

## 기업집단 소유지배구조, 왜 중요한가?



강 대 형

(공정거래위원회 부위원장)

병של년 한국 경제호는 매우 산뜻하게 출발하고 있다. 국내외 연구기관에서 내놓고 있는 올해 경제성장률 전망치가 5% 전후로서 작년에 비해 높게 예상되고 있다. 특히 그동안 공포 얼어붙어 있던 소비와 투자심리도 작년 하반기부터 점차 풀리기 시작하여 경제회복에 대한 기대를 더욱 밝게 하고 있다. 2004년부터 시작된 경기침체를 빠져나올 수 있게 되어 여간 다행스러운 일이 아닐 수 없다. 그런데 우리 경제에 있어 경제 회복 못지 않게 중요한 것은 성장엔진의 선진화이다. 경제의 침체와 회복은 경기변동 사이클에 따라 반복되는 것이지만 성장엔진의 선진화는 우리 경제의 지속적 성장을 위한 발판이 되기 때문이다. 특히 과거 개발연대의 요소투입형 성장이 한계에 다다른 현 상황에서는 선진국과 같은 총요소생산성증가형 경제성장으로 엔진을 전환하는 것이 어느 때보다도 중요하다고 할 수 있을 것이다.

좋은 기업지배구조의 구축도 우리나라 경제성장 엔진의 선진화를 위해 중요한 과제라 할 수 있다. 좋은 기업지배구조는 경제의 가장 중요한 플레이어인 기업이 제대로 성장하고 발전하기 위한 중요한 바탕이 되기 때문이다. 우리는 1997년말 외환위기를 거치면서 기업지배구조의 중요성을 뼈저리게 경험한 바 있다. 기업경영에 대한 적절한 감시·견제가 이루어지지 않을 때 불투명하고 방만한 기업 경영이 관행화되고 그 폐해는 해당 회사는 물론 기업집단, 더 나아가 국민경제에까지 미치는 것을 우리는 똑똑히 목도한 바 있다. 이와 같은 뼈아픈 경험은 우리에게 좋은 반면교사가 되었다. 정부는 외환위기 이후 기업지배구조 개선을 위해 많은 제도적 장치들을 도입하였고 실제로 제도적 장치는 상당수준 보완되었다.

그러나 아직도 좋은 기업지배구조 확립을 위해서는 갈 길이 멀다. 제도는 도입되었지만 그 제도가 제대로 작동하지 못하고 있기 때문이다. 실제로 한국기업지배구조개선지원센터에서 작년에 평가한 자료에 의하면 우리나라 기업들의 내부건제장치의 전반적인 수준은 100점 만점에 41점에 불과한 것으로 나타났으며 외부건제장치의 경우 제도도입수준은 92점으로 미국 등 선진국과 동등한 수준이나 실제 작동수준은 43점에 불과한 것으로 나타났다. 그나마 희망적인 것은 아직 미흡한 수준이기는 하지만 3년 전인 2003년에 KDI에서 동일한 방법으로 측정한 수치에 비해서 소폭이나마 개선되었다는 점일 것이다.

그렇다면 기업지배구조 개선을 위해 많은 제도들이 도입되었지만 그러한 제도들이 제대로 작동하지 못하는 이유는 무엇일까? 여러 가지 이유가 있겠지만 가장 큰 이유는 우리나라의 특유한 기업집단체제라 할 수 있다. 우리나라 기업집단 체제의 가장 큰 특징은 지배주주가 매우 적은 지분만으로 소속 전체 회사를 지배하고 있다는 점이다. 실제로 공정거래위원회에서 집계한 자료에 의하면 자산규모가 2조원 이상이고 총수가 존재하는 기업집단들의 경우 총수와 그 일가의 각 계열 회사에 대한 평균지분은 4.9%(2005년 4월 1일 기준)에 불과한 것으로 나타나고 있다. 지배주주가 5%에도 미치지 못하는 지분만으로 수십 개의 계열회사에 대한 경영전권을 행사하고 있는 것이다. 1주1의결권을 원칙으로 하는 주식회사 체제에서 어떻게 이와 같은 불합리한 일이 가능할까? 이는 계열회사 간에 복잡하게 얽혀 있는 순환출자를 통해 가능하다. 지배주주의 직접 지분은 5%에도 미치지 못하지만 계열회사의 지분이 무려 44%에 이르기 때문에 실제로 지배주주는 자신의 직접지분보다 훨씬 많은 통제권을 행사하고 있는 것이다.

이와 같은 소유·지배구조 하에서는 내외부 견제장치가 아무리 잘 갖추어져 있다 하여도 이러한 장치들이 제대로 작동하기 어렵다. 우선 기업집단 지배주주는 자신의 직접 지분은 적지만 계열사 지분을 이용하여 주주총회를 장악하고, 임원 임명권을 통해 이사 및 감사를 장악함으로써 주총, 이사회, 감사 등을 통한 내부견제장치를 유명무실화시킨다. 실제로 외환위기 이후 도입된 사외이사제도의 경우, 지배주주의 입맛에 맞는 사외이사만 선임됨에 따라 본래의 기능을 제대로 발휘하지 못하고 사실상 거수기의 역할만을 하였다는 비판이 많이 제기되고 있다. 또한 지배주주가 직·간접적으로 의결권을 행사할 수 있는 지분이 50%를 넘어 적대적 M&A가 사실상 불가능하게 됨에 따라 적대적 M&A 활성화를 위한 많은 제도적 장치의 도입에도 불구하고 경영권 시장을 통한 외부견제도 제대로 이루어지지 못하고 있다. 또한 대기업집단이 제 2금융권을 중심으로 상당수의 금융기관을 지배하고 있어 기관투자자들을 통한 견제·감시도 미약한 실정이다.

이러한 문제의 해결을 위해서는 개별기업 차원의 지배구조 문제와는 별도로 기업집단 차원의 소유지배구조 문제를 다룰 필요가 있다. 기업집단 차원의 소유지배구조는 지배주주가 소속 계열회사를 이용하여 사익을 추구하기보다 “개별 회사”의 입장에서 가장 최적으로 경영하도록 감시·견제하는 것을 의미한다. 이를 위해서는 기업집단 소유구조와 지배구조 양 측면에서의 접근이 가능하다. 소유구조 측면에서의 접근은 기업집단 계열사간 순환출자로 형성된 복잡한 출자구조를 개선함으로써 지배주주의 사익추구 유인과 가능성을 감소시키는 것을 의미한다. 지배구조 측면에서의 접근은 지배주주의 경영전환을 효과적으로 감시·견제할 수 있는 시스템을 확립하는 것을 의미한다.

정부는 지난 2003년 기업집단 차원의 소유지배구조 개선의 청사진을 담은 「시장개혁 3개년 로드맵」을 발표하였다. 동 로드맵에 따라 출자총액제한제도에 각종 졸업제도를 도입하여 대기업집단들이 스스로 소유구조를 개선하고 지배주주의 전횡을 감시·견제할 수 있는 시스템을 갖추도록 유도하였다. 아울러 대기업집단의 소유지배구조에 대한 정보를 시장에 최대한 제공함으로써 시장감시를 강화하였다. 앞으로도 정부는 기업집단 소유지배구조 개선을 지속 추진하되 시장상황

에 맞추어 대기업집단 소유지배구조에 대한 정부직접규율을 점차 시장자유규율로 전환해 나갈 방침이다.

일각에서는 기업성과가 좋으면 정부가 굳이 지배구조 문제에 개입할 필요가 없다는 주장도 있다. 물론 기업은 외형적 성과가 중요한 것은 사실이다. 그러나 보다 중요한 것은 그와 같은 기업성과가 지속될 수 있는 시스템을 갖추는 것이다. 기업성과가 시장 상황이나 창업자의 훌륭한 경영능력에만 의존한다면 시장상황이 악화되거나 능력없는 사람에게 경영권이 맡겨지게 될 경우 기업성과는 금방 악화될 수 있기 때문이다. 지난 외환위기 당시 힘없이 무너졌던 수많은 기업집단들이 한때는 매우 좋은 성과를 내었던 우량기업들이었던 사실은 시스템의 확립이 얼마나 중요한 것인지를 잘 보여준다. 정부가 지배구조 문제에 관심을 기울이는 것은 바로 이 때문이다. 지난 번 엔론 사태 이후 미국의 경험을 보더라도 선진외국의 경우도 마찬가지로 기업의 지배구조가 공공의 이익을 침해한다고 판단되었을 때 법과 제도의 정비를 통하여 기업의 지배구조를 교정·보완하고 있다. 이는 투명하고 공정한 시장질서를 확립하기 위한 정부의 역할인 것이다.

기업집단 소유지배구조 개선은 정부, 금융기관 등 기업 외부의 노력만으로는 한계가 있다. 아무리 외부에서 떠들어도 기업집단 스스로 노력하지 않으면 의미 없는 규제만 남발되는 것이기 때문이다. 결국 소유지배구조 개선을 위해서는 우리 경제의 견인차인 기업집단 스스로의 자발적인 노력이 필수적이다. 우리나라 경제성장 엔진의 선진화를 위해 중요한 일한해 기업과 정부가 함께 힘을 모아 기업집단 소유지배구조 개선을 위해 노력해 나가야 할 것이다.

2006년은 독일에서 월드컵이 열리는 해이다. 우리나라 국민이라면 누구나 올해도 우리가 2002년 상암벌에서 거둔 월드컵 4강이라는 눈부신 성과를 재현하길 기대하고 있을 것이다. 우리 경제도 올해 좋은 기업지배구조를 확립함으로써 기업의 성장과 발전을 밑바탕으로 월드컵 4강에 버금가는 성과를 이룩하길 바라마지 않는다.



곽 채 기  
(전남대학교 행정학과 교수)

### 1. OECD 공기업 지배구조 가이드라인의 의의

OECD는 2005년 4월 28일 공기업 지배구조 가이드라인을 제정하여 발표하였다. 공기업 지배구조 가이드라인에 규정된 바람직한 지배구조에 관한 내용의 시행여부는 구속력이 없는 OECD의 권고사항이며, 그 시행여부는 회원국 정부의 판단에 달려있다. 이 지침은 민간기업을 대상으로 한 OECD 기업지배구조원칙에 상응하는 것으로서 공기업에 대한 정부의 소유권 행사를 개선하기 위해 작성된 것이다. 이 지침은 상장된 공기업은 물론이고 특정 공공정책을 수행하는 비상업적 공기업에도 적용될 수 있다. ‘공기업지배구조 가이드라인’은 전문, 본문, 주석의 세 부분으로 구성되어 있다. 여기서는 2005년 4월에 발표된 ‘OECD 공기업지배구조 가이드라인(OECD Guidelines on Corporate Governance of State-Owned Enterprises)’의 주요 내용을 소개하고, 공기업 지배구조의 개혁 방향을 간략하게 제시해 보고자 한다.

### 2. OECD 공기업 지배구조 가이드라인의 주요 내용

OECD 공기업 지배구조 가이드라인은 공기업의 소유자로서 정부 역할 및 좋은 공기업 지배구조를 구현하기 위한 정책방향을 제시하는 데 목적이 있다. 이 가이드라인은 기본적으로 ‘OECD 기업지배구조 가이드라인’에 기초를 두고 있고, 이것을 보충하는 것으로 보아야 한다.

공기업을 비롯한 공공기관의 지배구조는 민간부문의 지배구조 문제와는 다른 독특한 측면이 있다. 첫째로, 경영진, 이사회, 소유권행사기관, 주무부처, 정치인 등 많은 의사결정 관련자가 존재함으로써 경영성과에 대한 책임소재가 불분명하다. 둘째로, 민간기업과 달리 공공기관은 파산·인수합병 등의 위험이 거의 없는 상황이다. 셋째로, 경영에 대한 정부의 일상적 간섭문제는 그간 쟁점이 되어 광범위하게 논의되었으나, 소유권의 주체로서의 임원임면·경영평가·경영공시·이사회 등 지배구조 관련제도의 개선문제는 다소 쟁점화가 미흡했던 측면이 있다.

공기업 지배구조 가이드라인은 공기업의 성과 향상을 위한 정부 역할 수행을 지원하기 위하여 일반적인 지침을 제공하는데 목적이 있기 때문에 이 지침을 특정 공기업의 지배구조를 개선하기 위해 적용하는 것은 실용적인 관점에서 결정되어야 한다. 이 지침은 기본적으로 상업적 공기업(법인격을 갖고 상업적 활동을 수행하는 공기업 전반, 그리고 공기업의 자회사)에 적용하는 데 주안을 두고 있으나, 특정 공공정책 목적을 수행하는 비상업적인 공기업이나 공공기관에도 적용할 수 있다.

이러한 목적 하에 제정된 OECD 공기업지배구조 가이드라인의 주요 내용은 다음과 같다.

첫째, 공기업에 대한 효과적인 법령 및 규제체계의 확립 : 공기업에 대한 법령 및 규제체계는 시장경쟁의 왜곡을 회피하기 위해 공기업과 민간기업이 공정하게 경쟁하는 것을 보장할 수 있어야 한다.

둘째, 소유자로서의 정부 행동 : 정부는 정통하고, 책임감 있는 능동적인 소유권자(informed and active owner)로서 역할을 수행하여야 하며, 공기업의 지배구조가 투명하고 책임성 있는 방법으로 작동할 수 있도록 필요한 전문성과 효과성 확보에 기초하여 명확하고 일관성 있는 소유권 정책을 수립하여야 한다.

셋째, 주주의 공평한 대우 : 정부와 공기업은 모든 주주의 권리를 존중하여야 하며, 기업지배구조에 관한 OECD 원칙을 준수하여 그들을 공평하게 대우하고 기업 정보에의 공평한 접근을 보장해야 한다.

넷째, 이해관계자와의 관계 : 정부의 소유권 정책은 공기업 이해관계자들에 대한 공기업의 책무성을 충분히 인식하여야 하며, 공기업과 이해관계자와의 관계에 대해 보고토록 요구해야 한다.

다섯째, 투명성 및 공시 : 공기업은 (민간기업의) 기업지배구조에 관한 OECD 원칙에 따라 높은 수준의 투명성을 확보하여야 한다.

여섯째, 공기업 이사회의 책임 : 공기업 이사회는 전략적 경영지도(strategic guidance) 기능과 경영감시 기능을 수행하는데 필요한 권한, 전문성, 객관성을 가져야 한다. 이사회는 성실·철명하게 임무를 수행하며, 이사회 활동에 대한 책임을 져야 한다.

### 3. OECD 가이드라인에 대한 평가와 공기업 지배구조의 개혁 방향

‘OECD 공기업 지배구조 가이드라인’은 공기업 지배구조의 설계와 운영에 관하여 최초로 작성된 국제적인 지침으로 평가된다. 따라서 이 지침을 통해 제시되고 있는 공기업 지배구조의 설계와 운영에 관한 내용들은 앞으로 우리나라 공기업 지배구조 개편 방안을 탐색함에 있어서 고려되어야 할 중요한 원칙으로 평가된다. 이런 점에서 OECD의 공기업 지배구조에 관한 지침을 통해 제시되고 있는 공기업 지배구조의 특징과 지배구조 설계 시 고려해야 할 주요 변수들을 도출하여 제시해 보면 다음과 같다.

첫째, OECD의 공기업 지배구조에 관한 지침에서는 공기업에 대한 국가의 소유권 기능과 규제 및 산업정책기능의 분리를 바탕으로 공기업 지배구조를 설계하는 것이 필요하다는 점을 강조하고 있다. OECD의 공기업 지배구조에 관한 지침에서 이러한 제안을 하고 있는 논거는 다음과 같다. 그 동안 공기업은 국가 산업정책의 주요 도구로 사용되어져 왔고, 그 결과 많은 경우 각 주무부처(sector ministries)의 책임 하에 경영되어 왔다. 이러한 상황은 때때로 산업정책과 국가의 소유권 기능 사이에 혼돈을 초래하였다. 이러한 혼란은 결과적으로 소유권 기능을 잠식하게 된다. 이러한 상황에서 공기업은 국가 산업정책을 위한 핵심 도구로만 인식될 뿐 소유자인 국가에 의해 그 가치를 보호하고 제고해야 하는 자산으로는 인식되지 못하게 된다. 또한 주무부처가 소유권 기능을 행사하게 되면 공기업의 업무에 빈번하게 개입하는 원천이 되기도 하며, 이것은 공기업의 자율성을 제약하는 결과를 초래하게 된다. 따라서 산업정책과 소유권 기능을 명확하게 분리하는 것은 소유자로서의 국가 정체성(identification)을 더욱 분명히 하는 데 기여할 것이며, 공기업의 경영목표를 명확하게 정의하고, 성과 감시를 확실하게 하는 데에도 기여할 것이다. 그러나 이러한 기능의 분리가 소유권과 산업정책 두 기능 간의 조정을 방해하는 것은 아니며 산업정책을 제한하는 것도 아니다. 다만, OECD의 공기업 지배구조에 관한 지침에서는 소유권 기능과 규제 및 산업정책 기능 간의 분리 또는 소유권 기능의 집중화(전담화)가 모든 공기업에게 공통적으로 요청되는 사안 이 아니라는 점을 분명히 밝히고 있다. 주로 공공정책 목적을 달성하기 위해 운영되고 있는 공기업에 대해서는 소유권 기능의 집중화가 요구되지 않으며, 이러한 경우에는 주무부처가 공기업의 소유권 기능을 담당하는 것이 적절할 수도 있다는 것이다.

둘째, OECD의 공기업 지배구조에 관한 지침에서는 이사회 중심의 공기업 지배구조 구축을 강조하고 있다. 공기업 경영을 효과적으로 감시하고 정치적 간섭으로부터 보호하기 위해서는 공기업이 강한 이사회를 갖는 것이 중요하다는 인식이 기초하여 이사의 기능 강화와 독립성 확보 방안을 제시하고 있다. 이와 관련하여 비상임의 독립적인 이사들을 중심으로 한 이사회 구성(정책위원회 형태의 이사회 구성), 이사회 의장과 최고경영자의 분리, 이사회 또는 이사의 감사위원회 중심의 내부감사시스템 구축, 이사회에 최고경영자에 대한 임명권 부여, 이사회 운영 성과에 대한 연례적 평가 등을 제시하고 있다.

셋째, 공기업 경영의 투명성 확보를 위한 내부감사제도로서 감사위원회제도의 도입 필요성을 시사하고 있다. 특히, 대규모 공기업은 적어도 감사위원회를 두어야 한다는 점을 강조하고 있다. 또한 정부의 공기업 통제장치와는 별도로 독립적인 (민간)외부감사를 실시하는 것이 필요하다는 점도 강조하고 있다.

넷째, OECD의 공기업 지배구조에 관한 지침에서는 표준화된 공기업 지배구조를 중심으로 공기업의 특성을 감안하여 이를 차별적으로 적용하는 것이 필요하다는 점도 강조하고 있다. 예를 들어 상장법인이나 대규모 공기업은 표준화된 기업 지배구조를 보다 엄격하게 적용하는 것이 필요하다는 점을 밝히고 있다. 또한 경쟁시장 구조 하에서 운영하고 있는 공기업에 대해서는 소유권 기능과 산업정책 기능 간의 분리가 바람직하지만, 주로 공공정책 목적을 달성하기 위해 설립·운영되는 공기업의 경우에는 소유권 기능을 산업정책을 담당하는 주무부처가 담당하는 것이 적절할 수 있음을 제시하고 있다. 이처럼 OECD의 공기업 지배구조에 관한 지침을 통해서 상장공기업(상장 여부), 대규모 공기업(기업의 규모), 경쟁시장구조(시장구조), 공공정책 목적을 달성하기 위한 공기업(공기업의 정책수단으로서의 활용 여부) 등이 표준화된 공기업 지배구조를 탄력적으로 조정하는 과정에서 고려해야 할 주요 요소들이라는 점을 확인할 수 있다.

## ■ 기업지배구조 개선이 기업가치 증가에 미치는 영향과 경로에 관한 연구

: 모니터링 효과와 기업지배구조펀드 종목선정에 관하여<sup>1)</sup>

박영석 한국기업지배구조개선지원센터 연구위원, 서강대학교 경영학부 교수  
이재현 서강대학교 대학원 경영학과 박사과정

- I. 서론
- II. 문헌연구
- III. 모형
- VI. 수치적 해와 가설 도출
- V. 실증분석
- VI. 정책적 함의와 결론

### I. 서론

본 연구는 기업지배구조가 기업가치에 영향을 주는 경로를 현금흐름 측면과 자본비용 측면으로 나누어서 분석해 보고 해당 경로에서 나타나는 특징을 이론적으로 검토한 후 이를 기반으로 실증분석을 실시하여 기업지배구조펀드의 효율적 운용과 구성에 관한 이론적 모형을 제시하는 것을 목적으로 한다.

기업지배구조가 기업가치를 구성하는 두 가지 변수인 기업의 현금흐름과 자본비용에 영향을 주는 방식을 직관적으로 설명하면 다음과 같다. 첫째로, 기업지배구조의 개선이 이루어진 경우 투자자는 경영자에 의한 터널링(tunneling)이 감소함으로써 인해 기업경영의 투명성이 강화된 것으로 생각한다. 그리고 최근 기업지배구조 점수의 활용방안 중의 하나로 기업지배구조 점수를 신용평가에 반영하자는 의견이 대두되고 있다. 이러한 측면에서 본다면 기업지배구조의 건전성은 신용스프레드 하락에도 실질적인 영향을 줄 수 있을 것이라는 것이 두 번째 설명이다. 또한, 기업지배구조는 기업 투자사결정에 중대한 역할을 한다. 예를 들어, 비효율적인 과잉투자 문제를 제거시키거나 긍정적인 NPV에 기업지배구조는 중요한 역할을 수행할 것이기 때문이다. 정리하면, 경영자에 의한 터널링 감소와 긍정적인 NPV를 갖는 투자안의 선택으로 인해 기업의 기대현금흐름이 증가할 것이며, 한편으로 기업의 건전성이 강화되어 채무불이행 가능성 감소로 인한 자본비용이 감소될 것이다.

직관적 설명을 토대로 볼 때 본 연구는 기업지배구조를 이사회, 감사기구의 모니터링 효과에 초점을 두었다. 이러한 모니터링 효과를 중심으로 기업지배구조가 기업가치에 영향을 주는 두 가지 경로에서 기업지배구조 개선이 발생할 경우 기업적 특성(변동성, 경영자 보상) 등에 따라 기업가치에 어느 정도 영향을 주는지에 대한 가설과 실증분석을 시행하였다.

본 연구의 절차는 다음과 같다. II장에서는 기업지배구조와 기업가치에 관한 문헌연구를 제시한다. III장에서는 기업지배구조 수준과 기업가치와 자본비용에 관한 이론적 모형을 구축한다. IV장에서는 수치해를 통하여 기업지배구조 개선과 기업가치, 자본비용, 기업의 기대현금흐름 등의 변화분을 고찰하는 동시에 기업변동성과 경영자 보상에 대한 민감도 분석을 시행한 후 실증분석이 가능한 가설을 도출한다. V장에서는 III장과 IV장의 결과에 대한 실증분석을 시행한 후 이론적 모형의 타당성을 검증한다. VI장에서는 본 연구의 주요 결론과 정책적 함의 및 한계점에 대해 논의한다.

### II. 문헌연구

기업지배구조와 기업가치 간의 상관관계에 대한 실증연구는 기업지배구조의 개선이 기업가치를 증가시키는가에 대한 답을 제공한다. 지배구조 점수나 지수를 활용한 실증연구를 살펴보면, Gomper, Ishii, and Metrick(2003)은 1500개의 미국 기업을 대상으로 1990년대 주가를 활용한 실증분석에서 지배구조 순위 상위 10%에 투자하고 지배구조 하위 10% 기업을 대주한 투자자는 시장수익률을 8.5% 상회하는 수익률을 실현했다는 결과를 보여주었고 Drobetz, Schillhofer, and Zimmermann(2003)은 독일기업의 지배구조 등급과 기업가치 간에는 양의 상관관계가 있으며, 지배구조가 좋은 기업을 매수하고 지배구조가 취약한 기업을 매도하는 투자전략은 일년동안 12%의 초과수익을 발생시킨다고 주장하였다. 또한 기업지배구조와 자본비용간에는 매우 유의적인 음(-)의 관계가 있다고 주장하였다. 국내기업에 관한 연구로는 Black, Jang, and Kim(2003)은 국내기업 중에서도 지배구조 점수가 좋은 기업이 높은 PER를 보여준다는 실증결과를 제시하였고, Baek, Kang, and Park(2004)은 경제위기기간 중 지배구조가 좋은 기업들이 추가하락은 적고 상승폭은 높다는 결과를 보이고 있다. 또한 박경서, 이은정(2004)은 지배구조 수준과 지배구조 개선 정도가 추가수익률과 양의 상관관계가 있음을 보여주었다. 한편, 채권시장에 있어서도 장진호, 신현한, 이만용(2004)은 기업지배구조 수준이 높을수록 회사채 스프레드가 낮음을 관찰하였다. 박영석, 김남곤(2004)은 기업지배구조와 기업가치에 관한 이론적 모형을 정리한 후 투자효율성과 대리인문제를 통해 설비투자가 기업가치에 미치는 영향이 기업지배구조 우열여부에 따라 어떻게 달라지는지에 따라 실증 분석하였다. 한편, 이원흠, 최수미(2004)는 이전의 대부분의 실증연구가 종속변수로 사용한 Tobin Q와 기업지배구조 점수를 이용하지 않고 가중평균 가치평가모형을 이용해 내재 자본비용을 구하고 기업의 내재가치를 이용하여 기업지배구

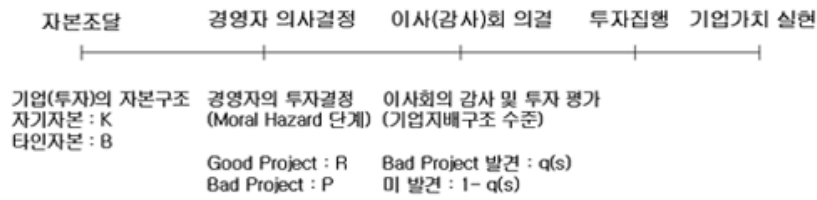
조 개혁에 관련된 일련의 조치들이 효과가 있음을 검증하였다. 이외에도 많은 수의 연구들이 기업지배구조와 기업가치 간의 정의 상관관계가 있음을 실증적으로 보였다. 기업지배구조와 기업가치의 관계에 대한 이론적 연구는 다음과 같다. 국찬표, 박영석, 이정진(1997)은 투자수익률이 일정할 때와 변동할 때, 대리인 비용 함수의 형태에 따라 기업지배구조와 기업가치의 이론적 연관성을 분석하였으며, Tirole(2001)은 기업의 자본조달에 있어 기업지배구조가 어떠한 역할을 수행하는지에 대한 이론적 분석을 수행하였다. La Porta et al(2002)는 기업지배구조 모형을 구축하여 주주권 보호가 잘 되어있는 국가일수록 기업가치가 높음을 실증 분석하였다. La Porta et al(2002)는 본 연구와 비슷한 터널링을 모형화하고 있으나 본 연구는 경영자가 투자자산 배분의 문제로 의사결정하는 점과 기업지배구조 개선효과에 초점을 두고 있다는 점에서 차이가 존재한다.

### III. 모형

#### 1. 모형의 기간구조

본 연구에서 사용되는 모형의 기간구조와 기업의 대차대조표는 아래 그림과 같다.

<그림 3-1> 모형의 기간구조



<그림 3-2> 기업의 대차대조표

기업의 B/S		표준화된 B/S	
Good : R	부채 : B	$1 - w_p$	$1 - k$
Bad : P	자본 : K	$w_p$	$k$

표준화

본 연구에서 사용된 모형의 기간구조를 간단히 설명하면 투자가 실제로 이루어지기 전에 경영자가 투자의사결정을 시행하게 되는데, 이 과정에서 경영자는 기업의 건전한 NPV를 갖는 투자안(신규 투자안일수도 있고, 기존 투자안일수도 있다.)과 경영자 자신을 위한 투자안에 대한 자본 예산을 수립한다. 여기서 경영자 자신을 위한 투자안은 다양하게 해석할 수 있다. 첫째 수익성은 떨어지면서 기업의 외형을 키우는 투자안의 경우 경영자 자신의 경영권을 행사하는 데 도움이 된다. 이러한 프로젝트는 펫프로젝트(pet project)로 간주될 수 있다. 둘째로 기업의 투자안에서 어느 정도 규모로 자신 혹은 종업원을 위한 전용, 터널링(tunneling)을 할 것인가로 간주될 수 있다. 이러한 경영자의 투자의사결정이 이루어진 후 이사회 의결 및 감사위원회 투자 심의가 이루어지는 데, 기업의 기업지배구조 수준에 따라 그 모니터링의 효과가 다르다고 가정하자. 마지막으로 이사회 의결 결과에 따라 투자가 집행되며, 이 때 만일 경영자의 부정행위가 적발이 된다면 경영자는 벌칙을 받게 됨과 동시에 인센티브 보상이 취소되며, 부실한 투자안은 취소된다. 하지만 경영자의 부정행위가 적발이 안 될 경우 경영자의 의사결정대로 투자가 이루어지게 된다. 그리고 그 결과로 경영자의 현금흐름과 기업의 현금흐름을 바탕으로 기업가치와 경영자의 현금흐름이 결정되며, 기업의 파산여부도 결정된다.

#### 2. 경영자와 기업의 현금흐름

경영자는  $w_p$ 의 비율로 자신과 종업원을 위한 프로젝트로 자금을 이전하고 기존의 기업 투자안에  $1-w_p$ 의 비율로 투자하고 있으며, 각 투자안의 수익률 분포에 대한 가정은 다음과 같다.

1) 투자안 R의 수익분포 :  $r \sim N(\mu, \sigma^2)$

기업의 건전한 투자안(혹은 기존에 존속해 오던 투자안)의 수익률은 평균이  $\mu$ 이고 표준편차가  $\sigma$ 인 정규분포를 따른다고 가정하자. 이때 수익  $r$ 은  $(1+\text{수익률})$ 을 의미한다.

2) 투자안 P의 수익분포

투자안 P는 경영자와 기업에게 다른 현금흐름을 제공한다. 아래와 같다고 가정하자.

<표 3-1> 경영자와 기업의 투자안의 수익분포

모니터링 효과	확률	경영자( E )	기업( Y )
적발하지 못한 경우	$1-q(s)$	1	0
적발한 경우	$q(s)$	-z	$\tilde{r}$

투자안 P의 경우 기업지배구조 수준에 따라 경영자와 기업에게 다른 현금흐름을 제공하게 된다.  $q(s)$ 는 경영자의 투자안 혹은 전용을 적발할 가능성으로 s는 기업지배구조 수준을 의미한다. 기업지배구조 수준 s가 높아짐에 따라 기업에게 불리한 투자안을 사전에 모니터링하여 통제할 확률이 높아지게 된다. 그러므로,  $q'(s) > 0$ 으로 가정하자.

우선 경영자의 경우 적발이 되지 않는다면 해당 프로젝트는 수익이 발생하지 않고 모두 경영자에 전용된다. 즉 경영자에게 전속되는 금액은  $w_p$ 이다. 한편 기업 측면에서는 실패한 프로젝트로 간주되어 0의 현금흐름을 발생한다. 적발이 된다면 경영자는  $-w_p z$ 만큼의 벌칙이 부가된다. 이러한 벌칙의 의미는 앞서 언급하였듯이 감봉, 해고 등을 의미할 수 있다. 그리고 기업측면에서는 경영자의 프로젝트는 취소되고 원래 프로젝트로 복귀하게 됨을 의미한다. 이를 달리 해석하여 좀 더 일반화한다면, 만일 투자안 P가 기업의 신규투자안으로서 외형만을 추구하는 프로젝트라고 할 때 경영자는 해당 프로젝트 수행 자체로 모든 혜택을 독점할 것이고 기업입장에서는 비록 0은 아니더라도 낮은 수익률을 얻게 될 것이다. 본 연구에서는 보수값을 줄이기 위해 이러한 기업의 수익을 0으로 가정하였다.

이러한 가정 하에서 경영자의 현금흐름은 다음과 같다.

$$W_E = w_p E + \bar{x} [(1-w_p)\tilde{r} - (1-k)] \quad (3.1)$$

경영자의 현금흐름은 크게 켈프로젝트에 의한 수익과 기업성과에 대한 인센티브 보상으로 나뉘어진다. 여기서  $\bar{x}$ 는 적발이 될 경우는 0, 적발이 되지 않을 경우는  $\bar{x}$ 로 정의되는 확률변수로 정의하자.  $\bar{x}$ 는 결국 적발이 되지 않을 때 인센티브 보상의 크기이며 두 번째 대괄호 안의 항목은 주주의 지분을 의미한다. 무위험 이자율은 0이고 기업은 무위험이자율로 차입한다고 가정하자.

결국, 경영자의 의사결정은 1로 표준화된 기업의 자산 중 어느 정도 비율로 자신을 위한 프로젝트에 자금을 운용할 것인지로 귀결된다. 즉,  $w_p$ 의 결정이다.

이 때 기업의 현금흐름은 다음과 같다.

$$W_Y = (1-w_p)\tilde{r} + w_p Y \quad (3.2)$$

### 3. 경영자의 효용함수와 기업지배구조 수준

경영자의 효용함수는 평균-분산 효용함수로 가정하자.

$$EU_E = E(W_E) - \frac{\lambda}{2} Var(W_E) \quad (3.3)$$

(는 위험회피도를 의미한다.)

이 때 경영자 전용사건을 적발할 확률과 기업 투자안의 성과의 확률분포를 독립으로 가정한다면, 평균과 분산은 다음과 같이 산출된다.

$$EU_E = E(W_E) - \frac{\lambda}{2} Var(W_E) \quad (3.4)$$

$$Var(W_E) = (1-q(s)) [a^2(1-w_p)^2\sigma^2 + q(s)(w_p(1+z-a\mu) + a\mu - (1-k))^2] \quad (3.5)^1$$

경영자는 자신의 기대효용함수를 극대화하는 w를 찾으려고 할 것이다. 이에 대한 해는 다음과 같다.

$$w_p^* = \frac{(1-q(s))[1-a\mu + \lambda(a^2\sigma^2 + q(s)(1+z-a\mu)(1-k-a\mu))] - zq(s)}{\lambda(1-q(s))(a^2\sigma^2 + q(s)(1+z-a\mu)^2)} \quad (3.6)^2$$

### 4. 기업가치와 기업지배구조 수준

#### 1) 기업의 기대현금흐름

기업의 기대 현금흐름은 식(3.6)과 식(3.2)에 의해 다음과 같이 유도된다.

$$EV_Y = \mu [1 - (1-q(s))w_p] \quad (3.8)$$

적발확률이 높을수록, 그리고 경영자의 자신을 위한 투자안의 규모가 작을수록 기업의 기대 현금흐름이 커짐을 알 수 있다. 다음과 같은 결과를 도출할 수 있다.

결과 I(**Result I**): 동일한 조건에서 기업지배구조 수준이 높을수록 기업의 기대현금흐름이 높다.

## 2) 기업의 자본비용

본 연구에서 사용되는 자본비용은 가중평균자본비용(WACC)이다. 본 연구에서 사용되는 WACC는 자본구조에서 사용되는 모든 개념을 포함하여 확장하는 것은 불필요하게 모형의 복잡성을 높인다고 판단하기 때문에 과산비용만을 고려하기로 하자. 기업의 신용스프레드는 다음과 같이 정의되며, Duffie and Singleton(1999)에 의하면 다음과 같이 쓸 수 있다.

$$r - r_f = \pi LGD \quad (3.9)$$

(여기서  $\pi$ 는 부도확률을,  $\pi LGD$ 는 부도시 손실률(loss given default)을 의미한다.)

그런데, 부도 확률은 본 연구에서 다음과 같이 모형화 할 수 있다.

$$\pi = \Pr \left[ (1 - w_p) \tilde{r} + w_p \tilde{Y} < 1 - k = (1 - q(s)) \mathcal{N} \left( \frac{1 - k}{1 - w_p} \right) + q(s) \mathcal{N}(1 - k) \right] \quad (3.10)$$

(여기서  $\mathcal{N}(\cdot)$ 은 평균이  $\mu$ 이고 표준편차가  $\sigma$ 인 정규분포의 누적확률밀도함수를 의미한다.)

식(3.10)을 통해 쉽게 기업지배구조 수준이 높을수록 자본비용이 낮음을 확인할 수 있다.

결과 II(**Result II**): 동일한 조건에서 기업지배구조 수준이 낮은 기업은 자본비용(WACC)이 높다.

결국, 기업지배구조는 기업가치를 결정하는 두 가지 요인에 영향을 주게 되는데, 첫째는 현금흐름 입장에서 대리인 비용으로 정의될 수 있으며 두 번째는 기업의 과산가능성을 낮춤으로서 신용스프레드를 줄여주는 방향으로 기능한다. Bhojraj and Sengupta(2003), 장진호 등(2004)는 실증적으로 기업지배구조가 높은 기업일수록 신용스프레드가 낮음을 확인하였다. 이들의 연구는 이사회에 의한 경영자 감시와 정보의 불균형 해소가 기업의 채무불이행 위험을 완화시키는 역할을 한다고 보았으며, 기업지배구조점수를 활용하여 회사채 스프레드와 기업지배구조 점수가 유의적인 (-)의 관계가 있음을 확인하였다.

## 5. 기업가치의 결정

기업가치는 다음과 같이 기대현금흐름을 자본비용으로 할인함으로써 결정될 것이다.

$$V = \frac{EV_f}{1+r} = \frac{\mu(1 - (1 - q(s))w_p)}{1 + LGD \left[ (1 - q(s)) \mathcal{N} \left( \frac{1 - k}{1 - w_p} \right) + q(s) \mathcal{N}(1 - k) \right]} \quad (3.18)$$

결과 I 과 결과 II에 의해 다음과 같은 주장이 도출된다.

결과 III(**Result III**): 동일한 조건에서 기업지배구조 수준이 높을수록 기업가치가 높다.

## VI. 수치적 해와 가설 도출

본 장에서는 기업지배구조 개선이 발생하였을 경우 기업현금흐름과 기업가치의 증분과 자본비용의 감소분 등에 어느 정도의 영향을 주는지를 살펴본다. 만일, 기업지배구조와 기업가치간의 비례적인 함수 형태를 구성할 수 있다면, 그 기울기의 변화분을 보는 것이다. 하지만, 이러한 기울기의 변화분은 기업의 속성변수와 기업의 기업지배구조 수준에 따라 다르기 때문에 이러한 점을 살펴보고자 한다. 이를 살펴보기 위해서는 기업지배구조수준( $s$ )으로 경영자 전용비용( $w_p$ ), 기업의 기대현금흐름( $EV_f$ ), 기업의 자본비용( $r$ ), 기업가치( $V$ )에 대해 2차 미분을 통해 그 결과를 산출하는 방법이 적절하지만 수식의 복잡함으로 인해 수치적으로 그 특징을 살펴보고 결과를 정리하여 실증분석을 위한 가설로 사용하고자 한다. 수치적 해를 산출하기 위해  $q(s)$ 의 함수적 형태가 필요하다. 본 연구는 이러한 함수적 형태로 다음과 같은 로지스틱 함수를 설정하였다. 선형함수로 가정하여도 결과에는 큰 차이가 없었다. 선형함수 대신에 로지스틱함수를 사용한 주된 이유는 학습효과 등의 효과를 포함하기 위해서이다.<sup>3)</sup>

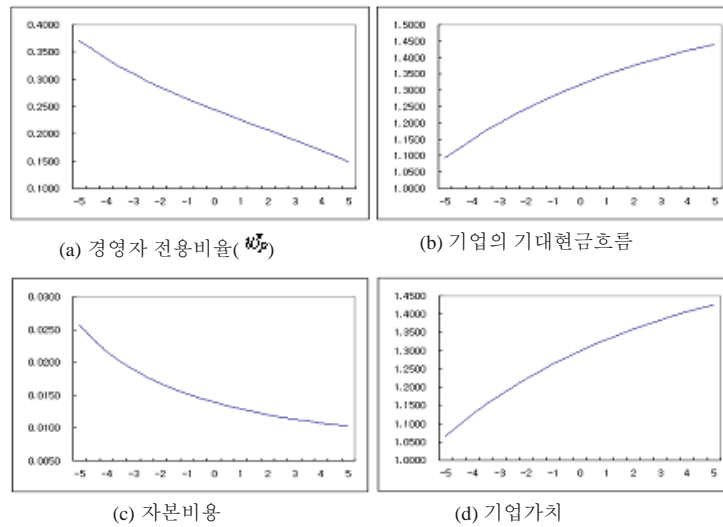
$$q(s) = \frac{1}{1 + e^{-s \times 0.2}} \quad (4.1)$$

식(4.1)과 같은 로지스틱 함수는 그 값이 0과 1사이를 보장하며, 다양한 시뮬레이션 결과 대체로 다른 모수 제약을 크게 요구하지 않은 것으로 나타났다.

기업지배구조 수준은 -5에서 5의 범위로 설정하여, 가장 나쁜 기업지배구조 수준에서의 적발확률이 0.27, 가장 좋은 기업지배구조 수준에서의 적발확률은 0.73정도로 되게 설정하였다.

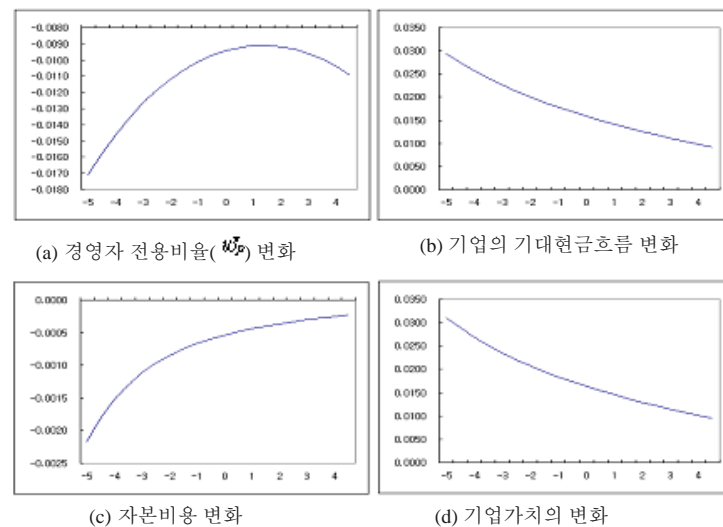
다음은 위의 모수 가정 하에 기업지배구조 수준에 따른 경영자 전용비율인  $w_p$ 기업의 기대현금흐름, 자본비용, 기업가치를 산출한 것이다.

<그림 4-1> 기업지배구조 수준에 따른 수치해<sup>4)</sup>



<그림 4-1>의 결과는 결과 I, II, III의 결과를 수치적으로 보여준 것이다. <그림 4-1>의 결과를 각 기업지배구조 수준에서의 차분하여 증분을 산출하여 그림을 통해 나타내면 다음과 같다. 즉, <그림 4-2>는 <그림 4-1>의 기울기의 변화를 나타낸 것이다.

<그림 4-2> 기업가치 개선에 따른 수치해의 변화



<그림 4-2>는 수식으로서의 1차 미분 값을 각 기업지배구조 수준에 대해 나타낸 것이다. 이러한 1차 미분값의 변화를 통해 기업지배구조 수준이 한 단위 상승할 때 각 결과들이 어떻게 변화하는지를 살펴볼 수 있을 것이다. 기업의 기대현금흐름과 기업가치는 기업지배구조 수준이 낮은 영역에서 더 큰 폭으로 증가하고 자본비용 역시 기업지배구조 수준이 낮은 영

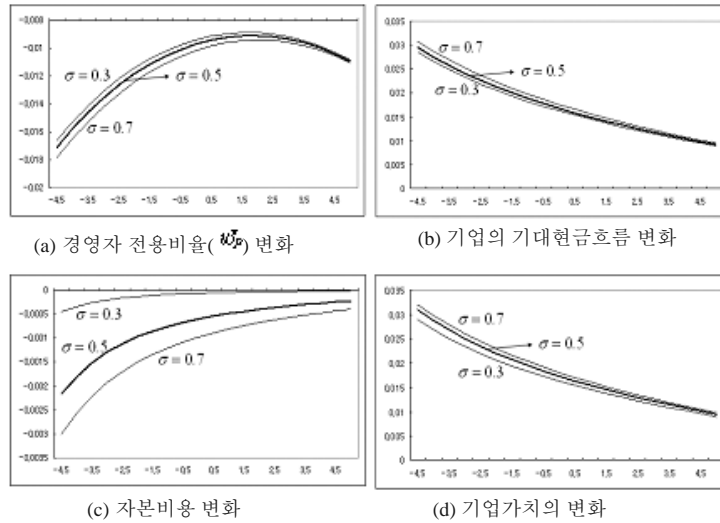
역에서 더 큰 폭으로 감소하는 것으로 나타났다. 따라서 다음의 결과를 제시할 수 있다.

결과 IV (Result IV): 기업지배구조 수준이 낮은 기업에서 기대현금흐름과 자본비용, 기업가치의 개선효과가 더욱 크다.

다음은 민감도 분석을 통해 기업의 변동성과 경영자 보상의 크기를 중심으로 기업지배구조 개선 효과를 살펴보자. <그림 4-2>와 같은 형태의 그림을 기업의 변동성과 경영자 보상의 크기를 다르게 설정함으로써 민감도 분석을 통해 기업특성변수에 따른 그 차이를 살펴보자.

<그림 4-3> 기업의 변동성에 따른 기업지배구조개선과 수치해의 변화

<그림 4-3> 기업의 변동성에 따른 기업지배구조개선과 수치해의 변화

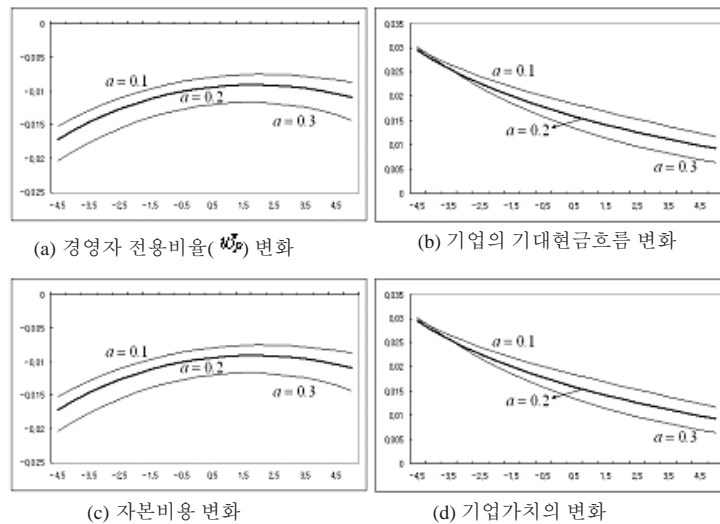


우선 경영자 전용비율과 자본비용은 기업지배구조수준이 낮은 영역에서 변동성이 큰 기업일수록 더 큰 폭으로 감소하는 것을 알 수 있으며, 기업의 기대현금흐름과 기업가치는 기업지배구조수준이 낮은 영역에서 변동성이 큰 기업일수록 그 개선효과가 크다고 볼 수 있다. 따라서 이를 결과로서 정리하면 다음과 같다.

결과 V (Result V): 기업지배구조수준이 낮은 기업에서

- (1) 변동성이 큰 기업일수록 기업의 기대현금흐름과 기업가치의 상승 폭이 크다.
- (2) 변동성이 큰 기업일수록 자본비용의 하락 폭이 크다.

<그림 4-4> 경영자 보상의 크기에 따른 기업지배구조개선과 수치해의 변화



자본비용은 상대적으로 기업지배구조수준이 낮은 영역에서 경영자 보상의 크기가 낮은 기업일수록 더 큰 폭으로 감소하는 것을 알 수 있으며, 기업의 기대현금흐름과 기업가치는 기업지배구조수준이 높은 영역에서 경영자 보상이 작은 기업일수록 그 개선효과가 크다고 볼 수 있다. 따라서 이를 결과로서 정리하면 다음과 같다.

결과 VI (Result VI):

- (1) 기업지배구조수준이 높은 기업에서는 경영자 보상이 작은 기업일수록 상대적으로 기업의 기대현금흐름과 기업가치의 상승 폭이 크다.
- (2) 경영자 보상이 낮은 기업일수록 자본비용의 하락 폭이 크다.

## V. 실증분석

본 장에서는 위에서 도출된 결과에 대한 실증분석을 시행하기로 한다. 우선 기업가치는 상대가치평가법의 하나인 주가-이익 배수(PER)를 사용하였다. 산업마다 그 특징이 다르기 때문에 산업 전체의 PER를 차감하여 산업조정된 PER를 이용하였다. 한편, 기업지배구조 수준은 기업지배구조개선지원센터에 의해 측정되고 있는 기업지배구조 점수(기업지배구조 점수<sup>5)</sup>)를 활용하였는데, 2004년과 2005년 조사된 설문조사를 바탕으로 하고 있다. 그리고 각각 2003년, 2004년의 기업지배구조 수준을 의미한다. 즉, 2004년에 조사된 설문은 2003년의 상황을, 2005년에 조사된 설문은 2004년의 기업지배구조 상황을 의미한다. 본 연구에서는 설문조사 결과 항목 중 이사회와 감사에 관한 점수를 추출하여 이를 순위로서 측정하였다.<sup>6)</sup>

순위로 측정한 이유는 매년 조사할 때마다 설문조사 대상기업이 달라지고 점수 구성도 조금씩 변화되었기 때문이다. 따라서 본 연구에서는 이사회와 감사기구 항목에 대한 점수 합계를 산출하여 이를 해당 년도의 순위를 측정하여 백분율로 그 의미를 부여하였다.

우선 기업가치와 기업지배구조와 관련한 실증분석 결과는 다음과 같다.

실증 분석 1 : 기업가치와 기업지배구조 수준

가설 : 기업지배구조수준이 높을수록 기업가치가 높다. (결과 III)

$$PER - \text{산업}PER = -5.9520 - 8.3307\beta + 4.4961d + 0.0489\dot{eps} + 7.13567I + \varepsilon$$

p-value                      (0.1252)   (0.0620)   (0.4667)   (0.8033)   (0.1772)                       $R^2 = 0.110$

총 표본수 : 485 (금융업종을 제외한 기업군을 선택하였다.)

사용된 표본수 : 395 (해당 연도의 PER가 정의되지 않은 기업과 PER/산업PER의 비율이 +/- 200% 범위 밖에 있는 기업을 제거하였다.)

사용된 자료는 2003년과 2004년 해당 기업의 PER를 산업PER로 조정된 값을 기업가치의 상대적 수준으로 간주하여 PER를 구성하는 주요 요인인 베타( $\beta$ ), 배당성향( $d$ ), EPS 기대 성장률( $\dot{eps}$ )와 함께 기업지배구조 순위( $J$ )에 대해 회귀분석을 실시하는 방법을 택하였다. 여기서 EPS 기대성장률은 과거 5년간 평균 EPS 성장률을 사용하였다.<sup>7)</sup>

기업지배구조 수준은 통계적으로 유의적이지는 않았지만 상대적으로 베타를 제외한 다른 변수에 비해 설명력이 높았으며 그 부호가 양인 것으로 판명되었다. 즉, 기업지배구조 수준이 높은 기업은 일반적으로 기업가치가 해당 산업군에서 높은 편으로 볼 수 있다.

다음으로 자본비용과 기업지배구조 수준에 대한 실증모형과 결과를 살펴보자. 본 연구에서는 자본비용을 두 가지 측면으로 나누어 실증분석을 수행하였다. 첫째는 채권스프레드(신용등급)이며, 둘째는 기업이 실제 해당년도에 지불한 이자와 배당을 통해 추정된 WACC이다. 다음은 각각의 경우에서 사용된 실증모형과 결과를 나타낸 것이다.

실증 분석 2-1 : 채권스프레드(신용등급)와 기업지배구조 수준

가설 : 기업지배구조수준이 높을수록 자본비용이 낮다. (결과 II)

$$k_D = -0.0947 + 0.0391r_f + 0.0236D - 0.0003\beta - 0.0192I + \varepsilon$$

p-value                      (0.0672)   (0.0022)   (0.0006)   (0.9247)   (0.0000)                       $R^2 = 0.470$

사용된 표본수 : 170

본 연구의 연구모형에서 사용된 자본비용은 부도가가능성을 포함한 스프레드로 표현되었다. 이런 측면에서 채권스프레드(신용등급)가 사용되었다. 우선 기업의 해당연도의 분기별 신용등급을 얻어 증권업협회에서 발표하는 회사채 등급별 수익률을 채권수익률( $k_D$ )로 사용하였다. 분기별로 얻은 신용등급에 해당 등급의 수익률을 분기별로 산출한 후 이를 평균하여 사용하였다. 이러한 채권수익률을 2003년과 2004년의 국제 3년 수익률( $r_f$ ), 부채비율( $D$ ), 기업의 베타( $\beta$ ), 기업지배구조 순위( $J$ )에 회귀한 것이다.

위의 결과는 상당히 유의적으로 기업지배구조 수준이 높을수록 채권스프레드가 낮다는 결과를 보여준다. 하지만 해당년도에 채권을 발행하지 않은 기업들이 많기 때문에 사용된 표본수가 많이 감소하였다. 이러한 표본감소는 생존 편향(survival bias)의 문제를 갖고 있다. 즉, 신용이 불량한 기업은 자본조달에 어려움을 겪기 때문에 해당기간 채권이 발행되지 않을 가능성이 높기 때문이다. 이러한 점을 보완하기 위해 본 연구에서는 다음과 같이 대체모형을 통해 검증하였다.

실증 분석 2-2: 자본비용과 기업지배구조 수준

가설: 기업지배구조수준이 높을수록 자본비용이 낮다.(결과 II)

$$k_{WP} = 0.0508 + 0.0355 r_f + 0.0459 D - 0.0077 \beta - 0.0176 I + \varepsilon$$

p-value (0.1540) (0.0234) (0.0000) (0.0712) (0.0004)  $R^2 = 0.338$

$$k_{WP} = (1-D)k_e + D\psi(1-t), \quad k_e = \frac{DPS}{P}, \quad \psi = \frac{\text{이자}}{\text{총차입금}}$$

사용된 표본수: 427

자기자본비용( $k_e$ )을 산출하기 위하여 주당배당액(DPS)를 기초와 기말 주가의 평균으로 나누었으며, 타인자본비용도 이자를 총차입금의 기초와 기말 금액의 평균으로 나눈 값을 사용하였다. 이러한 자본비용은 실제 기업이 지불한 비용이 된다. 위의 결과 역시 기업지배구조 수준이 높을수록 유의적으로 낮은 자본비용을 실제 지불하고 있는 것으로 나타났다. 다음으로 개선효과에 초점을 맞춘 실증분석을 살펴보자. 우선 결과IV에 대한 실증모형과 결과는 아래와 같다.

실증분석 3: 기업지배구조 개선과 기업가치 상승

가설: 기업지배구조 낮은 기업이 기업가치 상승효과가 더욱 크다.(결과 IV)

$$\Delta PER = -2.2040 - 7.2465 \beta + 11.8270 d - 0.8323 \bar{\epsilon}ps - 5.3361 \Delta I + 23.4511(\Delta I \times G) + \varepsilon$$

p-value (0.5075) (0.0772) (0.0213) (0.0000) (0.5701) (0.0763)  $R^2 = 0.270$

사용된 표본수: 433

종속변수로 사용된  $\Delta PER$ 는 산업조정된 PER의 변화분을 의미하며,  $\Delta I$ 는 기업지배구조 순위의 상승분,  $G$ 는 기업지배구조수준이 낮은 기업(이전년도 기업지배구조 순위가 하위 50%이하)이면 1, 아니면 0을 나타내는 더미변수로 처리하였다. 나머지 변수는 앞서 실증분석 1에서 사용한 것과 동일하다. 본 실증모형에서  $\Delta I \times G$ 의 계수가 유의적으로 0보다 크다면 기업지배구조 수준이 낮은 기업에서 기업지배구조 개선이 발생한 경우 기업가치의 상승분이 크게 나타남을 의미한다. 즉, <그림 4-2>와 같이 기업지배구조 수준이 낮은 상황에서 1단위의 개선 상승이 더 큰 기울기를 갖고 있는 것을 의미한다. 위의 결과를 살펴보면 기업지배구조 수준이 낮은 기업이 기업지배구조 개선이 발생하였을 때 10% 유의수준에서 유의적으로 PER가 상승한 것을 볼 수 있다. 그리고 위 실증모형에서 더미 변수를 제거하고 기업지배구조 개선으로 회귀한 경우 그 계수가 7.627(p-value 0.199)로 약하게 유의성을 갖는 것으로 판명되었다. 일반적으로 기업지배구조 개선이 발생할 경우 기업가치가 상승하지만 특히 기업지배구조 수준이 낮았던 기업에서 그 효과가 더 크게 나타남을 의미한다. 결과적으로 모형에 의한 결과 IV는 실증적으로 지지될 수 있다.

다음은 민감도 분석을 통해 나타난 결과에 대한 실증분석을 시행한다. 각 민감도 분석을 통해 나타난 결과에 대한 실증모형을 소개하면 다음과 같다.

실증분석 4: 기업변동성에 따른 기업지배구조 개선과 기업가치 상승

가설: 기업지배구조 수준이 낮은 기업에서 기업변동성이 큰 기업일수록 기업가치 상승효과가 더욱 크다.(결과 V)

실증모형:

그룹 1(변동성이 큰 기업군):

$$\Delta PER = \alpha_{10} + \alpha_{11}\beta + \alpha_{12}d + \alpha_{13}\bar{\epsilon}ps + \alpha_{14}\Delta I + \alpha_{15}(\Delta I \times G_1) + \varepsilon$$

그룹 2(변동성이 작은 기업군):

$$\Delta PER = \alpha_{20} + \alpha_{21}\beta + \alpha_{22}d + \alpha_{23}\bar{\epsilon}ps + \alpha_{24}\Delta I + \alpha_{25}(\Delta I \times G_1) + \varepsilon$$

$H_0: \alpha_{15} > \alpha_{25}$  ( $G_1$ : 기업지배구조수준이 낮은 기업이면 1, 아니면 0인 더미변수)

(: 기업지배구조수준이 낮은 기업이면 1, 아니면 0인 더미변수)

여기서 변동성 그룹은 해당기업의 1년 동안의 주가수익률 월별 변동성의 평균으로 측정하여 순위를 부여한 후 상위 50%를 변동성이 큰 기업군, 하위 50%를 변동성이 작은 기업군으로 분류하였다.

실증분석 5: 경영자보상에 따른 기업지배구조 개선과 기업가치 상승

가설: 경영자보상이 작은 기업일수록 기업지배구조가 높은 기업에서 상대적으로 기업가치 상승효과가 더욱 크다.(결과 VI)

실증모형 :

그룹 1(경영자 보상이 작은 기업군) :

$$\Delta PER = a_{10} + a_{11}\beta + a_{12}d + a_{13}\bar{eps} + a_{14}\Delta I + a_{15}(\Delta I \times G_2) + \varepsilon$$

그룹 2(경영자 보상이 큰 기업군) :

$$\Delta PER = a_{20} + a_{21}\beta + a_{22}d + a_{23}\bar{eps} + a_{24}\Delta I + a_{25}(\Delta I \times G_2) + \varepsilon$$

$H_0: a_{15} > a_{25}$  ( $G_2$  : 기업지배구조수준이 높은 기업이면 1, 아니면 0인 더미변수)

여기서 경영자 보상은 기업지배구조개선지원센터의 설문조사 항목 중 인센티브 보상이 있는 경우를 경영자 보상이 큰 기업군, 보상이 없는 경우를 경영자 보상이 작은 기업군으로 분류하였다. 이상의 실증모형을 바탕으로 한 결과는 다음과 같다.

<표 5-1> 실증모형 4,5에 대한 결과

구분 모형	변동성		경영자 보상			
	실증모형 4		실증모형 5		참고 모형	
그룹 구분	그룹 1	그룹 2	그룹 1	그룹 2	그룹 1	그룹 2
상수항 (p-value)	-1.3131 (0.8671)	-4.1467 (0.0131)	-2.9736 (0.3026)	-11.5312 (0.6462)	-1.9866 (0.4722)	-4.0377 (0.8718)
베타( $\beta$ ) (p-value)	-13.1198 (0.1197)	2.1489 (0.4091)	-2.8930 (0.4533)	-5.9943 (0.7807)	-3.3569 (0.3821)	-10.9522 (0.6131)
배당성향( $d$ ) (p-value)	22.1676 (0.0634)	5.8989 (0.0215)	10.8146 (0.0135)	14.3816 (0.6958)	10.5675 (0.0157)	16.9378 (0.6502)
성장률( $\bar{eps}$ ) (p-value)	-1.31552 (0.0002)	0.0128 (0.9215)	-0.7715 (0.0000)	-4.0819 (0.0466)	-0.76342 (0.0000)	-3.3229 (0.0980)
개선정도( $\Delta I$ ) (p-value)	-11.8928 (0.5024)	-3.0770 (0.5799)	<b>10.2333</b> <b>(0.1599)</b>	<b>114.7119</b> <b>(0.0341)</b>	<b>4.0537</b> <b>(0.4270)</b>	<b>60.6896</b> <b>(0.1394)</b>
더미( $\Delta I \times G_1$ ) (p-value)	<b>53.7043</b> <b>(0.0476)</b>	<b>3.7505</b> <b>(0.6063)</b>				
더미( $\Delta I \times G_2$ ) (p-value)			<b>-13.5768</b> <b>(0.2338)</b>	<b>-129.385</b> <b>(0.1223)</b>		
$R^2$	0.353	0.165	0.282	0.393	0.275	0.327
N	198	235	384	49	384	49

<표 5-1>에서 가설과 관련한 계수 추정치는 굵게 표시된 부분이다. 우선 실증모형 4에서 변동성이 큰 그룹이 1그룹, 변동성이 작은 그룹이 2그룹인데 기업지배구조 수준이 낮은 기업에서의 개선에 대한 계수 크기를 비교해보면, 유의적으로 1그룹의 경우가 큰 것을 알 수 있다. 이는 결과 V를 지지하는 것으로 판명할 수 있다. 한편, 경영자 보상과 관련한 실증모형 5는 결과 VI의 내용과 약간 상반된다. 결과 VI에서는 경영자 보상이 클수록 상대적으로 경영자의 횡령(혹은 펫프로젝트로의 전용)의 인센티브가 작아지기 때문에 그 개선효과가 크지 않게 나타날 것으로 기대하였지만, 실증결과는 경영자 보상이 높은 기업군에서 개선효과가 크게 나타났다. 하지만 기업지배구조 수준을 반영하여 높은 기업지배구조 수준의 기업군에서는 그 효과가 상대적으로 많이 감소하는 것은 결과 VI에서 나타나는 현상을 부분적으로 지지한다. 하지만 이러한 결론은 실증 상의 여러 가지 문제점으로 인해 기인될 가능성이 크다. 우선 경영자 보상이 높은 기업군을 정의하기 위해 설문조사 항목 중 성과연동형 인센티브 보상이 있거나 주식옵션을 부여한 기업군을 경영자보상이 높은 기업군으로 정의하였는데, 이러한 구분은 사실상 본 연구에서 사용된 모형의 정확한 대리변수로 보기 힘들다. 또한, 표본수가 49개 기업밖에 해당이 되지 않기 때문에 표본수가 작은 문제점도 존재한다.

## VI. 정책적 함의와 결론

본 연구는 기업지배구조 개선에 초점을 맞추어 기업지배구조 개선이 발생할 경우 어떠한 조건의 기업에서 더 큰 기업가치 상승을 이룰 수 있을지에 대한 분석을 시행하였다. 우선 이론적 모형을 통해 기업지배구조 수준에 따른 경영자의 투자 전략 행동을 도출한 후 경영자의 행동에 따른 기업가치와 자본비용을 도출하였다. 주요 결론은 다른 조건이 동일하다면, 기업지배구조 수준이 높은 기업이 기업가치가 높고, 자본비용이 낮다는 결론을 얻을 수 있었다. 그리고 이러한 결론은 실증적으로 검증하여 지지되었다. 기업지배구조 개선과 기업가치의 변화분에 초점을 맞추어 모형의 수치적 해를 통하여 그 특성을 관찰할 수 있었다. 우선 기업지배구조 수준이 낮은 기업에서 기업지배구조 개선이 기업가치의 증가에 미치는 영향이 더 큰 것으로 나타났으며, 이 또한 실증분석을 통해 확인할 수 있었다. 또한, 기업변동성이 큰 기업일수록 기업지배구조 수준이 낮은 기업에서 기업지배구조 개선효과가 더 크게 나타남을 보였으며, 실증분석으로 통해 이 또한 지지되었다. 하지만, 경영자보상의 크기에 따른 결론은 실증분석과 차이가 존재하였다. 이론적 모형을 통해서 경영자 보상이 낮은 기업일수록 기업지배구조의 개선효과가 큰 것으로 나타났고, 특히 기업지배구조 수준이 높은 기업에서 상대적으로 경

영자 보상이 낮은 기업이 높은 기업에 비해 개선효과가 큰 것으로 나타났다. 하지만 실증분석에서는 경영자 보상이 큰 기업에서 기업지배구조 개선효과가 큰 것으로 나타나 이론적 모형과 상반된 결론을 제시하였다. 하지만, 통계적 유의성과 표본수의 문제가 존재하기 때문에 추후 연구가 더 진행되어야 할 부분으로 보인다.

이러한 본 연구의 결론은 기업지배구조펀드에 응용할 수 있을 것으로 기대된다. 기업지배구조 펀드란 기업지배구조 수준이 낮은 기업에 투자하여 의사결정권을 행사함으로써 기업지배구조를 개선시킨 후 기업가치 상승에 따른 이익을 실현하는 것을 목적으로 이루어진 펀드이다. 기업지배구조 수준이 낮은 기업군에서 변동성이 큰 기업군을 선택한다면 높은 기업가치 상승효과를 얻을 수 있다는 본 연구에서 나타난 결론을 바탕으로 기업지배구조 펀드의 종목 선정에 도움이 될 수 있을 것으로 본 연구는 기대한다.

한편, 본 연구에서는 이사회와 감사 기관의 모니터링에 초점을 맞추어 있기 때문에 기업지배구조 개선의 의미가 제한적임에 그 한계점이 있다. 향후 이러한 점을 보완하는 모형과 실증분석이 이루어져 기업지배구조 펀드의 종목 선정에 기업 특성변수를 활용할 수 있는 이론적 토대와 실증적 결과가 더욱 필요하다고 하겠다.

---

1) 자세한 도출과정은 발표논문을 참조하기 바란다.

2)  $\frac{\partial w_p}{\partial g(s)} < 0$  이 성립한다. 자세한 증명은 발표논문을 참조하기 바란다

3) 선형함수로 가정하여도 결과에는 큰 차이가 없었다. 선형함수 대신에 로지스틱함수를 사용한 주된 이유는 학습효과 등의 효과를 포함하기 위해서이다.

4)  $\Omega = (\alpha, \mu, \sigma, k, \lambda, LGD) = (0.4, 0.2, 1.5, 0.5, 0.5, 10, 0.4)$  를 모수집합으로 정의하여 이를 벤치마크하였다.

5) 기업지배구조 점수는 주주의 권리보호, 이사회, 공시, 감가시구, 경영과실배분 등 총 5개 부문으로 분류 조사된다.

6) 본 연구에서 사용된 모형은 이사회와 감사의 모니터링 효율성에 관한 것이기 때문이다.

7) 기업지배구조 순위를 제외한 모든 자료는 FnGuide DB를 활용하였다.

---

#### 참고문헌

- 국찬표, 박영석, 이정진, “한국 기업집단의 투자결정과 자본비용”, 1997, 재무연구
- 박영석, 김남곤, “기업지배구조와 기업가치 : 투자효율성과 대리인 비용을 중심으로”, 2004.5., 2004년도 5개학회 춘계 공동학술발표회 발표논문
- 이원홍, 최수미, “자본비용과 내재가치비용의 변화로 측정된 기업지배구조 개선효과에 관한 연구”, 2004, 한국재무학회 2004년도 추계학술발표회 발표논문
- 박경서, 이은정, “기업지배구조와 추가수익률 및 시장의 효율성”, 2004.7. 기업지배구조개선지원센터.
- 장진호, 신현한, 이만용, “기업지배구조가 회사채 스프레드에 미치는 영향”, 2004.11., 기업지배구조 평가결과 활용방안 심포지엄.
- Baek, J.S., Junkoo Kang, and Kyung Suh Park, "Corporate governance and firm value: Evidence from the Korean financial crisis", 2004, Journal of Financial Economics 71-2, 265-313
- Black, B., H. Jang, and W. Kim, "Does corporate governance affect firms' market values? Evidence from Korea", 2003, Working Paper
- Bhojraj, S. and Partha. Sengupta, "Effect of corporate governance on bond ratings and yield: The role of institutional investors and outside directors", 2003, Journal of Business 76, 455-475
- Drobetz, W., Andreas Schillhofer, and Heinz Zimmermann, "Corporate governance and expected stock return: evidence from Germany", 2003, ECGI Working Paper
- Duffie, D., and Kenneth J. Singleton, "Modelling term structures of defaultable bonds", 1999, The Review of Financial Studies 12, 687-720
- Gomper, P.A., Joy L. Ishii, and Andrew Metrick, "Corporate governance and equity prices", 2003, Quarterly Journal of Economics 118, 107-155
- La Porta, R., F. Lopez-De-Silanes, Andrei Shleifer, and Robert W. Vishny, " Investor Protection and corporate Valuation", 2002, Journal of Finance 57
- Tirole, J., "Corporate governance", 2001, Econometrica 69, 1-35

## ▣ 적대적 M&A에 관한 해외 동향 : 일본의 최근 판례를 중심으로

정순섭 인천대학교 법과대학 조교수

- I. 개관
- II. 라이브도아
- III. 니레코
- IV. 결론

### I. 개관

일본은 전통적으로 적대적 M&A를 상상하기 어려운 나라로 알려져 왔다. 그러나, 최근 이러한 상황은 변화하고 있다. 지난 2003년 미국계 펀드인 SPJ는 동경증권거래소 2부 상장업체인 유시로화학과 소토에 대한 적대적 M&A를 시도한 바 있다. 금년 2월 인터넷포털업체인 라이브도어가 니폰방송에 대한 적대적 M&A를 추진한 것은 일본기업들로 하여금 적대적 M&A에 대한 방어전략을 본격적으로 검토하게 만든 중요한 사건으로 기록되어 있다.

일본에서 이와 같이 적대적 M&A가 활성화된 것은 다음과 같은 요인에 따른 것으로 보고 있다.<sup>1)</sup> 첫째, 시장 요인으로는 주식상호보유구조의 붕괴에 의한 안정주주의 감소, 주가의 내외격차나 업종간격차, 적대적 매수나 외자에 의한 매수에 대한 저항감의 감소, 주주주권적인 기업관의 대두, 기관투자자들의 투자방식 등 기업사회의 구조변화 등을 들 수 있다. 둘째, 법제도적 요인으로는 주식교환제도의 창설, 회사법현대화개정에 의한 합병 등 대가의 유연화 등 적대적 매수에 관한 환경 변화, 신주예약권 등을 활용한 포이즌필 등 방어방법의 선택범위 확대, 이사의 책임 강화 등을 들 수 있다.

이러한 법제도적·경제적 환경의 변화와 함께 2005년 들어 일본기업들은 적대적 M&A에 대한 방어수단을 강구하기 시작한 것으로 알려지고 있다. 2005년 3월 니레코는 일본기업 최초로 적대적 M&A에 대한 기업방어 목적으로 신주예약권을 발행하였다. 후술하는 바와 같이 동사의 신주예약권발행은 최종적으로 법원에서 발행중지가 처분결정을 받았다. 최근에는 법무성과 경제산업성을 중심으로 한 일본정부에서도 이러한 M&A 활성화 및 그 방어수단 도입에 관한 시장의 우려를 받아들여 관련법제도의 정비를 위한 노력을 기울이기 시작하였다. 이하 본고에서는 적대적 M&A와 관련하여 최근에 이루어진 두 가지 판결을 통하여 일본에서의 동향을 간략히 소개하고자 한다.

### II. 라이브도아<sup>2)</sup>

#### 1. 사안

채무자(“니폰방송주식회사”)의 발행주식총수의 약 12%를 보유하고 있던 후지TV는 2005.1.17. 채무자의 모든 발행주식을 취득하기 위하여 증권거래법에 규정된 공개매수를 개시할 것을 결정하고(매수가격 1주 5950엔, 당초의 매수주식수의 하한은 발행주식총수의 50%로 설정), 이를 공표하였다.<sup>3)</sup> 채권자(“주식회사 라이브도아”)는 채무자의 발행주식총수의 약 5% 주주였지만, 2월8일 동경증권거래소의 ToSTNeT-1을 이용한 거래로 자회사를 통하여 채무자의 발행주식총수의 약 30%를 매수하여 약 35%의 주주가 되었다.

<sup>4)</sup> 니폰방송의 이사회는 2월23일 발행가액을 1주당 336엔, 납입기일을 3월24일, 당초 행사가격을 5950엔, 행사청구기간을 3월25일 이후로 하는 내용의 신주예약권을 발행하여 후지TV에 배정하는 내용의 결의를 하였다. 동 결의의 전달 니폰방송 주식의 동경증권거래소에서의 종가는 6750엔이었다. 이 신주예약권이 전부 행사되면 종래의 발행주식총수의 1.44배에 달하는 수량의 보통주가 발행될 수 있다.

이 신주예약권발행의 발표를 듣고 라이브도아는 동경지법에 ① “특히 유리한 조건”에 의한 발행임에도 주주총회의 특별결의를 거치지 않은 법령위반이 있는 점(상법 제280조의21제1항),

<sup>5)</sup> ② “현저히 불공정한 방법”에 의한 발행임(상법 제280조의39제4항, 제280조의10)을 이유로 신주예약권발행금지의 가처분신청을 하였다. 후지TV의 공개매수는 3월7일에 종료되어 채무자주식의 37%를 보유하는 주주가 되었다. 라이브도아는 시장매수를 계속하여 3월7일 채무자 발행주식총수의 약 42%를 가진 주주가 되었다.

본건신청의 원심인 동경지법은 3월11일 “특히 유리한 조건에 의한 발행”은 인정하지 않았지만, “현저히 불공정한 발행”에 해당한다고 하여 5억엔의 담보제공을 조건으로 본건신주예약권발행금지를 인정하는 취지의 가처분결정을 하였다. 채무자의 이의신청에 대해서도 동경지법은 3월16일 위 가처분결정을 인가하는 취지의 결정을 하였다. 채무자는 이에 불복하여 항고하였다. 항고심인 동경고법은 3월23일 역시 본건신주발행을 “현저히 불공정한 방법”에 의한 발행임을 인정하여 항고를 기각하였다. 결국 니폰방송과 후지TV는 신주예약권 발행계획을 포기하였다. 라이브도아는 니폰방송 주식을 그의 평균취득가격으로 후지TV에 양도하였고, 후지TV는 라이브도아에 출자하여 12.5%의 주식을 취득하기로 각각 합의한 후 관련사업의 추진을 위한 3자간 공동위원회의 설립에 합의하였다.

## 2. 판결

### 가. 1심<sup>6)</sup>

2005.3.11 동경지법은 “이사가 현재 지배권을 다투는 특정주주의 지분비율을 저하시켜 현경영진의 지배권을 유지하는 것을 주요한 목적으로 신주 등을 발행하는 것은 회사의 집행기관에 불과한 이사가 회사지배권의 귀속을 스스로 결정하는 것이 되어 원칙적으로 허용되지 않고, 신주 등의 발행이 허용되는 것은 회사 나아가 주주 전체의 이익보호의 관점에서 이를 정당화하는 특단의 사정이 있는 경우에 한정”된다고 하고, 니폰방송에 의한 신주예약권의 발행은 “현경영진의 지배권을 유지하는 것을 주된 목적으로 하는 것으로서 불공정발행에 해당”한다고 하여 발행금지의 가처분결정을 하였다. 동지법결정에서는 사전적인 방어수단의 도입을 전적으로 부정하는 취지는 아니라고 하면서 “적대적 매수에 대비하여 회사로서 사전에 어떤 조치를 강구하는 것이 허용되는지, 그 내용, 기준, 사외이사의 관여, 주주총회의 승인 등 도입에 있어서의 수순에 관하여는 현재 유식자에 의하여 다양한 장에서 검토가 이루어지고 있고, 금후 논의가 진화하여 회사 나아가 주주전체의 이익의 보호의 관점에서 공정하고 명확한 물이 정하여 질 것이 기대”된다고 지적하고 있다. 이에 대하여 니폰방송은 동경고법에 항고하였다.

### 나. 2심<sup>7)</sup>

2005.3.23. 동경고법은 우선, 일반론으로 “회사의 경영지배권에 현재 다툼이 발생하고 있는 국면에서, 주식의 적대적 매수에 의하여 경영지배권을 다투는 특정 주주의 지주비율을 저하시켜 현경영자 또는 이를 지지하여 사실상의 영향력이 미치고 있는 특정 주주의 경영지배권을 유지·확보하는 것을 주요한 목적으로 하여 신주예약권의 발행이 이루어진 경우에는 원칙적으로 ... ‘현저히 불공정한 방법’에 의한 신주발행에 해당하는 것이라고 해석하는 것이 상당하다”고 하고, 다만, “주주 전체의 이익보호의 관점에서 당해 신주예약권발행을 정당화하는 특단의 사정이 있을 것, 구체적으로는 적대적 매수가 진지하게 합리적인 경영을 목적으로 하는 것이 아니고, 적대적 매수자에 의한 지배권획득이 회사에 회복하기 어려운 손해를 초래할 사정이 있음에 회사가 소명, 입증한 경우에는 회사의 경영지배권의 귀속에 영향을 미칠 수 있는 신주예약권의 발행을 금지할 수 없다”고 하였다.

그리고, 본건의 경우 “채권자가 채무자의 지배주주가 될 경우에 채무자에게 회복하기 어려운 손해가 생기는 것을 인정함에 충분한 자료가 없고, 또한 채권자가 진지하게 합리적 경영을 목적으로 하지 않는다”고 할 수도 없으므로, “채권자에 의한 주식의 적대적 매수에 대항하는 수단으로서 채용한 신주예약권의 다량발행조치는 채무자의 이사회에 주어진 권한을 남용한 것이므로 현저히 불공정한 신주예약권의 발행이라고 인정하지 않을 수 없다”라고 하여 동경지법의 결정을 지지하여 보전항고를 기각하였다.

동경고법은 문제를 다음 네 가지 관점에서 검토하고 있다.

첫째, 기관권한분배의 관점에서 “상법상 이사의 선임·해임은 주주총회의 전결사항이고(254조1항, 257조1항), 이사는 주주의 자본다수결로 선임되는 집행기관이라고 하지 않을 수 없으므로 피선임자인 이사가 선임자인 주주구성의 변경을 주요한 목적으로 하는 신주 등을 발행하는 것을 일반적으로 허용하는 것은 상법이 기관권한의 분배를 정한 법의에 명백히 반하는 것”이라고 판시하였다. 그러나 이러한 기관권한분배도 주주전체의 이익보호의 관점에서의 대항수단을 모두 부정하는 것은 아니라고 하여 “사전의 대항책으로서의 신주예약권발행이 결정된 때의 구체적 상황·신주예약권의 내용(주주배정인 지 여부, 소각조항이 있는지 여부), 발행절차(주주총회에 의한 승인결의가 있는지 여부) 등과 같은 개별사정에 따라서 적법성이 긍정될 여지도 있다”고 한다.

둘째, 주주전체의 이익보호라는 관점에서 “경영지배권의 유지·확보를 주요한 목적으로 하는 신주예약권발행이 허용되지 않는 것은 이사는 회사의 소유자인 주주의 신의에 기초를 두는 것이므로 주주전체의 이익의 보호라는 관점에서 신주예약권의 발행을 정당화하는 특단의 사정이 있는 경우에는 예외적으로 경영지배권의 유지·확보를 주요한 목적으로 하는 발행도 불공정발행에 해당하지 않는다고 해석해야 할 것”이라고 판시하였다.<sup>8)</sup>

그리고, 그러한 “특단의 사정”이 있는 경우로서 주식의 적대적 매수자가 “① 진정으로 회사의 경영에 참가할 의사가 없어도 불구하고, 다만 주가를 높여서 높은 가격으로 주식을 회사관계자에게 인수하게 할 목적으로 주식을 매수하는 경우(이른바 그린메일러인 경우), ② 회사경영을 일시적으로 지배하여 당해 회사의 사업경영상 필요한 지적재산권, 노하우, 기업비밀정보, 주요거래선이나 고객 등을 당해 매수자나 그 그룹회사 등에 양도하는 등 이른바 초도회경영을 목적으로 주식을 매수하는 경우, ③ 회사경영을 지배한 후 당해 회사의 자산을 당해 매수자나 그 그룹회사 등의 채무의 담보나 변제자금으로서 유용할 예정으로 주식을 매수하는 경우, ④ 회사경영을 일시적으로 지배하여 당해 회사의 사업에 당장 관계 없는 부동산, 유가증권 등 고액자산 등을 매각처분하게 하여 그 처분이익으로 일시적인 고배당을 하게 하든지 혹은 일시적인 고배당에 의한 주식의 고가매도를 할 목적으로 주식을 매수하고 있는 등 먹이로 하고자 하는 경우”의 4 가지를 예로 들고 있다. 이들 경우에는 남용목적으로 주식을 취득한 당해 적대적 매수자는 주주로서 보호할 가치가 없고, 당해 적대적 매수자를 방지하면 다른 주주에게 손해를 입힐 것이 명백하므로, 이사회는 대항수단으로서 필요성이나 상당성이 인정되는 한 경영지배권의 유지·확보를 목적으로 하는 신주예약권을 발행하는 것이 정당한 것으로서 허용된다는 것이다. 여기서 ③은 적대적 LBO를, 그리고 ④는 해체형 매수(bust-up acquisition)를 말한다.

여기서 또 한 가지 특기할 것은 “주주전체의 이익의 보호라는 관점에서”라고 해서 종업원이나 지역사회 기타 이해관계자의 이익을 기업방어수단의 정당성을 고려함에 있어서 판단할 것인지 여부에 관하여 소극적인 입장을 취한 점이다.

셋째, 이사의 선관의무·충실의무와의 관계에서 “일반론으로서도 이사 자신의 지위변동이 걸린 지배권쟁탈의 국면에서

과연 이사가 어디까지 공평한 판단을 할 수 있는지 의문”이라고 지적하고 있다.

넷째, 입증책임과의 관계에서 “적대적 매수자에 의한 지배권획득이 회사에 회복하기 어려운 손해를 초래할 사정이 있음을 회사가 소명, 입증한 경우”라고 하여 방어수단의 정당성에 대한 입증책임이 대상기업에게 있음을 명백히 하였다.

### 3. 평가

라이브도아결정의 기업방어수단에 대한 판단구조는 첫째, 문제되는 신주예약권의 발행이 “회사의 경영지배권에 현재 다툼이 발생하고 있는 국면에서의 발행인지 여부”가 검토되고, 결론이 긍정적일 경우에는<sup>9)</sup> 둘째, “현경영자 또는 이를 지지하여 사실상의 영향력을 미치고 있는 특정 주주의 경영지배권을 유지·확보하는 것을 주요한 목적으로” 발행된 것인지 여부를 검토하고, 역시 결론이 긍정적일 경우에는 셋째, 원칙적으로 불공정발행에 해당하게 되지만, 넷째, 예외적으로 “주주 전체의 이익보호의 관점에서 당해 신주예약권발행을 정당화하는 특단의 사정이 있는 경우”에는 “경영지배권의 유지·확보를 주요한 목적으로 하는 발행도 불공정발행에 해당하지 않는다”는 것이다.

## III. 니레코

### 1. 사안

채무자(“주식회사 니레코”)의 주주인 채권자(“The SFP Value Realization Master Fund Ltd.”)가 2005년3월14일 이사회결의에 의하여 채무자가 현재 진행 중인 신주예약권발행에 관하여 ①상법이 정하는 기관권한의 분배질서위반, 이사의 선관의무·충실의무위반 등의 법령위반에 해당하는 것인 점,<sup>10)</sup> ②현저히 불공정한 방법에 의한 것인 점을 이유로 금지를 청구한 사건이다.

채무자는 철강업을 위한 유압식제어장치의 제조를 본업으로 하다가 철강업의 쇠퇴에 따라 자동제어기기 등의 제조로 그 사업내용을 변경하였다. 채무자는 특정한 분야의 제품제조상의 제어에 독자적인 고도의 기술을 보유하고 있어 외국펀드 등이 투자대상으로 선호하는 하이테크기업의 하나이다. 채무자는 예전의 철강업을 위한 유압식제어장치의 제조를 본업으로 할 때는 철강회사나 은행 등의 안정주주가 존재하였지만, 그 후 채무자의 사업내용이 변경됨에 따라 예전의 안정주주들로부터 상호주식보유의 해소신청을 받는 등 안정주주의 감소가 우려되었다. 거래관계에 있는 기업과 채권자를 포함하여 새로이 채무자의 주식을 취득한 기업들의 지주비율이 15%를 초과하여 적대적 매수의 가능성을 우려하게 되었다.<sup>11)</sup>

이에 채무자는 주식회사의 경영지배권에 현재 분쟁이 발생하고 있지 않은 국면에서 장래 적대적 매수에 의하여 경영지배권을 다룰 주주가 발생할 것을 상정하여 이러한 사태가 발생할 경우에 신주예약권의 행사를 가능하게 함으로써 당해 주주의 지주비율을 저하시키는 것을 목적으로 신주예약권의 발행을 시도하였다. 신주예약권의 내용은 2005년3월31일 현재 의 주주명부상의 주주에 대하여 1주당 2개의 신주예약권을 무상으로 부여하고, 그 후 채무자가 발행한 의결권 있는 주식총수의 20% 이상에 상당하는 수의 주식을 보유하는 자가 생길 경우에 이사회가 기업가치의 최대화를 위해 필요하다고 인정하지 않는 때에는 신주예약권을 소각하지 않는다는 취지의 결의를 하고, 본건 신주예약권이 행사되어 신주예약권 1개에 관하여 1엔을 납입함으로써 채무자의 의결권 있는 주식 1주를 발행하는 것으로서 전형적인 포이즌필이다.

### 2. 판결

#### 가. 1심<sup>12)</sup>

2005년6월1일 동지법원은 ①의 점에 관하여 본건 신주예약권발행은 법령에 위반하지 않는다고 했지만, ②의 점에 관하여는 첫째, 본건 신주예약권발행은 주주총회의 의사를 반영할 구조로서 흠결이 없다고 할 수 없는 점, 둘째, 본건 신주예약권의 행사조건의 성취에 관한 판단기준은 명확성을 결한 부분이 포함되어, 이사회가 특별위원회의 권고에 따르지 않을 여지가 있어 이사회에 의한 자의적인 판단의 방식이 담보될 구조로 되어 있다고는 할 수 없는 점, 셋째, 본건신주예약권발행으로 배정기준일 이후 채무자주식을 취득한 주주는 지주비율이 약1/3까지 희석화될 리스크를 부담하지만, 이러한 사태의 발생 여부는 현시점에는 예측곤란하고 합리적인 투자자는 중대한 리스크를 내포한 채무자주식에 대한 투자에 신중하게 될 것이므로 기존주주는 채무자주식의 투자대상으로서의 매력의 감소에 의한 가치의 저하라는 불측의 손해를 입게 되는 점 등의 이유에서 적대적 매수에 대한 사전대항수단으로서의 본건 신주예약권의 발행은 이사회에 의한 사전대항수단으로서의 상당성을 결여하였기 때문에 “현저히 불공정한 방법”에 의한 신주예약권발행으로서 금지청구가 인정된다고 하여 가처분결정을 하였다.

신주예약권이 사전대항수단으로서의 허용되기 위하여 갖추어야 할 요건에 관하여 첫째, 신주예약권이 주주총회의 판단에 의하여 소각할 수 있는 등 사전대항수단으로서의 신주예약권의 발행에 주주총회의 의사를 반영할 구조가 있을 것, 둘째, 신주예약권의 행사조건의 성취가 이사회에 의한 긴급피난적조치가 허용될 경우 즉, 적대적 매수자가 진지하게 합리적인 경영을 목적으로 하는 것이 아니라 적대적 매수자에 의한 지배권취득이 회사에 회복할 수 없는 손해를 초래할 사정

이 있는 경우에 한정됨과 함께, 조건성취의 공정성이 확보되는(객관적인 소각조건의 설정이나 독립성이 높은 사외자가 소각판단을 하는 등)등 조건성취에 관한 이사회 의사적 판단을 방지할 수 있는 구조가 있을 것, 셋째, 신주예약권의 발행이 무관한 주주에게 불측의 손해를 주지 않아야 할 것 등을 기준으로 대항수단의 상당성을 판단해야 한다고 보았다. 이러한 사정을 회사가 소명·입증하면 장래에 있어서 적대적 매수자의 지주비율을 저하시키는 것을 주된 목적으로 하는 신주예약권도 발행을 금지할 수 없다는 것이다.<sup>13)</sup> 원심이 처분결정에 대한 이의결정도 거의 동일한 취지로 판단하고 있다.

#### 나. 2심<sup>14)</sup>

2005년 6월 15일 동경고법은 본건 신주예약권의 발행을 “포이즌필”이라고 부르면서 매수자를 그 매수 실시 전에 일시 정지시켜 이사회와 매수조건 등에 관하여 진지하게 교섭할 동기를 부여하고, 매수자에 교섭 기회 확보 조치를 강구하게 하는 예방적 기능을 가진 점을 인정하면서도,<sup>15)</sup> 기존주주에게 수인의 한도를 넘는 손해를 발생시킬 우려가 있기 때문에 현저히 불공정한 발행에 해당한다고 판시하였다.<sup>16)</sup> 그리고, 채무자는 본건 신주예약권에 관하여 그 행사단계인 신주발행의 금지의 가부라는 형태로 사법심사에 따르면 되고, 본건 신주예약권의 발행 자체를 금지할 필요성은 없다는 주장에 대하여 본건 신주예약권의 발행 자체가 불측의 손해가 생기는 것이라고 하여 부인하였다.<sup>17)</sup>

### 3. 평가

니레코사건은 신주예약권을 이용한 평시의 포이즌필 도입의 당부를 판단한 최초의 사례이다. 동 판결에서는 첫째, 신주예약권이 주주총회의 판단에 의하여 소각할 수 있는 등 사전대항수단으로서의 신주예약권의 발행에 주주총회의 의사를 반영할 구조가 있을 것, 둘째, 신주예약권의 행사조건의 성취가 이사회에 의한 긴급피난조치가 허용될 경우로서 조건성취에 관한 이사회 의사적 판단을 방지할 수 있는 구조가 있을 것, 셋째, 신주예약권의 발행이 무관한 주주에게 불측의 손해를 주지 않아야 할 것 등을 대항수단의 상당성 판단기준으로 제시하였다.

## IV. 결론

일본에서의 적대적 매수 방어수단에 대한 판단구조는 여전히 정립되어 가는 과정에 있다고 할 수 있지만, 이상 소개한 판결을 통해 좀 더 분명하게 제시되고 있다. 기업방어는 이사회에서 판단하되, 주주총회의 판단에 의하여 소각할 수 있는 등 사전대항수단으로서의 신주예약권의 발행에 주주총회의 의사를 반영할 구조가 있어야 한다는 것이다. 그리고 신주예약권의 행사 및 소각 조건의 객관화를 요구하여 이사회 의사적 권한남용에 대한 통제를 시도하고 있다. 그리고 전부매수의무는 부과하지 않고 있다. 결국 영국과 미국의 사례와 비교하면, 사전적 규제인 영국 보다는 사후적 심사를 강조하는 미국에 가까운 입장이지만, 주주총회의 판여를 보장하도록 함으로써 이사회에 대한 보다 강한 통제를 시도하고 있는 시스템이라고 할 수 있다. 보다 정확한 판단을 위해서는 일련의 상법 개정과 최근의 판결들을 통하여 정립되기 시작한 적대적 M&A 규제의 실무를 지켜보아야 할 것으로 본다.

이상 소개한 2개의 사례, 특히 라이브도아 사례는 전통적인 일본에서는 상상하기 어려운 전술과 속도를 보여준 점에서 새로운 발전이라고 볼 수 있다. 특히 소송절차를 일정한 경영 목적을 달성하기 위하여 전술적으로 활용하는 것은 일본의 전통에서는 찾기 어려운 관행이라고 할 것이다. 이러한 사태발전을 맞이하여 현재의 일본이 “계약자유에 의 존, 활발한 자본시장, 사후적 사법심사, 인센티브체제를 통한 사적 집행 등”으로 상징되는 미국식 구조를 도입할 수 있는지에 대한 성찰을 요구하는 목소리도 있다. 우리나라에서의 관련 논의에 있어서도 충분히 고려되어야 할 관점이라고 생각된다.

---

1) 일본에서의 적대적 M&A와 관련한 환경변화에 대해서는, 企業價值研究會, 『企業價值報告書-公正な企業社會のルール形成に向けた提案』(2005.5.27), 14-18; 武井一浩, 「企業買収防衛戦略の必要性と正當性-近時の狀況と日本企業の特長性を踏まえて」, 武井一浩·太田洋·中山龍太郎(編著), 『企業買収防衛戦略』(商事法務, 2004), 8-10; Curtis J. Milhaupt, 'In the Shadow of Delaware? The Rise of Hostile Takeovers in Japan'(2005) 105 Columbia Law Review 2171, 2184-2189 참조.

2) 라이브도아 사건의 전체적인 진행과정에 대해서는 清水眞, 『新しい敵對的買収防衛-ライブドアVSニッポン放送・フジテレビ』(2005), 5-95가 상세하다. 국내에서의 소개로는 최문희, '신주(예약권)의 제3자배정에 의한 경영권 방어의 적법성-일본방송사건에 비추어 본 일본판례의 분석을 중심으로'(2005) 『BFL』 제12호, 19-39 참조.

3) 니폰방송은 일본 최대의 방송그룹인 후지산케이방송그룹의 분사격인 후지TV의 사실상 자회사였다. 그러나, 후지TV가 니폰방송 주식의 12.4%를 소유하고 있었음에 비하여, 니폰방송은 후지TV 주식의 22.5%를 소유하고 있었다. 이러한 독특한 주식보유구조는 약 10여년전에 진행된 후지산케이그룹 내부의 문제에 기인하는 것으로 설명되고 있다. 후지TV의 니폰방송에 대한 공개매수는 이러한 비정상적인 주식보유구조 해소를 일부 그 목적으로 하고 있었다고 한다. Kenichi Osugi, 'Livedoor vs. NBS Case: Recent Judicial decisions on a Hostile Takeover Battle in Japan and Their Implications'(Paper presented at the 4th Asian Corporate Governance Conference, Seoul, May 20, 2005), 1 n1; Curtis J. Milhaupt, 'In the Shadow of Delaware? The Rise of Hostile Takeovers in Japan'(2005) 105 Columbia Law Review 2171, 2179-2180. 라이브도아는 인터넷과 기존 미디어의 융합을 기치로 후지산케이그룹 각사와의 제휴를 목적으로 하고 있었고, 특히 후지TV가 주요목표였다고 한다.

- 4) ToSTNeT-1은 동경증권거래소에서 운영하는 시간외 거래시스템으로서 일본증권거래법 제27조의1 소정의 1/3률의 적용 여부가 문제되었다. 동 규정이 적용된다면 라이브도아의 주식취득은 규정위반이 된다. 그러나, 결론은 불확실하여 결국 문제가 발생하고 나서 2005.6.22 증권거래법을 개정하여 동 시스템에 대해서도 1/3률의 적용을 받게 하였다.
- 5) 유리발행의 문제는 원심에 의하여 부인되었고, 채권자가 항고에서 주장을 철회하였다. 본고에서 따로 검토하지 않는다.
- 6) 東京地裁決定, (ヨ)第20021?, 2005.3.16, 「ライブドア/ニッポン放送新株豫約權發行差止事件」, 判例タイムズ No. 1173(2005.5.1), 143~153(원심가처분결정); 東京地裁決定, (モ)第3074?, 2005.3.11, 「ライブドア/ニッポン放送新株豫約權發行差止事件」, 判例タイムズ No. 1173(2005.5.1), 140~143(원심가처분이의결정).
- 7) 東京高裁決定, (ラ)第429?, 2005.3.23, 「ライブドア/ニッポン放送新株豫約權發行差止事件」, 判例タイムズ No. 1173(2005.5.1), 125~139(가처분보전항고결정).
- 8) 위의 판결, 133.
- 9) 일본의 전통적인 “유사.평시준별론”이 반영된 것이다.
- 10) 발행절차의 문제는 원심에 의하여 부인되었고, 채권자가 항고에서 주장을 철회하였다. 본고에서 따로 검토하지 않는다.
- 11) 채무자의 PBR은 2003년9월 0.31, 2004년3월 0.40, 항공심 재판일 현재 0.7 정도로 낮은 편이었으며, 회사사계보(2004년제2집)에 의하면 공개매수에 의하여 매수되기 쉬운 회사 71위에 올라 있었다. 52. 「ニレコ新株豫約權發行差止異議申立事件地裁決定保全抗告事件高裁決定」, (2005) No.1735 『商事法務』 44, 52(가처분보전항고결정)
- 12) 東京地裁決定, (ヨ)第20050?, 2005.6.1, 「ニレコ新株豫約權發行差止申立事件地裁決定」, (2005) No.1734 『商事法務』 37, 37~47(원심가처분결정); 東京地裁決定, (モ)第6329?, 2005.6.9, 「ニレコ新株豫約權發行差止異議申立事件地裁決定保全抗告事件高裁決定」, (2005) No.1735 『商事法務』 44, 44~48(원심가처분이의결정).
- 13) 「ニレコ新株豫約權發行差止申立事件地裁決定」, (2005) No.1734 『商事法務』 37, 43(원심가처분결정).
- 14) 東京高裁決定, (ラ)第942?, 2005.6.15, 「ニレコ新株豫約權發行差止異議申立事件地裁決定保全抗告事件高裁決定」, (2005) No.1735 『商事法務』 44, 48~58(가처분보전항고결정).
- 15) 위의 판결, 56.
- 16) 위의 판결, 56~57.
- 17) 위의 판결, 57.

## ▣ 일본의 기업지배구조와 사례 : 토요타자동차의 기업지배구조

이번 호의 기업사례연구로 아시아의 대표적 경제선진국인 일본의 기업지배구조와 일본 기업으로 세계적 자동차회사인 토요타자동차의 지배구조에 대해서 살펴보고자 한다.

김진성 한국기업지배구조개선지원센터 연구원

- I. 머리말
- II. 아시아의 기업지배구조 현황
- III. 일본의 기업지배구조
- IV. 일본의 기업사례 연구 : 토요타자동차
- V. 맺음말

### I. 머리말

최근에 우리나라 기업과 정부가 기업지배구조에 대한 개선을 추진하는 과정에서 ‘이상적인 기업지배구조’에 대한 환상을 버려야 한다는 주장이 학계와 재계 일부로부터 종종 제기되고 있다. 세계적으로 모든 국가에서 통용될 수 있는 단일 모델의 기업지배구조란 있을 수 없을 것이며 국가별 차이가 엄연히 존재하는 현실에서 이는 충분히 일리가 있는 주장이다. 마찬가지로 우리나라와 일본의 경우도 경제, 경제, 법 등 제도적인 면에서 유사성이 있으나 문화, 사회, 역사 등의 발전과정에서 생겨난 차이로 인해 같은 기준으로 두 국가를 비교하는 것은 현명하지 못한 일이 될 것이다. 그럼에도 불구하고 OECD가 만들어 낸 기업지배구조원칙이 보여주듯이 최대한 많은 국가들이 공감할 수 있는 ‘바람직한’ 기업지배구조에 대한 개선과 정립 노력을 게을리 할 수는 없다. 이런 맥락에서 이웃국가이자 아시아의 대표적인 경제 선진국인 일본의 기업지배구조를 살펴보는 것은 의미 있는 일이 될 것이다. 아래에서는 일본을 보기에 앞서 먼저 아시아의 기업지배구조 현황에 대해서 살펴보고 일본의 기업지배구조를 최근의 발전상황과 주제별 내용을 중심으로 얘기해 보고자 한다. 기업사례로는 세계 최고의 자동차회사로 도약하고 있는 일본의 대표적 기업인 토요타자동차의 기업지배구조를 살펴볼 것이다.

### II. 아시아의 기업지배구조 현황

아시아의 1997년 금융위기 이전에 아시아의 기업들이 특별히 잘못 운영되고 있다는 명백한 증거가 없었음에도, 그 금융위기의 여파로 기업지배구조는 아시아에서 하나의 큰 화제가 되었다. 그러나 개발도상국에서는 그 초점이 대리인 문제에 맞추어져 있는 것과는 달리, 아시아에서 기업지배구조는 보다 광범한 영역을 포괄한다. 즉 이 광범한 영역이란 주주(특히 비지배주주), 경영진, 직원, 채권자 등과 같은 기업 내에 다양한 이해관계자들 사이의 관계를 다루는 규칙과 구조의 설정을 일컬으며, 점차적으로 지속가능한 개발, 일반 대중에게까지 그 범위가 확대되고 있다. 지배주주와 다른 이해관계자 사이에 일어나는 대리인문제는 이러한 관계의 역학으로 이해할 수 있다.

보다 두드러진 것은 아시아에서 기업지배구조는 공공의 지배구조의 중요성, 특히 좋은 기업지배구조가 요구되며 직무상 책임이 있는 기관들의 발전에 보다 집중할 필요가 있다. 개발도상국들에서 최근의 위기들은 기업, 투자자, 기관 등이 어느 곳에서도 자신들의 명성에만 의존할 수는 없다는 것을 보여주었으며, 좋은 기업지배구조를 만드는 데 중심이 되는 회계나 감사를 전문으로 하는 기관들의 질을 높게 유지하도록 모두가 최대한의 노력을 기울여야 한다.

국경을 넘어서 무역이 끊임없이 행해지는 세계경제에서, 일반적으로 이해되고 객관적으로 증명할 수 있는 기준의 필요성이 증가하고 있으며 특히 이는 각국의 금융가들과 투자자들이 전에 비해 그 어느 때 보다도 기업지배구조에 관해 잘 인식하고 있는 환경에서는 더욱 그러하다. 따라서 아시아의 많은 국가들이 1997년 금융위기 이후로 기업지배구조를 개선하기 위하여 법적인 틀을 개혁해 온 것은 놀랄만한 일이 아니다. 아시아에서 기업지배구조 개혁을 추진하는 다른 요인들은 은행으로 하여금 신용의 질에 보다 주의를 기울이게 하는 은행분야의 개혁과 상장회사들의 좋은 기업지배구조를 확보하도록 각국의 증권거래소에 보다 압력을 가하는 것 등이다.

이러한 개혁의 동기는 주로 국제기구들 특히 OECD(Organisation for Economic Cooperation and Development)로부터 시작되었다. 금융위기 이후 아시아의 많은 국가들은 명시적으로 혹은 함축적으로 OECD의 기업지배구조원칙을 따랐다. 이는 국가들이 기업지배구조에 관한 공통의 원칙과 심지어 규정에 관해서도 수렴하고 있다는 것을 의미한다. 더 나아가 최근에 도입되고 있는 다양한 법규와 행동규준들이 소액주주에 대해 보다 강한 보호를 제공하고, 기업 내 관련자 거래를 다루며, 지배주주의 투명성과 책임성을 강조하는 것도 눈여겨보아야 한다. 그러나 기업의 실질적인 실천이나 각국 규제기관에 의한 법의 집행은 동일하지 않으며 일관적이지도 않다. 이러한 차이는 개혁을 능가하여 아시아의 많은 국가들에서 은행업무는 여전히 현금흐름과 경영실적에 근거한 객관적인 신용평가에 기반을 두는 것이 아니라 관계에 기반을 두고 이루어

어진다. 게다가 아시아는 일반적으로 기업통제에 제한적이거나 비활동적인 시장이기 때문에 채권자들이 기업에 파산을 선언하거나 구조조정을 하게 하는 것이 어렵다. 따라서 지배주주는 그 법이 요구하는 것이 무엇이든 간에 기업지배구조를 개선할 만한 동기가 거의 없는 것이다. 비효율적인 법원이 어느 한 분야의 법을 갑작스럽게 보다 효율적으로 다룰 수 없는 것처럼, 효과적인 규제기관을 가져보지 못한 국가는 하루아침에 효과적인 규제능력을 습득할 수는 없다. 마찬가지로 국가기관의 지속적인 능률성 혹은 공정성을 경험해 보지 못한 기업들과 사업가들은 국가에 의해 부여된 법률적인 보호에 자신감을 갖지 않는 한, 새로운 규제의 총체적인 이용에 의지하지는 않을 것이다. 그러므로 기업지배구조 개혁이 성공적으로 이행되고 강제되기 위해서는 기업, 주주, 채권자, 다른 이해관계자들이 포함되는 보다 큰 제도적인 문맥에서 개혁을 고려하여야 한다.

지역별 관행의 차이에도 불구하고 고무적인 것은 좋은 기업지배구조를 확보하는 것이 필요하다는 인식이 지역을 떠나 일반적으로 형성되어 있다. 이것은 정책입안자와 관리들 간의 만남이 증가했으며 서로에게 배우려는 의지가 강해지고 있다는 사실을 통해서도 알 수 있다.

### III. 일본의 기업지배구조

#### 1. 최근의 개혁 상황

일본의 상법은 지난 50여년 동안 20여 차례를 넘게 개정되었으나, 지난 2002년 5월의 개정은 기업지배구조를 개선하고 자본구조의 융통성을 증진시키기 위한 장기적인 노력의 일환으로서 지금까지의 개혁 중 가장 눈에 띄는 것이다. 2003년 4월부터 효력을 발휘한 기업지배구조와 관련된 개혁사항은 일정한 규모의 일본 주식회사들로 하여금 새로운 이중기업경영 구조(미국과 비슷하게 CEO와 보다 많은 사외이사를 갖추게 된다)를 채택하거나 혹은 법정 감사인에 의한 감시활동을 하게 하는 현재의 지배구조제도를 유지하는 것 중 하나를 선택할 수 있게 한다. 특히 후자는 그동안의 개정을 통해 강화되어 왔는데 지금의 제도를 유지하고자 하는 기업들은 2005년 5월까지 적어도 3명의 법정 감사인과 적어도 50%의 사외이사를 확보하여야만 했다.

실패한 법정 감사인제도를 한번에 없애기 보다 이렇듯 법정 감사인제도와 미국식 이사회 중 하나를 선택할 수 있게 한 결정은 일련의 개혁과정에서 중요한 역할을 수행하는 일본 법무성이 법정 감사인제도의 폐지를 주저했기 때문이다. 이러한 법무성의 결정은 일본 경제에서 또 하나의 영향력 있는 기관인 일본경제단체연합(the Japan Federation of Economic Organizations)의 압력에 의해 더욱 강화되었다. 일본경제단체연합은 이사회의 이사들이 기업을 적절히 관리·통제하기 위하여 필요한 기업업무의 파악이 부족하다는 이유로 사외이사의 증원을 반대해 왔다.

그 밖에 기업지배구조에 영향을 미친 최근의 개정으로는 주식에 부여된 권리와 자격을 강화한 2001년과 2002년의 주권의 다양화에 관한 개정이 있었다. 특히 이러한 개정 중의 몇몇은 소액주주가 거부권을 행사할 수 있는 제한된 의결권을 가진 주식을 기업들이 발행할 수 있게 하였다.

#### 2. 주제별 내용

##### 가. 주주의 권리

주주와 대립되는 개념으로서의 이해관계자에 대한 일본식 자본주의의 강조는 과거에 주주의 권리에 관한 이슈가 일본 내에서 주목을 받지 못했으며, 몇몇 외국 비평가들에 의해서만 언급되었다는 것을 의미한다. 그러나 최근에 일본의 비평가들도 이에 관심을 가짐에 따라 주주가치의 극대화화 및 직원의 복지를 대비하는 것은 기업지배구조 논쟁에서 핵심이 되었다. 이 논의는 계속되고 있지만 상호출자가 줄어들고 세계 경제에서 경쟁하기 위해 노력하는 일본의 기업들이 점차적으로 외국자본에 의존하게 됨에 따라 주주가치 이슈가 서서히 주목을 받게 되었다.

##### - 주주총회소집권

의결권의 1% 이상을 소유한 주주는 의안의 제안을 할 수 있으며, 의결권의 3% 이상을 소유한 주주는 주주총회소집을 요구할 수 있다(그 소유가 6개월 이상 지속적이어야 한다).

##### - 의결정족수와 요건

상법 또는 정관에 의한 경우를 제외하고는 결의는 총회에서 총 의결권의 과반수 이상이 출석해야 하며 다수결에 의해 채택된다. 비록 정관 등에 따라 그 요건이 변경 가능하지만 몇몇 결의는 총 의결권의 과반수 이상이 출석하여 3분의 2 이상의 찬성을 얻어야만 한다. 특별한 결의 요건을 요하는 예는 아래와 같다.

- 자사주의 습득과 처분
- 주식의 합병
- 전체 사업 또는 사업 중 중요 부분의 매각과 습득
- 이사 또는 법정 감사인의 해임
- 우호주식 또는 주식인수권 발행

#### - 주주총회에의 참가

모든 일본인 주주들은 주주총회에서 이사들과 감사인들에게 질문할 권리가 있다. 이것은 일명 'sokaiya<sup>1)</sup>'라고 불리는 문제를 야기하였는데, 이는 주주총회에서 곤란한 질문이 나오는 것을 저지하고 그러한 질의를 하고자 하는 사람들에게 위압감을 주기 위하여 회사로부터 부당한 돈을 취득하여 동원된 조직폭력배들을 일컫는다. 그러나 실질적으로도 일본에서는 주주총회를 다른 주주총회와 같은 날 같은 시간에 개최함으로써 주주들이 주주총회에 참여하는 것을 어렵게 하고 있으며, 이와 같은 관행은 경영진이 이미 내려놓은 결정에 주주들은 도장만 찍는다는 비판이 있어 왔다.

#### - 기업의 기록을 검사할 권리

모든 주주들은 이사회와 감사회의의 의사록(주주의 권리를 행사할 필요가 있을 시 법원의 허가를 얻어) 뿐만 아니라 기업의 손실보고서, 대차 대조표, 각종 문서 등을 검사할 권리가 있다. 나아가 주주명부는 기업의 본사(또는 주식의 명의 개서(改書) 대리인의 사무소제지)에 보관하며, 주주들의 요청이 있을 시 공개되어야 한다.

#### - 소송의 개시

고정된 비용으로, 모든 주주들은 그 소유주식의 크기와 상관없이 회사를 대신하여(6개월 이상 계속적으로 그 주식을 소유했다는 전제하에) 이사의 책임을 묻거나 주주의 결의를 취소하거나 주식의 발행을 무효화하기 위하여 소송을 개시할 수 있다.

#### - 기업의 해산에 대한 권리

의결권의 10% 이상을 소유한 주주는 법원에 기업이 심각한 재정적인 어려움에 빠진 경우 그 기업의 해산을 요청할 수 있다.

#### - 주식의 공시

5%를 초과하는 주식(관련 당사자의 주식을 포함하여)을 소유하게 되는 주주는 증권거래법에 따라 5일 이내에 재무성에 보고하여야 하며, 그 이후의 변동에 관해서도 그러하다. 동일체로 의결권을 행사하기로 합의한 다수의 주주들은 이러한 공시요건상에서 하나의 주식소유자로 분류된다.

### 나. 기관투자자

기관투자자들은 오랫동안 일본에서 상장회사의 주요 주주로서 역할을 해 왔다. 전통적으로 기관투자자들은 기업지배구조 개혁이나 주주로서의 그 권리 주장을 억제해 왔으나 이제 서서히 기지개를 펴고 있다.

주주들의 증가하는 활동은 기관투자자를 위한 가이드라인에 반영되기도 하고 또 이 가이드라인을 통해 유발되기도 한다. 그러한 가이드라인으로는 일본 기업연금기금협회의 의결권행사를 위한 행동가이드라인이 그 한 예이며 1998년에 연금기금 기업지배구조조사위원회의 보고서로서 출간되었다. 이러한 가이드라인은 기관들로 하여금 주주로서의 권리를 주주치극대화를 위해 행사하도록 적극적으로 기업지배구조 개선을 촉구한다.

### 다. 경영구조와 이사의 역할

일본에서 이용되는 경영구조와 이사회구조는 상법이 최근에 '대기업(주식자산이 5억엔 이상이거나 부채가 200억엔 이상인 기업)' 또는 '후정 대기업(주식자산이 1억엔 이상인 기업으로 정관에서 임원들과 세 개의 위원회' 구조를 채택한다고 명시한 기업)'이 이용할 수 있는 새로운 기업구조를 도입하여 개정하는 등 유동적이다. 이 새로운 구조는 개정 상법이 채택력을 발휘하기 전에 상장기업들에게 인기를 얻었다.

#### - 새로운 경영구조

기업이 새로운 이중경영구조를 갖추고자 하는 경우에는 그 기업의 이사회를 감독기관으로 변모시킬 것이며, 정책과 사업 목적을 정하고 이러한 정책과 목적을 수행하는 법정 임원(statutory officer)을 지명하게 될 것이다. 이전의 일본 기업경영구조의 특징인 대표 이사(representative director)와 법정 감사인의 지위는 새로운 경영구조를 채택하는 기업에서는 사라질 것이다. 이사회에서는 다음의 세 가지 특별감독위원회를 만들어야 한다.

- 특별감사감독위원회
- 이사회추천감독위원회
- 보상감독위원회

각 위원회는 적어도 세 명의 이사로 구성되어야 하며, 사외이사가 다수이어야 한다. 사외이사의 요건은 다음과 같다

회사를 대신하여 사업운동을 집행할 권한이 없다.

- 종속회사를 대신하여 사업운동을 집행하는 이사, 종속회사의 법정 임원 또는 관련회사, 종속회사의 직원이 아니어야 한다.

- 회사를 운영하는 이사가 아니었거나 종속회사의 직원 또는 관련회사의 직원이 아니었어야 한다.

법정 임원은 이사회에 의해 임명되며 이 법정 임원중에서 이사회는 또한 대표 이사의 권한과 유사한 권한을 가진 대표 법정 임원을 한 명 또는 두 명을 임명한다. 이사회는 각 법정 임원에 의해 다루어지고 집행될 수 있는 사무의 영역을 설정한다. 이러한 사무는 전통적으로 이사회에 의해 다루어지던 주식분할, 새로운 부동산 구입, 대출, 주식발행 등의 거래를 포함한다. 새로운 이중경영구조에서 이사들과 법정 임원들은 기업에 대해 다양한 법정 의무를 지며, 위반 시 책임이 뒤따른다.

#### - 지명과 선출

이사는 주주총회에서 임명되며, 이를 위한 의결정족수는 총 의결권 3분의 1 밑으로 내려가지 않는 한 정관에 의해 줄일 수 있다. 상법은 정관으로 변경하지 않는 한 어느 주주라도 2명 혹은 그 이상의 이사 선출을 위한 집중투표를 청구할 수 있다. 임명은 이론적으로는 주주에 의해 이루어지나, 이사직을 위한 후보간의 표결대결은 거의 존재하지 않으며 이사들은 대부분 진급을 통해 경영진이 된 직원들이다. 적어도 한명의 대표 이사는 일본에 주소를 가져야 하나 이사들이 일본국적일 필요는 없다. 상법은 또한 기업 관련 법령을 위반한 자나 면책되지 않은 도산 채무자 등이 이사가 되는 것을 금하고 있다.

#### - 이사회 운영

상법은 이사회 회의에서 의사록을 작성하도록 요구하고 있으며 의사록이 문서로 작성될 경우 이사들은 반드시 서명을 해야 하고 10년 동안 보관되어야 한다. 주주들은 법원의 허가를 얻어 의사록을 검토하고 사본을 요구할 수 있는(그 권리 실현을 위해 필요 시) 권리가 있다.

의제는 모든 이사가 정할 수 있으나 실질적으로 대표 이사가 정한다. 실제로 이사들의 회의는 종종 내용보다는 형식의 문제이며, 일반적으로 이사들이 그 의결권을 행사함에 있어 고려할 수 있는 자료가 제공되지 않는다. 회의는 보통 매월 열리며, 법에 의해 적어도 세 달에 한번은 열어야 한다. 대표 이사(반드시 그런 것은 아니나 종종 기업의 회장인)는 회의에서 의장의 역할을 수행하며 개별 투표는 기록이 된다.

#### - 이사의 의무

상법은 주식회사의 이사들이 그 의무를 수행함에 있어서 지켜야 할 법적 의무사항을 규정하고 있다.

상법에 따르면 이사들은 모든 법령, 규정, 정관, 모든 주주의 결의 등을 준수할 의무가 있으며 회사를 위하여 충실히 의무를 수행하여야 한다. 민법은 나아가 이사는 다른 목적(자신의 문제를 해결하기 위한 경우 등)을 위해 수립된 주의의 정도와 달리, 위임된 사무에 관해서는 보다 높은 수준의 '선량한 관리자의 의무'를 수행해야 한다. 다만 법원은 이사가 가능한 요인들을 합리적으로 고려하였을 경우 위험이 있는 결정을 하고 실수를 할 수도 있음을 인정하고 있다. 몇몇 경우에 있어서 법원은 무엇이 '합리적'인가에 관해 이사의 경험을 고려하기도 한다.

회사의 일상적인 경영에 참여하지 않는 이사는 그럼에도 불구하고 다른 이사들의 활동을 감시해야 하며, 그 의무대반을 막지 못한 것에 대하여 책임을 질 수도 있다. 결의에 참여한 이사가 찬성을 표하거나 반대를 표하지 않은 경우 그 결의에 동의한 것으로 간주한다.

상법은 이사회가 이사들의 의무 수행을 감독하도록 하고 있다. 다른 이사의 부정을 발견하지 못한 이사는 그 감독의 의무를 소홀히 한 책임을 질 수도 있다. 개별 이사에게 위임할 수 없는 문제들은 다음과 같다.

- 중요한 자산의 처분 또는 습득
- 큰 규모의 대부(貸付)
- 주요 직원의 임명 또는 해임
- 회사 내 주요 조직의 설립, 변경 혹은 폐지

중간배당을 승인하는 이사들은 회계연도 말에 부채를 보상할 만한 자금이 불충분하지 않도록 위험을 피하기 위하여 모든 주의를 기울여야 한다. 이 조항의 위반은 회사가 그 부채분을 갚음에 있어 이사들이 연대하여 개별적으로 책임을 진다.

#### - 이익의 충돌

한 이사가 자신이 속해 있는 기업의 사업과 경쟁관계에 있는 거래(자신을 위해서 혹은 제 3자를 위해서)를 하고자 하는 경우에는, 해당 이사는 그 거래에 관하여 이사회로부터 승인을 얻고 그 거래와 관련된 모든 사실을 이사회에 공개하여야 한다. 그 거래가 완성된 경우에도 해당 이사는 즉시 거래와 관련된 주요한 사항들을 이사회에 보고하여야 한다. 만약 거래가 이사회 승인이 없이 이루어지는 경우에는 그 이사는 의무를 위반한 것이다. 만약 이사회가 1년 이내에 이러한 거래를 회사를 위하여 이루어진 것이라고 간주하면 그 위반은 해결이 된다. 만약 위반이 유효한 경우에는 해당 이사는 그 경쟁 거래를 통해 잃은 회사의 수익에 대해 책임을 져야 한다. 그러나 회사에 대한 선의의 의무는 언제나 적용되기 때문에, 이사회는 이사의 의무수행 태만으로 이루어진 거래에 동의함으로써 그 위반을 해결할 수는 없다.

각 이사는 추가적으로 이사회에 대해 그 이사가 직접적 혹은 간접적으로 이해관계를 갖고 있는 회사와의 계약에 대해 공개할 의무가 있다. 해당 이사는 그 계약의 집행을 이사회에 알리고 승인을 얻어야 한다.

법원은 선물, 이해관계 없는 대출, 이사의 회사에 대한 의무수행 등 그 회사에 대해 해악이 없는 거래에 대해서는 공개의 의무를 면제해 주고 있다. 이에 관한 관련 규정을 위반한 이사는 주주의 승인에 상관없이 어떠한 손해에 대해서도 회사에 대해 보상할 책임이 있다. 그 거래를 승인한 모든 이사회 구성원들도 역시 책임이 있으며 이사회는 그 결함있는 거래를 해결할 수 없다. 만약 이사회가 해당 이사에 대해 조치를 취하기를 거부하는 경우에는 주주가 대위소송(derivative action)을 제기할 수 있다.

#### - 이사의 책임

이사들은 연대하여 개별적으로 아래의 사항에 대하여 책임이 있다.

- 그 회사가 상법 290조를 위반하여 이익을 분배한 경우
- 그 회사가 다른 이사에게 돈을 빌려 준 경우(이사들은 아직 돌려받지 못한 대출금에 대하여 책임을 진다)
- 이사들이 이해관계의 충돌이 있는 사업을 영위한 경우(만약 그에 대해 충분한 공개가 있었다면 주주들이 그 위반을 고려하지 않을 수 있지만, 이사들이 이사회로부터 이전에 동의를 얻었다면 그들이 얻은 어떠한 수익에 대해서도 보상할 책임이 있다)
- 그 회사가 법령이나 규정을 위반한 경우(이사들은 회사에 끼친 손해에 대해서 책임이 있지만, 해당 이사가 선의로 행동하였고 큰 과실이 없는 한 주주총회에서 특별결의에 의해 그 책임을 면제받을 수 있다)

#### 라. 보상

일본에서 경영진의 보수를 결정하는 방법은 그 과정상의 투명성 결여로 인하여 결정하기가 어렵다. 몇몇 기업만이 독립적인 보상위원회를 도입했을 뿐이다. 스톡옵션부여는 제한되어 있으며, 법에 의해 스톡옵션은 공모주식 10% 이하로 발행될 수 있다. 세금상의 불이익도 스톡옵션의 이용을 제한시킨다. 스톡옵션의 제한된 이용과 투명성의 결여에도 불구하고 수많은 논평가들은 최고경영진의 신분은 그 실적과 밀접한 관련이 있다고 주장한다.

#### 마. 공시

일본의 증권 관련 법규는 상장기업의 재정실적에 관해 모든 비기밀사항과 사업운영에 대해 포괄적인 공시를 요구하며 지난 1980년대 중반 이후로 그렇게 공시해왔다. 엄격한 공시요건에 불구하고 (투자자의 시각에서) 부실한 공시는 비교적 최근까지 일본 기업의 관행상 특징이었다.

#### - 주요 시장공시

증권거래법은 증권기재명부(공모 안내서)를 일반공모와 관련하여 제출할 것을 요구하고 있다.(특정 자격을 갖춘 투자자에 대한 공모와 1억엔 미만의 공모 등의 경우는 제외) 증권기재명부는 어떤 특정한 정보 뿐만 아니라 공모증권, 공모자, 보증자 등의 정보를 포함하여야 한다. 이러한 카테고리외와 관련하여 요구되는 공시의 범위는 지난 2003년 4월 이후로 확대되어 왔다.

증권기재명부는 증권공모 전에 관련 지역 관청에 제출되어야 한다. 2004년 6월부터 증권기재명부를 '투자자 네트워크를 위한 금융서비스의 전자공시(Financial Service Agency's Electronic Disclosure for Investor Network, EDINET)'에 제출하는 것은 의무사항이다.(기업들은 2001년 이후로 자발적으로 EDINET에 제출하도록 허용해 왔다)

증권거래법상 증권기재명부의 제출에 더해 연례보고서와 반기보고서, 임시보고서 등도 증권관련 관청과 금융관련 관청에 제출되어야 한다. 2004년 6월부터 이러한 보고서들은 EDINET에 제출되어야 하며, 이는 투자자들에게 적시에 제대로 된 공시의 혜택을 준다.

상장기업들은 증권관련 관청이 요구하는 공시의 요건을 따라야 한다. 예를 들어, 동경증권거래소(Tokyo Stock Exchange, TSE)의 상장기업들은 투자자의 결정에 영향을 미칠 수 있는 기업의 정보(기업의 결정과 사실 등을 포괄하는)를 즉시 TSE에 알려야 한다. TSE는 제출된 자료나 정보를 투자자에게 공개하도록 요구할 수 있다.

이사는 그 서류를 승인함에 있어 성실의 의무를 다했다고 증명하지 못하는 한 재무 관련 서류, 또는 다른 공시 서류상의 오류로 인한 손해에 대해 책임을 져야 한다.

#### 바. 회계와 감사

##### - 정기보고

재무제표, 현금흐름표, 수입 내역, 주주의 주식소유 내역 등을 포함하는 재무보고서는 상법에 의해 제출되어야 한다. 증권거래법은 통합된 재무보고서를 요구한다. 재무보고서는 공인회계사 또는 감사회사에 의해 감사되어야 한다.

##### - 회계기준

회계기준은 국제증권위원회조직(the International Organization of Securities Commissions)이 마련한 국제회계기준에 부합하기 위하여 1997년 이후로 계속적으로 개정되고 재발행되어 왔다. 2001년에 일본의 회계기준위원회가 회계기준을 세우기 위해 만들어졌다.

##### - 감사인

기업들은 지금의 지배구조를 유지하려 할 수도 있으며, 이는 다수가 사외이사인 3명 혹은 4명의 감사인을 보유하도록 하는 요건을 충족시켜야 한다. 사외이사는 그 기업 또는 종속기업(그러나 모회사의 전 이사들은 법정 감사인으로서 활동할 수 있다)의 이사, 경영진, 직원 등으로 일하지 않는 자를 말한다. 법정 감사인의 임기는 4년이다. 이사회가 주주총회에서 법정 감사인의 선출과 관련한 의제를 제출할 때 법정 감사인으로부터 동의가 필요하다.

감사인은 악의 또는 태만이 없었다고 증명하지 못하는 한 그들이 감사한 보고서에서 잘못된 기재에 대해 책임을 져야 한다. 일본의 공인회계사법은 포괄적으로 수정되어 왔고 강화된 감사활동을 내용으로 하여 2004년 4월부터 개정된 법이 시행되어 왔다. 재무관청 내에 독립적인 제3자적 위원회가 만들어 졌으며 감사인의 독립에 관한 새로운 규정은 감사회사나 공인회계사가 그들이 감사하는 회사, 관련 회사나 종속회사에 대해 비감사서비스를 제공하는 것을 금지하며 그 자신의

일이나 투자가 관련된 것에 대해 감사하는 것도 금지하고 있다. 공인회계사법에 공인회계사는 투자자의 보호를 위해 공정성, 독립성, 완결성 등을 갖추고 그 업무를 수행할 의무가 있음을 명시적으로 밝히고 있다.

감사인은 이사에게 그 이사의 권한을 벗어난다고 여겨지는 활동이나 법규를 위반하는 활동에 대해서도 중지할 것을 요구할 수 있다. 감사인은 그와 관련된 내용을 이사회에 보고하여야 하며 만약 이사회가 그 이사의 활동을 지지한다면 감사인은 법원에 그 관련 이사의 활동 중지를 요청할 수 있다.

상법에 의해 감사인은 이사들이 주주총회에 제출하고자 하는 제안을 검토하여야 한다. 만약 감사인의 검토 결과 그 제안이 법규를 위반한다고 판단되거나 심각하게 불합리하다고 판단될 경우에는 감사인은 이러한 검토내용을 주주총회에 제출하여야 한다.

#### 사. 법규의 집행

기업지배구조 관련 법규의 집행이 적절한지를 판단하는 것은 어려운 일이며, 특히 대부분의 중요한 법령들은 최근에 도입되었고 기업지배구조의 목적이 아직 일본에서는 논의 중에 있기 때문에 더욱 쉽지 않은 일이다. 그럼에도 불구하고 주주들은 자신들의 권리를 주장하기 시작했으며, 그 수탁의무를 태만한 이사들에 대한 주주중심 소송이 증가하고 있다. 기업지배구조 법규의 집행은 또한 증권 규제기관에게 중요하며 기업지배구조 요건 이행의 태만은 즉각적인 상장폐지와 증권거래감독위원회에 의해 형사고발될 수 있다.

기업지배구조의 중요성이 증가함에 따라 고발자(whistle blower) 보호를 목적으로 한 공공이익공시법(the Public Interest Disclosure Law)의 최근 법안에도 반영되었다. 2003년 말에 처음 드러낸 그 법안은 호된 비판을 받았다. 소비자 측은 이 법안이 고발자들이 행동을 취하기에는 충분하지 않다고 주장한 반면 기업들은 기업의 불법행위가 기업기반으로 자발적으로 다루어져야 한다고 주장했다. 2004년 3월에 의회에 제출된 법안은 소비자의 목소리라기보다는 기업들의 목소리를 담은 것이며, 의회의 운영위원회 의원들에 의해 그 제출 이전에 이미 효과가 약화된 법안이 승인되었다. 그럼에도 불구하고 그동안 총체적인 사회적 압력이 고발자들을 방해해 왔던 일본에서 그 법안은 중요한 발전을 나타내며 고발자들의 필요성에 대한 공감대가 커지고 있음을 보여준다.

### IV. 일본의 기업사례 연구 : 토요타자동차

#### 1. 토요타자동차의 역사

토요타자동차는 일본의 발명왕 토요타 사키치(豊田佐吉, 1867~1930)가 G형 자동방직기 특허권을 판 돈으로 그의 아들 키이치로(喜一郎, 1894~1952)가 1933년 토요타자동차기계제작소 내에 자동차부(部)를 설치하면서 출발하였다. 1937년 자동차제조회사로 독립하였고, 지금은 주택, 금융, 정보통신 쪽에도 진출하고 있다. 1936년 승용차 'AA'를 만들었으며 1938년부터는 훗날 토요타시(市)가 된 고로모에 공장을 짓고 주로 트럭을 생산하였다.

제2차 세계대전 패전으로 타격을 입고 1950년 도산위기에 파업사태가 겹치며 키이치로 사장이 물러났다. 하지만 법정관리에 들어간지 20일만에 6.25전쟁이 터지며 미군으로부터 트럭 1천대를 발주받아 다시 일어섰다. 1953년부터 TPS(Toyota Production System)를 도입한 뒤, 1955년과 1957년에 개발한 승용차 '크라운'과 '코로나'로 성장할 수 있었다. 두 모델은 60년대 중반 대우자동차의 전신인 신진자동차가 한국에 도입한 바 있다. 1959년에는 승용차 전문공장을 닛산보다 2년 반 먼저 건설하여 대량생산체제를 갖추었다.

토요타는 1966년 발표한 소형차 '코롤라(Corolla)'로 닛산을 누르고 일본 제일의 세계적인 브랜드로 발돋움했다. 1973년 오일쇼크 이후 각광받은 코롤라는 1983년 세계에서 세 번째로 누적생산 1천만 대를 돌파하였다. 1989년에는 '렉서스(Lexus)'라는 브랜드로 고급승용차를 출시하여 벤츠와 BMW를 넘어서는 성공을 거두고, 실용차종의 강자에서 전(全)차종의 강자로 올라섰다. 세계 140개국 이상에서 현재 연간 670만 대 이상의 차량을 팔고 있다. 2004년 3월 현재 전 세계적으로 264,000여명을 고용하고 있다.

#### 2. 토요타자동차의 기업지배구조

토요타의 발전은 창업자 가족과 전문경영자 사이의 보기 드문 안정된 지배구조에 의해 실현되었다고 할 수 있다. 이 때가 족 출신의 리더와 내부 출신의 경영자 사이의 관계가 단순히 가족주의가 아니라 균형과 함께 긴장을 포함하고 있다는 것이 중요하다. 또한 동시에 구심력이 강한 반면 기업그룹 밖에서는 폐쇄성을 띄고 있다는 점도 부인할 수 없는 사실이다. 토요타는 매년 사업보고서를 통해 기업지배구조 섹션을 따로 두어 그 내용을 상세히 전하고 있다.

#### 가. 기업지배구조에 대한 토요타의 기본 접근법

토요타의 경영에 있어 최우선순위는 장기적으로 주주의 가치를 점차적으로 증가시키는 데에 있다. 나아가 토요타는 각국의 특성을 감안하여 공개적이고 공정한 사업운명을 통해 국제사회의 신뢰받는 일원이 되고자 하는 경영철학을 천명하고 있다. 이러한 철학을 구현하기 위하여 토요타는 주주, 고객, 사업파트너, 지역사회, 직원 등 모든 이해관계자들과 우호적인 관계를 형성하고 있다. 토요타는 기업지배구조의 기능을 강화하는 구체적인 행동들을 취하고 있으며 이를 통해 보다 경쟁력 있는 기업이 되고 있다.

특히 국제전략을 개발하고 운영의 속도를 높이기 위하여 즉각적인 의사결정에 초점을 둔 독특한 경영시스템을 도입하였다. 나아가 사회적 의무를 다하고 투명성을 강화하기 위하여 다양한 이해관계자의 시각에서 기업활동과 경영을 감독하고 논의하는 다년간에 걸친 내부위원회 등을 갖추고 있다.

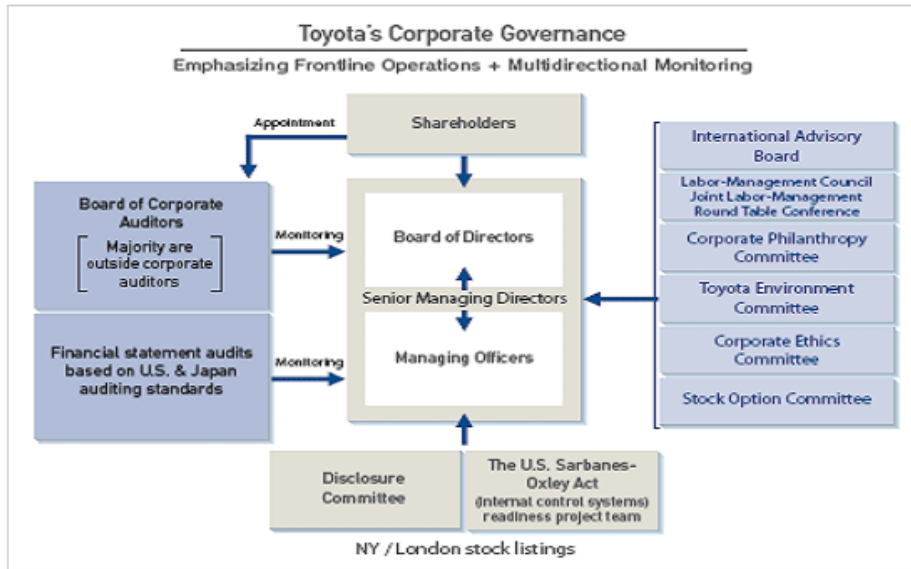
궁극적으로 개인간에 잘 발달된 윤리의식은 성공적인 지배구조 시스템의 핵심이다. 한 회사의 지배구조가 어떤 것이든 그 회사에게 이에 대한 의식이 없다면 그 기업지배구조는 효과적으로 작동할 수 없다. 이와 관련하여 토요타는 현장에서 실제 상황에 기반을 둔 문제해결과 나타난 문제에 대한 즉각적인 발견과 공유 등의 방법을 통해 문제해결과 예방에 중점을 둔 독특한 기업문화를 갖고 있다. 토요타의 경영팀과 직원들은 높은 윤리규준에 기준을 두고 견제와 균형 시스템에 근거한 사업운영과 의사결정을 하고 있다.

나. 토요타의 경영체제

2003년 6월 토요타는 능률적인 이사회와 구체적인 운영직무를 담당하는 비이사회 구성원인 경영진의 새로운 지위를 포함하는 새 경영체제를 도입하였다. 토요타 경영체제의 특색은 고위 경영이사들이 오직 경영에만 초점을 두지는 않는다는 것이다. 그들은 구체적인 경영업무에서 최고의 결정권한자로 활동하며 경영과 현장운영의 연결고리 역할을 한다. 토요타의 오랜 강점인 현장에서의 개선을 강조하는 것은 실제운영과 의사결정을 조화시키는 데에 도움이 된다. 전체적인 경영 전략은 경영일선으로부터의 의견을 빠르게 수렴할 수 있으며, 경영에 대한 의사결정은 운영에 재빠르게 반영될 수 있다. 경영을 감독하기 위하여 토요타는 일본 상법에 근간을 둔 감사체제를 채택하였다. 기업활동의 투명성을 증진시키기 위하여 토요타의 7명 감사인 중에 4명이 사외 감사인이다. 기업의 감사인은 기업감사위원회에 의해 결정된 감사 정책과 계획에 따라 감사를 시행함으로써 기업의 기업지배구조 개선노력을 지원한다.

다. 적절한 경영확보를 위한 시스템

토요타는 1996년 이후로 국제조언단(International Advisory Board, IAB)의 모임을 매년 소집하였다. IAB는 대략 10명의 뛰어난 조언자들로 구성되고 이들은 정치, 경제, 환경, 경영 등 다양한 분야에서 활동하며 세계 각국에서 온 이들이다. IAB를 통해 토요타는 국제적인 측면에서 사업이슈의 다양성에 관한 조언을 얻고 있다. 나아가 토요타는 노동경영위원회, 연합노동경영회의, 기업자선위원회, 스포츠평선위원회 등 다양한 이해관계자의 시각을 반영하는 기업활동과 경영감독을 위해 수많은 회의와 위원회를 개최하고 있다. < 토요타의 기업지배구조 >



라. 책임

토요타는 기업과 재무정보에 관한 절적한 공시는 기업지배구조에 있어 중요한 책임으로 여기며 주주와 다른 투자자들을 위한 책임을 강화하기 위하여 노력하고 있음을 밝히고 있다. 매 분기마다 재무에 관련된 내용을 보고하고 있으며, 미국의 Sarbanes-Oxley 법(SOX)의 시행에 맞추어 공시위원회를 설립하였다. 이 위원회는 시의적절하고 공정한 정보공개 확보를 목적으로 한다.

마. 법규 준수

기업의 대표 감사인, 부회장급으로 구성된 토요타의 기업윤리위원회는 기업윤리를 성실히 준수하고 법규의 엄격한 준수를 위해 설립되었으며 기업윤리, 법규준수, 위험관리와 관련된 이슈와 대책을 검토한다. 직원들을 위해 외부 법률가는 법규준수 비상방을 제공한다. 또한 토요타는 윤리적 사업수행을 위해 “토요타의 지침”과 “토요타직원을 위한 행동수칙” 등을 촉진하고 모든 사업장의 직원 교육과 훈련을 강화하고 있다. 이에 더해 미국 SOX의 섹션404에 부합하는 내부통제체

도를 강화하기 위한 단계를 밟아가고 있다. 재무보고에 대한 내부통제의 효과를 검증하기 위하여 특화되고 독립적인 조직의 구성원을 늘리고 있다. 토요타의 재무보고에 대한 신뢰성을 강화하기 위하여 세 개의 감사조직(독립적인 회계원, 기업 감사인, 내부 감사인)은 정기적으로 모임을 갖고 있으며, 필요에 따라 논의를 통해 효과적이고 효율적인 감사를 할 수 있는 감사계획과 결과에 관한 정보를 공유한다.

#### 바. 기업의 사회적 책임

국제사회에서 안정적이고 장기적인 성장을 유지하기 위하여 기업은 사회와 대중의 존경과 신뢰를 얻어야 한다. 사업활동을 통해 단순히 경제적 발전에 기여하기 보다는 사회와의 조화를 이룬 성장이 더욱 필요한 것이다. 이를 실천하기 위해 토요타는 사회적 책임을 다하는 경영과 기업활동을 감독하기 위한 다양한 위원회를 두고 있으며, 기업자선위원회, 토요타 환경위원회 등이 그것이다.

## V. 맺음말

일본 대기업의 큰 특징인 ‘자이바추(財閥)와 게이레츠(系列)’를 ‘재벌’과 ‘계열’이라는 우리말로 풀이하면 우리에게도 낯설지 않은 단어들이다. 재벌과 계열이라는 용어는 우리도 여전히 사용하고 있으며 이처럼 같은 용어의 사용이 보여주듯이 우리나라와 일본은 다양한 측면에서 밀접한 관련을 맺어 왔다. 특히 기업지배구조와 관련이 있는 경영, 경제, 법 등의 영역에서 일본은 그동안 우리에게 좋은 본보기가 되어 왔다. 그러나 ‘가깝고도 먼 나라’라는 어느 작가의 말이 상징하듯이 일본의 기업지배구조는 우리와 유사한 면이 있음과 동시에 그 차이가 존재함도 부인할 수 없는 사실이다.

얼마 전 영국의 유력 경제일간지인 파이낸셜타임즈(Financial Times)는 ‘세계에서 가장 존경받는 기업’을 발표하였는데 미국의 GE와 마이크로소프트사에 이어 일본의 토요타자동차가 3위에 올라 그 명성을 과시했다. 토요타의 기업지배구조는 일본의 특수한 기업문화와 세계 각지에 사무소와 공장을 두고 있는 국제기업으로서의 변신이 조화를 이루고 있는 과정으로 보여진다. 우리나라도 이제 세계적으로 명성을 얻고 있는 기업들이 늘어가는 추세에서 토요타의 발전과 개선 상황은 우리에게도 좋은 본보기가 될 듯 하다.

---

1) 일명 ‘총회꾼’으로 알려져 있으며, 이는 기업과 조직폭력배간의 유착으로 인한 것이다.

I. 서론
II. Hermes
III. Hermes 원칙
IV. Focus Funds
V. 결론

## I. 서론

최근 삼성물산 주가조작 의혹과 관련하여 검찰의 수사를 받고 있는 영국계 연금 펀드 Hermes에 대한 관심이 증가되고 있다. 다음에서는 Hermes의 역사, 조직구성, 투자전략에 대해서 알아보고 Hermes가 제정한 Hermes 원칙 그리고 Hermes의 기업지배구조 펀드인 Focus Funds에 대해 살펴보고자 한다.

## II. Hermes

Hermes는 영국계 자산운용회사로 200개가 넘는 연금, 보험회사, 정부기관, 금융기관 등을 위하여 세계 금융시장을 무대로 자산을 운용하고 있다. Hermes의 소유자이자 최대 고객은 연금펀드인 BT Pension Scheme(BTPS)이며 이러한 연유로 인하여 Hermes는 단기보다는 장기투자에 초점을 두고 있다.

### 1. 역사

Hermes는 1983년 Post Office Staff Superannuation Fund의 투자관리팀으로부터 분리되어 PosTel이란 이름으로 설립되었다. 1995년 Post Office Staff Superannuation Fund가 Post Office와 British Telecommunication Staff Superannuation Scheme으로 분리 되었고 BT Pension Scheme의 수탁자가 PosTel을 인수함과 동시에 Hermes로 회사이름을 개명하였다. Hermes란 그리스 신화의 神들의 使者이며 이는 통신회사의 연금인 소유주를 고려한 이름이다.

### 2. 조직 구성

Hermes는 6개의 자산운용회인 Hermes Focus Asset Management, Hermes Investment Management Limited, Hermes Private Equity Management, Hermes Assured Limited, Hermes Property Asset Management, Hermes Administration Service Limited로 구성되어있다. Hermes는 본사를 영국의 런던에 두고 있으며 현재 투자운용인력은 127명, 전체직원은 약 300명이다.

### 3. 투자전략

Hermes의 투자 전략은 소극적인 지수추격(index tracking) 투자를 중심으로 하고 그 외의 기업지배구조 펀드, 채권, 부동산, 비상장 주식 등에 적극적으로 투자하여 지수추격투자를 보완하는 전략을 채택하고 있다. Hermes 투자의 자산 구성은 다음과 같다.

투자자산의 자산 형태	비중
Passive UK Equity	30.8 %
Active UK Equity	7.7 %
Passive Overseas Equity	15.3 %
Active Overseas Equity	13.1 %
Passive Bonds	0.3 %
Active Bonds	18.4 %
Private Equity	1.7 %
Property	12.8 %

Hermes의 기업지배구조 펀드인 Focus Funds는 Hermes가 운용하는 전체자산에서 차지하는 비중이 그리 많은 편은 아니지만 투자의 상당부분을 차지하는 지수 펀드를 보완하기 위하여 매우 긴요한 역할을 담당하고 있다. 즉 지수에 편입된, 기업지배구조가 취약한 회사에 대해서 적극적으로 주주권을 행사하여 회사의 기업 가치를 향상시킴으로써 장기적으로 지수펀드의 수익 제고도 동시에 도모한다.

### III. Hermes 원칙

Hermes는 기업의 바람직한 경영목표에 관해 경영자와 주주 간의 상호이해의 토대를 공고히 하기 위하여 Hermes 원칙(The Hermes Principles)을 제정하였다. Hermes 원칙의 가장 중요한 핵심은 기업은 주주들의 장기적 이익을 위해 경영되어야 한다는 것이다. 이 원칙에 충실한 기업들은 주주 이익을 제고할 수 있을 뿐만 아니라 기업이나 주주들이 몸담고 있는 국민경제에도 이득이 된다는 신념에서 출발하고 있다. 기업이 주주들의 장기적 이익을 제고하기 위해서는 그 기업의 종업원, 납품업체 그리고 고객들과의 관계를 효율적으로 관리하여야 할 뿐 아니라 윤리적으로 기업을 경영하고 환경과 사회의 문제도 아울러 고려하여야 한다. 이 원칙에 입각하여 기업과 주주간의 상호 이해와 건설적인 대화를 바탕으로 하여 투자자는 단순히 주식보유자(shareholders)가 아니라 주식소유자(shareowners)로서 기업가치 향상을 위해 적극적으로 노력하고 있다.

#### - 커뮤니케이션

##### 제1원칙 <상호대화>

기업들은 주주들과 정직하고 솔직한 그리고 지속적인 대화를 추구해야 한다. 그들이 추구하고 있는 계획들에 대해 주주들에게 명확히 고지하여야 하며 그 계획이 초래할 수 있는 예상되는 재무적 결과와 기타 결과들에 대해 분명히 알려 주어야 한다. 또한 목표, 세부 계획, 그리고 진행과정들을 기업보고서와 회계보고서에 게재하는 것이 바람직하다.

#### 재무적 측면

##### 제2원칙 <수익의 평가기준>

기업들은 주주가치를 극대화시키기 위해 가장 필요한 활동과 능력을 잘 알고 있어야 하며 그것을 확보하기 위해 시의 적절한 평가 기준과 아울러 시스템을 가지고 있어야 한다.

##### 제3원칙 <수익과 성장>

기업투자 계획은 장기적 주주 가치와 연결되어 있어야 하며 이에 대하여 엄격하게 검증되어야 한다.

##### 제4원칙 <성장과 위험>

기업의 투자자본 배분에 있어 불필요한 다각화 보다는 핵심 산업 내에서 경쟁력을 높일 수 있는 기회에 집중되어야 한다. 특히 매수 합병을 통한 투자의 경우는 더욱 유의성을 갖는다.

##### 제5원칙 <장기적 실적에 기반한 보상제도>

실적에 바탕을 둔 효율적인 성과 및 적절한 보상체계를 통해 경영자가 장기적으로 주주 가치를 증진시킬 수 있도록 유인책을 마련하여야 한다.

##### 제6원칙 <자본비용의 감소>

기업들은 장기적 자본비용을 최소화 할 수 있는 효율적인 자본구조를 가지고 있어야 한다.

#### - 전략적 측면

##### 제7원칙 <사업전략>

기업들은 시장에 대한 전망 하에 각 사업마다 일관된 전략을 가지고 있어야 하며 이를 지속적으로 개발해 나가야한다 또한 기업들은 시장을 이끄는 요인을 잘 파악하고 있어야 하며 그 경쟁우위 요소에 대해서도 철저한 분석을 하여야 한다.

##### 제8원칙 <기업전략>

기업들은 그들이 경영하는 사업이 왜 최고의 경쟁력을 갖고 있는지에 대한 이유를 설명해야 하며 만일 그렇지 못하다면 이 문제를 해결하기 위한 방법을 강구 하여야 한다.

#### 사회, 윤리, 환경적 측면

##### 제9원칙 <기업윤리규범>

기업들은 그들의 종업원, 납품업체, 고객, 그리고 기업의 활동과 이해관계를 맺고 있는 사람들과의 관계를 효율적으로 관리 하여야 한다. 기업들은 윤리적으로 행동 하여야 하며 환경과 사회의 문제도 아울러 고려해야 한다.

##### 제10원칙 <비용의 외부전가>

기업들은 기업이 사회에 손실을 입힐 가능성을 최소화해야 하며 기업비용의 외부전가(the externalization of costs)를 최소화할 수 있는 자발적 그리고 법적 조치들을 강구해 나가야 한다.

### IV. Focus Funds

Focus Funds는 근본적으로 건실한 회사이나 전략, 재무구조, 기업지배구조의 취약으로 인하여 시장에서 저평가 받고 있는 기업에 투자한 후에 주주로서 적극적으로 개입하여 기업의 취약점을 개선하고 기업의 가치증진과 더불어 주가 상승을 유도하는 기업지배구조 펀드이다. Focus Funds는 Hermes Focus Asset Management (HFAM)와 이의 자매회사인 Hermes Focus Asset Management Europe(HFAME)에 의해 운용되고 있다. HFAM과 전략적 제휴를 하고 있는 Relational Investors를 고려한다면 Hermes의 기업지배구조 펀드는 전 세계 시장의 80%를 차지한다고 할 수 있다.

## 1. Focus Funds의 구성

### Hermes UK Focus Fund

HFAM에 의해 운용되는 Hermes UK Focus Fund는 1998년 10월 출범한 펀드로서 파운드를 기본통화로 하고 있다. FTSE350에 편입된 회사 중 매우 큰 회사를 제외한 기업지배구조 개선의 여지가 있는 12~20개의 회사를 선택하여 투자하고 있다. 펀드에 편입시킬 회사의 선택 기준은 HFAM의 투자 분석에 의해 기업지배구조 개선 이후 대략 20% 정도의 가치 상승을 예상할 수 있는 회사들이다. 이 펀드는 투자 후 3년간 FTSE(FTSE All Share) 수익 대비 5% 초과 수익을 목표로 하고 있다.

### Hermes UK Small Companies Focus Fund

HFAM에 의해 운용되는 Hermes UK Small Companies Focus Fund는 2002년 3월 출범된 펀드로서 파운드를 기본 통화로 하고 있다. FTSE350에 편입되지도 않고 AIM에 상장되지도 않으면서 영국에서 상장된 회사 중에 기업지배구조 개선 여지가 있는 10~30개의 회사를 선정하여 투자하고 있다. 포트폴리오에 포함된 회사는 비교적 작은 회사이기 때문에 기업지배구조 개선 이후 가치 상승의 폭이 더 많을 것으로 예상된다. 이 펀드는 투자 후 3년간 FTSE Small Cap Index(Investment trusts 제외) 수익 대비 6% 초과 수익을 목표로 하고 있다.

### Hermes European Focus Fund

HFAME에 운용되는 Hermes European Focus Fund는 2002년 2월 출범된 펀드로서 유로화를 기본통화로 하고 있다. 1억 유로 이상의 자본금을 가진 500개 유럽 회사(영국 제외) 중에서 5~20개의 회사를 선정하여 포트폴리오를 구성하고 있다. HAAME의 분석에 의하면 포트폴리오에 편입된 회사들은 펀드 편입 후 20%의 가치 상승을 예상하고 있는 회사들이다. 이 펀드는 투자 후 3년간 FTSE Europe World Series(영국 제외) 수익 대비 5% 초과 수익을 목표로 하고 있다.

### Relational Hermes

Relational Investors에 의해 운용되는 The Relational Hermes Fund는 2001년 5월에 출범된 펀드로서 미국 달러화를 기본통화로 하고 있다. Relational Investors의 전신 펀드는 RLIP로 1996년 6월부터 시작되었으며 현재 운용되고 있는 기업지배구조 펀드 중 가장 오래된 펀드이기도 하다. 이 펀드는 미국과 캐나다에 상장된 10,000 개의 회사를 대상으로 하고 있으며 이 중에서 8~12 회사를 선정하여 포트폴리오를 구성한다. 펀드에 편입된 회사는 펀드 편입 후 50%의 기업 가치 상승을 예상하고 있다. 목표 수익률은 S&P 500 지수 수익 대비 연 8% 초과 수익이다.

## 2. Focus Funds의 투자 절차(Investment Process)

Focus Funds는 투자를 결정하기 전에 투자할 회사에 대한 다각적 분석을 하게 된다. 첫 번째 단계에서는 기업의 성과에 대한 분석이다. 투자에 대한 현금 창출 능력, 장기적 관점에서의 주주보상능력 등을 바탕으로 다른 경쟁업체와 비교하여 기업에 대한 성과를 분석하게 된다. 이때 브로커나 그 외의 다른 투자자문기관을 통하여 추가적인 정보를 얻기도 한다. 또한 회사의 기업지배구조에 대한 개략적인 평가도 이 단계에서 이루어진다. 두 번째 단계의 분석은 회사의 사업 환경에 대한 분석이다. 이 단계에서는 경쟁업체에 대한 보다 깊이 있는 분석과 회사가 속해있는 산업에 대한 시장 분석이 이루어진다. 이때 회사의 전략적 문제를 검토하기 위하여 외부 전문가의 도움을 받기도 한다. 두 번째 단계의 분석을 통하여 기업의 잠재적 가치와 이 잠재적 가치가 시장에서 제대로 평가받지 못하게 하는 요인을 찾아내게 된다. 세 번째 단계의 분석은 기업의 지배구조에 대한 심도 있는 분석이다. 주주의 구성, 이사회와 구조와 구성, 경영진에 대한 평가 그리고 법적 환경 등에 대하여 평가하게 된다. 이를 바탕으로 하여 회사가 기업 가치 향상을 위해 필요한 변화를 수용할 수 있는가를 평가한다. 위의 3단계 분석에 의해 기업의 잠재적 가치와 변화 수용에 대한 기업의 잠재적 능력이 확인되는 경우 투자 위원회에 투자제안서가 제출되고 투자위원회는 최종적으로 해당 기업을 펀드에 편입할지 여부를 결정하게 된다.

## 3. Focus Funds의 약속절차(Engagement Process)

Focus Funds는 투자 후 또는 투자 이전에 경영자와 약속(Engagement)을 하여 회사의 장기적 가치 향상을 위한 경영자의 노력을 확보한다. 약속을 위해서 Focus Funds는 제일 먼저 회사 경영진과 접촉하여 Focus Funds의 실체와 기업가치 향상을 위한 제안에 대해 설명을 하게 된다. Focus Funds는 기업의 장기적 가치 향상을 위하여 이사회와 건설적이고 협력적으로 함께 일하기를 원하는 것인지 경영권을 위협하거나 약화 시키고자 하는 것은 아니라는 것을 명확하게 한다. Focus Funds의 제안에 대해 긍정적인 반응을 보인 경우 Focus Funds는 경영진의 약속이행 여부를 감시하며 경영진의 약속이행 을 위해 적극적으로 협력한다. Focus Funds의 제안에 중립적인 반응을 보인 경우에는 이사회와 함께 서로에 대한 상호 이해를 증진시키기 위해 더욱 노력하며 이사회를 설득하기도 하고 이사회 의견에 반영하여 자신들의 제안에 수정을 가하기도 한다. Focus Funds의 제안에 부정적인 반응을 보인 경우 독립적인 개별 이사 또는 다른 주주와 접촉하여 자신들의 제안을 설득시킴과 동시에 이사회 전체에 대해서도 다시 한번 기업가치 향상을 위한 변화의 필요성을 설득시키기 위하여

노력한다. 이러한 지속적인 노력에도 불구하고 아무런 진전이 없는 경우, 임시주주총회의 개최를 제안하는 등 공개적으로 자신들의 제안이 받아들여지도록 노력한다.

약속이 성공적으로 체결되고 경영진이 기업의 가치증진을 위한 약속을 충실히 이행하여 원래 목표한 기업 가치에 도달하게 되면 주식을 매각하여 이익을 실현하게 된다. 약속이 성공적으로 이행되고 주가가 변화된 기업의 가치를 반영하기 위해서는 대략 2~3년의 기간을 필요로 한다.

## V. 결론

이제까지 Hermes의 역사, 조직구성, 투자전략과 Hermes가 제정한 Hermes 원칙 그리고 Hermes의 기업지배구조 펀드인 Focus Funds에 대해서 살펴보았다. Hermes의 삼성물산 주가 조작과 관련되어 제기된 모든 의혹과 혐의에 대해서는 검찰의 엄중한 수사가 요구되며 검찰 수사 후에 Hermes의 불법행위가 드러난다면 이에 대한 엄격한 책임추궁이 필요할 것이다. 주가 조작을 통한 수익률 제고는 Hermes가 제시한 투자 철학 어디에도 찾아볼 수 없으며 Hermes 원칙의 가장 중요한 핵심인 주주들의 장기적 이익 극대화에도 상반된다. 이번 일을 계기로 Hermes는 Hermes 원칙에 충실한 투자를 통해 주주들의 장기적 이익 극대화에 도움을 주고 나아가서 한국기업들의 지배구조 개선에 기여하는 펀드로 거듭나기를 바란다.

## 소유구조가 기업지배구조에 미치는 영향

한국기업지배구조개선지원센터는 우리나라 기업지배구조의 개선을 위해 지속적인 지원을 모색하고 바람직한 개선 방향을 제시한다는 설립취지에 부응하기 위해 연구지원사업을 실시하고 있으며 이러한 노력의 일환으로 연구지원 세미나를 개최하고 있다. 지난해에는 12월7일에 한국증권선물거래소 신관 21층의 대회의실에서 한국증권선물거래소와 한국경제신문의 후원으로 ‘소유구조가 기업지배구조에 미치는 영향’이라는 주제로 「2005 CGS 연구지원 세미나」를 개최하였다.

본 고에서는 동 세미나의 개요와 주제발표 내용, 그에 관한 토론 내용을 요약하여 게재한다.

김진성 한국기업지배구조개선지원센터 연구원

### 세미나 개요

#### 행사 내용

- 일시 : 2005. 12. 7(수) 14:00 ~ 16:30
- 장소 : 한국증권선물거래소 신관 21층 대회의실
- 주최 : 한국기업지배구조개선지원센터
- 후원 : 한국증권선물거래소, 한국경제신문

#### 주요참가자

- 개최사 : 남상구 한국기업지배구조개선지원센터 원장
- 사회자 : 선우석호 홍익대학교 교수, 기업지배구조개선지원센터 연구위원장
- 발표자 : 박경서 고려대학교 교수, 황이석 서울대학교 교수, 김병모 KAIST 금융공학연구센터 연구원
- 토론자 : 연강흠 연세대학교 교수, 장진호 연세대학교 교수, 조성욱 서울대학교 교수

#### 세미나 개최 배경과 목적

- 1997년 금융위기 이후 경영투명성, 투자자보호 등 기업지배구조와 관련된 광범위한 제도 개편이 꾸준히 지속되고 있으나, 아직도 우리 기업들의 미진한 지배구조 관행을 개선하고 효율화하기 위해서는 지속적인 연구가 필요함.
- 우리나라의 기업지배구조 전문가와 연구자를 초청하여 지배구조 관련 주요사항에 관한 활발한 토론을 통해 우리나라 기업지배구조의 현주소를 파악하고 동시에 개선점을 모색하며 나아가 기업지배구조의 중요성을 환기시킴으로써 기업들의 자발적인 지배구조 개선 노력을 유발함.
- 특히 이번 세미나에서는 최근 쟁점이 되고 있는 재벌기업 경영주의 도덕적 해이와 우리나라 증권시장에서 외국인 주주의 증가 등으로부터 시사되고 있는 ‘기업 내 소유구조가 기업가치 및 지배구조에 미치는 영향’에 관해서 심도 있는 논의의 장이 마련되었으며, 이를 통해 우리 기업의 경영투명성과 기업경쟁력을 제고시켜 궁극적으로 기업 가치를 향상시킬 수 있는 방안을 모색해 보는 유익한 시간이 되었음.

### 주제 발표 요약

#### 제 1 주제 발표 : 외국인 투자자가 한국기업의 경영 및 지배구조에 미치는 영향

- 박경서 고려대학교 교수

고려대학교의 박경서 교수는 과거 지배주주에 의해 독점되어 왔던 국내기업 경영이 외국인 주주의 등장으로 어떠한 변화를 일으키고 있는가를 체계적인 실증분석을 통해 제시하였다. 이를 위해 본 연구는 기업의 투자, 배당 등 현금지급정책, 지배구조 등에 있어 외국인 주주의 역할과 영향력을 분석하였다. 이는 그동안 단편적으로 이루어져 왔던 외국인 투자자에 대한 논의를 국내기업의 재무적 자료와 기업지배구조 자료를 사용하여 체계적으로 분석하고 정책적 시사점을 제공한다는 점에서 의의를 갖는다고 덧붙였다.

외국인 투자자가 배당 및 투자에 미치는 영향

본 연구에서는 최근 논란이 되고 있는 외국자본의 영향력 확대 문제를 외국인투자자가 국내기업의 배당, 투자 및 지배구조에 미치는 영향의 관점에서 분석하고 있다. 분석결과에 따르면 외환위기 이후 기간의 경우 외국인 지분율이 높을수록 배당성향도 높은 것으로 나타나 수익성이 좋은 기업의 경우 외국인지분율의 증가는 오히려 배당을 줄이는 효과도 갖고 있는 것으로 나타난다. 이는 외국인투자자가 배당정책 결정에 있어 자원배분의 효율성을 증가시키는 역할을 하고 있음을 시사하고 있다. 반면에 외국인 지분율이 높을수록 배당성향이 높은 인과관계는 유의성이 없는 것으로 나타나 외국인투자자가 무리한 배당을 요구한다는 주장은 설득력이 없음을 보여주고 있다.

한편, 외국인 투자자와 국내기업의 R&D 투자간 관계를 분석한 결과에 따르면 외환위기 이후 외국인 지분율 자체가 투자에 미치는 영향은 유의하지 않은 반면 수익성이나 성장성이 높을수록 외국인 지분율의 증가는 국내기업의 투자를 촉진하는 영향력을 가지는 것으로 나타났다.

#### 기업지배구조와 외국인 투자자

마지막으로 외국인 투자자와 기업지배구조 간의 관계에 대해서도 외국인 지분율이 높을수록 시차를 가지고 기업지배구조가 좋은 것으로 나타나며, 단독으로 5% 이상의 지분율을 가진 외국인 투자자가 존재할 경우 장기간에 걸친 지배구조 개선효과도 유의하게 나타나고 있다.

#### 외국인 투자자의 영향, 비교적 긍정적 평가

결국 최근 논란이 되고 있는 외국인 투자자와 고배당 또는 투자위축의 이슈는 극히 제한된 소수기업에서 나타났던 문제로 전체 외국인 투자자의 문제로 확대 해석하는 것은 문제가 있음을 시사하고 있으며 오히려 외국인 투자자의 존재는 국내기업의 배당과 투자를 기업의 수익성과 성장성에 따라 합리적으로 결정하도록 만드는 긍정적 역할을 하는 것으로 확인되고 있다. 또한 외국인 투자자는 국내기업의 지배구조를 개선하는 효과를 가짐으로써 장기적 경쟁력 강화에 기여하고 있는 것으로 평가된다.

결론적으로 일부 기업에서 나타난 외국인 투자자의 영향력 행사 문제는 제한적인 소수 기업의 문제로 해석하는 것이 타당하며 전체적으로 외국인 투자자가 국내기업의 경영에 미치는 영향은 비교적 긍정적인 것으로 평가된다.

## 제 2 주제 발표 : 소유지배구조와 법률적·비법률적 제도가 재무분석에 미치는 영향

- 황이석 서울대학교 교수

In-Mu Haw, Texas Christian University and Hong Kong Baptist University

Bingbing Hu, Hong Kong Baptist University

Woody Wu, Chinese University of Hong Kong

서울대학교의 황이석 교수와 공동저자인 In-Mu Haw, Bingbing Hu, Woody Wu 교수 등은 서유럽과 아시아 21개국의 개별 기업 데이터로 수행한 분석에서 다음의 두 가지 연구문제에 대한 증거를 제시하였다. 첫째는 '지배주주의 현금흐름권(cash flow rights)과 의결권(control rights)간의 괴리(이하 소유-지배 괴리)'로 특징되는 소유지배구조가 재무분석에 어떻게 영향을 미치는 가이며, 둘째는 국가별 법률적·비법률적 제도가 소유지배구조와 재무분석 간의 관계에 어떠한 영향을 주는가이다.

#### 재무분석에 대한 기존 연구를 보완하는 통합적 고찰

이 연구는 다음 몇 가지 측면에서 기존의 연구들과 그 차이를 두고 있다. 첫째로 지배주주의 소유-지배 괴리에 초점을 맞추고 소액주주의 정보요구와 내부자들에 의한 부의 도용과의 관계를 검토함으로써 기존 연구를 보완, 발전시켰다. 둘째로 기존의 연구들이 재무분석에 대한 법률적 제도와 소유구조의 영향을 개별적으로 검토한 반면, 이 연구는 다양한 제도적 요인들과 소유구조의 효과를 동시에 고찰하였다.

#### 정보의 불균형과 내부자에 의한 부의 도용(insider expropriation)

이 연구는 내부자에 의한 부의 도용, 개인적 정보의 생산, 투자자 보호 사이의 관계에 중점을 두고 있다. 현금흐름권과 의결권 간의 큰 괴리와 지배주주를 가진 기업은 정보의 불균형에 종속될 가능성이 높다. 지배주주들은 내부자로서 부를 도용하는 것을 용이하게 하기 위하여 정보의 불균형을 계속적으로 유지하려는 경향이 있다. 그러나 소액주주들은 내부자에 의한 부의 도용과 정보획득의 어려움을 인식하고 보다 믿을 수 있는 정보를 확보하기 위하여 다른 방도의 채널에 의존하려고 한다. 황교수는 내부자들이 부를 도용하고 그 도용사실을 감추려는 동기가 소액주주의 정보요구에 어떻게 영향을 미치고, 국가별 제도가 내부자에 의한 부의 도용에 대한 정보분석의 효력에 어떠한 영향을 미치는 가를 다루었다.

#### 소유-지배 괴리와 재무분석 간의 연관성 밝혀내

이 연구를 통해 소유-지배 괴리와 재무분석이 관련이 있음을 밝혀냈다. 그 관련은 지배주주가 소유한 의결권의 정도와 다른 결정요소들을 분석과정에서 통제된 후에는 더 분명히 드러난다. 나아가 법률적 보호(소액주주의 보호, 효율적인 사법제도, 공시의 활성화)의 수준이 높고 효과적인 비법률적 제도(대중매체의 보급, 조세순응도, 공정거래)를 갖춘 국가에서는 소유-지배 괴리와 재무분석 간의 관련이 현저히 감소하였지만, 내부자들의 부의 도용이 쉽게 실행되는 경우에는 소유-지배 괴리와 재무분석 간의 관련이 현저히 높아진다. 그 결과 재무분석은 외부지배구조가 취약한 곳에서는 지배구조와 관련하여 중요한 역할을 한다는 것을 의미한다.

### 제 3 주제 발표: 재벌기업 지배구조의 기업가치 할인효과

김용철 교수, University of Wisconsin-Milwaukee

정구열 KAIST 교수

김병모 KAIST 금융공학연구센터 연구원

김용철 교수, 정구열 교수, 김병모 박사는 개별적인 재벌기업을 그 분석단위로 하였던 기존 연구들과는 달리 재벌을 그룹의 지배대주에 의하여 통제되는 하나의 분석단위로 설정하여 재벌기업의 기업가치에 대한 연구를 실시하였다. 외환위기 이후(1998-2001)의 총 57개 재벌그룹과 총 258사의 그룹 내의 개별기업들을 비재벌 기업들과 비교해 재벌이 가지는 초과가치(excess value)가 존재하며, 이는 외환 위기 이후 재벌에 대한 지배구조 개선의 노력으로 인한 것임을 주장하였다.

외환 위기 이후 재벌집단은 비재벌기업에 비해 초과가치 보임

김병모 박사는 재벌의 개별기업 및 재벌그룹전체의 비재벌기업에 대한 각각의 초과가치는 유의한 양(+)의 값과 유의하지 않은 비음(non-negative)의 값이 나타났음을 밝혔고 이는 내부 자본 시장의 효율성으로 인한 것이라 설명하였다. 또한 높은 cash flow rights/control rights 비율은 내부 자본 시장의 가치와 그룹전체의 초과 가치를 증가시킨다는 것을 밝혔으며, 외환 위기 이후의 신용 규제(credit crunch)가 재벌기업에게 더욱 심각한 영향을 미쳤다는 결과는 발견할 수 없었다고 말했다.

외환위기 이후 재벌에 대한 기업지배구조 개선노력

이러한 결과를 통하여 이들은 불건전한 소유구조로 인한 재벌그룹의 가치할인이 관찰 대상 시기에는 존재하지 않으며, 또한 동시에 (cash flow rights/control rights)로 대응되는 지배주주의 주주가치 극대화에 대한 동기가 재벌의 내부자본시장의 자금 배분효율성을 개선하여 궁극적으로 재벌의 초과가치에 설명력을 가지고 있음을 밝혔다. 김박사는 위와 같은 결과와 외환위기 이후 재벌에 대한 지배구조 개선작업이 적극적으로 이루어졌기 때문이라는 의견을 피력했다.

## 토론 내용 요약

### 제 1 토론자: 연강흠 (연세대학교 교수)

지정 토론이므로 박경서 교수님의 논문에 대해서 집중하여 토론을 하고자 한다. 우선 본 논문이 지배구조를 어떻게 해야 하는가 보다는 지금 현상에서 벌어지는 일들을 긍정적으로 지적했기 때문에 이러한 측면에서 살펴보고자 한다.

지난 금융위기 이후로 외국인 지분율이 꾸준히 상승해 오다 최근에 급격히 늘어나 40% 이상이 되고 몇몇 대기업에서는 50%를 넘기면서 이에 대한 우려가 있었다. 이는 주가가 상승하고 배당도 늘어나며 외국인 투자자들이 많은 이익을 남기는 데 대한 염려로부터 시작되었다. 먼저 지적되어야 할 문제는 왜 외국인 지분율이 이렇게 높은가이다. 이는 우선 우리나라 투자자들이 IMF 사태 이후로 위험을 지나치게 고려한 나머지 채권투자를 위주로 하는 등 안전투자를 지향하다 보니 생긴 현상이며, 반면 외국인 투자자들은 우리나라 투자자들이 비판적으로 보는 것에 반해 우리나라 기업들을 긍정적으로 바라보고 있는 것이다. 그렇다면 외국인 투자자들이 가져가는 수익이 과연 국부유출인가에 대해서도 의문을 가져보아야 한다. 왜냐하면 외국인 투자자들이 투자하지 않았다면 전체 투자규모 자체가 커지지 않았을 것이기 때문이다. 오히려 이렇게 전체 투자규모가 커짐으로 인해 우리나라 투자자들이 가져갈 수 있는 수익이 많아졌다고 보는 것이 옳을 것이다. 이에 대해서는 향후의 연구과제로도 남겨질 수 있다.

이와 관련하여 가능성이 있는 두 가지 전체에 대해서 고려해 보아야 한다. 먼저 외국인 투자자들이 그동안 저평가 되어 있던 우리 기업들을 제대로 평가하고 기업들 스스로의 노력에 의해 외국인 투자가 상승한 것인지 즉 외국인 투자자의 예측력이나 분석능력이 뛰어난 것인지, 아니면 외국인 투자자의 유입으로 인해 지배구조를 개선하고 모니터링을 강화하여 기업가치를 높인 것인지 여부를 고려해야 할 것이다. 발표자이신 박교수님도 이에 관해 다루어 주셨다. 다만 국내주주의 지분과 외국인 지분과의 교차관계를 같이 검토하였다면 과연 외국인이 얼마나 영향을 주었는가를 분석해 볼 수 있었을 것이며 이러한 인과관계가 정말 중요하다고 보여 진다.

궁극적으로 우리가 관심있는 것은 과연 외국인 투자의 영향이 기업가치를 창출하였느냐 아니면 파괴하였느냐이다. 이는 기업지배구조라는 것이 분명한 정의를 가진 것이 아닌 것임을 고려할 때 단순히 지배구조 개선이라는 명목보다는 기업의 가치를 증대시키는 것이 결국 보다 큰 목적이 된다고 생각한다.

마지막으로 외국인 투자자들이 국내 투자자에 비해 정보적으로 불리하기 때문에 수익을 빨리 회수하려 하고 배당의 압력을 가할 것이라는 가설을 설정하였는데 과연 외국인투자자들이 정보 비대칭 상태에 있는가는 의문이다. 오히려 국내투자자에 비해 그 자원과 분석능력에서 우월한 위치를 확보하고 선제적으로 투자를 하고 있다고 보여진다. 따라서 이것은 논의의 대상이지 정해진 결론으로 받아들일 수는 없을 듯 하다.

### 제 2 토론자: 장진호 (연세대학교 교수)

황익석 교수님의 논문에 대해서 토론을 해보고자 한다. 이 논문은 투명성이 낮은 회사일수록 재무분석에 대한 수요가 높다고 얘기하고 있으며, 투명성이 낮은 회사라는 기준으로 소유-지배 괴리를 사용하였는데, 이러한 괴리는 대주주와 소액주주간의 대리인 비용만을 측정하는 것이고 주주와 경영자간의 대리인 비용은 측정하는 변수는 아니다. 따라서 투명성의 결여와 재무분석간의 관계를 보고자 한다면 대주주와 소액주주간의 갈등 뿐만 아니라 주주와 경영자간에 대립에서 발생할 수 있는 것이기 때문에 이 중 한 부분만을 가지고 재무분석을 본 것이 아닌가 생각된다. 결국 어떤 회사에 대해서 내부자에 의한 부의 도용을 살펴보고 불투명성에 대해서 더 알고자 하는 것이 재무분석에 대한 수요를 촉진하는 것이라고 생각한다면 직접적으로 투명성을 가져오는 변수와 일부가 아닌 전체적인 변수를 왜 고려하지 않았나 하는 의문이 든다.

재무분석은 수요 뿐만 아니라 공급의 측면도 있을 수 있는데 이 논문은 수요의 측면만 고려하고 있다. 그러나 사실은 분석가의 입장에서는 그러한 시장의 수요 뿐만 아니라 분석에 드는 비용 즉 공급의 측면도 있는데 그 부분에 대해서는 언급이 없었다. 이에 대해서는 대안적 설명도 가능하다고 본다. 예를 들어 법적/비법률적 제도가 좋은 회사에서 재무분석이 상대적으로 적다고 하였는데, 그러한 국가들은 오히려 소유-지배 괴리 분석이 더 어렵지 않을까 생각한다. 왜냐하면 소유권 문제가 이슈인 우리나라의 경우 예를 들면 결합재무제표가 있어 그 기업의 소유권이 일목요연하게 정리되어 있는데, 이처럼 복잡한 소유구조를 가진 기업일수록 투명성에 대한 요구가 강해 분석가의 입장에서는 오히려 분석하기가 상대적으로 쉬울 수도 있기 때문이다.

### 제3 토론자 : 조성욱 (서울대 교수)

그동안 다각화 된 기업에 있어서 기업할인이 존재하는지 여부에 대해 많은 논의가 있어 왔는데 선진국과 개발도상국간에 차이가 커서 선진국에서는 다각화로 인한 기업할인이 있는 반면에 인도를 비롯한 몇몇 개도국에서는 오히려 프리미엄이 있을 수 있다고 해서 이에 대해서는 논쟁이 계속 되고 있기 때문에 논의의 가치가 있다. 뿐만 아니라 이 논문은 기존의 논문에 비해 방법론이나 기술뿐만 아니라 결과도 다르게 보여주기 때문에 더욱 가치가 있는 것이다. 왜냐하면 기존의 연구에서는 우리나라에서는 재벌이 독립기업에 비해 그 가치가 떨어진다고 했기 때문이다. 다만 이 논문이 다른 결과를 보여주기 때문에 이 논문의 연구방법이나 연구대상에 대해서 보다 세밀하게 다루어야 한다고 생각한다.

먼저, 선택한 재벌이 경제위기 이후에 살아남은 재벌들만 대상으로 하였기에 그 선택에 있어서 편견이 있을 수 있다고 보여지며, 또한 조건상 재벌중에서도 좋은 기업들만 대상으로 할 수 밖에 없어 비교대상인 독립기업도 이러한 부분을 더 세심히 고려해야 했다. 두 번째로 재벌이 독립기업에 비해 그 가치가 크거나 작지 않다고 했는데, 기업의 수익성과 이익 배당 등 여러 가지 성과면에서 재벌이 독립기업에 비해 떨어지는데 그 평가는 왜 재벌이 높게 나왔는지 의문이 가며, 그 평가가 옳은 것이라면 실제로 이러한 차이가 있는지에 대해 보다 섬세한 분석이 뒤따라야 했다.

또한 재벌과 비재벌 사이에 다른 조건이 통제되었을 경우 초과가치가 있는지의 여부를 고려해야 하며, 만약 이 논문의 주장과 같이 초과가치가 있다면 그 근거와 원인에 대해서 분석을 하여야 하는데, 여기에서는 그 근거로 내부자본시장(internal capital markets)을 주목하고 있는데, 그 변수의 선택에 문제가 있는 것으로 보인다. 나아가 1990년부터 1995년까지 6년간의 재벌 및 독립기업에 관한 비교연구에서는 재벌이 독립기업에 비해 가치가 떨어졌다고 나왔는데, 이 과거의 연구에서는 1997년 경제위기 이전이므로 실제로는 내부자본시장이 훨씬 더 활발히 이루어 질 수 있었던 시기임에도 재벌의 가치가 떨어지는 것으로 나왔는데, 어찌하여 내부자본시장이 정부의 규제 등으로 인하여 위축되어 있을 때에는 재벌의 가치가 독립기업에 비해 높게 나타났는지 의문을 갖게 된다.

마지막으로 재벌기업의 가치가 독립기업에 비해 떨어지지 않은 것이 지배구조의 개선으로 인한 것으로 본다면 이를 연도별 분석을 통해 실제로 지배구조가 개선되며 가치가 상승되었는가를 살펴보았으면 하는 아쉬움이 있다.

## ▣ 가족지배가 기업가치와 기업실적에 미치는 효과

2005년 6월에 ECGI(European Corporate Governance Institute)에 게재된 Roberto Barontini(Saint Anna School of Advanced Studies), Lorenzo Caprio(Universita Cattolica del Sacro Cuore)의 논문을 원문에 충실하게 요약하여 정리한다.

손영식 한국기업지배구조개선지원센터 연구위원, 세명대학교 교수

- I. 개요
- II. 샘플 선정과 자료
- III. 기초통계
- IV. 가족지배가 기업가치와 기업실적에 미치는 효과
- V. 결론

### 요약

본 연구에서는 유럽대륙의 소유구조와 기업가치 및 실적과의 관계를 분석한다. 11개국의 675개 공개회사 자료를 이용한다. 본 연구는, 가족은 낮은 기업가치 및 실적과 연관된 지배 제도수단에 의존하는 지배주주 형태임을 확인하였다. 그러나 가족지배기업이 지배권과 현금흐름권 사이가 크게 벌어진 형태임을 감안하더라도 본 연구결과는 가족지배가 기업실적을 방해한다는 가설은 지지하지 않는 것으로 나타났다.

기업가치와 영업실적은 설립자 지배기업에서는 매우 높게 나타났고 자손이 지배하는 기업에서도 최소한 평균보다 나쁘지는 않았다. 본 연구결론은 유럽대륙기업에 있어서 가족지배는 기업가치와 영업실적에 있어서 긍정적이라는 것이다. 이 결론은 설립자가 생존하고 있는 경우뿐만 아니라 자손이 비집행이사로 이사회에 참여하고 있으면서 지배권을 가지고 있는 경우에도 성립한다. 자손이 CEO를 할때 가족지배기업은 기업가치와 실적에 있어서 비가족지배 기업과 통계적으로 유의할만큼 차이가 나지는 않았다.

### I. 개요

공개회사에서 가족지배의 효과는 재무관리와 경영학 분야에서 그 관심이 점점증하고 있다. 본연구에서는 유럽의 675개 대기업 샘플을 조사하였고 이전 연구논문에 의하면 유럽도 아시아와 남아메리카 등 개발도상국보다 가족지배가 적지않게 성행하고 있다. 사실상 미국과 영국을 제외하고는 세계 대부분의 국가가 그렇다.

공개기업의 가족지배에 대하여 유럽의 여론은 혼합된 감정을 가지고 있다. 한편으로 가족지배는 존경을 받는데 그 이유는 많은 유럽의 대기업은 오랜기간 동안 대대로 수세기에 걸쳐 설립자 가족에 의해 번성해왔고 가족은 그들이 투자한 회사의 성공에 전력을 다한 장기투자자라는 견해가 있다.

또 한편으로는 가족이 외부주주들과 차별적으로 추구하는 우선순위가 기업가치 창출과 기업 성장을 방해할 수도 있는 잠재적인 이해상충으로 보일 수도 있다. 가족은 그들이 설립하거나 인수한 회사의 통제를 유지하기 위하여 여러 연구에서 낮은 가치창출과 연관성이 있다고 하는 통제제도 장치(이중 주식(dual-class shares), 피라미드 등)에 의존한다. 많은 비평가는 EC규제에 의하여 그러한 제도를 금지시키기를 원한다. 가족은 회사에서 자식들에게 높은 보수의 회사직책을 마련해 주고자한다고 비판받는다. 그럼으로서 시장에서 가장 능력있는 경영자가 제공해 줄 수 있는 가치창출 잠재력을 외부주주에게 제공하지 못하게 된다.

가족지배는 긍정적이고 부정적인 성격을 가지고 있으므로 실증적 연구는 가족지배의 최종효과를 판단하고 가족지배의 지속을 지양하고자 하는 규제정책에 매우 중요하다. 그러나 학술적인 측면에서 공개기업의 가족지배에 대한 실증논문은 그동안 미국에 초점이 맞추어져왔다(Shleifer and Vishny, 1986 등). Denis and Denis(1994)는 가족이 지분의 과반수를 소유한 기업을 연구한바, 대부분의 기업은 가족경영으로 특징지어 지는데 특별한 비능률 특성은 보이지 않았다고 한다. 많은 논문들에 의하면 설립자겸 CEO는 기업실적에 긍정적 효과를 가진다고 하였다. 가족지배의 중요한 사건은 설립자가 은퇴하고 자식에게 바톤을 넘기는 것이다. 이는 기업실적의 하강을 유도하기도 한다. Anderson and Reeb (2003)에 의하면 대체로 가족소유는 미국에서 효과적인 조직구조라고 하였다. 이에 반하여 Villalonga and Amit(2004)에 의하면 후손이 최고경영자가 되면 가족지배는 약점을 노출하게 된다고 한다.

미국의 국가에서의 최근의 이론적 분석은 가족이 행하는 역할을 조명했다. 특히 금융시장이 덜 발달되고 투자자 보호가 미진한 국가를 상대로 한 연구이다. 가족지배효과에 대한 실증적 증거는 미국보다 덜 호의적이다. Morck, Strangeland and



의결권	38.2	44.7	46.5	40.8	47.6	23.9	33.8	31.8	31.4
현금흐름권	32.0	40.6	35.9	36.0	40.7	23.0	26.5	30.1	26.1

유럽기업 샘플의 1/2은 의결권 37%이상을 가지고 있다. 이는 미국, 영국 그리고 아시아 국가 기업들 보다 높은 편이다. Claessens et al(2002)에 의하면 아시아 기업 77%가 의결권 40%이상을 가진 지배주주를 가지고 있지 않다고 한다. 또한 이중 주식(dual-class shares)과 피라미드로부터 야기되는 의결권과 현금흐름권의 괴리평균(6.2%)은 그다지 크지는 않지만 모든 국가에 존재하고 있다. 또한 지배주체의 비율에 있어서는 가족이 최대주주가 되는 비율이 52.6%, 공개기업 17%, 금융기관 15.1% 등의 순서로 나타났다.

#### IV. 가족지배가 기업가치와 기업실적에 미치는 효과

##### A. 기업실적과 지분집중의 관계

Claessens et al(2002)등의 연구결과는 대체로 i)기업가치와 기업실적은 최대주주의 현금흐름권과 비례하여 증가하고 ii)기업가치와 실적은 최대주주의 의결권과 현금흐름권의 괴리가 벌어질수록 감소한다는 것이다.

본 연구결과는 아시아와 미국에서의 유의한 양의 관계와 대조적으로 유럽기업의 경우 Tobin's Q와 최대주주의 현금흐름권과의 유의한 관계는 없는 것으로 나타났다. 그러나 Tobin's Q와 현금흐름권과 의결권의 괴리와의 관계는 유의한 음의 관계가 나타나서 이는 아시아와 미국의 경우와 유사한 결과였다. 그러므로 본 연구의 유럽의 경우는 다른 국제적 증거와 유사한 결과인데, 기업가치와 최대주주의 의결권을 높이는 지배제고 수단과는 음의 관계가 있다는 것이다.

종합적으로 저자는 기대하기를 시장가치와 회계수익성(ROA)에 있어서 최대주주의 현금흐름권과 양의 관계를 기대했으나 시장가치와의 관계는 유의성이 없고 ROA 경우에는 약한 증거가 포착되었다. 종속변수(기업가치, 수익성)와 의결권과 현금흐름권과의 괴리와의 관계는 예상대로 음의 관계가 입증되었다.

##### B. 기업실적과 가족지배

가족 대주주는 일반적으로 소액주주를 착취하고 지배력을 확보하고자 지배제고장치에 심하게 의존한다는 것이 가족지배에 대한 전반적인 비판이다. 가족지배는 낮은 수익성 및 낮은 시장가치와 동의어로 인식된다. 가족지배주주는 괴리를 이용하는 지배제고장치에 의존하고 또한 위에서 나온 결과인 기업가치와 괴리(의결권과 현금흐름권)와의 음의 관계를 볼때 기업실적과 가족지배의 관계도 부정적일것이라고 생각될 것이다. 그러나 단순한 결과로 가족을 평균적으로 악의의 대주주라고 판단하는 것은 너무 성급한 결론이다.

결과에 의하면 유럽대륙에서는 가족지배가 명백히 호의적으로 나타났다. 종속변수가 Tobin's Q와 ROA 경우 독립변수인 가족변수는 긍정적으로 매우 유의하게 나왔다. 현금흐름권과 의결권과의 괴리에도 불구하고 가족기업은 비가족기업에 비하여 기업가치와 기업실적이 있어 유의한 양의 결과가 나왔다. 결과에 의하면 다수의 가족지배기업의 경우 비효율적인 지배전략(즉 지배와 현금흐름권의 높은 괴리)으로 가족지배의 유리한 측면이 부분적으로 유실되는 면이 있으나 가족지배회사가 더 좋은 시장가치와 기업실적을 보여주었다.

가족지배의 효익/비용에 대한 이론이 명백한 결론을 얻지는 못했지만 현재 가족지배에 대한 광범위한 부정적 경향이 있다. Anderson and Reeb(2003)은 미국에서 가족경영의 긍정적인 효과를 발견하였고 그들의 결론은 규제가 잘되고 투명한 시장에서는 가족소유기업이 효율적인 조직형태가 된다고 하였다. 유럽대륙은 미국만큼 규제가 잘되고 투명한지는 않지만 같은 결과가 나올것이라고 하였다.

##### C. 기업실적과 가족역할의 관계

본 연구에서 가족지배는 전체적으로 긍정적 효과를 가지는 것으로 보이는데, 좀 더 자세하게 가족지배의 여러 가지 유형은 어떠한 효과를 가지는 지를 분석해본다. 주로 미국연구에서 설립자가 경영하는 기업의 실적은 평균이상으로 나타났다. 그러나 자손이 물려받았을때에 실적이 평균이상으로 나타났다고 기대하기는 어려울것이다.

더구나 외부경영자는 자손이나 설립자가 가질수 없는 능력과 경험을 회사에 기여할 수 있다는 것을 상정할 수 있다. 이 경우, CEO가 가족일원이라는 사실로도 기업실적에 부정적 효과를 미치게된다.

##### C.1 가족 CEO vs. 가족비집행이사

가족지배의 긍정적 효과는 가족이 경영에 참여하는 정도에 따라 달라질 수 있다. 가족이 이사회에 비집행이사로 있으면서 비가족 경영진을 감시하는 역할을 할 때 긍정적 효과가 나왔다. CEO는 가족이 아니지만 이사회멤버가 가족인 기업은 비가족기업보다 기업가치와 실적이 더 좋게 나타났다.

한편으로 가족일원이 CEO를 할때에는 가족기업이 비가족기업에 비해 좋다는 앞의 결과는 약화되었다. 가족이 경영을 하지않고 감시만 하는 경우 좋은 것으로 나타났지만 가족이 경영에 참여를 하지않고 이사회에도 있지않은 경우 가장 저조한 실적을 보이는 가족기업으로 나타났다. 가족지배가 회사에 적당한 정도의 역할을 할 때 회사에 유리하다는 결론을 보여준다.

## C.2 vs.

여기서는 설립자가 지배하는 형태와 자손이 지배하는 형태로 나누어 분석한다. 만일 설립자가 살아 있으면(역할이 무엇 이든간에) 그 가족지배기업은 설립자기업으로 분류되고 그렇지 않으면 자손기업으로 분류된다.

분석결과는 가족기업은 설립자가 지속적으로 지배할 때 실적이 훨씬 좋은 것으로 나타났다. Tobin's Q가 12.3% 더 높고(비가족기업에 비해서), ROA는 28.2% 더 높게(전체 평균에 비해) 나타났다. 그러나 저자는 자손기업이 비가족기업보다 더 좋지 않다는 부정적 증거는 발견하지 못했다.

## C.3 설립자와 자손 그리고 가족기업에서 그들의 역할

상장회사가 설립자에 의해 운영되는 경우 창업부터 성공할 때까지 성장하여 왔는바 자손이 설립자의 경영능력을 상속한다고 가정하는 것은 속단이다. 그래서 CEO직위를 가족내에 두기로 하는 결정은 그 역할에 가장 적절한 후보를 선택하지 못하고 오로지 가족이 그 역할을 유지하여 혜택을 본다는 것을 의미한다.

결과를 보면 첫째 CEO가 외부에서 영입되는 경우 설립자기업과 자손기업 모두 더 좋은 실적을 보였다. 둘째 설립자기업과 비가족기업과의 차이가 설립자가 CEO인 경우와 비집행이사인 경우 모두 유의한 긍정적인 결과가 나타났다. 셋째, 자손이 비집행이사를 하고있는 기업은 비가족기업에 비하여 실적이 좋은 것으로 나타났다. 역으로 후손이 CEO를 맡고있는 기업은 비가족기업과 통계적으로 유의한 차이가 없었다. 넷째 후손이 CEO를 맡고있는 기업이 비가족기업에 비해 시장가치나 기업실적에 있어 열등하다는 증거 또한 나타나지 않았다. 이는 비유럽국가에 관한 논문과는 반대결과이다.

## D. 가족지배 효과의 특징

가족지배에 관한 유럽에서의 실증결과는 긍정적이다. 설립자가 살아있을 때 그리고 가족이 회사경영에 비가족 집행이사의 능력을 수혈함과 동시에 이사회에서 가족은 감시역할을 유지할 때 가족지배는 좋은 결과를 가져올 수가 있다.

설립자의 우수한 기업실적에 대한 미국논문 결과는 유럽연구에서도 확인이 되었다. 미국에서의 다른 연구논문과 유사한 경우로 자손이 CEO인 기업이 이사회에만 가족이 직위를 갖고있는 가족(후손)기업보다 열등하다는 결과도 나타났다.

앵글로 색슨 국가의 금융시장의 최선관행으로부터 멀어져있는 유럽에서 위와 같은 결과가 나타난것은 놀랍다. 유럽은 가족지배가 성행하여 소수주주의 착취와 대주주 이해보호가 심하다고 인식하고 있기 때문이다. 미국에 비해 유럽에서 가족기업이 널리 퍼져있는 것을 볼때 이러한 가족기업형태가 유럽환경에서는 더 적절하다는 것을 의미할 수도 있다. EU 정책에서 지배구조에 관한 논쟁이 많은데 저자의 견해로는 유럽에서 가족기업의 성행이 유럽기업의 큰 문제점이라고 생각하지는 않는다.

## V. 결론

본 연구에서 저자는 유럽대륙에 있어서 기업실적과 소유지분 사이의 관계를 분석한다. 유럽회사는 다음의 특성을 가지고 있다: 집중된 소유구조, 지배권과 현금흐름권 사이의 괴리, 그리고 가족지배의 광범위한 분포. 가족지배는 지배권과 현금흐름권 사이의 괴리를 허용해주는 지배제고 장치와 명백히 연관되어있다.

그러나 기업가치와 소유구조와의 관계에 대한 회귀분석에 의하면, 지배제고장치의 부정적 효과에도 불구하고 가족지배는 유럽기업에 있어 긍정적이다. 설립자가 살아있고 CEO나 비집행이사로 활동한다면 미국의 경우와 같이 매우 긍정적이다. 미국과 차이를 보이는 것은 가족효과가 자손이 비집행이사 역할에 제한시킬때 가족효과는 긍정적이고 혹은 자손이 CEO역할을 할 때 적어도 부정적인 것은 아니다. 가족이 이사회에 전혀 속해 있지 않을때에만 가족지배기업은 비가족지배기업보다 실적이 좋지않은 것으로 나타났다.

저자는 지배제고장치의 부정적 효과에 대하여 비유럽 기업연구결과를 확인하였다. 그러나 저자는, 지배제고장치가 전세계적으로 가족지배와 연관성이 있지만 이 자체로 가족지배의 부정적 효과로의 결론을 내서는 안된다는 것이다. 미국, 영국 등의 국가를 제외한 국가 대부분의 상장 비금융회사는 가족지배기업이다. 그리고 가족지배의 긍정적인 면에 대한 결론을 이끌어 내는 것은 중요하다. 유럽대륙의 증거는 명백하게 비효율적인 소유지분구조를 가족기업이 선호함에도 불구하고 가족지배의 일반적 효과는 긍정적이다.

마지막으로 본 연구결과는, EC차원에서 논의되는, 지배권과 현금흐름권의 괴리를 금지하는 규제의 유용성에 대한 조심스런 항변을 한다. 괴리 그 자체는 낮은 기업실적과 연관이 있는 것은 사실이다. 그러나 괴리는 여러 경우에 있어서, 회사를 더 좋게 관리하거나 감시할 수 있게 해줌으로서 비효율적인 소유구조의 비용을 상쇄하고도 남는 유리한 결과를 가져다준다. 그러므로 현재의 지배균형을 갑작스레 왜하시키는 것이 더 효율적인 유럽회사가 될것인지는 의문이다.

## 사외이사 보상프로그램 : NASDAQ100 vs. NYSE100

본고는 이사들에 대한 보상 및 관련 기업지배구조 현안에 대해 전문적으로 연구하는 미국의 **Fredederic W. Cook & Co., Inc.** 가 2005년 9월에 발표한 「**Director Compensation : NASDAQ 100 VS. NYSE 100**」를 번역하여 정리한 것이다.

정현재 한국기업지배구조개선지원센터 선임연구원

### 개관 & 방법론

동 보고서는 미국의 양대 주식시장인 NASDAQ과 뉴욕증권거래소("NYSE")에 각각 상장된 미국 100대 기업들의 사외이사(outside directors) 보상 프로그램(compensation program)을 비교·분석했다. 이 보고서를 통해 대형 기술社(예) NASDAQ)들과 보다 "전통적인" 기업들이 상장되어 있는 NYSE의 보상프로그램 구조에 대한 명확한 비교를 볼 수 있을 것이며, 그 차이점에 대한 이해를 통해 유능한 사외이사 확보 경쟁에 직면한 모든 기업들을 위한 최선관행(Best Practices)을 이끌어 낼 수 있을 것이다.

NYSE 그룹은 2005년 3월 31일의 시가총액을 기준으로 삼아 NYSE에 속한 100대 미국 기업으로 구성하였다. 그리고 NASDAQ 그룹은 NASDAQ 100에 속한 미국 기업(비미국 기업은 제외)과 제외된 비미국 기업을 대신하여 시가총액 기준으로 몇 개 기업을 추가하여 구성하였다.

- 주가는 전년도 이후 단지 완만히 상승하였기에, 주가가 보상 가치 증대에 미치는 영향은 줄어들었다.
- 수입과 시가총액에 있어서 NYSE 표본 기업들이 일반적으로 NASDAQ 기업들에 비해 더 크다.

	NASDAQ 100			NYSE 100		
	수입(\$백만)	'05.3.31현재 시가총액(\$백만)	'05.3.31 현재 1년 총 주주수익률	수입(\$백만)	'05.3.31 현재 시가총액(\$백만)	'05.3.31 현재 1년 총 주주수익률
75백분위수	\$4,476	\$13,392	25.5%	\$39,148	\$71,802	
평균값	\$5,276	\$17,609	10.3%	\$37,328	\$64,460	11.1%
중앙값	\$1,509	\$6,258	6.7%	\$27,748	\$44,369	6.9%
25백분위수	\$1,160	\$4,404	-13.7%	\$13,943	\$26,765	-3.3%

각 기업들의 이사 보상 프로그램에 관한 정보는 2005년 6월 30일 까지 일년 동안에 발간된 공시보고서(proxies 와 Form 8-K's)로부터 수집하였다.

통상적으로 사외이사 보상 프로그램은 몇 가지 요소들로 구성되는데, 동 보고서는 이러한 부분들을 개별적으로 그리고 통합하여 분석하였다. 해당 보상 요소들은 다음과 같다:

- 이사회와 위원회 활동에 대한 연간 현금 지급액(annual cash retainer)
- 이사회와 위원회 회의 참석에 대한 회의비(meeting fees)
- 이사회 혹은 특정 위원회 위원장직 수행에 대한 추가적인 보수액
- 스톡옵션(stock options) 또는 스톡그랜트(stock grants) 후배주(deferred stock)와 같은 주식지급, 또는 제한부주식(restricted stock) 등과 같은 형식의 주식보상(equity compensation)

총 보수액을 계산하는데 이용되는 기준 가치는 다음과 같다:

- 각 이사회 회의는 일년에 8회 개최
- 이사회 각 위원회는 일년에 5회 개최
- 모든 주식 보수의 가치 평가는 2005년 3월 31일 종가 기준
- 옵션은 각 개별기업의 FAS 123 공시정보(스톡옵션 지급과 관련된 지출을 추정하는데 사용되는)와 이항모델을 이용하여 평가된다.
- 주식 지급의 가치는 2005년 3월 31일 각 기업 주가의 100%로 평가된다.
- 해당시점의 기업 규모를 기준으로 동 보고서에 포함되는 기업이 결정됐기 때문에 전년도 관행과의 비교는 동일한 기업

모집단과의 비교를 뜻하는 것이 아니다. 그러므로 “추세” 데이터는 보상 관행의 실제 변화뿐만 아니라 매년 기업 표본에서의 변화로부터 영향을 받을 수 있다. 뒤에 살펴볼 기업의 13%인 26개 기업은 금년 보고서에 새롭게 등장한 기업이다.

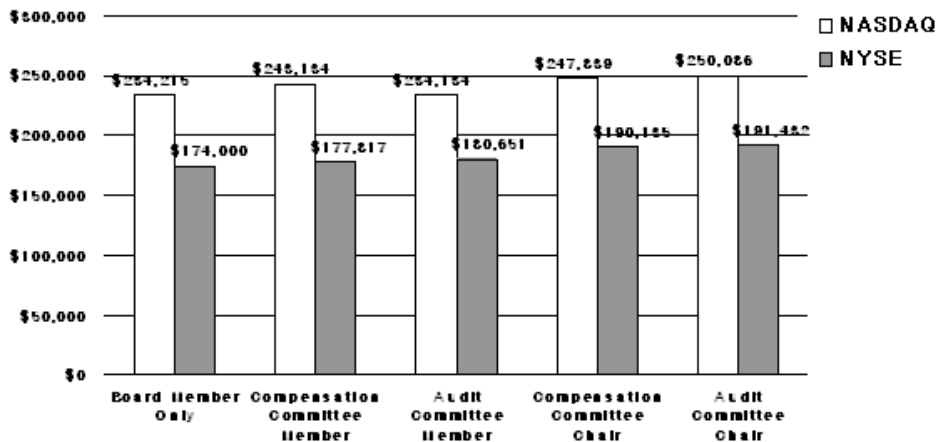
**총 보수액(Total Compensation)**

기업들은 특정 이사의 역할과 책임, 그리고 개인적 시간 할애와 의무를 이사 보상액과 더욱 연관시키고 있다. 이러한 움직임은 특히 감사위원회에서 명확해졌다. 동 보고서는 보수액 차이를 측정하기 위해, 다음의 일반적인 이사회 활동 범주들을 고려한다:

- 이사회 구성원(Board Member Only) - 어떠한 위원회에도 활동하지 않는 이사회 구성원
- 보상위원회 위원(Compensation Committee Member) - 보상위원회에서 활동하는 이사회 구성원. 타위원회에서는 활동하지 않음
- 보상위원회 위원장(Compensation Committee Chair) - 위의 “보상위원회 구성원”과 같지만, 보상위원회 위원장직을 수행
- 감사위원회 위원(Audit Committee Member) - 감사위원회에서 활동하는 이사회 구성원. 타위원회에서는 활동하지 않음
- 감사위원회 위원장(Audit Committee Chair) - 위의 “감사위원회 구성원”과 같지만, 감사위원회 위원장직을 수행

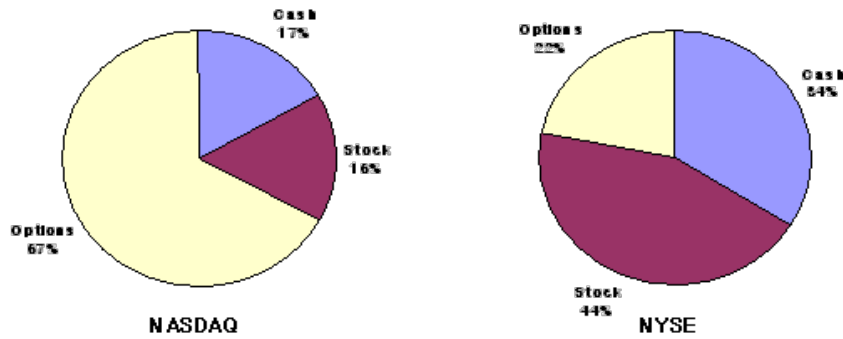
비록 동 보고서는 추천위원회(Nominating Committee)와 지배구조위원회(Governance Committee)의 자료를 거론하지는 않았지만, 그러한 위원회에 대한 보상이 일반적으로 보상위원회의 그것과 비견할 만하다는 것을 동 조사를 통해 알 수 있었다. 비록 약 8%와 20%의 기업들이 보상위원회 위원과 위원장에게 조금 더 보상을 하지만, 대다수 기업들은 추천위원회와 지배구조위원회에 보상위원회와 동일한 보수액을 제공한다.

아래의 그림은 NASDAQ과 NYSE 기업들의 총 보수액 가치의 중앙값(median)을 보여준다. 중앙값 비교를 보면, 동 연구의 범주에서는 NASDAQ 기업들은 NYSE 기업들에 비해 33% 이상의 잠재적인 가치평가액을 제공한다. 그 주된 이유는 NASDAQ 기업들에서 스톡옵션 형태의 총 보수액 비중이 더 크기 때문인 것으로 판단된다.



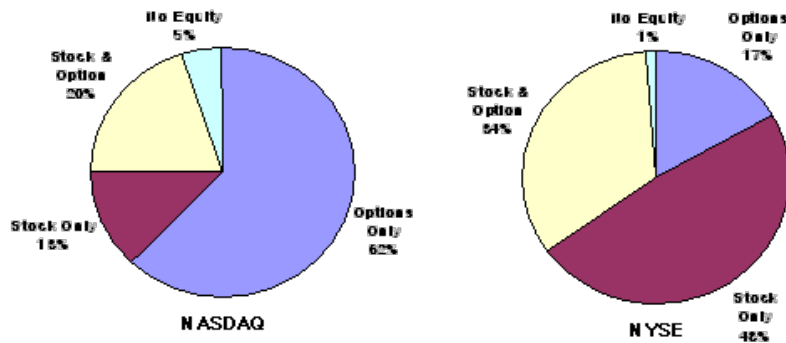
**현금 VS. 주식(Cash VS. Equity)**

아래의 차트는 NASDAQ과 NYSE 기업들이 통상적으로 이사들에게 지급하는 보상 요소들을 모두 합하여 보여주고 있다. NASDAQ 기업들은 NYSE 기업들에 비해 더 적은 현금을 지급하지만 주로 옵션의 형태로 훨씬 많은 보수액을 제공하며, 이는 NASDAQ 기업이 더 큰 총 보수액을 지급하는 것으로 나타나게 된다. NASDAQ 기업들이 옵션을 선호하는 반면 NYSE 기업들은 주식 지급(stock awards)에 더 크게 의존하는데, 이는 NASDAQ 기업들의 보상전략이 레버리지에 더욱 의존한다는 것을 설명해준다.



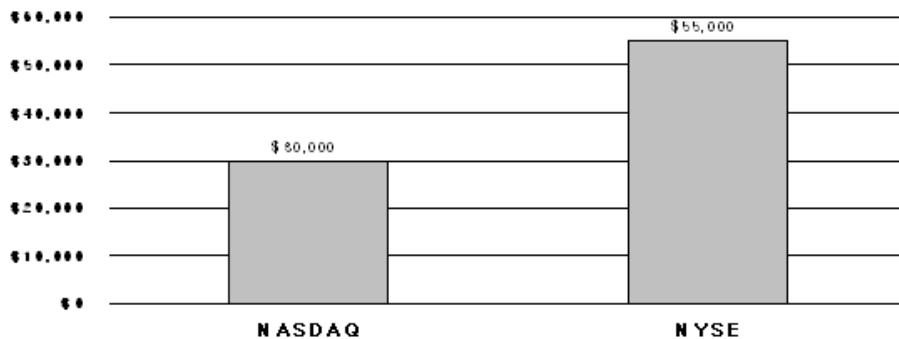
다음의 차트는 이사 보상 프로그램에 있어서 각각의 주식 지급(equity award) 방식을 이용하는 기업의 비율을 보여준다.

- NASDAQ 기업의 33%와 NYSE 기업의 81%는 이사 보상 패키지에서 주식(stock)을 부여한다(전년도에는 각각 23%와 77%였음).
- 62%의 NASDAQ 기업과 17%의 NYSE 기업은 옵션만을 부여하는 주식 프로그램(equity program)을 가진다(전년도에는 각각 73%와 20%였음).
- 8사의 NASDAQ 기업과 10사의 NYSE 기업은 지난해에 옵션 지급을 중지했다.



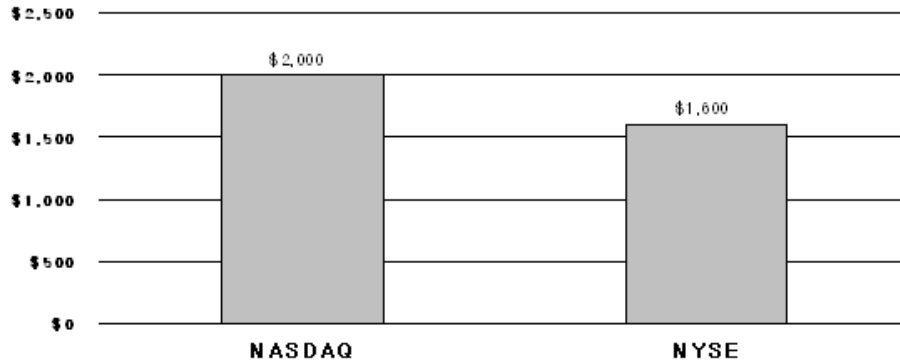
#### 이사회 현금 지급액(Board Cash Retainer)

동 연구의 대상이 되는 대부분의 기업들은 이사들에게 매년 현금을 지급하는데, 91%의 NASDAQ 기업들과 96%의 NYSE 기업들이 이러한 보상 방법을 이용한다. 다음 차트는 이러한 방법으로 보수액을 지급하는 기업들의 연간 현금 지급액의 중앙값을 보여준다. 작년과 대비해 NYSE 기업들의 중앙값은 10% 증가하였으나, NASDAQ 기업들의 중앙값은 변화가 없었다.



#### 이사회 회의비(Board Meeting Fees)

동 연구의 약 절반 이상의 기업들인 NASDAQ 기업 54%(전년도 65%에서 하락)와 NYSE 기업 52%(전년도와 동일)가 정기 이사회 회의비를 지급한다. 다음의 차트는 동 기업들의 1회당 회의비의 중앙값을 보여준다. 1회당 회의비의 중앙값은 전년도와 대비하여 NASDAQ 기업들에서는 \$500, NYSE 기업들에서는 \$100가 증가하였다.



**위원회 위원 보수액(Committee Member Compensation)**

일부 기업들은 위원회 활동에 대한 대가로 추가적인 보수액을 회의비 혹은 추가 지급액(현금 혹은 equity) 형식으로 준다. 다음의 표는 그러한 추가적인 보수액을 지급하는 기업들이 위원회 활동에 대해 지급하는 회의비와 연간 지급액을 보여준다. 위원회 위원장직 수행에 대한 추가 보수는 여기에 포함되지 않았다.

	기업 비율(%)		지급액/회의비 중앙값	
	NASDAQ	NYSE	NASDAQ	NYSE
<b>추가 지급액</b>				
보상위원회	27%	20%	\$10,000	\$7,500
감사위원회	32%	33%	\$10,000	\$8,250
<b>위원회 회의비(1회당)</b>				
보상위원회	46%	50%	\$1,000	\$1,500
감사위원회	47%	51%	\$1,200	\$1,500

NASDAQ 기업들에게서 더 많은 지급액이 나타난 것은 옵션 지급을 활용했기 때문일 수 있으며, 반면 NYSE 기업들은 현금 지급 방식을 더 이용했기 때문일 것이다.

위원회 위원에게 보상을 해주기 위해 연간 지급액을 이용하는 기업의 수는 늘어났으며, 그 중 감사위원회에 지급되는 보수액이 타 위원회 위원들에게 지급되는 금액보다 더 높은 것 같다. NASDAQ과 NYSE 기업을 통틀어 9개의 기업이 전년도와 비교해 감사위원회에 더 많은 지급액을 제공했다.

**위원장직 수행에 대한 추가 보수액(Additional Committee Chair Compensation)**

위원회 위원장직 수행을 위한 추가적인 책임부가와 시간할애를 인정하는 차원에서, 대부분의 기업들은 위원장에게 보통의 위원들보다 더 많은 보수를 지급한다. 그러한 추가 보수는 통상적으로 추가적인 연간 지급액(현금 혹은 equity 지급의 방식) 혹은 더 높은 회의비의 형태를 띤다. 아래의 표는 NASDAQ 기업들과 NYSE 기업들 중 추가적 방식으로 보수를 지급하고 있는 기업의 추가 보수액을 보여준다.

이 분석들은 통상적인 위원회 활동과 비교하여 그에 대한 초과액만을 보여 준다(예를 들어, 만약 보통의 위원회 위원이 연간 지급액으로 \$5,000을 받으며, 의장이 \$7,500를 받는다면 일상적인 활동에 대한 보수액을 초과하는 \$2,500 만이 반영된다).

위원회 위원장직에 대한 추가 보상을 제공하는 기업은 특히나 NASDAQ 기업에서 증가하였다. 68%와 61%의 NASDAQ 기업들이 감사위원회와 보상위원회 위원장직 수행에 대한 추가적인 보상을 하였는데, 이는 전년도의 47%와 41%에 비해 증가한 것이다. NYSE 기업들 역시 감사위원회와 보상위원회 위원장직 수행에 대한 추가적인 보상이 전년도의 각각 84%와 79%에서 증가하였다.

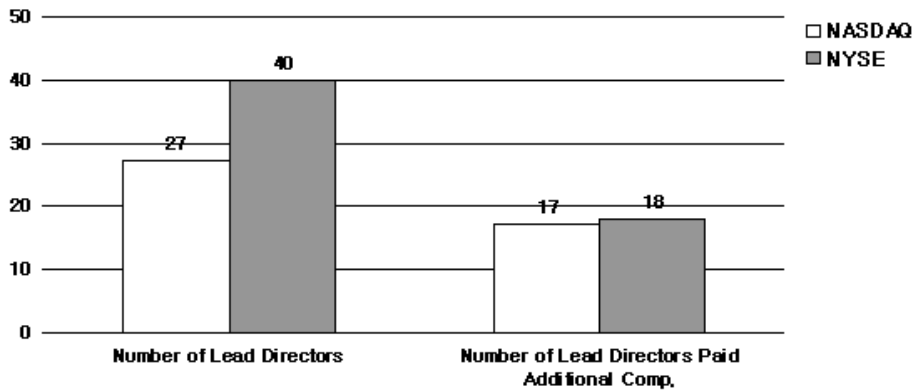
	기업 비율(%)		지급액/회의비 중앙값	
	NASDAQ	NYSE	NASDAQ	NYSE
<b>위원장직에 대한 추가 지급액</b>				
보상위원회	61%	87%	\$7,000	\$10,000
감사위원회	68%	89%	\$10,000	\$10,000
<b>위원장직에 대한 회의비(1회당)</b>				
보상위원회	7%	5%	\$1,000	\$500
감사위원회	9%	5%	\$2,000	\$500

위원회 위원장직에 대해 추가적인 보상을 하는 기업들에서 감사위원회 위원장에 대한 보상이 타 위원회 보다 많은 것 같다. 추가 보수는 주로 연간 지급액의 형태로 제공된다.

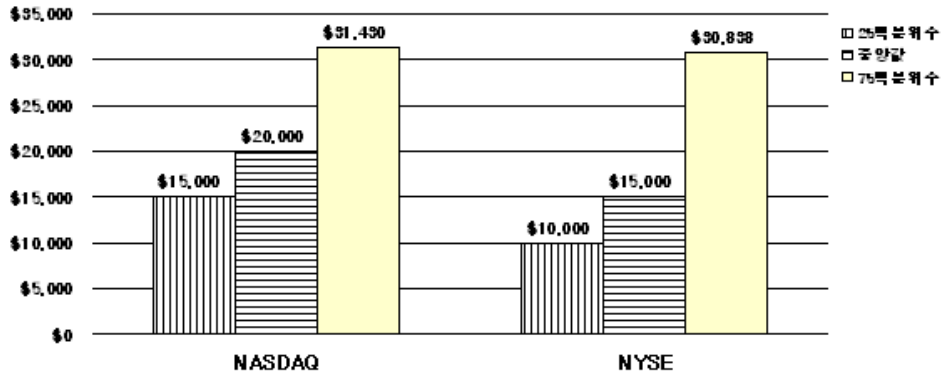
추가 보수를 받는 대부분의 위원회 위원장은 위원장이 아닌 보통 위원이 받는 회의비 혹은 지급액도 함께 받는 것에 주목해야 한다. 예를 들어, 감사위원회 위원장에게 추가 보수를 지급하는 68개 NASDAQ 기업들 중 56사는 감사위원회의 보통 위원들에게도 어떤 종류의 보수 역시 지급한다.

#### 선임이사 보수액(Lead Director Compensation)

더 많은 기업들은 종종 이사회회장을 겸하고 있는 CEO의 영향에 대한 독립적인 통계기구로서 행동하는 “선임이사(Lead Director or Presiding Director)”의 역할을 정립해 놓았다. 비록 동 연구에서는 선임이사의 정의를 이사회 집행회의를 감독하는 이사들을 포함하는 것에만 확장해 두었으나, 회사들이 새로운 기업지배구조의 현안에 적응하면서 더욱 많은 기업들이 선임이사를 임명하게 되었다. 다음의 차트는 NASDAQ 기업들과 NYSE 기업들 중 선임이사를 임명한 기업의 수와 추가 보수를 받는 선임이사의 수를 보여준다.

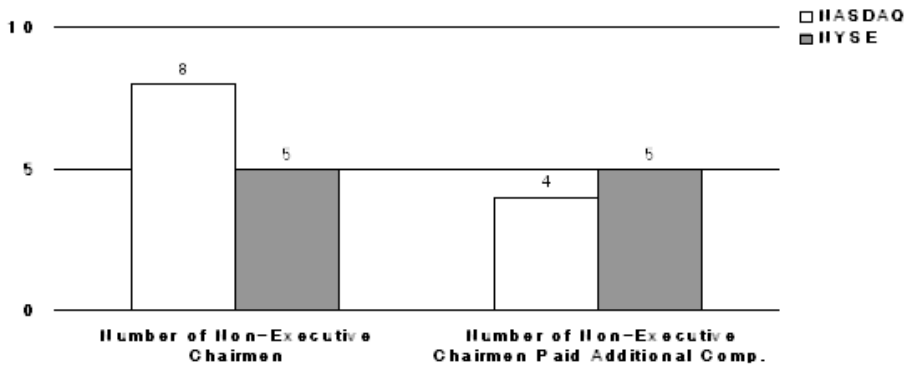


선임이사에 대한 추가적인 보수는 통상 현금으로 제공된다. 일부 기업들은 주식 혹은 옵션에 현금을 더하여 지급하는 반면, 어떤 기업들은 단지 주식이나 옵션만을 부여한다. 여기서는 그러한 보수를 제공하는 기업들이 일상적인 이사회 활동에 대해 지급하는 금액을 초과하는 액수를 보여준다. 전년도에 비해 선임이사에 대한 보수액의 중앙값은 NASDAQ과 NYSE 기업들 모두 약 \$5,000가 줄어들었다. 이러한 약간의 감소는 그러한 보상을 지급하는 기업 수가 많음에 기인하며, 개별기업 단위의 추세라고는 볼 수 없다.

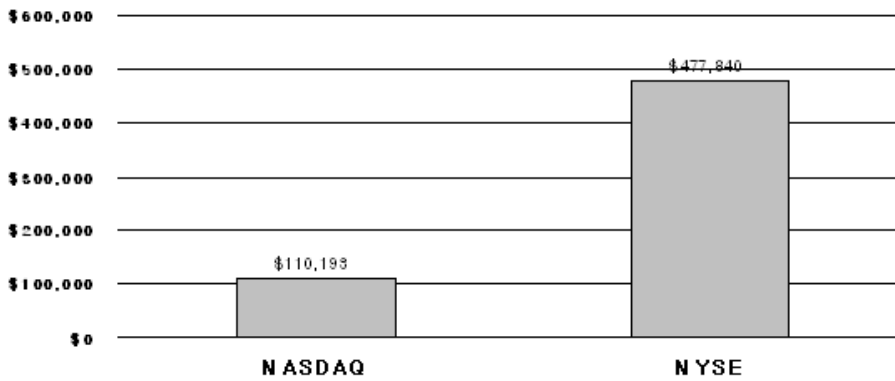


**비집행의장 보수액(Non-Executive Chairman Compensation)**

이사회 비집행의장은 이전에 해당 회사에 고용되어 활동한 적이 없던 사람을 말한다. 이사회 비상근의장직의 수는 전년도 대비 21사에서 13사로 감소하였다.

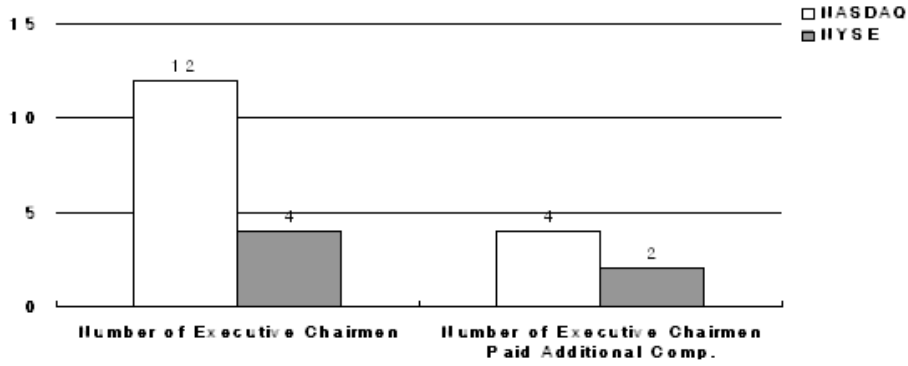


보통의 이사회 활동에 대한 보상 이외에 비집행의장직 수행에 대한 보수액의 중간값은 아래와 같다. 그러한 보수는 일반적으로 현금과 equity의 혼합형이며, 회사 내에서의 의장의 역할과 책임을 반영하는 경향이 있다. 비록 표본의 크기가 너무 작아서 의미 있는 결론을 이끌어내기가 힘들다는 점에도 불구하고, NYSE 기업들에서의 비집행의장에 제공되는 추가적인 보수액의 가치의 중앙값은 NASDAQ 기업의 그것과 비교해 보면 4배에 이른다.

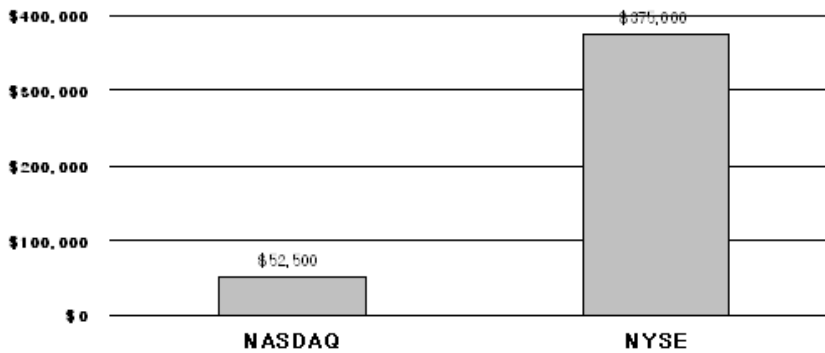


**집행의장 보수액(Executive Chairman Compensation)**

이사회 집행의장은 이전에 회사에 고용되어 주로 CEO로 활동했었던 의장을 말한다. 금년 조사에서 처음으로 집행의장의 분포와 보수액을 추적했다.



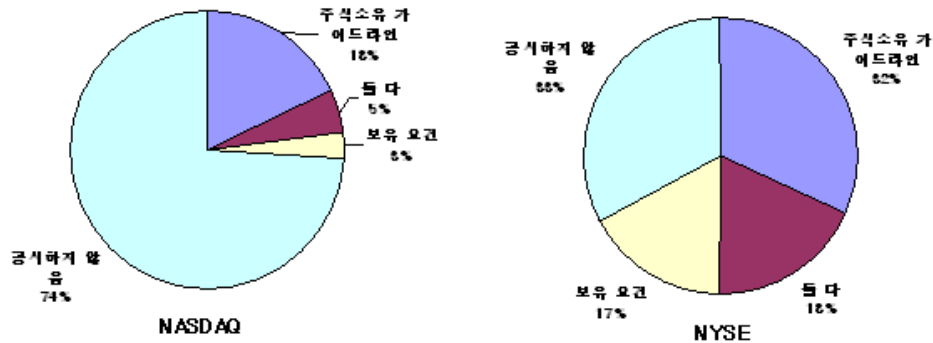
보통의 이사회 활동에 대한 보수에 더하여 집행의장으로 활동하는 것에 대한 보수액의 증감값은 아래와 같다. 그러한 보수액은 보통 추가적인 연간 현금 지급액의 형태를 보인다. 비집행의장과 마찬가지로 표본 크기가 작기 때문에 일반화 혹은 결론 도출의 어려움이 있다.



**주식 소유 프로그램(Equity Ownership Program)**

더 나아가 주주의 이익과 이사들의 이익을 부합시키기 위하여, 기업들은 이사들의 주식 소유를 점점 더 요구하고 있다. 주식 소유 가이드라인(ownership guidelines)과 주식 보유 요건(share retention requirement)은 가장 일반적인 소유 프로그램 방식이다. 소유 가이드라인은 보통 이사들이 일정량의 회사주식을 쌓아 두도록 요구하는데, 통상적으로 이사들에 대한 연간 지급액의 집합체로 정의된다. 또한 주식 보유 요건은 이사에게 부여된 주식 부여 혹은 후배주에 대한 일정 보유기간의 형식을 취하도록 하는 것이 가장 흔한 방식이다. 다음의 차트는 그러한 요건을 공시한 NASDAQ과 NYSE 기업들의 비율을 보여준다.

- 67%의 NYSE 기업들과 26%의 NASDAQ 기업들은 공식적인 주식 소유 가이드라인 혹은 주식 보유 요건을 가지고 있다.



## NASDAQ COMPANIES

ADOBE SYSTEM	EXPRESS SCRIPTS	NTL
ALTERA	FASTENAL	NVIDIA
AMAZON.COM	FISERV	ORACLE
AMERN EAGLE OUTFITTERS	FLEXTRONICS INTERNATIONAL	PACCAR
AMERICAN POWER CONVERSION	GARMIN	PATTERSON COMPANIES
AMGEN	GENZYME	PATTERSON-UTI ENERGY
APOLLO GROUP	GILEAD SCIENCES	PAYCHEX
APPLE COMPUTER	GOOGLE	PETSMART
APPLIED MATERIALS	IAC/INTERACTIVECORP	PIXAR
AUTODESK	INTEL	QLOGIC
BEA SYSTEMS	INTERSIL	QUALCOMM
BED BATH & BEYOND	INTUIT	ROSS STORES
BIOGEN IDEC	INVITROGEN	SANDISK
BIOMET	JDS UNIPHASE	SANMINA-SCI
BROADCOM	JUNIPER NETWORKS	SEPRACOR
C H ROBINSON WORLDWIDE	KLA-TENCOR	SIEBEL SYSTEM
CAREER EDUCATION	LAM RESEARCH	SIGMA-ALDRICH
CDW	LAMAR ADVERTISING	SIRIUS SATELLITE RADIO
CELGENE	LEVEL 3 COMMUNICATIONS	SMURFIT-STONE CONTAINER
CHIRON	LIBERTY GLOBAL	STAPLES
CINTAS	LINCARE HOLDINGS	STARBUCKS
CISCO SYSTEMS	LINEAR TECHNOLOGY	SUN MICROSYSTEMS
CITRIX SYSTEMS	MARVELL TECHNOLOGY GROUP	SYMANTEC
COGNIZANT TECH SOLUTIONS	MAXIM INTERGRATED PRODUCTS	SYNOPSIS
COMCAST	MCI	TELLABS
COMVERSE TECHNOLOGY	MEDIMMUNE	VERISIGN
COSTCO WHOLESALERS	MERCURY INTERACTIVE	VERITAS SOFTWARE
DELL	MICROCHIP TECHNOLOGY	WHOLE FOODS MARKET
DENTSPLY INTERNATL	MICROSOFT	WYNN RESORTS
DOLLAR TREE STORES	MILLENNIUM PHARMACEUTICALS	XILINX
EBAY	MOLEX	XM SATELLITE RADIO HLDGS
ECHOSTAR COMMUN	NETWORK APPLIANCE	YAHOO
ELECTRONIC ARTS	NEXTEL PARTNERS	
EXPEDITORS INTL WASH	NOVELLUS SYSTEMS	

## NYSE COMPANIES

3M	EMC	MOTOROLA
ABBOTT LABORATORIES	EMERSON ELECTRIC	NATIONAL CITY
AETNA	EXELON	NIKE
ALCOA	EXXON MOBIL	OCCIDENTAL PETROLEUM
ALLSTATE	FEDERAL HOME LOAN MORTG	PEPSICO
ALTRIA GROUP	FEDEX	PFIZER
AMERICAN EXPRESS	FIRST DATA	PROCTER & GAMBLE
AMERICAN INTERNATIONAL GROUP	GENENTECH	PRUDENTIAL FINANCIAL
ANHEUSER-BUSCH COS	GENERAL DYNAMICS	SBC COMMUNICATIONS
AUTOMATIC DATA PROCESSING	GENERAL ELECTRICS	SCHERING-PLOUGH
BANK OF AMERICA	GILLETTE	SLM
BANK OF NEW YORK	GOLDMAN SACHS GROUP	SOUTHERN
BAXTER INTERNATIONAL	GUIDANT	SPRINT
BB&T	HCA	ST PAUL TRAVELERS
BELLSOUTH	HEWLETT-PACKARD	SUNTRUST BANKS
BERKSHIRE HATHAWAY	HOME DEPOT	SYSCO
BOEING	HONEYWELL INTERNATIONAL	TARGET
BOSTON SCIENTIFIC	ILLINOIS TOOL WORKS	TEXAS INSTRUMENTS
BRISTOL-MYERS SQUIBB	INTL BUSINESS MACHINES	TIME WARNER
CARDINAL HEALTH	JOHNSON & JOHNSON	U S BANCORP
CATERPILLAR	JPMORGAN CHASE	UNITED PARCEL SERVICE
CENDANT	KIMBERLY-CLARK	UNITED TECHNOLOGIES
CHEVRON	LEHMAN BROTHERS HOLDINGS	UNITEDHEALTH GROUP
CITIGROUP	LIBERTY MEDIA	VERIZON COMMUNICATIONS
COCA-COLA	LILLY(ELI)	VIACOM
COLGATE-PALMOLIVE	LOCKHEED MARTIN	WACHOVIA
CONOCOPHILLIPS	LOWE'S COMPANIES	WALGREEN
CVS	MBNA	WAL-MART STORES
DEVON ENERGY	MCDONALD'S	WASHINGTON MUTUAL
DISNEY(WALT)	MEDTRONICS	WELLPOINT
DOMINION RESOURCES	MERCK	WELLS FARGO
DOW CHEMICAL	MERRILL LYNCH	WYETH
DU PONT(E I) DE NEMOURS	METLIFE	
DUKE ENERGY	MORGAN STANLEY	

### 증권선물거래소, 주요 주가지수 산출주기 단축 안내

지난해 11월 16일 증권선물거래소는 파생상품시장의 거래 활성화와 주가지수 이용도 제고를 위해 2006년 1월 2일(월)부터 KRX 100, KOSPI 200, 스타지수 등 주요 대표지수 또는 상품지수의 산출주기를 현행 10초에서 2초로 단축하기로 하였다.

2초 단위는 세계 최고 수준의 산출주기로서 사실상 실시간으로 지수를 산출, 투자자에게 제공하게 된다.

증권선물거래소는 금번 산출주기 단축으로 기존 10초 지수에 비해 투자자들에게 보다 신속하고 상세한 시장상황과 주가 방향성에 대한 정보 제공이 가능하게 되었으며, 투자기회 확대를 통한 파생상품시장의 거래활성화에도 일조할 것으로 기대된다고 밝혔다.

### 한국IR협의회, 제 5회 IR 대회 및 한국 IR 대상 시상식

한국IR협의회에서는 지난해 11월 25일 창립 6주년을 맞이하여 국내기업들의 IR에 대한 인식을 제고하고 IR활동을 보다 활성화하기 위하여 제 5회 IR대회를 개최하고, 지난 1년간 적극적이고 효과적인 IR활동으로 기업과 주주 및 투자자의 이익을 위하여 최선을 다한 모범적인 기업과 IRO를 발굴하여 격려함으로써 적극적인 IR 실행의 동기 부여와 올바른 IR문화의 정착을 위하여 한국 IR 대상을 시상하였다. 유가증권시장 부문에서 현대자동차(주)가 대상, (주)KT&G, SK 텔렉스(주)이 우수상을 수상하였고, 코스닥시장 부문에서는 NHN(주)이 대상, (주)네오위즈, (주)하나투어가 우수상을 수상하였다. 그리고 Best IRO상 부문에서는 김득주 기아자동차(주) 이사가 수상하였다.

### 공정거래위원회, 기업집단 미편입 계열사 조사결과

공정거래위원회는 미편입 계열사를 통한 대기업집단 규제제도의 면탈행위를 방지하기 위해 금년 미편입 계열사 조사를 실시하였고, 그 결과를 지난 11월 28일에 발표하였다.

발표 내용에 의하면 조사대상 35개 집단 총138개사에 대하여 자진신고와 직권조사(서면·현장조사) 등을 통해 조사한 결과 15개 집단 소속 50개사가 미편입 계열사로 파악되었고, 이중 2개사는 지분매각으로 현재는 계열사요건을 충족하지 못하는 것으로 나타났다.

계열사 요건이 충족된 15개 집단 48개사 중 친족독립경영 인정 기준을 충족한 13개 집단 43개사에 대해서는 친족 분리하였으며, 3개 집단 5개사에 대하여는 계열편입 조치를 하였다.

한편 공정거래위원회는 현재 검찰에 의해 기소되어 재판계류 중인 ‘두산’과 검찰에 자료를 요청중인 ‘대상’의 경우에는 잠정적으로 조사를 유보하고 향후 검찰로부터 관련 자료를 넘겨받아 검토 후 조치할 계획이며, 앞으로도 지속적인 감시활동을 통해 미편입 계열사의 발생을 사전에 차단할 예정이라고 밝혔다.

### 한국상장회사협의회, 상장회사 표준사외이사행동강령 제정

지난해 11월 30일 한국상장회사협의회에서는 사외이사가 스스로 준수해야 할 행동 기본원칙의 모범이 되는 「상장회사 표준사외이사행동강령」을 제정하여 발표하였다.

최근 사외이사과 이사회역할에 대한 기대가 높아지는 가운데 사외이사의 역할과 책임에 대한 이해나 주주의 이익 보호에 대한 명확한 인식이 부족한 사례가 발생하고 있으며, 사외이사의 활동에 대한 독립성 제고의 필요성도 제기되고 있다. 이에 따라 한국상장회사협의회에서는 사외이사 스스로가 기업경영 의사결정의 주체로서 긍지와 책임의식을 가지고 그 역할과 직무를 수행하는데 도움을 주고자 「상장회사 표준사외이사행동강령」을 제정하였다.

동 행동강령은 상장회사의 사외이사들이 준수하여야 할 행동의 기본 원칙의 모범으로 제시함으로써 상장회사 사외이사들이 스스로 사외이사의 행동강령을 제정하는데 참고·활용토록 하기 위한 것이다.

동 강령은 행동강령의 목적, 즉 사외이사가 준수하여야 할 행동의 기본원칙을 정한다는 점을 명시하고, 사외이사의 역할과 직무수행에 관한 7개의 기본원칙과 사외이사의 기본윤리에 관한 4개의 기본원칙 등 총 11항목의 기본원칙을 제시하였다.

동 강령의 주요내용으로는 사외이사는 이사회를 통하여 적법하고 윤리적이며 원칙을 준수하는 경영활동을 하고 독립적인 지위에서 의사결정과 이사회를 통한 감독기능을 충실히 수행하도록 하며, 아울러 사외이사는 그 지위를 이용하여 부정행위 방법으로 본인 또는 제3자의 이익을 추구하지 않도록 하는 내용 등을 담고 있다.

### 금융감독원, 기업구조조정촉진법에 따른 기업구조조정 추진 성과

지난해 12월 2일 금융감독원은 채권금융기관 주도의 기업구조조정을 지원하기 위하여 여·야 합의로 제정된 「기업구조조정촉진법」을 운영한 결과 지난 4년여간 부실정후기업 구조조정에 상당한 성과를 보인 것으로 분석되었다고 밝혔다.

기초법에 따라 구조조정을 추진한 부실정후기업은 25개사로, 이 중 10개사는 경영정상화 또는 제3자 매각을 통해 구조조정이 종료되었으며, 구조조정을 진행 중인 12개사도 경영정상화 기반이 마련된 것으로 나타났다.

채권금융기관은 부실정후기업 구조조정을 위하여 출자전환 13.5조원, 만기연장 14.5조원, 신규자금지원 4.7조원 등 총 37조원 규모의 채무재조정을 실시하였으며, 기업별로는 하이닉스(9.2조원), 현대건설(6.9조원), SK네트웍스(6.6조원) 등 3개사가 전체의 70.1%를 차지하였다. 부실정후기업들도 비핵심사업부문 정리 및 부동산 매각 등을 통해 5.7조원 규모의 자구노력을 이행한 것으로 나타났다.

이러한 채무재조정과 자구노력에 따라 부실정후기업 입장에서는 수익성과 재무안정성이 기초법 제정 당시인 '01년 말에 비해 크게 개선되어 사실상 새로운 건전 기업으로 탈바꿈된 것으로 나타났다.

특히 2004년 말 매출액영업이익률은 10.2%에 달하여 제조업 평균(7.8%)을 상회하였으며, 부채비율도 2001년 말 351.4%에서 '04년말 165.7%로 크게 낮아져 우량한 재무구조를 갖추게 되었다.

채권금융기관 입장에서도 구조조정에 참여하지 않은 금융기관들은 청산가치 수준(평균 31%)으로 상환 받아 상당부분 손실을 입은 반면, 구조조정에 참여한 금융기관들은 출자전환주식 가격 상승에 힘입어 채권의 예상 회수율이 101.7%에 달할 것으로 추정되는 등 이들 금융기관의 수익에 상당한 기여를 하고 있는 것으로 나타났다.

이처럼 기초법을 통한 채권금융기관과 대상기업의 공동 노력에 따라 짧은 기간 내에 많은 문제기업을 정상화하고 채권금융기관의 채권회수율을 제고하는 등 금융시장의 안정과 사회·경제적 비용 최소화를 달성할 수 있었던 것으로 평가되었다.

### 공정거래위원회, 2005년 11월 중 상호출자제한기업집단 등의 소속회사 변동현황

공정거래위원회는 2005년 11월 중 상호출자제한기업집단 등의 소속회사 변동현황을 지난 12월 2일 발표하였다.

이에 따르면 55개 상호출자제한기업집단 등의 계열회사 수는 2005년 11월 1일 1,001개에서 11월 중 5개가 편입되고, 4개가 제외되어 2005년 12월 1일 현재 1,002개로 전월대비 1개가 증가하였다.

11개 출자총액제한기업집단의 계열회사 수는 2005년 12월 1일 302개로 전월대비 변동이 없으며, 출자총액제한기업집단을 제외한 상호출자·채무보증제한기업집단의 계열회사 수는 2005년 11월 1일 699개에서 2005년 12월 1일 현재 700개로 1개가 증가하였다.

증가내역은 회사설립 3개[「현대자동차」: (주)과텍스, 「케이티」: (주)케이티렌탈, 「대성」: (주)가하홀딩스], 지분취득 2개[「현대백화점」: (주)씨씨에스, (주)충북방송] 등 총 5개이다.

감소내역은 합병 1개[「에스티엑스」: (주)포스], 청산종결 1개[「태광산업」: 태경물산(주)], 기타 2개[「케이티」: 한림창업투자(주), (주)백셀] 등 총 4개이다.

### 전국경제인연합회, 전경련 주요 상장기업(87개 업체) 경영투명성 실태조사 결과

전국경제인연합회가 12월 5일 발간한 「주요 기업의 경영투명성 관련 제도의 도입, 운영실태 및 보완과제」란 보고서에 따르면, 우리기업들은 경쟁력확보와 대외신인도 제고를 위해 사외이사 선임 및 감사위원회 설치, 내부회계관리제도 및 내부신고제도 도입 등 투명경영 관련제도를 적극 도입하여 실천하고 있는 것으로 나타났다.

사외이사의 독립성, 객관성을 확보하기 위해 '대주주경영진에 의한 추천 비율'은 전년대비 6.6%p 감소(37.7%→31.1%)한 반면, '사외이사후보추천위원회 추천방식'은 전년보다 8.3%p 증가(52.0%→60.3%)하였다. 이에 따라 사외이사 활동에 대한 주요기업들의 만족도는 80.4%로 전년보다 6.9%p 높아졌다.

감사위원회 설치의무대상이 아닌 자산2조원 이하의 기업 중에서 감사위원회를 설치, 운영하고 있는 업체는 전년대비 7.8%p 늘어났으며(18.2%→26.0%), 감사위원회를 운영하고 있는 업체의 93.5%가 감사위원회에 감사관련 정보를 주기적으로 제공하고 있는 것으로 나타났다.

응답 업체의 80.5%(70개사)가 내부회계관리제도 운영규정을 제정하고 있으며, 응답업체의 63.2%(55개사)는 내부신고제도를 도입하여 기업 자율적으로 내부비리에 대해 회사 임직원의 상시 감시체제를 제도화하고 있는 것으로 나타났다.

한편, 응답 업체의 32.1%(28개사)는 현재 자율적으로 '투명경영실천기구'를 설치, 운영(23.0%, 20개사)하고 있거나, 향후 설치계획(9.1%, 8개사)을 갖고 있어 전년도 응답비율 25.2%(23개사)보다 6.9%p 증가하여 기업들의 자율적 투명경영 실천 의지가 더욱 확산되고 있다.

그러나 주요 기업들의 절반 이상(57.3%)이 사외이사 선임 상 문제점으로 '적격후보자 물색 곤란(32.8%)', '사외이사 법정 선임 의무비율 충족 곤란(24.5%)' 등 마땅한 후보자 선임에 애로를 지적하고 있다.

사외이사 운영상 문제점으로는 '사외이사의 독립성 결여(30.7%)', '경영에 대한 이해 부족(25.3%)', '사외이사들의 전문성 부족(20.0%)' 순으로 나타났다. 특히 사외이사의 전문지식 부족 등으로 인하여 이사회안건에 대해 심도 있는 논의가 어려운 것으로 지적되었다.

### 증권선물거래소, 최근 10년간 韓·中·日 증시 동향 분석

지난해 12월 6일 증권선물거래소는 최근 10년 간 한국, 중국, 일본의 증시 동향을 분석하여 발표하였다.

이에 따르면 한국시장은 1997년 외환위기 이후 시장개방 및 강력한 기업구조 조정 등을 통한 한국경제의 펀더멘탈이 개선되면서 2000년까지 주가가 급반등하였다. 2000년 이후 전 세계적으로 주가거품론 확산으로 국내증시도 동반 하락하였으나, 최근 경기회복에 대한 기대감과 풍부한 유동성으로 연일 사상최고기점과 함께 1,300선을 돌파하였다.

중국시장은 1990년 초 시장 개설 이후, 중국경제의 성장과 함께 증시도 동반 상승하였으나, 이후 세계증시 상승 및 경기호조세에도 불구하고 최근 4년간 약세를 보이고 있다. 이는 정부의 비유동주식 매각 물량 부담, 중국정부의 경기과열 억제 정책, 펀더멘털 대비 과대평가된 주가수준 등에 기인한다.

그리고 일본시장은 10년 이상 장기 하락(Lost decade) 이후, 2003년4월을 저점으로 회복되면서 최근 5년 만에 최고치를 보이며 15,000선 돌파하였다. 이는 경기회복 신호 가시화 등으로 장기 디플레이션 문제가 해소될 양상을 보이고, 외국인 증시자금의 유입 증가에 따른다.

## 대한상공회의소, 2006년 한국 증시의 전망과 과제

대한상공회의소가 지난 12월 6일 외국계 증권사 및 자산운용사(25개사)와 은행, 연기금 등 국내기관투자자(25개사)를 대상으로 '2006년도 한국증시의 전망과 과제'를 조사한 바에 따르면 응답사(36개사)의 66.7%가 내년도에 한국증시에 대한 투자를 확대할 계획을 갖고 있는 것으로 나타났다.

단기투자(13.9%)보다는 중장기투자(86.1%)를 계획하고 있는 곳이 많았으며, 투자종목은 대형주(75.0%)가 중소형주(13.9%)에 비해 압도적으로 많았다. 또한 성장주(55.6%)를 중심으로 투자하겠다는 응답이 가치주(33.3%)나 고배당주(5.6%)에 투자하겠다는 응답보다 많아 내년도에 성장주의 강세가 계속될 것으로 전망된다.

한편 투자한 기업에 대한 경영참여와 관련해서는 '단순한 투자수익이 목적이므로 기업경영에는 일체 간여하지 않을 것'이라는 응답(50.0%)이 우세했으나, '적절한 경영감시 활동을 통해 기업가치개선을 유도'(44.4%)하거나 '필요시 경영참여와 M&A 등도 배제하지 않음'(5.6%) 등 직간접적으로 경영참여를 고려하고 있는 경우도 많았다.

또한 향후 투자한 기업의 경영권 분쟁이 발생할 경우 '투자이익에 유리하다면 경영권 교체를 찬성'하겠다는 응답(33.3%)이 '심각한 귀책사유가 없는 한 현 경영진을 지지'하겠다는 응답(16.7%)보다 2배나 많았다.

증권집단소송과 관련해서도 '손해정도에 따라 소송참여를 검토할 수 있다'(72.2%)는 응답이 '소송실익이 불투명해 소송에 참여할 의향이 별로 없다'(27.8%)는 응답보다 많아 증권집단소송에 대한 기업들의 대응노력이 강화되어야 할 것으로 분석됐다.

현재 한국증시의 디스카운트 정도에 대해서는 66.7%가 10~20%라고 응답했으며 저평가가 해소될 경우의 적정주가는 1,500p 이상이라는 응답(69.4%)이 가장 많았다.

한편 우리 기업의 회계 및 경영투명성과 관련해서는 63.9%가 보통수준이라고 응답하였으며 투명한 편(30.5%)이라는 응답이 불투명한 편(5.6%)이라는 응답보다 월등히 많아 기업의 경영 투명성은 대체로 긍정적으로 평가받고 있는 것으로 나타났다.

## 국회, 증권거래법 일부개정법률안

국회는 12월 8일 '증권거래법 일부개정법률안'을 본회의에서 의결하였다. 동 개정법률안은 공포 후 3월이 경과한 날부터 시행된다.

이번 개정안의 주요내용은 다음과 같다.

첫째, 증권거래법 또는 금융관련법령에 따라 책임 또는 재직 중이었다라면 해임 또는 징계면직의 조치를 받았을 것으로 통보된 퇴임한 임원 또는 퇴직한 직원도 일정기간동안 임원이 될 수 없도록 하고, 그 조치내용의 통보 및 기록유지에 관하여 규정하였다.(제33조제2항제6호 및 제57조의2 신설). 금감위로부터 해임 또는 징계면직의 조치를 받기 전에 퇴임 또는 퇴직함으로써 증권회사 임원결격 요건의 적용을 회피하는 행위를 방지하기 위하여 이러한 경우에도 임원결격 요건에 해당될 수 있도록 하였다.

둘째, 금융감독위원회의 투기거래 방지와 공익 또는 투자자의 보호를 위하여 증권회사에 할 수 있는 명령의 구체적 내용을 규정하였으며,(제54조) 또한 유가증권의 시세고정·안정행위를 원칙적으로 금지하고, 예외적으로 허용되는 시장조성·안정조작의 개념, 주체 등을 규정하였다.(제188조의4제3항). 이는 금감위의 명령을 위반한 증권회사에 대하여 벌칙을 부과하고 있는 규정과 유가증권의 시세고정·안정행위를 금지하고 있는 규정이 죄형법정주의의 원칙에 위배되고 위임입법의 한계를 일탈하여 위헌이라는 헌법재판소의 결정에 따라 관련 조문을 정비한 것이다.

셋째, 주권상장법인 등이 자기주식을 취득할 수 있는 방법에 신탁계약 등의 해지·종료로 인하여 자기주식을 반환받는 방법을 추가하였다.(제189조의2제1항제3호 신설).

넷째, 주권상장법인 등이 이사회의 결의로 주식매수선택권을 부여할 수 있는 대상자 중 당해 법인의 이사를 제외함으로써 이들에 대하여는 주주총회의 특별결의로 주식매수선택권을 부여할 수 있도록 하며, 당해 법인의 이사를 제외한 기타 임·직원에게 이사회의 결의로 주식매수선택권을 부여하는 경우에는 사후에 주주총회의 승인을 얻도록 하였다.(제189조의4제3항 및 제4항).

다섯째, 금융감독위원회가 투기거래 방지와 공익 또는 투자자의 보호를 위하여 증권회사에 하는 명령을 위반한 자에 대한 벌칙을 삭제하였다.(제209조제7호).

## 금융감독원, 상장법인의 임원배상책임보험 가입에 관한 가이드라인 제정

지난해 12월 12일 금융감독원은 상장회사협의회, 코스닥상장법인협의회와 협의하여 상장·코스닥 법인의 임원배상책임보험 가입에 관한 가이드라인을 제정하였다고 밝혔다.

그 동안 상장·코스닥법인의 기업투명성 제고를 위한 제도가 꾸준히 도입·강화되고 증권집단소송제도가 도입됨으로써 기업경영상 임원에 대한 책임추궁 가능성이 증가함에 따라, 상장법인 등은 임원배상책임보험 가입을 통하여 임원에 대한 손해배상 책임추궁 가능성에 대처할 필요성이 증가하고 있으며, 사업보고서 분석결과 이미 상당수의 상장기업이 임원배상책임보험에 가입하고 있는 것으로 나타났다.

그러나 회사비용으로 임원의 책임을 완화하는 보험에 가입하면서도 보험가입의 근거 및 적절한 가입절차 없이 가입하는 경우가 많은 것으로 파악되었다.

이와 같은 배경에서 제정되어진 동 가이드라인의 주요 내용은 다음과 같다.

첫째, 임원배상책임보험이 회사비용으로 임원의 책임을 완화한다는 점에서 가입근거를 정관 등으로 명확히 하고 아울러 이사회승인 등 가입절차도 투명하게 할 필요가 있다.

둘째, 피보험자의 범위, 보상되는 손해, 보험회사의 면책범위, 보상한도도 구체화할 필요가 있다.

셋째, 계약 체결 시 개별 기업의 업종, 영업특성, 회사규모 및 노출된 위험의 성격 등을 감안하여 명백하고 개별화된 구체적 내용으로 결정할 필요가 있다.

또한 금융감독원은 현재 보험가입 공시내용이 보험료, 보험금 및 회사부담금 액수의 개인별 기재에 그치고 있어서 보험 가입에 따른 효과를 임원 당사자는 물론 투자자 등 이해관계인이 인식하기에 어려움이 있음을 감안하여 금년 중 사업보고서 서식을 보완하여 보상범위, 면책사유 등 보험계약 내용이 공시될 수 있도록 할 예정임을 밝혔다.

동 가이드라인에 대하여는 상장회사협의회, 코스닥상장법인협의회가 주도적으로 상장·코스닥법인에 이를 발송·안내하여 가입절차의 투명성 확보와 올바른 공시관행이 정착될 수 있도록 할 예정이다.

### 증권선물거래소, 유가증권시장 M&A기업 관리제도 개선 등

지난 12월 12일 증권선물거래소는 신중 우회상장행위에 대한 효율적 관리방안 마련 및 상장·퇴출 관련 일부 제도의 개선을 위해 유가증권시장상장규정을 개정하여 2005년 12월 12일(월)부터 시행할 예정이라고 밝혔다.

주요 내용으로는 우선 시장건전성 제고를 위하여 우회상장 유사행위 관리 제도의 개선책으로 우회상장 유사행위(지배권 변동)에 대한 매각제한 제도를 신설하였다.

합병과 경제적 효과가 유사한 포괄적 주식교환 또는 영업(자산) 양수 등과 제3자 배정 증자의 결합형태인 주식스왑 등을 통해 상장법인의 지배권이 변동되는 신중 우회상장행위가 발생함에 따라, 이러한 행위로 인한 지배권 변동 시 최대주주 등의 소유지분에 대한 매각 제한규정을 신설(지난 6월)하되, 합병요건에 준하는 재무요건에(신규상장시의 부채비율, 영업이익, 유보율 요건 적용) 미달하는 비상장법인과 합병/포괄적 주식교환 등의 경우에는 매각제한 규제를 강화(6월→1년)하였다. 단 지배권변동이 발생하지 않는 경우에는 매각제한을 적용하지 않는다.

이러한 개선으로 시장의 건전성 제고 및 우회상장 규제의 실효성을 제고하는 한편 기업구조조정을 위한 M&A 등의 활성화를 촉진할 것으로 기대된다.

그리고 상장 및 퇴출 관련 일부 제도도 보완하였다. 상장예비심사 청구가 연중 가능하도록 청구절차를 개선(연초 결산 확정전에 상장예비심사 청구 시 前前사업연도 재무제표로 우선 청구하고 사후적으로 결산 확정 후 직전사업연도 재무제표 제출)하여 IPO 희망 기업의 적기 자금조달 지원하였다.

유동성공급계약이 체결된 경우에는 유동성공급호가로 인해 유동성 확보가 가능하므로 퇴출요건 중 거래량 요건 적용을 배제하였고, 회계처리기준 위반 관련 관리종목지정제도도 폐지하여 과잉규제 문제를 해소하였다.

또한 감사의견 관련 퇴출사유(감사의견 부적정, 의견거절)중 그 원인이 계속기업불확실성인 경우로서 상장폐지 전에 당해 원인사유 해소 시에는, 반기까지 퇴출을 유예(매매거래정지)하고, 반기보고서의 감사의견에 따라 퇴출여부를 결정토록 함으로써 분쟁소지를 예방하였다.

### 금융감독위원회, 전환사채 발행규제 완화 및 5% 보고기간 산정방법 변경 등

금융감독위원회는 2005년 12월 23일 “유가증권의 발행 및 공시 등에 관한 규정”을 개정하여 전환사채 발행규제를 완화하고 5% 보고기간을 변경하는 등의 제도를 개선하였다고 12월 26일에 발표했다.

발표 내용에 따르면 우선, 전환사채의 전환가액에 대하여는 현재 여러 개의 시가 중 ‘높은 가액 이상’으로 할 수 있는 것을 일반공모방식으로 발행할 경우에는 ‘낮은 가액 이상’으로 할 수 있도록 완화하여 중소·벤처기업의 자금조달 시 주로 이용되는 전환사채(CB)·신주인수권부사채(BW)의 발행이 활성화될 수 있도록 하였다.

한편 합병비율 평가계약 체결내역에 대한 공시의무를 폐지하였는데, 이는 동 공시로 인하여 합병정보의 사전유출 우려가 있고 여타 합병 관련 신고서상 중복적으로 공시되기 때문이다.

또한 야간·주말공시의 부작용을 방지하기 위한 대책으로 토요일 공시접수제도가 전면 폐지됨에 따라, 주식 등의 대량보유상황보고(5% 보고)와 관련하여 그 보고기간(5일)의 산정 시 토요일을 제외하도록 하였다.

### 금융감독위원회, 외국기업 상장을 위한 시장제도 개선

금융감독위원회는 우량증권의 공급을 통한 증권시장의 안정적 성장과 증권시장의 국제화를 촉진하기 위해 한국증권선물거래소의 외국기업의 국내증시 상장을 위한 상장·공시규정 개정안을 승인(2005년 12월 23일 의결)하였다고 지난해 12월 26일 발표했다. 이에 따라 상장규정은 2005년 12월 26일부터 시행되고, 공시규정은 2006년 4월 1일부터 시행된다. 외국거래소에 상장되어 있지 않은 기업도 국내증시의 상장(1차 상장 : Primary Listing)을 허용하되, 국내 투자자 보호, 내

· 외국인 동등대우 원칙에 따라 외국기업에게도 국내기업과 원칙적으로 동일한 상장 및 상장폐지 기준을 적용하고 공시도 원칙적으로 국내기업과 동일한 항목에 대해 「한글」로 하도록 하였다.

또한 상장제도의 국제적 정합성을 제고하기 위해 자본금 요건을 폐지하는 대신 기업의 규모를 보다 정확히 보여줄 수 있는 자기자본 요건을 적용하고, 부채비율 요건은 폐지하되 차입금의존도, 유동비율 등 기업의 재무상황을 종합적으로 고려하여 판단하는 등 상장기준을 개선하여 국내·외 기업에 동일하게 적용하기로 하였다.

상장 및 상장폐지 요건으로 외국기업이 국내증시에 상장되기 위해서는 원칙적으로 국내기업과 동일한 상장요건의 적용을 받게 된다. 즉, 매출액(최근 300억원, 3년 평균 200억원), 이익요건(자기자본 이익률, 이익액), 자기자본(100억원) 등 상장요건을 동일하게 적용받는다. 외국기업에 대한 관리종목지정 및 상장폐지기준도 원칙적으로 국내기업과 동일하게 적용된다. 즉, 영업활동 정지, 감사의견 부적정, 자본잠식, 매출액 등 상장폐지관련 요건을 동일하게 적용한다.

공시언어 및 항목에서는 투자자 보호를 위해 외국기업도 원칙적으로 국내기업과 동일한 공시항목에 대해 「한글」로 공시하게 된다. 다만, 외국기업이 정기보고서에 상당하는 서류를 본국에 제출하는 경우 요약된 한글번역문을 첨부하여 제출할 수 있다. 공시시한은 국내일자를 기준으로 기산하며, 본국과 국내에 모두 공시의무가 부여되는 사항은 본국시장과 동시에 공시하여야 한다. 다만, 국내 공시시한이 본국 공시시한보다 빨리 종료되는 경우, 다음 국내영업일 오전 7시20분까지 공시하여야 한다.

회계처리기준 및 감사인의 자격 등의 측면에서는 외국기업에 대해 국제회계기준 외에 미국회계기준 및 국제회계기준의 사용을 허용하고, 상장 후에는 회계기준을 임의적으로 변경하지 못하도록 하여 외국기업의 회계정보에 대한 신뢰성을 높일 예정이다. 또한 외부감사의 신뢰성을 확보하기 위하여 외국기업에 대한 감사인 자격을 국제적으로 인정받는 회계법인으로 한정할 예정이다.

### 금융감독위원회, 기업의 상장부담 경감을 위한 주요경영사항신고(수시공시)제도 개선

금융감독위원회는 시장의 투명성과 투자자 보호원칙을 저해하지 않는 범위 내에서 상장기업의 공시부담을 경감하기 위하여, 주요경영사항신고(수시공시)제도 개선방안을 마련하고 유가증권발행공시규정 및 증권선물거래소 공시규정 등을 개정(2005년 12월 23일 금감위 의결 및 승인)하여 2006년 4월 1일부터 시행할 예정이라고 지난해 12월 26일 밝혔다. 주요 내용은 다음과 같다.

첫째 수시공시 규정체제를 합리적으로 개선하였다. 주요경영사항신고 항목 중 위반 시 형벌·행정제재가 필요할 만큼 중요한 사항만 금감위 규정에 남겨 두고, 경상적 경영활동과 관련된 사항으로서 공적규제 필요성이 적은 사항은 증권·선물거래소 규정으로 이관하였다.

둘째 공시의무사항을 획기적으로 축소하였다. 정기·특수공시 또는 거래소 상장규정에 의한 공시(신고)사항 등과 중복되는 사항 및 정보중요성이 낮아져 시급히 공시할 필요성이 적은 사항을 삭제하거나 자율공시로 전환하고, 재무항목의 일정비율이상 금액을 기준으로 공시의무를 부과하던 사항의 경우 현행 비율기준이 4단계(1, 3, 5, 10%)로 지나치게 세분화되어 있어, 5%미만의 경우 정보 가치가 떨어지는 데도 기업에 부담만 주는 점을 감안하여 2단계(5, 10%)로 조정하였다. 이에 따라 공시의무사항은 유가증권발행공시규정 기준으로 200개에서 71개로, 유가증권시장 공시규정을 기준으로 232개(코스닥은 227개)에서 134개(코스닥 135개)로 대폭 축소되었다.

셋째 공시의무 위반에 대한 제재체도의 개선이 이루어졌다. 공시위반에 따른 자동적 상장폐지제도(소위 삼진아웃제도)는 기업실체와 무관하게 직원의 실수에 의한 사소한 공시위반만으로 퇴출시키는 것이 과도하고, 불성실공시 시점과 제재 시점 간에 괴리가 큰 경우 행위주체와 제재대상이 달라지는 문제가 있는 점 등을 감안하여 ‘자동’퇴출제도는 폐지하되, 공시의무 위반의 고의·중과실, 투자자 피해정도 등을 종합적으로 감안하여 거래소의 공시위원회의 심의를 거쳐 상장폐지 여부를 결정할 수 있도록 하였다.

금융감독위원회는 상장기업들이 제도변경 내용을 충분히 숙지하고 새로운 환경에 적응하여 공시부담 경감을 체감할 수 있도록 필요한 교육과 홍보를 지속적으로 해나갈 것이며, 상장기업에 대한 설명회를 2006년 1월 중에 개최하고, 자율공시 사항 목록 작성 및 배포 등을 할 계획이라고 밝혔다.

### 전국경제인연합회, ‘대기업의 2005년 지속가능(환경·사회) 보고서’ 발간

전경련과 KBCSD(The Korea Business Council for Sustainable Development : 지속가능발전기업협의회)는 지속가능경영의 확산을 위해 국내 20개 대기업의 지속가능경영 우수사례를 지난해 12월 30일 소개하였다.

양 기관이 발표한 “주요 대기업의 2005년 지속가능(환경·사회) 보고서”는 금호미쓰이화학, 기아자동차, 대한항공, 롯데백화점, 삼성SDI, 삼성전자, CJ, LS 전선, LG전자, LG화학, GS칼텍스, 태평양, 포스코, 한국동서발전, 한국수자원공사, 한국전력, 한국토지공사, 한라공조, 현대자동차 등 20개 대기업이 포함되어 있다. 이들 기업들은 친환경경영과 사회공헌사업 등 지속가능경영을 활발히 추진하고 있는 대표적인 사례기업이며, 여타 기업의 지속가능경영에 대한 인식제고는 물론 국내기업에 적합한 지속가능경영 전략 수립에 도움이 될 것이라고 밝혔다.

그러나 전경련과 KBCSD는 지속가능(환경·사회) 보고서를 발간한 국내 기업 중 기아자동차나 삼성SDI, 포스코, 현대자동차 등과 같이 글로벌 기준에 적합한 보고서를 작성하는 기업도 있으나, 대다수의 기업들은 아직 초기단계에 머물러 있고 지속가능경영의 중요성에 대한 인식이 미흡한 실정이라고 지적했다.

### 증권선물거래소, 2005년 증권시장 결산

증권선물거래소는 유가증권시장과 코스닥시장에 상장된 전 상장종목을 대상으로 2005년 증권시장을 분석하여 지난 12월 30일 발표하였다.

조사결과에 의하면 전년 말 대비 KRX 100지수는 52.06%, 코스피지수는 52.71%, 코스닥지수는 81.75% 상승한 것으로 나타났다. 이는 저금리기조 지속, 적립식펀드열풍, 8.31 부동산대책 등의 영향으로 주가지수가 11년 만에 사상최고치를 경신한 것이다.

상장회사 수는 전년 말 1,573개사에서 1,618사로 45사 증가하였고, 주식시장거래량은 전년대비 60.82% 증가하였으며 거래대금도 72.15% 증가하였다.

기업규모별 주가지수 면에서는 유가증권시장 대형주가 51.40% 상승하고, 중형주 88.46%, 소형주 126.46% 상승세를 보여 대형주보다 소형주의 강세가 두드러졌고, 코스닥시장에서도 대형주가 58.49% 상승하고, 중형주 103.9%, 소형주 168.49% 상승세를 보여 대형주보다 소형주가 강세를 보인 것으로 나타났다.

업종별 지수에서는 유가증권시장 업종별지수 중 증권, 섬유 의복, 의약품, 건설업 등이 강세를 보였고 통신업만 하락세를 보였다. 그리고 코스닥시장 업종별지수에서는 금융업지수가 155.49%, IT S/W & SVC지수가 131.19%, 유통업지수가 127.79% 상승하였다.

투자자별로는 유가증권시장에서 외국인은 3조 633억, 개인은 7조9,190억원을 순매도한 반면 기관은 7조5,718억원을 순매수하였다. 외국인은 은행, 기계, 건설업 등을 순매수하고 기관은 은행을 제외한 전 업종에서 순매수하였다. 그리고 코스닥 시장에서 외국인은 6,558억원을, 기관은 6,172억원을 순매수하였으나 개인은 1,915억을 순매도하였다. 외국인은 IT S/W & SVC, IT H/W 등을 순매수하였다.

급년 들어 주가상승 상위종목은 유가증권시장에서 동일패브릭(3,785.71%), 세림제지(934.00%), 일양약품(858.38%) 순이었고 주가하락종목은 텔레윈(-49.72%), 삼양옵틱스(-40.00%), 한국전기초자(-28.18%) 순이었으며, 코스닥시장에서는 팬텀(3,736.48%), 3OFT(3,057.30%), 여리(1,532.48%) 순으로 상승하였고 동진에코텍(-85.80%), 성광(-81.01%), 세인(-77.21%) 순으로 하락하였다.

2005년 세계 주요증시 주가지수 등락률에서 코스닥지수가 세계1위, 코스피지수는 세계4위의 주가상승률을 보였다.

편집팀

## EU, 기업법 행동안(EU Company Law Action Plan)의 미래

지난 11월14일 런던에서 DTI가 주최하고 Hermes가 후원한 유럽기업지배구조회의가 거의 400명이 참여한 가운데 열렸다. 이 회의에서는 투자자와 기업의 양 입장에서 지배구조의 이슈를 검토했으며, 유럽노동조합연맹(European Trade Union Confederation, ETUC)의 사무차장 Reiner Hoffman을 통해 노동자의 대표들도 참석하였다.

이 날의 가장 중요한 부분은 McCreedy 위원의 기조연설이었다. 그는 연설을 통해 지금 유럽은 기업법 행동안 첫 번째 단계의 마지막 시점에 도달하고 있으며 두 번째 단계에서 해야 할 일이 무엇인지를 생각해야 할 때라고 지적했다. 향후 몇 주 동안 광범한 공개상담회가 열릴 것이며 McCreedy 위원은 EU가 생각하기에 논의되어야 할 이슈들을 다듬었다.

투자자의 자신감을 회복하는 것은 더 이상 주요한 초점이 아니다. McCreedy 위원에 따르면 EU의 입장에서 그 원동력이 되는 것은 소위 Lisbon Agenda로 불리는 EU 기업들의 경쟁력 향상과 보다 나은 규제를 향한 EU의 추진 등 두 가지가 나란히 다루어져야 한다고 한다.

EU내에 4억5천만이 넘는 내부시장을 가졌음에도 기업들이 이를 이용하는 것이 쉽지 않다. World Bank에 따르면 세계 10대 국가중에 EU 회원국은 단지 2개국만이 들어있으며 30대 국가에는 11개 회원국이 포함되어 있다. 이에 대해 McCreedy 위원은 “이것은 단지 좋지 못한 정도가 아니다. 이는 EU가 전체로서도 세계 최고의 연합이 되지 못할 것이라는 것을 의미한다. 수행되어야 많은 일들이 EU 회원국의 손안에 있다. 그러나 EU가 출발선에서 그 회원국들과 기업들을 억지로 떠밀어서는 되지 않는다. 만약 EU가 경쟁적인 내부시장을 갖게 된다면 기업들은 EU 외에서도 성공적으로 경쟁할 수 있는 기회를 갖게 될 것이다. 그렇게 되면 국제화는 위협이 아닌 기회로 여겨질 것이다. 기업법 행동안에서 우선적인 것은 기업가정신에 이바지하고 국제적 측면에서 가장 가능성 있게 만드는 것이다”라고 말했다.

McCreedy 위원은 기업법 행동안의 미래에 대해 다음의 네 가지 주요 과제를 세웠다.

1. 이해관계자와의 상의
2. 입법은 입법 했을 때에 실천이 가능한 EU 수준에서만 한다. 이를 위해 기업들에게 최소한의 부담을 주고 가능한 한 융통성을 주는 기구의 필요성을 강조
3. 새로운 입법내용에 대한 포괄적인 영향 평가
4. 기업법 지침을 포함한 현행 EU 법을 단순화하는 3년동안의 프로그램

## 유럽, FD(finance directors)를 대상으로 설문

유럽 재무이사들에 따르면 상장기업은 개인기업에 비해 일하기에 매우 매력이 떨어지는 곳으로 퇴보하고 있다. 최근 설문에 따르면 규제감소, 투자자조사, 헤지펀드활동 등으로부터 압력을 느끼며 유럽 CFO들의 절반이 지난 2년동안 공개시장은 고용되기에 점점 덜 매력적인 곳으로 되어가고 있다고 말했다. 영국의 재무이사들도 절반이 이러한 시각에 동의했다.

Financial News와 Societe Generale의 기업투자은행지부인 SG CIB를 위해 Richard Davies Investor Relations가 시행한 유럽 CFO 설문에서 이러한 우려들이 나타났다. 설문에 응한 절반 이상이 다음해의 전체적인 사업환경에 대해 자신감을 갖고 있다고 말했으며, 단지 소수만이 경제적 전망에 대해 매우 우려를 하고 있었다.

재무이사들이 맞는 주요 도전은 재원이 충분하지 않은 연금계획에 대한 지배구조 과도규제이다. 대부분의 응답자들은 지배구조규준을 반겼으나 4분의 1 이상이 그러한 규준은 이사회수준의 보상을 정하는 데 있어서 부정적인 영향을 가졌다고 말했으며 15%는 감사의 질에 관해서도 마찬가지였다고 말했다.

또한 재원이 불충분한 계획의 문제를 어떻게 해결할 것인지에 관한 공감대는 형성되지 않았지만, 과반수 이상이 연금기금의 적자는 기업의 재무제표에 부정적인 영향을 미쳤다고 말했다.

이 설문의 주요 결과는 다음과 같다.

- 가장 크게 인식된 위험은 구축성의 규제에 따른 수요성장의 둔화이다.
- 투자자관계 · 기업설명활동(Investor Relations, IR)은 CFO들에게 가장 시간을 요하는 활동이다.
- CFO들 중 64%는 연금적자를 기업인수합병의 주요한 장애물로 보고 있다.
- 기업들은 일반적으로 그 연금계획의 경영에 점차 관여하고 있다.
- 많은 기업들은 그들이 1990년대에 분담액을 줄임으로써 그 적자에 대해 부분적으로 책임이 있음을 인정했다.
- 41%는 헤지펀드가 주주로서 점차 영향력을 가지는 것을 우려했다.
- CFO의 다수는(64%) 투자자 활동이 그 기업의 장기적 가치창출을 위한 것이 아닌 단기 이익에 의한 것이라고 생각한다.
- 국제회계보고서기준(International Financial Reporting Standards)의 영향에 대해 받은 긍정적으로 나머지 받은 부정적으로 보았다.
- 네 회사 중 하나의 회사가 감사인을 최근에 교체했거나 교체를 고려 중이다.
- 기업의 다수는 지난해동안 부채를 발행하거나 상환하기 위하여 우호적인 시장환경을 이용하였다.

- 기업인수합병이 다음해에 보다 주목을 받을 것으로 예상했다.

## 영국, 국제 감사규제기관 라운드테이블 열어

영국의 재무보고위원회(Financial Reporting Council)는 세계 각국에서 모인 13명의 독립적인 감사 규제기관들의 라운드테이블을 주최하였다. 이 모임에서는 미래의 상호협력방안을 논의하고 공통 관심사에 대해 검토하였다. 또한 모임을 대표하는 국제조직들은 이미 감사이슈의 논의에 관련되어 있었는데, 이러한 조직으로는 Financial Stability Forum, World Bank, IOSCO(International Organisation of Securities Commissions), Basel Committee, PIOB(Public Interest Oversight Board), 유럽위원회 등을 포함한다.

논의된 이슈들은 회계 관련 회사들로부터 독립된 감사 규제기관의 설립에 있어서의 발전, 정보의 상호교환 방안, 감사시장에서의 집중, 감사인의 독립과 관련된 이슈, 감사회사와 감사대상과 관련하여 다중관할권구조에 의해 제기된 이슈 등이 있다.

각국의 감사 규제기관 간에 협조를 용이하게 하기 위하여 독립적인 감사 규제기관으로 구성된 적절한 국제포럼에 대해 폭넓은 지지가 있었다. 포럼에 대한 제안은 호주증권투자위원회(Austrian Securities and Investments Commission)가 주최하는 2006년 3월의 다음 모임에서 준비될 것이다.

## 일본, 유일한 토착 의결권 리서치회사 개시

동경에 사무소를 둔 Governance Vision(GV)은 IRRC의 전 분석자였으며 동경증권거래소를 위해 전자의결권서비스 프로젝트에 참여했던 Kuny Kobayashi의 소산이다. 2명의 직원과 함께 시작한 Kuny는 Institutional Shareholder Services에 의해 인수된 IRRC에 남는 것에 난색을 보인 두개의 대형 기관투자자를 고객으로 회사를 개시했다. 2006년에 GV는 일본어로 된 분석을 선보이며, 적어도 1,500개 자국회사의 정기주주총회 의제에 관한 의결권권고와 일본어, 영어, 만다린 등으로 된 일본기업에 관한 지배구조 분석표를 제공할 예정이다.

## 미국 SEC, 대리투표자료에 관한 전자배포 방안 내놓아

미국 증권거래위원회(Securities and Exchange Commission, SEC)는 기업들이 대리투표에 관한 자료를 하드카피보다는 웹상에서 주기적으로 배포하는 것을 허용하는 방안을 내놓았다. 이 방안이 따르면 기업은 주주에게 우편으로 후보자 명부와 의제를 담은 우편엽서를 보내는 것으로 충분하며, 의견을 달리하는 투자자가 대량의 우편에 돈을 들이지 않고 온라인 상으로 후보자명부에 대해 이의를 제기할 수 있다. 자세한 사항은 SEC의 웹사이트에서 확인할 수 있으며, 이 방안은 보편적인 전자의결권행사에는 아직 못미치나 의결권행사의 현대화측면에서는 커다란 발전을 상징한다.

SEC에 따르면 기업들은 1년에 인쇄, 우편과 기타 비용 등에 들이는 10억 달러(미화) 정도를 절약할 수 있다. 따라서 이 방안에 대해 몇몇 경영진들은 (낙선자가) 이의를 제기한 선거에 대해 좀더 제한을 둘 것을 역설할 수도 있지만, 이사회에서는 큰 환영을 받을 것이다. 기관투자자들도 처음으로 후보지명에 대해 폭넓게 이의를 제기할 수 있는 새로운 절차를 지지하고 있다.

이에 대한 우려를 표명하고 있는 것은 거의 독점적으로 미국 기업의 주주총회 자료를 배포하고 있는 ADP이다. 만약 이 방안이 법안으로 통과되고 뉴욕증권거래소가 ADP의 수수료를 그에 맞게 낮춘다면 이는 ADP에 엄청난 재정적 손실을 가져다 줄 수도 있다.

## 세계적으로 기업지배구조 관련 회의 증가해

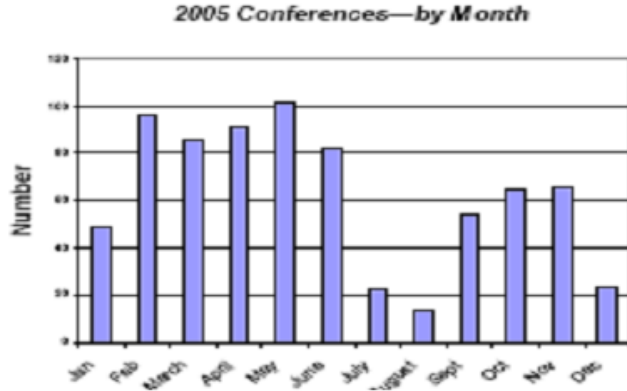
급증하는 워크숍과 이사교육프로그램이 2005년에 전 세계적으로 총 751회에 이르는 기업지배구조 회의를 촉진하였으며 이는 20%의 증가세를 나타낸다. 이는 2005년에 매일 최소 2개 이상의 기업지배구조 관련 회의가 열렸다는 것을 의미하며 반면 2004년에는 580개의 회의가 열렸다. 이 수치는 Global Proxy Watch(GPW)의 9번째 연례 연말 시장관심분야지표에서 기업지배구조에 관한 내용이다. 1997년에 처음 시작된 이 지표는 같은 해에 89개의 회의만이 열렸다고 집계 하였으며 이는 2005년 4월 한 달에 열린 회의 숫자와 비슷하다. 다른 특징들은 다음과 같다.

- 1997년에 10개국, 2004년에는 52개국이 기업지배구조 회의를 개최한 것과 달리 2005년에는 57개국이 개최하였다.
- 기업지배구조의 상징적인 수도는 세계에서 열린 지배구조 관련 회의 중 5분의 1을 개최한 런던으로 드러났다. 뉴욕이 62회로 그 뒤를 이었다.
- 국가별 수치로 볼 때, Sarbanes-Oxley 법의 영향을 여전히 누리고 있는 미국이 200회로 선두를 차지했으며 영국이 기관 투자자와 규제기관 덕분에 196회로 그 뒤를 바짝 뒤쫓았다. 선진시장 중에서는 일본이 5회로 가장 적었다.
- 회의의 수적 상승률에서는 새로운 Institut Francais des Administrateurs가 지배구조 관련 후원을 시작한 프랑스가 차지했다. 2004년에 비해 3배의 상승률을 보였다. 캐나다는 2003년 이후로 121%가 상승하였으며, 영국은 같은 기간에 81%의 상승률을 보였다.
- 과도시장 가운데 선두 그룹은 홍콩을 포함하는 중국(18회), 말레이시아(18회), 브라질(15회), 남아공화국(12회), 인도(8회) 등이었으며 한국, 이집트, 콜롬비아, 터키 등이 각 5회를 개최하여 지배구조에 대해 증가하는 관심을 보여주었다.

아래는 2005 GPW의 회의개최지표이다.

Country	2005	2004	Country	2005	2004
US	200	183	Malaysia	18	8
UK	196	159	Brazil	15	12
Canada	53	32	China (+HK)	18	11
France	36	12	S. Africa	12	3
Australia	27	29	Ireland	11	3

아래의 자료는 또한 회의의 개최가 한 해 동안 일정한 흐름이 있음을 보여준다. 2005년에는 5월에 102개의 회의가 열려 가장 많았으며 8월은 14회로 가장 적었다.



### 미국, 멕시코, 중국 등 기업지배구조 정책에 큰 변화

미국, 멕시코, 중국 등이 정책면에서 커다란 변화를 시도하고 있다. 중국의 기업들은 소송, 정보취득, 의견을 달리하는 결의 제안 등 전례가 없는 권리를 주주들에게 주는 새로이 정비된 기업법을 대비하고 있다. 2006년 1월에 효력을 발휘하는 이 개정안은 또한 이해상충의 문제를 견제하고 있다. 그러나 Norton Rose 법률회사의 분석에 따르면 막상 이 개정법을 실현하는 데에는 어려움이 따를 것으로 보고 있다.

미국에서는 규제기관이 사외이사에 대해 지배구조 관련 의무를 소홀히 한 책임을 물어 소송을 제기할 가능성이 높다. 미국 SEC는 3명의 Hollinger International 감사위원회 이사들이 횡령으로 기소된 전 CEO Conrad Black의 부정을 발견하지 못한 책임을 질 수도 있다는 것을 해당 이사들에게 통보하였다. SEC는 그동안 사외이사들에게 책임을 묻은 경우가 거의 전무하므로, 이러한 조치는 중요한 이정표가 될 것이다.

또한 멕시코에서는 상원이 하원에 의해 이미 승인된 지배구조 관련 법령의 역사적인 변화에 대한 인준을 앞두고 있다. 만약 이 법령이 채택이 된다면, 사외이사들은 내부거래와 이해상충을 감시할 수 있는 권한을 갖게 되며 이는 투자자들에게 새로운 보호를 제공해 줄 것이다.

## ▶ 센터소식

---

### 센터, 2005년 제4차 이사회 개최

센터는 지난 12월 15일 센터 회의실에서 제4차 이사회를 개최하였다. 이번 이사회에서는 1) 2006년 사업계획(안) 결의 2) 2006년 예산(안) 결의 3) 2006년 사원기관별 분담금액(안) 총회부의 등의 안건이 심의 의결되었다.

### 센터, 2005년 제4차 사원총회 개최

센터는 지난 12월 19일 센터 회의실에서 제4차 사원총회를 개최하였다. 이번 사원총회에서는 보고안건으로 상정된 '2006년 사업계획에 대한보고'가 있었으며 결의안건으로 상정된 1) 2006년 예산(안) 승인 2) 2006년 사원기관별 분담금액(안) 등에 대한 심의 의결이 있었다.

### 센터 부원장, 내부회계관리제도 제5차 운영위원회 참석

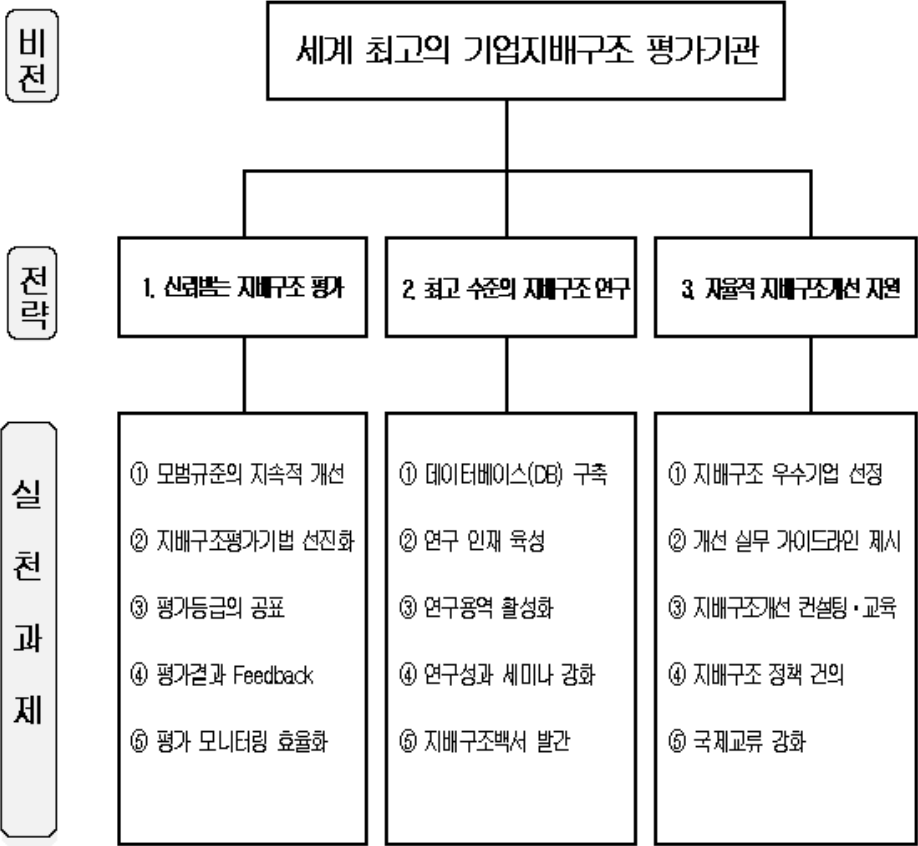
센터의 이맹기 부원장은 지난 12월 27일 증권선물거래소 별관 11층 상장회사협의회 회의실에서 개최된 내부회계관리제도 제5차 운영위원회에 참석하였다. 이번 운영위원회에서는 지난 12월 15일 실무위원회를 통해 논의된 내부회계관리제도 모범규준 적용해설서 최종(안)에 대한 심의가 있었다.

### 센터, '2005년 기업지배구조개선을 위한 설문조사' 실시

센터는 지난 11월 29일부터 12월 31일 까지 '2005년 기업지배구조개선을 위한 설문조사'를 실시하였다. 이번 설문조사는 1)우리나라 주가수준에 대한 시장참여자의 의견 청취 2)기업지배구조현황 및 문제점 파악 3)기업지배구조의 개선방향 도출을 통한 정책 및 연구 자료로 활용하기 위해 실시되었다. 본 설문조사는 에널리스트 100명, 펀드매니저 100명 일반 투자자 200명 등 총 400명을 대상으로 하였다. 조사방법은 E-mail 조사와 면접조사 방법을 병행하였으며 표본의 추출은 할당 표집법(Quota-Sampling)으로 실시하였다.

### 센터, 2006년 사업계획 확정

센터는 지난 12월 15일 이사회에서 2006년 사업계획을 최종 확정하였다. 2006년 사업계획은 센터의 중장기 비전과 전략에 입각하여 세가지 주요활동에 초점이 맞추어져 있다



비전

전략

실  
천  
과  
제

- 지배구조 평가기법 선진화와 평가등급의 공표·활용을 통하여 기업 자율적인 지배구조 개선을 유도
- 지배구조 조사·연구 및 연구성과 발표를 통하여 지배구조 개선방향을 제시하여 선진 지배구조의 토착화 지원
- 정부의 제도개선을 민간차원에서 뒷받침하며 국제적인 협력 및 교류를 강화하여 시장규율에 의한 지배구조 개선을 유도

편집팀