

정책연구자료 2003-76

기업지배구조 개혁의 성과에 관한 연구

기업지배구조 개혁의 성과에 관한 연구

김용열 · 진태홍

2003. 12

김용열 · 진태홍

기업지배구조 개혁의 성과에 관한 연구

김용열 · 진태홍



머 리 말

최근 세계 또는 각국 경제의 건전성에 대한 관심이 증대되고 있습니다. 경제나 기업활동의 건전성은 언제나 중요성을 갖지만 미국 엔론사의 파산 이후 타이코, 월드컴으로 이어지는 세계 일류기업들의 회계부정이 밝혀지면서 더욱 관심을 끄는 이슈로 등장하고 있습니다.

경제활동의 건전성이 담보되기 위해서는 기업 차원의 투명성 제고와 지배구조 개선이 필수적입니다. 좋은 지배구조를 갖추고 있고 투명성을 유지하는 기업이 투자자로부터 높은 평가를 받게 되고 결과적으로 기업가치 제고와 경제효율 향상이 가능해지게 되는 것입니다.

세계적인 추세에 발맞추어 우리나라도 지배구조 개혁을 추진해 왔고 개혁의 결과로 시장의 역할과 소수주주, 기관투자자 등 이해관계자의 활동에 변화가 일어나고 있습니다. 그러나 오랫동안의 성공체험으로 인하여 과거에 대한 집착과 변화에 대한 저항이 아직 남아 있습니다. 이를 극복하고 새로운 시스템으로 이행하는 데는 상당한 노력과 시간이 소요될 것입니다.

지배구조의 개혁을 추진함에 있어서 관련제도의 경로의존성이나 제도보완성이 반영되어야 하고 각종 제도적 장치와 함께 자본시장의 규율메커니즘이 정착되어야 합니다. 또한 지배구조의 개혁은 게임의 룰이나 제도적 틀을 통해 시장에서 자율적인 통제기능이 작동하도록 함으로써 가능하다는 점에서 체계적인 후속조치가 뒤따라야 합니다.

본 보고서는 지난 몇 년간의 제도개혁으로 우리나라 기업들의 지배구조가 얼마나 개선되었고 경영성과에 어떠한 영향을 미쳤는지 알아보기 위한 목적으로 수행되었습니다. 우리 연구원의 김용열 박사와 홍익대학교 진태홍 교수가 공동으로 연구를 담당하였습니다. 연구의 진행과정에서 도움을 주신 분들께 감사의 말씀을 드립니다.

아무쪼록 본 보고서가 지배구조 개선과 투명성 제고를 위해 애쓰고 있는 기업과 정부에 작은 보탬이라도 되기를 바랍니다. 본 보고서의 미흡한 부분은 다음 기회에 보완될 수 있을 것입니다. 끝으로 본 보고서의 내용은 필자들의 사견일 뿐 당 연구원의 공식견해가 아님을 밝혀드립니다.

2003년 12월

산업연구원장 **한덕수**

차 례

요 약	1
Abstract	15
제 I 장 서	19
1. 연구의 의의	19
2. 연구의 목적	22
3. 보고서의 구성	24
제 II 장 기업지배구조에 관한 이론 및 실증분석 개관	26
1. 이사회제도	26
(1) 사외이사제도와 기업성과	26
(2) 사외이사의 유인과 능력	30
2. 소유구조	34
(1) 소유구조의 중요성	34
(2) 미국기업의 소유구조와 성과	36
(3) 미국 이외 국가 기업들의 소유구조와 성과	37
3. 투자자보호제도	39
(1) 투자자보호와 소유구조	39
(2) 투자자보호와 기업자금 조달	44
4. 기업경영권시장	46
제 III 장 기존연구에서의 지배구조 평가	51
1. 다양한 평가모형	51
2. 국가내 기업별 편차	57
3. 지배구조 지수를 이용한 종합평가	64
(1) Gompers, Ishii and Metrick(2001)의 연구	64
(2) Black, Jang and Kim(2003)의 연구	67
(3) Durnev and Kim(2002)의 연구	71
(4) 大村敬一・増子信(2001)의 연구	74
(5) KDI(2003)의 연구	78

제Ⅳ장 부문별 지배구조 현황과 성과	83
1. 사외이사제도	83
(1) 제도의 도입 현황	83
(2) 제도도입의 성과	84
2. 감사위원회	92
(1) 제도의 도입현황	92
(2) 제도의 성과	93
3. 기업경영권시장	94
4. 기관투자자	97
5. 은 행	101
6. 소액주주권	105
(1) 제도의 도입현황	105
(2) 제도의 성과	107
7. 지배주주의 소유권과 통제권 괴리 추이	109
8. 종합평가	112
제Ⅴ장 지배구조 개선의 정도와 효과에 대한 설문조사	115
1. 개 요	115
2. 항목별 평가	117
3. 관련요인의 중요성 평가 : 계층분석기법	122
4. 요약과 의미	126
5. 기존 평가와의 비교	128
제Ⅵ장 결론 및 시사점	146
1. 기본방향	146
2. 부문별 과제	150
(1) 사외이사의 독립성과 전문성 제고	150
(2) 이사회와 전문위원회의 역할 분담	153
(3) 이사회 및 사외이사 평가	154

(4) 감사위원회	154
(5) 기업경영권시장	156
(6) 기관투자자	157
(7) 은행	158
(8) 소액주주권	158
참고문헌	161
부 록	
I . CLSA 지배구조 평가항목	172
II . 지원센터 지배구조 우수기업 선정기준	184

- 표 차례 -

표Ⅲ-1	CLSA 평가항목의 부문별 구성	35
표Ⅲ-2	CLSA 국가별 평가의 항목	45
표Ⅲ-3	CLSA 평가결과 한국의 위상	45
표Ⅲ-4	기업지배구조 모범기업 선정현황	55
표Ⅲ-5	지원센터 평가모형의 부문과 점수	65
표Ⅲ-6	편차의 정도	06
표Ⅲ-7	CLSA 기업별 편차	26
표Ⅲ-8	지배구조 지수별 기업수	66
표Ⅲ-9	지배구조 지수의 추이	08
표Ⅲ-10	외부통제 시스템 평가	18
표Ⅳ-1	상장기업의 평균 이사 수 및 사외이사 비중 추이	48
표Ⅳ-2	사외이사 추천방법	68
표Ⅳ-3	사외이사 독립성 저해요인	78
표Ⅳ-4	사외이사의 직업별 분포	88
표Ⅳ-5	외국인의 M&A 투자 추이	59
표Ⅳ-6	투자주체별 주식투자 비중의 국제비교	99
표Ⅳ-7	우리나라 주식시장의 기관/외국인/개인의 주식투자 비중 추이	99
표Ⅳ-8	은행의 대출 유형 추이	0
표Ⅳ-9	4대 재벌의 소유구조와 현금 흐름권/통제권 괴리 추이 ·	1
표Ⅴ-1	지배구조 개선의 여부	0
표Ⅴ-2	지배구조 개선의 중점분야와 개선효과	0
표Ⅴ-3	기업경영과 성과개선상의 중요성	2
표Ⅴ-4	관련요인의 중요성 평가 집계(1)	0
표Ⅴ-5	관련요인의 중요성 평가 집계(2)	0
표Ⅴ-6	전반적 평가와 계층분석기법	0
표Ⅴ-7	주체별 · 분야별 순위의 비교	0
표Ⅴ-8	설문조사 결과와 Black외의 비교	0

- 그림 차례 -

그림Ⅲ-1	국가내 기업별 편차의 예시	85
그림Ⅲ-2	지배구조 점수와 주가와의 관계	16
그림Ⅲ-3	지배구조 지수와 Tobin Q	96
그림Ⅲ-4	지배구조와 경영성과	67
그림Ⅲ-5	재무행태와 지배구조	77
그림Ⅲ-6	채용도와 적극성	87

요 약

I. 기존연구에서의 지배구조 평가

- 기업지배구조의 좋고 나쁨을 평가하려는 모형이 그간 다양하게 개발되고 운용되어 왔음.
 - 기업지배구조 평가모형은 국가 차원, 기업 차원, 국가와 기업 차원으로 나누어질 수 있음.
- 기업지배구조의 다양한 평가모형 중에서 크레디리요네 증권(CLSA)의 신흥시장 분석자료가 광범위하게 활용되고 있음.
 - CLSA 평가의 결과 우리나라 기업별 평가의 순위는 점차 높아지고 있으나 거시변수로 측정된 국가별 순위는 거의 바뀌지 않고 있음.
 - 기업들의 지배구조 관행은 개선되고 있으나 여건은 제자리 걸음을 하고 있고 특히 실행의 측면이 취약한 것으로 지적되고 있음.
- CLSA가 신흥시장 지배구조에 대한 국제적인 평가모형을 제공하고 있다면 한국기업지배구조개선지원센터는 국내기업을 대상으로 지배구조 실태에 관한 평가모형을 운용하고 있음.
 - 상장기업의 지배구조 실태를 평가하여 지배구조 모범 기업을 선정하는 작업이 2003년으로 3년째를 맞이하고 있음.

2 기업지배구조 개혁의 성과에 관한 연구

- Gompers외(2001)의 연구는 각 개별제도의 효과를 종합적으로 파악하기 위해 지배구조 점수를 산출한 최초의 시도로 보여짐.
 - 본 연구에서는 반 M&A 장치로 작용할 만한 지배구조상의 개별제도 24개를 통합하여 지배구조 지수(Governance Index)를 개발하였음.
- Gompers외의 연구에서는 지배구조와 기업성과간에 밀접한 연관이 있는 것으로 밝혀졌음.
 - 성과변수와의 관계가 상관성에 불과하고 인과성을 입증하기는 어렵지만 각 개별제도가 아닌 개별제도를 종합한 지배구조 지수에 의해 성과에 미치는 영향을 분석했다는 점에서 큰 의미를 갖는다고 할 수 있음.
- Black외(2003)의 연구는 Gompers외(2001)와 마찬가지로 각 개별제도가 아니라 다양한 지배구조 관행의 종합점수를 이용한 모형에 입각하여 한국기업의 지배구조와 경영성과간의 관계에 대해 분석을 하였음.
 - 분석결과 각각의 성과변수와 지배구조 지수간에 통계적으로 매우 유의한 상관관계가 있음이 밝혀졌음.
- 이러한 발견을 바탕으로 Black외의 연구는 두 가지 정책적 시사점을 제시하고 있음.
 - 첫째, 그간 추진된 지배구조 개혁이 정당성을 갖는다는 점으로서 지배구조 개혁으로 성과가 높아지는 것이 확인되었음.

- 둘째, 사외이사 50% 이상, 감사위원회 의무화 등 강제 규정이 효과를 거두었다는 점으로서 지배구조의 강제 규정들이 성과향상에 기여하는 것으로 분석되었음.
- Durnev and Kim(2002)의 연구에서도 지배구조 지수와 투명성 지수를 Tobin Q의 성과변수와 회귀분석해 본 결과 지배구조 지수와 투명성 점수가 높은 기업이 Tobin Q가 높은 것으로 나타났음.
 - 이는 좋은 지배구조 관행을 유지하고 정보공시를 많이 하는 기업이 시장에서 더 높게 평가되는 경향이 있음을 의미함.
 - 이러한 경향은 지배구조의 법적 환경이 취약한 나라에서 더욱 뚜렷하게 나타나고 있음.
- 大村敬一・増子信(2001)의 연구는 일본기업의 자금조달 및 지배구조에 관한 광범위한 설문조사를 바탕으로 지배구조와 경영성과간의 관계를 분석하였음.
 - 분석결과 지배구조 점수와 경영성과간에 유의한 상관관계가 있는 것으로 밝혀졌음.
 - 재무행태 점수와 지배구조 점수간에도 유의한 상관관계가 관찰되어 시장지향적인 재무시스템을 갖고 있는 기업일수록 지배구조 개선에 적극적이라는 점을 시사하고 있음.
- KDI(2003) 연구에서는 2001~2003년 사이에 매년 지배구조 지수가 높아지고 있어 전반적으로 지배구조 관행

4 기업지배구조 개혁의 성과에 관한 연구

이 개선되고 있는 것으로 밝혀졌음.

- 그러나 전체적으로 지배구조 개선의 정도는 매우 미흡하다고 할 수 있으며 2003년 기준으로 100점 만점에 38.39점에 머무르고 있음.

○ 그간 우리나라 정부와 기업이 지배구조 개선을 위해 많은 노력을 기울여왔지만 전반적인 성과는 크게 미흡하다고 할 수 있음.

- 내부와 외부 통제메커니즘 공히 아직 만족할 만한 수준에 다다르지 않은 것으로 평가되었음.

- 이는 지배구조와 관련하여 개선되어야 할 과제가 많이 있음을 의미한다고 할 것임.

II. 부문별 지배구조 현황과 성과

○ 사외이사제도는 경제위기 이후 기업지배구조 개선을 위한 핵심적인 제도로서 도입되었음.

- 그러나 사외이사제도의 성공적 운영에 필요한 사외이사의 독립성과 전문성을 담보하기 위한 여건이 취약하기 때문에 대부분의 기업에서 형식적으로 혹은 원래 취지와 다른 모습으로 운영되고 있음.

○ 사외이사제도의 가장 큰 문제점은 사외이사의 독립성이 낮다는 것임.

- 사외이사들은 대부분 지배주주나 현직 경영자의 추천

에 의해 선임되고 있음.

- 일정 규모 이상의 기업과 금융기관에 대해 사외이사 중심의 감사위원회 설치가 의무화되어 감사위원회를 설치한 기업들이 증가하는 추세에 있음.
 - 그러나 사외이사제도의 경우와 마찬가지로 감사위원회 제도는 아직 뿌리를 내리지 못하고 있음.
- 기업경영권시장의 발전을 위한 제도적 여건이 충족되었음에도 불구하고 우리나라에서 적대적 인수합병은 찾아보기 어려움.
 - 대부분이 구조조정 차원의 우호적 인수합병임.
- 규제완화에도 불구하고 적대적 인수합병이 이루어지지 않고 있는 것이 기업지배구조 측면에서 부정적인 현상이라고 단정하기는 어려움.
 - 다만 우리나라의 경우 재벌기업이 은행이나 다른 시장 메커니즘을 통해 제대로 감시되지 못하고 있기 때문에 인수합병시장의 부재가 기업지배구조의 문제점으로 지적될 수 있음.
- 기관투자자는 증권시장이 발달한 국가들에서 기업지배구조의 외부장치로서 중요한 역할을 수행하고 있음.
 - 그러나 경제위기 이후 우리나라 주식시장에서 기관투자자가 차지하는 비중은 경제위기 이전에 비해 급격히 감소하였고 장기 투자자의 역할을 제대로 수행하지 못하고 있음.

6 기업지배구조 개혁의 성과에 관한 연구

- 기업구조조정 필요성 증가로 기관투자자의 역할이 커졌음에도 불구하고 기관투자자가 기업지배구조에서 효과적인 역할을 수행하지 못하는 가장 큰 이유는 기관투자자의 주축을 이루는 보험회사, 투자신탁회사 등 제2금융권 금융기관들이 재벌의 영향력 아래에 있기 때문이다.
- 은행은 거래 기업이 대출금을 상환하지 못할 경우 거래 기업의 경영에 개입하거나 거래기업을 인수할 수 있다는 점에서 기업지배구조의 주요한 외부장치라고 할 수 있음.
 - 우리나라의 경우에도 기업의 부채비율이 높고 외부자금 조달시 은행에 대한 의존도가 높기 때문에 기업지배구조에서 중요한 역할을 할 것으로 기대되고 있지만 은행에 대한 정부개입과 은행 자체의 취약한 지배구조 등으로 이러한 역할을 제대로 수행하지 못하고 있음.
- 외환위기 이후 시중 자금이 은행에 집중되는 추세와 함께 기업지배구조에서 은행의 역할은 다소 개선되고 있지만 은행의 위임된 정보생산자(delegated monitor)로서의 역할은 외환위기 이전에 비해 퇴보하고 있는 것으로 보임.
 - 외환위기 이후 외국인 자본참여 확대로 지배구조를 개선하고 수익성 위주의 경영을 하는 은행들도 있지만

상당수 은행들은 공적자금 투입으로 정부지분이 확대되어 외환위기 이전보다 더 정부의 간섭을 받게 되고 지배구조가 취약해졌다고 할 수 있음.

- 우리나라 기업지배구조의 가장 심각한 문제점들 중 하나로 지배주주와 소액주주간의 이해상충이 크다는 점을 들 수 있음.
 - 경제위기 이후 정책당국은 소액주주권리를 보호하기 위해 새로운 제도를 도입하거나 기존의 제도들을 개선하였음.
 - 그러나 집중투표제도가 의무화되지 않았기 때문에 유명무실한 제도로 전락하였고 소액주주권리 행사요건이 완화되었지만 소액주주권 행사가 활발하게 이루어지지 않고 있음.
- 우리나라 기업들의 지배구조가 여전히 취약한 것으로 평가되고 있는 근본 원인은 기업 특히 재벌기업의 지배주주가 소유권을 초과하는 통제권을 행사한다는 데 있음.
 - 지배와 소유의 괴리도가 큰 재벌기업들의 소유구조는 그간 도입된 기업 내·외부 통제 시스템의 작동을 저해하는 요인이었음.
 - 지배주주의 소유권과 통제권의 괴리가 존재하는 한 사외이사제, 감사위원회와 같은 제도들이 극히 형식적으로 운영될 수밖에 없음.

Ⅲ. 지배구조 개선의 정도와 효과에 대한 설문조사

- 우리나라 상장기업을 대상으로 그간의 제도변화로 인하여 실질적인 지배구조 관행이 얼마나 바뀌었는지 조사한 결과 상당히 개선되었다는 회답이 2/3를 차지하였음.
 - 개선효과가 별로 없다는 부정적인 견해가 1/3 정도를 차지한 데 비해 두 배 이상이 상당한 효과가 있음을 인정한 것임.
- 의무화된 규정들을 실제로 어떻게 운용하고 있는지 조사한 결과 이왕 도입하는 바에 적극적으로 활용하고 있다는 기업의 비율은 낮은 수준에 머무르고 있음(9.3%).
 - 의무규정이니까 마지못해 따라가는 경우(45.3%)와 요건을 따르면서 가급적 운용의 효과를 보려는 경우(45.3%)가 대부분인 것으로 나타났음.
- 제도변화로 인하여 당해 기업에 어떠한 영향이 있었는지 조사한 결과 실제로 성과가 별로 좋아지지 않았거나(42.7%) 영향이 있기는 하지만 대외적인 홍보나 이미지에 불과하다는 회답(53.3%)이 대부분인 것으로 분석되었음.
 - 투자기회 확대나 자금조달 용이 등 실질적인 성과가 있다는 기업의 비율은 4.0%에 불과하고 이익이나 주

가의 향상에 도움이 되었다는 기업은 전무한 것으로 나타났음.

- 지배구조 개선을 위해 각 기업들이 중점을 두는 분야로서 정보공개 및 투명성(5점 만점 중 3.87), 이사회역할(3.81) 등 두 가지 분야가 상위그룹을 차지하였고 사외이사제도(3.23), 주주권리 보호(3.19)가 중위그룹을 차지하였음.
 - 또한 분야별로 제도개선의 효과가 어느 정도인지 평가하도록 한 결과 정보공개 및 투명성(3.65), 이사회역할(3.57)이 상위그룹을 차지하고 사외이사제도(3.24), 감사위원회 및 내부감사제도(3.07), 주주권한 보호(2.88), 소유구조상의 정비(2.82)의 순으로 나타났음.
- 지배구조의 개선효과가 크지 않은 이유에 대해서 복수 응답으로 회답을 구한 결과 소유집중으로 인한 외부주주 영향력 미약(25.4%), 의무화된 제도가 한국적 상황이나 각사 특성과 부적합(24.6%)이 중요한 원인인 것으로 집계되었음.
 - 이사회 등의 형식적 운영(14.6%), 정부정책의 비실효성(14.6%), 기업측의 개선의욕 부족(13.8%)이 비슷비슷한 비율로 나타났고 시장압력 부재 내지 취약(6.9%)은 최하위를 차지하여 개선효과 미흡의 원인이 되지 않는 것으로 나타났음.
- 종합해보면 그간의 제도변화로 기업의 지배구조 관행이

개선되었지만 법률이나 규정에 의해 강제적으로 제도변화를 하는 데 대해서는 소극적인 자세를 보이고 있음.

- 소극적으로 대응함에도 불구하고 지배구조 관행이 개선되었다는 것은 강제규정으로 지배구조를 바꾸도록 했던 초기의 접근방법이 어느 정도 유효했음을 의미하고 있음.
- 또한 제도변화가 관행개선을 가져온 것은 분명하지만 성과향상으로 연결되지는 않고 있음.
- 지배구조가 실질적으로 개선되기 위해서는 기업들이 스스로의 필요에 의해 자발적 의사로 추진하는 것이 중요하다고 평가되고 있음.
 - 1차적으로 제도도입의 틀이 마무리되고 2차적으로 제도운영의 내실을 기하기 위해서는 초기 단계의 정책을 대체하여 기업의 자발적 추진이 중요하다고 할 수 있음.
- 본 설문조사의 결과와 Black외(2003), KDI(2003) 등 기존연구에서의 평가는 상당 부분 일치하고 있음.
 - 그간의 제도개선으로 기업의 지배구조 관행이 과거에 비해 어느 정도 개선된 것으로 나타나고 있음.
 - 그러나 여전히 기업들은 제도변화에 마지못해 대응함으로써 개선의 정도가 충분한 수준에 이르지 못하고 있다고 할 수 있음.
 - 또한 아직 제도개선이 충분치 못함으로써 성과향상으

로 연결되지 않는다고 볼 수 있음.

- 지배주주의 존재로 인하여 지배구조 개선의 정도가 제약된다고 하는 발견도 일치함.
 - 본 설문조사에서 지배구조의 개선효과가 크지 않은 원인으로서는 소유집중으로 인한 외부주주 영향력 미약이 가장 높은 것으로 나타났고 KDI 연구에서도 사외이사 제도 등이 형식적으로 운영되는 데는 지배주주의 존재가 커다란 이유가 되고 있음.
- 지배구조의 개선과 경영성과 향상간의 관계에 있어서 본 설문조사에서는 양자간에 뚜렷한 관계가 없고 지배구조 개선이 성과향상으로 연결되지 않고 있는 것으로 분석되었음.
 - 그러나 종합적인 지배구조 지수와 경영성과의 관계를 분석한 몇몇 연구에서는 지배구조 개선과 경영성과간에 밀접한 연관이 있는 것으로 분석되었음.
 - 그럼에도 불구하고 지배구조 개선이 경영성과 향상에 직접 도움을 주는지에 대해서는 아직 많은 異論이 있으며 적어도 우리나라 기업 실무자들은 이에 관해 부정적인 견해를 보이고 있음.

IV. 시사점

- 향후 지배구조 개혁의 성과를 극대화하기 위해서는 도

입된 제도들이 실효성을 갖도록 후속조치들이 취해지는 동시에 일부 제도개선의 효과가 있는 부분에 대해 기존 규제의 정비와 완화가 강구되어야 할 것임.

- 제도개선의 실효성 확보 차원에서 실행과 평가 중심의 지배구조 정책이 요망됨.
- 지배구조의 개선 징후가 있다는 것을 전제로 기업활동의 규제완화를 적극 검토할 수 있는데 규제완화의 대상을 굳이 지배구조 관련정책에 한정할 필요는 없음.
- 지배구조 개선의 대가로 규제완화를 시행한다면 지배구조 평가의 공정성과 객관성이 담보된다는 전제하에 특히 지배구조 개선의 정도가 뚜렷한 기업에 대해서만 차별적으로 규제완화를 적용해야 할 것임.
 - 개별기업 차원에서 지배구조 관행의 편차가 큰 것이 일반적이고(국가내 기업별 편차) 우수한 지배구조 관행을 채택한 기업이 많다고 해도 국가 전체적으로 지배구조 개선 정도가 낮은 경우가 많기 때문임.
- 사외이사의 독립성과 전문성을 제고할 수 있는 제도가 마련되어야 함.
 - 시장의 평가는 최고경영자에게 독립성과 전문성을 갖춘 사외이사를 선임할 유인을 제공할 수 있음.
 - 사외이사에 대한 주식연계보상과 명성을 중요시하는 사외이사의 선임은 사외이사의 독립성을 제고하기 위한 강력한 유인이 될 수 있음.

- 사외이사의 전문성을 확보하기 위해서는 사외이사 경력이 오래되거나 전문경영인 경력이 있는 사람을 사외이사로 선임하는 것이 바람직함.
- 이사회와 전문위원회의 역할이 분담되어야 함.
 - 재무, 투자 등 이사회 부의 사항 가운데 반복적으로 발생하는 사항들을 심의 의결하고 이사회 및 전문위원회 운영기준을 설정하는 전문위원회를 설치하는 것이 이사회 운영의 효율화를 위해 필요함.
- 이사회 및 사외이사에 대한 평가가 활성화되어야 함.
 - 이사회 및 사외이사에 대한 평가를 통해 사외이사에게 이사회 모범 활동기준을 제시할 수 있고 사외이사의 재선임 및 퇴임시 근거로 활용할 수 있음.
- 감사위원회의 독립성을 제고하기 위해서는 감사위원회가 사외이사만으로 구성되어야 하고 감사위원을 이사회가 아닌 주주총회에서 선임하도록 해야 함.
 - 또한 감사위원회의 형식적 운영을 막기 위해 감사위원회의 구체적 역할을 법에 명시적으로 규정할 필요가 있음.
- 기업경영권시장은 내부지배구조가 실패할 경우 이를 보완할 수 있는 효과적인 장치가 될 수 있기 때문에 장기적인 관점에서 사회적으로 필요한 인수합병이 시장에서 자발적으로 이루어질 수 있도록 하부구조를 개선할 필요가 있음.

- 특히 회계제도를 포함한 투명성 관련 하부구조를 개선하여 기업가치 평가가 합리적으로 이루어지도록 하는 것이 시급함.
- 기관투자자들의 기업 감시활동을 활성화시키기 위해서는 재벌의 제2금융권 지배를 차단하는 것이 시급함.
 - 재벌의 영향권 밖에 있는 기관투자자들에 대해서도 자율성을 높이는 방향으로 규제를 완화하고 지배구조를 개선하는 것이 필요함.
- 은행이 기업지배구조에서 제 역할을 수행하기 위해서는 무엇보다 은행 자체의 소유 지배구조가 개선되어야 함.
 - 민영화 이후 은행의 책임경영이 이루어지도록 정부 소유 은행들의 민영화 방향과 원칙이 조속히 확립되어야 하고 분식회계의 근절을 포함한 투명성 관련제도의 개선도 시급함.
- 소액주주가 지배주주의 이해상충적인 행동을 효과적으로 견제할 수 있도록 소액주주권리의 행사요건을 완화하는 동시에 집단소송제도를 도입하고 집중투표제를 의무화할 필요가 있음.
 - 소액주주권의 강화를 위해서는 궁극적으로 일정 수준 이상의 지분을 보유하고 있는 기관투자자의 감시활동이 활성화되어야 함.

Abstract

The purpose of this study is to examine whether institutional changes in corporate governance has brought desired results. We reviewed some existing researches which deals with the assessment of governance practices in Korean firms, analyzed the current situation and effect of governance reform by each category, and implemented a questionnaire survey on the degree and outcome of institutional changes in corporate governance.

According to the analysis of CLSA(Credit Lyonnais Securities Asia) and CGS(Corporate Governance Service), governance practices of Korean firms show a gradual improvement every year. Despite of distinct improvement at the firm level, however, there is no signs of amelioration at the country level during the period when legal aspects related with governance reform involve. Especially reform measures are not so enforceable. Between corporate governance index calculated by summing up the point of each governance practice and management performance, statistically significant relationship has been found.

When we analyzed the current situation and effect of governance reform by each category such as outside director system, audit committee, market for corporate control, institutional investors, creditor banks, minority shareholders right, and the separation of ownership and control, governance practices of each category are found to be changing gradually. However, there has been minor

changes in general, which means that the change remains minor and most of the institutional settings has been implemented superficially. On the contrary, a good progress in their governance practices is shown in a few cases of excellent companies.

From the questionnaire survey, we observed some extent of improvement in governance practice. But, at the same time, passive attitude was prevalent toward the implementation of compulsory governance requirements. The fact that governance practice shows some improvements despite of passive mind means that an early stage approach of compulsory reform was effective. Although an improvement in practice was made by the institutional change, it did not lead to an improvement in performance. And the dominant opinion in a survey was that each firm should promote reform measures voluntarily rather than compulsorily in order to further improve corporate governance.

To maximize the effect of corporate governance reform in Korea, follow-up measures should be taken, and the deregulation will be needed. For the real effect of reform, policy emphasis on enforcement and evaluation would be the most important. Assuming that governance practices has improved, some mitigation of regulations on corporate activities should be considered.

In each category of governance institutions, some tasks are needed. Those are an arrangement of institutions that can enhance the independence and professionalism of the outside director system; the role sharing between the board of director and the special subcommittee; strengthening evaluation procedures toward

board of director and outside directors; elevation of the status of audit committee; activation of the market for corporate control; reinforcement of the role of institutional investors and creditor banks; protection of minority shareholders right. Prevention of financial companies from the dominance over major conglomerates, more elaborated accounting system, legal obligation of cumulative voting, introduction of class act will also be critical for the next step of governance reform.

제 I 장 서

1. 연구의 의의

최근 몇 년간 기업지배구조를 둘러싼 제도와 여건에 엄청난 변화가 있었다. 그 결과 우리나라 기업의 지배구조 관행이나 실무도 크게 바뀐 것으로 평가되고 있다. 그러나 그것들이 얼마나, 어떻게 바뀐 것인가에 대해서는 별로 알려진 바 없다.

그간 추진된 기업지배구조의 개혁이 어떠한 성과를 거두었는지, 실제로 얼마나 효과가 있었는지에 대해 여러 가지 평가가 있을 수 있다. 사외이사, 소수주주권 등 개별제도에 대한 평가도 있고 지배구조 전반에 대한 평가도 있다. 긍정적인 평가가 있는가 하면 부정적인 평가도 적지 않다.

긍정적인 평가의 예를 들면 영국의 금융전문지 「유로머니」(2003년 9월호)는 삼성전자가 신흥시장 전체를 통틀어 좋은 지배구조 순위에 있어서 2위를 차지한 것으로 평가하였다. 삼성전자 외에도 KT 8위, 국민카드 18위, 대우증권 21위, 포스코 26위 등 상위그룹에 다수의 한국기업이 포함되어 있다.

「파이스틴이코노믹리뷰」(2003년 9월 11일자)는 LG그룹이

지주회사체제로 전환함으로써 재벌개혁의 모범사례로 등장하고 있으며 지배구조가 개선된 것으로 보도하였다. 비슷한 시기에 「아시아머니」(2003년 9월호)에서는 일본을 제외한 아시아 지역 120개 기업을 10개 산업별로 구분하여 지배구조를 평가한 결과 포스코가 소재산업 부문에서 1위, 전산업 부문에서 3위를 차지하였다.

그런가 하면 부정적인 평가도 다수 관찰되고 있다. 예를 들어 OECD가 2003년 7월 발간한 「아시아 지배구조 백서」(*White Paper on Corporate Governance in Asia*)에 의하면 아시아 상장기업의 대부분이 아직 가족경영 단계에서 벗어나지 못하고 있으며 지배구조 개선이 시급한 것으로 지적되고 있다. 이 점에 관해서는 한국기업도 예외가 아니다.

국제금융연구소(IIF) 주식자문그룹(EAG) 한국시장 연구 태스크포스가 작성한 「한국의 기업지배구조 : 투자자의 시각」 보고서(2003)는 한국이 외환위기 이후 지배구조 개선에 있어서 가시적인 성과를 거두었지만 더욱 개선해야 할 요소들이 남아 있다고 진단하였다. 제도적인 틀이 어느 정도 갖추어졌지만 법률과 규제들이 어떻게 해석되고 집행되는지 불투명하다는 것이다.

이렇게 긍정적인 평가와 부정적인 평가가 공존하고 있는 가운데 실제로 우리나라 기업들의 지배구조가 얼마나 개선되었는지 분석하는 것은 매우 의미있는 일이라고 할 수 있다. 그간의 성과에 대한 평가를 통해 향후 지배구조 개혁의 방향성을 진단하고 추진과제를 도출할 수 있기 때문이다.

지배구조 개혁은 기업구조조정 내지 재벌개혁 전반에 있어서 핵심적인 위치를 점하고 있다. 비근한 예로 최근 출자총액 제한제도의 존폐를 둘러싼 공정위(KDI에 위탁하여 연구용역 수행)와 재경부(서울대에 위탁하여 연구용역 수행)간의 논쟁을 보면 재벌문제와 관련하여 지배구조가 갖는 의의나 위상이 높아지고 있음을 알 수 있다.

서울대(기업경쟁력연구센터)는 출자제한이 획일적인 규제로 건전한 투자활동을 저해할 염려가 있기 때문에 소유권과 의결권의 괴리가 적은 기업에 대해 출자제한을 완화하는 등 제도를 개편하도록 건의하였다.¹⁾ 이에 반해 KDI는 출자규제가 지배와 소유의 괴리를 줄이는 효과가 있고 현재 국내 기업들의 통제시스템이 제대로 작동하지 않고 있기 때문에 출자총액제한제도를 유지할 필요가 있다고 주장하였다.²⁾

비록 출자총액제한제도의 존폐에 관한 입장이 다르다 하더라도 기업집단이나 대기업의 문제를 지배주주의 대리인비용으로 접근하는 것은 같으며 본질적인 차이가 있다고 볼 수 없다.³⁾ 출자총액제한제도가 일정규모 이상의 대기업집단을 대상으로 하는 것인 만큼 공정위와 재경부의 시각차는 결국 재벌기업의 지배구조가 얼마나 개선되었는가에 관한 것이라고 할 수 있다.

오랫동안 재벌정책의 근간을 이루어온 경제력집중억제를 대

1) 서울대학교 기업경쟁력연구센터, 「출자총액제한제도의 바람직한 개선방향」, 2003. 10.

2) 한국개발연구원, 「시장개혁 추진을 위한 평가지표 개발 및 측정」, 2003. 9.

3) 재경부와 공정위의 보도자료, “출자총액제한제도 논의에 대한 정부 입장” (2003. 9. 24)에서도 기본시각에 있어서 큰 차이가 없음을 강조하고 있음.

신하여 최근 소유·지배구조의 관점이 강조되고 있으며 이는 바람직한 변화라고 할 수 있다.⁴⁾ 지배구조의 중요성은 재벌뿐만 아니라 모든 기업에 적용될 수 있으며 다양한 이해관계자를 내포하고 있는 상장회사의 경우 더욱 중요하다고 할 수 있다.

2. 연구의 목적

외환위기 이후 지배구조 및 투명성 관련제도가 대거 도입됨으로써 제도적 여건이 크게 개선되었다. 외형적 변화에 관해서는 선진국에 뒤지지 않는 수준이며 추가로 도입할 제도도 별로 없다. 문제는 도입된 제도들이 얼마나 실효성을 거두었으며 기업과 경제활동의 성과에 어떠한 영향을 미쳤는가 하는 점이다.

본 연구의 목적은 세 가지로 나눌 수 있다. 첫째, 다양한 제도개선이 실제로 기업들의 지배구조 관행을 어떻게 변화시켰는지 알아보는 것이다. 둘째, 제도의 개선과 관행의 변화로 인하여 경영성과와 경제효율성에 어떠한 영향을 미쳤는지 살펴볼 것이다. 셋째, 향후 제도개혁에 있어서 어디에 중점을 두고 보완할 것은 무엇인지 시사점을 발굴할 수 있을 것이다.

제도개선의 결과 기업들의 관행이나 실무가 얼마나 바뀌었는지 알아보는 것은 커다란 의미가 있다. 왜냐하면 어떤 제도가 존재하는 것과 실제로 그것이 지켜지는 것은 별도의 문제이

4) 산업연구원, "지배구조 관점의 재벌정책 정착되어야", e-Kiet 산업경제정보 156호 (2003. 6.16) 참조.

기 때문이다. 의무화된 많은 규정에도 불구하고 기업들이 마지 못해 소극적으로 대응한다면 제도개선의 효과는 한정적일 수밖에 없다.

지배구조 개혁과 경영성과 또는 경제효율성의 관계에 대해서 실증적으로 분석하기는 매우 어려운 것이 사실이다. 그간 여러 가지 방법으로 성과분석의 시도가 있었지만 나름대로 장단점을 가지고 있기 때문에 일률적으로 어느 방법이 좋다고 단정할 수 없다. 본 연구에서는 기존연구에서의 평가와 함께 설문조사에 의한 평가결과를 제시하게 될 것이다.⁵⁾

제도개혁이 어떠한 방향으로 진전이 되고 있고 어떠한 성과를 거두고 있는지 파악함으로써 지금까지의 정책평가와 향후 정책운용에 도움이 될 수 있을 것이다. 연구의 결과 지배구조 및 투명성 관련제도가 성과를 거두고 있다고 판단되면 향후 기업활동에 관한 대폭적인 규제완화가 검토될 수 있을 것이다.

또한 제도개선이 실제 관행이나 실무에 미치는 영향을 분석함으로써 향후 중점을 두어야 할 과제가 도출될 수 있을 것이다. 지배구조 관련 각 개별제도가 어느 정도 자리를 잡아가는 시점에서 미진한 부분이나 새로 필요한 제도를 보완할 수 있고 이

5) 기업지배구조 개혁의 성과를 분석하는 방법론으로서 통계적인 관계분석이 주류를 이루고 있음. 통계적 관계분석을 위해서는 상장기업 및 기업집단 계열사에 대한 설문조사를 실시하거나 기존의 실태조사를 활용하여 이로부터 개별기업 차원의 지배구조 관행을 체계적으로 파악할 필요가 있음. 또한 별도의 데이터베이스를 통해 개별기업별로 성과변수를 뽑아내고 지배구조 점수와 성과변수간의 통계적인 분석을 하게 됨. 그러나 현실적으로 통계적인 관계분석을 하는 데는 여러 가지 장애요인이 있음. 첫째, 자체적인 설문조사를 실시하는 경우 기업들의 회답 비협조로 충분한 샘플을 확보하기 어려움. 둘째, 기존의 실태조사 자료를 활용할 수 있으나 대부분 기초자료가 공개되지 않는 실정임. 셋째, 지배구조에 관한 독립변수를 구성할 수 있다 하더라도 개별기업별로 종속변수인 성과를 추출하고 다양한 매개요인을 통제해야 하는데 이 역시 시간과 비용이 소요됨. 넷째, 지배구조와 성과변수간의 관계가 실제로 의미를 가지는지 의문시되는 경향이 있음.

를 통해 제도개선의 전체적인 효과를 극대화할 수 있을 것이다.

3. 보고서의 구성

본 보고서는 총 6개의 장으로 구성되어 있다. 제 I 장에 이어 제 II 장에서는 기업지배구조의 제도개선을 둘러싼 주요 이론과 실증분석 결과를 개괄적으로 고찰하고 있다. 이사회제도, 소유구조, 투자자보호제도, 기업경영권시장 등에 관한 대표적인 기존연구들이 소개될 것이다.

제 III 장은 우리나라 기업지배구조 개혁의 성과에 관한 국내외 평가를 다루고 있다. 크레디리요네증권, 기업지배구조개선지원센터 등의 평가결과를 정리하고 최근 들어 시도되고 있는 지배구조 지수를 이용한 종합평가의 모형에 대해서도 언급하게 될 것이다.

제 IV 장에서는 기업지배구조의 개별 제도별로 제도도입의 현황과 제도의 성과를 살펴보고자 하였다. 사외이사제도, 감사위원회, 기업경영권시장, 기관투자자, 은행, 소액주주권, 지배주주의 소유권과 통제권 괴리 등 7개 부문으로 나누어 제도개선의 성과를 분석하였다.

제 V 장은 그간 추진된 기업지배구조 개혁의 결과 어느 정도 지배구조가 개선되고 성과에 미치는 영향은 무엇인지 자체적으로 설문조사를 시행하여 분석한 내용을 보여주고 있다. 마지막으로 제 VI 장에서는 이상의 분석을 통해 도출된 결론 및 시

사점을 서술하였다.

6개의 장으로 구성된 본문 이외에 참고가 될 만한 자료를 부록에 제시하였다. 관련된 정보의 제공이라는 측면에서 크레디리요네증권의 지배구조 평가항목(I), 기업지배구조개선지원센터의 지배구조 우수기업 선정기준(II)을 수록하였다.



기업지배구조에 관한 이론 및 실증분석 개관

1. 이사회제도

(1) 사외이사제도와 기업성과

사외이사의 비중과 기업성과 사이의 관계를 실증 분석한 연구들을 보면 사외이사의 비중과 기업성과 사이에 정의 상관관계가 발견되기도 하지만 종합적으로 보면 사외이사의 비중과 경영성과 사이에 뚜렷한 관계가 있다고 이야기하기 어렵다.

Baysinger and Butler(1985)는 사외이사의 비중이 높은 회사일수록 성과가 높아지는 것을 발견하였고 Rosenstein and Wyatt(1990)는 회사가 사외이사를 추가로 이사회에 영입할 경우 주식시장의 반응이 호의적이라는 것을 발견하였다. 반면 Hermalin and Weisbach(1991)는 사외이사 비중과 회사성과와는 아무런 관련이 없다고 보고하고 있다. Yermack(1996)도 사외이사의 비중과 회사의 성과와는 아무런 관련이 없다는 실증 분석 결과를 보고하고 있다. Bhagat and Black(1997)도 사외이사의 비중이 기업성과에 영향을 준다는 일관된 증거를 발견하

지 못했다.

사외이사의 비중이 기업성과에 뚜렷한 영향을 주지는 못하지만 여러 연구들은 회사의 성과가 나빠지거나 회사가 위기에 처할 때 사외이사 비중이 높은 회사의 이사회는 독립성을 발휘하여 주주 가치를 높이는 방향으로 의사결정을 한다는 것을 보여주고 있다. 첫째, Weisbach(1988)는 사외이사 비중이 높은 이사회는 회사의 성과가 나빠질 경우 최고경영자를 해고하는 경향이 높다는 것을 발견하였다. 둘째, Brickley외(1994)는 사외이사들이 독약계획(poison pill)의 채택에 관련된 의사결정을 내릴 때 최고경영자보다 주주의 이익을 우선한다는 것을 발견하였다.

셋째, Byrd and Hickman(1992)은 공개매수(tender offer)로 다른 기업을 매수하려고 할 때 사외이사 중심 이사회를 운영하는 회사의 주가는 변화가 없는 반면 사외이사 중심이 아닌 회사의 주주는 약 1.8%의 손실을 본다는 것을 보여주었다. 이들은 또한 공개매수의 경우 매수대상회사 주주에게 지불하는 프리미엄도 사외이사 중심 이사회를 운영하는 회사의 경우가 그렇지 않은 회사에 비해 적다는 것을 발견하였다. 이러한 결과는 사외이사 중심 이사회가 최고경영자가 회사를 인수하여 자기 영향력을 확대하려 하는 것을 억제하는 데 도움이 된다는 것을 시사한다. 넷째, Cotter외(1997)는 사외이사 중심 이사회를 갖고 있는 회사의 주주들은 회사가 공개매수의 대상이 되었을 때 사외이사 중심 이사회를 갖고 있지 않는 회사의 주주에 비해 약 20% 더 높은 투자수익을 올리는 것을 발견하였다.

사외이사 중심 이사회가 회사가 위기상황에 처하거나 주주

와 관련하여 중요한 의사결정을 내릴 때 주주의 입장에서 독립적인 행동을 하지만 경영성과를 향상시키는 데 뚜렷한 기여를 하지 못하는 것으로 나타나고 있는 것은 사외이사 비중의 내생성으로 설명될 수 있다. 이사회 내 독립적 사외이사의 비중은 회사가 처한 상황에 따라 결정되는 내생변수로 생각할 수 있다. 사외이사가 내생변수라는 것은 사외이사 중심의 이사회가 모든 기업에 필요한 것은 아니라는 것을 시사한다. 예를 들어 성숙산업에 속해서 성장이 느린 기업은 최고경영자의 과대투자유인(overinvestment incentive)을 억제하기 위해 사외이사 중심 이사회의 역할이 매우 중요하다. 이와 관련하여 Agrawal and Knoeber(1996)는 사외이사 비중이 높은 기업들의 Tobin Q가 낮다는 것을 발견하였다.

이사회 구성이 내생변수 성격을 갖는다는 것을 보여주는 또 다른 예는 소유구조의 특성이 이사회 구성에 영향을 주는 것이다. 일정지분을 소유한 창업자가 최고경영자로 활동하고 있는 소유집중 기업의 이사회는 내부이사 중심으로 구성되는 경향이 있는 반면 전문경영자가 최고경영자인 소유분산 기업의 이사회는 사외이사 중심으로 구성되는 경우가 많다.

Hermalin and Weisbach(1988)은 이사회 구성의 동태적 변화를 분석하여 다음 세 가지 요인들이 이사회 구성의 변화에 영향을 주는 것을 실증적으로 확인하였다. 첫째, 회사의 성과가 악화되면 내부이사는 이사회에서 물러나고 사외이사가 이사회에 참여할 가능성이 높아진다. 이러한 사실은 회사의 성과가 좋아지면 최고경영자가 내부이사들을 이사회에 추가할 수 있

다는 것을 시사한다.

둘째, 최고경영자가 은퇴를 앞두고 되면 회사는 이사회에 차기 최고경영자 후보로서 내부이사들을 참여시키는 경향이 있다. 셋째, 회사가 특정사업에서 철수한 후 내부이사들은 이사회를 떠나고 사외이사들이 이사회에 참여하는 경향이 크다. Gilson(1990)은 파산이 이사회 구성에 어떤 영향을 주는지를 분석하였는데 회사가 파산하거나 채무 재조정이 이루어지면 거래은행이 상당수의 이사를 임명하여 이사회구성에 영향을 주는 것을 발견하였다.

이 밖에도 이사회 구성의 변화는 최고경영자의 이사회에 대한 교섭력(bargaining power)에 따라 변화할 수 있다. Hermalin and Weisbach(1998)은 이사선임과 관련된 최고경영자의 교섭력이 잠재적 후임자에 대한 최고경영자의 상대적 성과와 능력에 따라 결정되고 회사의 성과가 좋아 최고경영자의 교섭력이 높아지면 최고경영자가 이사선임 과정에 개입하여 이사회 독립성이 약화되는 반면 회사의 성과가 악화되면 최고경영자의 교섭력은 약화되어 이사회 독립성이 강화된다는 것을 보여주었다. Shivdasani and Yermack(1998)은 실증분석을 통해 최고경영자가 이사선임 과정에 관여하게 되면 독립적인 사외이사보다는 회색사외이사(gray directors)와 같이 최고경영자 감시 유인이 적은 사람들이 이사로 선임되고 이사회에서 독립적인 사외이사들이 다수를 차지하지 않는 방향으로 이사가 선임되기 쉽다는 것을 보여 주었다. 이러한 실증결과는 이사선임과 관련된 최고경영자의 영향력이 이사회 구성을 변화시키는

중요한 요인이 될 수 있다는 것을 시사한다.

(2) 사외이사의 유인과 능력

사외이사 비중이 아무리 높아도 경영진이 이사회를 지배하기 때문에 사외이사제도가 이사회 활성화를 위해 아무런 역할을 할 수 없다는 극단적인 시각도 있지만 보다 현실적으로 보면 사외이사가 역할을 효과적으로 수행하기 위한 조건들이 충족되면 사외이사제도는 이사회 기능을 활성화시키는 데 기여할 수 있다고 생각된다. 사외이사가 경영자 감시와 자문 역할을 효과적으로 수행하기 위해서는 전체 주주의 이익을 대변할 수 있는 유인과 능력을 보유해야 한다.

1) 유 인

사외이사는 최고경영자의 의사결정 지원과 감시 역할을 잘 수행한다는 명성을 유지하기를 원한다. 사외이사는 주주에 대해 법적인 의무들을 갖고 있고 이러한 의무를 다하지 못할 경우 손해배상 책임을 지게 된다. 사외이사 시장에서 명성을 유지하는 것은 사외이사로 하여금 독립성을 갖고 경영자를 감시하게 하는 유인이 될 수 있다. 이와 관련된 실증연구 결과는 다음과 같다.

첫째, Gilson(1990)은 파산하거나 워크아웃에 들어간 회사에 근무했던 사외이사들이 회사를 그만둔 후 3년이 지나서 보유하는 사외이사 직함의 수는 다른 사외이사들에 비해 1/3 정도 작다는 것

을 발견하였다. 그는 사외이사의 주된 보상의 대부분은 경영자 감시 전문가라는 명성으로부터 얻어진다고 주장하였다.

둘째, Cotter의(1997)는 사외이사 가운데 전문사외이사의 비중이 높을수록 공개매수 대상 기업의 주주들이 받는 공개매수 프리미엄이 높다는 것을 발견하였다. 이들은 사외이사 비중이 높은 이사회는 대부분 공개매수의 최초 조건을 일단 거절하고 보다 많은 프리미엄을 얻으려고 흥정하지만 단순히 사외이사 비중이 높다는 것이 높은 프리미엄을 보장하지는 않는다는 것을 발견하였다. 전문사외이사들은 주주가치를 잘 보호한다는 사외이사로서의 명성을 유지해야 하기 때문에 주주가치 극대화에 더욱 노력할 유인을 갖게 되고 이러한 유인이 공개매수 프리미엄을 더 높일 수 있다는 것이다.

대체로 사외이사의 존재는 주주와 경영자 사이의 대리인 문제를 완화시켜 기업가치를 향상시키는 것으로 나타나고 있지만 주주를 대신하여 경영자 감시 역할을 수행하는 사외이사과 주주 사이에 또 다른 대리인 문제가 존재할 수 있고 이러한 대리인 문제로 사외이사는 기대된 역할을 제대로 수행하지 못할 수도 있다. 이른바 감시자의 감시(monitoring the monitors) 문제가 발생하는 것이다. 특히 사외이사 선정과정에 최고경영자가 개입하여 사외이사의 독립성이 침해될 경우 이러한 문제는 심각해질 수 있다. 사외이사 시장에서의 명성 그리고 선관의무와 같은 사외이사의 법적인 책임이 사외이사과 주주간의 대리인 문제를 완화시킬 수 있는 장치가 될 수 있지만 그 효과가 그다지 크지 않을 수도 있다. 법적인 책임의 경우 사외이사가

소송을 당하더라도 보상제도(indemnification)와 책임보험(directors and officers liability insurance) 등을 통해 보호를 받을 수 있는 장치가 마련되어 있고 명성에 의한 대리인 문제 억제는 사외이사 시장이 고도로 발달해야 가능하기 때문이다. 따라서 사외이사에게 주식과 연계된 성과보수를 제공하는 것은 사외이사의 경영자 감시 역할의 효과성을 높이기 위한 수단으로 생각될 수 있다. 경영자와 주주 사이의 대리인 문제를 해결하기 위해 경영자 보상의 상당부분을 성과에 연계시키는 것처럼 사외이사의 보수를 성과에 연동시키면 사외이사는 보다 더 주주처럼 행동할 수 있을 것이다.

사외이사에 대한 성과보상 지급이 실제로 효과를 거두고 있는가를 확인하기 위해 Perry(1999)는 사외이사에 대한 성과보상이 최고경영자 교체에 어떠한 영향을 주는가를 분석하였다. 1992년부터 1995년까지 약 1,000개의 회사들을 대상으로 한 횡단면 분석결과 사외이사 보상이 성과에 연동되어 있는 경우 회사의 실적이 나빠지면 최고경영자가 경질될 가능성이 커지는 것으로 나타났다.

2) 능력

전문경영인으로서 주요 의사결정에 참여했던 경력을 갖고 있는 사외이사는 그렇지 않은 사외이사에 비해 복잡한 의사결정 과정을 더 잘 이해하기 때문에 이사회의 효과적 운영에 더 많은 도움을 줄 수 있을 것이다. 특히 명망 있는 회사의 전직 최고경영자는 사외이사 역할을 잘 수행할 것으로 생각된다. 전

문성이 사외이사 역할 수행에 중요하다는 것은 실증연구에 의해서도 뒷받침된다. Brickley의(1994)는 사외이사들의 비중과 독약계획(poison pill)의 채택에 따른 주가반응 사이에 정의 관계가 있다는 것을 발견하였는데 사외이사 표본을 직업에 따라 분류했을 때 사외이사들이 은퇴한 최고경영자일 경우 정의 관계가 가장 두드러졌다.

사외이사의 비중, 사외이사의 주식보유와 더불어 이사회에 효과적인 역할수행에 영향을 주는 변수로 이사회 크기를 들 수 있다. 이와 관련하여 이사회를 구성하는 이사의 수가 너무 많기 때문에 이사회가 그 역할을 제대로 수행하지 못한다는 주장이 대두되고 있다. Lipton and Lorsch(1992)는 미국 회사의 이사들이 최고경영자를 비판하지 않고 회사의 성과에 대해 솔직한 이야기를 하지 않기 때문에 이사회가 제대로 작동하지 않는데 이러한 문제는 이사의 수가 증가하면 더욱 심각해진다고 지적하고 이사회가 제대로 작동하기 위해서는 이사의 수가 10명 이내가 되어야 한다고 주장한다. 이사회가 커지면 경영자 감시를 위한 잠재력의 증가라는 혜택이 생기지만 의사결정의 지연, 경영성과에 대한 솔직한 의견개진 어려움 그리고 위험감수를 기피하는 분위기라는 비용이 그와 같은 혜택보다 크기 때문에 결국 이사회가 효과적으로 작동하지 못하게 된다는 것이다. Jensen and Ruback(1983)도 이사의 수가 7명이나 8명 이상으로 늘어나면 이사회는 효과적으로 작동하기 어렵고 최고경영자가 통제하기 쉽게 된다고 주장한다.

여러 가지 사례들도 난관에 처한 회사의 성과를 개선하기 위해

가장 시급한 과제가 이사의 수를 줄이는 것이라는 것을 보여주고 있다. Yermack(1996)은 이사회 크기와 회사의 시장가치에 관한 실증분석에서 작은 이사회를 갖는 회사일수록 시장가치가 크고 시계열 분석을 통해 이사회 크기가 작아질수록 영업효율과 수익성이 향상된다는 것을 발견하였다. 그는 이 밖에도 회사의 성과가 나빠졌을 경우 작은 이사회일수록 최고경영자를 교체하는 경향이 크고 작은 이사회를 갖는 회사의 경우 최고경영자 보상이 성과에 더 크게 연동된다는 것을 보여주었다.

사외이사가 특정 회사에 오래 일할수록 해당 회사에 대한 회사 특수적인 지식을 더 많이 갖게 되어 경영진에 대한 정보의 준도를 줄일 수 있고 결과적으로 경영자를 효과적으로 감시할 수 있다. Hermalin and Weisbach(1991)는 사외이사의 재임기간과 Tobin Q 간에 정의 상관관계가 있다는 것을 보여주었다. 한편 CEO의 재임기간이 지나치게 길면 사외이사가 제 역할을 수행하기 어렵다. CEO는 재임기간이 길어질수록 이사회 구성에 영향력을 많이 행사할 수 있고 비슷한 사고방식을 갖고 있는 인사를 선임할 수 있기 때문이다.

2. 소유구조

(1) 소유구조의 중요성

미국 대기업을 소유는 분산되어 있지만 전 세계적으로 보면

소유가 집중된 기업이 더 많다. 소유집중이 경영자와 주주 사이의 대리인 문제를 해결할 수 있지만 소유가 집중된다고 해서 반드시 투자결정이 효율적으로 이루어지는 것은 아니다. 소유가 집중된 기업의 경우 지배주주의 효용을 극대화하는 방향으로 투자결정이 이루어질 수 있고 이러한 투자결정은 전체주주 이익극대화와 상치될 수 있기 때문이다. 지배주주의 이러한 유인 때문에 일반 소액주주가 요구하는 수익률은 높아지고 기업은 자금조달에 어려움을 겪을 수 있다.

소액주주 이익 침해라는 문제만 없다면 대주주의 존재는 자본비용 절감과 기업가치 극대화에 많은 도움이 될 수 있다. 대주주가 존재하면 경영권시장에서의 무임승차문제가 해결되고 대주주가 없는 상황에서 이루어지기 어려운 인수합병이 이루어질 수 있기 때문이다. 따라서 소유분산 혹은 소유집중 어느 쪽이 기업성과에 도움이 된다고 단언할 수 없다. 다만 소액주주의 권리가 잘 보호되는 상황에서 대주주의 존재는 더 가치가 있다. 그러나 실증적으로 보면 소액주주의 권리가 잘 보호되는 나라에서 대주주의 역할은 크지 않은 것으로 나타나고 있다.

일반적으로 지배주주가 기업을 통제하기 위해 반드시 많은 지분이 필요한 것은 아니다. 나라마다 차이는 있지만 극단적인 경우 투표권이 다른 주식발행을 통해서 지배주주는 소액지분을 갖고서도 얼마든지 기업을 통제할 수 있다. 다만 지배주주가 이러한 방법으로 기업을 통제하기 위해서는 처음부터 기업을 통제하고 있어야 한다. 기업의 지배주주는 일정 수준 이상의 지분을 보유하고 있는 경우가 대부분이다. 창업자가 일정

지분 이상을 보유하지 않으면 외부주주로부터 자금을 조달할 수 없기 때문이다. 창업자가 기업 지분을 일정 수준 이상 보유하고 있다는 것 자체가 기업의 성공 가능성을 알리는 신호역할을 수행한다고 볼 수 있다.

(2) 미국기업의 소유구조와 성과

소유가 다른 나라들에 비해 상대적으로 분산되어 있는 미국 기업들을 대상으로 한 소유구조와 성과에 관한 연구들은 주로 내부자 및 대주주에 의한 소유집중이 기업가치에 미치는 영향을 분석하였다. 이론적으로 소유가 분산된 기업의 경우 내부자에 의한 주식소유는 기업가치에 긍정적 영향을 줄 수도 있고 부정적 영향을 줄 수도 있다.

경영자에 의한 어느 정도의 주식소유는 주주와 경영자 사이의 이해관계를 일치시킴으로써 주가에 긍정적 영향을 줄 수 있다. 이른바 이해수렴 효과가 발생하는 것이다. 한편 경영자가 주식을 지나치게 많이 소유하게 되면 경영자의 통제권이 증가하게 되어 경영자로 하여금 안주하게 만들 수 있다. 이른바 참호구축 효과가 생긴다. 대주주에 의한 주식보유도 마찬가지이다. 일정수준 이상을 소유한 대주주가 있으면 대주주는 주주전체의 이익을 극대화하는 방향으로 의사결정을 유도하려는 유인과 자기 자신의 사적효용을 극대화하려는 유인을 동시에 갖게 된다.

미국기업에 있어서 내부자 지분의 크기와 기업가치 사이의

관계는 분명하지 않다. Morck외(1988)와 McConnell and Servaes(1990)은 내부자 지분이 일정 수준 이하일 경우 내부자 주식소유에 의한 이해수렴 효과가 참호구축 효과보다 커져 기업가치가 증가하지만 일정 수준을 넘어서면 참호구축 효과가 이해수렴 효과보다 커져 기업가치가 감소한다는 것을 보여주었다. 한편 Himmelberg외(1999)는 내부자 지분의 크기가 기업가치에 영향을 주지 않는다는 것을 보여주었다.

Gugler(1999)는 미국과 영국 기업들을 대상으로 한 연구들을 종합한 결과 5% 혹은 10% 이상의 지분을 보유한 대주주가 통제하는 기업이 전문경영인이 통제하는 기업보다 성과가 높다는 결론을 내렸다. 이러한 연구결과는 소유가 상대적으로 분산된 미국과 영국에서 대주주는 기업을 적극 감시하고 이러한 감시를 통해 기업의 성과가 향상된다는 것을 시사한다.

(3) 미국 이외 국가 기업들의 소유구조와 성과

미국 이외 국가들에서 영국을 제외하면 기업소유는 미국만큼 분산되어 있지 않다. Laporta외(1999)에 의하면 미국 대기업에서 관찰되는 소유분산과 전문경영자에 의한 경영은 전 세계적으로 보았을 때 미국과 영국기업에서 예외적으로 관찰되는 현상이다. 은행과 기업들이 주식상호보유로 대주주 역할을 하고 있는 일본과 독일은 미국에 비해 기업소유가 집중되어 있다. 일본은 은행을 포함한 금융기관들이 지배주주 역할을 수행하는 반면 독일은 다른 기업들, 가족 그리고 은행 순으로 지배

주주 역할을 수행하고 있다.

독일과 일본을 제외한 다른 나라들도 기업소유는 집중되어 있는 것으로 나타나고 있다. Faccio and Lang(2002)은 영국과 아일랜드를 제외한 대부분의 유럽 국가들의 기업은 가족에 의해 소유가 집중되어 있다는 것을, Blass외(1998)는 이스라엘 기업들이 은행과 기관투자자들에 의해 소유가 집중되어 있다는 것을, 그리고 Valadares and Leal(2000)은 브라질 기업들의 소유집중 현상을 보고하고 있다.

미국 그리고 영국과 마찬가지로 소유가 상대적으로 집중된 나라들에서도 소유집중과 기업성과 사이의 관계는 분명하지 않다. Kang and Shivdasani(1995)는 일본의 경우 지배주주가 있는 기업들이 없는 기업들에 비해 기업구조조정을 더 빨리 수행하고 있는 것을 보여주었고 Gorton and Schmid(2000)는 독일의 경우 소유집중과 기업성과 사이에 정의 관계가 있다는 것을 보여주었다. 한편 Thonet and Poensgen(1979)은 경영자 통제 기업이 소유주 통제기업보다 수익성 측면에서 성과가 높지만 성장성 측면에서는 성과가 낮다는 것을 발견하였다. Jacquemin and Ghellinck(1980)은 프랑스 기업들을 대상으로 한 연구에서 가족이 통제하는 기업과 통제하지 않는 기업들 사이에 성과 차이가 없다는 것을 보여주었다. Prowse(1992)는 일본기업에서 소유집중과 수익성 사이에 상관관계가 없다는 것을 발견하였다.

다각화 할인(diversification discount)에 대한 실증연구는 소유구조와 기업성과의 관계에 대한 보완적 증거를 제시해주고

있다. Servaes(1996)는 소유가 분산된 미국기업의 경우 다각화 할인 현상이 심하다는 것을 보여주었다. 다각화된 기업의 전체 가치가 기업을 구성하는 개별 사업부들의 가치의 합보다 작다는 것이다. Lins and Servaes(1999)는 소유집중과 다각화 가치 사이의 관계를 분석하였는데 독일의 경우 내부자 지분의 크기가 다각화 가치에 긍정적인 영향을 주지만 일본과 영국에서는 영향을 주지 못한다는 것을 보여주었다.

일본과 독일의 경우 소유집중이 회사가치를 증대시킬 수 있지만 경영자 안주를 위한 장치로 작용할 수도 있다. Morck의(2000)는 일본기업의 상호주식보유가 감시역할을 수행할 수 있지만 한편으로 회사가 적대적으로 인수되는 것을 막는 장치가 될 수도 있다는 것을 보여주었다. 미국 이외의 국가들의 소유구조와 성과 사이의 관계에서 특기할 만한 점은 은행의 역할이다. 대체로 은행이 주요 주주일 때 소유집중과 기업성과 사이의 정의 상관관계가 강한 것으로 나타나고 있다. Gorton and Schmid(2000)는 독일기업의 경우 은행이 주요 주주일 때 소유집중과 기업가치 간에 정의 상관관계가 강하다는 것을 보여주었다.

3. 투자자보호제도

(1) 투자자보호와 소유구조

소유구조와 성과에 관한 실증연구들은 미국 이외 나라들에

서는 소유가 상대적으로 집중되어 있다는 것을 보여주고 있다. 한편 미국기업들은 소유가 분산되어 있고 대주주의 존재와 기업성과 사이에 뚜렷한 상관관계가 나타나지 않고 있다. 미국과 미국 이외의 국가들 사이의 이러한 차이는 투자자보호의 정도로 설명될 수 있다. Laporta외(1998)에 의하면 투자자보호의 정도와 법체계가 특정국가의 소유 지배구조를 결정하는 중요한 요인이다. 이들은 투자자보호가 잘되어 있지 않은 나라들은 소유가 집중되어 있고 자본시장이 발달하지 않고 있다는 것을 보여주었다. 이들은 보통법 전통을 따르고 있는 영국과 미국에서 투자자보호가 가장 강하고 프랑스 시민법 전통을 따르는 국가들에서 투자자보호가 약하다는 것을 보여주었다.

투자자보호가 약한 나라에서 소유집중은 주주와 경영자 사이의 대리인 문제를 해결할 수 있는 효과적인 장치가 될 수 있다. 대주주가 전문경영자에게 경영을 위임할 경우 자기의 권리를 보호받을 수 없다고 생각하면 소유가 분산되는 것을 기피하고 직접 경영에 참여하려고 할 것이다. 한편 소유가 집중되면 주주와 경영자 사이의 대리인 문제는 해결되지만 대주주와 소액주주 사이의 대리인 문제가 발생한다. 대주주가 경영에 직접 참여할 경우 전체 주주의 이익을 극대화하기보다 자기 스스로의 사적 효용을 극대화하는 의사결정을 하기 쉽고 이 경우 소액주주와 대주주 사이의 이해상충 문제가 발생한다. 따라서 투자자보호가 약한 나라에서 소유집중이 반드시 기업가치 증대로 연결된다고 볼 수 없다. 소유집중은 주주가치를 증대시키는 장치가 될 수 있지만 한편으로는 대주주와 소액주주 사이의 이

해상충 문제를 발생시켜 주주가치를 감소시킬 수도 있기 때문이다.

많은 연구들이 대주주가 누리는 통제권의 가치를 측정하였다. Barclay and Holderness(1989)에 의하면 소액주주권 보호가 잘되어 있는 미국에서도 지배주주의 통제권이 주가에 반영된다. DeAngelo and DeAngelo(1985) 그리고 Zingales(1995)는 투표권을 갖는 주식의 주가에 프리미엄이 붙지만 프리미엄이 그렇게 크지 않다는 것을 발견하였다. 미국의 경우 통제권이 주가에 반영되지만 그다지 크지 않다는 것은 소유 집중의 주된 이유가 소액주주로부터 대주주로의 부의 이전이 아니라는 것을 시사한다.

그러나 소유집중이 보편화된 나라들의 경우 소액주주로부터의 부의 이전이 심각한 문제가 될 수 있고 이러한 가능성은 높은 통제권 프리미엄에 반영되어 있다. 예를 들어 이탈리아의 경우 통제권 프리미엄이 매우 높다(Zingales(1995)). Zingales(1994)는 이탈리아 주식의 의결권의 가치가 다른 나라들보다 훨씬 큰 것은 이탈리아 법이 소액주주를 제대로 보호하지 못하고 있기 때문이라고 주장하였다. Dyck and Zingales(2002)는 39개 국가들의 자료를 이용하여 대주주가 누릴 수 있는 통제권의 사적 효용을 측정하였는데 투자자보호가 약한 나라일수록 통제권의 사적 효용이 크다는 것을 발견하였다.

대주주가 통제권을 이용하여 사적효용을 얻는 방법에는 두 가지가 있을 수 있다. 첫째는 Johnson외(2000)가 정의한 부의 이전(tunnelling)으로 회사의 자산과 이익을 대주주에게 이전시

키는 것을 말한다. 이들은 부의 이전이 다양한 방법으로 일어날 수 있고 선진국에서도 발생하며 시민법 국가보다는 보통법 국가에서 발생하기 쉽다는 것을 보여주었다. 특히 부의 이전은 지배주주가 피라미드 소유구조로 소유권에 비해 지나치게 많은 통제권을 보유할 때 일어나기 쉽다. Laporta외(1999)는 27개 국가의 자료를 이용한 실증연구에서 지배주주가 통제권을 행사하는 가장 보편적인 방법은 피라미드라는 것을 발견하였다. 피라미드 구조에서 지배주주는 소규모 지분 소유만으로 모든 자회사들을 통제할 수 있고 지분소유가 작은 하위 자회사의 자산을 지분소유가 많은 상위 자회사로 이전시킬 수 있다.

두 번째 방법은 자기 스스로 회사를 경영하거나 가족을 회사의 경영자로 임명하는 것이다. Claessens외(2000)는 9개 동아시아 국가들에서 이러한 현상이 두드러지게 나타난다는 것을 보여주었고 Linz(2003)는 18개 개발도상국들에서 비슷한 현상을 보고하고 있다. 미국의 실증연구 결과들에 의하면 지배주주의 가족이 경영에 참여하는 경우 회사의 성과가 좋지 않다는 것을 보여주고 있다. 예를 들어 Johnson외(1985)는 소유경영자 사장이 사망했을 때 회사의 주가가 상승하지만 전문경영자 사장이 사망했을 때는 주가가 상승하지 않는다는 것을 보여주었다. Morck외(1988)는 설립된 지 오래된 기업들을 대상으로 한 분석에서 가족에 의해 경영되는 기업의 Tobin Q가 전문경영자에 의해 경영되는 기업의 Tobin Q보다 작다는 것을 보여주었다.

투자자보호를 위한 법체계가 소유 지배구조를 결정하는 주요한 요인이라는 것과 미국에서 소유구조와 기업성과 사이의

관계가 선명하게 나타나지 않는다는 실증결과는 적어도 미국에서 소유구조가 외생변수가 아니라 내생변수라는 것을 시사한다. 다시 말해서 미국기업은 기업의 특성에 맞는 소유구조를 채택하고 효과적인 기업지배구조 구축을 위해 소유집중을 선택하지 않을 수 있다. 소유집중은 미국기업이 택할 수 있는 기업지배구조의 여러 수단들 가운데 하나에 불과할 수 있다.

반면 투자자보호가 약한 나라들에서는 소유집중이 효과적인 지배구조 구축을 위해 가장 중요한 수단일 수 있다. 투자자 권리보호가 되지 않는 상황에서 기업은 소유집중 외에 다른 기업지배구조 장치를 선택할 여지가 없게 된다. 따라서 투자자보호가 약한 나라들에서는 지배주주와 소액주주 사이의 이해상충 문제에도 불구하고 소유가 집중될 수밖에 없다. 이러한 맥락에서 Linz(2003)는 투자자 보호가 약한 나라에서 소유집중과 기업성과 사이의 상관관계가 더 강하다는 것을 보여주었다.

지배주주에 의한 소유집중이 심하고 지배주주와 소액주주 사이의 이해상충이 효과적으로 억제되지 못하는 나라에서 외국인투자자는 경영감시 역할을 하는 중요한 주체가 될 수 있다. Khanna and Palepu(1999)는 인도기업을 대상으로 한 실증연구에서 외국인투자자 지분이 높을수록 기업가치와 경영성과가 높다는 것을 발견하였다. 이러한 결과는 외국인 투자자가 경영진으로부터 비교적 독립적이고, 기업감시 유인을 갖고 있다는 것을 시사한다. 우리나라는 외환위기 이후 일반법인 주식에 대한 외국인 투자한도를 전면 폐지하여 주식시장에서 외국인이 차지하는 비중이 급증하였고 이에 따라 기업감시에서 주

요한 역할을 수행하고 있는 것으로 판단된다.

(2) 투자자보호와 기업자금 조달

많은 연구결과들은 경제성장을 위해서는 금융시장의 발전이 필요하다는 것을 보여주고 있다. 금융시장이 발달되어야 기업의 외부자금 조달능력이 향상되기 때문이다. Rajan and Zingales(1998)는 금융시장이 발전된 나라일수록 외부자금조달이 필요한 산업의 발전 속도가 빠르다는 것을 발견하였다. Wurgler(2000)는 금융시장이 발전된 나라일수록 성장산업에 대한 투자는 늘어나고 사양산업에 대한 투자는 줄어든다는 것을 발견하였다.

금융시장의 발전을 통해 기업의 외부자금 조달능력이 향상되기 위해서는 투자자보호가 필수적이다. Laporta와(1997)는 투자자보호가 잘 되어 있을수록 투자자들의 요구 수익률이 낮아지고 따라서 기업의 외부자금 조달능력이 향상되며 특히 소액주주권이 잘 보호된 나라일수록 기업의 자본시장을 통한 자금조달이 증가하는 것을 발견하였다. Demircuc-Kunt and Maksimovic(2002)도 투자자보호를 위한 법체계의 발전과 기업의 외부자금 조달 사이에 정의 상관관계가 있다는 것을 발견하였다. Giannetti(2003)는 8개 유럽국가의 비상장기업을 대상으로 채권자 권리보호 정도가 기업의 외부차입에 미치는 영향을 분석하였다. 분석결과 채권자 권리 보호가 잘되는 나라일수록 기업의 무형자산투자를 위한 차입이 용이했으며 경기변동이 심한 산업에 속한 기업들의 장기차입이 용이한 것으로 나타났다.

Himmelberg외(2002)는 투자자보호 정도와 내부자 지분 사이에는 부의 상관관계가 있고 내부자 지분과 한계 자본비용 사이에는 정의 상관관계가 있다는 것을 발견하였다. 투자자보호가 약하면 지배주주는 더 많은 지분을 보유하게 되어 더 많은 회사고유 위험에 노출되고 따라서 자본비용이 증가하게 된다는 것이다.

투자자보호의 정도는 기업의 다른 재무활동에도 영향을 줄 수 있다. Laporta외(2000)는 투자자보호 정도가 강한 보통법 전통 국가들의 기업은 투자자보호가 약한 나라의 기업들보다 재투자기회가 없을 때 배당을 많이 한다는 것을 발견하였다. Dittmar외(2003)는 투자자보호가 강한 나라의 기업일수록 현금을 일정 수준 이상 보유하지 않는다는 것을 발견하였다. 이와 같은 사실은 투자자보호가 강할수록 자유현금흐름과 관련된 대리인 문제가 작아진다는 것을 의미한다. Laporta외(2002)는 투자자보호가 강한 나라의 기업들의 Tobin Q가 높다는 것을 발견하였다. Gul and Qiu(2003)는 투자자보호가 강한 나라의 기업일수록 투자자와 경영자 사이의 정보 불균형이 감소되고 대리인 문제가 심각하지 않다는 것을 보여주었다.

투자자보호가 약한 나라의 기업은 외부 자금조달의 어려움을 극복하기 위해 나름대로의 기업지배구조를 고안할 수 있다. Durnev and Kim(2002)은 26개 국가 기업들의 지배구조 평가 점수를 분석한 결과 특정 국가 내에서 기업들의 지배구조 평가 점수가 많은 편차를 보였고 좋은 투자기회를 갖고 있거나 외부 자문에 많이 의존하는 기업일수록 평가점수가 높다는 것을 발

견하였다. Klapper and Love(2002)는 개발도상국 개별기업들의 기업지배구조 특성을 분석하였는데 투자자보호가 약한 나라일수록 개별기업의 지배구조 특성과 기업성과 사이의 관계가 더 강하다는 것을 발견하였다. Fauver외(2003)는 투자자보호가 약한 나라일수록 다각화가 기업가치에 좋은 영향을 준다는 것을 발견하였다. 투자자보호가 약하고 외부자금 조달이 어려운 나라일수록 다각화로 형성되는 내부자본시장이 중요하다는 것을 시사한다. 이러한 결과들은 개별기업에 맞는 최적 지배구조는 그 기업이 속한 나라의 투자자보호의 정도와 금융시장의 발전정도에 크게 영향을 받는다는 것을 의미한다.

4. 기업경영권시장

이론적으로 적대적 인수합병으로 대변되는 기업경영권 시장의 존재는 무능한 경영자를 효과적으로 규율할 수 있기 때문에 기업지배구조의 중요한 외부 장치로 작동할 수 있다. 그러나 기업경영권시장이 효과적으로 작동하기 위해서는 잘 발달된 자본시장을 포함한 여러 가지 하부구조가 필요하기 때문에 기업경영권시장은 주로 시장중심 금융제도를 갖고 있는 영국이나 미국에서 활성화되었다.

인수합병 시장이 외부 기업지배구조의 중요한 장치이지만 인수합병 자체는 드물게 발생한다. 미국에서 인수합병이 아주 활발했던 1980년대에도 상장기업의 1.5%만이 인수합병되었고

그 후 미국에서 인수합병은 꾸준히 감소하고 있다. 인수합병 가운데 적대적 인수합병은 더욱 드물게 발생한다. 미국에서 적대적 인수합병은 1989년 이후 급격히 감소하여 지금은 거의 찾아볼 수 없게 되었다. 미국기업의 경영자들이 적대적 인수합병으로부터 보호받기 위해 로비를 벌여왔고 어느 정도 성공을 거두었기 때문이라고 할 수 있다. 내부자거래 규제의 강화와 일련의 인수방어 장치들로 인해 인수대상 기업 이사회 동의 없이 기업을 인수하는 것이 불가능하게 되었다. Bebchuk의 (2002)에 의하면 적대적 인수합병 시도 자체가 거의 사라졌고 적대적 인수합병이 시도되는 경우에도 약 25%만이 성공한다. Comment and Schwert(1995)는 미국에서 적대적 인수합병이 퇴조한 다른 원인들로 정크본드시장의 붕괴, 경기순환 그리고 저축대부조합 파산과 관련된 금융시장 긴축들을 들고 있다.

Holmstrom and Kaplan(2001)에 의하면 인수합병이 발표되는 경우 대상기업의 주가는 통계적으로 유의하게 상승하는 반면 인수기업의 주가는 변동이 없거나 내리는 것으로 나타나고 있다. 대상기업과 인수기업 주가변화의 합은 작지만 통계적으로 유의하게 양의 값을 갖는 것으로 나타나고 있다. 실적이 좋지 않은 기업일수록 인수대상이 될 가능성이 높고 실적이 좋지 않은 기업의 경영자일수록 인수 후 파면될 가능성이 높은 것으로 나타나고 있다.

영국의 인수합병 시장은 인수방어를 위한 법이 미국만큼 강하지 않기 때문에 미국보다 오히려 활발하다고 볼 수 있다. Franks and Mayer(1996)의 실증연구에 의하면 영국에서는 적

대적 인수합병이 이루어진 후 이사회 구성원들의 상당수가 교체된다는 것을 발견하였다. 그러나 대상기업의 실적이 인수합병 이전에 나쁜 것으로 나타나지는 않았다.

이론적으로 경영권시장은 성과가 좋지 않은 기업의 경영자를 제거할 수 있는 장치가 될 수 있다. 그러나 경영권시장이 실제로 무능한 경영자를 효과적으로 규율하는가는 확실하지 않다. 적대적 인수합병이 기업가치를 향상시키는 경우가 별로 없고 경우에 따라서는 적대적 인수합병 이후 기업가치가 하락하기 때문이다.

인수합병이 외부 지배구조로서 효과적으로 작동하는가는 두 가지 방법으로 분석할 수 있다. 첫 번째 방법은 인수합병이 공시될 때 인수기업과 피인수기업의 주가를 분석하는 것이다. 이 방법을 이용한 연구들은 피인수기업들의 주주들은 평균적으로 인수 제의가 있을 경우 주가 상승을 통해 이익을 얻는다는 것을 보여주고 있다. 미국 기업들을 대상으로 한 대표적인 연구들은 Jensen and Ruback(1983)과 Jarrell외(1988) 등이 있다. 한편 인수기업 주주들은 평균적으로 인수 제의가 있을 경우 이익을 보지 못하는 것으로 나타나고 있다.

경영권시장이 효과적으로 작동하는 것을 분석하는 두 번째 방법은 합병기업의 합병 후 성과를 분석하는 것이다. 인수합병으로 무능한 경영자와 관련된 문제들이 해결된다면 합병기업의 합병 후 경영성과는 합병 전 인수기업과 피인수기업의 성과의 합보다 더 커져야 한다. 그러나 대부분의 연구들은 합병 후 경영성과의 향상이 별로 없다는 것을 보여주고 있다. 특히 업종

이 다른 기업들 사이의 합병은 합병기업의 경영성과를 떨어뜨리는 것으로 나타나고 있다. 따라서 영국과 미국이 상대적으로 활성화된 경영권시장을 갖고 있다고 해서 이들 나라에서 비효율적 경영이 교정되는 정도가 크다고는 할 수 없을 것이다.

인수합병이 기업가치를 향상시키지 못하는 데는 몇 가지 이유들이 있다. 첫째, 인수자의 목적이 이익을 극대화하는 것이 아닐 수 있다. 경영자들은 가치 극대화보다 규모 극대화를 추구할 수 있고 규모를 극대화하는 빠른 방법들 가운데 하나는 다른 기업을 인수하는 것이다. 둘째, 인수합병은 단기적으로 기업의 생산성을 향상시킬 수 있지만 장기적으로는 이해관계자들의 기업특수적인 투자를 감소시켜 기업가치를 감소시킬 수 있다. 셋째, 활성화된 인수합병 시장은 단기기업주의를 유도하여 연구개발 등을 통한 장기적 생산성 향상을 저해할 수 있다. 인수합병에 의한 효율성 향상이 매우 적고 피인수기업의 주주들이 인수합병이 공시될 경우 30~40%의 수익을 얻는 것을 보면 인수합병은 경영자 규율보다는 경영전략의 변화, 지대추구 그리고 조세절감과 같은 목적을 위해 이루어지는 것으로 보인다.

그러나 인수합병이 기업의 성과를 향상시킨다는 증거가 없다는 사실이 경영권시장이 무능한 경영자를 규율하는 장치로 작동하지 않는다는 것을 시사하지는 않는다. 그린메일이나 독약계획(poison pill)과 같은 적대적 인수합병 방어장치들(anti-takeover devices)은 경영권시장이 활발하게 작동하는 것을 막는다. 방어장치들의 후생효과를 조사한 거의 모든 연구들은 방어장치가 주주가치를 감소시킨다는 것을 발견하였다. 대표적 연구로

Jarrell and Poulsen(1987)을 들 수 있다. 결국 인수합병에 관한 실증분석을 통해 인수합병이 무능한 경영진을 규율하는 장치가 될 수 있다는 가설이 지지되지 않지만 인수합병 방어장치의 채택에 관한 분석에서는 인수합병이 무능한 경영진을 규율하는 장치가 될 수 있다는 가설이 성립하고 있다.



기존연구에서의 지배구조 평가

1. 다양한 평가모형

기업지배구조의 좋고 나쁨을 평가하려는 모형이 그간 다양하게 개발되고 운용되어 왔다. 기업지배구조 평가모형은 국가 차원, 기업 차원, 국가와 기업 차원으로 나누어질 수 있다. 먼저 국가별로 지배구조 관행이 잘 지켜지고 있는지, 투자자 보호가 잘 되고 있는지 등을 국제비교의 관점에서 분석하려는 시도가 다수 이루어졌다.

반면에 각국의 개별기업에 있어서 지배구조 관행이 얼마나 잘 정비되어 있고 기관투자가, 증권분석가, 펀드매니저 등으로부터 높은 평가를 받는지 기업별로 조사하는 연구도 상당수 존재한다. 또한 국가와 기업을 모두 포함하여 기업별 점수를 산출하고 이를 종합하거나 국가 차원의 거시변수를 따로 평가하여 국가별 순위를 정하는 방식도 종종 관찰되고 있다.

기업지배구조의 다양한 평가모형 중에서 크레디리요네증권(Credit Lyonnais Securities Asia : 이하 CLSA)의 신흥시장 분석자료가 광범위하게 활용되고 있다. CLSA는 2000년부터

네 차례 지배구조 평가에 관한 분석결과를 발표하였는데¹⁾ 여기에 포함된 각 연도의 기업별 평가점수가 여타 실증연구의 분석모형에 기초자료로 사용되고 있는 것이다.²⁾

CLSA 평가모형은 국가와 기업 차원을 모두 다루고 있다. 분석대상이 되는 국가나 기업은 조금씩 바뀌지만 평가항목이나 산출방식은 매년 동일하게 적용되고 있다. 2002년도 보고서에 의하면³⁾ CLSA는 아시아, 남미, 동구의 신흥시장 20개국 475개 기업을 대상으로 평가모형을 적용하여 기업별, 국가별로 기업 지배구조의 관행과 여건을 점수화하였다.

CLSA 평가모형에 있어서 평가항목은 두 가지로 나누어진 다. 먼저 기업별 평가는 규율, 투명성 등 7개의 부문에 걸쳐 57개 항목의 질문으로 조사대상 기업들이 얼마나 기업지배구조 관행을 잘 지키고 있는지 평가한다. 각 질문은 증권분석가들의 주관을 배제하기 위하여 예, 아니오로 선택하도록 한다. 다음 표Ⅲ-1은 평가항목 7개 부문과 그 비중을 나타내고 있다. CLSA의 평가항목은 부록(Ⅰ)에 상세히 소개되어 있다.

부문별로 각 질문의 예, 아니오 정도에 따라 부문별 점수를 합산하는데 그 점수는 퍼센트로 표시된다. 또 부문별 점수를

1) 각 연도 보고서의 제목은 다음과 같음.

·2000년 10월, The Tide is Out : Who's Swimming Naked?

·2001년 4월, Saints and Sinners : Who's got Religion?

·2002년 2월, Make Me Holy... But Not Yet!

·2003년 5월, Fakin' it : Board Games in Asia

2) 대표적인 예로 Durnev and Kim(2002), Klapper and Love(2002) 등을 들 수 있음.

3) CLSA 보고서와 기초자료는 일반공개를 하지 않는 것을 원칙으로 하는데 일부 연구에서 CLSA 평가모형의 기초자료를 활용하는 경우도 있음. 본 연구에서는 2002년도 보고서만을 입수하였기에 이를 바탕으로 논의를 전개함.

표III-1 CLSA 평가항목의 부문별 구성

단위 : %	
부 문	비 중
· 규율 : 9개 질문	15
· 투명성 : 10개 질문	15
· 독립성 : 8개 질문	15
· 책임추궁가능성(accountability) : 8개 질문	15
· 책임성(responsibility) : 6개 질문	15
· 공정성 : 10개 질문	15
· 사회적 책임(social awareness) : 6개 질문	10

자료 : CLSA(2002).

위 표의 비중에 따라 가중합산하여 기업별 지배구조점수가 산출된다. 각 기업의 소속국가별로 기업별 점수를 합산하여 기업별 점수평균의 국가별 순위를 산정하기도 한다.

한편 국가별 평가는 기업별 평가와 달리 기업들이 지배구조를 개선하는 데 관련된 여건을 평가대상으로 한다. 표III-2에서 보는 바와 같은 거시변수들이 평가의 항목을 구성한다. 국가별 평가항목에 있어서 어떤 제도나 관행이 갖추어져 있는가(10%)보다 실제로 이것이 지켜지고 있는가(30%) 하는 실행의 측면이 강조된다.

이상과 같은 평가모형에 의해 한국의 국가별, 기업별 평가결과는 표III-3 과 같이 나타나고 있다. 즉 매년 기업별 평가의 순위가 점차 높아지고 있으나 거시변수로 측정된 국가별 순위는 거의 바뀌지 않고 있다. 기업들의 지배구조 관행은 개선되고 있으나 여건은 제자리 걸음을 하고 있다는 것이다. 특히 실행의 측면이 취약한 것으로 지적되고 있다.

54 기업지배구조 개혁의 성과에 관한 연구

표Ⅲ-2 CLSA 국가별 평가의 항목

단위 : %

항 목	비 중
· 투명하고 포괄적인 규칙과 규제	10
· 실행을 위한 규칙과 규제	30
· 정치적, 규제적 환경	20
· 국제회계원칙의 채택	20
· 제도적 장치	20

자료 : CLSA (2002).

표Ⅲ-3 CLSA 평가결과 한국의 위상

	기업별 평가			국가별 평가	
	점수	순위	최우수종목	점수	순위
2001년	49.1	8위	미상	3.8	미상
2002년	61.0	5위	삼성화재, 국민은행, 신한금융	4.7	5위
2003년	70.8	1위	KT, KT&G, 삼성전자	5.5	5위

자료 : 2001년과 2003년 신문보도, 관련자료 등으로부터 작성 ; CLSA (2002).

주 : 전체 조사대상 국가중 아시아 10개국만을 비교.

CLSA가 신흥시장 지배구조에 대한 국제적인 평가모형을 제공하고 있다면 한국기업지배구조개선지원센터(Corporate Governance Service : 이하 지원센터)는 국내기업을 대상으로 지배구조 실태에 관한 평가모형을 운용하고 있다. 상장기업의 지배구조 실태를 평가하여 지배구조 모범기업을 선정하는 작업이 2003년으로 3년째를 맞이하고 있다.

1차년도(2001)는 증권거래소 주관으로 지배구조 실태조사 및 모범기업⁴⁾ 선정이 이루어졌다. 동 업무가 2차년도부터 지원센

4) 2차년도까지 지배구조 우수기업, 모범기업으로 표현되었으나 3차년도부터 지배구조 우수기업, 최우수기업으로 용어가 바뀌었음.

표Ⅲ-4 기업지배구조 모범기업 선정현황

	모범기업	비고
1차년도(2001년 7월)	삼성전기, LG건설, 주택은행	증권거래소 주관
2차년도(2002년 6월)	삼성전기, KT, 대구은행	지원센터 이관
3차년도(2003년 7월)	상장 : 삼성전기, KT, 국민은행 코스닥 : KTF, LG텔레콤	코스닥 등 포함

자료 : 지원센터 보도자료 등으로부터 작성.

터로 이관이 되었고 1차년도와 2차년도는 상장법인만이 조사 및 선정대상이었으나 3차년도부터 코스닥, 등록법인 등을 포함하여 대상이 확대되었다. 각 연도별 지배구조 모범기업 선정현황은 다음 표와 같다.

국내기업을 대상으로 한 지원센터의 지배구조 실태조사 및 모범기업 선정기준은 나름대로 중요한 의미를 갖는다. 기업지배구조의 좋고 나쁨이 시장에서 자율적으로 평가되어야지 정부의 영향력하에 있는 기관에 의해 인위적으로 평가되는 것은 바람직하지 않다든가 특정 지배구조 관련제도를 채택하였다는 것이 좋은 지배구조의 조건이 될 수 있는가 등 부정적인 견해도 있다.

그러나 개별제도의 채택여부 내지 운용상황을 종합적으로 고려하여 전체적인 지배구조 현황을 조사함으로써 법령이나 규제에 의해 강제되어 있는 것 이외에 기업들이 어떠한 것들을 하고 있는지 파악할 수 있다. 이러한 정보는 외부에서 알 수 없는 것들이기 때문에 해당기업의 투자자는 물론 많은 이해관계자들에게 유용성을 줄 수 있다.

지원센터의 평가모형은 지배구조 및 투명성에 관련된 다양한 항목에 대한 수많은 질문으로 구성되어 있다. 각각의 질문은 예, 아니오의 이분법이 아니라 질문별로 할당된 점수에 따라 그 정도를 결정하도록 되어 있다. 시기별로 평가항목과 비중이 다소 변화가 있기는 하지만 대략 표Ⅲ-5 와 같이 부문이 나누어져 있다.

이 표에서 보는 바와 같이 지원센터 평가모형은 1차와 2차 평가기준으로 분류된다. 1차 평가기준은 양적 기준을 다루는 것으로 선택식으로 구성되어 있다. 2차 평가기준은 질적 기준을 다루는 것으로 기술식으로 구성되어 있다. 1차 평가기준에 의한 총점은 300점이고 2차 평가기준에 의한 총점은 60점이며 둘을 합쳐 합계 360점으로 되어 있다.

평가기준의 상세는 부록(Ⅱ)에 제시하기로 한다. 선정된 우

표Ⅲ-5 지원센터 평가모형의 부문과 점수

	부 문	점수	비고
1차 평가기준	· 주주의 권리보호(25개 질문)	90점	양적 기준 (선택식)
	· 이사회	100점	
	- 이사회 구성과 사외이사(11개 질문)	40점	
	- 이사회 운영, 평가 및 보상(19개 질문)	60점	
	· 경영투명성(18개 질문)	50점	
	· 감사기구(9개 질문)	30점	
2차 평가기준	· 경영의 과실배분(4개 질문)	30점	질적 기준 (기술식)
	· 주주의 권리보호(6개 질문)	20점	
	· 이사회(10개 질문)	24점	
	· 경영투명성(2개 질문)	6점	
	· 감사기구(5개 질문)	10점	

자료 : 지원센터, “지배구조 우수기업 등 선정기준”, 2003. 2.

수기업, 모범기업의 명단 이외에 평가모형에 의한 기업별 평가 점수는 공표되지 않지만 증권거래소와 지원센터는 1차년도와 3차년도 지배구조 실태조사의 분석자료를 발표하였다. 이는 한국기업 지배구조의 현황을 개략적으로 살펴보는 데 많은 도움이 되고 있다.

이상에서 살펴본 CLSA, 지원센터의 평가모형 이외에도 ISS (Institutional Shareholder Service), GMI(Governance Metrics International) 등 전문기관이나 경제전문지 The Asset, Business Week 등이 자체적인 평가모형에 따라 조사결과를 정기적으로 혹은 수시로 발표하고 있다. 최근에는 신용평가기관이나 컨설팅회사들이 지배구조 평가를 수익사업의 하나로 운영하는 사례가 증가하고 있다.⁵⁾

2. 국가내 기업별 편차

기업별로 지배구조 관행의 품질을 평가하는 데 있어서 소속 국가의 지배구조 여건이 중요한 역할을 하는 것은 사실이지만 국가 차원의 여건이 취약하다고 해서 모든 기업들이 나쁜 지배구조 관행을 갖는 것은 아니다. 거꾸로 말하면 지배구조 여건이 좋다고 해서 기업들의 지배구조 관행이 모두 좋은 것은 아니라는 것이다.

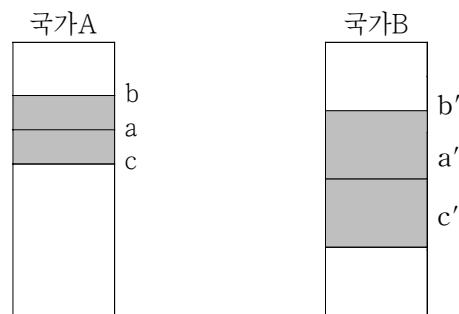
5) S&P, GMI, McKinsey 등 세계 주요 기관의 기업지배구조 평가에 관해서는 정광선, "지배구조 평가 동향", 한국기업지배구조개선지원센터(2003, mimeo)를 참조할 수 있음.

이는 국가내 기업별 편차(within-country variation)의 문제로서 최근의 기업지배구조 연구에서 심도있게 다루어지고 있다(Durnev and Kim(2002), CLSA(2002), Black외(2003) 등). 이들 연구에서는 실제 데이터를 가지고 측정된 결과 많은 국가에 있어서 대체로 큰 폭의 국가내 기업별 편차가 존재한다는 것이 밝혀졌다.

Durnev and Kim(2002)에서는 CLSA의 지배구조 자료, S&P의 투명성 자료 등을 사용하여 조사대상 데이터베이스의 국가내 기업별 편차가 크다는 것을 발견하였다. 더욱 중요한 것은 투자자보호에 관한 법적 환경이 취약한 국가일수록 그 편차가 커진다는 점이다. 이는 다음의 그림Ⅲ-1 과 같이 설명할 수 있을 것이다.

국가A는 투자자보호에 관한 제도가 잘 발달되어 있는 경우로서 법적 환경의 수준(a)이 매우 높다. 국가A의 국가내 기업

그림Ⅲ-1 국가내 기업별 편차의 예시



주 : a는 법적 환경이 발달한 정도, b와 c는 기업별 편차의 상한과 하한.

별 편차는 $b \sim c$ 의 범위로 표시될 수 있다. 반면에 국가B는 투자자보호에 관련된 제도가 덜 발달되어 있는 경우로서 법적 환경의 수준 a' 가 a 보다 낮다. 이때 국가B의 국가내 기업별 편차는 $b' \sim c'$ 의 범위로 분포되어 있는데 이는 $b \sim c$ 의 범위에 비해 훨씬 크다. 표Ⅲ-6은 편차의 정도를 보여주고 있다.

법적 요건이 a 로 정해진 국가에 있어서 기업별로 지배구조 관행이 차이가 있을 수 있지만 강제적인 요건에서 크게 벗어날 수 없기 때문에 기업별 편차가 크지 않다. 그러나 낮은 수준의 법적 요건이 요구되는 국가의 경우 법으로 요구되지 않음에도 불구하고 좋은 지배구조 관행을 갖춘 기업도 있는가 하면 법적 요건을 하회하는 기업도 다수 존재함으로써 기업별 편차가 크게 나타난다.

그렇다면 법적 환경이 취약한 국가에서 법적으로 요구되지 않음에도 불구하고 왜 어떤 기업들은 좋은 지배구조 관행을 유지하려고 하는 것일까? 상기 연구에서는 몇 가지 기업속성을 추출하여 그 관계를 밝히고 있다. 즉 유망한 투자기회가 있는 기업, 외부에서 자금을 조달할 필요성이 있는 기업, 소유구조가 집중화되어 있는 기업은 법적 환경이 취약한 경우에도 좋은 지배구조 관행을 채택한다는 것이다.

한편 법적 환경이 취약한 나라에서 좋은 지배구조를 갖는 기업의 가치는 더 높게 평가되는 경향이 있다. 전반적으로 지배구조 점수와 주가가 정의 상관관계를 갖고 있지만 법적 환경이 취약한 국가 내에서 좋은 지배구조를 갖는 기업은 그 희소성으로 인하여 주가에 더 큰 영향을 받는다는 것이다. 이는

60 기업지배구조 개혁의 성과에 관한 연구

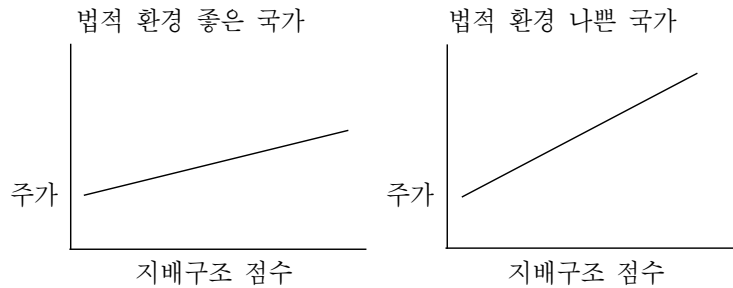
표III-6

편차의 정도

국 가	법적 환경	지배구조 점수			투명성 순위		
		평균	표준 편차	기업수	평균	표준 편차	기업수
아르헨티나	33.32	60.00	-	1	23.44	8.37	9
호 주	40.00	-	-	-	56.69	7.19	26
브라질	9.99	53.76	7.97	30	27.30	10.46	30
칠 레	41.65	57.02	5.38	16	29.44	10.48	18
중 국	8.13	43.56	11.24	25	41.88	10.14	16
콜롬비아	7.92	47.87	-	1	-	-	-
체 크	16.66	51.42	-	1	-	-	-
그리스	10.14	52.11	5.15	2	-	-	-
홍 콩	41.65	56.28	11.37	38	41.76	4.02	42
헝가리	25.83	49.49	8.33	2	-	-	-
인 도	33.35	47.58	10.03	79	33.66	9.58	41
인도네시아	6.66	33.56	11.00	18	32.73	6.36	11
일 본	36.96	-	-	-	44.30	7.87	150
한 국	13.34	38.57	6.35	24	39.49	10.25	47
말레이시아	21.12	50.65	13.65	47	39.54	6.73	50
멕시코	3.33	55.68	7.30	8	22.81	8.37	16
뉴질랜드	40.00	-	-	-	51.00	-	1
파키스탄	25.00	27.83	12.71	11	31.56	6.71	9
페 루	15.00	68.84	-	1	19.00	3.56	7
필리핀	17.70	36.03	12.16	20	23.44	5.73	9
폴란드	21.45	34.53	0.81	2	-	-	-
러시아	25.00	13.77	-	1	-	-	-
싱가포르	40.00	59.05	8.45	43	51.27	8.33	26
남아공	17.70	61.01	7.96	40	-	-	-
대 만	20.01	47.16	8.85	47	18.33	6.23	39
태 국	16.66	48.58	12.31	20	42.08	11.54	26
터 키	12.08	36.23	9.87	17	-	-	-
평균/전체	22.25	47.11		494	35.25		573

자료 : Durnev and Kim(2002)으로부터 일부 수정.

그림III-2 지배구조 점수와 주가와의 관계



그림III-2 와 같이 나타낼 수 있다.

Durnev and Kim(2002)에서는 이를 실증적으로 분석하였다. 조사대상 데이터베이스에 있어서 지배구조 점수의 표준편차가 1 증가할 때 기업의 주가는 전체 평균 9.0% 증가하고 있다. 법적 환경이 취약한 국가로서 멕시코의 경우 지배구조 점수의 표준편차가 1 증가할 때 기업의 주가는 12.6% 증가하였는데 반해 상대적으로 법적 환경이 정비되어 있는 홍콩의 경우 지배구조 점수 표준편차 1 증가로 기업의 주가는 5.6% 증가하는 데 그쳤다.

CLSA의 지배구조 평가모형에 의해서도 국가내 기업별 편차가 확인되고 있다. CLSA(2002) 분석결과에 따르면 조사대상 기업(20개국 475개 기업)들의 지배구조 점수 평균이 매년 향상되고 있는 가운데 기업별 점수의 커다란 편차가 발견되고 있다. 전체 평균이 2001년 55.9%에서 2002년 57.9%로 높아졌는데 하위 10.4%에서 상위 91.4%까지 81% 포인트의 범위로 분포되어 있다(표III-7 참조).

표Ⅲ-7 CLSA 기업별 편차

국 가	국가별 평가	기업별 평가	
		점수(%)	범위(%포인트)
싱가포르	7.4	65.4	58.3
홍콩	7.2	64.4	47.7
인도	5.9	62.2	46.3
대만	5.8	59.2	48.2
한국	4.7	62.0	39.4
말레이시아	4.7	64.1	59.2
중국	4.4	50.8	24.8
태국	3.8	60.0	42.9
필리핀	3.6	44.0	38.1
인도네시아	2.9	38.2	41.9
동구	3.8	52.6	75.9
남미	5.3	58.0	54.6
평균/전체	5.0	57.9	80.9

자료 : CLSA(2002)로부터 작성.

CLSA 평가모형에 있어서 거시적인 지배구조 여건을 나타내는 국가별 점수와 개별적인 지배구조 관행을 나타내는 기업별 점수의 분포간에 유의한 상관관계는 찾아볼 수 없다. 다만 한 가지 확실한 것은 국가 차원의 지배구조 여건이 나쁘다고 하여 반드시 개별기업의 지배구조 관행이 낮게 평가되고 있지는 않다는 점이다.

앞의 표Ⅲ-3 에서 살펴본 바와 같이 우리나라의 경우 국가별 평가는 2002년에서 2003년 아시아 10개국중 5위로 변화가 없지만 같은 기간 기업별 평가는 5위에서 1위로 발돋움하였

다. 특히 KT는 지배구조 관행의 평가점수가 92.9점으로 전체 조사기업중 최고를 차지하였다. 이는 두 가지 의미로 해석될 수 있다.

첫째, 우리나라의 국가별 점수가 낮게 평가되고 있지만 그러한 여건하에서도 좋은 지배구조 관행을 유지하려는 기업이 많이 있다는 점이다. 둘째, 기업들의 지배구조 관행이 스스로의 필요에 의해 좋은 방향으로 개선되고 있음에도 불구하고 국가 차원의 여건 정비는 이를 쫓아가지 못하고 있다는 점이다. 특히 실행의 측면이 미흡한 것으로 지적되고 있다.

Black외(2003)에서도 국가내 기업별 편차가 중요한 이슈로 다루어지고 있다. 국가 전체적으로 잘 정비된 지배구조 규칙을 갖고 있는 것과 개별기업이 좋은 지배구조 관행을 유지하는 것은 별도의 문제라는 것이다. 개별기업들은 국가 차원의 규칙이나 법규를 바꿀 수 없지만 스스로 좋은 관행을 채택함으로써 시장평가를 향상시키려는 유인을 갖고 있다.

국가 차원의 편차(country-level variation)가 개별기업의 시장가치에 영향을 미치기도 하지만 기업가치와 보다 밀접한 연관을 갖는 것은 기업 차원의 편차(within-country, across-firm variation)이다. 지배구조 관행의 점수가 기업가치나 성과에 영향을 미치는 정도는 선진국에서 매우 미약하지만 개도국의 경우 상당히 크다. 그 이유는 바로 기업별 편차가 크기 때문이다.

3. 지배구조 지수를 이용한 종합평가

(1) Gompers, Ishii and Metrick(2001)의 연구

Gompers외(2001)의 연구는 각 개별제도의 효과를 종합적으로 파악하기 위해 지배구조 점수를 산출한 최초의 시도로 보인다. 기본적인 문제의식은 경영자권한과 주주권리 사이에 어떻게 힘의 균형이 이루어지고 있는가에 있는데 이를 규명하기 위해 반 M&A 장치(anti-takeover devices)에 초점을 맞추었다.

즉 외부의 M&A 위협으로부터 경영권을 보호하기 위해 마련된 각종 지배구조상의 장치들이 기업가치 또는 주주이익에 도움이 되는가, 되지 않는가를 알아보려는 것이다. 반 M&A 장치로 작용할 만한 지배구조상의 개별제도 24개를 통합하여 지배구조 지수(Governance Index)를 개발하였다는 데 본 연구의 특징이 있다.

24개의 개별제도는 집중투표제(cumulative voting), 황금낙하산(golden parachute), 독약조항(poison pill) 등으로서 각 개별제도의 채택여부로 인하여 외부의 적대적 M&A가 제약되고 주주권리가 침해될 가능성이 있는 경우 1점을 부과하는 방식으로 24개 제도의 종합지수를 계산하였다. 따라서 지배구조 지수는 주주와 경영자간 권한의 균형을 보여주는 대용물(proxy)이 될 수 있다.

Gompers외의 연구에서 산출된 지배구조 지수는 M&A 위협을 제약할 가능성이 있으면, 즉 결과적으로 주주권리를 침해할

가능성이 있으면 1, 그렇지 않으면 0으로 부과된 점수의 합이기 때문에 종합지수가 높을수록 경영자권한이 강하고 주주권리가 약하다는 것을 나타낸다. 기업별로 산출된 종합지수를 재분류하여 경영자포트폴리오와 주주포트폴리오로 나눈 것도 이런 이유에서이다.

기업별로 지배구조 개별제도의 채택여부는 IRRC(Investor Responsibility Research Center)의 데이터를 주로 활용하였다. 여기에는 1990년 이후 약 1,500개 기업의 지배구조 제도들이 망라되어 있다. 지배구조 지수를 산출함에 있어서 각 제도의 채택여부만 고려하였고 그 정도는 무시하였다. 각 제도의 채택여부는 군집화(cluster)하는 경향을 보였다. 즉 기업특성별로 어떤 제도의 채택여부에 유사성이 있다는 것이다.

지배구조 지수는 약 1,500개 기업에 대해 1990년부터 1999년까지 계산되었다. 기업별 지배구조 지수는 0점부터 24점까지의 분포로 나타나는데 지수가 높은 기업군을 경영자포트폴리오로, 지수가 낮은 기업군을 주주포트폴리오로 구분하고 중간 정도의 지수를 갖는 기업군은 분석대상에서 제외하였다. 지배구조 지수의 분포는 다음 표Ⅲ-8 과 같다.

이렇게 계산된 지배구조 지수가 주가수익, 기업가치, 대리인 비용 등의 성과변수와 어떠한 관계를 가지는지 분석하였다. 먼저 주가의 경우 1990~1999년 사이에 주주포트폴리오가 경영자포트폴리오에 비해 매년 8.5% 주가의 초과수익을 낸 것으로 밝혀졌다. 주주권리를 보호하는 지배구조 제도를 갖추고 있는 기업의 주가가 더 높다는 것이다.

표Ⅲ-8 지배구조 지수별 기업수

	1990	1993	1995	1998
G≤5(주주포트폴리오)	158	139	120	215
G=6	119	88	108	169
G=7	158	140	127	186
G=8	165	139	152	201
G=9	160	183	183	197
G=10	175	170	178	221
G=11	149	168	166	194
G=12	104	123	142	136
G=13	84	100	110	106
G≥14(경영자포트폴리오)	85	93	87	83
합계	1357	1343	1373	1708

자료 : Gompers의(2001).

Tobin Q를 이용하여 지배구조 지수와 기업가치간의 관계를 분석한 결과 1990년 지배구조 지수가 1 포인트 증가함에 따라 Tobin Q는 2.4% 포인트 낮아지는 것으로 나타났다. 1999년의 경우 지배구조 지수가 1 포인트 증가할 때 Tobin Q는 8.9% 포인트 낮아지는 것으로 분석되었다. 이 역시 주주권리 보호가 진전된 기업일수록 기업가치가 높게 나타난다는 것을 말해주고 있다.

반 M&A 장치로 작용하는 지배구조 제도들이 대리인비용에 어떠한 영향을 미치는지에 대해서도 분석하였다. 분석결과 지배구조 지수가 높을수록 이익이 적고 매출액성장률이 낮으며 자본지출이 늘어나고 인수합병의 건수가 많은 것으로 나타났다. 주주권리 보호에 소홀한 기업은 경영자의 대리인비용이 증가하여 실적도 낮아지게 된다는 것이다.

종합해서 보건대 Gompers외의 연구에서는 지배구조와 기업성과간에 밀접한 연관이 있는 것으로 밝혀졌다. 물론 각종 성과변수와 관계가 상관성에 불과하고 인과성을 입증하기는 어렵지만 각 개별제도가 아닌 개별제도를 종합한 지배구조 지수에 의해 성과에 미치는 영향을 분석했다는 점에서 큰 의미를 갖는다고 할 수 있다.

물론 Gompers외의 연구를 일반적으로 지배구조와 기업성과간의 관계에 적용하는 데는 무리가 있다. 첫째, 지배구조 지수를 산출함에 있어서 대부분의 지배구조 제도들을 포괄하지 않고 반 M&A 장치에 관련된 것들만 대상으로 한 점, 둘째, 반 M&A 장치가 기업가치에 미치는 영향은 양면성이 있음에도 불구하고 주주권리 보호에 역행한다고 전제한 점이 이에 해당한다.

(2) Black, Jang and Kim(2003)의 연구

Black외(2003)의 연구는 상기 Gompers외(2001)와 마찬가지로 각 개별제도가 아니라 다양한 지배구조 관행의 종합점수를 이용한 모형에 입각하여 한국기업의 지배구조와 경영성과간의 관계에 대해 분석을 하였다. 여기서의 문제의식은 단순하고도 명료한 것으로서 지배구조 개선이 경영성과 향상에 도움이 되는가를 밝히고자 하는 것이다.

Black외의 연구에서는 증권거래소가 시행한 2001년 상장법인 지배구조 개선실태 조사자료를 이용하였다. 개선실태를 조

사하여 모범기업을 선정하는 목적으로 시행된 실태조사에서는⁶⁾ 상장법인 560사에 설문지를 송부하여 540사로부터 회답을 얻었고 Black외의 연구는 이중 535사를 분석대상으로 하였다.

실태조사의 설문지는 총 123개의 문항으로 구성되어 있는데 Black외의 연구는 이중 경영자의 비전이나 계획 등 주관적인 요소를 배제하고 지배구조에 직접적으로 연관이 있는 38개의 항목으로부터 지배구조 지수를 계산하였다. 38개의 항목은 다시 6개의 부문으로 나뉘어 있고 6개의 하위지수의 합에 의해 지배구조 지수(Corporate Governance Index)가 계산되었다.

- A : 주주권리(5항목)
- B : 이사회 전반(6항목)
- C : 사외이사제도(13항목)
- D : 감사위원회 및 내부감사제도(11항목)
- E : 투자자 공시(3항목)
- P : 소유 일치도=1-불일치도(소유와 통제의 괴리를 나타내는 1항목)
- CGI=A+(B+C)/2+D+E+P

각 항목은 0과 1 사이의 점수가 부여되고 이를 6개의 하위지수별로 합산하여 각 하위지수를 0과 20점 사이의 점수로 환산한다. 6개의 하위지수를 통합한 지배구조 지수는 위의 산식에

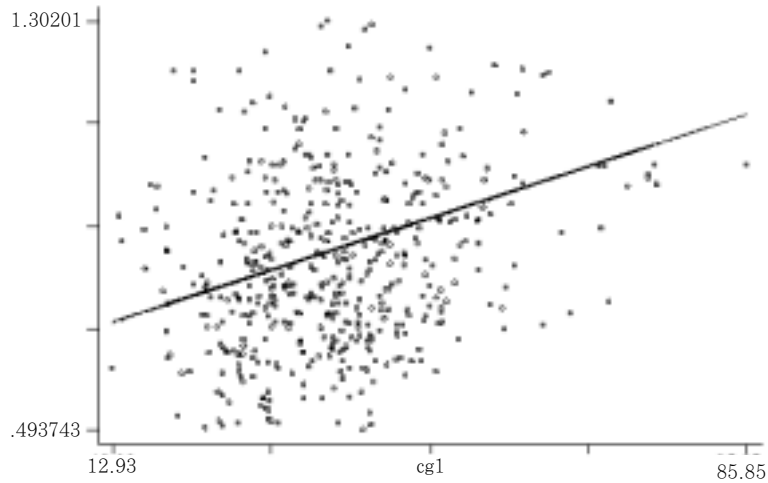
6) 그전에도 실태조사가 있었지만 체계적인 조사라고 보기 어려움. 증권거래소 및 지원센터실태조사의 분석결과는 보도자료로 정리되어 있음(증권거래소 보도자료, 2001. 12. 7; 상장법인 지배구조 개선실태 조사결과, 지원센터 보도자료, 2003. 10. 16; 2003년도 기업지배구조 평가결과 분석).

따라 0과 100점 사이의 점수로 산출된다. 2001년 한국기업의 지배구조 지수는 평균 38.35점이고 평균을 하회하는 기업수가 많고 일부 기업들은 매우 높은 점수를 갖는 분포로 나타났다.

지배구조 지수가 기업의 성과에 어떠한 영향을 미치는지 알아보기 위해 Tobin Q, 장부가격 대비 시장가격 비율, 매출액 대비 시장가격 비율의 세가지 성과변수가 채택되었다. 분석결과 각각의 성과변수와 지배구조 지수간에 통계적으로 매우 유의한 상관관계가 있음이 밝혀졌다. 예를 들어 Tobin Q와 지배구조 지수간의 산포도는 다음 그림III-3 과 같다.

지배구조 지수가 10 포인트 높아지면 Tobin Q는 5.5% 증가하고 장부가격 대비 시장가격 비율은 14% 증가한다. 지배구조

그림III-3 지배구조 지수와 Tobin Q



자료 : Black외(2003).

지수의 최저치와 최고치를 비교하면 Tobin Q 44%, 장부가격 대비 시장가격 비율 105%의 차이가 있는 것으로 나타났다. 성과변수에 영향을 미칠 수 있는 다양한 요소들이 통제변수로 사용되었다.

지배구조 지수가 성과변수와 밀접한 연관을 갖는 데 그치지 않고 6개의 모든 하위지수에 있어서 성과와 유의한 상관관계가 발견되었다. 지배구조의 하위지수가 10포인트 높아지면 16.7%~4.2%의 범위 내에서 Tobin Q가 증대하는 것으로 나타났다. 지배구조 지수를 구성하는 하위지수별 비중을 달리해도 지배구조 지수에 별다른 영향을 미치지 않는다고 할 수 있다.

이렇게 지배구조 지수와 기업의 성과변수간에 밀접한 연관이 있다고 할 때 이를 어떻게 해석할 것인가? 몇 가지 가능성을 생각할 수 있다.

첫째, 그야말로 지배구조가 잘 정비된 기업일수록 경영성과가 높다는 것이다. 둘째, 외부에서 경영성과가 좋은 기업으로 평가받기 위해 일부러 좋은 지배구조 관행을 채택한다는 것이다. 이는 이른바 신호효과(signaling effect)에 해당한다. 셋째, 첫번째 해석과 반대의 방향에서 경영성과가 좋은 기업이 좋은 지배구조 관행을 채택한다는 것이다. 이는 역의 인과성(reverse causality)에 해당한다. 우리나라의 경우 자산 2조원 이상의 기업에 대해서만 적용되는 지배구조 규정이 다수 있다. 이러한 외생적 요소의 효과를 통제하기 위해 매개변수 방식으로 2SLS와 3SLS의 추정방법을 통해 분석을 하였다.

내생성(endogeneity)이 통제된 분석의 결과 지배구조 지수가

10포인트 증가하면 Tobin Q는 18% 높아지고 장부가격 대비 시장가격 비율은 43% 높아지는 것으로 나타났다. 지배구조 지수의 최저치와 최고치를 비교하면 Tobin Q 130%, 장부가격 대비 시장가격 비율 311%의 차이가 있는 것으로 나타났다. 통상적인 OLS 분석결과에 비해 그 효과가 훨씬 크게 작용한다는 것이다.

이러한 매개변수 방식의 분석결과는 지배구조와 기업가치간에 상당한 인과성이 존재한다는 것으로 해석할 수 있다. 그렇다면 앞에서 제기한 두 가지 해석, 즉 신호효과와 역의 인과성은 별로 가능성이 없는 것으로 판단할 수 있다. 결국 좋은 지배구조가 높은 경영성과의 원인이라는 결론을 도출할 수 있다는 것이다.

이상의 발견을 바탕으로 Black외의 연구는 두 가지 정책적 시사점을 제시하고 있다. 첫째, 그간 추진된 지배구조 개혁이 정당성을 갖는다는 점이다. 지배구조 개혁으로 성과가 높아지는 것이 확인되었기 때문이다. 둘째, 사외이사 50% 이상, 감사위원회 의무화 등 강제규정이 효과를 거두었다는 점이다. 지배구조의 강제규정들이 성과향상에 기여하는 것으로 분석되었기 때문이다.

(3) Durnev and Kim(2002)의 연구

Durnev외(2002)의 연구에서도 앞의 두 가지 연구와 마찬가지로 지배구조 지수를 이용하였다. 문제의식은 두 가지로 나누

어진다. 첫째, 지배구조에 관한 법적 환경이 제대로 갖추어져 있지 않은 국가에서도 스스로 좋은 지배구조 관행을 유지하는 기업이 있는데 어떤 기업들이 이에 해당하는가, 둘째, 지배구조 지수가 높은 기업의 경우 주식시장에서 더 높은 평가를 받는가이다.

Durnev외의 연구는 CLSA(2001)의 지배구조 보고서 작성을 위해 조사된 기업별 자료를 사용하였다(24개 국가, 494개 기업). CLSA의 지배구조 점수는 57개 항목의 질문에 의해 산출되었고 0~100점의 분포를 갖는다. 각 질문항목은 6개의 부문으로 나누어지는데 6개 부문의 점수를 합산하여 종합 지배구조 지수를 도출하였다.

- 규율
- 투명성
- 독립성
- 책임추궁가능성(accountability)
- 책임성(responsibility)
- 소수주주 보호

CLSA로부터의 지배구조 지수와 함께 S&P의 투명성 점수가 사용되었다. 2000년 기준으로 16개 신흥시장과 3개 선진국의 573개 기업의 공시제도를 조사하여 3개 부문에 걸친 91개 공시항목을 합산함으로써 투명성 점수를 산출하였다. 3개 부문의 점수를 합친 전체 투명성 점수는 0~91점의 분포를 갖고 있다.

- 소유구조 및 투자자 관계(22개 항목)
- 회계 및 재무정책(34개 항목)
- 이사회 및 경영진 구성(35개 항목)

CLSA의 지배구조 지수와 S&P의 투명성 점수를 종속변수로 하고 기업의 투자기회, 외부자금조달, 소유구조 등 기업특성을 독립변수로 하여 회귀분석을 하였다. 그 결과 기업의 투자기회가 많을수록, 외부자금조달의 수요가 많을수록, 보다 집중된 소유구조하에서 지배구조 지수와 투명성 점수가 높은 것으로 나타났다.

Durnev외의 연구는 이 결과를 다음과 같은 평이한 말로 표현하고 있다. 잃어버릴 귀중품이 있는 경우 나쁜 짓을 하지 않는다(투자기회). 스스로의 물건을 훔치지 않는다(소유집중). 자신이 마실 우물에 침을 뱉지 않는다(외부자금조달). 유망한 투자기회가 있고 외부에서 자금조달할 필요가 있으며 확실한 통제력을 갖는 지배주주가 있는 기업은 좋은 지배구조 관행을 유지하고 투명하게 정보를 공시한다는 것이다.

또한 지배구조 지수와 투명성 지수를 Tobin Q의 성과변수와 회귀분석해 본 결과 지배구조 지수와 투명성 점수가 높은 기업이 Tobin Q가 높은 것으로 나타났다. 이는 좋은 지배구조 관행을 유지하고 정보공시를 많이 하는 기업이 시장에서 더 높게 평가되는 경향이 있음을 말한다. 이러한 경향은 지배구조의 법적 환경이 취약한 나라에서 더욱 뚜렷하게 나타나고 있다.

이상의 연구결과에 근거하여 국가차원의 경제정책에 대한 시사점을 도출하였다. 성장촉진정책과 분배중시정책의 선택이나 우선순위가 중요한 이슈로 대두되고 있는데 성장촉진정책은 유망한 투자기회를 창출하고 기업의 외부자금조달 수요를 자극한다. 이를 통해 지배주주에게 기업의 지배구조 관행을 개선하려는 유인을 제공하게 된다.

성장촉진정책이 기업지배구조의 자발적 개선을 도모하는 데 도움이 되는 반면 분배중시정책은 반대로 지배구조의 개선유인을 손상시킨다. 왜냐하면 분배중시정책은 세금부담을 증대시키고 이로 인해 재산권이 약화되고 지배주주의 통제력 유인이 저하하게 되기 때문이다. 분배중시정책은 대리인 갈등을 증폭시키고 투자자보호가 취약해지는 결과를 초래하게 된다는 것이다.

(4) 大村敬一·増子信(2001)의 연구

지배구조의 개별제도를 통합적으로 지수화하여 개선의 정도를 평가하거나 성과에 미치는 영향을 분석하려는 연구가 일본에서도 시도되었다. 大村敬一외(2001)의 연구가 바로 여기에 해당되는데 일본기업의 자금조달 및 지배구조에 관한 광범위한 설문조사를 바탕으로 지배구조와 경영성과간의 관계를 분석하였다.

설문조사는 상장 및 등록기업 2,486사에 설문지를 보내 1,219사로부터 회답(49.03%)을 받았다. 설문항목은 자금조달 방법,

시장환경, 수익지표, 신용등급, 이해관계자, 상호주식보유, M&A, 이사회 및 감사회, 스톡옵션 등 매우 다양한데 일본기업의 전반적인 재무시스템에 대한 분석은 생략하고 경영성과와의 관계에 대한 분석에 초점을 맞추어 주요 내용을 소개하기로 한다.

먼저 연구가설은 두 가지이다. 첫째, 기업지배구조에 긍정적인 인식을 갖고 있는 기업 또는 적극적으로 제도를 도입한 기업일수록 경영성과가 높다는 것이다. 둘째, 종전의 관계지향적인 성격이 아닌 시장지향적인 성격의 재무시스템을 운용하는 기업 또는 그러한 제도를 적극적으로 채택한 기업일수록 경영성과가 높다는 것이다.

이러한 연구가설을 검증하기 위해 설문조사로부터 재무행태에 관한 항목들의 합으로 재무행태 점수(CF로 표기)를 산출하였다. 마찬가지로 지배구조에 관한 항목들의 합으로 지배구조 점수(CG로 표기)를 산출하였다. 재무행태 점수는 14개의 설문항목으로 구성되어 있고 지배구조 점수는 28개의 설문항목으로 구성되어 있다.

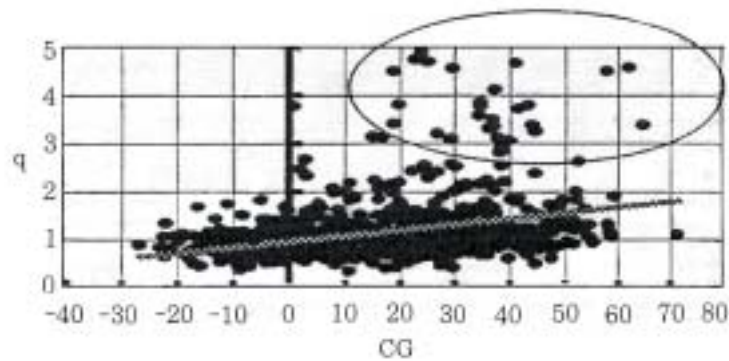
지배구조에 관한 설문항목은 다시 두 가지로 나누어진다. 첫째, 다양한 이해당사자간의 관계나 권한에 관한 것으로서 이들 항목을 합산하여 이해당사자 점수(SH로 표기)가 산출된다. 둘째, 기업시스템의 운용에 관한 것으로서 이들 항목을 합산하여 기업시스템 점수(CS)가 산출된다. 지배구조 점수는 이해당사자 점수와 기업시스템 점수의 합계라고 할 수 있다.

$$CG=SH+CS$$

여기서 CS는 다시 두 가지로 나누어진다. 기업시스템의 운용에 있어서 특정한 제도를 도입했는가의 여부를 채용도로 나타낸다. 그 제도를 실제로 얼마나 적극적으로 운용하는가의 정도를 적극성으로 나타낸다. 기업시스템 점수는 제도의 채택여부인 채용도와 운용의 정도를 의미하는 적극성의 합으로 산출되었다.

분석결과 지배구조 점수와 경영성과간에 유의한 상관관계가 있는 것으로 밝혀졌다. 이때 회귀분석의 종속변수인 경영성과는 해당기업 주식의 시가총액과 부채액을 합하여 자본스톡으로 나눈 Tobin Q의 간편식으로 측정하였다. 그림Ⅲ-4 는 지배구조 점수(CG)와 경영성과(Q)간의 관계를 도시한 것이다.

그림Ⅲ-4 지배구조와 경영성과

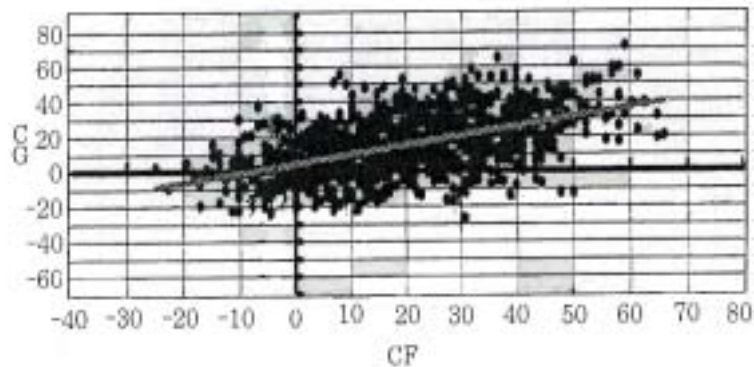


$$Q=0.965+0.0118CG(t값 10.42), R^2=0.0925$$

한편 재무행태 점수와 지배구조 점수간에 어떠한 관계가 있는지 알아보기 위해 시장지향적인 성격의 재무시스템을 운용하는 기업 또는 그러한 제도를 적극적으로 채택한 기업일수록 기업지배구조에 긍정적인 인식을 갖고 있거나 관련제도를 적극적으로 도입하였다는 가설을 설정하였다. 분석결과 양자간에 유의한 상관관계가 있는 것으로 밝혀졌다. 즉 시장지향적인 재무시스템을 갖고 있는 기업일수록 지배구조 개선에도 적극적이라는 것이다(그림III-5 참조).

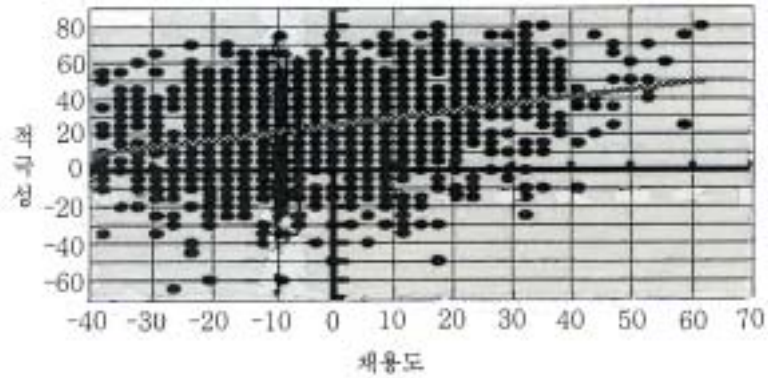
또한 지배구조 관련제도의 채택여부와 실제 운용정도간에 어떠한 관계가 있는지도 관심사가 될 수 있다. 분석결과 제도의 채용도와 운용의 적극성간에 밀접한 관련이 있는 것으로 나타났다. 제도도입에 적극적인 기업은 실제 운용에 있어서도 적극적이라는 점을 의미한다고 할 수 있다(그림III-6 참조).

그림III-5 재무행태와 지배구조



$$CG=4.4345+0.5286CF(t값 20.03), R^2=0.0417$$

그림Ⅲ-6 채용도와 적극성



$$\text{적극성} = 25.143 + 0.3998 \text{채용도} (t\text{값 } 11.46) R^2 = 0.0925$$

(5) KDI(2003)의 연구

최근 출자총액제한제도의 개편을 위해 시행된 연구용역에서 KDI(2003)는 지배구조의 성과 및 평가에 관한 종합적이고 체계적인 분석결과를 제시하였다. 당초 지배구조 자체를 평가하기 위한 목적은 아닌 듯하나 재벌규제의 방향을 검토하기 위해 재벌기업들에 대한 통제장치가 얼마나 효율적으로 작동하고 있는지 알아보기 위해 지배구조 평가를 한 것으로 보인다.

출자총액제한제도에 대한 처방으로서 KDI는 서울대(기업경쟁력연구센터)와 상반된 의견을 제시하였다. 이는 각각 연구를 의뢰한 공정위와 재경부의 시각차이를 반영하고 있다. 그러나 소유 및 지배구조의 관점에서 재벌문제를 접근했다는 점은 마찬가지로이며 종전의 경제력집중 억제시책에 비해 진일보한 접

근방법이라고 할 수 있을 것이다.

기업집단을 분석단위로 하여 소유와 통제의 괴리, 즉 통제권과 현금흐름권리와의 차이를 분석한 소유구조 측면의 분석을 제외하고 KDI는 지배구조 측면에서 세 가지 분석을 시행하였다. 첫째, 내부통제 시스템에 대한 평가, 둘째, 그중 사외이사제도에 관한 평가, 셋째, 외부통제 시스템에 대한 평가가 그것이다.⁷⁾ 소유구조의 분석은 기업집단을 대상으로 한 반면 지배구조에 관한 평가는 상장회사를 분석대상으로 하였다.

먼저 내부통제 시스템에 대한 평가에 있어서 KDI는 증권거래소와 기업지배구조지원센터가 시행한 지배구조 실태조사 3개년도 시계열자료를 활용하여 상장회사 내부통제의 효율성을 평가하고자 하였다. 실태조사 항목중 2001년과 2002년에 공통으로 들어가 있는 20개의 항목을 4개 부문으로 구분하여 부문별로 25점 기준으로 지배구조 지수를 합산하였다.

2003년의 경우 2001년과 2002년에 사용된 20개 항목과 다른 것으로서 전체 설문중 59개 항목을 앞서와 같은 4개 부문으로 구분하여 각 부문별 점수를 합산하여 전체 지배구조 지수를 산출하였다. 실태조사의 일관성 부족으로 2001~2003년 사이에 시계열을 유지하지는 못하지만 지배구조 지수의 추이를 보면 다음과 같다.

표Ⅲ-9 에서 보듯이 매년 지배구조 지수가 높아지고 있어 전반적으로 지배구조 관행이 개선되고 있다고 평가할 수 있을

7) KDI 연구에는 회계투명성에 대한 평가가 포함되어 있으나 지배구조만에 한정한다는 점에서 논외로 하였음.

표Ⅲ-9 지배구조 지수의 추이

단위 : %

지 수	2001	2002	2003
· A : 주주권리(0~25)	4.34	5.17	10.40
· B : 이사회 구성(0~25)	2.72	3.04	8.50
· C : 이사회 운영(0~25)	8.74	10.75	10.28
· D : 투명성(0~25)	1.05	1.36	9.21
· 합계 = A+B+C+D(0~100)	16.86	20.32	38.39

자료 : KDI(2003).

것이다. 부문별로 보면 이사회 운영이나 주주권리 보호가 상대적으로 점수가 높고 이사회 구성, 투명성 제도는 초기 점수가 낮다가 급격히 점수가 높아지고 있는 추세이다. 주주권리 보호도 개선의 정도가 높은 편이다.

그러나 전체적으로 지배구조 개선의 정도는 매우 미흡하다고 할 수 있다. 2003년 기준으로 100점 만점에 38.39점에 머무르고 있다. 이에 반해 벤치마킹의 대상인 미국의 Pfizer사는 97.22점으로서 커다란 차이를 보이고 있다. 물론 Pfizer사가 GMI 평가결과 지배구조 관행이 가장 우수한 17개 회사중 하나이기 때문에 우리 기업중 가장 잘 하는 기업과 비교하면 격차가 많이 줄어들 수 있을 것이다.⁸⁾

둘째로 사외이사제도에 대한 평가결과를 보면 사외이사의 독립성이 취약하고 경영자에 대한 감시기능을 제대로 수행하지 못하는 것으로 분석되었다. 사외이사의 이사회 참석률은

8) 참고로 2003년 기준 우리나라 상장기업중 지배구조 지수의 최대값은 76.39점으로 전체평균 38.39점에 비해 매우 높을 뿐 아니라 Pfizer사와의 격차도 크게 줄어들게 됨.

69%에 그치고 있고 의안에 대한 찬성률은 99%이며 지배주주와의 거래에 대한 사외이사 참석률은 37%로서 지배주주의 존재가 사외이사 및 이사회에 감시기능을 약화시키는 것으로 나타났다.

셋째, 상장회사의 외부통제 시스템이 얼마나 효율적으로 작동하는지 평가함에 있어서 KDI는 제도 도입여부를 측정하는 제도수준 지표와 제도의 작동수준을 나타내는 집행수준 지표로 나누어 측정하였다. 평가지표는 투명성 지표와 책임성 지표로 나누어지고 투명성 지표는 다시 제도화지수와 강제지수로 나누어진다.

전문가 설문조사를 활용하고 벤치마크 대상인 미국과의 비교를 포함하여 산출된 평가결과는 다음 표Ⅲ-10 과 같다. 제도수준 지표는 평균 80점으로 미국의 89점에 비해 낮은 수준이다. 집행수준 지표는 평균 45점 가량으로서 매우 낮은 것으로 분석되었다. 제도도입에 비해 제도집행이 낮은 점수로 나오는 것은 시사하는 바가 많다.

표Ⅲ-10 외부통제 시스템 평가

제 도 수 준			집행수준		
투 명 성		책 임 성	투 명 성		책 임 성
제 도 화	강 제		제 도 화	강 제	
78.57(87.50)	72.22(94.44)	90.28(86.11)	50	39	45
평균 80.36(89.35)			평균 44.67		

자료 : KDI(2003)로부터 재정리.

주 : () 안은 벤치마크 대상인 미국의 평가점수.

KDI 연구의 결과를 종합하면 그간 우리나라 정부와 기업이 지배구조 개선을 위해 많은 노력을 기울여왔지만 전반적인 성과는 크게 미흡하다고 할 수 있다. 내부와 외부 통제메커니즘 공히 아직 만족할 만한 수준에 다다르지 않은 것으로 평가되었다. 이는 지배구조와 관련하여 개선되어야 할 과제가 많이 있음을 의미한다고 할 것이다.



부문별 지배구조 현황과 성과

1. 사외이사제도

(1) 제도의 도입 현황

경제위기 이후 이사회제도를 정상화시키기 위해 정부는 사외이사제도를 도입하였다. 우리나라 사외이사제도의 주요 내용을 보면 다음과 같다. 이사회 독립성을 확보하기 위해, 일반 상장회사의 경우 이사회 구성원의 최소한 1/4 이상을 사외이사로 선임하도록 하였다. 자산규모가 2조원을 초과하는 대규모 상장회사의 경우에는 사외이사를 3인 이상 두되 사외이사가 1/2 이상이 되도록 이사회를 구성할 것을 의무화하였다. 대형 상장법인이 이사회를 구성할 경우 1/2 이상이 사외이사로 구성된 '사외이사후보 추천위원회'에서 추천된 사외이사를 선임하도록 하였다. 금융기관은 3인 이상의 사외이사를 두고 사외이사의 수는 전체이사의 1/2 이상이 되도록 하였다. 은행은 주주대표 및 이사회가 사외이사를 추천하고 기타 금융기관은 사외이사 후보를 추천하기 위한 사외이사후보 추천위원회를 설치

하도록 하였다.

(2) 제도도입의 성과

사외이사제도는 경제위기 이후 우리나라 기업지배구조 개선의 핵심이라고 볼 수 있다. 사외이사제도는 소유경영자의 독단적인 경영에서 비롯되는 폐해를 방지하여 경영실패를 예방하고 경영성과를 높이려는 취지로 도입되었다.

증권거래법에 따라 상장법인의 경우 이사 총수의 1/4 이상(자산총액 2조원 이상인 경우는 1/2 또는 최소 3인 이상)을 사외이사로 선임하도록 의무화되었고 기업들은 사외이사를 선임하는 동시에 이사회 규모의 합리화하였다. 결과적으로 표IV-1에서 볼 수 있듯이 상장법인의 사외이사 수는 1998년에는 0.91명이었지만 2001년에 약 2.4명으로 증가하였고 전체이사 중 사외이사가 차지하는 비중도 1998년에는 11.4%이었지만 2001년에는 35.3%로 증가하였다.

그러나 사외이사제도의 성공적 운영을 위해 필요한 사외이사의 독립성과 전문성을 담보하기 위한 여건이 취약하기 때문

표IV-1 상장기업의 평균 이사 수 및 사외이사 비중 추이

	1998 (735개사)	1999 (701개사)	2000 (693개사)	2001 (633개사)
이사수(사외이사수)	7.96(0.91)	6.92(1.72)	6.64(2.05)	6.71(2.37)
사외이사/전체이사(%)	11.4	24.8	30.9	35.3

자료 : 상장회사협의회 및 증권거래소.

에 대부분의 기업에서 사외이사제도는 형식적으로 혹은 원래 취지와 다른 모습으로 운영되고 있다. 여러 설문조사 결과들도 사외이사제도가 원래 취지대로 운영되지 못하고 있다는 것을 보여주고 있다. 우선 사외이사들은 회사업무에 대한 정보에 제대로 접근하지 못하고 있다. 상장회사협의회가 2001년 5월 236개 회원사를 대상으로 조사한 바에 의하면, 30.5%에 해당하는 72개의 회사만이 사외이사들에게 이사회 회의 자료 외에 중요한 경영정보를 정기적으로 제공하고 있고, 나머지 69.5%에서는 경영정보를 정기적으로 제공하지 않고 있다.

또한 사외이사들의 이사회 활동이 적극적이지 못하고 형식적으로 이루어지고 있다. 사외이사의 이사회 활동에 대한 한국증권거래소와 상장회사협의회의 설문조사를 보면 사외이사의 경영감시 기능이 활발하게 수행되지 못하고 있다는 것을 알 수 있다. 사외이사의 이사회 참석률이 69.1%, 의안 찬성률은 99.3%이며, 지배주주와의 거래에 관한 안전을 의결하기 위한 이사회에 사외이사가 참석하는 비율은 37%에 불과하였다. 2003년도에 기업지배구조개선지원센터가 426개 상장기업들을 대상으로 조사한 설문조사 결과에 의하면 사외이사가 이사회에 참석하여 이사회 안전에 대하여 반대 또는 수정의견을 제시한 사례가 있는 기업은 63개사(15.0%)에 불과하여 대부분의 사외이사들이 이사회에 소극적으로 참가하고 있는 것을 알 수 있다.

사외이사제도의 가장 큰 문제점은 사외이사의 독립성이 낮다는 것이다. 사외이사들은 대부분 지배주주나 현직 경영자의 추천에 의해 선임되고 있는 것으로 나타나고 있다. 표IV-2

표IV-2 사외이사 추천방법

	2000		2001	
	회사수	비율(%)	회사수	비율(%)
대주주의 추천	71	43.0	102	42.7
경영진의 추천	71	43.0	85	35.6
기관투자자의 추천	3	1.8	1	0.4
사외이사 인력뱅크 활용	8	4.9	7	2.9
채권금융기관의 추천	8	4.9	15	6.3
기 타	17	10.3	50	20.9

자료 : 상장회사협의회, 2001년 7월.

는 2001년 4월 27일을 기준으로 증권거래소에 상장된 12월 결산 상장회사 573개사 중 250개사(43.6%)를 대상으로 한 사외이사 추천방법 조사결과이다. 이 표를 보면 사외이사 후보는 대부분 대주주와 경영자에 의해 추천되고 있는 것을 알 수 있다. 2000년의 경우 조사대상 기업 중 86% 그리고 2001년에는 78.3%가 사외이사를 대주주와 경영자 추천에 의해 선임하였다. 이와 같이 주로 대주주나 경영진이 사외이사를 선임하면 사외이사의 역할과 관련하여 가장 중요한 요건인 독립성을 확보하기 어렵게 된다. 사외이사의 독립성을 높이는 데 도움이 될 수 있는 기관투자자나 채권금융기관은 사외이사 추천에 영향력을 거의 행사하지 못하고 있다.

표IV-3 은 2001년 4월 27일을 기준으로 증권거래소에 상장된 12월 결산 상장회사 573개사 중 250개사(43.6%)를 대상으로 조사한 사외이사의 독립성을 저해하는 요인에 대한 설문조사 결과이다. 설문조사 결과는 사외이사 독립성 저해요인 가운데

표IV-3 사외이사 독립성 저해요인

	회사수	구성비율(%)
대주주나 경영진과의 친분관계	111	50.9
경영진의 사외이사제도에 대한 인식부족	75	34.4
사외이사의 자질 혹은 의식 부족	14	6.4
기타	18	8.3
합계	218	100

자료 : 상장회사협의회, 2001년 7월.

‘대주주나 경영진과의 친분관계’가 가장 비중이 크다는 것을 보여주고 있다. 그 다음으로는 ‘경영진 등의 사외이사제도에 대한 인식부족’이라고 응답한 회사가 75개사(34.4%)로 나타났는데 이는 사외이사제도에 대한 부정적인 시각도 사외이사의 독립성을 저해하는 하나의 요인이라는 것을 보여주고 있다.

사외이사의 직업도 사외이사의 독립성이 높지 못할 것이라는 것을 시사하고 있다. 표IV-4 는 2001년 6월 30일 현재 상장회사 693개사 중 증권투자회사 1개사와 회사정리절차개시법인 61개사를 제외한 631개사를 대상으로 사외이사 직업별 분포를 조사한 결과를 보여주고 있다. 이 표를 보면 사외이사 중 회사와 일정한 거래관계를 갖고 있어 독립성이 떨어질 것으로 생각되는 경영자, 변호사, 회계사, 고문 및 자문 등이 차지하는 비중이 50%를 넘고 상대적으로 독립성이 높을 것으로 기대되는 교수, 언론인, 연구원이 차지하는 비중은 20%에 머물고 있어 사외이사의 독립성이 떨어진다는 것을 보여주고 있다.

이한득외(2001)가 실시한 설문조사 결과도 사외이사들이 대부분 대주주나 현직 경영진의 추천에 의해 선임되고 있으며 기

표IV-4 사외이사의 직업별 분포

	2000		2001	
	인원수	구성비(%)	인원수	구성비(%)
경영인	351	24	363	25.2
교수	263	18	267	18.5
변호사	139	9.5	127	8.8
회계세무사	128	8.7	103	7.2
고문/자문	75	5.1	70	4.9
연구원	40	2.7	38	2.6
사회단체	43	2.9	31	2.3
언론인	14	1	16	1.1
기타	411	28.1	425	29.5
합계	1,464	100	1,440	100

자료 : 상장회사협의회, 2001년 7월.

관투자자, 외국인 투자자, 채권금융기관 등은 사외이사 선임에 영향을 미치지 못한다는 것을 보여주고 있다. 2003년 기업지배구조개선지원센터 설문조사 결과도 마찬가지이다. 설문조사 대상기업들 가운데 330개 회사(78.7%)에서 지배주주가 사외이사를 추천하는 것으로 나타났다.

6대 재벌 54개 계열사의 163명 사외이사들을 대상으로 한 2003년 경실련의 설문조사 결과도 그룹계열사 전·현직 임원, 경제(금융)관련 감독기구 전·현직 인사, 계열사와 이해관계가 밀접한 정부부처 및 연구원의 전·현직 인사 다수가 사외이사로 선임되고 있는 것을 보여주고 있다. 사외이사가 이사회 독립성을 제고하고 경영진을 감시하기보다는 대외교섭을 위해 활용되고 있음을 알 수 있다. 이러한 조사결과는 이사회 독립성 확보를 위해 도입한 사외이사제도가 의도한 목적을 충분히

달성하지 못하고 있음을 보여주고 있다.

사외이사의 독립성뿐만 아니라 전문성도 높지 않은 것으로 나타나고 있다. 이한득외(2001)의 설문조사를 보면 사외이사의 전문성과 역량에 대해서 사외이사의 전문성과 역량이 높다고 응답한 비율이 10%에 불과해 사외이사의 전문성에 대한 설문 답변자들의 시각이 부정적임을 알 수 있다. 2003년 경실련의 설문조사 결과를 보면 사외이사의 직업별 분포는 교수가 57명(35%)으로 가장 높은 비율을 차지하고 있고 전문직 공무원, 정부 각 부처의 위원회 위원(자문, 고문 포함), 전직 공무원 출신을 합한 인원수가 76명(46.6%, 판·검사 출신은 제외)에 이르는 것으로 나타나고 있어 전문경영자의 비중이 상대적으로 적은 것을 알 수 있다.

이처럼 사외이사의 전문성이 떨어지는 것은 사외이사제도가 도입된 지 얼마 되지 않았기 때문이기도 하지만 몇 가지 다른 이유들을 생각해 볼 수 있다. 우선 사외이사가 대부분 지배주주나 현직 경영자에 의해 추천되어 독립성이 떨어지는 것이 사외이사의 전문성을 낮추는 요인이 될 수 있다. 사외이사 선임에서 전문성을 고려할 유인이 없어지기 때문이다. 또한 사외이사 역할을 효과적으로 수행할 수 있는 전문경영자의 부족도 사외이사의 전문성을 낮추는 요인이 될 수 있다. 우리나라의 경우 대부분의 기업들이 오랜 동안 소유경영자 체제를 유지함으로써 전문경영자가 효과적으로 육성되지 못했다.

소유경영자 체제, 전문경영자 시장 미발달 등으로 대부분의

기업에서 사외이사제도가 아직 뿌리를 내리지 못하고 있지만 일부 기업들은 사외이사제도를 도입취지에 맞춰 충실하게 운영하려고 노력하는 것으로 보인다. 2003년 기업지배구조개선지원센터의 설문조사 가운데 이사회 부문에 관한 점수분포를 보면 상위 10개 기업, 상위 10%, 중하위 80% 그리고 하위 10%의 평균점수가 각각 71.35, 58.05, 29.16, 17.54로 나타나 상위 기업들은 사외이사제도를 제대로 운영하고 있는 것을 알 수 있다. 주로 소유분산 전문경영인 체제 기업들을 포함한 소수의 우량기업들이 글로벌 스탠다드 확보 차원에서 기업의 공신력과 가치를 높이기 위해 사외이사제도를 적극 이용하고 있는 것으로 보인다. 그러나 이들 소수의 우량기업들에서도 사외이사제도 도입이 경영성과 향상에 직접 도움이 된다고는 할 수 없고 다만 다음과 같은 측면들에서 경영행태를 선진화하는 데 기여하고 있다고 생각된다.

첫째, 사외이사제도는 소수 우량기업들이 주주중시 경영을 하도록 유도하고 있다. 이들 기업들에서는 사외이사제도 도입 이후 과거에는 보기 어려웠던 의사결정이 이루어지고 있다. 예를 들어 특정 재벌의 경우 사외이사제도 도입 이후 한 계열사가 다른 계열사에 대해 소송을 제기하는 사건이 발생했는데 이는 과거에 유례가 없었던 일로서 주주의 이익을 대변하는 사외이사가 있었기 때문에 가능했던 것으로 생각된다. 또한 특정 은행의 경우 사외이사제도 도입 이후 은행의 자금 운용에 관한 정부의 묵시적 지시를 이사회가 거부하는 경우가 있었다. 이것도 주주의 이익을 대변하는 사외이사들이 있었기 때문에 가능

했다고 할 수 있다.

둘째, 사외이사제도 도입 이후 이들 소수 우량기업들은 이사회를 원래 취지에 맞게 운영하려고 노력하고 있는 것으로 보인다. 사외이사제도가 도입되기 전에는 이들 기업들의 이사회는 형식적으로 운영되었다. 이사회의 역할이 구체화되어 있지 않았고 이사회는 경영진의 결정 사항들을 사후적으로 그리고 형식적으로 승인하였다. 특히 재벌기업의 경우 이러한 경향이 강했다. 재벌기업의 경우 지배주주가 사실상 전 계열사에 대한 경영권을 행사하기 때문에 전문경영인은 예외적인 몇몇 경우를 제외하면 최고경영자로서의 자율적 의사결정권이 없었다. 이사회의 역할은 주로 지배주주가 내린 의사결정을 사후적으로 통과시키는 장치에 불과하였기 때문에 소유분산 전문경영인 체제 기업의 이사회에 비해 독립성이 낮고 훨씬 더 형식적으로 운영되어 왔다고 볼 수 있다. 그러나 소수의 우량기업이나 재벌기업들은 사외이사제도 도입 이후 이사회 운영에 관한 사항을 구체화하여 경영진을 감시하고 자문하는 방향으로 운영하고 있다.

셋째, 사외이사제도 도입은 소수 우량기업들의 경영투명성을 향상시키는 데 기여하였다고 생각된다. 이들 기업들은 사외이사제도의 도입으로 경영진의 의사결정을 사외이사들에게 납득시키는 절차를 엄격하게 집행하기 때문에 의사결정의 투명성이 전반적으로 향상되었고 최고경영자가 자의적인 의사결정을 내리는 것이 어렵게 되었다.

2. 감사위원회

(1) 제도의 도입현황

감사위원회는 주요 선진국에서 사외이사제도와 함께 내부 기업지배구조의 핵심 분야로 인식되고 있다. 미국, 캐나다 그리고 영국에서는 감사위원회의 설치가 일찍이 의무화되었다. 감사위원회는 사외이사제도를 보완하여 이사회 독립성을 제고할 수 있기 때문이다. 감사위원회는 기업의 내부통제와 회계업무를 담당하는 이사회 내의 전문위원회로서 제대로 운영된다면 기업의 경영투명성과 회계정보의 신뢰성을 제고하는 데 기여할 수 있다.

우리나라에서는 오랜 동안 감사제도가 있었지만 형식적으로 운영되어 왔다. 감사가 주로 기업의 내부인사로 임명되어 지배주주나 최고경영자로부터 독립적이지 못하였다. 감사위원회는 이러한 감사제도를 보완하는 차원에서 도입되었다. 감사기능의 독립성을 제고하기 위해 상법상의 감사와는 별도로 이사회 내에 구성원의 2/3 이상이 사외이사로 구성되는 감사위원회를 설치할 수 있도록 하고, 특히 자산규모 2조원 이상의 상장회사인 경우에는 이의 설치를 의무화하였다. 감사위원회 위원인 사외이사를 주주총회에서 선임할 경우 주주의 의결권을 3%까지만 행사할 수 있도록 하였고 감사위원회의 위원장은 사외이사가 맡도록 하였다.

(2) 제도의 성과

일정 규모 이상의 기업과 금융기관에 대해서 사외이사 중심으로 감사위원회 설치가 의무화되어 감사위원회를 설치한 기업들이 증가하는 추세에 있다. 거래소 상장기업들을 대상으로 한 설문조사 결과에 의하면 2001년에 감사위원회를 설치하는 기업의 비율이 12.9%이었지만 2003년에는 21.4%로 두 배 가까이 증가하였다. 감사위원회의 권한, 책임 및 감사업무에 관한 사항을 내부규정으로 명시하고 감사위원회에 내부감사 책임자의 임명동의권을 부여하고 있는 기업들도 상당수에 이른다. 이러한 결과는 도입 초창기에 있지만 제도의 취지에 맞게 감사위원회를 운영하려고 하는 기업들이 증가하고 있다는 것을 시사한다.

그러나 사외이사제도의 경우와 마찬가지로 감사위원회 제도는 아직 뿌리를 내리지 못하고 있는 것으로 보인다. 2003년 기업지배구조개선지원센터의 설문조사 가운데 감사기구에 관한 점수분포를 보면 상위 10%, 중하위 80% 그리고 하위 10%의 평균점수가 각각 70.1, 33.8, 16.9로 나타나 대부분의 기업에서 감사기구가 제대로 작동되지 못하고 있는 것을 알 수 있다.

감사관련 부서의 책임자 임면 동의권에 대한 설문조사 결과를 보면 426개 회사 가운데 142개사(33.4%)만이 동의권이 있는 것으로 나타나고 있으며 나머지 회사는 동의권이 부여되고 있지 않은 것으로 나타나고 있다. 감사와 관련된 내부규정 존재

여부에 대한 설문에서는 426개 회사 가운데 112개사(26.4%)가 내부규정 등이 없는 것으로 나타나 상당수 회사들이 감사위원회 또는 감사업무를 형식적으로 운영하고 있다는 것을 알 수 있다. 마지막으로 감사위원이 외부 전문기관 등으로부터 업무와 관련되어 교육을 받는가 여부에 대한 설문에서는 426개 회사 가운데 293개사(68.8%)는 교육을 실시하지 않은 것으로 나타나고 있다.

다만 사외이사제도와 마찬가지로 소수의 우량기업들에서는 감사위원회 제도가 도입 취지에 맞게 운영되고 있는 것으로 보인다. 감사위원회 도입 초창기인 우리나라의 경우 좋은 지배구조를 갖고 있다고 평가받는 기업들은 대부분 사외이사들만으로 감사위원회를 구성하고 있다. 예를 들어 포스코의 감사위원회는 4인의 사외이사로 구성되며 이 가운데 1인이 감사관련 전문가로 되어 있고 삼성전자와 SK 텔레콤의 감사위원회는 각각 3명과 5명의 사외이사만으로 구성되어 있다. 은행의 경우 대부분 감사위원회에 상임 감사위원이 포함되어 있다.

3. 기업경영권 시장

우리나라의 경우 주식의 대량소유를 제한하는 증권거래법 200조를 포함한 여러 가지 제도적 장치로 적대적 인수합병이 사실상 금지되어 왔지만 1997년에 증권거래법 200조를 폐지하

고 외환위기 이후 외국인 주식소유에 대한 규제와 적대적 인수합병을 가로막았던 각종 규제들이 대폭 완화되었다. 기업경영권시장의 발전을 위한 제도적 여건이 충족되었다고 볼 수 있다. 그러나 이러한 제도적 여건의 충족에도 불구하고 우리나라에서 적대적 인수합병은 찾아보기 어렵다. 표IV-5 에서 확인할 수 있듯이 외환위기 이후 외자기업에 의한 인수합병 등 인수합병 건수는 급격히 증가하고 있지만 대부분 구조조정 차원의 우호적 인수합병이다.

대규모 기업의 경우 외환위기 이후 구조조정 차원에서 인수합병이 증가하고는 있지만 대부분 우호적이고 적대적 인수합병은 거의 이루어지지 않고 있다. 규모가 작은 벤처기업의 경우에도 인수합병이 증가하는 추세에 있지만 적대적 인수합병보다는 신규 사업전략 차원에서 우호적 성격의 인수합병이 주를 이루고 있다. 예를 들어 유망 벤처기업이 코스닥 시장의 침체로 수익구조가 취약해지고 자금조달에 어려움을 겪고 있는 기업들을 인수하는 경우가 증가하고 있다. 외환위기 이후 금융기관들 사이에서도 구조조정 차원의 인수합병이 대폭 증가하

표IV-5 외국인의 M&A 투자 추이

	1997	1998	1999	2000	2001
전체 M&A 건수(A)	418	486	557	703	644
외국인에 의한 M&A 건수(B)	19	132	168	114	102
(B/A)×100	4.5	27.2	32.4	16.2	15.8

자료 : 산업자원부 및 공정거래위원회.

고 있지만 적대적 인수합병은 거의 없고 대부분 우수 금융기관과 부실 금융기관간의 우호적 성격의 인수합병이다.

인수합병에 대한 규제가 대폭 완화되었음에도 불구하고 인수합병시장이 활성화되지 않는 데는 몇 가지 이유들이 있을 수 있다. 첫째, 경제주체들 사이에 적대적 인수합병에 대한 정서적 거부감이 팽배해 있다. 특정기업이 경영실패로 타 기업에 인수되는 것이 마땅한 상황이 닥쳐도 적대적 인수합병을 통한 경영권 인수는 비도덕적인 행위라는 여론을 바탕으로 수단과 방법을 가리지 않고 적대적 인수합병을 방어하는 일이 벌어지고 있기 때문에 인수합병시장이 활성화되지 못하고 있다. 또한 많은 창업자들이 어떤 상황에서도 경영권 매각은 경영실패라는 인식을 갖거나 경쟁업체에 경영권을 매각하는 것을 기피하기 때문에 인수합병시장이 활성화되지 못하고 있다. 고용승계 의무, 이질적 기업문화 등도 인수합병에 대한 정서적 거부감을 발생시키는 다른 요인들이다. 둘째, 인수합병시장이 활성화되기 위해서는 대상기업에 대한 가치평가가 합리적으로 이루어져야 하는데 회계제도를 비롯한 투명성 관련 하부구조의 취약으로 가치평가가 제대로 이루어지지 못하고 있다. 특히 매도자와 매수자의 입장에서의 기업가치 괴리가 지나치게 커서 거래가 성사되지 못하는 경우가 많다. 셋째, 우리나라 경제의 가장 큰 비중을 차지하는 재벌기업들의 경우 지배주주가 복잡한 출자를 통해 계열사들에 대한 통제권을 확보하고 있기 때문에 재벌기업들을 대상으로 한 적대적 인수합병이 이루어지기 어렵다. 경제위기 이후 재벌기업들의 내부지분율은 경제위기 이전보다

증가하고 있다.

기업경영권시장이 우리나라보다 상대적으로 잘 발달된 나라들에서 최근 들어 적대적 인수합병이 거의 발생하지 않고 있고 실증연구들에 의하면 적대적 인수합병이 무능한 경영진을 규율하는 장치인지 여부가 확실하지 않다. 이러한 사실들을 감안하면 우리나라에서 규제완화에도 불구하고 적대적 인수합병이 이루어지지 않고 있는 것이 기업지배구조 측면에서 부정적인 현상이라고 단정하기 어렵다. 다만 우리나라의 경우 재벌기업이 은행이나 다른 시장 메커니즘을 통해서도 효과적으로 감시되지 못하고 있기 때문에 적대적 인수합병의 부재는 부실 재벌기업의 감시를 취약하게 할 수도 있다.

4. 기관투자자

기관투자자는 증권시장이 발달한 국가들에서 기업지배구조의 외부장치로서 중요한 역할을 수행하고 있다. 외부 주요 주주로서 기관투자자는 소액주주에 비하여 경영감시에 필요한 전문지식을 가지고 있으며 주식을 장기 보유하는 경향이 있다. 따라서 기관투자자는 소액주주에 비해 기업 내부 정보에 쉽게 접근할 수 있고 기업경영 감시를 보다 효율적으로 수행할 수 있다. Pound(1988)는 기관투자자가 기업에 대한 감시역할을 효과적으로 수행한다는 것을 실증적으로 보여주었다. McConnell and Servaes(1990)는 기관투자자 지분과 Tobin Q간에 유의한

양의 상관관계가 있음을 관찰하였다. 김영숙·이재춘(2000)은 우리나라의 경우에도 기관투자자 지분과 Tobin Q 사이에 정의 관계에 있다는 결과를 발견하였다.

한편 기관투자자가 투자기업과 거래관계를 갖거나 투자기업의 통제를 받게 되면 경영진 감시를 제대로 수행할 수 없다. Brickley, Lease and Smith(1988)는 기관투자자들이 경영진을 감시하기보다는 경영진이 원하는 방향으로 의결권을 행사한다는 실증연구 결과를 보여주었다. 우리나라의 경우에도 김주현(1992)은 기관투자자 지분이 기업가치에 유의적인 영향을 주지 않는다는 것을 발견하였다. 특히 소유가 광범위하게 분산된 미국의 주요 기업들에서 연기금은 주요 기관투자자로서 이른바 관계투자 활동을 통해 기업경영에 적극 개입하고 있다. 우리나라의 경우 미국을 비롯한 선진국들에 비해 기관투자자의 비중이 낮았고 따라서 기업지배구조에서 중요한 역할을 수행하지 못했다.

경제위기 이후 주식시장에서 기관투자자가 차지하는 비중은 경제위기 이전에 비해 급격히 감소하였다. 표IV-6은 기관투자자의 주식투자 비중에 대한 국제비교를 보여주고 있다. 이 표를 보면 우리나라 기관투자자들이 다른 나라의 기관투자자에 비해 주식투자 비중이 매우 낮다는 것을 알 수 있다.

표IV-7은 우리나라 주식시장에서 기관투자자와 외국인의 주식투자 비중이 경제위기 전후 어떻게 변화했는가를 보여주고 있다. 외국인의 주식투자 비중은 외환위기 이전인 1996년 13%에 불과했으나 외환위기 이후 급격히 증가하여 2002년에는

표IV-6 투자주체별 주식투자 비중의 국제비교

단위 : %

국가(연도)	기관투자자	외국인	개 인	기 타
미 국(2001)	46.7	11.2	40.2	1.9
일 본(2001)	40.1	18.3	19.7	21.8
영 국(2000)	49	35	14	2
독 일(2000)	37	14	17	32
프랑스(2000)	31	30	7	32
한 국(2002)	15.9	36.0	22.3	25.8

자료 : 증권거래소, 2003년 7월.

표IV-7 우리나라 주식시장의 기관/외국인/개인의 주식투자 비중 추이

단위 : %

	1996	1997	1998	1999	2000	2001	2002
기 관	30.7	26.2	13.7	16.9	13.4	15.8	15.9
외국인	13.0	13.7	18.0	21.7	30.2	36.6	36.0
개 인	30.8	29.6	28.9	25.9	20.0	22.3	22.3

자료 : 증권거래소, 2003년 7월.

36%에 이르고 있다. 반면에 기관투자자의 주식투자 비중이 1996년에 30.7%이었지만 2002년에 15.9%로 급격히 감소하였다. 또한 외환위기 이후 우리나라 기관투자자의 매매회전율이 시장전체 회전율을 상회하고 있어 장기투자자로서의 역할을 적절히 수행하지 못하고 있다. 우리나라 기관투자자의 주식투자 비중이 감소하고 있고 장기투자자 역할을 제대로 하지 못한다는 것은 기업지배구조에서 기관투자자가 제 역할을 수행하지 못하고 있다는 것을 시사한다.

기업구조조정 필요성 증가로 기관투자자의 역할 증대가 커졌음에도 불구하고 기관투자자가 기업지배구조에서 효과적인 역할을 수행하지 못하는 가장 큰 이유는 기관투자자의 주축을 이루는 보험회사, 투자신탁회사 등 제2금융권 금융기관들이 재벌의 영향력 아래에 있기 때문이다. 감시대상 기업들이 대주주이기 때문에 이러한 금융기관들은 기관투자자로서 효과적인 역할을 수행하기 어렵다. 재벌의 제2금융권 지배는 기업지배구조에서 기관투자자 역할을 약화시키는 것 외에도 경제력 집중과 불공정 내부거래 문제를 야기시키기 때문에 해결되어야 할 과제였지만 경제위기 이후 오히려 심화되고 있다.

재벌의 영향권 밖에 있는 기관투자자의 경우도 투자기업의 경영활동 감시보다는 포트폴리오 재구축을 통해 투자수익률을 극대화하는 경향이 있었기 때문에 투자기업 감시에 적극적이지 못했고 결과적으로 감시활동을 효과적으로 수행할 수 있는 전문성을 축적하지 못했다. 자산운용 규모가 상대적으로 큰 연금의 경우 투자수익률보다는 기금의 안정적 운용이 우선하기 때문에 주식투자 비중이 작을 수밖에 없고 주식운영에서 정부의 엄격한 감독 하에 있어 미국에서와 같은 적극적인 관계투자 활동을 수행하기 어렵다. 다만 주식시장에서 외국인투자 비중이 확대되면서 주요 우량기업의 경우 외국인 기관투자자들이 주요 경영사안에 개입하는 사례가 늘어나고 있어 기업지배구조의 주요 구성요소로 대두되고 있다. 신현한·장진호(2003)는 외국인투자자 지분은 경영성과에 연동된 최고경영자 교체에 유의적인 영향을 준다는 것을 발견하였다. 외국인 투자자가 기

관투자자와 달리 경영진 감시 역할을 효과적으로 수행하는 것은 우리나라 기업에서 외국인 투자자가 최대주주의 관계회사일 가능성이 적기 때문이다.

5. 은 행

은행은 거래 기업이 대출금을 상환하지 못할 경우 거래기업의 경영에 개입하거나 거래기업을 인수할 수 있다는 점에서 기업지배구조의 주요한 외부 장치라고 할 수 있다. 특히 금융제도가 은행 중심인 일본, 독일의 경우 은행은 기업지배구조에서 중요한 역할을 담당한다. 우리나라도 기업의 부채비율이 높고 외부자금조달에서 은행에 대한 의존도가 높기 때문에 기업지배구조에서 중요한 역할을 할 것으로 생각할 수 있지만 은행에 대한 정부개입과 은행 자체의 취약한 지배구조 등으로 이러한 역할을 제대로 수행하지 못했다.

우리나라 은행들은 거래 기업에 대한 최대 채권자임에도 불구하고 거래기업이 부실화될 경우 이를 제대로 처리하지 못했다. 1997년 외환위기는 기업부문의 부실의 누적으로 발생한 측면도 있지만 다른 한편으로는 은행의 거래기업 감시가 제대로 이루어지지 못한 결과로 나타난 측면도 있었다. 우리나라 은행은 기업지배구조에서 제 역할을 수행하지 못했다.

외환위기 이후 금융시스템에서 은행이 차지하는 비중은 증가하였다. 기업 자금조달 측면에서 자본시장을 통한 자금조달

이 증가하기도 했지만 일시적 현상이었고 2002년 이후 은행을 통한 자금조달 비중이 외환위기 이전보다 증가하였다. 금융기관의 자금조달에서도 우리나라 금융기관 전체에서 은행이 차지하는 비중이 외환위기 이전보다 증가하였다. 외환위기 이전에는 금융기관 전체 수신 가운데 은행예금이 차지하는 비중은 감소하고 비은행 금융기관의 비중은 증가하는 추세를 보였지만 외환위기 이후 자금이 은행으로 이동하는 추세를 보이고 있다. 은행의 건전성이 비은행 금융기관보다 높아지면서 자금이 은행권으로 몰리기 때문이다.

시중 자금이 은행에 집중되는 추세와 함께 기업지배구조에서 은행의 역할은 다소 개선되고 있는 것처럼 보인다. 은행이 기업구조조정에서 중심적인 역할을 수행하면서 기업을 효과적으로 감시하기 위한 다방면의 시도들이 있었다. 재무구조 개선을 유도하기 위한 재무구조 개선약정 체결, 기업신용위험 평가시스템 구축, 금융기관간의 정보 공유 등이 좋은 예가 될 수 있다. 부실기업의 효과적인 처리를 위해서 워크아웃 제도가 도입되었다. 조성욱(2003)의 연구결과는 외환위기 이후 채권자로서 은행의 역할이 위기 이전에 비해 다소 개선되었다는 것을 보여주고 있다. 외환위기 이후 자금압박을 받는 대기업에 대한 은행의 자금공급이 과거처럼 빠르게 증가하지 않는다는 것이다.

그러나 은행의 이른바 위임된 정보생산자(delegated monitor)로서의 역할은 외환위기 이전에 비해 퇴보하고 있는 것으로 보인다. 표IV-8 을 보면 외환위기 이후 은행의 기업자금 대출은 감소하고 가계자금 대출과 주택자금 대출은 증가하고 있는

것을 알 수 있다. 이러한 자료는 은행이 신용이 취약한 기업에 대한 관계대출보다는 공개된 정보를 바탕으로 신용이 좋은 기업에 대한 대출에 주력하고 있고 거래 기업 특히 신용이 취약한 기업과의 장기적 관계를 바탕으로 한 은행의 정보생산이 제대로 이루어지지 않고 있다는 것을 시사한다.

사후 감시 측면에서 보면 은행의 자율성을 바탕으로 한 부실 기업 처리가 아직도 제대로 이루어지지 않고 있다. 워크아웃이라는 새로운 제도가 도입되었지만 순수 경제논리에 바탕을 둔 은행의 자율적인 판단보다는 정부의 묵시적 관여로 주요 의사결정이 이루어지고 있어 기업구조조정이 효과적으로 이루어지지 못했다. 워크아웃이 정부에 의해 주도되는 가운데 은행들은 상호 이해관계 충족에 주력하면서 정부의 지시에 따라 행동하는 모습을 보여주었다. 결과적으로 출자전환 등을 통해 기업을

표IV-8 은행의 대출 유형 추이 단위 : 천억원, %

	1998	1999	2000	2001	2002
기업자금대출	804 (61.7)	991 (59.5)	1,154 (54.4)	1,163 (46.8)	1,434 (43.6)
가계자금대출	246 (18.9)	403 (24.2)	615 (29.0)	984 (39.6)	1,381 (42.0)
주택자금대출	202 (15.5)	227 (13.6)	260 (12.3)	298 (12.0)	437 (13.3)
기 타	52 (4.0)	45 (2.7)	93 (4.4)	40 (1.6)	39 (1.2)
합 계	1,304	1,666	2,122	2,485	3,291

자료 : 금융감독원, 「은행경영통계」, 각호.

회생시킨다는 워크아웃의 원래 목표와는 달리 워크아웃 대상 기업들 가운데 상당수 기업들은 이자감면에 의존하고 있다. 워크아웃으로 경영이 조기에 정상화된 기업들도 있지만 대부분 중견기업이고 부실채권의 규모가 큰 대규모 기업집단 소속 기업들의 상당수는 워크아웃이 중단되거나 현재까지도 워크아웃이 진행 중이다. 채무조정액을 기준으로 할 경우 워크아웃 기업들의 약 60%가 워크아웃을 통해 회생하지 못했다고 볼 수 있다. 워크아웃의 부진은 은행들이 기업구조조정에 참여하여 기업을 재건시킬 수 있는 유인과 능력이 부족하다는 것을 보여 주었다.

이렇듯 각종 제도의 도입에도 불구하고 은행의 기업 감시능력이 향상되지 못하고 있는 가장 큰 원인은 은행의 취약한 지배구조 때문이라고 볼 수 있다. 외환위기 이후 외국인 자본참여 확대로 지배구조를 개선하고 수익성 위주의 경영을 하는 은행들도 있지만 상당수 은행들은 공적자금 투입으로 정부지분이 확대되어 외환위기 이전보다 더 정부의 간섭을 받게 되고 따라서 지배구조가 취약해졌다. 결과적으로 은행이 부실기업 처리에서 수익성보다는 다른 변수들을 고려하지 않을 수 없는 경우가 자주 발생하였다. 은행의 기업 감시능력이 개선되지 못하는 또 다른 이유는 투명성 관련제도의 취약성이다. 예를 들어 분식회계가 구조적으로 광범위하게 이루어지고 있어 은행이 거래기업에 대한 믿을 수 있는 정보를 생산하는 데 어려움을 겪을 수 있다.

6. 소액주주권

(1) 제도의 도입현황

오랜 동안 우리나라 기업지배구조의 가장 심각한 문제점들 가운데 하나는 지배주주와 소액주주간의 이해상충 문제였다. 이러한 문제는 특히 계열기업들을 거느리고 있는 재벌기업에서 심각했다. 계열사간 불공정거래를 통해 특정 계열기업의 부가 다른 계열기업에 이전되고 그 과정에서 소액주주가 피해를 보는 경우가 비일비재하였다. 기존의 연구결과에 의하면 소액주주권리 보호 정도가 약할 경우 시장에서 기업가치가 제대로 평가되지 못하는 등 증권시장이 제 역할을 수행하기 어렵게 된다.

우리나라의 많은 우량기업들이 좋은 수익성에도 불구하고 저평가되는 이른바 코리아 디스카운트도 상당부분 취약한 소액주주보호에 기인한다고 볼 수 있다. 이러한 인식을 바탕으로 경제위기 이후 정책당국은 소액주주권리를 보호하기 위해 새로운 제도를 도입하거나 기존의 제도들을 개선하였다. 몇 가지 중요한 제도개선들을 살펴보면 다음과 같다.

우선 집중투표제가 도입되었다. 주식회사는 정관으로 배제한 경우를 제외하고는 이사 선임에 있어서 집중투표제를 채택할 수 있게 되었다. 집중투표제의 도입 취지는 대부분의 기업들에서 소유가 지배주주에게 집중되어 있는 현실을 감안하여 대주주를 견제하고 소액주주의 이익을 대변할 수 있는 이사가 선임되게 하는 것이다. 특히 집중투표제 도입과 관련하여 지배주주

의 지나친 영향력 행사를 방지하기 위해 정관으로 집중투표제를 배제하거나 혹은 배제한 정관을 다시 변경할 경우 주식 총수의 3%를 초과하여 의결권을 행사할 수 없도록 하였다.

두 번째로 주목되는 소액주주권 관련 제도변경은 주주대표소송 제기권, 이사의 위법행위 유지청구권 그리고 이어나 감사의 해임청구권 등 경영진을 견제할 수 있는 소액주주의 권한들에서 행사요건을 대폭 완화한 것이다. 경영진이 불법행위나 업무태만으로 회사에 손해를 입힌 경우 경영진에게 손해배상을 청구할 수 있는 주주대표소송은 상장회사의 경우 전체주식 가운데 6개월 이상 보유한 주식 0.01%만으로 제기될 수 있게 되었다. 이사의 위법행위 유지청구권은 상장회사의 경우 전체주식 가운데 6개월 이상 보유한 주식 0.05%만으로 행사할 수 있게 되었다(상장회사의 경우 자본금 1,000억원 이상이면 0.025%만으로 행사 가능). 이어나 감사의 해임청구권은 전체주식 가운데 6개월 이상 보유한 주식 0.5%만으로 행사할 수 있게 되었다(자본금 1,000억원 이상인 경우 0.25%만으로 행사 가능).

마지막으로 소액주주가 회사경영에 참여할 수 있는 권한을 신설하거나 기존 권한의 행사요건을 완화하였다. 주주제안권과 사외이사후보 추천권을 새로 도입하여 상장회사의 경우 의결권 주식 총수의 1%(자본금 1,000억 이상인 경우 0.5%) 이상을 6개월 이상 보유한 주주가 행사할 수 있게 하였다. 주주총회 소집청구권과 회사의 업무나 재산에 대한 검사인 청구권 등 기존의 권리에 대해서는 일반 주식회사 및 상장회사의 경우 의결권 주식 총수의 3%(자본금 1,000억 이상인 경우 1.5%)로 행

사요건을 완화하였다.

(2) 제도의 성과

집중투표제는 소유가 집중된 재벌기업 지배주주의 독단적 경영이 초래하는 폐해를 바로잡기 위해 도입되었지만 의무화되지는 않았기 때문에 기업은 정관으로 집중투표제를 배제할 수 있다. 실제로 이 제도 도입 이후 대부분의 상장기업들이 정관으로 집중투표제를 배제하였다. 지금까지 이사 선출에서 집중투표제를 실제로 시행한 기업은 거의 없었다. 증권거래소 조사에 의하면 2001년의 경우 12월 결산 상장기업의 81.3%가 정관으로 집중투표제를 배제하였다. 정관으로 집중투표제를 배제하지 않은 기업들에는 133개 법정관리기업들이 포함되어 있어 정상적인 기업들 가운데 집중투표제를 채택하고 있는 기업은 극소수의 공기업들과 금융기관들이다. 특히 외국인이 대주주이거나 주요주주인 금융기관들의 상당수가 집중투표제를 도입하고 있다.

집중투표제 실시 이후 그 동안의 경과에 있어서 집중투표제가 의무화되지 않았기 때문에 사실상 유명무실한 제도로 전락했다는 것을 보여주고 있다. 다만 집중투표제를 도입한 공기업과 금융기관들은 지배구조 평가에서 좋은 점수를 받고 있는 것으로 나타나고 있어 상장기업에 대한 지배구조 평가가 강화되면 자발적으로 집중투표제를 도입하는 기업이 점차적으로 증가할 것으로 예상된다.

소액주주 권리 행사 측면을 보면 전반적으로 권리 행사요건이 완화되었지만 소액주주권 행사가 활발하게 이루어지지 않고 있다. 소액주주 권리 행사를 위한 보유지분의 상한선이 지배구조 개혁을 위해 크게 낮아졌지만 개인투자자의 입장에서 보면 아직도 절대수준이 높고 권리를 행사할 경우 순이익이 크지 않기 때문인 것으로 생각된다. 장지상(2001)에 의하면 주주대표소송을 위한 주식보유 요건은 0.01%로 낮아졌지만 1998년 12월 20일 시가로 환산했을 때 소액주주가 삼성전자에 대해 주주대표소송을 제기하기 위해서는 12억원이 필요하고 현대자동차에 대해서는 1억 4,000만원이 필요해서 현실적으로 소송을 제기하기 어렵다.

또한 주주대표소송을 제기하기 위해서는 회계장부를 열람하여 경영진의 잘못을 입증해야 하는데 회계장부 열람권의 주식보유여건이 1%로 되어 있어 주주대표소송의 요건을 높이고 있다. 주주제안권과 기타 소액주주권 행사 사례가 극히 드물고 주주대표소송도 시민단체에 의한 소송 외에는 제기된 경우가 없었다. 계열사간 부당거래 등으로 소액주주 피해가 분명하게 나타날 경우 시민단체가 주주대표소송을 제기하거나 외국인투자자가 기관투자자로서 권리를 행사하는 정도에 불과하였다. 소액주주권리 행사요건이 다소 완화되었고 시민단체나 외국인투자자의 적극적인 움직임으로 이른바 주주행동주의가 우리나라에서도 시작되기는 하였지만 투자자보호의 정도가 선진국 수준으로 강화되었다고는 볼 수 없다.

소액주주 입장에서 보면 아직도 소액주주권 행사를 위한 지

분보유 상한선의 절대수준이 높고 권리행사에 따른 이익보다 비용이 훨씬 크기 때문에 소액주주는 지배주주의 이해상충적인 행동으로부터 자기를 보호하기 어렵다. 또한 소액주주가 권리를 쉽게 행사할 수 있게 되어도 전문지식의 부족 등으로 소액주주 개인보다는 기관투자자의 참여에 의한 주주권리 보호가 이루어져야 한다. 그러나 금융기관의 경우 많은 기관투자자들이 재벌의 영향 아래에 있어 지배주주가 이해상충적인 행동을 하더라도 이를 견제하지 못하고 있다. 연기금과 같이 금융기관이 아닌 경우에도 적극적인 의결권 행사에 관심을 나타내지 못하고 있다. 따라서 소액주주권리 보호가 효과적으로 이루어지지 못하고 있다고 보여진다.

7. 지배주주의 소유권과 통제권 괴리 추이

지배주주의 독단적 경영과 이를 견제하기 위한 장치의 결여는 우리나라 기업지배구조의 가장 큰 문제점으로 지적되고 있다. 지배구조 개선을 위한 각종 제도의 개선에도 불구하고 우리나라 기업들의 지배구조가 여전히 취약한 것으로 평가되고 있는 근본 원인은 기업 특히 재벌기업의 지배주주가 소유권을 훨씬 초과하는 통제권을 행사한다는 데 있다. 재벌기업의 지배주주는 자연인으로서 기업 지분을 얼마 소유하고 있지 않지만 복잡한 출자구조를 이용하여 사실상 전 계열사를 통제할 수 있고 이러한 통제권을 바탕으로 얼마든지 이해상충적인 행동을

할 수 있다.

표IV-9 는 경제위기 이전과 이후 주요 재벌들의 통제권과 소유권의 괴리를 보여주고 있다. 이 표를 보면 경제위기 이후 각종 지배구조 관련 제도개선에도 불구하고 우리나라 주요 재벌기업들의 지배구조를 취약하게 하는 통제권과 소유권의 괴리현상은 완화되지 못하고 있고 오히려 심화되고 있다는 것을 알 수 있다. ‘시장개혁 추진을 위한 평가지표 개발 및 측정’에 관한 KDI(2003)의 분석결과도 우리나라 주요 기업들의 통제권과 소유권의 괴리가 크다는 것을 보여주고 있다. 동 보고서에 의하면 2003년 현재 37개 민간 기업집단 지배주주의 지배권(control rights)과 현금 흐름권(cash flow rights)간의 괴리도가 평균 18.6%에 이른다.

재벌기업의 지배주주가 실제로는 커다란 영향력을 각 계열사에 행사하면서도 그에 대한 법적 책임의 주체가 되어 있지 않아 내·외부 통제기구의 작동을 방해하고 있다. KDI 보고서에서 전문가들을 대상으로 한 설문조사는 개별기업 단위의 지배구조시스템이 재벌 지배주주의 각 계열사에 대한 부적절한 영향력 행사를 견제하기에는 매우 미흡하다는 것을 보여주고 있다. CEO 등 사내 등기임원에 대한 임용에 있어서 응답자의 95%가 그룹 총수나 구조조정본부에 의해 임용되고 있다고 응답하고 있고 특수 관계인과의 거래에 대한 이사회 논의에 대해 응답자의 76%가 형식적으로 논의가 이루어지거나 논의 없이 통과되었다고 답변하고 있다.

지배주주가 미미한 소유권에도 불구하고 사실상 전 계열사

표IV-9 4대 재벌의 소유구조와 현금 흐름권/통제권 괴리 추이
단위 : 십억원, %

연도	재벌	계열사 수	자본총액	가족 지분	계열사 지분	자기 주식	내부 지분	유효 가족 지분	통제 소유 괴리
1997	현대	47	11,843.3	13.98	28.83	2.14	45.64	20.25	25.39
	삼성	50	14,687.4	4.19	23.63	2.21	31.70	5.65	26.05
	LG	47	9,902.8	5.89	30.78	0.28	37.32	8.55	28.77
	SK	34	5,460.0	4.57	23.11	2.41	32.12	6.14	25.98
	합계	178	41,893.5	7.41	26.72	1.76	37.02	10.36	26.66
1999	현대	30	36,891.4	5.99	25.87	2.77	34.82	8.40	26.42
	삼성	37	33,352.6	3.93	21.09	1.70	28.16	5.09	23.07
	LG	42	20,880.1	4.44	33.22	1.20	39.47	6.78	32.69
	SK	34	17,242.7	2.78	32.99	2.44	38.83	4.30	34.53
	합계	143	108,366.8	4.55	26.95	2.09	34.30	6.41	27.89
2001	현대	41	23,581.1	4.31	26.52	5.69	36.66	6.36	30.30
	삼성	63	47,128.8	3.79	22.64	2.87	31.27	5.09	26.18
	LG	47	23,332.9	8.50	31.32	3.35	43.80	13.01	30.79
	SK	55	20,076.8	2.01	37.86	5.50	45.79	3.55	42.24
	합계	206	114,119.6	4.55	27.89	4.01	37.50	6.68	30.82

자료 : 각 기업 사업보고서 또는 감사보고서.

주 : 1) 12월 31일 기준. 단, 금융보험사는 익년 3월 31일 기준.

2) 보통주 기준.

3) 자본이 완전 잠식되었거나 소유구조를 확인할 수 없는 계열사 제외.

4) 2000년에 분리된 현대자동차와 2001년에 분리된 현대중공업을 현대에 포함.

5) 내부지분은 가족과 계열사 지분 및 자사주에 비영리법인과 임원 지분을 더해 산출.

6) 유효가족지분 = 가족지분 / (1 - 계열사지분 - 자기주식)

7) 통제권/소유권 괴리 = 내부지분 - 유효가족지분

들을 통제하는 구조가 존속하는 한 사외이사제도와 감사위원회제도를 도입하고 소액주주권 행사요건을 완화해도 지배주주는 여전히 주주의 이익에 배치되지만 자기이익에는 득이 되는 의사결정을 할 수 있고 이러한 유인은 결국 기업가치를 감소시킬 수밖에 없다. KDI 보고서의 실증분석 결과에 의하면 대규모 기업집단 소속 계열사의 수익성과 지배-소유 괴리간에 음의 상관관계가 있는 것으로 나타나고 있다.

이러한 분석결과들은 지배-소유 괴리도가 큰 재벌기업들의 소유구조가 그 동안 도입된 기업 내·외부 통제 시스템의 작동을 저해하는 근본요인이었고 그 동안의 기업지배구조 개선 정책이 문제의 핵심은 건드리지 못하고 지엽적인 제도 개선에 머무르고 있다는 것을 말해주고 있다. 특히 사외이사제도는 경제위기 이후 기업지배구조 개선을 위한 중요한 제도 개선으로 홍보되었지만 지배주주의 소유권과 통제권의 괴리가 존재하는 한 극히 형식적인 제도일 수밖에 없다.

8. 종합평가

경제위기의 원인들 가운데 하나가 누적된 기업부실이고 기업부실이 취약한 지배구조에서 비롯되었다는 인식을 바탕으로 경제위기 이후 기업지배구조를 개선하기 위해 여러 방면에 걸쳐 제도개선이 이루어져 왔고 부분적으로는 성공을 거둔 측면도 있다고 생각된다. 그러나 그 동안의 지배구조 개선은 우리

나라 기업들의 지배구조를 취약하게 만드는 구조적인 문제들을 해결하기보다는 여러 제도들을 형식적으로 도입하는 방향으로 이루어져 왔고 따라서 큰 효과를 거두지 못한 것으로 보인다.

우선 내부지배구조 측면을 보면 지배주주의 소유권과 통제권의 괴리가 해소되지 않는 상태로 사외이사제도가 도입되었기 때문에 사외이사제도는 지배주주의 독단적인 경영을 견제하고 경영실패를 예방한다는 원래 취지를 살리지 못하고 대부분의 기업들에서 의무화 준수 차원에서 형식적으로 운영되고 있다. 사외이사제도가 효과적으로 작동하기 어려운 환경에서 일정 비율의 사외이사 의무화와 같은 정책보다는 이해상충적인 행동을 하는 지배주주나 경영자가 시장의 힘을 통해 효과적으로 감시되도록 하는 정책이 우선되어야 한다.

감사위원회제도도 마찬가지이다. 제대로 운영되면 감사위원회제도는 경영진 감시 측면에서 사외이사제도를 효과적으로 보완할 수 있지만 지배주주가 시장의 견제 없이 구조적으로 이해상충적인 행동을 할 수 있는 상황에서는 큰 효과를 발휘하기 어렵다고 생각된다. 사외이사제도와 감사위원회 제도를 수입한 미국은 투자자보호를 위한 법체계가 가장 잘 발달된 나라들 가운데 하나라는 것에 주목할 필요가 있다.

외부지배구조 관련 정책도 내부지배구조 관련 정책과 비슷한 모습을 보이고 있다. 금융시스템을 영미식 시장중심시스템으로 전환하기 위한 제도들이 도입되었지만 이러한 제도들의 효과적 운영을 뒷받침하기 위한 하부구조가 정비되지 못했기

때문에 큰 성과를 거두지 못했다고 생각된다. 적대적 인수합병에 대한 규제가 대폭 완화되었음에도 불구하고 인수합병 시장이 형성되어 있지 않고 있고 스톡옵션 제도를 도입했지만 주주이익 극대화를 위한 유인제공 효과를 충분히 거두지 못한 채 단순한 보상제도의 하나로 기능하고 있다. 직접금융 활성화를 위해 주식시장을 육성하려는 정책적 시도가 있었지만 큰 효과를 거두지 못했다. 코스닥 시장에서의 거품 형성과 붕괴는 주식시장이 우리나라에서 안정적인 기업 자금조달의 장으로 자리 잡기 어렵다는 것을 보여주고 있다.

금융시스템을 시장중심으로 전환시키는 정책들이 실패한 근본 원인은 하부구조 개선이 전제되거나 병행되지 않았기 때문이다. 분식회계의 만연에서 보듯이 회계투명성이 개선되지 않고 있으며 집단소송제 도입 지연에서 보듯이 투자자보호를 위한 법체계도 제대로 개선되지 않고 있다. 은행은 우리나라 기업의 외부자금조달의 가장 큰 원천이라는 점에서 외부지배구조의 중요한 장치라고 할 수 있지만 거래기업 감시를 효과적으로 수행하지 못하고 있다. 은행 기능의 정상화는 그 자체로서도 중요하지만 자본시장의 발전을 위한 하부구조로서도 중요하다. 시장중심 금융제도를 채택하고 있는 영국과 미국의 경우 은행이 기업에 대한 대표적인 정보생산자로서 자본시장의 발전을 위해 중요한 역할을 수행하고 있다.



지배구조 개선의 정도와 효과에 대한 설문조사

1. 개 요

그간 우리나라 기업지배구조 개혁의 성과와 관련하여 다양한 평가가 제시되었지만 결론의 방향성이 일치하지 않고 부분적인 평가에 그치는 경우가 많았다. 본 연구에서는 기존평가와의 차별화라는 관점에서 지배구조 개혁의 당사자인 기업들로 하여금 그간의 성과를 평가토록 하는 설문조사를 시행하였다. 설문조사의 대상은 전체 상장기업이다.

설문조사의 방법은 이메일을 이용하여 각 상장기업 공시담당자에게 설문지와 회답지를 보내고 다시 이메일로 회답지를 받는 방법을 채택하였다. 이를 위해 사전에 증권거래소 및 기업지배구조개선지원센터로부터 상장기업별 공시담당자의 이름과 이메일 주소를 수집하였다. 수집한 공시담당자의 이름과 이메일 주소에는 그간 바뀌었거나 원래 잘못된 부분이 상당 부분 포함되어 있다.

그럼에도 불구하고 이메일을 이용한 설문조사는 시행의 편

이함과 시간의 절약이라는 장점이 있다. 그러나 설문조사 자체가 갖는 낮은 회수율의 한계에 더해 방문조사나 우편조사가 아닌 이메일 방식의 설문조사는 극히 낮은 회수율을 보일 수밖에 없다. 이메일을 이용한 설문조사의 단점을 보완하기 위해 갖가지 방안을 강구하여 회수율을 높이고자 하였다.

특정 그룹을 대상으로 한 이메일의 집단발송 방식을 피하고 개개인에게 보내는 방식으로 수신인의 이름을 명기하여 수백 번의 발송작업을 반복하였다. 설문조사의 취지 및 협조요망 사항을 충분히 설명하고 회수율이 낮았을 때 조사 자체가 성립하지 않음을 별도의 발송문을 통해 설득하였다. 1차로 설문을 보내고 일정 기간 경과 후 재차 설문을 발송하였다. 확인가능한 범위내에서 직접 공시담당자에게 전화를 하여 설문조사에 협조하여 주기를 요청하였다.

공시담당자의 이름과 이메일 주소를 알 수 있는 상장회사 680여사에 설문을 보내 이중 이메일 주소 오류 등으로 전달되지 못하고 되돌아온 200개 가까이를 제외하고 488사에 설문이 발송되었다. 몇 차례 추가 요청을 통해 최종적으로 회수한 설문은 77개로서 회수율 15.8%를 기록하였다. 이는 이메일 조사라는 점을 감안할 때 매우 높은 회수율이라고 할 수 있으며 2003년 8월말 현재 전체 상장회사 686사의 11.2%에 해당하는 기업이 회답을 한 셈이 된다.

전체 상장기업의 11.2%에 해당하는 회답기업이 어느 정도 대표성을 갖는지는 의문이지만 업종과 규모별로 회답기업을 분류하여 보면 비교적 골고루 분포되어 있음을 알 수 있다. 즉

회답기업의 업종을 제조업과 비제조업(금융업 포함)의 둘로 나누고 규모를 자산총액 5,000억원 이상(규모 대), 5,000억원 이하 1,000억원 이상(규모 중), 1,000억원 이하(규모 소)의 셋으로 나누어 분류한 결과 제조업 45, 비제조업 30, 규모 대 32, 규모 중 26, 규모 소 17로 집계되었다.

2. 항목별 평가

우리나라 기업 전반을 대상으로 그간의 제도변화로 인하여 실질적인 지배구조 관행이 얼마나 바뀌었는지 조사한 결과 상당히 개선되었다는 회답이 2/3를 차지하였다. 개선효과가 별로 없다는 부정적인 견해가 1/3 정도를 차지한 데 비해 두 배 이상이 상당한 효과가 있음을 인정한 것이다.

해당 기업의 경우 어떠한지 조사한 결과 개선의 효과가 있다는 회답이 60%에 이르고 크게 개선되었다는 회답 13.3%를 합치면 절대 다수가 과거에 비해 개선되었다고 회답하였다. 거의 변하지 않고 개선효과가 없다는 회답은 26.7%이다.

상기 두 개의 설문을 비교해보면 우리나라 기업 전체에 비해 해당 기업에 있어서 지배구조 관행의 개선효과가 큰 것으로 인식되고 있다(표 V-1 참조). 이는 당해 기업이 다른 기업보다 낫다고 보는 자연스런 현상을 반영하는 것이지만 지난 몇 년간 자사의 지배구조가 크게 혹은 어느 정도 개선된 것이라고 보는 기업의 비율이 상당한 수준에 이른다는 것은 매우 의미 있는

표 V-1

지배구조 개선의 여부

단위 : %

	기업 전체	당해 기업
크게 개선	1.3	13.3
개선된 편	66.7	60.0
개선효과 무	32.0	26.7

일이라고 할 수 있다.

의무화된 규정으로서 제도를 도입하지만 실제로 어떻게 운영하고 있는지 조사한 결과 이왕 도입하는 바에 적극적으로 활용하고 있다는 기업의 비율은 낮은 수준에 머무르고 있다(9.3%). 의무규정이니까 마지못해 따라가는 경우(45.3%)와 요건을 따르면서 가급적 운용의 효과를 보려는 경우(45.3%)가 대부분인 것으로 나타났다.

제도변화로 인하여 당해 기업에 어떠한 영향이 있었는지 조사한 결과 실제로 성과가 별로 좋아지지 않았거나(42.7%) 영향이 있기는 하지만 대외적인 홍보나 이미지에 불과하다는 회답(53.3%)이 대부분인 것으로 분석되었다. 투자기회 확대나 자금조달 용이 등 실질적인 성과가 있다는 기업의 비율은 4.0%에 불과하고 이익이나 주가의 향상에 도움이 되었다는 기업은 전무한 것으로 나타났다.

이러한 조사결과를 앞에서의 지배구조 관행 개선이라는 회답과 연관시켜 보면 제도도입으로 지배구조 관행이 개선된 것은 틀림없지만 이로 인해 경영의 성과에 직접 영향을 미치지 않는다는 것으로 해석할 수 있다. 즉 기업의 입장에서는 의무

화된 제도도입에 소극적으로 대응하고 있으면서 그로 인해 지배구조 관행은 상당히 개선된 것으로 평가됨에도 불구하고 성과를 향상시키는 요인으로 작용하지 않는다고 본다는 것이다.

이를 다시 한번 확인하기 위해 지난 몇 년간 경영성과가 호전된 것이 어떠한 요인에 의한 것인지 문의한 결과 지배구조 개선이 주요한 요인이었다는 회답은 5.4%에 불과하고 지배구조도 일부 작용하였지만 다른 요인의 영향이 더 컸다는 회답이 48.6%에 이르고 있다. 반면에 지배구조 개선과 경영성과 향상은 무관하다는 회답이 45.9%를 차지하고 있다.

지배구조 개선을 위해 각 기업들이 중점을 두는 분야가 무엇인지 여섯 가지로 나누어 1부터 5까지의 척도로 분야별로 평가하도록 하였다. 여기서의 여섯 가지 분야는 Black외(2003)의 지배구조 종합지수를 구성하는 여섯 가지 하위지수와 같은 것이다.

조사결과 정보공개 및 투명성(5점 만점 중 3.87), 이사회역할(3.81) 등 두 가지 분야가 상위그룹을 차지하였고 사외이사제도(3.23), 주주권리 보호(3.19)가 중위그룹을 차지하였다. 소유구조상의 정비(3.08), 감사위원회 및 내부감사제도(3.04)는 하위그룹에 해당하였다. 소유구조 분야가 순위가 낮은 것은 당연하지만 감사관련이 최하위로 평가된 것은 매우 의외의 결과이다.

동일한 여섯 가지 분야를 대상으로 제도개선의 효과가 어느 정도인지 평가하도록 한 결과 정보공개 및 투명성(3.65), 이사회역할(3.57)이 상위그룹을 차지하고 사외이사제도(3.24), 감사위원회 및 내부감사제도(3.07), 주주권한 보호(2.88), 소유구조상의 정비(2.82)의 순으로 나타났다. 감사위원회 및 내부감사

제도, 주주권리 보호의 분야가 중점분야와 개선효과에서 순위가 약간씩 다르게 나타났다.

중점분야와 개선효과를 동시에 고려하면 대체로 중점분야가 개선효과에 비해 평가점수가 높은 것으로 나타났다(표 V-2 참조). 이는 각사가 중점을 두고 지배구조 개선에 노력을 하고 있지만 실제 개선효과는 그만큼 크지 않다는 것을 의미한다고 볼 수 있다.

특히 개선효과에 있어서 정보공개 및 투명성, 이사회역할 등은 나름대로 개선효과가 높은 반면 사외이사제도, 감사위원회 및 내부감사제도는 그에 미치지 못하고 있다. 주주권리 보호, 소유구조상의 정비는 개선효과가 매우 낮음을 보여주고 있다.

지배구조의 개선효과가 크지 않은 이유에 대해서 복수응답으로 회답을 구한 결과 소유집중으로 인한 외부주주 영향력 미약(25.4%), 의무화된 제도가 한국적 상황이나 각사 특성과 부적합(24.6%)이 중요한 원인인 것으로 집계되었다. 이사회 등의

표 V-2 지배구조 개선의 중점분야와 개선효과

	중점분야(순위)	개선효과(순위)
· 주주권리 보호(소수주주권 포함)	3.19(4)	2.88(5)
· 이사회역할	3.81(2)	3.57(2)
· 사외이사제도	3.23(3)	3.24(3)
· 감사위원회 및 내부감사제도	3.04(6)	3.07(4)
· 정보공개 및 투명성	3.87(1)	3.65(1)
· 소유구조상의 정비	3.08(5)	2.82(6)
평 균	3.37	3.21

형식적 운영(14.6%), 정부정책의 비실효성(14.6%), 기업측의 개선의욕 부족(13.8%)이 비슷비슷한 비율로 나타났다.

시장압력 부재 내지 취약(6.9%)은 최하위를 차지하여 개선 효과 미흡의 원인이 되지 않는 것으로 나타났다. 결국 기업들은 지배구조 개선을 위한 제도변화가 우리와 잘 맞지 않는 서구식 제도를 그대로 도입하여 실질적인 효과가 크지 않은 것으로 평가하고 있다는 것이다.

이 설문에 대해 지배구조 개선의 효과가 충분치 않은 데 해당하지 않는다고 하여 회답을 하지 않은 기업도 5사가 있었다. 소수이기는 하지만 적어도 이들 기업은 자사의 지배구조 개선이 상당히 진전되었고 효과도 있었다고 평가한다고 볼 수 있다.

지배구조가 각사의 기업경영에 있어서 얼마나 중요한지 평가토록 한 결과 기업경영상 비교적 중요한 요인이라는 회답이 절반에 이르고 있다(51.4%). 그다지 중요치 않다는 회답과 핵심적 요인이라는 회답이 같은 비중으로서 각각 24.3%에 해당하였다.

성과개선의 요소로서 지배구조 개선이 얼마나 중요한지 평가토록 한 결과 비교적 중요한 요인이라는 회답이 41.3%, 그다지 중요치 않다는 회답이 40.0%로서 비슷한 비율로 나타났다. 지배구조가 성과개선의 핵심적 이슈라고 회답한 비율은 18.7%이다. 회답 기업들의 입장에서 보면 지배구조는 기업경영상 중요하지만 성과개선의 요소로서는 그만큼 중요하지 않다고 평가하고 있다(표 V-3 참조).

표 V-3 기업경영과 성과개선상의 중요성

	핵심적 이슈의 하나	비교적 중요한 요인	그다지 중요치 않음
기업경영 비중	24.3%	51.4	24.3
성과개선 요소	18.7%	41.3	40.0
차 이	5.6p	10.1p	-15.7p

3. 관련요인의 중요성 평가 : 계층분석기법

앞에서의 전반적 평가가 주관적인 인식의 조사에 해당한다면 이하 관련요인의 중요성 평가는 가급적 주관적인 요소를 객관화하려는 시도이다. 지배구조 개선의 성과에 관련된 요인들 중 어떤 것이 더 중요한지 계층분석기법(AAnalytical Hierarchy Method)을 이용하여 분석하였다.

여러 개의 요소가 복합적으로 관련되어 있어 어느 것이 더 중요한지 판단하기 어려운 경우 두 개씩 짝을 지워 더 중요한 요인과 정도를 평가케 하고 이를 여러 단계의 행렬계산에 의해 최종적인 해를 도출하게 된다. 계층분석기법의 양식, 샘플, 산출결과를 본장의 말미에 첨부자료로 제시하였다. 전체 응답자의 중요성 평가에 관한 순위의 집계는 다음 표 V-4 , 표 V-5 와 같다.

표 V-4 에 의하면 설문조사 응답자들은 지배구조 개선의 분야별 중요성으로서 투명성 및 공시관련 제도가 가장 중요하고 이어서 이사회 등에 의한 경영자 통제, 소유구조 정비 및 경영자

표 V-4 관련요인의 중요성 평가 집계(1)

	A	B	C	D	가	나	다
합계	184	214	133	195	173	151	126
소계	155	193	117	164	148	133	109

주 : 합계는 전체 75개 응답, 소계는 일관성이 낮은 응답을 제외한 집계.
 • 경영자 역할 통제(A) : 이사회 등에 의해 경영자, 지배주주의 역할을 감시하고 견제.
 • 소수주주 권리보호(B) : 경영자로부터 소수주주의 권리가 침해되지 않도록 보호.
 • 투명성과 공시(C) : 기업경영의 현황을 적절하게 공개하고 투명성을 유지.
 • 소유구조 정비/경영자 기능(D) : 지배주주/경영자 소유구조 정비, 기능발휘.
 • 정부의 정책(가) : 법률, 규정으로 새로운 제도를 도입하고 실행에 옮기도록 유도.
 • 시장의 압력(나) : 소수주주, 잠재적 투자자, 채권은행, 거래처 등이 개선의 압력.
 • 기업 스스로의 의사(다) : 기업의 성장·발전을 위해 반드시 필요하다는 자발적 의사.

표 V-5 관련요인의 중요성 평가 집계(2)

	A			B			C			D		
	가	나	다	가	나	다	가	나	다	가	나	다
합계	161	139	129	157	144	135	157	150	130	191	129	110
	가				나				다			
	A	B	C	D	A	B	C	D	A	B	C	D
합계	161	157	157	191	139	144	150	129	129	135	130	110

주 : 일관성이 낮은 응답을 모두 포함한 합계만을 제시(결과 동일).

기능 발휘가 중요하며 소수주주 권리보호는 가장 중요성이 낮은 것으로 평가되었다. 이는 앞서 6개 분야로 나누어 주관적인 견해를 물었던 결과와 상당 부분 부합하는 것이다(표 V-6 참조).

표 V-6 전반적 평가와 계층분석기법

전반적 평가의 항목과 순위	계층분석기법의 항목과 순위
• 주주권리 보호(소수주주권 포함) : 4	• 소수주주 권리보호 : 4
• 이사회 역할 : 2	• 경영자 역할 통제 : 2
• 사외이사제도 : 3	
• 감사위원회 및 내부감사제도 : 6	
• 정보공개 및 투명성 : 1	• 투명성과 공시 : 1
• 소유구조상의 정비 : 5	• 소유구조 정비/ 경영자기능 발휘 : 3

즉 주관성을 배제하기 위해 쌍대비교를 통한 계층분석기법을 시도한 결과 지배구조 제도개선의 분야로서 중요한 것은 투명성과 공시, 이사회 등 통제장치라는 데 일치하고 있다. 주주권리 보호는 전반적 평가에서 6개중 4위를 차지한 반면 계층분석기법에서는 4개중 최하위를 차지하였다.

지배구조 개선의 주체로서 중요한 것이 무엇인지 조사한 결과 기업자율이 가장 중요하고 그 다음이 시장압력, 마지막으로 정부정책의 순으로 나타났다. 지배구조 개선에 있어서 기업 스스로가 개선하지 않으면 안되겠다는 의사가 필요하고 이를 통해 제도개선의 성과향상이 기대된다는 것을 의미한다.

반면에 제도도입 의무화 등 정부정책에 의한 지배구조 개선은 해당기업에게 있어서 별로 중요치 않으며 성과향상의 요인으로 작용하지 않음을 보여주고 있다. 분야별, 주체별 관련요인의 중요성 평가 순위는 일관성이 낮은 회답의 결과를 제외한 집계에서도 똑같은 것으로 나타났다.

표 V-5 에 의하면 먼저 네 가지 분야별로 세 가지 주체가 어느 것이 중요한지 조사한 결과를 집계해보면 분야에 상관없이 기업자율-시장압력-정부정책의 순으로 나타나고 있다. 세 가지 주체별로 네 가지 분야가 어느 것이 중요한지 조사한 결과를 집계해보면 첫째, 정부정책에 있어서는 정보공개 및 투명성, 소수주주 권리보호가 중요하고 다음으로 이사회 등 경영자 통제가 중요하며 소유구조 정비 및 경영자 기능 발휘는 가장 중요치 않은 것으로 나타났다.

둘째, 시장압력에 있어서는 소유구조 정비 및 경영자 기능 발휘가 가장 중요하고 이사회 등 경영자 통제가 다음으로 중요하며 소수주주 권리보호, 투명성과 공시는 그다지 중요치 않은 것으로 나타났다. 셋째, 기업자율에 있어서는 소유구조 정비 및 경영자 기능 발휘가 가장 중요하고 다음으로 이사회 등 경영자 통제가 중요하며 투명성과 공시, 소수주주 권리보호는 그다지 중요치 않은 것으로 집계되었다.

이러한 결과를 다시 해석하면 네 가지 분야 모두 기업자율-시장압력-정부정책의 순으로 중요하지만 시장압력이나 기업자율이 아닌 정부정책에 의해 상대적으로 효과를 거둘 수 있는

표 V-7 주체별·분야별 순위의 비교

	A	B	C	D	총 합
가	3/2	3/1	3/1	3/4	3
나	2/2	2/3	2/4	2/1	2
다	1/2	1/4	1/3	1/1	1

주 : m/n에서 m은 주체-분야별 순위, n은 분야-주체별 순위.

분야가 있다면 투명성과 공시제도, 소수주주 권리보호라고 볼 수 있다는 것이다. 이에 관해서는 표 V-7 을 참조할 수 있을 것이다.

4. 요약과 의미

이상 설문조사에 의한 평가의 결과를 요약해보면 몇 가지 흥미있는 사실을 발견할 수 있다. 그간의 제도변화로 기업의 지배구조 관행이 개선되었다는 의견이 대부분을 차지하고 있다. 당해 기업은 물론 기업 전체에 있어서 지배구조가 개선된 것으로 평가되고 있다.

그러나 법률이나 규정에 의해 강제적으로 제도변화를 하는데 대해서는 소극적인 자세를 보이고 있다. 의무화되어 있기 때문에 마지못해 따라간다는 것이다.

소극적으로 대응함에도 불구하고 지배구조 관행이 개선되었다는 것은 강제규정으로 지배구조를 바꾸도록 했던 초기의 접근방법이 어느 정도 유효했음을 의미하고 있다. 기업들이 스스로 지배구조 관행을 바꾸려 하지 않는 상태에서 외부의 압력에 의해 제도변화를 하도록 한 것이 나름대로 효과를 거두었다고 볼 수 있다.

제도변화가 관행개선을 가져온 것은 분명하지만 성과향상으로 연결되지 않는다고 볼 수 있다. 기업들은 지배구조 개선이 경영성과의 향상에 실질적인 도움이 되지 않는다고 인식하고

있다. 경영성과에는 직접 영향을 미치지 않지만 대외적인 이미지, 신뢰성 등 간접적으로 도움을 준다는 점은 인정하고 있다.

기업들은 지배구조 관행의 여러 가지 분야중 정보공개 및 투명성, 이사회역의 역할에 중점을 두고 있는 것으로 나타났다. 제도개선의 효과도 이들 분야가 가장 뚜렷한 것으로 집계되었다.

정보공개 및 투명성, 이사회 등에 의한 경영자 통제가 중요하다는 사실은 계층분석기법에 의한 관련요인의 중요성 평가와도 일치한다. 소유구조 정비 및 경영자 기능 발휘, 소수주주 권리보호는 상대적으로 덜 중요한 것으로 평가되고 있다.

지배구조가 실질적으로 개선되기 위해서는 기업들이 스스로의 필요에 의해 자발적 의사로 추진하는 것이 중요하다고 평가되고 있다. 정부정책은 그다지 중요치 않은 것으로 집계되었다.

이러한 결과는 앞의 전반적 분석에서 기업들이 소극적으로 대응함에도 불구하고 지배구조 개선이 이루어졌다는 상반된 입장과 모순되는 것이다. 이는 제도개선의 초기에는 기업들이 스스로 바뀌지 않더라도 강제규정에 의해 지배구조 개선의 압력을 행사하는 것이 유효했지만 지속적이고 실질적인 변화를 유도하기 위해서는 기업자율에 의해 추진되는 것이 바람직하다는 것으로 해석할 수 있다.

1차적으로 제도도입의 틀이 마무리되고 2차적으로 제도운영의 내실을 기하기 위해서는 초기 단계의 정책을 대체하여 기업의 자발적 추진이 중요하다고 할 수 있다. 어떤 제도가 도입된 것과 제대로 작동하는 것은 별개의 문제이기 때문이다.

5. 기존 평가와의 비교

Black외의 연구와 본 설문조사의 결과중 일치하는 부분은 지배구조 개혁의 강제규정들이 효과를 거두었다는 점이다. Black외에서는 지배구조와 경영성과간 실증분석을 통해 지배구조 개선이 경영성과 향상과 밀접한 연관이 있음을 밝혔고 본 설문조사에서는 기업들이 마지못해 따라하면서도 관행이 개선되었다고 평가함으로써 의무화된 제도변화의 효과가 있다는 점을 시사하였다.

본 설문조사의 결과와 Black외의 평가결과를 비교해보면 계산상의 이유로 다른 5개 부문에 비해 지나치게 점수가 높은 소유 일치도를 제외한 5개 부문에 있어서 순위가 크게 다르게 나타나고 있다(표V-8 참조). 상위의 원인은 첫째, 조사의 성격이 다르기 때문에 직접 비교하기가 어렵다는 점을 들 수 있다. 둘째, Black외에서 사용된 당초의 실태조사는 부문별로 제도의

표V-8 설문조사 결과와 Black외의 비교

	본 설문조사		Black외 점수(순위)
	중점분야(순위)	개선효과(순위)	
· 주주권리 보호	3.19(4)	2.88(5)	3.46(4)
· 이사회역의 역할	3.81(2)	3.57(2)	7.75(2)
· 사외이사제도	3.23(3)	3.24(3)	4.29(3)
· 감사위원회/내부감사제도	3.04(5)	3.07(4)	10.97(1)
· 정보공개 및 투명성	3.87(1)	3.65(1)	1.17(5)
· 소유구조상의 정비	3.08(-)	2.82(-)	16.59(-)

채택 및 시행 여부에 따라 자동적으로 점수가 주어지는 것이고 본 설문조사에서는 부문별로 실질적으로 중점을 두거나 제도 개선의 효과를 보고 있는 정도를 평가하도록 하였다. 이는 점이다.

그러나 부문별 개선정도에 관해서는 본 설문조사 결과와 KDI 연구가 비슷한 경향을 나타내고 있다. 본 설문조사에서 정보공개 및 투명성, 이사회 역할이 가장 큰 개선효과가 있다고 집계되었고 KDI 연구에서도 2001년부터 2003년 사이에 투명성, 이사회 구성의 두 부문이 개선정도가 컸던 것으로 나타났다.

KDI의 평가결과는 본 설문조사의 발견과 상당 부분 일치한다. 즉 그간의 제도개선으로 기업의 지배구조 실무가 과거에 비해 어느 정도 개선된 것으로 나타나고 있다. 그러나 여전히 기업들은 제도변화에 마지못해 대응함으로써 개선의 정도가 충분한 수준에 이르지 못하고 있다고 할 수 있다. 또한 아직 제도 개선이 충분치 못함으로써 성과향상으로 연결되지 않는다고 볼 수 있다.

지배주주의 존재로 인하여 지배구조 개선의 정도가 제약된다고 하는 발견도 일치한다. 본 설문조사에서 지배구조의 개선 효과가 크지 않은 원인으로서는 소유집중으로 인한 외부주주 영향력 미약이 가장 높은 것으로 나타났고 KDI 연구에서도 사외 이사제도 등이 형식적으로 운영되는 데는 지배주주의 존재가 커다란 이유가 되고 있다.

반면에 Durnev and Kim(2002)에서는 확실한 대주주가 있는 소유집중 기업에 있어서 더 좋은 지배구조 관행이 관찰된다고 함으로써 본 설문조사 및 KDI 연구와 상반되는 결과를 도출하

었다. 이는 대주주의 존재 및 소유집중이 좋은 지배구조 관행을 채택할 유인으로 작용하는 한편 지배구조 개선의 제약요인이 되기도 한다는 양면성을 갖는다고 해석할 수 있다.

지배구조와 관련하여 제도도입은 상당한 수준으로 진전이 된 반면 제도집행에 관해서는 아직 취약한 수준이라는 발견이 본 설문조사와 KDI 연구에서 공통적으로 나타나고 있다. 본 설문조사에서 기업들이 의무화된 규정들을 따라가지만 적극적으로 활용하지는 않고 있는 것으로 분석이 되었고 KDI 연구에서는 특히 외부통제 시스템에 있어서 제도수준에 비해 집행수준이 크게 낮은 것으로 집계되었다.

지배구조의 개선이 경영성과의 향상으로 연결될 것인가는 매우 흥미있는 주제임에도 불구하고 많은 실증분석 연구가 축적되지 않은 상황에서 본 설문조사에서는 양자간에 뚜렷한 관계가 없고 지배구조 개선이 성과향상으로 연결되지 않고 있는 것으로 분석되었다. 그러나 종합적인 지배구조 지수와 경영성과의 관계를 분석한 몇몇 연구에서는 지배구조 개선과 경영성과간에 밀접한 연관이 있는 것으로 분석되었다.

한국을 대상으로 한 Black외(2003), Durnev and Kim(2002)은 물론 미국이나 일본을 대상으로 한 Gompers외(2001), 大村敬一외(2001)에서 지배구조와 경영성과간에 통계적으로 유의한 상관관계가 발견되었다. 그럼에도 불구하고 지배구조 개선이 경영성과 향상에 직접 도움을 주는지에 대해서는 아직 많은 異論이 있으며 적어도 우리나라 기업 실무자들은 이에 관해 부정적인 견해를 보이고 있다.

첨부자료

I. 전반적 평가

1. 지난 몇 년간 기업지배구조의 제도변화로 인하여 우리나라 기업들의 실질적인 지배구조 관행은 어떻게 바뀌었다고 보십니까?
 - ① 선진국 수준으로 크게 향상되었다(1.3%)
 - ② 선진국 수준은 아니지만 상당한 수준으로 개선되었다(66.7%)
 - ③ 제도변화의 실질적인 개선효과는 별로 없는 것 같다(32.0%)

2. 귀사의 경우에는 지배구조의 관행이 어떻게 바뀌었다고 생각하십니까?
 - ① 이전에 비해 크게 개선되었다(13.3%)
 - ② 충분하지는 않지만 개선의 효과가 있는 편이다(60.0%)
 - ③ 거의 변하지 않았다고 할 수 있다(26.7%)

3. 상장회사에 대해 여러가지 제도가 의무화되어 있습니다. 귀사의 경우 의무화된 제도 도입과 실제 관행이 어떠한 관계에 있다고 보십니까?
 - ① 도입된 제도에 걸맞게 실제 관행도 충분히 개선되었다(16.0%)
 - ② 도입된 제도로 인하여 실제 관행에 약간의 영향이 있었다(74.7%)
 - ③ 도입된 제도와 실제 관행은 아무런 관련이 없다(9.3%)

4. 도입된 제도를 실제로 운용함에 있어서 귀사는 어떠한 방침이 적용되고 있습니까?
- ① 의무규정이기 때문에 요건만 충족시키는 선에서 운용하고 있다(45.3%)
 - ② 요건대로 따르고 있지만 운용상 효과를 보려고 노력하고 있다(45.3%)
 - ③ 도입에 따르는 코스트를 상회하는 실질적인 효과를 보도록 의무규정 이상으로 적극적으로 활용하고 있다(9.3%)
5. 지배구조에 관련된 제도변화가 귀사에 어떠한 영향을 미쳤다고 보십니까?
- ① 별로 영향을 미치지 않았다(42.7%)
 - ② 실제의 영향은 별로 없지만 대외적인 홍보 효과, 국내외 평가기관의 좋은 이미지 등에서 좋은 영향을 미쳤다(53.3%)
 - ③ 외부의 잠재적인 투자자들로부터 긍정적인 평가를 받아 투자기회가 확대되고 자금조달이 용이해졌다(4.0%)
 - ④ 당사의 실질적인 경영성과(이익, 주가) 향상에 직접 도움이 되었다(0%)
6. 귀사의 경우 지난 몇 년간에 걸쳐 경영성과가 좋아졌다면 이는 어떠한 요인에 의한 것이라고 보십니까?
- ① 기업지배구조상의 변화가 주요한 원인이었다(5.4%)
 - ② 지배구조도 중요하지만 다른 요인의 영향이 더 컸다(48.6%)
 - ③ 경영성과의 개선과 지배구조와는 무관하다(45.9%)

7. 지배구조 개선의 실질적인 효과를 위해 귀사에서 특히 중점을 두는 분야는 무엇입니까?(중점을 두는 정도에 따라 1~5의 번호를 매겨 주십시오)

	1	2	3	4	5	평균
7-1 주주권리 보호(소수주주권 포함)	1	16	31	22	5	3.19
7-2 이사회역의 역할	0	5	22	30	18	3.81
7-3 사외이사제도	6	11	25	26	7	3.23
7-4 감사위원회 및 내부감사제도	9	13	25	22	6	3.04
7-5 정보공개 및 투명성	1	2	17	41	14	3.87
7-6 소유구조상의 정비	8	8	34	18	6	3.08

8. 귀사의 경우 이중에서 제도개선의 효과가 특히 큰 분야는 무엇입니까?(개선의 효과가 큰 정도에 따라 1~5의 번호를 매겨 주십시오)

	1	2	3	4	5	평균
8-1 주주권리 보호(소수주주권 포함)	4	19	37	12	3	2.88
8-2 이사회역의 역할	2	6	26	29	12	3.57
8-3 사외이사제도	7	8	27	26	7	3.24
8-4 감사위원회 및 내부감사제도	7	11	31	22	4	3.07
8-5 정보공개 및 투명성	2	6	19	37	11	3.65
8-6 소유구조상의 정비	8	17	34	10	5	2.82

9. 귀사의 경우 지배구조 개선의 효과가 충분치 않다면 그 원인은 무엇이라고 생각하십니까?(복수응답 가능)

- ① 이사회 등의 형식적 운영(14.6%)
- ② 소유집중으로 인한 외부주주의 영향력 미약(25.4%)
- ③ 정부정책의 비실효성(14.6%)
- ④ 시장압력의 부재 내지 취약(6.9%)

134 기업지배구조 개혁의 성과에 관한 연구

- ⑤ 기업 스스로의 개선 의욕 부족(13.8%)
- ⑥ 의무화된 제도들이 한국적 상황이나 귀사의 특성에 맞지 않아서(24.6%)

10. 귀사의 경우 기업경영 전반에서 차지하는 비중이나 경영성과 개선의 요소로서 지배구조 이슈가 얼마나 중요하다고 생각하십니까?

	① 핵심적 이슈의 하나	② 비교적 중요한 요인	③ 그다지 중요치 않음
10-1 기업경영 비중	24.3%	51.4%	24.3%
10-2 성과개선 요소	18.7%	41.3%	40.0%

II. 기업지배구조 개선의 실질적 성과에 관련된 요인의 중요성 평가

1. 방법 설명

제1단계 : 기업지배구조에 관한 제도변화에 있어서 다음의 네 가지 요인이 중요할 것으로 보입니다. 이들 네 가지 요인을 두 개씩 짝지었을 때 각각의 짝에서 어느 요인이 더 중요한지, 얼마나 더 중요한지 평가하여 주시기 바랍니다.

- 경영자 역할 통제(A) : 이사회 등에 의해 경영자, 지배주주의 역할을 감시하고 견제
- 소수주주 권리보호(B) : 경영자로부터 소수주주의 권리가 침해되지 않도록 보호

- 투명성과 공시(C) : 기업경영의 현황을 적절하게 공개하고 투명성을 유지
- 소유구조 정비/경영자 기능(D) : 지배주주/경영자 소유구조 정비, 기능발휘

제2단계 : 제도개선의 성과향상을 위해서 핵심적인 역할을 해야 할 요소에는 세 가지가 있을 수 있습니다. 이들 세 가지 요인을 두 개씩 짝지었을 때 각각의 짝에서 어느 요인이 더 중요한지, 얼마나 더 중요한지 평가하여 주시기 바랍니다.

- 정부의 정책(가) : 법률, 규정으로 새로운 제도를 도입하고 실행에 옮기도록 유도
- 시장의 압력(나) : 소수주주, 잠재적 투자자, 채권은행, 거래처 등이 개선의 압력
- 기업 스스로의 의사(다) : 기업의 성장·발전을 위해 반드시 필요하다는 자발적 의사

중요성의 수치 및 의미(제1단계 및 제2단계)

중요성 수치	의 미
1	요인 i가 j보다 약간 더 중요한 경우 1로 평가
2	요인 i가 j보다 상당히 더 중요한 경우 2로 평가
3	요인 i가 j보다 절대적으로 더 중요한 경우 3으로 평가

2. 방법 시행

제1단계 : 기업지배구조 제도개선에 있어서 어느 요인이 상대적으로 더 중요한지 평가하여 주시기 바랍니다.

136 기업지배구조 개혁의 성과에 관한 연구

비 교 대 상	둘중 더 중요한 것	중요한 정도(1-3)
경영자 통제(A)-소수주주 권리(B)	1-1	1-2
경영자 통제(A)-투명성·공시(C)	2-1	2-2
경영자 통제(A)-소유구조/경영자기능(D)	3-1	3-2
소수주주 권리(B)-투명성·공시(C)	4-1	4-2
소수주주 권리(B)-소유구조/경영자기능(D)	5-1	5-2
투명성·공시(C)-소유구조/경영자기능(D)	6-1	6-2

예시 : 경영자 역할의 통제가 소수주주의 권리보호에 비해 중요하고, 중요한 정도는 절대적으로 중요하다고 생각하는 경우

비 교 대 상	둘중 더 중요한 것	중요한 정도(1-3)
경영자 통제(A)-소수주주 권리(B)	1-1 A	1-2 3

제2단계 : 제도개선의 성과향상을 위해서 핵심적인 역할을 해야 할 요소로서 어느 요인이 더 중요한지 평가하여 주시기 바랍니다.

요 인	비교대상	둘중 더 중요한 것	중요한 정도(1-3)
경영자 통제(A)	정부(가)-시장(나)	7-1	7-2
	정부(가)-기업(다)	8-1	8-2
	시장(나)-기업(다)	9-1	9-2
소수주주 권리(B)	정부(가)-시장(나)	10-1	10-2
	정부(가)-기업(다)	11-1	11-2
	시장(나)-기업(다)	12-1	12-2
투명성·공시(C)	정부(가)-시장(나)	13-1	13-2
	정부(가)-기업(다)	14-1	14-2
	시장(나)-기업(다)	15-1	15-2
소유구조·경영자기능(D)	정부(가)-시장(나)	16-1	16-2
	정부(가)-기업(다)	17-1	17-2
	시장(나)-기업(다)	18-1	18-2

예시 : 경영자 역할 통제를 위해서는 정부의 정책이 시장의 압력보다 중요하고, 중요한 정도는 약간 중요하다고 생각하는 경우

요인	비교대상	둘중 더 중요한 것	중요한 정도(1-3)
경영자 통제	정부(가)-시장(나)	7-1 가	7-2 1

3. 계층분석기법을 이용한 평가점수 계산 : 샘플

과정 1 : 분야별 평가

	A	B	C	D	A	B	C	D	가중치
A	1	1/2	1/3	1/2	0.125	0.100	0.167	0.077	0.117
B	2	1	1/3	2	0.250	0.200	0.167	0.308	0.231
C	3	3	1	3	0.375	0.600	0.500	0.462	0.484
D	2	1/2	1/3	1	0.250	0.100	0.167	0.154	0.168

과정 2 : 주체별 평가

A	가	나	다	가	나	다	점수
가	1	2	1/3	0.222	0.600	0.077	0.300
나	1/2	1	3	0.111	0.300	0.692	0.368
다	3	1/3	1	0.667	0.100	0.231	0.332

B	가	나	다	가	나	다	점수
가	1	1/2	1/3	0.167	0.143	0.182	0.164
나	2	1	1/2	0.333	0.286	0.273	0.297
다	3	2	1	0.500	0.571	0.545	0.539

제 V 장 지배구조 개선의 정도와 효과에 대한 설문조사 139

A	가	나	다	점수	가중치 곱	일관성 측도	
가	1	2	1/3	0.300	1.146	3.824	
나	1/2	1	3	0.368	1.515	4.119	
다	3	1/3	1	0.332	1.354	4.073	
						CI	0.503
						CI/RI	0.867

B	가	나	다	점수	가중치 곱	일관성 측도	
가	1	1/2	1/3	0.164	0.492	3.004	
나	2	1	1/2	0.297	0.894	3.008	
다	3	2	1	0.539	1.625	3.015	
						CI	0.005
						CI/RI	0.0079

C	가	나	다	점수	가중치 곱	일관성 측도	
가	1	1/3	1/3	0.140	0.427	3.049	
나	3	1	1/3	0.286	0.897	3.133	
다	3	2	1	0.574	1.853	3.230	
						CI	0.069
						CI/RI	0.118

D	가	나	다	점수	가중치 곱	일관성 측도	
가	1	2	1/2	0.297	0.894	3.008	
나	1/2	1	1/3	0.164	0.492	3.004	
다	2	3	1	0.539	1.625	3.015	
						CI	0.005
						CI/RI	0.008

5. 관련요인의 중요성 평가 결과(1)

	1단계				2단계			일관성 측도
	A	B	C	D	가	나	다	
1	4	3	2	1	2	3	1	0.054
2	1	3	2	3	3	2	1	0.030
3	1	3	2	4	1	2	3	0.008
4	1	3	2	4	1	3	2	0.030
5	4	2	1	3	3	2	1	0.172
6	2	1	3	4	1	2	3	0.124
7	4	1	2	3	1	2	3	0.132
8	1	3	2	4	1	3	2	0.030
9	2	4	3	1	3	2	1	0.080
10	1	3	2	4	3	2	1	0.081
11	4	2	1	3	3	1	2	0.240
12	3	4	1	2	3	2	1	0.309
13	4	3	1	2	1	3	2	0.022
14	2	4	3	1	2	1	3	0.081
15	3	4	2	1	3	2	1	0.030
16	3	4	2	1	2	3	1	0.022
17	2	4	3	1	3	2	1	0.069
18	3	4	2	1	3	1	2	0.168
19	2	2	2	2	2	1	3	0.000
20	4	2	3	1	3	2	1	0.045
21	3	3	1	3	3	1	2	0.000
22	2	4	1	3	3	2	1	0.044
23	4	3	2	1	2	3	1	0.080
24	2	4	3	1	3	1	2	0.022
25	2	1	3	4	3	1	2	0.069

	1단계				2단계			일관성 측도
	A	B	C	D	가	나	다	
26	3	3	1	3	1	3	2	0.000
27	1	4	1	3	3	1	2	0.023
28	3	3	1	2	3	2	1	0.022
29	4	2	1	3	1	2	3	0.045
30	4	2	1	3	1	2	3	0.023
31	4	2	1	3	1	3	2	0.045
32	4	2	1	3	1	2	3	0.080
33	2	3	1	3	3	2	1	0.092
34	1	4	2	3	2	1	3	0.077
35	1	2	3	4	3	1	2	0.053
36	4	2	3	1	3	2	1	0.045
37	3	1	1	4	3	1	2	0.023
38	2	2	2	2	2	2	2	0.000
39	3	3	1	2	2	3	1	0.022
40	3	1	2	4	3	1	2	0.150
41	1	4	2	3	1	3	2	0.044
42	1	3	3	2	3	1	2	0.022
43	1	3	2	4	2	3	1	0.131
44	4	2	1	3	3	2	1	0.023
45	4	2	1	3	3	2	1	0.172
46	3	4	1	2	2	3	1	0.045
47	1	3	1	3	2	3	1	0.045
48	1	2	3	3	2	3	1	0.022
49	2	4	1	2	1	3	2	0.022
50	3	1	2	4	2	3	1	0.069
51	4	3	1	2	2	1	3	0.045

142 기업지배구조 개혁의 성과에 관한 연구

	1단계				2단계			일관성 측도
	A	B	C	D	가	나	다	
52	1	3	4	2	2	3	1	0.008
53	3	4	1	1	2	3	1	0.093
54	1	4	2	3	2	1	3	0.077
55	3	4	1	2	2	3	1	0.057
56	2	2	2	3	3	2	1	0.142
57	2	3	1	4	3	2	1	0.045
58	2	4	3	1	1	2	3	0.017
59	2	3	1	4	3	2	1	0.044
60	1	4	3	2	3	1	2	0.053
61	3	1	1	4	3	1	2	0.008
62	1	3	2	4	2	2	2	0.044
63	2	4	3	1	3	2	1	0.045
64	2	4	1	3	2	3	1	0.044
65	1	3	4	2	3	1	2	0.069
66	3	2	1	4	3	1	2	0.053
67	3	4	1	2	1	3	2	0.044
68	3	2	1	3	3	2	1	0.022
69	3	4	2	1	3	1	2	0.017
70	2	2	2	2	3	2	1	0.000
71	2	4	1	3	3	2	1	0.045
72	4	3	2	1	3	2	1	0.053
73	3	1	1	4	3	2	1	0.023
74	4	2	1	3	3	2	1	0.045
75	1	4	2	3	1	2	3	0.044

주 : 1) 1, 2, 3, 4/1, 2, 3 순으로 더 중요함을 의미함.
 2) 일관성측도가 0.1보다 크면 일관성이 없고 작으면 일관성이 있음.

6. 관련요인의 중요성 평가 결과(2)

	A			B			C			D		
	가	나	다	가	나	다	가	나	다	가	나	다
1	1	3	2	2	3	1	2	3	1	3	2	1
2	2	3	1	3	3	1	3	2	1	3	2	1
3	1	1	3	1	2	3	1	2	3	2	2	2
4	1	3	2	2	2	2	1	2	3	2	2	2
5	3	2	1	2	1	3	2	3	1	3	2	1
6	3	1	2	1	2	3	2	1	3	2	3	1
7	1	3	2	1	2	2	1	2	3	3	1	2
8	2	3	1	1	3	2	1	3	2	2	3	1
9	3	2	1	3	2	1	3	1	2	3	2	1
10	3	2	1	1	3	2	3	2	1	3	2	1
11	2	1	3	2	1	3	1	3	2	3	2	1
12	3	2	1	3	2	1	3	2	1	3	2	1
13	3	2	1	1	2	2	1	3	2	2	2	1
14	1	2	3	3	2	1	2	3	1	2	1	3
15	1	2	3	3	2	1	3	2	1	2	2	2
16	2	3	1	3	2	1	1	3	2	3	2	1
17	2	2	2	1	3	2	1	2	2	3	1	2
18	1	2	3	3	2	1	3	2	1	3	1	2
19	1	2	3	2	1	3	1	1	2	2	2	2
20	3	2	1	3	2	1	3	2	1	3	2	1
21	3	2	1	2	1	3	2	1	3	3	1	2
22	2	2	2	2	2	2	1	2	3	2	1	1
23	2	3	1	3	2	1	2	2	1	2	3	1
24	3	1	2	2	2	2	3	1	2	2	1	1
25	2	1	2	2	1	1	3	1	2	3	1	2

144 기업지배구조 개혁의 성과에 관한 연구

	A			B			C			D		
	가	나	다	가	나	다	가	나	다	가	나	다
26	1	2	3	2	2	1	1	2	3	2	2	1
27	2	1	2	2	1	1	2	1	2	2	1	2
28	3	2	1	3	1	2	3	2	1	2	2	2
29	1	2	3	1	2	3	1	2	3	3	1	2
30	2	2	1	2	2	1	1	2	3	2	2	1
31	2	1	3	2	3	1	1	3	2	2	1	3
32	2	1	3	1	2	3	1	3	2	3	1	2
33	2	1	1	1	3	2	3	2	1	2	2	2
34	1	2	3	3	1	2	2	1	3	3	1	2
35	2	1	2	3	2	1	3	1	2	3	2	1
36	3	1	2	3	1	2	3	1	2	3	1	2
37	2	2	2	2	2	2	2	2	2	2	2	2
38	3	2	1	2	3	1	2	2	1	3	2	1
39	3	1	2	2	1	2	2	1	1	3	1	2
40	1	3	2	1	3	2	2	3	1	2	3	1
41	2	1	1	3	1	2	3	1	2	3	1	2
42	1	2	1	2	2	2	2	3	1	3	2	1
43	1	2	1	2	1	3	3	2	1	3	2	1
44	3	1	2	3	1	2	3	2	1	3	2	1
45	2	3	1	2	1	3	2	3	1	3	2	1
46	2	3	1	2	2	2	1	1	2	3	2	1
47	2	2	1	2	3	1	2	2	1	2	2	1
48	1	2	2	1	2	2	2	1	3	3	2	1
49	2	3	1	2	3	1	1	3	2	3	2	1
50	3	1	2	2	1	3	2	1	3	3	1	2

	A			B			C			D		
	가	나	다	가	나	다	가	나	다	가	나	다
51	3	2	1	1	2	3	2	2	2	2	2	1
52	2	2	2	2	3	1	2	3	1	3	2	1
53	2	1	2	1	3	2	2	1	2	2	1	2
54	2	2	1	2	2	1	2	3	1	2	2	1
55	3	2	1	3	2	1	3	2	1	3	2	1
56	3	2	1	3	2	1	2	3	1	3	2	1
57	1	3	2	2	1	3	1	2	3	1	1	2
58	1	2	2	3	1	2	3	2	1	3	2	1
59	3	1	2	3	1	2	3	1	2	3	1	2
60	3	1	2	2	1	2	3	1	2	2	1	1
61	2	2	2	2	2	2	2	2	2	2	2	2
62	2	2	1	1	2	3	3	2	1	2	1	1
63	2	3	1	2	2	2	2	3	1	2	1	2
64	3	1	2	1	3	2	2	1	3	3	1	2
65	3	1	2	3	1	2	3	2	1	3	1	2
66	1	3	2	1	3	2	1	3	2	3	2	1
67	3	1	2	2	2	1	2	2	1	2	2	1
68	2	1	1	2	1	1	2	2	2	3	1	2
69	3	2	1	2	3	1	2	2	2	3	1	2
70	3	2	1	3	2	1	3	2	1	2	3	1
71	3	2	1	3	2	1	3	2	1	3	2	1
72	3	1	2	2	2	2	2	3	1	3	2	1
73	3	1	2	3	2	1	3	2	1	2	3	1
74	2	1	3	2	1	3	2	2	2	1	2	3
75	3	2	1	3	2	1	3	2	1	3	2	1

주 : 1, 2, 3, 4/1, 2, 3 순으로 더 중요함을 의미함.



결론 및 시사점

1. 기본방향

국민소득 2만 달러가 정책목표로 대두되고 있다. 이를 위해서는 각 경제주체의 생산성이 더욱 향상되고 혁신활동이 전개되어야 한다. 특히 기업 부문의 역할이 중요하다는 것은 두말할 나위가 없다. 기업이 부가가치를 창출하는 주역을 담당하기 때문이다.

기업들이 기술혁신과 신규사업을 원활히 추진할 수 있도록 하기 위해서는 기업활동에 장애가 되는 요소들이 제거되고 규제 폐지 내지 완화가 이루어져야 한다. 이런 점에서 그간 진행된 지배구조 개혁의 성과가 어느 정도 수준에 이르렀다고 판단되면 대폭적인 규제완화를 검토할 수 있을 것이다.

그런데 앞에서 개별 제도의 부문별로 지배구조의 현황과 성과를 살펴보고 지배구조 개선의 정도와 효과에 대한 설문조사를 통해 분석한 결과 지배구조 개선의 징후가 있는 것은 사실이지만 아직 충분한 수준에 이르지 못하고 있고 미흡한 부분이 남아 있으며 성과향상에 기여하지 못하는 상황인 것으로 판단

되었다. 또한 초기단계에서 강행규정에 의한 제도개선이 나름대로 효과를 거두었지만 실효성을 제고하기 위해 자율적 추진이 요망된다는 점도 지적되었다.

따라서 향후 지배구조 개혁의 성과를 극대화하기 위해서는 도입된 제도들이 실효성을 갖도록 후속조치들이 취해지는 동시에 일부 제도개선의 효과가 있는 부분에 대해 기존 규제의 정비와 완화가 강구되어야 할 것이다. 먼저 제도개선의 실효성 확보 차원에서 실행과 평가 중심의 지배구조 정책이 필요하다는 점을 강조하고자 한다.

기업지배구조의 실효성은 제도의 도입 여부가 아니라 실행 여부에 달려 있다. 실행의 중요성을 보여주는 단적인 예로 크레디리요네증권(CLSA)의 신흥시장 분석결과를 인용할 수 있다. 최근 3년간의 분석결과를 보면 우리나라는 기업별 평가에 있어서 아시아 10개국중 순위가 상승하고 있는 반면 국가별 평가에 있어서는 별다른 진전을 보이지 않고 있다.

이는 조사대상에 포함된 기업들이 대체로 우수한 지배구조 관행을 따름으로써 기업별 평가에서 높은 점수를 받았으나 나머지 기업들이 좋은 지배구조 관행을 따르지 않아도 될 만큼 전반적인 지배구조 여건이 갖추어져 있지 않음으로 해서 국가별 평가가 낮은 점수를 받았기 때문이다. 기업 차원의 지배구조 관행은 개선되고 있으나 국가 차원의 여건은 제자리 걸음을 하고 있는 것이다.

국가별 여건의 평가항목에 있어서 어떤 제도나 관행이 갖추어져 있는가(10%)보다 실제로 이것이 지켜지고 있는가(30%)

하는 실행의 측면이 강조되고 있다. 우리나라는 매년 이 항목이 가장 낮게 평가되고 있다. 따라서 실행력의 제고가 향후 지배구조 2단계 개혁의 중점과제라고 할 것이다.

실행의 측면과 함께 평가의 중요성도 간과할 수 없다. 신용평가, 주식평가와 함께 지배구조 평가가 중요성을 갖는 이유는 지배구조와 기업가치간에 밀접한 연관이 있기 때문이다. 기관투자자, 애널리스트, 펀드매니저 등으로부터 좋은 지배구조를 갖춘 것으로 평가받게 되면 투자인센티브가 증대되어 자금조달이 유리해지고 자본비용이 낮아지는 효과가 있다.

지배구조 평가가 의미를 갖는 것은 평가점수가 높거나 개선된 정도가 높은 기업일수록 주가에 긍정적인 영향을 미친다는 점 때문이다. 최근 지배구조 관행을 종합점수로 환산하여 경영성과와의 관계를 분석한 연구에 의하면 지배구조 점수와 Tobin Q, Book-Market Ratio 등 성과변수 사이에 유의한 상관관계가 관찰되고 있음을 알 수 있다.

우리나라도 선진국에서처럼 지배구조를 분석하고 평가하는 전문기관이 필요한 시점이며 이러한 시장의 평가를 바탕으로 지배구조 개선이 탄력을 받게 될 것이다. 이미 CLSA, S&P, GMI 등 외국의 전문기관이 한국기업을 대상으로 한 지배구조 평가업무를 개시하고 있다. 외국계가 유리한 점도 있지만 우리나라에서도 전문기관을 육성하여 자체적인 평가를 할 수 있도록 해야 할 것이다.

다음으로 지배구조 개선과 규제완화의 가능성에 대해 살펴보기로 하자. 지배구조의 개선은 시장규율의 작동으로 연결될

수 있다. 지배구조 개선으로 인하여 대주주나 경영자에 대한 감시가 강화되어 독단적인 행동을 할 여지가 줄어들고 대리인 문제가 축소될 수 있기 때문이다. 따라서 지배구조의 개선 징후가 뚜렷하다는 것을 전제로 기업활동의 규제완화를 적극 검토할 수 있을 것이다.

이때 규제완화의 대상을 굳이 지배구조 관련정책에 한정할 필요는 없다. 지배구조 개선을 담보로 하여 공정거래법상의 경제력집중억제시책, 합병·분할 등 구조조정에 관련된 절차 및 요건, 세제 등 다양한 측면에서 기업활동의 편의를 도모할 수 있는 방향으로 규제를 완화할 수 있을 것이다. 지배구조 관련 정책은 실효성을 확보하는 방향으로 추진하면서 여타 기업활동에 대한 규제완화를 통해 제도개선의 효과를 극대화할 수 있을 것이다.

지배구조 개선을 이유로 규제완화를 시행한다면 전반적으로 지배구조 관행이 개선되었다는 전제 아래 모든 기업을 대상으로 할 것인가, 아니면 특히 지배구조 개선의 정도가 뚜렷한 기업에 대해서만 차별적으로 규제완화를 적용할 것인가의 선택 문제가 발생한다. 공정성과 객관성의 문제가 있기는 하지만 후자의 선택이 바람직할 것으로 보인다.

그 이유는 앞에서 언급한 바와 같이 개별기업 차원에서 지배구조 관행의 편차가 큰 것이 일반적이고(국가내 기업별 편차) 우수한 지배구조 관행을 채택한 기업이 많다고 해도 국가 전체적으로 지배구조 개선 정도가 낮은 경우가 많기 때문이다. 우리나라에 있어서도 이러한 현상이 뚜렷이 나타난다. 기업별 점

수는 높는데 국가별 순위는 낮다는 것이다.

지배구조 관행이 우수한 기업에 대해 차별적으로 규제완화를 적용하는 예로서 출자총액과 지주회사 관련규제를 들 수 있다. 현행 출자총액제한제도는 획일적인 규제로서 기업(또는 기업집단)의 규모가 크다는 이유만으로 규제대상이 되는 문제를 안고 있다. 또한 지주회사 설립이 허용되었지만 요건이 까다롭다는 점이 지적되고 있다.

출자총액제한의 경우 현행 방식을 탈피하여 소유와 통제의 피리가 크고 대리인 비용이 높은 기업집단 또는 계열사만을 규제대상으로 하는 방안으로 전환할 수 있을 것이다. 그렇게 되면 지배구조상의 대리인 문제가 큰 기업에 대한 규제수단으로서 출자총액제한제도가 운용될 수 있다. 마찬가지로 지배구조 평가점수가 높은 기업의 경우 지주회사 설립시 부채비율 등 요건을 완화하여 적용할 수 있을 것이다. 예상되는 폐해가 그만큼 적기 때문이다.

2. 부문별 과제

(1) 사외이사의 독립성과 전문성 제고

사외이사 중심 이사회의 성공적 운영을 위해서는 독립성과 전문성을 갖춘 사외이사를 선임하는 것이 필요하다. 법적으로 사외이사는 과반수를 사외이사로 구성하는 사외이사 추천위원

회의 추천을 받아 주주총회에서 선임하게 되어 있지만 법적인 절차만으로는 독립성과 전문성을 겸비한 사외이사를 선출하기 어렵다.

상당수 기업들이 선임절차에 부가하여 나름대로 사외이사의 자격기준을 이사회 규정과 정관에 규정하고 있지만 내용이 추상적이고 포괄적이어서 실제로 사외이사의 독립성과 전문성을 제고하는 데 별로 도움이 되지 않는다. 특히 선임절차와 자격 규정만으로는 사외이사의 독립성을 담보하기 어렵다. 현실적으로 최고경영자나 지배주주가 사외이사 선임에 영향력을 행사하기 때문이다.

독립성과 전문성을 갖춘 사외이사가 선임되기 위해서는 무엇보다도 최고경영자나 지배주주가 이러한 사외이사를 선임할 유인을 갖고 있어야 한다. 시장의 평가는 최고경영자에게 독립성과 전문성을 갖춘 사외이사를 선임할 유인을 제공할 수 있다. 시장으로부터 회사가 좋은 평가를 받는 것을 중요하게 생각하는 최고경영자는 자기를 감시할 능력과 유인을 갖춘 사외이사를 자발적으로 선임하려고 할 것이다. 이런 회사의 경영진은 사외이사의 제안과 비판도 잘 수용하려고 할 것이다.

시장의 평가는 여러 측면에서 이루어질 수 있다. 사외이사의 독립성과 전문성을 지배구조 평가지수에 반영하고 지배구조 평가지수가 좋은 기업의 주가가 그렇지 않은 기업에 비해 차별화되거나 자금조달에서 우대를 받게 하는 것 등이 예가 될 수 있다. 지배구조 지수가 주가에 반영되는 정도가 높아지면 최고경영자에 대한 스톡옵션과 같은 주식연계보상도 최고경영자가

독립성과 전문성을 보유한 사외이사를 선임하게 하는 유인이 될 수 있다. 제품시장, 노조 그리고 시민단체도 최고경영자가 독립성과 전문성을 갖춘 사외이사를 선임할 수 있는 유인을 제공할 수 있다.

사외이사의 독립성과 전문성은 최고경영자나 지배주주의 유인 외에도 사외이사에게 적절한 유인을 제공함으로써 제고할 수 있다. 사외이사에 대한 주식연계보상과 명성을 중요시하는 사외이사의 선임은 사외이사의 독립성을 제고하기 위한 강력한 유인이 될 수 있다.

사외이사의 전문성을 확보하기 위해서는 사외이사 경력이 오래되거나 전문경영인 경력이 있는 사람을 사외이사로 선임하는 것이 바람직하다. 영국과 미국 주요기업들을 보면 사외이사들의 상당수가 다른 기업들의 전·현직 최고경영자 혹은 이사회 의장임을 알 수 있다. 이러한 사실은 사외이사의 독립성을 떨어뜨리는 것으로 보일 수도 있지만 사외이사 선임에서 전문성을 중요시한다는 것을 시사하고 있다. 사외이사제도가 정착된 미국이나 영국의 기업들은 사외이사 선임에서 전문성을 우선시하고 독립성은 기본적으로 사외이사의 명성과 주식연계보상으로 해결하려 하고 있다.

외국인 사외이사 선임도 사외이사의 전문성을 제고하는 데 도움이 될 수 있다. 우리보다 사외이사제도가 활성화된 외국에서 사외이사 경력이 있는 외국인 전문가는 사외이사의 역할을 충실히 이행할 가능성이 높고 다른 사외이사들에게도 좋은 영향을 줄 수 있다.

우리나라에서 사외이사의 전문성이 떨어지는 가장 근본적인 원인은 사외이사 역할을 잘 수행할 수 있는 전·현직 전문경영인의 부족이다. 우리나라 주요 기업들이 대부분 재벌체제로 발전되어 왔기 때문에 진정한 의미에서 전문경영자들이 제대로 육성되지 못했고 결과적으로 전문경영자 시장도 잘 발달하지 않았다. 사외이사제도가 정착되기 위해서는 전문경영자 시장을 발전시키는 것이 필요하다.

(2) 이사회와 전문위원회의 역할 분담

사외이사 중심 이사회가 활성화되기 위해서는 이사회와 전문위원회 사이의 역할 분담이 필요하다. 이사회는 법률 및 금융기관 요구에 의한 부의사항이나 전략적으로 중요한 사항들을 의결하거나 핵심 경영전략 수립에만 참여하고 전문위원회는 일상적으로 혹은 반복적으로 발생하는 사항이나 이사회가 위임하는 사항들을 심의 및 의결하도록 하는 것이다.

이사회와 전문위원회의 역할 분담이 이루어질 경우 이사회 운영이 효율화될 수 있고 사외이사의 전문위원회 활동으로 이사회 운영이 활성화될 수 있다. 특히 재무, 투자 등 현재 이사회 부의 사항 가운데 반복적으로 발생하는 사항들을 심의 의결하고 이사회 및 전문위원회 운영기준을 설정하는 전문위원회를 설치하는 것이 이사회 운영의 효율화를 위해 필요하다. 이러한 전문위원회는 사외이사와 상임이사를 혼합하여 구성하는 것이 바람직하다.

(3) 이사회 및 사외이사 평가

사외이사제도를 활성화시키기 위한 방법으로 이사회 및 사외이사 평가가 중요하다고 할 수 있다. 이사회 및 사외이사 평가는 사외이사에게 이사회 모범 활동기준을 제시하고 사외이사의 재선임 및 퇴임 근거로 이용될 수 있다는 점에서 사외이사제도 활성화에 기여할 수 있다.

이사회 및 사외이사 평가제도가 사외이사제도를 활성화시킬 수 있는 하나의 방법이 될 수 있지만 잘못 도입되면 악용될 소지가 있는 만큼 처음부터 평가제도를 공정하고 투명하게 설계해야 하고 단번에 완벽한 제도를 도입하기보다 단계적으로 도입하면서 시행착오를 수정해 나가는 것이 바람직하다고 생각된다.

(4) 감사위원회

감사위원회 운영에 관한 Blue Ribbon Committe 보고서는 감사위원회의 성공적 운영을 위한 조건으로 감사위원회를 구성하는 사외이사의 독립성과 전문성을 제시하고 감사위원회를 구성하는 사외이사 가운데 1인은 회계 혹은 재무전문가로 선임할 것을 권고하고 있다. 감사위원회가 성공적으로 운영되기 위해서는 무엇보다도 감사위원회의 구성원이 대주주로부터 독립성을 유지하는 것이 필요하다.

독립성 측면을 고려하더라도 감사위원회가 우리나라에서 제

역할을 수행하려면 아직도 많은 시간이 필요하다고 생각된다. 감사위원회를 구성하는 사외이사들의 독립성이 아직 떨어지기 때문이다. 대부분의 기업들에서 사외이사는 지배주주나 최고경영자에 의해 선임되고 있기 때문에 독립성이 크게 떨어진다. 사외이사가 독립적이고 전문성이 있는 인사들로 선임될 때 비로소 감사위원회가 제 역할을 수행할 것으로 기대된다.

감사위원회가 보다 활성화되어 사외이사제도를 보완하는 제도로 확립되기 위해서는 다음과 같은 역할을 수행할 수 있어야 한다. 첫째, 감사위원회는 회사의 재무보고 과정과 내부통제 제도를 독립적인 위치에서 감시해야 한다. 둘째, 감사위원회는 회사의 외부감사인 선임과정에 영향을 행사하여 객관적인 기준에 의거하여 독립적인 외부 감사인이 선임되도록 해야 한다. 감사위원회는 외부감사 선임과정에서 발생하는 감사수주에 따른 과당경쟁과 감사의견 구매를 방지해야 한다. 셋째, 감사위원회는 외부감사인과 내부감사 부서의 성과를 평가하는 것이 바람직하다. 넷째, 감사위원회는 외부감사인, 경영진, 내부감사 부서 그리고 이사회간의 의사소통을 촉진하는 역할을 수행해야 한다.

감사위원회의 독립성을 제고하기 위해서는 무엇보다도 감사위원회가 사외이사만으로 구성되어야 하고 감사위원을 이사회가 아닌 주주총회에서 선임하도록 해야 한다. 또한 감사위원회의 형식적 운영을 막기 위해서는 감사위원회의 구체적 역할을 법에 명시적으로 규정하는 것이 필요하다.

우리나라의 경우 감사위원회 도입 초창기이기 때문에 감사

위원회의 활동이 저조하고 명목적으로만 진행될 가능성이 크다. 이를 예방하기 위한 하나의 방법은 감사위원회 위원장이 주주총회에서 감사위원회의 연간활동을 보고하는 것이다. 감사위원회가 어느 정도 실질적 역할을 수행하게 되면 감사위원회를 의무적으로 설치해야 하는 기업을 확대하는 것이 바람직하다. 감사위원회가 실질적 역할을 수행하고 있는 미국의 경우 모든 공개기업에 대해 감사위원회 설치를 의무화하고 있다.

(5) 기업경영권시장

경제위기 이후 적대적 인수합병에 대한 규제를 대폭 완화했음에도 불구하고 적대적 인수합병이 많이 이루어지지 않았다. 이는 적대적 인수합병을 통한 경영권 시장이 우리나라에서 외부지배구조의 주요 장치로 기능하기 어렵다는 것을 보여주고 있다.

물론 일부 우량기업의 경우 외국인 투자비중이 크게 증가하고 있어 외국인에 의한 기업인수 우려가 있는 것은 사실이지만 외국인들은 투자비중이 높은 기업의 경우 인수 자체보다는 경영에 특별한 문제가 있을 경우 관계투자 활동을 통해 개입하는 것을 선호하는 것으로 보인다. 경제위기 이후 외국인이 많은 우리나라 기업들을 인수했지만 대부분 구조조정 차원의 인수였고 적대적으로 이루어진 경우는 별로 없었다.

그러나 이론적으로 경영권시장은 내부지배구조가 실패할 경우 이를 보완할 수 있는 효과적인 장치가 될 수 있기 때문에

장기적인 관점에서 사회적으로 필요한 인수합병이 시장에서 자발적으로 이루어질 수 있도록 하부구조를 개선하는 것이 필요하다. 특히 회계제도를 포함한 투명성 관련 하부구조를 개선하여 기업가치 평가가 합리적으로 이루어지도록 하는 것이 시급하다.

(6) 기관투자자

향후 주식시장에서 기관투자자의 비중이 더욱 확대될 것으로 보인다. 저금리 기조의 정착으로 증권시장으로의 자금유입이 증가되고 금융기법의 발달로 직접투자보다는 간접투자가 주된 투자방식으로 자리잡을 것으로 예상되기 때문이다. 기관투자자 비중이 확대되는 추세 속에서 금융기관 기관투자자들의 기업 감시활동을 활성화시키기 위해서는 무엇보다 재벌의 제2금융권 지배를 차단하는 것이 시급하다. 재벌의 제2금융권 지배가 계속되는 한 기관투자자로서 재벌기업들을 효과적으로 감시할 주체가 사라지게 되기 때문이다.

재벌의 영향권 밖에 있는 기관투자자들도 지배구조가 취약하여 기업 감시활동을 자율적으로 수행할 태세가 되어 있지 않다. 기업 감시활동에서 이들 기관투자자의 자율성을 높이는 방향으로 규제를 완화하고 지배구조를 개선하는 것이 필요하다. 기관투자자들 스스로 과거와 같이 포트폴리오 투자를 통한 단기 투자수익률 극대화 차원에서 벗어나 투자기업의 경영에 적극 개입하여 관계투자 차원에서 장기적으로 투자수익을 향상

시키는 것이 필요하다.

(7) 은행

우리나라의 경우 은행은 기업지배구조에서 중요한 역할을 수행해야 한다. 기업의 외부자금조달 비중이 높고 외부자금조달의 상당부분을 은행을 통해 조달하기 때문이다. 외환위기 이후 일부 대기업들의 은행에 대한 의존도가 저하되고 있고 금융제도도 외형적으로 영미식 시장중심제도를 모방하는 경향을 보이고 있지만 기업감시 측면에서 은행기능의 정상화 없이 금융제도를 시장중심으로 전환하기는 어렵다.

은행이 기업지배구조에서 제 역할을 수행하기 위해서는 무엇보다 은행 자체의 소유 지배구조가 개선되어야 한다. 민영화 이후 은행의 책임경영이 이루어지도록 정부 소유 은행들의 민영화 방향과 원칙이 조속히 확립되어야 한다. 분식회계의 근절을 포함한 투명성 관련제도의 개선도 시급하다.

(8) 소액주주권

소액주주가 지배주주의 이해상충적인 행동을 효과적으로 견제할 수 있기 위해서는 소액주주권이 보다 효과적으로 행사되어야 하고 기관투자자가 보다 적극적으로 의결권을 행사할 수 있어야 한다. 소액주주권리의 효과적인 행사를 위해서는 권리 행사를 위한 요건을 완화하는 동시에 집단소송제도를 도입하

고 집중투표제를 의무화할 필요가 있다.

집단소송제는 판결의 결과가 소송당사자뿐 아니라 같은 피해를 입은 모든 투자자들에게 적용되고 원고가 승소의 이익을 취할 수 있으므로 지배주주의 이해상충적인 행동을 억제하는 효과적인 장치가 될 수 있다. 예를 들어 주주대표소송이 집단소송 방식으로 이루어지면 불법행위를 한 지배주주와 경영진은 소송에서 패할 경우 훨씬 높은 손해를 보게 되기 때문에 소액주주의 이익을 침해하는 행동을 자제하게 될 것이다. 다만 소송의 남발을 방지하기 위해 집단소송의 대상을 주가조작, 허위공시 그리고 계열사간 부당 내부거래 등 명시적인 불법행위로 제한할 필요가 있다.

집중투표제도는 소유가 집중된 기업의 지배주주에 의한 독단 경영의 폐해를 방지하기 위한 제도라고 할 수 있다. 일반투표제 하에서 소유가 집중된 기업의 경우 지배주주의 의사에 따라 이사가 선임되기 때문에 이사회가 주주 전체의 이익보다 지배주주의 이익을 대변하는 역할을 수행하게 된다.

이사회가 지배주주 혹은 최고경영자 감시 역할을 제대로 수행하지 못하기 때문에 경영의 투명성이 저하되고 지배주주와 소액주주 사이의 이해상충이 빈번하게 발생한다. 그동안 집중투표제가 의무화되지 않았기 때문에 정관으로 배제할 수 있었고 실제로 우리나라에서 집중투표제가 도입된 이후 대부분의 상장기업이 정관으로 집중투표제를 배제하였다. 이사회를 통해 소액주주들이 지배주주를 견제하기 위해서는 집중투표제가 의무화되어야 한다.

소액주주권 행사요건의 완화와 집단소송제와 같은 새로운 제도의 도입만으로는 소액주주권 행사를 통한 지배주주 견제를 기대하기 어렵다. 개인 소액주주는 지분이 미미하기 때문에 기업경영 감시유인이 적고 능력에도 한계가 있기 때문이다. 소액주주권의 강화를 위해서는 궁극적으로 일정 수준 이상의 지분을 보유하고 있는 기관투자자의 감시활동이 활성화되어야 한다.

금융기관 기관투자자들의 상당부분이 재벌의 통제 하에 있는 것을 감안하면 재벌의 영향권 밖에 있는 연기금과 같은 기관투자자들이 의결권을 체계적으로 행사할 수 있는 제도가 마련되어야 한다. 예들 들어 기관투자자의 투자자산 가치에 중대한 영향을 줄 수 있는 특정 의사결정 사항들에 대해서는 기관투자자의 의결권 행사를 의무화하는 것이 필요하다.

참 고 문 헌

- 김영숙 · 이재춘, “기업가치와 기업소유구조와의 관련성”, 「증권학 회지」, 2000(제26집), pp. 173-197.
- 김주현, “기업의 소유구조와 기업가치의 연관성에 관한 연구”, 「재무연구」, 1992(제5집), pp. 129-154.
- 박경서 · 조명현, “한국기업의 지배구조와 경영투명성”, KERI 정 책보고서, 2002.
- 산업연구원, “지배구조 관점의 재벌정책 정착되어야”, e-Kiet 산 업경제정보, 2003. 6. 16.
- 산업연구원, “실행과 평가 중심의 지배구조 정책으로”, e-Kiet 산 업경제정보, 2003. 7. 30.
- 서울대학교 기업경쟁력연구센터, 「출자총액제한제도의 바람직한 개 선방향」, 2003.
- 신현한 · 장진호, “경영성과와 최고경영자의 교체”, Working Paper, 2003.
- 이한득 · 박상수 · 최수미, 「한국기업의 재무활동 역량 서베이」, 엘 지경제연구원, 2001.
- 장지상, 기업지배구조 개혁의 성과와 향후과제, Working Paper, 2001.
- 재정경제부 · 공정거래위원회, “출자총액제한제도 논의에 대한 정 부 입장”, 보도참고자료, 2003. 9. 24.
- 정광선, “지배구조 평가 동향”, 한국기업지배구조개선지원센터 (mimeo), 2003.
- 조성욱, “기업지배구조와 채권자의 역할”, Working Paper, 2003.
- 한국개발연구원, 「시장개혁 추진을 위한 평가지표 개발 및 측정」, 2003.
- 한국기업지배구조개선지원센터, “2003년도 기업지배구조 평가결과 분석”, 보도자료, 2003. 10. 15.

- 한국기업지배구조개선지원센터, “지배구조 우수기업 등 선정기준”, 2003. 2.
- 한국기업지배구조개선지원센터, “2003년도 지배구조 우수기업 등 선정 및 시상”, 보도자료, 2003. 7. 3.
- 한국증권거래소, “상장법인 지배구조 개선실태 조사결과”, 보도자료, 2001. 12. 7.
- 大村敬一·増子信, 『わが國企業のファイナンスシステムとコーポレートガバナンスに関するアンケート調査』, 大藏省財務総合政策研究所, 2001.
- Agrawal, A. and C. Knoeber, “Firm Performance and Mechanism to Control Agency Problems between Managers and Shareholders”, *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, 1996, pp. 377-97.
- Baek, J., J. K. Kang and K. S. Park, Corporate Governance and Firm Value: Evidence from the Korean Financial Crisis, working paper, International Corporate Governance Seminar, Asian Institute of Corporate Governance, Korea University, 2002.
- Barclay, M. J. and C. G. Holderness, “Private Benefit from Control of Public Corporation”, *Journal of Financial Economics*, 1989, pp. 371-395.
- Baysinger, B. D. and H. Butler, “Corporate Governance and the Board of Directors: Performance Effects of Changes in Board Composition”, *Journal of Law, Economics and Organization*, 1985, pp. 101-24.
- Bebchuk, L. A., R. Kraakman and G. Triantis, “Stock Pyramids, Cross-Ownership, and Dual Class Equity : The Creation and Agency Costs of Separating Control from Cash Flow Fights” in R. K. Morck, ed., *Concentrated Corporate Owner-*

- ship, 2001, pp. 295-318.
- Bhagat, S. and B. Black, “Do Independent Directors Matter?”, Working Paper, 1977.
 - Black, B., “The Corporate Governance Behavior and Market Value of Russian Firms”, *Emerging Markets Review*, 2001, pp. 89-108.
 - Black, B., H. Jang and W. Kim, “Does Corporate Governance Affect Firm Value?: Evidence From Korea”, Working Paper 237, Stanford Law School, 2003.
 - Blass, A., Y. Yafeh and O. Yosha, “Corporate Governance in an Emerging Market: The Case of Israel”, *Journal of Applied Corporate Finance*, 1998, pp. 79-89.
 - Brickley, A., R. C. Lease and W. Smith Jr., “Ownership Structure and Voting on Anti-takeover Amendments”, *Journal of Financial Economics*, 1988, pp. 267-292.
 - Brickley, J. A., J. Coles and R. Terry, “Outside Directors and Adoption of Poison Pills”, *Journal of Financial Economics*, 1994, pp. 371-90.
 - Byrd, J. and K. Hickman, “Do Outside Directors Monitor Managers?: Evidence from Tender Offer Bids”, *Journal of Financial Economics*, 1992, pp. 195-222.
 - Claessens, S., S. Djankov and L. H. P. Lang, “The Separation of Ownership and Control in East Asian Corporation”, *Journal of Financial Economics*, 2000, pp. 81-112.
 - Cotter, J., A. Shivdasani and M. Zenner, “Do Independent Directors Enhance Target Shareholder Wealth during Tender Offer”, *Journal of Financial Economics*, 1997, pp. 195-218.
 - Credit Lyonnais Securities Asia, *Make Me Holy...But Not Yet!*, 2002.

- DeAngelo, H. and L. DeAngelo, “Managerial Ownership of Voting Rights: A Study of Public Corporations with Dual Classes of Common Stock”, *Journal of Financial Economics*, 1985, pp. 33-69.
- Demircuc-Kunt, A. and V. Maksimovic, “Funding Growth in Bank-Based Financial Markets: Evidence from Firm Level Data”, *Journal of Financial Economics*, 2002, pp. 337-364.
- Dittmar, A., J. Mahrt-Smith and H. Servaes, “International Corporate Governance and Corporate Cash Holdings”, *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, 2003.
- Durnev, A. and E. H. Kim, “To Steal or not to Steal: Firm Characteristics, Legal Environment and Valuation”, Working Paper, University of Michigan, 2002.
- Dyck, A. and L. Zingales, “Private Benefits of Control: An International Comparison”, *Journal of Finance*, 2002.
- Dyck, Alexander and L. Zingales, Private Benefits of Control: An International Comparison, Centre for Economic Policy Research, Discussion Paper Series No. 3177, 2002, pp. 1-58.
- Faccio, M. and L. H. P. Lang, “The Ultimate Ownership of Western European Corporation”, *Journal of Financial Economics*, 2002, pp. 365-396.
- Fauver, L., J. Houston and A. Naranjo, “Capital Market Development, International Integration, Legal Systems and the Value of Corporate Diversification: A Cross-Country Analysis”, *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, 2003.
- Giannetti, M., “Do Better Institution Mitigate Agency Problem?: Evidence from Corporate Finance Choices”, *Journal of*

Financial and Quantitative Analysis, 2003.

- Gilson, S., “Bankruptcy, Board, Banks and Blockholders”, *Journal of Financial Economics*, 1990, pp. 355-87.
- Gompers, P. A., J. Ishii and A. Metrick, *Corporate Governance and Equity Prices*, NBER Working Paper No 8449, Cambridge(Mass), 2001.
- Gorton, G. and F. A. Schmid, “Universal Banking and the Performance of German Firms”, *Journal of Financial Economics*, 2000, pp. 28-80.
- Gugler, K., “Corporate Governance and Economic Performance: A survey”, mimeo, University of Vienna, Austria, 1999.
- Gul, F. A. and H. Qui, “Legal Protection, Corporate Governance and Information Asymmetry in Emerging Financial Markets”, Working Paper, City University of Hong Kong, 2002.
- Hermalin, B. and M. Weisbach, “Endogenously Chosen Boards of Directors and Their Monitoring of the CEO”, *American Economic Review*, 1998, pp. 96-111.
- Hermalin, B. and M. Weisbach, “The Determinants of Board Composition”, *The Rand Journal of Economics*, 1988, pp. 589-606.
- Hermalin, B. and M. Weisbach, “The Effect of Board Composition and Direct Incentives on Firm Performance”, *Financial Management*, 1991, pp. 101-12.
- Himmelberg, C. P., R. G. Hubbard and D. Palia, “Understanding the Determination of Managerial Ownership and the Link between Ownership and Performance”, *Journal of Financial Economics*, 1999, pp. 353-384.
- Himmelberg, C. P., R. G. Hubbard and I. Love, “Investor Pro-

tection, Ownership and the Cost of Capital”, Working Paper, 2002.

- Jacquemin, A. and E. D. Ghellinck, “Financial Control, Size and Performance in the Largest French Firms”, *European Economic Review*, 1980, pp. 81-91.
- Jarrell, G. A. and A. B. Poulsen, “Shark Repellents and Stock Prices: The Effects of Antitakeover Amendments since 1980”, *Journal of Economic Perspectives*, 1987, pp. 127-68.
- Jarrell, G. A., J. A. Brickley and J. M. Netter, “The Market for Corporate Control: The Empirical Evidence since 1980”, *Journal of Economic Perspectives*, 1988, pp. 49-68.
- Jensen, M. C. and R. S. Ruback, “The Market for Corporate Control: The Scientific Evidence”, *Journal of Financial Economics*, 1983, pp. 5-50.
- Joh, S. W., “Corporate Governance and Firm Profitability: Evidence from Korea before the Economic Crisis”, *Journal of Financial Economics*, 2002.
- Johnson, S., R. LaPorta, F. Lopez-de-Silanes and A. Shleifer, “Tunneling”, *American Economic Review*, 2000, pp. 22-27.
- Kabir, R., D. Cantrijn and A. Jeunink, “Takeover Defenses, Ownership Structure and Stock Returns in the Netherlands: An Empirical Investigation”, *Strategic Management Journal*, 1997, pp. 97-109.
- Kang, J. and A. Shivdasani, “Firm Performance, Corporate Governance, and Top Executive Turnover in Japan”, *Journal of Financial Economics*, 1995, pp. 29-58.
- Khanna, T. and K. Palepu, “Emerging Market Business Groups, Foreign Investors and Corporate Governance”, NBER Working Paper Series 6955, 1999.

- Klapper, L. F. and I. Love, “Corporate Governance, Investor Protection and Performance in Emerging Markets”, Working Paper No 2818, 2002.
- La Porta, R., F. Lopez-de-Silanes and A. Shleifer, “Corporate Ownership around the World”, *Journal of Finance*, 1999, pp. 471-517.
- La Porta, R., F. Lopez-de-Silanes, A. Shleifer and R. W. Vishny, “Investor Protection and Corporate Governance”, *Journal of Financial Economics*, 2000, pp. 3-27.
- La Porta, R., F. Lopez-de-Silanes, A. Shleifer and R. W. Vishny, “Investor Protection and Corporate Valuation”, *Journal of Finance*, 2002.
- La Porta, R., F. Lopez-de-Silanes, A. Shleifer and R. W. Vishny, “Legal Determinants of External Finance”, *Journal of Finance*, 1997, pp. 1131-1150.
- Lins, K. and H. Servaes, “International Evidence on the Value of Corporate Diversification”, *Journal of Finance*, 1999, pp. 2215-2240.
- Linz, K. V., “Equity Ownership and Firm Value in Emerging Markets”, *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, 2003.
- Lipton, M. and J. Lorsch, “A Modest Proposal for Improved Corporate Governance”, *Business Lawyer*, 1992, pp. 59-77.
- Lorsch, J. and E. MacIver, *Pawns or Potentates? : The Reality of America’s Corporate Boards*, Harvard Business School Press, 1989.
- McConnell, J. J. and H. Servaes, “Additional Evidence on Equity Ownership and Corporate Value”, *Journal of Financial Economics*, 1990, pp. 595-612.

- Morck, R., A. Shleifer and R. W. Vishny, "Management Ownership and Market Valuation : An Empirical Analysis", *Journal of Financial Economics*, 1988, pp. 293-315.
- Morck, R., M. Nakamura and A. Schvadasani, "Banks, Ownership Structure and Firm Value in Japan", *Journal of Business*, 2000, pp. 539-567.
- OECD, *White Paper on Corporate Governance in Asia*, 2003.
- Perry, T., "Incentive Compensation for Outside Directors and CEO Turnover", Working Paper, University of North Carolina at Chapel Hill, 1999.
- Pound, J., "Proxy Contests and the Efficiency of Shareholder Oversight", *Journal of Financial Economics*, 1988, pp. 237-265.
- Prowse, S. D., "The Structure of Corporate Ownership in Japan", *Journal of Finance*, 1992, pp. 1121-1141.
- Rajan, R. and L. Zingales, "Financial Dependence and Growth", *American Economics Review*, 1998, pp. 559-586.
- Rosenstein, S. and J. Wyatt, "Outside Directors, Board Independence and Shareholder Wealth", *Journal of Financial Economics*, 1990, pp. 175-91.
- Servaes, H., "The Value of Diversification during the Conglomerate Merger Wave", *Journal of Finance*, 1996, pp. 1201-1226.
- Shivdasani, A. and D. Yermack, "CEO Involvement in the Selection of New Board Members: An Empirical Analysis", Working Paper, New York University, 1998.
- Thonet, P. J. and O. H. Poensgen, "Managerial Control of Economic Performance in West Germany", *Journal of Industrial Economics*, 1979, pp. 23-37.
- Valadares, S. M. and R. P. C. Leal, "Ownership and Control

Structure of Brazilian Companies”, Working Paper, 2000.

- Weisbach, M. S., “Outside Directors and CEO Turnover”, *Journal of Financial Economics*, 1988, pp. 431-460.
- Wurgler, J., “Financial Market and Allocation of Capital”, *Journal of Financial Economics*, 2000, pp. 187-214.
- Yermack, D., “Higher Market Valuation of Companies with a Small Board of Directors”, *Journal of Financial Economics*, 1996, pp. 449-76.
- Zingales, L., “The Value of the Voting Right: A Study of the Milan Stock Exchange Experience”, *Review of Financial Studies*, 1994, pp. 125-48.
- Zingales, L., “What Determines the Value of Corporate Votes?”, *Quarterly Journal of Economics*, 1995, pp. 1047-73.

부 록

I. CLSA 지배구조 평가항목

II. 지원센터 지배구조 우수기업 선정기준

부록 : I CLSA 지배구조 평가항목

Notes on application of questionnaire :

1. For Transparency Section, if in any doubt, answer No. For other sections, use best judgement but always seek necessary clarification. Any question where the facts cannot be ascertained, but there has been controversy, or questions raised, over whether best practices have been met and/or minority shareholders or other stakeholders have been disadvantaged, answer negatively.

2. If any doubt in interpreting a question, note that for each question Yes is a positive answer regarding CG standards and No is negative.

3. For questions that refer to the last five years but new controlling shareholders have taken over for a period shorter than five years, take the question to refer to the period that the company has been under the control of the present controlling shareholder.

Discipline(15%)

1. Has the company issued a mission statement that explicitly places a priority on good corporate governance or has the company or management publicly articulated principles of good corporate governance that it is committed

to maintaining?

2. Is senior management incentivised to work towards a higher share price for the company e.g. more than 50% of net worth of CEO or controlling family is in the company's equity or at least 50% of expected remuneration for the top executive(s) is tied to the value of the shares? (Yes answer must be verified with the individuals in question.)

3. Does management stick to clearly defined core businesses? (Any diversification into an unrelated area in last 3 years would count as No.)

4. A) What is management's estimate of its cost of equity? (Please specify management's estimate.)

B) Is management's view of its cost of equity within 10% of a CAPM derived estimate?

5. A) What is management's estimate of its weighted average cost of capital? (Please specify management's estimate.)

B) Is management's estimate of its cost of capital within 10% of our estimate based on its capital structure?

6. Over the last 5 years, is it true that the Company has not issued equity, or warrants for new equity, for acquisitions and/or financing new projects where there was any controversy over whether the acquisition/project was

financially sound, or whether the issue of equity was the best way of financing the project? Is it true there is no reason to be concerned on these grounds about the issue of equity/warrants for new equity in the foreseeable future?

7. Does senior management use debt for investments/capex only where ROA(or average ROI) is clearly higher than cost of debt and where interest cover is no less than 2.5x? In using debt, has management always shown sensitivity to potential asset-liability duration and currency mismatches? (Yes if company has no gearing.)

8. Over the last 5 years, is it true that the company has not built up cash levels, through retained earnings or cash calls, that has brought down ROE?

9. Does the company's Annual Report include a section devoted to the company's performance in implementing corporate governance principles?

Transparency (15%)

10. Has management disclosed three or five year ROA or ROE targets? If so please state in (11b).

11. Does the company publish its Annual Report within four months of the end of the financial year?

12. Does the company publish/announce semi-annual reports within two months of the end of the half-year?

13. Does the company publish/announce quarterly reports within two months of the end of the quarter?

14. A) In the last 12 months, what is the longest time period between the Board meeting to accept results for a period (quarterly/half- year/finals), and the announcement of the results? (State in working days.)

B) Has the public announcement of results been no longer than two working days of the Board meeting? Is it true that there has not been any case in the last five years when the share price moved noticeably just before the release of results and in a direction that anticipated the results?

15. Are the reports clear and informative? (Based on perception of analyst. Answer No if e.g. consolidated accounts are not presented; or if over the last 5 years there has been occasion when the results announced lacked disclosure subsequently revealed as relevant; if negative factors were downplayed when presenting the Company's results that were important in assessing the business value; or if there is inadequate information on the revenue/profit split for different businesses, or regions/countries and product lines; or inadequate disclosure and/or provisions for contingent liabilities, NPLs and/or likely future losses; or

inadequate details of group/related company transactions and their rationale.)

16. Are accounts presented according to IGAAP? Are the accounts free of

substantial non-IGAAP compliant qualifications? (If the Company employs non-IGAAP methods to improve stated profits, answer No. If Company provides two or more sets of accounts and at least one that is readily accessible is according to IGAAP, answer Yes.)

17. Does the company consistently disclose major and market sensitive information punctually? Is it true that the company has not in the last five years ever failed to disclose information that investors deemed relevant in a timely fashion? (Answer No e.g. if any instance over the last five years of share price movement ahead of and anticipating an announcement which was believed to be insider buying.)

18. Do analysts have good access to senior management? Good access implies accessibility soon after results are announced and timely meetings where analysts are given all relevant information and are not misled.

19. Does the Company have an English language web-site where results and other announcements are updated promptly (no later than one business day)?

Independence (15%)

20. Is it true that there has been no controversy or questions raised over whether the board and senior management have made decisions in the last five years that benefit them, at the expense of shareholders? (Any questionable inter-company would mean No).

21. Is the Chairman an independent, non-executive director?

22. Does the company have an executive or management committee that makes most of the executive decisions, which is substantially different from members of the Board and not believed to be dominated by major shareholders? (I.e. no more than half are also Board members and major shareholder not perceived as dominating executive decision making.)

23. Does the company have an audit committee? Is it chaired by a perceived genuine independent director?

24. Does the company have a remuneration committee? Is it chaired by a perceived genuine independent director?

25. Does the company have a nominating committee? Is it chaired by a perceived genuine independent director?

26. Are the external auditors of the company in other respects seen to be completely unrelated to the company?

27. Is it true that the board has no direct representatives of banks or other large creditors of the company who are

likely to direct corporate policy in favour of creditors rather than shareholders?

Accountability (15%)

28. Are the board members and members of the executive/management committee substantially different such that the Board is clearly seen to be playing a primarily supervisory as opposed to an executive role? (I.e. no more than half of one committee sits on the other?)

29. Does the company have non-executive directors who are demonstrably and unquestionably independent? (Independence of directors must be demonstrated by either being appointed through nomination of non-major shareholders or having on record voted on certain issues against the rest of the Board. If no evidence of independence, other than being stated to be so by the company and the director(s), then answer No.)

30. Do independent, non-executive directors account for more than 50% of the Board?

31. Are there any foreign nationals on the Board who are seen as providing added credibility of the Boards independence?

32. Are full Board meetings held at least once a quarter?

33. Are Board members well briefed before Board meetings?

Are they provided, as far as the analyst can tell, with the necessary information for effective scrutiny of the company, prior to the meeting, in a clear and informative manner? (Answers 33-35 must be based on direct communication with an independent Board member. If no access is provided, and no verification of an independent director is provided, answer No to each question.)

34. Does the audit committee nominate and conduct a proper review the work of external auditors as far as the analyst can tell?

35. Does the audit committee supervise internal audit and accounting procedures as far as the analyst can tell?

Responsibility (15%)

36. If the Board/senior management have made decisions in recent years seen to benefit them at the expense of shareholders(cf Q20 above), has the Company been seen as acting effectively against individuals responsible and corrected such behaviour promptly i.e. within 6 months? (If no such case, answer this question as Yes.)

37. Does the company have a known record of taking effective measures in the event of mismanagement? Over the past five years, if there were flagrant business failures or misdemeanors, were the persons responsible appropriately

and voluntarily punished? (If no cases, the Company does not have such a record, then answer this question as No.)

38. Is it true that there is no controversy or questions over whether the Board and/or senior management take measures to safeguard the interests of all and not just the dominant shareholders? (E.g. if EGMs with genuine independent advice for related party transactions were not held, or independent verification of appropriate pricing for recurrent related party transactions not obtained, answer as No.)

39. Are there mechanisms to allow punishment of the executive/management committee in the event of mismanagement as far as the analyst can tell for certain?

40. Is it true that there have been no controversies/questions over whether the share trading by Board members have been fair, fully transparent and well intentioned? (Are announcements made to the exchange within 3 working days, and do the major shareholders reveal or transactions including those under nominee names? Any case where believed by some that parties related to major shareholder were involved in transactions not disclosed to the exchange, or allegations of insider trading, would mean No.)

41. A) How many members are on the Board? (Please specify.)

B) Is the board small enough to be efficient and

effective? (If more than 12, answer No.)

Fairness (15%)

42. Is it true that there have not been any controversy or questions raised over any decisions by senior management in the last 5 years where majority shareholders are believed to have gained at the expense of minority shareholders?

43. Do all equity holders have the right to call General Meetings? (Any classes of shares that disenfranchise their holders would mean No answer.)

44. Are voting methods easily accessible (eg, proxy voting)?

45. Are all necessary (i.e. not just obligatory, but also relevant in the view of the analyst regarding accounting etc) information for General Meetings made available prior to General Meeting?

46. Is senior management unquestionably seen as trying to ensure fair value is reflected in the market price of the stock, by guiding market expectations about fundamentals in the right direction through frank discussion on risk/returns, actions like share buy-backs and investor meetings, etc?

47. Is it true that there has been no questions or perceived controversy over whether the Company has issued depository receipts that benefited primarily major shareholders, nor has the Company issued new shares to investors near peak

prices, nor have the major shareholders sold shares near peak prices without prior guidance to market on why shares are seen as fully-valued? (Any such example in last five years, would mean No.)

48. Does the majority shareholder group own less than 40% of the company?

49. Do foreign portfolio managers, and/or domestic portfolio investors who have a track record in engaging management on CG issues, own at least 20% of the total shares with voting rights?

50. Does the head of Investor Relations report to either the CEO or a Board member?

51. A) What is total remuneration of the Board as a percentage of net profit after exceptionals?

B) Over the last five years, is it true that total directors remuneration has not increased faster than net profit after exceptionals as far as an analyst can tell? (Answer No if directors remuneration has increased faster than profits or if Company does not make any declaration to clarify.)

Social awareness (10%)

52. Does the company have an explicit (clearly worded) public policy statement that emphasises strict ethical

behaviour: ie, one that looks at the spirit and not just the letter of the law? (Internal employee conduct manual that emphasizes ethical behaviour and no ground to believe otherwise in company's corporate culture would count as Yes.)

53. Does the company have a policy/culture that prohibits the employment of the under-aged as far as the analyst can tell?

54. Does the company have an explicit equal employment policy: ie, no discrimination on the basis of sex, race, religion etc?

55. Does the Company adhere to specified industry guidelines on sourcing of materials as far as the analyst can tell?

56. Is the company explicitly environmentally conscious? Does it promote use of environmentally efficient products, or takes steps to reduce pollution, or to participate in environment-related campaigns? (If there are no concrete examples of this, then answer No.)

57. Is it true that the company has no investments/operations in Myanmar?

부록 : II 지원센터 지배구조 우수기업 선정기준

1차 평가기준

1. 주주의 권리보호 (90점)

(1) 기업지배구조헌장(또는 원칙) 도입여부 (5점)

가) 아니오 0점 나) 예 5점

(2) 임직원 윤리규정의 도입여부 (3점)

가) 아니오 0점 나) 예 3점

(3) 최대주주 및 이의 특수관계인을 제외한 등기임원의 지분
율 합계 (3점)

가) 0.1% 미만 0점

나) 0.1% 이상 1% 미만 1점

다) 1% 이상 5% 미만 2점

라) 5% 이상 3점

(4) 사외이사 지분율 합계 (3점)

가) 0.1% 미만 0점

나) 0.1% ~ 0.5% 미만 또는 1억원 이상 1점

다) 0.1% ~ 1% 미만 또는 3억원 이상 2점

라) 1% 이상 또는 5억원 이상 3점

(5) 계열회사 지분율 합계 (6점)

가) 5% 미만 6점

- 나) 5% 이상 10% 미만 4점
- 다) 10% 이상 20% 미만 2점
- 라) 20% 이상 0점

(6) 개인 최대주주 및 친인척(특수관계인중 계열회사 제외)
지분을 합계 (3점)

- 가) 2% 미만 0점
- 나) 2% 이상 5% 미만 1점
- 다) 5% 이상 10% 미만 2점
- 라) 10% 이상 3점

(7) 최대주주 및 특수관계인을 제외한 1% 이상 지분보유자
의 지분을 합 (3점)

- 가) 5% 미만 0점
- 나) 5% 이상 10% 미만 1점
- 다) 10% 이상 15% 미만 2점
- 라) 15% 이상 3점

(8) 기관투자자 지분을 합계 (3점)

- 가) 10% 미만 0점
- 나) 10% 이상 20% 미만 1점
- 다) 20% 이상 30% 미만 2점
- 라) 30% 이상 3점

(9) 외국인투자자 지분을 합계 (4점)

- 가) 10% 미만 0점

186 기업지배구조 개혁의 성과에 관한 연구

- 나) 10% 이상 20% 미만 2점
- 다) 20% 이상 30% 미만 3점
- 라) 30% 이상 4점

(10) 자기자본 대비 회사와 최대주주 및 특수관계인(계열회사 제외)과의 거래 실적 (5점)

- 가) 5% 미만 5점
- 나) 5% 이상 10% 미만 3점
- 다) 10% 이상 20% 미만 1점
- 라) 20% 이상 0점

(11) 자기자본 대비 최대주주 및 특수관계인(계열회사 제외)에 대한 대여금 (5점)

- 가) 3% 미만 5점
- 나) 3% 이상 10% 미만 3점
- 다) 10% 이상 20% 미만 1점
- 라) 20% 이상 0점

(12) 자기자본 대비 계열회사 출자액 (3점)

- 가) 5% 미만 3점
- 나) 5% 이상 15% 미만 1점
- 다) 15% 이상 0점

(13) 자기자본 대비 계열회사 지급보증 또는 담보제공액의 합 (3점)

- 가) 2% 미만 3점

- 나) 2% 이상 5% 미만 2점
- 다) 5% 이상 10% 미만 1점
- 라) 10% 이상 0점

(14) 계열회사와의 거래액/총자산 (4점)

- 가) 10% 미만 4점
- 나) 10% 이상 20% 미만 3점
- 다) 20% 이상 30% 미만 2점
- 라) 30% 이상 0점

(15) 계열회사와의 매출액/총매출액 (4점)

- 가) 10% 미만 4점
- 나) 10% 이상 20% 미만 2점
- 다) 20% 이상 30% 미만 1점
- 라) 30% 이상 0점

(16) 정관에서 집중투표제 배제여부 및 실시여부 (4점)

- 가) 정관에서 배제 0점
- 나) 배제하지 않았으나 실시한 경우 없음 3점
- 다) 집중투표제를 실시한 경우 4점

(17) 서면에 의한 의결권 행사 제도 도입 (4점)

- 가) 아니오 0점 나) 예 4점

(18) 정관에 전환사채 발행한도의 명시여부 (2점)

- 가) 아니오 0점 나) 예 2점

188 기업지배구조 개혁의 성과에 관한 연구

- (19) 정관에 신주인수권부사채 발행한도 명시여부 (2점)
가) 아니오 0점 나) 예 2점
- (20) 정관에 다음의 경영권 보호규정을 도입한 경우(임원해임요건의 가중, 임원수 증가제한, 합병 특별결의 요건의 가중, 임원교차임기제등) (4점)
가) 아니오 4점
나) 한가지 도입 2점
다) 두가지 이상 도입 0점
- (21) 주주총회 참고서류에 주주제안(이사후보추천 포함)에 대한 안내가 있는 경우 (3점)
가) 아니오 0점 나) 예 3점
- (22) 주주총회 참고서류에 위임장 권유에 대한 안내가 있는 경우 (4점)
가) 아니오 0점 나) 예 4점
- (23) 전년도 주총시 자사의 홈페이지에 주총 장소, 안건 등을 주총 몇 일전에 게재하였는가? (3점)
가) 게재하지 않음 0점
나) 1주전 게재 2점
다) 2주전 게재 3점
- (24) 주주의 주총참석을 용이하게 하기 위하여 회사가 주총일이 겹치지 않게끔 노력한 경우 (3점)
가) 주총이 겹치는 회사수 5개 미만 3점

나) 주총이 겹치는 회사수 5개 이상 2점

다) 주총이 겹치는 회사수 20개 미만 1점

라) 주총이 겹치는 회사수 20개 이상 0점

(25) 소액주주의 주총 참석률 (4점)

가) 10% 미만 0점

나) 10% 이상 20% 미만 2점

다) 20% 이상 30% 미만 3점

라) 30% 이상 4점

2. 이사회 (100점)

가. 이사회 구성과 사외이사 (40점)

(1) 사외이사의 선임비율이 법적 최소기준을 몇 명 초과하고 있는가? (4점)

가) 1명 1점 나) 2명 2점

다) 3명 3점 라) 4명 4점

(2) 사외이사의 이사회 참석률은? (5점)

가) 50% 미만 0점 나) 50% 이상 1점

다) 60% 이상 2점 라) 70% 이상 3점

마) 80% 이상 4점 바) 90% 이상 5점

(3) 사외이사들만의 회의는 지난 1년간 몇 회 개최되었는가? (4점)

가) 0번 0점 나) 2번 미만 1점

190 기업지배구조 개혁의 성과에 관한 연구

- 다) 4번 미만 2점 라) 6번 미만 3점
마) 6번 이상 4점

(4) 사외이사가 안전에 대하여 반대 또는 수정의견을 제시한 적이 있는가? (4점)

- 가) 아니오 0점 나) 예 4점

(5) 사외이사가 수정의견을 제시하여 채택된 적이 있는가? (4점)

- 가) 아니오 0점 나) 예 4점

(6) 사외이사가 필요시 외부전문인력 등을 지원받을 수 있도록 내부규정에 명문화되어 있는가? (3점)

- 가) 아니오 0점 나) 예 3점

(7) 사외이사가 외부 전문인력의 지원을 요청해서 활용한 적이 있는가? (3점)

- 가) 아니오 0점 나) 예 3점

(8) 지배주주(및 특수관계인)나 경영진 이외의 사람이 추천한 사외이사가 이사회에 참여하고 있는가? (4점)

- 가) 아니오 0점 나) 예 4점

(9) 대표이사와 이사회 의장이 분리되었는가? 또는 분리되어 있지 않다면 선임사외이사(lead director)를 선임하였는가? (4점)

- 가) 아니오 0점 나) 예 4점

(10) 외국인 이사의 수가 전체 이사의 수에 비해 얼마나 되는가? (3점)

- | | | | |
|-----------|----|-----------|----|
| 가) 0% | 0점 | 나) 10% 미만 | 1점 |
| 다) 20% 미만 | 2점 | 라) 20% 이상 | 3점 |

(11) 사외이사에게 정보제공의 의무를 구체적으로 명시한 내부규정이 있는가? (2점)

- | | | | |
|--------|----|------|----|
| 가) 아니오 | 0점 | 나) 예 | 2점 |
|--------|----|------|----|

나. 이사회 운영, 평가 및 보상 (60점)

(1) 지난 1년간 이사회 개회횟수는 몇 회인가? (4점)

- | | | | |
|-----------|----|-----------|----|
| 가) 4회 미만 | 0점 | 나) 4회 이상 | 1점 |
| 다) 8회 이상 | 2점 | 라) 10회 이상 | 3점 |
| 마) 12회 이상 | 4점 | | |

(2) 전체 이사의 이사회 평균참석률은 얼마인가? (4점)

- | | | | |
|-----------|----|-----------|----|
| 가) 60% 미만 | 0점 | 나) 60% 이상 | 1점 |
| 다) 70% 이상 | 2점 | 라) 80% 이상 | 3점 |
| 마) 90% 이상 | 4점 | | |

(3) 이사회 의사록에 녹취에 근거한 이사별 발언내용을 기록하고 있는가? (5점)

- | | | | |
|--------|----|------|----|
| 가) 아니오 | 0점 | 나) 예 | 5점 |
|--------|----|------|----|

(4) 이사회 의사록에 안건별로 개별이사의 찬반여부가 표기되어 있는가? (5점)

- | | | | |
|--------|----|------|----|
| 가) 아니오 | 0점 | 나) 예 | 5점 |
|--------|----|------|----|

192 기업지배구조 개혁의 성과에 관한 연구

- (5) 직접 또는 통신수단을 통하여 평균 이사회 개최 몇 일전에 이사들에게 토의안건과 같은 정보를 제공하고 있는가? (4점)
- | | |
|----------------|----|
| 가) 사전에 통보하지 않음 | 0점 |
| 나) 하루전 | 1점 |
| 다) 2일전 | 2점 |
| 라) 4일전 | 3점 |
| 마) 5일전 이전 | 4점 |
- (6) 정기이사회를 정관에서 규정하고 있는가? (3점)
- | | | | |
|--------|----|------|----|
| 가) 아니오 | 0점 | 나) 예 | 3점 |
|--------|----|------|----|
- (7) 이사에게 기업의 비용으로 손해배상책임보험을 제공하는가? (3점)
- | | | | |
|--------|----|------|----|
| 가) 아니오 | 0점 | 나) 예 | 3점 |
|--------|----|------|----|
- (8) 이사가 법령이나 정관규정을 위반하거나 임무를 잘못 처리해서 손해배상 청구를 당한 경우가 있는가? (3점)
- | | | | |
|--------|----|------|----|
| 가) 아니오 | 0점 | 나) 예 | 3점 |
|--------|----|------|----|
- (9) 이사들이 회사주식 보유를 권장하는 제도가 있는가? (3점)
- | | | | |
|--------|----|------|----|
| 가) 아니오 | 0점 | 나) 예 | 3점 |
|--------|----|------|----|
- (10) 지배주주를 제외한 이사들의 1인당 평균 주식보유 금액은 얼마인가? (3점)
- | | | | |
|------|----|----------|----|
| 가) 0 | 0점 | 나) 1억 미만 | 1점 |
|------|----|----------|----|

- 다) 5억 미만 2점 라) 5억 이상 3점
- (11) 스톡옵션은 수량 및 행사가격이 기업의 절대적 성과가 아닌 다른 기업들의 평균 성과들과 같은 상대적 성과에 연동되어 있는 성과연동형인가? (3점)
- 가) 아니오 0점 나) 예 3점
- (12) 추천위원회와 보상위원회가 설치되어 있는가? (4점)
- 가) 아니오 0점 나) 1개만 설치 2점
- 다) 2개 모두 설치 4점
- ※ (13) ~ (17) 해당 위원회 설치 기업에만 해당
- (13) 추천위원회의 사외이사 구성비율은 얼마인가? (1점)
- 가) 50% 미만 0점 나) 50% 이상 1점
- (14) 보상위원회의 사외이사 구성비율은 얼마인가? (1점)
- 가) 50% 미만 0점 나) 100% 미만 0.5점
- 다) 100% 1점
- (15) 추천위원회의 위원장이 사외이사인가? (2점)
- 가) 아니오 0점 나) 예 2점
- (16) 보상위원회의 위원장이 사외이사인가? (2점)
- 가) 아니오 0점 나) 예 2점
- (17) 추천위원회와 보상위원회는 위원회 활동에 관한 보고서를 매년 제출하는가? (2점)

194 기업지배구조 개혁의 성과에 관한 연구

가) 아니오 0점 나) 예 2점

(18) 이사회 권한과 책임, 운영절차 등을 구체적으로 규정
한 이사회 운영규정이 있는가? (4점)

가) 아니오 0점 나) 예 4점

(19) 이사의 역할 효율화를 위한 외부교육에 이사회가 참
가한 적이 있는가? (4점)

가) 아니오 0점 나) 예 4점

3. 공시(경영투명성, 50점)

(1) 심사대상 연도중 IR(기업설명회) 횟수는 몇 회인가? (3점)

가) 없음 0점 나) 1회 실시 1점

다) 2회~4회 실시 2점 라) 5회 이상 실시 3점

(2) 심사대상 연도중 자진공시는 몇 건인가? (3점)

가) 자진공시 평균치 미만 1점

나) 자진공시 평균치 이상 2점

다) 자진공시 평균치 2배 이상 3점

(3) 심사대상 연도중 조회공시는 몇 건인가? (3점)

가) 조회공시 평균치 미만 3점

나) 조회공시 평균치 이상 2점

다) 조회공시 평균치 2배 이상 1점

라) 조회공시 평균치 5배 이상 0점

- (4) 심사대상 연도중 정정공시는 몇 건인가? (3점)
- | | |
|-------------------|----|
| 가) 정정공시 평균치 2배 이상 | 0점 |
| 나) 정정공시 평균치 이상 | 1점 |
| 다) 정정공시 평균치 반 이상 | 2점 |
| 라) 정정공시 평균치 반 미만 | 3점 |
- (5) 월별 손익정보를 공시하고 있는가? (3점)
- | | | | |
|--------|----|------|----|
| 가) 아니오 | 0점 | 나) 예 | 3점 |
|--------|----|------|----|
- (6) 예측정보를 공시하고 있는가? (3점)
- | | | | |
|--------|----|------|----|
| 가) 아니오 | 0점 | 나) 예 | 3점 |
|--------|----|------|----|
- (7) 감사위원회 또는 감사의 주요 활동내용을 사업보고서에 공시하고 있는가? (2점)
- | | | | |
|--------|----|------|----|
| 가) 아니오 | 0점 | 나) 예 | 2점 |
|--------|----|------|----|
- (8) 이사의 개인별 연간 보수총액을 사업보고서에 공시하고 있는가? (5점)
- | | | | |
|--------|----|------|----|
| 가) 아니오 | 0점 | 나) 예 | 5점 |
|--------|----|------|----|
- (9) 홈페이지에 이사의 경력 및 인적사항을 공개하고 있는가? (2점)
- | | | | |
|--------|----|------|----|
| 가) 아니오 | 0점 | 나) 예 | 2점 |
|--------|----|------|----|
- (10) 개별 이사의 이사회 출석률을 공시하고 있는가? (2점)
- | | | | |
|--------|----|------|----|
| 가) 아니오 | 0점 | 나) 예 | 2점 |
|--------|----|------|----|
- (11) 공시의무가 있는 주요 안건에 대한 개별 이사의 찬반여

196 기업지배구조 개혁의 성과에 관한 연구

- 부를 공시하고 있는가? (2점)
가) 아니오 0점 나) 예 2점
- (12) 이사의 활동내용 및 평가결과가 사업보고서 등을 통해서 공시되고 있는가? (3점)
가) 아니오 0점 나) 예 3점
- (13) 익일공시사항을 당일에 공시한 건수는 몇 건인가? (3점)
가) 익일공시사항의 당일 공시비율 50% 미만 1점
나) 익일공시사항의 당일 공시비율 50% 이상 2점
다) 익일공시사항의 당일 공시비율 80% 이상 3점
- (14) 공정공시규정을 위반한 적이 있는가? (2점)
가) 아니오 2점 나) 예 0점
- (15) 감사보고서와 중요한 수시공시사항을 영문으로 작성하여 공시하는가? (2점)
가) 아니오 0점 나) 예 2점
- (16) 인터넷 홈페이지에 영업보고서, 반기보고서, 수시공시사항 등을 공시하고 있는가? (3점)
가) 아니오 0점 나) 예 3점
- (17) 인터넷 홈페이지가 영문으로도 공시되어 있는가? (2점)
가) 아니오 0점 나) 예 2점
- (18) 회사 임·직원이 미공개정보를 이용한 내부자거래로 제재를 받은 경우가 있는가? (4점)

가) 아니오 4점 나) 예 0점

4. 감사기구 (30점)

(1) 감사위원회가 설치되어 있는가? (3점)

가) 아니오 0점 나) 예 3점

(2) 감사위원회의 사외이사 비율은? (3점)

가) 3분의 2 이상 1점 나) 100% 3점

(3) 감사위원회(감사)의 권한, 책임 및 감사업무에 관한 사항이 내부규정으로 명시되어 있는가? (4점)

가) 아니오 0점 나) 예 4점

(4) 감사위원회(감사)에게 내부 감사부서 책임자의 임면동의 권이 부여되고 있는가? (4점)

가) 아니오 0점 나) 예 4점

(5) 감사위원회 위원(감사)은 전문기관에서 감사와 관련된 교육을 받았는가? (3점)

가) 아니오 0점 나) 예 3점

(6) 감사위원회의 업무를 지원할 수 있는 독립된 감사업무 부서가 있는가? (4점)

가) 아니오 0점 나) 예 4점

(7) 감사위원회의 개최 횟수는? (3점)

가) 4회 미만 0점 나) 4회 이상 1점

198 기업지배구조 개혁의 성과에 관한 연구

다) 6회 이상 2점 라) 8회 이상 3점

(8) 감사위원회가 매년 활동내역을 이사회에 보고하고 있는가? (3점)

가) 아니오 0점 나) 예 3점

(9) 외부감사인으로부터 컨설팅을 받은 적이 있는가? (3점)

가) 예 0점

나) 컨설팅을 받은 적이 있으나 감사위원회의 사전승인을 받았다 2점

다) 아니오 3점

5. 경영의 과실배분 (30점)

(1) 시가배당수익률 (10점)

가) 1% 미만 0점

나) 1% 이상 5% 미만 3점

다) 5% 이상 10% 미만 7점

라) 10% 이상 10점

(2) 지난 3년간 평균 배당성향 (5점)

가) 10% 미만 0점

나) 10% ~ 30% 미만 2점

다) 30% ~ 50% 미만 3점

라) 50% 이상 5점

(3) 중간배당 여부 (5점)

가) 아니오 0점 나) 예 5점

(4) 자사주 매입 여부 (10점)

가) 아니오 0점 나) 매입 5점

다) 매입후 소각 10점

2차 평가기준

1. 주주의 권리보호 (20점)

(1) 주주와의 분쟁사례가 있을 경우 기술하여 주십시오. (4점)

(2) 주주총회(임시주총 포함)에서 주주제안의 사례가 있다면 그 내용을 기술하여 주십시오. (3점)

(3) 주주권 보호를 위해 노력한 사례를 기술하여 주십시오. (4점)

(4) CB, BW를 발행하거나 실권주를 배정한 사례가 있다면 그 내용과 조건을 기술하여 주십시오.(주요 인수자, 인수(전환)가격 및 산정기준, 배정일 증가) (3점)

(5) 경영진에 대한 보상내용(고정급, 성과급, 스톡옵션 등)의 내역을 기술하여 주십시오. (3점)

200 기업지배구조 개혁의 성과에 관한 연구

- (6) 내부자거래 또는 자기거래에 대한 내부규정 및 관리공시 정책이나 규정을 기술하여 주십시오. (3점)

2. 이사회 (24점)

- (1) 규정상 이사회 의결을 필요로 하는 의결사항들과 실제 의결된 의안들을 모두 열거해 주십시오. (3점)
- (2) 이사별로 각각의 이사가 참여하고 있는 위원회와 사내 또는 사외이사 여부를 기술하여 주십시오. (2점)
- (3) 사외이사의 경력을 기술하여 주십시오. (2점)
- (4) 사외이사별로 선임형태를 기술하여 주십시오. (최대주주 및 특수관계인 추천, 소액주주 추천, 기관투자자 추천, 채권자 추천, 감독기관 추천, 종업원 추천, 기타 외부기관 추천, 시민단체 추천으로 구분) (4점)
- (5) 이사회와 보상위원회와 추천위원회의 활동에 관한 연간 보고서를 제출하십시오. (2점)
- (6) 지난 1년간 이사회 의안 이외에 사외이사가 별도로 요청 하였거나 혹은 기업이 자발적으로 사외이사에게 제공한 주요 경영정보를 기술하여 주십시오. (3점)

- (7) 지난 1년 동안 이사들이 정해진 보수를 포함해서 기업으로부터 수령한 전체 금액을 내용별로 기술하여 주십시오. (2점)
- (8) 사외이사의 평가시스템에 관하여 기술하여 주십시오. (2점)
- (9) 이사에게 기업의 비용으로 제공된 손해배상 책임 보험의 구체적 내용을 기술하여 주십시오. (2점)
- (10) 계열사와 관련된 거래에 관한 안건의 심의나 표결에 관련된 이사의 발언권과 의결권을 제한한 경우를 기술하여 주십시오. (2점)

3. 공시(경영투명성, 6점)

- (1) 정보공개를 위한 귀사의 웹사이트에 있어서 기업지배구조관련 내용, IR 관련 내용, 주주에 대한 서비스 메뉴 등을 포함하여 주요 내용을 간략하게 기술하여 주십시오. (3점)
- (2) 사업보고서에 공시되어 있는 이사회 및 감사위원회(감사)의 활동내용에 대하여 기술하여 주십시오. (3점)

4. 감사기구 (10점)

- (1) 감사위원회 위원의 경력을 기술하여 주십시오. (2점)
- (2) 감사위원회가 회사의 재무보고의 질과 신뢰성을 확보하기 위하여 활동하는 내용을 기술하여 주십시오. (2점)
- (3) 감사위원이 이사의 보수 이외의 다른 보상을 받았는가? 다른 보상을 받은 경우 그 내역을 기술하여 주십시오. (2점)
- (4) 외부감사인이 당해 회사에게 경영컨설팅 등의 비감사서비스를 제공하는 경우 그 내용을 기술하여 주십시오. (2점)
- (5) 감사위원회 안건의 리스트를 첨부하여 주십시오. (2점)

● 저자약력 ●

김용열

- 성균관대학교 경상대학 졸업
- 일본 Kobe 대학 경영학 박사
- (현) 산업연구원 산업경쟁력실 선임연구위원

《주요 저서》

- 기업이란 무엇인가(2002)
- 기업활동의 자유와 규제(2002, 공저)
- 선진경제 도약을 위한 기업지배구조 개혁(2000, 공저)

진태홍

- 서울대학교 경영대학 졸업
- 미국 텍사스 주립대학 경영학 박사
- (현) 홍익대학교 상경대학 교수

《주요 저서》

- 기업출자의 효율성에 관한 실증연구(2003, 공저)
- 상호지급보증과 재벌의 내부자본시장(2001, 공저)
- Bankruptcy Prediction : Evidence from Korean Listed Companies during the IMF Crisis(2000, 공저)

정책연구자료 2003-76

기업지배구조 개혁의 성과에 관한 연구

2003年 12月 20日 印刷

2003年 12月 23日 發行

發行處 産業研究院

서울特別市 東大門區 清涼里洞 206-9

☎ 130-742

電話 : 3299-3114

登錄 1983年 7月 7日 第6-0001號

發行人 한 덕 수

印刷處 방 문 사

購讀問議 : 편집·보급팀(3299-3151)

內容의 無斷轉載·譯載를 禁함.

普及價 8,000원

ISBN 89-90789-36-2 93320
