공공기관 지배구조 혁신 방향

이 창 호
(기획예산처 공공혁신본부장)

공공기관의 현 주소

공공기관은 국민이 필요로 하는 필수 공공서비스를 효율적으로 제공하기 위해 설립된 법인이다. 민간부문에서 원활한 공급에 애로가 있는 에너지, 수도, 교통, 복지 등의 분야에서 공공기관이 주로 설치·운영되고 있다. 한전 등 14개 정부투자기관과 국민연금관리공단 등 87개 산하기관의 '05년 예산 총액은 133조원으로 정부재정 규모인 167조원에 준할 만큼 국민경제에서 차지하는 비중이 높다. 지배구조가 조직의 설립목적을 효율적으로 달성하기 위한 의사결정 및 유인·감독체계인 만큼 공공기관에서도 지배구조 문제가 매우 중요하다. 다만 공공기관의 업무와 기능이 다양하여 지배구조도 민간부문에 비해 복잡하고 이해관계자가 많은 것이 특징이라 하겠다.

공공기관의 지배구조가 합리적으로 구축되어 유기적으로 작동된다면 공공기관의 임직원은 주인인 국민의 후생 극대화를 위해 노력하고 이사회 등 내부 의사결정 체계와 외부의 감독체계도 국민과 공익 지향적으로 작동할 것이다. 그러나 오늘날 공공기관에 대한 국민들의 시각은 곱지 않은 것이 사실이다. 공공기관은 주인이 없어 방만 경영이 일상화되어 있고 "그들만의 잔치"를 벌인다는 비판이 높다. 감사원 감사결과에 의하면 '02 ~ '04년간 투자기관의 인건비는 정부 가이드라인의 두 배 수준으로 인상되었고, 국정감사에서는 SOC 기관이 직원 자녀 채용 시 가산점을 부여하고 내부정보를 이용하여 아파트를 분양받은 사례가 적발되기도 하였다. 또한 고유 업무 영역이 아닌 러시아 유전개발이나 행담도 개발과 같은 사업에 무리하게 참여하여 사회적 물의를 일으키기도 하였다. 한편, 주무부처 중심의 임원임면으로 국민이 아닌 임면권자의 이익을 대변한다는 비판이 제기되기도 한다.

공공기관 지배구조 무엇이 문제인가?

공공기관은 본질적으로 경쟁이 없다. '시장'에 의한 냉혹한 평가가 없고 보상체계도 미약하다. 불황, 도산에 대한 위기의식도 찾아볼 수 없다. 국민-정부-경영진 등 다층적인 대리인 구조에 따라 도덕적 해이(moral hazard) 발생 가능성이 상존해 있다. 독점적 지위를 활용하여 소유자인 국민의 이익보다는 자기 기관의 이익이나 감독기관인 주무부처의 눈치를 보며 경영하는 경향이 강하다. 이러한 한계를 극복하기 위해서는 기관내부의 견제기능이 활성화되고 국민과 정부의 외부관리 장치가 제대로 작동되어야 함에도 불구하고 우리의 현실은 그러하지 못하다.

우선, 공공기관 내부의 자체 견제기능이 미흡하다. 공공기관에도 이사회, 감사 등 내부 견제장치는 구비되어 있으나 실제 운영이 형식화되어 있다. 비상임 이사가 과반수 이상인 기관의 이사회도 실제로는 상임이사 중심으로 운영되어 경영 감시 및 견제라는 역할이 미진하다. 감사도 경영 감시보다는 감사원 감사나 국정감사에 대비한 대외활동에 치중하는 경향이 있다. 또한 경영진은 강력한 조직력을 갖춘 직원들을 상대하면서 합리적인 경영보다는 당장의 내부반발을 무마하려는 행태를 보인다. 공공기관에 대한 외부 관리체계에도 문제가 있다. 국민, 언론, 시민단체의 입장에서 여론을 통해 공공기관을 견제하고자 하여도 경영정보에 접근하기 곤란하다. 일부 공공기관은 독립성, 중립성, 경영비밀 등의 이유로 경영정보 공개에 미온적이다. 공공기관이 자체적으로 공개하는 정보는 국민들이 별 관심이 없는 단편적인 사항에 대해 쉽게 접근하기 어려운 방법으로 제공하고 있는 실정이다.

국민의 이익을 대표하여 전체 공공기관을 책임지고 관리하는 정부부처도 없다. 현재는 각 주무부처가 소관 공공기관을 개별적으로 관리하는 체제이다. 주무부처가 각기 다른 기준으로 임원 임명, 각종 승인 등 소유권을 행사하다 보니 체계성이 부족하다. 예컨대 기관 규모와 성격이 유사한 기관이더라도 기관장 보수가 과도하게 차이가 나고 있음이 금년도 국정감사에서 빈번하게 제기되었다. 기획예산처가 정부투자기관관리기본법과 정부산하기관관리기본법에 의거하여 투자기관과 산하기관에 대해 종합관리 기능을 수행하고 있으나 실제 관리수단은 매우 제한적이다.

투자기관에 대해서는 경영평가, 예산편성지침, 비상임이사 임면권을 행사하고 있고, 산하기관에 대해서는 예산집행지침 시달, 공통경영평가기준 제시 등 극히 제한적 기능에 그치고 있다. 또한 기관 성격이 전혀 다른 무역진흥기관인 KOTRA와 전력회사인 한전이 정부투자기관 관리체계 내에서 같이 관리되고 있는 반면, 에너지 기관으로 성격이 유사한 한전, 지역난방공사, 가스공사가 '정부투자기관관리기본법', '정부산하기관관리기본법', '공기업의경영구조개선및민영화에관한법률' 등 각기 다른 체계로 관리되고 있다. 한편, 언론기관이나 금융기관, 자회사 등이 정부의 관리 사각지대에

위치해 있다. 민간기업의 지배구조와 가장 유사한 가스공사, 인천공항공사, 한국공항공사도 민영화라는 미명 하에 경영실적을 자체평가하고 자체보상을 받고 있어 사실상 관리 사각지대에 있다고 하겠다.

공공기관 지배구조 개선 추진방향

1980년대 이후 민영화에 집중하던 선진국들이 2000년대에 들어서면서 지배구조 개선을 중점 추진하고 있다. 이러한 추세를 반영하여 OECD는 2005년 4월 “공기업 지배구조 가이드라인”을 제정하여 회원국에 권고하였다. OECD 가이드라인의 핵심내용은 투명성 강화, 이사회 중심의 기관운영, 정부의 소유권 기능과 산업정책 기능의 분리 등이다. 우리나라에서도 KDI를 중심으로 민간전문가, 정부혁신지방분권위원회 등이 참여하여 공공기관 지배구조 개편안을 마련하여 지난 11월 30일 토론회를 개최하였다. 지금까지 공공기관의 지배구조가 84년, 97년, 99년 세 차례에 거쳐 10여개 공기업을 대상으로 개편되었으나 이번 공청회에서 제시된 지배구조안이 그 적용범위가 가장 넓고 내용도 가장 혁신적이라 하겠다.

이번 지배구조 혁신방안은 크게 6가지의 특징으로 요약된다.

먼저, 관리사각지대에 있는 공공기관들을 정부의 관리대상으로 포함하여 관리범위를 대폭 확대한다. 산업은행, KBS, 한국수력원자력(주) 등 종래 정부 관리대상에서 제외되었던 213개 공공기관이 관리대상에 신규 포함된다. 정부의 종합관리 대상 공공기관이 101개에서 314개로 확대된다. 둘째, 정부가 관리하는 모든 공공기관의 경영정보가 알기 쉽게 인터넷에 통합 공개된다. 사업성과, 재무제표, 인건비, 경영평가, 고객만족도 조사결과 등 경영전반에 대한 결과와 채용·계약·연구 자료 등 국민에게 유용한 정보까지 실시간으로 공개된다. 국민, 언론, 시민단체에 의한 공공기관 경영감시 및 견제체제가 구축되는 것이다. 셋째, 공공기관 유형을 국제기준을 감안하여 상업성 정도에 따라 “공기업”과 “준 정부기관”으로 분류하고 동일유형은 동일법을 적용해 체계적으로 관리된다.

현재 투자기관(한전 등), 산하기관(지역난방공사 등), 민영화기관(가스공사 등) 등 복잡하게 관리되는 상업성 기관들은 가칭 공기업관리법으로 일관되게 관리한다. 또한 공공성이 강한 기관들은 가칭 '준 정부기관관리법'에 의해 관리 체계가 일원화될 예정이다. 넷째, OECD 지배구조 가이드라인을 반영하여 민간기업의 주총 역할을 담당하는 공공기관 관리감독 총괄기구가 설치·운영된다. 이 기구가 국민과 국회에 대해 공공기관 관리에 대한 최종책임을 지게 된다. 이 기구는 무분별한 기관 설치 통제, 공공기관간 중복 기능 점검, 경영평가, 임원평가, 관리 공통기준 제시, 임원에 대한 손해배상 청구기능 등을 수행하며, 매년도 공공기관 관리실적을 국회에 보고하는 의무도 담당한다. 다섯째, 비상임이사·감사의 성과평가제도가 신설되어 기관내부의 견제기능을 촉진하게 된다. 비상임이사와 감사가 거수기 역할에 그치는지, 방만 경영 방지 등 실질적 견제기능을 제대로 수행하는 지를 평가하여 인사와 예산 등에 반영하는 것이다. 여섯째, 공공기관 내부의 견제시스템이 대폭 강화된다.

현행 과반수 또는 과반수 미만인 비상임이사 비율을 과반수 이상에서 3/4까지 확대하여 이사회가 비상임이사 중심으로 개편된다. 또한, 비상임이사에게 감사요청권이 부여되고, 이사회에 상임임원 해임건의권을 부여하여 이사회에 실질적 견제 권한이 제공된다. 이러한 특징을 가진 공공기관 지배구조 개편방안에 대해 각계 의견을 수렴하여 금년말까지 정부안으로 최종 확정할 계획이다. ‘06년부터는 정부투자기관관리기본법, 정부산하기관관리기본법 등 관계법령을 개정해 나갈 예정이다.

맺음말

공공기관 지배구조는 국민, 정부, 공공기관 임직원 등 다양한 이해관계자가 복잡하게 관련되어 입장에 따라 의견이 달라질 수 있다. 그러나 이들 모두가 공공기관이 국민의 신뢰와 사랑을 받을 수 있는 지배구조로 바뀌어야 한다는 필요성을 인정할 것이다. 앞으로 공공기관 지배구조는 국제기준에 부합되게 투명성과 국민중심으로 개편되어야 한다. 시대적 흐름과 경제 여건에 맞도록 공공기관을 투명하게 운영함으로써 정보의 비대칭현상을 해소하고, 주인인 국민의 이익이 공공기관의 가장 중요한 의사결정 기준이 되어야 한다. 또한 공공기관이 국민경제에 기여할 수 있도록 체계적으로 관리하는 시스템도 정립되어야 할 것이다. 공공기관 신설이나 개별 공공기관의 존치가 필요한 것인지, 공공기관이 기업과 국민을 대상으로 하는 규제와 제도운영이 합리적인 지를 주기적으로 점검하여 이를 합리적으로 조정되는 시스템이 구축되어야 할 것이다. 효율적인 공공기관 지배구조 재정립을 위해서는 범국가적인 공동노력이 필요하다. 이해관계를 따지기 보다는 공공기관이 제 역할을 수행할 수 있도록 함께 지혜를 모아가야 하겠다.

시장경제를 위한 변론

곽 경 직
(변호사, 법무법인 태평양)

청계천이 다시 흐르기 시작하였다. 도시에 있는 숲과 나무, 그리고 개천은 그 사회의 여유를 상징한다. 그렇지 않다는 사람도 있으나, 그리고 시작에 불과하지만, 나라와 사람들이 이를 감당할 만큼 또 그것을 원할 만큼 여유가 있게 된 것이다. 지금의 숱한 문제와 불만에도 불구하고, 우리 역사의 어느 시점이, 지금 보다 더 자유롭고 풍요로웠을까. 옆에 있는 북한이 이를 증명하듯이, 이것은 단순히 근면과 성실만에 의하여 이루어진 것이 아니다. 비록 불완전하고 어느 정도 부패된 형태의 것이라 하더라도, 나라가 큰 틀에 있어 시장경제에 속하여 있었기에 가능했다.시장경제의 요체는 가격의 결정을 시장에 맡긴다는 것인데, 그것이 곧 정부의 무간섭을 의미하는 것은 아니다. 개인의 탐욕은 사회 전체의 이익과 언제든지 배치될 수 있다. 그럼에도 불구하고, 시장경제에서 각자 자기의 이익을 추구하면, 사회 전체의 공익에도 기여하게 된다고 하는 것은 무슨 까닭일까?

그 원리는, 자발적 거래는 거래 쌍방 모두에게 이익이 되며, 이를 통하여 자원을 가장 효율적으로 사용할 수 있는 자에게 그 자원을 배분하게 된다는 것이다. 대기업의 소유와 경영의 분리현상도, 기업의 경영을 누구에게 맡길 것인가를 결정함에 있어, 누가 소유하는가 또는 누가 가장 많은 지분을 가지고 있는가에 의하여서가 아니라 누가 가장 잘 경영할 수 있는가를 기준으로 한다는 점에서, 이러한 원리를 반영한다. 소유와 경영의 분리는 자기의 재산을 남에게 믿고 맡긴다는 것을 의미한다. 자발적 거래를 가로막는 사기와 강박 그리고 신뢰를 배신한 배임이나 횡령을 시장경제의 적으로 보는 이유가 바로 여기에 있다. 그렇기 때문에 시장은 이를 유지하기 위한 법적 안전장치가 있어야 하고, 동시에 그 자체가 정교한 법적인 구조이며, 이를 담보하는 유능하고 청렴한 정부를 그 필수적 요건으로 한다. 세계 5대 회계법인에 속하던 아더 앤더슨이 분식회계를 눈감아주었다는 이유로 공중분해되고, 월드콤의 버나드 에버스 회장이나 타이코 인터내셔널의 데니스 코즐로브스키 회장 등이 분식회계 내지 횡령 등으로 그들의 나이에 비추어 무기징역이나 다름없는 장기의 징역형을 선고 받은 것 등은 성숙한 시장경제의 유지를 위한 필수적 정화작용의 작동을 보여주는 것이다.

시장경제도 수준 나름이어서, 삼성의 이건희 회장은 1995년, "정부는 3류, 정치는 4류"라 평하고, "기업은 2류"임을 시인한 적이 있다. 아니나 다를까, 1997년 말에는 금융시장이 거의 반신불수가 되어 국가가 부도의 위기에 몰렸었다. 위기는 기회가 되어, 그 후 많은 것이 더 좋은 방향으로 변화하였다. 삼성전자의 업적은 눈부시다. 매년 세계 100대 브랜드의 순위를 메기는 '인터브랜드-비즈니스위크'가 2005년 7월 발표한 순위를 보면, 삼성전자는 20위로, 하늘같이 높아 보이던 소니는 한참 뒤인 28위다. 삼성전자의 시가총액은 이미 소니의 두 배를 넘어섰다. 그러한 삼성 계열의 삼성생명, 삼성화재, 삼성물산 등 3사가 헌법소원을 제기하였다. 독점규제 및 공정거래에 관한 법률은 원래 1986년 12월 규정을 신설하여 대기업집단에 속한 금융보험회사가 보유하는 계열사 주식에 대한 의결권 행사를 전면 금지하였었다. 이것이 계속 유지되어 오다가, 2002년 1월 법률이 개정되어 종래 전면적으로 금지하던 의결권 행사를 30%까지 허용하였다.

다시, 2004년 12월에 이르러, 30%의 허용범위를 점차적으로 15%까지 축소하는 개정을 하였다. 2006년 4월 1일부터 시작하여 3년간 매년 5%씩 의결권 행사허용 범위를 15%까지 줄이기로 한 것인데, 삼성의 계열사들은 이러한 감축이 위헌이라고 들고 나온 것이다. 삼성 계열사가 관계된 위헌논쟁은 이것만이 아니다. 1997년 3월 전면 개정된 금융산업의 구조개선에 관한 법률은 금융기관이 계열사의 주식을 5% 이상 소유할 경우 금융감독위원회의 승인을 받도록 하고 있다. 삼성생명은 법 제정 전부터 삼성전자 주식 8.55%(현재 7.26%)를 보유하여 왔고, 삼성카드는 법 제정 후 승인 없이 취득한 삼성 에버랜드 주식 25.64%를 보유하고 있다. 전면개정 당시의 금융산업의 구조개선에 관한 법률은 승인을 받을 것을 요구하였을 뿐, 승인을 받지 아니한 경우 그 위반의 효과에 대한 규정을 두고 있지 아니하였다.

TOP

입법적 불비(不備)라 할 것인데, 2000년 1월에 이르러 처벌규정을 두면서도, 여전히 위반사항에 대한 시정조치를 할 수 있는 근거 규정을 두지 아니하였다. 지금 벌어지고 있는 개정논의는 금융감독위원회의 승인을 받지 아니하고 초과하여 취득한 주식에 대하여 매각명령을 내리거나 의결권을 제한할 수 있는 근거규정의 신설을 둘러싼 것이다. 삼성생명과 삼성카드는 기왕에 보유하고 있는 주식

에 대하여 처분명령을 내릴 수 있는 규정을 신설하는 것은 소급입법 또는 과잉금지의 원칙에 위배되어 위헌의 소지가 있다고 주장하고 있다.

이것이 과연 헌법적 쟁점인가? 재산권은 시장경제의 중핵으로, 구체적이고 분명하게 규정되고 보장되지 아니하면, 아예 시장경제가 설 수 없다. 재산권의 보장은 자유민주주의의 근간이기도 하다. 그러나 현대적 시장경제에서 재산권은 헌법으로 규정할 수 있을 만큼 단순한 것이 아니다. 헌법은 시장경제의 복잡한 현상에 대응하여 재산권의 내용과 한계를 법률로 정하도록 하고 있다. 재산권 보장의 헌법적 한계는 첫째, 공공의 필요가 없을 경우 재산권을 제한하지 말라는 것, 둘째, 공공의 필요가 있으면, 재산권의 박탈을 포함하여 이를 제한할 수 있지만, 다만, 재산권 자체를 박탈하는 경우 또는 이에 상당하는 경우에는 정당한 보상을 하라고 함에 있다. 주식회사 주주의 의결권이 제한되는 경우는 우리의 법 하에서도 여러 가지의 경우가 있다

어느 경우에도 보상을 하고 있지 아니한데, 그것은 주식의 교환가치에는 침해가 없기 때문이다. 법은 사실에서 생기고, 사실은 역사적 현상으로 존재하므로, 현재와 장래의 사실을 문제 삼고자 하는 법률도 소급입법으로 보이는 착시현상을 일으킬 수 있다. 소급효에 관하여 진정 또는 부진정으로 구분하기도 하나, 이 역시 분명한 것은 아니며, 재산권과 관련한 소급입법의 한계는 기왕에 있는 재산권을 보상 없이 박탈하지 말라는 것에 그친다. 처분명령은 시가를 받고 다른 사람에게 팔라는 것이기 때문에, 처분에 필요한 합리적이며 상당한 기한의 유예가 주어지면, 헌법적 관점에서 박탈이라고 할 수도 없다.

우리보다 성숙한 시장경제를 유지하고 있는 미국의 경우 수백 년의 헌법재판의 경험에도 불구하고, 의결권의 제한, 더 나아가 다른 회사의 주식의 취득 금지, 심지어 회사의 분할 명령까지도 위헌으로 판정된 예를 찾아 볼 수 없다. 헌법은 절대 물러설 수 없는 대강(大綱)을 규율하며, 헌법재판은 그 대강의 한계를 일탈하였는지 여부를 판단하는 절차이다. 시장경제는 약법삼장(約法三章)으로는 절대로 불가능한 복잡하고 정교한 법적인 구조이며, 대강을 정하는 헌법을 들어 시장경제의 미묘한 틀을 재단(裁斷)하려 드는 것은 무모하고 위험한 시도라 아니할 수 없다.

역으로, 헌법이 허용하는 범위라고 하여 그 정당성이 항상 인정되는 것도 아니다. 시장경제는 자본주의의 다른 표현이다. 자본주의의 역사는 자본과 인간의 관계가 자본의 우위에서 인간의 우위로의 역전의 과정이라 할 수 있다. 칼 마르크스가 공산당선언에서 격렬하게 비난한 자본주의의 병폐는 당시의 실상을 근거로 한 것이어서 충격적인 설득력을 갖는다. 그러나, 시장경제의 형성기에 볼 수 있는 병리적 현상은, 정치적 부패와 무능이 그 한 원인일 수도 있으나, 보다 근본적인 요인으로, 자본의 축적이 보잘 것 없고, 그렇기 때문에 자본이 한 곳에 집중됨으로써 자유로운 경쟁이 갖는 순기능이 제대로 발휘되지 못함에서 비롯된 것이다.

자본이 갖는 이러한 억압적 요소는 사회의 자본이 축적되고, 금융이 발달함으로 인하여 완화되어가고 있다. 이미 자본을 확보한 입장에서 보면, 이러한 현상은 고단한 경쟁의 계속을 의미하고, 그 반대의 입장에서는, 자본에의 접근이 용이해짐으로 하여 기회의 확대를 의미한다. 지금 독점금지 및 공정거래에 관한 법률이나 금융산업의 구조개선에 관한 법률을 둘러싸고 논의가 벌어지고 있다는 사실은 기실 우리가 그러한 전환점에 서있음을 상징한다. 여기서 제기되는 질문은 다음과 같다. 금융은 사회의 자본을 모아 산업에 필요한 자본을 제공하는 시장경제의 사활적 기능이다. 금융회사의 자산은 기본적으로 사회의 자본, 즉, 타인의 자본이며(자기의 몫도 있겠지만, 그 대부분은), 산업과 경영자에 대한 평가 및 위험분산은 그 본래적 역할이다.

그런데 금융회사가 아예 직접 산업에 뛰어든다고 한다면, 그러한 역할을 제대로 할 수 있을까? 만약 허용된다면, 어느 정도 허용되어야 하는가? 관련하여, 우리 경제의 특유한 문제로, 금융회사가 그에 편입되어 있는 순환출자에 의하여 빚어지는 가공(架空) 자본현상을 어느 정도 용인할 것인가? 이러한 쟁점은 시장경제 효율성의 관점에서 심도 있게 실증적이고 구체적으로 논의할 필요가 있다. 이에 관한 우리의 선택은 앞으로 우리나라의 시장경제의 모습을 결정하는 것이기 때문에 차분하고 진지한 논의가 절실하게 요구된다. 그러한 논의에 있어, 세상의 어디에도 완벽한 이상적 형태의 시장경제를 실행하는 나라는 없으므로, 우리의 구체적 현실이 고려되어야 함은 너무도 당연하다. 그러나, 위헌시비로 의미 있는 논의 자체를 가로막거나 쟁점을 흐려서는 곤란하다.

TOP

시장경제는 최적의 균형을 찾기 위한 또는 유지하기 위한 과정으로 끊임 없는 경쟁을 의미한다. 시장은 이미 성공을 이룬 자에 대하여도 계속하여 능력을 보여줄 것을 요구한다. 소니는 일본의 성공을 상징하였었다. 그러한 소니의 시장가치는 2000년 3월의 정점으로부터 불과 5년의 기간을 거치면서 75% 정도 하락하였다. 일본의 잭 웰치로 칭송받던 이데이 노부유끼가 2005년 6월 소니의 회장 및

CEO의 자리를 자진하여 “외국인”인 하워드 스트링거에게 넘겨줄 수밖에 없었던 것도 이 때문이다. 스트링거 회장은 2005년 9월 향후 수년에 걸쳐 무려 10,000명을 해고하고, 11개의 공장을 폐쇄하는 구조조정계획을 발표하였으나, 시장의 반응은 냉담하여 주가는 오히려 추가 하락하였다. 같은 무렵 삼성전자는 9개의 생산라인을 늘리고, 14,000명을 추가고용하는 것을 내용으로 하는 330억 달라 규모의 투자계획을 발표하였다. 얼마전까지만 해도 소니는 독보적 1위라 한참 떨어진 아랫것들과 어울리려 하지 않았으나, 지금은 삼성전자와 크로스-라이센싱 계약을 통하여 서로의 특허를 공유하고 있다.

추세로 보아서는, 삼성전자가 소니의 전자부문을 우호적으로 인수합병을 하는 날이 올지도 모른다. 이것이 터무니 없는 환상인가? 그렇다면, 그 보다 훨씬 더 가능성이 적은 시나리오를, 그것이 실제 벌어질 것이라는 걱정을 퍼뜨리는 사람들을 어떻게 이해하여야 하는가. 삼성의 계열사들은 위헌논쟁을 제기하면서, 실제적인 이유로, 삼성전자에 대한 외국인에 의한 적대적 M&A의 가능성을 들고 있다. 삼성전자의 주식은 과반수를 넘는 58% 내지 54%를 이미 외국인들이 보유하고 있다. 이건희 회장의 지분은 1.91%로, 삼성생명(7.26%), 삼성물산(4.02%), 삼성화재(1.26%) 등 이른바 특수관계인의 주식을 모두 합하여 16.08%이다.

과연 삼성은 진정으로 이 16.08%의 지분으로 삼성전자를 외국인에 의한 적대적 M&A로부터 방어하고 있다고 믿고 있는 것일까? 그리고 독점금지 및 공정거래에 관한 법률 또는 금융산업의 구조개선에 관한 법률에 의하여 삼성생명이 보유하고 있는 삼성전자 주식 중 5%를 초과하는 2.26%를 처분하거나 그 의결권에 제한을 받게 되면, 적대적 M&A의 위협이 현실화될 것이라고 믿고 있는 것일까? 삼성전자 주식의 과반을 훨씬 넘는 지분을 외국인들이 보유하고 있다는 사실은 그 외국인들이 삼성전자 현 경영진을 믿고 수십조원의 돈을 맡겼다는 것을 의미한다. 이들은 냉혹하고 이기적이며 그렇기 때문에 이성적이다. 그러한 그들이 자살테러범처럼 삼성전자를 때려잡기 위하여 달려들 것이라는 환상은 도대체 어떻게 나온 것일까? 상상을 한다면, 오히려 이들은 2류의 기업을 최단기간에 초일류기업으로 키운 이건희 회장의 만수무강을 빌고 있을 것이라고 보는 것이 더 현실적이지 않을까. 시작은 그러하였지만, 지금 유지되고 있는 이건희 회장의 경영권이 그의 지분에 기반을 둔 것이라 생각하는 것은 그의 입증된 능력과 시장의 힘을 과소평가하는 것이다.

삼성이 제기하는 위헌론 또는 M&A 위협론은, 적어도 겉으로 보기에, 1996년에 있었던 삼성 에버랜드의 전환사채 발행 그리고 1999년에 있었던 삼성 SDS의 신주인수권부 사채의 발행과는 무관한 것으로 보인다. 그러나 세간의 말처럼 이 모든 것이 실제로는 경영권의 승계를 확보하기 위한 일련의 노력이라면, 방향을 잘못 잡은 것일 수 있다. “자식에게 물려줄 수 없으면” 아마도 대부분의 사람들은 열심히 일할 동기를 찾지 못할 것이다. 그렇기 때문에 재산의 상속은 시장경제를 유지하는 중요한 동인이다. 그렇기는 하나, 재산의 상속 그 자체는 자원의 효율적 배분과 무관하다. 증여세 내지 상속세는 그저 일반적 정의관념에 기초한 것이 아니다. 이것은 시장경제의 효율성의 측면에서 부의 승계에 따른 비효율성을 보완하는 기능을 한다.

이러한 의미에서 증여세 내지 상속세는 부의 승계를 사회적, 경제적으로 정당화하는 의례라 할 수 있다. 그러므로, 문제는 누군가의 말처럼 “세금을 내면” 되는 것이다. 비록 한 개는 배임에 관한 형사소송, 다른 하나는 증여세부과처분의 취소를 구하는 행정소송으로 다투어지고 있으나, 장삼이사(張三李四)의 눈으로도 당초부터 합당한 세금을 낼 각오가 있었다면 두 사건 모두 아예 문제의 발생을 회피할 수 있었던 일이다. 두고두고 정당성에 의문을 제기할 소지를 만들었다는 점에서, 굳이 관전의 평을 하자면, 의도한 목적에 비추어 잃은 것이 얻은 것보다 많은 것으로 보인다. 다른 한편으로, 지분의 유지에 의하여 경영권의 안정적 승계, 유지가 가능할 것이라는 믿음은, 모든 환경이 앞으로도 계속하여 구태의연을 유지할 것이라는 가설을 전제하는 것이다.

과연 그러할까? 이건희 회장은 1993년 프랑크푸르트에서 낡은 생각을 버리라고 촉구한 바 있다. 있는 것은 있는 것이므로, 삼성의 경영권 승계는 무리수가 없어도 뜻한 바대로 이루어질 것이다. 그 다음 그것이 유지될지 여부는 지분이 아니라 경영능력에 달려있지 않을까? 질문을 바꾸면 다음과 같다. 우리는 앞으로 어느 수준의 시장경제를 유지할 것인가? 보다 근본적으로, 우리의 시장경제에 대한 믿음은 어느 정도인가?

지배구조가 좋은 기업은 더 많은 배당을 하는가?[1)]

박광우 (한국기업지배구조개선지원센터 연구위원, KAIST 교수)

1. 머리말
2. 기존문헌 연구와 연구가설
3. 표본자료 및 연구방법
4. 실증결과와 해석
5.맺음말

<요약>

본 연구논단에서는 그 동안 중요한 논의의 대상이었지만 상대적으로 간과되었던 문제인 기업지배구조와 주주에 대한 경영과실배분의 문제를 분석하였다. 실증분석결과, 국내 상장기업들은 기업지배구조가 건전하고 배당수익률이 높을수록 기업가치가 높게 평가되며, 기업지배구조가 좋은 기업일수록 평균적으로 높은 배당수익률을 보이고 있음을 발견하였다. 이는 비록 국내자본시장에서는 법적 여건의 미비로 투자자보호가 여의치 않지만, 개별기업의 차원에서는 주주보호를 위한 장치가 잘 갖추어지고 지배구조가 좋을수록 주주들에게 나누어주는 경제적 혜택이 크고, 이로 인해 자본시장에서 투자자들로부터 해당기업의 가치가 높게 평가 받는 것으로 분석된다.

한편, 재벌의 경우 일반적으로 매출액이나 당기순이익에 대비해 배당이 비재벌기업에 비해 적지만, 기업지배구조가 좋은 재벌기업은 그렇지 않는 재벌기업에 비해 배당수익률이 높음을 발견하였다. 또한 기업지배구조가 배당수익률에 미치는 긍정적 효과가 성장기회가 많은 기업일수록, 그리고 대리인문제가 적은 기업일수록 크다는 것도 확인하였다. 이러한 분석결과는 기업지배구조가 좋은 기업들이 왜 시장에서 긍정적으로 평가되는 지에 대한 또 하나의 논거를 제시한다.

1. 머리말

기업가치제고와 소액주주들을 보호하려는 인식의 확산으로 인해 기업지배구조 개선문제는 현재 범세계적인 현안으로 규제당국 뿐만 아니라 재무학자들에 의해 큰 관심의 대상이 되고 많은 연구가 진행되어 왔다. 그런데, 그 동안의 기업지배구조 관련연구들은 주로 기업의 지배구조관행에 대한 결정요인을 규명하거나 기업지배구조와 기업성과간 관계규명에 중점이 주어져왔다. 먼저 투자자보호 등의 법적보호정도에 따른 국가간 비교가 연구의 한 축을 형성하였다. La Porta et al.(1997), Demirguc-Kunt and Maksimovic(1998), Rajan and Zingales(1998) 등의 연구에서 법적보호가 우수한 국가의 기업들은 자신의 성장을 위한 재원조달로서 외부자본조달에 더 많이 의존하고 있는 것으로 나타났다. 또한 La Porta et al.(2002)은 투자자 보호가 잘되어 있는 국가의 기업들이 더 높은 기업가치를 가진다고 보고하였으며, Wurgler(2000)도 자본분배의 효율성이 소액투자자의 법적보호 정도와 정(+)의 관계가 있는 것으로 밝혀냈다.

한편 투자자 보호에 관한 법적장치나 국가간 규제비교 연구와 함께 해당국내 개별기업의 지배구조의 차이에 따른 기업가치의 영향을 다룬 연구들이 또 다른 지배구조 연구분야의 한 축을 형성하였다. 먼저 미국을 포함한 OECD선진국가들의 기업지배구조를 다룬 연구들에서 투자자보호가 잘 된 기업일수록 영업성과나 시장가치가 높다고 보고하고 있다 (Shleifer and Vishny, 1997; Maher and Andersson, 2000; Gompers, Ishii and Metrick, 2003). 뿐만 아니라 투자자보호가 미흡한 신흥시장을 대상으로 한 연구들도 마찬가지의 결과를 보고하고 있다(Black, 2001; Black, Jang and Kim, 2005; Klapper and Love, 2003; Durnev and Kim, 2005). 또 다른 연구경향으로, 기업지배구조와 기업가치간의 관계와 기업지배구조의 결정요인 규명에 관한 연구들도 있다.

그러나 좋은 지배구조가 해당기업과 투자자에게 어떤 경로로 긍정적인 영향을 미치는지에 관한 연구결과는 지금까지 미진하였다. 예컨대, 좋은 지배구조를 가진 기업이라면 자본비용이 낮아진다든지, 투자자들에게 유리한 배당정책을 실시한다든지 하는 중요한 이슈들을 실증분석한 연구활동은 아직 부진하다. 이와 관련하여 Bhojraj and Sengupta(2003)의 연구는 몇 안 되는 중요한 실증결과를 제공하고 있다. 이들은 기관투자자 비율이 높고 사외이사의 영향력이 좋은 기업일수록 채권수익률이 낮고 채권발행시 채권등급을 높게 평가받는 것을 확인하였다. 이는 건전한 기업지배구조가 기업과 채권투자자간 정보비대칭성을 줄여주고 대리인비용을 완화시켜줌으로써 부채조달비용을 줄여 궁극적으로 기업가치를 제고한다는 것을 증거하는 것이다. 이에 본 연구는 이러한 관심사에 주목하고, 지배구조의 강화가 기업가치를 제고하는데 대한 또 하나의 근거로서 기업이 주주에게 지급하는 배당정책에 주목하고자 한다.

좋은 지배구조를 가진 기업이라면 정(+)의 순현가를 갖는 투자 안을 실행할 것이며, 이로 인한 이익잉여금은 또 다른 투자 안에 재투자되든지 배당지급으로 주주들에게 환원될 것으로 간주된다. 그러나 소액주주들에 대한 보

호규정이 미약하고 법령정비가 부족한 경우, 기업의 경영진들은 투자자에게 지급해야 할 몫을 제대로 배분해주지 않은 것으로 보고 된다(La Porta et al., 1997, 2002). 따라서 소액주주 등에 대한 보호조치가 미흡한 국내기업들의 소유경영자들도 기업의 잉여이익을 주주들에게 되돌려주려는 유인이 부족할 것으로 보인다. 오히려 이들은 소액주주들의 몫을 차지하려는 유인과 그럴 능력을 가지고, 질 좋은 성장기회가 없음에도 불구하고 잉여현금을 기업 내에 유보시키려고 할 것이다. 따라서 좋은 지배구조를 가진 기업들이 실제로 더 많은 배당금을 지급하고 있는지의 여부는 실증과제이다.

따라서 기업의 배당수익률에 대한 시장의 평가를 확인하고, 이의 결정요인을 기업지배구조와 더불어 분석하는 것은 매우 의미 있는 일이다. 이에 본 연구에서는 그 동안 중요한 논의의 대상이었지만 상대적으로 간과되었던 문제인 기업지배구조와 주주부의 관계를 분석하였다. 이를 위해 본 연구에서는 한국기업지배구조개선지원센터(KCGS)의 평가를 받는 한국증권선물거래소에서 거래되는 유가증권시장 주권상장법인(이하에서는 상장기업이라 칭함)을 대상으로, 먼저 기업의 지배구조와 배당정책이 해당기업의 가치에 미치는 영향을 분석한 후, 기업지배구조와 기업특성들이 어떻게 주주부를 배분하는 결정요인으로 작용하는가 살펴보았다.

본 연구논단의 주요 실증결과는 다음과 같다. 국내 상장기업들은 기업지배구조가 건전하고 배당수익률이 높을수록 기업가치가 높게 평가되었다. 또한 기업지배구조와 해당기업의 주주들에 대한 부의 배분은 정(+)의 관계를 가지는 것으로 나타났다. 즉, 기업지배구조가 좋은 기업일수록 평균적으로 높은 배당수익률을 보이고 있음을 발견하였다.

또한 기업지배구조평가항목을 세부적으로 분해하여 분석한 결과에서도 '주주권리보호' 항목이 유의하게 배당수익률과 정(+)의 관계를 보이고 있음이 나타났다. 이는 비록 국내자본시장에서는 법적여건의 미비로 투자자보호가 여의치 않지만, 개별기업의 차원에서는 주주보호를 위한 장치가 잘 갖추어지고 지배구조가 좋을수록 주주들에게 돌아가는 경제적 혜택이 크고, 이로 인해 자본시장에서 해당기업의 가치가 높게 평가 받는 것으로 보인다. 한편, 재벌의 경우 일반적으로 매출액이나 당기순이익에 대비해 배당이 비재벌기업에 비해 적지만, 기업지배구조가 좋은 재벌기업은 그렇지 않는 재벌기업에 비해 배당수익률이 높음을 발견하였다.

본 연구논단의 구성은 다음과 같다. 2장에서는 기존연구를 정리하고 실증분석할 가설을 제시한다. 3장에서는 표본기업 및 관련자료들의 특성과 연구방법론을 설명한다. 4장에서는 실증분석의 결과가 제시되며, 5장에서는 본 연구의 결론을 맺는다.

2. 기존문헌연구와 연구가설

TOP

1. 주주부의 배분과 기업가치

기업지배구조가 기업가치를 제고한다는 실증적 증거는 풍부한데 비해, 좋은 지배구조를 가지는 것이 해당기업과 투자자에게 어떠한 경로를 통해 영향을 미침으로써 기업가치와 연관되는 지에 관한 구체적인 경로관련 연구는 상대적으로 아직 드문 실정이다. 이에 대해 Black, Jang and Kim(2005)은 좋은 지배구조가 기업가치를 제고시키는 이론적 근거로서 다음의 가설들을 정리하여 제시하고 있다. 우선 높은 기업가치를 가진 기업들은 자신의 가치를 더욱 증가시키기 위해 좋은 지배구조를 선택할 가능성이 높거나(reverse causation hypothesis), 기업들은 내생적으로 적절히 서로 다른 지배구조를 선택하며(optimal difference hypothesis; Demsetz and Lehn, 1985), 기업이 자신의 본질가치를 외부투자자들에게 신호전달하기 위해 건전한 지배구조를 선택한다는 것이다(quality signaling hypothesis). 그러나 이들은 해당 가설들에 대한 추가논거를 제시하거나 실증분석을 통한 관련증거를 제시하진 못하고 있다.

이와 관련하여, Bhojraj and Sengupta(2003)는 기관투자자비율이 높고 사외이사의 영향력이 좋은 기업들일수록 채권수익률이 낮고 채권 발행시 채권등급을 높게 평가받는 것을 확인하였다. 이는 건전한 기업지배구조가 해당기업과 채권투자자간 정보의 비대칭성을 줄여 관련된 대리인비용을 완화시키고 부채조달비용을 절감시킴으로써 해당기업의 가치가 제고된다는 것을 증거하고 있다.[2)]
Giannetti(2003)는 유럽 8개국가의 자료를 통해 채권자 권리와 이의 강제력의 정도가 해당기업들의 부채이용가능성과 이용도에 미치는 영향을 분석하여, 기업들이 무형자산에의 투자를 위해 차입할 가능성은 채권자권리 보호수준과 이 권리가 강제되는 정도에 정(+)의 상관관계 있음을 발견하였다. 이는 기업지배구조를 직접적으로 분석한 것은 아니지만, (채권)투자자의 보호가 기업의 자금이용도에 영향을 미쳐 궁극적으로 기업가치에 관련됨을 증거하고 있다.

이에 본 연구에서는 기업지배구조가 해당기업의 주주들에게 되돌아가는 부의 배분에 어떠한 영향을 미치고, 이러한 차이가 궁극적으로 기업가치에 어떠한 영향을 미치는지 규명하고자 한다. 기업지배구조가 해당기업의 주주부의 배분에 미치는 영향에 대한 제 논의는 다음 소절에서 구체적으로 다루기로 하고, 본 소절에서는 배당으로 측정되는 주주부 배분이 해당기업의 가치에 미치는 영향을 논의한다

.

먼저 자본시장이 완전하다면 기업의 배당정책은 더 이상 해당기업의 가치에 영향을 미치지 못한다(Miller and Modigliani, 1961). 그러나 세금, 정보의 비대칭성, 불완전 계약, 법적제약, 및 거래비용 등 자본시장 내 다양한 불완전요인이 존재하는 경우에는 기업의 배당정책이 기업가치에 더 이상 무관하지 않으며, 그 영향에 대한 결론 역시 일관되지 않다. 거래비용과 세금 등의 문제를 감안한다면 주주에게 배당을 통해 기업의 부를 지급하는 것은 더 이상 유리한 방법이 아니다(Black, 1976).

그러나 자본시장 내에 존재하는 여러 불완전 요인들을 감안하고 이를 극복하는 하나의 방안으로서 제시되는 배당지급에 대해서는 시장에서 긍정적으로 평가하는 것으로 인식되고 있다. 당사자간 계약이 불완전할 경우, 배당지급을 많이 할수록 경영자와 주주간 이해가 일치할 가능성이 높아 관련된 비용을 줄일 수 있으며(Grossman and Hart, 1980; Easterbrook, 1984; Jensen, 1986), 기업관련 정보가 비대칭적인 경우 배당을 통해 미래이익과 관련된 정보를 효과적으로 시장에 전달할 수 있다는 것이다(Bhattacharya, 1979; Miller and Rock, 1985; John and Williams, 1985). 따라서 기업의 배당지급이 기업가치에 미치는 영향이 긍정적일지 아니면 부정적일지는 한마디로 결론짓기는 매우 힘들며, 자본시장의 불완전 요인과 해당기업의 여러 재무적 특성, 그리고 이에 따른 시장에서의 해당기업의 배당에 대한 해석여부에 따라 달라질 것으로 이해된다.

최근 기업의 성장기회 및 유동성 보유수준과 관련해서 배당지급이 갖는 정보효과에 대한 매우 흥미로운 연구가 있는데, Grullon, Michaely and Swaminathan (2002)의 '성숙도가설(maturity hypothesis)'과 관련된 연구결과가 그것이다. 이에 따르면 기업들은 성숙기에 접어들어 성장기회가 줄어들수록 배당을 늘리는데, 이는 해당기업의 체계적 위험과 수익성을 동시에 줄이는 결과를 낳는다. 이 경우 기업의 배당지급의 증가는 다음과 같은 두 가지 정보를 내포하는데, 그 하나는 위험이 줄어든다는 긍정적인 내용이고, 다른 하나는 수익성이 줄어들 거라는 부정적인 내용이다. 이때 배당증가에 대한 시장에서의 긍정적인 반응은, 두 가지 정보효과 중 위험요인이 수익성 요인을 압도한다는 것으로 해석된다.

이에 본 연구에서는 기업의 배당수준에 대한 시장의 반응을 확인하고자 한다. 즉, 기업의 배당지급을 불필요한 과다비용이 수반된 기업행위로 인식할지, 아니면 기업관련 정보가 부족한 현실에서 해당기업관련 유익한 정보원천으로서 이해할지는 실증적 과제라 할 수 있겠다.

2. 기업지배구조와 주주부의 배분

자본시장에서 주주들의 주요 관심사는 적절한 투자대상 선정과 궁극적으로 배당 혹은 자본이득을 통해 자신의 투자에 대해 적절한 대가를 되돌려 받는 것이다. 이와 관련하여 기업지배구조관련 논의의 주안점은 재원투자자와 이의 집행자간 불일치와 양자간 유인구조의 차이에 따른 여러 문제점들을 해결하는 것이다. 기업의 경우 수익성 높은 투자 안에 대해서는 투자자로부터 자금을 조달하여 투자를 하되, 적절한 투자처를 찾지 못할 경우 잉여현금흐름을 주주들에게 배분하는 것은 기업내부경영진과 외부투자자간 이해갈등을 완화시켜주는 가장 효과적인 방법이 된다(Jensen, 1986). 따라서 기업지배구조가 건전하다면 기업은 투자자로서 주주들을 존중하고 기업의 부를 주주들에게 적절히 배분해야 할 것이다. 지배구조가 제대로 작동된다는 것은 기업부의 재분배과정이 원활하다는 점을 내포한다. 따라서 기업지배구조관련 설문이 주주부를 배분하는 지배구조가 제대로 작동되고 있는지를 반영한다면, 기업지배구조지수와 주주부의 배분간에는 유의적인 정(+)의 관계가 성립할 것으로 기대한다.

추가적으로 기업의 성장기회에 따른 배당지급의 차이를 기업지배구조와 관련하여 분석한다. 일반적으로 배당금 지급은 성장기회 감소에 따른 잉여현금흐름의 문제를 완화시켜줌으로써 소액주주의 부를 착취(혹은 이전)하는 문제를 완화시켜줄 수 있다. La Porta et al.(2000)에 따르면 투자자 보호규정이 잘 정돈되어 있는 영미법 채택국가의 기업들은 투자자 보호가 여의치 않은 국가의 기업들에 비해 재투자기회가 여의치 않을 경우에 배당을 더 많이 하는 것으로 보고된다. 소액투자자들에 대한 보호가 잘 갖추어져 있는 선진자본시장에 비해, 국내의 경우 소액주주들에 대한 미약한 보호규정과 부족한 법령시행으로 인해, 기업의 경영진들은 소액투자자에게 지급해야 할 몫을 제대로 배분해주지 못하고 있다고 지적한다(La Porta et al., 1997, 2002). 오히려 내부대주주들은 이들 소액주주들의 몫을 차지하려는 유인과 능력을 가지고, 좋은 투자기회가 없음에도 잉여현금을 기업 내에 유보시키려고 할 것이다.

한편으로 La Porta et al.(2002)은 '대체가설(substitute model)'을 통해 투자자 보호가 여의치 않은 국가에서 성장기회가 높은 기업들은 오히려 배당을 늘림으로써 자신의 가치를 시장에 알리고 향후 투자재원 조달시 유리한 조건으로 조달할 유인이 있음을 제시하였다. 따라서 투자기회와 지배구조의 차이에 따른 배당수준에 대한 일치하지 않은 논거와 그간 국내기업들의 지배구조와 배당관련 관행을 감안한다면, 국내기업들이 지배구조점수가 높다고 해서 주주들에게 더 많은 배당금을 지급하는 지에 관해서는 사전적으로 단정하기 어렵다. 따라서 좋은 지배구조를 가진 기업들이 실제로 더 많은 배당금을 지급하고 있는지의 여부는 여전히 실증과제이다.

아울러 표본기업들의 배당지급이 여타 채권투자자들에게 미치는 영향도 함께 분석하고자 한다. 기업의 배당지급이 단순히 주주들만의 문제는 아니며, 채권자로부터 주주에게로 부의 이전가능성에 대한 논의 또한 널리 알려져 있다(Jensen and Meckling, 1976; Myers, 1977). 이에 대해 DeAngelo and DeAngelo (1990)는 재무적 압박에 처해 있는 기업들이 이전의 배당수준을 유지하려는 것을 통해 채권자로부터 주주로의 부의 이전 가능성을 제시하였다. 한편 Handjinicolaou and Kalay(1984)는 배당의 변화가 주가 및 채권가격의 변화에 미치는 영향을 분석하여, 배당이 줄어들면 채권가격은 하락하지만 배당이 증가하면 채권가격은 별 영향을 받지 않다는 증거로부터 채권자에게서 주주로의 부의 이전가설을 반박하였다. 따라서 주주들과 채권자들간 갈등의 여지가 해당기업의 배당결정에 어떠한 영향을 미칠지는 가늠하기 어렵다. 이에 본 연구에서 채권자와 주주간 갈등의 여지가 큰 기업들을 대상으로 지배구조에 따른 배당결정의 차이를 추가로 분석한다.

더불어 국내재벌기업들이 비재벌기업들에 비해 여타 조건이 일정할 경우 배당을 적게 하고 있는지 여부도 함께 분석한다. 국내재벌기업들은 계열사간 상호(순환)출자 등을 통해 피라미드 조직구조를 형성하고 있다. 이러한 소유구조로 인해 (소유)경영진은 자신의 현금청구권 이상의 경영통제권을 행사할 수 있게 된다(Claessens et al., 2000; 박경서와 백재승, 2001). 현금청구권과 의사결정권(혹은 경영통제권)간 괴리가 큰 국내기업들, 특히 재벌기업들의 경우에는 주주부의 배분문제가 더욱 심각할 수 있다. 그리고 경영진(내부소유자)에 의한 현금흐름청구권과 경영통제권의 불일치가 일반주주들에 대한 배당금 지급에 미치는 영향을 추론하기는 어렵지 않다고 하겠다. 즉 주주에게 배당금을 지급하게 되면 내부대주주의 통제권에 있는 자원이 줄어들게 되므로 배당자체를 꺼릴 뿐만 아니라, 향후 투자에 필요한 재원을 외부로부터 조달할 경우, 이러한 점들을 이미 고려하고 있는 투자자들에게는 저평가된 주식을 발행할 수밖에 없으므로, 두 권리간 불일치가 커질수록 기업은 배당금지급을 줄일 것이다. 따라서 일반적으로 청구권과 경영권간 괴리가 큰 재벌기업들은 이 문제가 비교적 덜한 비재벌기업들에 비해 평균적으로 더 낮은 배당금 지급을 할 것으로 기대한다.

그러나 Fauver, Houston and Naranjo(2003)의 분석처럼 투자자 보호가 미약하고 외부자본조달이 덜 용이한 국가일수록 다각화를 통한 내부자본시장의 존재가 해당기업의 가치와 주주의 부에 긍정적인 영향을 미치는 점을 감안한다면, 내부자본시장이 형성된 국내재벌기업들의 경우 자본이득 등을 통한 주주부의 증가는 가능하리라 여겨진다.

또한 저배당구조를 가진 재벌기업들이라 하더라도 좋은 지배구조를 가진 기업들이라면 이러한 저배당금지급 성향을 완화시켜줄 것인지에 관해서도 분석한다. 만약 내부주주의 권리차이가 큰 재벌기업들이 자신들의 소액주주권리 보호 등의 의사를 알리려 한다면 더 좋은 지배구조를 가지고 주주들에게 더 많은 배당을 지급함으로써 이를 시장에 알려 자신들을 차별화하려고 할 것이다. 내부주주들의 경우 이런 고배당을 통한 암묵적 언질(commitment)은 자신의 통제하에 놓여있는 잉여현금흐름에 관한 사적 이익을 감소시키는 것이므로 매우 큰 비용을 수반하는 것이다. 따라서 이러한 유인이 적은 기업들이 모방하기에는 부적절할 것으로 기대한다. 이는 기업지배구조와 해당기업의 배당금지급 간에는 정(+)의 관계가 존재할 가능성을 예시한다.

3. 표본자료 및 연구방법

TOP

1. 기업지배구조자료 및 표본기업의 특성

기업지배구조와 관련된 연구에서는 해당기업의 지배구조가 주주권리를 얼마나 효과적으로 보호하고 있는지 등에 대한 적절한 척도(measure)를 필요로 한다. 기존연구들은 Credit Lyonnais Securities Asia (CLSA) Score, Standard and Poor's Corporate Governance Score 등 주로 설문자료를 통한 기업지배구조지수들을 이용하고 있다(Klapper and Love, 2003; Durnev and Kim, 2005; Gillan, Hartzell, and Starks, 2003). 그러나 이 지수들은 주로 영리법인에 의한 설문자료를 이용하고 있으므로 설문결과가 설문담당기관과 고객기업간 업무관계에 따른 이해관계를 반영할 가능성이 높아, 이 지수들은 잠재적 편의에 노출되어 있을 가능성이 높다. 예컨대, 평가를 받는 기업의 상당지분을 CLSA고객 투자펀드회사가 가지고 있다면 CLSA가 그 기업의 지배구조를 좋게 평가할 수 있을 가능성이 있다.

이러한 문제와 관련하여 지배구조에 관한 객관성과 외적 타당성을 제고시키기 위해 본 연구에서는 국내상장기업들을 대상으로 한국기업지배구조개선지원센터(KCGS)에 의해 수행된 독특하면서도 포괄적인 설문자료를 이용하고 있다. KCGS는 1999년 이후 매년 상장기업들을 대상으로 소액주주를 보호하려는 기업들의 관행과 여타 지배구조에 관한 설문조사를 실시해오고 있다. 설문조사에는 모두 5개 세부 사항에 관한 질문을 포함하고 있으며, 총점은 300점이다. 세부항목으로는, (a) 주주의 권리보호(25개항, 90점), (b) 이사회구성과 운영(30개항, 100점), (c) 기업공시(18개항, 50점), (d) 감사기구(9개항, 30점) 및 (e) 경영과실배분(4개항, 30점) 등을 포함한다. 따라서 본 연구에서 사용하고 있는 기업지배구조관련 지수는 독립적인 비영리 기관에 의해 객관적으로 실시된 설문작업으로 진행된 것인 만큼 잠재적인 내용왜곡의 문제로부터 근본적으로 자유로우며, 전 상장기업들을 대상으로 자료인 만큼 표본편의(selection bias)로부터도 자유롭다고 할 수 있다.

본 연구논단의 분석에 사용된 기업지배구조지수는 2003년 7월에 수행된 설문자료를 바탕으로 하고 있다. 표본기업들의 선정은 기본적으로 KCGS설문자료에 포함된 426개 상장기업들 중 기업특성관련 자료를 구할 수 있는 비금융기업들로서 358개 기업을 최종적으로 선택하였다. 표본기업들의 지분율 관련자료는 한국상장회사협의회 DB에서, 회계관련자료는 한국신용평가주식회사 KIS-FAS로부터, 재벌관련자료는 공정거래위원회 DB에서, 그리고 주가관련 자료는 한국증권연구원 DB에서 구하였다. 관련자료들은 2003년 7월을 기준으로 가장 최근 회계연도 말 자료를 사용하였다.

분석에 사용된 주요변수들의 정의와 측정방법은 <표 1>에 제시되었다. 기업지배구조지수 및 세부지수는 KCGS에서 발표한 자료를 그대로 인용하였다. 참고로 기업지배구조의 세부사항으로 이사회 부분을 '이사회구성'과 '이사회 운영'의 두 하위지수로 세분하여 분석에 이용하였다. 주주부의 배분을 나타내는 변수로는 배당수익률, 연간주식보유수익률, 매출액대비 배당수익률, 및 총자산대비 배당수익률 등을 사용하였다. 배당수익률변수는 액면가를 기준으로 한 것으로, 기존 시장 및 업계관행에 따른 기업의 반응을 측정비교하기 위한 변수이다.

연간주식보유수익률변수는 국내소액투자자들의 대부분이 배당보다는 주가차익을 통한 자본이득을 목표로 투자하는 현실을 감안하여 이들의 요구를 충족시키는지에 대한 효과적인 측정기저로 분석에서 사용하였다. 본 연구에서 주로 사용하고 있는 주주부의 배분변수로는 현금배당액을 매출액으로 표준화한 값을 사용하였다. 배당금을 매출액으로 표준화하는 이유는 현금흐름이나 회계적 이익 등으로 표준화할 경우 이들 값이 음(-)의 값을 가지거나 혹은 아주 작은 값을 가질 경우 동 변수가 비정상적인 값을 갖게 될 가능성을 완화하기 위함이다.

더군다나 매출액의 사용은 기업간 회계규정 적용의 차이에 따른 차이에 덜 민감하게 되고 회계관행에 따른 분식이나 이연(smoothing)을 어렵게 만들며, 자산대체(asset diversion) 역시 어렵게 만든다는 이점이 있다(La Porta et al., 2000).[3] 또한 추가적으로 민감도(혹은 강건성) 점검 차원에서 장부가치 총자산으로 표준화한 배당수익률 변수도 분석에 포함하였다. 여타변수들은 기존의 기업가치분석과 배당모형에서 통제변수로서 유효한 변수들이다.

<표 2>에서는 주요변수들의 기초통계량을 제시하였다. 표본기업들의 기업지배구조지수(CGI)의 평균(중앙)값은 110.9(109)이며, 300점이 만점인 점을 감안하면 약 37%의 득점률로서 아직도 전반적으로 개선의 여지가 큰 것으로 보인다. 동변수의 최고점수를 받은 기업은 217점이며, 최악의 지배구조점수는 61점이다. 참고로 본 연구에서는 CGI점수에서 배당과 관련된 '경영과실배분'의 세부항목점수를 차감한 'CGI1'변수를 별도로 정의하여 분석에서 이용하고 있는데, 이는 본 연구에서 주주로의 부의 배분을 측정할 주요변수로서의 배당금지급과 해당기업의 과거 배당수익률이 반영되어 있는 '경영과실배분'점수간 기계적 관련성을 제거하기 위해서이다. 동변수의 평균(중앙)값은 104.1(102)점이다.

2. 실증분석방법

본 연구논단에서는 기업지배구조가 해당기업의 주주부의 배분에 미치는 영향을 분석하기 위해 아래의 회귀식을 이용하였다.

$$\text{주주부 배분} = \beta_0 + \sum_{j=1}^{5}\beta_j \cdot \text{소유지분율}_j + \beta_4 \cdot \text{재벌더미} + \beta_5 \cdot CGI + \beta_6 \cdot \text{주가대장부가치비율} + \beta_7 \cdot \text{부채비율} + \beta_8 \cdot \text{수익성} + \beta_9 \cdot \text{자본지출} + \beta_{10} \cdot \text{기업규모} + \epsilon \quad (1)$$

여기서 주주부의 배분변수는 각각 액면가 배당수익률, 총주주수익률, 매출액대비 배당수익률 및 총자산대비 배당수익률 등 다양한 배당관련 지표를 사용하였으며, 기업의 투자기회 혹은 성장가능성을 측정하는 변수로는 주식의 시장가치대 장부가치비율을 사용하였다. 소유지분율변수는 각각 대주주지분율, 기관투자자지분율, 및 외국인지분율 등을, 재벌더미는 2002년 기준으로 30대 재벌기업소속기업이면 1, 아니면 0을, CGI변수는 기업의 지배구조지수 및 주주권리보호, 이사회구성, 이사회운영, 공시, 감사기구, 경영성과배분 등에 관한 하위지수값을, 배당수익률변수는 현금배당지급액/매출액을, 부채비율변수는 장부가치 총부채를 장부가치 총자산으로 나눈 값을, 수익성변수는 EBITDA를 총자산으로 나눈 값을 사용하였으며, 자본지출변수는 당기 투자소요액으로서 {(당기유형고정자산+당기감가상각비)-(전기유형고정자산+전기감가상각비)}/총자산으로, 기업규모변수는 장부가치 총자산의 로그값으로 측정하였다. 또한 기존의 지배구조 관련지수 외에도 추가적인 하위지수값으로서 도입한 CGI1변수는 CGI값에서 경영성과배분값을 차감한 값으로 사용하였다. 그리고 위의 회귀식에 명기하지 않았지만, Black, Jang and Kim(2005)의 연구결과에 따라 업종별 구분에 따른 관련성의 차이를 반영하기 위해, 각 회귀식에 업종더미변수를 포함시켰다.

4.실증결과 및 해석

TOP

먼저 <표 3>에서는 기업지배구조가 해당기업의 주주들의 부의 배분에 미치는 영향을 식 (1)을 이용하여 분석한

결과를 제시하고 있다. 여기서는 기업이 주주들에게 지급하는 여러 경제적 혜택을 다양하게 측정하여 이를 종속변수로 이용한다. 먼저 회귀식 (1)에서 사용된 액면가 배당수익률은 그간 국내기업들이 배당지표로서 관행상 가장 보편적으로 사용해 온 측정변수이다. 회귀식 (2)에서 종속변수로 사용된 총주주수익률(TSR; total shareholder return)은 1년간 주식을 보유함으로써 얻는 배당 및 자본이득을 합하여 측정한 변수이다.[3)]

총주주수익률(TSR)은 미국의 컨설팅 회사인 BCG가 기존의 EPS나 EVA를 대신하고자 제안한 기업의 경제적 성과 및 실질적인 주주가치 측정방법이다. 본 연구에서는 주주들이 해당기업의 주식을 1년 동안 보유했을 때 얻게 되는 실질적인 보유수익률로서 해석하였다.

그리고 나머지 변수는 총배당금지급액을 매출액과 총자산으로 나눈 것으로서, 이들은 해당기업의 규모(혹은 투자액)대비 배당금 지급정도를 표준화하여 분석하려는 것이다.
회귀분석결과 지배구조의 건전성을 나타내는 CGI변수는 전 회귀식에서 유의적인 정(+)의 계수값을 보이고 있다. 이는 기업의 여러 조건을 감안하더라도 지배구조가 좋은 기업일수록 해당기업의 주주들에게 더 많은 부를 배분하고 있음을 의미한다. 비록 국내자본시장에서는 법적여건의 미비로 투자자보호가 충분치 못하지만, 개별기업의 차원에서는 지배구조가 건전할수록 배당의 형태이든, 주가차익을 통한 자본이득의 형태이든 해당기업의 주주들에게 배분되는 부가 많았다는 것을 알 수 있다. 그리고 이러한 분석결과는 기업지배구조가 좋을수록 차입비용을 낮춤으로써 해당기업의 가치를 높인다는 Bhojraj and Sengupta(2003)의 연구결과와 더불어, 기업지배구조가 좋은 기업들이 왜 시장에서 긍정적으로 평가되는 지에 대한 또 하나의 일면적인 경로에 대한 단서를 제공하는 것으로 판단된다.

여타 변수들의 분석결과로서, 먼저 대주주와 외국인투자자의 지분율이 높을수록 해당기업의 배당금 지급이 많음을 알 수 있다. 그러나 재벌기업의 경우에는 여타 여건을 감안하더라도 비재벌기업들에 비해 배당금 지급에 인색했던 것으로 나타났다. 이는 국내재벌기업들의 경우 소유경영진의 현금청구권과 경영통제권간 괴리가 상대적으로 커서, 내부대주주가 자신의 통제영역내에 더 많은 가용재원을 두려는 행위로 인한 결과로 해석된다. 그리고 부채비율과 수익성변수는 각각 유의적인 부(-)와 정(+)의 계수값을 가짐으로써 직관적인 이해와 일치하고 있다. 이에 비해 주가대 장부가치비율과 자본지출변수는 대부분 유의적인 정(+)의 계수값을 보이고 있다. 이는 성장기회가 풍부하고 자본지출이 많아 향후 외부자본조달을 더 필요로 하는 기업일수록 자본시장에서 저렴한 비용으로 자본조달을 하기 위해 주주들에게 배당을 많이 하여 좋은 기업의 이미지(혹은 정보)를 전달하려는 것으로 해석된다(Bhattacharya, 1979; La Porta et al., 2000).[4)]

이러한 결과는 지배구조에 대해 추가적인 고려를 하지 않고 1970년대에서 1990년대말까지 미국 상장기업들의 규모가 소형화되었는데, 이러한 기업들은 수익성은 떨어지지만 성장기회는 높아져 배당성향이 급감했다고 보고한 Fama and French(2001)와 Grullon and Michaely(2002)의 연구와는 좋은 대조가 된다.

<표 4>는 주주로의 부의 배분관련 변수는 매출액대비 배당수익률변수로 한정한 대신, 기업지배구조에 관련된 하위지수들의 영향을 추가로 분석한 결과를 나타낸다. 다수의 하위지수들은 배당수익률에 유의적인 영향을 미치지 않고 있지만, 주주권리보호, 경영과실배분 및 CGI1변수 등은 주주부의 배분과 유의적으로 정(+)의 관계를 가지는 것으로 나타났다. 이사회와 공시관련 하위지수들은 비유의적인 반면, 비록 투자자보호에 관한 국가별비교의 기존연구와는 다른 차원이긴 하지만 국내기업의 경우에도 투자자의 권리보호가 좋은 기업일수록 해당기업의 부의 배분이 컸음을 확인할 수 있다. 그리고 경영과실배분변수가 해당기업의 배당금 지급관행과 관련된 지수인 만큼 해당기업의 배당수익률과 높은 정(+)의 선형관계를 가지는 것은 매우 당연한 것처럼 보이지만, 여타 개별 하위지수들이 비유의적인 상황에서 CGI1변수가 매우 유의적인 정(+)의 관계를 가지는 것은 매우 흥미롭다. CGI1변수는 CGI에서 경영과실배분 지수값을 차감한 변수로서, 지배구조관행에서 배당금지급 부분을 제거한 상태에서도 여전히 배당수익률에 유의적으로 긍정적인 영향을 미친다는 것은 소액투자자를 보호하는 좋은 지배구조를 가진 기업일수록 실제적으로 주주들에게 배분하는 경제적 혜택도 그만큼 크다는 <표 3>의 분석결과를 뒷받침하는 결과라고 할 수 있다. 여타 통제변수들은 <표 3>의 결과와 유사하다.

지금까지 분석에서 우리는 기업집단(재벌)의 경우 매출액대비 배당수익률이 기업집단에 포함되지 않는 기업들에 비해 낮음을 알 수 있었다. 그렇다면, 과연 기업지배구조가 좋은 재벌기업들은 다른가에 대한 자연스런 질문을 할 수 있게 되며, <표 5>는 이에 대한 분석결과를 보여준다. <표 4>에서 재벌더미가 일관되게 유의한 음의 계수를 보이는 것과는 달리 <표 5>의 기업집단 패널에서는 모든 회귀식에서 CGI가 양의 계수를 보이며 식 (2)와 (3)에서는 통계적으로 매우 유의함을 알 수 있다.[5)] 재벌패널은 62개의 관측치가 이용되었고, 동 연구논단에서는 보고되지 않은 비재벌기업의 관측치는 296개이었다.

즉, 우리는 재벌기업이 일반적으로 매출액이나 당기순이익에 대비해 배당수준이 비재벌기업에 비해 낮지만, 기업지배구조가 좋은 재벌기업은 그렇지 않는 재벌기업에 비해 배당수익률이 높음을 발견하였다. <표 5>에 나타난 또다른 재미있는 발견점은 재벌기업의 경우 외국인지분이 높을수록 배당수익률이 높으며, 기업규모가 작으면 작을수록 배당수익률이 높다는 것이다. 이는 전체 표본기업의 결과와는 사뭇 다른 것으로 외국인들이 고배

당 재벌기업에 투자하고 있으며 재벌기업의 경우 상대적으로 작은 기업들이 더 많은 배당을 하고 있는 것으로 보인다.

5. 맺음말

TOP

본 연구논단에서는 국내상장기업들을 대상으로 지배구조가 주주부의 배분과 기업가치에 미치는 효과를 분석하였다. 본 연구의 실증분석 결과는 다음과 같다. 우선 기업지배구조가 건전할수록 그리고 주주에 대한 배당지급이 많을수록 해당기업의 가치가 높게 평가되는 것으로 나타났다. 즉, 좋은 지배구조를 가진 기업은 소액주주들을 더 잘 보호하여 관련된 대리비용 등을 줄일 수 있으며, 이는 결국 해당기업에 대한 시장에서의 긍정적인 평가로 이어지는 것으로 해석되었다. 그리고 기업이 주주들에게 제공하는 다양한 부의 배분방식 등을 고려한 분석결과에서는, 지배구조가 좋은 기업일수록 해당기업의 주주들에게 더 많은 부를 배분하고 있음을 발견하였다. 이는 비록 국내자본시장에서는 법적여건의 미비로 투자자보호가 여의치 않지만, 개별기업의 차원에서는 주주보호를 위한 장치가 잘 갖추어지고 지배구조가 좋을수록 주주들에게 나누어주는 경제적 혜택이 크고, 이로 인해 자본시장에서 투자자들에게 해당기업의 가치가 높게 평가받는 것을 보여준다.

추가적으로 현금흐름청구권과 경영통제권간 괴리가 커서 지배구조문제가 더욱 심각할 것으로 기대되는 재벌기업관련 분석결과, 국내재벌기업들은 여러 조건을 감안하더라도 비재벌소속기업들에 비해 주주부의 배분은 적게 하지만 시장에서의 기업가치 평가는 높은 것으로 나타났다. 이러한 결과는 국내재벌기업들은 자신의 성장기회를 살리기 위해 배당을 가능한 한 적게 하고 내부유보를 하며, 계열사간 형성된 내부자본시장을 통해서도 필요재원을 조달함으로써 시장에서는 긍정적으로 평가받는 것으로 여겨진다. 한편, 재벌의 경우 일반적으로 매출액이나 당기순이익에 대비해 배당이 비재벌기업에 비해 적지만, 기업지배구조가 좋은 재벌기업은 그렇지 않음을 발견하였다. 이러한 분석의 결과는 기업지배구조가 좋은 기업들이 왜 시장에서 긍정적으로 평가되는 지에 대한 또 하나의 논거를 제시하고 있다.

---

1)본 연구논단은 박광우, 박래수, 황이석 공저논문인 “기업지배구조와 주주부의 배분에 관한 연구”(증권학회지 2005년 12월호)의 주요발견들을 요약한 후 기업집단과 관련한 패널분석결과를 추가한 연구결과임. 더욱 자세한 분석결과는 박광우, 박래수, 황이석 (증권학회지 2005년 12월호)를 참조하기 바람.

2)Giannetti(2003)는 유럽 8개국가의 자료를 통해 채권자 권리와 이의 강제력의 정도가 해당기업들의 부채이용가능성과 이용도에 미치는 영향을 분석하여, 기업들이 무형자산에의 투자를 위해 차입할 가능성은 채권자권리 보호수준과 이 권리가 강제되는 정도에 정(+)의 상관관계 있음을 발견하였다. 이는 기업지배구조를 직접적으로 분석한 것은 아니지만, (채권)투자자의 보호가 기업의 자금이용도에 영향을 미쳐 궁극적으로 기업가치에 관련됨을 증거하고 있다.

3)총주주수익률(TSR)은 미국의 컨설팅 회사인 BCG가 기존의 EPS나 EVA를 대신하고자 제안한 기업의 경제적 성과 및 실질적인 주주가치 측정방법이다. 본 연구에서는 주주들이 해당기업의 주식을 1년 동안 보유했을 때 얻게 되는 실질적인 보유수익률로서 해석하였다.

4)이러한 결과는 지배구조에 대해 추가적인 고려를 하지 않고 1970년대에서 1990년대말까지 미국 상장기업들의 규모가 소형화되었는데, 이러한 기업들은 수익성은 떨어지지만 성장기회는 높아져 배당성향이 급감했다고 보고한 Fama and French(2001)와 Grullon and Michaely(2002)의 연구와는 좋은 대조가 된다.

5) 재벌패널은 62개의 관측치가 이용되었고, 동 연구논단에서는 보고되지 않은 비재벌기업의 관측치는 296개이었다.

<참고문헌>

--- 박경서, 백재승, “재벌기업의 대주주경영자는 비재벌기업의 대주주경영자와 얼마나 다른가?: 한국 상장기업의 소유구조, 자본구조 및 기업가치에 관한 실증연구,” 재무연구, 제14권 2호(2001), pp.89-130.
--- Bhattacharya, S., "Imperfect Information, Dividend Policy, and 'The Bird in Hand' Fallacy," Bell Journal of Economics, 10(1979), pp.259-270.
--- Bhojraj, S., and P. Sengupta, "Effect of Corporate Governance on Bond Ratings and Yields: The Role of Institutional Investors and Outside Directors," Journal of Business, 76(2003), pp. 455-476.
--- Black, B., "The Dividend Puzzle," Journal of Portfolio Management, 2(1976), pp.5-8.
--- _____, "Does Corporate Governance Matter? A Crude Test using Russian Data," University of Pennsylvania Law Review, 149(2001), pp.1231-2150.
--- Black, B., Jang, H., Kim, W., "Does Corporate Governance Predict Firms' Market Values? Evidence from Korea," Forthcoming Journal of Law, Economics, and Organization (2005).

--- 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), pp.81-112.
--- DeAngelo, H. and L. DeAngelo, "Dividend Policy and Financial Distress: An Empirical Investigation of Troubled NYSE Firms," Journal of Finance, 45(1990), pp.1415-1431.
--- Demirgüç-Kunt, A. and V. Maksimovic, "Law, Finance, and Firm Growth," Journal of Finance, 53(1998), pp.2107-2137.
--- Demsetz, H., and K. Lehn, "The Structure of Corporate Ownership: Causes and Consequences," Journal of Political Economy, 93(1985),pp.1155-1177.
--- Durnev, A., and E. Kim, "To Steal or Not to Steal: Firm Attributes, Legal Environment, and Valuation," Journal of Finance, 60(2005), pp. 1461-1494.
--- Easterbrook, F., "Two Agency-Cost Explanations of Dividends," American Economic Review, 75(1984), pp.650-659.
--- Fama E. and K. French, “Disappearing Dividends: Changing Firm Characteristics or Lower Propensity to Pay?," Journal of Financial Economics, 60(2001), 3-43.
--- Fauver, L., J. Houston and A. Naranjo, "Capital Market Development, International Integration, Legal System, and the Value of Corporate Diversification: A Cross-Country Analysis," Journal of Financial and Quantitative Analysis, 38(2003), pp.135-157.
--- Giannetti, M. "Do Better Institutions Mitigate Agency Problems? Evidence from Corporate Finance Choices," Journal of Financial and Quantitative Analysis, 38(2003), pp.185-212.
--- Gillan, S., J. Hartzell, and L. Starks, "Explaining Corporate Governance: Boards, Bylaws, and Charter Provisions," Working Paper, University of Delaware, (2003).
--- Gompers, P., Ishii, J. and A. Metrick, "Corporate Governance and Equity Price," Quarterly Journal of Economics, 118(2003), pp.107-156.
--- Grossman, S. and O. Hart, "Takeover Bids, the Free-rider Problem, and the Theory of the Corporation," Bell Journal of Economics, 11(1980), pp.42-54.
--- Grullon, G. and R. Michaely, “Dividends, Share Repurchases and the Substitution Hypothesis," Journal of Finance, 57(2002), pp.1649-1684.
--- _____ and B. Swaminathan, "Are Dividend Changes a Sign of Firm Maturity?" Journal of Business, 75(2002), pp. 387-424.
--- Handjinicolaou, G. and A. Kalay, "Wealth Redistributions or Changes in Firm Value: An Analysis of Returns to Bondholders and the Stockholders around Dividend Announcements," Journal of Financial Economics, 13(1984), pp.35-63.
--- Jensen, M., "Agency Costs of Free Cash Flows, Corporate Finance and Take- overs," American Economic Review, 76(1986), pp.323-329.
--- Jensen, M. and J. Meckling, "Theory of the Firm: Managerial Behavior, Agency Cost and Ownership Structure," Journal of Financial Economics, 3(1976), pp.305-360.
--- John, K. and J. Williams, "Dividends, Dilution, and Taxes: A Signaling Equilibrium," Journal of Finance, 40(1985), pp.1053-1070.
--- Klapper, L., and I. Love, "Corporate Governance, Investor Protection and Performance in Emerging Markets," Journal of Corporate Finance, 195(2003), pp.1-26
--- La Porta, R., F. Lopez-de-Silanes, A. Shleifer, and R. W. Vishny, "Legal Determinants of External Finance," Journal of Finance, 52(1997), pp.1131-1149.
--- _____, "Agency Problems and Dividend Policies around the World," Journal of Finance 55(2000), pp.1-33.
--- _____, "Investor Protection and Corporate Valuation," Journal of Finance, 57(2002), pp.1147-1170.
--- Maher, M. and T. Andersson, Convergence and Diversity of Corporate Governance Regimes and Capital Markets, Oxford Univ. Press, 2000.
--- Miller, M. and F. Modigliani, "Dividend Policy, Growth and the Valuation of Shares," Journal of Business, 34(1961), pp.411-433.
--- Miller, M. and K. Rock, "Dividend Policy Under Asymmetric Information," Journal of Finance, 40(1985), 1031-1051.
--- Myers, S., "Determinants of Corporate Borrowing," Journal of Financial Economics, 5(1977), pp.147-175.
--- Rajan, R., and L. Zingales, "Financial Development and Growth," American Economic Review, 88(1998), pp.559-586.
--- Shleifer, A., and R. W. Vishny, "A Survey of Corporate Governance," Journal of Finance, 52(1997), pp.737-783.
--- Wurgler, J., "Financial Markets and the Allocation of Capital," Journal of Financial Economics, 58(2000), pp.187-214.

<표 **1**>주요변수의 측정방법

주요변수	변 수 측 정

주주권리보호	주주의 권리보호에 관한 CGI하위지수
이사회구성	이사회구성에 관한 CGI하위지수
이사회운영	이사회운영에 관한 CGI하위지수
공시	공시에 관한 CGI하위지수
감사기구	감사기구에 관한 CGI하위지수
경영과실배분	경영과실배분에 관한 CGI하위지수
CGI	기업지배구조의 건전성 지수로서, 주주권리보호, 이사회구성, 이사회운영, 공시, 감사기구 및 경영과실배분지수들의 합
CGI2	CGI - 경영과실배분
대주주 지분율	대주주 지분율
기관투자자 지분율	기관투자자 지분율
외국인투자자 지분율	외국인투자자 지분율
재벌더미	2002년기준으로 국내30대계열기업군에 속하면 1, 아니면 0
액면가 배당수익율	주당현금배당액(DPS)/액면가
총주주 수익율	(2002년 종가 + 2002년 현금배당금)/(2001년 종가) - 1
매출액대비 배당수익율	현금배당지급액/매출액
총자산대비 배당수익율	현금배당지급액/장부가치 총자산
주가대 장부가치비율	(보통주시가총액)/(장부가치 자기자본-장부가치 우선주납입액)
부채비율	장부가치 총부채/장부가치 총자산
수익성	EBITDA/장부가치 총자산
자본지출	{(2002년도 유형고정자산+2002년도 감가상각비) - (2001년도 유형고정자산+2001년도 감가상각비)}/ (장부가치 총자산)
기업규모	Log(장부가치 총자산)

<표 **2**> 기초통계량

변수	평균값	표준편차	중앙값	최소값	최대값
주주권리보호	42.35	7.74	43	20	69
이사회구성	7.62	5.76	6	0	37
이사회운영	21.76	7.97	21	6	51
공시	22.31	4.92	22	13	41
감사기구	10.02	5.93	10	0	25
경영과실배분	6.88	5.23	7	0	25
CGI	110.9	22.8	109	61	217
CGI2	104.1	21.5	102	56	202
대주주지분율	0.326	0.190	0.305	0	0.878
기관투자자지분율	0.095	0.114	0.062	0	0.846
외국인투자자지분율	0.077	0.145	0.006	0	0.986
재벌더미	0.173	0.379	0	0	1
액면가 배당수익율	0.120	0.136	0.1	0	1
총주주수익율	0.039	0.037	0.036	0	0.299

매출액대비 배당수익율	0.012	0.019	0.008	0	0.237
총자산대비 배당수익율	0.010	0.010	0.008	0	0.083
주가대 장부가치비율	0.694	1.083	0.410	0.029	14.146
부채비율	0.471	0.195	0.485	0.088	0.980
수익성	0.092	0.092	0.089	-0.986	0.441
자본지출	-0.041	0.213	-0.010	-2.982	0.663
기업규모(10억원)	214.2	37.8	166.8	14.9	34.386

<표 **3**> 기업지배구조가 배당수익률에 미치는 영향 분석결과 **(1)**

회귀식	**(1)**	**(2)**	**(3)**	**(4)**
종속변수	액면가 배당수익율	총수수 수익율	매출액대비 배당수익율	총자산대비 배당수익율
대주주지분율	0.0839*** (2.81)	0.0298*** (2.88)	0.0042 (0.94)	0.0057** (2.28)
기관투자자지분율	0.0333 (0.64)	-0.0099 (-0.55)	-0.0013 (-0.67)	0.0054 (1.25)
외국인투자자지분율	0.2710*** (5.97)	0.0273* (-1.74)	-0.0099* (-1.47)	0.00886** (2.28)
재벌더미	0.0475** (-2.54)	-0.0048 (-0.74)	-0.0084*** (-3.05)	0.0011* (5.24)
CGI	0.0008*** (2.81)	0.0004*** (3.72)	0.0001*** (3.33)	0.0016*** (3.50)
주가대 장부가치비율	0.0218 (3.98)	-0.0035* (-1.82)	0.0020** (2.47)	0.0432* (1.92)
부채비율	-0.2387*** (-7.55	-0.0199* (-1.82)	-0.0331*** (-7.08)	-0.0191*** (-7.21)
수익성	0.2296*** (3.54)	0.0432* (1.92)	0.0188* (1.96)	>0.0303*** (5.59)
자본지출	0.0589** (2.37)	0.0210** (2.44)	0.0061* (1.6)	0.0067*** (3.24)
기업규모(10억원)	0.0195*** (3.00)	0.0017 (0.45)	0.0012 (1.30)	-0.0017*** (-3.19)
회상수항과 업종더미 수정 R^2	포함 0.4928	포함 0.1759	포함 0.4332	포함 0.3871

표의 내용은 OLS회귀계수값을, 그리고 ( )안은 t-값을 나타내며, *,**,***는 각각 10%, 5%, 1% 유의수준을 나타낸다.

<표 **4**> 기업지배구조가 배당수익률에 미치는 영향 분석결과 **(2)**

회귀식	**(1)**	**(2)**	**(3)**	**(4)**	**(5)**	**(6)**	**(7)**
종속변수	매출액 대비 배당수익율td>						
대주주지분율	0.004 (0.89)	0.0022 (0.49)	0.0022 (0.49)	0.003 (0.66)	0.0018 (0.41)	0.0012 (0.28)	0.0035 (0.79)
기관투자자지분율	-0.0005 (-0.07)	0.0001 (0.01)	-0.0001 (-0.01)	0.0004 (0.05)	0.0007 (0.09)	-0.0013 (-0.18)	-0.0005 (-0.06)
외국인투자자지분율	-0.0103 (-1.50)	0.0079 (-1.17)	-0/0072 (-1.07)	-0.0075* (-1.11)	-0.0073 (-1.08)	0.0071 (-1.09)	-0.0092 (-1.35)
재벌더미	-0.0076*** (-2.74)	-0.0048 (-0.74)	0.0083*** (-2.94)	-0.0085*** (-3.00)	0.0078*** (-2.78)	0.0065** (-2.39)	-0.0084*** (-3.00)
주주권리보호	0.0002						

	(2.03)						
이사회구성		0.0002 (1.19)					
이사회운영			0.0002 (1.43)				
공지				0.0003 (1.58)			
감사기구					-0.0001 (-0.03)		
경영과실배분						0.0009*** (5.15)	
CGI							0.0001** (2.17)
주가대장부가치비율	0.0021*** (2.59)	0.0021** (2.54)	0.0021** (2.52)	0.0020** (2.43)	>0.0021** (2.58)	0.0021*** (2.66)	0.0020** (2.49)
부채비율	-0.0330*** (-6.98)	-0.0336*** (-7.08)	-0.0343*** (-7.18)	-0.0331*** (-6.97)	-0.0334*** (-7.00)	-0.0268*** (-5.63)	-0.0340*** (-7.19)
수익성	0.0207** (2.14)	0.0231** (2.38)	0.0220** (2.28)	0.0201** (2.15)	0.0228** (2.35)	0.0155 (1.65)	0.0209** (2.16)
자본지출	0.006 (1.61)	0.0067* (1.80)	0.0064* (1.73)	0.0064* (1.73)	0.0064* (1.71)	0.0004 (1.10)	0.0065* (1.75)
기업규모	0.0024*** (2.61)	0.0020** (2.16)	0.0018* (1.86)	0.0019** (2.06)	0.0023** (2.28)	0.0017* (1.83)	0.0016* (1.67)
회상수항과 업종더미	포함	포함	포함	포함	포함	포함	포함
수정 $\mathbf{R}^2$	0.4212	0.4164	0.4176	0.4183	0.4139	0.4581	0.4222

표의 내용은 OLS회귀계수값을, 그리고 ( )안은 t-값을 나타내며, *,**,***는 각각 10%, 5%, 1% 유의수준을 나타낸다.

<표 5> 기업지배구조가 배당수익률에 미치는 영향 분석결과: 기업집단의 경우

회귀식	(1)	(2)	(3)
종속변수	매출액 대비 배당수익율		
대주주지분율	0.0124 (1.63)	0.0151** (2.09)	0.0145 (2.00)
기관투자자지분율	0.0127 (1.09)	0.0176 (1.66)	0.0147 (1.33)
외국인투자자지분율	0.0281** (2.25)	0.0232* (1.94)	0.0235* (1.96)
CGI	0.0001 (1.22)	0.0006*** (3.09)	0.0005** (2.58)
CGI*주가대장부가치비율f	0.0001 (1.02)		0.0001 (0.94)
주가대장부가치비율	-0.0085 (-0.88)	0.0021 (1.00)	-0.0063 (-0.68)
CGI*부채비율		-0.0007* (-2.31)	-0.0007** (-2.24)
부채비율	-0.0126 (-1.06	0.0743 (2.02)	0.0679* (1.81)
수익성	0.0157 (0.55)	0.0225 (0.87)	0.0150 (0.56)
자본지출	0.0059 (0.33)	0.0092 (0.57)	0.0042 (0.24)
기업규모	-0.0047*** (-2.79)	-0.0046*** (-2.91)	-0.0046*** (-2.94)
회상수항과 업종더미	포함	포함	포함

수정 $\mathbf{R^2}$	0.4202	0.4852	0.4833

표의 내용은 OLS회귀계수값을, 그리고 ( )안은 t-값을 나타내며, *,**,***는 각각 10%, 5%, 1% 유의수준을 나타낸다.

한국 상장기업의 사외이사 구성 및 운영에 관한 연구[1)]

이 은 정 한국기업지배구조개선지원센터 수석연구원

I.서론
II.표본의 특성
III.실증분석 모형 및 분석결과
IV.결론

I 서 론

1. 연구의 의의

기업의 소유구조가 기업의 경쟁력과 가치에 상당한 영향을 미친다는 것은 기존의 다수의 국내외 연구논문들에서 밝혀진 바 있다. 대주주의 지분권과 통제권, 이들간의 차이 등으로 평가되는 기업의 소유지배구조는 실증적으로 기업의 주가에 영향을 미친다는 것이다. 또 한편으로 기업의 지배구조와 기업가치간의 관계에 대한 연구도 근래의 많은 논문들이 다루고 있는 주제이다.[2)] 이들 논문은 주로 개별 기업에 있어 사외이사의 비중, 이사회의 기능, 주주권의 보호정도, 경영투명성, 경영진의 책임성 등에 관한 자료나 설문자료 등을 기초로 기업에게 지배구조평가점수를 부여하고 이것과 기업가치와의 관계를 분석하고 있다.

그러나 이러한 기존 연구들은 공통적으로 기업의 소유 및 지배구조와 기업가치간의 관계에 초점을 맞추고 있는 반면 기업지배구조를 구성하는 개별요소들은 어떠한 요인에 의해 결정되는 가에 대해서는 매우 제한적인 연구만이 이루어져 왔다. 본 논문에서는 기업의 지배구조에 있어 가장 중심적 역할을 하는 이사회, 그 가운데에서도 사외이사제도는 과연 어떻게 운영되고 있는 가를 분석한다.

본 논문은 기업경영의 과정을 소유와 지배의 관점에서 접근하고 있다. 기업경영의 과정은 소유구조가 지배구조에 영향을 미치고, 소유구조와 지배구조는 다시 기업의 투자, 자금조달, 배당 등 다양한 경영행태에 영향을 미쳐 궁극적으로 기업가치에 영향을 미치며, 이는 다시 기업의 소유지배구조에 영향을 미치는 순환과정으로 해석될 수 있다. 이 가운데 본 논문에서는 기업의 지배구조를 결정하는 요인을 분석하고 특히 지배주주, 경영진, 재벌구조 등 기업의 소유구조 및 사업적 특성이 이사회의 구성 및 운영에 미치는 영향에 초점을 맞춘다. 이러한 연구는 국내기업의 경영행태와 제도변화의 효과를 이해하는데 있어 중요한 시각을 제공하고, 정부의 제도개선 정책에 대한 중간적 평가를 가능케 하며 향후 이사회제도를 포함한 국내 기업지배구조의 개선과 정착을 위한 방향을 제시할 것이라는 점에서 의의를 찾을 수 있다.

기업의 소유구조는 지배구조와 함께 광의의 지배구조를 구성하는 주요한 요소이다. 흔히 지배구조장치들은 상호간 대체성과 보완성을 갖는다는 점에서 기업의 소유구조와 기업지배구조간에는 아주 밀접한 관계가 있을 것으로 예상된다.
기존의 지배구조이론과 실증분석 연구결과에 따르면 기업의 소유구조는 우선 대주주의 지분율을 중심으로 파악된다. 이 경우 대주주는 직접 경영에 참여하는 형태로 기업경영에 개입할 수도 있고 아니면 전문경영자에 대한 견제와 감시자로서의 역할로 기업경영에 개입할 수도 있다. 물론 현실적으로는 이 양자의 역할이 혼합되어 나타나며 기업의 성격과 대주주의 판단에 따라 경영자와 경영감시자간 어느 역할에 보다 비중을 둘 것인가가 선택될 것이다.

대주주의 지분율이 주된 관심이 되는 이유는 대주주가 경영의사결정에 상당한 의사결정을 미칠 수 있을 경우 자신의 경제적 이해가 얼마나 다른 주주 및 기업가치와 일치되는 가를 결정짓는 중요한 요소이기 때문이다. 기존 연구에서 확인하고 있듯이 대주주의 지분율이 높을수록 기업의 성과와 가치는 높은 성향을 나타내는 것도 대주주와 여타 출자자간 이해상충문제의 감소, 감시기능의 강화와 의사결정자로서 대주주의 긍정적 역할에 따른 경영효율성의 증가 등을 반영한다고 볼 수 있다. 한편, 대주주는 자신이 직접 보유한 지분뿐만 아니라 친인척 등의 지분 및 여타 계열사가 보유한 지분을 통해서도 특정 기업을 지배할 수 있는 권한을 확보하게 된다. 이 경우 자신의 직접 보유에 따른 경제적 이해에 비해 행사할 수 있는 권한의 정도가 확대되어 여타 출자자들과 이해상충의 문제가 발생할 가능성이 높아진다. 특히 경영권을 독점하고 보다 능력 있는 경영자에 의한 기업인수 가능성이 줄어들어 기업가치를 줄이는 부정적 효과가 발생하며 이는 기존의 실증연구에서도 확인된바 있다(Baek-Kang-Park(2003) 등 참조).

물론 경영의사결정에 영향을 미치는 주주는 대주주 뿐만은 아니다. 대주주 이외에도 기관투자자, 외국인투자자, 금융기관, ESOP 등이 다양한 형태의 출자관계를 통해서 기업경영에 개입할 수 있는 권리를 확보하게 된다.

따라서 본 연구에서는 이들의 보유지분을 소유구조형태를 파악하는데 사용한다. 흔히 이들은 대주주에 대한 견제와 감시기능을 수행한다는 점에서 대주주의 이해상충문제를 줄이는데 기여하고 기업가치를 제고하는데 도움이 되는 것으로 알려져 있다.

일단 다양한 소유구조가 파악된 후에는 이것이 기업의 여타 지배구조장치를 결정짓는데 얼마나 영향을 미치고 있는 가를 파악함으로써 기업의 소유구조와 지배구조간의 관계를 살펴본다. 일반적으로 이해상충의 문제가 심각할수록 이를 줄일 수 있는 내부지배구조 장치가 강화될 것이라는 가설과 함께 이와는 반대로 대주주 등에 의한 경영권 독점이 오히려 여타 지배구조 장치를 더욱 무력화할 수도 있다는 두가지 대립된 가설이 설정될 수 있다. 본 연구에서는 실증분석을 통해 한국기업에 있어 어떤 가설이 보다 유효한 가를 파악한다.

본 연구에서 분석하고 있는 지배구조장치는 사외이사비중 등 이사회의 구성, 회의개최빈도와 참석률 등 이사회의 활동 등이다. 이사회의 구성에 있어서는 사외이사의 비중뿐만 아니라 이의 구성을 파악함으로써 소유구조의 형태에 따라 기업의 지배구조가 어떻게 결정되는 가를 분석하고 있다.
계량실증분석에 있어서는 기업지배구조에 영향을 미칠 수 있는 여타 경영변수, 예를 들면, 자산의 규모, 수익성, 유동성, 경영위험 등의 변수가 통제변수로 활용되며 재벌소속여부, 간접 또는 직접금융 의존도, 대주주의 경영참여여부, ADR 발행여부 등도 기업의 지배구조에 영향을 미칠 것이라는 가정하에 동시에 고려된다.

2. 기존문헌고찰

전통적으로 기업지배구조에 관한 연구는 기업의 소유구조와 기업가치간의 관계에 초점이 맞추어져 왔으며, 기업의 지배구조를 결정짓는 요인에 대한 분석은 최근에 들어와서야 부분적으로 이루어지고 있다. 이 가운데 본 연구의 초점이 되고 있는 기업지배구조를 결정짓는 요소에 대한 최근의 연구로 Durnev-Kim(2003)은 기업지배구조와 법적 제도 및 기업가치간의 상호관계에 대하여 이론적 모형의 제시와 함께 실증적 분석을 동시에 하고 있다. 분석결과에 따르면 투자기회가 양호하고 매출액성장률이 높고 외부금융을 많이 필요로 하는 기업일수록 좋은 기업지배구조를 갖는 것으로 나타났으며, 소유권이 집중될수록 어느 수준까지는 투자자보호도 개선되는 것으로 나타났다. 하지만 동 논문에서 사용되고 있는 지배구조의 대리지표로는 구체적인 지배구조내용보다는 외부기관에 의한 지배구조 평가점수를 활용하고 있다.

다음으로 이사회의 구성을 결정하는 요인에 관한 연구들이 있다. Hermalin-Weisbach(1988), Gilson(1990), Kaplan-Minton(1994), Erickson 등(2003)은사외이사와 기업가치간의 분석을 통해 기업의 성과가 좋지 않을 경우에 그 다음 기에 보다 많이 사외이사를 선임한다는 증거를 발견하였다. Shivdasani-Yermack(1999)은 소유구조가 분산되어 있는 경우에 최고경영자는 새로운 이사 선임에 가장 중요한 역할을 한다고 주장하였으며, 이러한 경우에 최고경영자는 기업을 덜 감시할 이사를 선출한다고 보고하고 있다. 그러나 소유구조가 집중되어 있는 경우에는 높은 지분권을 이용하여 대주주가 이사 선임에 가장 중요한 역할을 하며, 대주주에 의해 선임된 이사는 더욱 적극적으로 활동을 하고 기업을 감시하는 것으로 나타났다. Yeh-Woidtke(2003)은 대주주가 지배권이 강할수록, 최고경영자 또는 의장직을 겸임할수록 대주주와 이해관계가 있는 이사 비중이 높아진다고 주장하였다.

이사회와 기업가치간의 관계에 대한 연구들로는 Byrd-Hickman(1992), Brickley-Coles-Terry(1994) 등은 독립적인 이사회는 최고경영자 해임, 공개매수, poison pill 도입 등 주주를 보호하기 위한 활동을 한다고 주장하였다. 최고경영자 해임 및 공개매수 활동은 소유구조가 집중되어 있을 때는 덜 발생하는데, 이때 이사회의 기능도 감소한다고 주장하였다.

---

1)외국기업에 대한 연구로는 Morck, Shleifer and Vishny(1989), LLSV(1999), Mitton(2002), Claessens-Djankov-Fan-Lang(2002), 국내기업에 관한 연구로는 Joh(2002), Baek-Kang-Park(2003), 박경서-백재승(2001) 등 참조.
2) 관련연구로 Durnev-Kim(2003), Black-Jang-Kim(2003) 등을 참조

II 표본의 특성

TOP

1.표본의 선정

실증분석을 위한 연구대상기간은 2001 회계연도이며 분석표본으로는 연구대상기간중 한국증권거래소에 상장된 제조업 중에서 실증분석을 위한 재무 및 회계자료가 이용 가능한 기업을 대상으로 하였다. 표본기업의 재무자료 및 회계자료는 한국상장회사협의회(Korea Listed Company Association : KLCA)의 TS-2000을 이용하였으며, 지분율 자료는 한국증권거래소의 전자공시시스템을 이용하여 추출하였다. 또한 이사회 운영과 관련된 일부 자료는 2002년 6월 한국기업지배구조개선지원센터가 실시한 “기업지배구조 우수기업” 선정과정의 설문조사 자료를 이용하였다.

2. 표본의 특성

<표 1>은 전체표본기업들의 재무상태 및 지배구조상태를 30대 재벌소속기업과 비재벌기업으로 분류하여 요약한 것이다.
우선 전체 표본기업의 평균자산규모는 9,620억원으로 재벌기업이 비재벌기업에 비해 3.9배 가량 큰 것으로 나타난다. 주요변수만 설명하면 지배주주 및 친족이 보유한 지분이 평균 18.6%이고 재벌에 비해서는 비재벌기업이 2.5배 가량 높은 지분율을 나타내고 있다. 반면에 계열회사가 보유한 지분율은 평균 10. 79%로 재벌기업의 경우 20.1%, 비재벌 기업의 경우 8.2%로 상당한 차이를 보이고 있다. 결국 재벌기업의 지배주주는 자신의 지분보다는 계열사 지분을 이용하여 경영권을 확보하고 있는 것으로 나타난다. 기관투자자 지분율은 5.84%로 재벌기업이 다소 높은 수준으로 나타나며 외국인투자자지분율 또한 재벌이 9.89%, 비재벌기업이 3.89%로 재벌소속기업에 보다 많은 외국인이 투자하고 있음을 보여주고 있다.

이사회와 관련된 지배구조사항에 있어서는 총이사수가 6.35명인 가운데 사외이사가 평균 2.1명을 차지하여 약 31.98%의 사외이사 선임비율을 보이고 있으며 비재벌기업보다는 재벌기업이 보다 높은 비율을 나타내고 있다. 사외이사중 가장 많은 비중을 차지하는 직업군은 경영자로서 34.97%를 차지하고 있으며 이들의 평균나이는 56세로 나타난다. 사외이사는 평균재임기간이 불과 1.48년으로 일천한 사외이사제도 의 역사를 반영하고 있다. 사외이사의 이사회 참석률은 59.99%로 예상보다 낮은데 재벌기업의 사외이사 참석률이 비교적 높은 것으로 나타나고 있다.

<표 1> 요약 통계량

	전체표본기업	지배주주 존재	지배주주 존재하지 않음	차이값검증 **p-value t-test**
총자산(10억원)	964	383	1,533	0.0001
총부채/총자산	0.5780	0.5001	0.6549	0.0001
현금흐름/총자산	0.0547	0.0536	0.0557	0.8142
토빈 큐	0.896	0.8065	0.9852	0.0001
ROA	0.0037	0.0125	-0.05	0.3355
매출액성장율	0.1015	0.0977	0.1056	0.7514
수출액/매출액	0.0897	0.083	0.0964	0.4873
ADR발행더미	0.0289	0.0088	0.0493	0.0110
설립년수(년)	32.26	33.26	31.28	0.0713
최고경영자 나이(세)	54.04	53.96	54.13	0.8131
지배주주 및 친족지분율	0.1849	0.3233	0.0466	0.0001
계열회사 지분율	0.1135	0.0703	0.1569	0.0001
사외이사 지분율	0.0005	0.0007	0.0003	0.3503
외국인 지분율	0.0584	0.0279	0.0885	0.0001
종업원 지분율	0.0620	0.0527	0.071	0.0975
이사총수(명)	0.0077	0.0068	0.0087	0.2511
사외이사총수(명)	6.36	6.17	6.58	0.0831
사외이사 선임비율	2.04	1.80	2.32	0.0001
사외이사중 교수 비중	0.3095	0.2874	0.335	0.0001
사외이사중 전문직 비중	0.1848	0.15	0.223	0.0105
사외이사중 경영진 비중	0.1903	0.2163	0.1619	0.0631
사외이사중 금융인 비중	0.3549	0.386	0.3209	0.0843
사외이사중 외국인 비중	0.1122	0.1038	0.1214	0.4520
사외이사 평균나이(세)	0.0184	0.0103	0.0272	0.0650

사외이사 평균임기(년)	56.25	56.84	55.58	0.0880
사외이사중 경영진 비중	1.49	1.58	1.40	0.0001
사외이사 이사회 참석률	0.6071	0.5846	0.6332	0.1520
위원회 수 (0~6)	0.28	0.1872	0.3941	0.0072
이사회 개최횟수 (0~96)	13.27	12.92	13.8	0.5849

주: 1) 재벌기업과 비재벌기업으로 구분하여 표시한 표본기업 요약통계량임. 표본기업은 2001년 12월 결산법인으로 한국증권거래소에 상장된 기업을 대상으로 함.

III. 실증분석 모형 및 분석결과

TOP

본 장에서는 국내상장기업의 지배구조 결정요인이 무엇인지에 대해 살펴보기 위하여 이사회와 관련된 변수를 종속변수로 하고 기업특성변수를 독립변수로 한 횡단면회귀분석을 실시하였다. 이를 위해 다음에서는 각 모형의 변수들과 이들 변수가 포함된 실증적 가설들을 설명하며 이의 실증분석 결과를 제시한다.

1. 사외이사의 비중

지배구조를 결정하는데 있어 가장 중요한 이슈중의 하나는 이사회에 얼마나 많은 사외이사가 포함되어 있는 가이다. 2001년 말 자료에 따르면 국내상장기업의 평균 사외이사수는 2.1명으로 이 가운데 사외이사가 전혀 없는 기업도 18개 기업으로 4.1%나 되며 4명이상을 가진 기업은 9.4%로 외국에 비해 매우 낮은 수치를 나타내고 있다.

<표2> 사외이사현황

	0명	**1**명	**2**명	**3**명	**4**명 이상
회사수(개사)	18	130	198	51	41
구성비(%)	4.11	29.68	45.21	11.64	9.36

* : 표본은 2001년 기준 한국증권거래소에 상장되고 자료이용이 가능한 제조업 438사를 대상으로 함.

사외이사의 선임비율 분석이 나름대로 의의를 갖는 이유는 상장기업의 자산규모별 사외이사 요건(2조원 이상의 경우 1/2 이상)에도 불구하고 이를 초과하는 사외이사를 선임하고 있는 기업이 상당 수 있으며 기업간 차이도 매우 크다는 것으로 이는 기업이 사외이사수의 결정에 있어 경영환경요인에 따라 다양한 선택을 하고 있음을 시사한다. 본 연구에서 전체 이사중 사외이사의 선임비율을 주된 분석대상으로 설정한다.[3)] 사외이사의 수를 분석대상으로 할 수도 있으나 이사회의 의사결정에 있어서는 사외이사의 비중이 보다 중요한 결정요인으로 판단된다. 이를 결정짓는 주요변수로 소유구조와 관련하여 지배주주 및 이의 친인척 보유지분, 계열사 및 비영리법인 지분, 외국인 지분, 기관투자자지분 등을 고려하였으며, 추가적으로 지배주주가 경영에 참여할 경우와 재벌소속여부를 더미변수로 포함하였다. 대주주의 경영참여 여부는 최고경영자가 5% 이상의 지분을 가진 경우로 파악하였다.

3) 사외이사의 수를 분석대상으로 할 수도 있으나 이사회의 의사결정에 있어서는 사외이사의 비중이 보다 중요한 결정요인으로 판단된다.

다음으로 기업의 경영투명성과 지배구조에 영향을 미칠 것으로 판단되는 ADR발행여부, 금융기관에 의한 감시기능을 대리하는 변수로서 간접금융비중, 여유자금의 정도와 대리인문제를 대리하는 변수로서 현금흐름, 경영자원을 반영하는 자산규모,규제요인을 반영하는 2조원 자산규모 더미, 기업의 자본구조와 위험을 반영하는 부채비율, 그밖에 매출액성장률, 회사설립년수 등을 추가적인 통제변수로 포함하였다.

$$OBOARD_i = \beta_0 + \beta_1 \cdot LAR_i + \beta_6 \cdot AFFILIATED_i + \beta_3 \cdot CEODUM_i + \beta_4 \cdot CHABOL_i 150 + \beta_5 \cdot FOR_i + \beta_8 \cdot INST_i + \beta_7 \cdot ADR_i + \beta_8 \cdot DEBT_i + \beta_9 \cdot EBIT_i + \beta_{10} \cdot CF_i + \beta_{11} \cdot GROWTH_i + \beta_{12} \cdot SIZE_i + \beta_{13} \cdot SIZEDUM_i + \beta_{..} \cdot LEV_i + \beta_{..} \cdot YEAR_i + \beta_{16} \cdot CEOOLD_i + \beta_{17} \cdot INDUSTRY_i + \epsilon_i$$

OBOARD : 사외이사 선임비율
LAR : 지배주주 및 친족지분율

AFFILIATED : 계열사 및 비영리법인 지분율
CEODUM : 최고경영자가 대주주인 경우에는 1의 값을 갖는 더미변수
CHABOL : 재벌기업이면 1의 값을 갖는 더미변수
FOR : 외국인지분율
INST : 기관투자자지분율
ADR : ADR을 발행한 경우 1의 값을 갖는 더미변수
DEBT : 차입금 비중 (=장단기차입금/(장단기차입금+자본금+사채))
EBIT : 영업이익/총자산
CF : 영업활동에서의 현금흐름/총자산
GROWTH : 과거 5년 평균 매출액성장률
SIZE : log(총자산)
SIZEDUM : 자산 2조원 이상이면 1의 값을 갖는 더미변수
LEV : 부채비율(=총부채/총자산)
YEAR : 설립년수(=2002년 - 설립년도)
CEOOLD : 최고경영자 나이
INDUSTRY : 산업더미

<표 3>은 실증분석결과를 제시하고 있는데 조정 R-sq의 값이 최저 34.8%에서 최고 37.2%에 이르는 등 모형의 적합성은 비교적 높은 편이다. 분석결과에 따르면 회귀식 (1)의 경우 지배주주와 친족의 지분율이 높을수록 사외이사의 선임비율은 5% 수준에서 유의적으로 낮아지는 것으로 나타난다. 이는 첫째, 지배주주가 이미 상당한 경영감시기능을 수행함으로써 사외이사에 의한 경영감시기능을 별로 필요로 하지 않는 결과로 해석할 수 있는 것과, 둘째, 지배주주가 자신의 경영권을 극대화하기 위해 사외이사의 참여를 최대한 제한하는 결과로 해석할 수 있다. 전자에 따른 해석이 맞는다면 지배구조의 다양한 장치간에 상호보완관계가 존재한다는 것을 보여주고 있으며 후자의 해석이 맞는다면 지배주주의 지분율 증가는 경영권의 독점현상이 심화되는 효과를 갖는 것으로 해석할 수 있다. 그러나 다음에 제시될 다른 모형의 분석결과에서도 나타나듯이 국내기업에 있어서는 후자의 해석이 보다 타당한 것으로 평가된다.

한편, 계열사 등의 지분율도 사외이사의 선임을 억제하는 요인으로 나타나나 유의도는 다소 낮은 편이다. 또한 예상된 바와 같이 자산 2조원 이상의 규제효과를 반영하기 위한 더미는 1% 수준에서 유의하게 영향을 미치는 것으로 나타난다. 또한 기업규모가 클 경우 10% 수준에서 유의하게 사외이사 선임비율을 높이는 결과를 보여주고 있어 사외이사를 유지할 경영자원과 규제의 효과를 반영하고 있다. 이는 자산규모에 기초한 정부의 규제가 어느 정도 사외이사의 비중을 높이는 효과를 갖고 있음을 보여주는 동시에 기업규모의 증가에 따라 기업이 자발적으로 사외이사를 선임할 유인도 있음을 보여주고 있다.

회귀식 (2)는 지배주주 이외의 주주의 영향력을 분석하고 있다. 분석결과에 따르면 기관투자자 지분율이 높을수록 사외이사의 비중이 높아져 기업경영에 대한 감시기능이 강화되는 것으로 나타난다. 이는 기관투자자가 직접적인 감시기능과 함께 사외이사의 비중을 높이는 간접적인 영향력을 통해 경영진을 감시하는 결과를 보여주고 있다.

반면에 회귀식 (3)은 해외자본조달을 나타내는 ADR발행여부 또는 금융기관차입금 비중이 사외이사선임에는 별다른 영향을 미치지 못하고 있음을 보여주고 있다. 금융기관의 경우 대규모 자금공급자라는 점에서 기업의 외부자금조달중 차입금 비중이 높을수록 경영감시기능이 강화될 것으로 예상할 수 있는데 이것이 사외이사선임에는 별다른 영향을 못 미치고 있는 것으로 나타난다. ADR 발행기업도 투자자에 대한 투명성이 강조되는 상황인데 특별히 사외이사선임을 증가시키지는 않는 것으로 나타난다.

회귀식 (4)는 기업의 재무적 특성이 사외이사선임에 미치는 영향을 보여주고 있다. 우선 매출액성장율이 높은 기업은 10% 수준에서 유의하게 사외이사를 덜 선임하는 것으로 나타난다. 이는 기존의 외국기업관련 연구에서도 확인되고 있듯이 기업의 성과가 나쁠수록 사외이사를 선임하는 성향을 반영하는 것으로 해석된다. 유의도는 낮으나 현금흐름이나 영업이익도 음의 계수값을 가져 기존의 연구결과들과 어느 정도 일관되는 결과를 국내기업의 경우에도 확인할 수 있다.

마지막으로 회귀식 (5)는 전체 변수를 사용한 모형의 분석결과이다. 개별변수집단을 사용한 앞에서의 결과가 대부분 그대로 유지되는 것으로 나타나고 있으며 추가적으로 부채비율과 설립년수는 유의한 음의 영향력을 나타내고 있다. 일반적으로 부채는 주기적인 이자비용의 지출을 요함으로써 경영진으로 하여금 필요한 현금흐름을 확보하기 위해 기업경영을 효율화하도록 압력을 가하는 경영감시 기능이 있으며 이는 사외이사에 의한 감시기능을 대체하는 것으로 해석될 수 있다. 설립년수가 오래될수록 사외이사비중이 낮아지는 것은 이러한 기업일수록 기업과 시장간 정보비대칭문제가 감소할 것으로 판단할 때 이 또한 사외이사에 의한 감시기능을 대체하는 결과로 해석된다.

결론적으로 지배주주 등 내부자에 의한 경영권 독점현상이 심한 기업일수록 사외이사의 선임을 기피하고 있는 것으로 나타나며 이는 국내기업의 경우 지배주주가 자신을 경영자로 해석하여 외부자의 견제와 감시를 기피하는 현상을 반영하는 것으로 해석할 수 있다. 이는 경영에 대한 견제기능의 설정에 있어 기업은 투자자의 입장에서 요구하는 또는 정부가 의도하는 수준보다 낮은 수준의 견제를 선호하며 결국 내부적인 지배구조장치를 통해 기업의 지배구조문제를 해결하는 데는 한계가 있음을 보여주는 결과로 해석될 수 있다.

<표 **3**> 사외이사 선임비율 결정요인

사외이사 선임비율을 종속변수로 하고, 전년도 회계연도말 기업특성변수를 설명변수로 하여 회귀분석을 실시함. 표본은 2001년 기준 한국증권거래소에 상장되고 자료이용이 가능한 제조업 410사를 대상으로 함. ( )은 t-값이며, ***, **, * 은 각각 1%, 5%, 10% 유의수준을 나타냄.

	(1)	**(2)**	**(3)**	**(4)**	**(5)**
절편	0.1579 (1.24)	0.1718 (1.35)	0.1307 (1.08)	0.1189 (0.99)	0.1774 (1.32)
지배주주 및 친족지분율	-0.1002** (-2.46)				-0.977* (-2.31)
계열사 및 비영리법인지분율	-0.0523 (-1.40)				-0.0545 (-1.44)
대주주 CEO더미	0.0017 (0.14)				0.0028 (0.23)
재벌더미	-0.0062 (-0.43)				-0.0019 (-0.13)
외국인지분율		-0.0424 (-0.83)			0.0237 (-0.44)
기관투자자지분율		0.1044** (2.42)			0.0925** (2.09)
ADR발행더미			-0.0132 (-0.38)		0.0183 (-0.52)
차입금비중			0.0129(0.52)		0.0269 (1.05)
영업이익/총자산				-0.0955 (-1.04)	-0.0062 (-1.24)
현금흐름				-0.0517 (-0.74)	-0.0174 (-0.24)
매출액성장률				-0.0654* (-1.87)	-0.0656** (-1.87)
기업규모	0.0108* (1.90)	0.0096* (1.64)	0.0108* (1.97)	0.014*** (2.54)	0.0127** (1.97)
자산규모더미	0.162*** (6.65)	0.7155*** (7.43)	0.1696*** (7.00)	0.164*** (7.01)	0.1704*** (6.80)
부채비율	-0.0089 (-0.38)	-0.01 (-0.42)	-0.0007 (-0.03)	-0.0125 (-0.52)	-0.0469* (-1.72)
설립년수	-0.0006 (-1.39)	-0.0006 (-1.49)	-0.0005 (-1.20)	-0.0008* (-1.74)	-0.0011** (-2.34)
최고경영자나이	-0.0003 (-0.45)	-0.0007 (-0.95)	-0.0006 (-0.75)	-0.0007 (-0.03)	-0.0005 (-0.71)
산업더미	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes
Adj R-sq	0.3576	0.3618	0.3483	0.3618	0.3717
P Value	7.86	8.59	8.16	8.27	6.69

2. 사외이사의 직업별 비중 및 학력

흔히 사외이사의 주요한 두가지 기능으로 이사회에서 경영진에 대한 견제와 감시기능을 수행하는 것과 경영진에 대한 전문적 조언을 제공하는 일을 꼽게 되는데 이에 따라 사외이사의 직업 및 배경이 중요할 수 있다. 현황

을 살펴보면 단일 집단으로서 가장 많은 사외이사를 구성하는 집단은 여타 기업의 경영인으로 전체의 35.7%를 차지하고 있다. 다음으로 변호사, 회계사 등 전문직의 비중이 19.6%, 교수의 비중이 18.2%, 금융관련 업무에 종사하는 금융인이 11.5%를 차지하고 있다.
사외이사의 학력으로는 대학교 졸업이 52.2%로 가장 많고 대학원 졸업자도 45.1%를 구성하고 있다. 연령별로는 50대와 60대가 각각 35.6%, 36.6%로 가장 많으며 30대 사외이사도 3.6%를 구성하고 있다.

<표 4> 사외이사의 직업**,** 학력 및 연령별 구분
표본은 2001년 기준 한국증권거래소에 상장되고 자료이용이 가능한 제조업 438사를 대상으로 함. a. 사외이사 직업별 분포 * : 연구원 포함 ** : 변호사, 회계사, 세무사 포함

a. 사외이사 직업별 분포

	경영인	교수*	전문인**	금융인	기타
인원(명)	406	244	198	51	41
구성비(%)	35.74	21.48	17.96	11.53	13.29

* :연구원 포함
** : 변호사, 회계사, 세무사 포함

b.사외이사 학력별 분포

	고등학교이하	대학교	대학원
인원(명)	31	593	512
구성비(%)	2.73	52.2	45.07

c. 사외이사 연령별 분포

	30대	**40**대	**50**대	**60**대	**70**대이상
인원(명)	41	221	404	416	54
구성비(%)	3.61	19.45	35.56	36.62	4.75

실증분석에서는 어떤 특성을 가진 사외이사를 어떤 기업이 선호하는 가를 분석하고 있는데 특히 본 논문에서는 사외이사의 직업에 따라 상대적으로 사외이사의 독립성이 상이할 것으로 가정하고 있다. 일반적으로 경영자나 금융인은 분석대상기업과 일정한 거래관계에 있을 수 있으므로 상대적으로 독립성이 떨어질 것으로 예상할 수 있다. 반면에 교수나 여타 전문직은 현 경영진으로부터 보다 독립적인 성격을 갖는 것으로 판단할 수 있다. 다만 전문직 가운데 변호사나 회계사 등은 회사와 일정한 거래관계를 가진 적이 있거나 가질 가능성이 있으므로 이러한 경우 독립성이 떨어진다고 볼 수 있다.

다음 모형에서는 사외이사의 직업을 경영자, 연구직을 포함한 교수, 전문인, 금융인 등으로 구분하여 종속변수로 사용하며 이의 결정요인을 분석한다. 또한 사외이사의 나이 및 학력을 분석하는 모형을 설정한다.
<표 5>는 사외이사의 직업, 평균나이 및 학력에 대해 분석한 결과를 제시하고 있다. 동 분석에 있어서는 설명변수를 모두 사용한 모형의 분석결과들만 제시하고 있는데 전반적으로 모형의 설명력은 떨어지는 편이다.
분석결과에 따르면 사외이사중 다른 기업 경영자의 비중은 계열사지분율이 높을수록 높은 것으로 나타난다. 이와 대조적으로 교수비중은 계열사지분율이 낮을수록, 그리고 유의도는 다소 낮으나 설립년도가 짧을수록 높게 나타난다. 이는 사외이사를 구성하는데 있어 경영전문가를 통해 전문성을 확보하려는데 목적을 두고 있는지 또는 교수 등 보다 독립성이 강한 사외이사를 통해 경영진에 대한 감시기능을 강화하려는데 목적을 두고 있는지에 따른 차이로 해석할 수 있다.

예를 들면 계열사지분율이 높을 경우 지배주주는 경영권 확보에 집착하고 있음을 시사하고 독립적인 사외이사의 선임을 기피하는 경향을 보이면서 사외이사로서 다른 기업의 경영자를 선호할 수 있을 것이다. 흔히 다른 기업의 경영자들은 지배주주와 친분이 있거나 분석대상기업과 거래관계에 있을 수 있으며 이는 이들의 독립성을

약화시키는 경향이 있을 것이다.
물론 계열사지분률 등이 낮을수록 지배주주의 관점에서 통제력이 약화되므로 전문경영자에 대한 감시기능을 강화하려는 목적보다 독립적인 사외이사를 선임할 필요를 느낄 수도 있을 것이나 실증분석결과는 이러한 가설이 맞지 않음을 보여준다. 즉, 동 모형의 분석결과는 우리나라 상장기업에 있어서는 지배주주가 기업경영에 대한 감시자로서 뿐만 아니라 경영에 직접 개입하는 사실상의 (de facto) 경영자임을 보여주고 있으며 지배주주 입장에서도 스스로를 경영자로 인식함에 따라 외부자에 의한 견제를 기피하는 현상을 다시 한번 확인시켜주고 있다.

다음으로 유의성은 다소 낮으나 설립년도가 짧을수록 경영인보다는 전문직의 비중이 높은 것은 신설기업이 갖는 개방적 조직문화의 특징을 반영하는 것으로 해석된다. 그밖에 외국인 지분율이 높을수록, 기업규모가 작을수록 그리고 설립년수가 길수록 경영자 비중이 높아지고 있다. 외국인 지분율이 높은 기업의 경영투명성이 높고 경영진에 대한 견제와 감시가 보다 원활히 이루어진다고 가정할 때 이러한 기업은 독립성보다는 기업경영에 경험이 많은 사외이사를 선호할 수 있을 것이다. 또한 작은 기업일수록 내부 전문경영자원이 부족할 것이므로 이사회를 통해 외부경영자원을 영입하는 것을 선호할 수 있다.
한편, 사외이사중 금융인의 비중에 영향을 미치는 요인중 흥미로운 것은 부채비율이 높은 비재벌 대기업일수록 금융인 비중이 높다는 것이다. 이는 부채의존도가 높은 비재벌 독립기업의 경우 기업의 자금조달능력이 상대적으로 취약하여 금융기관과 긴밀한 협조관계가 필요하다는 인식을 반영한 결과로 해석된다. 그밖에 외국인 사외이사의 비중은 외국인지분율이 높을수록, ADR을 발행한 경우에 높아지고 있으며 이는 어느 정도 예상되던 결과이다.

사외이사의 나이에 영향을 미치는 요소는 계열사지분율이 높을수록, 현금흐름이 많을수록, 기업규모가 클수록, 그리고 최고경영자의 나이가 많을수록 사외이사의 평균나이도 높아지는 것으로 나타난다.

<표 5> 사외이사의 직업별 비중

사외이사의 직업별 비중 및 평균나이와 학력을 종속변수로 하고, 전년도 회계연도말 기업특성변수를 설명변수로 하여 회귀분석을 실시함. 표본은 2001년 기준 한국증권거래소에 상장되고 자료이용이 가능한 제조업 343사를 대상으로 함. ( )은 t-값이며, ***, **, * 은 각각 1%, 5%, 10% 유의수준을 나타냄.

	경영진 비중	교수비중	전문인 비중	금융인 비중	외국인 비중	평균나이	학력
절편	1.0328** (2.16)	-0.0173 (-0.05)	0.3075 (0.82)	-0.4796* (-1.66)	0.1008 (0.87)	31.3776*** (3.73)	2.0223*** (3.94)
지배주주 및 친족 지분율	0.1817 (0.94)	-0.1482 (-1.94)	0.2718* (1.78)	-0.1755 (-1.50)	-0.01532 (1.13)	1.7249 (0.50)	0.3452* (1.66)
계열사 및 비영리 법인지분율	0.3241* (1.87)	-0.2496** (-1.96)	-0.0469 (-0.34)	-0.0246 (-0.24)	0.0058 (0.14)	8.1359*** (2.67)	0.1272*** (0.68)
대주주 CEO더미	-0.0108 (-0.19)	-0.0389 (-0.92)	0.0634 (1.40)	0.0145 (0.42)	0.0117 (0.84)	-0.7352 (0.73)	0.0002 (0.01)
재벌더미	0.0715 (1.04)	-0.0042 (-0.08)	-0.0145 (-0.27)	-0.0912** (-2.21)	-0.0099 (-0.60)	-1.4229 (-1.18)	0.0214 (0.29)
외국인 지분율	0.4839* (1.90)	-0.2002 (-1.07)	0.0639 (0.32)	-0.1924 (-1.25)	0.2927*** (4.75)	-1.3916 (-0.31)	0.0609 (0.22)
기관투자자 지분율	-0.0569 (-0.29)	-0.1139 (0.80)	0.03 (0.20)	0.2737** (2.35)	-0.0184 (-0.39)	-3.3736 (-0.99)	-0.0714 (-0.34)
ADR발행더미	0.0362 (0.22)	0.0741 (0.62)	0.0448 (0.35)	-0.1327 (-1.34)	0.0648* (1.64)	-1.6833 (-0.57)	0.1648 (0.94)
차입금비중	0.1293 (1.11)	-0.0819 (-0.95)	-0.0086 (-0.09)	-0.0076 (-0.11)	0.0504* (1.78)	2.3142 (1.12)	-0.1231 (-0.98)
영업이익/총자산	-0.4572 (-1.25)	0.0264 (0.10)	0.1067 (0.37)	0.109 (0.49)	-0.0059 (-0.07)	2.1555 (0.33)	-0.116 (-0.30)
현금흐름	-0.0034 (-0.01)	-0.1041 (-0.44)	-0.1195 (-0.47)	0.2794 (1.43)	-0.0538 (0.69)	12.0542** (2.11)	0.0338 (0.10)
매출액성장률	0.2171 (1.32)	0.0817 (0.68)	-0.1161 (-0.90)	-0.0434 (-0.44)	-0.0196 (-0.49)	0.2949 (0.10)	-0.1778 (-1.0.)

기업규모	-0.0541** (-2.10)	0.0197 (1.04)	0.0011 (0.05)	0.0259 (1.67)	-0.0018 (-0.29)	0.6974 (1.54)	0.0267 (0.97)
부채비율	-0.0598 (-0.67)	-0.1049 (-1.60)	0.0478 (0.68)	0.1469*** (2.73)	-0.0291 (-1.35)	-2.1259 (-1.35)	0.0496 (0.52)
설립년수	0.0045** (2.10)	-0.0002 (-0.12)	-0.002 (-1.18)	-0.0013 (-1.00)	-0.0003 (-0.49)	0.0124 (0.33)	-0.0007 (-0.27)
최고경영자 나이	0.0019 (0.55)	-0.0002 (-0.12)	-0.0033 (-1.19)	0.0025 (1.15)	-0.0009 (-1.01)	0.1959*** (314)	-0.0031 (-0.81)
산업더미	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes
Adj R-sq	0.0289	0.0142	0.0029	0.0733	0.0603	0.1598	0.0338
F Value	1.34	1.16	0.97	1.90	1.74	3.17	1.40

3. 사외이사의 이사회 참석률

사외이사의 이사회 참석률은 이사회의 활동성을 나타내는 중요한 변수이다. 물론 사외이사가 열심히 이사회에 참석하는 것에 대한 해석이 여러 가지 있을 수 있다. 우선 사외이사가 진정으로 경영에 관심이 있고 경영진을 견제하기 위한 목적으로 이사회에 열심히 참석하는 경우로서 이는 사외이사 중심의 이사회가 추구하는 사항이다. 반면에 사외이사가 독립성이 없을 경우에는 단지 지배주주나 경영진의 의사결정을 돕기 위해 이사회 참석률이 높아질 수 있다. 아래의 표는 이사회의 참석률 분포를 나타내고 있는데 평균참석률은 59.9%로서, 40% 이하의 참석률을 나타내고 있는 회사가 129개로 전체의 29.5%나 되는 등 전체적으로 낮은 참석률을 보이고 있고 분포에 있어서도 회사간 매우 큰 차이를 보이고 있다.

<표 **6**> 이사회 참석률 분포

	40%이하	**40~60%**	**60~80%**	**80~90%**	**90%**이상
인원(명)	129	55	62	42	139
구성비(%)	29.45	15.07	14.16	9.59	31.73

주: 표본은 2001년 기준 한국증권거래소에 상장되고 자료이용이 가능한 제조업 438사를 대상으로 함.

사외이사의 활동성과 관련된 보다 근본적인 문제는 누가 사외이사의 행동을 감시하는 가의 문제이다. 사외이사는 경영진을 감시하기 위해 존재하지만 이들의 보수형태가 주로 고정급의 성격을 갖고 있고 국내와 같이 사외이사의 활동에 대한 별다른 평가시스템이 존재하지 않는 상황에서 사외이사의 활동성을 결정짓는 요인에 대한 분석은 중요한 의미를 가질 수 있다.
이러한 분석을 위하여 사외이사의 이사회 참석률을 종속변수로 하고, 설명변수로는 내부통제효과를 반영하기 위해 지배주주와 관련된 소유구조변수들이 포함되어 있으며, 재벌더미, 기관투자자지분, 외국인투자자지분, 이사회의 독립성을 반영하는 사외이사비중, 사외이사의 기능적 특성을 반영하는 사외이사의 직업관련 변수, 사외이사의 재임기간변수, 그리고 기타 자산규모 등 기업의 재무적 특성변수들을 통제변수로 사용하였다.

<표 7>의 회귀식 (1)에 따르면 계열사지분율이 높을수록, 대주주가 최고경영자인 경우, 그리고 30대재벌소속기업의 경우 참석률이 높은 것으로 나타난다. 이는 대주주가 기업의 경영권을 직간접적으로 확보하는 정도가 강해질수록 경영진이나 이사회에 대한 통제력도 높아져 이사회 참석률을 높이는 결과를 보이고 있는 것으로 해석된다. 이를 앞에서의 분석결과들과 연계하여 해석하자면 내부지분율이 높을수록 친경영진의 성격을 가진 사외이사의 선임비율이 높을 뿐만 아니라 이들의 활동에 대한 지배주주의 감시기능이 작동하여 사외이사의 참석률이 높아지는 결과를 나타내는 것으로 해석할 수 있다.
한편, 자산대비 영업이익율이 낮을수록 이사회참석률이 높은 것으로 나타나는데 이는 회사의 재무구조나 수익성이 나쁠 경우 보다 빈번한 이사회개최가 필요한 사안이 많음을 시사한다.

회귀식 (2)와 (3)에 따르면 기관투자자 지분율이 높거나 사외이사비율이 높을수록 이사회 참석률이 높은 반면 회귀식 (4)에 따르면 사외이사중 교수비중이 높거나 외국인비중이 높을수록 이사회 참석률은 떨어지는 것으로 나타난다. 이는 사외이사가 경영자나 금융인일 경우 참석률이 높을 것임을 의미하는데 상대적으로 교수나 연구원들이 적극적인 이사회 활동을 하고 있지 않다는 간접적 증거를 보여주고 있다. 회귀식 (5)는 모든 변수를 사용하고 있는데 대주주CEO 더미 및 영업이익율의 유의도가 감소하고 있다.

결론적으로 국내상장기업에 있어 사외이사의 활동성에 중요한 영향을 미치는 것은 지배주주와 기관투자자의 존재여부임을 시사하고 있으며 이는 사외이사에 대한 별다른 평가보상시스템이 없는 가운데 그나마 사외이사의 활동에 대한 감시주체로서 주요 주주들이 일정할 역할을 수행하고 있음을 보여주고 있다.

<표 7> 사외이사의 이사회 참석률

사외이사의 이사회 참석률을 종속변수로 하고, 기업특성변수를 설명변수로 하여 회귀분석을 실시함. 표본은 2001년 기준 한국증권거래소에 상장되고 자료이용이 가능한 제조업 343사를 대상으로 함. ( )은 t-값이며, ***, **, * 은 각각 1%, 5%, 10% 유의수준을 나타냄.

	(1)	2)	(3)	(4)
절편	0.5271 (1.63)	0.3692 (1.18)	0.3515 (1.13)	0.8383*** (2.31)
지배주주 및 친족 지분율	-0.0338 (-0.24)			0.1008 (0.66)
계열사 및 비영리 법인지분율	0.3045* (2.36)			0.3299*** (2.54)
대주주 CEO더미	0.0807* (1.73)			0.0523 (1.15)
재벌더미	0.1063* (2.06)			0.0923* (1.81)
외국인 지분율		0.0611 (0.35)		0.1703 (0.96)
기관투자자지분율		0.4176** (2.40)		0.1703 (0.96)
사외이사선임비율			0.8599*** (4.55)	0.4266** (2.45)
사외이사중 교수비중			-0.1417** (-2.17)	-0.1676*** (-2.59)
사외이사중 전문인비중			-0.0372 (-0.54)	-0.0504 (-0.73)
사외이사중 외국인비중			-0.3466* (-1.95)	-0.3418* (-1.88)
사외이사중 경영진비중			-0.0645 (-1.13)	-0.0779 (-1.38)
평균임기			0.0569 (1.54)	0.0632* (1.71)
ADR발행더미	0.1784 (1.46)	0.1656 (1.34)	0.105 (0.86)	0.1795 (1.47)
영업이익/총자산	-0.242 (-0.94)	-0.2472 (-0.93)	-0.0502 (-0.20)	-0.1535 (-0.59)
영업이익표준편차	-0.8920* (-1.78)	-0.7671* (-1.57)	-0.4321 (-0.89)	-0.5007 (-1.02)
기업규모	0.004 (0.24)	0.0146 (0.87)	0.0022 (0.14)	-0.027 (-1.46)
부채비율	-0.0993 (1.28)	-0.1087 (-1.39)	-0.0799 (-1.03)	-0.0635 (-0.78)
산업더미	Yes	Yes	Yes	Yes
Adj R-sq	0.0285	0.0113	0.0597	0.896
F Value	1.51	1.22	2.04	2.27

5. 사외이사제도와 기업가치간의 관계

본 절에서는 앞에서 분석한 국내 상장기업의 사외이사제도 및 이의 운영이 기업가치에 어떠한 영향을 미치고 있는 가를 분석한다. 종속변수로는 기업의 시장가치와 장부가치간의 비율을 나타내는 토빈큐를 사용하였고 설

명변수로는 각각의 사외이사제도 장치 및 운영현황관련 변수에 추가하여 기업의 재무적 특성 등을 반영하는 통제변수를 사용하고 있다. <표 8>은 분석결과를 보여주고 있는데 전반적으로 모형의 설명력이 최소 31.3%에서 최고 47.0%에 달하는 등 비교적 양호한 결과를 보여주고 있다.
회귀식 (1)은 여타 통제변수와 함께 사외이사 선임비율이 기업가치에 미치는 영향을 살펴보고 있는데 양자간에 10% 수준에서 유의한 양의 상관관계가 관찰되고 있다. 이는 기존의 외국기업에 대한 사외이사와 기업가치간의 연구결과에서 양자간 음(-)의 관계가 관찰되어 온 것과는 상이한 흥미로운 결과이다. 기존의 외국논문에서 양자간 음의 관계가 나타나고 있는 것은 외국의 경우 이미 많은 기업들이 사외이사제도를 정착시키고 있어 사외이사의 존재여부가 기업가치에 미치는 긍정적 영향은 최소화되고 있는 것으로 해석된다. 반면에 국내기업의 경우 최근까지 대주주(또는 경영진)에 대한 별다른 견제세력이 없는 가운데 사외이사의 확대는 경영진에 대한 감시와 견제기능을 수행함으로써 어느 정도 긍정적 역할을 수행하고 있는 것으로 나타난다.

회귀식 (2)에서는 사외이사 중 특히 교수의 비중이 높을수록 기업가치가 높게 평가되는 것으로 나타난다. 이는 앞 절에서의 분석에서도 언급한 바와 같이 상대적으로 사외이사 중 교수가 독립성이 강한 직업군으로 평가되고 이의 존재는 시장에서 긍정적인 평가를 받고 있음을 보여주고 있다. 현행 사외이사제도에 대한 주된 두가지 비판으로서 전문성과 독립성의 결여가 지적되고 있는데 이러한 분석결과는 상대적으로 주식시장에서는 사외이사의 자격요건으로서 전문성보다는 독립성을 보다 중시하고 있음을 시사하고 있다.

회귀식 (3), (4) 및 (5)에서는 위원회의 수, 이사회 개최횟수 및 사외이사의 참석률 등이 기업가치에는 별다른 영향을 미치지 못하는 것으로 나타난다. 그밖에 전체적으로 통제변수 중 지배주주의 지분율이 높을수록, 기업규모가 클수록 토빈큐는 낮아지며 외국인 지분율, 영업이익률, 이의 표준편차 및 부채비율 등은 토빈큐와 유의한 양의 상관관계를 나타내고 있는 것은 기존의 연구결과들과 어느 정도 일관된 결과들이다.

결론적으로 경제위기 이후 정부주도의 기업지배구조제도 개선은 주로 독립적인 사외이사를 통한 기업감시기능의 제고를 통해 제한적이나마 기업가치를 제고하는데 기여하고 있는 것으로 나타난다.

<표 **8**> 이사회 제도와 기업가치

토빈큐를 종속변수로 하고, 기업지배구조 변수 및 기업특성변수를 설명변수로 하여 회귀분석을 실시함. 표본은 2001년 기준 한국증권거래소에 상장되고 자료이용이 가능한 제조업 343사를 대상으로 함. ( )은 t-값이며, ***, **, * 은 각각 1%, 5%, 10% 유의수준을 나타냄.

	(1)	**2)**	**(3)**	**(4)**	**(5)**
절편	0.9858*** (3.91)	1.0339 (4.11)	0.9626*** (3.72)	0.9187*** (3.67)	0.9463*** (3.78)
사외이사선임비율	0.2558* (1.65)				
사외이사중 교수비중		0.1024** (2.10)			
사외이사중 경영진비중		0.0283 (0.72)			
사외이사중 금융인비중		-0.0255 (-0.42)			
위원회 수			0.0099 (0.47)		
이사회 개최횟수				-0.0005 (-0.58)	
사외이사 활동비율					-0.0282 (-0.69)
지배주주 및 친족 지분율	-0.1974* (-1.69)	-0.1133 (-0.99)	-0.2223* (-1.92)	-0.2252* (-1.95)	-0.2243* (-1.94)
계영사 및 비영리 법인지분율	-0.1047 (-1.05)	-0.0388 (-0.41)	-0.1099 (-1.10)	-0.1210 (-1.21)	-0.1101 (-1.10)
외국인지분율	0.0891*** (6.78)	1.0387*** (8.14)	0.8742*** (6.59)	0.8735*** (6.60)	1.8853 (6.74)
기관투자자지분율	0.0789 (0.60)	0.1279 (1.03)	0.1033 (0.79)	0.0995 (0.76)	0.1075 (0.82)
재벌더미	-0.0442 (-1.11)	-0.0374 (-0.97)	-0.0384 (-0.97)	-0.0369 (-0.93)	-0.0345 (-0.86)

영업이익/총자산	0.5632*** (2.71)	0.1468 (0.86)	0.5192*** (2.51)	0.5227*** (2.52)	0.5056** (2.45)
영업이익/총자산	-0.242 (-0.94)	-0.2472 (-0.93)	-0.0502 (-0.20)	-0.1535 (-0.59)	
영업이익표준편차	2.1669*** (4.54)	2.2064*** (4.74)	2.1287*** (4.46)	2.1034*** (4.39)	2.1081*** (4.41)
매출액성장율	0.0204 (0.16)	-0.0671 (-0.56)	0.0084 (0.07)	0.0105 (0.08)	0.0033 (0.03)
기업규모	-0.0336** (-2.36)	-0.0385*** (-2.86)	-0.0277** (-1.99)	-0.0249 (-1.85)	-0.0268* (-1.92)
부채비율	0.6063*** (7.78)	0.7717*** (9.46)	0.6043*** (7.73)	0.6063*** (7.75)	0.5988*** (7.65)
산업더미	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes
Adj R-sq	0.3175	0.4701	0.3130	0.3133	0.3136
F Value	7.67	13.59	7.55	7.56	7.57

IV.결론

TOP

본 논문은 우리나라 상장기업의 소유지배구조에 대한 분석을 통해 그동안 실시되어 온 기업지배구조 제도개선의 효과가 어느 정도 실제 기업지배구조 및 이의 운영에 나타나고 있는 가를 분석하고 있다. 분석결과에 따르면 지배주주의 지분율 또는 계열사 지분율 등으로 파악되는 지배주주의 존재는 강화된 제도변화에도 불구하고 여타 이사회의 경영감시기능을 약화시키는 주된 요인으로 나타난다.

흔히 지배주주의 존재는 전문경영자에 대한 감시자로서의 역할을 충실히 수행할 경우 기업가치를 제고하는데 도움이 될 수 있으나 본 분석에 따르면 국내 상장기업에 있어 지배주주는 경영에 깊숙이 개입함으로써 사외이사 중심의 이사회 등 여타 지배구조 장치의 견제와 감시를 기피하거나 무력화 시키는 성향이 있음을 보여주고 있다. 결국 국내 상장기업에 있어 아직까지 내부통제장치가 작동하는 데는 한계가 있으며 이는 지배구조장치에 대한 규제강화와 함께 M&A시장이나 기관투자자 등에 의한 경영개입 등 외부통제장치가 보다 강화될 필요가 있음을 시사하고 있다.

또한 경제위기 이후 정부주도의 기업지배구조제도 개선은 주로 독립적인 사외이사를 통한 기업감시기능의 제고를 통해 제한적이나마 기업가치를 제고하는데 기여하고 있는 것으로 나타나 관련제도의 지속적 확대와 보완이 필요함을 시사하고 있다.

참고문헌

--- 박경서, 백재승, “재벌기업의 대주주경영자는 비재벌기업의 대주주경영자와 얼마나 다른가? - 한국 상장기업의 소유구조, 자본구조 및 기업가치에 관한 실증연구”, 재무연구 제 14권 제 2호(2001).

--- Baek, J., J. Kang and Kyung S. Park, "Corporate Governance and Firm Value: Evidence from the Korean Financial Crisis", forthcoming in Journal of Financial Economics, 2003.

--- Black, B., H. Jang, and W. Kim, "Does corporate governance matter" evidence from the Korean market," 2003, working paper

--- Brickley, J.A., J.L. Coles, and R.L.Terry, "The board of directors and the enactment of poison pill," Journal of Financial Economics 35, 1994, pp.371-390

--- Byrd, J.W., and K.A. Hickman, "Do outside directors monitor managers?" Journal of Financial Economics 32, 1992, pp.195-221

--- Claessens, S., S. Djankov, J. Fan, and H.P. Lang, "Disentangling the Incentive and Entrenchment Effects of Large Shareholdings." Policy research working paper 2088, 2002, The World Bank

--- Durnev, Artyuom, and E. Han Kim, "To steal or not to steal: Firm attributes, legal environment, and valuation," working paper

--- Erickson, J., Park, Y.W., Reising, J. and Shin, H.H., "Board of directors an and endogenously determined institution and firm value: The Canadian evidence," working paper

--- Gilson, S., "Bankruptcy, Boards, Banks, and Blockholders: Evidence on Change in ownership and control when firms default," Journal of Financial Economics 27, 1990, pp.355-388

--- Hermalin, B. and Weisbach, M., "The determinants of board composition," RAND Journal of Economics 19, 1988, pp.589-606

--- Hermalin, B. and Weisbach, M., "The effects of board composition and direct incentives on firm performance,"

Financial Management, 20(4), 1991, pp.101-112
--- Hermalin, B. and Weisbach, M., "Endogenously chosen boards of directors and their monitoring of the CEO," American Economic Review 88, 1996, pp.96-118
--- Hermalin, B. and Weisbach, M., "Boards of directors as an endogenously determined institution: A survey of the economic literature," Economic Policy Review, Federal Reserve Bank of New York, 2002.
--- Joh, Jung Wook, "Corporate Governance and Firm Profitability: Evidence form Korea Before the Economic Crisis," Journal of Financial Economics, 2003
--- Kaplan S. N., and B.A. Minton, "Appointments of outsiders to Japanese Boards: Determinants and Implications for Managers," Journal of Financial Economics 36, 1994, pp.225-258
--- La Porta, R., F. Lopez-de-Silanes, and A. Shleifer, "Corporate Ownership around the world," Journal of Finance 54, 1999, pp.461-517
--- Morck, R., A. Shleifer, and R. Vishny, "Management ownership and market valuation: An empirical analysis," Journal of Financial Economics 20, 1988, pp.293-315
--- Shivdasani, A., and D., Yermack, "CEO involvement in the selection of New Board Members: An Empirical Analysis," Journal of Finance 54, 1999, pp.1829-1853
--- Yeh, Y.H., T.S. Lee and T. Woidtke, "Family Control and Corporate Governance: Evidence for Taiwan," International Review of Finance, forthcoming
--- Yeh, Y.H., and T. Woidtke, "Commitment or Entrenchment?: Controlling shareholders and Board composition," working paper

감사위원회 제도 小考

'기업지배구조 법령 연구'에서는 기업지배구조와 관련하여 논의가 필요한 제도, 법령등을 분석하거나 의미 있는 판례를 선택하여 고찰한다.
이번 호에서는 이사회 내의 전문위원회인 감사위원회에 대해서 알아본다.

정 재 규 한국기업지배구조개선지원센터 수석연구원

I.우리나라의 감사위원회제도 개설
II.주요 외국의 감사위원회제도
III.감사위원회의 실태와 문제점
IV.감사위원회 효율화 방안

I. 우리나라의 감사위원회제도 개설

감사위원회는 감사에 갈음하여 이사의 직무집행을 감독하는 이사회내의 전문위원회를 말한다. 감사위원회는 1997년 외환위기 이후에 감사제도의 문제점을 보완하기 위하여 도입된 제도이다. 당시 감사는 임시주주총회 소집청구권 보유 등 법률상 강력한 지위에도 불구하고 대주주의 영향력으로부터 독립성이 결여되어 경영감시기능이 미흡하다는 지적이 일반적이었다. 감사위원회는 3인 이상의 이사로 구성된 이사회내의 소위원회로서 내부감사기능의 독립성 강화를 위해 사외이사가 2/3이상이 되도록 구성하여 경영진에 대한 효율적인 견제와 감시기능을 수행하도록 하는 감사(監査)관련 제도이다. 우리나라에서 시행되고 있는 감사위원회는 상법에서 그 근거를 찾을 수 있는데 감사와 선택적으로 설치할 수 있는 임의적인 기구이다(상법 제415조의2 제1항). 즉 감사위원회를 설치한 법인은 감사를 둘 수 없다.

다만 증권거래법에서는 최근 사업연도말 현재의 자산총액이 2조이상인 대규모 상장회사에 감사위원회를 의무화하고 있다(증권거래법 제54조의 6, 제191조의17 제1항, 증권거래법시행령 제37조의6). 감사위원회의 권한은 감사의 권한과 동일하다. 즉 적법성 감사를 원칙으로, 현저히 부당한 경우에 타당성 감사가 가능하다는 것이 일반적 견해이다. 다만 감사위원회 기능의 실질적인 효율화를 위해서 감사의 권한을 적법성 감사에 국한하는 것이 바람직하다는 의견이 있다.

감사의 권한

- 회계 및 업무감사권
- 영업보고요구권, 업무・재산 조사권
  - 이사에 대하여 영업에 관한 보고요구, 회사 및 자회사의 업무와 재산상태 조사가능
- 자회사에 대한 영업보고요구권 및 조사권
  - 직무수행상 필요시 자회사에 대하여 영업보고 요구
  - 자회사가 보고하지 않거나 보고의 진부 확인을 위해 자회사의 업무와 재산상태를 조사할 수 있음
- 이사회출석・의견진술권
- 이사의 행위유지청구
  -이사가 법령 또는 정관에 위반한 행위로 회사에 회복할 수 없는 손해가 생길 염려가 있는 경우
- 임시주주총회 소집청구권
- 이사로부터 보고 받을 권한
- 회사대표권
  -회사가 이사에 대하여 또는 이사가 회사에 대하여 소를 제기할 경우 감사는 그 소에 대하여 회사를 대표

TOP

사위원회 위원의 자격요건을 보면 위원의 3분의 2 이상이 ① 회사의 업무를 담당하는 이사 및 피용자 또는 선임된 날부터 2년 이내에 업무를 담당한 이사 및 피용자이었던 자, ② 최대주주가 자연인인 경우 본인・배우자 및 직계 존・비속, ③ 최대주주가 법인인 경우 그 법인의 이사・감사 및 피용자, ④ 이사의 배우자 및 직계 존?비속, ⑤ 회사의 모회사 또는 자회사의 이사?감사 및 피용자, ⑥ 회사와 거래관계 등 중요한 이해관계에 있는 법인의 이사・감사 및 피용자, ⑦ 회사의 이사 및 피용자가 이사로 있는 다른 회사의 이사・감사 및 피용자에 해당하는 자가 아니어야 한다(상법 제415조의2 제2항).

사외이사가 아닌 감사위원회의 위원은 상근감사 부적격자이어서는 안 된다. 다만 상근감사 또는 감사위원회의 사외이사가 아닌 위원으로 재임 중인 자는 당해회사의 상근 임직원 또는 최근 2년 이내 상근임직원이었던 자(증권거래법 제191조의12제3항제6호)임에도 불구하고 감사위원회의 사외이사가 아닌 위원이 될 수 있다.
감사위원회의 구성요건 미달 시 즉 사외이사의 사임・사망 등의 사유로 인하여 사외이사의 수가 법정 구성요건에 미달 시에는 사유 발생 후 최초로 소집되는 주주총회에서 법정구성요건을 충족하면 된다.
앞서 언급했듯이 대형증권사(자산총액 2조원이상 종합증권사) 및 대형 상장법인(자산총액 2조원이상)은 반드시 감사위원회를 설치해야 하며 이 경우 감사를 둘 수 없다. 한편 자산총액 1천억원 이상의 상장법인은 의무적으로 1인 이상의 상근감사를 선임하여야 하나 감사위원회를 설치한 경우에는 동 의무가 면제된다. 따라서 자산총액 1천억이상 2조원미만 상장법인은 상임감사를 1인 이상으로 하거나 또는 감사위원회를 선택적으로 설치할 수 있다.

이러한 감사위원회제도 도입으로 기대되는 효과로는 ① 협의를 통한 합리적인 의사결정 ② 상임감사 단독으로 활동하는 것보다 경영진 등의 영향에 보다 독립적인 대응 ③ 감사위원회 위원은 이사로서 회사의 의사결정과정에 직접 참여하여 사전적인 감독기능 발휘 등이다.
한편 감사위원회와 관련하여 우리나라 상장기업의 최선관행을 제시하는 「기업지배구조 모범규준」을 보면 "공개기업, 정부투자기관 및 금융기관과 같이 기업 경영의 공익성이 강조되는 기업의 경우에는 이사회에 감사위원회를 설치하는 것이 바람직하다. 감사위원회를 설치하는 기업은 기존의 상법상의 감사를 두지 않도록 하여야한다."고 규정하고 있다.

II. 주요 외국의 감사위원회제도

TOP

1. 미국

감사위원회(Audit committee)는 이사회 내부에 설치되고 사외이사 중심으로 구성된 위원회로서 주로 재무제표의 작성 및 절차를 정기적으로 감시하고, 회계감사인(공인회계사)을 선임・해임하며 회사의 업무가 적법하게 행하여 졌는지를 담보하기 위하여 회사의 통제체제를 감독하는 업무를 담당하고 있다. 기타 외부감사의 범위를 심사하고 외부감사인과 그 외부 감사의 결과를 심사한다. 또한 내부감사인과 내부감사의 결과를 심사하고 내부감사의 범위와 적정성(적법성)을 심사한다.

미국의 법규제 현황을 살펴보면 이사회・위원회의 설치 및 권한 등은 본래 각 주의 회사법이 규율하고 있으며 각 주의 회사법은 이사회 결의에 의하여 이사회 내에 구성되는 위원회를 설치하고 이사회의 권한을 위원회에 위임할 수 있도록 하고 있으나, 다만 위원회에 권한 위임을 할 수 없는 사항을 따로 정하고 있다.

미국의 기업들이 가장 많이 적용받는 델라웨어 주 일반 회사법은 "이사회는 모든 이사의 과반수 결의에 의하여 하나 이상의 위원회를 설치할 수 있다. 각 위원회는 1명 이상의 이사로 구성한다." "위원회는 이사회 결의 또는 회사의 부속 정관이 규정하는 범위에서 회사의 경영 및 업무에 관한 이사회가 가진 일체의 권한을 보유하며 이를 행사 할 수 있다."고 규정하고 있다. 다만 일정사항에 대해서는 이사회가 위원회에 권한을 위임할 수 없다고 규정(동법 제141(c))하고 있다. 주 회사법으로는 코네티컷(Connecticut)주를 제외하고는 감사위원회의 설치가 강제되지 아니하고 있다.

감사위원회에 관한 법률이외의 규정을 보면 SEC는 1978년 위임장권유규칙을 개정하여 등록회사에 대하여 감사위원회, 추천위원회, 보수위원회의 설치여부와 위원의 성명, 약력, 위원회의 역할 등을 공시할 것을 요구함으로써 상장법인에 대해 감사위원회를 설치할 것을 의무화하였다. 뉴욕증권거래소(NYSE), 아메리칸증권거래소(AMEX), 나스닥(NASDAQ)등 세 거래소의 상장기준에 따르면, 감사위원회는 3명 이상의 이사로 구성되어야 하고 독립된 이사들만으로 구성되어야 한다.

뉴욕증권거래소(NYSE)는 1978년 7월1일부터 상장규정에서 상장회사로 하여금 독립적인 이사만으로 구성된 감사위원회의 설치와 유지를 요구하고 있다(NYSE, Listed company Manual §303). 1987년 이후 미국전국증권업협회(NASD)도 NASDAQ에 상장된 회사에 대해서 감사위원회를 강제하고 있으며, 1992년 미국법률가협회(ALI)가 오랜 토의를 거쳐 공표한 Principles of Corporate Governance - Analysis and Recommendations(이하 "ALI원칙")은 감사위원회의 확산을 제도적으로 보다 공고히 하기 위하여 대규모공개회사(동 원칙 §1.24의 규정에 따르면 명부상 주식의 소유자가 2000명 이상이고, 자산이 1억달러 이상인 회사)에 대해서는 감사위원회의 설치를 법적으로 강제할 것을 촉구하는(§3.05) 한편 소규모 공개회사에 대해서도 감사위원회를 둘 것을 권고하고 있다(§3A.02).

위원회 설치의 실익은 CEO를 포함하여 상급 집행임원의 지명, 재무제표 작성의 감시 및 사내 통제체제의 확립・운영의 감독, 이사?집행 임원의 보수 결정 등 사항을 전문위원회에 위임하여 이러한 사항을 검토하게 하는 것이 효율적이며 위원회를 주로 사외에서 선임한 독립적인 사외이사로 구성함으로써 중요 사항을 경영진으로부터 독립하여 논의하고 결정을 하는 것이 바람직하다는 데 근거한다.

2. 일본

일본의 감사제도는 2001년 12월까지 네 차례의 개정이 있었으며 대체로 감사의 권한을 확대하고 강화한 것이었다. 특히 1974년의 개정에서는 주식회사의 감사 등에 관한 상법 특례법이 제정된 것을 계기로 기업규모를 기준으로 대・중・소회사로 구분하여 차별적인 법규제를 하였다.
1993년의 개정에서는 “감사의 권한 행사의 용이화”를 통해 감사기능을 강화하기 위하여 사외감사와 감사회를 도입하였고 이 결과 2001년 12월까지의 일본의 감사제도는 다음과 같은 내용이었다.

① 대회사(자본금 5억엔 이상 또는 부채 합계액이 200억엔 이상인 주식회사)의 경우에 감사는 업무와 회계의 양면에서 감사업무를 수행하였다(일본상법 제274조 제1항). 특히 재무제표와 그 부속 명세서에 관한 회계감사는 감사의 감사 이외에 외부의 회계감사인의 감사도 받아야 한다(주식회사의 감사 등에 관한 상법 특례법 제2조). 감사는 3인 이상이어야 하고 그 가운데 1인 이상은 취임전 5년간 회사 또는 그 자회사의 이사 또는 지배인 기타의 사용인이 아니었던 자로 해야 한다(사외감사제도 : 동법 제18조 제1항). 또한 감사의 호선에 의해 상근 감사를 정해야 한다(상근감사제도 : 동법 제18조 제2항).
② 중회사(자본금 5억엔 미만 1억엔 이상인 주식회사)의 경우에 감사는 업무감사와 회계감사를 직무권한으로 하지만, 회계감사의 경우에는 대회사와는 달리 외부의 회계감사인의 감사는 의무화되지 않으며 감사에 의한 감사만으로 족하였다.

③ 소회사의 경우는 어느 정도 감사의 부담을 경감할 필요가 있으므로 감사의 직무권한은 회계감사에 국한되었다(주식회사의 감사 등에 관한 상법 특례법 제22조, 제25조).
2001년 12월 12일의 상법 및 주식회사의 감사 등에 관한 상법 특례법의 일부를 개정하여 법률상의 경영감독 및 감사구조의 개선을 이룩하였다. 동 개정법은 기업지배구조(Corporate Governance : 일본에서는 기업통치로 부름)의 실효성을 확보하기 위하여 감사의 권한을 강화하고 이사 등의 책임을 경감하며 주주대표소송제도의 합리화를 꾀하고 있다.

감사의 기능을 강화한 구체적 내용을 보면 ⓐ 감사의 이사회에의 출석의무 및 의견진술의무의 명확화(일본상법 제260조의3 제1항), ⓑ 감사 임기를 4년으로 연장(동법 제273조 제1항), ⓒ 감사의 사임에 관한 의견 진술권의 법정(동법 제275조의 3의2), ⓓ 사외감사의 원수의 증가 및 그 요건의 엄격화(주식회사의 감사등에 관한 상법 특례법(이하 상법 특례법이라 함)), ⓔ 감사의 선임에 관한 감사회의 동의권 및 의제 등 제안권의 신설(상법특례법 제18조 제3항) 등이다.;

상법 특례법 상의 대규모회사는 정관으로 각종 위원회 및 집행간부를 둘 수 있도록 하여 대규모회사에 대해 감사위원회, 지명위원회 및 보수위원회제도를 도입하였다. 이 때에는 감사를 두는 것을 요하지 않는 것으로 하였고, ⓐ 각종 위원회 및 집행간부를 둘 것을 정한 때에는 그 규정 ⓑ 각종 위원회를 구성하는 이사의 성명 등은 등기하여야 하는 것으로 하였다.

상법특례법상의 감사위원회제도의 내용을 보면 설치와 관련하여 ⓐ 회사는 이사회의 결의로 위원회를 구성하는 이사를 정해야 하고, ⓑ 위원회를 구성하는 이사는 3명 이상으로 그 중 과반수는 그 취임 이전 회사 또는 그 자회사의 집행간부 또는 지배인 기타 사용인 또는 그 자회사의 업무를 집행하는 이사가 아니었던 자(이하 "사외이사"라 함)가 아니면 안 되는 것으로 하였다. 또한 ⓒ 사외이사 및 감사위원회를 구성하는 이사로서 사외이사가 아닌 자는 회사 또는 그 자회사의 집행간부 또는 지배인 기타 사용인 또는 그 자회사의 업무를 집행하는 이사를 겸할 수 없는 것으로 하였다.

감사위원회의 권한을 보면 ⓐ 감사위원회는 집행간부의 직무집행을 감사하는 것으로 하고, ⓑ 회사가 집행간부에 대해 또는 집행간부가 회사에 대해 소송을 제기하는 경우에 그 소송에 관해서는 감사위원회를 구성하는 이사가 회사를 대표하는 것으로 하고 있다.

3. 독일

독일의 경우 경영이사회(Management Board: Vorstand)에 대한 감시기능을 감독이사회(Supervisory Board: Aufsichtstrat)가 수행하는 데 이는 미국의 감사위원회의 경우처럼 이사회내의 소위원회는 아니다.
독일의 감독이사회제도는 역사적 산물이다. 즉 1870년부터 시작된 감독이사회는 초기 주주 대표로 구성되었으나 1976년부터 공동결정법에 의해 종업원 대표도 참가하도록 되었다. 주식회사와 500명이상의 유한회사는 감독이사회와 경영이사회를 설치해야하며(2원적 지배구조), 또한 감독이사회는 객관성확보를 위해 충분한 수의 외부인사를 확보해야 하지만 의무조항은 아니다.

경영이사회는 사내이사로만 구성되어 있으며 전적으로 회사 경영에만 전념하고, 감독이사회는 경영이사회를 감독・견제하는 역할을 수행하고 회사의 장기전략이나 중요결정(기업인수, 처분, 공장폐쇄, 주요 조직개편)에 대한 사전승인과 사후보고를 받는다. 특히 감독이사회는 경영을 감독하며, 전략수립과 업무집행을 담당하는 경영이사회 구성원을 임명하고, 10개사까지 감사의 겸임이 가능하지만, 동일회사 내에서는 감사가 이사를 겸임할

수 없다.

기업지배구조에 있어서 은행의 영향력이 너무 강하고 신속한 경영판단이 필요할 때 공동결정방식이 걸림돌이 된다고 판단하여 90년대 들어서는 독일 기업들이 미국식 경영방식을 적극 도입하였다. 다임러벤츠 등 글로벌 기업들은 독일 주력은행에만 의존하지 않고 미국 투자 은행을 경유하여 국제 자본시장에서 자금을 조달하기 시작하였으며 미국식 경영 감독제도를 적극 수용하였다. 그러나 다른 한편으로는 적대적 인수합병・엔론 사태 등으로 인하여 일부 기업은 다시 독일 방식으로 회귀하는 현상도 발생하고 있다.

III. 감사위원회의 실태와 문제점

TOP

감사위원회의 구성 및 운영과 관련하여 제기되는 문제는 다양한 측면에서 파악할 수 있을 것이나 본고에서는 몇 가지 문제에 관해서만 언급하고자 한다.

1. 감사위원회 자율적 도입의 미흡
현재 자산총액이 2조원 이상인 상장기업의 경우 의무적으로 감사위원회를 두도록 하고 있으나 그 외에 자율적 도입회사는 매우 적은 것으로 조사되고 있다. 2005년 기업지배구조개선지원센터(이하 지배구조센터)의 조사에 따르면 유가증권시장 응답회사 528개사 가운데 자산총액 2조이상으로 설치의무회사인 65사를 포함하여 감사위원회가 설치된 회사는 114개사로 전체 상장기업의 21.5%수준이었다. 따라서 자발적으로 감사위원회를 설치한 기업은 49사에 불과하다.

또한 코스닥상장법인의 경우 감사위원회 설치기업은 13사로 전체기업의 2.67%이며, 주권상장법인과 코스닥상장법인을 종합하여 보면 설문에 응답한 전체 상장기업 대비 감사위원회 도입기업은 127사로 11.85%에 그치고 있다.

2. 감사위원의 독립성 및 전문성 문제
감사위원회의 독립성과 관련해서 재벌기업들은 여전히 소수의 지분을 가지고 있는 총수들이 계열사의 경영을 지배하고 있는 것이 현실이며, 감사위원회의 독립성을 확보하는 문제는 여전히 미제로 남아 있다. 2005년 지배구조센터의 조사에 따르면 감사위원회 위원장이 사외이사가 아닌 기업이 감사위원회를 설치한 114개사 가운데 17개사에 달해 15%에 육박하고 있다. 또한 감사 또는 감사위원회 위원의 추천에 관한 규정이 마련되어 있는 상장기업은 528개 설문응답사 가운데 167개사 31.7%에 불과하여 아직 많은 기업에서는 감사 또는 감사위원회위원의 추천규정조차 마련되어있지 못한 현실이다.

지배구조센터가 2004년12월에 애널리스트 및 펀드매니저, 일반투자자 400명을 대상으로 실시한 설문조사 결과에 따르면 내부감사인의 감사활동이 적절하지 못한 이유에 대해 경영자가 내부감사인을 추천하거나 선임하기 때문이라는 응답이 77%에 달하였다. 즉 감사위원의 독립성이 감사위원회 성공의 핵심이라는 의미이다. 다음으로는 내부감사인의 전문성부족이 16%, 내부감사부서미미 또는 능력부족이 7%로 나타났다.
감사위원회의 전문성 문제는 감사위원중 1인 이상은 반드시 회계 또는 재무전문가로 구성하도록 관련 법률이 개정되어(증권거래법 제54조의6 제2항제2호) 상당한 진전을 보이고 있다. 다만 비전문가인 나머지 감사위원에 관한 전문성문제는 여전히 남아있다.

3. 감사위원회의 기능 효율성 문제
전반적인 감사위원회의 기능 수행에 대해서는 감사와 비교하여 상대적으로 긍정적 평가가 일반적이다. 감사위원회는 종래의 감사와 비교하여 경영감사 기능을 보다 잘 수행하고 있다고 생각하는가에 대해 다수가 감사위원회의 감사기능이 종래의 감사보다 우수하다고 평가하고 있는 것으로 나타나며, 감사위원회 도입에 따른 경영의 투명성 제고 여부에 대해 다수가 감사위원회는 종래의 감사에 비하여 경영의 투명성 제고에 기여하고 있다고 평가하고 있었다.

그러나 여전히 만족스럽지는 못하다. 지배구조센터가 2004년12월 실시한 애널리스트 및 펀드매니저, 일반투자자 400명을 대상으로한 설문조사 결과에 따르면 내부감사인의 감사활동의 적절성에 대하여 48%는 적절하지 못하다고 응답했으며, 적절하다는 의견은 6%에 불과하였고 나머지 46%는 보통(중립)이라는 의견을 제출했다.

아직도 일부 감사위원의 전문성 부족, 실질적으로 감사 본연의 임무를 수행하지 못하고 있는 점, 오너나 지배주주의 독단적 경영을 견제하지 못하고 있는 점 등이 개선사항으로 지적되고 있다.

VI. 감사위원회 효율화 방안

TOP

위에서 언급한 감사위원회 도입 저조, 독립성 및 전문성 문제, 감사위원회의 역할 효율화 문제 등에 관하여 몇 가지 개선 방안을 제안하고자 한다.

먼저 감사위원회 도입의 저조를 극복하기 위하여는 의무적으로 감사위원회를 설치하여야 하는 법인의 범위를 확대할 필요가 있다. 감사와 감사위원회중 어느 제도가 법리상 우월한지의 논란을 떠나서 현실적으로 감사위원회의 감독기능이 감사의 감독기능보다 긍정적으로 평가받고 있음을 상기할 필요가 있다. 따라서 현재 2조 이상으로 되어있는 감사위원회 의무설치 법인의 대상을 조정할 필요가 있다.

감사위원의 독립성과 관련하여서는 원칙론적인 이야기지만 지배주주 등 최고경영진으로부터 독립성을 담보할 수 있는 장치의 강화가 필요하다. 감사위원회 결정사안에 대해 이사회 보고의무는 재검토하는 것이 바람직하다고 본다. 상법상 감사위원회는 이사회 내부의 위원회이므로 지배주주, 오너 등이 이사회를 통해 감사위원회를 무력화시킬 수 있다는 점, 감사위원회는 감사에 갈음하는 제도로서 이사회 내의 다른 위원회와 다른 위상과 기능을 가지고 있다는 점 등을 고려하면 위원회 결정사안에 대해 이사회 보고의무는 감사위원회 이외의 위원회에만 적용하는 것이 바람직한 것으로 보인다.

감사위원회의 경영진으로부터의 독립성 강화를 통하여 감사 및 감독기능을 강화하고, 외부 회계감사인의 실질적인 감사를 통하여 효과적인 경영감독과 감사를 할 수 있으므로 외부 회계감사인의 선임과 관련한 감사위원회의 권한을 더욱 강화할 필요가 있다.

그리고, 감사위원회는 회사내부의 감사담당자의 조력과 지원을 얻어야 효과적인 감독과 감사를 할 수 있으므로 감사위원회에게 회사 내부의 감사담당임원에 대한 임면권을 직접 부여할 필요가 있다. 이는 감사위원회 또는 감사(監事)가 효과적인 감사(監査)를 하기 위해서는 경영진으로부터 독립성이 확보되어야 하고 이러한 독립성의 중요한 지표가 바로 인사권이기 때문이다. 또한 감사위원회는 내부감사 담당부서와 적절한 관계를 유지하여야 하며 특히 감사위원회 위원인 사외이사와 내부감사인이 경영감독 및 감사업무에 대하여 토론과 대화를 하여 의사소통을 하는 것이 중요하다.

이사회를 구성하는 이사 특히 사외이사가 그 직무수행에 필요한 법률, 회계분야 등에 관한 전문적인 능력을 가지고 있다고 할 수 없으므로 그 감독능력을 강화하여 그 감독의 실효를 거두기 위해서 회사의 비용으로 법률・회계분야 등에 관한 전문가를 채용하여 사용할 수 있는 방안이 필요하다. 즉 감사(監事) 또는 감사위원회가 그 감사업무를 수행함에 있어 그 실효성을 거두기 위해서 회사의 비용으로 감사업무를 보조・지원할 수 있는 공인회계사, 변호사 등의 전문가를 채용할 수 있어야 한다.

감사위원회의 역할 효율화를 위해서는 감사위원회 산하에 감사활동을 실질적으로 뒷받침하기 위한 감사하부조직을 설치할 필요가 있는데 이는 대규모 주식회사의 경우 사업조직과 사업내용이 방대하고 엄청난 업무량을 가지고 있으므로 외부전문가의 활용만으로는 상시적, 계속적으로 방대한 업무를 효과적으로 수행하기 어렵기 때문이다.

기업사례연구

프랑스의 기업지배구조와 사례

-AXA의 기업지배구조

이번 호의 기업사례연구로 유럽 라틴계 모델의 대표적 국가인 프랑스의 기업지배구조 대해 살펴보고 그 구체적 사례로 보험금융그룹인 **AXA**의 지배구조에 대해서 알아보고자 한다.

정 재 영 한국기업지배구조개선지원센터 선임연구원

I 서론

국가간의 무역장벽이 낮아지고 자본의 자유로운 이동이 가능한 글로벌 경제가 됨에 따라 각국의 기업지배구조는 점차 수렴화 되어가고 있다. 하지만 각국의 상이한 역사, 경제, 사회, 문화, 법률에 따라 기업지배구조는 각국의 독특한 특징을 띄게 된다. 한국의 기업지배구조를 개선하기 위해서 선진국의 기업지배구조 제도와 이러한 제도가 실제로 어떻게 운영되고 있는지 알아보는 것은 매우 유용한 일이라 생각한다. 이번에는 유럽 라틴계 모델의 대표적 국가인 프랑스의 기업지배구조 제도에 대해서 알아보고 유럽의 대표적 지배구조평가 기관인 Deminor에 의해 공시와 이사회 항목에서 프랑스 최우수 기업으로 선정된 보험금융그룹 AXA의 지배구조에 대해서 살펴보고자 한다.

II. 프랑스의 기업지배구조

1. 개관

앵글로색슨 국가들이 시장에 대한 신뢰와 국가에 대한 견제심리를 바탕으로 시장 자본주의의 전통을 발전시킨 반면 프랑스는 시장에 대한 불신과 국가에 대한 의존심리를 바탕으로 국가주도형 시장경제의 전통을 이어왔다. 이러한 전통으로 인해 영국과 미국에서는 주식시장과 경영권 시장을 통해 경영진을 감시・통제하는 외부통제 시스템이 발달하게 되었고 프랑스는 대주주인 정부에 의해 경영진을 감시・통제하는 내부 통제시스템이 발달하게 되었다. 하지만 최근 프랑스에서는 공기업의 민영화와 기관투자자의 영향력 증대 등으로 인하여 정부에 의한 직접적 영향력행사가 점차 줄어들고 있으며 시장에 의한 감시・통제가 점차 중요한 역할을 담당하고 있다.

2. 주주의 권리

(1) 주주총회 소집권

주주총회는 이사회에 의해 소집되며 만일 이사회가 주주총회를 소집하지 않는 경우 감사가 주주총회를 소집할 수 있다. 또한 ① 지분 5% 이상을 소유한 주주 ② 긴박한 경우 관계자 또는 회사의 위원회 ③ 지분 5% 이상의 주주연합은 법원에 주주총회 소집을 위한 대리인을 임명해 줄 것을 요구할 수 있다. 주주총회는 일반주주총회, 특별주주총회, 종류주주총회 등 3가지 형태가 있다.

1) 일반주주총회

일반주주총회에서 다루어지는 안건은 i) 이사의 선임, 교체, 해임 ii) 재무제표의 승인 iii) 배당의 결정 등이다. 주주총회를 위한 정족수는 전체 의결주식수의 25%이며 주주가 직접, 또는 우편이나 대리인을 통해서 간접적으로 의결권을 행사하여야 한다. 만일 25%의 정족수가 충족되지 않는 경우 주주총회는 연기되며 연기된 주주총회를 다시 시작하는 경우에는 정족수 요건을 충족하지 않아도 된다. 일반주주총회의 의안이 통과되기 위해서는 찬성이 의결권 행사 주식의 과반수를 넘어야 한다.

2) 특별주주총회

특별주주총회에서 다루어지는 안건은 i) 정관의 변경 ii) 자본금의 증・감액 또는 주식 액면가의 변경 iii) 회사 중요자산의 매각 또는 양도 iv) 회사의 청산 등이다. 특별주주총회를 위한 정족수는 전체 의결주식수의 1/3이며 주주가 직접, 또는 우편이나 대리인을 통해서 간접적으로 의결권을 행사하여야 한다. 만일 1/3의 정족수가 충족되지 않는 경우 주주총회는 연기 되며 연기된 주주총회를 다시 시작하는 경우에는 의결주식수의 25% 이상의 의결권을 가진 주주들이 직접 또는 간접적으로 참석하여야 한다. 특별주주총회의 의안은 참석 의결권의 2/3 이상의 동의를 얻어야 하지만 주주의 책임을 증가시키는 안건은 참석자 전원의 만장일치 동의를 얻어야 한다.

3) 종류주주총회

종류주주총회는 특정 종류주식의 권리 변경을 위해 해당 주주들에게만 요구되는 주주총회로서 특정 주식의 주주권리를 변경할 경우 해당 종류주주총회의 승인을 얻은 경우에만 효력이 발생한다. 종류주주총회의 정족수는 해당 종류주식의 과반수이며 의안이 통과되기 위해서는 참석 의결주식수의 2/3 이상의 동의를 얻어야한다.

(2) 주주제안권
일반적으로 주주는 주주총회의 안건에 대해서만 의결권을 행사하여 주주권을 행사할 수 있다. 이러한 원칙의 예외로 특정 지분이상을 가진 주주는 이사회에게 주주총회의 추가 안건을 상정하도록 요구할 수 있으며 이사회는 주주의 요구에 따라 이를 주주총회 안건으로 상정하여야 한다.

(3) 이사, 감사 등에 대한 질의권
어떤 주주라도 주주총회 전 이사회에 서면질의를 할 수 있고 이사회는 주주총회에서 이에 대한 답변을 하여야 한다.
(4) 정보요구권
주주총회와 관련하여 주주의 요구가 있는 경우 회사는 사업보고서를 비롯한 주주총회 관련 문서를 제공하여야 한다. 그 외에도 주주는 언제라도 회사 정관, 영업보고서, 재무제표, 감사보고서 등의 회사문서에 대한 열람권을 가진다.
5) 소송제기권
일정지분이상을 소유한 주주 또는 주주연합은 회사 또는 이사에 대해서 소송을 제기할 수 있으며 이사의 의무위반으로 회사가 손해를 본 경우 이사에게 회사에 대해 보상하도록 소송을 제기할 수 있는 주주대표소송권을 가진다.

(6) 소유지분에 대한 공시
단독이던 연합이던 직・간접적으로 상장기업의 주식을 5%이상 소유하는 개인이나 실체가 해당 기업의 소유지분을 증가시키거나 감소시키는 경우 관련 주식거래가 있은 후 5 주식거래일 이내에 해당 기업과 프랑스 증권당국(AMF)에 자신이 보유하고 있는 주식수와 의결권수에 대해서 보고하여야 한다. 상장회사는 정관에서 상기의 공시요구 외에 추가적인 공시요구의무를 부과할 수 있다. 프랑스 법은 10% 이상의 지분을 취득한 사람에게는 더 많은 보고의무를 부과하고 있다. 10% 이상을 취득한 사람은 관련 주식거래가 있은 후 10 주식거래일 이내에 회사와 AMF에 주식을 단독으로 취득하였는지 또는 다른 사람과 연합하여 취득하였는지를 밝히고 앞으로 주식을 계속 보유할지, 경영권을 취득하고자하는지, 이사로 선출되기를 원하는지 등 향후 12개월 동안의 주식취득 목적을 공시하여야 한다. 취득 목적이 변경된 경우 주식 취득자는 새로운 보고서를 제출하여야 한다.

3. 기관투자자
기관투자자들은 프랑스 상장주식의 50% 가량을 소유하고 있다. 최근에 몇몇 큰 프랑스 기관투자자은 자신들이 투자한 회사에 대해 주주권을 철저하게 행사하겠다고 발표했다. 또한 뮤추얼펀드 메니저가 수익자를 위해서 의결권을 행사하도록 의무화하고 만일 그렇지 않은 경우 그 이유에 대해서 설명하도록 하는 법률이 제정되었다. 많은 프랑스의 기관투자자 단체는 기업지배구조 기준을 발표하였으며 프랑스 회사연합도 기업지배구조에 대한 보고서를 발표했다.

TOP

4. 경영 구조와 이사의 역할
(1) 구조
대부분의 회사는 단일 이사회 구조를 가지고 있지만 몇 몇 큰 회사는 감독이사회와 경영이사회로 구성되어 있는 2중 구조를 가지고 있다. 단일 구조의 경우, 이사회의 역할은 회사의 전반적인 방향설정과 집행에 대한 감독이다. 이사회 의장은 이사회를 대표하고 감독하며 회사운영을 통제하는 역할을 담당한다. 이사회는 3명 이상 18명 미만의 이사들로 구성되어 있다. 최고경영자는 회사 경영을 위한 광범위한 권한이 부여되며 회사 경영에 대한 책임을 지고 제3자에 대해서 회사를 대표한다. 2중 구조의 경우, 경영이사회는 제3자에 대하여 회사를 대표한다. 감독이사회는 경영이사회의 경영을 감독한다. 상장회사 경영이사회의 최대 인원은 7명으로 제한되어 있으며 감독이사회는 3명 이상 18명 미만으로 구성되어야 한다. 사외이사 구성에 대한 아무런 법적 요구사항은 없으나 Bouton Report는 이사회의 1/2을 독립적인 이사들로 구성할 것을 권고하고 있다.

(2) 선출
단일 이사회 구조 하에서, 이사들은 주주총회에서 선출된다. 이사회 의장과 최고경영자는 이사회에서 임명된다. 이사회 의장은 이사회 구성원 중에서 선출되어야 하나 최고경영자는 이사회 멤버일 필요는 없다. 2중 이사회 구조의 경우에는 감독이사회만이 이사회 의장과 경영이사들을 임명할 권한을 가진다. 감독이사회 구성원은 정기 주주총회에서 선출된다. 일반적인 이사의 자격요건은 다음과 같다.

・모든 이사는 회사의 주주이여야 한다. 정관에 명기한 주식 보유 의무사항을 충족　하지 못하는 경우 3개월 내에 이를 만족시켜야 하며 만일 그렇지 못한 경우 사임　하여야 한다. 이사는 개인뿐만 아니라 법인도 될 수도 있다.
・이사의 국적의무사항은 없으나 이사회 의장과 최고경영자가 프랑스, OECD국가,　모나코, 안도라, 알제리의 국적이 아닌 경우 프랑스 관계당국으로부터 발급한 비　즈니스 카드를 소지한 사람이어야 한다.
・어떠한 개인도 5개 이상의 이사직을 맡을 수 없다.
2중 이사회 구조의 경우에, 경영이사회의 이사는 법인이 아닌 개인이어야 하고 주식을 보유할 필요가 없고 감독

이사회 구성원이 아니어야 하는 것을 제외하고 상기의 이사 자격요건과 동일하다.

(3) 이사의 의무
프랑스 법 하에서 이사가 법규, 규정, 정관, 경영자의 의무 등을 위반한 경우 회사 및 제3자에 대해서 책임을 진다. 단일 이사회 구조 하에서, 특별한 사유 없이 주주 과반수의 의결이 있는 경우 이사는 언제든지 해임될 수 있다. 이사는 해임이 부당한 경우를 제외하고 해임에 따른 보상금을 받을 수 없다. 이사회는 최고경영자를 언제든지 해임할 수 있다. 2중 이사회 구조의 경우에 경영이사회의 구성원은 주주총회의 의결 또는 정관에 달리 정하지 않은 경우 감독이사회에 의해 해임될 수 있다. 이때 해임에 대한 정당한 이유가 없는 경우 회사에 배상을 청구할 수 있다. 감독이사회만이 경영이사회 의장을 해임할 수 있으며 주주총회 특별결의로 감독이사회 이사를 해임할 수 있다.

(4) 이사회 운영
이사회 안건은 이사회 의장에 의해 결정된다. 이사회에 토의 되어야 할 다른 안건은 회의 시작 때 추가될 수 있다. 이사는 합리적 의사결정과 의무 수행을 위해 회사의 필요한 정보에 접근할 수 있다. 이사회 의장에게 이사회를 소집할 권한이 있지만 만일 2달 동안 한번도 이사회가 개최되지 않은 경우 이사 1/3 이상의 동의가 있는 경우 의장에게 이사회 개최를 요구할 수 있다. 이사회내의 위원회는 법적 의무사항은 아니지만 Bouton Report는 감사위원회, 보상위원회, 추천위원회의 설치를 강력히 권고하고 있다. 또한 Bouton Report는 감사위원회의 2/3 이상을 그리고 보상위원회 전원을 독립적 사외이사로 구성할 것을 권고하고 있다.
감사위원회는 재무제표를 검토하고 이사회에 보고하며 감사, 재무책임자(CFO)를 인터뷰하며 외부 감사선임 및 수임료에 대한 의견을 제시한다. 보상위원회는 경영진의 보상에 대한 보고서를 이사회에 제출하며 특히 성과에 따른 보상을 정하는데 핵심적인 역할을 수행한다. 추천위원회는 사외이사 선정을 위한 절차를 수립하고 후보자에 대한 조사를 한다. 사업보고서에 위원회 활동에 대한 상세 내역을 공시하여야 한다.

(5) 보상
주주는 이사회에 해마다 고정된 총액을 지불할 수 있으며 이에 대한 분배는 이사회에 의해 결정된다. 이사회의장, 최고경영자에 대한 보상은 이사회에서 결정된다. 개별이사에 대한 보상 및 각종 급부에 대한 총계금액을 사업보고서에 공시하여야 한다.

(6) 이해 상충
회사와 최고경영자, 이사, 10% 이상 주식을 소유한 주주 등 이해관계자와의 계약을 위해서는 사전에 이사회의 승인을 받아야 한다. 또한 회사의 최고경영자 또는 이사가 최대주주, 무한 책임사원, 경영자, 이사, 감독이사회 이사로 활동 중인 회사와의 계약을 위해서도 사전에 이사회의 승인을 받아야 한다. 사외이사는 회사와 주요주주 및 이사와의 중요 거래에 대한 상세 내역을 주주총회에 보고하여야 한다.

5 공시
기업의 재무상황에 대한 정기적인 공시 외에도 상장회사는 주가 및 주주의 권리에 중요한 영향을 미칠 정보를 가능한 빨리 공시하여야 한다. 하지만 보안이 요구되는 사안인 경우 예외적으로 공시를 연기할 수 있다. 공시 요건을 충족하지 않는 경우 또는 공시된 정보가 정확하지 않은 경우 이사는 처벌을 받을 수도 있다.

6. 회계와 감사

(1) 공시요구사항
상장회사는 분기 보고서, 반기 보고서, 연차 보고서를 제출하여야 하며 만일 이를 제출하지 않는 경우 이사는 형법상의 벌금형을 받을 수도 있다. 또한 허위사실 또는 공정하지 않은 재무 정보를 공시하는 경우 5년 이하의 징역 또는 375,000 유로 이하의 벌금형에 처해질 수 있다. 프랑스 법은 상장회사의 최고경영자에게 재무정보가 정확하다는 것을 인증하도록 요구하고 있으며 고의로 허위의 재무제표를 제출하는 경우 징역 또는 벌금형을 받을 수 있다.

(2) 감사
외부감사는 이사회, 감독이사회, 주주의 추천을 받은 자 중에서 주주총회에서 임명되며 6년 단위로 계약한다. 외부감사는 지역위원회에서 관리하고 있는 리스트에서 선정되어야 한다. 외부감사인은 전문가로서 선량한 주의 의무를 기울여야 하며 그렇지 않은 경우 정확하지 않은 회계감사에 대해 책임을 져야 한다. 외부감사인은 이사회 의장에게 회사의 연속성에 영향을 미치는 중요한 사실을 보고하여야 한다.

(3) 최근의 개혁
감사와 내부 통제와 관련된 최근의 법률 개정은 다음과 같다.

・2006년 8월 1일부터 상장회사는 6년 기간의 감사를 마친 외부감사와 계약을 연　장할 수 없으며 회사는 외부감사의 임명에 대한 사항을 AMF에 보고하여야 한다.

・외부감사는 감사하고 있는 회사에 감사 이외의 서비스를 제공하지 못하며 임기 완료 후 5년간 해당 회사의 경영자나 피고용인이 될 수 없다.
・상장회사의 최고경영자는 외부감사추천에 대한 표결에 참여할 수 없다
・외부감사는 상장회사 회계의 정확성을 인증하지 못하게 하는 사실이나 그러한 거 절을 정당화하는 결정에 대해 AMF에 보고하여야 한다
・이사회 의장은 주주에게 이사회의 역할과 내부통제제도 운영에 대한 상세 내역을 보고하여야 한다.

7. 실행

많은 지배구조 규정들은 법적인 규정보다 가이드라인의 형태를 가진다. 하지만 많은 회사들이 이러한 가이드라인을 자율적으로 준수하고 있다. 예를 들어 최근 조사에 의하면 90%의 CAC40 Index에 포함된 회사들은 법적인 의무기관이 아닌 감사위원회를 설치하고 있다. 하지만 아직 프랑스 기업들의 지배구조는 많은 개선을 필요로 한다. 단적인 예로 프랑스 41% 회사들의 독립적 사외이사 비율은 1/3을 넘지 못하고 있다. 지배구조 개선을 위한 많은 강제적 규율들은 형법적 제재를 가하고 있으며 AMF는 이러한 강제 규율과 관련하여 중요한 역할을 담당하고 있다.

III AXA의 기업지배구조

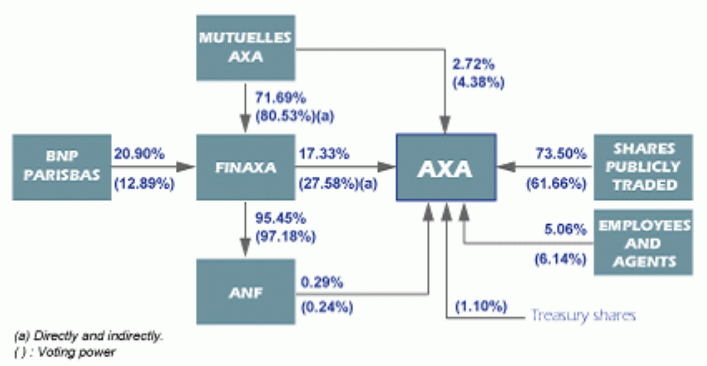
TOP

1. AXA 개관

AXA는 보험중심의 금융회사로서 1982년 Mutuelles Unies가 Drout Group을 인수하여 현재의 모습을 띄게 되었고 1998년부터 AXA라는 회사명을 사용하고 있다. AXA는 전 세계에 5천만명의 고객과 112,118명의 직원이 있으며 8,690억 유로의 자산을 운용하고 있고 2004년 기준 720억 유로의 수익을 올렸다. AXA는 건전한 기업지배구조 정착을 기업이 실천하여야할 중요한 업무로 보고 있다. 특히 1990년대 미국의 NYSE 상장 이후 기업지배구조의 개선을 위해 더욱 노력하고 있다. AXA는 Vienot Report (1995, 1999), the Bouton Report (2002), the Sarbanes-Oxley Act (2002), French Financial Security Act (2003)에 포함된 지배구조 권장사항을 수용하여 기업지배구조 관행을 개선시키고 있다. 한편 유럽의 대표적 지배구조평가 기관인 Deminor는 AXA를 공시와 이사회 항목에서 프랑스 최우수 기업으로 선정하였다.

2. AXA의 소유구조

Mutuelles AXA는 AXA의 의결권 4.38%를 직접 소유하고 있고 Finaxa와 ANF를 통해 간접적으로 27.82%의 의결권을 소유하고 있어 실질적으로 AXA의 최대주주 이다. 그 외에는 어느 주주도 AXA의 지분 5% 이상을 소유하고 있지 않다. AXA의 소유구조에 대한 상세 내역은 다음의 그림과 표와 같다.



주주	주식수	소유지분	의결권
Mutuelles AXA	388,297,657	20.34%	32.20%
Mutuelles AXA	51,959,561	2.72%	4.38%
Fianxa	336,338,096	17.62%	27.82%
자사주	21,033,592	1.10%	
우리사주	96,511,206	5.06%	6.14%
	1,402,648,504	73.50%	61.66%
총계	1,908,490,959	100%	100%

2005. 2. 28. 기준

3. AXA의 이사회

TOP

1997년 AXA는 감독이사회(Suprevisory Board)와 경영이사회(Management Board)로 구성된 이원적 이사회제도를 채택하였고 현재까지 이를 유지하고 있다. 이원화된 이사회는 경영권과 감독권을 분리하여 균형 있는 힘의 안배에 가장 적합한 형태이다.

(1) 감독이사회

1) 구성

AXA의 감독이사회는 AXA의 발전을 위해 상호 보완적 역할을 담당할 수 있는 능력과 경험을 겸비한 전문가들로 구성되어있다. 감독이사회는 이사의 독립성 판단을 위해 경영이사회로부터의 독립을 가장 중요한 평가 기준으로 삼고 있다. 현재 AXA의 감독이사회는 13명으로 구성되어 있으며 Bouton Report에 의한 기준에 의하면 13명중 9명이 독립적인 이사들이다.

2) 역할과 권한

감독이사회는 이사회 의장과 경영이사회 구성원을 임명하며 회사의 효율적인 운영에 대해 감독하고 이를 주주총회에 보고한다.

주주와 관련된 감독이사회의 권한은 다음과 같다.

・회사의 자본금에 변화를 주는 신주 발행과 관련된 사항
・기업의 재무구조에 심각한 변화를 주는 재무관련 사항
・기업 인수・합병과 관련된 사항
・전략적 제휴와 관련된 사항
・주식매수 청구권과 관련된 사항
・스톡옵션 또는 주식 보상과 관련된 사항
・정관의 변경과 관련된 사항

3) 운영

감독이사회의 운영, 조직, 보상과 관련된 원칙은 내부규정에 명시되어 있다. 감독이사회는 1년에 최소한 5번 이상 개최되어야 하며 필요시 감독이사를 위한 관련 교육과 특별모임이 제공되어진다. 회사의 발전과 이사 개인의 이익을 같은 방향으로 일치시키기 위해 감독이사회 구성원은 적어도 이사업무를 통해 받은 보상 이상의 주식을 보유하여야만 한다.

4) 자체평가

감독이사회는 자체평가의 중요성을 인식하고 있으며 2002년부터 매년 개인 인터뷰와 특별히 고안된 평가문항 등을 기초로 하여 자체 평가를 실시하고 있다. 평가에 의하면 감독이사회, 경영진, 경영이사회간의 대화와 토론은 우수한 것으로 평가 됐으며 감독이사회와 이사회내의 위원회 운영도 효율적인 것으로 나타났다. 하지만 감독이사회 구성에 있어서 국적의 다양화와 젊은 구성원 확충은 개선점으로 지적되었다. 2005년도의 자체 평가와 관련된 주요 평가 문항은 다음과 같다.

・감독이사회와 경영이사회 의장 및 그룹 경영진과의 관계
・이사회와 위원회의 구성 및 운영
・감독이사회의 내부규정
・이사보상의 절차 및 수준

5) 감독이사의 보상

원칙적으로 감독이사회의 구성원은 고정적인 보수는 받지 않고 다만 회의 참가에 따른 약간의 보상만 받게 된다. 감독이사에 대한 보상은 회사정관에 부합되어야 하며 주주에 의해 결정되고 다음과 같은 원칙에 따라 분배된다.

・ 전체 보상금의 절반은 감독이사회 전원에게 똑같이 일정한 금액으로 분배
・ 나머지 절반의 일부분은 감독이사회 참석에 따른 비율에 따라 분배
・ 나머지는 감독이사회내의 위원회 참석비율에 따라 분배

(2) 이사회내의 위원회

위원회는 의견, 제안, 권고 등을 이사회에 제시할 수 있으며 필요시 외부 전문가의 도움을 받을 수 있다. 위원회의 위원장은 위원회의 검토가 끝난 안건에 대해서 이사회에 보고 하여야 한다.

1)감사위원회

① 구성

감사위원회는 모두 5명의 독립적 이사들로 구성되어 있으며 Bouton Report와 Sarbanes Oxley Act의 독립성 요건을 모두 충족시키고 있다. 2004년에는 총 6회의 감사위원회가 개최되었으며 참석률은 62%였다.

② 임무

・이사회에 보고하기 전에 재무제표 및 재무제표 관련된 재무 서류 검토

・외부감사인 선임 통제 및 감사프로그램 등에 대한 승인

・AXA가 심각하게 위험에 노출될 수 있는 사안에 대한 경영이사회와 외부감사인의 자문 응답

・회계기준 검사 및 회계기준 변경 검토

・AXA의 내부감사 프로그램에 대한 조사 및 내부감사부서 또는 외부감사인이 제 출한 보고서 검토. 필요시 내・외부 감사를 요구할 수 있으며 AXA의 내부 통제를 감독

・회사의 경영진과 주주에게 회사의 가치와 재무상황에 심각한 영향을 미칠 사안에 대해서 보고

・필요하다고 생각되는 사안에 대해서 조사하고 이에 대한 결과를 감독이사회에

2)재무위원회 (Finance Committee)

① 구성

재무위원회는 4명으로 구성되어 있으며 Bouton Report 기준에 의하면 1명만이 독립적이다. 2004년에 3번의 재무위원회가 개최되었으며 참석률은 67%였다.

② 임무

・감독이사회가 경영이사회에게 부여한 권한의 범위를 초과하는 부동산의 매각, 채 권발행 등에 대한 검토

・중요한 재무거래에 대한 검토

・AXA의 자산관리 정책 및 투자관리 정책 등에 대한 검토

3)추천, 지배구조, 인사위원회 (Selection, Governance and HR Committee)

① 구성

추천, 지배구조, 인사위원회는 4명의 이사로 구성되어 있으며 Bouton Report 기준에 의하면 2명이 독립적이다. 2004년에 총 2번의 회의가 개최되었으며 참석률은 100% 였다.

② 임무

・감독이사회, 경영이사회의 구성원인 이사의 추천기준 제정

・감독이사회, 경영이사회의 의장, 부의장의 추천기준 제정

・이사회내의 위원회 멤버 및 위원회 위원장의 추전기준 제정

・주요 경영진 임명에 대한 검토

4)보상위원회

① 구성

보상위원회는 모두 5명으로 구성되어 있으며 Bouton Report 기준에 의하면 3명이 독립적이다. 2004년에 총 5번의 회의가 개최되었으며 참석률은 85% 였다.

② 임무

・경영이사회의 보상수준, 경영진에 대한 보상수준, 임직원에 부여한 스톡옵션 등에 대해 감독이사회에 의견 제시

・AXA 자회사의 이사회에서 결정된 보상수준에 대한 검토

(3) 경영이사회

1) 구성 및 임무

경영이사회는 AXA의 경영의사결정 기구로서 상임이사 5명의 멤버로 구성되어있다. 모든 경영이사는 회사경영과 관련하여 각 부분별 책임을 지고 있으며 신의성실의 원칙에 입각하여 회사발전을 위해 최선을 다하여야 한다.

2) 운영절차

경영이사회는 회사의 전략과 운영에 대해 토의하기 위해 매주 개최되고 있다. 경영이사회는 집행위원회(executive committee)의 도움을 받고 있는데 집행위원회는 개별사업단위의 책임자가 포함된 경영이사회내의 위원회로서 AXA 전략을 집행하는데 중요한 역할을 담당하고 있다. 집행위원회는 2000년부터 분기별 사업검토를 하고 있는데 이는 명료하고 일관된 업무집행, 중요 전략에 대한 정보제공 및 토의, 중요 프로젝트의 진행상황 점검 등을 위하여 시작되었다.

>3) 경영이사회의 보상

>경영이사회의 보상 수준은 보상위원회의 권장을 바탕으로 하여 감독이사회에서 결정한다. 2004년 경영이사회 구성원에게 지불한 전체 보상 금액은 11,807,641 유로이다.

4. 보상정책

1994년 AXA는 임원 보상에 대한 기본 정책을 채택하였으며 보상위원회는 이를 바탕으로 임원 보상에 대한 의사 결정을 하고 있다. 보상정책의 주요 목표는 능력 있는 사람에 대해 상응하는 보상을 하고 회사에 지속적으로 근무할 수 있는 동기를 부여하는데 있다.

(1) 고정 및 변동 보상

고정 보상은 시장의 하위 1/4 에 해당하는 급료를 목표로 하고 있다. 성과에 따라 변동이 있는 변동 보상은 AXA

전체의 성과, 사업단위의 성과, 사전에 설정된 개인의 목표에 연계되어 있다. 전체 보상에서 변동요소가 차지하는 비중이 크기 때문에 사전에 설정한 목표를 달성하거나 초과할 때 임원의 보상은 시장의 상위 및 최상위 에 해당될 수 있다.
(2) 성과 측정 기준
성과 측정 기준은 AXA 그룹의 내부적 성과, 임원이 책임지고 있는 사업단위의 성과, AXA 주식의 중기 간(3~5년)의 성과와 연계되어 있다.
(3) 스톡옵션
>AXA는 프랑스를 비롯한 전 세계에 있는 임직원에게 스톡옵션을 부여하여 회사의 이익을 임직원이 공유하도록 하고 있다. 스톡옵션의 행사 가격은 할인 없이 시장의 공정한 가격으로 설정하도록 되어 있으며 부여일로부터 10년간 유효하다. 감독이사회는 주주총회에서 설정된 상한의 범위 내에서 스톡옵션에 대한 구체적 사안에 대해 결정한다. 옵션의 부여는 성과에 대한 기여도를 근거로 하고 있으며 구체적으로 직무의 중요성, 현 직무를 수행하는데 있어서 개인의 역량, 장래에 있어서 개인의 역량, 성과 기여에 대한 질 등이다.

IV. 결론

이제까지 프랑스의 기업지배구조와 프랑스의 지배구조 우수기업인 AXA에 대해서 알아보았다. 지배구조는 각국의 역사적, 경제적, 사회적, 문화적, 법률적 배경에 따라 서로 상이하게 발달되어 왔다. 하지만 지배구조 선진국의 공통된 특징은 경영진에 대한 이사회의 효율적인 감시와 통제 그리고 소액주주에 대한 보호이다.
한국의 특수성을 고려한 지배구조를 정착하는데 노력하여야 하지만 '한국형'이라는 미명하에 지배구조의 가장 핵심인 주주권리를 위한 여러 제도와 장치를 왜곡하거나 간과해서는 안 될 것이다.

Organisation for Economic Co-operation and Development

이번 호에서는 '해외 기업지배구조 관련 기관 소개' 6번째 순서로 **OECD(Organisation for Economic Co-operation and Development)**에 대해서 소개합니다.

김진성 (한국기업지배구조개선지원센터 연구위원)

1.머리말
2.OECD개략
3.OECD의 기업지배구조 개선 활동
4.기업지배구조 주제별 **OECD**의 활동
5.맺음말

I. 머리말

현재 30개국을 회원국으로 구성하고 있는 OECD는 그 회원국 수가 전 세계국가의 4분의 1이 채 되지 않으나 이 30개국은 전 세계가 만들어 내는 상품과 서비스 중 거의 60%를 생산함으로써 OECD 회원국이 세계적으로 차지하는 비중이 실로 크다. OECD는 이와 같은 회원국의 참여를 바탕으로 경제, 사회, 환경 등 다양한 이슈에 관하여 논의하고 토론하는 장을 마련하고 있다. 그중에서도 기업지배구조와 관련해서는 2004년에 OECD 기업지배구조원칙(개정판), 2005년에 공기업지배구조가이드라인을 내놓고 지역별 라운드테이블을 주최하는 등 꾸준하고 왕성한 활동을 하고 있다. 그러한 측면에서 해외기업지배구조 관련기관을 소개해 오며 OECD를 이제야 다루는 것은 늦은 감이 없지 않다. 아래에서는 우선 OECD에 관하여 그 구성과 활동내역을 중심으로 알아보고, 기업지배구조와 관련된 OECD의 활동을 기구별, 주제별로 살펴보기로 한다.

II. OECD 개략

1. OECD란 무엇인가

OECD(Organization for Economic Co-operation and Development, 경제협력개발기구)는 시장민주주의를 가진 30개의 정부가 국제화에 따르는 경제적, 사회적, 지배구조의 과제를 함께 논의하기 위해 만든 포럼이다. 이를 위해 OECD는 각국의 정책을 비교하고 공통된 문제에 대한 해결방안을 제시하며 국·내외 정책 간에 조화를 유도할 수 있는 장을 제공한다. 이러한 포럼은 각국의 정책을 향상시키고 OECD 기업지배구조원칙과 같은 비강제적인 "연성법(soft law)"을 이행하게 하는 강력한 동기를 제공하여 종종 공식적인 합의나 조약을 이끌어 내기도 한다.

가입국 정부간의 교류는 파리에 소재한 사무국이 제공한 정보와 분석을 통해 이루어진다. 사무국은 자료를 수집하고 경향을 주시하며 경제적 발전과정을 분석하고 예측한다. 또한 사무국은 무역, 환경, 농업, 기술, 세금과 기타 사항에 관한 사회적 변화와 발전패턴을 연구하기도 한다. OECD는 경제성장, 재정안정, 무역과 투자, 기술, 혁신, 기업활동장려 그리고 개발협력 등을 통해 각국 정부가 부를 증진시키고 가난을 퇴치하는 것을 돕는다. 다른 목적으로는 일자리창출, 사회적 형평유지와 명확하고 효과적인 지배구조 확보 등이 있다.

지난 40여년 동안 OECD는 통계비교, 경제 및 사회데이터에 관한 가장 크고 믿을만한 공급자가 되어 왔다. OECD의 데이터베이스는 국가평가, 경제지표, 노동력, 무역, 고용, 이민, 교육, 에너지, 건강, 산업, 세금과 환경 등 매우 다양한 영역에 걸쳐 있으며 이에 대한 조사 분석 결과의 대부분은 출간이 되고 있다. OECD는 같은 생각을 가진 국가들의 단체이며 특히 그 멤버십은 시장경제와 다원민주주의를 갖춘 국가에 대해서만 개방이 된다. 그러나 이는 배타적인 것을 의미하지는 않으며, 비회원국가들도 OECD 합의나 조약 등에 참가가 가능하고 세계 각국의 의견을 교환하고 나눈다.

OECD는 2차 세계대전 이후 유럽의 재건 계획이었던 마샬플랜(Marshall Plan)을 실행하기 위해 미국과 캐나다의 지지로 1947년에 설립된 OEEC(Organization for European Economic Co-operation, 유럽경제협력을 위한 기구)로부터 출발했다. NATO의 경제적 협력체로서 설립된 OECD는 1961년에 OEEC의 업무를 인수하여 유럽과 미주 그리고 세계를 지향하는 조직으로 개편하였으며 그 이후로 세계경제 발전에 공헌하기 위해 활동하여 왔다.

2. OECD의 활동

OECD 설립 협약상의 목적 제1조에 따르면 OECD의 임무는 금융안정을 통해 회원국의 지속 가능한 경제 성장과 고용안정을 도모하고 삶의 질을 향상시킴으로써 세계 경제 발전에 기여하고 회원국 및 개발도상국의 경제력 확대에 기여하며 다자주의와 무차별주의에 입각한 세계 무역의 확대에 기여하는 것이다.

가. 위원회**(Committees)**

파리에 소재하고 있는 OECD의 사무국 직원들은 OECD 30개 회원국의 요청에 의하여 조사와 분석을 수행한다. 회원국 대표들은 경제, 무역, 과학, 고용, 교육 또는 금융시장과 같은 구체적인 영역에 관한 아이디어를 제안하고 발전을 검토하는 구체화된 위원회에 참여한다. 이와 관련해서 200여개의 위원회, 작업단(working groups), 전문가집단 등이 있다. 40,000여명이 넘는 각국의 고위관료들이 OECD 사무국이 수행하는 작업을 검토하고 제안하며 공헌하기 위해 매해 위원회 모임에 참석한다. 이들은 각자의 국가에 돌아가서 온라인으로 OECD 자료에 접근하며 특화된 네트워크를 통해 정보를 교환할 수 있다.

나. 협의회**(The Council)**

의사결정권한은 OECD의 협의회에 있다. 이는 각 회원국 당 대표 1명과 유럽위원회(European Commission)의 대표 1명으로 구성된다. 협의회는 OECD에 파견된 대사급 위주로 정기적으로 모임을 가지며, 의사결정은 합의에 의해 이루어진다. 협의회는 또한 매해 한번씩 주요 이슈를 논의하고 OECD 작업의 우선순위를 정하기 위해 장관급 회의를 가진다. 협의회에 의해 정해진 일은 OECD 사무국이 수행한다.

다**. OECD** 사무국

파리에 위치한 OECD 사무국의 약 2,000여명의 직원들은 각 위원회의 활동을 지원하는 일을 한다. 이 중에는 700여명의 경제학자, 법률가들, 과학자들과 기타 전문가들을 포함하고 있다. 사무국은 사무총장(Secretary-General) 현재 OECD 사무총장은 Donald J. Johnston이 맡고 있다. 그는 캐나다인으로서 캐나다에서 법률가와 정치인으로 활동해 오다 1996년 6월에 OECD 사무총장으로 취임한 이후 지금까지 활동하고 있다. 이 이끌고 있으며 사무차장(Deputy Secretaries-General)이 보좌한다. 사무총장은 협의회의 의장을 맡으며 각국의 대표와 사무국간에 중요한 연결고리가 된다. 공식 언어로는 영어와 불어 두 가지를 채택하고 있다. OECD 직원들은 각 OECD 회원국에서 온 사람들이지만 OECD에서 일하는 동안에는 국적과 관계없이 국제민간공무원으로서 일하게 된다. 국가별 인원할당은 없으며 경험과 국적을 고려하여 높은 자질을 가진 사람을 채용한다는 공평한 기회정책만이 있을 뿐이다.

라. 활동자금

OECD의 활동자금은 30개 회원국으로부터 지원되며 연 예산에 대한 국가별 기부금은 각국 경제규모와 상관이 있다. 가장 큰 기부국은 미국이며 예산의 약 25%를 책임지고 있고 일본이 뒤를 잇고 있다. 협의회의 승인 하에 각국은 주 예산과는 별도로 특정한 프로그램에 기부를 할 수도 있다. OECD의 예산규모는 연 약 3억3천만 유로이다.

마**. OECD**의 업무

OECD는 정책연구와 조사를 통해 토론과 숙고의 장을 마련하는데 이를 통해 각국 정부로 하여금 회원국간의 공식적인 합의에 이르게 하도록 정책형성을 유도하거나 다양한 포럼활동을 지원한다. 세계은행(World Bank)이나 국제통화기금(International Monetary Fund)과 달리 OECD는 돈을 지원하지는 않는다.

자료수집과 분석, 총체적인 정책토론, 의사결정 그리고 실행에 이르기까지 OECD의 작업방식은 매우 효과적인 과정으로 구성된다. 각국 정부에 의한 상호 점검, 다자간 감시, 동료집단으로부터의 압력 등은 '국제무역거래에 있어서 뇌물과의 전쟁에 관한 협정(Convention on Combating Bribery in International Business Transaction)'과 같은 영역에서 OECD 유효성의 중심에 있다. 정보기술혁명이 경제성장에 어떠한 영향을 끼쳤는가에 관한 OECD의 분석은 각국 정부가 경제정책을 다듬는 것을 돕고, 실업의 원인과 해결방안에 관한 작업은 실업을 줄이기 위한 정치적인 자극을 주기도 한다. 서비스 분야에서의 무역과 같은 이슈에 관한 결정적인 분석 작업과 공감대형성은 국제무역협상의 성공에 큰 도움이 된다.

OECD에서 벌어지는 토론은 때때로 국제협력을 위한 규정에 합의하기 위해 OECD 회원국들간의 협상으로 발전하기도 한다. 그 예로 이러한 협상은 뇌물과의 전쟁, 수출신용, 자본이동과 같은 이슈에 관해 공식적인 합의를 도출했으며, 국제조세를 위한 기준과 모델, 기업지배구조와 환경문제를 포괄하는 가이드라인을 낳기도 했다. OECD가 수집하고 분석하는 자료의 상당량은 출간이 되거나 온라인으로 제공이 되고 있다.

3. OECD 사무국의 구조

총 사 무 국		
개발협력 이사회 www.oecd.org/dac	경제국 www.oecd.org/eco	교육이사회 www.oecd.org/edu
고용,노동,사회문제 이사회	기업활동,중소기업과 지역발전을 위	환경 이사회

www.oecd.org/els	한 센터 www.oecd.org/cfe	www.oecd.org/env
집행 이사회	금융 및 기업문제 이사회 www.oecd.org/daf	식품,농업 및 어업 이사회 www.oecd.org/agr
비회원국과의 협력센터 www.oecd.org/ccnm	공공문제와 커뮤니케이션 이사회 www.oecd.org	공공지배구조와 지역발전 이사회 www.oecd.org/gov
과학,기술 및 산업 이사회 www.oecd.org/sti	통계 이사회 www.oecd.org/std	조세정책고가 행정센터 www.oecd.org/ctp
무역 이사회 www.oecd.org/ech		

4. 비회원국과의 협조

시간이 흐름에 따라 OECD의 관심은 비회원국의 경제에까지 확대되어 현재 70여개가 넘는 국가들과 협조관계를 유지하고 있다. 이러한 시도는 OECD의 경험을 비회원국들에게도 유용하게 하고 동시에 비회원국들의 통찰과 전망으로부터 OECD가 혜택을 볼 수 있게 하기 위한 것이다.

비회원국과의 협력센터는 세계경제를 둘러싼 OECD와 비회원국들 간에 경제에 관한 정책논의가 이루어 질 수 있도록 다리 역할을 한다. 센터는 OECD가 다루는 주요 주제들 즉 투자환경향상, 공공지배구조와 기업지배구조, 무역, 농업, 경쟁과 조세 등과 관련 있는 수많은 프로그램들을 만들어 낸다. 또한 센터는 브라질, 중국, 러시아와 같은 주요 비회원국들과 국가프로그램 뿐만 아니라 지역프로그램을 조직하기도 한다.

5. OECD와 대중

정부간 조직으로서 OECD는 이해당사자와 모든 범위에서 투명하고 공개적으로 의사소통을 해왔으며 또한 그들의 의견을 수렴해 왔다. 이러한 이해당사자로는 정부와 정책입안자, 기업대표, 학자, 노조, 시민사회조직, 미디어와 일반 대중 등을 포함한다. OECD의 웹사이트(www.oecd.org)는 OECD가 세계의 사람들과 만나는 주요한 접촉점으로써 OECD의 메시지를 다양한 청중에게 전달하는 중요한 역할을 한다. 웹사이트는 또한 특정 프로젝트에 관한 대중의 의견을 모으는 곳이기도 하다.

OECD의 출판작업은 그 지적 산출물을 전달하는 중요한 매개물로써 온라인과 오프라인으로 병행하여 이루어진다. 이는 매해 약 250개의 주제로 영어와 불어로 출판이 되며 몇몇 주제에 관해서는 다른 언어로도 번역되어 출판이 된다. 출판에 관한 정보는 파리에 있는 OECD 사무국과 베를린, 동경, 멕시코시티, 워싱턴DC 등의 OECD 사무실과 온라인(www.oecdbookshop.org) 등을 통해 얻을 수 있다. OECD가 발간하는 잡지인 『OECD Observer』는 OECD의 업무와 관련된 주요 이슈들에 관한 소식들을 전한다.

OECD는 설립이후로 시민사회와 협조적인 관계를 유지해 왔는데 이는 주로 기업산업자문위원회(the Business and Industry Advisory Committee)와 노동조합자문위원회(the Trade Union Advisory Committee) 등을 통해 이루어졌다. 지난 10년 동안 OECD는 다른 시민사회조직들과도 광범위한 대화와 상담을 해왔으며 이런 상담은 다양한 범위의 주제를 포괄한다. 그 예로 투자, 다자간무역체계, 다국적기업을 위한 OECD가이드라인, 기업지배구조, 부패방지, 환경, 개발, 생명공학, 식품과 농업, 정보와 커뮤니케이션 그리고 지역발전 등을 들 수 있다.

다른 국제조직들과의 연계차원에서 OECD는 국제노동기구(International Labour Organization), 식품 및 농업기구(Food and Agriculture Organization), 국제통화기금(International Monetary Fund), 세계은행(World Bank), 국제원자력기구(International Atomic Energy Agency), 그리고 다른 UN의 관련 조직들과 공식적인 관계를 맺고 있다. 또한 OECD는 사무국에 부속된 유럽운송장관회의(European Conference of Ministers of Transport)와도 협조하고 있다.

연례장관회의와 연계해서 개최되는 연례 OECD포럼은 기업, 노동, 비정부기구 지도자들로 하여금 각국의 정부관료들, 국제기구의 상임 관료들과 함께 장관회의의 주요 이슈들에 관해 논의할 수 있는 장을 마련해 준다. 이 포럼은 일반 대중에게도 공개가 된다.

6. OECD 회원국 **(30**개국**)**

(가나다순)

그리스	네덜란드	노르웨이	뉴질랜드
대한민국	덴마크	독일	룩셈부르크
멕시코	미국	벨기에	스웨덴

스위스	스페인	슬로바키아	아이슬란드
아일랜드	영국	오스트리아	이태리
일본	체코	캐나다	터키
포르투갈	폴란드	프랑스	핀란드
헝가리	호주		

III.OECD의 기업지배구조 개선 활동

TOP

1. 개요

기업지배구조는 기업의 조직적, 정책적 틀을 반영하는 것으로 기업의 시작으로부터 지배구조, 회사법, 민영화, 시장퇴출, 파산에 이르기까지 다양한 영역을 아우른다. 기업, 금융기관, 시장의 상호보완은 경제와 그 안정성에 중심적인 부분이다. 좋은 기업지배구조는 이사회나 경영진이 회사와 이해관계자의 이익에 충실하게 하고 더불어 효과적인 감시를 용이하게 하는 목적을 추구하는 데 있어 적당한 동기를 제공해 주어야 한다. 개별회사와 전체로서의 경제에서 효과적인 기업지배구조체계의 존재는 시장경제가 제대로 작동하기 위해 필요한 자신감을 제공하는 데에 도움이 된다. 결과적으로 자본의 비용은 낮아지며 회사들은 자원을 보다 효율적으로 활용하여 성장에 버팀목이 된다. 이러한 성공을 위한 결정적인 요소는 회원국과 비회원국의 시민사회 대표들 뿐만 아니라 공공분야와 민간분야 기관의 의사결정자들 사이에 지속적인 정책논의이다.

OECD와 그 회원국들은 점차적으로 근본적인 정책목표를 달성하는 데 있어서 거시경제와 구조적 정책간의 시너지효과를 인식하게 되었다. 기업지배구조는 투자자의 자신감을 강화할 뿐만 아니라 경제성장과 효율성을 향상시키는 데에 중요한 한 요소이다. 이와 관련하여 OECD 기업지배구조조정위원회(OECD Steering Group on Corporate Governance)는 기업지배구조에 관한 OECD의 업무를 조정하고 이끌고 있다.

OECD의 기업지배구조에 관련된 최근 활동을 소개하면 아래와 같다.
- 라틴아메리카에서의 좋은 기업지배구조에 관한 사례 연구(2005년 11월)
- 지배구조가 취약한 지역에서의 투자자들을 위한 위험관리방안에 관한 공개상담 시작(2005년 10월)
- 공기업의 지배구조에 관한 가이드라인 출판(2005년 10월)
- 다국적기업을 위한 가이드라인의 이행에 관한 보고서 출판(2005년 9월)
- 기업지배구조에 관한 아시아 라운드테이블(2005년 9월)
- 인도네시아 기업지배구조 발전에 관한 세미나(2005년 9월)
- 중국의 공기업과 사기업 지배구조에 있어서 개혁의 필요성에 관한 보고서(2005년 9월)
- 러시아 기업지배구조 라운드테이블(2005년 6월)
- 공기업지배구조에 관한 두 번째 정책 논의(중국 북경, 2005년 5월)
- 라틴아메리카 라운드테이블에서 라틴아메리카 기업지배구조운동 발족(2005년 5월)

2. OECD 기업지배구조조정위원회 **(The OECD Steering Group on Corporate Governance)**
OECD 기업지배구조조정위원회(이하 위원회)는 기업지배구조에 관한 업무와 공기업, 시장통합, 회사법, 파산과 민영화와 같은 관련 기업이슈를 조정하고 이끌고 있다. 위원회는 호주의 OECD 영구파견대사인 Veronique Ingram이 위원장을 맡고 있으며, 금융 및 기업문제 이사회 소속 기업문제분과로 소속되어 있다.

위원회는 OECD 기업지배구조원칙의 개정판을 내놓았으며 그 원칙의 검토는 2002년과 2003년에 걸쳐 OECD 회원국에서 시행되었던 기업지배구조발전에 관한 조사에 의해 뒷받침 되었다. 게다가, OECD는 지역 기업지배구조 라운드테이블에서 얻은 『경험의 종합(synthesis of experiences)』을 내놓았다. 참여의 기회를 확대하기 위해 위원회는 약 70여의 개인과 조직으로부터 개정된 기업지배구조원칙의 초안문구에 대한 공개적인 논평을 받기도 했다. 위원회는 또한 공기업지배구조와 민영화 작업단(Working Group on Privatisation and Governance of State-Owned Assets)에 공기업지배구조에 관한 비강제적인 원칙과 모범규준을 만들 것을 요청했다.

위원회의 의무 중 가장 중심적인 부분은 OECD Global Forum on Governance의 틀 안에서 일어나는 기업지배구조 영역에서의 OECD의 광범위한 활동을 이끌고 지원하는 것이다. 이러한 일의 주요 특징이 아시아, 러시아, 라틴아메리카, 동남유럽과 유라시아에서 개최되는 기업지배구조 지역라운드테이블들이다. 이러한 라운드테이블들은 세계은행의 작업팀과 협력하여 조직된다.

3. 기업지배구조 지역라운드테이블
좋은 기업지배구조는 경쟁적인 민간부문에서 장기적으로 투자자본을 끌어들이고 유지하기 위해 필수적인 것

이다. 지역라운드테이블은 OECD 기업지배구조원칙을 참고삼아 다자간 경험의 교환과 정책논의를 위한 지속적인 틀을 마련하는 데에 효율적인 수단이라는 점을 증명해 왔다. IFC/세계은행 기업지배구조팀과 함께 조직한 라운드테이블은 각 국가와 지역에서의 가장 중요한 구성원들의 친밀한 관계를 바탕으로 하여 포괄적인 접근을 하고 있다. 라운드테이블 과정의 첫 번째 국면은 지역을 위한 우선사항과 추천사항을 세우는 지역별 백서 기안을 마련하는 것이었다. 지금의 국면은 정책형성, 이행과 강제에 초점을 맞추고 있다. 라운드테이블은 세계은행과 OECD가 공동으로 세운 Global Corporate Governance Forum의 지원과 함께 실행되며, 이는 개발경제와 전환경제에서의 기업지배구조에 관한 높은 기준의 규준과 사례를 옹호하고 지원하며 확대하기 위한 것이다.

가. 지역
현재, 다섯 개 지역의 라운드테이블이 있다.
• 아시아 기업지배구조 라운드테이블
• 유라시안 기업지배구조 라운드테이블
• 라틴 아메리카 기업지배구조 라운드테이블
• 러시아 기업지배구조 라운드테이블
• 동남유럽 기업지배구조 라운드테이블.

나. 목표와 목적
기업지배구조 라운드테이블의 전체적인 목표는 기업지배구조를 향상시키기 위한 민간부문 및 공공부문의 노력과 그 의사결정자들을 지원하는 것이다. 이것은 각 지역에서 계속적인 논의를 위한 포럼을 마련함으로써 달성된다.
구체적인 목적들을 살펴 보면 다음과 같다.
• 각 지역에서 보다 나은 지배구조를 촉진함
• 기업지배구조에 대한 이해를 향상시키고 정책발전을 지원함
• 민간부문과 공공부문 간의 기업지배구조에 관한 경험에 대한 논의를 진행함
• 각 지역에서의 발전을 지켜보고 평가함
• 필요한 기술지원을 파악하고 이러한 영역에서 수요와 공급을 맞춤
• 국가적 지역적 개혁운동에 관한 국제커뮤니티를 알림.

다. 주요 산출물
• 경험에 관한 보고서 : 개발경제와 신흥경제가 맞은 주요 기업지배구조 이슈뿐만 아니라 잠재적 해결방안까지 알아보기 위해 아시아, 유라시아, 라틴 아메리카, 러시아와 동남유럽의 기업지배구조 라운드테이블의 처음 25번의 모임에서 나온 경험을 모은 것이다.

• 백서 : 정책회의의 결과로서 아시아, 라틴 아메리카, 러시아와 동남유럽 라운드테이블은 가장 빨리 개선을 필요로 하는 영역을 목표로 하여 백서를 발간하게 되었다. 유라시안 라운드테이블은 비교보고서를 내놓았다.

• 출판과 커뮤니케이션 : 라운드테이블 논의를 위한 배경문서는 공개되고 배포되었으며 여러 웹사이트들을 통해 관련 이슈에 관한 정보가 게재되었다.

• 연례 정책회의 : 기업지배구조 향상에 관해 논의하기 위해 매해 고위정책입안자, 규제기관, 기업과 시장참여자들이 참가하는 포럼이 열린다.

라. 최근 회의들
• 제 7차 아시아 기업지배구조 라운드테이블 : 인도네시아 발리, 2005년 9월
• 인도네시아 기업지배구조 발전에 관한 세미나 : 인도네시아 발리, 2005년 9월
• 러시아 기업지배구조 라운드테이블 : 러시아 모스크바, 2005년 6월
• 기업지배구조에 관한 제 2차 정책논의 : 중국 북경, 2005년 5월
• MENA (Middle East and North Africa Economic Summit,) 중동 및 북아프리카 경제정상회담. -OECD 투자 프로그램-기업지배구조향상 사례를 위한 위원회 5 : 2005년 2월.

4. Global Forum: 지배구조
OECD 글로벌 포럼은 개별 국가와 지역에서 다루어지지 않는 이슈들을 토론하며 변화하는 환경과 함께 국제적 참여와 융통성을 보여 왔다. 지배구조에 관한 글로벌 포럼(이하 포럼)은 경험에 관한 논의와 교환을 통해 정책개혁과 기관설립을 촉진하여 지배구조의 기구와 기반을 강화하는 것을 목표로 한다. 포럼은 비효율적이고 불투명한 지배구조는 법규, 민주주의, 인권, 공정성과 사회정의에 큰 위협이 된다는 의견에 바탕을 두고 있다.

이러한 것들은 경제적 발전을 가로막고 기업 환경을 손상시키며 국내외 투자를 저해하고 민주적 기관의 안정성을 위험하게 한다. 포럼은 보다 나은 지배구조를 지원하기 위해 세 가지 영역을 포함하는 요소로 구성되어 있다.

첫째는, 기관의 역량 개선과 공무원들을 위한 높은 수준의 윤리규준 제정을 통해 공공분야 경영의 법적, 구조적, 경영상의 개혁을 촉진하고 공행정의 보다 나은 투명성과 책임성을 확보하는 것이다. 둘째는, 뇌물에 관한 법률, 투자를 위한 투명한 조건, 기업의 책임과 국제적으로 확립된 회계기준 등을 통해 기업운영에 있어서의 투명성과 완전성을 촉진하는 것이다. 마지막으로 법적, 제도적, 규제의 틀을 향상시키고 증권거래소, 투자자와 기업들을 위한 제안사항들을 제공함으로써 좋은 기업지배구조를 촉진하는 것이다.

4.기업지배구조 주제별 OECD의 활동

TOP

1. 기업법과 기업지배구조
정책입안자들과 정책실행자들은 사업 분야의 기능을 강화하기 위한 수단으로서의 기업법의 역할을 점차적으로 인식하고 있다. 이렇게 증가된 관심은 아래와 같은 측면에서 기업법의 설계로 모아진다.
• 기업의 경쟁력을 향상 시키는 것
• 인적 자원과 금융자본에 대한 접근을 확보하는 것
• 기업에게 동기를 부여하는 것
• 자본 배당을 개선하는 것.

최근 몇 년간 OECD 회원국의 다수는 위의 네 측면에서 현재의 기업법을 분석하거나 평가하거나 검토하는 것을 목적으로 하는 다소 명시적인 운동을 시작했다. 국가적이고 경제적인 구체적 문제에 더해, 최근의 기업법운동은 상품과 자본시장의 국제화, 지식집중산업의 출현, 기업자산구조와 기업재무에 있어서의 변화 등과 같은 보다 일반적인 경향이 의미하는 바를 고민하고 있다. 이와 관련해서 기업자산의 소유주로서 정부의 역할과 기업지배구조에 대한 관심이 증가하고 있다. 이러한 정책논의를 촉진하고 알리기 위해 OECD는 회원국의 발전을 배우고 정보를 수집하며 고위정책입안자들 간에 정보공유를 용이하게 하고 있다.

2. 기업지배구조원칙
OECD는 2004년 4월에 기업지배구조원칙(Principles of Corporate Governance, 이하 원칙) 개정판을 선보였다. 지난 1999년 처음 도입된 이래 원칙은 좋은 기업지배구조를 위한 국제적인 표준으로서 널리 인식되어 왔으며 OECD 회원국과 비회원국 모두에서 정부, 규제기관, 투자자, 기업, 이해관계자 등에 의해 적극적으로 이용되었고, Financial Stability Forum은 이 원칙을 건전한 금융체계를 위한 12가지 기준의 하나로써 채택하기도 했다.

원칙에 대한 작업은 OECD 기업지배구조조정위원회를 통해 수행된다. OECD의 원칙은 기업지배구조에 영향을 미치는 법, 제도, 규제의 틀의 평가와 개선을 지원하기 위한 것이며, 좋은 기업지배구조로 발전하는 과정에서 증권거래소, 투자자, 기업과 기타 관련자들을 위해 방향을 제시하기도 한다.

원칙은 OECD의 기업지배구조 지역라운드테이블에서 구조적 근거로 사용되기도 한다. 라운드테이블은 지역을 가리지 않고 공공부문과 민간부문의 전문가들과 의사결정자들이 그 경험을 교환하고 정책을 논의할 수 있도록 돕는다. 그 결과물로써 OECD 원칙에 근거하여 각 지역에서의 지배구조개선을 위한 구체적인 제안사항들을 포함한 백서를 발간하고 있다.

3. 기업의 책임
기업은 지속가능한 발전이라는 목표를 달성함에 있어 중요한 공헌을 했으며 또 계속 할 것이다. 기업의 가장 큰 공헌은 기업이 사업을 운영하고 있는 그 자체이다. 즉 이는 전도유망한 투자기회를 포착하고 발전시켜 자본의 소유자에게 경쟁력 있는 수익을 돌려주는 기업의 책임을 의미한다. 그 과정에서 기업이 벌이는 사업은 일자리를 만들고 소비자들이 원하는 상품과 서비스를 생산한다.

게다가, 기업은 실질적으로 법적 요구사항들을 준수해야 하며, 법전에는 없지만 보다 “약화된”사회적 기대도 충족시켜야 한다. OECD 리서치는 많은 기업들이 그들이 사업을 운영하고 있는 곳이 속해 있는 사회와의 상호의존을 인식하고 있기 때문에 기업들이 사회의 기대를 충족시키기 위한 능력을 향상하기 위해 많은 투자를 할 것을 제안하고 있다. 실제로 상호의존은 기업책임의 중심이며 OECD 투자위원회는 상호의존을 기업이 그 사업을 운영하는 곳의 사회와의 관계를 돈독하게 하기 위한 것으로 정의하고 있다.

물론, 사회는 - 특히 정부는 - 권리를 보호하고 법집행, 사회보장, 적절한 규제, 사회기반에 대한 투자 등과 같은 공공서비스를 제공하며 잘 계획되고 집행되는 조세체계 등을 통해 그러한 관계를 강화할 수도 있다. 만약 기업들과 사회가 모두 함께 각자가 할 수 있는 노력을 기울인다면 그 효과는 배가 될 것이며, 이는 기업의 사업운영을 용이하게 하고 경제적, 사회적, 환경적 복지를 증진시키는 상호간의 신뢰와 기대를 강화할 것이다.
이와 관련하여 투자위원회는 기업의 책임에 관한 발전을 기록하고 모범사례를 강조한다. 또한 위원회는 일반적인 복지를 향상시키는 데 있어 기업과 정부간의 책임의 차이를 이해시키고, 가이드라인 이행과 민간의 운동 간에 시너지 효과를 가져올 수 있는 영역을 찾아내며, 기업책임에 있어 충실한 국가와 그렇지 못한 국가 간에 공유하는 관심사항에 대한 이해를 개선하기 위해 노력을 기울이고 있다.

4. 공시와 회계개혁

금융공시, 회계와 감사의 개혁은 금융시장발전에서 가장 중요한 부분이다. 공시는 좋은 기업지배구조에 받침대가 되는 중요한 기능을 하며, 회계는 시장환경에서 기업이 사업을 운영하기 위해 필요한 금융정보를 제공하고, 감사는 기업의 금융정보에 대한 신뢰성을 증명하는 역할을 한다.

개혁의 과정에서 회계와 관련된 이들이 보다 큰 책임감을 갖고 행동해야 한다는 강력한 요구가 제기되어 왔다. 개혁은 그 공조가 좀더 친밀하고 체계를 갖출수록 효과가 클 것이다. 한편에서는 공공부문과 민간부문 간의 강력하고 지속가능한 협조와 다른 한편에서는 국제적인 협력이 진정한 개혁을 가져올 수 있다. 이러한 노력은 두 개의 지역기구를 낳았는데, International Regional Federation of Accountants and Auditors, in Eurasia(IRFAA)와 South Eastern European Partnership on Accountancy Development(SEEPAD)가 그것이다.

5. 지배구조와 공기업의 민영화
공기업지배구조에 대한 OECD의 작업은 공기업지배구조와 민영화작업단(Working Group on Privatisation and Corporate Governance of State-Owned Assets, 이하 작업단)이 담당하고 있다. 작업단은 회원국과 공기업 이슈에 관련하여 그 활동영역을 보다 분명히 하기 위하여 지난 2000년에 기존의 민영화에 관한 조언단(the Advisory Group on Privatisation)을 대체하여 설립되었다. 이 작업단은 민영화와 공기업개혁과 관련하여 구체적인 기술적 문제들에 관한 경험을 교환할 수 있는 자리를 마련한다.

2002년에 OECD 기업지배구조조정위원회는 작업단에게 OECD 기업지배구조원칙 개정판에 대한 보완적 수단이라는 시각에서 공기업의 지배구조에 대한 구속력이 없는 가이드라인을 만들 것을 요청했다. 그 가이드라인은 OECD 기업지배구조원칙에 기초한 것이고 또 완전하게 양립할 수 있게 만들어 졌으나, 명백히 공기업의 지배구조에 관한 이슈에만 국한하고 있다. 2년간의 광범한 논의 끝에 OECD 공기업가이드라인은 OECD 협의회(the council)에 의해 채택되었다.

작업단은 앞으로도,
• 회원국들에게 민영화에 관한 정책/프로그램/방법/결과와 공기업개혁, 공공부문과 민간부문간의 협력 등에 관한 정보와 자료를 조사하고 분석하며 배포할 것이며,
• 공기업개혁프로그램을 계획하고 수정하며 이행하는 과정에서 회원국과 비회원국들을 위한 전문가집단으로서의 역할을 수행하고,
• 비회원국경제와 관련된 이슈에 관한 논의의 과정을 이끌 것이다.
지금까지 6번의 작업단 모임이 있었으며, 2004년 10월에는 작업단이 두 개의 상담회를 주최하기도 했다. 그 하나는 주요 비회원국의 장관들과 공기업대표들이 참가한 것이고 다른 하나는 회원국의 장관들과 공기업대표들이 참가한 것이었다.

Ⅴ. 맺음말

OECD가 내놓은 기업지배구조원칙과 공기업가이드라인 등은 OECD 회원국 뿐만 아니라 비회원국에서도 좋은 기업지배구조를 위한 참고로 여기고 있으며, OECD는 기업지배구조와 관련된 각종 라운드테이블, 세미나, 포럼 등을 주최하고 후원함으로써 각국과 다양한 참여자들이 의견과 경험의 교환을 통하여 기업지배구조에 관한 논의를 할 수 있도록 하고 있다. 또한 OECD는 기업지배구조와 관련된 이슈를 주제별로 나누어 관리하고 그 노하우를 회원국에게만 나누는 것이 아니라 비회원국과도 교류함으로써 광범한 공감대를 형성하도록 하고 있다. 이처럼 OECD는 기업지배구조와 관련하여 세계의 그 어느 기구보다도 지대한 공헌을 하고 있다.
최근 우리나라에서도 재벌의 상속, 회계부정사건 등으로 인해 기업지배구조에 관한 관심이 고조되고 있으며 이것이 오히려 우리나라 기업들의 기업지배구조 개선을 위한 좋은 기회라고 말하는 이들도 있다. 이와 관련하여 우리나라 기업지배구조 개선활동의 한 방법으로써 우리나라가 OECD 회원국이라는 점을 십분 활용하여 OECD가 기업지배구조와 관련하여 벌이는 각종 사업에 보다 적극적으로 참여하고 나아가 주도적으로 이끌 수 있도록 해야 한다.

tangsy@cgs.or.kr

TOP

현재 OECD 사무총장은 Donald J. Johnston이 맡고 있다. 그는 캐나다인으로서 캐나다에서 법률가와 정치인으로 활동해 오다 1996년 6월에 OECD 사무총장으로 취임한 이후 지금까지 활동하고 있다.
Middle East and North Africa Economic Summit, 중동 및 북아프리카 경제정상회담.

2006년도 기업지배구조 평가기준 개정내용 해설

한국기업지배구조개선지원센터에서 매년 전체 상장법인을 대상으로 실시하는 기업지배구조 평가가 2006년 3월부터 5월까지 이루어질 예정이다. 2006년도 평가기준은 연구위원회의 심의를 거쳐 개정안이 마련되었고 기업지배구조 개선위원회를 개최하여 확정하였다. 기본적인 틀은 2005년도와 동일하게 5개 부문(주주의 권리보호, 이사회, 공시, 감사기구, 경영과실배분)으로 이루어지며 전체적인 개정방향은 객관성 및 신뢰성 확보, 국내 지배구조관련 개정법률 반영 및 국제기준 수용을 목표로 하였다.

윤 진 수 한국기업지배구조개선지원센터 선임연구원

I. 평가기준 개정 취지

2005년도 기업지배구조 평가항목은 전체 128문항 중 센터 직접조사항목인 88문항(69%)과 40문항(31%)인 기업답변으로 이루어졌는데 기업답변 항목 중 일부 설문항목의 경우 증빙자료의 제출 자체가 매우 어려운 항목들이 포함되어 있었고 기업답변에 대한 증빙자료를 제출하지 않는 기업들도 많았다. 또한 평가항목에 대한 기업 담당자의 자의적인 판단에 따라 답변이 이루어지는 부분이 있었기 때문에 평가결과의 객관성과 신뢰성을 확보하는데 어려움이 있었다.

II. 평가기준 개정 방향

2006년도 평가기준은 2005년도 평가항목의 기본틀을 유지하되 평가형식만 변경되었다. 전체 평가항목은 주주권리보호 등 5개 항목으로 구분하는 틀을 유지하되 공시자료를 이용하여 기존의 기업답변항목을 지원센터의 직접조사항목으로 최대한 전환함으로써 평가의 객관성과 신뢰성을 확보하였다. 평가방식에 있어서는 지원센터가 공시자료를 이용하여 전체 문항에 대한 1차평가를 실시한 후, 1차평가 결과를 바탕으로 유가증권시장과 코스닥시장의 상위 기업들을 대상으로 기업이 답변하는 2차평가를 실시하도록 변경하였다. 1차평가 결과를 기준으로 지배구조등급을 부여하고 지배구조지수(KOGI) 편입 대상종목을 선정하게 되며 2차평가 결과를 기준으로 지배구조 우수기업을 선정하게 된다. 2006년도 1·2차 평가항목을 합하면 125문항으로 2005년도 전체평가 항목보다 3문항 적어졌지만 2005년도 지원센터의 직접조사 항목 대비 2006년도 1차평가 항목은 11문항이 증가하였다. 총점 및 부분별 점수는 동일하게 조정되었다.

<표1> 2006년도 평가항목

항목	2005년 평가기준			2006년 개정기준	
	총문항	공시문항	비중(%)	1차평가문항 (공시문항)	2차평가문항 (기업설문문항)
주주권리보호	34	27	79	28	5
이사회	35	19	54	30	12
공시	38	31	82	26	2
감사기구	18	8	44	12	7
경영과실배분	3	3	100	3	0
전체	128	88	69	99	26

주주의 권리보호 부문에서는 일부 문항들의 문구나 배점이 변경되었고 논란의 여지가 있었던 2문항이 삭제되었다. 이사회 부문은 기업답변이 가장 많은 부문으로 기업답변 항목 가운데 본 센터에서 조사가능한 항목에 대해서는 지원센터의 직접조사항목으로 전환하여 1차평가 문항수가 크게 증가하였고 공시부문의 평가항목 중 일부가 이사회 부문으로 이동하였다. 공시부문에서는 다른 부문의 문항들과 중복되거나 유사한 문항들을 통합 또는 관련부문에 배치함으로써 31문항에서 26문항으로 감소하였다. 감사기구 부문은 일부 기업답변 항목을 센터의 직접조사항목으로 전환하였고 경영과실배분 부문은 기존 평가기준과 동일하게 유지하였다.

<표2> 2006년도 평가항목 1문항 당 점수비교

항목	2005년		2006년 개정안	
	점수	1문항당점수	점수	1문항당점수
주주권리보호	90	2.7	90	3.2
이사회	90	2.6	90	3.0
공시	60	1.6	60	2.3
감사기구	50	2.8	50	4.2
경영과실배분	10	3.3	10	3.3
총점	**300**	**2.3**	**300**	**3.0**

센터의 직접조사항목으로 전환하고 상장법인의 기업지배구조를 100% 지배구조센터 직접조사항목으로만 평가함으로써 1문항당 배점이 평균 2.3점에서 3.0점으로 상승하였다.

III.주요개정내용 해설

TOP

(1) 주주의 권리보호

주주의 권리보호 부문에서 '주주와의 소송 등 분쟁사례 여부'와 '주주총회 참고서류에 위임장에 의한 투표권유 안내문 게재 여부' 문항은 삭제되었다. '주주와의 분쟁사례여부' 문항은 주주와의 소송결과가 감점단계에 반영되기 때문에 삭제되었고 '주주총회 참고서류에 위임장에 의한 투표권유 안내문'은 주주총회 참고서류에 기본적으로 포함되는 사항이기 때문에 삭제되었다.

이밖에도 일부 문항들이 문항의 취지와 명확성을 높이는 방향으로 수정 또는 변경되었다.

(2) 이사회

이사회 부문에서는 '사외이사후보추천자문단 운영여부'와 '최대주주 및 특수관계인에 대한 실권주 배정여부' 문항이 신설되었다. 대부분의 사외이사가 이사회의 추천을 통해 선임되고 있기 때문에 최대주주나 경영진으로부터 사외이사의 독립성을 보장받기 어려운 실정이다. 따라서 독립적인 외부자문단을 통하여 사외이사 후보를 추천받음으로써 사외이사의 실질적인 독립성을 제고시킬수 있다는 취지로 신설되었다. 또한 '실권주 배정여부' 문항은 이사회결의를 통해 실권주 배정방식으로 편법증여나 경영권 승계가 이루어질 경우 주주이익을 침해할 소지가 있으므로 경영투명성 제고 취지에서 도입되었다.

반면 '이사회 의결사항은 아니지만 중요한 사항으로 판단되어 이사회 또는 이사간담회에서 논의되거나 의결을 거친 경우가 있는가'라는 문항은 중요한 사항에 대한 의미가 모호하고 증빙이 어려워 객관성이 다소 떨어지는 문제점이 나타나 삭제되었다.

이밖에 '이사 보수의 공시' 및 '사외이사 활동내역 및 평가결과에 대한 공시', '사외이사의 독립성 여부 공시' 문항 등은 공시부문보다는 이사회 부문에 관련성이 높다고 판단되어 공시 부문에서 이사회 부문으로 이동되었다. 또한 '대표이사와 이사회 의장 분리여부' 문항은 1차평가 문항과 2차평가 문항으로 나뉘어져 1차평가에서는 대표이사와 이사회의장 분리여부를 판단하고 2차평가에서는 선임사외이사의 도입 여부를 평가하게 되었다.

기타 여러 문항들도 설문의 의미를 명확히 하거나 설문내용 이해의 편의를 위해 조정되었다.

(3) 공시

공시부문에서는 주주의 권리보호, 이사회, 감사기구 부문과 중복되는 문항이나 의미가 명확하지 않은 5문항이 삭제되었다. 먼저 공정공시 부문에서 '공정공시의무가 있는 주요안건에 대한 사외이사 찬반여부 공시여부' 문항은 이사회 부문의 '사외이사가 안건에 대하여 회의 중 또는 회의 전에 반대나 수정의견 제시여부' 문항과 질문의 취지가 유사함으로 삭제되었고 '공정공시규정 위반여부' 문항은 이미 감점단계에서 반영되기 때문에 삭제되었다. 또한 '불리한 정보의 적극공시 여부' 문항은 불리한 정보에 대한 정의가 명확하지 않아 삭제되었다. 홈페이지 공시부문에서는 '기업지배구조헌장 및 임직원 윤리규정의 홈페이지 공시여부' 문항이 주주의 권리보

호 부문에서 제시된 문항과 중복되어 삭제되었다.

한편 '자진공시 횟수', '감사보고서 또는 중요 수시공시사항의 영문공시 여부' 및 '국제 회계기준을 적용한 재무제표의 작성 및 공표여부' 문항들은 기업답변 항목에서 지원센터의 직접조사문항으로 전환되었다.

이밖에도 '감사위원회 또는 감사의 주요 활동내용에 대한 사업보고서 공시여부' 문항과 '감사업무에 관한 내부규정을 홈페이지 공시여부' 문항은 감사기구 부문의 문항과 통합하였다.

(4) 감사기구

'감사 또는 감사위원회 위원의 감사관련 교육수료 여부' 문항을 포함하여 4문항이 기업답변 항목에서 센터의 직접조사 항목으로 전환되었고 그 밖의 일부 문항들이 문항의 취지와 명확성을 높이는 방향으로 수정 또는 변경되었다.

기업지배구조 현황

유가증권시장 상장법인 이사회 內의전문위원회 현황 분석

강 윤 식 한국기업지배구조개선지원센터 선임연구원

1. 분석개요
2. 분석결과
3. 분석결과 요약 및 총평

1.분석개요

2005년도 기업지배구조 평가항목은 전체 128문항 중 센터 직접조사항목인 88문항(69%)과 40문항(31%)인 기업답변으로 이루어졌는데 기업답변 항목 중 일부 설문항목의 경우 증빙자료의 제출 자체가 매우 어려운 항목들이 포함되어 있었고 기업답변에 대한 증빙자료를 제출하지 않는 기업들도 많았다. 또한 평가항목에 대한 기업 담당자의 자의적인 판단에 따라 답변이 이루어지는 부분이 있었기 때문에 평가결과의 객관성과 신뢰성을 확보하는데 어려움이 있었다.

1. 2004회계연도 사업보고서를 기준으로 2005년 3월 현재 유가증권시장 상장법인의 이사회 내에 설치된 전문위원회의 현황을 분석함.

2. 3개 년도에 걸쳐 유가증권시장 상장법인에서 설치한 이사회 내의 전문위원회 종류와 자산규모별 주요위원회 설치 현황을 분석함.

3. 이를 통해 기업지배구조의 핵심이라고 할 수 있는 이사회의 효율적 운영을 위하여 그 내부에 설치되어 있는 여러 전문위원회 현황을 조사하고, 동 조사결과는 우리 기업의 지배구조 개선을 위한 기초 자료로 활용하고자 함.

4. 분석 대상 기업:

가. 금융감독원 전자공시시스템에 사업보고서가 공시된 상장기업을 대상으로 함.

2005년 (FY2004)	**2004**년 **(FY2003)**	**2003**년 **(FY2002)**
666 社	671 社	671 社

2. 분석결과

1. 이사회 내 위원회 현황 총괄

가. 기업 규모별로 **1**개 이상 위원회를 도입한 기업 수

(단위: 기업 수)

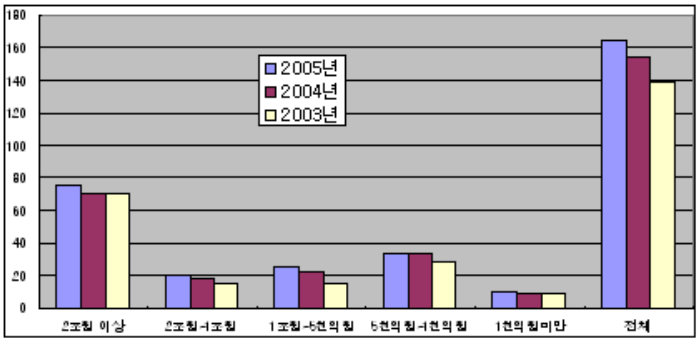
자산총액 년도	2조원 이상	2조원 ~ 1조원	1조원 ~ 5천억원	5천억원 ~ 1천억원	1천억원 미만	계
2005년	75	21	25	34	10	165
2004년	70	18	23	34	9	154
2003년	71	15	15	29	9	139

* 자산총액은 최근 사업연도 말 자산총액 임.

* 증권거래법은 최근 사업연도 말 현재의 자산총액이 2조 이상인 주권상장 법인에 대하여 사외이사 비중이 2/3이상이 되는 감사위원회의 설치와 사외이사 비중이 1/2이상이 되는 사외이사후보추천위원회 설치를 의무화하고 있음.

○ 2005년도에 이사회 내 전문위원회를 신설한 기업이 증가하여, 1개 이상 이사회 내 위원회를 도입한 상장법인은 165사로 나타남.
 - 2004년도의 154개에 비해 11사가 증가 하였으며, 2003년도의 139사에 비해서는 26사가 증가함.

<기업 규모별로 **1**개 이상 위원회를 도입한 기업 수>



○ 2조원 이상 대규모 상장법인에서 이사회 내에 전문위원회를 가장 많이 설치하고 있음.

○ 2조원 이하의 기업에서 자발적으로 이사회 내에 전문위원회를 설치하고 있는 기업은 90사로 나타남.
 - 이사회 내 전문위원회의 자발적 설치 기업은 2004년도의 84에 비해 6사가 증가하였으며, 2003년도의 68사에 비해 22사가 증가함.

나. 이사회 내에 설치된 위원회 개수별 기업 수

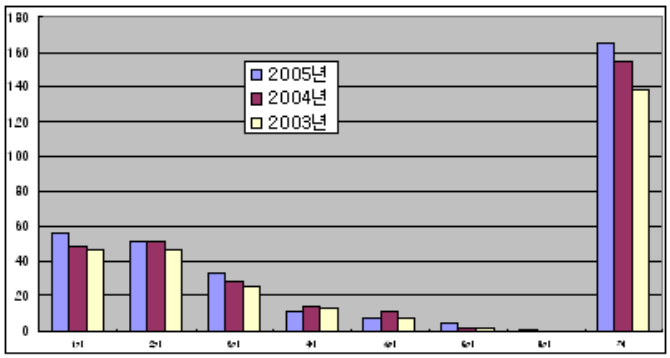
(단위: 기업 수)

자산총액 년도	2조원 이상	2조원 ~ 1조원	1조원 ~ 5천억원	5천억원 ~ 1천억원	1천억원 미만	계
2005년	75	21	25	34	10	165
2004년	70	18	23	34	9	154
2003년	71	15	15	29	9	139

○ 2005년도 기준으로 여러 가지 전문위원회 중 1개(56사) 또는 2개(51사)의 위원회를 설치한 기업이 107사로 가장 많이 나타남.
 - 2005년도에 1개 또는 2개의 위원회를 설치한 기업 수는 2004년도의 99사에 비해 8사가 증가하였으며, 2003년도의 90사에 비해서는 17사가 증가함.

○ 이사회 내에 가장 많은 전문위원회를 설치한 기업은 '우리금융지주'로, 8개의 위원회를 이사회 내에 설치하고 있음.
 - '우리금융지주'는 이사회 내에 이사회운영위원회, 경영발전・보상위원회, 리스크관리위원회, 상임이사회, 윤리경영위원회, 사외이사후보추천위원회, MOU 심의위원회, 감사위원회를 설치하고 있음.

<이사회 내에 설치된 위원회 개수별 기업 수>



○ 케이티, 포스코, SK 등 5사는 이사회 내에 6개의 전문위원회를 설치하고 있음.

다. 위원회 종류

○ 2005년도에 이사회 내 감사위원회는 상장기업 중 131사가 설치하여 여러 전문위원회 중 가장 많이 설치된 위원회로 나타남. 다음으로는 사외이사후보추천위원회가 99사에서 설치되어 있음.

○ 보상위원회는 2004년도(26사) 대비 1개사가 증가하고 2003년도(23사) 대비 4개사가 증가하여 27사에서 설치되어 운영되고 있음.

○ 이사회의 신속하고 원활한 경영의사결정을 위하여 설치되고 있는 경영위원회는 2004년도(37사) 대비 2개사가 증가하고, 2003년도(35사) 대비 4개사가 증가하여 '삼성전기', 'LG전자' 등 39사에서 설치되어 운영되고 있음.

○ 기업 내 리스크 관련 주요 정책과 전략을 수립하고 각종 리스크를 종합적으로 관리하기 위한 리스크관리위원회는 2004년도와는 동일하고 2003년도(19사)에 비해서는 3사가 증가한 22사에서 설치됨.
 - 리스크관리위원회는 '전북은행', '부산은행', '현대해상화재보험' 등 금융관련 기업에서 많이 설치하고 있는 것으로 나타남.

(단위: 기업 수)

년도 위원회 명	**2005**년	**2004**년	**2003**년
감사위원회	131	121	93
사외이사후보추천위원회	99	102	95
보상위원회	27	26	23
경영위원회	39	37	35
이사회운영위원회	16	16	14
기업지배구조위원회	2	-	1
리스크관리위원회	22	22	19
인사위원회	12	10	12
상임위원회	4	2	1
집행위원회	10	10	9
재무위원회	4	3	3
감사인선이위원회	2	3	2
내부거래위원회	3	1	-
예산심의위원회	0	10	0
노사협의위원회	0	10	1

품질보증위원회	1	1	1
환경안전운영위원회	1	1	1
투자심의위원회	2	1	-
상벌위원회	1	-	-
MOU 심의위원회	1	-	-
전략위원회	1	-	-
채널개발위원회	1	-	-

○ 특수관계인이나 계열사간 내부거래의 투명성과 공정성을 높이기 위해 사외이사만으로 구성된 내부거래위원회를 설치하고 있는 기업은 2004년도 대비 2사가 증가하여 POSCO(사외이사 4명), KT(사외이사 4명), 삼성전자(사외이사 3명) 등 3사에 불과함.

※ 공정거래위원회의 출자총액제한 규정 졸업요건의 4가지 사항 중 '내부견제시스템을 잘 갖춘 지배구조 모범기업'의 요건은 다음과 같음: '집중투표제 도입', '서면투표제 도입 및 시행', '내부거래위원회(4명 이상의 전원 사외이사) 설치 및 운영', '사외이사후보추천위원회(4명 이상의 사외이사) 및 사외이사후보추천자문단(5명 이상의 외부인사) 설치와 운영'과 같은 4가지 사항 중 3가지 이상을 갖춘 경우.

○ 각 기업의 특성에 따라 효율적인 이사회 운영을 위해 이사회 내에 여러 가지 위원회를 자발적으로 구성하여 운영하고 있고 그 추세는 점진적으로 증가하고 있음.

- 내부거래위원회, 기업지배구조위원회, 재무위원회, 인사위원회 등 이사회 내부에 특정 기능과 역할을 수행하는 다양한 위원회를 설치함으로써 이사회 업무 수행의 전문성과 효율성 제고를 위해 노력하려는 상장법인의 움직임이 보이나 아직 활발하지는 않음.

라. 주요위원회 사외이사 비중

(단위: %)

위원회명 년도	감사위원회	사외이사 후보 추천위원회	보상위원회	경영위원회	이사회운영 위원회	리스크관리 위원회
2005년	88.5	59.5	75.1	15.1	46.7	43.3
2004년	86.1	58.0	69.0	23.8	58.7	61.2
2003년	87.1	57.3	62.5	19.2	60.9	53.7

○ 감사위원회(88.5%), 사외이사후보추천위원회(59.5%), 보상위원회(75.1%)는 사외이사 비중이 50% 이상으로 나타나, 위원회의 독립성과 이사회의 투명성 제고를 위한 기업의 노력이 돋보임.

- 위원회의 독립성을 보여주는 사외이사 비중은 감사위원회, 보상위원회, 사외이사후보추천위원회 순으로 나타남.

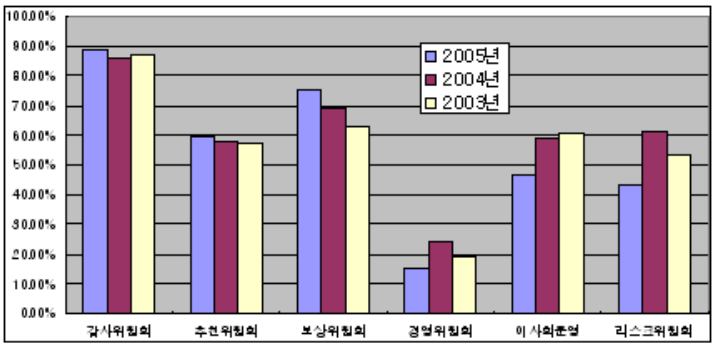
- 감사위원회는 주요 위원회 중에서 사외이사의 비중이 가장 높게 나타났으며, 2004년도(86.1%)와 2003년도(87.1%)와 비해 2005년도에는 사외이사 비중이 각각 2.4%p, 1.4%p 증가함.

- 사외이사후보추천위원회의 사외이사 비중은 2004년도(58.0%)에 비해 1.5%p 증가하고 2003년도(57.3%)에 비해서는 2.2%p 증가함.

- 보상위원회의 사외이사 비중은 75.1%로 나타나 2004년도(69.0%)에 비해 6.1%p 증가하였고, 2003년도(62.5%)에 비해서는 12.6%p 증가함.

○ 경영위원회의 사외이사 비중은 15.1%, 이사회운영위원회의 사외이사 비중은 46.7% 그리고 리스크관리위원회의 사외이사 비중은 43.3%로 나타나 사외이사보다는 사내이사의 비중이 높은 것으로 조사됨.

<주요위원회 사외이사 비중>



○ 사외이사의 독립성과 감독 기능이 중요하게 받아들여지는 감사위원회, 사외이사후보추천위원회, 보상위원회 등의 위원회는 사외이사를 중심으로 구성하고, 위원회 구성의 법률적 제약이 없는 경영위원회 등 이사가 기업의 사업내용에 정통할 것이 요구되는 위원회는 사내이사가 많이 참여하는 방향으로 신축성 있게 위원회를 구성하고 있는 것으로 나타남.

TOP

2. 주요 위원회 현황

가**.** 감사 위원회

▶ 규모별 감사위원회 도입 기업 현황

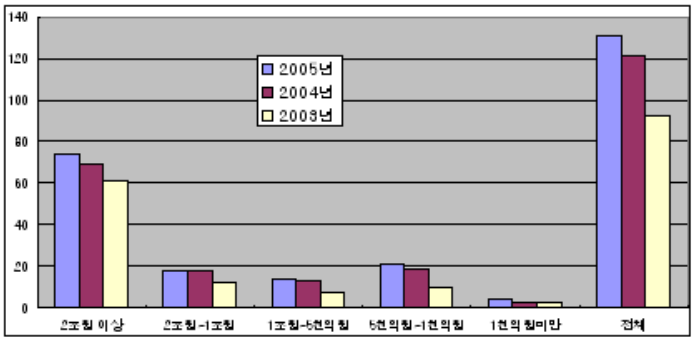
(단위: 기업 수)

자산총액 년도	**2**조원 이상	**2**조원 ~ **1**조원	**1**조원 ~ **5**천억원	**5**천억원원 ~ **1**천억원	**1**천억원 미만	계
2005년	74	18	14	21	4	131
2004년	69	18	13	19	2	121
2003년	61	12	8	10	2	93

* 자산총액은 최근 사업연도 말 자산총액 임.
* 증권거래법은 최근 사업연도 말 현재의 자산총액이 2조 이상인 주권상장 법인에 대하여 사외이사 비중이 2/3이상이 되는 감사위원회 설치를 의무화하고 있음.

○ 이사와 경영진이 업무를 적법하고 타당하게 처리하고 있는가에 대한 감독기능을 수행하고 기업의 회계와 공시가 적정하고 정확하게 이루어지는가에 관해서 감독 역할을 담당하는 감사위원회는 2004년도(121사) 대비 10개사가 증가하고 2003년도(93사) 대비 38개사가 증가한 131사에서 설치하여 운영하고 있음.

<규모별 감사위원회 도입 기업 현황>



○ 감사위원회를 자발적으로 설치하여 운영하고 있는 기업은 57개사로서 2004년도 대비 5개사가 증가하였고, 2003년도 대비 25개사가 증가한 것으로 나타남.

▶ 규모별 감사위원회 사외이사 현황
(위원회 위원이 모두 사외이사인 기업 수/사내이사가 포함된 기업 수)

자산총액 년도	2조원 이상	2조원 ~ 1조원	1조원 ~ 5천억원	5천억원원 ~ 1천억원	1천억원 미만	계
2005년	52/22	13/5	6/8	12/9	0/4	83/48
2004년	45/24	13/5	5/8	7/12	0/2	70/51
2003년	42/19	7/5	2/6	3/7	1/1	55/38

* 자산총액은 최근 사업연도 말 자산총액 임.
* 증권거래법은 최근 사업연도 말 현재의 자산총액이 2조 이상인 주권상장 법인에 대하여 사외이사 비중이 2/3이상이 되는 감사위원회 설치를 의무화하고 있음.

○ 2005년도에 감사위원회를 설치한 131개 유가증권시장 상장법인의 63%인 83개사가 위원회 위원을 모두 사외이사로 구성하고 있음. 이는 경영진의 업무를 감독하기 위한 감사위원회의 독립성을 담보하고자 하는 당해 기업의 노력으로 보임.
- 사외이사만으로 감사위원회를 구성한 상장법인은 2004년도의 70사에 비해 13사가 증가한 것이며, 2003년도의 55사에 비해 28사가 증가한 것임.

○ 자산총액 2조원 이상의 기업군에서 감사위원회를 사외이사만으로 구성한 비중이 가장 높게 나타남.
- 이는 자산총액 2조원 이상의 기업에서는 감사위원회 구성에서 사외이사 비중을 2/3 이상이 되도록 하라는 법률의 영향도 있지만, 대규모 상장법인의 투명성 강화 노력도 엿볼 수 있음.

○ '풀무원', 'LG생명과학' 등과 같이 자산규모 5천억원 이하의 기업에서도 감사위원회를 자발적으로 설치하여 위원회 구성을 100% 사외이사로 하고 있는 것으로 나타남.

▶ 규모별 감사위원회 사외이사 비중

(단위: %)

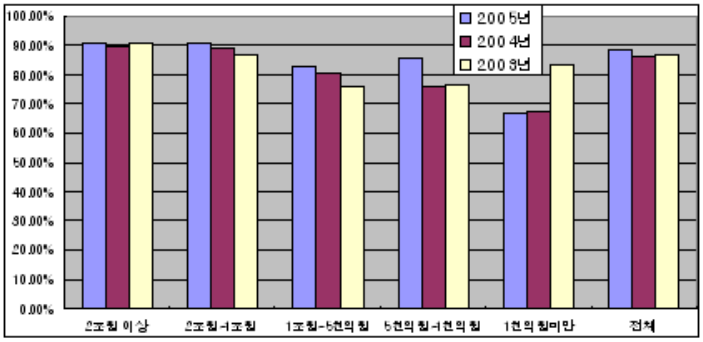
자산총액 년도	2조원 이상	2조원 ~ 1조원	1조원 ~ 5천억원	5천억원원 ~ 1천억원	1천억원원 미만	계
2005년	91.0	90.7	82.7	85.7	66.7	88.5
2004년	89.9	88.9	80.2	75.9	67	86.1
2003년	90.4	86.8	76	76.7	83.3	87.1

* 자산총액은 최근 사업연도 말 자산총액 임.
* 증권거래법은 최근 사업연도 말 현재의 자산총액이 2조 이상인 주권상장 법인에 대하여 사외이사 비중이 2/3이상이 되는 감사위원회 설치를 의무화하고 있음.

○ 감사위원회를 설치한 131개사에서 감사위원회를 구성하고 있는 사외이사의 비중은 88.5%로 나타나 위원회의 독립성은 높다고 볼 수 있음.

- 감사위원회 사외이사 비중은 2004년도 86.1%에 비해 2.4%p 상승하였고, 2003년도 87.1%에 비해서는 1.4%p 상승한 것으로 나타남.

<규모별 감사위원회 사외이사 비중>



○ 자산총액 2조원 이상의 기업군에서 감사위원회 사외이사 비중은 91.0%로 조사되었으며, 자발적으로 감사위원회를 설치한 자산총액 2조원 이하의 기업군에서도 감사위원회 사외이사 비중이 66.7%(사외이사 비중 2/3) 이상으로 조사됨.

TOP

나. 사외이사후보추천위원회

▶ 규모별 사외이사후보추천위원회 도입 기업 현황

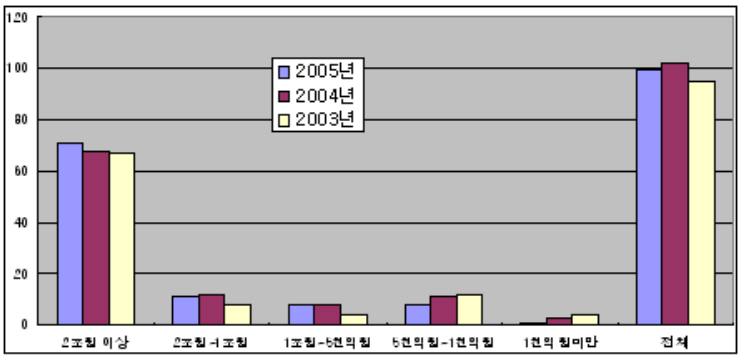
(단위: 기업 수)

자산총액 년도	2조원 이상	2조원 ~ 1조원	1조원 ~ 5천억원	5천억원원 ~ 1천억원	1천억원원 미만	계
2005년	71	11	8	8	1	99
2004년	68	12	8	11	3	102
2003년	67	8	4	12	4	95

* 자산총액은 최근 사업연도 말 자산총액 임.
* 증권거래법은 최근 사업연도 말 현재의 자산총액이 2조 이상인 주권상장 법인에 대하여 사외이사 비중이 1/2이상이 되는 사외이사후보추천위원회 설치를 의무화하고 있음.

○ 사외이사 후보를 주주총회에 추천하는 역할을 수행하는 사외이사후보추천위원회는 2004년도(102사) 대비 3개사가 감소하고 2003년도(95사) 대비 4개사가 증가한 99사에서 설치하여 운영하고 있음.
 - 2004년도에 대비하여 2005년도 사외이사후보추천위원회 설치 기업 수가 감소한 것은 동 위원회를 신설한 기업에 비해 상장폐지, 위원회 설치 취소 등에 해당하는 기업의 수가 많은 것에 따름.

<규모별 사외이사후보추천위원회 도입 기업 현황>



○ 사외이사후보추천위원회를 자발적으로 설치하여 운영하고 있는 기업은 28개사로서 2004년도에 비해 6개사가 감소하고 2003년도와는 동일한 것으로 나타남.
 - 그러나 2조원 이상의 기업에서는 2004년도에 비해 3개사가 증가하고 2003년도에 비해 4개사가 증가한 71개

사에서 동위원회를 설치하고 있음.

▶ 규모별 사외이사후보추천위원회 사외이사 현황
(위원회 위원이 모두 사외이사인 기업 수/사내이사가 포함된 기업수)

자산총액 년도	**2**조원 이상	**2**조원 ~ **1**조원 후보 추진위원회	**1**조원 ~ **5**천억원	**5**천억원원 ~ **1**천억원	**1**천억원원 미만	계
2005년	2/69	1/10	0/8	0/8	0/1	3/96
2004년	3/64	1/11	1/7	0/11	1/2	6/94
2003년	4/63	2/6	0/4	0/11	1/3	7/87

* 자산총액은 최근 사업연도 말 자산총액 임.
* 증권거래법은 최근 사업연도 말 현재의 자산총액이 2조 이상인 주권상장 법인에 대하여 사외이사 비중이 1/2이상이 되는 사외이사후보추천위원회 설치를 의무화하고 있음.
* 사업보고서 상에 위원회의 존재는 명시했으나, 구성 인원을 공시하지 않은 기업은 사외이사 현황 계산에서 제외하였음.

○ 2005년도에 사외이사후보추천위원회를 설치한 99개 유가증권시장 상장법인 중에서 3개사만이 위원회 위원을 모두 사외이사로 구성하고 있음.
 - 감사위원회에 비해서 100% 사외이사로 사외이사후보추천위원회를 구성한 기업은 적게 나타남.
 - 사외이사만으로 사외이사후보추천위원회를 구성한 상장법인은 2004년도의 6사에 비해 3사가 감소하였고, 2003년도의 7사에 비해서는 4사가 감소함.

▶ 규모별 사외이사후보추천위원회 사외이사 비중

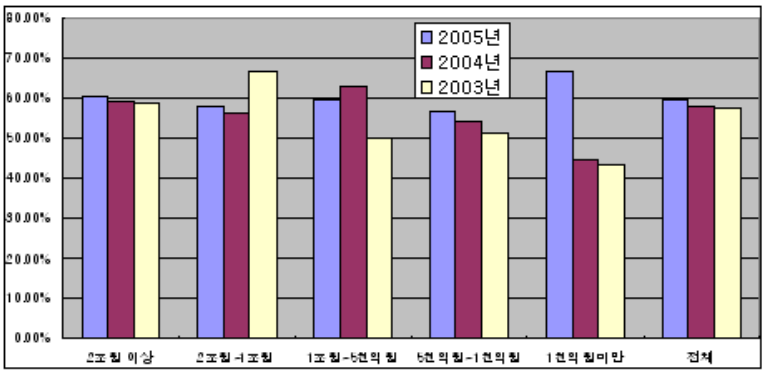
(단위: %)

자산총액 년도	**2**조원 이상	**2**조원 ~ **1**조원 후보 추진위원회	**1**조원 ~ **5**천억원	**5**천억원원 ~ **1**천억원	**1**천억원원 미만	계 위원회
2005년	60.1	57.6	59.4	56.7	66.7	59.5
2004년	59.0	56.1	63.1	54.2	44.4	58.0
2003년	58.5	66.7	50.0	51.1	43.3	57.3

* 자산총액은 최근 사업연도 말 자산총액 임.
* 증권거래법은 최근 사업연도 말 현재의 자산총액이 2조 이상인 주권상장 법인에 대하여 사외이사 비중이 1/2이상이 되는 사외이사후보추천위원회 설치를 의무화하고 있음.

○ 사외이사후보추천위원회를 설치한 99개사에서 사외이사후보추천위원회를 구성하고 있는 사외이사의 비중이 59.5%로 나타남.
 - 사외이사후보추천위원회의 사외이사 비중은 2004년도 58.0%에 비해서는 1.5%p 상승하였으며, 2003년도 57.3%에 비해서는 2.2%p 상승한 것으로 조사됨.

규모별 사외이사후보추천위원회 사외이사 비중



○ 자산총액 2조원 이상 기업군의 사외이사후보추천위원회 사외이사 비중은 60.1%로 조사 되었고, 한편 자발적으로 사외이사후보추천위원회를 설치한 자산총액 2조원 이하의 기업군에서는 사외이사후보추천위원회 사외이사 비중이 50%(사외이사 비중 1/2)이상으로 조사됨.

- 이와 같은 결과는 사외이사후보추천위원회를 구성하는 사외이사들이 경영진과는 독립적인 사외이사를 주주총회에 추천할 수 있는 가능성이 높음을 보여줌.

TOP

다. 보상위원회

▶ 규모별 보상위원회 도입 기업 현황

(단위: 기업 수)

자산총액 년도	2조원 이상	2조원 ~ 1조원 후보 추진위원회	1조원 ~ 5천억원	5천억원원 ~ 1천억원	1천억원원 미만	계
2005년	19	0	3	3	2	27
2004년	16	1	2	6	1	26
2003년	13	1	1	6	2	23

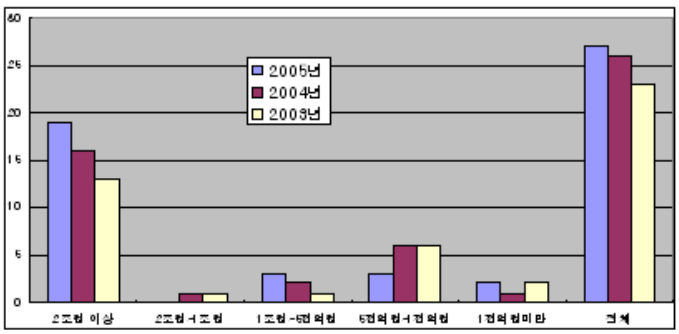
* 자산총액은 최근 사업연도 말 자산총액 임.

○ 경영진에게 적절한 수준의 보상이 이루어지도록 경영진의 성과를 평가하고 이를 기초로 경영진의 보상수준을 결정하는 보상위원회는 2004년도(26사) 대비 1개사가 증가하고 2003년도(23사) 대비 4개사가 증가한 27사에서 설치하여 운영하고 있음.

- 보상위원회의 설치와 운영에 관해서는 법률적으로 정해진 바가 없으며, 보상위원회를 설치한 기업은 모두 자발적으로 위원회를 설치하여 운영하는 것임.

- 상장 기업 중에서 보상위원회의 도입 수준은 아직 저조한 실정임.

<규모별 보상위원회 도입 기업 현황>



○ 보상위원회는 ‘KTF’, ‘SK텔레콤’ 등 자산규모 2조원 이상의 상장 기업에서 상대적으로 많이 설치하고 있는 것으로 나타남.

○ ‘지투알’, ‘지에스인스트루먼트’ 등 자산규모 1천억원 이하인 기업에서도 보상위원회를 자발적으로 설치하고 있음.

▶ 규모별 보상위원회 사외이사 현황
(위원회 위원이 모두 사외이사인 기업 수/사내이사가 포함된 기업 수)

자산총액 년도	2조원 이상	2조원 ~ 1조원 후보 추진위원회	1조원 ~ 5천억원	5천억원원 ~ 1천억원	1천억원원 미만	계
2005년	13/6	0/0	0/3	0/3	02	13/14
2004년	13/3	0/1	0/1	0/6	0/1	13/12
2003년	9/4	0/1	0/0	0/6	0/2	9/13

* 자산총액은 최근 사업연도 말 자산총액 임.
* 사업보고서 상에 위원회의 존재는 명시했으나, 구성 인원을 공시하지 않은 기업은 사외이사 현황 계산에서 제외하였음.

○ 2005년도에 보상위원회를 설치한 27개 유가증권시장 상장법인 중에서 ‘현대산업개발’, ‘하나은행’ 등 자산총액 2조원 이상인 13개사가 위원회 위원을 100% 사외이사로 구성하고 있음.
 - 사외이사만으로 보상위원회를 구성한 상장법인은 2004년도의 13사와 동일하며, 2003년도의 9사에 비해 4사가 증가한 것임.

▶ 규모별 보상위원회 사외이사 비중

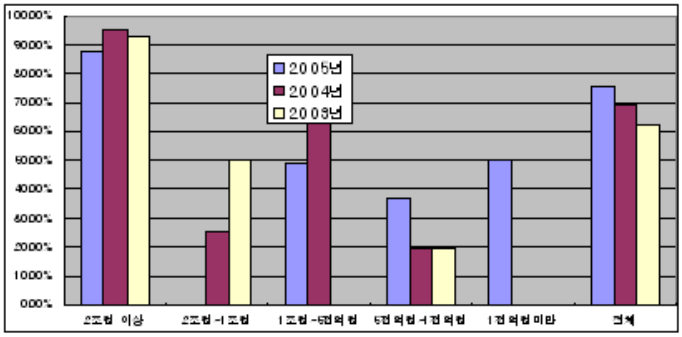
(단위: %)

자산총액 년도	2조원 이상	2조원 ~ 1조원 후보 추진위원회	1조원 ~ 5천억원	5천억원원 ~ 1천억원	1천억원원 미만	계 위원회
2005년	88.0	-	48.9	36.7	50.00	75.1
2004년	95.0	25.0	67.0	19.5	0.0	69
2003년	93.0	50.0	-	19.5	0.0	62.5

* 자산총액은 최근 사업연도 말 자산총액 임.

○ 보상위원회를 설치한 27개사에서 보상위원회를 구성하고 있는 사외이사의 비중이 75.1%로 나타남.
 - 보상위원회의 사외이사 비중은 2004년도 69.0%에 비해 6.1%p 상승하였으며, 2003년도 62.5%에 비해서는 12.6%p 상승한 것으로 조사됨.
 - 이와 같이 보상위원회에서 사외이사의 비중이 점점 높아지는 것은 경영진을 객관적으로 평가하여 그에 따른 적절한 보상을 결정해야 하는 위원회의 특성을 반영한 추세로 보임.

<규모별 보상위원회 사외이사 비중>



○ 자산총액 2조원 이상 기업군의 보상위원회 사외이사 비중은 88.0%로 조사 되었으며, 반면에 자산총액 2조원 이하의 기업군에서는 보상위원회의 사외이사 비중이 50% 이하로 나타남.

3. 분석결과 요약 및 총평

TOP

1. 2005년도에 이사회 내 전문위원회를 신설한 기업이 증가하여 1개 이상 이사회 내 위원회를 도입한 상장법인은 165사로 2004년도에 비해 11사가 증가 하였으며, 2003년도에 비해서는 26사가 증가함.

2. 2005년도 기준으로 이사회 내에 전문위원회를 설치한 유가증권시장 상장기업 중 1개(56사) 또는 2개(51사)의 위원회를 설치한 기업이 107사로 가장 많이 나타났으며, 이사회 내에 가장 많은 8개의 전문위원회를 설치한 기업은 '우리금융지주'이고, '케이티', '포스코', 'SK' 등 5사가 이사회 내에 6개의 전문위원회를 설치하고 있음.

3. 상장기업의 이사회 내에 설치된 여러 전문위원회는 감사위원회(131사), 사외이사후보추천위원회(99사), 경영위원회(39사), 보상위원회(27사), 리스크관리위원회(22사), 이사회운영위원회(16사) 순으로 많이 설치됨.
 - '전북은행', '부산은행', '현대해상화재보험' 등 22사에서 설치되어 있는 리스크관리위원회는 주로 은행, 증권사, 보험사와 같은 금융관련 기업에서 많이 설치되어 있음.
 - 특수관계인이나 계열사간 내부거래의 투명성과 공정성을 높이기 위해 사외이사만으로 구성된 내부거래위원회를 설치하고 있는 기업은 2004년도 대비 2사가 증가하여 POSCO(사외이사 4명), KT(사외이사 4명), 삼성전자(사외이사 3명) 등 3사에 불과함.
 - 각 기업의 특성에 따라 내부거래위원회, 기업지배구조위원회, 재무위원회, 인사위원회 등 이사회 내부에 특정 기능과 역할을 수행하는 다양한 위원회를 자발적으로 구성하여 이사회 업무 수행의 효율성 및 전문성 제고를 위해 노력하려는 상장법인의 움직임이 보이고 그 추세는 점진적으로 증가하고 있음.

4. 2005년도 유가증권시장 상장법인 주요 위원회의 사외이사 비중이 감사위원회 88.5%, 사외이사후보추천위원회 59.5%, 보상위원회 75.1%로 나타나, 주요 위원회의 독립성 제고를 위한 기업의 노력이 돋보임.
 - 참고로 경영위원회의 사외이사 비중은 15.1%, 이사회운영위원회의 사외이사 비중은 46.7%, 리스크관리위원회의 사외이사 비중은 43.3%로 나타나 사외이사보다는 사내이사의 비중이 높은 것으로 조사됨.
 - 이와 같은 결과는 사외이사의 독립성과 감독 기능이 중요한 감사위원회, 사외이사후보추천위원회, 보상위원회 등의 위원회는 사외이사를 중심으로 구성하고, 경영위원회 등과 같이 위원회 구성의 법률적 제약이 없고 위원회에 참여하는 이사가 기업의 사업내용에 정통할 것이 요구되는 전문위원회는 사내이사가 많이 참여하는 방향으로 신축성 있게 위원회를 구성하고 있는 것으로 분석됨.

5. 2005년도에 감사위원회를 설치한 131개 유가증권시장 상장법인의 절반 이상인 83개사가 위원회 위원을 모두 사외이사로 구성하고 있으며, 이는 이사와 경영진이 업무를 적법하고 타당하게 처리하고 있는가에 대한 감독기능을 수행하고 아울러 기업의 회계와 공시가 적정하고 정확하게 이루어지는가에 관해서 감독역할을 담당하는 감사위원회의 독립성을 담보하고자 하는 기업의 노력으로 보임.
 - 감사위원회는 2004년도(121사) 대비 10개사가 증가하고 2003년도(93사) 대비 38개사가 증가하였으며, 한편 감사위원회를 자발적으로 설치하여 운영하고 있는 기업은 57개사로서 2004년도 대비 5개사가 증가하고 2003년도 대비 25개사가 증가함.
 - '풀무원', 'LG생명과학' 등과 같이 자산규모 5천억 원 이하의 기업에서도 감사위원회를 자발적으로 설치하여 위원회 구성을 100% 사외이사로 하고 있는 것으로 나타남.
; - 자산총액 2조원 이상 기업군의 감사위원회 사외이사 비중은 91.0%로 조사 되었으며, 자발적 설치 기업군인 자산총액 2조원 이하 기업군에서는 감사위원회의 사외이사 비중이 66.7%(사외이사 비중 2/3) 이상으로 조사됨.

6. 사외이사후보추천위원회를 설치하여 운영하고 있는 상장기업은 99개사이며, 동 위원회를 자발적으로 설치하여 운영하고 있는 기업은 28개사로 나타남.

- 사외이사후보추천위원회의 사외이사 비중은 59.5%로 2004년도의 58.0%에 비해 1.5%p 상승하였으며, 2003년도 57.3%에 비해서는 2.2%p 상승한 것임.

; - 자산총액 2조원 이상 기업군의 사외이사후보추천위원회 사외이사 비중은 60.1%로 조사 되었으며, 한편 자발적으로 사외이사후보추천위원회를 설치한 자산총액 2조원 이하의 기업군에서도 위원회의 사외이사 비중이 50%(사외이사 비중1/2)이상으로 조사됨.

- 이와 같은 결과는 사외이사후보추천위원회를 구성하는 사외이사들이 경영진과는 독립적인 사외이사를 주주총회에 추천할 수 있는 가능성이 높음을 보여주는 것임. 나아가 선임된 사외이사가 독립적으로 기업 경영정책의 결정에 참여하고 이사회의 구성원으로서 경영진을 감독 및 지원하여 기업 경영의 투명성과 효율성을 제고할 수 있는 가능성이 높음을 짐작케 함.

7. 보상위원회는 2004년도(26사) 대비 1개사가 증가하였으며, 2003년도(23사)에 대비해서는 4개사가 증가한 27사에서 설치되어 운영되고 있음.

- 보상위원회는 'KTF', 'SK텔레콤' 등 자산규모 2조원 이상의 대규모 상장 기업에서 상대적으로 많이 설치하고 있는 것으로 나타났으며, '지투알', '지에스인스트루먼트' 등 자산규모 1천억 원 이하인 기업에서도 보상위원회를 자발적으로 설치하고 있음.

- 보상위원회의 사외이사 비중은 2004년도 69.0%에 비해 6.1%p 상승하고, 2003년도 62.5%에 비해서는 12.6%p 상승한 75.1%로 나타남. 이와 같이 사외이사의 비중이 날로 높아지고 있는 것은 경영진을 객관적으로 평가하여 그에 따른 적절한 보상을 결정해야 하는 보상위원회의 특성을 반영한 추세로 보임.

- 2005년도에 보상위원회를 설치한 27개 유가증권시장 상장법인 중에서 '현대산업개발', '하나은행' 등 자산총액 2조원 이상인 13개사가 위원회 위원을 100% 사외이사로 구성하고 있음.

8. 전반적으로 과거에 비해 각 기업의 특성에 따라 효율적인 이사회 운영을 위해 이사회 내에 여러 가지 전문위원회를 자발적으로 구성하여 운영하고 있고 그 추세는 점진적으로 증가하고 있으며, 위원회의 사외이사의 비중 또한 증가하고 있음. 이는 기업경영의 투명성과 효율성을 제고하고자 하는 많은 기업들의 관심과 노력의 증가를 나타냄.

- 이사회의 역할, 책임, 권한이 강화되고 이사회 기능의 전문화가 요구되는 시점에서 효율적인 이사회 운영을 위해서는 더욱 많은 우리 기업이 이사회 내에 특정기능과 역할을 수행하는 전문위원회를 융통성 있게 구성하고 운영할 필요가 있음.

- 기업지배구조 개선 및 내부거래의 투명성과 공정성을 제고하기 위해 현재 설치하여 운영하고 있는 기업이 3사에 불과한 내부거래위원회의 도입 확대가 필요함.

2005 ACGA 국제 연차회의 발표내용 요약

지난 **10**월 **14(**금**)**일 싱가포르의 상그리라 호텔**(Shangri-La Hotel)**에서 **'Asian Business Dialogue on Corporate Governance 2005: Making Market Discipline Work'**를 주제로 국제 컨퍼런스가 개최되었다**. Asia Corporate Governance Association(ACGA)**에서 개최한 이번 컨퍼런스에는 다년간 연구 및 실무경험을 쌓은 연사들의 주제발표가 이루어졌고 기업지배구조 관련 주요이슈가 논의되었다**.** 본고에서 동 컨퍼런스에서 발표되었던 내용을 주제별로 간략하게 정리하였다**.**

윤진수 한국기업지배구조개선지원센터 선임연구원

⊙ 제1주제 **:** 채권단의 역할

채권자(은행)와 채무자(기업)관계는 일반적으로 상호존중과 이익으로 맺어지지만 채무자의 과실로 부실이 초래되면 이러한 상호관계는 무너지게 되고 채권자들은 즉각적으로 부채 구조조정(debt restructuring)을 실시하게 된다. 이 과정에서 채권자들은 그들을 대표하는 조정위원회를 설립하고 이 조정위원회에서 기업의 회생가능성과 즉시청산시의 이익을 면밀히 검토하여 구조조정 형태를 결정하게 된다. 이 경우 채권자들은 부실기업의 청산보다는 부채 구조조정을 통한 기업존속을 추구하게 되지만 아시아 국가 대부분이 미국의 파산보호법(Chapter 11)과 같이 체계화된 파산법을 갖추고 있지 못하며 상당수의 기업들이 가족중심으로 운영되고 있기 때문에 기업이 부실화될 경우 가족경영진은 채권자와 주주의 이익을 희생시키더라도 경영권 보전에만 전념하게 된다.

결국 이로 인해 채권자인 은행도 일부 책임을 지게 되어 단기적인 기업 개선책을 선호할 수 밖에 없게 되며 장기 기업개선책인 기업지배구조 개선정책을 실시하지 못하게 된다. 따라서 은행들은 기업의 채무불이행 위험을 줄이기 위해 대출심사 과정에서 기업지배구조 현황을 면밀히 검토하여야 하고, 부채 구조조정 과정에서 구조조정의 필수요건으로 해당기업이 최소한의 기업지배구조 요건을 충족시키도록 요구하여야 할 것이다. 또한 기업의 부실화 처리과정에 있어 지속성과 공정성을 유지하기 위해 은행들은 아시아 시장에서 적용할 수 있는 체계화된 기업지배구조 기준을 제정할 필요가 있다.

⊙ 제2주제 **:** 시장규율의 책임은 누구에게 있는가**?**

금융위기 이후 아시아의 기업지배구조는 제도적으로 크게 발전하였지만 시장규율 측면의 투자자 행동주의는 아직까지 미약한 수준이다. 이렇듯 기관투자자들이 기업지배구조에 대하여 적극적으로 행동하지 않는 이유로는 무임승차의 문제나 비용대비 낮은 경제적 효용, 단기성과 지향과 일부 국가와 기업의 적대적 반응을 들 수 있다. 그러나 이러한 사실에도 불구하고 금융위기 이후부터 기관투자자들의 기업지배구조 개선노력이 나타나기 시작하였고 고객들에 대한 기관투자자들의 충실의무(the duty of loyalty)도 중요성을 더해갔다. 일부 아시아 국가에서는 기관투자자들의 의결권행사내역을 공시하도록 규정화하였으며 기업지배구조 개선이 기업가치를 제고시킨다는 믿음이 투자자들 사이에 확산되기 시작하였다.

이러한 사실들로부터 향후 기업지배구조 개선에 있어 기관투자자들의 역할이 증대될 것이라고 예상할 수 있다. 그렇지만 현행 요건상 기관투자자들이 기업지배구조 개선을 위해 적극적으로 활동한다 하더라도 집단소송제와 같은 소수투자자의 법적구제책 결여나 비적격 이사 선임거부권의 결여와 같이 제도적 취약성이 존재하고 주총의안에 대한 불충분한 정보제공과 같이 투자여건의 취약성으로 인해 투자자들의 활동이 제약을 받을 수 밖에 없다. 따라서 정부는 기관투자자들이 적극적인 활동을 할 수 있도록 제도적 기반을 마련하여야 기관투자자들이 이러한 기반하에 적극적인 지배구조 개선활동을 수행할 수 있을 것이다.

⊙ 제3주제.공적기금과 사모펀드의 역할

아시아의 국민경제가 발전하면서 막대한 양의 투자자본이 조성되었고 이렇게 형성된 투자자본을 통해 공적기금과 사모펀드형태의 수많은 기관투자자들이 생겨났다. 이렇게 형성된 기관투자자들은 기업의 경영활동에 상당한 영향력을 행사하기 시작하였고 이로 인해 아시아 자본시장의 투명성과 유동성을 제고시킬 수 있는 계기가 마련되었다. 최근 Allianz Global Investors가 아시아-태평양의 연기금 시장을 조사한 결과, 2004년 1조 4천억원 규모의 연기금 시장이 2015년 3조 6천억원 규모로 증가할 것이라고 예측하였다.

이 같은 연기금시장의 성장과 함께 전문운용사를 보유한 강력한 투자기관의 출현도 예견되고 있는데 이러한 전문 투자기관이 출현함으로써 아시아 시장의 기업지배구조 개선과 저평가된 기업가치를 제고시킬 수 있는 기반이 마련될 것이다. 이러한 기관으로 싱가포르의 투자기관인 Temasek과 말레이시아 국영기업인 Khazanah National Berhad를 들 수 있는데 이 두 기관은 투자기업의 장기수익과 함께 지배구조 개선을 추구하고 있으며 이밖에도 싱가포르의 중앙공제기관이나 일본의 기업연금연합회는 소액투자자를 위한 지배구조 개선활동을 하고 있다. 이러한 기관투자자들은 많은 국내외 전문투자운용사에게 투자권한을 위임하고 있는데 이 펀드들 역시 더 높은 기업지배구조 기준을 개발하고 촉진하는 역할을 하고 있다.

⊙ 제4주제 : 기업의 최선관행(best practice)이행

아시아에서는 금융위기 이후 지속적으로 기업지배구조 개선작업이 이루어졌지만 여전히 대부분의 기업들은 기업지배구조에 대하여 부정적인 시각을 버리지 못하고 있다. 이들은 단지 기업지배구조를 비용만 발생시키는 비효율적 제도로 간주하고 있다. 그러나 이와는 반대로 기업지배구조를 전략적 차원에서 접근하는 기업들이 있으며 이 중 몇몇은 경쟁기업에 대한 자금 및 마케팅 우위를 선점하기 위한 수단으로 사용하고 있다. 이처럼 기업지배구조를 적극적으로 받아들이고 있는 기업들은 주주들에게 사외이사 선임절차와 이유, 위원회의 활동과 같은 세부적인 경영사실을 제공하고 있으며 주주들에게 적극적인 주총 참석과 의결권행사를 장려하고 있다.

또한 주총과 관련된 시기적절한 정보를 제공하고 있으며 강력한 내부통제시스템을 운영하는 등 다양한 활동들을 하고 있다. 물론 이런 기업들이 모든 기업지배구조 가이드라인을 엄격하게 이행하는 것은 아니지만 기업지배구조를 단순히 하나의 규제로만 보지 않고 기업의 발전과 효율성을 위한 중요한 요소로 생각하고 있는 것이다. 이와 같이 동일국가내의 다른 기업들보다 기업지배구조가 우수한 기업들은 금융서비스나 국제소매업과 같이 글로벌 경쟁이 심화된 사업을 영위하고 있으며 독립적인 운영시스템과 다양한 주주분포를 구성하고 있다는 공통점을 가지고 있다.

Royal Ahold: 기업지배구조의 실패

2005년 **2**월에 **ECGI(European Corporate Governance Institute)**에 **Working Paper**로 게재된 **Abe de Jong(Erasmus Univ of Rotterdam), Douglas V. DeJong(Univ of Iowa), Gerard Mertens(Erasmus Univ of Rotterdam)** 그리고 **Peter Roosenboom(Erasmus Univ of Rotterdam)**의 논문을 원문에 충실하게 번역하여 정리한다.

손평식 기업지배구조개선지원센터 연구위원, 세명대학교 교수

1.서 론
2.성장전략과 실행
3.아홀드의 몰락
4.기업지배구조

<요약>

로얄아홀드는 1990년대 대 성공작의 하나였으나 기업지배구조의 대 실패로 2003년에 완전히 붕괴되었다. 본 연구는 아홀드의 인수합병전략을 분석하고 실패의 원인, 즉 경영전략에 대한 기업 외부 및 내부의 감시부재를 연구한다. 전략의 결과물 즉 불량한 인수, 회계스캔들 및 투자자 신뢰상실을 상세히 분석한다. 기업의 초기에는 가족이, 후에는 전문경영인이 법의 의도와 규제체제를 따돌리고 기업에 대한 절대적 통제권을 어떻게 행사하게 되었는지를 분석한다.

I. 서론

로얄아홀드의 성쇠는 기업지배구조에서 중요한 사건이다. 네덜란드에 본사를 둔 아홀드는 세계에서 가장 큰 국제적 소매 잡화 및 식품서비스기업 중 하나였다. 2001년 전성기 때에 아홀드의 매출과 이익은 각각 666억, 11억 유로였다. 27개국에 5,155개의 상점과 25만 명의 종업원을 가지고 있었다. 아홀드는 1887년에 가족기업으로 시작하여 1948년에 공개기업이 되었다. Heijn 가족이 운영하여 주로 네덜란드에서 100년 이상 운영을 해왔다. 1989년에 아홀드는 가족기업에서 전문경영인 기업으로 전환되었다. 이후 아홀드는 대성공시대를 맞이하였다. 주주에게 1,000%이상의 수익률을 제공하였고 2001년 11월에 기업가치는 306억 유로를 기록하였다. 그러나 2003년에 아홀드는 완전 붕괴되었다. 전략실패, 회계분식사건, 전문경영인의 해고 그리고 세계도처에서 소송제기 등이 이어졌다. 주주는 89년 이후 창출된 수익률의 대부분을 상실하였다.

Jensen(2004)의 견해에 의하면 기업의 주가가 높으면 경영진은 성장속도를 유지하려는 압력을 받고 경영진은 성장을 주주가치보다 우선시하는, 불량한 인수를 선호하는 현상이 있다. 아홀드 경우에 불량한 기업지배구조는 경영진에 의한 공격적 회계(aggressive accounting)를 채택하게 하여 주가를 끌어올려 경영진으로 하여금 불량한 인수를 하도록 유도하였다. 아홀드의 투자자관계(investor relations)는 아홀드를 최고의 기업, 그리고 CEO를 최고의 경영자로 만드는 성공스토리였다. 기업의 주가를 효과적으로 유지했지만 경영자는 또한 주가가 암시하는 고성장을 유지해야하는 상당한 압력에 봉착했다.

아홀드의 쇠락은 기업지배구조 측면에서 큰 충격을 주었다. 가족은 네덜란드 기업법을 활용하여 작은 지분으로 소유가 분산된 아홀드를 통제하였다. 89년에 전문경영인체제로 전환하면서 아홀드는 지분이 분산되어 대주주가 존재하지 않았다. 전문경영인이 기관투자자로부터 자본을 끌어들였을 때 경영진은 기관투자자에게 비의결권주식을 발행하였다. 이는 네덜란드 회사법을 이용하였던 것이다. 그래서 기관투자자는 전문경영인에 대한 감시자로서 가족의 역할을 대신할 수 없었다. 소유지분 분산과 약한 소액주주 상황 하에서 경영진은 통제가 되지 않았다. 본 연구결과는 특히 유럽과 관련이 깊다. 유럽에서는 기업의 통상적 성격이 기관투자자감시나 M&A 시장이 활성화 되지 않은 상태 하에서 최대주주(가족)가 감시를 받지 않는 체제이다. 이러한 소유구조는 공개기업의 발전을 저해한다는 것이 일반적 견해이다(Faccio & Lang 2002).

네덜란드 규제기관에게 아홀드는 기업지배구조는 미국문제라는 환상을 깨뜨렸다. 아홀드는 유럽의 엔론이 되었다. 네덜란드와 유럽 정책입안자로 하여금 기업지배구조에 대한 접근방법을 재고하게 하였다. 네덜란드에서는 2003년 3월에 기업지배구조위원회가 설립되어 공개기업의 신뢰회복을 시

도하였다. 미국에서 PCAOB(미국 회계개혁법에 의해 회계업계를 감독)는 아홀드를 예로 들어 유럽 회계법인(미국에서 영업하는)이나 미국상장 외국법인에 대한 감시를 협의하기도 했다. 저자는 OECD의 국제지배구조 규범을 이용해서 아홀드의 지배구조를 살펴본다.

II. 성장전략과 실행

TOP

2.1 아홀드의 성장전략

Heijn 가문의 3대에 걸쳐 아홀드는 1887년 조그만 식료품가게로 출발하여 네덜란드 최고의 식료품 회사로 성장하였다. 89년에 가족경영이 전문경영인에 의해 대체되었을 때 아홀드는 네덜란드에서 가장 큰 식료품 소매상이었다. 아홀드는 Albert Heijn 슈퍼마켓 체인과 다른 식료품가게에 상품을 공급하는 프랜차이즈 Schuitema를 소유했고 전문점으로는 잡화상가게 체인 Etos 및 양주, 와인체인 Alberto를 포함했다. 식료품과 전문점 체인을 합하면 아홀드는 네덜란드 전체시장의 45%를 차지했다. 아홀드는 미국에서도 상당한 영업을 하였는데 아홀드 전체의 매출과 이익의 주요부분을 차지했다. 아홀드는 외국체인을 체인의 고유상호와 기존 경영진을 그대로 지속시켜 영업을 하였다. 1989년에 시작하여 전문경영인 체제하의 아홀드의 야심은 세계에서 첫 번째 및 두 번째의 소매기업인 월마트와 까르푸와 같은 레벨에 드는 것이었다. 아홀드는 네덜란드에서 지배적 위치를 유지하고 미국에서 사업을 확장하고 다른 국가들에도 영업을 함으로서 그 야심을 키우려고 했다.

CEO Pierre Everaert(1989에 임명된 첫 전문경영인 CEO)하에서 아홀드의 성장목표는 EPS의 매년 10% 성장이었다. 또한 5년마다 이익과 매출을 2배로 증가시키는 것이었다. 92년에 임명된 두 번째 전문경영인 CEO, Cees van der Hoeven 하에서 EPS 15% 증가(10%는 내부성장, 5%는 외부성장)로 상향되었다. 아홀드의 전문경영인은 투자자에게 성장전략을 인식시키고 애널리스트들의 관심을 제고하기 위하여 좋은 IR 필요성을 인식했다. IR은 특히 CEO 와 CFO 에게 중요한 과제가 되었다. 경영진은 Heijn 가족의 이해당사자 접근방법을 포기하고 주주중심에 초점을 맞추었다. 92년에 Hoeven이 첫 사업보고서에 서명했을 때 회사정책은 주주가 획득하는 수익률을 명시적으로 언급했다. 아홀드는 네덜란드에서 “최우수 IR” 상을 여러 개 휩쓸었다.

성공적인 IR 프로그램은 아홀드 주식에 대한 수요를 유지하고 아홀드 경영진의 인수합병을 통한 공격적 성장전략을 추구하는 데에 필요했다. 1989-2003년 사이 아홀드는 97개 회사를 인수하였고 26개국을 처음으로 돌파했다. 아홀드는 확장을 주로 차입금과 외부주주자금으로 조달했다. Superdiplo 인수를 제외하고는 아홀드는 대규모 인수 시 stock swap을 이용하지는 않았다. 아홀드는 주로 인수 시 bridge financing 으로 현금을 지불하고 약 4개월 후 주식 혹은 채권을 발행하는 식이었다. 주식발행은 부분적으로 경영진이 아홀드 주가에 신경을 쓰는 것을 설명해준다. 주가가 높을수록 인수를 위한 주식발행은 작아지는 것이다. 인수는 즉각적으로 EPS에 기여를 하기 때문에 아홀드는 15% 성장전략 목표를 유지할 수 있었다. 아홀드의 성장전략은 월마트나 까르푸와는 달랐다. 아홀드는 상점 체인의 인수를 통한 성장을 했고 체인의 상호, 기존 경영진 및 신분으로 체인영업을 계속하였다. 까르푸나 월마트는 매우 상이한 전략을 가졌는데 까르푸는 국내외적으로 확장하면서 하나의 상호를 유지했다. 까르푸는 미국진출을 시도했는데 성공하지는 못했다. 월마트는 국내외적으로 한개의 상호를 사용하여 확장했는데 비교적 미국바깥에서는 활발하지 못했다. 애널리스트 분석에서처럼, 아홀드는 인수 없이는 주가 및 EPS 15% 증가 등 성장전략이 달성될 수 없었고 이는 성장기대를 충족시키기 위한 심각한 압력이었다.

2.2 성공적 성장전략**:**

미국 동부해안 지역에서 가장 큰 체인점 국내시장의 지배적 기업에 기초하여 아홀드는 미국으로 진출하여 동부해안지역에서 가장 큰 슈퍼마켓이 되는 목표를 세웠다. 97년에 아홀드는 BILO 체인점(Georgia, North and South Carolina주)을 처음으로 인수하였는데 6천만$이 소요되었고 2번째로 81년에 Pennsylvania주의 Giant Food Stores 를 3,500만$에 인수했다. 88년에 아홀드는 New England주의 First National Supermarkets를 인수함으로 미국에서 상당히 큰 존재가 되었다.

91년에 아홀드는 뉴욕 주 버팔로에 소재한 168개의 상점과 16억불의 매출을 가진 Tops Markets를 인수했다. 주식시장은 Tops 인수에 호의적인 반응이었다. 94년에는 테네시 주 차타누가에 소재한 Red Food Stores를 인수했다. 55개의 상점과 4억불의 매출이 아홀드의 BI-LO체인에 추가되었다. 600개의 상점과 66억불의 매출로 Ahold USA는 미국에서 9번째로 큰 식료품회사가 되었다.

95년에 아홀드는 뉴저지 주에 소재한 28개 상점과 5억75백만 불의 매출을 가진 Mayfair 슈퍼마켓을 인수했다. 이로서 아홀드는 650개 상점과 83억불 매출을 기록하게 되었다. 이는 아홀드를 동부해안 지역에서 두 번째로 큰 식료품가게인 Winn Dixie에 이은 세 번째 회사로 만들었다. Stop & Shop 인수 후 미국에서 5번째로 큰 슈퍼마켓이 되어 동부해안지역에서 가장 큰 체인이 된다는 목표에 가까이 왔다.

성공적 성장전략을 수행하면서 아홀드는 가장 큰 미국회사 인수합병 즉 Giant Food(공개법인)을 98년에 인수했다. 메릴랜드 주에 본점이 소재한 Giant Food는 173개의 상점을 가지고 42억불의 매출을 올렸으며, 주된 영업 지역은 Washington D.C., Maryland, Delaware, Virginia, New Jersey, Pennsylvania주였다. 시장은 아홀드의 성장전략에 순응하였다. 그러나 자금조달 방법 즉 신주 및 전환사채 발행소식에는 반응이 별로 좋지 않았다. 99년에 시장집중현상 때문에 FTC(Federal Trade Commission)은 아홀드의 Pathmark(New Jersey, New York, Delaware주 소재 132개의 상점) 인수에 제동을 걸었다. 이것이 아홀드의 동부해안지역의 최대체인이 되는 전략에 후퇴를 가져와서 주가는 그 뉴스에 7% 떨어졌다.

이때에 아홀드는 다른 문제에도 부딪혔다. 월마트가 Supercenter 를 건설하기 시작하여 92년에 0개에서 97년에 344개를 건설하여 아홀드 지역에 많은 상점이 건설되었다. 아홀드의 마진은 가격과 원가구조에서 상당한 축소를 가져왔다. 2001년에 아홀드는 남쪽으로 가서 플로리다, 미시시피, 조지아, 알라바마 주에 소재한 184개 상점을 가진 Bruno's Supermarkets 를 인수하였다. FTC 와의 문제는 피했지만 주식시장에서 주가는 오히려 2.5% 떨어졌다. 이 문제로 아홀드의 경영진은 미국에서의 성장전략을 재고하게 되었다. 애널리스트는 아홀드의 미국시장에서의 성장전략에 의문을 가졌다.

2.3 해외확장과 어려움

아홀드가 네덜란드에서 시장지배자였을 때 유럽에서 큰 시장 즉 영국, 독일, 프랑스에 진입하는 것은 불가능했다. 유럽은 아홀드 전략에서 하나의 커다란 결점이었다. 왜냐하면 아홀드는 매출규모가 유럽에서 10번째 소매상에 들지 못하였다. 프랑스 소매업자 까르푸와 Promodes가 99년에 합병했을 때 애널리스트는 아홀드의 유럽 영업에 의문을 가지기 시작했다. 그럼에도 불구하고 인수합병을 지속하여 Ahold Europe은 노르웨이와 스웨덴 소재 ICA 지분 50%를 99년에 매수하고 2000년에 스페인의 Superdiplo 지분 100%를 취득했다. 시장은 인수가격에 대한 반응이 신통치 않았고 신주와 전환사채 발행의 자금조달 방법에도 반응이 좋지 않았다.

아시아와 남아메리카 개발도상국 진출에 높은 성장기회가 있었지만 미국이나 유럽과는 영업환경이 상당한 차이가 있었다. 96년에 아홀드는 미국과 유럽바깥으로 진출하였다.

아홀드는 브라질에 합작법인 설립으로 처음으로 남아메리카에 진출하였다. 아홀드는 96년에 중국, 말레이지아, 싱가폴, 97년에 태국, 인도네시아에도 진출하였다. 아시아는 세계에서 가장 크고 가장 분화된 시장이었고 슈퍼마켓 외에서 식료품 매출이 가장 큰 지역이었다. 아홀드의 아시아 전략이 무엇인지는 불분명했다. 까르푸는 아시아에서 가장 큰 슈퍼마켓이었다. 까르푸는 이 지역에서 경쟁업체에 비해(월마트, 아홀드) 유일하게 이익을 남기는 기업이었는데 아홀드가 진출한 아시아 국가마다 경쟁하였다. 아홀드의 아시아 시장전략은 실패하였는데 이익에 대한 단기 전략은 이 지역에서 성공하기 위해 요구되는 장기전략과 상충되었다. 아홀드는 가까운 미래에 이익전망이 불투명하여 96년에 아시아 진출이후 3년만에 중국과 싱가폴에서 철수하였다. 아홀드의 다른 아시아 영업은 아시아 금융위기로부터 타격을 받았다.

마지막으로 아홀드는 98년에 아르헨티나, 칠레, 에쿠아도르, 파라구아이, 페루, 99년에 엘살바도르, 과테말라, 온두라스, 그리고 2002년에 니카라구아로 진출했다. 남아메리카 진출은 첫째, 이 지역에서는 갑작스럽고 광범위한 인수를 추진하여 아홀드의 과거의 점진적이고 실용적인 인수합병전략과는 상이하였다. 둘째, 아르헨티나 진출에 대해 시장은 전반적으로 부정적이었다. 셋째, 인수합병경쟁이 치열했다. 까르푸는 남아메리카에서 가장 큰 슈퍼마켓이었고 외국기업 중 가장 토대가 튼튼한 기업이자 이익을 창출하는 기업이었다. 아홀드는 남아메리카에서 두번째 기업이었지만 까르푸는 아홀드의 두배 크기였고(기업 size), 시장점유율도 2배(12.7%) 였다. 까르푸는 아홀드와 같은 수의 상점(약560개)을 가졌지만 지역은 반 정도에서만 영업을 했다. 또 다른 프랑스 슈퍼마켓 체인인 카지노는 두 번째에 바짝 추격하는 3위 기업이었다.

종합컨대 아홀드는 미국을 제외하고는 세계전략을 대부분 실패했다. 99년에 아홀드는 4개 대륙에서 영업을 했지만 미국과 네덜란드 영업이 대부분을 차지하여 총매출 중 미국과 네덜란드에서의 매출이 각각 57%, 31.2%를 차지하였다. 투자자는 유럽, 아시아, 남아메리카에서의 부분적인 인수와 미국 동부해안지역 전략이 전체적으로 15% 성장목표를 유지할 수 있는가에 대한 의문을 가졌다.

2.4 음식 서비스업 진출

유럽, 미국, 아시아, 남아메리카에서의 어려움에도 불구하고 아홀드는 미국에서 음식서비스산업으로 주 방향을 선회하였다. 이 산업은 슈퍼마켓 산업보다는 덜 통합된 산업으로 2000억불 규모였고 시스코기업과 US Food Service가 선두기업으로 1,600억불 레스토랑산업의 20%를 차지하였다.

아홀드는 2000년 3월에 US Food Service(70억불 매출을 가진 메릴랜드주 소재)를 인수함으로서 미국

음식서비스산업에 진출하였다. 2000년 12월에 PYA/Monarch(50억불 매출의 South Carolina주 소재), 2002년 11월에 Alliant Exchange(66억불 매출의 일리노이 주 소재)를 인수했다. 아홀드는 음식서비스 산업에는 경험이 없었다. 처음 인수한 2개의 기업으로 아홀드의 기업규모는 매출 면에서 2배가 되었다. 시장은 아홀드의 신 성장 전략에 호의적이지 않았다. 주가는 US Food Service와 PYA/Monarch 인수뉴스에 각각 3.1%, 4.5% 하락했다. 시장은 자금조달 문제에도 의문점을 가졌다. 2년에 걸쳐 116억 유로 이상의 자금이 부채와 주식으로 조달되었다

아홀드의 갑작스런 음식서비스산업 진입은 전반적으로 이해가 잘 되지 않았다. 한 애널리스트는 "이러한 움직임이 아홀드에게 새로운 성장기회를 주기는 하지만 전략측면에서 심각한 방향전환이며 전혀 기대하지 않았던 것이다"라고 하였다. 2002년에 아홀드의 매출은 74%가 미국, 21.9% 유럽, 3.4% 남아메리카, 0.7% 아시아로부터 발생했다.

III.아홀드의 몰락

TOP

3.1 네덜란드와 미국회계기준의 차이
네덜란드의 회계원칙에서는 영업권(매수법)은 자기자본에 대하여 즉시 상각되어 이익에는 영향을 미치지 않는다. 2001년 미국 GAAP은 영업권을 대차대조표에 자본화하고 손익계산서에 40년을 최대한으로 하여 상각하도록 하였다. 아홀드는 특별항목, 외화환산 및 영업권상각을 제외한 이익의 연평균 15% 성장을 위하여 인수에 의존하였다. 아홀드는 네덜란드 GAAP을 이용하여 가능한 자기자본에 대하여 많은 비용을 상각했다. 93년에 아홀드 주식은 NYSE에 상장되었다. 결과적으로 아홀드는 미국 GAAP에 의하여 재무보고를 해야 했고 그러한 비용은 손익계산서에 상각비용으로 처리되었다. 인수의 수가 증가됨에 따라 그리고 피인수기업의 장부가 대비 더 많은 금액을 지불함에 따라 네덜란드와 미국 GAAP상의 이익은 점점 더 벌어졌다. 네덜란드 GAAP은 인수와 관련한 책임을 경영진에게 부과하는 능력을 상실했다.

2002년초 네덜란드와 미국 GAAP의 심각한 차이는 명백해졌다. 아홀드가 2001년 네덜란드 GAAP에 의한 EPS 16%증가를 보고하였다(특별항목, 외화환산 및 영업권 상각제외하고). 특별항목 등을 포함하면 EPS가 17% 감소하는 것이었다. 한 달 후 아홀드는 2001년 사업보고서를 발표한바 US GAAP에 의한 회계수치의 요약을 포함했다. 아홀드의 이익은 네덜란드 GAAP하에서는 11억1300만 유로였는데 미국 GAAP하에서는 1억2000만 유로에 불과했다. 2001년에 미국 GAAP은 영업권 회계기준을 변경하여 영업권은 상각되지 않고 매년 손상 test (impairment) 를 실시하여 손익계산서에 손상액을 부담시키는 방법이었다.

결과적으로 아홀드는 2001년에 7억28백만 유로의 영업권 손상액을 보고한바 그것은 주로 아르헨티나의 Disco 조인트벤처의 감소된 가치금액 때문이었다. 네덜란드 GAAP하에서 아홀드는 영업권을 20년에 걸쳐 상각할 수 있었는데 미국GAAP하에서는 매년 손상금액을 비용화해야했다. 애널리스트와 투자자는 네덜란드와 미국GAAP 이익의 큰 차이에 어리둥절했고 또한 아홀드가 2001년에 네덜란드 GAAP 상 이익을 발표했을 때 이와 같은 사항을 공시하지 않은데 대해서도 이해하지 못했다. 투자자는 아홀드 이익수치에 신뢰성을 상실했고 그 뉴스에 대하여 비정상 주식수익률이 당일 9.6% 하락했다.

3.2 회계조작**,** 사기 그리고 투자자신뢰의 상실
네덜란드와 미국 GAAP 차이는(비록 회사는 회계기준을 위반하지는 않았지만) 아홀드의 미래에 대한 투자자의 신뢰를 저하시켰다. 2002, 2003년에 회사는 세가지 중대한 이슈에 직면했다: 공개되지 않은 계약의무, 조인트벤처 결합을 통한 조작 그리고 공급업자 리베이트 관련사기. 2002년에 아홀드는 조인트벤처에 관한 여러 개의 중대한 off balance sheet 의무사항을 공개하지 않았음을 인정했다. Disco에 조인트벤처 파트너인 Peirano family는 재무적 어려움을 가지고 있었다. 아홀드는 Peirano가에서 부채해결을 못하면 고가에 그 가족의 조인트벤처 지분을 매수하도록 계약을 맺었다. 이 뉴스에 비정상 수익률은 -13%였다. 2002년에 ICA Ahold의 회장은 주주와의 동의서를 발표한바 내용은 그와 다른 파트너 ICA Forbundet의 지분을 아홀드가 25억 유로에 2004년 4월에 매수할 의무를 갖고 있었다는 것이었다. 2001년 사업보고서는 아홀드의 이 의무사항을 언급하지 않았다. 비정상수익률은 이 뉴스에 -11.1%였다.

2002년 1분기 결과에 대한 conference call에서 van der Hoeven은 Pro Forma EPS 10% 성장을 예고하였다. 두 번째 분기에서 Hoeven은 아홀드의 1분기 손실이 29년만에 처음이었고 당해연도 EPS 성장은 5-8% 일거라고 했다. 결국 3분기에서 Hoeven은 또 분기 손실 및 15% 성장률 달성 실패를 공시했다.
2003년 2월 4일에 아홀드는 순이익과 EPS(네덜란드와 미국 GAAP)는 2002 사업 연도에 대한 종전예

측보다 상당히 낮은 것으로 나타났다고 공시했다. 공급업자 리베이트가 이슈였는바 이는 판매촉진 수당으로 알려졌다.

Sara Lee Corp 와 ConAgra Food Inc 등의 음식공급업자는 그들 제품을 팔기 위해 US Food Service에 리베이트를 지불했다. US Food Service는 이러한 리베이트를 장부에 기록하였는데 높은 금액의 판매촉진 수당과 이익을 유발하였는데 그 금액은 8억5천만 불이었다. 이익의 과대계상은 아홀드의 재무제표(2000,2001) 그리고 첫 3분기(2002)의 재무제표를 재작성하게 만들었다.

또한 회사는 4개의 조인트벤처(ICA, Bompreco, Disco, Jeronimo Martins Retail)와 1개의 전 조인트벤처(Paiz Ahold)는 재무제표에 연결되지 않았어야 했다고 공시하였다. 이러한 J/V를 연결 재무제표에의 포함시킨 것은 아홀드가 이러한 J/V를 통제하고 있다는 서류에 기초하였다. 통제권으로 아홀드는 네덜란드와 미국 GAAP 하에서 J/V의 수익과 비용을 100%, 순이익의 100%를 장부에 기록하여 아홀드의 매출과 이익을 증가시켰다. 비밀서류에 의하면 아홀드는 사실상의 J/V통제권이 없었다. 2002 초기에 아홀드는 네덜란드와 미국 GAAP하에서 J/V를 전체적으로 결합하지 않고 부분적으로 연결해야했다. 2000년의 이익은 11억 유로로 시작하여 미국 GAAP 조정 및 재작성후 4억42백만 유로가 되었다. 2001년 이익은 11억 유로에서 2억5천만 유로 손실로 귀착되었다. 결국 2002년 손실은 12억 유로로 시작하여 43억 유로로 끝이 났다.

감독이사회는 CEO Hoeven 과 CFO Michael Meurs의 사임을 발표했다. 감독이사회 의장은 경영이사회 행위와 회사업무에 책임을 지고 있었다. 회사는 2002년도 사업보고서 결과공시를 지연시켰다. 아홀드의 감사인은 2002년 조사업무 관계로 감사 일정을 연기시켰다. 시장은 거세게 반응했다. 공시일 비정상수익률은 -59.4%를 기록했다. 채권시장도 비슷한 반응을 보였다. 영국시장에서 아홀드 채권은 28.3% 하락했고 유로시장에서도 채권가격은 27.4% 떨어졌다. S&P는 즉각적으로 아홀드의 신용등급을 BBB에서 junk로 하향조정하였다. 다음날 Moody's도 Baa3에서 B1 으로 조정했다.

IV.기업지배구조

TOP

4.1 기업지배구조 원칙

이 섹션에서 우리는 아홀드의 기업지배구조를 분석하고 무엇이 잘못되었는지를 검토한다. 첫째, 기업지배구조 원칙은 학계나 정책적 측면에서 일반적으로 이해되었고 원칙은 90년대에 최선관행으로 언급되었다. 최선관행은 일반적으로 용인되고 알려져 있었으므로 아홀드의 기업지배구조를 평가하기 위한 틀을 제공해준다. 우리는 OECD 기업지배구조 원칙(1999)을 벤치마크 로 이용한다. 주주권리, 감독이사회의 역할(그리고 단일시스템의 비집행이사들), 그리고 공시와 투명성은 OECD 원칙의 주요항목이다.

예를 들어 주주는 이사회 구성원을 선출하고 기본적 회사구조의 변경에 대한 투표, 그리고 주주총회에서 투표(직접 혹은 대리인을 통하여)할 권리가 있다는 것을 통지받아야한다. M&A 시장은 반인수합병 장치가 없이 작동이 되어야한다. 이사회는 경영진과 독립하여 객관적 판단을 해야 하고 충분한 시간을 회사에 쏟아 부어야한다. 이사회 기능은 회사전략을 가이드하고 재무보고 공시의 신뢰성을 확보하고 주요 집행임원을 선출, 감시 그리고 보수를 지급해야 하는 것을 포함한다. 우리는 아홀드의 소유구조와 통제구조, 경영이사회, 감독이사회 그리고 인센티브 보상을 검토한다. 또한 금융시장의 전통적인 수문장들 아홀드의 주거래은행, 재무 애널리스트, 감사인을 살펴본다.

4.2 소유지분과 통제구조

아홀드는 1948년에 가족기업으로 시작하여 2001년에 전문경영인이 경영할 때까지 가족과 전문경영인은 네덜란드기업에 적용되는 모든 방어전술을 채택하여 아홀드에 대한 완전한 통제권을 획득·유지했다: 설립자/우선적 주식, 적대적 인수 시 100% 희석시킬 선택사항을 가진 우선주, binding nomination(감독이사회가 감독이사회 구성원 및 경영이사회 구성원 모두를 추천할 수 있는 권리를 정관에 등재). 이러한 방어전략은 주주의 의결권을 없애 주주의 경영진 감시능력을 약화시키고 또한 경영진을 견제하는 인수시장의 능력도 부정했다.

그러한 법적구조 및 인수방어를 Heijn가에서 먼저 도입을 했고 후에 Hoeven이 아홀드를 통제하기 위하여 이용하였는바, 이는 기업인수시장의 힘을 약화시켰고 기관투자자의 의결권을 부정하여 기관투자자의 감시를 막았고 의사결정능력을 주주로부터 감독이사회로 이전시켰다. 아래에서는 아홀드의 지분구조와 주주영향력의 방해요인을 자세히 살펴본다.

아홀드는 1887년 설립에서 1948년까지 Albert Heijn 이 소유한 비공개 가족기업이었다. 2차 세계대전 후 회사는 두 가지 문제점에 봉착했다. 즉 가문승계와 확장을 위한 자금조달 문제였는바 두 가지다

IPO로 해결되었다. 아홀드의 전신 Albert Heijn 회사는 48년에 암스텔담 주식시장에 상장되었는바 2명의 아들 Gerrit과 Jan Heijn이 발행주식의 50%를 소유했다. IPO에서 두 아들은 설립자주식(우선적 주식이라고도 함)을 받았다. 이 주식은 아들에게 경영이사회의 전 구성원, 감독이사회 1명의 구성원에 대한 추천권(binding nomination)을 주었다.

가족기업은 두 개의 이사회구조 하에서 운영되었고 경영이사회를 감독이사회가 별도로 감시하는 구조였다. 60, 70년대에 가족은 참여하지 않은 주식증자가 자주 있었다. 이것은 가족 지분을 줄였으나 가족의 아홀드 통제권은 설립자주식을 통하여 유지했다. 70년대 초반, 아홀드는 두 개의 법적 사항을 채택했다. 첫째, 100명이상 종업원을 가지고, 법정 노동위원회(work council)가 설치되어있고, 자기자본의 장부가치가 1천1백만 유로를 초과하는 네덜란드 기업에 적용되는 네덜란드 기업법의 대개정으로 설립자주식을 없애고 아홀드가 structured regime으로 조직을 전환하는 것이 요구되었다. 이 체제는 주주의 힘을 약화시켰다. 이 체제하에서 감독이사회는 주주로부터 다음의 권한을 이양받는다: 사업보고서 작성및 승인, 경영이사회 구성원의 선출, 감독이사회의 선출. 감독이사회는 또한 경영이사회가 행하는 주요 의사결정에도 전권을 행사한다. 법은 감독이사회가 회사로부터 독립적이어야 하고 회사의 이익을 위하여 일한다는 것을 규정하고 있다. 그러나 가족은 경영이사회(Jan Heijn의 두 아들 Ab와 Gerrit Jan으로 구성)와 감독이사회(설립자 주식으로 가족이 통제해온)를 이용하여 효과적으로 아홀드를 통제하였다.

두 번째 사항은 73년에 채택되었는바 이때 아홀드는 SAC를 설립하였는데 이것은 인수 방어용이었다. 이 조직은 현재의 자본과 동일한 명목가치를 지닌 우선주를 살 수 있는 권리를 소유한다. 인수위협의 경우 이 조직은 옵션을 행사하여 우선주를 우호적 조직에 넘길 수가 있다. 이것은 적대적 인수자(hostile bidder)의 지분을 희석시킨다.

1989년에 전문경영인이 Heijn 가족의 위치를 물려받았을 때 가족지분은 7.3%로 감소했다. 93년에 Heijn 가족구성원 중 여러 명은 다른 사업을 위한 자금이 필요했다. 가족은 미국투자자가 익명으로 좋은 가격을 지불하겠다는 것을 알게 되었다. 그러나 이 투자자는 중대한 blockholder가 되고자 하는 것이었다. 아홀드 통제를 유지하기 위해 Hoeven은 ABN-Amro가 지분을 매수하길 원했다. 그 주식은 ABN-Amro에게 매도되었고 ABN-Amro는 이로서 주요주주 감시를 없애고 지분분산을 위해 다른 기관투자자들에게 이를 매도했다. 96년에 Hoeven은 아홀드의 협력벤처인 European Retail Association(ERA) 의 해산에 있어 주요주주의 감시를 피했다. 여기서 아홀드의 지분(Argyll과 Casino)의 매도도 포함했다. Argyll 과 Casino 또한 4개의 기관투자자, 연금펀드 ABP, 은행/보험회사 Achnea, Fartis, ING에 자기들의 주식지분을 매도했다. Hoeven은 아홀드의 인수자금을 지급할 때 주식교환(stock swap)보다는 현금으로 지불함으로 지분구조의 분산을 확보했다.

96년에 Argyll과 Casino 지분매각과 동시에 Hoeven 은 이전에는 사용하지 않았던 preferred financing shares 발행을 발표했다. 59백만 유로가 우호적인 기관투자자 Achmea, Aegon, Fortis와 ING 로부터 96년에 조달되었다. 투자자는 각각 아홀드 지분의 5% 이상을 소유하였기 때문에 세금 면제에 해당되었다. 97년에 아홀드 주식의 34%를 5%를 초과 소유한 기관투자자가 소유했다. Hoeven은 우선주 발행을 통해 기관투자자의 감시를 회피했다. 우선주 증서는 기관투자자의 의결권을 박탈했고 그 의결권은 SAPFA 재단의 통제 하에 있었다. 우선주는 액면가로 기관투자자에게 발행되었기 때문에 (액면가는 경제적가치보다 작았음), 그 재단은 불균형된 의결권을 가졌다. 즉 경제적 가치는 전 지분액의 6%인 반면에 의결권은 19%를 가졌다. 기관투자자는 이러한 구조에 동의를 한바 그 이유는 우선주 배당은 매년 확실했기 때문에 아홀드를 감시할 유인이 적었다.

SAPFA는 기관투자자가 소유하고 있는 우선주 관련 의결권을 SAPFA 이사회를 통해 통제하기 위하여 경영진에 의해 설립되었다. SAPFA의 행태는 97년 5월에 refinancing 후 열렸던 첫 정기주총에서 목격된다. 이 당시 1억6천8백만 보통주와 4천만 누적우선주로 총 2억8백만 주의 의결권이 있었다. 모든 주주가 참석을 하면 우선주주는 의결권의 19%를 갖게 된다. 97년 정기총회에 823명 주주가 참석한바 이들은 63백만 주를 소유했다. SAPFA는 4천만 우선주 의결권을 재단이사회 의장이 행사함으로서 전체의 63% 의결권을 통제했다. 총회동안 이사회 의장은 정기주총 전 재단이사회는 모든 경영진의 제안에 찬성하기로 이미 결정했다고 설명했다.

마지막으로 2001년 5월 주총에서 아홀드는 그 재단을 폐지하였다. 정부의 주요 자문그룹인 네덜란드 사회경제위원회는 국회에 그러한 구조체계에 대한 권고를 하였다. 제안중 하나는 감독이사회의 1/3을 work council(노동위원회)에서 추천하는 것이었고 다른 제안은 감독이사회가 이사회 구성원을 추천하고 주주는 자본금 1/3을 확보한 상태에서 2/3가 안건을 부결할 수 있는 권리를 가지는 것이었다. 아홀드는 정관을 수정하여 강제추천권을 삽입하였다. 새로운 감독이사회는 모든 추천을 할 수 있고 자본금 1/2을 확보한 상태에서 2/3이상의 주주가 안건 부결을 할 수 있도록 하였다. 새로운 정관채택 후 아홀드는 노동자의 감독이사회 추천권을 폐지하고 감독이사회 추천권을 부결할 수 있는

상한선을 올렸다.

4.3 경영이사회

1987년 이전에 경영이사회는 Ab Heijn(CEO), 동생 Gerrit Jan Heijn이 주요 멤버였다. 회사성장이 이루어졌고 상속인의 부재 그리고 전문경영인의 필요에 의해 Heijn 형제는 이사회를 1987년 아래의 7명으로 확대하였다. van Dun(인사전문가), Ahlqvist(첫 마케팅전문가), Zwarten(제조회사 경영을 위해 Ahlqvist가 소개), van der Hoeven(CFO), Pierre Everaert(국제업무 책임자). Gerrit Jan Heijn 이 87년 말에 납치, 피살됨과 함께 전문경영인 체제는 가속화되었다. Ab은 89년에 강제은퇴에 직면했을 때 CEO직을 유지하기를 원했으나 경영이사회의 다른 구성원에 의해 부결되었다. Ab은 89년에 은퇴하고 감독이사회로 옮겼다.

CEO후보가 2명의 경영이사회 멤버였다. Hoeven은 CFO였고 15년을 Royal Dutch/Shell에서 경력을 쌓았다. 그의 경쟁자 Pierre Everaert는 아홀드에 오기 전 Goodyear와 Generale Biscuit에서 국제업무 경험을 가진 기술자였다. Hoeven은 경영이사회로부터 CEO 선택을 받았다. 그러나 감독이사회 Ab Heijn은 Pierre Everaert를 CEO로 89년 9월에 임명하였다. 92년 12월에 Everaert는 Philips로(네덜란드에서 가장 큰 전자회사) 전직을 발표했다. 아홀드의 감독이사회 의장인 Choufoer은 Hoeven이 새로운 CEO가 되고 CFO도 유지한다고 발표했다. Everaert 사임과 함께 Hoeven은 CEO, CFO 양쪽을 담당하였다. 이것이 통제의 붕괴였다.

4년에 걸쳐(1998-2002), 경영이사회 구성원의 50%가 바뀌었다. Hoeven(지금 CEO), Andreae(Albert Heijn)과 Meurs(CFO)는 아직 이사회에 있었다. 새로운 구성원은 de Raad(전에 SHV와 독립소매업 Metro), Grize(Stop & Shop 경영진), 그리고 Miller(US Food Service 경영진)였다. Grize, Miller 등 인수대상회사의 전 경영진의 지속은 충성을 촉진시켰다. 왜냐하면 경영자가 자기회사가 피인수될 때 직장을 잃게 되는 것이 예사였으나, 이 경영자들은 불확실한 상황에서 훨씬 큰 회사의 이사회로 승진했기 때문이었다. 더구나 이 이사회구성원은 그들이 예전에 경영한 적이 있는 자회사를 감시했다. 피인수기업의 전 경영자를 고용 유지시키는 아홀드의 전략을 통하여 경영의 내부통제는 부실해졌다.

경영이사회는 두 가지 이유로 실효성이 부재하였다. 첫째, 구성원 모두가 Hoeven에게 자기 지위에 대해 빚을 지고 있었다. 높은 이직율 후 이사회는 내부적으로 자회사 혹은 직원에서 승진한 사람들로 구성되었다. 두 번째는 Hoeven의 개인적 특성이다. 경영의사결정은 경영자의 개인적 생각, 사고, 가치관, 경험등을 반영한다. Hoeven은 성격이 강하고 상대방을 설득하는 스타일이었다. 아홀드는 네덜란드의 IR상, 세계소매업상 등을 받았고 또한 Hoeven은 "올해의 CEO" 라는 개인적인 상도 받았다. 경영이사회에서의 Hoeven의 파워, 90년대의 성공담 및 그의 개인적 특성은 아홀드 전략에 중요한 영향을 미쳤다.

4.4 감독이사회

감독이사회는 지분이 분산되고 전문경영인이 경영하는 회사에 적응하지 못하였다. 감독이사회에 대한 OECD 기준에 의하면 아홀드 문제점은 주로 감독이사회의 책임으로 귀결된다. 감독이사회는 독립적이고 능력이 있고 충분한 시간을 회사에 투입해야한다. 감독이사회는 네덜란드에서 특히 중요하다. 네덜란드법 혹은 정관에 의하면 아홀드의 경우 2001년 이후 주주의 주요 의사결정권이 감독이사회로 옮겨졌다. 아홀드 감독이사회는 다른 이해당사자와 이해상충을 가진 사람과 전직 아홀드 경영자였던 사람들이 구성원으로 되어있어 독립적이지 않았다. 더구나 많은 구성원이 너무 많은 회사에 소속되어 있었다.

전직경영자가 감독이사회 구성원이 될 때 경영이사회로부터의 독립성은 제한된다. 87년 이사회에는 전직 CFO Vethaak 가 있었고 전직 CEO Ab Heijn은 90-97년 구성원이었다. 93년부터 감독이사회 구성원은 피인수기업의 경영진으로부터 조달되었다. Bogomolny는 First National Supermarkets의 전 CEO였고 2001년에 Fahlin(전 ICA)이 이사회에 합류했다.

여러 구성원은 아홀드와 관련한 기관과 유대관계가 있어 이해상충 문제를 야기시켰다. 1987-2001년까지 구성원이었던 Nelissen은 특히 흥미가 있는데 그는 Amro(아홀드 주거래 은행)의 CEO였다. Amro와 ABN이 90년에 합병했을때 Nelissen은 합병회사의 CEO가 되어 그후 92년에 은퇴를 하였다. 은퇴후 그는 은행의 감독이사회 멤버가 되었다. 그는 또한 아홀드의 감사인인 Deloitte 이사회 소속이기도 했다. Kreikan과 Choufoer를 통해서 아홀드는 네덜란드의 금융기관 Nationale Investeringsbank및 ING와 이사직을 상호교환하고 있었다(interlocking directorates). Choufer는 또한 Hoeven이 15년간 일했던 Royal Dutch/Shell 출신이었고 Sir Perry는 아홀드에 소비자 물품을 공급하던 Unilever의 전 CEO였다. 구성원은 경험과 배경은 일반적으로 충분했다. 하나의 예외적인 경우도

있었는바 아홀드 이사회에는 여러명의 정치인이 있었다. 이들은 다른 기업과 이해상충은 없었지만 사업경험은 다른 구성원에 비해 일천했다.

아홀드는 이사직을 여러 개 가진 사람들이 여러 명이 있어 아홀드에 대한 이사의 업무를 제한시켰다. 예를 들어 87년에 9명의 구성원 중 5명은 다른 기업의 감독이사회에도 소속되어 있었는데 너무 많은 회사에 소속되어 있었다. Choufoer는 네군데 감독이사회에, de Soet(18개 기업), 그리고 Nelissen도 18개 기업. 98년에 7명중 4명이 과다한 이사직을 가지고 있었다. 새로운 의장 de Ruiter 는 Royal Dutch/Shell 을 포함하여 17개의 다른 회사 감독이사회에 소속되어 있었다. 위원회와 구성원에 대한 정보는 알려진 게 별로 없다. 1997-2001년 사이 네덜란드의 사업보고서에는 감독이사회가 감사위원회, 보상위원회, 후보추천위원회를 가지고 있다고 했으나 구성원 이름은 나와 있지 않았다.

파워의 대용치로서 감독이사회의 상대적인 크기는 중요하다. 87년에 Heijn 형제가 있을때 감독이사회와 경영이사회의 비율은 9대7이었다. 93년에 비율은 증가하여 9대4로, 그리고 1998, 2001년에 비율은 감소하여 7대6이 되었다. 이 대용치는 아홀드의 경우 확실치는 않는데 경영이사회는 감독이사회 임명과 의사결정에 심각한 영향력을 행사했다. 이것은 Heijn 가족 및 설립자 주식의 영향 때문이었다. 이러한 경우 CEO는 자기에게 충성하는 사람을 임명한다. 아홀드 경우 가족이 감독이사회를 통제하고 네덜란드 기업법에 의해서 감독이사회는 그 구성원을 스스로 선임하는 것을 허용하였다. 전문경영인은 이러한 전통을 이어가서 아홀드 경영이사회는 감독이사회 구성원 추천 기능을 가졌다.

4.5 인센티브 보상옵션
인센티브는 전문경영인이 주주의 이해관계에 맞추어 행동하도록 유도한다. 아홀드 경영이사회의 경영진은 옵션을 행사한 후 주식을 바로 매도함으로서 장기적인 주주이해관계 유지를 부정했다. 이것은 감독이사회가 감시하는 인센티브 체제의 명백한 붕괴를 나타낸다.

2001년까지 보너스와 옵션은 연간 주당순이익의 증가에 달려있었다. 2002년에 시작하여 보너스는 EVA의 개선에 기초를 두었다. 경영이사회 구성원에게 목표는 전체기업의 EVA 개선이었다. 미국에 위치한 경영이사회 구성원에게 그들의 목표는 전체 아홀드에서 10% 비중이고 미국지역에서는 90% 비중으로 EVA 개선이었다. 목표달성의 보너스는 기본봉급의 125%였다. 2002년에 경영이사회는 약 2백만 옵션을 가지고 있었다: Hoeven은 그중 반을 소유했다. 그러나 경영이사회는 주식은 소량만 가졌다(188,000주). 2002년 6월에 경영이사회는 주가를 부양하기 위해 주식을 매수하겠다는 의사를 발표했다. 2002년 9월에 de Raad 등 3명만 주식을 매수했다. 감독이사회는 5,200주 정도를 소유했다.

만일 경영자의 장기인센티브가 주식옵션 체제(감독이사회 보상위원회에서 감시하는)의 목표라면 아홀드에 있어서는 경영진에게 작동을 하지 않았다. 경영진은 그 주식을 바로 처분했던 것이다. 옵션 행사의 인센티브 효과 측정수단은 경영이사회의 다른 보상(봉급, 보너스 및 연금)에 비해 행사한 옵션으로부터의 수입비율이다. 87-97년사이 (옵션이 비교적 적은 시기) 그 비율은 88년에 10% 였고, 89-95년사이 70%에서 160%로 증가했고, 96, 97년에 각각 660%, 750%였다.

4.6 금융시장에서의 **gatekeeper(**수문장**)**

4.6.1 주거래은행
아홀드는 ABN-Amro를 주거래은행으로 이용했다. 90년 ABN-Amro의 합병 전 아홀드는 Amro에서 대부분의 차입금을 빌렸고 두 번째가 ABN이었다. ABN-Amro의 전CEO이자 감독이사회 멤버였던 Nelissen은 아홀드의 감독이사회에 소속되어 있었다. 아홀드의 신임 CFO, Meurs도 ABN-Amro의 직원이었다. 97년에 Hoeven은 ABN-Amro의 감독이사회에 임명되었고 2001년에 감사위원회 소속이 되었다. Meurs, Nelissen과 Hoeven은 강력한 인간관계가 있었다. ABN-Amro 2002년 사업보고서에 따르면 Hoeven은 당 은행에 500만 유로의 개인차입금을 가지고 있었다. 더욱 중요한 것은 ABN-Amro는 아홀드의 인수작업 시 bridge financing과 부채 및 주식발행에 자주 참여해왔다. ABN-Amro와 아홀드 사이의 유대관계는 강한 양방관계를 의미한다. ABN-Amro는 대출과 발행수수료로 인하여 혜택을 받았다.

4.6.2 애널리스트
아홀드는 투자자의 주식매수를 촉진하고 애널리스트가 회사를 추천하도록 하기위해 활발한 IR program을 운영했다. 애널리스트는 아홀드의 전략을 비판할 수 있는 분석능력을 가지고 있고 시장참여자에게 더욱 객관적인 정보를 제공해준다. 애널리스트는 2002년 10월까지는 아홀드에 대하여 일반적으로 낙관적이었다. 이후로 애널리스트는 아홀드를 낮게 평가하기 시작했다. 이것은 아홀드의 15%성장 목표의 포기와 30년만에 첫손실 발표가 난 시점이었다.

가장 비관적인 추천은 HSBC의 James Capel로부터 왔다: 그는 아홀드와 유대관계가 없었다. HSBC의 한 보고서에서 5가지 신화를 해부함으로서 아홀드 전략에 의문을 제기했다: 가속도가 붙은 순이익 성장, 매우 견실한 기업, 세계에서 제일 유량한 슈퍼마켓, 개발도상국시장에의 진출, 친주주 회사. 놀랄 것 없이 가장 긍정적 추천은 ABN-Amro에서 나왔다.

4.6.3 회계감사인 PriceWaterhouseCoopers 의 법적감사(forensic audit)는 US Ahold의 내부통제 취약성과 재무회계관행의 부실함을 보고했다. 470개의 회계불규칙(irregularities)중 275개는 취약한 내부통제와 관련이 있었다. 법적감사에 따르면 아홀드는 네덜란드와 미국 GAAP에 대해 지식이 부족하여 경영진 활동에 대한 미국 GAAP의 역할을 인식하지 못했다.
Deloitte & Touche(아홀드 감사인)은 초기에 US Food Service에 문제점을 파악했다. Deloitte는 2000년 US Food Service 인수 시 due diligence investigation(실사)를 실시하였다. Deloitte은 US Food Service에서 공급업자 할인(allowance)을 기록하는 시스템이 매우 불투명하다는 것을 보고하였다. Deloitte은 또한 2002년말 감사에서 아홀드의 회계불규칙의 규모를 밝혀냈다. 소송에서 아직 선고를 내리지는 않았지만 감사인은 아홀드의 손실에 대하여 일부책임을 지게 될 것이다
.

TOP

5. 교훈
본 연구에서 우리는 아홀드를 분석해서 인수를 통한 성장정책의 종국적 실패 및 주주에게 초래된 심각한 손실에 대한 설명을 제공한다. 최근의 연구들은 Jensen의 견해(2004)와 일치하는바 높은 주가는 경영진으로 하여금 성장수준을 유지케하는 압력을 갖게 하고 주주가치보다 성장을 우선시하는 그릇된 인수를 경영자로 하여금 하도록 하는 것이다.

아홀드에 있어서 회사주가를 유지시키고 경영진에게 성장목표를 유지시키도록 상당한 압력을 준 것은 경영진의 성공적인 IR program 이었다. 초기전략은 성공적이었지만 아홀드는 미국에서 불리한 반독점법적용 및 소매식품업계의 국제적 경쟁의 치열함으로 전략을 변경해야 했다. 불량한 기업지배구조(경영진의 전략과 실행에 대한 외부 및 내부의 감시부재)가 아홀드 몰락의 주요 요인이었다.

가족기업으로 시작하여 전문경영인체제로 전환되면서 가족과 경영진은 아홀드의 완전한 통제를 하기 위하여 네덜란드 기업에게 허용되는 가능한 모든 방어전략을 채택하였다. Hoeven이 사용한 재무방식은 기관투자자 지분의 의결권을 아홀드 경영진이 영향력을 행사하는 재단에 종속시켰다. 이러한 방어전략은 경영진을 감시하는 주주의 능력을 부정한바, 주주의 의결권을 빼앗아 버렸고, 경영진을 열심히 일하도록 만드는 M&A시장의 능력도 빼앗아 버렸다.

이러한 통제는 경영진이 감독이사회를 좌지우지하게 만들었다. 원칙적으로 감독이사회는 경영진이 기업전권을 행사하는 데에 마지막 보루다. 감독이사회는 성장목표와 전략이 논의되고, 전략실행이 모니터링되고, 감시능력이 유지되는 곳이다. 경영이사회의 지배적 전통, 감독이사회 구성원의 다수의 이사직보유 및 이해상충 등으로 감독이사회는 지분이 분산된 전문경영인이 경영하는 회사로의 전환에서 실패했다. CEO Hoeven은 경영이사회, 인센티브 보상시스템과 회사전체를 통제했다. 경영진은 회사주식을 거의 소유하지 않았기 때문에 순이익 성장에 중점을 두는 인센티브 보상 프로그램은 경영진으로 하여금 주주가치보다 성장에 초점을 두는 동기를 제공했다. 주가가 높은 기업은 경영진에게 주주가치보다 성장에 초점을 두는 불량한 인수를 하게 유인한다는 Jensen 주장과 연결된다.

붕괴이후 아홀드는 기업지배구조를 더욱 신중하게 취급했다. 아홀드는 Chief Governance Counsel(지배구조 책임자)을 경영이사회에 설치하여 기업지배구조 정책과 실무, 법적준수 및 윤리와 사회규범의 준수를 개선시키는데 노력하였다. 신임 의장과 2명의 신임 재무담당이사(경영이사회)는 아홀드와 관련이 전혀 없는 사람들이고 네덜란드 시민도 아니다. 2003년 이후 Grize(전 Stop & Shop 경영진)를 제외하고는 과거 피인수기업 출신 경영이사회 구성원은 없다. 2003년 이후로 감독이사회는 과거 피인수기업의 구성원이었던 2명과 전 Unilever의장을 교체했다.

아홀드는 개방적인 구조를 채택하여 주주들에게 발언권을 강화했다. 주주는 인수와 지분회수와 같은 주요의사결정에 승인권을 가진다. 주주는 광범위한 의제에 대해서 결의안을 발의, 제안할 수 있다. 아홀드는 주총에서 preferred financing shares의 의결권을 19%에서 6%로 감소시켰다. 회사는 CEO와 이사회 멤버들에게 부여되는 옵션의 최대한 수를 제한시켰다. 내부통제도 개선되었다: 내부감사위원회는 CEO대신에 감독이사회의 감사위원회 멤버들에게 보고하도록 했다(Sarbanes-Oxley Act 와 NYSE 상장요건).

아홀드나 이와 유사한 경우 OECD 지배구조 모범규준과 같은 강력한 기업지배구조 기준을 채택하고 실시했으면 이를 피할 수 있었을까? 대답은 그러한 지배구조 모범규준을 채택하고 실시할 때에 아홀드와 유사한 경우를 피할 수 있는 확률이 더 높아진다는 것이다 네덜란드 법에서 허용되지 않

는 의결권 대리행사만 제외하고 전문경영인은 OECD 지배구조 코드를 아홀드에 자발적으로 채택할 수도 있었을 것이다. 그런데 왜 안했을까? 다른 자율규제에 비해서 기업지배구조에 있어서 자율규제는 아직 활발하지 못했었다. Bebchuk(1999)연구에 의하면 경영자는 네덜란드, 유럽대륙 국가들과 같이 주주에 대한 취약한 법적보호를 가진 나라에서는 통제권(지배권)을 잘 포기하려들지 않는다. 경영자는 상당한 개인적인 지배권의 혜택을 누리는 것이다.

주주는 자기들의 미래이익을 보호하기 위해 네덜란드 기업법에 의존할 수 있는가? 아홀드 붕괴 후 Tabaksblat Committee의 원칙과 최선관행은 네덜란드법의 공식적 일부가 되었고 기업으로 하여금 “comply or explain"을 요구하게 되었다. 그러나 직접적인 법적 시행이나 모니터링(감독)은 없다. 그리고 인수방어는 아직도 법적으로 존재하고 있다. Committee는 주주에게 주요감시책임을 부여하지만 주주권리는 즉각적으로 복원되지는 않는다. 그래서 기업의 경영진이 현재의 법을 이용하여 회사를 통제하는 것을 막는 원칙이나 최선관행은 아직은 존재하지 않는다.

아홀드로부터의 교훈은 주어진 규제체제 내에서 주주를 희생하여 회사의 전권을 통제하는 경영진의 능력을 과소평가하지 말라는 것이다. 가족이나 대주주가 없는 무제한의 전문경영인 체제는 기업지배구조에 있어서 나쁘고, 기업과 기업실적의 지속성에 파멸을 가져온다.

참 고 문 헌

Bebchuk, L.A., 1999. A rent-protection theory of corporate ownership and control. Working Paper, Harvard Law School.

Faccio, M., Lang, L.H.P., 2002. The ultimate ownership of Western European corporations. Journal of Financial Economics 65,365-395.

Jensen, M.C., 2004. Agency costs of overvalued equity. ECGI Finance Working Paper no. 39/2004

국내동향

⊙ 증권선물거래소, 상장법인 최대주주 변경 공시 현황(유가증권시장)

증권선물거래소는 2005년 10월 11일 까지 최대주주 변경을 공시한 법인(전년 동기간대비)을 조사하여 10월 13일 발표 하였다. 참고로 최대주주 변경공시는 유가증권시장 공시규정 제7조 제2항에 따라 상장법인은 최대주주가 변경된 사실이 확인된 때 확인일로부터 1일 이내에 거래소에 신고하도록 되어 있다.

조사 결과에 따르면 2005년 10월 11일 현재 최대주주 변경 공시건수는 74건으로 전년 동기대비 26건(26.00%)이 감소하고 그중 실질적인 변경(최대주주 간 주식 인수·도, 장내·외 매매 등을 통한 변경)은 48건으로 전년 동기대비 42건(46.67%)이 감소하였으나 계열내 소유구조 개편 등으로 인한 형식적 변경(계열 내 조정, 상속 및 증여 등)은 26건으로 전년 동기 대비 16건이 증가하는 양상을 보였다. 이에 관해 증권선물거래소는 기업들의 구조조정 및 지배구조가 꾸준히 개선됨에 따라 전반적으로 최대주주변경이 감소한 것으로 보인다고 밝혔다.

2005년 10월 11일 현재 최대주주 변경을 공시한 상장법인은 62사로 전년 동기대비 10사(13.89%)가 감소하였다. 1회 변경회사가 52사, 2회 변경회사가 9사, 4회 변경회사가 1사였다. 최대주주가 2회 이상 변경된 법인은 10사로 전년 동기 22사 대비 12사(54.54%)가 감소하였고, 이는 퇴출요건의 강화 등으로 상장법인의 구조조정 노력 등이 지속적으로 반영된 것으로 보인다.

⊙ 증권선물거래소, 유가증권 시장 상장법인 배당가능 이익현황

증권선물거래소는 지난 10월 14일 12월 결산 상장법인 중 금융업, 관리종목, 3년간 비교불가 법인 등을 제외한 451사를 대상으로 배당가능 이익 현황 및 추정배당수익률을 조사하여 발표하였다.
조사기준으로 배당가능이익은 05년 반기보고서 상의 처분 전 이익잉여금으로 계산하고, 추정배당수익률은 10월 11일 종가를 기준으로 처분 전 이익잉여금을 모두 현금 배당한다고 가정한 경우의 배당수익률이다.

조사결과 12월 결산법인의 배당여력이 증가한 것으로 나타났다. 상장법인이 배당으로 지급할 수 있는 처분 전 이익잉여금이 2004년 상반기 대비 4조6,460억원 증가(17.45%)하였고, 2005년 반기 말 현재 12월 결산 상장사 중 처분 전 이익잉여금으로 전부 배당하였을 경우의 배당수익률은 7.78%로 조사되었다.
이에 따라 증권선물거래소는 2005년 상반기 순이익은 전년 동기 대비 11.63%감소하였으나, 24조원의 순이익이 발생하였고 하반기 기업들의 실적이 개선되면 배당가능 재원은 더욱 늘어날 것으로 보인다고 밝혔다.

⊙ 증권선물거래소, 연도별 시가총액 상위종목 변화(유가증권시장)

TOP

지난 10월 18일 증권선물거래소는 2000년 이후 년말기준으로 시가총액 상위사의 시총 현황을 조사(2005년은 10월 13일 기준)하여 발표 하였다.
조사결과에 따르면 2000년 이후 시가총액 상위종목 비중의 감소세가 지속되고 있는 것으로 나타났다. 시총 상위 5사의 비중은 2000년 48.66%에서 현재(2005.10.13) 30.85%로 17.81% 감소하였고, 시총 상위 10사의 비중 역시 2000년 60.79%에서 현재 42.92%로 17.87% 감소하였으며, 상위 30사의 비중은 2000년 말 대비 12.26%가 감소한 65.83%를 나타내었다.

동기간 동안 시가총액은 상위 5위사의 경우 81조(88.34%), 상위10사는 125조(109.71%), 상위30사는 221조원(150.40%)이 증가하였고, KOSPI 시가총액증가율은 199.97%이다.
시총 비중 5%이상 초대형주는 감소하는 반면 0.1%~5.0%의 중대형주는 증가하였다. 시총 비중 0.1%이하의 중소형주는 2000년 말 86.79%에서 82.30%로 4.49%p 감소하였고, 시총 비중 5%이상의 초대형주는 0.57%에서 0.14%로 0.42%p 감소하였으나, 시총 비중 0.1%~5.0%의 중대형주는 12.64%에서 17.55%로 4.91%p 증가한 것으로 조사되었다.

⊙ 한국상장회사협의회, 주권상장법인 스톡옵션 부여 및 운영 현황

한국상장회사협의회에서는 주권상장법인의 스톡옵션 부여 및 운영 현황을 조사·분석하여 지난 10월 19일 발표하였다.
2005년 10월 11일 현재 전체 주권상장법인 657개사 중 최근 정기보고서상 스톡옵션을 부여하여 운영 중에 있는 회사는 21.2%인 139개사였고, 그 중에서 34.5%에 해당하는 48개사가 2000년도에 부여하여 연도별 신규부여 회사수가 가장 많았고 그 후 점차 감소세를 보이다 금년 들어 소폭 상승세로 반전하였다.
최근 정기보고서 기준일 현재 총 1억 8,785만주를 부여하여 임원은 1억 2,713만주, 직원은 6,072만주로 임원이 직원의 2.1배인 것으로 나타났으며, 그 중 임원이 651만주, 직원이 1,258만주 행사하였다.

분석기준일(2005.10.11) 현재 부여차수 모두 주가가 행사예정가액보다 높아 이익이 발생하는 회사는 82개사(59.0%)이고, 반대로 손실이 발생하는 회사는 34개사(24.5%)이며, 부여차수에 따라 이익이 발생하기도 하고 손실이 발생하기도 하는 회사는 21개사(15.1%)로 나타났다.
이들 회사 중 부여차수별로 주가가 행사예정가액보다 높아 기대행사차익이 발생하는 경우는 총 244건(총 부여건수 485건의 50.3%)으로 총 기대행사차익은 2조 5,536억원으로 임원이 2조 3,691억원, 직원이 1,845억원이고, 1인당 평균 기대행사차익으로는 임원이 5억 7,933만원, 직원이 8,920만원, 임직원 전체 평균으로는 1인당 2억 3,053만원 시현가능하다.
기대행사차익 발생가능 주식 수는 총 미행사주식수 1억 6,139만주 중 1억 800만주(66.9%)이다. 따라서 나머지 5,339만주(33.2%)는 행사예정가액보다 현 시세가 낮아 주가가 상승하지 않는 한 행사가능성이 없다.

성과연동형 스톡옵션 부여회사는 전체 139개사 중 9개사(6.5%)로 모두 금융업에서 활용하고 있는 것으로 나타났다. 성과연동형 스톡옵션의 성과지표의 유형으로는 순이익증가율, 총자산이익률, 자기자본이익률, 경영성과 지표 및 목표달성률, 고정이하 여신비율, 주가상승률 등 다양한 지표를 성과측정의 수단으로 이용하고 있었다.
1주당 기대행사차익이 가장 큰 회사는 삼성전자, 오리온, 제일기획 순이었고, 행사가액 대비 기대행사차익 비중이 가장 큰 회사는 코리안리재보험, 현대모비스, 세림제지 순으로 나타났다.

⊙ 증권선물 거래소, 외국인 매매동향 분석

지난 10월 19일 증권선물거래소는 외국인 본격 매도 시점 전후 유가증권시장의 매매동향을 분석하여 발표하였다.
분석결과에 따르면 연초 이후 코스피 지수의 지속적인 상승세로 인하여 8월 이후 들어 단기적인 외국인 투자 자금의 차익 실현이 이루어졌고, 이로 인하여 올 들어 외국인은 유가증권시장에서 순매도로 전환되었다. 그럼에도 불구하고 간접투자자금의 증시 유입으로 인하여 지수는 7.09% 상승하였다.
외국인의 본격적인 순매도 이후 누적순매도 금액이 3조원 이상이고(2005년 중 누적순매도전환), 외국인보유 비중이 2004년 초인 40.16%에 근접해 있는 점 등을 감안하면 외국인의 단기적 차익실현은 막바지에 이른 것으로 판단된다.

그리고 코스피 지수의 연일 사상 최고치 경신 등으로 외국인의 단기적인 차익 실현 및 보유 종목의 포트폴리오 교체가 적극적으로 이뤄진 것으로 판단되고, 본격적인 순매도 과정에서 외국인의 포트폴리오는 소폭 축소된 것으로 판단되며 소형주, 대형주, 중형주 순으로 종목 수를 축소시켰다. 대부분의 외국인 차익실현은 시가총액 상위 100종목인 대형주에서 이뤄졌으며, 중형주 및 소형주에서는 종목교체 수준에 그친 것으로 판단된다. 업종별로는 전기전자, 운수장비, 철강금속 순으로 순매도가 이루어졌다.
외국인들은 일부 업종에서는 대표주를 매수하였으나 대부분의 업종에서는 업종 후발주를 매수한 것으로 분석되었다.

⊙ 증권선물거래소, 2005년 코스닥상장법인 타법인출자/출자지분처분 현황

증권선물거래소는 지난 10월 20일 2005년 코스닥시장 상장법인 타법인출자·출자지분처분 공시 현황을 조사하여 발표하였다. 조사기간은 2005년 1월 1일부터 2005년 10월 17일(전년 동기와 비교)까지였다.
조사결과에 의하면 올 들어 코스닥 상장법인의 타법인 출자총액은 9,964억원으로 전년 동기(5,455억원) 대비 82.63% 증가하였으나, 출자지분처분 총액은 2,309억원으로 전년 동기(2,573억원) 대비 10.24% 감소하였다.
코스닥 상장법인의 타법인 출자는 IT 부문에 가장 많은 금액을 출자했으나, 금년 들어 테마로 등장한 줄기세포, 바이오 테마에 출자한 금액은 전년 동기에 비하여 급증하였다. 이는 올 들어 코스닥상장법인에서 신규산업 진출, 사업의 다각화, 기존 사업영역의 강화 등 투자활동이 활발하게 이뤄진 것을 의미한다.
IT에 대한 출자지분 처분의 경우 건수는 감소했으나 금액은 소폭 증가하였고, 엔터테인먼트에 대한 출자지분 처분은 급감하였다.

⊙ 증권선물거래소, 외국인 대량보유자(5% 이상) 국적별 현황

TOP

증권선물거래소는 2003년말, 2004년말, 2005년 9월 30일 현재 5% 이상 상장법인의 지분을 보유한 외국법인(외국인 개인 제외)의 현황을 조사하여 지난 10월 26일 발표하였다.
조사결과에 의하면 외국인 대량보유자(5%이상)는 지속적인 증가 추세에 있는 것으로 나타났다.
외국인 대량보유자(5%이상)의 주식보유 현황('05년 9월말 기준)으로 유가증권시장에서는 보유 상장법인 수 및 건수가 총 217사 336건('03년말 대비 각각 20.6%, 34.9% 증가)이었으며, 외국인수 및 보유주식 수는 176명 1,876백만주('03년말 대비 각각 30.4%, 5.7% 증가)로 나타났다. 코스닥시장에서 외국인 대량보유자의 보유 상장법인 수 및 건수는 총 221사 327건('03년말 대비 각각 37.3%, 62.7% 증가)이었으며, 외국인수 및 보유주식 수는 140명 974백만주('03년말 대비 각각 38.6%, 32.3% 증가)였다.

그리고 국적별 외국인 5%이상 보유현황('05년 9월말 기준)으로 유가증권시장에서는 총 25개국의 외국인이 보유주식 평가금액 기준으로 42조 7,636억원을 보유하고 있으며, 국가별로는 미국(CRMC 등 49명)이 111사에 18조 3,005억원을, 벨기에(LSF-KEBHoldings,SCA 1명)가1사(외환은행)에 4조 8,551억원을, 네덜란드(NederlandseFinancier등 7명)가 10사에 3조 9,057억원을 보유하고 있다.
코스닥시장에서는 총 26개국의 외국인이 보유주식 평가금액기준으로 4조 2,728억원을 보유하고 있으며, 국가별로는 미국(Oppenheimer Funds, Inc.등 39명)이 77사에 1조 5,079억원을, 라부안(AIF II NT, Ltd.등 10명)이 11사에 6,123억원을, 네덜란드(Starlight Finance B.V.등 4명)가 17사에 3,570억원을 보유하고 있다.

한편 국적별 주요외국인 대량보유현황(5%이상) 추이로서 유가증권시장에서의 미국계 자금은 '03년말 10조 4,637억원(보유주식 평가금액 기준)에서 '05년 9월말 18조 3,005억원으로 74.9% 증가하였고, 전체 외국인 보유금액 대비 미국계 보유금액 비중은 40.7%('03년말)에서 42.8%('05.9월말)로 소폭 증가하였다.
라부안 및 케이만의 자금은 '03년말 각각 2조 4,278억원 및 1조 5,488억원에서 '05년 9월말 5,757억원 및 8,957억원으로 감소하였으며, 바하마 국적의 자금은 '03년말 보유실적이 없었으나 '05년 9월말 1조8,788억원의 신규 보유(SKT, KT 2사)한 것으로 나타났다.

코스닥시장에서의 미국계 자금은 '03년말 3,085억원(보유주식 평가금액 기준)에서 '05년 9월말 1조 5,079억원으로 388.8% 증가하였고, 전체 외국인 보유금액 대비 미국계 보유금액 비중은 12.5%('03년말)에서 35.3%('05.9월말)로 대폭 증가하였다. 라부안 및 케이만 국적의 자금은 '03년말 각각 6,762억원 및 1,641억원에서 '05년 9월말 6,123억원 및 1,927억원으로 변동하였으며, 룩셈부르크 국적의 자금은 '03년말 143억원에서 '05년 9월말 1,563억원으로 증가하였다.

⊙ 증권선물거래소, 글로벌 증시 주도업종 현황 분석

TOP

증권선물거래소는 FTSE All-World Index 편입 기준에서 분석편의상 각각 3개국씩 총 9개국을 대상으로 하여 글로벌 증시 주도업종 현황을 분석하여 지난 10월 27일 발표하였다. 조사시점은 2004년 10월 15일 대비 2005년 10월 17일 종가 기준이다.
분석 결과에 따르면 최근 1년간 선진국시장 보다는 이머징 마켓의 상승세가 돋보인 것으로 나타났다. 분석 대상 9개국 중 미국, 영국, 일본 등의 Developed Market이 지난 1년간 평균 14.59%의 상승에

그친데 반하여, Advanced Emerging Market(한국, 브라질, 멕시코)은 36.06% 상승하였고, Emerging Market(인도, 말레이시아, 러시아)은 30.58%의 높은 상승률을 기록하였다.
각국의 주도 주(업종)는 국가별로 다양하게 나타났다. 미국증시는 헬스케어 관련주식이, 영국은 광업 관련 주식이 크게 상승하였고 한국증시는 의약주, 멕시코는 건설주가 시장 대비 큰 폭으로 상승하였으며, 인도증시는 은행주, 러시아는 에너지 자원주들의 강세가 두드러진 것으로 분석되었다.

특히 글로벌 증시에서 한국의 의약주가 두드러진 강세를 보였다. 주요국 주도 주(업종) 중에서 한국의 의약 주는 평균 193% 상승하여 미국의 헬스케어 관련 종목(80.8%)과 인도의 은행주(78.18%)의 상승률을 월등히 앞섰다.
각국의 상승률 상위 20개 종목들(총 180종목)을 대상으로 다시 상승률 상위 30종목을 선정한 결과, 상위 20위까지 모두 한국의 종목들이 차지하였고 특히 의약주가 25%인 5종목에 이르렀다.

⊙ 증권선물거래소, 코스닥시장 12월 결산법인 배당가능이익 현황

TOP

지난 10월 28일 증권선물거래소는 코스닥시장의 12월 결산 상장법인 800사를 대상으로 배당가능이익 현황을 조사하여 발표하였다. 배당가능이익은 반기보고서 상의 처분 전 이익잉여금으로 계산한 것이다.
이에 따르면 코스닥 12월 결산법인의 배당여력이 증가한 것으로 나타났다. 배당의 기본재원인 미처분 이익잉여금이 전년상반기 대비 9,664억원(39.81%) 증가한 3조 3,940억원으로 2005년 상반기 기준으로 미처분 이익잉여금을 전부 배당한다고 가정할 경우 배당수익률은 7.46%로 조사되었다.
2002년 이후 배당 실시여부와 처분전 이익잉여금의 증가와의 관계를 살펴보면, 배당을 지속적으로 실시한 기업의 경우 전년 동기 대비 미처분 이익잉여금의 증가세가 두드러진다. 이는 배당을 지속적으로 실시한 기업의 경우 상반기 실적이 개선됐음을 뜻하며, 해당 기업들은 2005사업연도에도 전년과 비슷한 배당을 실시할 가능성이 높은 것으로 예상된다.

2002년 이후 5% 이상 고배당을 실시하는 기업은 지속적으로 증가 하고 있으며, 2004년에는 145개사가 5% 이상의 고배당을 실시하였다. 이는 고배당을 실시함으로 주주가치극대화, 안정적인 주주확보, 시장의 신뢰감 등의 긍정적인 효과를 가져올 수 있고 장기적으로는 주가에 긍정적인 영향을 줄 수 있기 때문이다.
최근 주가상승에도 불구하고 전년과 동일한 배당을 할 경우 예상배당수익률은 2004년 배당수익률인 1.60%를 초과하는 것으로 조사되었으며, 미처분 이익잉여금의 증가분을 감안하여 배당한다고 가정할 경우 코스닥시장 최초로 배당수익률이 2%대를 넘어설 것으로 조사되었다.
종합적으로 2005년도 배당수익률은 증가할 것으로 예상되며, 배당주에 대한 가격 반영 정도가 낮아 지속적으로 고배당 배당정책을 지향하는 주식에 대한 수요는 증가할 것으로 전망된다.

⊙ 증권선물거래소, 최대주주등과의 유가증권 거래 공시현황(유가증권시장)

TOP

지난 10월 31일 증권선물거래소는 유가증권시장 상장법인을 대상으로 상장법인공시규정에 의거 최대주주 등과의 유가증권 거래 공시현황을 조사하여 발표하였다. 최대주주 등이라 함은 최대주주 본인, 특수관계인, 주요주주, 계열회사를 포함한 것이다. 조사기간은 2005년 1월 1일부터 10월 28일(전년 동기 대비)까지 이다.
조사결과에 의하면 주식, 채권 등 최대주주 등과의 유가증권 매수는 감소한 반면 매도는 증가한 것으로 나타났다. 유가증권 매수의 경우 매수건수와 금액 모두 크게 감소하였다. 금년 현재 매수건수는 45건으로 전년 동기(53건) 대비 15.09% 감소하였고, 매수금액은 2,851억원으로 전년 동기(7,347억원) 대비 61.20%로 큰 폭으로 감소하였다. 그리고 유가증권 매도의 경우도 매도건수는 감소하였으나 매도금액은 증가하였다.

금년 현재 매도건수는 57건으로 전년 동기(72건) 대비 20.83% 감소하였고, 매도금액은 1조 6,334억원으로 전년 동기(1조 3,215억원) 대비 23.60% 증가하였다. 주요 매수사유로는 계열사간의 지분정리, 여유자금운용, 투자수익기대, 사업 확장 및 다각화 도모 등이고 주요 매도사유로는 차환 및 운용자금 조달, 투자자금의 회수, 재무구조개선, 출자총액한도 초과 해소 등으로 조사되었다.
거래상대방(최대주주 등)별 거래내역을 보면 유가증권 매수의 경우 전년대비 전체금액감소에도 불

구하고 특수관계인의 매수금액은 큰 폭(347.01%)으로 증가하였으며, 유가증권 매도의 경우 계열회사에 대한 매도금액만이 전년대비 31.77% 증가하여 전체 매도금액의 증가를 가져왔다.
 그리고 거래목적물(유가증권 종류별)별 거래내역을 보면, 유가증권 매도에서 SK가 SK증권을 상대로 차입금 구조개선 및 운영자금 확보를 목적으로 무보증 사채를 매도함으로써 채권에 대한 비중이 90%를 상회한 것으로 나타났다.

⊙ 공정거래위원회, 2005년 10월 중 상호출자제한기업집단 등의 소속회사 변동현황

TOP

지난 11월 2일 공정거래위원회는 55개 상호출자제한기업집단 등의 계열회사 수는 2005년 10월 1일 999개에서 10월 중 10개가 편입되고, 8개가 제외되어 2005년 11월 1일 현재 1,001개로 전월대비 2개가 증가하였다고 발표하였다.

11개 출자총액제한기업집단의 계열회사 수는 2005년 10월 1일 297개에서 2005년 11월 1일 현재 302개로 5개가 증가하였고, 출자총액제한기업집단을 제외한 상호출자·채무보증제한기업집단의 계열회사 수는 2005년 10월 1일 702개에서 2005년 11월 1일 현재 699개로 3개가 감소하였다.

증가내역은 회사설립 1개[「현대자동차」 : 해비치컨트리클럽(주)] , 지분취득 7개[「에스케이」 : (주)인디펜던스, (주)인투젠, 「지에스」 : 의정부경전철(주), 「금호아시아나」 : 에이씨아이상사(주), 「동국제강」 : 탑솔정보통신(주), 「씨제이」 : (주)챔프비전, 「코오롱」 : 스위트밀(주)], 기타 2개[「현대자동차」 : (주)카네스, 「동국제강」 : (주)탑솔티엔에스] 등 총 10개이다. 그리고 감소내역은 합병 4개[「금호아시아나」 : (주)크로텍, 「동양」 : 동양오리온투자증권(주), 「에스티엑스」 : (주)텍스텍, 「대성」 : (주)오산에너지], 지분매각 1개[「코오롱」 : (주)하나캐피탈], 친족분리 3개[?한진」 : (주)한진중공업, (주)한국종합기술개발공사, (주)한일레저] 등 총 8개이다.

⊙ 금융감독원, 상장법인의 공시업무운영 개선추진 및 의견수렴

TOP

금융감독원은 그간 기업의 공시편의를 제공하기 위하여 공시서류 제출시간을 연장하여 운영해 왔으나(평일 21시, 토요일 14시), 일부 상장기업은 이를 악용하여 투자자의 이목을 피하기 쉬운 야간·주말시간대에 악재성 정보를 공시(소위 '올빼미'공시)함으로써 공시신뢰성을 저해하고 있다는 비판이 제기됨에 따라 최근 증시환경의 변화와 국제적 관행에도 부합되는 상장법인의 공시업무운영 개선방안을 마련하여 추진하기로 하였다고 지난 11월 2일 발표했다.
 주요 개선방안으로 모든 공시서류의 접수시간을 일원화하여 평일은 07:00부터 18:00까지로 변경하고, 토요일 접수는 폐지함으로써 소위 '올빼미공시'를 원천적으로 차단하는 한편, 공시서류의 종류에 따라 제출시한이 상이함에 따른 기업 공시업무의 혼란을 해소하여 공시편의성을 증진하였다. 다만 기업의 편의를 위하여 18:00~19:00까지 공시서류의 제출은 가능하도록 하되, 단순보관한 후 다음날에 접수처리 되도록 하였다.

이와 같은 제도개선을 위해 금융감독원은 관련규정의 개정 및 가이드라인을 제정하고, 전자공시시스템(DART)의 프로그램을 보완하며, 기업불편을 최소화하도록 적극적인 홍보를 실시하는 한편, 제도개선에 따른 파급효과를 감안하여 증권선물거래소, 상장회사협의회, 코스닥상장회사협의회 등 관계기관, 상장회사, 언론, 투자자 등 모든 관련자의 의견을 충분히 수렴하는 등 차질 없는 준비과정을 거쳐 2006년 1월 1일부터 시행할 예정이라고 밝혔다.

⊙ 공정거래위원회, 기업·시장의 투명성·공정성 측정 용역결과 분석

TOP

공정거래위원회는 한국기업지배구조개선지원센터에 의뢰하여 상장기업의 내·외부 견제시스템을 평가한 결과를 지난 11월 3일 발표하였다. 이번 용역은 2003년 12월 기업(집단)정책의 방향 및 단계

별 추진일정을 제시한 「시장개혁 3개년 로드맵」 수립 이후 2004년과 2005년의 내·외부견제시스템 개선정도를 중간점검하고 평가결과의 축적을 통해 기업(집단)에 대한 정책판단의 기초 자료로 활용하고자 수행되었다. 공정거래위원회는 2007년도에 2006년 및 2007년의 내·외부견제시스템 진전 상황에 대해 종합평가를 실시하여 종합평가 결과를 토대로 출자총액제한제도 등 대기업집단 시책을 재검토할 예정이라고 밝혔다.

이번 연구 용역 결과에 따르면 기업의 내부견제시스템(제도 및 운영) 및 외부견제시스템의 제도적 수준은 2003년에 비해 개선되었으나, 기업 내부견제시스템의 전반적인 수준과 외부견제시스템의 실제 작동수준은 아직 미흡한 수준으로 나타났다.
구체적으로 내부견제시스템 종합지표는 40점으로 2003년 38점에 비해 다소 높아졌고, 자산 2조원 이상인 기업집단 소속회사의 경우 43점에서 47점으로 높아져 일반 기업보다 상대적으로 더 많이 개선된 것으로 나타났다.

세부항목으로 이사회운영과 투명성 분야는 개선된 반면 주주 권리나 이사회 구성은 오히려 점수가 떨어졌다. 이는 집중투표제나 서면투표제 도입기업이 각각 8.53%와 12.02%에 그치고 있고, 사외이사의 비중과 역할이 여전히 미흡했기 때문이다. 외부견제시스템에서 제도수준은 평균 92점을 받아 미국(89점) 등 선진국과 비교해도 손색이 없었다. 6년마다 외부감사인을 의무적으로 교체하도록 하고 증권관련 집단소송제 도입 등이 높게 평가됐다.

반면 전문가 설문결과 외부견제시스템의 실제 작동수준은 2003년에 비해 거의 변화가 없는 것으로 조사됐다. 제도는 있지만 실천은 안 되고 있는 것을 의미하는 것이다. 외부감사인 선정 시 여전히 CEO 또는 지배주주가 선정(67%)하고 있고 이사·지배주주에게 책임을 묻기도 어렵다(76.7%)는 반응이 다수를 차지했다.

⊙ 재정경제부, 산업자본의 금융지배에 따른 부작용 방지 로드맵 이행을 위한 7개 금융관련 법률 개정안 입법예고

TOP

재정경제부는 2004년 1월 발표된 「산업자본의 금융지배에 따른 부작용 방지 로드맵」에 따라 법률 개정이 필요한 과제를 이행하기 위하여 증권거래법 등 7개 금융관련 법률개정안을 마련하여 입법예고(2005년 11월 4일~24일)한다고 지난 11월 4일 발표했다.
이번 법률 개정안은 은행의 경우 산업자본의 소유제한(4%)이 있으나, 증권, 보험 등 제2금융권은 소유제한이 없어 산업자본의 지배가 가능함에 따라 제2금융권에 대한 산업자본의 금융지배 부작용 방지와 관련된 법률개정안이다.

로드맵 상의 7개 추진과제 중 금감위 규정개정 및 연구용역 사항은 이미 조치 완료하였고, 법률개정 사항 중 일부는 이미 개정하였으며 나머지 법률개정 사항을 이번에 일괄 개정하려는 것이다. 재정경제부는 입법예고 후 규개위·법제처 심사, 차관회의·국무회의 심의 등을 거쳐 국회에 정부안을 제출할 예정이라고 밝혔다.

법률 개정안의 주요 내용은 ① 대주주·계열사와의 거래내역 공시 및 이사회 의결 의무화 확대, ② 대주주 및 계열사에 대한 금융감독 및 검사 강화, ③ 비상장 금융회사에 대한 금융감독 강화, ④ 금융회사의 대주주 및 주요출자자 자격요건 강화, ⑤ 대주주 및 계열사에 대한 대출한도의 단계적 축소, ⑥ 금융회사 보유 자기계열사 주식의 의결권 행사 제한 등에 관한 것이다.
개정 대상 법률은 증권거래법, 선물거래법, 간접투자자산운용업법, 보험업법, 종합금융 회사에관한법률, 여신전문금융업법, 상호저축은행법 등 7개 법률이다.

⊙ 증권선물거래소, “KRX IR EXPO 2005” 국내 최대의 IR 행사로 자리매김

TOP

한국증권선물거래소는 국내 최초로 개최된 "KRX IR EXPO 2005"를 성공리에 마감하였다. "KRX IR EXPO 2005"는 지난 11월 2일(수)부터 11월 3일(목)까지 그랜드하얏트 서울에서 열린 “Global Investors Conference”를 시작으로, 11월 4일(금)부터 11월 6일(일)까지 삼성동 코엑스에서 개최된 “2005 KRX 상장기업 엑스포”로 진행되었다.

"Global Investors Conference"에서는 총 64개 기업과 80여개 국내 기관투자자, 그리고 100여개 기관 및 150여명의 해외투자자들이 참석하였다. 약 450여건의 해외투자자들과 기업과의 1:1 미팅을 포함하여 총 650건의 투자 상담이 이루어졌으며 12개 기관의 합동 프리젠테이션 등 내실 있는 IR 프로그램이 진행되었다.

또한 코엑스에서 개최된 상장기업 엑스포에서는 국내 128개 상장기업이 참여하고 3일간 국내외 기관투자자에서 개인 투자자들과 학생 등 일반 국민들까지 2만 5천여 명이 행사장을 찾으면서 국내 최대의 투자박람회로써 온 국민이 함께 즐기는 IR 축제로 자리매김하였다.
이번 상장기업 엑스포에 참가한 128개 상장기업의 경우 약 89%가 행사내용에 만족한다고 답변하였으며, 특히 국내외 기관투자자와의 One-on-One Meeting을 통한 기업 IR 효과가 주요한 만족 요인이었던 것으로 나타났다. 설문결과, 참관객의 경우에는 약 99%가 만족한다고 하였으며, 82%가 내년에도 엑스포에 꼭 참석하겠다고 밝혔다.

한편 대만과 싱가폴 증권거래소에서 본 행사를 참관하여 KRX와 아시아 IR 투어 실시 방안을 논의하였고, KRX는 본 행사를 내년부터 아시아 IR 투어의 핵심 행사로 발전·육성시킬 계획이라고 밝혔다.

⊙ 공정거래위원회, 「지주회사의설립·전환의신고및지주회사등의주식소유현황등의보고에관한요령」 개정

TOP

공정거래위원회는 11월 2일 전원회의를 개최하여 『지주회사의설립·전환의신고및지주회사등의주식소유현황등의보고에관한요령』(고시)을 개정하였다고 지난 11월 9일 발표했다.
금번 개정에서는 지주회사 설립전환 신고에 있어 설립전환 유형에 관계없이 신고양식 및 첨부서류를 일원화하기로 했다. 종전에는 지주회사 설립전환 신고 시 설립전환 유형에 따라 신고양식이 구분되어 있어 신고양식이 복잡하였고 신고자에게 불편함을 야기하였다.
또한 현행 신고요령은 지주회사 설립·전환 신고 시 첨부서류 제출과 관련하여 「공인회계사의 확인」을 받은 재무제표를 제출하도록 규정하고 있었으나, 「회계감사」를 받은 재무제표를 제출하도록 개정하였다.

이번 개정 내용은 2005년 12월 1일부터 적용된다. 공정거래위원회는 동 고시 개정으로 지주회사 설립·전환 신고 및 사업내용 보고 등에 있어 기업들의 불편함을 해소하고 동시에 지주회사 관련 업무처리에 있어 효율성을 제고하는 효과를 달성할 것으로 예상한다고 밝혔다.

⊙ 금융감독위원회, ㈜하나금융지주 설립 인가

TOP

금융감독위원회는 2005년 11월 11일 정례회의에서 ㈜하나금융지주의 설립을 인가하였다. 이에 따라 ㈜하나금융지주가 설립되면 하나은행 등 4개 자회사와 하나증권 등 6개 손자회사를 지배하게 된다.

㈜하나금융지주 설립 시 예상되는 자회사는 하나은행, 대한투자증권, 하나금융경영연구소, 하나아이앤에스이며, 손자회사는 하나증권, 하나생명, 하나캐피탈, 대한투신운용, 청도국제은행, Hana Funding Ltd.가 될 것이다.
참고로 ㈜하나금융지주가 설립되면 하나은행 주식은 모두 ㈜하나금융지주 주식으로 교환된다.

⊙ 증권선물거래소, 주요국의 기업규모별 주가효과 분석

TOP

증권선물거래소는 지난 11월 11일 주요국의 기업규모별 주가 효과를 분석하여 발표하였다. 이에 따르면 금년 들어 세계적으로 증시 강세 현상이 발생했으나 전반적으로 대형주의 상대적인 약세와 중형주 또는 소형주의 강세 현상이 발생하였다. 특히, 국내를 포함한 주요국의 대형주 지수는 시장수익률을 하회했으며 미국과 영국은 중형주의 강세, 일본과 한국은 소형주의 강세 현상이 뚜렷하게 나

타난 것으로 분석되었다.

2000년 이후 기업규모별 연간 등락률을 살펴보면 주요 선진 증시는 모두 중소형주의 수익률이 대형주에 비하여 모두 높게 나타나고 있다. 과거 국내 시장은 주로 대형주가 높은 수익률을 기록하는 시장이었으나 최근 소형주가 높은 수익률을 기록하는 시장으로 전환되고 있는 것으로 추정된다. 특히 올 들어 유가증권시장과 코스닥시장의 대중소형주의 지수 상승률을 보면 양 시장 모두 소형주, 중형주, 대형주 순으로 상승해 투자자들은 상대적으로 지수 부담이 약한 소형주를 선호하는 것으로 나타났다.

앞으로도 소형주, 중형주, 대형주 순으로 수익률이 차별화 될 것이라는 전망이 나오고 있는데, 이는 우량기업의 지속적인 신규진입과 부실기업의 퇴출 강화로 인한 시장의 질 향상과 증권시장에서 변화에 적응력이 높고 성장 잠재력이 풍부한 소규모 기업의 선호 및 기관과 외국인의 중소형주 선호 현상 등에 기인하는 것으로 분석된다.

⊙ 금융감독위원회, 기업의 상장유지부담 경감을 위한 주요 경영사항 신고·공시(수시공시)제도 개선

TOP

지난 11월 14일 금융감독위원회는 「기업의 상장부담 경감 방안(2005년 6월 17일)」을 토대로 금융감독원, 증권선물거래소, 상장회사협의회 등과 구체적인 방안 마련을 위한 실무협의를 거쳐 공시 의무사항 재정비 및 공시 운영체계 개편 등의 제도개선을 추진 중이라고 밝혔다.
주요 개선 방안으로 공시의무사항을 전면 재검토하여 중복되거나 정보가치가 낮은 사항과 시의성을 요하지 않는 사항은 삭제, 자기자본의 규모 등 재무항목을 기준으로 하는 공시의무 비율기준을 4단계에서 2단계로 조정, 비율기준 적용을 누계금액에서 건별금액 기준으로 변경 등 증시환경 변화에 상응하도록 공시의무사항을 재정비하기로 했다.

현행 공시의무사항 중 기업의 자율적 판단이 필요한 호재성 공시사항 및 중요성이 떨어지는 공시사항을 자율공시로 전환하여 자율 공시 사항을 확대하기로 하였다. 또한 공시위반에 대한 제재 관련 제도를 개선하여 공시위반에 의한 퇴출제도(소위 '삼진아웃제도')를 폐지하고 자율공시 유도 등을 위하여 성실공시법인에 대한 「벌점경감 인센티브 제도」를 도입하기로 하였다.
한편 상장기업 편의제고를 위한 수시공시 운영체계를 일원화하기 위해 현재 금감위 발행공시규정과 거래소 공시규정에 중복 열거되어 있는 수시공시 의무사항 중 공적규제가 필요한 사항은 법령 및 금감위 규정에 정하고 나머지 사항은 거래소규정으로 이양하기로 하였으며, 기업의 공시업무 수행 부담을 경감하기 위해 현재 이원화되어 있는 수시공시 시스템 등을 일원화하는 방안을 관계기관 간 협의를 거쳐 추진하기로 하였다.

이와 같은 개선 방안은 수시공시 항목삭제, 자율공시 전환, 비율기준 완화 등으로 유가증권시장은 22.4%, 코스닥시장은 23.3% 정도의 공시건수 감소가 기대된다. 개선 방안은 연내 관련규정을 개정하고 상장기업 설명회, 공시서식 개정 및 공시시스템 수정·보완 등의 준비과정을 거쳐 2006년 초부터 시행할 예정이며, 수시공시 체계일원화는 증권거래법령 개정이 필요한 사항으로 관계부처와 협의 등을 통하여 조속히 시행할 것이라고 금융감독위원회는 밝혔다.

⊙ 증권선물거래소, 최대주주와 외국인 지분율 증감 현황(유가증권시장)

TOP

지난 11월 15일 증권선물거래소는 유가증권시장 상장법인의 최대주주 지분율 및 외국인 지분율 변동 현황을 조사(전년말과 비교)하여 발표하였다. 이번 조사는 관리종목, 신규상장, 합병, 액면분할, 자본감소 종목 및 외국인이 최대주주인 33사와 최대주주 변경법인을 제외한 521사를 대상으로 하였다.
조사결과에 따르면 2004년 말 대비 외국인 지분율은 3.07%p 감소한 반면 최대주주 지분율은 1.50%p 증가하였다. 외국인이 주식을 보유하고 있는 회사 수는 2004년 말 462사에서 2005년 11월 10일 현재 486사로 5.19% 증가하였으며, 외국인 지분율이 최대주주 지분율 보다 많은 회사는 2004년 말 50사에서 현재 51사로 소폭 증가하였다.

최대주주의 경우 현재 전체 상장주식의 40.74%를 보유하고 있음에도 보유금액은 158조에 불과한 반면, 외국인의 경우 전체 19.01%의 주식을 보유하면서도 보유금액은 150조원을 상회하고 있는 것으로 나타났다. 2004년 말에는 외국인의 보유금액이 약 9조 원 가량 많았으나 현재 보유금액은 최대주주가 약 158조원, 외국인이 약 151조원을 보유하고 있어 최대주주의 보유금액이 약 7조 원 가량 많았다. 보유금액 비중도 2004년 말에는 외국인이 최대주주 보다 2.88%p 많았으나 현재는 최대주주가 외국인보다 1.69%p 많은 것으로 나타났다.

그리고 외국인 지분율이 최대주주 지분율 보다 가장 많은 종목은 현대산업개발로써 51.73%p 차이를 나타내고 있으며 다음으로는 케이티앤지(46.96%p), 부산은행(46.80%p) 순으로 조사되었다.

편집팀

해외동향

⊙ 영국, 개정된 '내부통제에 관한 지도서' 내놓아

영국의 FRC(the Financial Reporting Council)는 'Turnbull Guidance'로도 알려진 '내부통제 : 통합모범규준(the Combined Code)상의 이사들을 위한 지도서(이하 지도서)'의 개정판을 출간했다. 이 새 지도서는 2006년 1월 이후나 새로운 회계연도 시작 후에 효력을 발휘할 것이다.
개정된 지도서의 출간은 두 개의 자문활동과 연계되어 이루어 졌으며, 상장회사, 투자단체, 회계회사 등은 기존의 지도서에 대해 원칙에 근거한 접근을 강력히 요구하였다. 결과적으로 기업들이 주주들에게 연례보고서를 통해 중요한 정보를 제공할 필요에 대한 강조를 담은 새로운 서문이 추가되었으나, 지도서 자체에는 제한된 변화가 있었을 뿐이다.

출간을 발표하며, 지도서를 검토했던 FRC 작업단(working group)의 의장이자 HSBC Holdings plc[1)]의 파이낸스그룹 이사인 Douglas Flint는 "기업들은 Turnbull Guidance에 제한적인 변화만 준 우리의 결정이 '이사들이 해야 할 것은 아무것도 없다'라는 신호로 받아들여서는 곤란하다. 기업들이 맞는 위험은 끊임없이 변화하고 있다. 나는 기업의 이사들이 내부통제제도를 어떻게 검토해야하는지 비판적으로 살펴보고, 그 기업의 연례보고서에서 내부통제에 관한 내용이 제대로 전달되고 있는지를 숙고해 보기를 바란다"고 말했다.

FRC의 의장인 Bryan Nicholson 경은 "우리는 투자자들이 연례보고서상의 내부통제에 관한 내용이 종종 유익하지 않다고 불평하는 것을 들었다. OFR[2)]과 함께 고려해 볼 때, 내부통제에 관한 내용은 이사들이 주주들에게 그 기업이 당면한 주요 위험이 무엇이고 어떻게 해결해 나가고 있는지를 설명할 수 있는 기회를 주는 것이다. 적어도 나는 그렇게 되기를 희망하며, 주주들이 그 내용이 도움이 되었는지에 관해 평가를 해주기를 바란다. FRC는 기업과 투자자들이 내부통제에 관한 내용을 어떻게 다루고 있는지를 계속 주시할 것이다"라고 말했다.

1) 공개상장기업, 즉 Public Listed Company의 약자로써 영국에서 주로 쓰인다.
2)The Operating Financial Review의 약자로써 영국에서 시행되는 '사회공여보고의무제도'이다.

⊙ 주요변화들 요약

1. 새로운 서문이 추가되었는데, 이는 이사회가 지속적으로 지도서의 적용에 관해 검토하고 또한 기업이 위험과 내부통제를 어떻게 다루고 있는지에 관해 주주들과 의사소통하는 기회로 여겨진다.
2. 서론 부분은 기업들이 통합모범규준(the Combined Code) 상의 내부통제에 관한 의무사항을 준수하는 것을 돕고 지도서가 건전한 사업환경을 반영하려 한다는 메시지를 전달하기 위해 재구성되었다.
3. 1999년 이후의 통합모범규준과 상장규정상의 변경사항이 반영되었다.
4. 개정된 지도서는 이사들이 내부통제의 효과에 대해 검토할 때 그들이 일반적인 의무를 수행할 때와 같은 수준의 주의의무를 가진다는 것을 분명히 한다.
5. 통합모범규준상의 내부통제에 관한 규정과 관련한 지도서의 섹션은 삭제되었으며, 감사위원회에 관한 스미스지도서(the Smith Guidance)에 삽입되었다.
6. 이사회는 내부통제제도를 검토한 결과 인식된 취약점이나 어떤 실패를 보완하기 위하여 필요한 조치가 취해졌는지를 연례보고서상에서 확인하고, 기업의 위험관리과정과 내부통제제도의 주요 사항들에 대한 주주들의 이해를 돕기 위해 필요한 정보를 연례보고서에 포함시켜야 한다.

2004년 12월과 2005년 3월 사이에 검토단(the Review Group)은 지도서가 미치는 영향을 살피고 공개적인 자문활동, 기업이사들과 투자자들에 대한 설문 등을 통해 지도서에 어떠한 변화가 필요한지에 관한 의견과 증거를 수집했다. 뒤이어 2005년 6월과 9월 사이에는 개정된 지도서에 대한 공청회가 뒤따랐다. 이를 통해 50개가 넘는 의견이 접수됐으며 이는 런던증권거래소 1부시장(London Stock Exchange's Main Market)에 상장된 영국 기업 중 전체시장 자본의 30%를 대표하는 기업들과 3조1천억 파운드를 관리하는 기관투자자들과 투자자대표단체들을 포함한다.

이러한 의견을 접수한 결과 지도서에 대해 추가로 하나의 변경만 더해졌는데, 검토단은 내부통제에 관한 이사회의 주의의무가 개혁기업법안(the draft Company Law Reform Bill)의 이사의 일반적의 주의의무와 같은 용어로 표현되도록 권고했다. 몇몇 사람들은 위 법안이 국회를 통과하는 과정에서 그

표현이 바뀔 수도 있어 이는 지도서의 표현과 달라져 서로 다른 기준이 적용될 수도 있다고 지적했다. 이러한 경우가 발생하게 하지 않기 위해 지도서는 그 표현을 보다 분명히 하도록 변경되어 왔다.

⊙ 독일식 투명성의 한계

독일의 공개기업들은 기업지배구조규준(이하 규준)을 완전히 준수하기에 앞서 3년간의 유예기간을 부여받았다. 그러나 올해 말까지 독일 증권시장인 DAX-30의 단지 70%만이 규준을 준수하려고 계획함에 따라 독일 정부는 기업들로 하여금 이와 관련된 정보공시를 강제하려 하고 있다. 2005년 7월에 독일 정부는 일명 VorStOG라 불리는 경영이사의 보수 공시에 관한 법에 동의했다. 2006년의 회계연도 연례보고서는 처음으로 이사 개별의 보수에 관한 공시를 해야 한다. 그러나 독일에서 가장 오래되고 큰 민간투자자 연합인 DSW는 VorStOG가 그 목표를 달성하지 못할 것이라고 주장한다. 우선 정치인들은 이 법안을 통과시킬 때 주주총회에서 참석주주의 4분의3의 찬성을 얻으면 기업이 이사들의 보수를 공개하지 않아도 된다는 결의를 할 수 있도록 함으로써 공시의무를 회피할 여지를 남겨놓았다.

뮌헨의 자동차대여회사인 Sixt AG社의 CEO이자 대주주이며 창립자인 Erich Sixt는 이러한 회피장치를 이용한 첫 번째 경우이다. Sixt의 정기주주총회에서 참석주주의 98%가 개별 이사의 보수공시에 반대표를 던졌다. DSW가 지적한 것처럼, Sixt씨가 필요한 다수를 확보하는 것은 어려운 일이 아니다. 왜냐하면 그 자신이 이미 57%를 소유하고 있기 때문이다.

이 사건은 선택적 이탈규정(opt-out rule)의 함정을 분명히 보여주고 있다. 특히 주요 주주를 가진 기업들은 다음의 두 가지 종류의 주주들로 분리될 것이다. 그 하나는 개별 이사의 보수가 그 지위 때문이라는 것을 아는 대주주들이고 다른 하나는 그 내막을 알지 못하는 개인주주들이다.
반면 개별 이사의 보수를 공시하고 있는 몇몇 기업들의 주주들은 아직 드러나지 않고 있다. 심지어 개별 이사의 보수공시 규정을 준수할 때 조차도, 기업들은 그 이사들의 개별 보수에 관해 감출 수 있는 수많은 기회를 가지고 있다. 예를 들어 새 법은 규격화된 공시를 요구하고 있지 않다. 나아가 스톡옵션에 관해서는 VorStOG는 단지 스톡옵션 부여 당시의 시장가를 공시하도록 하고 있다. 그리고 기업들은 이사들의 연금혜택에 관해 그 혜택이 해당 기업의 전체적인 연금계획과 상당히 다른 경우에만 주주들에게 알리도록 되어 있다.

DSW는 최근 실시한 조사에서 2003년과 2004년 회계연도에서 경영진의 평균보수(현금)를 분석하여 그 해당 기업의 EpS(the Earning per Share, 주당순이익)와 비교하였다. 이를 통해 이사의 보수공시에서 전체적인 투명성과 규격화가 결여된 것을 알아냈다. 그러나 최상위 경영진이 받는 절대액수는 단지 하나의 문제에 지나지 않으며, 보수가 그 경영실적을 반영하는 것 또한 중요하다. 수익이 떨어질 때 보수는 오르지 말아야 한다는 것을 기업들이 과거의 경험으로부터 배웠을 것이라고 DSW는 말한다. 2003년에는 5개의 기업이 EpS가 떨어짐에도 불구하고 최상위 경영진에 대한 보수를 올렸으나, 2004년에는 이런 일이 벌어지지 않았다.

비록 지난 DSW의 조사 이후로 수많은 기업들이 개별이사의 보수공시를 늘려가고 있지만, 주주들은 여전히 충분한 정보를 갖지 못하고 있다. 이는 특히 기업들이 이사들의 성과를 평가함에 있어 사용하는 척도의 변덕스러움 때문이다. 사용되는 평가의 범위는 광범위하며, 총현금흐름(Gross Cash Flow)나 자본이익율(Return on Capital Employed) 뿐만 아니라 EpS와 경제적 부가가치(Economic Value Added)나 배당금 등이 사용된다. 몇몇 기업들은 그 이사들의 성과를 평가하는 데 있어서 경영진보수의 변수에 대한 각 요소비율을 공개하지 않고 다섯가지 다른 변수요인을 사용한다. 이러한 요인들은 보통 구체적으로 드러나지 않기 때문에 주주들은 그 변덕스러운 보수가 성장이나 각 요인을 적절히 적용했는지를 알 수가 없다. 특히 주어진 사실에 근거한 것이 아닌 판단을 요하는 요소들에 근거한 것들은 불투명하다. 예를 들어 Deutsche Börse의 이사들은 뛰어난 '사회적이고 분석적인 능력'을 가졌다 하여 보수를 인상했으며, Addidas에서는 '개인적 성과'가 인상요인이었고, TUI 경영진은 '개인적 평가요소'가 이유였다.

아쉽게도 VorStOG는 기업들이 그 이사들의 보수를 보고함에 있어 피해갈 여지가 너무 많아서 위와 같은 행태에 그리 큰 영향을 미치지는 못할 것이다. 따라서 2007년에는 여전히 많은 독일 기업들이 투명한 보수체계를 갖추지 못할 것으로 예상된다.

⊙ **UNEP,** 펀드의 새로운 책임에 관한 보고서 출간

전 세계의 펀드들이 투자를 결정할 때 기업의 ESG(environmental, social and governance) 위험요소를

고려해야 한다는 주장을 실은 법률보고서가 나왔다. 지금까지 주요 투자자들은 이와 관련된 분석을 주주가치와 큰 관련이 없는 낭비적인 것으로 여기며 멀리해왔다. 그러나 국제적인 법률회사인 Freshfields Bruckhaus[3]가 준비하고 9개국이 검토하여 상세한 반증을 내어놓았다. 즉 펀드가 만약 ESG 요소를 무시한다면 그것은 법률적인 위험을 야기하는 것이고 신탁의무를 위반하는 것이 될 수도 있다고 한다. 이 보고서는 "의사결정자들은 모든 결정을 내릴 때마다 ESG 요소를 어느 정도 고려해야 한다"고 하며 이는 "그러한 고려가 투자가치분석에 있어서 일정 역할을 한다는 것을 증명하는 믿을만한 증거가 있기 때문"이라고 한다. 만약 지금까지와 같이 무시한다면 투자에 있어서 가치고려를 적절하게 하지 않은 것이 될 것이다.

보고서 작성자들은 호주, 영국, 캐나다, 프랑스, 독일, 이태리, 일본, 스페인 그리고 미국 등의 영역에서 관련 내용을 검토하였으며, 이 보고서는 ESG 요소를 중시해야 한다고 주장해온 이들을 뒷받침하게 될 것이다. 기업들의 입장에서는 앞으로 투자자들이 이에 관해 더 주목하게 될 것이라는 전조로 받아들일 수도 있다.

Freshfields는 154쪽에 걸친 보고서를 준비했으며, 이는 지난 10월 뉴욕에서 UNEP(United Nations Environment Programme) Finance Initiative의 자산관리작업단(Asset Management Working Group)이 주관한 글로벌 라운드테이블에서 발표되었다. 자산관리작업단은 ESG 요소와 투자의사결정간의 연관을 조사하며, 약 1조7천억 달러(미화)의 자산을 관리하는 매니저들로 구성되어 있다.

⊙ ISS, 창립 20주년 컨퍼런스 열어

TOP

세계에서 가장 영향력 있는 의결권대행 및 자문회사인 ISS(Institutional Shareholder Service)는 지난 10월에 미국 워싱턴 DC에서 창립 20주년을 기념하여 ISS의 구조와 윤리를 주제로 하는 컨퍼런스를 개최하였다. 연사로는 지배구조 권위자인 Weil Gotshal & Manges LLP의 Ira Millstein과 ISS의 대표인 John Connolly가 나섰다. Millstein는 의견발표에서 ISS를 가차없이 비평하였는데, ISS는 "그 이용자의 이익을 위해 운영되고, 이용자에 의해 소유되어야 한다"고 주장하였다. 또한 ISS는 모범규준을 공개적으로 정해야 하며, 정체불명의 과정을 통해 정체불명의 사람들이 은밀히 정한 것이 아니라 시장과 의사소통하고 자문하여 이루어 져야한다고 하였다. 나아가 "ISS는 잠재적 이해관계충돌 가능성이 있으므로 기업지배구조평가와 컨설팅을 중지해야 한다"고 덧붙이며, "(이해관계충돌 가능성에 대한)방화벽이 설득력이 없고 이해관계가 충돌할 수 있는 양 입장을 모두 대변할 수는 없다"고 결론지었다.

이에 대해 Connolly는 펀드들과 기업들은 ISS의 산출물과 이해관계충돌에 대한 보호책을 존중하며, 계속적으로 신뢰하고 있다고 주장하며 Millstein의 비평에 대해 반박하였다. 그러나 결과적으로 Millstein을 초대한 것이 ISS가 기대한 결과와 달리 ISS를 비평하는 이들을 자극할 것으로 보인다.

⊙ FASB, 기업의 자본관리의무의 공시에 관한 국제규준 수렴에 제동

TOP

지난 7월 미국의 FASB(Financial Accounting Standards Board)는 투자자 대표로 나선 Donald Young의 의견을 받아들이지 않음으로써 미국과 국제회계에 영향을 끼칠만한 결정을 내렸다.

FASB는 미국 기업이 투자자본의 관리인으로서 어떻게 행동하고 있는지에 관해 주주들에게 공시해야 할 필요는 없다고 결정했다. 반면 기업의 공시는 투자자의 거래와 관련된 재무적인 데이터에 초점을 맞추어야 한다고 한다. 이 결정에서 다수의견은 공교롭게도 현재의 펀드관행과 일치한다. 투자자들은 오늘날 포트폴리오 운영뿐만 아니라 기업이 투자자들의 관심을 어떻게 잘 관리하고 있는지를 평가하는 것과 관련해서도 주기적으로 결정을 내린다. 그러나 펀드들은 미국기업의 이사회들이 그 CEO를 평가할 때 주주에 대해 책임감 있는 행동을 하는 지에 대한 문제와 관련하여 의구심을 가중시켜 왔다.

과반수의결주의의 광범위한 사용은 기계적인 이사의 선출을 양산하고 있다. 이에 대해 Young은 "(자본)관리의무는 재무보고의 선도적인 목적이어야 한다. 그렇지 않다면 어떻게 주주들이 경영을 평가할 수 있는가?"라고 주장하고 있다. 그러나 그의 주장은 받아들여지지 않았다. 이 결정은 국제규준과 관련이 있다. FASB는 IASB(International Accounting Standards Board)와 국제규준의 수렴에 관해 논의하며 (자본)관리의무를 국제회계원칙의 논의에서 제외하려는 계획을 갖고 있다.

⊙ ISS, 2006년도 기업지배구조 정책 내놓아

ISS(Institutional Shareholder Services)는 11월에 미국, 캐나다, 국제 등으로 적용대상이 구분되는 의결권대행정책을 선보였다. ISS 분석팀은 미국과 캐나다의 모든 기업에 대하여 2006년 2월1일부터 열리는 주주총회에서 새로운 정책을 적용할 것이다.

2006년도 정책에 추가된 주요 사항은 Sarbanes-Oxley법 섹션404의 공시에 관련된 것으로 이사들과 CEO의 보수를 성과와 연관시키는 것이다. 이와 관련하여 ISS는 보수에 비해 성과가 나쁜 기업의 보수위원회 위원들에게 투표 시 '보류'를 권장할 계획이다. 또한 ISS는 이사선출, 스톡옵션 소각률, CEO이사들에 관한 다수결투표와 관련한 이전의 정책들을 다듬고 있다. 2005년에 경영진보상과 관련하여 다수결투표의 기준은 비판을 받는 이슈였다.

편집팀

센터소식

⊙ 센터, 2005년도 제3차 연구위원회 개최

센터는 지난 10월 26일 센터의 회의실에서 '기업지배구조 평가기준 개정의 건'을 주요 안건으로 제3차 연구위원회를 개회하였다. 이번 연구위원회에서 논의된 2006년 지배구조 평가기준은 현행 평가기준의 기본 틀은 유지하되 1차 평가와 2차를 분리하여 1차 평가는 기업의 공시자료를 기준으로 평가하고 2차 평가는 1차 평가를 기준으로 유가증권시장 상위 50사와 코스닥시장 상위 30사를 선정하고 이를 대상으로 설문 평가를 실시하는 것을 주요 내용으로 하고 있다. 2006년 평가기준 개정의 주요 목적은 센터의 직접 조사항목 확대를 통한 평가의 객관성과 정확성을 확보하기 위함이다.

⊙ 센터, 유가증권 상장법인 이사회내의 전문위원회 현황 분석 발표

센터는 지난 11월 11일 2005년 3월 현재 유가증권 상장법인 이사회내의 전문위원회 현황에 대한 분석을 발표하였다. 이번 현황 분석은 기업지배구조의 핵심이라고 할 수 있는 이사회의 효율적인 운영을 위하여 그 내부에 설치되어 있는 여러 전문위원회의 현황을 조사하고 지배구조 개선을 위한 기초자료로 활용하고자 실시하였다. 이에 대한 상세한 내용은 본 호의 p.91 ~ p.107 를 참조하기 바랍니다.

⊙ 센터, 2005년도 제2차 개선위원회 개최

센터는 지난 11월 17일 센터의 회의실에서 제2차 기업지배구조 개선위원회를 개최하였다. 이번 개선위원회의 주요 안건은 '기업지배구조 우수기업 등 선정기준 개정안 결의의 건'과 '기업지배구조 개선위원회 운영규정 개정안 결의의 건'으로서 연구위원회를 통과한 기업지배구조 평가기준 개정내용과 증권선물거래소 통합에 따른 용어 및 위원회 구성의 변경내용에 대한 개선위원회의 심의가 있었다.

⊙ 센터 원장, 대만 Fu-Jen Catholic University 주최 국제 컨퍼런스 주제발표

TOP

센터의 남상구 원장은 지난 11월 3일 대만의 Fu-Jen Catholic University가 주최한 2005년 기업지배구조 국제 컨퍼런스(The 2005 International Conference on Corporate Governance)에 참가하여 '한국의 기업지배구조 개혁' (Corporate Governance reform in Korea)이란 제목으로 주제발표를 하였다. 원장은 주제발표에서 기업지배구조 개선의 중요성, 한국의 지배구조 개선을 위한 노력, 지배구조 개선을 위한 센터의 역할 그리고 앞으로의 지배구조 개선 방향에 대하여 발표하였다.

⊙ 센터, 증권선물거래소와 공동으로 ICGN 가입권유서 발송

센터는 지난 11월초, 증권선물거래소와 공동으로 ICGN(International Corporate Governance Network) 가입권유서를 상장기업, 증권관련 유관기관, 기관투자자들에게 발송하였다. ICGN은 1995년 설립된 기업지배구조 관련 가장 권위 있는 국제기구로서 영국에 사무소를 두고 있으며 지배구조 개선을 위한 다양한 활동을 펼치고 있다. 회원가입과 관련된 자세한 내용은 센터의 홈페이지(www.cgs.or.kr)를 참고하기 바라며 ICGN에 대한 자세한 내용은 기업지배구조 리뷰 7・8월호 p.48 ~ p.68를 참고하기 바랍니다.

⊙ 센터 원장, 증권학회, 전경련 공동주최 지배구조 세미나 사회

센터의 남상구 원장은 지난 11월 23일 증권예탁결제원 대회의실에서 개최된 '기업집단 지배구조 바람직한 방향은 무엇인가?'라는 주제의 세미나에서 사회를 맡아 진행하였다. 이번 세미나는 기업집단 지배구조에 대한 사회적 합의를 유도하는 場을 마련하고자 증권학회와 전국경제인연합회가 공동으로 개최하였고 센터를 비롯한 증권업협회, 증권예탁결제원이 후원하였다.

편집팀