

자발적인 기업지배구조 개선 노력의 필요성*

김 형 석 부연구위원 (hyungseok@cgs.or.kr)

- ▶ 한국기업지배구조원에서 실시한 기업지배구조 부문의 평가점수는 기업가치와 통계적으로 유의한 양(+)의 상관관계를 가짐
- ▶ 세부 평가항목 중 이사회 구성의 독립성, 이사회 운영 및 기업공시 항목에 대한 평가점수가 가장 크고 유의한 양(+)의 상관관계를 가짐
- ▶ 내부 기업지배구조 항목들 간의 상대적 중요성을 반영함으로써, 평가대상 기업의 기업지배구조 수준을 보다 정확하게 파악할 수 있으며 기업 스스로는 보다 효율적으로 기업지배구조를 개선해 나갈 수 있음
- ▶ 국내 실정을 감안하면 기업의 자발적인 개선 노력이 실질적인 기업지배구조 개선을 위한 좋은 대안이 될 것으로 기대함

기업지배구조 개선을 위한 정답이 있는가?

1997년 이후 몇 차례의 경제위기와 대형 회계부정 사건을 거치면서 기업지배구조의 중요성은 날로 증가하고 있다. 기업지배구조의 실패는 더 이상 기업만의 영역이 아니며, 한 국가의 경제 및 법·제도적 환경뿐만 아니라 전 세계적인 재무 안정성까지 영향을 미친다.³¹⁾ 이러한 변화 속에 기업 지배구조를 개선하기 위한 노력도 다방면에서 일어나고 있다. 어떤 국가는 법·제도를 강화함으로써 기업지배구조 개선을 강제하는 반면에, 다른 국가에서는 자율적인 모범규준을 도입하여 보편타당한 기업지배구조 수준을 제시하기도 한다. 다른 한편으로 기업지배구조는 자본시장을 통한 규율에 의해서도 개선된다. 즉, 자본시장에 참여하는 기관투자자들에 의한 모니터링과 주주활동의 영향³²⁾으로 투자대상 기업의 기업지배구조는 개선될 수 있으며, 자본시장 개방(liberalization), 교차 상장

* 본고의 견해와 주장은 필자 개인의 것이며, 한국기업지배구조원의 공식적인 견해가 아님을 밝힙니다.

31) 1997년 아시아 외환위기 기간 동안, 법적 주주권리 보호를 비롯한 기업지배구조 수준이 열악한 국가일수록 보다 큰 환율 상승 위험에 노출되었으며 주식시장 가치가 더 많이 하락하였음(Johnson, S., Boone, P., Breach, A., Friedman, E., 2000, "Corporate governance in the Asia financial crisis", 『Journal of Financial Economics』 58, pp.141-186). 또한 2002년 미국 Enron 및 Worldcom 등 대형 회계부정 사건이 발생한 이후 이사회와 감사위원회의 독립성을 강화하기 위한 「Sarbanes-Oxley Act」가 제정되었음. 뿐만 아니라 2008년 금융기관의 기업지배구조 실패로 악화된 글로벌 신용위기는 전 세계적으로 자본시장에 심각한 신용 경색을 야기하였음

32) 이러한 기관투자자의 적극적인 기업지배구조 역할을 장려하기 위해, 최근 들어 다수의 국가들이 스튜어드십 코드(stewardship code)를 도입하는 추세임. 자율적으로 참여한 기관투자자에 의해 모범사례가 축적되는 과정에서 높은 수준의 지배구조로 발전할 수 있음

(cross-listing) 및 국가 간 인수·합병(cross-border M&A) 등을 통해 선진화된 기업지배구조 수준으로 수렴할 수 있다.³³⁾

이처럼 다양한 기업지배구조 개선 정책 중 어떠한 방법이 가장 효과적인가? 이 질문에 대해서는 명확하게 답하기 어렵다. 다수의 실증연구 결과를 통해 각 정책마다 기업지배구조 개선 효과가 있음을 확인할 수 있으나 각 국가별로 오랜 기간 형성되어온 법, 제도 및 문화적 특성과 정치적 관계, 기업 지배구조의 경로 의존성 등으로 인해 그 개선 효과는 제한적이라는 비판도 널리 인정되는 사실이다.³⁴⁾

국내 상장기업의 이사회 구성과 관련한 법적 개선을 예로 들어보자. Black and Kim (2012)³⁵⁾에 의하면, 1999년 이사회 독립성 및 역할 강화를 위한 상법 개정³⁶⁾을 전후로 국내 상장기업의 기업 가치는 평균 약 13% 상승하였으며, 이러한 기업가치 향상은 일시적인 것이 아니라 기업지배구조 개선에 따른 구조적인 변화인 것으로 나타났다. 하지만 오늘날 국내 상장기업의 이사회가 충분한 독립성을 갖추었는지 또는 경영감시 기능을 충실히 수행하는 지에 대해서는 의문의 여지가 남아 있다.

상법 개정 이후, 국내 사외이사 후보군이 넓지 않은 상황에서 학연, 지연 및 정치적 관계 등에 얽매인 문화적 특성으로 인해, 법적 요건을 충족함에도 실질적으로는 지배주주 또는 경영자로부터 충분한 독립성을 갖춘 자가 사외이사로 선임되어 왔다고 보기 어렵다.³⁷⁾ 최근 들어서는 전직 판사, 검사, 행정기관장 등 관료 출신의 사외이사 비중이 점차 증가하고 있다. 이들 또한 법적으로 독립성을 갖추었으나, 정작 기업은 이들에게 독립적인 감시기능을 기대하지 않는다는 비판이 많다. 이러한 현상은 독립된 사외이사의 선임에 있어 기존의 잘못된 관행을 답습한 결과에 불과하다. 그 결과, 이사회의 독립성을 강화하기 위한 법률적 개혁에도 불구하고 실질적인 기업지배구조 개선 효과는 제한적인 수준에 머물러 있다.

이와 같이 기업지배구조는 우리가 일반적으로 생각하는 것 이상으로 심층적이고 다면적인 특성을 가진다. 그렇기 때문에 기업지배구조 개선을 위한 정답을 찾는 것은 매우 어려운 과정이다. 오히려 하나의 개선 정책에만 의존할 경우 단편적인 해결책에 그칠 가능성이 높다. 이와 관련하여 기업 단 위에서 내부 기업지배구조에 대한 평가점수 차이가 기업가치에 유의한 영향을 미친다는 다수의 실증연구 결과는 매우 흥미롭다.³⁸⁾ 이러한 연구 결과는 근본적으로 기업 스스로가 실질적인 변화를

33) 예를 들어, 외국 자본시장에 대한 접근성이 높을수록 보다 효율적으로 외부 자본을 조달할 수 있다는 점에서 자본시장 개방은 국내 자본 시장의 제한적 여건을 극복하고 기업으로 하여금 기업지배구조를 개선하려는 동기를 부여함. 실제로 자본시장 개방이 기업지배구조를 향상시킨다는 실증연구가 다수 존재함. 이와 관련하여 Stulz (2005)와 Doidge et al. (2007) 등을 참고하길 바람 (Stulz, R.M., 2005, "The limits of financial globalization", 『Journal of Finance』 60, pp.1595-1638; Doidge, C., Karolyi, G.A., Stulz, R.M., 2007, "Why do countries matter so much for corporate governance?", 『Journal of Financial Economics』 86, pp.1-39)

34) 이와 관련한 기존의 실증연구 요약과 구체적인 설명은 Claessens and Yurtoglu (2013)를 참조하길 바람. Claessens, S., Yurtoglu, B., 2013, "Corporate governance in emerging markets: A survey", 『Emerging Markets Review』 15, pp.1-33

35) Black, B., Kim, W., 2012, "The effect of board structure on firm value: A multiple identification strategies approach using Korean data", 『Journal of Financial Economics』 104, pp.203-226

36) 1999년 자산규모 2조원 이상의 상장기업을 대상으로 과반수 사외이사 구성, 감사위원회 및 사외이사 후보추천위원회 설치를 요건으로 이사회의 독립성과 실질적인 역할을 강화하기 위한 상법 개정이 이루어 졌으며, 2000년 2001년에 걸쳐 순차적으로 시행됨

37) 이러한 문제점은 Romano (2005)에 의해서 지적된 바 있음. Romano (2005)의 연구에서 경영자는 법적 결격사유에 해당하지 않지만 자신이 막대한 영향력을 행사할 수 있는 사외이사를 선임할 수 있으므로 사외이사 구성 비율에 관한 법적 요건을 충족하는 것은 'window dressing'에 불과하다고 주장함. Romano, R., 2005, "The Sarbanes-Oxley Act and the making of quack corporate governance", 『Yale Law Review』 114, pp.1521-1611

38) 기업단위에서 기업지배구조가 경영성과, 기업가치 등 기업특성 변수에 영향을 미친다는 실증연구 결과는 매우 많음. 그 중에서 기업

폐하는 것이 기업지배구조 개선과 기업가치 향상의 원동력이 될 수 있음을 의미한다. 게다가 내부 기업지배구조 수준이 기업가치에 미치는 영향은 주주권익에 대한 법적 보호 수준이 취약한 국가에서 더 크게 나타난다.³⁹⁾ 이는 국내 상장기업이 자발적인 기업지배구조 개선에 보다 노력을 기울일 필요가 있음을 시사한다.

Claessens and Yurtoglu (2013)에서 자본시장 및 국가 단위에서의 기업지배구조 개선 정책이 추진되는 과정에서 많은 비용이 발생하거나 개선 효과가 미진한 것은 일정 부분 기업의 경영자 또는 지배주주가 참호를 구축하려 하거나 자발적으로 개선하려고 하지 않기 때문이라고 비판한다. 나아가 Bruno and Claessens (2010)에서도 'Top-down' 방식의 제도적 접근보다는 기업의 자율성을 바탕으로 한 유연한 접근 방식으로 기업지배구조를 개선할 필요가 있음을 지적한다.⁴⁰⁾ 이들의 주장에서도 기업의 자발적인 기업지배구조 개선 노력이 강조된다.

이 글에서는 국내 상장기업을 대상으로 내부 기업지배구조에 대한 평가점수가 실제로 기업가치에 어떠한 영향을 미치는지 분석한다. 또한 그 영향이 세부 평가항목, 즉 내부 기업지배구조 구성요소들 간에 차이가 있는지 살펴본다. 이러한 분석을 통해 자발적인 기업지배구조 개선 노력의 필요성을 강조하고 보다 효과적인 기업지배구조 개선 방법에 대해 조언하고자 한다.

기업지배구조 평가항목의 상대적 중요성

우선 Black et al. (2012)을 참고하여 한국기업지배구조원(이하 'CGS')이 2015년에 실시한 기업 지배구조 부문의 세부 평가항목이 기업가치에 미치는 영향을 분석하고, 각 평가항목의 상대적 중요성에 대하여 살펴본다.⁴¹⁾ 전체 기업지배구조 평가문항을 다음과 같이 6개 항목으로 재분류하였으며, 이사회 구성은 다시 이사회 독립성과 감사 조직 부문으로 나누어 살펴본다.

① 이사회 구성 (Board structure; BS)

- 이사회 독립성 (Board independence)

지배구조 평가점수를 활용한 실증연구에 대해서 다음의 논문을 참고하길 바람. Bebchuk, L., Cohen, A., Ferrell, A., 2008, "What matters in corporate governance?", 「Review of Financial Studies」 22, pp.783-827; Braga-Alves, M.V., Shastri, K., 2011, "Corporate governance, valuation, and performance: Evidence from a voluntary market reform in Brazil", 「Financial Management」 40, pp.139-157; Black, B., Carvalho, A.G.d., Gorga, E., 2012, "What matters and for which firms for corporate governance in emerging markets? Evidence from Brazil (and other BRIK countries)", 「Journal of Corporate Finance」 18, pp.934-952

39) 이와 관련하여 다음의 연구를 참조하길 바람. Klapper, L.F., Love, I., 2004, "Corporate governance, investor protection, and performance in emerging market", 「Journal of Corporate Finance」 10, pp.703-728; Durnev, A., Kim, E.H., 2005, "To steal or not to steal: Firm attribute, legal environment, and valuation", 「Journal of Finance」 60, pp.1461-1493; Bruno, V., Claessens, S., 2010, "Corporate governance and regulation: Can there be too much of a good thing?", 「Journal of Financial Intermediation」 19, pp.461-482

40) Bruno, V., Claessens, S., 2010, "Economic aspects of corporate governance and regulation. In: Baker, H.K., Anderson, R. (Eds.), Corporate governance: A synthesis of theory, research and practice", 「John Wiley & Sons, Hoboken, New Jersey」 pp.599-619

41) CGS가 2015년에 실시한 기업지배구조 평가는 2014년을 평가대상 기간으로 함. 이 글의 분석에서는 평가대상 기업 중 ①회계결산월이 12월이고 ②비금융업에 속하고 ③KOSPI 지수에 포함되며, ④Tobin's Q를 포함하여 실증분석에 사용된 기업특성 변수를 측정할 수 있는 기업만을 표본에 포함함. 그 결과 이 글의 실증분석에 사용된 표본의 수는 2015년 평가대상 기업인 829개 기업 중 615개임

- 감사 조직 (Auditing system)
- ② 이사회 활동 및 운영 현황 (Board procedure; BP)
- ③ 주주권리 보호 (Minority shareholder rights; MSR)
- ④ 소유구조 (Ownership structure; OS)
- ⑤ 공시의 투명성 (Disclosure; DIS)
- ⑥ 내부거래 현황 (Related Party Transactions; RPTs)

전체 평가점수의 합계와 각 항목별 평가점수는 CGS 평가체계에 의해 설정된 평가문항별 가중치를 배제하고 동일한 가중치로 단순 합산한 점수로 변환한 후에 실증분석의 주요 설명변수로 사용한다.⁴²⁾ 기업가치의 대용변수로서 2015년과 2016년 Tobin's Q의 평균을 측정하여 종속변수로 사용한다.⁴³⁾ 그 외 변수 정의 및 실증분석 방법에 대한 자세한 내용은 <표 1>과 주석 등에서 기술한다.

(1)열의 분석결과에서 알 수 있듯이, 전체 기업지배구조 평가점수(Overall index)는 기업가치에 양(+)의 영향을 미치며 그 영향은 통계적으로 유의하다. 기업가치에 영향을 주는 다른 기업특성 변수의 영향을 통제한 후, 전체 기업지배구조 평가점수가 0.1점 상승할 경우 기업가치는 약 9.4%p 상승한다.⁴⁴⁾ 이는 기업이 자발적으로 내부 기업지배구조 전반을 정비하고 개선함으로써 실질적인 기업 가치 향상을 이끌어 낼 수 있음을 의미한다. 하지만 이 결과만으로는 기업지배구조 평가항목 중 어떠한 구성요소가 기업가치에 더 많은 영향을 미치는지에 대해 정확하게 알 수 없다. 또한 기업의 입장에서는 기업지배구조를 개선하기 위해 어떠한 시스템부터 정비하는 것이 효과적인지 판단하기가 어렵다.

42) 전체 기업지배구조 평가체계를 6개의 하위 평가항목으로 나눈 후에 각 평가항목별로 세부 평가문항을 선별함. 각 세부 평가문항별 평가점수는 각 문항에 배정된 총점으로 나누어 1점 만점으로 환산함. 각 세부 평가문항별 환산점수의 단순 합계액을 구성문항 수로 나누어 6개 하위 평가항목에 대한 평가점수를 산출함. 전체 기업지배구조 평가점수는 각 하위 평가항목별 평가점수의 동일가중 평균값으로 계산함. 결과적으로 전체 기업지배구조 평가점수와 각 하위 평가항목에 대한 평가점수는 0과 1사이의 값을 가짐

43) Black et al. (2012)를 참고하여 (t+1)과 (t+2)에 해당하는 2015년과 2016년 Tobin's Q의 평균을 측정함. 기업지배구조 점수와 다음 기의 기업가치 간의 상관관계를 분석함으로써 기업가치가 기업지배구조에 미치는 역 인과관계(reverse causality)의 영향을 줄이고자 함. 하지만 단기의 횡단면 분석이므로 기업가치의 자기상관 가능성을 배제하지 못함. 또한 '기업특성에 따른 최적 기업지배구조 선택'관련한 내생성 문제를 완전히 해결하지 못하는 한계점이 있음

44) <표 1>의 분석에 사용된 표본에 대하여 전체 기업지배구조 평가점수의 표본 표준편차는 약 0.1035점임. 따라서 0.1점 증가는 표준 편차만큼, 즉 1σ만큼의 변동을 의미함

〈표 1〉 기업지배구조 세부 평가항목이 기업가치에 미치는 영향

〈표 1〉에서는 2015년(평가대상 기간은 2014년) 기업지배구조 평가점수 및 세부 평가항목별 평가점수와 2015년과 2016년의 평균 Tobin's Q의 상관관계를 회귀분석한 결과를 나타냄. (1)과 (2)의 회귀분석에서 기업특성 변수로서 기업 규모, 부채비율, 매출액 증가율, 총자산 이익률을 통제변수(Controls)로 포함하였으며, 각 변수는 2014년을 기준으로 최근 4년간의 평균으로 측정하고 상·하위 1% 또는 2%에서 winsorize하는 방식으로 극단치의 영향을 제거함. 또한 표준산업 분류 코드에 기초하여 20개의 산업으로 분류한 더미변수(industry dummy)를 포함함. (1)열에서는 전체 평가점수(Overall index), 각 하위 항목별 평가점수를 별도로 포함하는 9개의 회귀분석 결과를, (2)열에서는 각 하위항목별 평가점수(sub-index)와 그 외의 평가항목의 평균점수(complement)⁴⁵⁾를 별도로 포함하는 8개의 회귀분석 결과를 보고함. 회귀계수에 대한 t-통계량은 이분산성을 통제하기 위해 'White's heteroskedasticity-consistent' 표준오차를 사용하여 측정함. *, **, ***은 각각 10%, 5%, 1% 수준에서 통계적 유의성을 나타냄.

종속변수: Ln(Tobin's Q)			
설명변수	(1)	(2)	
	each at a time	sub-index	complement
Overall index	0.935**		
Board structure	0.836**	0.790*	0.477
Board independence	0.934**	0.856*	0.434
Auditing system	0.450*	0.432	0.551
Board procedure	0.964***	0.892***	0.420
Minority shareholder rights	-0.006	-0.047	0.891**
Ownership	-0.175	-0.117	1.450***
Disclosure	0.646***	0.609***	0.311
RPTs	0.325*	0.309	0.558
Controls	Yes	Yes	Yes
Industry dummy	Yes	Yes	Yes

이러한 점을 고려하여 (1)열에서 세부 평가항목별 분석결과를 살펴보면, 기업지배구조가 기업가치에 미치는 영향은 각 하위 평가항목별로 다양하게 나타난다. 이사회 구성, 이사회 운영 및 기업공시 부문의 평가점수는 기업가치와 통계적으로 매우 유의한 양(+)의 상관관계를 갖는 것으로 나타나며, 다른 부문의 평가점수에 비해 그 영향도 크다. 특히 이사회 구성 부문 중에서는 이사회 독립성 항목에 대한 평가점수가 감사 조직 항목보다 더 크고 유의한 상관관계를 갖는다. 내부거래와 관련한 평가 점수는 기업가치에 양(+) 영향을 미치나, 그 크기와 통계적 유의성이 상대적으로 약하다. 이에 반해 주주권리 보호와 소유구조 부문의 평가점수는 통계적으로 유의하지 않으나 기업가치와 음(-)의 상관관계를 가지는 것으로 나타난다.

아래 〈표 2〉에서 보는 바와 같이 CGS의 기업지배구조 평가체계를 구성하는 각 세부 평가항목들은 대부분 상호 유의한 상관관계를 갖는다. 특히 소유구조를 제외하고 각 세부 평가항목은

45) 각 하위 평가항목별 'complement' 변수는 해당 평가항목을 제외한 나머지 평가항목들에 대한 평가점수의 동일가중 평균값으로 측정함. 예를 들어 (2)열에서 Board structure 부문 평가점수를 주요 설명변수로 사용할 경우, Board procedure, Minority shareholder rights, Ownership, Disclosure 및 RPTs 부문의 평가점수를 동일가중 평균값으로 환산하여 Board structure에 대한 complement 변수로 측정함.

각각의 complement 변수와 유의한 상관관계를 갖는 것으로 나타난다. 따라서 <표 1>의 (2)열에서는 세부 평가항목들 간의 상관관계를 고려하여 각 평가항목별로 다른 평가항목의 영향을 통제한 분석결과를 제시한다.⁴⁶⁾

<표 2> 기업지배구조 세부 평가항목들 간의 상관관계

<표 2>에서는 2015년(평가대상 기간은 2014년) 평가대상 기업 중 이 글의 분석에 사용된 615개 표본에 대하여 기업 지배구조 전체 평가점수 및 세부 구성항목 간의 ‘Pearson correlation’ 계수를 보고함. 5% 수준에서 유의한 계수는 두꺼운 글씨체로 표현함. 각 세부 평가항목의 평가점수와 complement 변수 간의 상관계수는 음영으로 표시함

	Overall	BS	BP	MSR	OS	DIS	RPTs
Overall index	1	0.632	0.653	0.494	0.443	0.709	0.511
subindex complement		0.458	0.501	0.617	-0.04	0.498	0.201
Board structure		1	0.590	0.343	-0.03	0.508	0.165
Board procedure			1	0.403	-0.06	0.587	0.183
Shareholder rights				1	-0.08	0.344	0.110
Ownership structure					1	0.00	-0.00
Disclosure						1	0.247
RPTs							1

감사 조직과 내부거래 부문의 평가점수가 기업가치에 미치는 영향은 (1)열에서와 달리 (2)열에서 통계적 유의성이 사라진다. 예를 들어, (1)열에서 내부거래 부문의 평가점수가 기업가치에 미치는 영향은 내부거래 부문의 평가점수가 이사회 구성, 이사회 운영 또는 기업공시 부문의 평가점수와 높은 상관관계를 갖기 때문에 나타나는 ‘spurious effect’로 해석할 수 있다. 주주권리 보호와 소유 구조 부문의 회귀계수는 여전히 통계적으로 유의하지 않지만 complement 변수의 회귀계수는 양(+)의 값을 가지며 통계적으로 매우 유의하다. 이에 반해 이사회 구성, 이사회 독립성, 이사회 운영 및 기업 공시 부문의 평가점수는 다른 평가항목의 영향을 통제한 후에도 기업가치와 통계적으로 매우 유의한 양(+)의 상관관계를 갖는 것으로 나타난다.

자발적인 기업지배구조 개선 노력의 필요성

<표 1>의 분석결과를 통해 다음과 같은 시사점을 얻을 수 있다.⁴⁷⁾ 첫째, 기업단위에서 내부 기업

46) Black et al. (2012)에서도 기업지배구조 평가지수를 구성하는 하위 평가항목들 간의 상관관계가 매우 높음. 따라서 특정 평가항목이 기업가치에 미치는 영향을 분석할 경우에 나머지 평가항목의 영향을 함께 고려함으로써 변수 생략으로 인한 통계적 편의(bias)를 제거할 수 있음

47) 이 글의 실증분석은 특정한 한 기간(single period)의 자료에 의존한 것이므로 한 기업의 기업지배구조의 개선에 따른 기업가치의 한계(marginal) 증감을 직접적으로 분석한 것이 아님. 이에 반해 Morey et al. (2009)는 5년 동안 표본기업에 대한 월별 기업지배 구조 평가 자료를 통해 기업지배구조 개선의 영향을 시계열에 기초하여 분석함 (Morey, M., Gottesman, A., Baker, E., Godridge, B., 2009, “Does better corporate governance result in higher valuation in emerging markets? Another examination using a new data set, 『Journal of Banking & Finance』 33, pp.254-262). 향후에는 국내 상장기업에 대해서도 시계열 자료를 포함하여 보다 정교한 패널(panel) 분석이 보완될 필요가 있음. 그럼에도 이 글의 실증분석은 내생성 문제를 통제한 후에 기업단위의 기업지배구조 수준과 기업가치 간의 횡단면적(cross-sectional) 상관관계를 발견한 것에 의의가 있음

지배구조 시스템의 전반적인 수준 향상이 중요할 뿐만 아니라 내부 기업지배구조를 구성하는 세부 항목의 상대적 중요성도 반드시 고려될 필요가 있다. 쉽게 말해 국내 상장기업이 내부 기업지배구조를 개선하고자 할 경우, 우선적으로 이사회 구성의 독립성과 운영의 효율성을 개선하고 기업 공시의 투명성을 향상시키는 것이 가장 효과적인 방법일 수 있다. 그렇다고 해서 다른 기업지배구조 장치를 평가하거나 개선할 필요가 없다는 뜻은 아니다. 어쨌든 전체 기업지배구조 평가점수 또한 기업가치에 매우 유의한 영향을 미치며 추가적으로 정교한 분석이 요구되기 때문이다. 여기서 중요한 것은 기업지배구조 평가 또는 개선 시에 기업지배구조 세부 항목들 간에 상대적 중요성을 체계적으로 고려할 필요가 있다는 점이다.

하지만 보다 중요한 것은 기업지배구조를 개선하고자 하는 기업의 자발적인 노력이 뒷받침되어야 한다는 사실이다. 그동안 국내 기업지배구조를 향상시키기 위한 노력은 법·제도적 개선에 의존해 온 경향이 강하다. 예를 들어 1997년 아시아 외환위기 이후 이사회 구성의 독립성을 강화하는 법적 조항이 마련되었으며, 공정거래위원회가 공정거래법(「독점규제 및 공정거래에 관한 법률」의 약칭)을 통해 기업집단의 상호출자, 채무보증, 내부거래 등을 행정적으로 규제해 오고 있다. 그럼에도 오늘날 국내 상장기업의 이사회에 대해 독립적인 모니터링 역할을 기대하는 것은 어려운 실정이며, 여전히 심각한 기업지배구조 문제는 주로 기업집단에서 발생한다. 또한 주주권의 향상을 위한 집중투표, 전자투표 및 다중대표소송 제도의 의무화는 아직까지도 합의점을 찾지 못한 채 입법화되지 못하고 있다. 법·제도 강화를 통한 기업지배구조 개선은 명시적이고 구체적인 장점이 있는 반면에, 집행력 부족 및 정치적 역학관계 등으로 인해 추진 과정이 무너지거나 개선 효과가 제한될 수 있는 문제점이 있다.

이에 대비하여 기업 스스로가 기업지배구조를 개선하기 위해 자발적으로 노력한다면 이러한 노력은 곧바로 기업가치의 향상으로 이어진다. 예를 들어, <표 1>에서 이사회 구성의 독립성을 평가하는 항목은 총 6개의 세부 평가문항으로 구성되어 있다. 이 중에서 기업은 법적 요건을 넘어 대표이사과 이사회 의장을 분리하거나 사외이사 후보추천위원회를 전원 사외이사로 구성함으로써 자발적으로 이사회 독립성을 개선할 수 있다.⁴⁸⁾ <표 1>의 결과에 따르면, 기업은 이러한 자발적인 기업지배구조 개선 노력을 통해 기업가치를 약 15.6%p 향상시킬 수 있다. 결과적으로 기업지배구조 수준을 향상시키기 위해서는 법·제도적 환경을 개선하기 위한 노력뿐만 아니라 기업의 자발적인 개선 의지와 노력이 동반되어야 한다.

둘째, 널리 수용되는 기업지배구조 모범규준 또는 기업지배구조 평가지수가 너무 광범위한 내용을 포함하게 되면, 자칫 부정확하거나 비효율적인 의사결정을 유도할 우려가 있다. 예를 들어, OECD의 기업지배구조 원칙은 내부 기업지배구조와 관련하여 약 50여개의 조항을 포함하고 있으며 CGS가

48) 「금융회사의 지배구조에 관한 법률」 제13조 제1항에 따라 금융회사의 이사회는 매년 사외이사 중에서 이사회 의장을 선임해야 하나, 비금융회사의 경우 이사회 의장에 대한 자격 요건이 별도로 명시된 법적 조항이 없음. 「상법」 제542조의8 제4항에 의하면, 최근 사업연도 말 기준으로 자산총액이 2조원 이상인 상장회사에 한하여 사외이사 후보추천위원회를 설치하고 사외이사를 과반수로 구성해야 함

제정한 기업지배구조 모범규준은 약 90여개에 달하는 조항을 제시한다.⁴⁹⁾ 개별 기관투자자나 평가 기관이 채택하고 있는 기업지배구조 평가지수도 대부분 많은 수의 평가항목으로 구성된다.⁵⁰⁾ 이러한 포괄적인 모범규준을 참고하여 기업지배구조를 개선하고자 하는 기업은 정작 기업가치 향상에 실질적으로 도움이 되지 않는 기업지배구조 항목만을 선택적으로 개선하게 될 우려가 있다. 또한 상기 모범규준을 토대로 구성된 CGS의 기업지배구조 평가에서 상대적으로 중요성이 약한 기업지배구조를 개선하여 높은 평가점수를 받게 된다면, 오히려 기업에게 실질적으로 중요한 기업지배구조를 개선하려는 유인은 약화될 우려가 있다.⁵¹⁾ 이를 뒷받침하듯, 자율적인 기업지배구조 모범규준이 널리 채택되고 있으나 실질적으로 양질의 기업지배구조 수준으로 수렴하는 것이 아니라 형식적인 수렴에 그친다는 연구결과가 적지 않다.⁵²⁾

이러한 맥락에서 <표 1>의 분석결과는 분명 활용할 만한 가치가 있다. 기업지배구조 평가 시에 세부 평가항목의 상대적 중요성을 적절히 반영한다면, 국내 상장기업의 기업지배구조 수준을 보다 정확하게 파악하는데 도움이 될 것이다.⁵³⁾ 바꾸어 말하면, 지나치게 포괄적인 기업지배구조 평가 기준은 기업가치 향상과 유의한 상관관계가 없는 기업지배구조 평가항목에 과도한 가중치를 부여하게 되어 실질적인 기업지배구조 수준을 정확하게 반영하지 못할 가능성이 있다. 한편 투자대상 기업의 지배구조 개선을 요구하는 기관투자자의 입장에서 효율적인 주주활동 정책의 수립과 이행이 가능하다. 즉, 기업가치 향상에 중대한 영향을 미칠 것으로 기대되는 기업지배구조 시스템을 우선적으로 선별하여 주주활동 역량을 집중할 수 있다. 그럼에도 무엇보다 중요한 것은 기업의 입장에서 상대적으로 중요한 세부 평가항목에 우선순위를 두고 단계적으로 기업지배구조를 개선할 수 있다는 점이다. 즉, 기업지배구조를 개선하는 과정에서 효율성이 증가할 수 있으며 기업가치 향상이라는 측면에서 보다 효과적일 수 있다. 이는 국내 상장기업으로 하여금 자발적으로 기업지배구조를 개선하고자 하는 유인을 강화시켜 줄 것으로 기대한다.

요약 및 결론

CGS의 기업지배구조 평가결과를 이용한 분석에서 각 기업의 내부 기업지배구조 수준 차이가 기업가치와 밀접한 관련이 있는 것으로 나타났다. 이러한 결과는, 특히 주주권리에 대한 법·제도적 보호가

49) OECD, 2015, "G20/OECD Principles of Corporate Governance", 「OECD Publishing, Paris」; 한국기업지배구조원, 2016.7.26., "기업지배구조 모범규준"

50) Brown and Caylor (2006)에 의하면, ISS (Institutional Shareholder Services)가 제공하는 기업지배구조 평가체계는 총 61개의 항목으로 구성됨 (Brown, L., Caylor, M., 2006, "Corporate governance and firm valuation", 「Journal of Accounting and Public Policy」 25, pp.409-434). 한편 Bebchuk et al. (2008)에 의하면, GMI (Governance Metric International)지수는 약 600개 이상의 평가항목을 포함함

51) 이와 관련하여 Bebchuk et al. (2008)을 참고하길 바람

52) 이와 관련하여 Yoshikawa and Rasheed (2009)의 survey 연구를 참고하길 바람. Yoshikawa, T., Rasheed, A., 2009, "Convergence of corporate governance: critical review and future directions", 「Corporate Governance: An International Review」 17, pp.388-404

53) CGS의 현재 기업지배구조 평가체계 또한 세부 항목의 평가점수에 유사한 의미의 가중치가 사전적으로 부여되어 있으며, 매년 평가결과를 바탕으로 합리적인 범위 내에서 가중치를 적절히 조정하고 있음. 하지만 그 설정 기준에 대한 명문화된 근거는 마련되어 있지 않음. 향후 보다 정교한 실증분석 결과를 기초로 합리적인 가중치 설정 기준을 명시할 필요가 있음

취약한 상황에서, 기업의 자발적인 개선 노력이 국내 기업지배구조 개선에 있어 중요한 실마리가 될 수 있음을 시사한다. 또한 기업지배구조 부문의 세부 평가항목별로 기업가치에 미치는 영향은 다르게 나타난다. 이러한 상대적 중요성을 고려하여, 기업은 기업가치에 중요한 영향을 미치는 기업 지배구조 항목부터 단계적으로 개선해 나갈 필요가 있다. 이를 통해 보다 효과적으로 기업지배구조를 개선하고 기업가치를 향상시켜 나갈 수 있을 것이다.

한국거래소는 2017년 3월부터 원칙준수·예외설명(comply or explain) 방식의 기업지배구조 공시 제도를 도입하여 상장기업으로 하여금 10가지 핵심 원칙에 대해 자율적으로 공시하도록 권고하고 있다. 주요 기업지배구조 항목으로 한정하고 기업의 자율적 공시에 맡긴다는 점에서 이 글의 요지와 일치한다. 이러한 접근 방식은 국내 상장기업이 보다 효율적인 기업지배구조 개선 방법을 채택하는데 큰 도움이 될 것이다. 또한 국내 실정에 맞게 지속적으로 기업지배구조 평가모형을 개선해 나가고 있는 CGS의 노력도 자발적으로 기업지배구조를 개선하고자 하는 기업들에게 큰 보탬이 될 것이다. 하지만 국내에서는 무엇보다 지배주주가 기업집단의 지배구조를 개선하려는 의지를 가져야 한다. 기업 단위에서 내부 기업지배구조의 개선을 통해 기업가치를 향상시킬 수 있음을 명심하고 장기적 관점에서 계열회사의 기업가치 향상에 보다 큰 관심을 가져 주실 것을 당부한다.