

◎ 미국 기업지배구조의 虛와 實

본 보고서는 엔론의 회계부정 파문 이후 야기된, 미국 기업지배구조에 대한 비난이 과연 옳은 것인가를 미국 주식시장의 수익률과 지난 20년 동안의 미국 지배구조 변화과정을 통해 살펴보았다. 이 보고서는 ECGI(European Corporate Governance Institute) working paper series 로 Bergt Holmstorm & Steven N. Kaplan에 의해 2003년 9월에 작성되었다

Enron, Tyco, WorldCom 같은 기업들의 회계부정 파문 이후, 언론들은 미국의 기업지배구조와 이 사회의 실패를 집중적으로 다루었다. 또한 최고경영자의 과도한 보상에 대하여 학계나 언론 뿐 아니라 연방준비은행에서도 지속적으로 비난하고 나섰으며 이러한 일련의 상황들은 사베인즈-옥슬리 법(Sarbanes-Oxley Act: 이하 SOX)의 제정이나 NYSE의 새로운 지배구조 가이드라인 제정 등 법률적 변화를 야기하였다.

그런데 과연 미국의 지배구조 시스템이 저조한 성과를 보였는가 하는 점과 그렇다면 이러한 제도적 변화들이 기업지배구조 시스템의 효율화를 가져올 수 있는가를 살펴볼 필요가 있을 것이다. 이를 위해 미국 주식시장의 수익률과 국가 생산성(country productivity)을 분석하였고 다음으로 지난 20년 동안 미국의 기업지배구조 시스템이 어떻게 변화여왔고 그 변화의 의미는 무엇인지 살펴보았다.

▷ 미국의 지배구조는 정말 문제가 있는가?

각국의 주식수익률과 국가생산성(country productivity) 비교를 통하여 기업지배구조와 성과간의 관계를 분석함으로써 미국 기업지배구조가 과연 잘못된 시스템인가를 살펴보았다.

1982년부터 2002년까지 5년 단위로 다섯 기간을 구분하여 미국, 유럽, 동아시아의 주식시장에 대한 MSCI 지수의 총수익률을 살펴본 결과 비록 미국의 주식시장이 최근 몇 년 동안 음의 수익률을 보이고 있지만 조사기간 내내 유럽이나 동아시아 주식시장의 수익률보다 높은 것으로 조사되었고, 同 지수를 구성하는 주요국가인 프랑스나 독일, 영국, 일본의 주식시장 수익률보다도 높게 나타났다.

많은 요소들이 주식수익률에 영향을 미치므로 미국의 기업지배구조 우수성이 주식수익률의 차이를 설명한다고 주장할 수는 없다. 그러나 미국시스템의 결점이 무엇이든지 간에, 미국의 주식수익률이 여타 나라의 수익률을 상회하는 것을 불가능하게 할 정도로 이들 결점이 심각한 것은 아니었다고 결론지을 수는 있다.

주목할 점은 회계부정 파문 이후 미국 주식시장의 수익률이 유럽이나, 다른 동아시아 국가들의 수익률보다 작지 않았다는 점이다. 이에 대한 가장 타당한 설명은 미국의 지배구조 시스템이 부분적으로는 실패하였지만 그 문제를 처리하기 위해 전체 시스템이 신속하게 대응하여 피해가 최소화되었다는 것이다.

미국 기업지배구조 시스템의 성과를 측정하는 다른 수단은 국가 생산성(country productivity)이다. 이를 위해 1982년부터 2000년까지 각국의 1인당 GDP 증가율을 조사하였다. 기업지배구조가 열악할수록 생산성 성장이 낮을 것으로 예측할 수 있는데 조사결과 미국 기업지배구조가 결코 비효율적이라고 판단할 수는 없었고 오히려 1992년 초부터 2000년 말까지 미국의 1인당 GDP 증가율은 프랑스나 독일, 영국, 일본보다 높게 나타났다. 이러한 수치는 미국의 기업지배구조 시스템이 생산성 향상의 주원인임을 나타낼 수는 없지만 기업지배구조 시스템의 결함이 미국의 경제성장에 장애가 되지 않는다는 것을 보여준다.

▷ 지난 20년간의 미국의 기업지배구조의 변화

미국의 기업지배구조는 80년대 이후 상당한 변화를 겪어왔다. 1980년대 이전에는 기업의 경영자들이 기업의 목표를 주주 부의 극대화가 아니라 기업의 성장에 맞추므로써 주주보다는 기업을 둘러싼 이해관계자들에 초점을 맞추었다. 또한 기업사냥꾼이나 적대적 인수를 비롯한 외부 지배구조 메카니즘과 주식 또는 옵션에 기초한 내부인센티브 메카니즘이 제대로 작동하지 못하였다.

그러나 1980년대 들어서면서, 기업인수와 구조조정 움직임이 활발해졌다. 미국의 대형기업들 중 절반 가까이가 인수제의를 받았고, 기업들은 그러한 인수제의를 벗어나기 위해 내부 구조조정을 통하여 스스로를 인수매력이 없는 기업으로 만들기도 하였으며 기업의 부채차입도 증가하였다.

1990년대에는 기업인수의 열기가 잠시 주춤하였으나 이내 80년대 수준으로 회복되었다. 90년대에는 적대적 인수나 레버리지 바이아웃(LBO) 같은 활동이 감소하였지만 스톡옵션이나 주주와 이사회 의 활동확대와 같은 지배구조 메카니즘이 활발히 전개되었다.

미국 기업지배구조의 세 가지 핵심 요소인 경영자보상, 주주, 그리고 이사회에 대하여 지난 20년간의 변화를 살펴보겠다.

○ 경영자보상형태의 변화

미국 최고경영진의 총급여, 특히 옵션보상제도(option-based compensation)는 지난 20년동안 상당히 증가하였다. 90년대 후반에 발간된 보고서에 따르면 1980년부터 1994년까지 15년 동안 미국 대규모 기업의 CEO들의 평균보상은 3 배가 증가하였고 평균 연간 CEO 옵션부여(option grant)는 대략 7배가 증가하였다. 이에 따라 전체 CEO보상에서 주식보상제도가 차지하는 비중은 1980년에 20%였던 것이 1994년에는 50%로 증가하였고 이러한 경향은 1994년부터 2001년까지 지속되었다.

경영진에 대한 보상 특히, 옵션의 이 같은 증가는 많은 논쟁을 불러왔다. 최근의 회계부정 파문과 주식시장 침체를 겪으면서 경영진 보상의 과도한 증가는 주주가치를 손상시킨다고 주장되었다. 그러나 이러한 결론이 반드시 타당하지는 않은 몇가지 이유가 있다. 첫째로 미국 주식시장의 수익률과 생산성의 좋은 성과는 이러한 결론을 반박하고 있으며 둘째는 이러한 주식보상제도의 증가를 통해 CEO와 주주의 이해가 일치하게 된다는 것이다. 세 번째 이유는 기업인수자와 벤처캐피탈 투자자 모두가 그들이 투자한 기업에 스톡옵션보상제도를 상당부분 사용하도록 권장하고 있다는 점이다.

그러나 불행히도 주식에 기초한 보상제도의 확대가 바람직하기는 하였지만 강력한 인센티브구조는 부작용도 가져왔다.

첫째, 경영진의 주식과 옵션보유가 증가하면서, 주식과 옵션을 관리하려는 인센티브를 갖게 되고 주식시장에서 주가를 부풀려 그 가격에서 주식을 매도하기 위해 회계수치를 조작하려는 인센티브를 갖게 된다는 것이다. 둘째, 미국 최고경영진에 대한 보상의 많은 부분은 시장에서 언제나라도 유동화할 수 있어 쉽게 이익을 실현할 수 있다. 셋째, 회계기준에서는 스톡옵션과 관련하여 지출된 비용을 비용으로 인식하지 않기 때문에 몇몇 이사회는 옵션부여에 따른 비용을 경시하게 되고 옵션의 규모가 CEO에게 동기를 부여하고 유지시키는데 필요한 이상으로 증가하였다. 예를 들어, 2001년에 미국에서 보수를 제일 많이 받는 경영자 10인이 평균 \$1.7억불에 상당하는 스톡옵션을 받았는데 이들의 상당수가 이미 상당액의 주식을 보유하고 있다는 점에서 추가적인 스톡옵션의 필요성은 회의적이다.

○ 주주의 변화

미국기업의 주주구성도 20년 동안 많은 변화가 있었다. 기관투자자들의 주식보유비중은 1980년대 30%였던 것이 1996년에는 50%까지 증가하였다. 반면 개인투자자의 주식보유비중은 1970년대에

70%였던 것이 1994년에는 40%까지 감소하였다.

오늘날 공개기업의 주주들이 80년대보다 효율적으로 경영진을 감시할 수 있는 데는 두 가지 이유가 있다. 첫째, 기관투자자의 소유비중이 증가하였다는 점이다. 둘째, 1992년에 SEC는 규정 개정을 통해 주주의 경영진에 대한 감시비용을 상당히 감소시켰다. 이러한 규정의 변화는 주주행동을 조정하고 경영진의 제안을 거부하는데 따르는 비용을 낮춰주었다.

이러한 두 변화와 함께, 1980년대 후반 이후 미국에서는 주주행동주의도 증가하였다. 이러한 주주행동주의의 효과에 대하여는 이견이 존재한다. 한 보고서에 따르면 형식적인 주주제안과 경영진과의 개별협상이 기업가치제고에 별 효과가 없는 것으로 보고되었다. 그러나 이러한 주주행동주의는 막후에서 일어나거나 보고되지 않기 때문에 효과를 측정하는데 어려움이 따른다. 그리고 1980년에서 1996년까지의 주식수익률을 살펴보면 기관투자자의 비중이 높은 기업들에게서 수익률이 높게 나타나 기관투자자들이 기업가치를 높여주는 경영감시 역할을 수행하는 것으로 나타났다.

○ 이사회의 변화

1980년대 후반에 Jay Lorsch와 Elizabeth MacIver는 미국 기업들의 이사회가 가지고 있는 문제점들을 지적하고, 다음과 같은 권고안을 제시하였다.

- (1) 추천위원회에 의한 이사선출
- (2) 이사에게 많은 주식보상 제공
- (3) 선임이사 또는 사외이사 의장의 임명, 매년 CEO 평가, 그리고 사외이사들만의 정기회의 등을 통한 이사회 통제권 강화

본 연구의 발표 이후, 미국기업의 이사회는 이 세 가지 권고안을 만족하기 위해 노력하였다. 그 결과 추천위원회와 선임이사제도가 폭넓게 활용되었고 사외이사들만의 회의도 증가하였다. 또한 이사회는 다수 독립적인 사외이사로 구성되어 있으며 이사들의 전체보상에서 주식과 옵션보상이 많은 부분을 차지하게 되었다. CEO 전직도 활발해져 경영자시장이 확대되었고 그 효율성도 인정받았다.

그러나 이러한 긍정적 측면과는 반대로 독약계획과 같은 적대적 인수 방어기법들과 이사의 시차임 기제와 같은 부정적인 측면들도 과거 20년 동안 상당히 증가하였다. 참고로 최근 연구에서는 정관에 반주주권 조항(anti-shareholder provision)이 많은 기업들의 주가수익률이 그렇지 않은 기업들보다 낮게 나타나는 것으로 조사되었다.

위에서 언급한 개선에도 불구하고 Enron, Tyco, WorldCom같은 기업들의 최근 사태를 통해 미국기업들의 이사회는 독립성과 경영감시기능이 아직 부족한 수준으로 나타나 이사회의 운영절차와 구조는 아직까지는 완벽하지 않은 것으로 결론을 내릴 수 있다.

○ 국제동향

최근 규제완화, 글로벌화 그리고 정보기술이 세계경제를 이끌면서 다른 국가들도 미국의 지배구조 시스템을 따라가기 시작하였다. 유럽과 일본기업들은 전통적으로 내부 다각화를 통하여 사양산업에서 신흥산업으로 자본을 재배분해 왔다. 이러한 나라에서는 기업에 대한 외부시장의 간여는 거의 없었다. 그러나 최근 주주행동주의가 미국 기관투자자들의 강력한 지지를 바탕으로 증가하였고 자사주매입의 규제가 완화 및 폐지되면서 자사주 매입 방식을 통한 자본 재분배가 활발해졌다. 또한 임원과 이사회에 대한 스톡옵션의 증가가 전세계적으로 증가하였다.

미국식 기업지배구조에 대한 비난이 많았음에도 불구하고 1980년대 중반이후, 미국식 모델은 다른 국가들이 따라가는 양상을 보이고 있다.

▷ 최근의 규제변화

○ Sarbanes-Oxley법 (SOX)

SOX는 임원보상, 주주감시, 그리고 특히 이사회 감시기능에 영향을 미칠 수 있는 변화를 요구하였다. 먼저 임원보상과 관련된 한 조항에서는 CEO나 CFO의 부정행위로 인하여 수정이 요구된 재무보고서 작성일 이후 12개월간 주식매도나 보너스를 통해 얻은 모든 이익을 환원할 것을 요구하였다.

주주관련 조항에서는 내부자거래 규정에 관한 변경을 포함하고 있으며 재무적 공시를 강화하고 있다. 임원은 자기 기업 주식의 매매에 대한 보고를 기존의 10일에서 이를 이내에 하도록 하고 부외금융(off-balance sheet financing)에 대한 자세한 공시를 요구하였다.

마지막으로, SOX는 이사의 감시기능을 강화할 목적으로 많은 조항들을 추가하였다. 감사위원회의 권한, 의무, 독립성을 증가시키는데 초점을 맞추어 SOX는 감사위원회가 외부감사를 고용하고 감사위원회는 기업과 금전적 이해관계가 없는 이사로만 구성할 것을 요구하였다. SOX는 또한 재무보고서에 대한 경영진과 이사회 책임과 허위보고에 대한 형사책임을 강화하였다. 또한 SOX는 외부 회계사와 변호사의 사용을 확대하도록 기업에 요구하였다.

SOX와 관련된 두 가지 중요한 위험이 있다. 첫째는 몇몇 규정상의 모호함이 공격적인 소송을 야기할 수 있다는 것이고 둘째는 SOX가 기업지배구조의 문제를 보다 경직적인 연방규제와 법률제정의 수준으로 변화시켰다는 것이다.

SOX의 효과는 지배구조가 취약한 기업에게 긍정적으로 나타나겠지만 이미 좋은 기업지배구조를 지닌 기업에게는 부정적일 수 있다. SOX의 준수에 소요되는 일부 추가비용은 고정비이므로 그 효과는 대기업보다는 소규모 기업에게 더 부정적일 수도 있다.

○ NYSE 및 NASDAQ의 기업지배구조관련 제안

2002년에 NYSE와 NASDAQ에서는 미국 상장기업의 지배구조 강화를 목적으로 제안서를 제출하였다. 두 거래소의 요구사항은 다음과 같다.

- (1) 모든 주식보상계획에 대한 주주 동의
- (2) 기업과 사업관계가 없는 독립적 이사로 이사회 과반수 이상을 구성
- (3) 보상위원회와 추천위원회에서 독립적 이사의 역할 확대
- (4) 경영진이 아닌 이사의 정기적 회의

이 제안과 유사한 것은 1992년 영국증권거래소(LSE)에서 채택된 모범규준이다. 규준에서는 이사회가 최소 3인 이상의 사외이사과 비상임 의장으로 구성되어야 한다는 권고안을 포함하고 있다. 비록 규정이 강제화 되어있지는 않지만, LSE는 기업들에게 규준의 준수여부를 기술하도록 요구하고 있다. 최근 모든 LSE 기업들을 대상으로 한 연구에서 규준의 채택 이후 CEO 전직(turnover)과 기업실적에 따른 CEO의 전직(turnover) 민감도가 증가하였다고 보고하고 있다. 그리고, 그러한 증가는 권고안을 채택한 기업들로부터 집중적으로 나타났다고 보고되었다. 더욱이 이러한 현상은 이사회 의장과 CEO의 분리보다는 이사회 사외이사비중이 증가함에 따라 좌우되는 것으로 나타나 NYSE와 NASDAQ의 규정변화가 바람직한 것으로 나타났다.

○ The Conference Board의 권고안

최근의 스캔들로 인해, 미국 주요기업 협회인 Conference Board에서는 기업들에게 지배구조의 최선 관행을 홍보하기 위해 공공신뢰와 기업위원회(Public Trust and Private Enterprise Commission)를 구성하였다.

2002년 9월에 발간된, 위원회의 보고서에서는 최고경영진의 보상을 설계하는데 있어 이사회에 일련

의 가이드라인 원칙들을 제시하였다. 보고서는 주식옵션의 남용을 발생시키는 예외적 상황을 지적하고 다음의 권고안을 제시하였다.

- (1) 보상위원회는 독립적이어야 하며 다른 기업의 경영자보수를 따라가는 벤치마킹을 피해야 한다.
- (2) 성과보상제도는 기업의 장기목표인 자본비용, ROE, 경제적 부가가치, 시장점유율, 환경에 기초해야하며, 주식시장 변동성과 관련된 우발적 이익(windfalls)이 발생하지 않도록 해야 한다.
- (3) 주식보상제도는 합리적이며 비용 효율적이어야 한다.
- (4) 핵심임원과 이사는 기업주식의 상당한(meaningful) 양을 취득하고 보유하여야한다.
- (5) 보상관련 공시는 투명해야하고 회계상 비용으로 인식되어야 한다.

이 권고안에 따르면 옵션사용의 투명성이나 주가와 이익 조작 방지와 같은 긍정적인 효과가 예상되지만 시장점유율 등 많은 종류의 장기목표와 연결된 성과보상제도의 사용에 관하여는 회의적이다. 우발이익이 문제라면 이는 주가지수연동스톡옵션 또는 단순히 스톡옵션의 잦은 발행을 통해 해결할 수 있다. 또한 임원의 보상수준결정에 있어 다른 기업에 대한 벤치마킹을 피해야 한다는 보상위원회의 권고안은 문제가 있다. 벤치마킹없이 임금수준을 공정하고 효율적인 방법으로 정한다는 것은 어려운 일이며 벤치마킹은 경영자의 시장가격을 살펴보는 긍정적 측면이 있다.

▷ 향후의 전망

향후 시장의 압력, SOX의 제정, 새로운 NYSE와 NASDAQ 규정과 Conference Board같은 단체에서 제시한 가이드라인 등이 함께 작용함으로써 미국의 기업지배구조에 많은 영향을 미치게 될 것이다.

새로운 관련 규정들에 의해 이사회는 좀더 적극적으로 최고경영진을 감시하게 될 것이며 더욱 독립적이고 보다 많은 정보를 요구하게 될 것이다. 감시, 감독에서의 변화뿐 아니라, 경영진보수에 대한 이사회 정책도 변화할 것이다. 경영자가 보유한 주식의 처분에 대한 규제는 단기수익에 치중하는 인센티브를 줄일 것이다. 규정에서 요구하지 않더라도 스톡옵션보상은 비용으로 처리될 것이며, 따라서 스톡옵션보다는 매각제한주식(restricted stock)을 선호하게 될 것이다.

▷ 결론

엔론사태가 미국식 지배구조시스템에 치명적인 문제가 있다는 것을 의미하지는 않는다. 다시는 엔론사태와 같은 사건이 일어나지 않도록 매우 엄격한 제도를 도입하는 것은 기업경영의 경직성을 높임으로써 오히려 비생산적일 수 있다. 우리는 엔론사태의 교훈을 기업지배구조와 통제구조의 개선을 위한 좋은 기회로 받아들여야 할 것이다.