



서 정 우
한국회계연구원
회계기준위원회 상임위원
국민대학교 교수

I. 내부회계관리제도 모범규준 제정의 최근 변화

내부회계관리제도 모범규준을 도입하는 이유는 내부회계관리 제도가 이미 법제화 되었으나 그 구체적인 지침이 없어 기업과 회계법인 제도를 적용하는 데 많은 어려움을 겪고 있기 때문이다. 금융감독원의 2005년 4월 12일자 보도자료에 따르면, 한국상장회사협의회, 코스닥상장법인협의회, 한국공인회계사회, 중소기업협동조합중앙회, 금융감독원 등 5개 기관은 회사가 내부회계관리제도를 설계·운영·평가·보고하는데 필요한 세부지침을 제시하고자 조만간 내부회계관리제도 모범규준 제정안을 확정할 예정이라고 발표하였다.

2003년 12월 11일에 기업구조조정촉진법상 내부회계관리제도를 외감법으로 이관하여 항구적으로 법제화하고, 외부감사인의 검토의견 표명을 의무사항으로 전환하며 상장 법인의 경우 유가증권신고서 등 공시서류의 인 증내용에 내부회계관리제도 운영사실을 포함하도록 하고 있다. 그러나 외감법에서는 내부회계관리자의 지정 등 법령 내용만이 규정되어 있을 뿐 어떻게 내부회계관리제도를 설계·운영·평가·보고 하는 지에 대해서는 실무적인 내용이 없다. 그래서 내부회계관리제도의 기본개념과 원리 등 회사가 내부회계관리제도를 설계·운영·평가·보고하는데 필요한 세부지침을 제시하기 위하여 모범규준 제정이 추진되었으며, 체크리스트 등 실무적용에 필요한 세부사항은 내부회계관리제도 모범규준 적용해설서로 하여 2005년도 중 발간하여 보완할 계획이다. 중소기업에 대한 특례기준도 마련하고, 상장대기업, 상장 중소기업과 비상장대기업, 비상장 중소기업 등 3그룹으로 구분 하여 그룹별로 적용방법 및 보고방법 등을 차별화하였다. 상장대기업 에 대하여는 일반적인 모범규준을 적용하고, 상장 중소기업 및 비상장 대기업 에 대하여는 모든 면에서 보다 완화된 기준을 적용하며, 비상장 중소기업 에 대하여는 관련 법률에서 요구하는 최소요건을 적용하기로 하였다. 2005년 5월 3일 최근에 개정된 외감법은 비공개 중소기업의 현실적인 여건을 감안하여 주권상장법인 또는 코스닥상장법인이 아닌 회사로서 대통령령이 정하는 회사에 대하여는 2007년 6월 30일이 속하는 사업연도말까지 내부회계관리제도의 구축·운영 적용대상에서 제외하였다(현재 안은 자산 500억원 미만 비상장 중소기업). 또 하나의 변화는 2005년 5월 17일에 모범규준을 제정하는 주체로서 한국상장회사협의회, 코스닥상장법인협의회, 한국공인회계사회, 중소기업협동조합중앙회 등으로 구성된 순수 민간조직의 운영위원회가 신설되었다. 이 운영위원회는 모범규준 제정을 주도하며, 한국상장회사협의회에 사무국을 두어 지속적인 활동을 할 것이다. 운영위원회에서는 의견 수렴을 위하여 모범규준 공개초안을 발표하였다.

II. 모범규준 공개초안의 핵심 내용

모범규준은 외감법 제 2조의 2 및 제2조의 3의 규정의 적용을 받는 회사가 내부회계관리제도를 설계·운영·평가·보고 하는데 필요한 기본원칙을 제시함으로써 회사가 합리적이고 효과적인 내부회계관리제도를 구축하도록 지원하고 이를 통해 회사가 공시하는 재무제표의 신뢰성을 제고하는 것을 그 목적으로 한다.

내부회계관리제도는 회사의 재무제표가 일반적으로 인정되는 회계처리기준에 따라 작성·공시되었는지의 여부에 대한 합리적 확신을 제공하기 위해 설계·운영되는 내부통제제도의 일부분으로서 회사의 이사회, 경영진 등 모든 조직 구성원들에 의해 지속적으로 실행되는 과정을 의미한다. 내부회계관리제도는 내부통제제도의 세 가지 목적 중 재무정보의 신뢰성 확보 목적, 특히 재무제표의 신

퇴성 확보를 목적으로 하며, 여기에는 자산의 보호 및 부정방지 프로그램이 포함된다. 또한 운영목적이나 법규준수목적과 관련된 통제절차가 재무제표의 신뢰성 확보와 관련된 경우 해당 통제절차는 내부회계관리제도의 범위에 포함된다.

공개초안에 규정한 내부회계관리제도 5가지 구성요소는 다음과 같다.

- 통제환경 : 내부통제제도 전체의 기초를 이루는 개념으로서 조직체계·구조, 내부통제를 유인하는 상벌 체계, 인력운용 정책, 교육정책, 경영자의 철학, 윤리, 리더십 등을 포함하는 포괄적인 개념
- 위험평가 : 회사의 목적달성과 영업성과에 영향을 미칠 수 있는 내·외부의 관련 위험을 식별하고 평가·분석하는 활동
- 통제활동 : 조직 구성원이 이사회와 경영진이 제시한 경영방침이나 지침에 따라 업무를 수행할 수 있도록 마련된 정책 및 절차
- 정보 및 의사소통 : 조직 구성원이 그들의 책임을 적절하게 수행할 수 있도록 시의 적절한 정보를 확인하고 접할 수 있도록 지원하는 절차와 체계
- 모니터링 : 내부통제의 효과성을 지속적으로 평가하는 과정

내부회계관리제도와 각 이해관계자와 관련된 모범규준에 따르면 이사회는 경영진이 설계·운영하는 내부회계관리제도 전반에 대한 감독책임을 지며, 감사(위원회)는 경영진과는 독립적으로 내부회계관리제도에 대한 평가기능을 수행함으로써 내부회계관리제도의 적절한 운영 및 개선을 지원한다. 이사회는 경영진에 대한 지도·감독업무를 수행하는 바, 내부회계관리 규정 및 관련 정책의 승인, 내부회계관리제도 관련 조직을 포함한 조직구조에 대한 승인, 회사 내 재무보고 및 자산보호와 관련된 제반 위험에 대한 이해, 경영진이 재무제표 신뢰성 관련 위험을 평가·통제하기 위해 적절한 조치를 강구하는지에 대한 확인, 경영진이 내부회계관리제도의 효과성에 대한 적절한 모니터링 및 평가활동을 수행하고 있는지에 대한 확인 등을 하여야 한다. 한편, 감사(위원회)는 경영진과 독립적인 입장에서 내부회계관리제도의 운영실태를 평가하고 그 결과를 이사회에 보고하여 문제점을 시정하게 함으로써 내부회계관리제도가 원활하게 운영되도록 하는 역할을 수행하는 바, 내부회계관리제도에 대한 전반적 평가결과의 이사회 보고, 내부회계관리제도의 개선을 위한 권고안 제시, 내부회계관리제도 상의 취약점 및 개선방안에 대한 이행여부 확인 등을 하여야 한다. 그리고 회사의 대표이사는 효과적인 내부회계관리제도의 설계 및 운영에 대한 궁극적인 책임을 지며, 내부회계관리제도 운영을 담당할 내부회계관리자를 지정한다. 경영진은 내부회계관리제도가 원활히 작동하는데 필요한 제반 조치로서 이사회가 승인한 내부회계관리규정의 시행, 적절한 내부회계관리제도의 설계 및 운영·내부회계관리제도의 효과성에 대한 평가, 내부회계관리제도에 대한 책임·권한·보고관계의 명확화 등의 업무를 수행하여야 한다. 이사회와 경영진은 내부회계관리제도의 중요성을 강조하는 직업윤리 및 청렴도의 기준을 윤리강령 등을 통해 제시하고 솔선수범하는 한편, 회사의 모든 임직원들이 내부회계관리제도에 있어서 자신의 역할을 이해하고 그 절차를 충실히 따르도록 하는 통제문화를 조성한다.

경영진은 체계적이고 합리적인 평가 절차를 개발하여 내부회계관리제도를 평가하여야 하며 충분한 문서화를 통해 그 근거를 마련한다. 내부회계관리제도 평가 시에 적용되는 일반적인 절차는 전사적 수준에서의 내부회계관리제도 파악, 유의한 계정과목 및 주식정보의 파악, 경영자 주장의 식별, 주요 업무프로세스 파악 및 평가 대상 사업단위의 결정, 내부회계관리제도 설계의 효과성 평가, 내부회계관리제도 운영의 효과성 평가 등으로 수행하여야 한다. 경영진은 내부회계관리제도가 재무제표의 중요한 왜곡표시를 초래할 수 있는 오류나 부정을 예방하고 적시에 적발할 수 있도록 설계되었는지 여부를 판단하기 위해 내부회계관리제도 설계의 효과성을 평가한다. 이러한 평가는 전사적 수준과 업무프로세스 수준의 내부통제 설계에 대한 평가 등으로 구성된다. 내부회계관리제도는 각 업무 프로세스별로 통제목표가 설정되어 있고, 각 통제 목표를 충족할 수 있는 통제가 있으며, 통제활동이 설계된 대로 운영되는 경우 재무제표 상 중요한 왜곡표시를 예방 또는 적발할 수 있을 때 효과적이라고 볼 수 있다. 또한 경영진은 내부회계관리제도가 설계된 대로 운영되고 있는지 여부를 판단

하기 위해 내부회계관리제도 운영의 효과성을 평가한다. 이러한 평가는 전사적 수준 및 업무프로세스 수준 등의 내부회계관리제도 운영에 대한 평가로 구성된다. 내부회계관리제도 설계 및 운영의 효과성을 평가한 결과 중요한 취약점이 발견된 경우 이는 내부회계관리제도가 효과적으로 설계 또는 운영되고 있지 않다는 사실을 나타내므로 내부회계관리제도의 효과성에 대한 종합결론을 내리는데 반영되어야 한다.

중소기업 (중소기업기본법의 적용대상 회사를 말함) 역시 내부회계관리제도 모범규준의 내용을 모두 적용함이 바람직하다. 단, 중소기업의 경우 경영여건을 감안하여 본 모범규준을 세부적으로 적용하는 과정에서 대기업보다는 완화된 방식으로 내부회계관리제도를 설계, 운영 및 평가할 수 있다. 비상장대기업의 경우 중소기업에 대한 적용을 준용할 수 있으며, 비상장중소기업의 경우에는 본 모범규준에 불구하고 외감법 제2조의 2 규정에 따라 내부회계관리규정 및 조직을 구비하고 내부회계관리규정 상 관련 통제절차를 모두 준수하는 경우 본 모범규준을 준수한 것으로 본다.

내부회계제도의 개념체계 그리고 중요 기본원칙에 대한 이상의 내용이 최근 발표된 공개초안의 핵심내용이라고 할 수 있다.

III. 내부회계관리제도는 경쟁우위 확보의 수단

현재 공개된 내부회계관리제도 모범규준은 작년 말 기업지배구조개선지원센터가 주최한 심포지엄에서 공개된 모범규준과 그 개념체계는 유사하나, 기업과 외부감사인의 부담을 완화하기 위하여 그 내용이 크게 축소되었다. 그러나 이러한 최소한의 모범규준만을 적용한다면 기업은 경쟁우위 확보를 실기할 수 있다. 기업의 장수비결은 바로 신뢰와 경영투명성이라는 최근 보도는 바로 내부회계관리제도가 법규제로 강요되어 억지로 하는 것이 아니라 오히려 그것이 바로 기업의 장수비결이라는 점을 적절히 시사하고 있다.

기업의 장수비결은 바로 신뢰와 경영투명성

국내에서 50년이상 생존한 기업들의 장수 비결은 ‘신뢰와 경영 투명성 확보’ 및 ‘조직원의 일체감과 응집력’ 등인 것으로 조사됐다. 월간 경영전문지인 `엑셀런스 코리아(Excellence Korea)`는 26일 국내 매출액 기준 500대 기업중 50년이상 장수한 37개 기업을 대상으로 설문조사를 실시한 결과 장수의 비결을 묻는 질문에 조사대상의 가장 높은 비율인 27.6%가 `신뢰 및 경영 투명성 확보`라고 답하였다. (연합통신_2005. 4. 27)

수동적인 마인드에서 능동적이고 적극적인 마인드로 변화하여야 한다. 적절한 내부회계관리제도는 재무보고의 신뢰성을 제고할 뿐만 아니라 바로 기업의 경쟁력도 강화할 수 있다. 내부회계관리제도를 효율적으로 설계 및 운영한다면 조직 내부의 구성원 간의 신뢰도 확보할 수 있다. 조직이 부정과 오류가 없이 투명하게 운영된다면 모든 구성원이 서로를 신뢰하고 각자의 역할 수행에 최선을 다할 것이다. 구성원간의 신뢰가 바로 조직 발전의 가장 큰 원동력이 될 것이다.

연구의 요약

본 연구는 지배주주의 현금흐름권 (cash flow rights) 과 의결권 (control right) 의 괴리로부터 유발되는 이익조정 (income management) 의 유인을 제한할 수 있는 법적, 비법적 제도들 (legal and extra-legal institutions) 의 역할에 관한 증거를 제시한다. 동아시아 9 개국, 서유럽 13 개국의 개별기업 데이터로 시행한 분석에서, 외부소액주주 (minority rights) 의 권리 보호장치가 잘 정비되어 있고, 비법적 제도가 잘 갖추어진 나라들에서는 의결권과 현금흐름권의 괴리에서 발생하는 이익조정이 현저하게 줄어들었다. 법적 장치 중에서는 관습법 (common law) 과 효율적인 사법제도 (judicial system) 가 이익조정을 효과적으로 제한하고 있었으며, 비법적 장치 중에서는 효과적인 조세순응도 (tax compliance) 가 내부자의 이익조정의 방지에 있어서 탁월한 효과를 보이고 있었다. 높은 조세 순응도가 법적 전통 (legal tradition) 이나 효율적 사법제도 보다 이익조정의 방지에 더 큰 효과를 가지고 있다는 것은 새로운 발견이다.

1. 서론

효율적인 기업 지배구조의 운용에는 양질의 재무정보 제공과 이익조정의 원인과 결과에 대한 심도 있는 이해가 필수적이다. 기업의 지배구조가 부의 창출을 극대화하는데 기여하기 위해서는 기업의 영업활동이 공정하게 공시되어 외부주주들이 기업의 상황을 잘 이해하고 정당한 권리를 행사할 수 있도록 보장해야 한다. 이러한 관점에서 본 연구는 지배주주의 의결권과 현금흐름권의 괴리에 의해서 발생하는 이익조정과, 법적 그리고 비법적 장치들의 이익조정의 방지에 관한 역할에 중점을 두었다.

근본적인 대리인 비용 문제는 외부주주들과 기업경영자 사이의 문제이기 보다는, 소액주주들 (minority investors) 과 지배주주들 (controlling shareholders) 간의 관계에 존재한다. 소수의 가족집단에 의한 소유구조가 최고경영자와 긴밀한 관계를 유지하면서 현금흐름권을 넘어선 영향력을 행사하는 것은 한국은 물론이고 동남아시아나 서유럽에서 쉽게 관찰되는 현상이다.

지배주주들은 피라미드구조 (stock pyramids), 상호출자구조 (cross-ownership structure) 등을 통하여 현금흐름권 이상의 영향력을 행사하며, 기업 내부자들은 소액주주들의 부를 희생하여 사적 이익 (private control benefits) 을 얻는 유인이 생긴다. 또한 내부자들은 사적 이익을 얻는 과정에서 잠재적인 소송위험이나 명성의 훼손을 피하고자 하므로, 이익조정을 통해 자신들의 사적 이익을 은폐할 가능성이 있다.

이러한 연구를 위해서 본 연구는 동아시아 9 개국과 서유럽 13 개국의 지배주주들의 소유와 지배구조에 관한 개별기업 데이터를 사용하였다. 또한 법적, 비법적 제도들이 가지는 소유 - 지배 괴리 (control divergence) 에 의하여 발생하는 이익조정의 방지에 중점을 두었으며, 여기에는 투자자들의 법적 권리가 잘 보호되고 비법적 제도들이 효율적으로 구성되어 있을 경우 이익조정이 줄어들 것이라는 예측이 전제가 되고 있다. 현재까지의 연구는 잘 정비된 법적, 비법적 제도가 내부자의 사적 이익추구행태를 억제하고 자본시장의 발전과 기업가치에 긍정적인 영향을 미친다는 것을 밝혀왔으나, 법적 제도가 지배주주의 소유 - 지배 괴리에 의해 유발된 이익조정의 방지에 어떠한 역할을 갖는가에 대한 증거는 없었다.

법적 제도에서 한걸음 더 나아가, 본 연구는 비법적 제도 역시 이익조정으로 인한 지배주주의 사적 이익을 억제하는 데에 효과적임을 실증하였다. 기업의 의사결정은 본질적으로 불확실성이 존재하기 때문에 법적 장치가 내부자들의 부의 도용을 방지하는 역할을 전적으로 담당하는 것에는 분명한 한계가 있다. 비록 비법적 제도가 주주권리의 법적 보호에 직접적으로 연관되어 있지는 않지만, 내

부자들의 사적 이익에 대한 동기를 약화시킬 수 있다. 각 국가마다 차이가 있는 이러한 비법적 제도는 제품 시장의 경쟁 (product market competition), 대중매체의 보급 (diffusion of the press), 조세 순응도 (tax compliance) 로 측정할 수가 있다.

단순회귀분석의 결과는 지배 피리에 의해 유발된 이익조정이 소액주주들의 권리가 법적으로 잘 보호되고, 효과적인 비법적 제도가 정비되어 있는 국가들에서 현저하게 억제되고 있다는 것을 보여준다. 다중회귀분석의 결과에서는 관습법이라는 법제도적 배경과 효율적인 사법 제도의 효과가 다른 법적 요인들의 효과보다 우월하고, 조세 순응도의 효과가 다른 비법적 제도들의 효과보다 우월함을 볼 수 있다. 이익조정의 방지에 있어서, 효과적인 조세제도가 법제도적 배경이나 효율적인 사법제도보다 중요한 것으로 나타났는데, 기존의 연구결과들이 거시경제적 측면과 기업 정책 측면 모두에 있어서 법적 제도의 지배적 중요성을 밝혀왔던 것에 비추어 본다면 놀라운 결과라 하겠다. 그렇지만, 이 결과는 비법적제도가 최소한 법적 제도만큼 중요도를 지닌다는 최근 학계의 주장과 일관된 것이다.

본 연구가 기존의 연구들과 다른 점은 다음과 같다. 첫째, 기존의 경영자 지분율 (managerial ownership) 과 이익조정에 관한 논의에서 지배주주들의 소유 - 지배 피리에 관심을 둬으로써 기존의 연구를 보완, 발전하였다. 미국 이외의 국가들의 개별 기업데이터를 사용하여 현금흐름권과 의결권의 차이인 소유 - 지배 피리 (control divergence) 에 초점을 맞추었다. 둘째, 최근의 여러 연구들에서는 개별 국가를 연구의 단위로 하였지만, 여기에서는 개별 기업의 이익조정을 연구하여 한 국가 안에서 개별 기업들 간의 소유와 지배 관계를 분석하였다. 셋째, 이익조정 억제 측면에서 법적 제도의 역할 뿐만 아니라 비법적 제도의 역할에 초점을 둬으로써, 기존의 법적 제도에 중점을 두었던 연구를 계승, 발전시켰다. 비법적 제도 중 큰 효과를 보인 세금 제도의 개혁이 다른 여타의 법적 제도의 개선보다 비용이 적게 든다면, 많은 국가들에게 있어서 내부자의 사적 이익조정을 방지 할 수 있는 많은 기회를 마련해 줄 수 있을 것이다. 마지막으로, 본 연구는 거시적인 관점에서 최근에 관심이 되고 있는 경제활동과 효율성의 개선에 있어서의 재무회계정보의 역할이라는 주제를 다루고 있다.

2. 의결권과 현금흐름권의 피리와 이익조정

최근의 연구에 따르면, 미국과 캐나다의 대규모 기업들 중에 소유가 집중된 구조를 갖는 기업이 이미 존재할 뿐 아니라, 기타 선진국이나 개발도상국에서도 이러한 현상이 나타나고 있다. 가장 핵심이 되는 대리비용 문제는 소액주주들과 기업경영자에게 거의 완전한 영향력을 행사하는 지배주주들 간의 이해갈등에서 생겨나고 있다. 자신들이 소유하는 의결권에 비해 작은 규모의 현금흐름권을 갖는 지배주주들의 경제적 이해와 소액주주의 유인간의 불일치로부터 문제가 발생한다. 특히, 소액주주들의 권리가 잘 보호되지 않고 있는 국가에서는 이러한 지배주주들이 도모하는 사적 이익의 규모가 매우 큼을 최근의 연구들이 제시하고 있다.

2.1. 내부자의 사적통제이익 (control benefits)의 은폐 수단으로서의 이익조정

지배주주들은 사적 이익을 얻는 과정에서 외부의 감시나 명성의 훼손을 피하고자 하므로, 회사의 보고 이익을 조작, 은폐할 유인을 가진다. 그러나 소액주주나 외부 주주들은 내부자들의 행동을 감시, 통제할 효과적인 자원이나 장치가 없으므로 이익조정을 감지하기가 어렵다.

이익조정의 수단에 있어서, 내부자들은 실제 영업 및 투자활동을 변경하는 것 보다는 회계발생액 (accrual) 을 조작하는 것이 훨씬 비용이 적게 들뿐 아니라, 투자자, 애널리스트, 감사인 모두에게 있어서 발생액의 진정한 의도와 의미를 식별해 내는 것은 쉬운 일이 아니므로 발생액은 내부자들이 이익조정을 쉽게 할 수 있는 훌륭한 도구가 되기 쉽다.

내부자들에게 있어서 이익조정의 또 다른 유인으로는, 의사 결정권과 그에 따른 사적정보가 지배주주나 내부인에게 국한되기를 원한다는 점이다. 내부자들이 의사 결정권과 그에 따른 사적 정보를

동시에 소유하게 되면 경쟁자들에게 기업의 소유와 관련된 정보가 새어나가는 것을 방지할 수 있고 정보의 이전에 따르는 비용 지출을 피할 수 있다. 또한 정보의 공시를 막음으로써 잠재적인 경쟁과 사회적 제재를 막을 수가 있다. 이러한 논점에 따라 다음과 같은 첫 번째 가설을 세울 수 있다.

H1: 지배주주들의 지배 권리가 커질수록 이익조정이 증가한다.

2.2 지배 권리의 대리비용 감소에 있어서의 법적 제도의 역할

최근의 연구에 따르면, 잘 정비된 법적 장치와 효과적인 공시제도는 내부자의 사적 이익추구에 따른 비용을 크게 함으로써 사적 이익을 방지한다. 이는 내부자들이 부정행위가 외부에 노출되거나 소송을 당할 가능성이 커짐에 따라 이익조정의 유인이 감소한다는 것을 의미한다. 각 국가별 법적 제도와 소액 주주에 대한 법적 보호의 정도를 ① 법제도적 배경, ② 소액주주보호장치의 효율성 (anti-director rights), ③ 사법제도의 효율성, ④ 법의 지배 (rule of law) 정도, ⑤ 공시제도의 5 가지 요인으로 계량화하고 두 번째 가설을 세웠다.

H2: 소액 주주들의 권리를 보호하는 법적 장치가 잘 구비된 국가에서는 소유 - 지배 권리에 의한 이익조정이 감소한다.

기존의 연구와는 달리 본 연구에서는 개별 기업 데이터를 사용하여 같은 국가나 경제에 속하는 기업들 간에도 개별 기업간의 지배, 소유 구조에 따라 이익조정의 정도가 달라지는 것을 분석하였고, 법적 제도가 평균적인 이익조정이 아닌 지배 권리에 의해 파생된 이익조정에 미치는 영향을 연구하는 점에 차이점이 있다.

2.3 비법적 제도, 사적 이익, 그리고 이익조정

비록 법적 제도가 기업 내부자들에 가해지는 가장 강력한 제재 수단이라는 하지만, 주주들의 권리 보호에 직접적인 영향을 미치지 않는 비법적 제도 또한 내부자의 사적 이익과 이익조정을 억제하는 역할을 할 수 있다. 이러한 비법적 제도의 측정을 위해 제품 시장의 경쟁 (product market competition), 대중매체의 확산 (diffusion of press), 효율적 조세제도 (an effective tax system) 를 사용하였다. 시장의 가격 경쟁이 치열할수록 기업은 가격 조작을 통해 기업의 부를 유출하기가 어렵고, 또한 그러한 부의 유출은 심한 경쟁상황 속에서 기업의 경쟁력 약화로 이어지기 쉬우므로 사적 이익을 얻기가 힘들어진다. 그리고 기업은 내부자의 부정행위가 대중매체를 통해 시장에 쉽게 알려질 우려가 있을 때 사적 이익을 얻기가 힘들어진다. 또한 조세당국은 기업 이익의 신뢰성을 파악해야 한다는 점에서 소액주주들과 목적이 일치하지만, 소액주주들과는 달리 조세제도를 효율적으로 강제할 수 있는 능력을 갖고 있으므로 기업의 이익조정을 효과적으로 통제할 수 있는 수단이 된다. 세 가지 비법적 요인들을 고려한 세 번째 가설은 다음과 같다.

H3: 제품 시장 경쟁이 치열하고, 대중매체의 영향력이 강하며, 조세순응도가 높은 국가에서는 소유 - 지배 권리에 의한 이익조정이 감소한다.

법적 제도가 기업 내부자들의 사적 이익 통제의 억제에 미치는 효과에 관한 연구는 활발히 진행되었지만, 비법적 제도의 역할에 관한 관심은 최근에서야 시작되었으며, 이익조정과 비법적 제도의 관계에 관한 연구는 이 연구가 처음이라고 판단된다.

3. 이익조정의 대응치로써의 재량적 발생액의 절대값

재량적 발생액의 절대값 (IDACC) 은 내부자들이 기업의 이익에 가한 재량의 대응치로써 종종 사용되지만, 잠재적인 측정 오류를 피하기 위해서는 세심한 주의가 필요하다. 재량적 발생액의 절대값은 기업 내부자가 기업의 부를 유출한 경우 알려지는 것을 방지하기 위해 기업의 이익을 부풀리거나, 혹은 기업의 실적이 좋은 경우 미래에 실적이 좋지 않게 바뀌는 경우를 대비하여 이익을 유보하는 성향을 포착해 낸다. 이 방법은 특정한 기준점을 정하는 방법이나 특정 회계처리방법에 따라 분류를 하는 것에 비해 다음과 같은 장점을 지닌다. 첫째, 특정한 기준점을 정하는 방법과는 달리 개념적 모호함이 없다. 둘째, 모든 회계처리방법의 이익증감효과를 포착할 수 있다. 셋째, 한 국가에서 시행되는 회계기준이 내부자의 공시 관례를 잘 반영하지 못하는 경우를 피할 수 있다. 넷째, 이익조정에 관련된 많은 중요한 논문들이 사용하는 방법이다.

발생액은 영업현금흐름에 대한 데이터 문제로 간접대차대조표법 (indirect balance sheet approach) 를 사용하여 구하였으며, 비재량적 발생액과 재량적 발생액을 구분하기 위하여 횡단면적 Jones 모형을 사용하였다. 이 모델은 22 개국가의 각 개별연도의 표준산업분류에 대해 적용되었으며, 비재량적 발생액의 기저에 있는 산업의 특성은 한 국가 안에서 동일하다고 가정하였다. 이처럼 산업별, 연도별로 비재량적 발생액을 추정하는 것은 매우 중요하며, 그 이유는 비재량적 발생액에 영향을 미칠 수 있는 자본비용과 같은 잠정 요인들이 산업별로 다를 수 있기 때문이다.

만약 모형에서 생략된 변수가 독립변수와 상관관계가 있거나 비무작위 샘플 (nonrandom sample) 에 속해 있다면 재량적 발생액의 추정치에 편의 (bias) 가 생기게 되므로, 이를 방지하기 위하여 세가지 이익 활동 변수 ((1) ROA, (2) |ROA|, (3) $|\Delta ROA|$) 를 사용하였다. 이 변수들의 사용이 중요한 이유는 재량적 발생액의 절대값이 당기 이익의 수준과 이익의 절대값과 양의 상관관계를 갖기 때문이다.

또한, 기업의 경영성과와 관련된 측정 오차에 있어서, 재량적 발생액의 추정치에 잔차 오류 (residual error) 를 포함하고 있을 가능성이 있기 때문에, 회귀식에 규제 (regulation), 기업규모 (firm size), 성장기회 (growth opportunities), 재무 레버리지 (financial leverage) 를 포함하였다.

마지막으로, 모델 속에 1994 년 달러 기준으로 GNP 에 자연로그를 취한 값을 포함하였는데, 이는 내부자의 이익조정이나 지배 괴리에 영향을 끼칠 수 있는 관측되지 않는 국가별 고유의 제도적 특성들을 통제하는 데에 사용되었다. 이 변수는 또한 생략되었을지 모를 제도적 요인들로 인한 잠재적인 내생성 문제를 없애주는 역할을 한다.

4. 연구표본

표본은 동아시아 9 개국 (홍콩, 인도네시아, 일본, 한국, 말레이시아, 필리핀, 싱가포르, 타이완, 타이) 과 서유럽 13 개국 (오스트리아, 벨기에, 핀란드, 프랑스, 독일, 아일랜드, 이탈리아, 노르웨이, 포르투갈, 스페인, 스웨덴, 스위스, 영국) 의 개별 기업 데이터 중 소유, 지배구조, 이익조정과 관련 통제변수들을 포함한다.

4.1 지배주주의 현금 흐름권과 의결권

지배주주란 한 기업 안에서 결정적인 의결권을 가지고 있고 다른 어느 누구에 의해서도 통제되지 않는 주주를 말한다. 이는 직접적 소유권 (immediate ownership) 과는 다른 것으로, 동아시아와 서유럽 기업의 복잡한 소유구조로 인해 직접적 소유권만으로는 기업의 소유, 지배 구조를 충분하게 파악하기 어렵다는 것을 의미한다.

동아시아 기업들의 데이터는 2,980 개 기업의 1996 년 현금흐름권과 의결권 자료이며, 서유럽의 데이터는 1996 년부터 1999 년 사이의 5,232 개 기업을 분석한 자료이다. 지배주주의 의결권은 최대 50% 로 간주하였으며, 일관성을 기하기 위해 현금흐름권 역시 최대 50% 로 설정하였다.

소유 - 지배 괴리도 (Diverge) 는 기존 연구를 따라 “1 - 현금흐름권 / 의결권 ” 으로 계산하였다 . 따라서 지배주주의 소유 - 지배괴리는 커질수록 이 비율이 1 에 근접하게 된다 . 만약 기업에 명확한 소유주가 없는 경우는 Diverge 를 0 으로 , 즉 괴리가 없는 것으로 , 가정하였다 . 소유 - 지배 괴리도의 측정에 오차가 있을 우려가 있지만 , ln(GNP) 변수의 도입으로 인하여 이러한 오차들이 통제되기를 기대하였다 .

4.2 기술 통계

6 개 국가 (홍콩 , 아일랜드 , 말레이시아 , 싱가포르 , 타이 , 영국) 는 관습법을 채택하고 있고 계량화된 소액주주권리 (Rights) 는 평균 2.9, 중위수 3.0 을 보였다 . 사법제도의 효율성 (Efficiency) 은 변화폭이 심하였는데 인도네시아가 가장 낮게 나왔고 8 개 국가가 동시에 가장 높은 수준을 보였다 . 법제도의 엄격함 (Rule of law) 은 국가별로 비슷한 변화를 보였고 , 회계공시정도 (Disclosure) 는 포르투갈이 가장 낮게 , 스웨덴이 가장 높게 나왔다 . 제품시장경쟁 (Competition) 은 상대적으로 국가별로 변동폭이 낮았으며 , 조세 준응도 (Tax compliance) 는 이탈리아가 가장 낮고 싱가포르가 가장 높았다 .

|DACCI| 의 평균값은 전기 총자산의 4%~7% 가 나왔다 . 일본기업들의 재량적 발생액의 절대값이 총자산의 2.8% 로 가장 낮았고 , 인도네시아가 8.2% , 한국이 7.5% 로 높은 순서를 기록하였다 . 소유 - 지배 괴리 (Diverge) 의 평균은 10% 와 30% 사이에 위치하였는데 , 국가단위로 약 40% 가 0 보다 큰 값을 보여 , 지배주주의 소유 - 지배 괴리 현상이 전세계적을 나타남을 알 수 있다 . 지배주주의 현금흐름권 (Own) 은 평균적으로 매우 높았다 (평균이 약 20%~35%)

국가별 법적 , 비법적 제도 변수들의 상관관계는 대개의 경우 유의한 것으로 나타났으나 , 몇몇 변수들의 경우 그다지 높지 않게 나왔는데 , 이는 국가별로 내부자의 사적 이익을 제한하는 요인들의 서로 다른 면을 포착해 낸 것으로 볼 수 있다 .

5. 실증연구

5.1 법적 제도에 관한 회귀분석

가설을 검증하기 위한 회귀식은 다음과 같다 .

$$|DACCI| = \beta_0 + \beta_1 \text{Diverge} + \sum_k \beta_{2k} \text{Diverge} \times \text{Institution}_k + \beta_3 \text{Institution}_k$$

(+) (-) (-)

$$|DACCI| = +\beta_4 \text{Own} + \sum_k \beta_{5k} \text{Own} \times \text{Institution}_k + \beta_6 \ln(\text{GNP})$$

|DACCI| = (?) (?) (?)

$$|DACCI| = +\beta_7 \text{Regulation} + \beta_8 \ln(\text{Assets}) + \beta_9 \text{Market-to-book}$$

|DACCI| = (-) (-) (+)

$$|DACCI| = +\beta_{10} \text{Leverage} + \beta_{11} \text{ROA} + \beta_{12} |\text{ROA}| + \beta_{13} |\Delta \text{ROA}|$$

|DACCI| = (+) (?) (+) (+)

$$|DACCI| = + \text{error term}$$

다중회귀분석의 결과 , 오직 Diverge 와 Legal 의 상호교차항과 Diverge 와 Efficiency 의 상호교차항의 계수만이 유의적인 음수 값을 나타내었는데 , 이는 법제도 배경과 효율적인 사법제도의 효과가 다른 법적 제도의 이익조정 방지 효과를 포함하고 있다고 볼 수 있다 .

한가지 유의할 점은 , 단순회귀분석에서 Diverge 의 계수가 항상 유의적인 양수 값을 보이지 않았는

데, 여기에 대한 한가지 설명으로는, 낮은 재량적 발생액의 절대값이 이익조정 감소의 의미하기 보다는, 내부자가 경제적 손실을 이익에 적시적으로 반영할 유인, 즉 보수주의 회계정책을 사용하는 유인을 측정할 수도 있다는 점이다. 이 점은 추후의 연구에서 다루어질 주제라 하겠다.

5.2 비법적 제도의 효과

이익조정을 억제하는 데 있어서 3 가지 비법적 제도, 즉 효율적 경쟁시장 (Competition), 공정하고 엄정한 대중매체 (Newspaper) 그리고 효율적인 조세제도 (Tax) 의 영향을 분석하였다. Diverge 의 계수는 항상 유의적인 양수를 보였으며, Diverge 와 나머지 3 요인의 상호작용 변수는 항상 유의적인 음수를 보였다. 이러한 결과는 지배 과리가 증가할 수록, 비법적 요인이 약한 국가의 이익조정이 증가한다는 가설을 뒷받침 하는 것이다.

3 항을 모두 포함시킨 다중회귀분석에서, Diverge 와 Tax 의 상호교차항의 계수만이 통계적으로 유의적인 음수 값을 보이는 점이 흥미로운데, 이는 지배 과리에 의해 이익조정이 있을 경우, 높은 수준의 조세 순응도가 다른 비법적 요인들의 억제 효과를 포함하고 있다고 해석할 수 있다. 이는 내부자의 사적 이익을 억제하는데 있어서 조세 당국이 소액주주들 보다 강제력을 가지고 있으므로 권리를 행사하는 데에 훨씬 효과적이며, 따라서 효율적인 조세 제도가 공공재 (public good) 로써 작용할 수 있다는 주장과 일치한다.

5.3 법적 제도와 비법적 제도의 비교

비록 관습법의 법적 제도 배경, 효율적인 사법 제도, 높은 조세 순응도가 모두 내부자의 이익조정을 억제하는 효과를 가지고 있지만, 이들 중 가장 효율적인 방법이 어떠한 것이냐에 따라 실제 정책의 수립에 의미하는 바가 달라질 수 있다. 한 예로, 한 국가에서 법적 전통이나 사법 제도 등을 바꾸는 것이 조세 제도를 바꾸는 것 보다 훨씬 많은 비용이 들 수 있기 때문이다. 이러한 관점에서 법적 제도 배경, 효율적 사법 제도, 조세 순응도를 모두 포함 시킨 다중회귀분석을 실시하여 어떠한 변수가 지배 과리로 인한 이익조정의 억제에 가장 효과적인지를 조사하였다. 회귀분석 결과, Diverge 의 계수가 유의적인 양수 값을 가지고 있었고, 상호작용 변수의 경우 오직 Diverge 와 Tax 의 상호교차 변수만이 유의적인 음수 값을 가졌다. 이는 높은 조세 순응도가 지배 과리로 인한 이익조정의 억제에 있어서 법적 제도 배경이나 효율적인 사법제도보다 더 효과적이라는 점을 보여주는 것이다. 이익조정의 억제에 있어서 효율적인 조세제도의 중요성을 발견한 것이 이 논문의 가장 중요한 연구 결과라고 볼 수 있을 것이다

다만, 이러한 결과를 해석하는데 있어서 명확하지 않은 점은, 만약 높은 조세 순응도가 개인의 준법 정신, 정직함 등의 문화적 요인에 의해 결정된다면, 단순히 조세 제도를 바꾸는 것만으로는 지배 과리에 의한 이익조정을 억제시키는 효과를 얻기는 어렵다는 것이다.

6. 요약

본 연구는 이익조정과 지배주주의 소유-지배 과리도의 상관관계를 검증한다. 이를 위하여동아시아와 서유럽의 각 개별기업의 직접 소유권(immediate ownership)이 아닌 지배주주의 소유, 지배 구조에 관한 데이터를 사용하였으며, 법적, 비법적 제도가 이익조정의 억제에 미치는 영향에 중점을 두었다. 단순회귀분석의 결과, 지배 과리로 인한 이익조정이 관습법을 채택하고, 소액주주의 권리가 잘 보호되고 있으며, 효율적인 사법제도를 가지고, 높은 수준의 기업공시제도를 가지며, 제품시장경쟁, 대중매체의 확산, 조세 순응률이 높은 국가에서 억제 되고 있음을 볼 수 있다. 다중회귀분석 결과, 관습법적 배경과 효율적인 사법제도가 다른 법적 요인들의 이익조정 억제 효과를 포함하고 있었고, 효율적인 조세의 집행이 다른 비법적 요인들의 이익조정 억제 효과를 포함하고 있었다. 마지막으로, 높은 수준의 조세 순응도가 관습법적 배경이나 효율적인 사법제도 보다 이익조정 억제 효과가 큰 것으로 나타났다. 이러한 결과는 상대적으로 비효율적인 조세 제도를 가지고 있는 국가들에 있어서 큰

주요 참고문헌

- ALI, A., AND L.HWANG. "Country-Specific Factors Related to Financial Reporting and the Value Relevance of Accounting Data." *Journal of Accounting Research* 38 (2000): 1?23.
- BALL, R.; S. P. KOTHARI; AND A. ROBIN. "The Effect of Institutional Factors on Properties on Accounting Earnings: International Evidence." *Journal of Accounting and Economics* 29 (2000): 1?52.
- BUSHMAN, R. M., AND A. J. SMITH. "Financial Accounting Information and Corporate Governance." *Journal of Accounting and Economics* 32 (2001): 237?333.
- CLAESSENS, S.; S. DJANKOV; AND L. H. P. LANG. "The Separation of Ownership and Control in East Asian Corporations." *Journal of Financial Economics* 58 (2000): 81?112.
- DECHOW, P. M., AND I. D. DICHEV. "The Quality of Accruals and Earnings: The Role of Accrual Estimation Errors." *The Accounting Review* 77 (Supplement 2002): 35?59.
- DYCK, A., AND L. ZINGALES. "Private Benefits of Control: An International Comparison." *Journal of Finance* (2004): Forthcoming.
- FACCIO, M., AND L. H. P. LANG. "The Ultimate Ownership of Western European Corporations." *Journal of Financial Economics* 65 (2002): 365?95.
- FAN, J. P. H., AND T. J. WONG. "Corporate Ownership Structure and the Informativeness of Accounting Earnings in East Asia." *Journal of Accounting and Economics* 33 (2002): 401?25.
- FRANCIS, J.; K. SCHIPPER; AND L. VINCENT. "Earnings and Dividend Informativeness When Cash Flow Rights Are Separated from Voting Rights." Working paper, Duke University, Financial Accounting Standards Boards, and Northwestern University, 2002.
- FRANKEL, R. M.; M. F. JOHNSON; AND K. K. NELSON. "The Relation between Auditors' Fees for Nonaudit Services and Earnings Management." *The Accounting Review* 77 (Supplement 2002): 71?105.
- 462
- JOHNSON, S.; R. LA PORTA; F. LOPEZ-DE-SALINES; AND A. SHLEIFER. "Tunneling." *American Economic Review* 90 (2002): 22?27.
- KASZNIK, R. "On the Association between Voluntary Disclosure and Earnings Management." *Journal of Accounting Research* 37 (1999): 57?81.
- KINNEY, W. R., JR., AND R. LIBBY. "Discussion of the Relation between Auditors' Fees for Nonaudit Services and Earnings Management." *The Accounting Review* 77 (Supplement 2002): 107?14.
- KOTHARI, S. P.; A. J. LEONE; AND C. E. WASLEY. "Performance Matched Discretionary Accrual Measures." Working paper, Massachusetts Institute of Technology and University of Rochester, 2002.
- LANG, M. H.; J. S. RAEDY; AND M. H. YETMAN. "How Representative Are Firms That Are

Cross-Listed in the United States? An Analysis of Accounting Quality.” *Journal of Accounting Research* 41 (2003): 363?96.

LA PORTA, R.; F. LOPEZ-DE-SILANES; A. SHLEIFER; AND R. W. VISHNY. “Law and Finance.” *Journal of Political Economy* 106 (1998): 1113?55.

LEUZ, C.; D. NANDA; AND P. WYSOCKI. “Earnings Management and Investor Protection: An International Comparison.” *Journal of Financial Economics* 69 (2003): 505?27.

MCNICHOLS, M. F. “Research Design Issues in Earnings Management Studies.” *Journal of Accounting and Public Policy* 19 (2000): 313?45.

MORCK, R. K.; D. A. STANGELAND; AND B. YEUNG. “Inherited Wealth, Corporate Control, and Economic Growth: The Canadian Disease?” in *Concentrated Corporate Ownership*, edited by R. K. Morck. Chicago: National Bureau of Economic Research, 2000: 319?71.

NENOVA, T. “The Value of Corporate Voting Rights and Control: A Cross-Country Analysis.” *Journal of Financial Economics* 68 (2003): 325?51.

WARFIELD, T. D.; J. J. WILD; AND K. L. WILD. “Managerial Ownership, Accounting Choices, and Informativeness of Earnings.” *Journal of Accounting and Economics* 20 (1995): 61?91.

1) 이 글은 University of Chicago Graduate School of Business에서 발행되는 *Journal of Accounting Research*의 2004년 5월호에 게재된 저자의 논문을 요약 정리한 내용이다. 논문의 원제는 “ Ultimate Ownership, Income Management, and Legal and Extra-Legal Institutions ” 이며 공동저자는 In-Mu Haw, Bingbing Hu, 그리고 Woody Wu이다.

● 2005년도 기업지배구조 최우수·우수·개선기업 선정

기업지배구조개선지원센터(CGS)는 지난 6월 22일, 증권선물거래소에 상장된 기업을 대상으로 유가증권시장과 코스닥시장으로 구분하여 각 시장별로 지배구조 최우수기업, 우수기업 그리고 개선기업을 선정하여 발표하였다.

기업지배구조개선지원센터(원장 남상구)는 지난 2005년 6월 14일 오후 3시, 기업지배구조개선위원회 회의를 개최하여 증권선물거래소에 상장된 기업을 대상으로 유가증권시장과 코스닥시장으로 구분하여 각 시장별로 「지배구조 최우수기업(주권상장법인 3사, 코스닥상장법인 3사)」 및 「지배구조 우수기업(주권상장법인 7사, 코스닥상장법인 7사)」을 선정하였으며 또한 직전연도에 비하여 지배구조가 현저하게 개선된 법인을 대상으로 각 시장별로 3사 이내의 「지배구조 개선기업」을 선정하였다.

증권선물거래소로 통합 출범 후 처음 개최된 이번 지배구조 최우수기업 등에 대한 시상식은 2005년 6월 22일(수) 오후 3시에 증권선물거래소 신관 21층 대회의실에서 재정경제부 차관보, 증권선물거래소 이사장, 상장회사협의회 회장, 코스닥상장법인협의회 회장, 수상 기업 임직원 등이 참석한 가운데 개최되었다. 이날 시상식은 기업지배구조개선위원회 위원장(남상구 센터 원장)의 지배구조 우수기업 선정 경과 및 결과 발표에 이어 증권선물거래소 이사장의 환영사 및 수상기업 시상 그리고 재정경제부 차관보 축사, 단체 사진촬영 등의 순서로 진행되었다.

2005년도 기업지배구조 우수 기업 등 선정결과, 선정제도 및 선정사유의 내용은 다음과 같다.

□ 2005년도 지배구조 우수기업 등 선정결과

I. 선정 및 시상 목적

- 기업지배구조를 개선하기 위하여 성실하게 노력한 기업들을 선정?우대함으로써 국내 기업의 자발적인 지배구조 개선 노력을 유도하고, 주주중시 경영을 조기에 정착시켜 기업지배구조의 선진화를 이루기 위함.

II. 선정기업

- 유가증권시장

- 지배구조 최우수기업(3사): KT, KT&G, 전북은행
- 지배구조 우수기업(7사): POSCO, 부산은행, KTF, 삼성전기, SK 텔레콤, SK, 대우조선해양
- 지배구조 개선기업(3사): 우리금융지주, 신세계, 풀무원

- 코스닥시장

- 지배구조 최우수기업(3사): LG텔레콤, LG마이크론, 다음커뮤니케이션
- 지배구조 우수기업(7사): 하나로텔레콤, 네오위즈, 엘리코파워, 씨엔에스디펜스, 한국기업평가, 동양시스템즈, 한국토지신탁
- 지배구조 개선기업(2사): 에스인포텍, 로만손

□ 지배구조 우수기업 등 선정제도

I. 선정근거

- 한국기업지배구조개선지원센터 정관 및 지배구조 우수기업 등 선정 기준

II. 선정주체

- 기업지배구조개선지원센터 내 「기업지배구조개선위원회」가 우수기업 등 선정

- 지배구조와 관련된 제도를 효율적으로 수립하고, 우수기업 등을 공정하고 투명하게 선정하는 등 지배구조에 대한 모든 사항을 결정하기 위하여 학계, 연구기관 등 지배구조 전문가로 구성된 기업지배구조개선위원회(위원장 남상구)가 지원센터 내에 설치되어 있음.

III. 선정발표 및 심사대상기간

- 선정발표 : 매년 6월
- 심사대상기간 : 직전년도 1월 1일부터 12월 31일까지의 지배구조 실적 등
- 심사대상기간 : (기준에서 별도로 정하는 경우는 제외)

IV. 선정대상 및 방법

- 선정대상
 - 지배구조 우수기업 : 후보기업(150사 이내)의 평가결과 각 시장(유가증권시장, 코스닥시장)에서 평점 상위 10사(금융업종 2사) 이내
 - 지배구조 최우수기업 : 우수기업 중 평점 상위 3사(금융업종 1사) 이내
 - 지배구조 개선기업 : 후보기업 중 직전연도에 비하여 지배구조가 현저하게 개선된 평점 상위 3사(금융업종 1사) 이내
- 선정방법
 - 주권상장법인과 코스닥상장법인을 동일한 기준으로 평가하며 이에 따라 유가증권시장본부 상장법인의 평점수준이 더 높게 나타나나, 우수기업 등 선정은 유가증권시장 및 코스닥시장별로 각각 구분하여 선정함.

V. 선정절차 및 기준

제 외 기 준	회 사 수	
	주권상장법인	코스닥 상장법인
- 2005년 중 상장폐지 또는 등록취소 법인	20	140
- 2003년부터 선정일 현재까지 상장규정에 의한 상장폐지기준 또는 관리종목지정기준에 해당되거나 협회등록규정에 의한 등록취소 사유에 해당되거나 투자유의종목 또는 관리종목으로 지정된 사실이 있는 법인	36	27
- 2004년부터 선정일 현재까지 관리종목 또는 투자유의종목에서 지정해제된 법인	12	30
계	68	197

- 2단계 : 평가기준 심사(우수기업 등의 후보기업 선정)
- 1단계를 통과한 선정대상법인을 대상으로 평가기준에 따라 평가하여 우수 기업의 후보기업을 주권상장법인 중 150사, 코스닥상장법인 중 50사 선정
- 설문조사에 대한 기사검색 및 증빙자료 정구 등 검증 실시

* 평가기준 (총 5개 평가항목, 300점 만점)

평가항목	배 점	세부평가내용
주주의 권리보호	90	- 기업지배구조현장, 임직원윤리규정 도입여부 - 등기임원·사외이사·계열사 지분율 등 소유구조

- 주주권리보호 및 행사편의성 - 소유구조 - 특수관계자와의 거래등	(40) (25) (25)	- 최대주주 등과의 거래실적 - 집중투표제, 서면투표제 도입여부 - 주주제안, 위임장 권유안내 등 소액주주 보호여부 등
이사회 - 이사회 구성 - 이사회 운영, 평가 및 보상	90 (35) (55)	- 사외이사 선임비율 및 이사회 참석률, 반대 또는 수정의견 제시·채택여부, 독립적인 사외이사 구성여부 등 - 이사회 개최실적, 참석률, 찬반여부 표기 등 이사회운영 관련 사항 - 이사들의 주식보유 현황 - 추천위원회, 보상위원회 설치관련 사항 등
공시(경영 투명성) - 공시일반 - 홈페이지공시	60 (40) (20)	- IR횟수, 자진·조회·정정공시 등 공시실적 - 사외이사의 겸업·겸직내용 공시 - 인터넷 홈페이지, 감사보고서 등의 영문 공시여부 등
감사기구	50	- 감사위원회 설치·구성·운영관련 - 내부신고자 보호제도의 구축여부 - 외부감사인의 추천형태, 경영권설팅 여부 등
경영의 과실배분	10	- 시가배당수익률 - 3년간 평균 배당성향, 중간배당
계	300	

- 3단계 : 기업지배구조개선위원회의 우수기업 등 선정
- 위원회의 전체 회의를 개최하여 평점 상위 기업 중 3사(금융업종 1사)는 지배구조 최우수기업으로, 7사(금융업종 1사)는 지배구조 우수기업으로 선정
- 후보기업 중 직전연도에 비하여 지배구조가 현저하게 개선된 평점 상위 2사는 지배구조 개선기업으로 선정

VI. 과거 선정 현황

- 제4차(2004년) 지배구조 우수기업 등 선정현황(상장법인 및 등록법인 대상)
 - 상장기업
 - 지배구조 최우수기업(3사) : KT&G, KT, POSCO
 - 지배구조 우수기업(7사) : 전북은행, S-oil, 삼성전기, KTF, LG건설, 대신증권, 대우조선해양
 - 지배구조 개선기업(2사) : 부산은행, SIMPAC
 - 코스닥기업
 - 지배구조 최우수기업(3사) : 다음커뮤니케이션, LG텔레콤, LG마이크론
 - 지배구조 우수기업(7사) : 한국신용평가정보, 동우에이엘티, 동양시스템즈, 이-글벳, 네오위즈,
 - 지배구조 우수기업(7사) : 한국기업평가, 하나투어,
 - 지배구조 개선기업(2사) : 동양에스텍, 삼호개발
- 2003년 지배구조 우수기업 등 선정현황 (상장법인 및 등록법인 대상)
 - 상장법인
 - 최우수기업(3사) : 국민은행, 삼성전기, KT
 - 우수기업(7사) : 경동도시가스, 대우조선해양, 데이콤, 케이티앤지, 한미 은행, POSCO,
 - 우수기업(7사) : SK텔레콤
 - 코스닥기업
 - 지배구조 최우수기업(2사) : KTF, LG텔레콤
 - 지배구조 우수기업(5사) : 동양시스템즈, 로지트코퍼레이션, 옥션, 한국토지신탁, LG마이크론

VII. 지배구조 우수기업 등에 대한 관계기관의 우대조치

- 기업지배구조개선지원센터는 기업지배구조개선위원회에서 선정한 지배구조 최우수 및 우수기업에 대하여 표창 등 우대조치를 하도록 한국증권선물거래소에 추천함.
 - 지배구조 최우수기업 등에 대한 증권선물거래소의 우대조치
 - 유가증권시장
 - 지배구조 최우수기업(3사)
 - 기업 표창
 - 당해 연도의 연부과금 및 상장수수료 감면
 - 인터넷 홈페이지 등 공시매체에 최우수기업 선정사실 1년간 공표 및 홍보
 - 증권시장 종합홍보관내 설치된 「명예의 전당」에 등재하여 증권시장 관람객에게 홍보
 - 증권선물거래소가 주관하는 국내외 IR에 우선적 기회 부여
 - 지배구조 우수기업(7사)
 - 기업 표창
 - 인터넷 홈페이지 등 공시매체에 우수기업 선정사실 1년간 공표 및 홍보
 - 증권선물거래소가 주관하는 국내외 IR에 우선적 기회 부여
 - 지배구조 개선기업(3사)
 - 기업 표창
 - 인터넷 홈페이지 등 공시매체에 개선기업 선정사실 1년간 공표 및 홍보
 - 코스닥시장
 - 지배구조 최우수기업 및 우수기업(10사)
 - 표창
 - 당해 연도의 상장유지수수료, 변경 및 추가상장 수수료의 납부 면제
 - 인터넷 홈페이지 등 공시매체에 우수기업 선정사실 1년간 공표 및 홍보
 - 증권선물거래소가 주관하는 국내외 IR에 우선적 기회 부여
 - 지배구조 개선기업(2사)
 - 표창
 - 당해 연도의 상장유지수수료, 변경 및 추가상장 수수료의 납부 면제
 - 인터넷 홈페이지 등 공시매체에 개선기업 선정사실 1년간 공표 및 홍보
- ## VIII. 기타사항
- 지배구조 우수기업 등에 대한 시상식
 - 일시 : 2005. 6. 22(수) 15:00
 - 장소 : 증권선물거래소 대회의실(신관21층)
 - 지배구조 평가결과 통보
 - 지배구조 우수기업 평가결과를 분석하고 당해 기업의 평점을 정리·분석하여 당해 기업에 통보○ 당해 기업의 지배구조 현재위치를 파악하여 개선을 위한 자료로 활용토록함
 - 시기: 6월말
 - 지배구조지수(KOGI) 구성종목 정기변경
 - 개선위원회 종료후 지배구조 우수기업 평가결과를 증권선물거래소에 통보
 - 증권선물거래소의 지수위원회에서 구성종목 변경 최종결정
 - 매년 7월 첫째 매매거래일에 정기변경
 - 2005. 7. 1(금) 09:00
 - 기업지배구조개선위원회 현황

(총 24명, 2005. 6. 현재)

성명	현직	비고 (임기)
남상구	고려대 경영대교수	위원장
강웅선	고려대 경제학과 초빙교수 (前 매일경제 논설위원장)	
김건식	서울대 법대교수	
김용덕	뉴욕은행 한국지사장	
김일섭	다산회계법인 대표	
박상용	연세대 경영학교수	
박상조	한국증권선물거래소 코스닥시장본부 본부장보	
박진원	법무법인 세종 외국변호사	
선우석호	홍익대 경영학교수	
이승철	전경련 경제조사본부장	
이의영	경실련 중소기업위원장	
이현석	대한상의 상무이사	
이형규	한양대 법대교수	
임종록	증권업협회 상무이사	
전홍열	금감원부원장 (前법무법인 김&장 고문)	
전홍택	KDI 선임연구위원	
정광선	중앙대 경영학교수	
정동윤	법무법인 충청 변호사	
정영태	상장협 전무이사	
정학봉	한국증권선물거래소 유가증권시장본부 본부장보	
최도성	서울대 경영학교수, 증권연구원 원장	
최운열	서강대 경영대학원장	
최흥식	금융연구원 원장	
송명훈	지원센터 부원장	

● 기업지배구조의 세계사 리뷰

이번 호의 기업사례연구에서는 11개국의 기업지배구조 세계사를 간략히 짚어보기로 한다. 기업지배구조 세계사는 각 국의 기업지배구조가 어떻게 변화 발전되어 현재까지 왔는지를 보여준다. 이는 현재 다양한 양상을 보이고 있는 외국의 기업지배구조를 폭넓게 이해할 수 있는 길잡이 역할을 해줄 수 있을 것이다.

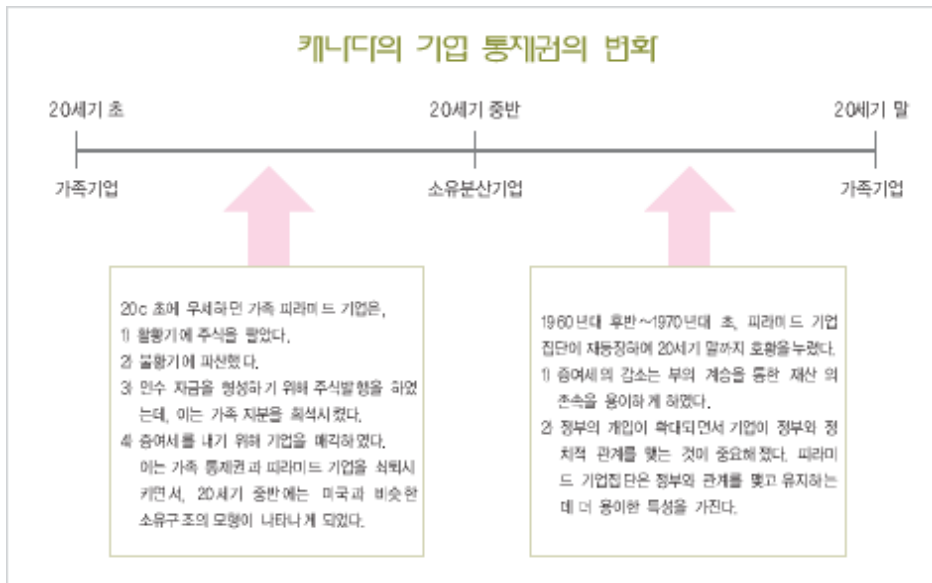
신현한 (CGS 연구위원, 연세대학교 교수)

1. 서론

2003년 NBER Conference에서는 기업지배구조의 세계사를 학회 주제로 다루었다. 기업지배구조가 역사적으로 어떻게 발전되어 현대의 기업지배구조를 갖게 되었는가에 대하여 대표적으로 11개의 국가 사례를 중심으로 발표한 학회였다. 11개 국가는 캐나다, 중국, 프랑스, 독일, 인도, 이태리, 일본, 네덜란드, 스웨덴, 영국, 미국이다. 이들 국가는 상당히 오랜 기간 동안 자본주의 제도를 가져왔고 여러 번의 정치적, 경제적 위기를 겪으면서 기업지배구조가 변화한 모습을 볼 수 있기 때문에 국가별, 산업별, 기업별로 정치적, 문화적, 역사적 상황을 고려한 적절한 기업지배구조를 도입하는데 많은 시사점을 준다. 본 논문에서는 이들 국가의 지배구조 역사를 다룬 논문들을 소개하고 그 내용을 간략하게 정리하는데 그 의의를 둔다.¹⁾

캐나다²⁾

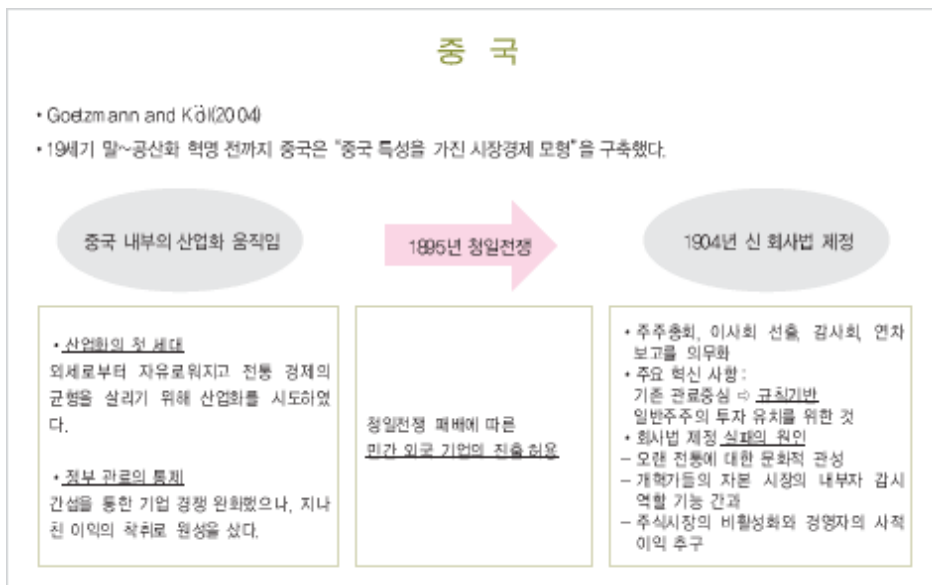
캐나다는 불과 몇 세대 전만 해도 매우 부패한 나라였다. 100년 전 기업지배구조는 가족이 지배하며 상장된 계열기업들이 지분을 가진 피라미드 형태였으나, 이들 기업들은 50년 전 독립 기업으로 발전하였다. 그 이유는 지배주주였던 가족들이 주식시장의 활황기에 지분을 팔기도 하였고, 가족 지배기업들이 불경기에 파산하기도 하였기 때문이다. 또한, 지배가족이 기업 인수 합병을 위해서 주식을 발행하여 그들의 지분이 희석되기도 하고, 증여세를 내기 위해 기업을 매각하기도 하면서 가족이 경영하던 피라미드 기업집단들은 독립기업으로 발전한 것이다. 따라서 가족의 지배권도 축소되고 피라미드 기업조직도 서서히 없어져, 20세기 중반의 캐나다 기업의 소유구조는 현재의 미국과 유사하였다. 그런데, 60-70년대에 피라미드 그룹이 다시 나타나기 시작하였다. 이는 증여세의 감소로 부의 상속과 증가가 가능해졌기 때문으로 보인다. 또한, 정부의 간섭이 많아지면서 정치적 연결망이 기업의 중요한 자산이 되어 피라미드 그룹이 독립기업이나, 지분이 분산된 기업, 전문경영인이 경영하는 기업보다 이러한 정치적인 관계를 이용하기에 유리한 위치에 있었다고 보인다.



중국 31

19세기말 20세기 초는 서양의 법을 중국에 들여오던 시기로서, 현대의 개발도상국에게 주는 시사점이 크다. 중국은 19세기말 산업화를 통하여 서양의 무기상, 무역상, 제조상으로부터 자유로워지기 위해 노력하는 과정에서 서양의 기업지배구조를 들여오게 되었다. 그러나 수익성이 좋은 사업일수록 정부관료들의 간섭과 이익의 착취가 심하여 투자자를 보호하고자 도입한 서양의 기업지배구조는 효과적이지 못하였다. 이 과정을 역사적 시간대로 살펴보면, 1895년 청일전쟁에서 중국이 패하고 협정을 맺은 항구에서 정부의 간섭을 받지 않는 민간기업들이 생성, 발전되었다. 1904년 민간기업들을 통제하기 위하여 영국과 일본을 따라 상법을 제정하고 유한채무를 허용하고, 주주총회, 이사회선출, 감사위원회, 사업보고서 등을 의무화 하였다. 1860년대부터 상하이에서 주식이 거래되었고 지분참여는 오랫동안 기업의 원칙이었다. 따라서, 1904년도의 상법은 주식회사 형태를 새로 도입한 것이 아니라 기존의 관습을 법제화한 것에 불과했다. 이 법안이 중요한 이유는 정부관료의 역할을 규칙이 대신하도록 한 것이며 일반인들의 주식회사 지분참여를 도운 것이다. 하지만, 1904년도의 상법은 실효성을 거두지 못했다. 그 예로서, Dasheng No. 1 Cotton Mill의 창업자이자 사장인 Zhang Jian은 주주의 비난에도 불구하고 회사자금을 개인 돈처럼 정치인들에게 기부하는데 사용하였으나 정관이 복잡하게 그를 보호하여 교체가 불가능하였다. 또한, 회계기준이 마련되어있지 않아, 재무제표의 공시가 무용지물이었다.

상법을 통한 변화가 실패한 원인은 분명하지 않지만, 오랜기간 동안 정부관료에게 뇌물을 상납하고 가족경영을 보호 받아왔던 문화에 기인한 것으로 해석할 수 있다. 또한 개혁주의자는 자본시장을 자본조달의 창구로만 생각하고, 경영자를 감독하고 견제하는 기구로서 생각하지 않았다. 따라서 투자자들은 자본시장을 외면하기 시작하였고, 주식시장은 유동적이지 못하고 활황과 불황을 반복하였다. 경영자는 주식을 처분할 수 없어 경영에서 오는 사적이익만 추구하게 되었다.

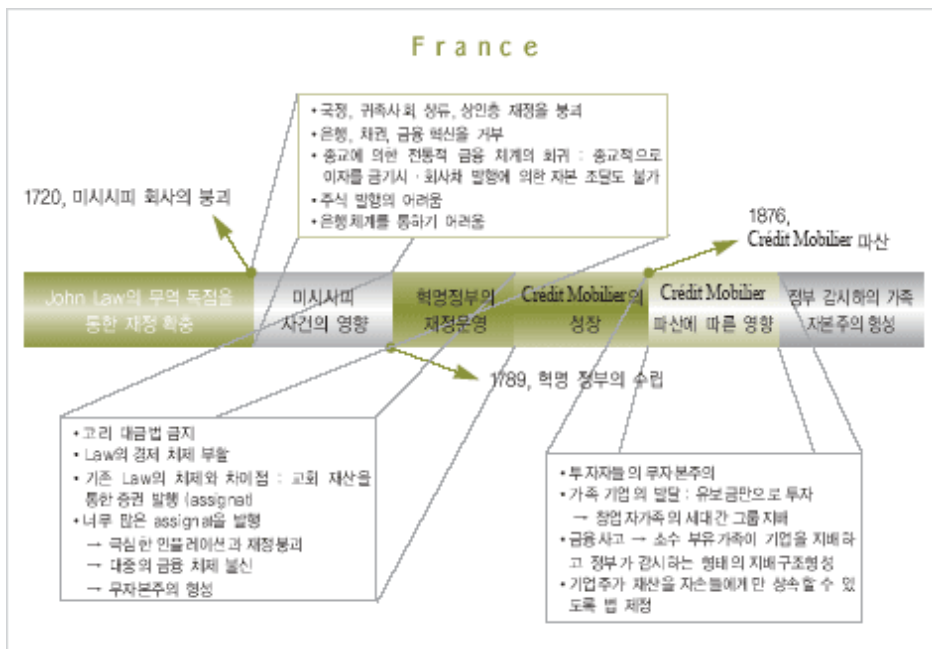


프랑스 4)

프랑스의 경험은 과거에 발생한 사고가 경제구조가 갈수 있는 여러 길 중 한길을 가도록 한다는 “경로의존” 모형을 설명한다. 과거의 사고는 1720년에 Mississippi사의 파산에서 시작된다. 미시시피사는 프랑스를 전쟁과 루이 14세의 사치에 의한 재정 타격에서 구하면서 Louisiana와의 독점무역을 허가 받았다. 미시시피사는 주식을 발행하고 주가를 부양시킨 후, 또 주식을 발행한 후 파산하였다. 프랑스 왕조와 상인들은 모두 경제적으로 큰 타격을 입게 되고, 이후 현명한 프랑스인들은 주식시장을 멀리하는 것이 지혜로운 것이라고 자식교육을 하였다. 비슷한 시기에 영국에서는 South Sea사가 파산하여 Joint Stock Company의 설립에 의회의 허가를 받도록 하였다. 그러나 British East India Company, Hudson's Bay Company 등의 기존의 우수한 기업들이 살아있어 주식시장의 거래는 지속될 수 있었다. 프랑스의 경우 은행, 상호금고, 금융혁신 등의 역할이 전혀 불가능하였고, 종교적으로 이자를 금기시하여 기업은 회사채 발행 등을 통한 자본조달도 불가능하였다. 1789년 혁명정부는 고리대금 금지법을 철회하고, 아시나(Assignats)지폐를 발행하여 정부지출을 충당하였다. 이는 곧 물가상승과 정부의 파산으로 이어졌다. 초인플레이션은 1720년의 사고와 함께 프랑스인들로 하여금 금화나 은화를 저축과 거래의 수단으로 사용하게 하였고, 이는 1885년까지도 통화량의 절반이 동전으로 이루어지게 하였다.

은행의 역할을 자금이 풍부한 곳으로부터 자금이 필요한 곳으로 돈이 흐르도록 하는 관개시설과 같다는 생각으로 Credit Mobilier가 설립되고 은행시스템이 다시 움직이는 듯 하였으나 1867년 Credit Mobilier의 파산은 프랑스인으로 하여금 다시 동전을 수집하게 하였다. 프랑스 기업들은 순이익 중 내부유보만으로 투자를 하여 기업을 확장하였고, 비지니스그룹의 창업자가죽은 몇

세대를 두고 그룹을 지배하였다. 프랑스의 대륙법은 기업주가 재산을 자손들에게만 상속할 수 있도록 하여 자선기관에 조차도 기부를 할 수 없었다. Landes (1949)는 부유한 기업주가 큰 기업들을 소유하고 있어 보수적이고 정부와의 연줄에 의존하기 때문에 프랑스가 영국에 뒤진다고 주장하였다. 프랑스는 몇 번의 금융사고로 몇몇의 부호가 기업을 지배하고 정부가 감시하는 형태의 경제구조를 갖게 되었다. 프랑스의 경험은 개인들의 행동이 정서적 충격에 의해 영향을 받듯이 제도의 발달도 경제적 충격에 의해 영향을 받았다는 것을 보여준다.



독일

독일의 겸업 은행 (universal bank) 제도는 통상적으로 알려지던 것보다 기업 지배구조에서 중요한 영향을 미치지 않았다고 한다. 19세기말 독일의 산업화는 부유한 상인, 외국인 투자자, 소액주주, 개인 은행 등의 자본제공으로 빠르게 발전하였고, 은행인이 이사회에 있었다고 경영성과가 뛰어나지는 않았다.

1870년 회사법은 이기적인 경영자로부터 소액주주와 사회를 보호하기 위하여 이중구조의 이사회를 창설하였다. 또한, 1897년 회사법은 거래소에서의 주식거래를 까다롭게 하였고 이 때문에 주식거래가 큰 은행을 중심으로 이루어졌다. 1차대전 전이 일어나기 20년 전에는 경영성과가 좋지 않은 경영자가 쉽게 교체되는 징계적인 지배구조의 역할이 있었다.

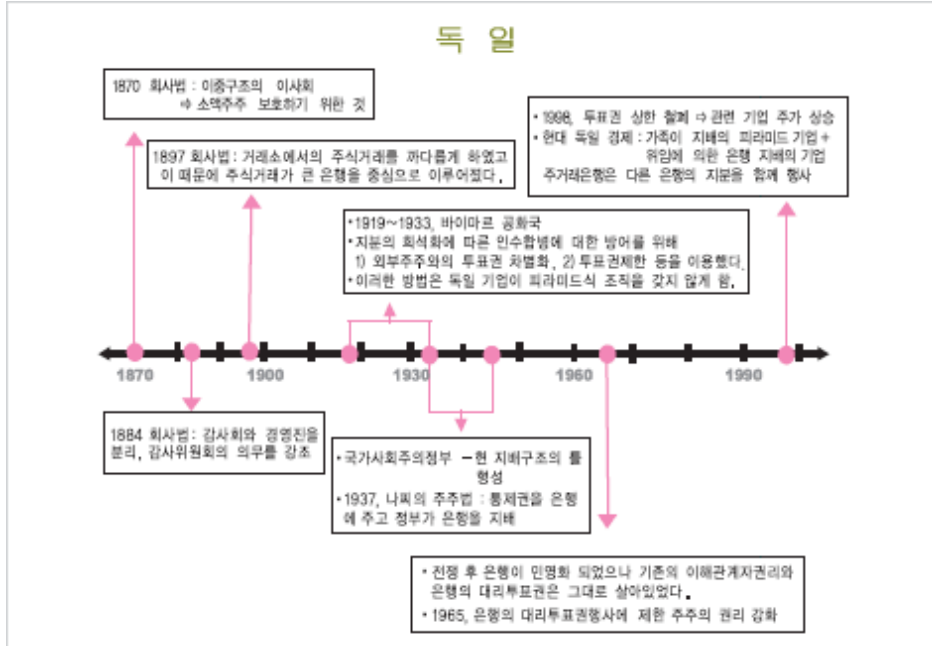
바이마르 공화국시절에는 지분의 희석화가 심해지면서 창업자와 경영자가 인수합병에 대한 방어를 위하여 외부주주와의 투표권차별화, 투표권제한 등의 방법이 동원되었고, 이러한 방법이 있었기 때문에 독일 기업들은 피라미드식 조직을 갖지 않았다.

국가사회주의정부 시절에 현재의 독일식 지배구조의 틀이 만들어졌다. 1937년 공표된 주주법은 경영자와 이사회의 주주에 대한 의무를 모두 없앴고, 대신 이들에게 모든 이해관계자에 대한 의무를 부과하였다. 그리고 주주의 서면투표를 금하고 모든 투표권을 은행에 주도록 한 후 정부가 은행을 통제하였다.

전쟁 후 은행이 민영화 되었으나 나찌의 이해관계자권리와 은행의 대리투표권은 그대로 살아있었다. Roe(2002)는 경영의사결정권이 이사회 밖으로 넘어갔다고 보았으나, 실제로 노동자는 이사회 의석의 반을 차지하였다. 1965년 은행의 대리투표권행사에 제한이 가해져 주주의 서면동의가 필요하였고, 투표의 결과를 통보하도록 하여 주주의 권리를 되살렸다. 한편, 1998년에는 투표권 상한을 철폐, 그에 의한 영향을 받던 기업들의 주가가 상승하였다. 따라서 차별적 투표권은 중요성이 감소하였다.

피라미드식 조직구조는 2차대전 이후로 사용되기 시작하였다. 가계의 주식 지분은 1950년 48.6%에서 1996년 17%로 축소되고 계열사 지분은 18%에서 41%로 증가하였다. 이는 복수투표권의 금지로 기업들이 경영권유지를 위하여 피라미드식 조직구조를 갖기 시작했기 때문이다. 따라서 현대 독일 경제는 가족이 지배하는 피라미드식 기업과 지분이 분산된 은행이 지배하는 기업들로 구성되어 있고, 주거래은행은 다른 은행의 지분을 함께 행사한다.

독일의 기업지배구조 역사를 보면, 성공적으로 작동되던 금융구조가 나찌시대와 몇 번의 정치적 재난으로 끝나게 되었다는 것을 알 수 있다. 전 후 정치적, 법적 변화에도 불구하고 전쟁 전의 이원적 구조가 다시 나타나지 못하였다.



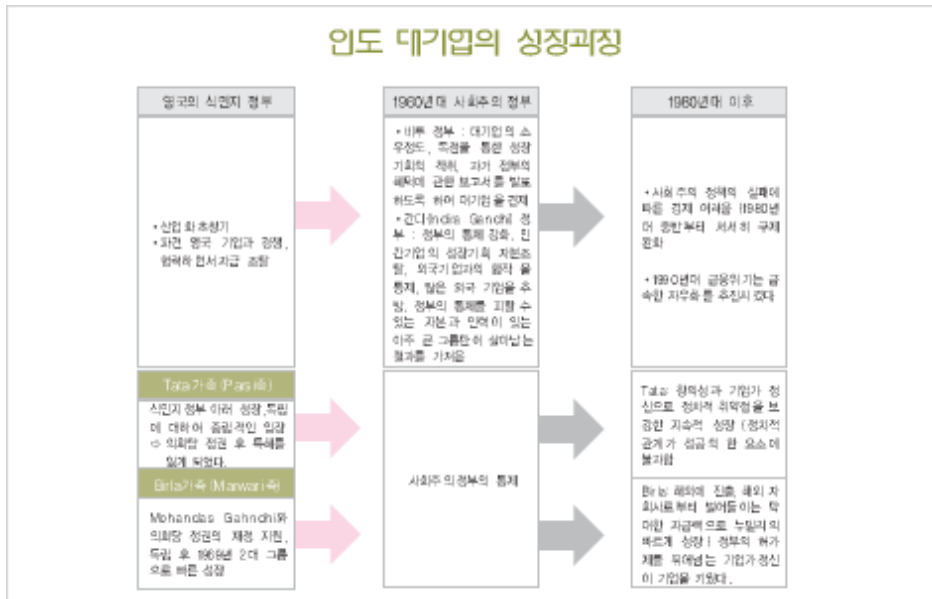
인도

인도의 Tata가족은 60년간 인도에서 가장 큰 비즈니스 그룹을 경영해왔다. 이들은 영국식민지시절 식민지정부의 비호 아래 성장 하였다. 그러나 Tata는 독립에 대하여 중립적인 입장을 취하였고 이 때문에 의회당이 정권을 잡은 후 특혜를 잃게 되었다. 반면 Birla가족은 간디와 의회당정권을 지원하였고 인도의 독립 후 눈부신 성장을 하여 1969년 2대 그룹이 되었다. 두 가족 모두 정치권과 연결되어 많은 혜택을 받았다.

인도는 영국으로부터 독립한 후 작은 그룹들의 생성, 발전, 실패, 도산이 빈번하였다. 1960년대 사회주의적 네루 정부는 대기업의 경제 잠식규모와 소유 정도, 자본독점을 이용한 성장기회의 착취, 과거 정부로부터의 혜택 등에 관한 보고서를 발표 하도록 하여 대기업들을 견제하였다. 네루의 조카인 인디라 간디 수상은 정부의 기업통제를 더욱 강화시켜 민간기업의 성장기회, 자본조달, 외국기업과의 합작 등을 통제하고 많은 외국 기업들을 추방하였다. 결국 이러한 정책이 경제적으로 비참한 결과를 냈다는 것을 깨닫고 1980년대부터 서서히 자유화를 시작하였으며, 1990년대 금융위기는 더욱 급속한 자유화를 추진시켰다.

영국으로부터 독립 후 인도는 독립기업보다는 비지니스그룹들의 흥망성쇠가 많았는데, 그 이유는 자본시장, 노동시장, 상품시장의 불완전성을 극복하기에 그룹구조가 유리하였기 때문이다. 하지만 그룹의 유리한 점도 아주 큰 그룹에만 해당되는 것이었다. License Raj라고 불리운 네루정권은 그룹을 통제하려 하였으나 이는 정부의 통제를 피할 수 있는 자본과 인력이 있는 아주 큰 그룹만을 살려두는 결과를 낳게 되었다.

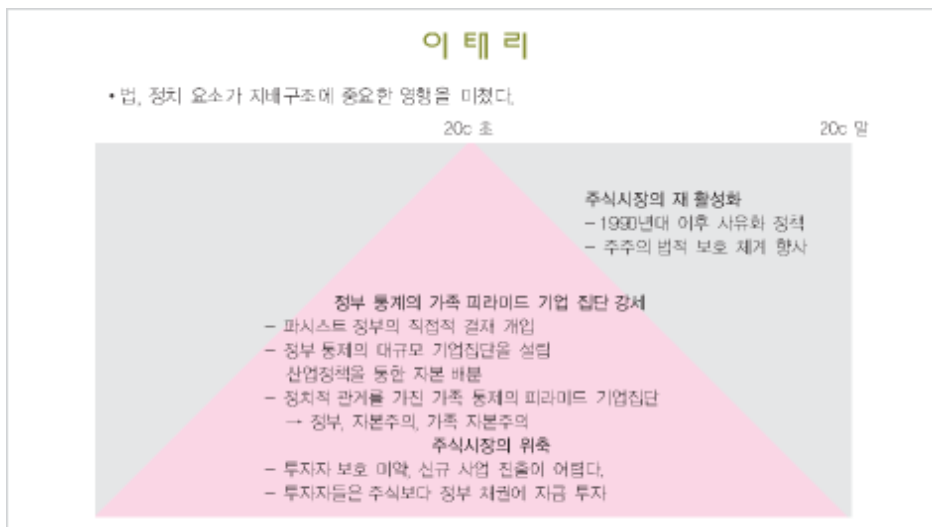
인디라간디 정권 때는 Birla그룹이 비난을 받게 되었고 이 때문에 Birla그룹은 해외자회사를 두게 되었다. 해외 자회사로부터 벌어들이는 막대한 자금력으로 Birla그룹은 뉴델리의 어느 기업보다 빠르게 성장할 수 있었다. 결국 정부의 허가제를 뛰어넘는 기업가정신이 Birla를 키운 것이다. 한편, License Raj의 차별에 Tata그룹은 창의성과 기업가 정신으로 정치적 취약점을 보강하고 결국 성장을 계속하였다. 즉, Tata그룹의 성장은 정부와의 관계가 성공의 한 요소에 불과함을 시사한다.



이태리

이태리의 주식시장은 20세기 초와 말에 활발하였고 중반기에는 비즈니스그룹이 큰 역할을 하였다. 이태리의 경우 기업지배구조에 있어서 법과 정치의 중요성을 명확하게 보여준다. 이태리의 산업 발달 과정에서 자본은 자본시장에 의해서가 아니라 정부의 산업정책에 따라 배분되었기 때문에, 기업의 입장에서는 투자자를 보호해야 할 필요성을 느끼지 못하였다. 따라서 투자자는 주식보다 국채를 선호하였고 주식시장은 축소되었다. 더욱이 신규기업은 자본조달이 힘든 반면 기존 대기업은 정부의 지원으로 썩 자본을 쓸 수 있었다. 드물게 새로운 대기업이 생겨났는데, 이는 항상 그들의 뒤에는 정치권의 강력한 지지가 있었기 때문이었다. 대부분의 기업은 창업자 가족이 경영하는 사기업으로 규모가 작은 반면, 상장된 기업들은 대부분 피라미드 그룹의 계열사로서 정부나 가족의 지배를 받는다. 따라서 기업지배구조는 정치적으로 임명된 정부관료나 오랜 동안 세습되어온 부호들에게 경영권을 부여하여 왔다.

1990년대 민간과 정부 그룹에 대한 정부의 지원이 끝나고 기업이 민영화되면서 외부투자자보호법이 만들어지고, 이는 주식시장의 활황을 가져오고 사기업은 주식시장에 상장되어 자본 조달을 하고 시장은 더욱 커지게 되었다.



1868년 이전 일본은 굉장히 보수적인 국가로서, 기업가는 사농공상 계급제도의 밑바닥에 해당하였다. 그러나 인구밀집도가 높은 국가를 운영하기 위해서 봉건군주는 미츠이, 스미토모 등 몇몇의 거대상인가족의 영향력을 키워나갈 수 밖에 없었다. 한편 페리제독의 침략으로 일본은 문호 개방을 하게 되고, 이에 격분한 무사계급은 쿠데타를 일으켜 외세를 물리치고 메이지 시대를 회복하고자 하였다. 이를 위해 개혁주의자들은 세계 각지에 최고의 학생들을 유학시키고 세계의 기술, 상업, 정부, 법, 경제, 사회제도 등을 배워와 일본 사회를 변화시켜 나갔다. 이 과정에서 정부는 공기업을 설립하게 되고 많은 빚을 지게 되었다. 이를 해결하기 위해 정부는 공기업을 미쓰이, 스미토모, 미쓰비시 등 몇몇의 거대상인가족에게 팔았다. 이렇게 자이바츠로 불리운 대기업들이 영향력을 키워나가면서 세계각지에서 볼 수 있는 피라미드식 조직구조를 가지게 되고, 투자자들은 대기업의 계열사 주식에 활발한 투자를 하였다.

1920년대와 1930년대의 공황기에 들어서, 은행이 피라미드 구조의 정점에 위치했던 기업인 미츠이, 스미토모, 미쓰비시 등은 살아남을 수 있었으나, 은행을 직접 소유하고 있지 않았던 스즈키가는 도산하였다. 지속되는 공황으로 가족자본주의에 대한 사회의 호의적인 태도가 변하기 시작하였고 경제개혁주의자들은 부유한 가족들이 자신들의 이익을 우선하고 장기 보다는 단기이익 추구에 급급하다고 비난하였다.

1930년대에 정권을 잡게된 군사정부는 기업의 주주에 대한 의무를 없앴다. 그리고 군 대리인이 기업의 이사회 마다 있었고 정부의 명령을 따라 생산활동을 하도록 하였다.

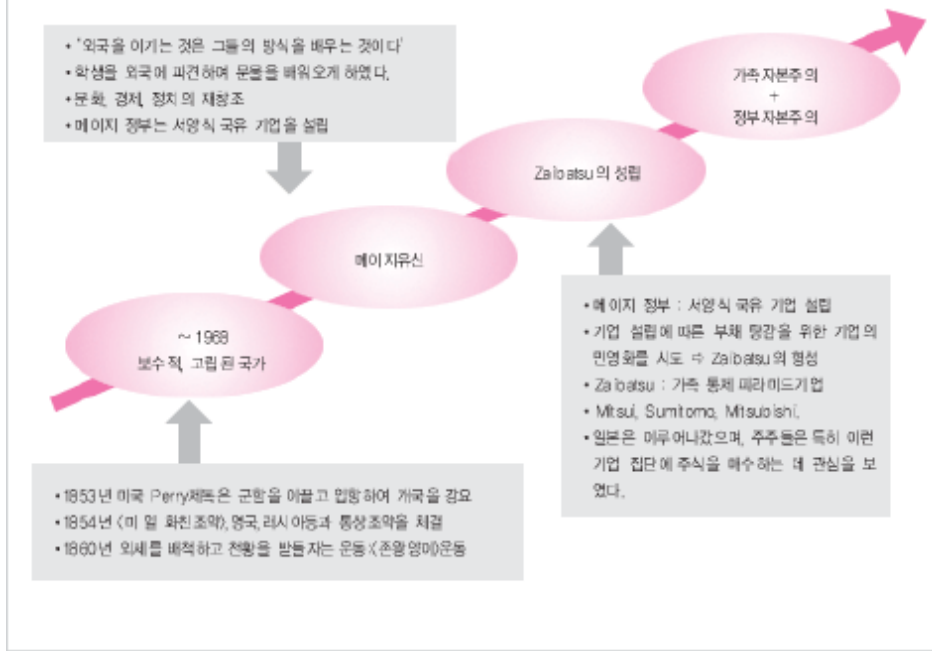
1945년 미군의 점령은 1990년대 동유럽의 사회주의 후 경제와 많이 다르지 않았다. 맥아더정부는 루즈벨트의 뉴딜러들이 장악하였고 미국에서 피라미드식 조직을 가졌던 미국의 ‘자이바추’를 해체시켰듯이 일본의 대주주와 기업간 소유지분을 몰수하여 민간인에게 팔았다. 그리하여 1952년도의 일본기업은 영국과 미국식의 지분이 분산된 독립기업의 형태를 갖추었다.

그러나 독립기업의 경영권을 빼앗으려는 기업사냥꾼들이 나타났고, 이를 막으려는 전문경영인들은 대기업의 무소불위의 권력으로 일반주주권리를 보호하는 제도, 법, 관습을 모두 무시할 수 있었다. 이들이 사용한 첫 번째 경영권방어 방법은 그린메일이었으나 이는 기업을 다른 기업사냥꾼에게도 노출시키는 결과만 낳았다. 결과적으로 보다 효과적인 경영권 방어를 위한 카이레추가 만들어졌다.

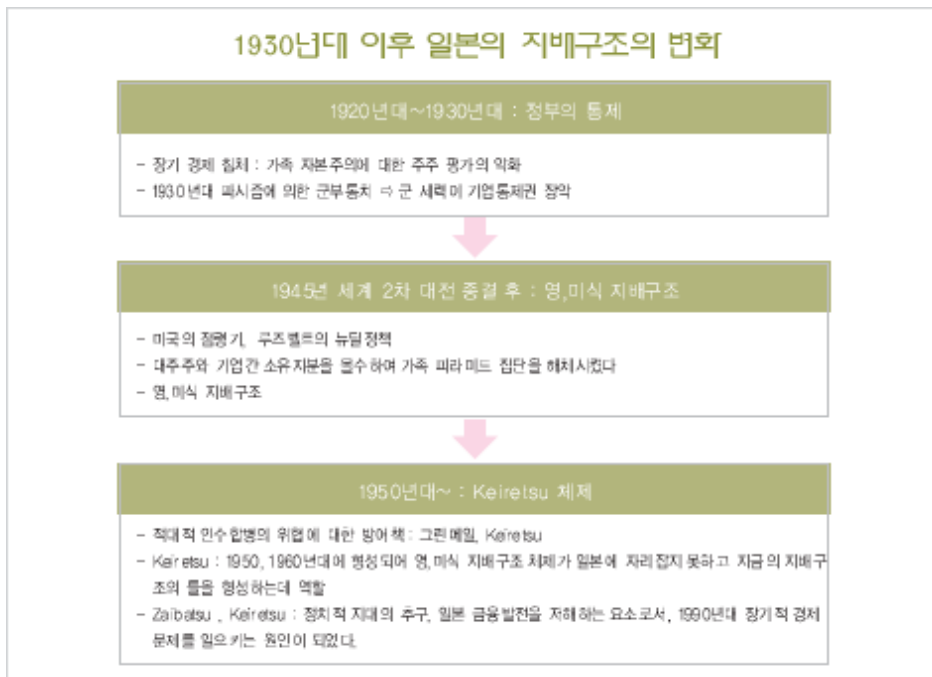
이는 미국에서 지분을 우호적인 기업 (white squire)에게 넘기거나 경쟁 기업(white knight)을 끌어들이는 수법과 동일하다. 기업들은 우호적인 경영자가 있는 기업과 지분을 교환하였다. 결과적으로 일본의 영미식 주주자본주의는 단기간에 막을 내리고, 카이레추는 오늘날까지 남아있으면서 일본 경제 구조의 큰 축을 차지하게 되었다.

비록 자이바추와 카이레추의 첫 번째 목적은 경영권 보호였으나 이는 여러 종류의 제도적 실패에서 비롯된 것이다. 성공적인 자이바추나 카이레추는 정치적 지대를 적극적으로 추구한 경우이다. 이는 독립기업으로 있을 때보다 그룹으로 있을 때 정치적 지대를 얻기가 쉬웠기 때문이다. 결과적으로 정치적 지대는 자본시장의 발달을 저해하였고 많은 자본을 비효율적으로 배분한 카이레추가 1990년대 장기불황의 원인으로 파악되고 있다.

일본의 산업화 과정



1930년대 이후 일본의 지배구조의 변화



네덜란드 90

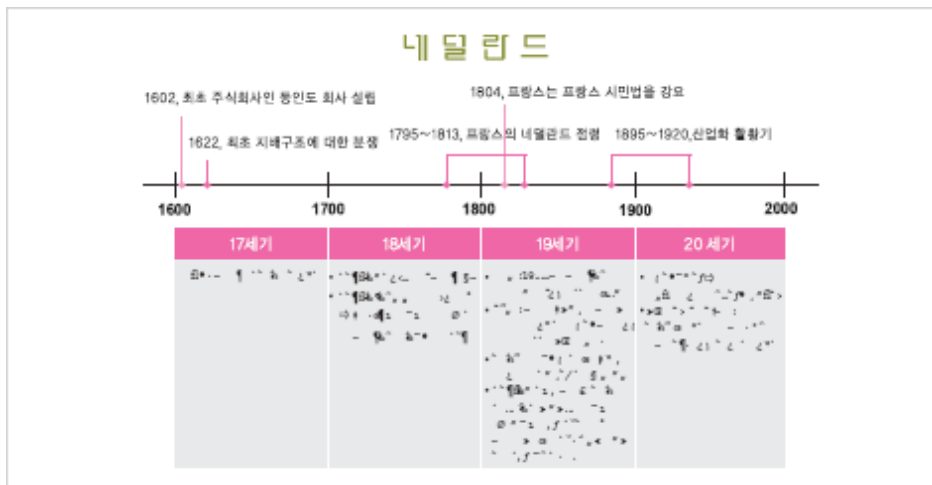
네덜란드는 세계에서 가장 오래된 주식시장을 가지고 있다. 세계에서 가장 큰 유한책임회사이며, 지분이 분산된 합자회사인 동인도회사가 1602년도에 설립되었다. 이 회사는 1622년에 청산하기로 되어있었으나 스페인과의 정치적 갈등 등을 이유로 청산을 하지 않게 되고, 대신에 많은 배당을 바탕으로 투자자는 회사의 지분을 사고 팔게 되었다. 한편으로는 회사의 불충분한 공시와 배당에 대한 비판을 하였지만, 많은 기업들이 유사한 정책을 따르게 되고 네덜란드는 유럽의 금융의 중심지가 되었다.

하지만 18세기 동안에 발생한 프랑스의 금융위기로 네덜란드 투자자들의 금융시장에 대한 확신이

서서히 약화되었다. 프랑스에 의한 강점시기에 프랑스는 네덜란드에 대륙법을 들여왔으나 이는 전통적인 법체계보다 덜 세련되었다고 본다. 이 시기를 통해 200년간의 법적 지혜를 지니고 있던 네덜란드는 프랑스 투자자들의 금융시장에 대한 반감을 형성하게 되었다. 프랑스정부에 의한

국민소득의 네 배에 달하는 빛과 벨기에의 독립은 19세기 전반부 동안 네덜란드의 성장을 매우 낮게 하였다. 19세기 후반부에는 오랫동안 재산을 모아온 몇몇 부호들이 기업의 자본을 조달했다. 그러나 상장기업 경영자들에 의한 부정행위는 반복되었다. 또한 프랑스 강점 당시에 정부 채권을 샀다가 망하게 된 소액 투자자들은 주식시장을 기피하고 프랑스인처럼 동전을 모으기 시작하였다. 네덜란드의 자본시장은 19세기에 가장 활발하였는데, 네덜란드에서 가장 많이 거래된 증권은 외국정부채권, 미국 철도와 산업주식이었다.

20세기에는 주식과 장기은행채권이 1895년부터 1920년까지의 산업화에 자본이 되어 주었다. 독일과 달리 기업지배구조에서 은행과 종업원의 역할은 크지 않았다. 일반투자자들의 지분참여에도 불구하고 실질적인 의사결정은 스스로 영속하는 경영자들에게 집중되어 있었고 이들은 경영권시장으로부터도 안전하였다. 즉, 독일식 감독이사회를 만들고 주주에게는 이사를 선택할 권리가 주어지지 않았다. 그밖에 우선주 (priority shares) 소유자에게 이사지명의 권리를 주고, 과두적 기구 (oligarchic devices)를 두어 배당 등의 주요 의사결정을 하게 하였다. 투표상한, 투표제한, 초과투표권 등도 사용되었다. 2차 대전 후 1970년까지는 Preference shares가 사용되었는데 이는 초과 투표권을 가진 주식을 우호적인 기업에게 할인된 가격으로 판매하는 것이다. 또한 보통주를 신탁기관에 두고 투자자는 신탁기관에 투자하도록 하고, 상호 이사를 겸직하는 방식이 이루어졌다. 이와 같은 경영자 참호 방법들은 기업가치를 떨어뜨렸고, 이는 EU의 반대에 부딪치게 되어 피라미드식 조직구조가 보다 보편화 될 것으로 예상된다.



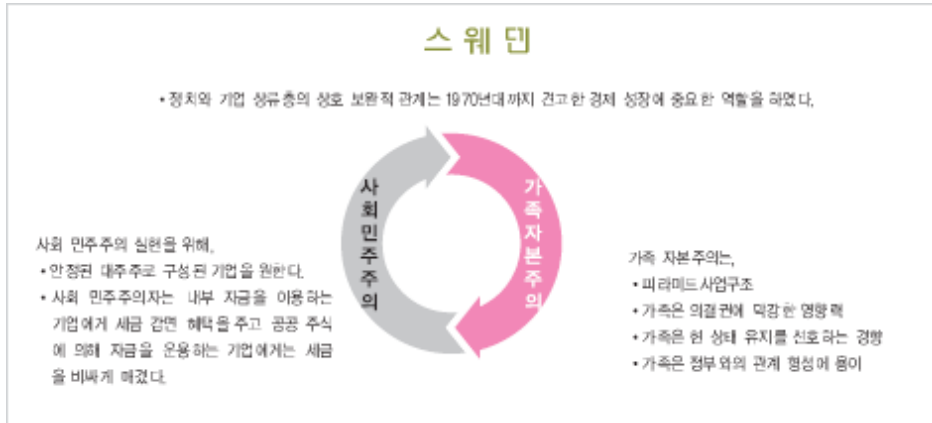
스웨덴¹⁰⁾

스웨덴은 평등주의적 사회민주주의 국가라는 특이한 유형을 가졌으면서도, 부유한 가족들에게 기업지배구조를 맡긴 특징이 있다. 기업지배구조가 이와 같이 소수의 부호에게 집중된 이유는 지속적인 사회민주주의 정치의 영향에 따른 결과이다. 사회민주주의 정치인들은 사회민주주의 이념을 더 잘 따라 줄 수 있도록, 외국인 지주보다는 자국민의 투자에 의한 크고 지속적인 기업이 필요하였다. 즉, 사회민주주의는 가족자본주의의 사실상 보증인과 마찬가지로였다. 한편, 스웨덴의 부호는 초과수 투표권이 있는 주식과 피라미드식 구조로 기업을 지배하는 현상을 유지하길 원하였으므로 사회민주주의를 받아들인 것이다.

소유와 경영의 과도한 분리와 피라미드식 구조는 외부자본을 내부자본보다 비싸게 만들었고 기존의 기업은 성장하지만 새로운 기업은 주식시장에 상장을 할 유인이 없게 되었다. 이를 ‘정치적 자본 조달 순서’라고 한다. 더군다나

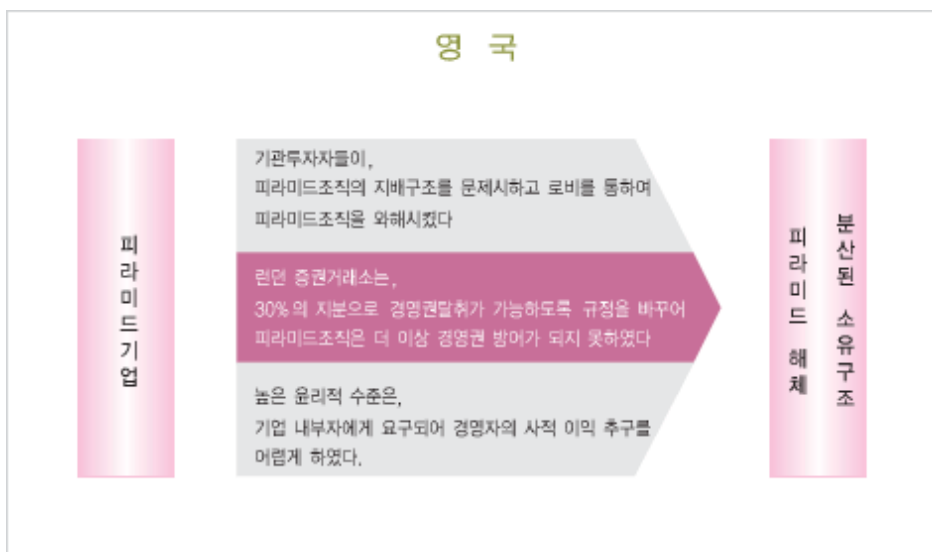
사회민주주의 정부는 잉여금의 재투자에는 정부가 보조금을 지원해 주는 반면 배당에 대하여는 높은 세율을 매겼다. 상호 보완적이며 안전추구적인 정치인과, 사업가 등의 엘리트들은 1970년대까지 스웨덴의 경제를 성장시켰다.

그러나 이러한 구조는 외부환경에 노출되면서 예기치 않은 충격에는 취약했으며, 세계 경쟁 속에 비교우위가 있는 산업으로의 이전이 쉽지 않았다. 또한, 사회민주주의는 소득의 재분배를 매우 효과적으로 달성하였으나 재산권과 부의 재분배에 있어서는 그렇지 못하였다. 결과적으로 스웨덴은 몇몇 부호가 과거 50년간 지배해온 오래되고 허약한 기업들로 경제가 구성되게 되었다.



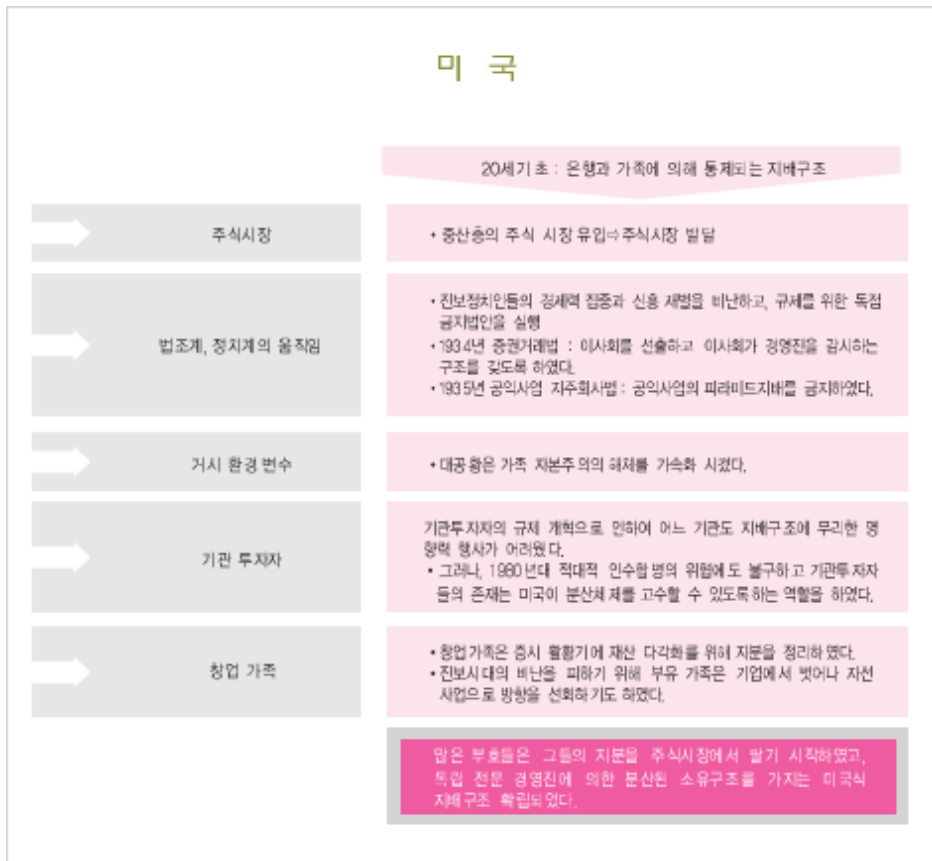
영국

영국의 경우 1900년과 1960년에 설립된 기업들을 각각 비교하여 보면, 각 기업군의 소유구조가 모두 분산이 되어 있어, 영국기업의 지분분산은 100년 전부터 진행된 것임을 알 수 있다. 그런데 주주권리는 20세기 말까지도 매우 취약하였으므로 주주권리보호가 영국의 지분분산을 가능하게 하였다는 것은 맞지 않는다. 1948년 시작된 기업 공시의 개선으로 적대적 경영권 탈취가 용이하여지자 기업은 피라미드 조직구조를 이용하여 경영권을 방어하기 시작하였다. 그러나 기관투자자들은 피라미드 조직의 지배구조를 문제시하고 로비를 통하여 피라미드 조직을 와해시켰다. 또한, 런던 증권거래소는 30%의 지분으로 경영권탈취가 가능하도록 규정을 바꾸어 피라미드 조직은 더 이상 경영권 방어가 되지 못하였다. 피라미드 조직은 경영자로 하여금 보다 많은 사적 이익을 착취할 수 있도록 하여 주나, 영국기업의 경영자에게는 높은 도덕성이 요구되어 이러한 사적 이익을 착취할 수 없었다. 그렇기 때문에 내부주주는 그들의 지분을 빨리 처분하고 피라미드 조직을 와해시킨 것이다.



미국의 경우에도 20세기 초에는 강력한 은행과 재벌가족에 의하여 지배되는 대기업 군이 있었다. 이들은 경영자를 감시하고, 선택하고, 교체하며 경영전략을 수립하였다. 하지만 주식투자가 활성화되고 진보정치인들이 J.P. Morgan, Rockefeller 등의 부호를 비난하자, 많은 부호들은 그들의 지분을 주식시장에서 팔기 시작하였다. 물론 처음에는 이들이 투표권신탁, 시차이사회, 복잡한 피라미드 지주회사, 차등적인 주식 등등의 방법으로 지배권을 유지하였다. 그러나 진보정치인들이 독점금지법안을 실행시키고 급기야 1911년 Rockefeller가족의 Standard Oil Trust를 해체시켰다. 그 후 몇 십 년에 걸쳐 이들 기업들은 독립기업으로 발전하였다. 거기에다가 대공황은 남은 몇몇 가족자본주의의 잔재를 없애버렸다. Insull과 van Sweringen 비즈니스 그룹이 해체 되었고, 1933년 글래스 스티걸 법안은 투자은행을 상업은행으로부터 분리시켰다. 1935년 공익사업 지주회사법은 공익사업의 피라미드 지배를 금지하였다. 은행, 보험회사, 뮤추얼펀드, 연금펀드 등을 지배하는 규제의 개혁으로 인하여 어느 기관도 기업지배구조에 무리한 영향력을 행사 할 수 없었다. 예를 들어, 1957년 DuPont 가족은 General Motors의 지분을 처분하여야 했다. 이는 어느 기업도 다른 기업에 불법적인 영향력을 행사하지 못하도록 하기 위한 법원의 조치였다. 1937년 200대 기업의 소유구조를 조사한 결과 그 중 24개는 피라미드의 계열사였고, 34개 기업만이 지배주주가 없었다. 이들 기업의 창업자 가족은 주식시장의 활황기에 자신들의 재산을 다각화하기 위하여 지분을 정리하였다. 그러나 종종 이들 가족은 많은 지분이 없이도 이사회에 영향력을 행사하였다.

진보시대의 비난을 피하기 위해 지배주주들은 자선활동을 하거나 지배구조문제로부터 더욱 멀어졌다. 그래서 Rockefeller, Harkness, Carnegie, Guggenheim 등의 이름이 대기업그룹 보다는 문화회관, 대학, 박물관 등과 연결이 되는 것이다. 더욱이 진보적인 정치인과 행동주의적인 판사의 움직임은 효과적으로 미국의 거대기업들을 전문경영인의 손에 넘겨주게 하였다. 또한 1934년 증권거래법은 이사회를 선출하고 이사회가 경영진을 감시하는 구조를 갖도록 하였다.



결론

최근의 연구에 따르면, 미국과 캐나다의 대규모 기업들 중에 소유가 집중된 구조를 갖는 기업이 이미 존재할 뿐 아니라, 기타 선진국이나 개발도상국에서도 이러한 현상이 나타나고 있다. 가장 핵심이 되는 대리비용 문제는 소액주주들과 기업경영자에게 거의 완전한 영향력을 행사하는 지배주주들 간의 이해갈등에서 생겨나고 있다. 자신들이 소유하는 의결권에 비해 작은 규모의 현금흐름권을 갖는 지배주주들의 경제적 이해와 소액주주의 유인간의 불일치로부터 문제가 발생한다. 특히, 소액주주들의 권리가 잘 보호되지 않고 있는 국가에서는 이러한 지배주주들이 도모하는 사적 이익의 규모가 매우 큼을 최근의 연구들이 제시하고 있다.

참고문헌

- Aganin, Alexander and Paolo Volpin. 2004. "The History of Corporate Ownership in Italy". National Bureau of Economic Research Working Paper.
- Becht, Marco and J. Bradford DeLong. 2004. "Why Has There Been So Little Blockholding in America?". National Bureau of Economic Research Working Paper.
- De Jong, Abe and Ailsa Roell. 2004. "Financing and Control in The Netherlands: A Historical Perspective". National Bureau of Economic Research Working Paper.
- Fohlin, Caroline. 2004. "The History of Corporate Ownership and Control in Germany". National Bureau of Economic Research Working Paper.
- Franks, Julian, Colin Mayer, and Stefano Rossi. 2004. "Spending Less Time with the Family: The Decline of Family Ownership in the United Kingdom". National Bureau of Economic Research Working Paper.
- Goetzmann, William and Elisabeth Koll. 2004. "The History of Corporate Ownership in China: State Patronage, Company Legislation, and the Issue of Control". National Bureau of Economic Research Working Paper.
- Hogfeldt, Peter. 2004. "The History and Policies of Corporate Ownership in Sweden". National Bureau of Economic Research Working Paper.
- Khanna, Tarun and Krishna Palepu. 2004. "The Evolution of Concentrated Ownership in India". National Bureau of Economic Research Working Paper.
- Landes, David. 1949. "French Entrepreneurship and Industrial Growth in the Nineteenth Century". *Journal of Economic History* 9.
- La Porta, Rafael, Lorencio Lopez-de-Silanes, Andrei Shleifer and Robert Vishny. 1999. "Corporate Ownership Around the World". *Journal of Finance*. 54(2), 471-520.
- Morck, Randall and Masao Nakamura. 2004. "A Frog in a Well Knows Nothing of the Ocean: A History of Corporate Ownership in Japan". National Bureau of Economic Research Working Paper.
- Morck, Randall, Michael Percy, Gloria Tian, and Bernard Yeung. 2004. "The Rise and Fall of the Widely Held Firm: A History of corporate Ownership in Canada". National Bureau of Economic Research Working Paper.
- Morck, Randall and Lloyd Steier. 2004. "The Global History of Corporate Governance - An Introduction". National Bureau of Economic Research Working Paper.
- Murphy, Antoin. 2004. "Corporate Ownership in France: The Importance of History". National

-
- 1) 본 논문은 NBER에 발표된 11개 논문을 소개한 Morck and Steier (2005) 논문의 내용을 발췌한 것이다.
 - 2) Morck, Percy, Tian and Yeung (2004)은 캐나다의 기업지배구조 역사를 정리하였다.
 - 3) Goetzmann and Koll (2004)은 중국의 기업지배구조 역사를 정리하였다.
 - 4) Murphy (2004)는 프랑스의 기업지배구조의 역사를 정리하였다.
 - 5) Fohlin (2004)은 독일의 기업지배구조의 역사를 정리하였다.
 - 6) Khanna and Palepu (2004)는 인도의 기업지배구조 역사를 정리하였다.
 - 7) Aganin and Volpin (2004)은 이탈리아의 기업지배구조 역사를 정리하였다.
 - 8) Morck and Nakamura (2004)는 일본의 기업지배구조의 역사를 정리하였다.
 - 9) Jong and Roell (2004)은 네덜란드 기업지배구조의 역사를 정리하였다.
 - 10) Hogfeldt (2004)는 스웨덴의 기업지배구조의 역사를 정리하였다.
 - 11) Franks, Mayer, and Rossi (2004)는 영국 기업지배구조의 역사를 정리하였다.
 - 12) Becht and Delong (2004)은 미국 기업지배구조의 역사를 정리하였다.

● 해외 기업지배구조 관련기관 소개 3

Pensions & Investment Research Consultants

해외 기업지배구조 관련기관 소개의 3번째 순서로 이번 호에서는 영국 **Pensions & Investment Research Consultants(PIRC)**의 기업지배구조 서비스에 관한 내용을 게재합니다.

I. 머리말

최근 들어 영국에서는 주주의 움직임이 활발해 지고 있는 가운데, 개인 주주가 기업지배구조와 관련하여 회사에 영향력을 행사하기가 어렵다는 것을 감안하여 기관투자자가 보다 적극적인 역할을 수행해야 한다는 공감대가 형성되고 있다. 캐드버리위원회(Cadbury Committee)¹⁾와 함펠위원회(Hampel Committee)²⁾는 공식적으로 국립연금기금협회와 잉글랜드은행과 같은 기관투자자들이 건설적으로 의결권을 행사할 것을 요청하기도 했다. 근래 들어 우리나라에서도 기업지배구조에 대한 관심이 증대하고 있으며, 동시에 기관투자자의 위상에 관한 많은 논의가 이루어지고 있다. 이러한 맥락에서, 기업지배구조와 관련하여 기관투자자에 역점을 두고 컨설팅을 하고 있는 영국의 Pensions & Investment Research Consultants³⁾ (이하 PIRC)의 기업지배구조 서비스를 살펴보는 것은 의미 있는 일이 될 것이다.

II. 주요 관심 사항

주주의 의결권 행사는 단순히 보여주기 위한 제스처가 아니라, 수익자의 장기적인 이익 극대화를 위한 유가증권 운용에 있어서 필수적인 도구이다. 바로 여기에 PIRC의 철학이 있으며, 주주의 의결권 행사를 주요 책임으로 여긴다. PIRC 기업지배구조 서비스의 목적은 주주의 권리를 보호하며, 주주에 대한 위협을 최소화하고, 궁극적으로는 기업의 가치를 향상 시키는 데 있다.

PIRC는 주주의 의결권 행사를 보다 효과적이고 올바른 정보에 근거한 것으로 만들기 위하여, 주주와 그 대리인 혹은 조언자에게 폭넓고 전문적인 조사연구와 높은 수준의 분석 자료를 제공하고자 한다. PIRC는 기업지배구조에서 주주가 가지는 세 가지 주요한 관심을 권리, 위험, 그리고 가치로 보고 있다.

A. 주주의 권리 보호

주주의 첫 번째 관심은 소유자로서 자신의 권리를 지키는 데 있다. 기관투자자들은 소유자로서 가지는 자신의 권리를 손상시키는 행위들에 대해 오랫동안 반대해왔다. 예를 들면, 주주로서 제한된 의결권을 갖는 경우이다. 그러나 사실 주주들이 경계를 소홀히 하지 말아야 할 부분들은 이외에도 많이 있다. PIRC는 주주의 권리에 영향을 미치는 문제들을 조사하고 감시하며, 주주들이 확실히 보호받을 수 있도록 조언을 한다.

예를 들어, PIRC 리서치는 영국 기업들이 주주들에 의한 집행 이사들의 재선임에 있어서 집행이사들을 보호하기 위한 공공연한 관습을 행하고 있다는 것을 알아내었다.⁴⁾ 이러한 행위는 주주의 권리를 빼앗고 이사의 책임을 회피하는 것이다. PIRC는 리서치와 협상을 통해 대부분의 주요 기업들로 하여금 이러한 규정들을 제거하도록 하였다. 이와 같이 PIRC는 관련 규정의 변화를 감시하고, 주주의 권리 보호를 위해 주주 의결권 행사 시 조언을 제공한다.

B. 위험의 최소화

주주의 두 번째 관심은 그들의 자산에 대한 위험을 최소화하는 것이다. 최근에 붕괴된 많은 기업들이 빈약한 기업지배구조와 관련이 있다. 이는 이사회에서의 견제와 균형의 결여, 감사의 불충분한 재무 보고서, 그리고 사외이사⁵⁾에 의한 비효과적인 모니터링 등을 통해 나타난다. 좋은 기업지배구조가 손실을 막아주는 것은 아니지만, 사업 실패의 위험을 줄이는 데 도움을 줄 수 있다.

주주가 가질 수 있는 위험을 줄이기 위해, PIRC 기업지배구조 서비스는 감사 위원회와 보상위원회를 포함하여 기업의 이사회 구조를 분석하는데, 이는 견제와 균형, 이사회의 책임, 그리고 사외이사 와 외부 감사인 등의 독립성 등에 초점이 맞추어져 있다. 동시에 PIRC 보고서는 내부 관계를 명확히 살피기 위해 이사들과 다른 조연자들 간의 관계를 추적한다.

C. 가치 향상

주주의 기업지배구조 활동을 통해 기업 가치를 향상시키는 데 주주의 세 번째 관심이 있다. 주주의 활동은 기업의 성취 및 실적을 향상시킴으로써 수익을 증가시키는 데 그 목적이 있다. 많은 투자자들은 주주와 이사회간의 친밀한 관계로부터 기업들이 이득을 볼 것이며, 특히 장기적인 전략문제에 있어서 그러할 것이라고 보고 있다. 영국에서 적지 않은 기업지배구조 펀드들이 이러한 “지배구조 효과”를 이용하기 위해 만들어 졌다.

III. PIRC가 제공하는 서비스

A. 기록 보존

PIRC의 기업지배구조 서비스는 1991년에 Adrian Cadbury경이 연설했던 한 PIRC 컨퍼런스에서 시작 되었으며, 그 이후로 꾸준히 기록 보존을 해왔다. PIRC의 서비스는 지금 3천억 파운드 규모의 연합 자산과 함께 민간 및 공공 분야의 연금 기금과 투자 매니저들에 의해 이용되고 있다.

B. 독립적인 리서치 능력

이 서비스는 또한 상세한 리서치와 철저하게 독립적인 분석을 자랑한다. PIRC는 그 자신의 이사들이 소유하기 때문에, 금융시장에서 이익의 충돌을 피할 수 있다. 이것은 영국에서 PIRC로 하여금 비길 데 없는 조사 분석을 통해 명성을 얻는 것을 가능케 하였다. 개정된 기업지배구조 통합규범(the Combined Code) ⁶⁾에 대한 순응도 평가에서부터 이사들의 독립성과 보수에 대한 분석에 이르기까지, PIRC는 영국의 기업지배구조에 관해 독립적인 전문가로서의 명성을 가지고 있다.

C. 구체적인 서비스 내용

1. 의결권 행사계획 수립

기업지배구조 의결권 행사계획 수립 서비스는 고객에게 주주총회의 날짜와 대리 의결권 신청 시한을 미리 알려준다. 이것은 고객들로 하여금 바쁜 기업 보고 시즌에 앞서 미리 의결권 행사 활동을 계획할 수 있도록 해준다. 이 서비스는 기업의 담당자들과의 직접적인 접촉을 통해 조사되며, 독자적인 기업지배구조 일정표를 제공한다. 월 단위로 최신 소식을 갱신하고, 의결권 행사계획 서비스는 고객의 일정관리에 필수적인 부분이다.

2. 기업지배구조 보고서

PIRC 기업지배구조 서비스는 정기 주주총회에 앞서, FTSE ALL Share Index ⁷⁾에 등록된 800개가 넘는 기업들에 관한 상세한 보고서를 제공한다. 이 서비스는 또한 한 해 동안 소집되는 어떠한 임시총회에 관해서도 다루며, FT지수에 포함되는 회사의 범위 내에서 각 주주에게 맞춤형 서비스를 제공할 수 있다.

기업지배구조 보고서는 통합규범 준수 여부, 이사의 보수 책정 구조, 총회 의결 결과, 그리고 배경 보고 등 모든 범위의 이슈들에 관한 분명하고 상세한 보고를 포함한다. 보고서는 적어도 정기총회의 결권 행사 마감 시한 12일 전에, 임시총회는 8일 전에 배달된다.

1) 기업과의 연계

PIRC는 기업지배구조 서비스에 해당하는 각 기업과의 의견 교환을 통해, 보고서의 초안에서부터 고객에 보내지기 전 단계까지 기업의 의견을 참조한다. 또한 PIRC는 이견이 분분한 이슈들에 관해 기

업과 개별적으로 만나 토론하고, 사업보고서 제출 시점 전에 의결권 행사에 관한 가이드라인을 회람시켜 당해 기업과 충분한 협의를 한다.

2) 기업 분석

PIRC의 보고서는 기업지배구조 주요 지표들을 기준으로 각 기업의 이사회 구조에 관한 분석을 제공한다. 그 주요 지표들은 아래와 같다:

- 사외이사 비율
- 사외이사의 독립성 분석
- 이사회 내 책임의 분리
- 위원회의 존재와 구성

더불어 보고서는 이사들의 보수 수준과 그 공개여부, 이사들의 계약서, 인센티브제도, 그리고 감사의 독립성을 살피고, 이사회 구조, 보수, 감사 그리고 주주 이슈 각각에 관한 개별적인 모범 사례를 제공한다. 각 보고서에 대한 부록으로 회사의 통합규범 준수 점검표를 함께 포함한다.

3) 의결권 행사 권고

개별 기업 보고서에서 각 의안마다, PIRC는 의결권 행사 권고를 한다. 의결권 행사 권고는 각 고객에게 고유 의결권 행사 정책에 맞게 이루어 질 수도 있고, PIRC만의 접근법을 적용할 수도 있다. 이 접근법은 통합규범과 다른 시장 가이드라인의 표준에 바탕을 두고 만들어 진 PIRC의 주주의결권 행사 가이드라인에 근거한다.

i) 찬성

찬성 권고는 장기적으로 주주 가치에 긍정적인 영향을 미치고, 고객의 기업지배구조 가이드라인과 일치하는 경우에 이루어진다.

ii) 유보

의결권 행사가 고객의 기업지배구조 가이드라인과 완전히 합치하지 않거나, 주주의 이익에 불리한 영향을 미칠 가능성이 있는 경우이다.

iii) 반대

찬성할 경우 기업지배구조 가이드라인에 심각히 모순되거나, 장기적으로 주주의 이익에 매우 부정적인 영향을 끼치는 경우이다.

3. 기업지배구조 연구조사

PIRC의 기업지배구조 리서치 서비스는 사용자들에게 PIRC의 데이터베이스 정보에 접근하도록 허용한다. 데이터베이스는 주주의 이해관계에 관련된 폭넓은 이슈에 관하여 기업이 행해온 그동안의 결과와 정책 등을 담고 있다. 이는 분야별로 보다 자세한 정보를 제공하는 수많은 리서치 보고서를 포함한다.

- PIRC 데이터베이스

데이터베이스는 기업지배구조 핵심 이슈들에 관해 개별 기업별로 상세한 정보를 담고 있다. 여기서 핵심 이슈들은 사외이사과 감사의 독립성, 이사회의 보수, 힘의 분리, 통합규범 준수 정도, 그리고 기타 주주 가이드라인 등이다. 그 밖에도 데이터베이스는 환경 정책, 이사회의 여성 비율, 자선 혹은 정치적 기부, 그리고 정기주주총회에서 주주의 의결권 대리 행사 정도와 같은 주주의 관심 사항 등을 모니터한다.

4. 의결권 대리 행사

PIRC는 FTSE All Share에 포함되는 모든 기업의 주주총회에서 효율적이고 독립적이며 올바른 정보에 근거한 의결권 대리 행사 서비스를 제공한다. 의결권 대리 행사 서비스는 주주의 의결권이 적시에 행사되도록 돕고, 주주의 지침으로부터 의결권 행사에 이르기까지 모든 과정을 보고한다. 이 서비스는 고려되고 있는 이슈에 관해 충분히 이해하고 있는 환경에서 운영되며, 노련한 담당 팀이 의결권 행사를 통해 최근의 시장 소식에 즉각적인 반응을 보이는 것이다. 의결권 대리 행사 카드와 주주총회 통지는 의결권 행사를 위해 필수적인 도구이지만, 영국의 대부분의 연금 기금은 그것들을 받지 않는다. PIRC 의결권 대리 행사 서비스는 의결권 행사가 가장 최근의 기업 자료에 근거하도록 한다.

1) 협의

PIRC는 개별 고객의 공표된 가이드라인에 따라 의결권 행사를 한다. 의결권 행사에 있어 가이드라인의 이용은 의결권 행사를 하기 전에 고객과의 협의가 필요로 하는 이슈들에 관해 명문화하여 합의된 사항을 바탕으로 이루어진다. PIRC가 보고하는 기업들과의 대화는 PIRC 자체 리서치에 오랫동안 이득이 되어 왔다. 상위 수준의 기업들과의 이런 꾸준한 접촉은 의결권 행사 과정에도 반영이 되며, 적극적으로 고객의 입장을 대변한다.

2) 책임

영동하게 의결권 행사를 하거나 아예 의결권 행사를 하지 않는 것과 같은 빛나간 의결권 행사에 관한 수많은 이야기가 있다. 사실은 대부분의 연금 기금이 그들이 위탁한 자신들의 의결권의 사용에 관해 상황이 어떻게 돌아가는 지 잘 모르고 있는 경우가 많다. 이에 PIRC 의결권 대리 행사 서비스는 그 과정의 시작부터 끝까지 보고를 한다.

3) 고객 의결권 행사 가이드라인 서비스

PIRC는 또한 고객이 의결권 행사 정책을 수립하거나 의결권 대리 행사 가이드라인을 정함에 있어 상담 서비스를 지원한다. 이는 고객이 접하는 다양한 이슈에 관해 10년 이상의 상담을 해온 경험에 바탕을 둔 것이다. 고객의 의결권 행사 가이드라인에 관한 상세한 평가와 각 고객에게 맞는 맞춤형 의결권 행사 기준을 제시한다. 이러한 기준은 고객 고유의 의결권 행사 정책을 근거로 한 의결권 행사 권고와 함께, All Share Index의 어느 기업에 관해서라도 개별적인 기업지배구조 보고서를 만드는 데에 사용된다. 이러한 상담 서비스는 의결권 대리 행사의 행정적인 측면도 포함하는 데, 대리 위임 체계, 기록 보존, 모니터링, 펀드 운전자/관리자 계약의 검토 등이 그 내용이다.

5. 컨퍼런스 및 세미나

PIRC는 고객들이 기업지배구조의 복잡한 이슈들에 관하여 의견을 나눌 수 있도록, 컨퍼런스와 세미나 프로그램을 운영한다. 이러한 것들은 새로운 아이디어를 위한 발판을 제공하며, 새로운 발전을 위한 대화의 장을 마련해 주고자 하는 것이다. 기업지배구조 서비스의 고객들은 PIRC의 정규 세미나와 컨퍼런스에 무료로 초대받아 참가할 수 있다.

IV. 맺음말

다른 유럽 국가들과는 달리 영국은 소유 및 의결권이 분산되어 그동안 주주의 힘이 경영자의 권한에 비해 상대적으로 약했다. 반면 영국은 상장 기업이 제안된 주요 거래에 대해 주주의 의결권 행사 결과에 따르도록 하는 상장규정을 가진 유럽의 유일한 국가이기도 하다. 1) 이런 측면에서 최근에 일어나고 있는 주주행동주의는 주주의 기업에 대한 영향력이 커져가고 있으며, 앞으로 기업지배구조에 있어 주주의 역할이 중요해짐을 의미한다. 특히, 연금기금과 같은 기관투자자의 비중이 꾸준히 커져가고 있음을 감안하면, 기관투자자를 대상으로 기업지배구조 컨설팅을 하고 있는 PIRC 기업지배구조 서비스에 대한 기대도 해볼만 하다. 더불어 우리나라도 보다 선진적인 기업지배구조 체제를 갖추기 위하여 기업, 주주, 정부 등이 함께 노력해야 함은 물론, 우리에게 모범과 교훈이 될 수 있는 선진 사례들을 계속 연구해 나가야 할 것이다.

1) 1992년 발간된 캐드베리 보고서(Cadbury Report)를 통해 기업회계분야의 투명성과 사외이사(Non-Executive Directors) 비중 제고에 중점을 두었다.

2) 앞서 나온 캐드베리 보고서와 경영자들의 과도한 보수문제 해결에 초점을 둔 그린베리 보고서(Greenbury Report, 1995년) 등 두 보고서의 시행을 검토하여 보완하려 했다. 1998년에 합켈 보고서를 발표하였다.

3) www.pirc.co.uk 에서 관련 정보를 습득하였다.

4) PIRC는 이러한 관습을 “이사회 격리(board insulation)”라고 이름 붙였다.

5) 영국의 기업들은 집행이사(Executive Directors, 혹은 상임이사)와 사외이사(Non-Executive

Directors, 혹은 비집행이사)로 이사회를 구성하는데, 집행이사는 경영전반을 책임지며 사외이사는 집행이사를 감시, 견제하는 역할을 수행한다.

6)1998년에 처음 채택된 통합규범은 2003년에 개정되었다. 이는 상장기업의 규범적인 지배구조체제로서 런던증권거래소의 상장규정에 부속하는 성격을 갖고 있다.

7)FTSE(Financial Times Stock Exchange)지수, 영국의 유력경제지 파이낸셜타임스지와 런던 증권거래소가 공동으로 소유하고 있는 FTSE 인터내셔널사가 작성해 발표하는 세계 주가지수로 줄여서 'FT지수'라고도 한다.

● 체제 전환국의 지배구조 : 동유럽의 지배구조 이론과 관행

본고는 미국의 **Robert W. McGee (Barry Univ.)**와 러시아의 **Galina G. Preobragenskaya**가 공동 집필하여 2004년 7월 암스테르담에서 **Association for Business and Economics Research**가 개최한 국제 회의에서 발표된 논문을 정리한 것이다.

□ 서문

최근 들어 동구권 국가들이 좋은 기업지배구조를 통해 얻을 수 있는 이익을 깨닫기 시작하였고, OECD, World Bank, 국제금융공사(International Finance Corporation, IFC) 등 많은 기관들이 동구권 국가와 기업들에게 좋은 기업지배구조원칙과 기업윤리규준을 채택하고 실행하도록 장려하면서 기업지배구조는 동구권 국가들에게 중요한 이슈가 되었다.

선진국이든 개발도상국이든 기업지배구조라는 측면에서 유사한 문제에 직면하게 되는데, 기업지배구조 형성단계에 있는 동구권 기업의 경우에는 시장경제 하의 기업들보다 제도적 측면이나 경험이 미숙하기 때문에 규정화된 기업지배구조 시스템의 확립이나 피라미드 소유구조의 해체, 대규모 민영화 이후의 자산수탈 방지와 같은 추가적인 어려움에 부딪히고 있다.

□ 선행 연구

불과 지난 몇 년 동안 지배구조에 관한 수많은 자료와 논문들이 쏟아져 나왔다. Cadbury Report, Greenbury Report 등이 발표되었고 Encyclopedia of Corporate Governance와 같이 기업지배구조 관련 정보를 얻기에 유용한 여러 웹사이트들이 생겨났다. OECD에서 제정한 기업지배구조원칙은 많은 체제전환국들이 기업지배구조 규준을 작성하는데 모범사례로 사용되고 있으며 European Corporate Governance Institute(ECGI)는 웹사이트에 기업윤리규정을 제공하고 있다. OECD와 World Bank도 웹사이트를 통해 동유럽 기업지배구조에 관한 자료들을 제공하고 있는데, 러시아 관련 발표자료와 보고서, 연구자료도 포함하고 있다. 이 중 러시아 기업지배구조 백서에서는 러시아의 기업지배구조 개선 권고안을 제시하고 있다. 이밖에도 국제금융공사(IFC)와 GCGF(Global Corporate Governance Forum)에서도 자체 웹사이트를 통해 러시아의 기업지배구조 관련 정보를 제공하고 있다.

러시아의 여러 단체에서도 기업지배구조와 관련된 발간물과 웹사이트를 보유하고 있다. RID(Russian Institute of Directors)의 웹사이트에서는 기업지배구조 규준(2002)과 외국의 다양한 최선관행 규준 및 윤리규정 등 많은 자료를 제공하고 있고 이사에 대한 교육도 실시하고 있다. 이밖에도 IDA(The Independent Directors Association)는 이사에 관한 다양한 보고서와 최신정보를 제공하고 있으며 ICLCG(Institute of Corporate Law and Corporate Governance)는 러시아 기업들의 지배구조 등급을 공표하고 있다.

러시아를 포함한 체제전환국들의 기업지배구조를 연구한 논문들도 많이 발표되고 있다.

Judge, Naoumova and Kutzevol은 연구에서 이사회 의장과 CEO가 분리되지 않은 기업에서 리더십과 기업성과 간에 음의 상관관계가 나타남을 발견하였고 참호구축 전략을 추구하는 기업에서 이사회 내 사내이사의 비율과 기업가치 사이에 음의 상관관계가 있다는 것을 발견하였다.

Puffer&McCarthy는 상업화 - 민영화 - 사회적 소유특권층(nomenklatura) - 국가개입(Statization)의 네 단계를 통하여 1980년대 중반부터 시작된 러시아 기업지배구조의 흐름을 조사하였고 러시아를 투자대상 위험국가로 만든 불성실 공시와 불투명성에 대한 문제를 특히 강조하였다. 그들은 2002년 초 기연구에서 러시아의 기업지배구조가 미국식 모델이나 유럽식 모델이 아닌 독특한 자기만의 모델

을 만들 것이라고 결론지었다.

이외에도 Buck, Roth and Kostova, Filatotchev와 같은 여러 학자들도 러시아와 다른 체제전환국들의 기업지배구조에 관한 연구결과를 발표하였다.

□ 신흥시장(Emerging Economies)의 가이드라인

좋은 기업지배구조를 위해 정책적인 방향을 제시하는 수많은 논문과 보고서들이 발표되고 있는데 체제전환국에게 있어 기업지배구조는 매우 낮은 주제이기 때문에 이러한 보고서들이 매우 가치 있다고 할 수 있다. 이 중 국제금융연구소(Institute of International Finance, IIF)에서 발표한 '신흥시장의 기업지배구조와 투명성 정책'에 관한 보고서는 기업의 임원과 이사가 그들 기업의 지배구조 규정을 제정하거나 개정할 때 사용할 수 있는 유용한 가이드라인으로 여기서는 주요제안들만을 간략히 언급하였다.

○ 소수주주 보호

기업은 주주권리의 정의와 주주승인을 요하는 기업행위에 관한 공식적인 정책을 가지고 있어야 한다. 또한 다수결에서 소수주주가 반대 목소리를 낼 수 있는 장치가 마련되어야 하며 기업의 합병과 같이 모든 중요사안에 대해 투표할 수 있는 법적권리를 보장받아야 한다.

국내외 모든 주주들이 이용 가능한 의결권 대리행사와 의결권 대리 시스템을 기업들이 도입하여야 한다. 복수의결권주식(Multiple voting classes)은 폐지하여야 하며 무의결권주나 우월주(super voting share) 역시 폐지 또는 축소되어야 한다. 신주는 1주 1의결권 원칙을 따라야 한다.

집중투표제는 채택되어야 하고 적대적 인수와 합병, 그리고 주식매수(buyout)의 경우 주주승인이 요구되어야 한다. 독약정책, 황금낙하산, 그리고 적대적 인수 시 특별한 권리를 발생시키는 채권의 발행과 같은 모든 기업인수방어기법은 주주의 승인을 받아야 하며, 기업분할(Spin-off)의 경우에는 모든 주주의 과반수 이상의 승인을 얻어야 한다.

소유권 또는 의결권의 희석은 최소한 과반수 이상의 투표를 요하는데 국제금융연구소(IIF)는 최선관행으로서 절대다수를 권고하고 있다.

모든 증자는 우선 기존주주에게 제공되어야 하고 상당한 규모의 자사주매입은 주주승인을 요구하고 있다. 주주들은 주총 이전에 충분한 시간을 두고 정보를 제공받아야 하는데 최선관행에서는 적어도 주총 개최 한달이전에 주총과 안건에 대한 공지가 이루어지도록 권고하고 있다.

의결정족수 규정은 적정 수준에서 정해져야 하는데 국제금융연구소(IIF)에서는 약 30%를 권고하고 있다.

○ 이사회와 구성과 책임

기업들은 독립성에 대하여 정의하고, 이사 구성원의 약력과 이사들의 독립성을 공시해야 한다. 국제금융연구소(IIF)에서는 최선관행으로서 이사회 구성원의 요건을 다음과 같이 권고하고 있다.

- ① 전직임직원으로 3년이 경과한 者
- ② 현재 해당기업과 이해관계를 맺고 있지 않은 者
- ③ 해당기업의 임원이 다른 기업의 보상위원회 위원인 경우 그 다른 기업의 임원이 아닌 者
- ④ 해당기업 또는 계열사 임원의 친인척이 아닌 者

이사회 구성원 중 최소 1/3은 독립적인 사외이사로 구성되어야 하며 최선관행에서는 독립적 사외이사 과반수 이상으로 구성되도록 요구하고 있다.

대기업의 경우 이사회는 분기마다, 감사위원회는 반기마다 정기적으로 개최되어야 하며 회의기록

은 공개기록(public record)이 되어야한다. 최선관행에서는 이러한 규정을 모든 기업에서 적용하도록 요구하고 있다.

의사진행 정족수는 기업에 의해 구체적으로 기술되어야 하며 상임이사, 비상임이사, 독립적 사외이사로 구성되어야 한다. 최선관행에서는 상임이사와 독립적인 사외이사로 구성되도록 권고하고 있다.

이사회 구성원의 추천은 독립적 사외이사가 의장직을 맡고 있는 위원회에 의해 이루어져야 하며 정주총이나 임시주총을 통해 소수주주들에게 이사회후보의 이름을 공개해야 한다.

대기업의 경우, 이사임기를 3년으로 하고 보상위원회나 추천위원회의 의장은 독립적 사외이사여야 한다. 또한 이사선임에 앞서 이사회는 개별이사들을 명확히 평가해야한다. 최선관행에서는 이러한 권고안이 모든 기업에 적용되도록 권고하고 있다.

이사회는 대규모 자산매각이나 협정과 같이 주가에 영향을 미칠 수 있는 모든 정보를 즉시 공시해야 하며 정보공개에 위한 절차가 수립되어 있어야 한다.

모든 이사와 임원의 보수와 스톡옵션은 공시되어야 하고 주주승인을 받아야 한다.

기업의 부속정관(또는 회칙)과 내규에서는 이사와 경영진의 책임에 관하여 명확하게 명시해야하고 이 문서를 모든 주주가 쉽게 접근할 수 있도록 해야 한다.

이사회 구성원 또는 임원을 포함한 실제적 또는 잠재적 이해상충은 공시되어야 하며 이사회 구성원은 자신과 이해상충관계가 있는 경우에는 투표를 할 수 없다. 감사 또는 윤리위원회는 이해상충의 상황에 대하여 조사를 해야 한다.

기업은 IR프로그램을 가져야하며 최선관행에서는 CEO 또는 CFO에게 IR책임을 맡도록 권고하고 있다.

○ 회계와 감사

기업은 그들이 사용하는 회계원칙을 공시해야한다. 기업은 당해국가의 기준을 준수해야하고 재무제표를 신고해야 한다. 또한 연간 감사보고서와 반기 검토보고서를 신고해야하는데 최선관행은 분기 검토보고서를 요구하고 있다.

감사는 독립적인 외부감사에 의해 이루어져야 하고 국제회계개발포럼(International Forum on Accountancy Development, IFAD)에서 만들어진 기준에 충실하도록 요구하고 있다.

감사위원회는 위험요인에 대한 보고서를 발표해야 하는데 대기업의 경우, 감사위원회의 의장직은 사외이사가 맡도록 하고 있다. 최선관행에서는 기업규모와는 상관없이 감사위원회 의장은 사외이사가 맡도록 요구하고 있다. 의장은 반드시 재무적 지식을 갖추고 있어야하며 내·외부감사 사이의 의사교류는 임원의 참석 없이 이루어져야한다.

○ 소유와 통제의 투명성

최선관행에서는 지배로 간주되기 위해서는 상당한 주식소유(상호주를 포함하여 20% ~ 50%정도)를 요구하고 있으며 발행주식을 3% ~ 10% 정도 보유한 주주(최소한의 주요주주)에게 자신의 보유지분을 공시하도록 요구하고 있다.

또한 기업들은 이사와 임원의 보유주식을 공시해야하고 이사와 임원에 의한 내부거래는 거래 발생일부터 3일 이내에 공시하여야한다.

이 국제금융연구소(IIF) 보고서가 유일한 기업지배구조 가이드라인은 아니다. OECD에서도 마찬가지로 여러 가지 광범위한 보고서를 작성하였으며 민간단체에서도 폭넓은 안내지침을 제공하고 있다. 그러나 단순히 규정과 가이드라인을 도입했다고 해서 성공을 보장할 수는 없으며 문화, 제도, 조직구조의 중요한 역할이 수반되어야 할 것이다.

□ 크로아티아

World Bank와 IMF는 국제금융체계 강화를 목적으로 「국제기준 및 규범준수에 관한 보고서(Reports on Observance of Standards and Codes, ROSC)」라는 프로젝트를 시행하였다. 이 프로젝트의 일부로서 기업지배구조에 관한 많은 공동연구가 이루어졌고 이 가운데 크로아티아에 대한 연구가 포함되어 있다.

주주의 권리, 주주간 동등대우, 이해관계자의 역할, 공시와 투명성, 이사회의 책임 등 총 5개 부분을 총 48개의 문항으로 구분하여 Observed, Largely observed, Materially not observed, Not observed의 4개 부분^D으로 평가하여 크로아티아의 지배구조를 조사하였다. 그 결과 각 4개 부분의 빈도는 다음의 표1과 같다.

[표1] 크로아티아의 기업지배구조원칙 준수 현황

	개수	%
Observed	1	2.1
Largely observed	16	33.3
Materially not observed	30	62.5
Not observed	1	2.1
Total	48	100.0

주주권리와 주주간 동등대우는 대체적으로 지배구조원칙을 잘 준수하고 있는 것으로 나타났고 이해관계자의 역할, 공시와 투명성, 이사회의 책임부분은 개선의 여지가 많은 것으로 나타났다.

이 연구의 결과만으로 크로아티아의 기업지배구조를 평가한다면, 개선의 여지가 많이 있기는 하지만 기업지배구조가 그리 나쁜 수준은 아니라고 말할 수 있다.

□ 헝가리

World Bank와 IMF는 2003년에 헝가리를 대상으로 하여 크로아티아와 유사한 연구를 시행하였다. 그러나 몇 가지 이유에서 헝가리와 크로아티아의 연구를 엄격히 비교하기는 어려운데 그 첫 번째 이유가 질문이 동일하지 않았다는 점이다. 두 번째 이유는 기업지배구조원칙에 대한 준수여부를 크로아티아 연구에서는 4개 등급으로 구분하였고 헝가리 연구에서는 5개 등급으로 구분하여 평가기준이 동일하지 않았다. 더욱이, 헝가리 연구는 크로아티아 연구가 끝난 뒤 2년 후에 시행되어 크로아티아보다 개선이 더 많이 이루어진 상태였다.

[표2] 헝가리의 기업지배구조원칙 준수 현황

	개수	%
Observed	4	17.4
Largely observed	10	43.5
Partially observed	7	30.4
Materially not observed	2	8.7
Not observed	0	0.0
Total	23	100.0

크로아티아와 동일하게 주주권리, 주주간 동등대우, 이해관계자의 역할, 공시와 투명성, 이사회의

책임으로 나누어 살펴본 결과 5개 부분에서 대체로 잘 준수(Observed ~ Partially Observed)되고 있는 것으로 나타났는데 표에서 보는 것처럼, 항목의 60% 이상이 Observed와 Largely observed의 두 범주에 포함되었다.

물론 선진 시장경제 기준에서 본다면 크로아티아와 헝가리 모두 개선의 여지가 많지만 크로아티아 보다는 2003년의 헝가리가 기업지배구조 측면에서 볼 때 더 우수한 것으로 나타났다.

□ 러시아

○ 러시아의 기업지배구조 활동

시장경제체제로 전환한 이후 러시아의 기업지배구조는 형성단계에 놓여있다. 공시보다 비밀을 더 선호하고 비의무 공시항목에 대한 공시를 선호하지 않는 러시아의 기업문화와 성향에 있어 재무보고의 투명성은 새로운 개념으로 받아들여지고 있다.

PricewaterhouseCoopers가 35개국을 대상으로 투명성에 관하여 조사한 결과 러시아는 34위로 조사되었다. 이러한 투명성 결여는 러시아 기업들의 해외자본 유치에 있어 장애요인으로 작용하고 있다. 러시아는 독립적 사외이사의 선임, 감사위원회 설치, 그리고 더 많은 재무공시의 요구와 같은 좋은 기업지배구조원칙의 제정을 통해 이러한 문제를 극복하기 위해 노력하고 있다.

투명성과 완전공시에 대한 러시아의 변화는 대개 외국자본 조달을 목적으로 하고 있다. 그들은 외국 투자자들이 중요 재무정보를 공개하지 않는 기업에 투자하기를 꺼려하며 러시아 기업들이 국제금융시장에서 자본을 유치하기 위해서는 경쟁해야 한다는 것을 알고 있기 때문이다.

이러한 경제 환경의 변화를 통해 기업지배구조 개선을 목적으로 하는 민간단체의 설립과 같은 중요한 변화들이 러시아에서 나타나고 있다.

RID(Russian Institute of Directors)와 IDA(the Independent Directors Association)는 러시아 이사들의 교육과 러시아 기업들의 경영감시를 실시하고 있으며 국제금융공사(IFC)는 러시아 기업지배구조 프로젝트에 상당한 자원을 투자하였다. OECD는 기업지배구조 관련 회의를 후원하며, 백서(White Paper)의 발간과 러시아 기업들의 기업지배구조 개선을 돕기 위해 다양한 연구를 실시하고 있다. 미국 국제개발처(the United States Agency for International Development, USAID)와 기타 단체들에서도 기업지배구조 개선을 지원하고 있다.

Deloitte & Touche, Ernst & Young, KPMG and PricewaterhouseCoopers의 4대 회계법인들은 좋은 기업 지배구조의 필요성에 대하여 기업의 이사와 최고경영진에게 활발히 교육시키기 시작하였고 사보(newsletter)나 기타 교육자료의 배포를 통해 회계와 지배구조에 관한 최신의 이슈를 제공하고 있다.

1998년에 사외이사들의 커뮤니티 형성을 주목적으로 설립된 IDA(Independent Director Association)는 집단소송제 미도입 등으로 투자자 보호가 미약한 러시아에서 투자자의 부를 보호하기 위해 조정센터(coordination center)를 설립하였고 소수주주 보호를 위해 사외이사의 선임과 이사회회의의 만장일치제를 주장하였다. IDA는 이사회내 하부위원회의 설치와 전원 사외이사로 구성된 감사위원회의 설치를 주장하였는데 이와 함께 독립적 사외이사의 선임, 특히 감사위원회의의 경우 전원 독립적 사외이사로 구성하여야 하는 뉴욕증권거래소(NYSE)의 상장규정은 러시아 기업들에게 외부압력으로 작용하고 있다. IDA는 이해관계자들을 연결시켜주고 정보를 제공하고 있으며 공시와 투명성을 심사대상으로 하여 매년 최우수 재무제표(best financial statement)상을 수여하고 있다.

뉴욕증권거래소(NYSE)와 런던거래소는 외국자본을 유치하려는 러시아 기업에게 있어 중요한 대상이다. 러시아 기업들이 재무제표를 작성하는데 있어 미국회계기준(U.S. GAAP)을 적용할지, 국제회계기준(IAS)을 적용할지는 그들이 상장하려는 거래소에 따라 달라진다. 미국에서 자금조달을 원하는 기업들은 미국 GAAP에 맞춰 재무제표를 작성할 것이고 런던거래소에서 자금모집을 희망하는

기업은 IAS에 맞춰 재무제표를 작성할 것이다.

지난 몇 년동안 기업 회계기준이 미국 GAAP에서 IAS로 옮겨가고 있는데 그 이유는 엔론사태 이후, 미국의 회계기준에 대한 신뢰성과 우수성이 IAS보다 떨어지는 것으로 여겨지면서 러시아 재정부가 러시아 기업들에게 2004년 1월 1일부로 IAS를 채택하도록 지시하였기 때문이다. 한동안 GAAP에서 IAS로 기업회계기준이 집중되는 경향은 지속될 것으로 보인다. 그러나 미국기업과 관계를 맺고 있는 러시아 기업들이 뉴욕증권거래소로부터 자금조달을 하려는 경향이 많기 때문에 러시아 기업에서 미국 GAAP를 채택한 보고서가 완전히 사라지지는 않을 것이다.

S&P는 5개사의 러시아 기업을 대상으로 러시아 기업지배구조에 관한 pilot project를 시행하였다.

S&P 조사의 핵심적 요소로는 「소유구조」, 「주주와의 관계와 주주권리 보호」, 「재무 투명성과 정보공시」, 「이사회의 구성」 등 4가지로 구분할 수 있는데 이를 다시 세분화하여 16개의 기업지배구조 기준을 가지고 기업별 기업지배구조 수준을 평가하였다. 이러한 평가를 통해 러시아 기업들과 선진시장경제체제하의 기업간 비교가 가능해졌다.

○ 기업지배구조의 취약점

2001년까지만 하여도, 러시아 대기업들은 소수주주들에게 기업의 자산과 현금흐름을 공개하지 않았는데 러시아 최대기업 Gazprom은 독립적 감사에 대한 법률적 요구를 무시하였고 러시아 최대 정유사인 Lukoil은 정해진 기한을 넘겨 재무제표를 발행하는 등 공시측면이 매우 열악하였다.

이에 여러 민간단체에서는 기업지배구조 기준을 발표하여 가이드라인을 제시하고 러시아기업 경영진의 도덕적 자질을 서구기업 수준까지 끌어올리기 위해 노력하였다. 또한 러시아 하원(Russian Duma)에서도 기업지배구조 요건을 강화하여 법률로 통과시켰는데 이러한 법규나 임의 또는 강제 기업행동 규범 자체로는 열악한 기업지배구조를 개선하는데 부족한 점이 있다. 윤리의식이 수반되지 않는 한 규정이나 법률을 제정했다고 해서 이사회 구성원들이 바람직한 행동을 보여주지는 못할 것이다. 이에 러시아 연방증권시장위원회(FCSM)의 지휘아래 기업윤리기준이 작성되었다.

이밖에도 Muravyev와 Filatotchev, Buck & Zhukov의 연구결과를 통해 바람직한 기업지배구조 관행이 러시아에서 자리 잡고 있는 것으로 나타났다.

○ 주주보호

모든 국가에서 주주보호는 필요하지만 러시아와 다른 체제전환국 같이 주주, 특히 소수주주를 보호할 강한 법체계가 확립되지 않은 국가에서는 더욱 중요하다. 불과 몇 년 전까지, 러시아의 소수주주들은 그들의 권리를 완전히 무시 받았고 그들의 보유주식이 악용되기도 하였다. 주주명부를 조작하거나 기업명부에서 그들의 이름을 지워버리고 유령회사(shell company)의 복잡한 구조를 통해 자금을 유용하는 것은 러시아 기업들의 일반적인 관행이었다.

이러한 관행은 러시아 하원(Russian Duma)에서 소수주주 보호에 관한 법률을 제정한 후 약해졌지만 완전히 사라졌다고 말할 수는 없다. 러시아의 법 지배는 아직까지 약한 상태이고 몇 세대 동안 재산권이 존재하지 않았던 나라에서 재산권의 보호란 쉽지 않은 일이다.

○ 독립적 사외이사 기준(the independent director code)

이 기준은 IDA와 RID가 공동으로 모스크바 은행간 외환거래소(MICE)와 미상무성(ITA)의 좋은 기업지배구조 프로그램의 협력을 받아 만들어졌다.

○ 러시아 기업윤리규정

RID는 2002년 4월에 기업지배구조 기준의 최종판을 발간하였다. 러시아 법이 기업지배구조의 많은 측면을 다루고 있는 있지만 법적사항이 아닌 이슈를 다루기에는 불충분하다. 더구나 법이 기업지배구조와 관련된 모든 이슈를 해결하려고 하면 안 된다. 사적계약(private contract)이나 경영이슈와 같이 법의 테두리 밖에서 이루어지는 것도 있기 때문에 급속히 변화하는 상황에서 법률체계가 신속히 대응하기도 어렵다. 그래서 가이드라인을 제공할 수 있는 기업지배구조 기준이 필요하게 되는 것이다.

기준은 최선관행에 대한 권고 항목이 포함되어 있고 다양한 OECD 발간물에 포함된 많은 권고안을

통합하였다.

조사를 통해 기업의 윤리규정이 점점 일반화 되어가는 것으로 나타났는데 이러한 윤리규정의 도입은 중요하면서도 긍정적인 발전이라고 할 수 있다. 그러나 조사에서 나타난 또 하나의 사실은 아직까지 많은 기업들이 기업윤리규정을 도입하고 있지 않으며 도입하고 있다하더라도 무시하는 경향이 있다는 것이다. 이러한 규정도입이 단지 기업의 홍보 장치로 이용된다면 이는 재고되어야 한다.

○ 기업지배구조 조사

2003년 9월 RID는 설문조사를 통하여 60개사 이상의 러시아 주식회사를 대상으로 연방증권시장위원회(FCSM), ISMM(the Institute of the Securities Market and Management) 그리고 러시아 기술협력(Tacis)의 INVAS(The Capital Markets Investment Advisory Services) project 결과를 발표하였다.

선진시장경제에서는 대부분의 이사회가 특정 목적을 가진 하부위원회를 보유하고 있으며 가장 일반적인 하부위원회로는 감사위원회, 추천위원회, 보상위원회를 들 수 있다. 그러나 조사결과에서 러시아 기업들은 일반적으로 이러한 하부위원회를 보유하고 있지 않은 것으로 나타났으며 예외적으로 한 기업만이 전략개발에 대한 상임위원회를 두고 있는 것으로 조사되었다.

러시아의 대기업들은 이사회내 사내이사와 사외이사가 적절하게 구성되어 있으며, 사내이사와 사외이사의 비율은 주식회사에 대한 러시아 연방법에 따라 약 30:70 수준으로 유지되고 있다. 52%에 해당하는 기업들이 이사회에 독립적인 사외이사를 선임하고 있으며 독립적인 사외이사와 비독립적 사외이사와의 비율은 20:80 수준으로 독립적 사외이사는 전체 사외이사의 30%미만을 차지하였다. 대부분의 최선관행 기준에서는 이사회가 과반수 이상의 독립적 사외이사로 구성되도록 요구하고 있다.

이사회와 경영진에 대한 효율성 평가는 모든 기업에 있어 하나의 정책사항임에도 불구하고 러시아의 대기업 중 2% 미만의 기업들만이 체계화된 이사회 평가시스템을 보유하고 있었다. 11%는 평가절차는 개발하였지만 시행하지 않고 있었으며 87%는 평가절차마저 보유하고 있지 않았다. 흥미로운 것은 조사에 응한 절대다수의 기업들이 자기 기업의 지배구조는 좋거나(81%) 또는 훌륭한 것으로(11%)로 여기고 있었다는 점이다.

이사회 규모는 6명에서 10명의 구성원으로 구성된 이사회가 전체 이사회 4분의 3에 해당하였고 16명 이상으로 구성되어 있는 이사회도 4%나 되었다. 이사회의 활동시간에 대해서는 이사회 구성원의 3분의 2 이상이 이사회 활동을 위해 한달 중 1일에서 5일을 할애하는 것으로 나타났다.

[표3] 이사회의 규모와 이사회 활동시간

구성원	비율(%)	월별 일수	비율(%)
1명 ~ 5명	4	1명 ~ 5명	68
6명 ~ 10명	77	6명 ~ 10명	26
11명 ~ 15명	15	11명 ~ 15명	0
16명 이상	4	16명 이상	6

전략계획 수립은 이사회의 중요한 역할이다. 비록 최고경영진 역시 그러한 역할을 하고 있지만 이사회가 전략계획 수립에 관여하는 것은 매우 중요한 일이다. 조사결과 대부분의 이사회에서 전략계획 수립에 관여하고 있는 것으로 나타났다.

[표4] 전략수립과정에서 이사회의 관여정도

관여정도	비율(%)
전략수립에 적극관여: 수립된 전략은 이사회의 공식승인요함	33
전략수립의 계획 및 관리; 공식적 승인	36

토론과정에만 관여하고 형식적 승인	16
경영진 수립, 이사회 승인	15
전략계획수립에 관여안함, 임의자문에만 관여	0

전략계획 수립과는 달리 위험관리 측면은 기업들에게 중요성이 낮게 인식되는 것으로 조사되었는데 이사회 11%만이 위험관리 정책개발에 관여하고 있을 뿐이며 절대다수에서 이 책임은 경영진이 맡고 있었다.

[표5] 위험관리에서 이사회 의 관여정도

관여정도	비율(%)
위험관리 정책 개발에 관여	11
위험요소에 관한 수차례의 회의를 통해 위험관리정책에 관여	28
위험관리정책은 경영진이 수립하고 이사회는 형식적 승인	11
형식적 관여는 없고 단지 질의사항에만 자문	51

공시는 러시아 기업들에게 있어 큰 문제점으로 정보공시를 기피하려는 성향이 있다. 소비에트 연방 시절, 무언가를 공시하려는 사람도 없었고 대부분의 기업들이 정부소유였기 때문에 공시는 거의 없었다. 또한 정부와 정부고위층은 믿음을 주지 못했고 공무원들은 정부 관료들이 요구하는 것 이상의 정보를 제공하는 것을 좋아하지 않았다.

시장경제체제가 출현하기 이전까지 몇 세대동안 공산당 지배체제하에서 은닉주의가 러시아인의 성향 속에 깊이 자리 잡게 되었다. 또한 러시아 경영자들은 그들의 세금을 증가시키거나 경쟁자로 인해 그들의 시장점유율을 감소시킬 수 있는 정보의 제공을 두려워했다. OECD나 다양한 기준 및 조직에서 더 많은 정보공시를 요구함에도 불구하고 대부분의 이사회에서 기업정보를 공시하려 하지 않는 점은 그리 이상한 일이 아닐 것이다.

[표6] 정보공시와 의사소통 감독에 있어 이사회 의 역할

	비율(%)
주주와 다른 이해관계자와의 정기적 만남을 지원	13
가장 중요한 이슈에 관하여 모든 공식발표와 보도자료를 승인	2
주주와의 의사교류와 정보공시에 대해 일반적으로 통제	44
특별사안에 관하여 논의	27
기업이 개발하고 수행한 정보정책 승인	15

이사보수는 러시아에서 민감한 이슈이기 때문에 설문에서는 보상수준에 관한 특정한 질문은 하지 않고 이사회 구성원들이 받게 되는 다양한 보수의 형태에 관하여 질문하였다.

[표7] 이사보상 형태와 경영진 보상형태

보상형태	이사회(비율, %)	경영진(비율, %)
이사직 수행비용 보상	53	-
고정급	58	71
보너스	9	66
성과급	9	13
스톡옵션	0	0

기타	12	5
----	----	---

흥미로운 점은 서구에서 보상형태로 일반화되어 있는 스톡옵션이 조사에 응한 어떠한 러시아의 대기업에서도 이사보상형태로 스톡옵션을 사용하고 있지 않다는 점이다. 또한 경영진의 보상형태에서도 스톡옵션을 사용하는 기업은 없었다.

이사회활동의 과제에 대하여 5점 척도를 이용하여 조사한 결과, 이사회활동의 핵심과제로는 전략수립 단계 시 효과적 참여로 나타났다. 전략수행에 대한 이사회 의 효과적 통제가 그 다음으로 중요하다고 나타났고 주주, 투자자, 정부와의 관계 확립도 매우 중요하다고 답하였다. 반면 정기적인 이사회활동 평가수행 절차나 효과적인 이사보상정책 도입은 중요성이 낮은 것으로 나타났다.

[표8] 이사회활동의 핵심 과제들

비율(%)	비율(%)
전략수립시 이사회 의 효과적 참여	4.1
전략수행에 대한 이사회 의 효과적 통제	4.0
주주, 투자자, 관계당국자의 관계 확립	3.9
경영진활동의 효과적 통제	3.7
회계 및 재무보고시스템 통합규정	3.5
효과적 경영진 채용 규정	3.4
효과적 이사회 구성원 추천 정책의 규정	3.3
효과적 내부통제 시스템의 규정과 개발	3.2
효과적 임원보상정책의 도입	3.2
외부감사의 독립성 규정	3.1
법 유지(law maintenance) 규정	3.1
現이사회 구성원의 실효성 증가	3.1
효과적 위험 감시와 관리시스템의 개발	3.0
효과적 정보공시 시스템의 규정	3.0
임원에 대한 정기적 평가 수행	3.0
효과적 이사보상정책의 도입	2.8
이사회 활동에 대한 정기적 평가 수행	2.8

이사회 구성원의 실효성에 있어 필수적인 다양한 능력의 중요도를 평가해달라는 질문에는 가장 중요한 능력으로 전략수립을 들었고 그 뒤로 의사결정 방법과 절차, 회사법, 협상능력, 재무분석, 사업계획 및 사업계획 평가, 투자자와의 관계와 기업재구조 능력 순으로 나타났다.

이사회와 경영진의 실효성은 좋은 기업지배구조에 있어 매우 중요한 요인이다. 기업들은 이사회와 경영진의 실효성 정도를 측정할 수 있는 세부적인 절차를 가지고 있어야 하는데 조사결과 대부분의 기업들이 이러한 정형화된 절차를 가지고 있지 못한 것으로 나타났다.

[표9] 이사회와 경영진에 대한 실효성 평가

	이사회(비율, %)	경영진(비율, %)
평가기준 도입과 절차적용	2	26

평가절차는 도입했으나 적용안함	11	12
평가절차 없음	80	62

굉장히 흥미로운 점은 조사에 응한 절대다수가 자신들이 좋은 기업지배구조를 갖추고 있다고 여긴다는 점이다.

[표10] 자기 기업의 지배구조에 대한 자기평가

자기평가 정도	%
최우량	11
우량하나 개선필요	81
불만족	4
언급회피	7

러시아에서 자신들의 기업지배구조를 바라보는 인식은 선진시장경제에서 바라보는 인식과는 많이 다르다. 선진 시장경제에서는 러시아의 지배구조에 대해 개선사항이 많고 위기상황이라고 까지 말하는 경향이 있지만 러시아에서는 그렇게 심각한 상황으로 인식하고 있지는 않다. 오히려 그들은 그들의 기업지배구조 체제에 약간의 변화가 필요할 뿐이지 비상대책이 요구되는 상황이라고 보지 않고 있다. 이런 인식으로 인해 기업지배구조개선이 느리게 진전될 가능성이 다소 있다.

[표11] 러시아에서 기업지배구조 개선의 필요성

필요성	비율(%)
매우 중요	80
중요	20
중요하지 않음	0

□ 결론

중유럽이나 동유럽에서 기업지배구조 발전을 위해서는 아직까지 많은 노력이 요구되고 있지만 기업지배구조 기준이 EU국들을 중심으로 지속적으로 개선되어 가고 있다. EU통합과정은 EU가입국들에게 있어 기업지배구조 개선에 대한 지속적인 압력요인으로 작용할 것이고 EU에 가입하지 않은 국가에서도 기업지배구조 개선에 대한 압력은 계속 느끼게 될 것이다. 이는 EU의 직접적인 압력 때문이 아니라 오히려 EU와의 경쟁과 외국 직접투자자로부터의 압력 때문이라고 할 수 있다.

러시아의 경우 다른 체제전환국의 지배구조 사례와 그리 많은 차이를 보이지는 않는다. 재무보고서의 투명성은 여전히 부족하여 공시보다는 은폐를 선호하는 러시아인 성향과 문화를 극복하기란 쉽지 않은 일이다. 그러나 국제적 신뢰수준의 재무제표와 독립적 사외이사 강화 그리고 투명성 강화가 러시아 기업들에게 확대되어 가고 있다.

러시아 최대 투자중개회사인 Troika Dialog의 James Fenkner에 따르면 러시아의 열악한 기업지배구조로 인해 러시아 기업들이 저평가 되고 있다고 주장하였다. Troika의 자료를 사용한 Bernard Black은 기업지배구조 수준과 주가간의 관계를 조사한 결과 기업지배구조 기준을 채택하고 수행하여 기업지배구조 관행을 개선시킨 기업들의 주가가 상승한 것을 발견하였다.

그러나 기업윤리규정의 도입과 같이 아직 개선되어야 할 부분도 많다. 윤리규준과 기업지배구조 원칙의 도입은 러시아 기업의 이사들과 경영진들이 규준의 필요성을 느낄 때에만 러시아에 정착될 수 있을 것이다. 조사결과에서 러시아의 기업지배구조는 아직 갈 길이 많이 있지만 올바른 방향으로 나아가고 있는 것으로 나타났다.

계획경제에서 시장경제체제로 전환하려는 체제전환 국가들은 러시아와 동일한 문제를 겪게 될 것이다. 그러나 그들 모두는 그들이 직면한 문제를 풀어가는 자신들만의 접근법을 가지고 있다고 보여진다.

● 국내 동향

□ 증권선물위원회, 공시의무 위반법인에 대한 조치

증권선물위원회는 2005년 4월 20일 제 6차 정례회의에서 최대주주등과의 거래내용 공시 등 증권거래법상 공시의무를 위반한 (주)이스턴테크놀로지(반기보고서 지연제출), (주)모나미(최대주주 등에 대한 금전대여?출자사실 공시 불이행), (주)포이보스(최대주주 등을 위한 담보제공사실 공시 불이행, 타인을 위한 담보제공?채무보증 사실 공시 불이행), 제일창업투자(주)(최대주주 등을 위한 담보제공 사실 공시 불이행), (주)영실업(최대주주 등에 대한 금전대여 사실 공시 불이행) 및 네스텍(주)(최대주주 등에 대한 금전대여 사실 공시 불이행) 등 6사에 대하여 과징금부과 등의 조치를 의결하였다.

그리고 2005년 5월 25일 제 8차 회의에서는 최대주주등과의 거래내용 공시 등 증권거래법상 공시의무를 위반한 (주)대한바이오링크(최대주주 등에 대한 지급보증 사실 공시 불이행, 사업보고서 등 및 유가증권신고서 기재누락), (주)와이즈콘트롤(최대주주 등에 대한 출자?금전대여 사실 공시 불이행), (주)베네데스하이텍(최대주주 등을 위한 담보제공 사실 공시 불이행), (주)한성에코넷(횡령사고 발생 사실 공시 불이행), (주)현대멀티캡(유상증자 결의의 관련 허위공시), (주)신일건업(최대주주 등에 대한 금전대여 사실 공시 불이행, 사업보고서 등 기재누락), (주)백금정보통신(최대주주 등에 대한 금전대여 사실 공시 불이행), (주)파세코(손해배상 청구 소송 제기사실 공시 불이행) 및 한국캐피탈(주)(타법인 출자사실 공시 불이행) 등 9사에 대하여 과징금부과 등의 조치를 의결하였다.

금융감독당국은 앞으로도 기업경영의 투명성 확보 및 투자자 보호를 위하여 최대주주 등에 대한 금전대여?담보제공 등의 과정에서 발생하는 법규 위반행위에 대하여는 과징금을 부과하거나 수사기관에 통보하는 등 엄중 조치할 방침이다.

□ 증권선물위원회, 기아자동차(주) 등 3개사에 대한 조사·감리결과 조치

증권선물위원회는 2005년 4월 20일 제 6차 회의에서 회계처리기준을 위반하여 재무제표를 작성?공시한 기아자동차(주), (주)태창, 서울식품공업(주) 등 3개사에 대해 주의 등의 조치를 하였다.

증권위는 또 기아자동차(주)를 감사하면서 회계감사기준을 위반한 하나안진회계법인에 대해 벌점 부과 조치를 하였으며, 이 회계법인의 소속 공인회계사 1명에 대해서도 주의 조치를 하였다.

□ 공정거래위원회, 롯데, 금호아시아나, 동원, 대성 4개 기업집단에 대한 부당지원행위 및 대규모내부거래 공시규정 위반행위 조사결과 발표

공정거래위원회는 작년 2월부터 부당지원행위 조사방식을 그룹규모에 따른 순위별 기획조사를 지양하고 혐의가 있는 기업에 대한 선별적 직권조사로 변경하였다. 그동안 상시점검체계를 통해 혐의가 포착된 기업들을 대상으로 2004년 11월 29일부터 2004년 12월 28일의 기간동안 ('대성' 기업집단은 '04. 10월말 공시점검 시 혐의 포착) 현장 조사한 결과 '롯데', '금호아시아나', '동원', '대성'의 4개 기업집단 소속 10개 계열회사들의 '부당지원행위' 및 '대규모내부거래 공시규정 위반행위'를 적발하고 과징금, 시정명령 및 과태료 등을 부과하였다고 2005년 4월 21일에 발표하였다.

4개 기업집단 소속의 10개 계열회사들의 부당지원행위 내용과 공정거래위원회의 과징금 및 시정명령 내용은 다음과 같다.

□ 4개 기업집단 소속 총 10개회사의 11개 다른 계열사 또는 관계회사에 대한 3,459억원의 지원성거래(지원금액 : 240억원1))를 적발, 총 3,569백만원의 과징금을 부과

- 롯데쇼핑(주), (주)호텔롯데, 롯데정보통신(주)의 (주)롯데닷컴 등 3개 계열사에 대한 상품권 위탁 판매수수료 과다지급 등 331억원의 지원성거래(지원금액 : 3,652백만원)를 적발, 1,117백만원의 과징금을 부과
- 금호산업(주), 금호석유화학(주), 아시아나항공(주), 금호렌터카(주)의 금호생명보험(주) 등 4개 계열사나 관계회사에 대한 후순위사채 저리매입 등 2,391억원의 지원성거래(지원금액 : 19,364백만원)를 적발, 1,953백만원의 과징금을 부과
- 동원증권(주), (주)동원엔터프라이즈의 동원캐피탈(주) 등 3개 계열사에 대한 CP 고가매입 등 566억원의 지원성거래(지원금액 : 634백만원)에 대해 259백만원의 과징금을 부과
- 대구도시가스(주)의 (주)한국케이블티브이경기방송에 대한 예금담보 제공을 통한 170억원의 지원성거래(지원금액 : 343백만원)에 대해 240백만원의 과징금을 부과

□ 이 중 「롯데」 및 「금호아시아나」 소속 계열회사들에 대해서는 범위반정도 및 과거 범위반실적 등을 감안하여 시 정 명령을 받은 사실을 공표하도록 명령

대규모내부거래 공시규정 위반행위 내용은 다음과 같다.

□ 「금호아시아나」, 「동원」 기업집단소속 총 7개사가 총 102건의 대규모 내부거래를 하고도 이사회 의결이나 공시의무를 위반한 사실을 적발하여 건별로 과태료 부과 또는 경고조치

○ 「금호아시아나」 기업집단 소속 4개 회사가 총 98건의 대규모내부거래를 하면서 이사회 의결이나 공시의무를 위반하였으며, 이 중 아시아나항공, 금호생명보험 등 2개 회사 94건에 대해서는 1,098백만원의 과태료를 부과하고 나머지 4건은 경고조치

○ 「동원」 기업집단 소속 3개 회사가 4건의 대규모내부거래에 대해 이사회 의결이나 공시의무를 위반하였으며, 이 중 동원금융지주(주), 동원증권(주), 동원캐피탈(주) 등 3개 회사 3건에 대해서는 146.5백만원의 과태료를 부과하고 나머지 1건은 경고조치

이번 공정거래위원회의 조사에 따르면 ‘롯데’, ‘금호아시아나’, ‘동원’ 등 중견그룹의 계열사간 부당 지원행위가 아직도 계속되고 있는 것으로 나타났으며, 부당지원행위를 제도적으로 예방하기 위해 시행 중인 일정규모이상(자본금 또는 자본총계 중 큰 금액의 10% 이상이거나 100억원 이상)의 내부거래에 대한 이사회 의결이나 공시를 이행하지 않은 사례도 다수 나타났다.

이에 따라 공정거래위원회는 자산총액규모가 2조원 이상인 상호출자제한기업집단 소속 계열회사를 대상으로 구축되어 있는 부당지원행위 상시감시체계를 통해 부당지원행위 정보수집 및 분석능력을 강화하여 혐의업체 발굴을 계속하고, 혐의가 있는 기업에 대해서는 선별적으로 직권조사를 실시하겠다고 밝혔다.

□ 증권선물거래소, 2004년 12월 결산법인의 재무지표를 반영한 투자지표 산출 및 발표

증권선물거래소는 2004년 12월 결산법인 1,414개사(유가증권시장 572사, 코스닥시장 842사)의 재무지표 [주당순이익(EPS), 주당순자산(BPS) 및 주당배당금(DPS)] 를 반영한 증권시장 투자지표 [주가수익비율(PER), 주가순자산비율(PBR) 및 배당수익률] 를 2005년 4월 22일부터 증권전산 정보단말기 등을 통하여 발표하였다.

발표내용에 따르면 2004년 12월 결산법인의 결산실적(경상이익)을 반영한 유가증권시장의 주가수익비율(PER)은 7.12배(2005년 4월 19일 기준)로 기업실적에 비해 주식시장이 저평가된 것으로 나타났다. 12월 결산법인의 경상이익(세후)은 25조 2,037억원 증가(25조 4,357억원 → 50조 6,395억원)하여 상장법인의 수익성은 크게 개선되었으나 이에도 불구하고 국내 주식시장에 대한 저평가 현상은 오히려 심화되어 해외 주요지수와 비교할 경우, 국내 주가수익비율(PER)은 대상국가 중 가장 낮은 수준이었다. KOSPI 200의 PER는 7.12배로 DOW 30 (21.07배), FTSE 100 (14.97배), Nikkei 225 (13.64배)에 비해 절반수준이었으며 KOSDAQ 50도 12.2배로 해외 주요국에 비해 다소 낮은 수준이

었다.

유가증권시장 상장기업의 수익 향상에 따라 12월 결산법인의 현금배당금도 전년대비 40%이상 증가하여, 배당수익률은 0.65%p 상승한 2.58%를 기록하였다. 이는 일본(0.92%), 중국(1.71%) 등의 아시아 국가에 비해 높은 수준이며, 미주·유럽권의 배당수익률에는 미치지 못하는 수준이다. 그리고 코스닥시장 상장기업의 배당실적 증가에 따라 KOSDAQ 50의 배당수익률은 0.1%p 증가한 1.1%를 기록하였다.

<해외 주요국의 투자지표>

국 가	지 수	PER (배)	배당수익률(%)
미 국	DOW 30	21.07	2.67
영 국	FTSE 100	14.97	3.80
프랑스	CAC 40	13.23	2.90
독 일	DAX 30	14.91	2.59
호 주	ASX 종합	15.07	5.10
일 본	Nikkei 225	13.64	0.92
홍 콩	Hangseng	14.40	3.79
중 국	Shanghai 종합	17.15	1.71
한 국	KOSPI 200	7.12	2.58
	KOSDAQ 50	12.2	1.1

한편 유가증권시장 상장기업의 시장가치 대비 청산가치를 의미하는 주가순자산비율(PBR)은 소폭 하락한 1.16배로 나타났다. 수익성 향상에 따른 재무구조 개선으로 상장법인의 순자산가치(청산가치)는 향상되었음에도, 시장가격이 청산가치에도 미치지 못하는 기업 비중이 72%나 되었다. 청산가치 대비 시장가치의 저평가 현상이 심각한 수준이다.

□ 증권선물거래소, 유가증권시장의 외국인 지분율과 실적 현황

증권선물거래소는 지난 4월 25일 유가증권시장의 외국인 지분율(4월 21일 현재, 보통주 기준)에 따른 2004년 사업실적 현황을 조사하여 발표하였다. 조사대상은 사업보고서를 제출한 12월 결산법인 중 금융업과 관리종목 등을 제외한 508사였다.

조사결과에 따르면 4월 21일 현재 외국인 지분율이 50% 이상인 회사(보통주 기준)는 21개사로서 조사대상 508사의 4.1%에 불과하지만, 이들 기업이 2004년 한 해 동안 거둔 순이익 총계는 22조 6,945억원으로 508사 전체 순이익 54조 6,875억원의 41.5%를 차지하였다. 반면 외국인 지분율이 10% 미만인 회사 수는 66.7%인 339사에 이르지만 이들 기업들의 2004년 순이익 총계는 6조 4,579억원으로 전체 순이익의 11.8%에 불과하였다.

절대적인 순이익 규모 뿐 아니라 자기자본이익률(ROE) 측면에서도 외국인 지분율이 높은 기업에서 상대적으로 우수하게 나타났다. 또한 조사대상 508사 전체의 부채비율(안정성 지표)이 91.38%를 기록한 가운데, 외국인 지분율이 50% 이상인 기업들의 부채비율은 44.67%에 불과하였고, 외국인 지분율 10% 미만인 기업들의 부채비율은 113%였다.

□ 공정거래위원회, (주)케이티에 대해 부당내부거래 직권조사 면제혜택 부여

공정거래위원회는 지난 4월 26일에 (주)케이티의 부당내부거래 직권조사 면제 요청(2005년 3월

28일)을 심사하여 2005년 3월 11일부터 2008년 3월 10일까지 3년간 부당내부거래 직권조사 면제혜택을 부여하기로 하였다.

공정거래위원회는 지난 2004년 3월에 기업의 부당내부거래 자율규제 활성화를 위해 직권조사 면제 기준을 발표한 바 있으며, 면제 기준은 ①사외이사가 전체이사의 과반수이상 여부, ②집중?서면투표제 도입?시행여부, ③내부거래위원회 설치?운영여부 그리고 ④내부거래위원회의 구성인원이 전원 사외인사인지 여부이다.

(주)케이티의 경우에는 ①2004년 3월 12일에 전체 12명의 이사 중 과반수 이상인 8명을 사외이사로 선임하였고, ②2005년 3월 11일의 주주총회에서 집중?서면투표제를 도입하였으며, ③2004년 5월 4일에는 위원 3명 전원이 사외이사로 구성된 내부거래위원회를 도입?운영하여 상기 직권조사 면제 기준을 모두 충족하였다.

한편 부당내부거래 직권조사 면제 제도는 부당내부거래 내부감시시스템이 구축된 기업에 대하여 일정기간 조사면제의 인센티브를 부여하는 제도로서, 다수의 기업에 동 제도가 도입?운용될 경우 기업의 자율규제를 활성화하여 범위반 행위의 사전방지, 기업의 지배구조 개선 및 경영 투명성을 제고할 것으로 기대된다. 이와 함께 출자총액제한 졸업기준의 경우도 대기업집단의 소유지배 개선 유도를 통해 정부의 직접규율에서 시장자율로의 전환을 유도하기 위해 운영 중이다.

이와 같은 부당내부거래 직권조사 면제 대상기업으로는 2005년 4월 현재 (주)포스코, 삼성전자(주), 삼성생명보험(주)이 있다.

□ 전경련, 투명사회협약 경제부문 실천협의회 공식 발족

경제계는 4월 26일 경제5단체장 공동 기자회견을 갖고 『투명사회협약실천협의회』의 부문별 실천주체로서 『투명사회협약 경제부문 실천협의회』를 공식 발족하고, 동 협약의 구체적인 이행을 위해 윤리경영·투명경영·사회공헌 등 3대 실천계획을 발표하였다.

경제계가 발표한 3대 실천계획중 윤리경영 분야는 이해관계자별 윤리경영지도 작성과 윤리경영 모범사례 확산사업 등이, 투명경영 분야는 자율실천 로드맵 작성과 투명경영 우수기업 사례발표회 등이, 기업의 사회공헌사업을 확대(과약된 10개 그룹 기준 2005년중 8,212억원 투입)하고, 「사회공헌대상」 제정을 추진하는 내용 등이 각각 포함되었다.

한편, 이날 발족한 『투명사회협약 경제부문 실천협의회』는 협약실천협의회회의 4대 부문별 실천협의회중 하나로써, 경제계 3대 실천계획이 효율적으로 추진될 수 있도록 지원하고 이행상황을 점검·평가하는 역할을 담당할 것이다. 경제계는 경제부문 실천협의회를 통하여 투명사회협약이 일회성 선언에 그치지 않고, 성실한 실천을 통하여 구체적인 성과를 거둘 수 있도록 지속적인 노력을 펼칠 방침이다.

□ 기획예산처, OECD '공기업지배구조 가이드라인' 제정·권고

기획예산처는 지난 4월 28일 OECD가 공기업지배구조 가이드라인을 제정하여 회원국에 이의 채택?시행을 권고한 사실에 따라 정부는 동 가이드라인의 주요내용을 면밀히 검토하여 향후 우리나라 제도개선에 단계적으로 반영해 나가고자 한다고 밝혔다.

공기업지배구조 가이드라인은 2002년 2월 OECD 기업지배구조 조정위원회(Steering Group on Corporate Governance)가 산하에 있는 공기업 민영화 및 공공기관 지배구조 작업단(OECD Working Group on Privatisation and Governance of SOEs)에 회원국들의 공기업 지배구조의 모범사례(Best Practice)를 조사?분석하여 『공기업 지배구조 가이드라인』을 제정할 것을 지시함에 따라 제정 작업이 시작되었다. 우리나라를 포함한 30개 회원국으로 구성된 동 작업단은 2002년 2월부터 2005년 3월까지 총 6회의 회의를 개최하였으며, 2004년 10월 『가이드라인』 초안을 발표한 후 각국의 공

업 경영관리 총괄기관, 의회, 지배구조 전문가, World Bank?IMF 등 국제기구, 다수 공기업 등 의견을 수렴하고 2005년 3월 23일 회의에서 지침(안)을 확정하였다. 우리나라에서는 기획예산처 공공혁신국이 프랑스 파리주재 OECD대표부와 공동으로 참석하였다.

기획예산처는 OECD의 가이드라인은 지배구조의 세부항목에 대한 30개 회원국의 모범사례를 중심으로 전문가들이 장기간에 걸친 심도 있는 논의를 통해 준비된 것으로 국제적으로 통용되는 공기업 지배구조의 최적 관행을 제시한 것이라고 평가했다. 아울러 이 가이드라인이 OECD회원국인 우리나라에도 정식으로 권고된 만큼 주요내용들을 면밀히 검토하여 우리현실에 수용 가능한 범위 내에서 단계적으로 이를 제도화 시켜 나가는 한편 정부산하기관 등의 지배구조 개선에도 참고할 계획이다.

□ 공정거래위원회, 위장계열사 자진신고 접수

공정거래위원회는 위장계열사를 통한 대기업집단 규제제도의 면탈행위를 방지함으로써 법집행의 실효성을 제고하기 위하여 5월 1일부터 31일까지 자산규모 2조원 이상인 상호출자제한 기업집단을 대상으로 위장계열사에 대한 자진신고를 받았다.

신고내용은 동일인 및 동일인 관련자의 실제 지분이 30% 이상 최다출자자에 해당됨에도 계열회사로 편입되지 않은 회사 및 동일인 및 동일인 관련자의 지분이 30% 이상에 해당되지 않으나 사실상 지배력을 행사하고 있는 회사이다.

자진신고 내용을 토대로 공정거래위원회는 6월 1일부터 31일까지 서면조사를 실시하고 필요시 현장조사를 실시할 계획이다.

□ 국회, 금융지주회사법 개정

국회는 지난 5월 3일 본회의 의결을 통하여 개정된 '금융지주회사법'을 5월 31일에 공포하였고, 이 개정법은 3개월이 지난 9월부터 시행된다. 금융지주회사법의 개정이유는 금융지주회사가 자산을 건전하게 운용하도록 하기 위하여 유가증권에 대한 투자를 제한하고 있으나, 예외적인 사유로 투자한도가 초과된 경우 이를 규제할 수 있는 관련 규정이 없어 투자한도의 실효성이 저해되고 있으므로, 부득이한 사유로 유가증권의 투자한도를 초과하는 경우에는 1년 이내에 한도에 적합하게 하도록 하는 한편, 일시적으로 투자한도를 초과할 수 있는 사유를 명확히 규정하기 위함이다.

개정된 금융지주회사법은 금융지주회사가 추가로 유가증권에 투자를 하지 아니하였음에도 불구하고 자기자본의 감소, 유가증권의 가격 변동, 금융지주회사의 합병 또는 영업전부의 양수, 담보권의 실행 또는 대물변제의 수령, 그 밖에 대통령령이 정하는 부득이한 사유로 유가증권의 투자한도를 초과하는 때에는 1년 이내에 한도를 충족시키도록 하는 내용을 포함하고 있다.

□ 국회, 주식회사의 외부감사에 관한 법률 개정

국회는 5월 3일 본회의 의결을 통하여 2005년 6월 30일부터 시행되는 '주식회사의 외부감사에 관한 법률' 개정 내용을 5월 31일에 공포하였다. 이번 개정은 비공개 중소기업의 현실적인 여건을 감안하여 내부회계관리제도의 구축·운영대상에서 일정한 비공개 중소기업에 대해서는 2년간 그 적용을 유예하도록 하고, 회사의 회계부정행위에 대한 내부고발로 회사가 불이익한 대우를 한 경우에는 회사 및 임직원에게 연대손해배상책임을 부과하는 한편, 회계부정행위 신고를 활성화하기 위하여 포상금 제도를 도입하는 것을 골자로 하고 있다. 이번 개정의 주요내용을 살펴보면 다음과 같다.

○ 주권상장법인 또는 코스닥상장법인이 아닌 회사로서 대통령령이 정하는 회사에 대하여는 2007년 6월 30일이 속하는 사업연도말까지 내부회계관리제도의 구축·운영 적용대상에서 제외함(제2조의2).

- 회사의 회계부정 신고자 또는 고지자에게 불이익한 대우를 한 회사와 임직원에게 연대손해배상 책임을 부과함(제15조의3제4항 신설).
- 주권상장법인 또는 코스닥상장법인인 회사의 회계정보와 관련한 부정행위를 신고한 자에 대하여 포상금을 지급함(제15조의3제5항 신설).

□ 증권선물위원회, 2004사업연도 결합재무제표 작성면제 기업집단 인정

증권선물위원회는 지난 5월 11일 제 7차 회의에서 2004년 5월에 선정한 17개 결합재무제표 작성대상 기업집단 중 연결대상 계열회사 자산총액이 결합대상 계열회사 자산총액의 80%이상을 차지하여 연결재무제표로 결합재무제표 대체가 가능한 두산 등 5개 기업집단에 대하여 2004사업연도 결합재무제표 작성면제 기업집단으로 인정하였다.

이에 따라 2004사업연도 결합재무제표 작성기업집단은 삼성, 한진, 롯데, 동부, 현대, 엘에스, 코오롱, 영풍, 세아, 태광산업, 대성, 삼양 등 12개 기업집단으로 최종 확정되었으며, 이들 기업집단의 결합재무제표에 대한 감사보고서는 사업연도 종료 후 6월말까지 증권선물위원회 및 한국공인회계사회에 제출하도록 되어 있다.

□ 증권선물위원회, 2005사업연도 결합재무제표 작성 기업집단 등 선정

증권선물위원회는 제 8차 회의(2005년 5월 25일)에서 2004사업연도 말 현재자산총액 2조원이상인 52개 기업집단 중 연결재무제표가 결합재무제표를 대체할 수 있는 엘지 등 35개 기업집단에 대하여는 결합재무제표 작성을 면제하고 삼성 등 17개 기업집단을 2005사업연도 결합재무제표 작성대상 기업집단으로 선정하였다.

이에 따라 2005사업연도에는 삼성, 현대자동차, 롯데, 한진, 지에스, 한화, 동부, 현대, 엘에스, 대림, 코오롱, 세아, 영풍, 태광산업, 이랜드, 대성, 삼양 등 17개 기업집단이 결합재무제표를 작성하게 된다.

□ 증권선물거래소, 통합지수(KRX 100) 명칭 확정 및 구성종목 선정 발표

지난 5월 25일 한국증권선물거래소는 2차에 걸친 주가지수운영위원회의 심의를 통하여 KRX 100지수 산출기준을 제정하고, 구성종목을 선정하였다고 발표하였다. 2005년 6월 1일(수)부터 운용되는 KRX 100 지수의 100개의 구성종목(유가증권시장 87, 코스닥시장 13)은 시장을 대표하고(시가총액) 시장유동성(거래대금)이 풍부한 종목 중에서 기업의 수익성(자기자본이익율), 건전성(유보율) 및 안정성(부채비율)이 양호한 우량법인이며, 기준시점은 2001년 1월 2일 1,000p이다.

KRX 100지수는 시가총액면에서 전체시장의 72.3%를 차지하여 소수 종목으로서 지수의 시장대표성은 충분하고 구성종목의 자기자본이익율, 유보율, 부채비율 등 재무지표는 시장평균보다 월등히 양호하다. 그러나 KRX 100지수의 PER, PBR 및 배당수익율은 KOSPI 200, KOSDAQ 50, 주요국에 비하여 저평가되어 있는 것으로 나타났다. 신 지수는 최근 선진시장에서 널리 이용되고 있는 유동주식수(Free Float) 가중방식으로 지수를 산출함으로써 유동주식수 부족에 따른 지수왜곡현상을 방지하고 매매가능한 주식수로 지수가 산출됨에 따라 지수이용자의 지수이용이 더욱 활성화될 것으로 전망된다.

KRX 100 지수는 명칭에서 보듯이 통합 증권선물거래소(KRX) 출범과 더불어 물리적 통합만이 아니라 양 시장의 화학적 통합을 이루는 상징적인 한국증권시장의 대표지수가 될 것이며, 동 지수는 상장지수펀드(ETF), 인덱스펀드 등 다양한 상품지수로 이용됨으로써 주식투자의 간접투자를 유도하는 등 증권시장의 발전에 기여할 것으로 기대된다. 또한 증권선물거래소는 KRX 100지수의 제2선물?옵션대상지수로서의 도입 타당성을 연구?검토하여 추진할 계획이라고 밝혔다.

□ 증권선물거래소, 유가증권시장 12월 결산법인 1주당 순자산 가치와 주가 비교

증권선물거래소는 지난 5월 27일 유가증권시장에 상장되어 있는 12월 결산법인의 1주당 순자산 가치와 주가를 비교하여 발표하였다. 조사대상은 관리종목, 주식병합, 자본잠식, 신규상장, 금융회사를 제외한 12월 결산법인 중 전년 동기 대비 비교 가능한 454사이다. 조사기준은 2005년과 2004년 1분기보고서 상의 순자산가치와 5월 25일 주가였다.

비교 결과 전년대비 주가상승으로 기업들의 전반적인 PBR이 증가하였다. 5월 25일 현재 KOSPI는 전년 동기 대비 20.05%가 상승하였고 기업들의 1주당 순자산은 22,571원으로 전년에 비해 1,627원(+7.77%) 증가하였으며, 주가순자산비율(PBR)은 1.09배로 전년의 1.00배에서 0.09의 증가세를 보였다.

한편 작년 이후 주가상승에도 불구하고 주가가 여전히 1주당 순자산 가치에도 못 미치는 기업이 349개사로 전체의 76.87% 차지하였다.

□ 한국상장회사협의회, 주권상장법인 임원배상책임보험 가입 현황

지난 6월 1일 한국상장회사협의회에서는 증권집단소송제도의 시행 등으로 주권상장법인의 경영위험이 커지고 있는 가운데 경영진의 손해배상책임에 대비하기 위해 가입하고 있는 '주권상장법인 임원배상책임보험 가입현황'을 조사하여 발표하였다. 이번 조사는 2005년 5월 10일 현재 주권상장법인 655개사의 최근 2개년도 사업보고서 중 '이사의 손해배상책임보험 가입여부'에 기재된 내용을 기준으로 하였다.

조사결과 주권상장법인 3개사 중에서 1개사는 임원배상책임보험을 가입하고 있는 것으로 나타났다. 주권상장법인의 임원배상책임보험 가입률은 34.4%(655개사 중 225개사)였으며, 자산 2조원 이상의 주권상장법인은 90.9%가 가입(77개사 중 70개사)하여 1사당 평균 보험료는 7.4억원이었고 보험금은 266억원이었다. 그리고 자산 2조원 미만의 주권상장법인은 26.8%가 가입(578개사 중 155개사)하여 1사당 평균 보험료는 0.8억원이었고 보험금은 54억원인 것으로 나타났다. 업종별 보험가입률 현황으로는 금융업이 81.5%, 비제조업이 42.9% 그리고 제조업이 26.0% 가입하고 있는 것으로 조사되었다.

□ 공정거래위원회, 「지주회사의 설립·전환의 신고 및 지주회사의 주식소유 현황 등의 보고에 관한 요령」 개정

공정거래위원회는 6월 1일 전원회의를 개최하여 『지주회사의 설립·전환의 신고 및 지주회사의 주식소유 현황 등의 보고에 관한 요령』(고시)을 개정하여 발표하였다. 금번 개정은 2005년 4월 1일부로 시행된 개정 공정거래법 및 시행령에 지주회사 관련 규정이 일부 변경되었으므로 동 변경내용을 신고요령에 반영하고 또한 현행 신고요령의 미비점을 보완하여 지주회사 설립·전환신고 및 사업내용 보고 등에 있어 기업들의 불편함을 해소하고 동시에 지주회사 관련 업무처리에 있어 효율성을 제고하고자 함이다. 주요 개정 내용은 다음과 같다.

- 개정 공정거래법에서 사업관련손자회사의 정의 규정(법 제2조제1의4) 등이 신설되어 동 개정 내용을 '신고요령' 고시에 반영
- 법 시행령 제15조제1항제3호(타 법률에 의해 지주회사적용이 제외되었다가 이후 제외기간이 경과하여 지주회사가 되는 경우)가 신설 됨에 따라 동 규정에 근거하여 지주회사로 전환되는 회사의 신고양식을 추가로 마련
- 사업관련손자회사의 제출자료에 주주현황을 추가
- 지주회사 등의 사업내용 보고 시 자회사, 사업관련손자회사에 대해서는 신규로 편입되거나 정관의 변동이 있는 경우에 한해 정관을 제출하도록 변경

□ 공정거래위원회, 2005년 5월 중 상호출자제한기업집단 등의 소속회사 변동현황

지난 6월 2일, 공정거래위원회는 2005년 5월 중 상호출자제한기업집단 등의 소속회사 변동현황을 발표하였다. 이에 따르면 55개 상호출자제한기업집단 등의 계열회사 수는 2005년 5월 2일의 982개에서 5월 중 10개가 편입되고, 9개가 제외되어 2005년 6월 1일 현재 983개로 전월대비 1개가 증가하였다.

11개 출자총액제한기업집단의 계열회사수는 2005년 5월 2일의 287개에서 2005년 6월 1일 현재 293개로 6개가 증가하였고, 출자총액제한기업집단을 제외한 상호출자?채무보증제한기업집단의 계열회사 수는 2005년 5월 2일의 695개에서 2005년 6월 1일 현재 690개로 5개가 감소하였다. 증감 내역은 다음과 같다.

○ 증가내역 총 10개

- 지분취득 4개 【「금호아시아나」: 금호피에프브이원(주), 금호피에프브이원자산관리(유), 「두산」: 두산인프라코어(주), 「동부」: (주)빌더스넷】
- 회사설립 5개 【「현대자동차」: 해비치레저(주), 「에스케이」: 에스케이씨티에이(주), 「한화」: 검단에코텍(주), 「롯데」: 시네마통상(주), 「대우건설」: 부곡환경(주)】,
- 기타 1개 【「금호아시아나」: 인천공항에너지(주)】

○ 감소내역 총 9개

- 지분매각 6개 【「엘지」: (주)롯데대산유화, 「롯데」: 엘지대산유화(주), 「하나로텔레콤」: (주)미디어홀딩스, (주)하나로웹엔티비, 「대성」: (주)한국케이블TV경기방송, 「농심」: (주)한국정보보호교육센터】
- 합병 1개 【「삼성」: 삼성오엘이디(주)】
- 청산종결 1개 【「지에스」: (주)정산스포츠】
- 기타 1개 【「대성」: (주)내일네트웍스】

□ 대한상공회의소, 투명·윤리경영에 대한 기업의 인식과 과제 조사

대한상공회의소는 지난 5월 23일부터 25일까지 수도권 소재 제조업체 300개 기업(대기업 79개사, 중소기업 199개사, 응답률 92.7%, 전화조사)을 대상으로 「투명·윤리경영에 대한 기업의 인식과 과제」를 조사하여 그 결과를 6월 3일에 발표하였다. 조사결과에 따르면 국내기업들은 투명경영의 필요성에 대해서는 전반적으로 공감하고 있지만 아직까지 선진기업의 투명경영 수준에는 도달하지 못하고 있는 것으로 나타났다.

투명경영의 필요성에 대해 '필요하다'고 응답한 기업이 68.0%로 '필요없다'고 응답한 기업(11.1%)보다 높은 비중을 보여 우리 기업들의 대다수가 투명경영의 필요성에 대해서 전반적으로 공감하고 있는 것으로 조사되었다. 또한 외환위기 이후 투명경영에 대한 노력에 대한 질문에는 '강화됐다'는 응답(57.6%)이 '약화됐다'는 응답(4.6%)보다 훨씬 많았고 '차이 없다'라고 응답한 기업은 37.8%였다.

응답기업들은 투명경영이 필요한 이유로 '글로벌 경쟁력 강화'(34.5%)와 '경영실적 향상'(27.1%), '기업이미지 향상'(20.2%), '사회적 책임 완수'(17.8%) 등을 들었다.

이와 함께 투명경영이 필요하다고 응답한 기업 가운데 83.0%는 '투명경영을 미래 생존전략으로까지 인식'하고 있다고 답했고, '투명경영-경영성과'간 연관성이 있다고 답한 비율이 76.3%에 달해 과거와 달리 우리기업들이 투명경영에 대한 관심이 높아졌음을 알 수 있었다.

선진 글로벌기업(기준=100)과 비교한 우리기업들의 투명경영 수준에 대해서는 응답기업의 67.3%가 B학점(80~89) 또는 C학점(70~79)<B학점-41.0%, C학점-26.3%>이라고 평가한 반면 동등한 수준인 A학점(90~100)이라는 응답은 19.8%에 불과해 아직까지 글로벌 기업들과의 격차가 존재하고 있는 것으로 나타났다.

또한 많은 기업들이 초보적인 투명경영 실천과정인 '윤리강령'을 채택하고 있거나(53.2%) '사원행동지침'을 마련하고(64.4%) 있다고 응답한 반면, 실질적인 윤리경영 총괄 전담부서를 설치하고 있는 기업은 30.9%에 불과해 투명경영을 보다 강화하기 위해서는 이에 대한 지원과 개선노력이 절실한 것으로 보인다.

특히 기업규모별로 볼 때 대기업의 경우 전체의 70% 이상이 윤리강령이나 사원행동지침, 내부고발 및 감사시스템을 구축중인 것과 대조적으로 중소기업의 경우 그 비율이 대략 30~50%선에 그치고 있어 투명경영 추진에 대한 대-중소기업간 수준차가 큼을 알 수 있었다.

향후 기업의 윤리경영 확대를 위한 정책과제에 대해서는 기업규모에 관계없이 '다양한 세제혜택'이 52.9%로 가장 많은 비중을 차지했고, 그 다음으로는 '신용등급 우대(23.7%)', '각종 조사면제(13.7%)'의 순으로 나타났다.<정부발주사업시 우대-5.8%, 기타-3.9%)

대한상의 관계자는 “이번 조사결과에서 보듯 과거와 달리 이제 우리 기업들도 윤리 경영을 경쟁력 향상과 미래 생존전략으로 인식하고 있다”며 “정책당국의 지속적인 관심과 적극적인 지원이 뒷받침된다면 기업들의 윤리경영이 보다 빠르게 확산될 수 있을 것”이라고 덧붙였다.

□ 산업자원부, 기업 및 모든 조직의 사회적 책임을 국제표준화

지난 6월 4일 산업자원부는 조직의 사회적 책임에 대한 ISO 국제표준(ISO 26000) 제정에 대응하고 국내확산을 위하여 정부, 산업, 경제단체, 노동·환경, 시민단체, 언론, 학계 등 각계 대표가 참여한 SR(Social Responsibility) 표준화 포럼이 6월 3일 기술표준원 중강당에서 창립행사를 가지고 출범하였다고 발표하였다.

ISO는 ISO 소비자정책위원회(COPOLCO)의 결의('01)를 계기로 하여 ISO의 최고의결기구인 146개 회원국 대표가 참가하는 ISO 총회('02)의 의결로 ISO SR 표준화 추진을 개시하였고, 2005년 3월 제 1차 TMB(기술관리이사회) 작업반 회의를 브라질에서 개최하여 국제표준 제정을 위한 작업반 구성 및 추진체계를 확정하였다.

2008년 초 제정될 ISO 26000 사회적 책임에 대한 지침(Guidance on Social Responsibility)은 기업뿐만 아니라 공공기관, 시민단체 등 모든 조직에 대해 검증 기준으로 활용될 전망이다. 사회적 책임은 윤리경영, 인권 및 환경보호에 대한 조직의 책무로, ISO 26000은 SR 전략수립, 조직운영, 이해관계자 대응 및 홍보 등 사회적 책임 구현을 위한 경영 지침 및 보고서 기준을 제시하고, 나아가 투자와 상업적 거래 등을 지원하거나 정부규제 완화정책의 일환, 시민단체와 투자자들이 기업이나 공공기관에 대한 신뢰도 평가, SR 이슈를 이해하고 관리하는 경영도구로 활용 가능할 것이다.

이에 따라 우리나라는 민간중심 자율협의체로 ISO SR 국제표준화에 대한 미러(mirror) 대응조직으로서 국내의견 수렴 및 대응 안을 마련하는 역할을 할 SR 표준화포럼을 창립하였다. 창립식에 참석한 정부, 경제, 노동, 소비자, 환경, 언론 등 사회 각계 대표들은, 기업을 포함한 사회 모든 조직이 윤리경영, 투명성 보장, 환경 및 인권 보호, 부정부패 척결, 사회공헌 등 사회적 책임을 다할 때 지속가능한 발전이 가능함을 인식하고, 사회적 책임의 구현방법에 대한 범국가적 합의를 도출하여 국제사회가 요구하는 글로벌 스탠더드 개발하고 이를 적극 실천하는 일에 적극 동참할 것을 서명하였다.

□ 증권선물거래소, 2000년 이후 상장법인의 합병 및 분할 현황

6월 7일 증권선물거래소는 2000년 이후 상장법인의 합병 및 분할 현황을 조사하여 발표하였다. 조사 대상은 2000년 이후 합병(105사) 및 기업분할(57사) 공시법인이며 조사기간은 2000년 1월 1일부터 2005년 6월 2일이다. 합병 및 분할금액은 합병?분할 종료보고서 또는 합병?분할 신고서를 원칙으로 하되, 종료보고서 또는 신고서로 확인이 안 되는 경우에는 공시금액으로 하였다. 합병금액은 피흡수 합병회사의 자산총액(신설합병은 합병 양사 자산의 합계)이고 분할금액은 분할로 이전할 자산총액

이다.

조사결과에 따르면 2000년 이후 합병추진법인은 105사의 119건으로 총금액은 246조 8,192억원이고, 2000년 이후 분할추진법인은 57사의 62건으로 총금액은 55조 3,375억원이었다. 올해 들어 합병 및 분할 총금액은 2조 964억원으로 전년 동기간의 4조 620억 대비 1조 9,656억원 감소하였다.

2000년 들어서도 합병, 분할 등의 조직재편(Restructuring)방법이 기업의 주요구조조정 수단으로 꾸준히 진행되어 왔고, 한편으로는 사업조직 정비 등 전문화 및 효율화를 통해 기업가치를 극대화하기 위한 기업분할 및 합병도 활발히 추진되어 실적기준으로 2001년도 고점을 보이다가 최근 들어 기업의 구조조정이 성숙기에 접어들며 합병 및 분할이 급격히 줄어드는 추세를 보였다.

□ 금융감독원, 내부회계관리제도 모범규준(안)의 주요내용 및 향후 발표 일정

금융감독원은 지난 6월 8일에 내부회계관리제도 모범규준(안)의 주요내용 및 향후 일정을 발표하였다.

이에 따르면 한국상장회사협의회, 코스닥상장법인협의회, 중소기업협동조합중앙회 및 관련 전문가가 참여하여 구성된 내부회계관리제도운영위원회(위원장:송인만 성균관대 교수)는 회사가 내부회계관리제도를 설계?운영?평가?보고하는데 필요한 “내부회계관리제도 모범규준(안)”을 2005년 5월 19일에 공개하여 2005년 6월 9일까지 외부의견을 수렴하였으며, 최종안은 수렴된 의견을 반영하여 6월 23일에 최종 확정?발표될 예정이다.

내부회계관리제도 모범규준은 ‘모범규준의 목적 및 적용’, ‘내부통제제도와 내부회계관리제도’, ‘내부회계관리제도의 설계 및 운영’, ‘내부회계관리제도의 평가 및 보고’, ‘중소기업에 대한 적용’, ‘부칙, 등 6개의 장으로 구성되어있다.

모범규준의 적용대상은 상장대기업, 상장중소기업과 비상장대기업, 비상장중소기업으로 차별화하고 있다. 상장대기업(주권상장법인 또는 코스닥상장법인으로서 중소기업 기본법에 의한 중소기업이 아닌 법인)에 대하여는 모범규준의 일반적 내용을 모두 적용하고, 상장중소기업에 대하여는 완화된 기준을 적용하며, 비상장대기업에 대하여도 이를 준용한다. 그리고 비상장중소기업의 경우 외감법상 내부회계관리규정과 조직을 구비하고 관련 통제절차를 준수하는 경우 모범규준을 준수하는 것으로 인정한다.

모범규준의 적용에 필요한 세부지침은 모범규준적용해설서를 통하여 연중에 발표할 예정이며, 감사인의 내부회계관리제도 검토기준은 한국공인회계사회가 마련 중에 있으며 금년 6월중 최종안이 확정 발표될 예정이다.

□ 금융감독원, 결산실적 등의 공표시기 및 방법 등에 관한 가이드라인 제정

최근 상장?코스닥법인의 연말결산(분기 또는 반기 포함) 실적 공시와 관련하여 그 시기 및 방법 등에 대한 통일적 기준이 없어 실무적으로 혼선이 발생하고 있으며, 특히 회사가 공시한 결산실적(수시공시 또는 공정공시)과 사후에 외부감사인의 의견을 반영한 실적과 현저한 차이가 발생(소위 ‘뽕튀기 공시’)함으로써 투자자의 혼란을 야기하는 등의 문제가 나타난 바 있다. '05년 1/4분기 중 '04년 결산실적에 관한 수시 또는 정기공시와 사후 변경 공시한 실적 간에 차이가 현저한 경우(매출액 10% 이상, 영업손익?당기순손익 30% 이상 차이)는 55개사였다.

이에 따라 지난 6월 9일 금융감독원은 상장회사협의회, 코스닥상장법인협의회와 협의하여 상장?코스닥법인의 결산실적에 대한 올바른 공시를 위한 가이드라인을 제정하고 운용할 예정이라고 밝혔다. 동 가이드라인의 주요 내용은 다음과 같다.

첫째, 결산정보는 투자판단에 중요한 정보이므로 결산이 확정되면 (현재는 주총 6주전까지임) 즉시 매출액?영업손익?당기순손익 등 결산 관련 주요내용을 공개하도록 할 예정이다(현재는 결산결과

일정한 경우 수시공시를 의무화하고, 그 밖에 공정공시를 할 수 있도록 하고 있음). 특히 결산실적 확정시기에 즈음하여 회사가 결산실적을 공시하기 전에 회사 내부자 등이 이러한 정보를 이용하거나 회사 외부의 타인에게 유출하여 이용하게 하는 경우는 증권거래법상 미공개정보이용금지 규정의 위반에 해당될 수 있다는 점을 강조할 계획이다.

둘째, 재무제표 승인을 위한 이사회 일정이 잡히면 “이사회 종료 후 회사실적을 공표”한다는 사실을 사전(이사회 예정일로부터 3일 이상 전)에 예고하도록 할 예정이다.

셋째, 결산실적에 관한 공표내용(수시공시 또는 공정공시 포함) 내용이 사후에 외부감사 결과 등을 반영하여 변경되는 경우는 그 수정내용 및 수정이유 등을 구체적으로 설명하여 정정공시하도록 할 예정이다.

마지막으로, 반기?분기실적 공시에 대하여도 연말 결산실적 공시에 준하여 처리하도록 권장할 예정이다.

□ 증권선물거래소, 유가증권 상장법인 유통주식수 현황

증권선물거래소는 2003년 말, 2004년 말과 2005년 6월 7일 현재 기준으로 상장법인 유통주식수를 조사하여 6월 10일에 발표하였다. 유통주식수 계산에서 최대주주 지분(특수관계인 포함)과 외국인지분은 제외하였고, 조사대상은 조사기간 중 관리종목, 신규상장, 주식병합, 액면분할 종목 등을 제외한 507종목 이었다. 그리고 최대주주 지분 및 외국인 지분은 보통주를 기준으로 조사하였다.

조사결과에 따르면 유통주식수 비중은 2003년 42.61%에서 최근에는(2005년 6월 7일) 38.05%로 계속 감소(4.56%P)하고 있는 것으로 나타났다. 이는 최대주주의 보유비중이 2003년말 이후 3.46%p 증가한 것이 주요원인이며 외국인의 보유비중도 증가(1.11%P)하였기 때문이다.

종목별 유통주식수 분포를 보면 50% 이상의 높은 유통비중의 종목은 206종목으로 2003년 말 250종목 대비 44종목 감소하였고 상대적으로 낮은 유통비중 종목은 증가하였다. 특히 시가총액 상위 20위 종목을 유통주식수 비중은 23.75%로 전체평균 38.05%에 비해 약 14.30%P 가량 낮은 것으로 나타났다.

전반적으로 지속적인 외국인 매수세 및 최대주주의 지분매입으로 유통주식수는 감소세에 있는 것으로 분석되었다.

□ 금융감독원, 공시관련 전자상담코너("Hot-Line" 코너) 구축-운영

지난 6월 13일 금융감독원은 상장법인 등의 공시관련 문의가 폭주함에 따라 기존의 전화 또는 방문상담 이외에 금융감독원 공시심사실무자와의 전자상담이 가능하도록 상장법인 등이 공시를 위해 이용하고 있는 전자공시접수수리시스템(filer.fss.or.kr) 내에 전자상담코너("Hot-Line" 코너)를 구축하여 운영할 계획이라고 밝혔다.

그동안 기업은 공시서류를 전자공시시스템에 입력하고, 이에 관한 심사자와의 의견교환은 주로 방문, 전화상담 및 민원을 통해 이루어졌으나 상담서비스 방법이 제한되어 다소간 불편을 초래해 왔다. 특히, 정기보고서(사업?반기?분기보고서)와 같이 제출시기가 동일한 경우 전화 또는 방문상담만으로는 제출시한에 임박하여 폭증하는 상담수요를 충족하기 곤란하였다. 지난 2년동안 기업공시상담센터 상담현황은 2003년에 108,399건이었고 2004년에는 104,936건 이었다.

따라서 이번에 구축되는 전자상담시스템을 상시적으로 활용함으로써 공시관련 상담 시 시간적·공간적 제약요소를 제거하고, 공시담당자와 심사담당자와의 대화채널을 다양화함으로써 공시지연 및 오류 등에 의해 초래되는 투자자의 피해를 사전에 예방하는데 상당한 기여를 할 것으로 기대된다. 특히, 집단소송제도의 도입으로 기업공시의무의 준수여부가 기업의 경영상 중요한 업무로 부각됨에 따라 앞으로 전자상담시스템의 활성화가 기대된다.

□ 새로운 유럽 이사 연맹 결성

유럽 기업 이사들의 모임들 중, 세 개의 대표적인 조직들이 하나의 범 EU 연맹으로 뭉쳤다. 새로운 유럽이사연맹(European Confederation of Directors' Associations)은 지난 4월 유럽의회에서 결성식을 가졌다.

유럽이사연맹(이하 연맹)은 EU 조직의 정책입안자들에게 기업지배구조와 회사법에 관한 기업 이사들의 의견을 효과적으로 전달하기 위하여 만들어졌다. 연맹은 기업지배구조에 있어 모범 사례에 관한 원활한 정보 교환을 위해 그 기준을 제공할 예정이다.

연맹의 창립 멤버는 영국의 the Institute of Directors(IoD), 프랑스의 the Institut Francais des Administrateurs(IFA)와 벨기에의 the Association Belge des Administrateurs(AB) 등이다. 이에 더하여 룩셈부르크의 the Institut Luxembourgeois des Administrateurs(ILA)는 지난 5월에 연맹에 합류하였고, 스페인의 Instituto de Consejeros-Administradores(IC-A)는 2006년 초에 가입할 예정이다.

연맹의 의장인 Daniel Lebegue 씨는“기업의 이사들은 EU가 회사법 이슈에 관해 그 활동을 강화함에 있어서 중요한 역할을 할 것이다. 연맹은 기업 이사들의 실질적인 경험이 정책 수립에 도움을 줄 수 있도록 할 것이다”고 말했다. 또한 “유럽의 선도적인 기업 이사 조직들이 연맹에 가입하게 된 것을 기쁘게 생각하며, 범 EU적 차원에서 가장 가능성 있는 기업지배구조 규준을 추구함에 따라, 몇 달 안에 보다 많은 조직들이 가입할 것으로 희망한다”고 덧붙였다.

□ 사회책임투자의 중요성 증대

미국의 투자전문 상담회사인 Mercer Investment Consulting(이하 Mercer IC)의 조사에 따르면, 세계 각국의 투자 담당자들 중 다수는 사회책임투자(Socially Responsible Investing)가 10년 내에 투자 과정에 있어 주요 구성 요소가 될 것이라고 전망하고 있다고 한다.

190여개가 넘는 각국의 투자 관련 조직이 Mercer IC의 2005년 'Global Fearless Forecast' 조사에 응했으며, 지역의 작은 펀드회사부터 전국적인 큰 회사에 이르기까지 광범위한 범위의 전문 투자 회사를 조사 대상으로 하였다.

조사의 한 부분으로서, Mercer IC는 담당자들에게 어떠한 사회책임투자가 장?단기적으로 투자 과정의 주요 구성 요소로 될 것인지에 관해 물었다. 총 195명의 담당자가 사회책임투자에 관한 문항에 답했으며, 이들이 운용하는 자산 규모는 30조5천억 달러(미화)에 이른다.

아시아, 호주, 캐나다, 범 유럽, 그리고 미국의 담당자들에게는 사회책임투자에 관한 좀 더 구체적인 항목들에 관해 물었는데, 그 내용은 적극적인 소유권행사(주주 활동, 대리 투표), 사회적 혹은 환경적 요소에 관한 부정적 혹은 긍정적 심사, 그리고 사회적 혹은 환경적 기업 실행 지수의 통합 등이다.

조사 결과에 따르면, 평균적으로 투자 담당자들은 사회책임투자 항목이나 관련 전략의 채택이 보다 보편화 될 것으로 보고 있다. 응답자 중 89퍼센트는 적극적인 소유권행사가 10년 내에 주요 활동으로 자리 잡을 것으로 예상했으며, 73퍼센트는 사회적 혹은 환경적 기업 실행 지수의 편입이 역시 10년 안에 행해질 것으로 보았고, 65퍼센트는 사회적 혹은 환경적 요소에 관한 부정적 혹은 긍정적 심사도 같은 기간 안에 이루어 질 것으로 답변했다.

Mercer IC의 글로벌 리더인 Tim Gardener씨는“과거에는 사회책임투자에 관심을 갖는 조직은 소수에 한했으나, 앞으로 사회책임투자에 관한 이슈가 투자에 있어 큰 영향을 미치리라 믿는 투자자들이 대

세로 등장하고 있다. 투자 담당자들의 시각이 분명히 변하고 있다”고 의견을 피력했다.

지역에 따라 투자 담당자들의 반응이 매우 달랐는데, 미국의 담당자들은 60퍼센트 이상이 사회적 혹은 환경적 요소의 심사나 통합이 결코 대세가 되지 못할 것으로 볼 만큼 가장 회의적인 입장을 취했다. 반면, 아시아나 호주의 담당자들은 85퍼센트 이상이 위에서 언급한 사회적 책임투자와 관련된 세 개의 항목이 모두 10년 내에 주류가 될 것으로 보았다. 유럽의 담당자들은 사회적 혹은 환경적 기준의 통합과 부정적 혹은 긍정적 심사와 관련된 활동이 곧 나타날 것으로 예상했다.

Mercer IC의 사회적 책임투자 글로벌 책임자인 Jane Ambachtsheer 씨는 “우리는 사회적 책임투자에 대해 투자자들이 지역에 따라 다른 접근을 시도할 것으로 보고 있다. 비록 투자 담당자들의 시각은 다양하지만, 거의 모든 담당자들이 사회적 책임투자가 대세가 될 것으로 본다는 것은 흥미로운 일이다”고 언급했다.

□ ICGN, 貸株(Stock Lending)에 대한 새로운 제안

The International Corporate Governance Network(이하 ICGN)는 근래 들어 종종 논란을 불러일으키며 점진적으로 보편화되고 있는 貸株 행위에 대해 새로운 제안을 내놓았다. 주주는 단기적으로 貸株에 의해 현금 창출의 이익을 누리는 반면, 주식과 관련된 의결권을 중요한 시점에 양도함으로써 지배구조에 장기적으로 중대한 결과를 초래할 수도 있다. 현재 이를 비교 검토하여 주주의 선택을 도울 수 있는 모범 사례는 없는 실정이다.

ICGN의 貸株위원회는 貸株 과정에서의 투명성을 제고하고, 주주가 貸株로 인한 현금 이익과 관련해서 지배구조 정책에 미치는 잠재적 영향을 고려할 때 기준이 될 수 있는 모범 규준을 제시하고 발전시켜 왔으며, 이와 관련된 이슈에 관해 상세히 검토해 왔다. 위원회의 근본적인 목적은 貸株 거래에 있어 각 당사자가 책임과 역할을 분명히 이해하게 하는 것이다.

제시된 모범 규준의 끝부분에는 관련 어휘에 관한 설명이 제공되는데, 아직까지 관련 용어에 대한 명확한 정의가 정립되지 않았기 때문에 도움이 되리라 예상된다.

ICGN은 오는 7월1일(금요일)까지 회원국과 관심을 가진 관계자들과 상담을 할 것이며, 개정된 모범 규준은 7월8일(금요일) 런던에서 개최되는 ICGN 정기총회에서 토론을 거쳐 채택이 상정될 예정이다.

□ 네덜란드, 새로운 기업지배구조 평가에서 두각

기업지배구조 조사 및 평가 전문 기관인 Governance Metrics International(이하 GMI)는 전 세계에 걸친 3,220개 기업에 관한 새로운 평가 결과를 발표했다. 34개의 기업이 GMI의 가장 높은 평점인 10점을 받았는데, 미국 기업이 27개, 캐나다 3개, 영국 3개, 호주 1개 등이다.

국가별 기준으로 볼 때, 영국의 기업들이 7.39점으로 가장 높은 평점을 받았으며, 캐나다 7.14점, 미국이 7.03점, 호주가 6.99점으로 그 다음을 이었다. 한편 그리스는 평점 2.37점으로 가장 낮은 점수를 받았으며, 일본이 3.49점으로 역시 낮았다. 유럽에서는 벨기에(3.93점), 프랑스(4.05점), 포르투갈(4.35점)이 가장 낮은 평점을 얻었다. 32개의 기업들이 GMI의 가장 낮은 평점인 1.0점을 받았는데, 그 중 13개가 일본에 위치한 기업이며, 그리스 7개, 벨기에 5개, 프랑스 4개, 그리고 덴마크, 홍콩, 미국 등이 1개이다. 지난 최근의 GMI 조사에서 가장 높은 평점을 받았던 미국이 하락한 데에는 처음으로 Small Cap Market의 기업들을 포함한 것이 주원인인 것으로 분석됐다. 그 이유는 미국 나스닥시장은 National Market과 Small Cap Market으로 구분되는데, Small Cap Market은 National Market에 비해 기업규모 면에서나 주식 분산, 최소 매수가격 등의 등록 기준에서 완화된 기준을 가지고 있기 때문이다.

지난 2년간의 GMI 조사에서 연속해서 가장 높은 평점을 받은 국가들은 영국, 미국, 캐나다, 그리고 호주 등이다. 이 국가들은 모두 재산권 시행 절차에 대한 강력한 법률 체계, 높은 수준의 공개, 그리

고 다양한 형태의 투자 조직 등의 특색을 가진 것으로 알려져 있다. 그러나 지난 2003년 7월 처음 실시됐던 전 세계적 평가 결과와 비교하여 볼 때, 가장 큰 변화를 보인 나라는 2003년의 4.20점에서 최근 6.45점까지 오른 네덜란드이다.

지난해 네덜란드 의회는 2003년 처음 발간된 자발적인 기준인 Tabaksblat Code의 법적 기준을 제공했다. 2004년 이후, 네덜란드 상장 기업들은 자신들의 연례 보고서에 기업지배구조와 Tabaksblat Code 준수 여부에 관한 섹션을 포함시켜야 하며, 비준수시 그 이유를 설명하여야만 한다. Tabaksblat Code의 핵심 조항들은 경영진과 이사회 멤버에 대한 임기 제한, 이해관계 충돌 시 공개 요구, 그리고 감독위원회가 정기적으로 운영진 없이 전략을 토의하고 개별 이사의 성과를 검토하기 위해 모이도록 한 요구 등이다. 오직 한명의 감독위원회 위원만이 비독립적으로 간주될 수도 있으며, 적어도 한명은 재무전문가를 포함하여야 한다. 주주들은 주주총회에서 스톡옵션에 대해 검토해야 할 책임을 지니고 있고, 기업들은 보수 정책에 관한 개요를 공개하여야 한다. 위원회를 떠나는 위원은 퇴임 시 자신의 1년 치 급여 이상을 받을 수 없으며, 경영위원회 멤버였던 위원에게는 더 이상 貸付는 허용되지 않는다. 추가적으로 이제 기업들은 공개적으로 노출된 '고발' 정책을 발전시켜야 하고, 감독위원회 멤버의 자세한 신상을 공개하여야 한다. 마지막으로 외부감사는 매 4년마다 적정성을 평가받아야 하며, 이 평가는 기업의 주주들에게 통보되어야 한다.

□ 갈 길이 먼 유럽의 기업 의결 정책

브뤼셀에 기반을 둔 기업지배구조 전문 상담 및 평가 기관인 Deminor Rating이 The Association of British Insurers(이하 ABI)를 위해 준비한 연구보고서에 따르면, 유럽의 선도 기업 중 오직 3분의 2만이 1주 1의결권의 민주적인 정책을 택하고 있다고 한다.

연구에 의하면, 유럽 FTSE-Eurofirst 300의 기업들의 자본 구조를 검토한 결과 기업들이 의결권을 왜곡하는 다양한 구조를 취하고 있으며, 주주에 대한 경영책임을 덜 지고자 하는 것으로 나타났다.

ABI에서 투자 담당 이사로 있는 Peter Montagnon씨는 이 보고서가 유럽에서 주주 민주주의가 받아들여지기까지는 아직 갈 길이 멀다는 것을 보여주는 것이라고 했다. 또한 기업으로 하여금 주주에 대해 적절하게 책임을 지게 하는 것이 결국 미국의 사베인즈 옥슬리 법처럼 간접하는 형태의 법규에 대한 필요성을 감소시킨다는 것이다. 여기서 주주의 권리가 핵심이며, 유럽 연합이 하나의 자본 시장으로 발전하는 데 있어서 중요한 열쇠라고 언급했다.

보고서의 주요 조사 결과

- 분석 대상인 기업 중 65퍼센트가 '1주 1의결권' 원칙을 채택했다.
- 주주의결권에 대한 왜곡은 대부분의 자본 시장에서 이루어지고 있는데, 그중에서도 프랑스, 네덜란드, 그리고 스웨덴에서 만연했다. 보고서는 몇몇 시장에서의 이러한 투표 장치들의 집중이 체계적인 영향을 끼칠 것이라고 강조한다.
- 보고서는 또한 '1주 1의결권' 원칙에 대한 현저하게 다양한 형태의 예외조항들을 주목한다. 복수의결권은 조사 대상 기업 중 20퍼센트에 의해 이용되었으며, 프랑스, 스웨덴, 네덜란드뿐만 아니라 보다 작은 규모의 국가들에서 널리 행해졌다.
- 의결권 상한을 두는 기업도 10퍼센트였고, 스페인과 스위스에서 보편적이었다.
- 이해관계를 가진 투자자가 기업 내에서 소유할 수 있는 정도에 제한을 두는 소유권 상한은 특히 영국과 이태리에서 발견되었고, 작은 규모의 국가들에서도 볼 수 있었다.
- 株權者에게 구체적인 권한을 부여하는 특별株를 가진 기업은 4퍼센트였으며, 네덜란드, 영국, 프랑스 등에서 주로 발견되었다.
- 황금주가 존재하는 기업은 2퍼센트였다.

□ OECD, 「공기업지배구조 가이드라인」 공표

지난 4월28일 OECD 이사회는 『공기업지배구조 가이드라인』을 공식 의결하고 이를 대외에 공표하였으며, 회원국에 이의 채택? 시행을 권고함에 따라 정부는 가이드라인의 주요 내용을 검토하여 향후 우리나라 제도 개선에 단계적으로 반영해 나가기로 하였다.

노무현 대통령도 지난 4월21일에 기획예산처 업무보고를 받은 후, 5월3일 열린 ‘공공기관 CEO 혁신 토론회’를 참석하고 기획예산처에 “정부산하기관에 대한 합리적인 지배구조와 평가시스템이 절실하다”며 “산하기관 하나하나에 대한 지배구조를 정비하고 적절한 평가시스템을 제도화하는 것을 검토하라”고 지시하는 등 공공기관에 대한 개선의지를 보임에 따라 정부 내 관련 부처가 향후 적극적으로 대응할 것으로 예상된다.

특히 공기업을 담당하고 있는 기획예산처는 공공기관 지배구조를 국제규범에 맞춰 재분류하고 유형별로 정부 규제범위와 이사회 구성, 평가체계 등에 대한 표준지배구조 모델을 마련하기로 하였다.

OECD 『공기업지배구조 가이드라인』 주요 내용

OECD 가이드라인은 정부가 기업의 소유주로서 책임을 다해 공기업을 효과적으로 운영하고, 기업이 보다 경쟁력 있고, 효율적이며 투명하게 되도록 도움을 주는 데 그 목적이 있다. 가이드라인은 아래와 같은 내용을 요구하고 있다.

- 공기업이 같은 영역의 민간 부문과 공정하게 경쟁하도록 하기 위해
 - 국가의 공기업 관련 기능을 소유 기능과 정책/규율 기능으로 명확히 분리하고
 - 공기업이 재정에 경쟁력을 가질 수 있도록 자본 구조를 보다 융통성 있게 함
- 보다 정확한 정보에 근거하고 적극적인 주주가 되기 위해
 - 기능의 집중화를 통해 책임 계통을 간소화하거나 정부 부처간에 보다 유기적으로 협조하고
 - 일상 업무에 대한 정치적 간섭을 줄이며
 - 능력과 기술에 근거한, 투명한 이사회 선임 절차를 도입함
- 이사회에게 실질적인 권한을 부여하기 위해
 - 이사들의 위임사항을 명백하게 하고 독립성을 존중하며
 - 이사회에게 대표이사를 임명할 수 있는 권한을 줌으로써 이사회 의장과 대표이사의 역할을 구분하고
 - 이사회 운영 성과를 체계적으로 감시함
- 공기업의 투명성을 향상시키기 위해
 - 내부통제를 강화하며
 - 국제기준에 근거한 독립적인 외부 감사를 실시하며
 - 정부로부터의 어떠한 재정적 지원도 숨기지 말고
 - 총괄적인 실적 보고서를 제시함

OECD는 가이드라인이 각국의 공기업지배구조를 향상시키는 데 참고로 사용되기를 기대하며, 이것은 궁극적으로 공기업의 민영화를 목적으로 하는 경우도 포함한다.

□ 일본, 부실한 기업지배구조와 경영권 방어가 기업가치의 하락과 관련

일본 기업을 조사한 결과, 좋은 기업지배구조를 가진 기업들이 그렇지 못한 기업들에 비해 매년 15.12퍼센트까지 경영성고가 능가하는 것으로 나타났다. 더불어, 높은 점수를 받은 기업은 두드러지게 높은 기업 가치를 지니는 특색을 보였다.

University of Maastricht와 Auckland Institute of Technology가 Governance Metrics International(이하 GMI)의 자료를 이용하여 공동으로 연구한 이 조사는 아직 발표되지 않았으며, 315개의 일본 기업을

대상으로 하였다. 조사 결과는 일본에서 기업지배구조가 주가와 관련이 있다는 분명한 증거들을 보여준다. 그러나 모든 특징들이 서로 연관이 있는 것은 아니다. Bart Frijns와 Rob Bauer가 이끈 리서치 팀은 임원의 보수, 재무공개, 주주의 권리, 그리고 내부통제가 가장 중요하다고 결론짓는다.

조사 결과 중 일부 내용은 현재 진행 중인 독약조항에 대한 논쟁을 가열시킬 수도 있다.

Maastricht/Auckland 팀은 일본에서의 경영권 방어가 기업 가치를 하락시킨다고 주장한다. 그러나 지난 4월 일본의 경제산업성은 독약조항을 옹호하는 권고안을 발표했고, 의회에 독약조항을 용이하게 하는 법안을 내놓았다. 일본의 미국상공회의소는 미국 스타일의 그러한 조항은 이사회가 내부자에 의해 지배되는 구조에는 적합하지 않다고 주장하며, 일본 정부의 계획을 비난하였다. GMI의 자료에 의하면, 일본의 400개의 상위 기업의 이사들 중, 단지 5퍼센트만이 독립적인 것으로 분류된다. 한편, 경제산업성은 법안에 대한 20일간의 논평기간을 5월13일 서둘러서 마감했는데, 외국 기관 투자자들은 최근에야 영어로 된 법안의 요약본을 받아보았다. Frijns-Bauer 팀의 조사로 미루어 보아, 펀드들은 그 법안에 반대할 것으로 예상된다.

편집부

● 센터 소식

□ 기업지배구조개선지원센터 연구위원회 위원장 위촉

기업지배구조개선지원센터는 지난 5월 1일 최도성 전임 연구위원회 위원장의 후임으로 선우석호 홍익대 경영학과 교수를 연구위원회 위원장으로 위촉하였다. 신임 선우석호 연구위원장은 임기 2년 동안 기업지배구조개선지원센터의 연구위원장으로 연구위원회 운영을 책임지며 다양한 연구 활동을 통해 기업지배구조 개선에 기여할 것이다.

▶ 학력

1974년 서울대학교 응용수학 학사
1981년 미국 노스웨스턴대학교 켈로그경영대학원 경영학 석사
1986년 미국 펜실베이니아대학교 경영대학원 재무관리 박사

▶ 경력

1995년 - 현재 홍익대 경영대 경영학부 교수
1999년 - 현재 한국공기업학회 이사
1998년 - 현재 외교통상부 통상교섭 민간자문그룹 전문위원
2004년 - 현재 기업지배구조 개선위원회 위원
1987년 -1991년 산업연구원 무역정책실 연구위원

▶ 저서

ALM : 자산부채 종합관리(공저) 법문사 1993.3
주가변동과 이례현상(공저) 학현사 1994.9
한국기업의 운명을 바꿀 21세기 미래경영(공저) 김영사 2000
M&A : 기업합병매수와 구조개편(3판) 법문사 2001.3 등 다수

▶ 논문

공기업의 자본비용 추정, 공기업 논총, 1995.2
기업집단의 구조개편과 전망, 서울대 증권금융연구소, 1996.7
Corporate Governance Systems in Korea, Congress of Political Economists, 1997.6
VaR을 이용한 금융기관의 위험관리, 홍익대 경영연구, 1998.2
금융산업의 시스템리스크 관리방안, 한국금융학회 금융연구, 1999.9
기업구조조정의 유형별 경제효과 : 실증분석, 홍익대 경영연구, 2001.2 등 다수

□ 제 6차 정부혁신 포럼 - 제 7워크숍 ‘기업지배구조와 시장경제, 책임성’ 공동후원

기업지배구조개선지원센터는 KDI 국제정책대학원과 The World Bank Group이 지난 5월 26일~27일 COEX Conference Center에서 공동주최한 제 6차 정부혁신 포럼의 제 7 워크숍 ‘기업지배구조와 시장경제, 책임성’(Workshop 7 on Corporate Governance, Market Economy, and Accountability)을 매일경제신문과 공동 후원 하였다. 한편 센터의 남상구 원장은 5월 26일 동 워크숍의 제 3 세션에서 ‘A View from the Board : The case of SK Telecom’이란 주제로 발표를 하였다.

□ 연구위원회 개최

기업지배구조개선지원센터는 지난 6월 13일 지배구조센터 회의실에서 2005년도 제 2차 연구위원

회(선우석호 위원장)를 개최하였다. 이번 연구위원회에서는 기업지배구조 모범규준의 개정(안)과 2005년 지배구조센터 연구사업 진행현황 및 향후계획에 관한 보고가 있었으며 이에 대한 연구위원들의 논의가 있었다.

□ 2005년 기업지배구조 최우수 · 우수 · 개선기업 선정

기업지배구조개선지원센터는 지난 6월 14일 기업지배구조 개선위원회 전체회의를 개최하여 유가증권 및 코스닥 상장기업을 대상으로 하는 2005년도 기업지배구조 최우수 · 우수 · 개선기업 등을 선정하였다.

센터는 기업들의 지배구조 개선 노력을 격려하고 촉진시키기 위한 방안으로서 지배구조 우수기업 및 개선기업을 선정하여 시상 하고 있다. 센터에서 선정한 최우수 · 우수 · 개선기업은 다음과 같다.

<가나다 순>

구분	유가증권 상장기업	코스닥 상장기업
최우수 기업	전북은행, 케이티, 케이티엔지	LG 텔레콤, LG 마이크론, 다음
우수 기업	KTF, POSCO, SK, SK 텔레콤, 대우조선해양, 부산은행, 삼성전기	네오위즈, 동양시스템즈, 씨엔에스디펜스, 엘리코파워, 하나로텔레콤, 한국기업평가, 한국토지신탁
개선 기업	신세계, 우리금융지주, 풀무원	로만손, 에스인포텍

* 상기의 지배구조 우수기업의 선정절차 및 기준, 선정사유에 대한 보다 상세한 내용은 본 호의 pp. 00-00에 게재되어있는 ‘2005년도 기업지배구조 최우수 · 우수 · 개선기업 선정’을 참조하여 주시기 바랍니다.

□ 홍콩 재정사무국고국 장관 초청 Roundtable 개최

기업지배구조개선지원센터는 홍콩경제무역대표부와 공동으로 지난 6월 17일 웨스턴 조선호텔에서 한국 및 홍콩의 기업 지배구조 전문가들 간의 긴밀한 의견교환을 통한 상호간의 발전방향 모색과 상호교류 확대의 계기를 마련하고자 홍콩 재정사무국고국 장관을 초청하여 라운드테이블을 개최하였다. 홍콩측에서는 홍콩 재정사무국고국 장관인 Mr. Frederick Ma를 비롯하여 홍콩 경제무역대표부 한일겸임수석대표인 Mr. Alex Fong, HSBC 은행 한국 대표인 John Blanson 등이 참석하였고 한국측에서는 센터의 남상구 원장을 비롯하여 최도성 증권연구원장, 정광선 중앙대 교수 등이 참석하였다. 행사는 최도성 증권연구원장의 사회로 진행되었으며 Frederick Ma 장관과 남상구 원장의 Keynote speech, 질의 응답 및 자유토론의 순서로 진행되었다.

□ 2005년 기업지배구조 최우수 · 우수 · 개선기업 시상

기업지배구조개선지원센터는 지난 6월 22일, 증권선물거래소 신관 대회의실에서 재정경제부장관, 이영탁 증권선물거래소 이사장, 증권관계기관 임원, 상장회사 최고경영자 및 공시담당임원 등이 참석한 가운데 증권선물거래소와 공동으로 2005년도 기업지배구조 최우수 기업 등에 대한 시상식을 거행하였다. 시상식은 기업지배구조개선지원센터(남상구 원장)의 선정결과 발표에 이어 증권선물거래소 이사장의 수상기업 표창 그리고 재정경제부 장관의 축하 등의 순서로 진행되었다.

□ 2005년 기업지배구조 최우수 · 우수 · 개선기업 시상

기업지배구조개선지원센터에서는 기업지배구조에 대한 인식의 폭을 넓혀주고 올바른 기업지배구

조 개편 방향을 제시하는 동시에 기업지배구조센터의 역할에 대한 관심과 이해증진의 계기를 마련하고자 전국 대학(원)의 학생을 대상으로 기업지배구조 관련 우수 논문 및 사례를 공개 모집 한다. 공모와 관련한 내용은 다음과 같다.

▶ 공모대상 및 공모내용

1. 공모자격 : 지배구조에 관심이 있는 국내외 대학교 및 대학원 재학생 개인 혹은 팀

1. 공모자격 : (팀원 3명 이내)

2. 공모분야 : 2개 분야로 구분

3. 가) 기업지배구조 관련 학술 논문

3. 나) 국내외 기업 사례 및 제도 연구

▶ 응모 및 심의

1. 제출서류 :

1. 가) 학술논문 : 공모신청서 1부, 연구논문 개요 1부

1. 나) 사례연구 : 공모신청서 1부, 사례연구 개요 1부

1. - 신청서 및 연구개요 양식은 본 센터의 홈페이지 (<http://www.cgs.or.kr>)에서 다운로드

2. 제출기한 : 2005년 8월 1일(월)

3. 제출방법 : 아래의 주소로 출력물 1부 우편 제출 및 e-mail로 전달

3. (우) 150-977

3. 서울특별시 영등포구 여의도동 33 증권거래소 별관 1006호

3. 한국기업지배구조개선지원센터

3. e-mail : present@cgs.or.kr

3. (전화) 02-3775-3702 (Fax) 02-3775-2630

4. 심의 절차 : 총 2차 심사

3. - 1차 심사 : 8월 17일 수요일

3. - 2차 심사 : 8월 25일 목요일 (예정)

3. - 주제와 연구방법상의 현실성, 독창성, 중요성 등을 기준으로 본 센터에서 심사하여 수상자를

3. 선정·시상

3. - 우선 1차 심사를 통과한 후보군(7팀 이내)을 선정하여 별도로 프리젠테이션(2차 심사)을 실

3. - 시하고, 2차 심사를 통과한 최종 통과자를 선정하여 시상

5. 선정 및 통보 : 2005년 8월 29일까지 최종 선정하여 8월 31일 개별 통보할 예정

6. 시상 규모

(단위 : 원)

구 분	편 수	장학금 (팀당)
최우수작	1 편	₩ 3,000,000
우수작	2 편	각 ₩ 1,000,000

*자세한 내용은 센터 홈페이지(www.cgs.or.kr) 공지사항을 참조하시기 바랍니다.

편집부