CGS Report

제7권 9호 | 2017. 9.

ESG 동향

- 기후 변화 관련 주주제안 가결 해외 사례 2
- 국내 상장회사 영문공시 현황 5
- 2017년 대규모 기업집단 소속 상장기업 재무현황 9

Global News

- 美 델라웨어 형평법원, 합병거래 시 이해상충에 대한 경영판단원칙 적용 확장 14
- UGA, Say-on-Pay와 기업 가치 향상에 관한 연구 결과 발표 16
- 이사 시차임기제 도입여부에 따른 이사회 성별 다양성 현황 17

오피니언

- 회계투명성 제고를 위한 방안 小考 19

기후 변화 관련 주주제안 가결 해외 사례

오 윤 진 선임연구원 (shining5@cgs.or.kr)

▶2017년 5월 미국 정기주주총회 시즌에는 기후 변화에 대한 투자자들의 높은 관심과 참여 의식으로 인하여 과거 그 어느 해보다도 기후 변화 관련 주주제안이 활발하게 이루어짐

▶특히, Occidental Petroleum, PPL, ExxonMobil의 정기주주총회에서는 기후 변화와 관련된 주주제안 안건이 각각 67.3%, 56.8%, 62.1%의 찬성률을 기록하며 가결, 승인되었음

▶이러한 주주제안 안건의 가결과 승인에는 파리 기후 협약과 글로벌 기후 변화 이슈가 지닌 영향력과 중요성의 증대, 연기금을 포함한 기관투자자 및 주요 주주들의 적극적인 참여와 지지가 결정적인 역할을 한 것으로 나타남

기후 변화 관련 주주제안 현황: 2017년 미국 정기주총 시즌

□ 2017년 5월 미국 정기주주총회 시즌에는 기후 변화에 대한 투자자들의 높은 관심과 참여 의식으로 인하여 과거 그 어느 해보다도 기후 변화 관련 주주제안이 활발하게 이루어짐[1)]

○ 기후 변화 관련 주주제안(기업이 기후 변화와 연관된 리스크 요인들을 측정, 평가하여 외부에 공시하도록 요구하는 안건)에 대한 투자자들의 평균 지지율은 2011년 7%에 불과하였으나 2017년에는 43%로 6배 이상 증가하였음[2)]

○ 무엇보다 주목할 점은 최초로 정기주주총회에서 기후 변화 관련 주주제안이 과반이 넘는 찬성표를 획득하여 가결되는 사례가 나타났다는 것임

□ 본 동향에서는 올해 정기주주총회에서 기후 변화와 관련된 주주제안 안건이 가결되었던 3개사(Occidental Petroleum, PPL, ExxonMobil)의 사례를 살펴보고자 함

1) EY Center for Board Matters, 2017.6, "2017 proxy season review"
2) 각주 1)과 동일함

사례 1 - Occidental Petroleum

□ 2017년 5월 12일, Occidental Petroleum의 주주들은 경영진의 반대에도 불구하고 미국 자본시장 역사상 최초로 기후 변화가 기업 활동에 미치는 여러 가지 영향들을 분석하여 외부에 공시하도록 기업에 요구하는 주주제안 안건을 정기주주총회에서 승인, 가결하였음

○ 이 주주제안은 정기주주총회에서 67.3%의 찬성률을 기록, 가결되었으며, 작년에도 유사한 주주제안 안건이 상정되었으나 당시에는 약 42%의 찬성률을 기록하였음

□ 주주제안 안건은 CalPERS를 비롯한 다수의 기관투자자 연합에 의해 발의, 상정되었으며, 회사가 파리 기후 협약에 따른 온실가스 감축 목표[3]에 근거하여 기후 변화의 장기적 영향에 대응하기 위하여 사업 포트폴리오를 분석, 평가하도록 요구하는 내용을 담고 있음

○ 이에 대해 경영진은 이미 저탄소 경제 관련 리스크를 구체화하여 사업전략에 반영하고 있다는 점을 언급하며 반대표를 행사하도록 주주들에게 권고하였음

□ 이 주주제안의 가결 과정에는 Occidental Petroleum의 대주주인 BlackRock의 지지가 결정적인 역할을 한 것으로 판단됨

○ BlackRock은 기후 변화 이슈와 관련하여 작년 정기주주총회에서 주주제안에 반대표를 행사하였으나 올해는 찬성 의사를 표명하였음

○ BlackRock은 기후 변화 이슈에 대한 회사의 대응이 부족하였다는 점, 전년도에 유사한 주주제안이 정기주주총회에 상정되었음에도 불구하고 지난 1년 동안 회사의 기후변화 관련 보고의 개선 노력이 미흡하였다는 점을 주주제안에 찬성한 사유로 언급함

사례 2 - PPL

□ 2017년 5월 17일, 미국 펜실베이니아에 위치한 전력 회사인 PPL의 정기주주총회에서 파리 기후 협약으로 인한 공공 정책의 변화와 기술의 진보가 사업 포트폴리오에 미치는 영향을 평가하여 외부에 공시하도록 요구하는 주주제안 안건이 상정되었음

○ 이 주주제안 안건은 주주총회에서 56.8%의 찬성률을 기록하며 가결되었으며, 이는 미국 전력회사 최초로 정기주주총회에서 기후변화관련 주주제안 안건이 가결, 승인된 사례임

□ 주주제안 안건은 파리 기후 협약의 온실가스 감축 목표와 관련하여 회사가 사업 상 직면할 수 있는 기회와 위험 요소들을 분석, 이를 전사적으로 검토하도록 요구하는 내용을 담고 있음

○ 이에 대해 PPL의 경영진은 현재 '전력의 분배'가 회사의 주요 사업 부문이며 '전력의 생산'과

3) 산업화 이전 시기 대비 지구 평균 기온 상승 폭을 섭씨 2도 미만으로 제한

관련된 사업 부문의 비중은 미미하다는 점, 회사가 다양한 에너지 효율 프로그램에 참여하고 있다는 점 등을 언급하며 주주제안에 대한 의결권 행사에 불참 혹은 기권할 것을 주주들에게 촉구하였음

□ 이 주주제안은 6000만 달러에 이르는 PPL 주식 150만주를 보유한 연기금 주주인 New York State Common Retirement Fund가 주도하여 마련되었으며, 다수의 기관투자자들의 지지와 호응에 힘입어 최종 가결되었음

사례 3 - ExxonMobil

□ 2017년 5월 31일, 글로벌 석유 기업인 ExxonMobil의 정기주주총회에서 파리 기후 협약의 주요 합의 사안들이 기업에 미치는 영향을 외부에 공시하도록 회사 측에 요구하는 주주제안 안건이 약 62.1%의 찬성률을 기록하며 가결되었음

○ 작년 ExxonMobil의 정기주주총회에서도 이와 유사한 주주제안 안건이 상정되어 약 38%의 찬성률을 기록하였는데, 대형 기관투자자이자 주요 주주인 Vanguard와 BlackRock이 당시 주주제안에 대해 반대표를 행사하여 최종 부결되었음

□ Church Commissioners, New York State Common Retirement Fund 및 CalPERS 등을 포함한 다수의 기관투자자들에 의해 제기된 주주제안 안건은 파리 기후 협약의 온실가스 감축 목표 및 이행 계획이 사업 포트폴리오에 미치는 영향을 평가하여 이를 공시하도록 회사에 요구하는 내용을 담고 있음

○ 주주제안에 대해 회사 측은 글로벌 기후변화 이슈가 사업포트폴리오에 미치는 영향에 대한 평가의 중요성에 대해서는 동의하나 이미 회사 내부적으로 수행하고 있다는 점을 언급하며 본 안건에 반대할 것을 주주들에게 권고하였음

□ 이 주주제안 안건의 가결과 승인 과정에서, ExxonMobil의 주요 주주인 BlackRock과 Vanguard, State Street가 주주제안에 대해 공개적으로 지지를 표명하였던 것이 결정적인 역할을 한 것으로 판단됨

○ BlackRock, Vanguard, State Street는 미국 에너지 산업의 최대 기관투자자들이며 ExxonMobil의 주요 대주주들로서, 정기주주총회 개최 당시 세 기관투자자들이 보유한 ExxonMobil의 지분은 총 18.1%였음

국내 상장회사 영문공시 현황

이 수 원 선임연구원 (swlee@cgs.or.kr)

▶ 최근 외국인 투자자의 국내 주식 투자가 확대되고 있는 가운데, 국내 상장회사의 영문공시 현황을 살펴봄

▶ 최근 국내 상장회사의 영문공시는 과거에 비하여 크게 늘어나는 추세이나, 공시의 종류나 양 모든 측면에서 충분하다고 보기 어려움

▶ 향후 영문공시 확대를 통해 외국인 투자자의 입장에서 정보 접근성을 제고하여 공시 투명성 확보할 필요가 있음

배경

□ 최근 국내 상장사들의 실적 개선[4] 및 스튜어드십 코드의 도입[5] 등으로 인하여 외국인 투자자들의 국내 증시 투자가 증가하고 있음

○ 시가총액 대비 외국인이 보유한 주식 비중은 2016년 12월 말 31.84%에서 2017년 8월 말 33.87%까지 증가하였으며, 같은 기간 외국인의 순매수거래대금 합계도 약 8조 3,556원임

□ 외국인 투자자의 국내 주식 투자를 더욱 촉진시킬 수 있는 방안에는 상장사의 영문공시 활성화를 들 수 있음

○ 영문공시가 활성화 될 경우 기업정보에 대한 외국인 투자자의 접근성이 향상되어, 국내 상장기업에 대한 투자수요를 제고할 수 있음

○ 또한, 관련 연구[6]에 따르면 외국인 투자자는 기업의 자원배분 효율성을 증가시키는 기능이 있어 국내 기업 가치를 제고하는 데 도움이 될 것으로 보임

○ 실제 한국거래소는 2016년 5월 외국인 투자자의 정보접근성을 제고, 글로벌 투자 수요 유치를 위하여 영문공시 선도기업을 선정하고 인센티브를 주는 등 영문공시 활성화 대책을 수립한 바 있음[7]

4) 12월 결산인 유가증권시장 상장사는 2017 사업연도 상반기 결산결과 전년 동기 대비 (연결기준) 영업이익은 19.2%, 당기순이익은 24.4% 증가함(한국거래소 보도자료, 2017.8.17, "유가증권시장 2017사업연도 상반기 실적(12월 법인)")
5) 한국기업지배구조원 보도자료, 2016.12.19, "2016년 12월 19일, 한국 스튜어드십 코드 공표"
6) 박경서, 이은정, 2006, "외국인투자자가 한국기업의 경영 및 지배구조에 미치는 영향", 「금융연구」 20권, 2호
7) 한국거래소 보도자료, 2016.5.9, "외국인투자자 등을 위한 유가증권시장 영문공시 활성화 추진"

□ 이에 이 글에서는 상장회사의 영문공시 현황을 살펴봄

○ 우선 국내 영문공시의 제도를 간략하게 설명하고, 상장회사의 영문공시 횟수를 파악함

○ 그리고 상장회사들이 주로 어떠한 내용을 영문으로 공시하고 있는지, 영문공시를 활발하게 하는 회사의 특징은 어떠한지 알아봄

국내 영문공시 제도 개요

□ 국내 상장회사의 영문공시는 한국거래소 영문상장공시시스템(engkind.krx.co.kr)을 통해 이루어지며, 세 가지로 구분됨

○ 첫 번째는 공시 제목 번역 서비스로, 한국거래소에서 제공하며 공시의 내용이 아닌 제목만 영문으로 번역하여 보여주고 있음

○ 두 번째는 공시 제목 및 내용 번역 서비스로 이 역시 한국거래소에서 제공하며 공시서식에 맞춘 공시에 한하여 내용을 영문으로 번역하여 보여줌

- 단, 상장회사에서 직접 작성한 내용에 대해서는 변환과정의 오류 가능성 문제로 번역을 제공하지 않음[8)]

○ 마지막으로 상장회사에서 작성하여 공시하는 영문공시(이하, 자발적 영문공시)가 있음

공시 현황

□ 이 글에서는 상장회사에서 직접 영문으로 작성하는 공시를 중점적으로 분석하고자 함

○ 비자발적 영문공시의 경우 한국거래소가 일괄적으로 제목 혹은 내용을 번역하여 공시하고 있으므로, 기업의 선택사항이 아님

○ 한국거래소가 수시공시 영문변환 서비스를 시작한 2010년 이후 국내 상장회사의 자발적 영문공시를 수집함

□ 2010년 1월 1일부터 2017년 8월 31일까지 자발적 영문공시를 1회 이상 한 회사는 78사이며, 이 중 유가증권시장 상장사는 45사, 코스닥 상장사는 33사임(〈표 1〉 참조)

○ 해당 기간 동안 78사는 총 1,791건을 공시하였으며, 자발적 영문공시를 많이 한 상위 10개사가 전체 공시의 58.29%를 차지함

○ 추이를 살펴보면, 수시공시 영문번역 서비스의 영향으로 자발적 공시는 2010년에서 이후 줄어들었다가, 2016년을 기점으로 크게 증가하는 추세임

○ 2017년의 경우 8월 31일까지의 집계임에도 423건이 공시되어 자발적 영문공시의 수가 크게 증가하고 있음을 파악할 수 있음

8) 한국거래소 보도자료, 2010.9.8, "KRX, 외국인투자자를 위한 수시공시 영문변환 서비스 제공"

○ 이러한 추세는 한국거래소의 영문공시 활성화 대책에 따른 영향으로 볼 수 있음

□ 다만, 영문공시를 1회 이상 한 상장회사의 수는 여전히 적은 상황임

〈표 1〉 연도별 자발적 영문공시 수 추이

연도	유가증권	코스닥	계
2010	94(9)	132(5)	226(14)
2011	87(8)	70(4)	157(12)
2012	81(6)	57(5)	138(11)
2013	95(7)	56(9)	151(16)
2014	103(8)	56(9)	159(17)
2015	103(9)	59(10)	162(19)
2016	250(13)	125(26)	375(39)
2017*2	324(15)	99(35)	423(50)
계	1,137(45)	654(33)	1,791(78)

*1 괄호 안은 해당연도에 자발적 영문공시를 1회 이상 한 상장사의 수임
*2 2017년은 8월 31일까지의 공시임

영문공시 내용

□ 조사 기간 동안 상장회사의 자발적 영문공시는 매출액 변동, 실적 예고 등 대부분 실적과 관련되어 있음(〈표 2〉 참조)

○ 그 다음으로 기업설명회 개최를 안내하는 공시가 29.70%임

○ 주주총회와 관련된 공시는 6.53%로 비교적 적은 비중을 보임

〈표 2〉 자발적 영문공시의 내역

구분	수	비율
실적관련	765	42.71%
기업설명회(IR)	532	29.70%
기타수시공시	178	9.94%
주주총회 관련	117	6.53%
재무관련	72	4.02%
배당관련	62	3.46%
감사보고서	31	1.73%
투자관련	17	0.95%
임원관련	15	0.84%
조직의 변경	2	0.11%
계	1,791	100.0%

영문공시 상장사와 외국인 지분율

□ 2017년 중 자발적 영문공시가 있었던 회사(이하, 영문공시 그룹)는 외국인 지분율이 비교적 높음[9)]

○ 자발적 영문공시 그룹 48사[10)]의 2016년 12월 말 기준 평균 외국인 지분율은 25.92%로 영문공시 그룹이 아닌 상장사 2,081사의 평균 외국인 지분율 6.18%에 비하여 매우 높음

소결

□ 국내 상장회사의 자발적 영문공시는 2016년 이후 크게 증가하여 외국인 투자자의 정보 접근성 제고 측면에서 바람직한 양상을 보이고 있음

○ 그러나 공시의 대부분이 실적발표, 기업설명회 개최 등에 집중되어 있어 외국인 투자자는 국내 투자자에 비하여 다양한 종류의 정보를 적시에 받아보는 데 한계가 존재함

○ 또한, 영문공시에 나선 상장회사의 비율은 여전히 낮은 상황임

□ 영문공시를 하는 상장회사의 외국인 지분율이 높은 경향이 발견되었음

○ 보다 엄밀한 분석이 필요하나, 외국인 지분율이 상장회사의 자발적 영문공시와 연관이 있다는 사실을 부정하기는 어려움

9) 영문공시와 외국인 지분율 사이의 인과관계를 규명하기 위해서는 보다 엄밀한 분석을 요함
10) 2016년 12월 말 이후 상장된 2개사로 인하여 〈표 1〉의 50사와 차이가 있음

2017년 대규모 기업집단 소속 상장기업 재무현황

정 한 욱 연구원 (jhwook@cgs.or.kr)

▶ 공정거래위원회에서 발표한 2017년 대규모 기업집단 소속 기업들 중 상장기업들을 대상으로 재무현황을 조사함

▶ 2017년에 지정된 대규모 기업집단 소속 상장기업들은 타 상장기업들에 비해 상대적으로 부채비율, 영업이익률, 순이익률 및 배당성향이 높게 나타남

▶ 대규모 기업집단의 재무현황 분석 시, 재무상태 총량뿐만 아니라 비율에 대한 종합적인 분석이 필요할 것으로 보임

조사배경 및 설계

□ 2017년 5월 1일 공정거래위원회는 상호출자제한·채무보증제한 기업집단(이하 대규모 기업집단)을 지정함[11)]

□ 공정거래위원회 보도 자료를 바탕으로, 2017년에 지정된 대규모 기업집단 및 기업집단 계열사에 대해 분석한 기사들이 발행됨[12)]

□ 하지만, 공정거래위원회 보도 자료를 바탕으로 대규모 기업집단에 대해 다루고 있는 언론 기사들은 다음과 같은 한계점을 가짐

○ 대규모 기업집단의 재무상태 총량 및 총량의 변화에 대한 분석이 주를 이룸에 따라, 대규모 기업집단 간 상대적인 차이를 파악하기 어려움

○ 또한, 기업집단 단위에서의 총량을 측정함으로 인해 기업 단위에서 대규모 기업집단 소속 기업과 그렇지 않은 기업과의 비교 분석이 어려움

□ 이러한 한계점들을 보완하여, 2017년에 지정된 대규모 기업집단에 소속된 기업들에 대한 재무현황을 다음과 같이 분석하고자 함

11) 공정거래위원회 보도자료, 2017.5.1., "31개 상호출자제한 기업집단 지정"
12) 뉴스토마토, 2017.6.4., "30대그룹 재무 적신호…10대그룹 부실화 심각 "; 파이낸셜뉴스, 2017.5.1., "공정위, 31개 '상호출자제한 기업집단' 지정 "; 조선비즈, 2017.6.12., "30대 그룹 상장사 유보금 700조 육박…5년새 176조 늘어"

○ 대규모 기업집단에 소속되지 않은 기업과의 차이를 보여주기 위해 대규모 기업집단 소속 상장기업들과 그렇지 않은 상장기업들의 재무비율을 측정한 후에 평균적인 특성을 비교 분석하고자 함

○ 기존연구[13]에서도 대규모 기업집단에 소속된 상장기업은 높은 부채비율 및 수익성 등 재무비율에서 차별적인 특성을 나타냄

실증자료

□ 공정거래위원회가 공시한 5월 1일을 기준으로, 유가증권시장 및 코스닥 전체 상장사 중 금융업을 영위하는 기업 및 공기업을 제외한 나머지 기업들을 네 개의 집단으로 구분함

○ 금융업과 공기업은 적용받는 규제가 비 금융업과 상이함에 따라 제외함

○ 대규모 기업집단을 기준으로, 자산규모 상위 4개 기업집단과 그렇지 않은 기업집단으로 분류함

- 상위 4개 대규모 기업집단의 재무현황에 대한 기사[14]들이 발행됨에 따라, 상위 4개 대규모 기업집단에 대해서도 그렇지 않은 대규모 기업집단과 어떠한 차이가 발생하는지를 확인하고자 함

○ 대규모 기업집단 소속 상장기업들과의 비교를 위해, 대규모 기업집단에 소속되지 않는 상장기업들을 국내 계열사 보유 여부에 따라 재분류함

- 대규모 기업집단에 소속되지 않는 기업들을 '비 재벌 기업'으로 분류하였던 과거 연구[15]들과 달리, 대규모 기업집단에 소속되지 않는 상장기업들을 국내 계열사 보유 여부에 따라 계열사 보유기업과 단독기업으로 나누어서 분석함

〈표 1〉 상장기업의 구분

구분	특징
상위 4개 대규모 기업집단 소속기업	공정거래위원회에서 지정한 기업집단 중 자산규모 기준 상위 4개(삼성, 현대자동차, SK, LG) 기업집단
기타 대규모 기업집단 소속기업	공정거래위원회에서 지정한 기업집단 내 상장기업 중 상위 4개 기업집단을 제외한 기업집단 소속 상장기업
국내 계열사 보유기업	대규모 기업집단에 소속되지 않은 상장기업 중, 2016년 사업보고서 상 국내계열사를 하나 이상 보유하고 있는 상장기업
단독기업	대규모 기업집단에 소속되지 않은 상장기업 중, 2016년 사업보고서 상 국내계열사가 하나도 존재하지 않는 기업

13) 김병곤, 김동욱, 1999, "한국기업의 부채구조 : 재벌기업과 비재벌기업의 비교", 「국제경제연구」, 제5권 제1호, pp.99-118; Lee, S., K. Park, and H. H. Shin., 2009, "Disappearing internal capital markets: Evidence from diversified business groups in Korea", 「Journal of Banking and Finance」, 33(2), pp.326-334; 김동회, 김동욱, 김병곤, 2011, "한국기업의 소유지배괴리도와 대리인문제, 배당정책", 「금융공학연구」, 제10권 제2호, pp.99-124;

14) 중앙일보, 2017.5.1., "대기업집단도 양극화?…1~4등이 순이익 73% 차지"; 브릿지경제, 2017.9.13., "삼성·현대차·SK·LG 등 4대그룹 상장사 영업이익 비중, 전체의 '절반' 차지…편중현상 심화"; 뉴스토마토, 2017.7.16., "4대그룹, 5년간 수익성 희비…삼성·현대차만 '내리막'"

15) 주석 13)과 동일함

□ 재무현황 특성을 크게 안정성과 수익성, 주주환원 정도로 구분하였으며, 각 특성을 대표하는 변수들은 아래와 같음

〈표 2〉 조사에 사용된 변수

구분		내용
안정성	부채비율	타인자본의 의존도를 나타내는 지표로써 (부채총액/자기자본총액)으로 정의
	유동부채비율	단기부채에 대한 의존도를 나타내는 지표로써 (유동부채총액/자기자본총액)으로 정의
	비유동부채비율	장기부채에 대한 의존도를 나타내는 지표로써 (비유동부채총액/자기자본총액)으로 정의
	현금비율	단기부채에 대한 지급능력을 나타내는 지표로써 (현금및현금성자산)/(유동부채)로 정의
수익성	영업이익률	기업 영업활동에 의한 성과를 판단하는 지표로 (영업이익)/(매출액)으로 정의
	순이익률	매출액 중 주주를 위해 최소 어느 정도 금액을 제공할 수 있는가에 대한 지표로, (당기순이익)/(매출액)으로 정의
주주환원	배당성향	당기순이익 중 주주에게 현금으로 지급된 배당금 총액의 비율로, (현금배당금)/(당기순이익)으로 정의하였으며, 적자인 기업들은 제외함

□ 조사에 필요한 자료는 2016년 사업연도를 기준으로 Kis-Value 및 DataGuide를 통해 수집하였으며, 각 변수에 결측치가 있는 기업들은 제외함

○ 총 1,735개의 기업이 선별되었고, 이 중 대규모 기업집단에 소속된 상장기업의 수는 162개이며, 상위 4개 대규모 기업집단 소속 상장기업들의 수는 49개사임

○ 배당성향의 경우 적자기업을 제외하여 1,262개의 기업이 선별되었으며, 대규모 기업집단에 소속된 상장기업은 130개이며, 이 중 상위 4개 대규모 기업집단에 소속된 상장기업들의 수는 37개사임

- 배당성향의 경우, 극단치에 의한 평균값 왜곡을 피하기 위해 배당성향이 100%가 초과하는 기업에 대해서는 배당성향을 100%로 조정(Winsorizing)함

상장기업 간 재무비율 현황 비교

□ 2017년 상장기업을 대상으로 변수들을 측정한 결과, 안정성 측면에서 대규모 기업집단 소속 상장기업들은 상대적으로 높은 수준의 부채비율과 낮은 수준의 현금비율을 보여주고 있음

○ 특히, 기타 대규모 기업집단 소속기업들의 유동부채 총량은 자본총계를 초과하여 보유함

□ 반면, 대규모 기업집단 소속 상장기업들은 대규모 기업집단에 소속되지 않은 상장기업들에 비해 더 좋은 수익성을 보여줌

○ 영업이익률과 순이익률의 경우, 대규모 기업집단 소속 상장기업들은 모두 양의 값이 나타남

□ 또한, 주주환원 측면에서 대규모 기업집단 소속기업들이 대규모 기업집단에 소속되지 않은 상장기업들 보다 큰 값을 보여줌

○ 특히, 배당성향은 상위 4개 대규모 기업집단 소속기업이 가장 크게 나타나고 있음

〈표 3〉 상장기업의 재무 현황

구분		대규모 기업집단 소속기업		대규모 기업집단 미 소속기업	
		상위 4개 대규모 기업집단 소속기업	기타 대규모 기업집단 소속기업	국내계열사 보유 기업	단독 기업
안정성	부채비율	93.83%	156.08%	87.35%	86.55%
	유동부채비율	57.33%	117.46%	64.77%	59.30%
	비유동부채비율	36.49%	38.62%	22.58%	27.25%
	현금비율	35.14%	41.02%	101.36%	106.09%
수익성	영업이익률	5.82%	8.32%	2.51%	-15.27%
	순이익률	0.83%	5.08%	-0.23%	-17.50%
주주환원	배당성향	29.33%	28.09%	22.83%	19.20%

산업특성을 고려한 재무비율 현황

□ 기업이 소속된 산업에 따라 재무적 특성이 상이하므로[16], 산업특성을 고려한 대규모 기업집단 소속 상장기업들의 재무현황을 분석함

○ 한국표준산업분류(KSIC-9)의 중분류 산업코드를 이용, 56개의 중분류 산업별로 상장기업을 재분류하여 조사함

□ 산업효과를 제어하기 위해, 각 변수 별 산업평균값을 측정한 후 개별 상장기업과의 차이를 계산한 수치들의 평균값들은 아래와 같음

〈표 4〉 산업특성을 고려한 상장기업의 재무현황

구분		대규모 기업집단 소속기업		대규모 기업집단 미 소속기업	
		상위 4개 대규모 기업집단 소속기업	기타 대규모 기업집단 소속기업	국내계열사 보유 기업	단독 기업
안정성	부채비율	-2.04%p	32.44%p	-2.44%p	-7.21%p
	유동부채비율	-12.85%p	23.63%p	-0.97%p	-8.74%p
	비유동부채비율	10.81%p	8.82%p	-1.47%p	1.53%p
	현금비율	-94.38%p	-45.58%p	1.65%p	25.91%p
수익성	영업이익률	1.33%p	2.21%p	1.67%p	-8.40%p
	순이익률	-3.86%p	-1.71%p	1.40%p	-5.11%p
주주환원	배당성향	3.21%p	2.19%p	-0.11%p	-1.11%p

16) Scott, Jr. D. F. and J. D. Martin, 1975, "Industry influence on financial structure", 「Financial Management」, 4(2), pp.67-73

□ 대규모 기업집단 소속 상장기업들은 산업 평균값보다 높은 부채비율과 낮은 현금비율을 보여줌
○ 상위 4개 대규모 기업집단 소속 상장기업들은 타 집단에 비해 높은 비유동부채비율과 가장 낮은 현금비율이 나타남
○ 기타 대규모 기업집단 소속 상장기업들은 앞선 결과와 동일한 특성을 보여줌

□ 대규모 기업집단 소속 상장기업들은 산업특성을 고려할 때, 수익성 측면에서 앞선 결과와 대비적인 모습이 나타남
○ 대규모 기업집단 소속 상장기업들은 국내계열사 보유 기업들에 비해 산업평균 순이익률이 더 낮음
○ 특히, 상위 4개 대규모 기업집단 소속 상장기업들은 산업평균보다 더 낮은 순이익률과 영업이익률을 기록함

□ 산업의 특성을 고려하여도, 대규모 기업집단 소속 상장기업들은 타 집단에 비해 주주환원의 정도가 높은 것으로 나타남
○ 대규모 기업집단 소속 상장기업들은 타 집단에 비해 배당성향이 높게 나오며, 이 중 상위 4개 대규모 기업집단 소속 상장기업들은 산업평균에 비해 3.21%p 높은 배당성향을 보여줌

결론

□ 대규모 기업집단 소속 상장기업들은 평균적으로 다른 상장기업들과는 다른 재무적 특성을 나타냄
○ 대규모 기업집단 소속 상장기업들은 상대적으로 부채비율과 배당성향이 높은 반면에, 현금보유 비중은 낮은 것으로 나타남
○ 이러한 차이는 산업특성을 고려한 후에도 유지됨

□ 대규모 기업집단 소속 상장기업들의 평균 수익성은 다른 상장기업들에 비해 상대적으로 높으나, 산업특성을 고려한 후에는 오히려 낮음
○ 이는 기업집단의 재무적 총량에 근거하여 분석한 기사[17]들의 내용과는 다른 결과임

□ 본 조사의 시사점은 다음과 같음
○ 대규모 기업집단의 재무적 특성 분석 시, 기업집단 단위에서 재무적 총량만을 집중적으로 분석하는 것은 한계가 있음
○ 계열회사들의 평균 재무비율을 측정함으로써 보다 다양한 비교 분석이 가능함
○ 동일산업 내에서 대규모 기업집단 소속 기업들과 그렇지 않은 기업들 간의 차이를 비교분석하는 연구도 추후에 가능할 것으로 보임

17) 주석 12)와 주석 14)의 기사 참고

Global News

1. 美 델라웨어 형평법원, 합병거래 시 이해상충에 대한 경영판단원칙 적용 확장[18)]

□ 델라웨어 형평법원은 2017.8.18, Martha Stewart Living Omnimdia, Inc.(이하 MSLO)의 지배주주의 선관주의 의무 위반에 대한 집단소송에서 경영판단원칙을 적용함[19)]

○ MSLO는 지배주주 Martha Stewart(이하 Stewart)에 의해 설립된 회사로, 2015년 Sequential은 MSLO와 합병 거래를 진행함

- MSLO는 사전에 구성된 특별위원회를 통해 협상을 검토하였으며, Stewart는 합병 후 그녀의 고용, 보수, 지적재산권 등을 합병거래의 조건으로 함
- 원고는 Stewart가 이 거래에 관하여 주주 보호보다 사익을 우선시하였다는 이유로, Stewart를 지배주주로서의 선관주의의무 위반으로, Sequential을 의무위반의 공범으로 제소함

○ 델라웨어 법원은 지배주주의 이해상충 거래에 관하여 완전한 공정(entire fairness) 심사 기준을 적용하고 있으나,[20)] 해당 사건에서 형평법원은 경영판단원칙을 적용함

- 법원은 Stewart의 사익을 위한 거래가 지배주주의 이해가 상충하는 거래라고 보지 않았으며,
- 설사 이 거래가 이해상충이 존재하는 거래라고 하더라도 아래의 주주보호장치를 가지고 있다는 이유로 경영판단원칙에 의한 심사를 적용함

□ 이는 2014년 M&F Worldwide (이하 MFW) 사건[21)]에서 판시한 합병 거래에서의 경영판단원칙을 적용받기 위한 로드맵을 확장하여 적용한 사례임

○ MFW 사건에서 델라웨어 주 대법원은 다음의 두 주주보호장치를 합병거래의 처음부터(ab initio) 갖춘 경우, 완전한 공정 심사가 아닌 경영판단원칙을 적용함

- 독립적이고, 거래를 거부할 수 있으며, 자문사를 자유롭게 선정할 수 있고, 주의의무를 다하는 특별위원회의 승인
- 충분한 정보를 바탕으로 강압적이지 않은 상황에서 이해관계 없는 주주들의 승인

---

18) 해당 판례는 Harvard Law School Forum on Corporate Governance and Financial Regulation의 다음 자료들에서 소개되었으며, 이 글은 해당 자료들 중 경영판단원칙에 관한 부분을 요약함
Gail Weinstein & Steven Epstein, Fried, Frank, Harris, 2017.9.10, "Another Road Leading to Business Judgment Review—Martha Stewart Living Omnimedia"; Jonathan Rosenberg & Alexandra Lewis-Reisen, 2017.8.30, "Controlling-Shareholder Related-Party Transactions Under Delaware Law"; Jason M. Halper and James M. Fee, 2018.8.24,"Delaware Court of Chancery Extends Business Judgment Rule Deference to Controller Transactions Involving Third-Parties"; Theodore N. Mirvis, Wachtell, 2017.8.22, "Delaware Court of Chancery Extends Business Judgment Protection to Control Shareholders Selling to a Third Party", http://www.corpgov.law.harvard.edu

19) In re Martha Stewart Living Omnimedia, Inc. Shareholders Lit., C.A. No. 11202-VCS (Del. Ch. Aug. 18, 2017)

20) 델라웨어 법원은 지배주주의 회사와의 거래의 경우에 대해 완전한 공정 심사를 적용함, 관련사항 및 완전한 공정 심사에 관하여는 Jonathan Rosenberg and Alexandra Lewis-Reisen, 2017.8.30, "CONTROLLING-SHAREHOLDER RELATED-PARTY TRANSACTIONS UNDER DELAWARE LAW - A PRIMER AND PRACTICAL GUIDE"참고

21) Kahn v. M&F Worldwide, 88 A.3d 635 (Del. 2014)

□ 단 MSLO 사건은 다음과 같은 점에서 MFW 사건과 사실관계의 차이가 있으며, 이러한 점에서 이른바 "MFW로드맵"의 적용을 확장한 것으로 볼 수 있음

○ MFW 사건은 지배주주가 쌍방의 거래(two-sided controller transactions)상 이해상충이었던 데 비해, MSLO 사건은 일방의 이해상충 거래(one-sided conflicted controller transactions)임

- MFW 사건은 지배주주의 종속회사 지분 매수 후 상장폐지(Going Private)를 위한 거래에서, 종속회사의 이사를 겸임하고 있었던 이사들과 지배주주의 선관주의의무가 문제되었던 사례임
- 이에 비해, MSLO 사건은 지배주주가 지분을 회사를 인수하려는 제3자에게 매각하고, 이를 통해 다른 주주와 공유되지 않는 자신의 사익을 취한 일방의 이해상충 거래임

○ 형평법원은 일방의 이해상충 거래에서 MFW의 경영판단원칙 요건이 적용되기 위해서는, 지배주주의 사익을 위한 거래 전 MFW에서 요구한 주주보호장치가 있으면 족하다고 판시함

- 이는 MFW에서 쌍방의 거래 상 이해상충이 문제될 경우 합병거래가 있기 전부터 주주보호장치가 있는 것을 요구한 것과 상이한 점임

□ 최근 델라웨어 법원은 사법심사를 소극적으로 적용하며, 특별위원회 구성 및 주주에 대한 정보 공개 등 기업과 주주의 자체적 지배구조 기능 강화의 유인을 제공하는 경향이 있는 것으로 보임[22)]

22) 윤승영, 2017.6.30, "미국 델라웨어주 판례법상 합병과 관련한 이사책임 법리의 최근 동향 -Corwin 판례를 중심으로-", 「한국상사법학회 하계학술대회」, 부산 해운대 누리마루

2. UGA, Say-on-Pay[23]와 기업 가치 향상에 관한 연구 결과 발표

□ 조지아대학교 연구팀은 Say-on-Pay(이하 SOP)의 적용을 받는 기업의 CEO 임금이 감소하고 회사의 기업 가치는 상승한다는 연구결과를 발표함[24]

○ 연구결과에 따르면 SOP는 CEO의 보수와 회사 성과 간 연동성을 높이고 최고경영자들 간 보상의 균등성을 증가시킴

- 본 연구는 SOP가 도입된 국가들[25]과 미도입된 국가들의 상장기업을 대상으로 하였으며, 총 17,000사 이상의 재무정보를 표본으로 함
- SOP 채택 직후 평균적으로 CEO의 보수가 약 7% 가량 감소하는 효과가 나타났으며, 기업 성과에 대한 민감도는 5% 증가함
- CEO와 최고경영진들(CFO, COO등)간의 보수 간 격차를 감소시키는 효과도 있음

○ SOP 도입 이후, 기업 가치는 올라가는 경향이 나타남

- SOP 투표에서 반대투표는 대부분의 경우 전문 투자자들에게서 나오는 것으로 밝혀져 SOP의 실효성은 있는 것으로 보이며, 투자자들에게 힘을 실어주는 역할을 하는 것으로 볼 수 있음

□ SOP 영향으로 도입 직후에는 CEO 보수가 감소하였으나, 그 이후 CEO 보수는 증가하는 추세를 나타냄

○ 다만 SOP 도입 후, 도입하지 않은 경우보다 CEO 보수 상승률이 낮아짐

□ CEO에 대한 성과대비 과도한 보수 역시 감소하는 현상이 발견되었으며, 임원보수체계에 문제가 있는 회사의 경우에 상대적으로 더 큰 영향을 받음

○ 낮은 성과를 기록한 회사에서 CEO 보수의 감소폭이 상대적으로 더 크게 나타나는 것으로 확인됨; 회사 성과가 최저 사분위수에 해당하는 기업의 CEO 연봉이 9.1% 감소

○ 임원보수에 문제가 있는 회사에서 보수 변동이 더욱 두드러지게 나타남; CEO에게 성과대비 과도한 보수를 지급하던 기업의 CEO 연봉이 평균 18.5% 하락

○ 특히 최고경영진이 더 많은 권력을 갖고 있는 경우에 과다 보수의 감소 효과가 크게 나타남

□ SOP의 강행규정성 여부는 CEO 보수 변동에 있어 크게 영향을 미치지 않는 것으로 나타남

○ 미국의 경우, 도드-프랭크 법(Dodd-Frank Act)상 SOP 조항이 강행규정성을 갖고 있지 않지만, CEO 보수 변화에 강행규정성이 있는 경우와 동일하게 영향을 주고 있는 것으로 나타남

- 기업들은 외부의 부정적인 인식을 상당히 꺼리는 경향이 있기 때문에 CEO 보수액에 반대하는 투표가 강행규정성을 갖고 있지 않더라도, 주주에게서 반대투표를 받는 보상기준에 대해서 대책을 강구하기 때문임

23) 임원 보수 주주권고 투표
24) UGA Today, 2017.6.13., “Say-on-pay laws are doing their job, UGA study finds”, http://news.uga.edu/releases/article/say-on-pay-laws-are-doing-their-job-uga-study-finds/
25) 2003년과 2013년 사이에 SOP가 도입된 11개의 국가를 대상으로 함

3. 이사 시차임기제 도입여부에 따른 이사회 성별 다양성 현황

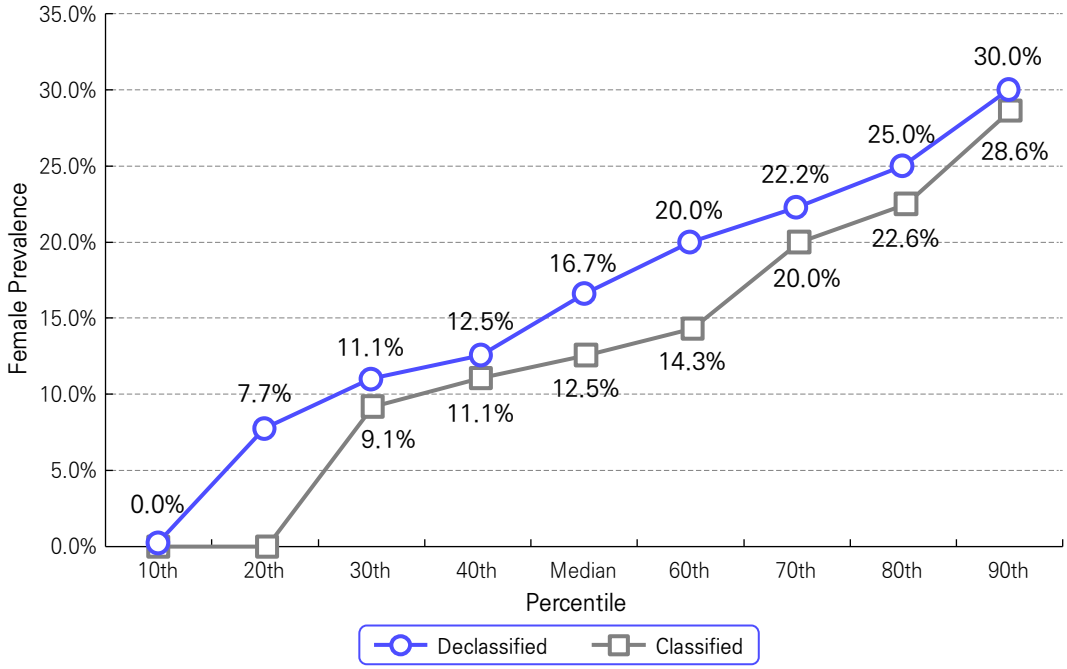
□ 미국 경영데이터 분석기관인 Equilar에 따르면, Russell 3000지수 소속 회사는 2055년이 되어서야 비로소 이사회 내 성 평등이 이루어질 것으로 예상됨[26)]

○ 그럼에도 이사 임기가 1년인 회사의 경우 이사 시차임기제를 도입한 회사보다 빠른 속도로 이사회 다양성을 확보해 나가고 있는 것으로 나타남[27)]

○ Equilar GDI(Gender Diversity Index) 자료에 따르면, 이사 시차임기제 도입여부에 따라 이사회 성별 다양성 지표(여성비율)가 다른 양상을 보임

- Russell 3000지수 소속회사를 대상으로 살펴본 결과, 여성비율 중간값은 12.5%(도입), 16.7%(미도입)로 차이가 났고 이는 전체 분포에서 일관되게 나타남

[그림 1] 시차임기제 도입여부에 따른 이사회 내 여성비율



*출처: Equilar (2017)

26) Equilar, 2017.7.24.,"Declassified Boards Are Much More Likely to Be Diverse", http://www.equilar.com/blogs/286-declassified-boards-are-more-diverse.html

27) 이사를 매년 선임하는 회사(임기 1년)가 꾸준히 증가하고 있으며, Russell3000지수 소속회사의 58.5%, S&P 500 소속회사의 90%가 그러함

□ 한편 자산규모를 기준으로 초대형 및 대형주에 속한 모든 회사[28]는 시차임기제 도입여부를 불문하고 Russell 3000지수 소속회사보다 이사회 내 여성비율 중간값이 높게 나타남

- 자산규모가 동일한 경우, 시차임기제 미도입 회사의 여성비율 중간값이 도입 회사의 그것보다 높거나 같음

〈표 1〉 자산규모별 시차임기제 도입여부에 따른 이사회 내 여성비율 중간값 비교

시차임기제	Russell3000	초대형	대형	중형	소형
미도입	16.7%	27.8%	21.4%	16.7%	12.5%
도입	12.5%	N/A	20.0%	12.5%	12.5%

*출처: Equilar (2017)

○ 이사 시차임기제 도입여부와 이사회 성별 다양성 사이에 직접적인 인과관계가 성립하는 것은 아니지만, 상당한 연관성이 있는 것으로 설명함

28) 자산규모가 2000억불 이상이거나 100억 불~200억불 사이에 속하는 회사

회계투명성 제고를 위한 방안 小考*

정 재 규 선임연구위원 (jkjeong@cgs.or.kr)

▶ 우리나라의 회계투명성 수준에 관한 해외의 국가경쟁력평가기관인 IMD, WEF 등의 평가결과는 매우 충격적이며 이를 방증하듯 실제 국내에서는 대규모 회계분식 사건이 빈발하고 있음

▶ 회계투명성 제고를 위하여 정부와 민간 모두에서 다양한 노력을 추진하고 있으나 아직 관련 법규의 개정이나 제도정비가 완료되지는 못한 상황이며 국회 등 관련 주체의 조속한 마무리를 위한 노력이 필요함

▶ 아울러 회계투명성 강화를 위한 외부감사인의 독립성 확보 및 감사품질 제고방안과 내부감사기구(감사, 감사위원회)의 독립성 및 책임성 확보를 위한 방안의 본격적인 추진이 필요한 바 이에 대한 몇 가지 의견을 제시함

머리말

스위스의 IMD(국제경영개발대학원)와 세계경제포럼(WEF)에서 매년 발표하는 국가경쟁력 지표 중 우리나라의 회계투명성 순위는 충격적인 수준이다. IMD 조사에서는 2016년 조사대상국 61개국 중 61위에 이어 2017년에도 63개국 중 63위로 꼴찌를 차지했다.[29] WEF 조사에서는 그래도 전년 대비 열 계단 상승하여 138개국 중 62위를 기록했으나[30] 우리나라 경제규모에 비하면 참담한 성적이다. 이를 방증이라도 하듯이 최근 대규모 방산비리 의혹으로 논란의 대상이 되고 있는 한국항공우주산업(KAI)에 대하여 최근 검찰이 분식회계 의혹을 수사하고 금융감독원은 이와 관련해 정밀감리에 착수했다고 한다.[31] 이런 문제들이 터져 나올 때 마다 회계 신뢰성 제고를 위한 논의가 이루어지고 여러 대책이 나오곤 한다. 이미 2015년부터 드러난 대우조선해양의 대규모 분식회계 사태로 큰 충격을 받은 후 이를 미연에 방지하고 회계투명성을 제고하기 위하여 올해 4월 금융당국은 '회계투명성 및 신뢰성 제고 종합대책(이하 "종합대책")'을 내놓은 바 있으나 아직 관련 법 개정(안)이 국회에서 통과되지 않은 상황이다. 이에 종합대책의 주요 사항 등 우리나라 회계투명성 및 신뢰성 제고를

* 본고의 견해와 주장은 필자 개인의 것이며, 한국기업지배구조원의 공식적인 견해가 아님을 밝힙니다.

29) 기획재정부 보도자료, 2017.6.1., "2017년 IMD 국가경쟁력 평가 순위 29위"

30) WORLD ECONOMIC FORUM, 2016, "「The Global Competitiveness Report 2016-2017」"

31) 조선비즈, 2017.8.18., "대우조선 이어 KAI 분식회계 의혹...'유명무실' 내부회계제도 개혁해야"; 한겨레, 2017.8.2.,"금감원, 카이 '분식회계 의혹' 정밀감리 착수"

위한 다양한 논의를 간략히 검토하고, 실질적인 회계투명성 제고와 이를 가능케 하기 위한 기업 내부감사기구에 의한 감시 및 통제 방안의 실효성 제고를 위해 추가적으로 필요한 실천방안을 검토해 본다.

회계 투명성 및 신뢰성 제고를 위한 노력

사실 정부는 앞서 언급한 종합대책 발표 이전에 이미 회계투명성 제고를 위하여 올해 1월 주식회사의 외부감사에 관한 법률(이하 외감법) 전부개정안을 마련하여 국회에 제출한 바 있으며 여기에는 유한회사에 대한 외부감사의 도입 이외에도 외부감사인의 독립성 확보를 위한 외부감사인 선임절차 개선방안과 감사품질관리 강화를 위한 '품질관리기준'의 법적 근거를 마련하는 내용 등을 담고 있다.[32] 따라서 올해 4월에 금융당국이 제시한 종합대책은 앞선 법 개정안을 전제로 한 추가적인 대책으로서 보다 체계적이며, 회계투명성을 제고하기 위하여 외감법 뿐만 아니라 공인회계사법 등 관련 법 개정사항을 포괄하는 말 그대로 종합적인 정책방안으로 평가된다.

그 내용을 개관하면[33] 먼저 회사측면에서 내부통제를 강화하는 방안으로 내부감사(감사 및 감사위원회)에 의한 감시·통제 강화, 회사 내부고발 활성화, 내부회계관리제도의 실효성 제고, 사업보고서 및 감사보고서 제출 연기 제한적 허용 등을 담고 있다. 또한 감사인 측면에서 외부감사의 감사품질 제고를 위하여 상장회사 감사인 지정 확대(직권지정제 확대, 선택지정제 도입), 핵심감사제 확대 도입, 비감사용역 제한 확대 등 독립성 강화, 적정 감사투입시간 규정 등이 종합대책에 담겼다. 마지막으로 감독당국 측면에서는 사전적·사후적 감독을 강화하기 위하여 상장회사 감사인 등록제 도입, 금감원 감리제도 개선, 분식회계·부실감사에 대한 제재 강화, 공시의무 및 회계교육 강화 등을 내용으로 하고 있다. 큰 그림에서 회계투명성 제고를 위하여 검토 가능한 방안 대부분을 포괄하고 있는 것으로 보인다. 다만 이러한 종합적인 대책이 실질적으로 기능하도록 하기 위하여 관련 법(외감법, 자본시장법, 공인회계사법 등)의 개정과 이를 구체화하기 위하여 필요한 사항 등 관련 준비가 필수적인데 이는 아직 마무리 되지 못한 상황이다.

이러한 정부차원의 대책이나 노력과 관련하여 다양한 의견개진이나 논의의 장도 이어지고 있다. 한국감사인연합회는 지난 5월에 회계투명성 제고를 위한 법 개정안의 주요 내용에 관해 실효성 여부를 중심으로 논의하는 감사인포럼을 개최한 바 있다. 또한 한국상장회사협의회와 코스닥협회, 코넥스협회는 지난 6월 '회계환경의 변혁에 따른 상장회사의 역할과 대응'이라는 주제로 상장회사 최고경영자들이 회계투명성 제고의 필요성을 확고히 인식하는 계기를 마련하기 위한 강연을 개최하기도 했다.

32) 금융위원회 보도자료, 2017.1.3., "「주식회사의 외부감사에 관한 법률」 전부개정안 국무회의 통과"
33) 세부적인 내용은 금융위원회 보도자료, 2017.4.18., "「회계 투명성 및 신뢰성 제고를 위한 종합대책」 최종확정"참조

외부감사인의 독립성 및 감사품질의 확보

정부의 종합대책이나 민간의 회계투명성 제고를 위한 다양한 논의는 두 가지 핵심과제로 압축된다. 하나는 외부감사 관련 제도 개선사항으로 외부감사인의 독립성 확보를 위한 방안과 감사품질의 제고를 위한 방안이다. 다른 하나는 내부감사 관련 개선 필요사항으로 감사기구의 독립성과 책임성확보 및 운영의 실질화가 주를 이루고 있다.

1. 외부감사인의 독립성 확보

먼저 외부감사인의 독립성과 직접 관련되는 문제로 국내에서 많은 논의가 있는 것은 외부감사인 선임제도이다. 우리의 경우 자유수임제를 채택하고 있는데, 이는 반복되는 회계분식 사건의 주범으로 자주 거론되는 것이다.[34] 자유수임제는 회사가 외부감사인을 자유롭게 선정하여 외부감사를 실시하는 방식이다. 외부감사를 받는 회사가 이를 수행하는 회계법인을 직접 선임하고 보수도 지급하는 구조이다 보니 회사와 회계법인간에 일반적으로 '갑을관계'가 형성된다. 이런 구조 하에서 회계법인이 회사의 눈치를 보고 저가수주경쟁이 발생하면서 감사품질이 저하되는 악순환이 이어져 온 것이다.

그렇다면 자유수임제 자체가 잘못된 제도인가? 꼭 그렇게 볼 일은 아닌 것 같다. 사실 이는 기업 지배구조 현실과 더욱 밀접히 연관된 문제이며 소유와 경영이 분리된 지배구조에서라면 자유수임제가 문제없이 잘 작동할 수도 있다. 주주가 경영진을 선임하여 경영을 맡기고, 한편으로 독립적인 내부감사기구를 운영하고 이를 통해 외부감사인을 선정하여 외부감사를 실시하므로 외부감사인이 경영진의 눈치를 보지 않고 견제와 균형의 법리가 작동될 수 있는 것이다. 미국의 경우가 대표적이다. 그러나 소유와 경영이 미분리된 우리나라 기업 대부분은 지배주주가 직접 또는 간접으로 경영에 관여하며 외부감사인의 선정도 기업이 자유롭게 하다 보니 결과적으로 감사받는 사람이 감사하는 사람을 선정하는 이상한 모양새가 되는 것이다.

물론 소유와 경영이 분리되지 않은 구조이더라도 주주(특히 소수주주 등 외부주주)에 대한 권리보호가 충실한 경우라면 자유수임제의 폐해를 상당부분 방지할 수 있을 것이다. 특히 사외이사 및 감사위원 후보 추천이나 선임에 대해서 제도적으로 그리고 실질적으로 외부 소수주주의 권리를 보다 잘 보호해 주는 상황에서라면 자유수임제의 폐해로 언급되는 문제가 상당부분 줄어들 것으로 판단된다. 경영과정에서 견제와 균형의 법리를 현실화할 수 있도록 하는 내부통제 체계를 적절히 갖출 가능성을 한층 높일 수 있기 때문이다. 따라서 향후 주주 권리보호를 강화하고 소수주주의 주주권 행사와 관련한 제 여건을 보다 개선하기 위한 제도 보완 및 실질적 지원 노력도 지속되어야 한다.

이러한 주주권리 보호 노력도 큰 의미가 있지만 소수주주의 실질적인 권리보호가 미흡한 상황에서 시장실패 결과까지 초래하고 있는 것이 현재 우리나라 현실이라는 점을 직시하면 무엇보다 우선적으로 추진해야 할 과제는 자유수임제에 대한 직접적인 보완이다. 뿌리 깊은 자유수임제의 폐단을

34) 매경프리미엄 스페셜리포트, 2017.2.23., "대우조선 회계법인 제재 외부감사제도 도마 위에"

제대로 고치기 위해서는 충격요법이 필요하고 이를 위해 전면지정제의 도입이 필요하다는 견해도 있으나[35], 일반적인 견해는 자유수임제의 불합리를 보완하기 위하여 지정감사제의 확대 실시가 필요하다는 것이다. 이는 금융당국이 발표한 종합대책에도 반영되어 증선위에서 1개의 회계법인을 선택하여 회사의 감사인으로 지정하는 현행 지정제도의 지정사유를 추가하여 직권지정제를 확대하고[36], 상장회사가 자사의 감사인이 되길 희망하는 회계법인 3개를 제시하면 증선위가 그 중 하나를 지정하는 선택지정제를 도입하도록 하고 있다. 이를 담은 외감법 개정안은 국회의원 청원입법 형식으로 지난 5월 국회에 제출되어 있다.[37]

외부감사인 선임제도의 개선과 관련하여 현실적으로 기업이 느낄 부담 가중과 점진적이더라도 시장기능의 실질화 추구를 바람직한 방향으로 고려할 때 지정감사제의 확대 실시는 바람직해 보인다. 다만 선택지정제의 경우 자유수임과 지정감사제의 절충점을 모색한 것으로 보이며 자유수임제의 단점을 일부 완화할 것을 기대할 수는 있으나, 기본적으로 선택지를 기업 스스로 제시하므로 결과적으로는 자유수임제의 단점을 고스란히 안고 있는 것으로 생각한다. 따라서 선택지정제 보다는 자유수임제에 대한 보완책으로는 일정기간 지정감사제를 단독으로 또는 이중으로 활용하는 혼합선임제(일정기간 자유수임 + 일정기간 지정감사)[38] 또는 이중감사제(일정기간 자유수임 + 일정기간 이중감사)[39] 등을 고려하는 것이 바람직해 보인다.

2. 외부감사 품질의 제고

외부감사 품질을 제고하기 위한 방안과 관련해서는 감사 투입시간과 인력 등을 충분히 확보할 수 있도록 감사 수수료를 현실화해야 한다는 의견이 많다. 지난 5월 언론 보도에 따르면 한·미·일 주요 기업 상장사 작년 기준 사업보고서로 감사보수 수준을 비교·분석한 결과 한국과 미국의 주요 기업 간 회계감사 보수가 기업 자산가치와 국가 소득수준을 감안해도 최대 10배까지 차이 나는 것으로 나타났다.[40] 이는 자유수임제 하에서 저가수주 경쟁의 산물로 보이나 종합대책의 지정감사제 확대나 선택감사제 하에서도 적절한 수수료가 책정될 수 있도록 하는 '최저 감사보수 기준' 같은 최소한의 보완 장치의 필요성은 여전할 것으로 보인다.[41] 적절한 감사 수수료가 적절한 인력과 시간 투입의

35) 조세일보 주최로 2016년 12월 열린'회계 바로세우기 국회 대토론회'에서 김광윤 교수(아주대)는 "감사인 지정제가 자유수임제보다 감사품질을 높인다는 실증적 연구가 많다"며 "외부감사인 독립성을 확보할 수 있는 길은 갑을관계로 고착화 돼버린 피감사인과 감사인의 관계 전환"이라며 "이를 위해 '전면지정제' 도입이 필요하다"고 주장함

36) 금융감독원 자료에 의하면 현행 지정제도 하에서 외부감사 대상법인 중 2014년 4.6%, 2015년 7.8%의 회사에 외부감사인이 지정됨, 박종성, 2016.12.6., "감사가 바로서야 회계가 투명해 진다", 「제3회 감사인포럼」, 국회도서관 회의실, p.16

37) 김종석 의원(자유한국당) 대표발의(2017.5.1.) 주식회사의 외부감사에 관한 법률 일부개정안

38) 채이배 의원(국민의당)은 상장사와 금융회사의 감사인 수임을 '자율수임 6년, 지정감사 3년'으로 하는 주식회사의 외부감사에 관한 법률 일부개정안을 대표발의한 바 있음(2016.11.11.)

39) 한국공인회계사회, 상장협, 코스닥협회가 2016년 8월 한국회계학회에 의뢰한 회계투명성 향상을 위한 회계제도 개혁방안 용역결과에서 개선안으로 제안되고 있는 제도임, 박종성, 앞의 자료, p.19-20

40) 매일경제, 2017.5.21.일자,"美 10분의1 회계감사 수수료…韓증시 발목"

41) 김관영 의원(국민의당)은 2016년 12월 감사업무의 품질 확보를 위해 금융위원회로 하여금 감사시간 및 감사보수의 최저한도를 정하는 내용의 주식회사 외부감사에 관한 법률 일부개정안을 발의한바 있음

전제가 되고 이는 곧 감사품질의 제고로 귀결될 것이기 때문이다[42].

또한 적절한 대가의 지급은 감사부실에 따른 문제 발생 시 회계법인의 책임을 묻는 측면에서도 그 근거를 더욱 명확히 할 수 있을 것으로 본다. 이와 관련하여 종합대책에서는 부실감사 책임이 있는 감사인에 대한 과징금 부과기준을 감사보수의 2배에서 5배로 상향하고, 20억원으로 설정되어 있던 한도도 폐지하고 있으며, 2017년 1월 정부에서 제안한 외감법 전부개정안에는 회계법인 대표이사에 대한 제재근거도 마련되어 있다.

한편 상장회사 등 주요 기업의 회계정보는, 물론 기업 내부에서의 이용 목적도 크지만 그 회계정보의 수요자가 기업 외부에도 많이 존재하며[43], 특히 일정규모 이상의 기업(또는 대규모 기업집단 소속 기업)으로서 소속 산업분야에 큰 영향을 주거나 공적자금이 투입된 경우라면 우리 자본시장 및 국민경제에 미치는 영향이 적지 않으므로 이러한 기업의 회계정보의 정확성 여부는 일정정도 공익적인 성격을 가진다고도 할 수 있다.[44] 그렇다면 외부감사서비스와 관련된 가격결정을 완전히 시장 자율에만 맡기는 것은 적절하지 않다는 생각이다.

내부 감사기구의 독립성 확보 및 책임성 강화

회계투명성 제고를 위해 중요한 역할을 해야 하는 또 다른 한 축은 내부감사기구(감사, 감사위원회)다. 내부감사기구의 독립성 확보와 책임성을 구현할 수 있도록 하는 제도 개선과 내부감사기구의 운영 실질화가 중심이 될 것이다.

1. 내부감사기구의 독립성 확보

먼저 독립성의 확보 문제인데 이는 감사 또는 감사위원의 선임과 직결되어 있다. 감사의 선임과 관련해서는 이미 상법에 의결권 제한규정이 있는 데 최대주주의 경우 합산 3%, 그 외 주주는 단순 3% 룰에 의하고 있다.[45] 이는 감사위원회의 구성원인 감사위원 선임의 경우에도 적용되나 그 감사위원이 사외이사인지 여부에 따라 단순 또는 합산 3%로 달리 규율되고 있다.[46] 그러나 감사위원회 위원이 되는 사외이사를 주주총회에서 다른 이사와 함께 일괄 선출한 후(이 때에는 3%룰이 적용

42) 조세일보 주최로 2016년 12월 열린'회계 바로세우기 국회 대토론회'에서 전규안 교수(숭실대)는 "시간당 최저 감사보수가 규정화 된다면 최저 감사보수 유지를 통해 감사품질이 올라갈 것으로 예상 된다"며 회계감사보수기준은 가격담합의 규제대상에서 제외되어야 한다는 의견을 개진하였음

43) 예를 들어 어떤 회사에 대한 투자를 하고 싶은데 회사에서 발표한 재무제표나 재무보고서가 과연 진실한지 알고 싶을 때, 내가 투자한 회사가 경영을 제대로 하고 있는지 알고 싶을 때, 은행에서 어떤 회사에 대출을 해주려고 하는데 그 회사의 재정 상태나 대출 후 경영상태가 어떠할지 알고 싶을 때, 정부기관에서 어떤 민간기관에게 보조금을 주었는데 이 보조금을 제대로 사용하고 있는지 알고 싶을 때 등의 경우 외부감사의 품질을 신뢰할 수 있어야 함

44) 대우조선해양 분식회계 사태의 파장을 보면 알 수 있듯이 특히 특정 산업에 상당한 영향을 줄 정도인 일정규모 이상의 기업이거나 공적 자금이 투입된 경우 등에서 더욱 그러함. 이러한 기업의 잘못된 회계정보는 해당산업 및 전후방 연관 산업, 서플라이 체인의 다양한 단계의 협력업체와 많은 근로자의 일자리에도 직접적인 영향을 미치며 이는 공익의 보호와도 연계되는 것으로 보임

45) 상법 제542조의12 제3항, 제409조 제2항

46) 상법 제542조의12 제3항, 제4항

되지 않는다) 선임된 이사들 중에서 다시 감사위원을 선임하는 절차로(이 과정에서 3%룰이 적용되나 이미 지배주주의 의사대로 이사 선임이 이루어진 상황이다) 운영되는 현행법에서 감사위원 선임시의 3% 의결권 제한 룰은 사실상 본래취지대로 기능하지 못하고 있는 실정이다.

이러한 불합리를 개선하고자 2016년 20대 국회 개원이후 감사위원의 독립성 확보를 위하여 감사위원 분리선출 제도를 담은 상법 개정안이 다수 발의되었다.[47] 제정 상법부터 유지되고 있는 감사선출시 3% 의결권 제한은 지배주주에 의하여 경영진이 선출되거나 지배주주에 의해 직접 경영되는 현실에서 자기감사의 폐해를 방지하고 경영에 대한 견제와 균형의 법리를 적용한 적절한 입법이라고 판단한다. 따라서 앞서 언급된 바와 같이 분식회계 사건이 빈발하고 있으며 감사위원회의 독립성을 확보하는 것이 급선무인 한국적 현실에서 감사선임 시 대주주의 의결권을 제한한 상법의 취지를 제대로 살리기 위한 감사위원 분리선임 제도 도입은 적절한 방향이라고 판단한다.

2. 내부감사기구의 책임성 강화

감사위원(감사 포함)의 책임성 확보도 매우 중요하고 시급한 부분이다. 분식회계 등 문제가 발생한 회사의 감사위원회 구성원인 감사위원이 관련한 형사책임이나 민사상 손해배상 책임을 거의 부담하지 않고 있는 현실은 분명 개선이 필요해 보인다. 지난 7월말 5조 7000억원대의 회계분식을 일으킨 대우조선해양 전 감사위원 10명과 회계담당 임원, 안진 회계법인 부대표 등 모두 14명이 참여연대 경제금융센터와 청년공인회계사회 등에 의해 경찰에 고발됐다.[48] 사실 이런 대규모 분식회계가 발생한 것에 대한 감사위원들의 책임은 결코 적다고 할 수 없다. 그럼에도 불구하고 전혀 책임지지 않는다는 것을 수긍하기는 매우 어렵다.

기존에 잘못된 인식이 한몫하는 것으로 보이나 금융기관, 공공기관 등의 (상임, 비상임)감사는 2인자로 대우받으면서 책임은 거의 없고 게다가 낙하산 논란 측면에서도 대표이사나 사장보다는 덜 주목받는 좋은(?) 자리로 인식되고 있다. 감사위원회가 감사를 대신하는 경우에 상임감사위원에게도 이러한 논의가 그대로 적용되는 것으로 보인다. 한편 상임감사위원이 있다는 이유로 그 외의 감사위원은 책임이 덜하거나 감사위원으로서의 업무를 조금 덜 충실하게 해도 될 것 같은 생각을 할 수도 있다. 그러나 이러한 생각은 매우 잘못된 것으로 이를 불식시키기 위한 노력이 다양하게 추진되어야 한다. 상임과 비상임은 근무형태에서 구별이 될 뿐 그 업무범위나 그에 따른 책임이 달라지지는 않는다. 이를 명확히 하기 위해 감사위원의 책임을 엄격히 물어야 한다. 어떤 분야에서건 추구되어야 할 기본가치인 '공정'이라는 것은 권한과 책임의 균형이 기본이라고 생각한다. 권한은 많으나 그에 따른 책임은 지지 않았던 그동안의 감사, 감사위원은 이제는 인정되어서는 안 된다. 이를 위해서 분식회계, 경영진의 기업범죄 등의 경우 감사, 감사위원 등의 법적 책임을 엄격히 물어야 하며 이와

47) 김종인 의원(더불어민주당) 대표발의 상법 일부개정 법률안(2016.7.4.), 채이배 의원(국민의당) 대표발의 상법 일부개정 법률안(2016.8.8.), 노회찬 의원(정의당) 대표발의 상법 일부개정 법률안(2016.9.2.) 등
48) 뉴스토마토, 2017.7.25., "참여연대, 대우조선 분식회계 감사위원 경찰 고발"

관련한 사법부의 전향적 자세가 필요하다고 본다.

한편 내부감사기구(감사, 감사위원회)의 책임성을 강화하기 위해서는 이들이 실질적으로 기능할 수 있도록 하는 조치들이 이루어져야 한다. 예를 들어 내부감사 보조기구의 완비, 감사보조기구 운영 및 구성원에 대한 회계, 인사 등 관여권한, 외부감사인 선임 및 의사소통 등 연계에 관한 구체적 체계 등이 그 대상이다.

맺음말

"2011년, 2013년에 이어 회계 투명성 제고를 위한 국회 공청회만 벌써 세 번째다. 이쯤 되면 개선 방안을 모르는 게 아니라 의지의 문제다. 대우조선해양 사태로 관심이 커진 현재 시점에서 법 개정을 해내지 못하면 몇 년 후 이 자리에서 똑같은 공청회를 하고 있을 것이다."지난 2월 국회 정무위원회가 개최한 '주식회사 외부감사에 관한 법률 개정에 관한 공청회'에 참석한 한 교수는 학계의 목소리를 들려주기에 앞서 국회의원들에게 이같이 호소했다고 한다.[49]

결국 획기적인 회계투명성 제고를 위한 대책의 성패는 이와 관련한 다양한 당사자의 '의지'에 달려 있으며 이를 뒷받침할 법 개정 등 제도개선 여부가 필수적인 것으로 판단된다. 물론 국회에서 관련 법 개정이 이루어진 후에도 이를 실행하기 위해서는 구체적이고 세부적인 지침 마련 등 관련 기관의 후속조치가 필요하며, 이 과정에서 법 개정의 본래 취지가 충실하게 구현되도록 하여야 함은 두말할 나위가 없다. 이제 우리는 매번 소 잃고 외양간 고치는 아니 소는 잃었음에도 외양간을 고쳐야 한다는 말만 되풀이할 것인지 제대로 외양간을 고칠 것인지를 결정할 중요한 시점에 직면해 있다.

49) 매일경제, 2017.3.21.,"[VIEW POINT] 한국 회계투명성 대수술, 이러다 골든타임 놓친다"