

Contents

Vol.88 | 2018. 3호

- 03 연구논단 I** 기업지배구조 개선을 위한 모범규준의 활용과
'기업지배구조 공시제도'의 개선
정재규 한국기업지배구조원 선임연구위원
- 31 연구논단 II** 기업의 자율공시수준과 주가 위험에 관한 연구
임현일 한국기업지배구조원 부연구위원



기업지배구조 개선을 위한 모범규준의 활용과 ‘기업지배구조 공시제도’의 개선

연구논단 I

정재규 | 한국기업지배구조원 선임연구위원

I. 머리말

한국기업지배구조원은 지난 1999년 제정되어 2003년 1차 개정된 「기업지배구조 모범규준」을 해외 기업지배구조 최신 동향과 국내 법제도의 변화, 경영환경의 변화 등을 반영하여 2016년 7월 두 번째로 개정하여 제시하였다. 이는 동 모범규준이 우리나라 상장기업의 지배구조 개선을 위한 가이드라인으로서 그 역할을 충실히 수행할 수 있도록 하기 위함이었다. 또한 2018년 5월에는 감사위원회의 실질적 기능회복을 위한 가이드라인 역할을 할 「감사위원회 모범규준」을 제정하여 공표하였다. 이러한 모범규준들은 강행적인 구속력이 없는, 민간차원에서 최선관행(best practices)을 모아 제시하고 시장규율의 작동을 기대하는 일종의 연성규범(soft law)이다.

정책적으로 바람직한 방향이라고 판단하여 지향하는 바가 있을 때 이를 성취하기 위하여 법령 등 국가의 강행적 구속력이 있는 경성규범(hard law)이라는 형식을 취할 것인지 또는 강행적인 구속력은 없으나 이를 채택하거나 적용하는 경우 일정한 인센티브를 제공하거나 시장규율의 작동을 통하여 이를 유도할 수 있는 모범규준 같은 연성규범이라는 형식을 취할 것인지 판단이 필요한 경우가 점차 증가하고 있다.

정책 목적 달성을 위하여 반드시 필요하여 법적 강행성을 수반하여야 할 사항이거나 긴급한 경우 법령에 의한 규제가 효율적인 경우가 있겠으나 강행규정은 획일적이어서 수범자의 수용 태도에 따라서는 형식적 준수에 그치는 한계 또한 명확히 가진다. 따라서 현대사회에 있어서 특히 수범자의 자율성을 존중하고 각각 처한 상황이나 여건에 맞는 선택지를 인정할 필요가 큰 경우에는 연성규범 형식이 바람직한 경우가 많다.¹⁾

* 이 글은 경제법연구 제17권 1호(2018년 4월)에 게재된 논문을 본 저널의 취지에 맞추어 수정, 보완, 축약한 것입니다. 이 글의 견해와 주장은 필자 개인의 것이며 한국기업지배구조원의 공식적인 견해가 아님을 밝힙니다.

현재 국제적으로 지속가능한 발전을 위한 기업지배구조 개선의 필요성이나 당위성은 보편적으로 인정되고 있으며, 이를 성취하는 방안과 관련해서는 특히 모범규준이라는 연성규범의 활용과 시장규율이라는 방식이 보다 적극적으로 활용되고 있는 추세다.

이하에서는 먼저 모범규준의 법적 성질을 이해하기 위해 연성규범(soft law)에 관한 기본적인 논의를 제시한 후 상장회사의 지배구조 개선을 위한 법규제와 연성규범의 상호 보완적 활용에 관한 논의를 정리한다. 이어서 기업지배구조를 개선하기 위해 활용되는 대표적인 연성규범인 모범규준의 실효성 제고방안으로 comply or explain 방식의 활용에 관한 해외 주요국의 현황과 2015년부터 현재까지 최근 3년간의 동향을 살펴본다. 이를 기반으로 우리나라에서 기업지배구조 개선을 위한 모범규준 활용의 구체적인 방안을 모색하는데 도움이 될 정책적 시사점을 찾아보고자 한다. 특히 기업지배구조 개선을 위한 우리나라의 대표적 연성규범인 ‘기업지배구조 모범규준’의 실효성 제고방안으로 comply or explain 방식을 적용하여 한국거래소에서 2017년 도입한 ‘기업지배구조 공시제도’의 운영현황을 분석하여 개선방안을 제시하고, 이를 통하여 상장회사의 지배구조 개선방안을 모색한다.

II. 기업지배구조 개선을 위한 연성규범의 활용

1. 기업지배구조 개선을 위한 연성규범의 활용

(1) 연성규범의 의의

연성규범의 개념에 관하여 현재 일반적으로 받아들여지는 명확한 정의가 존재하는 것으로 보기는 어렵다. 다만 현재 가장 자주 인용되는 정의에 의하면 연성규범은 “정당한 입법권한에 근거하여 제정된 규범이 아니며, 원칙적으로 법적 구속력은 가지지 않지만, 당사자의 행동에 큰 영향을 미치는 규범”²⁾ 이라고 하거나 또는 “사적 기관(private institution)이 선언한 기준(standards), 원칙(principles) 또는 규정(rules)의 집합체로서, 일종의 구속력이 있지만 그 구속력이 국가의 제재로 뒷받침 되는 것이 아닌 것”³⁾

1) 일반적으로 이야기 하듯이 기업지배구조는 정답 즉 최적의 모델이 단일하게 존재하는 것은 아니므로 각 기업이 처한 사회, 경제, 법률적 환경이 다르며 또한 각 기업의 성장단계나 규모, 업종 등 여러 가지 구체적 상황에 따라 다양하게 형성될 수 있을 것이므로 획일적인 법 규제는 최소한에 그치고 모범규준 등 연성규범을 활용할 필요성이 크다.

2) Francis Snyder, “The Effectiveness of European Community Law: Institutions, Processes, Tools and Techniques,” 56 The Modern Law Review 19, 32 (January 1993).

3) Melvin A. Eisenberg, “The Architecture of American Corporate Law: Facilitation And Regulation,” 2

이라고 한다.⁴⁾ 즉 연성규범의 핵심요소는 그 구속력이 국가의 제재에 의해 직접적으로 뒷받침되지는 않지만 일정한 정도의 사실상의 구속력을 가진다는 점이다. 다만 법규제와 비교하여 다양한 형태의 연성규범이 가지는 구속력의 정도를 일률적으로 말하긴 어렵다. 연성규범은 원래 국제법 영역에서 사용되기 시작하였으나 최근에는 사법영역에서도 광범위하게 활용되고 있다.⁵⁾

회사법 영역에서 연성규범은 구속력의 정도에 따라 다음과 같이 세 가지로 구분할 수 있다.⁶⁾ 첫째, 직접적인 규율대상에 한해서는 사실상 법규제와 동일한 구속력을 가지는 경우이다. 뉴욕증권거래소(NYSE)나 나스닥(NASDAQ)의 상장규정처럼 해당 거래소에 상장하기 위한 필수요건을 규정하는 경우에는 상장회사에 한해 법규제와 같은 실질적 구속력을 가지게 된다. 둘째, 규율대상에게 준수에 관한 자율성을 부여하면서도 일정한 방식으로 압력을 느끼게 하여 자율적 준수를 유도하는 경우이다. 영국의 기업지배구조 모범규준,⁷⁾ 일본의 기업지배구조 모범규준 등은 준수 여부와 준수하지 않는 경우 그 이유를 설명하도록 함으로써 상장회사에게 준수 여부를 결정할 수 있게 하면서도 공시에 의한 시장규율을 통하여 모범규준을 따르도록 유도하고 있다. 셋째, 일정한 기준을 제시하는데 그치고 구속력은 없는 경우이다. 미국 법조협회(American Legal Institute: ALI)의 '기업지배구조에 관한 원칙'이 이에 해당한다.⁸⁾

우리나라의 '기업지배구조 모범규준'은 1999년에 민간기구인 '기업지배구조위원회'에 의하여 최초로 제정되어 공표된 연성규범으로 이해할 수 있으며, 그 구속력의 정도에 따라 구분한다면 기본적으로 셋째 유형 즉 일정한 기준을 제시하는데 그치고 그 규율대상인 기업에 대하여 구속력은 없는 것으로 판단된다.⁹⁾ 그러나 2017년 3월 한국거래소가 comply or explain 방식을 채택한 '기업지배구조 공시제도'를 도입하면서 둘째 또는 첫째 유형으로 판단할 여지가 생겼는데 이에 대한 논의는 후술한다.

Berkeley Bus. L. J. 167, 182 (2005).

4) 윤영신, "회사지배구조에서 법규제(Legal Rule)와 소프트 로(Soft Law)의 역할 및 관계," 「서울대학교 법학」, 제48권 제1호 (서울대학교 법학연구소, 2007), 86면.

5) 최난철현, "연성규범(Soft Law)의 기능과 법적 효력 — EU 경쟁법상의 논의를 중심으로 —," 「법학연구」, 제16집 제2호 (인하대학교 법학연구소, 2013), 89면.

6) 김순석, "연성규범(Soft Law)을 통한 기업지배구조의 개선," 「증권법연구」, 제18권 제2호 (한국증권법학회, 2017), 5면; 윤영신, 전제논문, 86면.

7) Financial Reporting Council, The UK Corporate Governance Code, 2016.

8) 김순석, 전제논문, 5면.

9) 이에 대하여 우리나라 '기업지배구조 모범규준'은 기업지배구조에 대한 일종의 가이드라인으로 법률은 아니지만 기업에 대해 사실상의 구속력을 갖고 있다는 견해로는 과관훈, "기업에 대한 규제수단으로서 연성규범(Soft Law)의 활용 가능성 및 한계- '기업지배구조 모범규준'에 대한 검토를 중심으로," 「증권법연구」, 제18권 제1호 (한국증권법학회, 2017), 183면.

(2) 연성규범의 유형과 기능

연성규범은 법규제와의 관계를 기준으로 몇 가지 유형으로 구분할 수 있다. ① 법규제를 보완하는 유형, ② 법규제를 가중하는 유형, ③ 법규제로부터 독립된 유형, ④ 법규제와 중복되는 유형 등이다.¹⁰⁾ 법규제를 보완하는 유형은 법규제가 추상적인 기본원칙을 정하는 경우, 그 구체적인 내용을 명확히 하는 것이다. 법규제를 가중하는 유형은 법규제보다 높은 수준을 제시하는 경우를 말한다. 법규제로부터 독립된 유형은 법규제에서 규정하지 않은 사항을 연성규범이 정하는 것으로 일반적으로 법규제로 규정하는 것이 적절하지 않은 실무적인 내용을 연성규범으로 정하는 경우를 예로 들 수 있다. 법규제와 중복되는 유형은 법규제와 동일한 내용을 연성규범으로 재차 규정하는 것으로 법규제와 동일한 내용을 강조하거나 수범자의 편의를 위해 보다 구체적인 설명을 제공하는 경우를 예로 들 수 있다.

연성규범은 ① 예비법률로서의 기능, ② 법률보충적 기능, ③ 법률을 선도하는 기능 등을 수행한다.¹¹⁾ 먼저 연성규범의 예비 법률로서의 기능이란 향후 연성규범이 대체적인 법률로써 이용될 수 있음을 의미한다. 후일 법률로 채택될 것을 대비하여 미리 시범적으로 운용되는 경우가 이에 해당된다. 법률 보충적 기능이란 법률에 대한 해석기능 또는 법집행기관의 결정에 대한 보충적 기능을 말한다. 연성규범이 법률의 적용에 있어서 해석기준을 제시하는 역할을 하는 경우가 이에 해당 된다. 또한 이러한 해석기능에서 한걸음 더 나아가 법집행기관이 어떠한 처분을 내릴 것인가를 예측하게 하는 역할도 이에 해당된다. 마지막으로 법률을 선도하는 기능이란 연성규범이 공식적, 비공식적으로 사회구성원의 행위에 대하여 안내 또는 조정하는 기능을 하며, 이를 통하여 국가의 정책목적이나 방향이 더욱 효율적일 수 있도록 조력하는 경우가 이에 해당된다. 대부분의 연성규범은 앞에서 살펴 본 세 가지 기능 중, 어느 하나 또는 둘 이상을 겸하는 기능을 한다. 따라서 연성규범의 채용은 입법의 미비를 일시적으로 채우기 위한 목적으로 이루어지기도 하며¹²⁾, 실제로 법률을 대체하기도 한다.

(3) 기업지배구조 개선을 위한 우리나라의 연성규범

가. 금융회사 지배구조 모범규준

‘금융회사 지배구조 모범규준(Corporate Governance Code)’은 당시 금융회사의 지배구조를 개선하기 위한 내용을 담은 법률안이 국회 계류 중이었으나 여러 사정으로

10) 광관훈, 상계논문, 186~187면.

11) 최난설현, 전계논문, 97~98면.

12) 2014년 12월 10일부터 시행되었던 ‘금융회사 지배구조 모범규준’이 이에 해당한다.

본회의 통과가 지연되고 있어 금융회사 지배구조 개선의 시급성에 대응하며 입법미비를 보충하기 위하여 금융위원회에서 금융발전심의회 위원 및 전문가 논의 등을 거쳐 2014년 11월 20일 발표와 함께 입법예고¹³⁾ 기간을 거쳐 12월 10부터 시행한 것이다.¹⁴⁾ 여기에 담긴 주요내용을 살펴보면 ① 이사회·사외이사 구성의 “다양성과 전문성”을 강화하고, 사외이사의 “선임→평가→공시”에 이르는 쉐과정을 투명하고 공정하게 개선, ② 은행 및 은행지주회사 사외이사의 “임기를 2년에서 1년으로 축소”하고 “겸직도 제한”하는 등, 사외이사의 자기권력화를 차단, ③ ‘누가, 언제, 어떤 절차와 방식으로 CEO를 선임해야 하는지’ 구체적인 “CEO승계계획”을 이사회가 마련하도록 하여, CEO 리스크를 차단, ④ 임원 외 “일반직원까지 성과주의가 정착”되도록 보상기준을 마련하고, 연차보고서에 보상의 방법·체계뿐만 아니라 “임직원 보수총액”도 공개, ⑤ 금융회사의 지배구조 정책 및 내규에 반영한 내용, 그 작동 결과를 일목요연하게 비교할 수 있도록 “지배구조 연차보고서”를 도입, ⑥ “원칙준수 예외설명(comply or explain)” 원칙을 도입하여, 모범규준을 준수하기 어려운 경우에는 합리적인 이유를 충분히 공시토록 하는 것 등이다. 동 기준에 따라 금융회사는 2015년부터 지배구조 연차보고서를 공시하기 시작하였다.

그러나 글로벌 금융위기 이후 전세계적으로 바람직한 금융회사의 지배구조에 대한 중요성이 강조되고 있는 추세에 맞추어 정부가 2012년 6월 제출하였으나 관련 논의가 지연 중이었던 「금융회사의 지배구조에 관한 법률」 제정안이 수차례 법안소위 논의를 거쳐 2015년 4월 30일 여·야 합의로 전격적으로 국회 정무위 전체회의를 통과하였다. 동 법률이 2016년 8월1일부터 시행됨에 따라 다수의 내용이 공통되는 금융회사 지배구조 모범규준은 동 법률 시행 전날에 폐지되었다.

나. 기업지배구조 모범규준

‘기업지배구조 모범규준’은 1999년 민간차원의 위원회인 기업지배구조개선위원회에 의하여 상장회사의 기업지배구조 개선 목적으로 활용하기 위하여 글로벌 스탠더드를 반영한 최선관행을 담아 만든 연성규범이다. 동 모범규준은 사적영역에서 벤치마크 대상으로서의 활용을 목적으로 제정된 것으로 준수 여부와 관련한 국가의 제재는 물론이거니와 자율규제기관의 제재도 전무하였으므로 실질적으로 구속력은 전혀 없었다고 할 수 있다. 당시 동 모범규준의 의미라면, 2002년 ‘한국기업지배구조개선지원센터(현 한

13) 금융회사 지배구조 모범규준은 법령이 아니었지만 2015년부터 행정지도의 경우에도 입법예고절차를 거치도록 한 ‘행정지도 운영규칙’ 개정안을 선제적으로 적용하여 시범적으로 입법예고 절차를 거친 최초의 행정지도에 해당한다.

14) 금융위원회 보도자료, 2014.11.20, “금융회사 지배구조 모범규준 마련” 참조.

국기업지배구조원)가 비영리사단법인으로 설립되어 동 모범규준을 기반으로 상장회사의 기업지배구조 수준을 평가하는 ‘기업지배구조 평가모형’을 마련하고 2003년부터 본격적인 지배구조 평가를 실시하자 그 이후 일부 대규모 상장회사가 모범규준의 내용에 일부 관심을 갖는 정도가 전부였다고 해도 과하지 않다. 그 후 모범규준은 국내외 제도 변경 및 경영 환경변화와 국제흐름을 반영하기 위하여 2003년과 2016년에 개정을 거쳐 현재에 이르고 있다. 2016년 주요 개정방향은 (i) 국내 기업 환경 및 자본시장의 변화와 국내외 지배구조 관련 제도 개선동향을 반영하고, (ii) G20/OECD 기업지배구조 원칙(2015.8월 개정), ICGN 기업지배구조 원칙 등 지배구조 관련 해외 동향 등도 충실히 반영하였으며, (iii) 「기관투자자」 항목을 신설하여 지배구조 개선에 있어 기관투자자의 역할을 강조하였다. 그 이외에도 최근 관심이 증대되고 있는 사회책임경영 추진과 관련된 사항을 추가하였고, 한국기업지배구조원의 ‘의결권행사 가이드라인’ 및 ‘이사회 평가 가이드라인’의 중요 내용을 모범규준에 일부 반영하여 모범규준과 그 내용 중 일부를 다루거나 연계된 가이드라인과의 연결성을 강화하는 방향을 취하였다.¹⁵⁾¹⁶⁾

다. 감사위원회 모범규준

‘감사위원회 모범규준’은 한국기업지배구조원이 2018년 5월 제정하여 공표한, 회계제도 개혁과 기업지배구조 개선을 지원하기위하여 감사위원회(감사)의 본래 기능을 회복하고 운영의 내실화를 이루기 위하여 관련 최선관행을 모아 제시한 민간차원의 연성규범이다. 2017년 9월말 전격적으로 국회 본회의를 통과한 ‘주식회사 등의 외부감사에 관한 법률’ 전부 개정안은 획기적인 회계제도 개혁방안을 여럿 담고 있으며 올해 11월 시행을 앞두고 있는데,¹⁷⁾ 감사위원회 모범규준은 이러한 제도적 변화에 기업들이 능동적으로 대처할 수 있도록 지원할 목적으로 마련되었으며 감사위원회 운영에 관한 기본적인 원칙을 담고 있다. 모범규준은 전문과 내부감사기구, 감사위원회 구성·선임 및 자격요건, 감사위원회 운영, 감사위원회 역할과 책임, 외부감사인과의 관계, 이해관계자와의 의사소통 등 여섯 부문으로 이루어져 있다.¹⁸⁾

15) 정재규, “기업지배구조 모범규준 개정안 주요 내용,” 「기업지배구조 모범규준’ 개정을 위한 공청회 및 정책토론회」, (한국기업지배구조원, 2016. 4. 18), 7-9면.

16) 2016년 개정의 주요 내용은 한국기업지배구조원 보도자료, 2016.8.9, “「기업지배구조 모범규준」 개정” 참조.

17) 외부감사법의 주요 개정사항에 관하여는 금융위원회 보도자료, 2017.09.28, “회계투명성 강화를 위한 외부감사법 전부개정안 등 금융위 소관 법안 국회 본회의 통과” 참조

18) 자세한 내용은 정재규, 2018.2.7, “감사위원회 운영 모범규준 제정을 위한 정책토론회”, 국회의원회관, pp. 3-16 참조. 한국기업지배구조원 홈페이지(cgs.or.kr)에서 토론회 자료 및 최종 제정되어 공표된 감사위원회 모범규준 전문을 다운로드 할 수 있다.

라. 한국 스투어드십 코드

‘한국 스투어드십 코드(기관투자자의 수탁자 책임에 관한 원칙)’는 2016년 12월 스투어드십 코드 제정위원회가 제정하여 공표한¹⁹⁾ 연성규범이다. 우리나라의 스투어드십 코드는 기관투자자의 적극적인 역할 즉 주주총회에서의 적극적 의결권 행사를 포함한 주주권 행사 활성화, 다양한 방식으로 투자대상회사와의 의사소통(engagement) 강화 등을 통하여 투자대상회사의 지배구조를 개선하고 중장기적인 가치 향상과 성장을 추구함으로써 고객과 수익자의 이익을 도모하는 것을 목적으로 하고 있다.²⁰⁾ 한국 스투어드십 코드의 경우도 영국 및 일본 등의 스투어드십 코드와 같은 comply or explain 방식을 취하고 있다. 한국 스투어드십 코드도 우리나라 상장회사의 기업지배구조 개선을 위해 도입되어 운영되는 연성규범이나 그 수범자는 기관투자자이므로 본 논문에서 주요 연구대상으로 하고 주요 수범자가 상장기업인 ‘기업지배구조 모범규준’과 ‘기업지배구조 공시제도’와는 평면을 달리하고 있으므로 이에 관한 구체적 논의는 생략한다.

2. 기업지배구조 규율에서 법규제와 연성규범의 보완적 활용

기업지배구조 개선을 위하여 강행적인 법규제에 의할 것인지 또는 자율성을 어느 정도 허용하는 모범규준 등 연성규범을 활용할 것인지는 규제의 목적, 대상, 범위, 관련환경 등 다양한 요소를 깊이 있게 고려하여 결정하여야 하는 정책적인 판단의 문제이다. 이러한 요소들을 고려하여 반드시 지켜져야 하는 필수적인 핵심사항이라는 판단이 사회적 합의로 이루어지면 이에 대해서는 법규제에 의하여야 한다. 왜냐하면 강행적 구속력을 가지고 있는 법규제는 신속하고 긴급한 규제의 필요성에 대응하여 그 효과를 직접적으로 이끌어 낼 수 있는 명확한 장점이 있기 때문이다. 따라서 기업지배구조와 관련한 규율에서도 필요 최소한의 법규제는 필수불가결하다.

반면 각 회사의 특성을 충분히 고려하지 못하는 획일적 기준의 강제는 과잉규제 또는 과소규제가 될 가능성이 있으며²¹⁾ 경우에 따라서는 형식적으로 존재하는 규제에만 그치고 본래 기대했던 목적 및 취지에 부합하는 실질적인 결과를 얻을 수 없거나 지켜지지 않는 규제로 전락하는 현실을 마주하게 되는 경우도 적지 않게 존재한다. 즉 법규제에 의한 일정한 지배구조의 강제는 강제되는 특정 지배구조가 완전히 효율적인 경우에만 정당성을 가질 수 있다는 점에 유의하여야 한다.²²⁾

19) 한국기업지배구조원 보도자료, 2016.12.19, “2016년 12월 19일, 한국 스투어드십 코드 공표” 참조.

20) 한국 스투어드십 코드, “원칙”의 도입 목적과 의의 참조.

21) 윤영신, 전개논문, 95면.

22) Millsten과 MacAvoy의 “능동적이고 독립적인 이사회가 회사의 성과에 관련이 있다는 경제적 증거를 찾는 것은

이에 비하여 기업지배구조 개선을 위하여 연성규범을 활용할 경우 기업의 구체적인 사정 즉 기업규모, 성장단계, 업종, 경영환경 등에 맞춰 유연하게 대응할 수 있는 여지를 기본전제로 한다는 측면에서 매우 효과적이며 합리적인 방안이 될 수 있다. 특히 효율성을 핵심가치의 하나로 추구하는 기업 경영의 특성상 스스로 자율적인 판단에 따라 선택하며 그 결과에 따라 시장에서 판단을 받아 성장하거나 도태되는 영리법인인 회사에게 규제는 필요 최소한에 머물러야 한다는 점에 비추어 볼 때 법규제보다 바람직한 규율 방식이 될 수 있다. 다만 연성규범의 경우 기본적으로 법적 구속력이 없음에도 불구하고 바람직한 사항으로 제시한 내용을 어떻게 준수하도록 유도할 것인가가 핵심문제가 될 것이다.

이처럼 법규제와 연성규범은 각각 서로 대비되는 장단점을 가지고 있으므로 적절한 상호보완적 활용을 추진하면 전반적인 지배구조 수준의 향상을 지향하면서 각 기업의 구체적 여건에 맞춰 최적화된 방향으로 기업지배구조 개선을 유도하여 최선의 결과를 도출할 수 있게 된다. 즉 기본적이고 핵심적인 사항으로 반드시 필요한 지배구조 관련 규제는 구속력이 있는 법률에 의하고, 각 기업이 처한 환경에 맞추어 탄력적이거나 유연한 대처가 필요한 사항은 연성규범인 모범규준으로 제시하여 기업 스스로의 선택에 따라 준수 여부를 결정할 수 있도록 하는 것이 바람직하다.

실제 세계 각국에서는 자국의 기업지배구조의 개선을 위하여 연성규범을 활용하면서도 필요한 최소한의 사항은 강행성이 담보된 법령의 형식으로 규제하고 있다. 다만 최근 주요 선진국에서의 경향은 모범규준과 같은 연성규범을 과거보다 더 적극적으로 활용하는 방향성을 띠다고 할 수 있다. 법규제에 의한 기업지배구조 개선의 효과는 모범규준과 comply or explain 방식을 활용하는 경우보다 단기간에 더욱 뚜렷하게 나타나지만 경우에 따라서는 형식적 측면에 그치고 실질적인 측면에서의 효과는 미흡할 가능성도 상당하기 때문이다. 이러한 측면을 보완하기 위하여 모범규준과 같은 연성규범의 병용이 더욱 강조되고 또한 필요한 것이다.

특히 우리나라는 그동안 상장회사에 대한 규제가 주로 상법, 자본시장법, 상장규정, 공시규정 등 법령 중심으로 운영되어 왔음에도 불구하고 외국 기관투자자들은 우리나라 상장회사의 지배구조에 대해 지속적으로 낮은 평가를 하고 있는데 이는 지배구조 개선을 위한 기존의 법규제를 통한 규율방식이 일정정도 성과를 만들어 냈음에도 불구하고 원래 지향했던 목표를 충분히 달성하지는 못하고 있음을 의미한다.²³⁾ 따라서 특히

불가능하다”는 경고를 되새길 필요가 있다. I. M. Millstein and P. W. MacAvoy, “The Active Board of Directors and the Large Publicly Traded corporation,” 1998 Colum. L. Rev. 1282.

23) 김순석, 전계논문, 4면.

우리나라에서 기업지배구조 개선을 위하여 모범규준 등 연성규범을 활용한 보완의 필요성이 크다.

III. 모범규준의 실효성 확보방안으로서 comply or explain 원칙

1. 주요국의 comply or explain 원칙 활용과 최근 동향

(1) OECD

OECD 기업지배구조원칙은 1999년 최초로 제정된 기업지배구조와 관련한 대표적인 국제규범으로 OECD 회원국의 기업지배구조 개선을 목적으로 활용되고 있으며 지속적인 수정·보완을 거쳐 현재에 이르고 있다. 최근 개정은 2015년에 이루어졌는데 이는 2008년 금융위기 이후 나타난 문제점을 기업지배구조 관점에서 검토한 후 이에 대응하기 위하여 2015년 9월 OECD 기업지배구조원칙 개정안을 확정하였으며, 2015년 11월 16일 G20 정상회담에서 OECD 기업지배구조원칙²⁴⁾을 지지하였다.²⁵⁾ 동 원칙은 6개의 장, 32개의 원칙, 그리고 이에 관한 주석으로 구성되어 있다. 주요 규정 사항은 ① 실효성 있는 기업지배구조체계의 구축, ② 주주의 권리 및 공평한 대우와 주요 소유권 기능, ③ 기관투자자, 주식시장 그리고 다른 관련 기관들, ④ 이해관계자의 역할, ⑤ 공시와 투명성, ⑥ 이사회 책임 등이다.

동 원칙은 서문에서 원칙의 목적을 제시하고 있으며 이에 따르면 동 원칙은 경제적 효율성 개선, 성장 촉진, 투자자의 신뢰 제고를 위하여 기업지배구조의 제도적 기초를 마련하는 것을 목적으로 한다고 밝히고 있다. 또한 기업지배구조 논의의 범위는 경영진, 이사회, 주주 및 이해관계자 간의 이해관계의 조정으로 판단하고 있으며, 좋은 기업지배구조라 함은 이사회 또는 경영진이 회사 및 주주의 이익을 추구하도록 인센티브를 부여하고, 적절한 견제와 감시를 수행하는 것을 의미한다고 선언하고 있다.

특히 동 원칙의 제1장 실효성 있는 기업지배구조 체계의 구축 부분에서 모범규준과 '원칙준수 예외설명' 방식의 도입을 권고하고 있다. 기업지배구조 모범규준과 같은 연

24) 2015년 개정원칙의 주요내용에 대해서는 윤승영, "2015년 G20/OECD 기업지배구조원칙 개정의 특징 및 주요 쟁점의 비교분석," 「상사법연구」, 제35권 제1호 (한국상사법학회, 2016), 385-421면; 윤승영·정재규, "G20/OECD 기업지배구조원칙 개정의 특징," 「ESG FOCUS」, 2016-02 (한국기업지배구조원, 2016), 1-13면 참조.

25) 이에 따라 2015년 개정된 OECD 기업지배구조원칙은 "G20/OECD Principles of Corporate Governance"로 명명되어 공표되었다.

성규범의 ‘comply or explain’ 방식을 통해서 기업지배구조 체계의 입법과 규제가 각 기업의 특성에 맞게 유연한 방식으로 집행될 수 있음을 강조하고 있다. 특정 회사, 투자자 혹은 이해관계자에게는 합리적으로 적용될 수 있는 방식이 다른 환경이나 상황에 놓여있는 기업, 투자자 및 이해관계자에게는 일반적으로 적용되지 않을 수 있다는 점을 인정하고 있는 것이다. 따라서 ‘원칙준수 예외설명’ 방식이 모범규준을 이행하는 효율적인 수단이 될 수 있다.

(2) 영국

영국의 기업지배구조 모범규준(The UK Corporate Governance Code)은 2010년에 제정된 후 2년마다 개정되었으며 가장 최근 개정은 2016년에 이루어졌다.²⁶⁾ 동 모범규준의 활용방식인 ‘comply or explain’ 원칙은 1992년 ‘Cadbury 보고서’에서 도입된 이래 현재까지 이어져 오고 있는 영국의 기업지배구조 개선을 위한 기본적인 규율 형태이다. ‘comply or explain’ 방식에 따라 기업들은 원칙적으로 모범규준을 준수하거나, 예외적으로 준수하지 않을 경우 그 이유를 공시하도록 하고 있다. 즉 영국은 공시의무에 의해 모범규준을 간접적으로 강제하는 ‘원칙준수 예외설명’ 방식을 최초로 도입한 국가이다. 다만 현재는 이러한 규율방식을 상장규정(Listing Rules §§ 9.8.6(5), (6))에 수용함으로써 모범규준에 간접적인 강제력을 부여하고 있다.²⁷⁾ 즉, 영국에서 설립된 모든 상장회사는 연간사업보고서에 기업지배구조 모범규준의 주요 원칙을 어떻게 적용하였는지에 대해 기술하여야 한다.²⁸⁾

영국에서 지금까지 운영된 ‘comply or explain’ 접근방법에 대하여는 규제의 유연성, 신속성과 비용부담의 경감 및 사실상 강제력을 갖는다는 측면에서 긍정적으로 평가되고 있다.²⁹⁾ 영국은 ‘원칙준수 예외설명’ 규제방식을 선도적으로 도입하였고 이러한 규제방식은 많은 국가에 영향을 미쳤으며³⁰⁾, 영연방국가에서는 영국의 규준과 내용면에서 대체적으로 유사한 모범규준이 채택되었다.³¹⁾ 또한 영국법계와 상관이 없는 유럽

26) Financial Reporting Council, The UK Corporate Governance Code, 2016. 2014년 개정 영국 기업지배구조 모범규준에 대한 상세한 내용은 원동욱, “기업지배구조모범규준에 대한 외국의 사례 및 우리나라에 대한 시사점 — 영국 및 독일의 사례를 중심으로 —”, 『은행법연구』, 제8권 제1호 (은행법학회, 2015), 114-131면 참조.

27) 김순석, 전계논문, 13면.

28) Financial Conduct Authority, Listing Rules, § 9.8.6(5).

29) 곽관훈, 전계논문, 198면.

30) 김진성, “Comply or Explain 방식 국내외 도입 현황 및 시사점”, 『CGS Report』, 제8권 1호 (한국기업지배구조원, 2018.1), 3면.

31) Canada - Toronto Stock Exchange Guidelines for Improved Corporate Governance(Dey Report), 1994; Australia - Corporate Practices and Conduct (Bosch Report) 1995; India - Confederation of Indian Industry, Desirable Corporate Governance - a Code, 1998; Malaysia - High Level Finance

대륙국가에서도 Cadbury 위원회의 아이디어는 광범위한 환영을 받았다.³²⁾ 프랑스에서는 1995년과 1999년 Vienot Reports가 발표되었고, 네덜란드에서는 1997년에 Peters Report가, 벨기에 및 스페인 등에서도 모범규준이 채택되었다.

영국에서 모범규준의 도입을 통하여 주주의 권리보호가 신장되고 이사회와 경영진 감독기능이 강화되는 등 기업지배구조 개선효과가 나타나고 있는 것으로 조사된 자료들도 몇몇 제시되고 있으나³³⁾ 모범규준과 comply or Explain 방식의 경우 그 성과가 뚜렷하게 나타나기까지는 상당한 기간이 필요하므로 흔들림 없이 지속적으로 추진하여야 한다는 점을 유념하여야 한다.

영국의 FRC(Financial Reporting Council)는 최근 영국 기업지배구조 모범규준의 개정을 다시 추진 중이다. 2017년 12월 FRC는 변화하는 비즈니스 환경을 반영하고 영국 기업이 최고 수준의 지배구조를 달성할 수 있도록 한다는 기치 아래 영국 기업지배구조 모범규준의 개정안을 제안했다.³⁴⁾ 새롭게 제안된 모범규준은 장기적인 성공과 지속가능성의 중요성에 초점을 맞추고 있으며, 기업에 대한 공공의 신뢰 확보를 강조하고, 브렉시트(Brexit)를 넘어 글로벌 투자자에게 영국의 자본시장이 여전히 매력적일 수 있도록 하는 방향을 추구하고 있다.

(3) 독일

독일은 2001년 기업지배구조위원회를 구성하여 2002년 독일 기업지배구조 모범규준(Deutscher Corporate Governance Kodex)을 제정하였다.³⁵⁾ 독일 모범규준은 기업지배구조를 투명하고 이해하기 쉽게 하며, 국내외 이해관계자에게 독일 상장회사의

Committee Report on Corporate Governance, Kuala Lumpur, 1999; Singapore - Stock Exchange, Manual and Best Practices Code, 1999; Hong Kong- Stock Exchange of Hong Kong, Guide for Directors, 1997; South Africa - Institute of Directors of South Africa, Report on Corporate Governance (King Report), 1994.

32) Eddy Wymeersch, "Corporate Governance after the Investment Services Directive," European Financial Services Law 3 (1996), p. 138.

33) 영국에서 모범규준 도입 이후 모범규준 준수율이 점진적으로 향상되고 기업지배구조 개선 효과가 나타났다는 조사 결과를 제시한 자료는 Financial Reporting Council, "Effective Corporate Governance", 2011; Grant Thornton, "The chemistry of governance - A catalyst for change", 2012 등이 있으며, 참고로 이머징마켓에서 모범규준이 효과적인지를 검토하는 자료는 OECD, "OECD Russia Corporate Governance Roundtable", 2013을 참조.

34) <https://www.frc.org.uk/news/december-2017/a-sharper-uk-corporate-governance-code-to-achieve> 참조.

35) 독일 기업지배구조 모범규준에 대한 소개는 원동욱, 전계논문, 131-144면; 심재한, "독일 기업지배구조규준의 개정된 규정," 「기업지배구조리뷰」, vol 38 (한국기업지배구조원, 2008), 1면 이하; 최병규, "독일의 회사법제 운용 경과와 시사점 - 최근 한국의 지배구조 논의와 비교를 중심으로 -," 「일감법학」, 제27호 (건국대학교 법학연구소, 2014), 610-619면 참조.

경영 및 감독에 대한 확신을 증진시키는 것을 목적으로 하고 있다. 독일의 모범규준은 강행규정은 아니지만 준수 여부에 관하여 공시의무가 부여되는지에 따라 크게 ‘권고규정’과 ‘제안규정’으로 구성되어 있다.³⁶⁾

독일 주식법 제161조 제1항 제2문에 의해 모범규준의 ‘권고규정’에 대한 준수 여부 공표는 법적으로 의무화 되어 있는 것이다. 즉 상장회사는 법무부가 게재하는 기업지배구조 모범규준의 ‘권고규정’에 관해 이를 준수하였는지 여부와 이를 준수하지 않는 경우에는 그 이유를 적시하여 공표하여야 한다.³⁷⁾ 이처럼 기업지배구조 모범규준이 법적 구속력을 갖는 강행규범은 아니지만, 상장회사가 동 모범규준을 준수하지 않을 경우에는 자본시장에서 부정적 평가를 받을 수 있으므로 실질적으로 상당한 영향을 주게 된다. 따라서 독일에서도 동 모범규준은 연성규범으로서 상장회사에 일정한 영향을 미치고 있다.

독일의 기업지배구조 모범규준의 최근 개정은 2017년 2월에 이루어졌다. 개정안의 주된 목표는 이해 관계자에게 회사 경영에 관한 정보를 더욱 정교하게 제공하고 국제적으로 받아들여지는 지배구조 규범에 좀 더 상응하게 독일 모범규준을 개선하여 투명성을 제고하는 것이다. 이전의 개정절차와 동일하게 2016년 11월 발표된 위원회의 개정안에 대해 국내외의 모범규준 이용자, 컨설턴트 및 법률 전문가가 의견을 폭넓게 수렴하는 절차를 거쳐 최종 확정되었다.

주요 개정사항을 간략히 살펴보면, 준법경영뿐만 아니라 경영진 및 감독위원회 구성원의 윤리적으로 건전하고 책임 있는 행동이 필요하다는 내용이 전문에 담겼다. 이와 관련하여 특히 기관투자자의 특별한 책임을 강조하고 있다. 기관투자자는 지속 가능성을 고려한 투명성 원칙을 토대로 주주로서의 역할을 적극적으로 책임감 있게 수행해야 한다고 선언하고 있다. 다만 이 두 내용은 전문에 기재되어 있어 주의를 환기시키기 위한 호소로 판단되며, 따라서 권고규정이나 제안규정의 일부는 아니다.

‘권고규정’으로 개정된 사항을 한두 가지 예시하면, 먼저 회사의 위험관리 목록에 상응하는 적절한 준법경영 시스템을 수립하기 위해 노력할 의무를 강조하는 점을 들 수 있다. 또한 회사는 내부에서 법률 위반에 대한 신고를 직원 누구나가 비밀리에 전달할 수 있도록 내부고발 시스템을 구축해야 한다. 이외에도 감독이사회 구성과 관한 사항, 중간 재무보고 관련 사항, 경영이사회의 보수 관련 사항 등이 개정 모범규준에 포함되어 있다.³⁸⁾

36) 원동욱, 전계논문, 134면; 심재한 전계논문, 1면.

37) 김순석, 전계논문, 17면.

38) Regierungskommission Deutscher Corporate Governance Kodex, “Deutscher Corporate Governance

(4) 일본

2015년 3월 5일 일본 금융청 및 동경증권거래소에 설치된 '기업지배구조 모범규준 제정에 관한 전문가회의'에서 「기업지배구조 모범규준 원안 - 회사의 지속적인 성장과 중장기적인 기업가치의 향상을 위하여 -」가 제정·공표되었다.³⁹⁾ 이를 수용하여 동경증권거래소가 「기업지배구조 모범규준」을 '유가증권상장규정'의 별첨으로 도입하고 관련되는 상장제도를 정비함으로써 2015년 6월 1일부터 기업지배구조 모범규준이 시행되고 있다.⁴⁰⁾ 일본의 기업지배구조 모범규준은 '회사의 지속적인 성장과 중장기적인 기업가치의 향상'을 위한 기업지배구조의 개선을 지향하고 있다(서문 제8항).

일본 기업지배구조 모범규준의 이행 형태는 회사의 업종, 규모, 사업특성, 기관설계, 회사를 둘러싼 환경 등에 의해서 다양하게 달라질 수 있으며, 각 회사가 처한 환경에 따라 대응하도록 하고 있다(서문 제9항). 이에 따라 모범규준 원안은 각 회사가 처한 구체적인 여건에 따라 적절한 기업지배구조를 선택하여 구체화할 수 있도록 원칙중심주의(principle-based approach)를 채택하였다(서문 제10항). 원칙중심주의에서는 추상적이고 대략적인 원칙으로 규범이 제시되기 때문에 해석의 폭이 넓으며 개별 사정에 따라 유연하게 대응할 수 있다. 또한 일본 기업지배구조 모범규준 원안은 법적 구속력이 있는 규범은 아니며, '원칙준수 예외설명' 원칙을 채택하고 있다. 즉, 원칙 가운데 준수하는 것이 적절하지 않은 사항이 있을 경우 '준수하지 않는 이유'를 충분히 설명함으로써 일부 원칙을 준수하지 않을 수 있다(서문 제11항).⁴¹⁾ 일본의 경우도 모범규준의 규율방식으로 'comply or explain 방식'을 채택함에 따라 모범규준의 대상이 되는 회사가 모든 원칙을 일률적으로 적용할 필요가 없다는 점을 강조하고 있다.⁴²⁾

일본의 금융청(Financial Services Agency, FSA)은 최근 일본 기업지배구조 모범규준의 개정과 관련한 사항을 공개했다. 2018년 2월 금융청에서는 기관투자자와 회사 간 경영관여 가이드라인(Guidelines for Investor and Company Engagement) 초안을 제시하고 4월말까지 의견수렴 절차를 진행 중이다. 아울러 동 가이드라인 내용 중 현행 일본 기업지배구조 모범규준의 원칙과 관련 사항을 적시한 자료를 제시하며 2018년 말에 일본 기업지배구조 모범규준을 개정할 것임을 알렸다.⁴³⁾

Kodex," 7 Feb. 2017; <http://www.dcgk.de/de/kodex/aktuelle-fassung/praeambel.html> 참조.

39) 일본 기업지배구조 모범규준원안에 대한 번역은 신창균, "일본의 「기업지배구조 모범규준」—회사의 지속적 성장과 중장기적인 기업가치의 향상을 위해서," 「기업지배구조 리뷰」, Vol. 79 (한국기업지배구조원, 2015), 118-147면 참조.

40) 김순석, 전계논문, 13면.

41) 김순석, 전계논문, 15면.

42) 광관훈, 전계논문, 202면.

새롭게 모범기준에 담길 것으로 논의되는 사항은, 상장기업이 CEO를 선임할 때 독립적인 위원회를 구성하는지 여부와 성과가 저조한 CEO를 해임하기 위한 객관적이고 적절한 절차가 있는지 여부, 회사가 자사의 주식소유에 대해 더 많은 책임을 지도록 하며 각 지분 소유가 적절한지 여부를 결정하는 시스템을 구축하고 그러한 지분의 양도 장려 등이다.⁴⁴⁾

(5) 미국

현재 모범기준과 함께 comply or explain 방식의 활용을 가장 적극적으로 채택하고 있는 영국과 대비하여, 법규제에 의하여 기업지배구조를 규율하고 있는 대표적인 국가로 분석되고 있는 곳이 바로 미국이다.⁴⁵⁾ 이는 Enron, WorldCom 등의 스캔들에 의해 드러난 기업지배구조에 대한 기존의 미국식 규율모델의 취약점을 극복하기 위해 미국 정부가 기업지배구조 및 회계개혁법(the Sarbanes-Oxley Act of 2002: SOX)⁴⁶⁾의 제정으로 대응한 역사적 사실에 근거하고 있다.

SOX는 연방증권관계법을 개정하는 형식을 취하고 있는데, 공시주의에 입각한 기존 규제를 실제적 규제로 전환하는 규제방식의 질적 변화와 법규제의 확대라는 두드러진 두 가지 특징을 갖는다.⁴⁷⁾ 또한 뉴욕증권거래소(NYSE)나 장외주식거래시장인 나스닥(NASDAQ)의 상장규정과 같은 것이 증권시장 운영자에 의한 자율규제 범주에 속한다고는 하지만 상장회사 입장에서는 실질적으로 법규제와 유사한 구속력을 가지고 있다는 점도 법규제 확대와 동일선상에서 파악할 수 있을 것이다.

그런데 주목할 만한 변화가 지난 2016년 하반기부터 시작된다. 미국에서도 다른 여러 국가나 우리나라의 기업지배구조 모범기준에 준하는 것으로 볼 수 있는 지배구조 관련 원칙들이, 기관투자자가 연합한 단체에 의하여 제시되기 시작한 것이다. 최초의 시도는 대규모 자산운용사와 우량기업들이 의기투합하여 2016년 7월 발표한 “기업지배구조 공통원칙(COMMONSENSE CORPORATE GOVERNANCE PRINCIPLES)”이다. 여기

43) <https://www.fsa.go.jp/en/news/2018/follow-up/20180330-2.html> 참조.

44) 일본 금융청, “Issues concerning revision of Japan’s Corporate Governance Code in accordance with establishment of the Guidelines for Investor and Company Engagement,” <https://www.fsa.go.jp/en/news/2018/follow-up/20180330-2.html> 참조.

45) Maria Elisabeth Sturm, “Corporate Governance in the EU and U.S.: Comply-or-Explain Versus Rule,” Stanford-Vienna European Union Law Working Paper No. 16, <http://ttf.stanford.edu>. (2016).

46) SOX의 정식명칭은 Public Company Accounting Reform and Investor Protection Act, Pub. L. 107-124, 116 Stat. 745. SOX에 대한 자세한 내용은 김화진, “미국의 회계개혁법률이 우리나라 기업들에 미치는 효과,” 「BFL」, 제5호 (서울대학교 금융법센터, 2004.5); 안수현, “회계제도 개혁법의 입법 현황과 실무상 몇 가지 고려점,” 「증권법연구」, 제4권 제2호 (한국증권법학회, 2003) 참조.

47) 윤영신, 전계논문, 87면.

에는 BlackRock, State Street Global Advisors, T Rowe Price, ValueAct Capital, Vanguard 등 대형 기관투자자와 General Motors, GE 등 우량기업들이 참여했으며 총 13개 기관이 서명에 참여하였다. 동 원칙에서는 이사회의 독립성을 위하여 CEO나 경영진 참여 없는 이사회의 정기적 개최, 최선의 의사결정을 위하여 다양한 배경과 경력, 전문성을 갖춘 이사로 이사회 구성, 사외이사 중심의 강력한 이사회의 리더십 필요 (의장과 CEO의 분리 또는 선임사외이사 선임), 기업투명성의 핵심사항으로 일반적으로 받아들여지는 회계원칙(GAAP) 채택, 효율적 지배구조를 구축하기 위한 주주와의 긴밀한 의사소통 등을 핵심원칙으로 제시하고 있다.⁴⁸⁾

2017년 2월 미국에서 발표된 또 다른 기업지배구조 원칙은 “미국 상장회사 기업지배구조 원칙(Corporate Governance Principles For US Listed Companies)”이다. 여기에는 BlackRock, Calpers, SSgA, T Rowe Price, ValueAct Capital, Vanguard 등 총 32개의 자산운용사 및 자산보유기관이 서명하였다. 이 원칙에서는, 이사회의 주주들에 대한 책임, 보유지분에 비례한 주주의 의결권 보장, 주주에 대한 이사회의 즉각적이며 능동적인 대응, 강하고 독립적인 이사회의 리더십, 이사회의 효율성을 확보하는 구조와 관행 채택, 회사의 장기 전략에 부합하는 경영 인센티브 구조 개발 등을 핵심적인 원칙으로 제시하고 있다.⁴⁹⁾

다만 미국의 이러한 기업지배구조 관련 모범기준이나 원칙들은 기관투자자들이 주도하고 있으며 주로 경영관여 절차에서 활용되고 있는 것으로 앞서 살펴본 미국 이외 국가들의 기업지배구조 모범기준과는 일정한 성격상의 차이가 있는 것으로 파악된다. 특히 미국 이외 국가의 사례에서와 같은 comply or explain 방식이 제도적으로 직접 적용되는 것으로 보기는 어렵다는 점에 유의해야 한다. 그럼에도 불구하고 이들은 단순한 지침이나 기준제시 이상의 의미를 가질 수 있다. 그 어느 나라보다도 기관투자자의 활동이 적극적이며, 특히 기관투자자의 공동 대응이 활성화 되어 있는 등 자본시장의 시장규율 시스템이 잘 갖추어진 미국의 경우 기관투자자가 제시하는 기업지배구조에 관한 의견은 상당한 영향력을 가지기 때문이다.

2. 모범기준에 적합한 규제형식에 관한 논의

(1) 원칙중심 방식의 적용

연성규범이 실효성을 갖기 위해서는 기업이 스스로 이를 준수하고자 하는 유인이 있

48) <http://www.governanceprinciples.org> 참조.

49) <https://isgframework.org/corporate-governance-principles> 참조.

어야 하며, 이를 위해서는 원칙중심규제 방식으로 기준을 제시하는 것이 필요하다는 견해가 유력하게 제시된다.⁵⁰⁾ ‘원칙중심규제(Principle-based Regulation)’란 규범에서 구체적이고 세부적인 규정을 정하여 직접 규율하는 방식이 아니라, 기본적인 ‘원칙’만을 제시하고 이러한 원칙의 구체화 및 준수 수준의 결정은 수범자에게 맡기는 형태의 규제방식을 말한다. 연성규범에 해당하는 기업지배구조에 대한 모범규준의 경우 대부분 국가에서 원칙중심규제 방식을 선택하고 있다. 일본의 기업지배구조 모범규준의 경우 규칙중심규제가 아닌 원칙중심규제를 택하고 있으며, 따라서 모범규준에서는 기본적 원칙만 제시하고 있고 개별 기업이 자신의 상황에 따라 모범규준의 원칙을 적절하게 해석하여 구체적인 채택 내용은 스스로 결정하도록 하고 있다. 특히 연성규범을 통한 규제에 익숙하지 않은 우리나라의 경우, 모범규준이라고 하여도 구체적인 기준을 제시하는 경우 이를 준수하지 않는 것은 해당 규정을 위반하는 것으로 인식하는 경향이 강하므로 모범규준은 원칙중심규제로서 기본적 원칙만을 제시하는 것이 더욱 필요하다는 견해가 제시되고 있다.⁵¹⁾

다만 이러한 접근방식이 원칙적으로 바람직하다고 하여도 구체적 실시와 관련해서는 신중한 검토가 필요하다. 우리의 기업규제 체계는 많은 경우 구체적인 세부사항을 열거하거나 그 구체적인 기준을 명시하는 방식으로 명확성을 우선시 해 온 점에 유의하여야 한다. 따라서 원칙만 제시되었을 때 기업 실무상으로는 원칙과 연계된 구체적인 가이드라인이나 실무지침에 대한 요청이 많을 수밖에 없다. 결과적으로 모범규준이 기본적으로 원칙중심규제를 받아들인다고 하여도 그 구체적인 기준이 될 수 있는 가이드라인이나 세부지침의 지원이 추가적으로 필요하게 되는 것이다. 즉 모범규준이 추상적으로 원칙만을 제시하는데 그치고 후속 지원이 없다면 이러한 원칙의 제시는 실질적으로는 실효성이 거의 없는 단순한 선언에만 그칠 가능성이 상당하다.

(2) comply or explain 방식의 활용

‘원칙준수 예외설명’ 원칙이라 함은 기업지배구조 모범규준의 각 원칙 가운데 기업이 자신의 개별사정에 비추어 준수(comply)하는 것이 적절하지 않거나 당장은 준수가 어렵다고 생각되는 원칙이 있으면, 그것을 ‘준수하지 아니하는 이유’를 충분히 설명(explain)함으로써 일부 원칙을 준수하지 않아도 되는 것을 말한다. ‘원칙준수 예외설명’ 방식에 의한 규제가 의무적인 것인지 자발적인 것인지에 대해서는 견해가 나뉜다. 모든 기업이 동일한 모범규준을 준수하거나 설명해야 한다는 측면에서는 강제성이 일

50) 김순석, 전계논문, 22~23면; 곽관훈, 전계논문, 197면.

51) 곽관훈, 전계논문, 197면.

부 인정되지만, 모범규준의 준수가 강제되지 않는다는 점에서는 연성규범으로서 자율적인 성격을 가지고 있다.⁵²⁾

연성규범이 법규제와 근본적으로 다른 점은 구속력을 갖지 않는다는 점이다. 규범의 수범자가 스스로 준수 여부를 선택할 수 있으며, 준수하지 않는다고 하여도 이에 대한 국가적 제재가 부과되지 않는다. 그럼에도 불구하고 사실상 규범력을 갖도록 하기 위한 방법으로 주로 사용하는 것이 'comply or explain' 방식이다. 즉, 준수하지 않으면 제재를 하는 것이 아니라, 준수하지 못하는 이유를 설명하도록 하여 수범자가 자율적으로 준수 여부를 판단하되 이에 대해 시장의 평가를 받도록 하는 것이다. 영국이나 OECD는 물론 일본의 경우도 기업지배구조에 대한 모범규준을 제시함에 있어 'comply or explain' 방식을 활용하고 있다.⁵³⁾

3. 모범규준의 실효성 확보방안으로 comply or explain 원칙의 채택

모범규준을 제시하고 이를 직접적으로 준수하도록 압박하는 방식은 법규제의 강제 준수를 요청할 때와 같은 단점이 고스란히 재연될 뿐만 아니라 하물며 직접적 구속력이 없는 연성규범을 강제하겠다는 것이므로 의미 없는 메아리에 그칠 것임이 거의 확실하다. 따라서 comply or explain 원칙을 모범규준 이행의 방식으로 채택하는 것이 바람직하다는 다수의 의견에 동의한다. 즉 준수하는 것이 바람직하다고 간주되는 일반적인 원칙을 제시하면서, 만일 각 회사가 구체적 사정에 비추어서 이를 준수하지 아니하는 경우에는 그 이유를 충분히 설명하도록 하고 이에 대한 평가나 판단은 시장에 맡기는 것이 좀 더 실효적인 기업지배구조 개선방안이 될 수 있다는 판단이다.

회사의 설명에 관하여 자본시장에서 긍정적인 판단을 한다면 준수하지 않는 선택을 인정받는 것으로 볼 수 있다. 그러나 기관투자자나 소액주주 등 경영에 참여하지 않는 외부주주로부터 모범규준 준수의 압력을 받게 된다면, 모범규준의 준수 대신 이를 준수하지 않고 설명을 한 기업의 선택은 적절한 것이 아닐 수 있으므로 이 경우 당해회사에서는 관련 정책에 관하여 신중한 재검토를 하여야 할 것이다. 이렇게 시장 규율에 의한 방식이 각 개별 기업의 구체적 여건에 맞는 더 좋은 지배구조 구축을 위한 실효적 방안이 될 수 있다.

52) 김순석, 전계논문, 26~27면.

53) 객관훈, 전계논문, 198면.

IV. 모범규준의 활용성 제고를 위한 기업지배구조 공시제도의 개선

1. 기업지배구조 공시제도 개요

(1) 기업지배구조 공시제도 도입 배경

OECD는 지난 2015년 개정된 「G20/OECD 기업지배구조 원칙」을 통해 바람직한 기업지배구조 모델을 제시하고 각 회원국별로 기업지배구조규범을 마련하여 운영할 것을 독려하고 있다. 우리나라도 1999년 9월, OECD의 기업지배구조 원칙을 반영한 「기업지배구조 모범규준」을 제정하여 운영해 오고 있으나, 이의 실효성을 확보하기 위한 이행 확보 방안이 미흡하다는 비판을 지속적으로 받아왔다.⁵⁴⁾ 2016년 OECD가 각국의 기업지배구조 현황을 조사한 바에 따르면, OECD 회원국 35개국을 포함하여 전체 조사대상 46개 국가 중 45개 국가가 기업지배구조규범을 마련하여 기업들이 이의 채택 여부를 “comply or explain”(원칙준수 예외설명) 방식에 따라 공시하도록 하거나, 상장규정 등을 통해 의무적으로 준수하도록 하고 있었다. 우리나라는 유일하게 아무런 실행 메커니즘을 도입하지 않은 나라로 분류되었다.⁵⁵⁾

국내에서도 탄력적이고 시장친화적인 comply or explain 제도 도입을 통해 법적 규제의 경직성을 보완하여야 한다는 목소리가 대두되었고, 특히 comply or explain 제도 도입시 시장상황, 기업여건 등에 따라 공시의무를 탄력적으로 조정 가능하다는 점이 부각되었다. 이에 한국거래소는 2017년 3월 유가증권시장 공시규정 시행세칙을 개정하여 comply or explain 방식의 기업지배구조 공시제도를 도입하였다.

(2) 기업지배구조 공시제도 주요 내용

OECD의 기업지배구조 원칙, 우리나라 기업지배구조 모범규준 등을 반영하여 거래소가 선정한 핵심원칙 10개에 대해 기업이 준수 또는 미준수 내용 및 미준수 시 그 사유를 서술식으로 기재하도록 하는 것인데, 거래소는 기업의 공시부담을 고려하여 공시항목을 최소한으로 도출했다.⁵⁶⁾ 공시대상도 유가증권시장 상장회사로 제한되었고, 자율공시 사항으로 도입되었다. 금융회사의 지배구조에 관한 법률에 따라 지배구조연차보고서 공시가 의무화된 금융회사들은 정기 주주총회 전에 협회 홈페이지에 공시한 연차보고서를 거래소에 다시 공시하면 인정된다. 공시기한은 원칙적으로 사업보고서의 법정 제출기한 이후 2월 이내이다.

54) 이승희, “기업지배구조 comply or explain 공시현황 평가,” 「ERRI 이슈&분석」, 2017-11 (경제개혁연구소, 2017), 1~2면.

55) OECD, 「OECD CORPORATE GOVERNANCE FACTBOOK 2017」, pp. 22-23.

56) 한국거래소 보도자료, 2017.3.9, “Comply or Explain 방식의 지배구조 공시제도 도입” 참조.

〈기업지배구조 핵심원칙과 주요 공시사항〉

구분		핵심원칙(총 10개)	주요 공시사항
주주	주주의 권리	① 주주는 권리행사에 필요한 충분한 정보를 시의적절하게 제공받고, 적절한 절차에 의해 자신의 권리를 행사할 수 있어야 한다.	<ul style="list-style-type: none"> • 집중투표 • 차등배당 • 전자투표 • 서면투표 • 영문공시
	주주의 공평한 대우	② 주주는 보유주식의 종류 및 수에 따라 공평한 의결권을 부여받아야 하고, 주주에게 기업정보를 공평하게 제공하는 시스템을 갖추는 노력을 해야 한다.	
이사회	이사회 기능	③ 이사회는 기업과 주주이익을 위하여 기업의 경영목표와 전략을 결정하고, 경영진을 효과적으로 감독하여야 한다.	<ul style="list-style-type: none"> • 승계정책 • CEO와 의장 분리 • 선임 사외이사 • 이사후보 추천위원회 • 사외이사 독립성, 전문성 • 이사회 개최빈도 • 이사회 내 위원회 • 사외이사 외부평가
	이사회 구성 및 이사 선임	④ 이사회는 효율적으로 의사를 결정하고 경영진을 감독할 수 있도록 구성하여야 하며, 이사는 다양한 주주의견을 폭넓게 반영할 수 있는 투명한 절차를 통하여 선임되어야 한다.	
	사외이사	⑤ 사외이사는 독립적으로 중요한 기업경영정책의 결정에 참여하고 이사회의 구성원으로서 경영진을 감독·지원할 수 있어야 한다.	
	이사회운영	⑥ 이사회는 기업과 주주의 이익을 위한 최선의 경영의사를 결정할 수 있도록 효율적이고 합리적으로 운영되어야 한다.	
	이사회 내 위원회	⑦ 이사회는 효율적인 운영을 위하여 그 내부에 특정 기능과 역할을 수행하는 위원회를 설치하여야 한다.	
	평가 및 보상	⑧ 사외이사의 적극적인 직무수행을 유도하기 위하여 이들의 활동내용은 공정하게 평가되어야 하고, 그 결과에 따라 보수지급 및 재선임 여부가 결정되어야 한다.	
감사기구	내부감사기구	⑨ 감사위원회, 감사 등 내부감사기구는 경영진 및 지배주주로부터 독립적인 입장에서 성실하게 감사업무를 수행하여야 하며, 내부감사기구의 주요 활동내역은 공시되어야 한다.	<ul style="list-style-type: none"> • 내부 감사부서 설치 • 감사위원회 개최 빈도 • 외부감사인 선임절차
	외부감사인	⑩ 기업의 회계정보가 주주 등 그 이용자들로부터 신뢰를 받을 수 있도록 외부감사인은 감사대상기업과 그 경영진 및 지배주주 등으로부터 독립적인 입장에서 공정하게 감사업무를 수행하여야 한다.	

2. 2017 기업지배구조 공시제도 이행 현황 및 문제점

(1) 준수 여부 공시 항목의 불명확

거래소는 기업이 준수 여부를 공시해야 할 10가지 핵심원칙을 공시세칙 [별표4]로 정하고 있는데 그 자체로는 내용이 지나치게 추상적이어서 구체적으로 준수 여부를 공시하여야 하는 사항이 무엇인지 판단하기가 어렵다. 예컨대, 핵심원칙 첫 번째는 주주의 권리에 관한 것인데, “주주는 권리행사에 필요한 충분한 정보를 시의적절하게 제공받고, 적절한 절차에 의해 자신의 권리를 행사할 수 있어야 한다.”라고 되어 있다. 권리행사에 필요한 충분한 정보, 적절한 절차 등에 관한 사항이 구체적으로 제시되지 않으면 공시내용을 선정하기 어려운 상황이었다.

이에 따라 거래소는 기업들이 공시기준으로 삼을 수 있도록 「기업지배구조 보고서 기재상주의 및 작성예시」(2017.4)를 발표하였는데, 여기서는 10가지 핵심원칙별 세부항

목 총 52개를 제시하고 있다.⁵⁷⁾ 이 52개 항목은 기업이 준수 여부를 공시해야 하는 사항이 아니라 ‘예시’사항일 뿐이다.⁵⁸⁾ 즉, 기업들은 예시사항들을 참고하여 준수 여부 공시 사항을 자율적으로 선택할 수 있도록 하는 등 작성 재량의 범위가 지나치게 넓다. 따라서 기업은 예시된 항목 중 준수하지 않는 사항이거나 자사에 불리한 사항의 경우 아예 침묵하거나 전혀 언급하지 않는 경우가 상당수 나타났다.⁵⁹⁾

(2) 준수 여부 판단의 어려움

현행 기업지배구조 공시제도는 준수 여부 및 미준수 시 설명을 자유 서술식으로 기재하도록 하고 있다. 이에 따라 해당 공시대상 주요 항목의 준수 여부를 일목요연하게 파악하기가 어려운 문제가 있다. 2017년 기업지배구조 공시 보고서를 검토한 결과 회사마다 정형화된 틀에 의하지 않은 자유분방한 기술방식은 보고서 전체를 정독하기 전에는 그 내용을 정확히 파악하기가 매우 어려운 상황이다. 또 경우에 따라서는 제시된 양식 및 문구만을 활용한 기재로 기업들의 보고서 내 일부 기재내용과 문구가 일률적으로 유사한 경우도 있었다.⁶⁰⁾ 미준수 사유 설명의 경우에도 아예 기재가 없거나 지나치게 형식적인 기재로 인하여 comply or explain 방식의 본래 취지를 살리기 어려움 것으로 나타났다.

한편 기업 스스로 준수하고 있다고 공시했지만 그 근거가 구체적으로 제시되지 않는 문제도 있다. 예를 들어, 사외이사 활동 평가 수행 항목과 관련하여 “사외이사의 자체평가는 하고 있지는 않지만 업무에 대한 활동은 공정하게 평가되고 있습니다.”, “당사는 이사회에서 결의한 평가방법에 의거 내부평가를 실시하며 외부평가는 실시하고 있지 않습니다.” 와 같이 공시하고 있는데⁶¹⁾, 이처럼 평가 방법이나 시행 현황 등이 구체적으로 제공되지 않으면 평가가 실제로 진행되고 있는지 여부를 판단하기는 사실상 어렵다.

(3) 기업 간 비교의 어려움

기업지배구조 공시제도를 통하여 제공되는 기업의 지배구조 관련 정보의 이용자는 기관투자자, 소액주주, 잠재적 투자자 등 자본시장의 참여자를 비롯하여 다양한 기업의 이해관계자, 정책 당국, 지배구조 연구자 등 다수를 상정할 수 있다. 따라서 기업의 공

57) 한국거래소, “기업지배구조 보고서 기재상주의 및 작성예시,” 「기업지배구조 공시제도 설명회」, 2017, 1-8면(자료집 내 두 번째 자료에 세 번으로 부여된 면수).

58) 이승희, 전계논문, 5-6면.

59) 김진성, 전계논문, 7면.

60) 오덕교, “유가증권시장 상장기업의 지배구조보고서 분석,” (한국기업지배구조원, 2017), 26면.

61) 이승희, 전계논문, 13면.

시부담을 고려하더라도 이렇듯 다양한 정보 이용자가 필요로 하는 정보수요를 최대한 충족시키는 방향에서 정보제공이 이루어져야 한다. 이 중 특히 중요한, 직접적 정보 이용 당사자는 주주 및 잠재적 투자자이며 이들은 기업 간 비교 가능한 정보의 수요자이다.

그러나 2017 기업지배구조 보고서를 분석한 자료에 의하면⁶²⁾ 준수 여부 공시항목의 선택, 기재의 상세정도, 기재의 내용 등 지나치게 자유로운 보고서 기술로 인하여 상장회사의 전체 지배구조 현황 파악이나 기업 간 비교 등이 매우 어려운 상황이다. 기업지배구조 공시제도의 도입 취지 중 하나는 모범규준 주요 원칙의 준수 여부와 미준수 시 적절한 설명을 시장에 제공하여 이해관계자의 평가를 받도록 하며, 투자판단에 활용하도록 하는 것이다. 그렇다면 투자후보 기업이나 이미 투자하고 있는 기업간의 비교가능성이 있어야 하는 데 현재의 기업지배구조 공시 보고서는 이러한 측면에서 매우 미흡한 수준이다.

(4) 충분한 정보 획득의 곤란

사업보고서에 이미 공시된 내용을 그대로 공시하여 추가적인 충분한 정보를 얻을 수 없는 점도 문제로 지적된다. 가령, 개별 이사의 이사회 활동내역 항목에서 사업보고서에 이미 공시한 이사회 개최 현황(사외이사의 출석 및 찬성 여부만 기재)을 그대로 가져다 쓰는 식이다.⁶³⁾ 거래소 공시기준 자체가 준수 여부 및 그 사유에 대한 서술보다는 현황정보를 제공하는 데 중심을 두고 있고, 현황정보조차도 기업 자율로 선택 가능하고 그 상세사항 등 구체적 정보의 선택도 자율적으로 결정할 수 있기 때문에 발생하는 문제다.⁶⁴⁾

물론 기업지배구조 공시제도를 통하여 사업보고서, IR 자료 등에서 파편적으로 제시되는 지배구조 관련 정보를 종합적으로 파악할 수 있게 한다는 점도 분명 의미가 있으나 단지 여기에만 그친다면 기업지배구조 공시제도의 실익을 상당부분 몰각시키는 것이다. 기업지배구조 보고서는 단순한 현황 정보의 제공을 넘어 장기적·전략적 측면에서 기업지배구조의 구축 방향성과 구체적 계획을 설정하고 실천해 가며 그 과정에서 이를 주주 및 잠재적 투자자, 이해관계자 등이 존재하는 자본시장과 소통하고 공유하는 제도로서 의미가 있기 때문이다.

62) 안상희·한정수, "기업지배구조 보고서 공시제도 도입에 따른 평가 및 제언," 「Governance Issue」 (대신지배구조 연구소, 2017.10).

63) 오덕교, 전계논문, 26면; 이승희, 전계논문, 12면.

64) 이승희, 전계논문, 12면.

(5) 공시 참여 기업수 미흡

2017년에 지배구조 공시에 자율적으로 참여한 회사는 총70사이며, 공시 준수 기준으로 자회사 공시를 포함하여 총 75건으로 나타났다.⁶⁵⁾ 지배구조 보고서 제출회사 70사 기준으로 볼 때 금융회사가 39사이며 이들은 금융회사 지배구조에 관한 법률에 의하여 지배구조 보고서 공시가 의무인 회사이다. 따라서 순수한 의미의 자율적 공시 회사는 31사에 불과하다. 첫 해 실적으로는 나쁘지 않다는 의견이 있을 수도 있으나 제도 도입 취지를 감안할 때 바람직하지 않은 참여율이라는 판단이다.

3. 제도 개선방안

(1) 준수 여부 공시의 의무화

먼저 comply or explain 방식 도입에 있어 모범규준 사항의 준수에 관한 자율적인 선택과 준수 여부에 관한 의무적 공시는 불가분의 관계로 보고 있는데⁶⁶⁾ 반하여 우리나라의 경우는 공시자체가 자율에 맡겨져 있어 예외적인 경우에 해당한다. 따라서 현행 기업지배구조 공시제도가 자율공시라는 점에 관하여 개선이 필요하다. 비금융회사의 경우 유가증권시장 상장회사의 4.4%에 불과한 지배구조공시 이행률을 높이기 위해서는 일정 규모 이상 또는 주식이 많이 분산된 기업에 대해 지배구조공시를 의무화할 필요가 있다.⁶⁷⁾

이와 관련하여 최근 금융위원회와 한국거래소는 대규모 상장회사에 대하여 우선적으로 기업지배구조 공시제도 의무화를 추진하겠다는 계획을 발표하였다.⁶⁸⁾ 이에 따르면 '19년부터 자산총액 2조원 이상 코스피 상장 기업('16년 말 현재 총 185개사, 연결 기준)에 대해 기업지배구조 공시를 의무화할 계획이며, 제도 운영 성과 등을 보아가며 '21년부터 전체 코스피 상장사에 대해서도 의무화를 추진할 계획이라고 한다. 한편 코스닥 상장사에 대해서는 공시제도 도입 시기 등을 추후에 검토할 계획이다.

기업지배구조의 투명성이 상대적으로 더욱 강조되는 대기업집단(28개)에 대해서도 의무공시대상으로 지정하는 것을 검토할 수 있을 것이다. 특히 이러한 대기업집단의 경우 소속회사의 지배구조 관련 사항을 주요 비상장회사까지도 포함하여 통합적으로 공

65) 한국거래소 보도자료, 2017.10.10, "Comply or Explain 방식 기업지배구조 관련 투자 정보 제공" 참조.

66) Sridhar Arcot, Valentina Bruno, Antoine Faure-Grimaud, "Corporate governance in the UK: Is the comply or explain approach working?," 『International Review of Law and Economics』, 30(2010), pp. 194-195.

67) 이승희, 전계논문, 14면.

68) 금융위원회 보도자료, 2018.3.21., "'19년부터 기업지배구조 공시가 단계적으로 의무화 - 경영 투명성 강화 및 중장기 기업가치 제고 기대" 참조.

시하게 할 필요성이 있다. 공정거래위원회에서 지정(자산총액 10조원 이상)한 대기업집단은 기존에도 기업지배구조 공시제도와 유사한 대기업집단 현황공시를 연1회, 5월말까지 실시하고 있다. 이는 기존에 유사한 보고서(연차보고서)를 작성하고 있는 금융사의 경우 이번 기업지배구조 공시에도 많이 참여하고 있다는 점에서 알 수 있듯이 대기업집단의 경우에도 이에 대한 참여 가능성을 높일 수 있다고 판단된다.⁶⁹⁾

(2) 공시사항에 관한 구체적 가이드라인 제시

가. 준수 여부 공시항목 명확화 및 보고서 형식의 구체화

현재 기재방식이나 기재내용이 지나치게 기업 자율에 맡겨져 있으므로 기업지배구조 공시 보고서의 형식을 구체화, 규정화할 필요가 있다.⁷⁰⁾ 기업지배구조 모범규준은 5개 부문에 걸쳐 91개의 항목을 제시하고 있는 데, 시행세칙 별표4의 핵심원칙(현재는 10개 항목)은 이 항목들을 참고하여 상당한 수준으로까지 구체화되어야 한다. 우선 현재 「기업지배구조 보고서 기재상주의 및 작성예시」에서 예시하고 있는 52개 항목을 체계적으로 분류하여 의무적으로 공시하도록 할 필요가 있다.

향후 모범규준의 전체 91개 항목 중에서 기업이 준수할 것을 요구하는 사항인 '준수 사항'과 그렇지 않고 단순한 지침제시에 그치는 '권고사항'을 다시 구분하고, 전자에 대해서는 반드시 comply or explain 방식에 따라 공시하도록 하는 방법도 고려 가능할 것이다.⁷¹⁾⁷²⁾ 기업의 입장에서도 모든 것을 기업 자율에 맡기는 현행 방식은 구체적 공시실행에 있어 다른 기업들의 보고서 공시 동향을 예의주시해야 하는 등 오히려 부담이 되는 문제가 있다. 한편 보고서 양식을 구체화할 때 투자자들이 보다 쉽게 이해할 수 있으며 기업 간 비교가 가능하도록 하는 체계 마련에도 유의하여야 한다. 특히 일정 시점에서의 기업 간 비교를 위해서는 공시내용의 작성기준일을 사업연도말로 특정할 필요가 있으며, 만약 보고서 작성 시점에 변동사항이 있다면 별지 등을 이용해 추가로 기재하는 방안이 바람직해 보인다.

보고서의 주요 열람주체인 투자자들이 보다 용이하게 이해할 수 있는 구체화된 보고서 양식 마련 또한 절실한 과제이다. 이는 기업들의 보고서 작성 부담을 덜어주는 한편 지배구조 정보이용자의 편의도 제고시킬 수 있는 방안이다. 다만 모범규준이 연성규범이라는 점과 이를 준수하거나 또는 미준수 시 기업 특성에 맞추어 충실하면서도 자유롭

69) 안상희·한정수, 전계논문, 10면.

70) 안상희·한정수, 전계논문, 10면.

71) 이승희, 전계논문, 14면.

72) 이러한 방식은 특히 공시 의무화 대상을 전체 코스피 상장회사나 코스닥 상장회사 등으로 확대하는 시점에서 자산규모가 상대적으로 작은 기업의 현실을 고려하고 제도의 조기 정착을 유도하기 위한 방안으로 검토할 수 있다.

게 설명을 해야 하는 기업 입장을 고려하는 측면에서 보면 구체적인 가이드라인 제시가 지나치게 보고서 양식을 규격화하여 결과적으로 획일적인 기재만을 할 수 있도록 하는 결과를 초래하는 것도 문제가 된다. 따라서 기업의 공시내용 설명의 자율성을 일정정도 인정하면서도 정보이용자의 편의를 두루 고려하여 적절한 보고서 형식을 찾아 이를 가이드라인에 담는 것이 핵심과제이다.

나. 미준수 시 설명내용의 구체화

미준수 시 설명하여야 하는 내용을 좀 더 명확히 할 필요가 있다. 사실 comply or explain 방식에서는 모범규준 원칙의 준수 여부에 관한 공표도 중요하지만 미준수 시 그 사유나 향후 계획에 대한 설명도 준수 여부 만큼 중요하다. 그래야 회사의 구체적 여건에 맞춰 스스로 선택한 방안이 최선이거나 부득이한 선택이었음을 인정받을 수 있기 때문이다. 이렇게 되어야만 실질적으로 기업이 처한 구체적 여건에 따른 선택 가능성이 인정될 수 있으며 획일적인 지배구조 구축의 강요에서 오는 문제를 극복할 수 있게 된다.

미준수에 대한 의미 있는 설명을 위해서는 i) 종래 경위와 연혁에 대하여 설명이 이루어져야 하고, ii) 그 회사가 선택한 해결책에 대하여 설득력 있게 설명되어야 하며, 그러한 해결책을 선택함으로써 생길 수 있는 리스크를 해소하고 적절한 원칙을 준수하는 등 리스크 완화조치를 설명하며, iii) 회사는 코드를 준수하지 아니하는 기간이 한정적일 것이라는 점과 언제부터 준수하게 될 것인가를 설명해야 한다.⁷³⁾ 미준수시에는 이러한 내용이 모두 포함되는 충실한 설명이 이루어지도록 하여야만 comply or explain 방식을 도입한 본래 취지를 제대로 구현할 수 있다.

V. 맺는 말

기업의 지속가능한 성장과 자본시장의 건전한 발전을 위해서는 기업지배구조의 개선이 필수적이다. 기업의 지배구조를 개선하기 위한 방식으로는 크게 법규제와 모범규준과 같은 연성규범을 활용하는 방안이 있다. 법규제는 기본적이고 핵심적인 지배구조 문제를 해결하기 위한 신속하고 직접적인 효과를 낼 수 있는 방안이다. 따라서 필요 최소한의 법규제는 필요하고 또 바람직하기도 하다. 그러나 기업의 규모, 성장단계, 업종,

73) 김순석, 전계논문, 30면.

경영환경과 기업문화 등에 관계없이 모든 기업에게 가장 적합한 단일의 지배구조 모델이 있을 수 없음은 자명하다. 따라서 지배구조 관련 사항을 모두 법규제에 의할 수는 없다. 이러한 문제의식에서 모범기준과 같은 연성규범의 활용 필요성이 인정되며 영국, 독일, 일본 등 다수의 선진 국가에서 기업지배구조 규율방식으로 이러한 연성규범을 활용하고 있다.

우리나라에서도 1999년 기업지배구조 모범기준이 제정되어 공표되었고 지난 2016년에 2차 개정이 있었다. 또 지난 2017년 처음으로 '기업지배구조 공시제도'가 도입되어 시행된 바 있다. 그러나 처음 시행된 comply or explain 방식의 기업지배구조 공시제도에 관하여 상당한 개선 필요성이 각계에서 제기되었다. 이를 원활하게 추진하기 위해서는 기업지배구조 모범기준과 기업지배구조 공시제도를 통합적으로 고찰하며 개선방향을 잡아가야 할 것이다. 이러한 측면에서 모범기준과 comply or explain 방식을 결합하여 활용하고 있는 영국, 독일, 일본 등 선진 각국의 제도 운영 현황과 최근 3년간 관련 동향을 파악해 봄으로써 우리나라 기업지배구조 모범기준의 실효성을 확보하는 방안을 마련하는 데 시사점을 얻고자 하였다.

결론적으로 우리나라의 현행 「기업지배구조 모범기준」은 상당히 세부적인 사항까지 직접 담고 있어서 규칙중심방식에 가까우며 이로 인해 각 기업여건에 맞춘 유연한 적용에 애로가 있다는 기업 현장의 의견을 수용하여 원칙중심방식으로 개선하여 좀 더 간명하게 제시되 그 구체화 및 준수 수준은 기업 스스로 도출할 수 있도록 별도의 해설서나 가이드라인 등을 마련하여 기업 현장에서 참고하도록 지원하여야 할 것이다. 또한 기업지배구조 공시제도는 대부분의 국가에서처럼 준수 여부는 기업의 선택에 따르되 준수 여부와 미준수 시 설명은 의무화하는 방식으로 개선이 필요하다. 이 때 준수 여부를 공시해야 하는 항목은 명확히 하고, 공시 보고서 양식을 마련하여 보다 쉽게 이해할 수 있고 기업 간 비교가 가능하며, 구체적인 미준수 사유 설명이 이루어져 이해관계자들이 활용하기 용이하게 개선되어야 한다. 이를 위해 필요하다면 가이드라인이나 세부 매뉴얼 등도 제공되어 참고하도록 하는 것이 바람직하다. 아울러 향후 구체적인 기업지배구조 보고서의 공시내용이 정보 수요 주체에 따라 즉 기관투자자와 일반투자자에게 각각 어느 정도로 유용한 것인지 효과를 분석하고, 특히 일반투자자의 기업지배구조에 관한 인식을 제고하고 이들의 투자의사결정에도 활용될 수 있는 의미 있는 정보를 더욱 용이하게 전달하기 위한 공시형식과 내용에 관한 추가적인 검토가 이루어질 필요가 있다.

〈참고문헌〉

- 곽관훈, “기업에 대한 규제수단으로서 연성규범(Soft Law)의 활용가능성 및 한계-‘기업 지배구조 모범기준’에 대한 검토를 중심으로,” 「증권법연구」, 제18권 제1호 (한국증권법학회, 2017)
- 김순석, “연성규범(Soft Law)을 통한 기업지배구조의 개선,” 「증권법연구」, 제18권 제2호 (한국증권법학회, 2017)
- 김진성, “Comply or Explain 방식 국내외 도입 현황 및 시사점,” 「CGS Report」, 제8권 1호 (한국기업지배구조원, 2018.1)
- 김화진, “미국의 회계개혁법률이 우리나라 기업들에 미치는 효과,” 「BFL」, 제5호 (서울대학교 금융법센터, 2004.5)
- 신창균, “일본의 「기업지배구조 모범기준」—회사의 지속적 성장과 중장기적인 기업가치의 향상을 위해서,” 「기업지배구조 리뷰」, Vol. 79 (한국기업지배구조원, 2015)
- 심재한, “독일 기업지배구조규준의 개정된 규정,” 「기업지배구조 리뷰」, Vol.38 (한국기업지배구조원, 2008)
- 안상희·한정수, “기업지배구조 보고서 공시제도 도입에 따른 평가 및 제언,” 「Governance Issue」, (대신지배구조연구소, 2017.10)
- 안수현, “회계제도 개혁법의 입법 현황과 실무상 몇 가지 고려점,” 「증권법연구」, 제4권 제2호 (한국증권법학회, 2003)
- 오덕교, “유가증권시장 상장기업의 지배구조보고서 분석,” (한국기업지배구조원, 2017)
- 원동욱, “기업지배구조모범기준에 대한 외국의 사례 및 우리나라에 대한 시사점 — 영국 및 독일의 사례를 중심으로 —,” 「은행법연구」, 제8권 제1호 (은행법학회, 2015)
- 윤승영, “2015년 G20/OECD 기업지배구조원칙 개정의 특징 및 주요 쟁점의 비교분석,” 「상사법연구」, 제35권 제1호 (한국상사법학회, 2016)
- 윤승영·정재규, “G20/OECD 기업지배구조원칙 개정의 특징,” 「ESG FOCUS」, 2016-02 (한국기업지배구조원, 2016)
- 윤영신, “회사지배구조에서 법규제(Legal Rule)와 소프트 로(Soft Law)의 역할 및 관계,” 「서울대학교 법학」, 제48권 제1호 (서울대학교 법학연구소, 2007)
- 이승희, “기업지배구조 comply or explain 공시현황 평가,” 「ERRI 이슈&분석」, 2017-11 (경제개혁연구소, 2017)

- 정재규, “기업지배구조 모범규준 개정안 주요 내용,” 「‘기업지배구조 모범규준’ 개정을 위한 공청회 및 정책토론회」, (한국기업지배구조원, 2016.4.18)
- 최난설현, “연성규범(Soft Law)의 기능과 법적 효력 — EU 경쟁법상의 논의를 중심으로 —,” 「법학연구」, 제16집 제2호 (인하대학교 법학연구소, 2013)
- 최병규, “독일의 회사법제 운용경과와 시사점 - 최근 한국의 지배구조 논의와 비교를 중심으로 -,” 「일감법학」, 제27호 (건국대학교 법학연구소, 2014)
- 금융위원회 보도자료, 2014.11.20, “금융회사 지배구조 모범규준 마련”
- 금융위원회 보도자료, 2018.3.21, “19년부터 기업지배구조 공시가 단계적으로 의무화 - 경영 투명성 강화 및 중장기 기업가치 제고 기대”
- 한국거래소, “기업지배구조 보고서 기재상주의 및 작성예시,” 「기업지배구조 공시제도 설명회」, 2017
- 한국거래소 보도자료, 2017.3.9, “Comply or Explain 방식의 지배구조 공시제도 도입”
- 한국거래소 보도자료, 2017.10.10, “Comply or Explain 방식 기업지배구조 관련 투자 정보 제공”
- 한국기업지배구조원, 「기업지배구조 모범규준」, 2016
- 한국기업지배구조원 보도자료, 2016.8.9, “「기업지배구조 모범규준」 개정”
- 한국기업지배구조원 보도자료, 2016.12.19, “2016년 12월 19일, 한국 스투어드십 코드 공표”
- ACGA, CG WATCH 2016, Ecosystems matter, 2016
- Eddy Wymeersch, “Corporate Governance after the Investment Services Directive,” European Financial Services Law 3 (1996)
- Financial Reporting Council, The UK Corporate Governance Code, 2016
- Francis Snyder, “The Effectiveness of European Community Law: Institutions, Processes, Tools and Techniques,” 56 The Modern Law Review 19, 32 (January 1993)
- Grant Thornton, “The chemistry of governance - A catalyst for change”, 2012
- I. M. Millstein and P. W. MacAvoy, “The Active Board of Directors and the Large Publicly Traded corporation,” 1998 Colum. L. Rev. 1282.

- Maria Elisabeth Sturm, “Corporate Governance in the EU and U.S.: Comply-or-Explain Versus Rule,” Stanford-Vienna European Union Law Working Paper No. 16, <http://tlf.stanford.edu>. (2016)
- Melvin A. Eisenberg, “The Architecture of American Corporate Law: Facilitation And Regulation,” 2 Berkeley Bus. L. J. 167, 182 (2005)
- Sridhar Arcot, Valentina Bruno, Antoine Faure-Grimaud, “Corporate governance in the UK: Is the comply or explain approach working?,” International Review of Law and Economics, 30(2010)
- OECD, G20/OECD Principles of Corporate Governance, 2015
- OECD, CORPORATE GOVERNANCE FACTBOOK 2017, 2017

기업의 자율공시수준과 주가 위험에 관한 연구¹⁾

연구논단II

임현일 | 한국기업지배구조원 부연구위원

I. 서론

외환위기 이후 기업의 정보 투명성(transparency)에 대한 중요성이 강조되었고, 이로 인해 회계정보 투명성 개선을 위한 사회적 관심이 집중되었다. 이를 위한 가장 큰 변화중 하나가 바로 공시제도 강화이다. 2000년 이전의 기업들은 법적 의무에 따른 정기공시, 의무수시공시와 관련된 정보들만 공시하였으며, 시장에 참여하는 일반투자자를 비롯한 다양한 이해관계자(stakeholder)들과의 정보비대칭 완화를 위한 자발적 공시는 활발하게 이루어지지 않았다. 이러한 문제점을 보완하기 위하여 정부는 2000년 3월 자율공시제도를 도입하였으며, 2002년 11월 기존의 공시제도와 더불어 자발적 공시를 확대하는 공정공시제도를 도입하였다. 아울러 상장기업의 수시공시 부담을 줄이기 위하여 2005년 정부는 의무수시공시 대상항목을 크게 줄이고 자율공시 대상항목을 늘려 기업의 자발적인 자율공시의 중요성에 대해 강조하였다.

하지만 이러한 자율공시제도에 대해 상충된 의견이 존재한다. 우선 자율공시제도가 기업과 이해관계자 간에 발생할 수 있는 정보비대칭 문제를 완화시켜준다는 긍정적 입장이다. 경영자가 기업 내부에서 발생하는 새로운 뉴스를 공시를 통해 제공함으로써 기업의 정보가 자본시장에 미치는 갑작스러운 충격을 완화시키는 완충장치 역할을 수행한다는 것이다. 따라서 자율공시를 통해 제공되는 정보에 대해 시장참여자들은 더 큰 신뢰를 가질 가능성이 높으며 이는 경영자가 정보비대칭을 줄이고자 하는 노력으로 인식하는 것에 기인한다. 반면 자율공시제도가 기업과 이해관계자 간에 발생할 수 있는 정보비대칭을 심화시킨다는 부정적 견해도 존재한다. 경영자가 자율공시를 통해 제공되

1) 본 연구의 견해와 주장은 한국기업지배구조원의 공식적인 견해가 아님을 밝힙니다.

는 정보에 대한 시장참여자들의 신뢰를 약용하여, 오히려 사적이익을 추구하기 위한 거짓 또는 허위뉴스를 공시함으로써 정보비대칭을 심화시킨다는 견해이다. 이와 같은 경영자의 행위는 자본시장에 왜곡된 정보를 제공하여 이해관계자들의 부(wealth)를 훼손시킬 가능성을 높이게 된다.

선행연구들 역시 자율공시에 대해 혼재된 결과를 나타내고 있다. 국외의 경우 자율공시가 이해관계자들의 정보비대칭을 낮추고 기업 정보의 투명성 개선에 도움이 된다는 긍정적인 입장을 지지하는 연구들이 다수를 이루고 있으나, 국내의 경우 자율공시가 경영자의 선택적 정보를 제공하는 합법적인 수단으로 악용될 소지가 높다는 부정적인 입장도 여러 연구들을 통해 지지되고 있는 상황이다.

자율공시제도의 부정적인 입장에 대한 국내의 대표적인 사례가 한미약품 사태이다. 한미약품은 2016년 9월 29일 장마감후 16시33분 미국 제넨텍과 1조원 규모의 항암제 기술 수출 계약을 체결했다고 자율공시했다. 시장은 한미약품의 호재성 뉴스에 즉각 반응하였고 시간외거래에서 주가는 5.97% 상승하였다. 아울러 30일 개장과 동시에 한미약품의 주가는 5.48% 추가로 상승하였다. 하지만 개장 후 9시 29분에 독일 베링거인겔하임으로부터 8500억원 규모의 기술 수출 계약 해지와 관련한 공시를 하였고,²⁾ 이로 인해 한미약품의 30일 증가는 전일대비 18.06% 하락하게 된다. 문제는 한미약품이 독일 베링거인겔하임으로부터 계약 해지 통보를 전날(29일) 19시 6분에 받았다는 것이다. 또한 30일 한미약품의 공매도량은 10만 4327주로 전일(29일) 대비 13배가 넘는 수준이었으며 그 규모의 절반 이상이 9시 29분 전에 이루어졌다는 점에서 자율공시 이전에 정보유출에 대한 의심도 받았다.³⁾

본 연구에서는 개별 기업의 자율공시수준과 주가급락 위험의 관계를 통해 자율공시의 긍정적 또는 부정적 역할에 대해 확인하고자 한다. 경영자는 자신의 사적이익을 위해 기업의 부정적인 정보를 은폐할 유인을 갖으며, 이러한 행위를 통해 누적된 부정적인 정보들이 더 이상 감출 수 없는 임계점을 넘는 순간 시장으로 흘러나와 주가급락이 발생되기 때문이다. 따라서 자율공시가 본연의 순기능을 수행할 경우 부정적인 정보에 대한 정보비대칭을 감소시켜 주가급락 위험이 감소할 것으로 예상되며, 경영자의 사적이익을 위한 수단으로 악용된다면 주가급락 위험은 증가할 것이다.

2005년부터 2014년까지 10년간 유가증권시장(KOSPI)의 제조업체를 표본으로 이용한 분석의 주요결과는 다음과 같다. 첫째, 기업의 자율공시수준과 주가급락 위험은 유

2) '기술도입·이전·제휴' 및 '특허권 취득 또는 양수·양도'와 관련된 정보는 거래소의 자율공시항목이었으나 한미약품 사태로 인해 2016년 12월 28일 일부개정을 통해 의무공시로 전환되었다.

3) 스카이데일리, 한미약품 낙장공시 합법, 호·악재 절묘한 시간차, 2016. 10. 6일자.

의한 음(-)의 관계가 나타난다. 이는 기업의 자율공시수준이 높을수록 예측할 수 없는 주가급락 위험을 감소시키는 것으로 해석할 수 있으며 자율공시의 긍정적 기능을 지지하는 결과이다. 둘째, 자율공시수준은 기업 내부에 감사위원회가 설치된 경우에 주가급락 위험과 유의한 음(-)의 관계를 갖는다. 다시 말해 기업의 내부통제시스템이 잘 갖추어진 경우(기업지배구조가 좋은 경우)에만 자율공시수준이 부정적인 뉴스에 대한 정보 비대칭을 감소시키는 것으로 확인되었다. 이와 같은 결과는 기업의 고정적인 속성을 통제 한 후의 검증에서도 유의하게 관찰되었다.

II. 연구 동향 및 가설의 설정

1. 연구 동향

자율공시란 상장법인의 공시능력을 제고하고자 자진공시 및 일부항목에서 제한적으로 운용되던 자율공시항목을 확대하여 주요경영사항 이외의 사항에 관하여 상장기업의 자율적인 판단에 의해 당해 기업에 관한 주요 경영상의 정보 등을 공시할 수 있도록 하는 제도이다. 자율공시는 2000년 3월 24일에 도입되었으며 기업은 강제의무사항이 외의 모든 정보를 자율공시항목을 통하여 공시할 수 있다. 단 자율공시의 신뢰성을 제고하기 위하여 자율공시의 경우에도 기 공시한 내용을 반복 또는 변경하면 불성실공시법인으로 지정받도록 되어있다. 자율공시규정은 수차례 개정을 통해 유가증권시장 공시규정에 규정되어 있으며 그 내용은 다음의 <표 1>과 같다.

<표 1> 자율공시 관련 규정

유가증권시장 공시규정 제3장 제28조(자율공시)

유가증권시장주권상장방법인은 제7조에 따른 주요경영사항 외에 투자자에게 알릴 필요가 있다고 판단되는 사항으로서 세칙에서 정하는 사항의 발생 또는 결정이 있는 때에는 그 내용을 거래소에 신고할 수 있다. 이 경우 그 신고는 사유발생일 다음 날까지 하여야 한다. <개정 2015.12.30.>

유가증권시장 공시규정 시행세칙 제8조(자율공시)

규정 제28조에서 “세칙에서 정하는 사항” 이란 다음 각 호의 어느 하나에 해당하는 사항을 말한다.<개정 2006.9.11, 2009.2.3, 2010.12.3, 2011.6.16, 2011.11.11, 2012.4.19, 2013.2.26, 2013.3.26, 2013.7.11, 2015.8.28, 2016.4.28, 2016.7.28, 2016.12.28, 2017.3.9>

1. 삭제<2016.12.28>

2. 자원개발 투자. 이 경우 반기보고서 및 사업보고서 제출이후 7일 이내에 해당 자원개발에 관한 진행사항을 신고하여야 하며, 해당 자원개발이 중단된 경우에는 지체없이 그 사실을 신고하여야 한다.

2의2. 제2호의 자원개발과 관련하여 매장량·생산량 등에 대한 경제성 판명. 이 경우 다음 각 목의 기관이 발행한 평가보고서와 평가기관에 관한 사항을 제출하여야 한다.

- 가. 한국광물자원공사
 - 나. 한국지질자원연구원
 - 다. 5년이상 자원개발 평가업무의 경력을 가진 자로서 유가증권시장주권상장법인(코스닥시장 및 외국 거래소 상장법인을 포함한다)의 자원개발관련 평가실적이 있는 자
 - 3. 삭제(2016.12.28)
 - 4. 단기차입금 감소
 - 5. 파생상품거래 이익발생
 - 6. 채무면제 이익발생
 - 7. 녹색경영정보와 관련한 다음 각 목의 어느 하나에 해당하는 사항
 - 가. 「저탄소 녹색성장 기본법」(이하 “녹색성장법”이라 한다) 제32조에 따른 녹색기술, 녹색사업에 대한 적합성 인증 또는 녹색전문기업의 확인 및 그에 대한 인증취소 또는 확인취소
 - 나. 녹색성장법 제42조에 따른 관리업체에 관한 사항
 - (1) 관리업체 지정(재지정을 포함한다) 또는 취소
 - (2) 같은 법 제44조에 따라 정부에 보고하여야 하는 온실가스 배출량 및 에너지 사용량에 관한 사항. 이 경우 사업보고서등의 제출이후 7일 이내에 신고하여야 한다.
 - 다. 녹색성장법에 따른 개선명령, 시정이나 보완명령, 과태료 부과 등의 조치
 - 라. 「환경기술 및 환경산업 지원법」 제16조의2 및 제16조의3에 따른 녹색기업 지정 또는 취소
 - 마. 지속가능경영보고서(어떤 명칭으로도 녹색경영정보와 관련한 기타 보고서를 포함한다) 관련사항, 온실가스 배출권의 취득 또는 처분 등 녹색경영정보와 관련한 사항으로서 투자자에게 알릴 필요가 있다고 판단되는 사항
 - 7의2. 기업지배구조와 관련된 주주, 이사회, 감사기구 등의 운영 현황. 이 경우 신고기한은 사업보고서의 법정제출 기한으로부터 2월 이내로 한다.
 - 8. 증여·수증
 - 9. 상호저축은행법의 규정과 관련한 다음 각 목의 어느 하나에 해당하는 사항
 - 가. 과점주주가 되거나 그 지위변경
 - 나. 당해 법인이 과점주주로 있는 상호저축은행의 국제결제은행이 정한 자기자본비율이 낮아진 사실
 - 다. 당해 법인이 과점주주로 있는 상호저축은행의 매분기별 재무제표
 - 10. 회사의 합병, 영업양수·도, 분할·분할합병 또는 주식의 포괄적 교환·이전을 위한 주주총회결의의 무효 또는 취소소송이 제기·신청되거나 그 소송에 대한 판결·결정사실
 - 11. 유형자산 분류별로 자산재평가 실시에 관한 최초 결정이 있을 때 및 자산재평가 결과 자산재평가 증가금액 또는 감소금액이 발생한 사실이 확인된 때
 - 11의2. 유상증자 또는 주권 관련 사채권 등의 청약 또는 발행결과를 확정할 때
 - 12. 금융지주회사가 금융지주회사법에 의한 경영개선조치를 요구받은 사실
 - 13. 금융기관 또는 그 임원이 관계법규 또는 감독기관으로부터 다음 각 목의 어느 하나에 해당하는 조치를 받은 사실
 - 가. 금융기관이 경영개선권고, 요구 또는 명령을 받거나 경영개선협약체결 등 조치를 받은 사실
 - 나. 금융기관의 임원이 「금융기관감사및제재에관한규정」제18조제1항 각 호의 어느 하나에 해당하는 제재를 받은 사실
 - 14. 주요주주 또는 계열회사의 변경
 - 15. 가족친화 경영정보와 관련한 다음 각 목의 어느 하나에 해당하는 사항
 - 가. 「가족친화 사회환경의 조성 촉진에 관한 법률」(이하 “가족친화법”이라 한다) 제15조에 따른 가족친화인증, 같은 법 제17조에 따른 인증의 유효기간 연장 및 같은 법 제18조에 따른 인증의 취소
 - 나. 가족친화법 제25조에 따른 과태료 부과 조치
 - 16. 생산활동이 중단·폐업된 공장의 중단·폐업사유가 해소되어 생산활동이 정상적으로 재개된 때
 - 17. 「정보보호산업의 진흥에 관한 법률」 제13조제1항에 따른 정보보호 현황
 - 18. 규정 제7조부터 제8조의2까지에 따른 주요경영사항 중 신고의무비율에 미달하는 사항 등 투자자에게 알릴 필요가 있다고 판단되는 사항
- [본조신설 2005.12.27.]

자율공시에 대한 견해는 크게 두 가지로 나눌 수 있다. 긍정적인 측면에서 자율공시는 기업과 외부이해관계자 간에 정보비대칭을 완화시키는 역할을 한다. 반면 부정적인 측면에서는 경영자가 외부이해관계자에게 부정적인 정보를 숨기고 왜곡된 정보를 전달하는 합법적인 수단으로 악용될 소지가 있다. 기업의 자율공시에 대한 긍정적인 측면에서의 해외의 선행연구들을 살펴보면 Diamond and Verrecchia(1991), Kim and Verrecchia(1994), Leuz and Verrecchia(2000)는 자발적 공시가 정보비대칭을 완화하여 공시된 정보가 시장참여자로 하여금 활발한 주식거래를 하는데 기여하며 기관투자자들은 거래가 활발한 주식을 선호한다고 주장하였다. Ajinkya and Gift(1984), Pownall and Waymire(1989), Gelb and Zarowin(2002)은 자율공시에 해당하는 경영자의 이익예측정보가 주식시장의 주가반응에 긍정적인 영향을 미치는 것을 관찰하였다. Botosan(1997), Botosan and Plumlee(2002), Francis et al.(2005)은 자율공시수준이 높아질수록 정보비대칭이 완화되어 기업의 자본조달 비용을 감소시킨다고 주장하였다. Lobo and Zhou(2001)는 AIMR 공시점수와 재량적 발생액 간에 유의한 음(-)의 관계를 확인하고 자율적 공시수준이 높을수록 경영자의 이익조정은 감소한다고 주장하였다. Francis et al.(2008)은 자율공시수준이 이익의 질과 대체적인 관계가 아니라 보완적인 관계라고 주장하였으며, Bhattacharya et al.(2012)은 이익의 질이 높은 기업일수록 정보비대칭 수준이 낮아진다고 주장하였다. 따라서 자율공시수준이 높을수록 이익의 질은 높아지고 정보비대칭은 낮아지는 것이다. 국내의 경우 유성용과 박범진(2018)은 자율공시수준과 감사보수 간의 유의한 양(+의) 관계를 확인하고 높은 자율공시수준은 경영자가 정보비대칭을 완화하려는 노력으로 해석하였다.

한편, Richardson(2000)과 박서운 외(2013)은 자율공시수준과 재량적 발생액 간에 유의한 양(+의) 관계를 확인하고, 자율공시가 정보비대칭을 완화하는 것이 아니라 경영자가 그들에게 유리한 주관적인 정보를 공시함으로써 시장참여자들에게 왜곡된 정보를 제공하는 기회로 활용하고 있음을 주장하였다. 손성규 외(2008)는 자율공시수준이 높아질수록 애널리스트의 예측오차가 커지는 것을 확인하고 경영자는 기업에 유리한 정보만 자율적으로 공시함을 주장하였다. 정현욱과 이강일(2014)은 자율공시수준과 감사시간의 양(+의) 관계를 확인하고 자율공시수준이 높을수록 감사위험이 높다고 해석하였다. 또한 정현욱(2015)은 자율공시수준과 신용등급 간에 음(-)의 관련성을 발견하여 자율공시수준이 높을수록 정보비대칭이 심화된다고 주장하였다.

기업의 예측할 수 없는 주가급락 위험은 음(-)의 수익률에서 변동성이 커지는 비대칭적 변동성으로 특성화될 수 있다. Pindyck(1984), French et al.(1987), Campbell and Hentschel(1992)은 변동성 환류(volatility feedback) 이론을 통해 시장에 정보

가 대량으로 유입되면 시장의 변동성이 증가된다는 점에 주목하고, 특히 시장에 유입되는 정보가 부정적인 뉴스일 경우 그 정보의 효과가 크게 증폭되어 주가에 음의 왜도(negative skewness)가 발생된다고 주장하였다. Hong et al.(2000)은 경영자가 기업의 부정적인 정보에 대한 노출을 지연시킬 인센티브가 있으며 이에 대한 실증연구들도 활발히 이루어졌다(Kothari et al., 2009; Graham et al., 2005). 특히 경영자의 부정적 정보 공개를 지연시킬 인센티브가 기업의 불투명성을 증가시켜 추가급락 위험을 초래한다는 것은 Jin and Myers(2006) 이후로 활발하게 이루어졌으며 기업의 지배구조, 소유구조, 이익조정, 조세회피 등 기업의 부정적인 정보에 대한 불투명성이 추가급락 위험을 증가시킨다고 주장한다(Callen and Fang, 2013; Hutton et al., 2009; Kim et al., 2011).

국내의 경우 임현일과 김민수(2014), 김민수와 임현일(2015)은 기업의 이익조정과 조세회피가 추가급락 위험에 유의한 양(+)의 영향을 미치는 것을 확인하였으며, 강상구 외(2015)는 기업의 사회적 책임이 추가급락 위험을 감소시키는 것을 확인하였다. 김병모(2016)는 경영자의 기회주의적 행태가 추가급락 위험을 증가시키는 것을 관찰하였다.

감사위원회는 상법 제542조의11, 제542조의12를 따르며⁴⁾, 이사회의 위임을 받아 경영진에 대한 감독을 하고 주로 신뢰성 있는 재무정보의 제공을 위해 내부통제를 비롯한 여러 감독 업무를 담당하고 있다(이상철과 이경태, 2003). 이와 관련하여 국외의 경우 감사위원회제도의 실효성에 대한 연구들이 활발히 진행되었다. McMullen(1996)은 AMEX와 NASDAQ에 상장된 기업들을 대상으로 감사위원회를 도입한 기업이 재무보고에 대한 주주소송, 분기보고서의 이익수정, 증권거래위원회의 제재, 경영자의 불법행위, 회계 관련 분쟁으로 인한 감사인 교체가 줄어드는 것으로 확인하였다. Scarbrough et al.(1998)은 감사위원회의 독립성이 높을수록 내부감사계획과 감사결과를 더 적극적으로 검토하는 것으로 확인하였으며, Abott and Parker(2000)는 독립적인 감사위원회일수록 전문성 있는 외부감사인을 선임하는 것을 관찰하였다. 또한 Farber(2005)는 감사위원회의 활동성이 낮고 전문성이 떨어질수록 회계부정으로 인한 SEC의 제재를 받는 것을 확인하였으며, Bedard et al.(2004)는 감사위원회의 재무적 전문성이 이익조정에 유의한 음(-)의 영향을 미치는 것을 확인하였다.

국내의 경우 이상철과 이경태(2003)는 감사위원회 도입이 재량적 발생액을 통한 이익조정에 영향을 미치지 못하나 감사위원회의 독립성이 증가할수록 이익조정이 감소하

4) 상법 제542조의11(감사위원회), 제542조의12(감사위원회의 구성 등)에 따르면 자산규모 2조이상의 상장회사는 감사위원회를 설치해야하며 감사위원 중 1인은 회계 또는 재무전문가로 구성되고, 감사위원장은 사외이사로 구성되어야 한다. 또한 감사위원회위원을 선임하거나 해임하는 권한은 주주총회에 있다.

는 것을 관찰하였다. 손성규 외(2004)는 감사위원회의 설치 여부와 재량적 발생액의 관련성은 없으나, 감사위원회의 활동성이 이익조정에 유의한 영향을 미치는 것을 확인하였다. 또한 전영순 외(2013)은 지배구조가 좋은 기업에서 재무전문가가 존재하는 감사위원회는 이익조정을 유의하게 감소시키는 것으로 확인하였다. 이를 종합하면 감사위원회의 도입으로 인해 기업의 회계정보 투명성이 증가하고, 특히 독립적이고 전문적인 감사위원회의 역할이 중요하다는 것에 선행연구들은 공통된 의견을 모으고 있다.

2. 가설의 설정

선행연구에서 살펴본 것과 같이 기업의 자율공시수준에 대한 견해는 혼재되어있다. 따라서 국내 기업들을 대상으로 기업의 자율공시수준이 긍정적인 효과를 갖는지 부정적인 효과를 지니는지에 대해 우선적으로 재검증할 필요가 있다. 자율공시수준이 부정적인 뉴스에 대한 정보비대칭을 감소시켜주는 긍정적인 역할을 수행한다면 기업의 주가급락 위험은 감소할 것으로 예상된다. 반면 자율공시가 기업과 경영자에게 유리한 왜곡된 정보만 제공하는 채널로서 활용될 경우 오히려 정보비대칭이 증가하여 주가급락 위험은 감소하지 않을 것으로 생각된다. 따라서 다음과 같이 가설 1을 통해 자율공시의 효과에 대해 검증하고자 한다.

가설 1 : 기업의 자율공시수준은 주가급락 위험과 음(또는 양)의 관계를 가질 것이다.

기업의 자율공시수준이 주가급락 위험에 미치는 영향은 기업의 내부통제시스템 즉 지배구조의 건전성에 따라 달라질 수 있다. 법적으로 기업의 감사위원회는 이사회의 위임을 받아 경영진의 활동에 대한 감독기능을 하고 특히 내부통제와 회계정보에 대한 모니터링을 수행한다. 따라서 감사위원회가 본래의 기능을 수행하는 상황에서 발생하는 기업의 자율공시는 자본시장에서 긍정적인 효과를 가질 것으로 예상되며, 따라서 감사위원회의 설치 유무에 따른 자율공시가 기업의 주가급락 위험에 미치는 영향을 살펴볼 필요가 있다고 간주된다. 이에 대한 검정을 위한 가설 2는 다음과 같다.

가설 2 : 감사위원회의 설치에 따른 기업의 자율공시수준은 주가급락에 위험과 유의한 음(또는 양)의 관계를 가질 것이다.

III. 연구 표본의 구성 및 변수의 정의

1. 분석대상 표본 및 자료수집

본 연구의 표본기간은 2005년부터 2014년까지 지난 10년 동안 한국증권거래소에 상장되어 있는 유가증권시장의 제조업체를 대상으로 한다. 금융업종에 포함되는 기업들의 경우 계정과목(부채 비율 등)의 성격이 상이하여 비교가능성이 떨어지기 때문에 표본에서 제외하였다. 최종적으로 분석에 사용된 표본은 5,932개의 기업-연도(firm-year)로 총 708개의 기업을 대상으로 하고 있으며, 불완전 패널 데이터(Panel data)의 형태로 구성되어 있다. 연구의 실증분석을 위해 필요한 기업의 회계 관련 변수들 및 자료는 Fn-DataGuide를 이용해 추출하였으며, 공시와 관련된 데이터는 한국기업지배구조원(KCGS)의 지배구조평가항목을 이용하였다.

2. 자율공시수준

표본기업들의 자율공시수준(Voluntary Disclosure; VD)은 한국기업지배구조원에서 조사하는 기업지배구조 기본평가 중 자율공시와 관련된 항목을 재구성하여 이용하였다. 한국기업지배구조원은 2003년부터 기업지배구조에 대한 평가를 진행하고 있으며, 2011년부터는 사회와 환경에 대한 평가를 포함하여 해마다 ESG (Environment, Social, Governance) 평가 결과를 발표하고 있다. 지배구조평가항목 중 공시와 관련된 부분은 총 50점으로 구성되어 있으며 18개의 세부 평가항목에 대해 조사가 이루어지고 있다. 한국기업지배구조원의 공시 평가는 기업지배구조 모범규준에 따라 보다 엄격한 기준을 적용하여 공시수준을 평가하고 있다.⁵⁾

3. 추가급락 위험

기업의 추가급락 위험과 관련된 연구들에 따르면 추가급락 위험을 측정하기 위해 음(-)의 조건부 왜도 및 하락-상승 변동성 등 두가지 변수를 이용한다(Jin and Myers, 2006; Hutton et al., 2009; Kim et al., 2011). 추가급락 위험과 관련된 통계량을 계산하기 위해 시장 영향을 제거한 기업고유 주간수익률(firm-specific weekly return)을

5) 기업지배구조 모범규준에 따른 공시해야 할 중요사항을 예시하면 다음과 같다. ①기업의 재무구조나 영업에 중대한 영향을 미칠 수 있는 사항 ②주식의 발행에 관한 사항 ③기업의 재산, 영업, 경영환경에 중대한 변화를 초래하는 사항 ④채권, 채무관계에 중대한 변동을 초래하는 사항 ⑤중요한 투자 및 출자에 관한 사항 ⑥손익구조에 중대한 변화를 초래하는 사항 ⑦기업의 경영권 및 관리구조의 변경을 초래하는 사항 ⑧배당의 규모와 방법에 관한 사항 ⑨투자판단에 중대한 영향을 미칠 회계처리기준 또는 회계추정변경에 관한 사항 ⑩사내이사 및 사외이사의 선임 또는 해임에 관한 사항 ⑪주식매수선택권의 부여 및 취소에 관한 사항

이용하였다. 기업고유 주간수익률 산정을 위해 기업-연도별 추정을 하되, 시장수익률을 측정하기 위해서 2기간의 선-후행 항을 포함시켜 비동차적 거래(non-synchronous trading)의 영향, 선-후행 효과(lead-lag effect)를 고려한다(Dimson, 1979; Lo and MacKinlay, 1990). 아울러 기업의 고유수익률을 산정하기 위해 회귀식의 잔차항(ϵ_{jt})을 이용해 측정하며, 음(-)의 조건부 왜도, 하락-상승 변동성의 변수를 계산한다.

음(-)의 조건부 왜도(negative conditional skewness; NCSKEW)는 기업 주간 고유수익률의 3차 적률을 수익률의 표준편차로 표준화하여 분산이 상이한 개별기업간의 왜도를 비교가능하게 한 것이다(Chen et al., 2001). 해석의 편의를 위해 음(-)의 부호를 곱해 NCSKEW가 증가할수록 주가급락 위험이 증가하는 것을 의미하게 조정하였다. 하락-상승 변동성(down-to-up volatility; DUVOL)은 수익률 하락주간과 상승주간의 변동성을 대비시켜 주가급락이 클수록 큰 값을 갖게 만든 변수이다(Chen et al., 2001). 주식 j 의 주간수익률을 자신의 연평균수익률 이하인 주간(하락주간)과 연평균수익률 이상인 주간(상승주간)으로 구분한 후, 하락주간과 상승주간으로 구분한 두 개의 하위표본에서 각각 표준편차를 구한다. 이후 상승주간의 표준편차 대비 하락주간의 표준편차의 비율에 로그를 취하여 계산한다.

4. 통제변수

연구에 사용된 통제변수들은 Chen et al.(2001)에 근거한다. Chen et al.(2001)은 주가급락 위험이 투자자간 주가에 대한 의견불일치에 기인하기 때문에 이를 통제하기 위해 추세를 제거한(detrended) 평균 월간주식회전율(DTURN)을 사용하였다. 이를 위해 1개월 동안의 주식거래량을 상장주식수로 나누어 월간주식회전율을 먼저 구하고, t 년도의 평균 월간주식회전율에서 $t-1$ 년도의 평균을 차감해 DTURN을 구성한다. 주가급락 위험은 주가하락 시점에서 변동성이 커지는 조건부 변동성의 의미를 갖기에 수익률 전체의 비조건부 변동성(SIGMA)을 통제변수로 포함하고, 이는 기업의 연도별 주간수익률의 표준편차로 측정한다. Blanchard and Watson(1982)은 과거의 버블 해소 과정으로 주가급락을 설명하므로 전기 주가수익률(RET)을 통제하였으며 주간수익률의 연간 산술평균에 100을 곱하여 계산한다. 또한 주가급락 위험이 높은 주식은 미래 주가급락이 발생할 가능성 또한 높으므로, 전년도의 음(-)의 조건부 왜도(lagged NCSKEW)를 통제하였다. 이밖에도 검증에 필요한 기업규모(SIZE), 시장대장부가치비율(MB), 부채비율(LEV), 자산이익률(ROA)을 통제하였다. 산업더미변수(Industry dummy)는 한국표준산업분류체계의 중분류를 이용하였으며, 연도별 측정오차를 통제하기 위해 연도특성 변수(Year dummy)를 추가하였다.

5. 기초 통계량

본 연구에서 사용한 표본의 기초 통계량(summary statistics)을 살펴보면 다음과 같다. <표 2>는 본 연구에서 사용된 2005년부터 2014년까지 10년간 5,137개(기업*연도) 표본에 대한 기초 통계량을 제시하고 있다. 본 연구의 종속변수인 주가급락 위험을 측정하는 NCSKEW와 DUVOL의 평균은 각각 -0.3032, -0.1956으로 확인된다. 주요 설명변수로 측정된 기업의 자율공시수준(VD)의 평균은 1.0716으로 확인되며, 이는 전체 표본 중 52.19%가 자율공시 건수가 0인 것에 기인하는 수치이며⁶⁾, 자율공시를 장려하는 정부의 정책과는 달리 기업들은 자율공시에 소극적인 모습을 보인다고 해석할 수 있다.⁷⁾ 통제변수로 사용된 DTURN(평균월간주식회전율), SIGMA(수익률변동성), RET(전기주가수익률), SIZE(기업규모), MB(시장대장부가치비율), LEV(부채비율), ROA(자산수익률)의 평균은 각각 -0.0010, 0.0542, -0.1788, 25.8741, 1.0520, 0.1321, 0.0376으로 확인되었으며, 이는 기존의 선행연구에서 이용된 변수들의 관찰값과 비슷한 수준으로 확인된다.

<표 2> 기초 통계량

변수	관찰수	평균	표준편차	최소값	최대값
NCSKEW	5137	-0.3032	0.7175	-4.7873	4.4524
DUVOL	5137	-0.1956	0.3303	-1.5077	1.1106
VD	5137	1.0716	1.1667	0.0000	3.0000
DTURN	5137	-0.0010	0.0236	-0.6613	0.3857
SIGMA	5137	0.0542	0.0323	0.0082	1.1901
RET	5137	-0.1788	0.3128	-14.7297	-0.0033
SIZE	5137	25.8751	1.7317	22.1980	33.1267
MB	5137	1.0520	1.0496	0.0549	16.1763
LEV	5137	0.1321	0.1058	0.0000	0.8107
ROA	5137	0.0376	0.0930	-1.9048	2.4436

6) 전체 5,137개 표본 중 2,681개 표본은 자율공시건수가 0으로 확인되었으며, 1,830개 표본은 자율공시건수가 1~3회, 626개 표본은 자율공시건수가 4회 이상으로 확인되었다.

7) 분석표본의 연도별 자율공시수준은 다음과 같다. 샘플기간 중 자율공시수준은 2009년에 가장 활발한 것으로 관찰되고 2012년에 낮은 것으로 확인된다. 연도에 따른 자율공시수준은 일관된 방향성을 갖지 않으며 따라서 실증연구를 통해 자율공시가 갖는 특성에 대한 분석이 필요한 것으로 생각된다.

자율공시	2006년	2007년	2008년	2009년	2010년	2011년	2012년	2013년	2014년	Total
0회	264	275	296	257	299	272	352	326	340	2,681
1~3회	186	190	194	218	210	234	185	215	198	1,830
4회이상	75	75	62	91	63	72	60	60	68	626
Total	525	540	552	566	572	578	597	601	606	5,137

주요변수정의

NCSKEW	음(-)의 조건부 왜도(Chen et al. 2001)
DUVOL	하락주기와 상승주기의 수익률 변동성의 로그 비율
VD	기업의 자율공시 수준(횟수)
DTURN	추세를 제거한 월별 주식회전율
SIGMA	기업의 주가수익률 변동성
RET	기업의 주가수익률의 1년간 산술평균
SIZE	기업자산의 자연로그 값
MB	시장 대 장부가치 비율
LEV	기업의 재무적 레버리지
ROA	기업의 자산 수익률

IV. 실증 분석

1. 기업의 자율공시수준과 주가급락 위험 간의 관계

〈표 3〉은 본 연구의 가설을 검증하기 위한 일반회귀분석과 기업고정효과분석의 결과를 나타낸다. 모형 (1)과 (2)는 기업의 자율공시수준(VD)이 음의 조건부 왜도(NCSKEW)에 미치는 영향을, 모형 (3)과 (4)는 기업의 자율공시수준이 하락-상승 변동성(DUVOL)에 미치는 영향에 대해 각각 일반회귀분석과 기업고정효과 분석의 결과를 나타내고 있다. 주요 설명변수인 VD는 NCSKEW를 종속변수로 하는 모형 (1)에서 t값이 -1.601로 유의하진 않으나, DUVOL을 종속변수로 하는 모형 (3)에서 5% 수준 이내에서 유의한 음(-)의 값을 갖는다.⁸⁾ 이는 주가급락 위험에 영향을 미치는 통제변수를 고려하고도 기업의 자율공시수준이 예측할 수 없는 주가급락 위험을 유의하게 감소시키는 것을 의미하며, 이와 같은 결과는 기업의 고유한 속성을 통제한 고정효과모형을 통한 검증에서도 일관되게 관찰된다.⁹⁾ 국내에서 자율공시의 효과에 대한 긍정적/부정적 입장이 혼재된 상황에서 이와 같은 결과는 자율공시의 긍정적 효과를 지지하며, Diamond and Verrecchia(1991), Kim and Verrecchia(1994), Leuz and Verrecchia(2000)의 견해와 일치한다.

8) 이와 같은 결과는 자율공시수준(VD)을 자율공시의 유무에 따라 더미변수(자율공시를 한 경우 1, 그렇지 않은 경우 0)로 구성한 경우에도 일관되게 관찰된다.

9) 본 연구에 사용된 자료는 패널데이터의 형식으로 구성되어 있기에 그 속성을 효과적으로 통제하기 위하여 기업고정효과 분석을 통해 연구의 강건성을 높이고자 하였다. 고정효과분석을 개별 기업이 가지는 관찰되지 않는 고정된 속성에 대한 통제를 통해 잠재되어 있을 수 있는 편의를 제거하여 OLS에 비해 효율적이고 일관된 추정결과를 얻을 수 있다.

〈표 3〉 자율공시수준이 주가급락 위험에 미치는 영향

	NCSKEW		DUVOL	
	일반회귀분석	고정효과분석	일반회귀분석	고정효과분석
	(1)	(2)	(3)	(4)
L.VD	-0.0149	-0.0233**	-0.0096**	-0.0109**
	[-1.601]	[-2.049]	[-2.252]	[-2.111]
통제변수	Yes	Yes	Yes	Yes
연도/산업	Yes	Yes	Yes	Yes
관측수	5,137	5,137	5,137	5,137
Adj.R-sq	0.0775	0.0464	0.0879	0.0535

2. 감사위원회 설치에 따른 자율공시와 주가급락 위험 간의 관계

〈표 4〉는 감사위원회의 설치에 따른 기업의 자율공시수준이 주가급락 위험에 미치는 영향을 분석한 결과를 나타내며 Panel A는 일반회귀분석, Panel B는 기업고정효과분석의 결과이다. 모형 (1)과 (2)는 기업의 자율공시수준(VD)이 NCSKEW에 미치는 영향을, 모형 (3)과 (4)는 기업의 자율공시수준이 DUVOL에 미치는 영향을 살펴보고 있으며 감사위원회의 설치 여부에 따라 주가급락 위험에 미치는 영향을 관찰한다.

Panel A의 OLS 결과를 살펴보면 모형 (1), (3)에서 감사위원회가 설치되지 않은 경우 기업의 자율공시가 주가급락 위험에 미치는 영향은 유의하지 않은 것으로 확인된다. 반면 모형 (2), (4)에서 기업에 감사위원회가 설치된 경우 자율공시수준이 주가급락 위험에 1% 수준에서 유의하게 음(-)의 영향을 미치는 것으로 확인된다. 이는 기업의 자율공시수준이 주가급락 위험을 감소시켜주는 효과가 감사위원회가 존재하는 경우에만 유의하다는 것을 의미한다. 다시 말해 경영자와 기업 정보를 모니터링 하는 내부통제 시스템이 잘 갖추어진 상황에서 발생하는 자발적인 공시만이 시장에서 유의미한 정보를 갖는다고 해석할 수 있으며 감사위원회의 존재가 경영자의 모니터링 역할을 수행하는 것으로 확인된다. Panel B는 가설 검정의 강건성을 위해 기업고정효과를 이용한 분석의 결과를 나타낸다. OLS의 결과와 마찬가지로 모형 (2)와 (4)에서 자율공시수준이 높을수록 기업의 주가급락 위험을 1% 수준에서 유의하게 감소시키는 것으로 확인된다.

〈표 4〉 감사위원회 설치에 따른 자율공시수준이 주가급락 위험에 미치는 영향

〈Panel A〉 일반회귀분석

감사위원회 설치여부	NCSKEW		DUVOL	
	No	Yes	No	Yes
	(1)	(2)	(3)	(4)
L.VD	-0.0045	-0.0594***	-0.0033	-0.0308***
	[-0.397]	[-3.534]	[-0.639]	[-3.853]
통제변수	Yes	Yes	Yes	Yes
연도/산업	Yes	Yes	Yes	Yes
관측수	3,533	1,337	3,533	1,337
Adj.R-sq	0.0622	0.0984	0.0700	0.0961

〈Panel B〉 고정효과분석

감사위원회 설치여부	NCSKEW		DUVOL	
	No	Yes	No	Yes
	(1)	(2)	(3)	(4)
L.VD	-0.0230	-0.0507***	-0.0095	-0.0238***
	[-1.587]	[-2.723]	[-1.463]	[-2.682]
통제변수	Yes	Yes	Yes	Yes
연도/산업	Yes	Yes	Yes	Yes
관측수	3,533	1,337	3,533	1,337
Adj.R-sq	0.0547	0.0359	0.0617	0.0386

V. 결론

본 연구는 기업의 자율공시수준이 주가급락 위험에 어떠한 영향을 주는지 확인하고 특히 감사위원회의 설치 여부에 따른 자율공시수준이 주가급락 위험에 미치는 영향에 대해 분석하였다. 국내의 선행연구에 따르면 기업의 자율공시에 대한 견해는 두 가지로 나뉘고 있으며 긍정적인 측면에서 자율공시는 기업과 외부이해관계자 간에 정보비대칭을 완화시키는 역할을 수행하나, 부정적인 측면에선 부정적인 정보를 숨기는 수단으로 악용될 가능성을 지닌다. 따라서 긍정적인 측면에서 기업의 자율공시는 정보비대칭을 줄여 주가급락 위험을 감소시킬 수 있으나, 부정적인 측면에선 부정적인 뉴스를 숨기고 축적하여 예측할 수 없는 주가급락 위험을 증가시킬 가능성을 지닌다. 2005년부터

2014년까지 10년간 유가증권 시장의 제조업체들을 대상으로 분석을 통해 기업의 자율 공시수준은 주가급락 위험과 유의한 음(-)의 관계가 있음을 확인하였다. 추가적인 분석을 통해 이와 같은 결과는 감사위원회가 설치된 경우에 더욱 강하게 음(-)의 관계를 갖는 것으로 관찰되었으며, 이를 통해 기업의 내부통제시스템이 잘 갖추어진 경우에만 자율공시가 이해관계자들의 정보비대칭을 감소시키는 역할을 수행하는 것으로 확인되었다. 따라서 본 연구는 기업의 자율공시에 대한 혼재된 견해 가운데 자율공시가 갖는 긍정적 역할을 지지한다. 하지만 시장에 참여하는 이해관계자와 투자자들은 기업의 자율공시에 대해 무조건 긍정적으로 받아들일 것이 아니라, 기업의 내부통제시스템이 잘 갖추어진 상황에서 공급되는 자율공시에 대해 신뢰할 수 있다는 점을 유의할 필요가 있다.

본 연구는 자율공시의 내용에 대해 직접적으로 살피지 못한 것에 한계점이 있다. 자율공시는 기업에서 발생하는 긍정적/부정적 정보를 담고 있기 때문에 향후 긍정적 자율공시와 부정적 자율공시를 구분지어 연구를 진행한다면 보다 의미 있는 연구결과가 도출될 것으로 예상된다. 최근 기업의 가치를 평가하는데 있어 비재무적요소의 중요성이 대두되고 있으며 이에 따라 시장참여자들의 기업 공시에 대한 관심이 뜨겁다. 따라서 본 연구를 바탕으로 자율공시 뿐만 아니라 공시 전반에 대한 학문적 연구를 확장할 수 있을 것으로 사료된다.

〈참고문헌〉

- 강상구, 김학순, 임현일. 2015. 기업의 사회적 책임과 주가급락 위험에 관한 연구, 보험금융연구 26(4): 113-139.
- 김민수, 임현일. 2015. 조세회를 통한 정보의 불투명성과 주가급락에 관한 연구, 재무관리연구 32(1): 35-68.
- 김병모. 2016. 경영자 기회주의, 과신성향 그리고 주가의 급락 위험, 재무연구 29(2): 193-233.
- 박서윤, 이현주, 정현욱, 이강일. 2013. 자율공시수준이 이익조정에 미치는 영향, 경영교육연구 28(2): 17-55.
- 손성규, 곽병진, 김연화. 2008. 자율공시가 재무분석가 이익예측에 미치는 영향, 회계정보연구 26(2): 1-26.
- 유성용, 박범진. 2018. 자율공시수준과 감사보수 간의 관련성에 대한 이사회 특성의 조절효과. 회계정보연구 36(1): 139-163.
- 이상철, 이경태, 2003. 감사위원회 도입이 이익조정에 미치는 영향. 회계학연구 29: 61-90.
- 임현일, 김민수, 2014. 기업의 재무적 불투명성이 주가급락에 미치는 영향에 대한 연구. 금융연구 28(3): 89-121.
- 전영순, 정준희, 하승현. 2013. 감사위원회 재무전문가의 효과와 기업지배구조. 회계학연구 38: 31-60.
- 정현욱. 2015. 자율공시수준과 회사채 신용등급 간의 관련성에 대한 연구. 회계정보연구 33(3): 23-53.
- 정현욱, 이강일. 2014. 자율공시수준이 감사시간에 미치는 영향. 경영교육연구 29(6): 63-94.
- Abbott, L. J. and S. Parker. 2000. Auditor Selection and Audit Committee Characteristics. Auditing: A Journal of Practice & Theory 19: 47-66.
- Ajinkya, B. and M. Gift. 1984. Corporate Managers' Earnings Forecasts and Symmetrical Adjustments of Market Expectations. Journal of Accounting Research 22(2): 425-444.
- Bedard, J., S. M. Chtourou, and L. Courteau. 2004. The Effect of Audit

- Committee Expertise, Independence, and Activity on Aggressive Earnings Management. *Auditing: A Journal of Practice & Theory* 23: 13-35.
- Bhattacharya, N., F. Ecker, P. Olsson, and K. Schipper. 2012. Direct and Mediated Associations among Earnings Quality, Information Asymmetry, and the Cost of Equity. *The Accounting Review* 87(2): 449-482.
- Blanchard, O. J. and M. W. Watson. 1982. Bubbles, Rational Expectations, and Financial Markets, In: Wachtel, P.(Ed.), *Crisis in Economics and Financial Structure*. Lexington Books, Lexington, MA: 295-315.
- Botosan, C. A. 1997. Disclosure Level and the Cost of Equity Capital. *The Accounting Review* 72(3): 323-349.
- Botosan, C. A., and M. A. Plumlee. 2002. A Re - Examination of Disclosure Level and the Expected Cost of Equity Capital. *Journal of Accounting Research* 40(1): 21-40.
- Callen, J. L. and X. Fang. 2013. Institutional investor stability and crash risk: Monitoring versus short-termism?. *Journal of Banking & Finance* 37: 3047-3063.
- Campbell, J. Y. and L. Hentschel. 1992. No News is Good News: An Asymmetric Model of Changing volatility in stock returns. *Journal of Financial Economics* 31: 281-318.
- Chen, J., H. Hong, and J. Stein. 2001. Forecasting Crashes: Trading Volume, Past Returns, and Conditional Skewness in Stock Prices, *Journal of Financial Economics* 61: 345-381.
- Diamond, D. and R. Verrecchia. 1991. Disclosure, Liquidity, and the Cost of Capital. *Journal of Finance* 46(4): 1325-1360.
- Dimson, E. 1979. Risk measurement when shares are subject to infrequent trading. *Journal of Financial Economics* 7: 197-227.
- Farber, DB. 2005. Restoring Trust after Fraud: Does Corporate Governance Matter?. *The Accounting Review* 80: 539-561.
- Francis, J., R. LaFond, P. Olsson, and K. Schipper. 2005. The Market Pricing of Accruals Quality. *Journal of Accounting and Economics* 39(2): 295-327.

- Francis, J., D. Nanda, and P. Olsson. 2008. Voluntary Disclosure, Earnings Quality, and Cost of Capital. *Journal of Accounting Research* 46(1): 53-99.
- French, k. R., G. W. Schwert, and R. F. Stambaugh. 1987. Expected Stock Returns and Volatility. *Journal of Financial Economics* 19: 3-29.
- Gelb, D. and P. Zarowin. 2002. Corporate Disclosure Policy and the Informativeness of Stock Prices. *Review of Accounting Studies* 7(1): 33-52.
- Graham, J. R., C. R. Harvey, and S. Rajgopal. 2005. The Economic Implications of Corporate financial reporting. *Journal of Accounting and Economics* 40: 3-73.
- Hong, H., T. Lim, and J. C. Stein. 2000. Bad news travels slowly: size, analyst coverage and the profitability of momentum strategies. *Journal of Finance* 55: 265-295
- Hutton, A. P., A. J. Marcus, and H. Tehranian. 2009. Opaque financial reports, R^2 , and crash risk. *Journal of Financial Economics* 94: 67-86.
- Jin, L. and C. S. Myers. 2006. R^2 around the World : New Theory and New Tests. *Journal of Financial Economics* 79: 257-292.
- Kim, J. B., Y. Li, and L. Zhang. 2011. Corporate tax avoidance and stock price crash risk : Firm-level analysis. *Journal of Financial Economics* 100: 639-662.
- Kim, O. and R. Verrecchia. 1994. Market Liquidity and volume around earnings announcements. *Journal of Accounting and Economics* 17: 41-68.
- Kothari, S. P., S. Shu, and P. D. Wysocki. 2009. Do Manager Withhold Bad News?. *Journal of Accounting Research* 47: 241-276.
- Leuz, C. and R. Verrecchia. 2000. The Economic Consequences of Increased Disclosure. *Journal of Accounting Research* 38(1): 609-625.
- Lo, A. W. and A. C. Mackinlay. 1990. When are contrarian profits due to

- stock market overreaction?. *The Review of Financial Studies* 3: 175-205.
- Lobo, G. J., and J. Zhou. 2001. Disclosure Quality and Earnings Management. *Asia-Pacific Journal of Accounting & Economics* 8(1): 1-20.
- McMullen, D. 1996. Audit Committee Performance: An Investigation of the Consequences Associated with Audit Committees. *Auditing: A Journal of Practice & Theory*: 87-103.
- Pownall, G., and G. Waymire. 1989. Voluntary Disclosure Credibility and Securities Prices: Evidence from Management Earnings Forecasts 1969-73. *Journal of Accounting Research* 27(2): 227-246.
- Pindyck, R. S. 1984. Risk, Inflation, and the Stock Market. *American Economic Review* 83: 334-351.
- Richardson, J. 2000. Information Asymmetry and Earnings Management: Some Evidence. *Review of Quantitative Finance and Accounting* 15: 325-347.
- Scarbrough, D., D. Rama and K. Raghunandan. 1998. Audit Committee Composition and Interaction with Internal Auditing: Canadian Evidence. *Accounting Horizons*: 51-62.