korean Academic Association of Business Administration*, 28(11), pp.2951-2971.
- Lee, J. K. and Lee, J. H.(2020), "Current Status and Future Directions of Research on 'Sustainable Management': Focusing on the ESG Measurement Index," *Journal of Strategic Management*, 23(2), pp.65-92.
- Lee, K. H.(2006), "Sustainability Management and Stakeholder Response Strategy," *Avivaiton Management Society of Korea*, 0(30), pp. 1-13.
- Lee, K. Y. and Kim, J. C.(2018), "Effects of Corporate Governance and Social Responsibility on Stock Returns in Korea," *The Review of Eurasian Studies*, 15(2), pp.101-120.
- Lee, M. Y., Shim, H. S. and Choi, J. H.(2012), "Board Characteristics and the Frequency of Disclosure of the Firms Belonging to Large Business Groups," *Korean Accounting Review*, 37(2), pp.279-320.
- Lee, P.M. and O'Neill, H.M.(2003), "Ownership Structures and R&D Investments of U.S. and Japanese Firms: Agency and Stewardship Perspective," *Academy of Management Journal*, 46(2), pp.212-225.
- Lee, S. C. and Yoon, J. C. and Ko, H. M.(2015), "A Study on the Corporate Governance Characteristics of Firms Voluntarily Adopting K-IFRS," *The Korean Academic Association of Business Administration*, 28(2), pp.389-413.
- Lee, Y. K.(2015), "The Effect of the Wedge between Voting Right and Cash Flow Right on Tax Avoidance," *Academic Society of Global Business Administration*, 12(3), pp.89-111.
- Lee, Y. W.(2011), "The Relation Between Corporate Governance and Accrual Quality," *Journal of Industrial Economics and Business*, 24(2), pp.729-742.
- Lim, H. J. and Choi, J. S.(2013), "Corporate Social Responsibility and Earnings Management: Does the External Business Ethics Portray Internal Ethics?," *Korean Accounting Journal*, 22(5), pp.257-309.
- Litwak, E. and Hylton, L. F.(1962), "Interorganizational Analysis: A Hypothesis on Coordinating Agencies," *Administrative Science Quarterly*, pp.395-420.
- Meyer, K. E., Estrin, S., Bhaumik, S. K. and Peng, M. W.(2009), "Institutions, Resources, and Entry Strategies in Emerging Economies," *Strategic Management Journal*, 30(1), pp. 61-80.
- Moon, E. H. and Yang, C. Y.(2010), "A Study on the Shareholder Activism of Foreign Outside Blockholders : Focus on the Strategic Moni-

- toring Hypothesis," *Journal of Industrial Economics and Business*, 23(2), 88, pp. 1001-1928.
- Nam, H. J. and Sohn, P. D.(2015), "The Relationship Between Board Structure and Firm Value of Korean Logistics Industry," *The Korean Logistics Research Association*, 25 (4), pp.51-63.
- Nam, S. M.(2003), "A Study on Ecological Stakeholder Management," *Koreanische Zeitschrift fuer Wirtschaftswissenschaften*, 21(1), pp. 81-108.
- Nunn, N.(2007), "Relationship-specificity, incomplete contracts, and the pattern of trade," *Quarterly Journal of Economics*, 122(2), pp.569-600.
- Ocasio, W. and Joseph, J.(2005), An Attention-Based Theory of Strategy Formulation: Linking Micro-and Macroperspectives in Strategy Processes, Emerald (MCB UP).
- Oliver, C.(1991), "Strategic Responses to Institutional Processes," *Academy of Management Review*, 16(1), pp.145-179.
- Ostrom, E.(1990), *Governing the Commons: The Evolution of Institutions for Collective Action*. Cambridge university press.
- Pan, Y. X., Chae, S. J. and Lee, H. Y.(2010), "The Association between Ownership Structure and Managers' Accounting Discretion in China," *Korea International Accounting Review*, 0 (30), pp.61-88.
- Park, A. Y. and Kwak, J. Y.(2014), "The Level and Change Effect of Corporate Governance on Cost Stickiness," *Korea International Accounting Review*, 0(58), pp.81-102.
- Park, B. J.(2009), "The Effects of Minority Shareholders on Earnings Management," *Journal of Industrial Economics and Business*, 22 (6), pp.3009-3033.
- Park, J. I. and Nam, H. J.(2013), "The Effect of Perceived Audit Quality of Big 4 Auditors on the Cost of Debt : Some Empirical Evidence on KOSPI and KOSDAQ Listed Firms," *Study on Accounting, Taxation and Auditing*, 55(2), pp.323-368.
- Park, J. H.(2015), "Labor Union and the Value-Relevance of Earnings," *Journal of Taxation and Accounting*, 16(5), pp.141-165.
- Park, J. H. and Kwon, D. H.(2012), "The Impact of Foreign Ownership on the Investment Efficiency," *Korean Accounting Review*, 37(3), pp.277-307.
- Park, J. I.(2003), "Corporate Governance and Earnings Management: View from the Largest Shareholder's Holding," *Korean Accounting Review*, 28(2), pp.135-172.
- Park, K. S. and Jung, C. S.(2010), "The Effect of ESOP on Firm Performance and Value," *Journal of Money and Finance*, 24(1), pp. 33-65.
- Park, S. H.(2010), "Diversification Discount and Corporate Governance," *Journal of Industrial Economics and Business*, 23(6), pp.2883-2913.
- Park, S. H.(2015), "A Behavioral Approach to Corporate Governance: A Review and Prospects for Future Research," *Journal of Strategic Management*, 18(2), pp.75-105.
- Park, S. O., Na, H. J. and Chung, H. S.(2015), "Sales Growth, Largest Shareholders and Tax Avoidance," *Korean Journal of Taxation Research*, 32(4), pp.315-340.
- Park, S. Y., Kim, S. I. and Chung, H. S.(2017), "Differentiated Incentives of Earnings Managements depending on the Types of CSR

- Activities," *The Korean Academic Association of Business Administration*, 30(4), pp.601-630.
- Peng, M. W.(2003), "Institutional Transitions and Strategic Choices," *Academy of Management Review*, 28(2), pp.275-296.
- Pérez-Carrillo, E. F.(2007), "Corporate Governance: Shareholders' Interests and Other Stakeholders' Interests," *Corporate Ownership and Control*, 4(4), pp.96-102.
- Pfeffer, J. and Leong, A.(1977), "Resource Allocations in United Funds: Examination of Power and Dependence," *Social Forces*, 55(3), pp. 775-790.
- Porter, M. E. and Kramer, M. R.(2011), "Creating Shared Value," *Harvard Business Review*, 89(4), pp.62-77.
- Provan, K. G.(1983), "The Federation as an Inter-organizational Linkage Network," *Academy of Management Review*, 8(1), pp.79-89.
- Reed, A. S.(2001), "Extension in Oregon: Educational leadership for sustainability," *Journal of Forestry*, 99(3), pp.18-21.
- Rhee, Y. P. and Choi, H. S.(2016), "The Effect of Governance and Network Diversity on Korean Social Enterprise Performance," *Koreanische Zeitschrift fuer Wirtschaftswissenschaften*, 34(3), pp.57-77.
- Rose, C. and Mejer, C.(2003), "The Danish Corporate Governance System: from Stakeholder Orientation towards Shareholder Value," *Corporate Governance: An International Review*, 11 (4), pp.335-344.
- Seo, J. I. and Choi, W. Y.(2013), "Social Tie between CEO and Audit Committee and its Effect on Earnings Management," *The Korean Association of Personnel Administration*, 37(3), pp.199-226.
- Seo, J. I. and Lee, G. H.(2017), "CEO Changes at Family Firm," *The Korean Association of Personnel Administration*, 41(1), pp.1-28.
- Seo, S. J. and Choi, J. H.(2015), "The Relationship between CSR and WACC and Firm Value focused on the KEJI individual Index," *Korea International Accounting Review*, 0(64), pp.1-26.
- Seo, Y. M.(2017), "The Effect of Control-Ownership Disparity on Tax Avoidance," *The Korean Academic Association of Business Administration*, 30(4), pp.559-578.
- Seo, Y. M., Lee, M. G. and Park, W. J.(2013), "The Effect of the Control-Ownership Disparity on Management Forecast Bias," *Korean Association of Industrial Business Administration*, 28.(4), pp.49-76.
- Shim, H. S., Lee, J. H. and Choi, J. H.(2010), "Ownership Divergence and the Frequency of Information Disclosure," *Korean Accounting Association*, 35(4), pp.39-74.
- Shin, H. D., Park, J. H. and Lee, N. R.(2016), "Korean Firms' Governance Structure and Corporate Social Responsibility Activities," *Korean Corporation Management Review*, 23(2), pp.73-91.
- Shin, M. S. and Kim, S. E.(2010), "The Effects of Ownership Structure on Capital Structure of Firms," *The Korean Journal of Financial Engineering*, 9(3), pp.89-122.
- Shin, M. S. and Kim, S. E.(2010), "The Relations between Ownership Structure and Stock Repurchase of Firms," *The Korean Academic Association of Business Administration*, 23 (2), pp.649-674.
- Shin, M. S. and Kim, S. E.(2010), "Ownership

- Concentration and Payment Policy of Firms," *Journal of Industrial Economics and Business*, 23(3), pp.1349-1377.
- Shin, M. S., Kim, S. E. and Kim, J. H.(2010), "Ownership Structure and Earnings Management of Kosdaq Firms," *The Korean Journal of Financial Engineering*, 9(1), pp.47-77.
- Shin, S., Lee, J. and Bansal, P.(2022), "From a Shareholder to Stakeholder Orientation: Evidence from the Analyses of CEO Dismissal in Large US Firms," *Strategic Management Journal*, 43(7), pp.1233-1257.
- Sohn, S. K., Kim, T. D. and Shin, I. H.(2016), "Labor Unions and Analysts' Earnings Forecasts," *Korean Accounting Journal*, 25(5), pp.1-32.
- Song, J. H. and Ahn, H. B.(2007), "The Study on the Relation between Ownership Structure and R&D Innovation Activities," *Journal of Industrial Economics and Business*, 20(3), pp.1187-1206.
- Sonu, H. J., Choi, J. H. and Lee, B. H.(2010), "The Effect of the Wedge between Voting Right and Cash Flow Right on Error in Analysts' Earnings Forecasts," *Korean Accounting Review*, 35(2), pp.1-34.
- Stead, J. G., and Stead, W. E.(2014), "Building Spiritual Capabilities to Sustain Sustainability-Based Competitive Advantages," *Journal of Management, Spirituality and Religion*, 11(2), pp.143-158.
- Strange, T., and Bayley, A.(2008), *Sustainable Development: Linking Economy, Society, Environment*, OECD Publications(2), Paris, FRANCE.
- Vogel D.(2006), *The Market for Virtue: The Potential and Limits of Corporate Social Responsibility*. Brookings Institution Press: Washington, DC.
- Yeo, Y. H.(2012), "A Study on the Stakeholder Attributes of Local Public Entrepreneurs in Korea and Japan," *Korean Public Administration Review*, 46(1), pp.181-205.
- Yi, S. H.(2007), "Shareholder Rights and the Role of Large Creditors in Corporate Governance," *The Korean Academic Association of Business Administration*, 20(5), pp.2157-2186.
- Yoo, J. W. and Lee, E. H.(2021), "Corporate Governance Researches on Stakeholder Capitalism Perspectives: Review and Future Direction," *Journal of Strategic Management*, 24(3), pp.61-95.
- Yoon, S. M. and Lee, K. Y.(2012), "Tax Planning of Not-For-Profit Organizations - Minimization of Tax Burden through Cost-Shifting -," *Korean Journal of Taxation Research*, 29(4), pp.225-255.
- Yoon, S. M. and Lee, M. J.(2005), "The Effect of Separation of Ownership and Control on Valuation in the Stock Market," *Korean Association for Political Economy*, 0(25), pp.221-259.
- Yoshikawa, T. and McGuire, J.(2008), "Change and Continuity in Japanese Corporate Governance," *Asia Pacific Journal of Management*, 25(1), pp.5-24.
- Young, M.N., Peng, M.W., Ahlstrom, D., Bruton, G.D., and Jiang, Y.(2008), "Corporate Governance in Emerging Economies: A Review of the Principal-Principal Perspective," *Journal of Management Studies*, 45(1), pp.196-220.
- Westphal, J. D. and Zajac, E. J.(1998), "The Symbolic Management of Stockholders: Corporate Governance Reforms and Shareholder Reactions," *Administrative Science Quarterly*,

- 43(1), pp.127-153.
- Zott, C. and Huy, Q. N. (2007), "How Entrepreneurs Use Symbolic Management to Acquire Re-sources," *Administrative Science Quarterly*, 52(1), pp.70-105.

-
- The author Eun-hwa Lee is currently serving as an adjunct professor at Konkuk University Business School. She received her Ph.D. in International Business/Strategic Management from Konkuk University. She has worked as an audit professional of 15 years in the securities industry and is currently working as an auditor for the regional education foundation. Major research areas are included corporate governance, innovation strategy, and ESG.
 - The author Jaewook Yoo is a professor of strategic management at the College of Business Administration, Konkuk University, Seoul, Korea. He received his Ph.D. from Washington State University. His past works were published in academic journals including *Journal of Management Studies*, *Long Range Planning* and *Journal of Management and Organization*. His research interests include competitive dynamic, corporate governance, top management team, innovation, and sustainable management.
 - The author Jay Hyuk Rhee is a professor at Korea University Business School, and he received his Ph.D. from Ohio State University. At Korea University, he is a member of ESG Committee, and director of ESG Research Center. He serves as a co-chairperson of the International ESG Association, and the chairman of ESG management committee of the Korea Teachers' Pension. His research interest includes ESG, CSR, SDG, management strategies and global strategies.
 - The author Hyung-Deok Shin is a professor of strategic management at Hongik University. He received his Ph.D. from the Ohio State University and master's and bachelor's degree from Seoul National University. His current research focuses on strategic management, international business, entrepreneurship, and arts and cultural management.
 - The author Joohee Han is an assistant professor at Gachon University Business School, and she received her Ph.D. from Ewha Womans University. Her past works were published in academic journals from diverse backgrounds including *Journal of Strategic Management*, *Korea Journal of Business Ethics*, and *Journal of Information Technology Applications and Management* and she serves as a vice-chairman of contracting out management committee of Gyeonggi-do Provincial Office. Her research interests include corporate governance, top management team, strategic change, and sustainable management.