ISSN 2288-2952

CGS Report는 지배구조, 사회, 환경 이슈를 전문적으로 다루는 한국기업지배구조원의 정기간행물입니다.

CGS Report

제8권 2호 | 통권 제101호 | 2018. 2.

ESG 동향

2017년 상장회사 유상증자 추진 현황

일본과 대만의 주주총회 분산을 위한 제도 현황

Global News

ESG·비재무 정보 공시, 대화 가이드에 대한 日 연구회 논의사항

2018 Glass Lewis 정책 가이드라인 개정 사항

오피니언

감사위원회의 독립성이 회계정보의 투명성에 미치는 영향

CGS Corporate Governance Service
한국기업지배구조원

CGS Report

제8권 2호 | 2018. 2.

ESG 동향

- 2017년 상장회사 유상증자 추진 현황 2
- 일본과 대만의 주주총회 분산을 위한 제도 현황 8

Global News

- ESG·비재무 정보 공시, 대화 가이드에 대한 日 연구회 논의사항 13
- 2018 Glass Lewis 정책 가이드라인 개정 사항 14

오피니언

- 감사위원회의 독립성이 회계정보의 투명성에 미치는 영향 16

2017년 상장회사 유상증자 추진 현황

정 일 묵 연구원 (mook@cgs.or.kr)

▶2017년 코스피 및 코스닥 상장회사의 유상증자 현황을 조사함

▶코스닥 상장회사의 유상증자 사례가 전체 대비 약 75%를 차지함

▶예외적으로 발행가액을 할증한 사례가 확인되며, 해당 유상증자에는 기업의 재무건전성 개선을 위해 최대주주 및 특수관계인이 자금 지원을 목적으로 참여함

▶주주배정을 제외한 유상증자는 기존주주의 지분 및 의결권의 희석을 발생시키므로 주의가 필요하며, 조사결과 기존 주주의 지분 희석율이 60%를 초과하는 사례가 7건 확인됨

조사의 필요성

□ 유상증자는 회사의 핵심적인 자본조달수단이지만 그 실시과정에서 지분가치 희석 등을 통해 기존주주의 권익을 훼손할 우려가 존재함

○ 연구결과에 따르면 유상증자 시 경영자가 사적이익을 추구하여 여타 주주 및 이해관계자에게 부정적 영향을 미칠 수 있으며, 지배구조가 양호한 회사일수록 이를 방지하는 기능이 잘 작동함[1)]

○ 따라서 지난 한해 국내 상장기업들의 유상증자 현황을 확인하는 것은 지배구조 측면에서 의미가 있을 것으로 판단됨

○ 다만 본 고는 회사의 지배구조 수준이 유상증자에 미치는 영향에 대한 분석은 실시하지 않으며, 유상증자 추진 현황에 대한 개괄 및 지분 희석율, 할인율 등 회사의 소유구조 관점에서 기존 주주의 권익에 영향을 미칠만한 사안들을 간단히 살펴봄

유상증자 추진 현황

□ 2017년 기준 국내 상장회사 264사에서 407건의 유상증자를 추진함[2)]

○ 총 407건 중 약 77.9%에 해당하는 317건을 코스닥 상장회사에서 추진하였으며, 회사 기준

1) 오현민, 전홍주, 2016, 기업지배구조가 유상증자와 이익투명성에 미치는 영향, 「국제회계연구」, 제69집, 211쪽
2) 회사가 공시한 '주요사항보고서(유상증자결정)'을 기준으로 조사하였으며, 실제 발행 내역과 차이가 발생할 수 있음

코스닥 상장회사 비중은 약 75.7%(200건)임

〈표 1〉 2017년 상장회사 유상증자 현황

	KOSPI	KOSDAQ	합계
유상증자 건수 (건)	90	317	407
회사 수 (社)	64	200	264

출처: 주요사항보고서(유상증자결정)

□ 증자 방식별로 적용된 할인율의 경우, 주주배정 및 주주우선공모 방식에 평균적으로 높은 할인율이 적용된 것으로 확인됨(〈표 2〉 참조)

○ 주주배정 및 주주우선공모 유상증자 시 적용된 할인율의 평균은 각각 23.3%로서 전체 평균 10.4% 대비 2배를 초과하며, 이는 증자 방식 별 적용되는 할인율 상한 규정과 신주배정 대상이 영향을 미친 것으로 판단됨

- 증권의 발행 및 공시에 관한 규정 제5-15조의 2에 따른 할인율 상한은 주주배정방식 40%, 일반공모 30%, 제3자배정 10%로서 제3자배정의 평균 할인율은 해당 규정의 적용에 따라 10% 이하로 나타남
- 일반공모의 평균 할인율은 13%로 주주배정 방식 대비 10%이상 낮은 것으로 확인됨

○ 할인율이 높을수록 기존주주의 권익이 훼손될 가능성이 높다는 점을 고려하면, 기존주주 포함 불특정 다수가 신주배정에 참여할 수 있는 일반공모의 할인율이 평균적으로 낮게 결정되는 것은 바람직한 현상인 것으로 판단됨

□ 예외적으로 발행가액을 할증한 사례가 3회 확인됨(〈표 3〉 참조)

○ 발행가액의 할증은 증자 참여자의 입장에서 볼 때 증자시점에서 거래되는 주가보다 높은 가격에 주식을 매입하는 것이므로 매우 이례적인 상황에 해당함

○ 발행가액 할증율은 각각 0.17%, 31.5%, 11%이며, 사실상 할증이 이루어지지 않은 것으로 판단되는 A사를 제외한 B사와 C사는 2016년 사업보고서 기준 부채비율과 유동부채비율이 100%를 초과하는 등 재무건전성 측면에서 우려되는 상황임

○ 배정대상은 최대주주 또는 회사의 대표이사가 최다출자한 투자조합 등으로서 회사와 직접적 이해관계에 있는 개인 또는 법인에 해당함

○ 요컨대, 발행가액의 할증 사례는 기업의 재무건전성이 악화된 상황에서 최대주주 및 특수관계인이 자금 지원 측면에서 증자에 참여한 경우로 해석할 수 있음

〈표 2〉 증자 방식별 적용할인율 분포

할인율		일반공모	주주배정	주주우선 공모	제3자 배정	합계
평균할인율(%)		13.0	23.3	23.3	7.2	10.4
할인율 분포 (건)	미적용	10	1	0	74	85
	10% 이하	7	1	2	231	241
	10% ~ 20% 이하	3	21	1	0	25
	20% ~ 30% 이하	9	38	6	0	53
	할증	0	0	0	3	3
	합계	29	61	9	308	407

* 주주배정: 주주배정, 주주배정 후 실권주 일반공모

출처: 주요사항보고서(유상증자결정)

〈표 3〉 발행가액 할증회사의 주요 재무지표(FY2016) 등

구분	할증율	배정대상	자금조달 목적	부채비율	유동부채 비율	이익잉여금 (백만원)
A사	0.17%	최대주주(예정)	운영자금	7.27%	4.7%	24,576
B사	31.5%	투자조합	운영자금	116.48%	105.7%	-20,736
C사	11%	최대주주	운영자금	269.1%	171.4%	-13,367

* B사의 배정 대상인 투자조합의 경우 조합의 최대출자자인 대표조합원이 당사의 대표이사

출처: TS2000 및 주요사항보고서(유상증자결정)

유상증자에 따른 기존주주의 지분 희석 검토

□ 주주배정 증자방식을 제외한 나머지 유상증자 방법은 보통주식 및 전환주식[3] 증자 시 기존 주주의 지분을 희석하게 됨

○ 회사는 유상증자를 통한 경영상 목적 달성과 지분율의 과도한 희석에 따른 기존 주주의 재산권 훼손 우려를 적절히 조율할 필요가 있음

○ 분석결과 전체 평균 지분 희석율은 14.2%이고 전체 대비 약 83.4%(288건)가 지분 희석율이 20%이하로 나타났으며, 40%이하의 지분 희석율 사례의 비율은 약 94.5%(326건)까지 높아짐 (〈표 4〉 참조)

○ 지분의 희석에 따른 주주권익 훼손 가능성에는 현재 회사의 재무건전성, 자금소요, 배정방식, 배정대상 등 다양한 요인이 영향을 미치므로 희석율 수치만으로 주주권익 훼손 수준을 판단해서는 안될 것이나, 희석율이 과다한 경우, 예를 들어 희석율이 60%를 초과하는 경우 기존 주주의 지분율이 절반 이하로 축소되므로 보다 주의가 필요할 것으로 사료됨

□ 조사결과 2017년에는 희석율이 60%를 초과하는 유상증자 사례는 총 7회이며, 일반공모 2회

3) 보통주식 및 의결권을 보유한 종류주식으로 전환되는 주식 한정

및 제3자배정 5회로 확인됨(〈표 4〉, 〈표 5〉 참조)

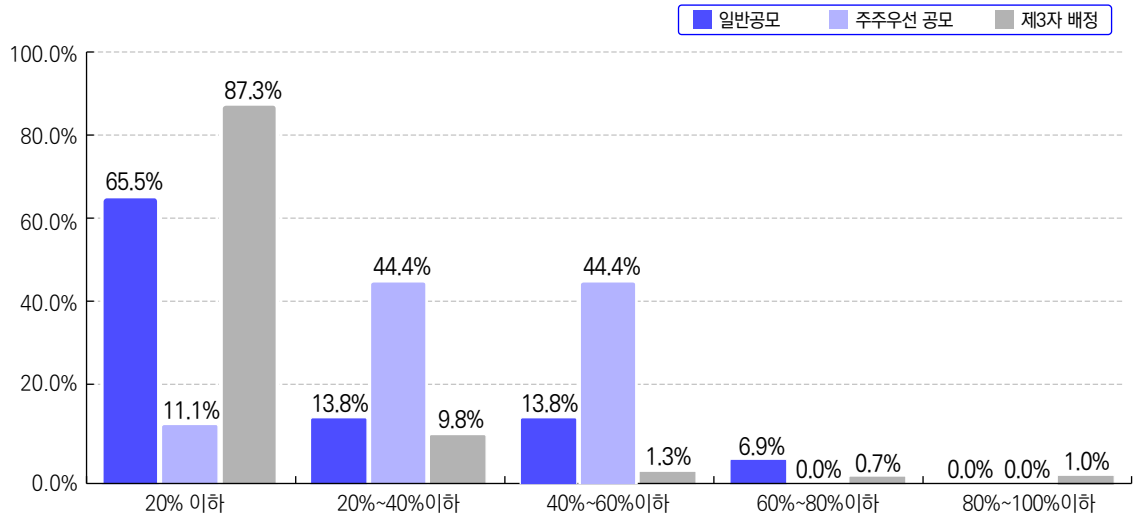
○ 사례 중 회생계획에 따른 채권단의 출자 전환은 회사의 존속을 위해 필수적인 절차이므로 기존주주 지분율의 과도한 희석이 일정 수준 용인될 것으로 판단됨

○ 그러나 연구개발 자금 확보를 위해 재무적 투자자를 대상으로 제3자배정 유상증자를 실시한 C사와 같은 사례는 논의가 필요함

- 회사가 연구개발에 적극적으로 투자하기 위해 자금을 조달하는 것은 기업가치 제고를 위해 노력하는 것이므로 주주 권익 측면에서도 바람직할 것임
- 다만 본 사례와 같이 기존주주의 지분율이 기존 대비 30% 수준으로 축소되는 심각한 희석이 발생하는 경우, 회사는 제3자배정 유상증자 이외에 기존 주주의 지분가치를 보호할 수 있는 대체 자금조달수단에 대한 고려가 필요함
- 특히 유상증자는 이사회 결의를 통해 실시하므로 주주가 개인의 지분가치를 보호하기 위해 해당 과정에 참여할 방법이 매우 제한적이기 때문에 회사는 더욱 주주가치 보호를 위해 노력할 필요가 있음

〈표 4〉 증자 방식 별 기존 주주의 지분 희석율 분포

희석율	일반공모	주주우선 공모	제3자 배정	합계
20%이하	19	1	268	288
20% ~ 40%이하	4	4	30	38
40% ~ 60%이하	4	4	4	12
60% ~ 80%이하	2	0	2	4
80% ~ 100%이하	0	0	3	3
합계	29	9	307	345



* 상환주식 제외

** 주주배정 유상증자 및 주주배정 후 실권주공모 방식은 제외함

출처: 주요사항보고서(유상증자결정)

〈표 5〉 희석율 60% 초과 사례

구분	희석율	증자방식	배정대상	조달목적
A사	95.16%	제3자배정	채권자	출자전환
B사	73.50%	제3자배정	채권자	출자전환
C사	64.69%	제3자배정	재무적투자자	연구개발 자금확보
D사	67.19%	일반공모	-	타법인 증권 취득 (지주회사 요건 충족)
E사	98.73%	제3자배정	채권자	출자전환
F사	97.50%	제3자배정	M&A인수자	M&A를 통한 재무구조 개선
G사	60.33%	일반공모	-	타법인 증권 취득

출처: 주요사항보고서(유상증자결정)

□ 지분 희석율이 50%를 기준으로 유상증자 기업의 이사회규모, 사외이사 수, 사외이사비율을 비교분석한 결과, 이사회 규모와 사외이사 수는 유의적인 차이가 있는 것으로 나타남(각각 유의수준 10%, 5%)

○ 이는 지분 희석율이 과도하게 높은 유상증자를 실시하는 기업(지분 희석율 50% 초과)은 지분 희석율이 낮은 유상증자 실시기업에 비해 이사회 규모가 상대적으로 작고 이사회 규모에 비례하여 사외이사 수가 적어 사외이사비율은 유의한 차이를 보이지 않은 것으로 판단됨

〈표 6〉 지분 희석율에 따른 이사회 규모, 사외이사 수, 사외이사 비율 비교

지분 희석율 구분	기업 수	이사회 규모	사외이사 수	사외이사비율
50%이하	396	5.9	1.9	30.9%
50%초과	11	4.7	1.3	26.2%

결론 및 시사점

□ 지분 희석율 측면에서 기존 주주의 권익을 훼손할만한 수준의 유상증자 사례가 차지하는 비중은 높지 않은 것으로 판단됨

○ 2017년 전체 유상증자 사례 중 지분 희석율이 20%이하인 사례[4]가 차지하는 비중은 83.5%(288건)로 확인됨

○ 기존주주의 의결권을 희석시킬 수 있는 일반공모 유상증자의 평균 할인율이 주주배정 유상증자의 평균 할인율에 비해 낮게 나타난 점 또한 주주권익 보호 측면에서 긍정적인 현상으로 판단됨

4) 한국상장회사협의회의 상장회사 표준정관은 제3자 발행 시 발행주식 총수의 20%내외로 발행할 것을 권고하고 있으므로 이를 기준으로 판단함

□ 유상증자시 발행가액 할인율 결정 사유에 대한 구체적 공시가 필요하다고 판단됨

○ 유상증자 시 할인율 상한은 관련규정에서 정하고 있으나 할인율 결정의 근거에 대한 공시 의무는 없는 관계로, 해당 회사들은 발행가액에 적용된 할인율 수치만 공시하고 결정 근거 또는 사유는 공시하지 않음

○ 발행가액 할인율은 경우에 따라 기존 주주와 새로운 주주 간 불평등을 발생시키고 주주가치를 훼손할 수 있으므로 결정 사유 및 근거를 공시하도록 하는 게 바람직함

일본과 대만의 주주총회 분산을 위한 제도 현황

김 소 연 연구원 (kimso636@cgs.or.kr)

▶주주들의 주주총회 참석 및 의결권 행사를 어렵게 하는 국내 주주총회 개최 집중 문제 해결과 섀도우 보팅 폐지에 따른 주총 의결 불성립 등에 대한 대책으로 주주총회 분산 개최를 고려해 볼 수 있음

▶일본의 경우, 주주총회 개최 집중 문제를 해결하기 위한 방안으로 개최일에 대해 설명의무를 부과하는 자율적인 방안을 도입하고 있으며, 대만의 경우 직접적으로 주주총회 개최 가능 기업수를 제한하는 쿼터제 방식을 택하고 있음

▶최근 금융당국은 주주총회 분산 개최를 유도하기 위한 자율 방안을 도입했으며 향후 상장기업의 자율적인 주주총회 분산 개최 효과가 기대됨

배경

□ 2017년 국내 상장기업의 주주총회 개최 현황을 살펴본 결과, 국내 상장기업의 주주총회는 여전히 특정일에 집중 개최돼 주주들의 주주총회 참석 및 의결권 행사가 어려움

○ 2017년 기준, 3월 넷째주 금요일은 슈퍼 주총데이로 12월 결산 상장법인 2,070사 중 924사(45%)가 정기 주주총회를 개최함[5)]

□ 2013년 자본시장법 개정 이후, 한시적으로 유지된 섀도우 보팅(shadow voting)제도는 논란 끝에 2017년 12월 31일을 기점으로 폐지되면서 의결정족수 미달로 인해 주주총회에서 재무제표 승인 및 감사 선임과 같은 의안이 통과되지 못하는 문제가 발생할 가능성이 있음

○ 2015년 1월 1일자 섀도우 보팅 제도 폐지가 예정되어 있었으나, 제도 변경 초기 의결정족수 미충족 등의 이유로 주주총회 성립이 어려워질 수 있다는 상장법인의 의견이 제기됨에 따라 3년간 한시적으로 유예함

- 2014년 자본시장법 개정을 통해 상장법인이 전자투표 허용 및 의결권 대리행사의 권유를 실시한 경우에 한해 "감사(위원) 선·해임" 및 "금융위원회 고시 기준에 해당하는 법인의 안건"에 대해서만 섀도우 보팅을 적용할 수 있도록 허용함(2014.12.30.)[6)]

5) 한국예탁결제원 보도자료, 2017.3.17., "3월 넷째주(3/20~3/24) 12월 결산 상장법인 정기주총 현황"
6) 자본시장과 금융투자업에 관한 법률 부칙 〈제11845호, 2013.5.28.〉 제18조

□ 이에 주주들의 원활한 의결권 행사 및 주주총회 참석을 돕고, 섀도우 보팅 폐지에 따른 문제를 해결하기 위한 방안으로 주주총회 분산 개최와 관련된 해외 사례를 소개하고자 함

○ 최근 금융당국은 주주총회 활성화를 위해 자율분산 프로그램 및 주주총회 집중일 개최시 거래소에 신고하도록 의무를 부과하는 방안을 발표함[7]. 이에 금융당국은 제도의 원만한 정착을 위해 해외 사례를 참고할 수 있을 것으로 기대됨

일본의 주주총회 분산 개최 관련 제도

□ 한국과 더불어 일본 상장기업의 주주총회 개최일 집중은 매우 심각한 문제 중 하나임

○ 일본의 경우, 3월 결산 상장법인은 매년 6월 마지막 영업일 전날에 가장 집중되며, 해당일이 월요일인 경우 전주 금요일에 주주총회가 집중 개최됨

○ 2017년 기준, 일본 상장기업 2,348사 중 696사(29.6%)가 6월 29일에, 421사(17.9%)가 6월 28일에 주주총회를 개최함[8]

□ 일본은 이러한 문제를 해결하기 위한 하나의 방안으로 상장법인이 주주총회 개최 집중일에 주주총회를 개최하고자 하는 경우에는 해당 날짜를 선택한 사유를 자율적으로 설명하도록 하고 있음

○ 일본 회사법 제298조 및 회사법 시행규칙 제63조에 따르면, 공개 회사(Public Company)인 상장기업이 타 회사의 주주총회가 현저히 많은 날에 정기주주총회를 개최할 경우 해당 일을 택한 사유에 대해 이사회 결의가 필요함[9]

□ 또한 일본 유가증권 상장규정에 따르면, 일본 상장기업의 증권 발행자는 주주총회에서 의결권 행사를 용이하게 하기 위한 개선체계로서 시행규칙(Enforcement Rules)에서 정하고 있는 사항들을 이행하기 위해 노력해야함[10]

○ 일본 유가증권 상장규정 시행규칙은 회사는 타 상장회사가 현저하게 많이 주주총회를 개최하는 날과 동일한 날에 주주총회를 개최하지 않기 위해 노력해야한다고 명시하고 있음[11]

7) 금융위원회 보도자료, 2018.2.1., "상장회사 주주총회 활성화 방안 마련"
8) Japan Exchange Group, 2017.6.9., "Statistics on Dates of Annual General Shareholders Meetings for Companies whose Fiscal Years Ended in March 2017"
9) The Companies Act of Japan, Article 298; Ordinance for Enforcement of the Companies Act of Japan, Article 63
10) Japan Exchange Group, Securities Listing Regulations, 2016.11.4, Rule 446
11) Japan Exchange Group, Enforcement Rules for Securities Listing Regulations, 2016.6.3, Rule 437

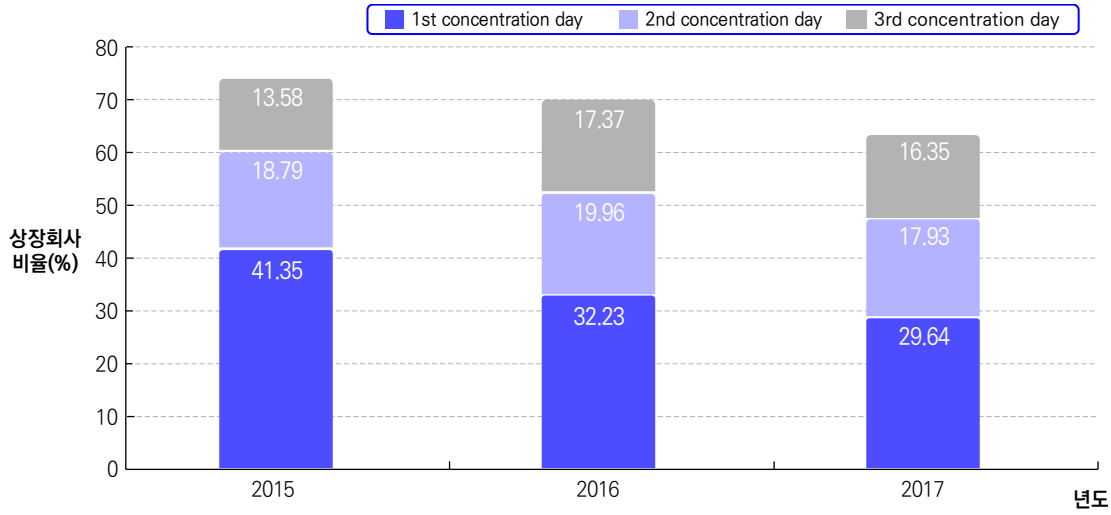
□ 최근 3년간 일본 상장 회사의 주주총회 개최 집중도는 점차 낮아지고 있는 추세를 보이고 있으며 2018년에도 계속해서 낮아질 것으로 기대됨 (〈표 1〉 참조)

〈표 1〉 최근 3개년 간 일본 상장회사 주주총회 개최 집중 현황

	2015년	2016년	2017년
전체 상장회사 수	2,363	2,355	2,348
집중도가 가장 높은 날 개최회사 수 (비율)	977 (41.35%)	759 (32.23%)	696 (29.64%)
2번째로 집중도가 높은 날 개최회사 수 (비율)	444 (18.79%)	470 (19.96%)	421 (17.93%)
3번째로 집중도가 높은 날 개최회사 수 (비율)	321 (13.58%)	409 (17.37%)	384 (16.35%)
합계 (비율)	1,742 (73.72%)	1,638 (69.56%)	1,501 (63.92%)

*출처: Japan Exchange Group

[그림 1] 최근 3개년 간 일본 상장회사 주주총회 개최 집중도 변화



*출처: Japan Exchange Group

대만의 주주총회 분산 개최 관련 제도

□ 대만은 아시아 내 일본, 한국과 함께 주주총회 집중 문제가 심각한 국가 중 하나임. 이에 대만 금융감독위원회(Financial Supervisory Commission, 이하 FSC)는 「Corporate Governance Roadmap 2013」을 통해 주주총회 집중 문제를 개선할 필요성을 언급함

○ FSC는 주주총회 집중 문제를 개선하기 위한 방안으로 대만거래소(Taiwan Stock Exchange Corporation, 이하 TWSE)에 동일한 날에 주총을 개최할 수 있는 상장회사 수 제한(주주총회 개최 쿼터)을 낮추는 것에 대해 검토를 요청할 수 있다고 명시함[12)]

12) FSC, 2013, "Corporate Governance Roadmap 2013"

□ 이에 대만 자본시장의 지배구조를 개선하고 전자투표제 도입을 활성화하여 국내외 투자자의 주주권 행사를 돕기 위한 대안 중 하나로 주주총회 개최 쿼터제를 도입해 주주총회 분산 개최를 유도함

○ 대만 금융당국은 특정일에 주주총회 개최가 집중되는 현상을 막기 위해 사전에 주주총회 개최 희망 날짜를 받고 있으며, 주주총회 개최 희망일이 특정 일자에 과도하게 몰릴 경우 동일한 날짜에 주주총회 개최 가능 기업을 최대 100사로 제한하고 있음[13)]

- 2010년, FSC는 대만 상장기업 중 최대 200개사까지 특정일에 주주총회를 개최할 수 있도록 제한을 둠. 이후 2012년 최대 120개사로 제한을 강화함.[14)] 2015년에는 최대 100개사로 변경했으며 지금까지 유지되고 있음

□ 단, 대만 중앙예탁기관(Taiwan Depository and Clearing Corp, TDCC)은 자발적으로 전자투표를 도입한 기업 또는 전년도 발행주식의 50%이상에 대해 전자투표가 행해지고 있으며 이사 후보추천 과정을 갖추고 있는 기업에 대해 상기 규정의 적용 대상에서 제외하고 있음 [15)]

□ 「Corporate Governance Roadmap 2013」를 발표한 이후, 6월 이전 주주총회를 개최하는 기업이 지속적으로 증가하고 있는 추세를 보이고 있음 (〈표 2〉 참조)

〈표 2〉 대만 상장기업 주주총회 개최 현황

	2014	2015	2016	2017
6월 전에 정기주총을 개최한 기업 수	43	62	88	91
전년 대비 증가율	-	44%	42%	3%

*출처: TWSE, http://www.twse.com.tw/en/news/newsDetail/F1CC094D44354DB4B2845E2E7A215239

결론 및 시사점

□ 국내 금융당국은 주주총회 집중 문제 해결 및 섀도우 보팅 폐지에 대한 대안으로 일본 및 대만의 사례를 참고할 수 있음

○ 주주총회 개최일을 분산함으로써 국내외 투자자의 주주총회 참여율을 높이고 주주총회 활성화를 기대할 수 있음. 또한 주주의 주주총회 참석을 용이하게 해 주총 결의 불성립 사태를 방지하는 데 도움이 될 것으로 기대됨

13) TWSE, 2015.1.27., "Taiwan Stock Exchange backs adoption of E-voting"
14) Jen-Chang Liu, Mark Yeats, Tony Lam, 2015, Cross-Strait Banking and Finance, "The Clustering of Shareholders' Meeting Dates in Taiwanese Stock Markets", p.124
15) Julie Wang, 2016.11.18, "E-voting:A Success in Taiwan", 「기업지배구조 개선을 위한 새로운 접근- 그 과제와 전망」, 한국거래소, p.17

□ 최근 금융당국은 주주총회 집중 문제를 해소하기 위한 해법으로 상장사가 주주총회 집중일에 주주총회를 개최하고자 하는 경우 주주총회 소집 공고문 제출시 해당 일을 선정한 사유에 대해 반드시 기재하도록 하는 방침을 공개함. 또한 주총 분산 자율 준수 프로그램 실시를 통해 상장사의 자율적인 주주총회 개최 분산을 유도하고자 함

○ 이는 대만식 직접적인 규제가 아닌 일본식 자율적 규제와 비슷하며 추후 국내 상장기업의 자율적인 주주총회 개최 분산을 유도하여 주주들의 참여를 활성화할 것으로 기대됨. 또한 기관투자자의 스튜어드십 코드 확산에도 기여할 것으로 보임

□ 추후 주주총회 개최 분산과 함께 주주들의 주주총회 참여를 활성화하기 위한 방안으로 전자투표 시행 활성화 및 주주총회 진행 방해와 금품 요구 등을 목적으로 하는 위법 행위를 근절하기 위한 방안 등을 추가적으로 마련할 필요가 있음

○ 지난 2017년 12월 말, 전자투표 활성화 및 주주의 의결권 행사 편의를 제고하기 위해 도입된 모바일 전자투표 서비스를 통해 주주들의 의결권 행사가 활성화 될 것으로 기대됨

Global News

1. ESG·비재무 정보 공시, 대화 가이드에 대한 日 연구회 논의사항

□ 일본 경제산업성은 지속적인 성장을 위한 장기투자(ESG·무형자산투자) 연구회를 통해 "가치창조를 위한 통합적 공시·대화 지침 -ESG·비재무정보와 무형자산투자- (가치창조가이던스)(안)(이하 지침)"를 공개하였으며, 연구회를 지속 개최하여 이를 발전시키고 있음

○ 이 연구회는 2016.8.24. 처음 개최한 후로, 2017.10.13. 10차에 걸쳐 개최됨

○ 2016.5.25. 제9차 연구회에서 동 지침(안)을 공개하였으며, 2017.10.13. 제10차 연구회에서 이 지침 및 지침을 포함한 연구회 보고서(안)에 대해 논의

- 이 지침은 6가지의 프레임(가치관, 비즈니스모델, 지속가능성 및 성장성, 전략, 성과 및 중요 성과지표, 지배구조)로 이루어져 있음
- 지침은 이러한 프레임에 의해 기업이 어떤 ESG 정보를 공개해야 할지, 투자자와 어떻게 대화해야 할지에 대해 설명함[16)]

○ 이 지침은 ESG·비재무정보에 대한 기업의 공시·대화 가이드로, 지침에 대한 논의는 향후 스튜어드십코드 및 ESG 활성과 더불어 참고할 수 있을 것임

□ 2017.10.13. 제10차 연구회에서 논의된 지침에 대한 내용은 다음과 같음[17)]

○ 현재까지의 활용에 대한 주요 논의

- 지침에 대한 기업의 관점은 매우 다양하지만, 사장 등 기업의 고위층만 대외적으로 언급되는 것으로 보임
- 기업에서 비재무정보 공개의 필요성을 이해하지 못할 경우 지침을 제시하여 교육이 가능하며, 애널리스트 및 IR강연회 등에서 활용 가능함
- 투자자가 기업에 어떤 정보를 기대하고 있는지 통합보고서 작성 담당자에게 인식시켜줄 수 있음

○ 향후 전개방향에 대한 주요 논의

- 2017년은 일본의 "ESG 원년"으로, 앞으로 점점 활성화될 것이며, 비재무정보의 공시·대화에 대한 이 지침이 기업에는 "ESG 경영을 위한 지침서"가 될 수 있음
- 기업과의 대화는 투자자뿐만 아니라 근로자, 소비자 등 기타 이해관계자에게도 중요하며, 이러한 점의 논의가 추가로 필요함
- 기업 성과에 있어서 ESG요소의 중시 등의 패러다임 변화에 대해 기업 고위층의 이해도는 높지만 직원의 이해도는 낮아, 지침을 통해 ESG와 지속가능성장에 관한 의식을 높여야 함
- 자산 소유자는 ESG에 대한 가치판단이 요구되며, 자산운용사, 정보 중개자(신용평가사 등) 등은 ESG 중심의 운용성과 어필 등 ESG에 대한 관심이 필요함

16) 지침의 주요 내용은 한국기업지배구조원, 2017, "日 경제산업성, "통합적 공개, 대화 지침 -ESG, 비재무정보 공개와 무형자산투자 촉진-" 발표", 「CGS Report」 7권 8호, 22p 참조

17) 経済産業省, 2017, 「第 10 回 持続的成長に向けた長期投資 (ESG·無形資産投資) 研究会 議事概要」, http://www.meti.go.jp/committee/kenkyukai/sansei/jizokuteki_esg/pdf/010_giji.pdf

2. 2018 Glass Lewis 정책 가이드라인 개정 사항

□ 2017년 11월 초, Glass Lewis[18]는 2018 미국·캐나다 기업 정책 가이드라인(policy guidelines) 및 이에 따른 주주 이니셔티브 계획에 대한 세부지침(guidelines on shareholder initiatives)을 개정하여 공표함[19]

○ 본 개정은 기존 정책을 명확히 하는 한편 이사회 성별 다양성·차등의결권 제도·현장주주총회 대체형 전자주주총회(virtual-only meetings)에 관한 주요한 정책 변화를 담고 있음

○ 주요개정 사항은 다음의 표와 같음 (〈표 1〉 참조)

〈표 1〉 2018 Glass Lewis 정책 가이드라인 주요 개정 사항

정책	개정 내용
Say-on-Pay 및 이사 선임에 대한 이사회의 대응성	- 이사회가 적절한 반응을 보여야 할 주요 안건으로 판단하는 주주반대율 기준을 기존 25%에서 20%로 하향 조정함 - Glass Lewis는 Say-on-Pay와 같은 특정 안건에 대한 유의미한 주주 반대율에 대해 ISS보다 엄격한 기준을 적용해 왔는데, 본 기준 조정에 따라 기업 입장에서는 주주반대율에 대한 대응성 관련 추가적인 검토를 피하기 위해 필수적으로 충족해야 할 사항들이 증가하게 됨
이사회 성별 다양성	- 이사회의 성별 다양성에 대한 내용을 추가하였으나, 해당 내용은 2019년도 의결권 자문부터 반영될 예정임 - 이사회에 여성 이사가 없는 경우 임원후보추천위원회의 위원장 및 위원 선출 안건에 대해 반대권고 함 - 이사회 내 여성이사가 없거나 이사회의 다양성 부족과 관련한 계획을 밝히지 않는 경우 합리적인 설명이 불충분할 시 반대권고 할 예정임 - 단, 본 내용은 Russell 3000 Index에 포함되지 않는 소규모 기업들에 대해서는 적용하지 않을 수 있음
차등의결권 제도	- 기업지배구조 평가 시 IPO나 기업분할이 일어난 해부터 차등의결권 제도 도입유무를 고려하기로 함에 따라 차등의결권을 활용하여 IPO나 기업분할을 하는 기업들이 직접적인 영향을 받게 될 것으로 보임 - 차등의결권 제도를 없애는 자본재편 안건에 대해서는 찬성권고하며, 새로운 종류주식을 도입하는 안건에 대해서는 반대권고 할 예정임 - 2018년에 상장하는 기업들에 대해서는 신규상장회사 지배구조 평가에 반영되는 기존 주주권 제한 관련 항목에 더하여 차등의결권 제도 도입 여부를 추가로 고려할 예정이며, 이러한 새로운 분석은 기업인수 방어조항을 채택하거나 공개시장에 최초 상장 시 주주권을 일부 제한하는 이사회에 대해 조치를 취할 것을 권고하는 기존 정책들에 고려사항이 추가되는 것임

18) 미국의 의결권 자문기관으로 글로벌 점유율이 20%에 달하며, ISS(점유율 60%)와 함께 국제 기관투자자들의 의결권 행사에 상당한 영향력을 행사하는 것으로 평가됨

19) Abe M. Friedman, "Analysis of New Glass Lewis Guidelines", Harvard Law School Forum on Corporate Governance and Finanacial Regulation, 2017.12.6.
https://corpgov.law.harvard.edu/2017/12/06/analysis-of-new-glass-lewis-guidelines/

〈표 1〉 2018 Glass Lewis 정책 가이드라인 주요 개정 사항

정책	개정 내용
현장주주총회 대체형 전자주주총회	- 현장주주총회 대체형 전자주주총회는 경영진과 주주간의 의미 있는 소통을 제한할 우려가 있으므로, 2019년 의결권 권고부터 현장주주총회에 참여하는 것과 동등한 권리 및 기회를 주주들에게 제공한다는 확약 없이 현장주주총회 대체형 전자주주총회 개최 계획을 밝힌 회사들의 지배구조위원회 구성원에 대해 반대권고 할 예정임
이사의 책무	- 현재 2개 이상의 상장기업에서 이사를 겸하고 있는 경우 타 회사의 집행임원 겸무를 반대하는 기존 가이드라인을 개정 하지는 않았지만 겸직 제한 여부를 평가할 때 이사로서의 역할에 대한 구체적인 의무와 책임을 비롯하여 시간적인 직무충실도에 관한 회사의 공시를 고려할 것임을 밝힘 - 본 가이드라인을 명확히 함에 따라 CEO와 같은 집행임원의 역할을 맡고 있는 자가 이사 역할을 수행하는 것과 같은 경우에 대해서도 겸직 과다 여부에 대한 평가를 적용할 수 있음
성과급	- 성과급 모델에 대한 변경은 없었으나, Glass Lewis의 등급 시스템이 어떻게 작동하는지 명확히 설명하는 내용을 추가함
CEO 보수 비율[20]	- 각 회사들의 CEO 보수 비율을 2018 Proxy Paper들을 통해 공개할 예정이나, 향후 의결권 권고에 있어 해당 수치들이 결정적인 요소로 작용하지는 않음
주주 이니셔티브	- 기후 변화 관련 주주결의안(shareholder resolutions)에 대한 정책을 확장하고 체계화 했으며, 채굴 산업 또는 에너지 집약 산업 기업에 대해 기후 변화 시나리오 분석을 요구하는 주주 이니셔티브를 권고할 것임을 밝힘 - 차등의결권 제도 관련 가이드라인의 개정에 발맞춰 회사의 차등의결권 제도를 없애고 1주 1의결권만 허용하도록 하는 주주발의를 지원하도록 지침을 통일함 - 경우에 따라 이사후보지명권을 지나치게 제한하는 내규를 가진 회사에 대해서는 해당 내규의 개정안을 제안하는 것을 검토할 예정임
상장회사에의 시사점	- 개정된 정책 가이드라인은 성별 다양성과 차등의결권 제도와 같은 최근 지배구조 쟁점들에 대한 투자심리의 변화를 반영함 - 보상 및 이사회 구성에 대한 이사진 참여의 중요성과 proxy statement 및 공개적으로 이용 가능한 정보들에 대한 명확하고 자세한 공시의 필요성이 강조된 점이 상장회사에서 가장 눈여겨 봐야할 정책 변화임 - 본 개정사항들은 2018년 의결권 행사부터 바로 적용되지만 일부 주요개정사항은 2019년부터 적용될 예정이며, 향후 경영진의 입장과 대치되는 권고가 많아질 것으로 예상되므로 이와 관련한 이슈를 가진 기업들은 지금부터 대비할 필요가 있음

20) CEO 보수 비율은 최고경영자(CEO) 보수와 전체 임직원(CEO 제외)의 연평균보수 중간값의 비율을 의미함

오피니언

감사위원회의 독립성이 회계정보의 투명성에 미치는 영향[21]

임 현 일 부연구위원 (hilim@cgs.or.kr)

▶본고는 감사위원회와 기업의 이익조정의 관계를 통해, 감사위원회가 기업의 회계정보 투명성에 미치는 영향에 대해 분석함

▶분석결과 기업의 감사위원회 설치는 이익조정에 유의한 음(-)의 영향을 미치는 것으로 나타남

▶반면 감사위원회의 독립성(전원사외이사 구성)은 기업의 이익조정에 영향력을 미치지 못하는 것으로 확인됨

▶감사위원회를 구성하는 사외이사의 독립성을 강화할 수 있는 방안에 대해 사회적, 정책적 고민과 관심이 요구됨

전문

많은 사람들이 대표적인 회계부정 사건의 사례로 2000년대 초반 미국의 엔론(Enron Corporation) 사태를 꼽는다. 엔론은 매우 조직적이고 체계적인 회계분식으로 재정상태를 숨겨왔으며, 아서 앤더슨(Arthur Andersen)은 이에 대한 사실을 묵인하였고 결국 2001년 말 엔론은 파산하게 되었다. 당시 미국의 5대 회계법인 중 하나였던 아서 앤더슨 역시 파산하게 되었으며, 엔론 사태는 2002년 서베인-옥슬리법(Sarbanes-Oxley Act) 제정에 결정적인 영향을 미치게 된다.

당시 우리나라 역시 한보, 대우그룹 등 회계부정과 분식으로 인한 파산과 그에 따른 영향으로 IMF의 파고를 넘은 상황이었으며, 이와 같은 사건들을 예방하고 문제점을 해결하기 위한 기업지배구조 개선의 방법으로 1999년 상법 개정과 2000년 증권거래법 개정으로 통해 감사위원회제도를 도입하였다.

1963년 개정된 상법에서 도입된 기존의 감사제도는 많은 문제점들을 지니고 있었으며 이러한 문제점들을 해결하기 위해 수차례 개정을 거쳤음에도 불구하고 감사제도의 실효성에 의문이 제기되고 있었다. 그 중 가장 큰 원인은 감사의 독립성에 관련된 문제였으며, 대주주와 경영자로부터 독립성이 확보되지 못한 감사의 역할은 매우 제한적일 수밖에 없었다.

21) 본고의 견해와 주장은 필자 개인의 것이며 한국기업지배구조원의 공식적인 견해가 아님을 밝힙니다.

따라서 감사위원회제도는 감사에 독립성을 부여하는데 가장 큰 목적을 두고, 이사회의 위임을 받아 내부통제와 회계정보에 대한 감독기능을 수행하기 위한 것이었다. 즉 감사위원회는 독립성을 유지하기 위해 사외이사로 구성이 되며 지배주주와 경영진으로부터 벗어나 회계정보의 신뢰성과 경영투명성을 확보하기 위한 제도인 것이다.

그럼에도 불구하고 2015년 대우조선해양 사태가 발생하였다. 정확한 규모를 추산할 수 없으나, 얼마 전 재판부는 3조원대 사기 대출 피해와 4조원대의 분식회계가 발생했다며 이로 인한 공적 자금 투입규모가 7조원에 다다른다고 지적했다. 대우조선해양은 자산규모 2조원 이상으로 감사위원회 설치 의무화 대상인 기업이다. 그럼에도 불구하고 천문학적인 규모의 회계분식이 발생한 것에 대해 과연 감사위원회제도가 제대로 작동하는 것인지에 대한 의문점이 발생한다. 따라서 본고에서는 감사위원회제도와 회계정보의 불투명성간의 관계에 대한 실증분석을 통해 감사위원회제도의 기능과 개선방안에 대해 관찰하고자 한다.

선행연구

1999년 12월 상법 개정을 통한 감사위원회 도입과, 2000년 1월 증권거래법 개정을 통한 자산총액 2조 이상인 상장 기업에 대한 감사위원회를 의무화 하는 것이 실시되었다. 미국을 비롯한 여러 자본시장 선진국에서 감사위원회제도가 도입되어 있음에도 불구하고 감사위원회의 실효성 및 제도적 미비점들을 핑계로 도입 당시 많은 진통을 겪었다. 당시 대부분의 기업들이 소유와 경영이 실질적으로 분리되지 않았으며, 이미 상법상으로 감사제도가 존재하고 있기 때문에 새로운 제도를 도입하는 것보다 기존의 것을 효과적으로 운영하는 것이 중요하다는 의견도 개진되었다.

국외의 경우 감사위원회제도의 실효성을 뒷받침하는 연구들이 활발하게 진행되었다. McMullen (1996)[22]은 AMEX와 NASDAQ에 상장된 기업들을 대상으로 감사위원회를 도입한 기업은 재무보고에 대한 주주소송, 분기보고서의 이익수정, 증권거래위원회의 제재, 경영자의 불법행위, 회계관련 분쟁으로 인한 감사인 교체가 줄어드는 것으로 확인하였다. Beasley(1996)[23]는 감사위원회 도입과 회계분식의 직접적인 상관관계는 없으나, 감사위원회의 사외이사 비중이 높을수록 회계분식 가능성이 줄어드는 것을 관찰하였다. 또한 Menon and Williams(1994)[24]는 감사위원회의 사외이사 비중이 높을수록 감사위원회가 더 활발하게 운영되는 것을 확인하였다. Scarbrough et al.(1998)[25]은 감사위원회의 독립성이 높을수록 내부감사계획과 감사결과를 더 적극적으로 검토

22) McMullen, D., 1996, "Audit Committee Performance: An Investigation of the Consequences Associated with Audit Committees", 「Auditing: A Journal of Practice & Theory」, pp. 87-103.
23) Beasley, M., 1996, "An Empirical Analysis of the Relation between the Board of Director Composition and Financial Statement Fraud", 「The Accounting Review」 71, pp. 443-465.
24) Menon, K. and J. D. Williams, 1994, "The Use of Audit Committees for Monitoring", 「Journal of Accounting and Public Policy」, pp. 121-139.
25) Scarbrough, D., D. Rama and K. Raghunandan, 1998, "Audit Committee Composition and Interaction with Internal Auditing: Canadian Evidence", 「Accounting Horizons」, pp. 51-62.

하는 것을 확인하였으며, Abott and Parker(2000)[26]는 독립적인 감사위원회일수록 전문성 있는 외부감사인을 선임하는 것을 관찰하였다. 같은 맥락에서 Carcello and Neal(2000)[27]은 감사위원회의 독립성이 의견거절보고서를 작성한 외부 감사인을 보호하나, 재무건전성을 지닌 감사위원회는 무관한 것을 확인하였다. Klein(2002)[28]은 S&P500 기업들을 대상으로 보다 직접적인 관계를 살펴보았으며, 감사위원회의 독립성이 높을수록 기업의 비정상 발생액(abnormal accrual)에 유의한 음(-)의 영향을 미치는 것을 확인하였다.

아울러 Bradbury(1990)[29]는 이사회의 구성원 수와 계열기업간의 소유지분율이 감사위원회 도입에 영향을 미친다고 주장하였으며, Beasley and Salterio(2001)[30]은 이사회에서 사외이사 비중이 높고 CEO가 이사회 의장을 겸직하지 않는 경우에 최소 기준 이상의 사외이사를 선임하는 경향이 높은 것으로 확인하였다. Vicknair et al.(1993)[31]은 독립성이 확보되지 않은 사람들로 이사회가 구성되는 경우 감사위원회가 독립적으로 운영되지 못한다는 것을 관찰하였다. Xie et al.(2003)[32]은 이사회의 독립성과 활동성이 기업의 이익조정을 감소시키며, CEO 또는 재무경력을 가진 사외이사의 비율이 높을수록 이익조정이 감소되는 것을 확인하였다. Agrawal and Chadha(2005)[33]는 감사위원회에 재무전문가가 존재할 경우 이익수정으로 인한 재무제표 재작성이 줄어드는 것을 관찰하였다. 또한 Farber(2005)[34]는 감사위원회의 활동성이 낮고 전문성이 떨어질수록 회계부정으로 인한 SEC의 제재를 받는 것을 확인하였다. Krishnan(2005)[35]은 감사위원회의 독립성과 재무적 전문성이 있는 경우 내부통제제도가 향상되는 것을 확인하였으나, CFO, CAO, CPA로서의 경력을 가진 경우 전문성과 큰 관련이 없는 것으로 나타났다. Bedard et al.(2004)[36]도 감사위원회의 재무적 전문성이 이익조정에 유의한 음(-)의 영향을 미치는 것을 확인하였다.

26) Abbott, L. J. and S. Parker, 2000, "Auditor Selection and Audit Committee Characteristics", 「Auditing: A Journal of Practice & Theory」 19, pp. 47-66.
27) Carcello, J. V. and T. L. Neal, 2000, "Audit Committee Composition and Auditor Reporting", 「The Accounting Review」 75, pp. 453-468.
28) Klein, A., 2002, "Audit committee, Board of director characteristics, and earnings management", 「Journal of Accounting and Economics」 33, pp. 375-400.
29) Bradbury, M., 1990, "The Incentives for Voluntary Acutid Committee Formation", 「Journal of Accounting and Public Policy」, pp. 19-36.
30) Beasley, M. and S. Salterio, 2001, "The Relationship between Board Characteristics and Voluntary Improvements in Audit Committee Composition and Experience", 「Contemporary Accouting Research」 18, pp. 539-570.
31) Vicknair, D., K. Hickman, and K. Carnes, 1993, "A note on Audit Committee Independence: Evidence from the NYSE on Grey Area Directors", 「Accounting Horizons」 7, pp. 53-57.
32) Xie, B., W. Davidson Ⅲ, and P. DaDalt, 2003, "Earnings Management and Corporate Governance: The Roles of the Board and the Audit Committee", 「Journal of Corporate Finance」 9, pp. 295-316.
33) Agrawal. A. and S. Chadha, 2005, "Corporate Governance and Accounting Scandals", 「Journal of Law and Economics」 18, pp. 371-406.
34) Farber, DB., 2005, "Restoring Trust after Fraud: Does Corporate Governance Matter?", 「The Accounting Review」 80, pp. 539-561.
35) Krishnan, R., 2005, "The Effect of Changes in Regulation and Competition on Firms' Demand for Accounting Information", 「The Accounting Review」 80, pp. 269-287.
36) Bedard, J., S. M. Chtourou, and L. Courteau, 2004, "The Effect of Audit Committee Expertise, Independence, and Activity on Aggressive Earnings Management", 「Auditing: A Journal of Practice & Theory」 23, pp. 13-35.

이와 같은 결과들은 감사위원회와 감사위원회의 독립성이 중요하다는 것을 실증적으로 지지하고 있다. 특히 감사위원회제도 도입당시 소유와 경영의 분리가 모호했던 우리나라의 상황에서 감사위원회의 독립성은 중요한 이슈였음이 분명하다. 이에 따라 감사위원회제도를 도입하면서 상장기업의 이사회에 사외이사 선임을 의무화 하였으며, 총자산이 2조원 이상 기업에 대해서는 감사위원회 도입을 의무화하였다. 더불어 감사위원회의 독립성을 확보하기 위해 감사위원회는 3명 이상의 이사로 구성하도록 하였으며, 이 중 사외이사 비중이 2/3 이상이어야 하고 사외이사가 감사위원장을 맡도록 하였다.

국내에서도 감사위원회 도입 및 감사위원회의 독립성과 관련하여 실증연구가 진행되었다. 이상철과 이경태(2003)[37]는 감사위원회 도입이 기업의 재량적 발생액을 통한 이익조정에 영향을 미치지 않으나, 감사위원회의 독립성이 증가할수록 이익조정이 감소하는 것을 관찰하였다. 또한 소유집중도가 높은 기업일수록 감사위원회의 독립성이 이익조정에 미치는 영향이 더 큰 것을 확인하였다. 박종일 외(2003)[38]은 감사위원회이 독립성과 전문성이 기업의 이익조정을 감소시키는 것으로 확인하였다. 전규안 외(2004)[39]는 감사위원회와 기업의 이익조정간의 관계가 유의하지 않으며, 이는 감사위원회가 아직 정착되지 않았기 때문으로 해석하였다. 또한 손성규 외(2004)[40]는 감사위원회의 설치 여부와 재량적 발생액과의 관련성이 없으며 감사위원회의 특성(독립성, 전문성, 활동성) 중에서 활동성만이 유의한 영향을 미치는 것을 확인하였다. 전영순 외(2013)[41]는 감사위원회 재무전문가의 존재 자체는 재량적 발생액과 관련성을 갖지 않으나, 지배구조가 좋은 기업에서의 재무전문가의 존재는 재량적 발생액을 유의하게 감소시키는 것을 확인하였다.

위와 같은 국내외 선행연구를 종합해 볼 때 감사위원회의 설치여부가 기업의 회계투명성에 긍정적인 영향을 미치나, 국내의 경우 도입이후 검증기간이 짧아 그 효과가 정확히 확인되지 않은 것을 알 수 있다. 또한 감사위원회는 그 존재만으로도 의미가 있으나, 그 구성에 있어 독립성, 전문성, 활동성이 중요한 것으로 판단된다. 따라서 본고에서는 감사위원회의 도입여부와 감사위원회의 독립성이 기업의 회계정보 투명성에 미치는 영향에 대해 장기간에 걸친 실효성을 확인해 보고자 한다.

37) 이상철, 이경태, 2003, "감사위원회 도입이 이익조정에 미치는 영향",「회계학연구」29, pp. 61-90.
38) 박종일, 2003, "기업지배구조와 이익조정: 최대주주 지분율을 중심으로",「회계학연구」28, pp. 135-172.
39) 전규안, 최종학, 박종일, 2004, "감사위원회 설치와 이익조정사이의 관계",「회계학연구」29, pp. 143-177.
40) 손성규, 최정호, 이은철, 2004, "감사위원회의 효과: 회계오류를 중심으로",「회계학연구」29, pp. 61-90.
41) 전영순, 정준희, 하승현, 2013, "감사위원회 재무전문가의 효과와 기업지배구조",「회계학연구」38, pp. 31-60.

감사위원회가 회계정보 투명성에 미치는 영향

2007년부터 2016년까지 유가증권(KOSPI) 시장에 상장된 제조업을 대상으로 분석한 결과는 〈표 1〉과 같다. 분석에 사용된 감사기구의 형태는 ①감사위원회, ②상근감사, ③비상근감사로 측정하였으며, 감사위원회의 독립성은 ①전원사외이사, ②상근감사위원 존재 및 사외이사가 위원장, ③전원사외이사구성아님 으로 나누어 측정하였다.[42] 종속변수로 사용된 기업의 재량적 발생을 이용한 이익조정의 수준은 수정 Jones 모형[43]을 사용하였으며, 절대값을 취하여 이익조정의 크기를 도출하였다.[44] 또한 분석의 강건성을 위해 성과통제모형[45]을 이용한 추정방법을 추가적으로 이용하였다. 아울러 표본의 특성 또는 기업의 특성에서 기인할 수 있는 잠재적 문제점들을 통제하기 위하여 기업고정효과(firm-fixed effect) 분석을 이용하였다.

〈표 1〉 감사기구의 형태 및 독립성과 기업의 이익조정에 관한 분석

〈표 1〉은 감사기구의 형태 및 독립성이 기업의 이익조정에 미치는 영향에 대해 기업속성을 통제하기 위하여 고정효과 분석을 실시한 결과이다. [ ]안의 숫자들은 이분산(heteroskedasticity)이 조정된 표준오차(standard errors)로 계산된 t-value를 의미한다. ***,** 는 각각 1%, 5% 수준에서 통계적으로 유의함을 나타낸다.

	이익조정 (수정Jones모형)	이익조정 (성과통제모형)	이익조정 (수정Jones모형)	이익조정 (성과통제모형)
감사기구형태	-0.0017**	-0.0013**		
	[-2.53]	[-2.16]		
감사위원회의 독립성			-0.0005	-0.0006
			[-0.75]	[-0.78]
통제변수	Yes	Yes	Yes	Yes
기업/년도/산업고정	Yes	Yes	Yes	Yes
표본 수	6,668	6,668	1,917	1,917
R-Squared	0.493	0.195	0.450	0.167

〈표 1〉을 통해 감사기구가 감사위원회의 형태일수록 기업의 이익조정에 유의한 음(-)의 계수값을 나타내고 있으며, 이러한 결과는 감사위원회의 도입여부가 기업정보의 불투명성을 감소시키는 것을 의미한다. 이는 과거에 이루어졌던 국내 연구들의 결과와는 다른 결과이며, 감사위원회 도입으로 인해 기업들의 회계정보 투명성이 과거에 비해 향상되었다고 해석할 수 있다. 즉 기업들의 반대에도 불구하고 감사위원회제도를 도입한 것은 유의미한 정책이었음을 시사한다.

42) 한국기업지배구조원의 ESG 평가 中 기업지배구조평가 결과를 이용함
43) Dechow, P., R. Sloan, and A. Sweeney, 1995, "Detecting Earnings Management", 「The Accounting Review」 70, pp. 193-225;
44) 재량적 발생은 회계이익의 발생항목 중 경영자의 재량에 의존하는 부분을 의미하며, 따라서 경영자는 재량적 발생을 통한 이익조정을 통해 기업의 재무보고 과정에 의도적으로 개입할 여지가 있음
45) Kothari, S. P., A. J. Leone, and C. E. Wasley, 2005, "Performance Matched Discretionary Accrual Measures", 「Journal of Accounting and Economics」 39, pp. 163-197.

〈표 2〉 연도에 따른 감사위원회 사외이사 비중

	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	Total
전원사외이사구성아님	0	1	0	0	14	15	17	16	0	0	9	72
상근감사위원 존재 및 사외이사가 위원장	21	19	22	33	15	13	14	10	19	20	16	202
전원사외이사	86	95	117	107	126	147	165	176	188	203	233	1,643
Total	107	115	139	140	155	175	196	202	207	223	258	1,917

한편, 감사위원회의 독립성은 기업의 이익조정에 유의미한 영향력이 없는 것으로 확인된다. 이는 국내외 선행연구들과는 다소 상반된 결과이며[46], 감사위원회가 전원사외이사로 구성되었다고 해서 기업의 회계정보 투명성에는 영향을 미치지 못하는 것으로 해석된다. 표본통계량을 살펴보면 전체 6,668개의 표본 중 감사기구형태가 감사위원회인 표본은 1,917개이며, 이 중 전원사외이사로 구성된 감사위원회의 표본 수는 1,643개(85.7%)로 확인된다(〈표 2〉 참조). 다시 말해 감사위원회를 채택하고 있는 대부분의 기업들이 감사위원회를 전원사외이사로 구성하고 있다는 것이다. 그럼에도 불구하고 전원사외이사 구성된 감사위원회가 그렇지 않은 경우에 비해 기업의 회계정보 투명성에 영향을 미치지 못하는 이유는 무엇일까?

첫째, 감사위원회의 존재만으로도 회계정보의 투명성이 증가한다는 것이다. 즉 기업이 자발적으로 감사위원회를 운용한다는 자체만으로도 의미가 있다는 것이다. 감사위원회 제도를 도입하는데 많은 진통이 있었으며, 자산규모 2조원 이상의 기업들에게만 감사위원회 도입을 강제하였음에도 불구하고 많은 기업들이 감사위원회를 운영하고 있다. 이는 과거에 비해 우리나라 기업들의 전반적인 지배구조가 향상되었다고 해석할 수 있으며, 긍정적으로 바라볼 필요가 있다.

둘째, 감사위원회를 구성하고 있는 사외이사들이 그 역할을 충분히 수행하지 못하고 있는 것으로 해석할 수 있다. 손성규 외(2004)에 따르면 감사위원회는 만장일치로 의사결정을 하고 있으며, 소수의견이 있다고 해도 의견 조정단계에서 전원합의의 방향으로 조정하는 경우가 많다. 또한 대부분의 사외이사가 대주주나 경영진의 추천에 의해 선임되기 때문에 감사위원회의 실질적인 독립성에 대해 의문을 지우기가 어렵다. 즉 사외이사를 선임하는데 있어 법률적으로 요구되는 독립성에는 부합하지만 실제로는 눈속임(window dressing)에 불과하다는 Romano(2005)[47]의 주장을 반박할 수 없다.

46) 손성규 외(2004)는 감사위원회의 독립성이 기업의 회계오류 발견에 영향력이 없음을 확인한 바 있음
47) Romano, R., 2005, "The Sarbanes-Oxley Act and the Making of Quack Corporate Governance", 「Yale Law Review」 114, pp. 1521-1611.

결론 및 시사점

본 연구를 통해 감사기구의 형태가 기업의 이익조정에 미치는 영향을 관찰하였으며, 감사위원회의 존재가 기업의 이익조정을 감소시키는 것으로 확인된다. 즉 감사위원회제도의 도입은 실효성이 있었음을 의미한다. 반면 감사위원회의 독립성은 이익조정에 유의한 영향을 미치지 못하였다. 이는 감사위원회의 독립성을 주장했던 국내외 선행연구들과 배치되는 결과이며, 이는 감사위원회를 구성하는 감사위원이 현실적으로 대주주와 경영진으로부터 독립적이기 어렵다는 것을 암시한다.

따라서 감사위원회를 구성하는 감사위원에 대한 결격사유 적용기준 개선이 필요하다. 현행 감사·감사위원회 위원 결격사유는 사외이사 결격사유를 포함한 추가적인 사항들을 고려하고 있으나, 사외이사의 결격사유 기준이 기업으로부터의 독립성을 의미하는 것으로 해석된다.[48] 하지만 사외이사의 기본적인 역할이 효율적으로 수행되기 위해서는 지배주주 또는 경영자로부터의 독립성이 중요하다. Hwang and Kim(2009)[49]은 사외이사의 독립성을 측정하는데 사회적 유대관계(social tie)를 고려해야함을 주장하였으며, 국찬표와 강윤식(2012)[50]은 개인별 학력과 과거경력을 중심으로 법으로 규정된 기준보다 더 엄격하게 사외이사를 분리하였다.[51] 따라서 법률적으로 감사위원회의 감사위원(사외이사) 결격사유를 적용하는데 있어 지금보다 폭 넓은 접근이 필요하다.

아울러 기관투자자가 감사위원 선임안건에 대한 의결권을 행사하는데 있어 보다 엄격한 접근이 필요하다. 기관투자자는 기업의 감사위원 정보에 대한 접근성이 소액주주들보다 높으며 이러한 정보우위를 바탕으로 지배주주 또는 경영자와 감사위원 간의 사회적 관계에 대해 보다 면밀히 살펴보아야 한다. 이러한 측면에서 기관투자자가 적극적으로 의결권 행사에 참여하도록 유도하는 스튜어드십 코드는 중요한 역할을 수행할 것으로 예상된다.

반복되는 회계부정 사태를 겪으며 사회적으로 감사위원회의 역할은 더욱 강조되고 있음에도 불구하고, 감사위원회의 독립성에 대한 의문은 끊이지 않고 있다. 잘못된 점과 부족한 점을 알고도 고치지 않고 방치해 두는 것은 또 다른 사고를 야기할 것이다. 감사위원회의 독립성 개선을 위한 사회적 관심과 논의가 필요한 시점이다.

---

48) 상법상의 사외이사 결격사유는 다음과 같다. ① 회사의 상무에 종사하는 이사·집행임원 및 피용자 또는 최근 2년 이내에 회사의 상무에 종사한 이사·감사·집행임원 및 피용자 ② 최대주주가 자연인인 경우 본인과 그 배우자 및 직계 존속·비속 ③ 최대주주가 법인인 경우 그 법인의 이사·감사·집행임원 및 피용자 ④ 이사·감사·집행임원의 배우자 및 직계 존속·비속 ⑤ 회사의 모회사 또는 자회사의 이사·감사·집행임원 및 피용자 ⑥ 회사와 거래관계 등 중용한 이해관계에 있는 법인의 이사·감사·집행임원 및 피용자 ⑦ 회사의 이사·집행임원 및 피용자가 이사·집행임원으로 있는 다른 회사의 이사·감사·집행임원 및 피용자.
또한 상장회사의 경우 '상장회사에 대한 특례에 따라 다음의 결격사유를 추가하고 있다. ① 미성년자, 금치산자 또는 한정치산자 ② 파산선고를 받고 복권되지 아니한 자 ③ 금고 이상의 형을 선고받고 그 집행이 끝나거나 집행이 면제된 후 2년이 지나지 아니한 자 ④ 법률을 위반하여 해임되거나 면직된 후 2년이 지나지 아니한 자 ⑤ 최대주주 및 최대주주의 특수관계인 ⑥ 주요주주 및 주요주주의 배우자와 직계 존비속 ⑦ 최근 2년 이내 당해 회사 또는 계열회사의 임직원 등

49) Hwang BH, and S. Kim, 2009, "It pays to have friends", 「Journal of Financial Economics」 93, pp. 138-158.

50) 국찬표, 강윤식, 2012, "사외이사의 독립성과 기업가치", 「재무연구」 25, pp. 451-498.

51) Hwang and Kim(2009)은 포춘 100대 기업(Fortune 100 firms)을 대상으로 마르퀴즈 후즈 후(Marquis who's who)를 이용하여 출신학교(educational institution), 군복무경력(military service), 연고(regional origin), 출신전공(academic disciplines)등을 고려한 사외이사를 분류함

CGS Report 제8권 2호

발 행 일 : 2018년 2월 28일
발 행 인 : 조 명 현
발 행 처 : 한국기업지배구조원
서울시 영등포구 여의나루로 76
TEL : 02-3775-3339 www.cgs.or.kr
제 작 : 경성문화사 02-786-2999
등록NO : 영등포, 다 00026

CGS Corporate Governance Service
한국기업지배구조원
서울시 영등포구 여의나루로 76(여의도동 33) 신관 9층 (07329)
TEL.02-3775-3339 FAX. 3775-2630 www.cgs.or.kr