보편타당한 기업지배구조 원칙의 중요성*

김형석 부연구위원 (hyungseok@cgs.or.kr)

▶ 최근 들어 'comply or explain'과 같이 개별 기업의 특성에 따라 기업지배구조의 상대적 차이를 허용하는 유연한 접근 방식의 필요성이 강조됨

▶ 하지만 국내 상장기업을 대상으로 한 실증분석 결과, 이사회 구성의 독립성과 공시의 투명성은 비교적 기업 특성과 관계없이 보편적으로 기업 가치와 유의한 양(+)의 상관관계를 가지는 것으로 나타남

▶ 기업지배구조 영역에서 상대성이나 유연성을 과도하게 허용할 경우, 보편타당한 기본 원칙들이 가진 중요성이 훼손될 우려가 있음

기업 특성에 따른 내부 기업지배구조의 차이

미국의 뉴욕 증권거래소에서는 상장을 위한 기본 요건으로서 이사 총수의 과반수를 사외이사로 선임할 것과 전원 사외이사로 구성된 사외이사 후보추천위원회의 설치를 요구한다. 이에 반해, 국내 상법 상 상장 기업의 이사회 구성에 관한 법적 요건[28]은 기업의 규모에 따라 달리 적용된다. 구체적으로 총자산 규모가 2조원 이상인 경우 사외이사 3명 이상과 과반수 구성 요건을 충족해야 하지만, 그 외의 경우에는 이사 총수의 1/4 이상을 사외이사로 구성하면 된다. 또한 자산 규모가 2조원 미만인 상장 회사는 사외이사 후보추천위원회를 의무적으로 설치할 필요가 없으며, 2조원 이상인 경우에는 사외이사 후보추천위원회를 과반수 사외이사로 구성해야 한다. 사실상 미국에 비해 비교적 완화된 요건이다.

그렇다면, 국내 상법에서는 왜 기업지배구조와 관련한 법적 요건을 기업 규모에 따라 구분하여 적용하는가? 기업 규모라는 차등 요건이 2000년 초반에 도입된 점을 감안하면, 단순히 순차적 적용을 위한 과도기적 요건으로 보기 어렵다. 만약 최적 내부 기업지배구조 수준이 각 기업이 처한 제약 여건이나 개별 기업의 특성에 따라 다르게 결정될 수 있다는 입장을 전제로 한다면, 이러한 기업 규모에 따른 차등 적용은 보다 합리적으로 설명될 수 있다. 대규모 기업은 규모가 작은 기업에 비해 상대적으로 복잡한 운영구조를 가지기 때문에 내부 기업지배구조 시스템을 보다 체계적으로

* 이 글의 견해와 주장은 필자 개인의 것이며 한국기업지배구조원의 공식적인 견해가 아님을 밝힙니다.

28) 상법 제542조의8(사외이사의 선임)

갖출 필요가 있다. 또한 소유구조가 분산되거나 내부에 유보된 잉여현금흐름의 규모가 클 가능성이 높기 때문에 높은 수준의 기업지배구조를 갖추지 못할 경우 심각한 대리인 문제가 나타날 우려가 있다. 이러한 상대적 차이에 대한 합리적인 설명은 비단 기업 규모뿐만 아니라 다른 기업 특성에 대해서도 가능하다.[29] 투자 기회를 예로 들어보자. 투자 기회가 풍부한 기업일수록 외부자본 조달의 필요성이 높기 때문에 효율적인 자본조달을 위해 높은 수준의 기업지배구조를 선택하려는 유인이 강하다. 한편, 자산의 구성 비율에 따라서도 기업지배구조 수준이 달라질 가능성이 있다. 유형 자산의 비중이 높은 기업의 경우, 기업 자원이 유용될 가능성이 상대적으로 낮고 외부 투자자에 의한 자산 평가와 모니터링이 비교적 용이하기 때문에 자본조달 비용이 상대적으로 낮은 채권 발행을 선호할 가능성이 크다. 따라서 외부 소주주주의 권익을 보호하기 위해 기업지배구조를 개선할 유인은 상대적으로 약하다. 반면에 무형 자산의 비율이 높은 경우에는 높은 수준의 내부 기업지배구조를 갖춤으로써 대리인 문제의 발생 가능성을 낮추고 외부자본 조달의 효율성 향상을 기대할 수 있다.

이와 같이 최적의 내부 기업지배구조는 각 개별 기업의 특성에 따라 다른 수준에서 선택될 가능성이 있다. 국내 상장기업을 대상으로 한 실증연구[30] 결과에서도 내부 기업지배구조에 대한 평가 점수는 기업 규모 및 주가 수익률 변동성과 같은 기업특성 변수와 높은 상관관계를 가진 것으로 나타났다. 선진 자본시장과 이머징 마켓, 나아가 이머징 마켓의 국가 간에도 기업지배구조 수준에서 차이가 존재한다는 주장[31]도 제기된다. 최근 활발히 논의되는 'comply or explain'원칙[32]과 같은 적용 방식도 이러한 기업지배구조의 상대적 차이와 깊은 연관이 있다. 각 기업은 각자의 특성에 적합한 내부 기업지배구조 시스템을 선택적으로 수용함으로써 보다 효율적으로 기업지배구조를 개선할 수 있다는 주장이 이를 뒷받침한다.

그렇다면, 실제로 내부 기업지배구조가 기업가치에 미치는 영향도 기업 특성에 따라 달라지는가? 만약 다르다면, 그 결과를 어떻게 해석할 것인가? 이 글에서는 국내 상장기업에 대한 실증분석을 기초로 상기 질문들에 대해 답하고자 한다. 이를 통해 기업지배구조의 보편성과 상대성에 대한

29) 이와 관련하여 다음의 연구를 참조. Klapper, L. F., Love, I., 2004, "Corporate governance, investor protection and performance in emerging markets", 「Journal of Corporate Finance」 10, 703-728; Durnev, A., Kim, E., 2005, "To steal or not to steal: Firm attributes, legal environment, and valuation", 「Journal of Finance」 60, 1461-1493

30) Black, B., Jang, H., Kim, W., 2006, "Predicting firms' corporate governance choices: Evidence from Korea", 「Journal of Corporate Finance」 12, 660-691

31) 이와 관련하여 다음의 연구를 참조. Bebchuk, L., Hamdani, A., 2009, "The elusive quest for global governance standards", 「University of Pennsylvania Law Review」 157, 1263-1316; Black, B., de Carvalho, A., Gorga, E., 2012, "What matters and for which firms for corporate governance in emerging markets? Evidence from Brazil (and other BRIK countries)", 「Journal of Corporate Finance」 18, 934-952

32) 최근 들어 법·제도적 요건을 통한 획일적 규제 또는 OECD 기업지배구조 원칙과 같은 광범위한 모범규준을 따르도록 하는 포괄적 적용의 한계점에 대한 논의가 활발함. 이에 대해 영국의 기업지배구조 모범규준과 같이'comply or explain'공시 방식에 기초한 자율적 선택과 유연한 적용 방식이 주요 대안으로 제시됨. 국내에서도 2017년 3월부터 한국거래소가 주요 기업지배구조 항목에 대하여'comply or explain'방식에 입각한 자율적인 공시를 권장함. 하지만 여전히 법·제도를 통해 의무 사항을 규정하는 것이 기업지배구조 개선에 보다 유용하다는 실증연구 결과도 다수 존재함 (이와 관련하여 다음의 연구를 참조. Atanasov,V., Black, B., Ciccotello, C., Gyoshev, S., 2010, "How does law affect finance? An examination of equity tunneling in Bulgaria", 「Journal of Financial Economics」 96, 155-173)

이해의 폭을 넓히고 향후 국내 상장기업의 기업지배구조 개선을 위한 정책 수립에서 고려되어야 할 사항에 대해서도 제언하고자 한다.

내부 기업지배구조와 기업가치 간의 상관관계: 기업 특성에 따른 차이 분석

한국기업지배구조원이 2015년에 실시한 기업지배구조 평가결과를 이용하여 국내 상장기업의 내부 기업지배구조 수준과 기업가치 간의 상관관계를 기업 특성에 따라 구분하여 분석한다.[33] 기업특성 변수로서 기업 규모, 성장 기회 및 유보된 현금흐름의 비율을 사용하며[34], 전체 기업지배구조 평가점수뿐만 아니라 일부 하위 평가항목에 대한 부분 평가점수를 사용한 결과도 함께 살펴본다.

〈표 1〉에서는 아래의 분석 모형을 OLS 회귀분석으로 추정한 결과 중 β_1의 추정치를 보고한다.[35] 예를 들어, "Large"("Small") 행의 β_1은 아래 분석 모형에서 기업규모가 중앙값보다 작으면(크면) 1의 값을, 그렇지 않은 경우 0의 값을 갖는 더미변수(D_j)를 사용하여 추정한 값이다.[36] 따라서 "Large"("Small") 행의 β_1은 상대적으로 기업규모가 큰(작은) 표본 기업에서 기업지배구조 평가점수와 다음 기의 기업가치가 가지는 상관관계를 의미한다. 이는 나머지 기업특성에 대해서도 동일하게 적용된다.

$$\text{분석모형: } \ln(Q_j) = \beta_0 + \beta_1 GS_j + \beta_2 D_j + \beta_3 (GS_j \times D_j) + \beta_4 GS_j^{complement} + \beta_5 X_j + \epsilon_j$$

〈표 1〉 기업지배구조와 기업가치의 상관관계: 기업특성에 따른 차이

〈표 1〉에서는 다음의 식을 OLS 회귀분석으로 추정한 결과를 요약하여 보고함.

분석모형: $\ln(Q_j) = \beta_0 + \beta_1 GS_j + \beta_2 D_j + \beta_3 (GS_j \times D_j) + \beta_4 GS_j^{complement} + \beta_5 X_j + \epsilon_j$

종속변수는 2015년과 2016년의 평균 Tobin's Q의 자연로그값을 사용함. 주요 설명변수로서 2015년 한국기업지배구조원에서 실시한 기업지배구조 평가점수(GSj)를 사용함. (2)열~(5)열에서는 총점을 대신하여 일부 하위 평가항목에 대한 부분 평가점수를 사용하되, 나머지 평가항목에 대한 평균 평가점수(GScomplement)의 영향을 고려함. 통제변수(X)로는 기업 규모, 부채비율, 매출액 성장률, 총자산 이익률 및 고정자산 구성비율, 기업연령, 거래시장 유형 및 산업더미 변수를 사용함. 기업규모, 매출액 성장률 및 이익잉여금/총자본 비율의 중앙값(기업규모의 경우, 법적 구분요건인 2조원을 추가적으로 고려함)을 사용하여 분석 표본을 구분하는 더미변수(Dj)를 측정함. 최근 4년 동안의 평균값을 사용하여, 기업규모를 기준으로 대규모 기업(Large)과 중소규모 기업(Small), 매출액 성장률을 기준으로 고성장 기업(High-Growth)과 저성장 기업(Low-Growth),

33) 표본 구성 및 변수 정의 등에 대한 보다 자세한 설명은 다음의 원고를 참조하길 바람. 김형석, 2017, "자발적인 기업지배구조 개선 노력의 필요성", 「CGS Report」 제7권제8호, 23-31

34) 기업 규모는 회계년도말 총자산 금액의 로그값으로, 성장 기회는 전년대비 매출액 증감률로 측정함. 유보된 현금흐름의 비율은 총자본 대비 이익잉여금의 비율로 측정하는데, 이는 기업의 성장단계에 따른 투자기회의 감소에 따라 내부에 축적된 초과 현금흐름에 대한 대용변수로 사용함. 이들 기업특성 변수는 2014년 기준 최근 4년 동안의 평균값으로 측정함

35) 상기 분석 모형은 Black et al. (2012)의 실증분석을 참고하여 설정함. 단, 기업지배구조 평가점수(GSj)와 더미변수(Dj) 간 교차항의 상관계수에 대한 추정치는 〈표 1〉의 보고에서 생략함

36) 기업규모가 상대적으로 큰 하위표본("Large")에 대하여 Dj=0이므로, 상기 분석모형은 다음과 같이 축약됨.
$\ln(Q_j) = \beta_0 + \beta_1 GS_j + \beta_4 GS_j^{complement} + \beta_5 X_j + \epsilon_j$

끝으로 이익잉여금 비율을 기준으로 내부유보 현금흐름 비중이 높은 기업(High-FCF (Free Cash-Flow))과 낮은 기업(Low-FCF)으로 구분함. 대규모 기업은 다시 2003년 회계연도말 총자산 규모를 사용하여 관련 법상 차등 적용 요건을 기준으로 2조원 이상(≥ 2 trillion KW)과 2조원 미만(〈 2 trillion KW)으로 분류함. 〈표 1〉에서는 β_1에 대한 추정치만을 보고하고 이분산성을 통제한 표준오차를 사용하여 계산한 t-통계량을 대괄호에 보고함. *, **, ***은 각각 유의수준 10%, 5%, 1%에서 추정치의 통계적 유의성을 나타냄

종속변수: Ln(Tobin's Q)					
	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)
	총점	이사회 독립성	감사기구	이사회 운영	공시의 투명성
Large	**1.874**	**1.273**	0.539	**1.350**	**0.964**
	[3.25]***	**[2.32]****	[1.53]	**[3.17]*****	**[3.09]*****
Small	1.163	**4.320**	-0.691	-0.804	**2.082**
	[1.06]	**[2.54]****	[-1.26]	[-0.51]	**[1.67]***
Large					
≥ 2 trillion KW	**3.255**	1.000	**1.140**	1.233	**0.870**
	[2.26]**	[0.99]	**[2.52]****	[1.48]	**[2.00]****
〈 2 trillion KW	**1.633**	**1.322**	0.460	**1.353**	**0.973**
	[2.89]***	**[2.13]****	[1.24]	**[3.08]*****	**[2.89]*****
High-Growth	**2.280**	**2.567**	0.165	0.537	**1.735**
	[2.83]***	**[2.59]*****	[0.39]	[0.62]	**[2.38]****
Low-Growth	**1.164**	**1.587**	-0.084	**0.802**	**0.888**
	[0.082]*	**[2.97]*****	[-0.26]	**[2.03]****	**[2.25]****
High-FCF	**2.609**	**2.074**	0.534	**1.773**	**1.344**
	[3.89]***	**[3.13]*****	[1.58]	**[3.99]*****	**[3.60]*****
Low-FCF	0.816	**1.702**	**-0.737**	-0.680	1.229
	[1.05]	**[2.02]****	**[-1.70]***	[-0.71]	[1.46]
Controls (Xj)	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes
Industry dummy	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes

〈표 1〉의 (1)열은 기업지배구조에 대한 총 평가점수를 설명변수로 사용한 결과이다. 구체적으로 살펴보면, 상대적으로 기업규모가 큰 기업들에 대해서는 내부 기업지배구조의 차이가 다음 기 기업가치의 차이를 잘 설명한다. 또한 기업지배구조 수준과 기업가치 간의 정(+)의 관계는 총자산 규모가 2조원 이상인 경우에 더욱 두드러지게 나타난다(3.255 vs. 1.633). 기업 규모가 커질수록 경영의사결정 과정에서의 복잡성이 증가하고 잉여현금흐름의 규모도 커지기 때문에 높은 수준의 내부 기업지배구조에 의한 효율적인 모니터링의 필요성이 증가한다. 따라서 외부 투자자는 대규모 기업 중에서 상대적으로 높은 수준의 내부 기업지배구조를 갖춘 기업에 대해 더 높은 가치를 부여하게 된다.

이에 반해 상대적으로 기업 규모가 작은 기업에 있어서 전반적인 내부 기업지배구조에 대한 평가점수가 기업가치에 미치는 영향은 통계적으로 유의하지 않은 것으로 나타난다.[37] 사실상 중소기업에

37) 이는 Black et al. (2006)의 분석결과와 일치함. 구체적으로, 총자산 규모가 800억 미만인 소규모 기업의 경우에는 기업지배구조

대한 기관투자자의 지분율이 낮은 것을 감안하면, 외부 투자자에 의한 모니터링이 효율적으로 이루어지지 않음에 따라 내부 기업지배구조 수준의 차이가 기업가치에 충분히 반영되지 못한 것으로 보인다.[38] 더 큰 문제는 법·제도적 규제와 자본시장을 통한 규율로부터 사각지대에 놓이게 된다면 중소기업이 자발적으로 내부 기업지배구조를 개선하려는 유인을 갖기 어렵다는 점이다.

하지만 (2)열과 (5)열의 분석결과는 기업 규모와 관계없이 기업가치와 보편적인 상관관계를 갖는 기업지배구조 항목도 존재함을 보여준다. (2)열에서 이사회 구성의 독립성은 대규모 기업뿐만 아니라 상대적으로 규모가 작은 기업에서도 기업가치와 유의한 상관관계를 가지며, 오히려 중소기업에서 더 큰 영향을 미치는 것으로 나타난다(1.273 vs. 4.32). 또한 (5)열에서도 공시의 투명성이 기업가치에 미치는 영향은 대규모 기업과 중소기업 모두에서 유의하였으며, 중소기업의 경우 그 영향력이 대규모 기업에 비해 더 큰 것으로 나타난다(0.964 vs. 2.082. 단, 통계적 유의성은 상대적으로 약함). 이러한 경향은 다른 기업 특성을 기준으로 표본 기업을 구분한 경우에도 부분적으로 뚜렷하게 나타난다. 예를 들어, 이사회 구성의 독립성과 공시의 투명성이 기업가치에 미치는 영향은 성장성이 높은 기업뿐만 아니라 낮은 기업에서도 통계적으로 유의한 것으로 나타났다.

이러한 분석 결과는 외부 투자자의 입장에서도 해석해 볼 수 있다. 중소기업의 경우 상대적으로 정보 비대칭 문제가 심각할 가능성이 높고 이로 인해 대리인 비용이 발생할 가능성이 보다 높을 수 있다. 따라서 외부 투자자는 중소기업 중에서 정보 비대칭과 대리인 문제를 효율적으로 완화시켜 주는 내부 기업지배구조 시스템을 보다 잘 갖춘 기업의 가치를 더 높게 평가할 유인이 있다. 이러한 점을 고려하면 외부 투자자의 입장에서 이사회 구성의 독립성과 공시의 투명성은 기업 규모가 작더라고 최소한 갖추어야 할 내부 기업지배구조 항목인 셈이다. 다른 한편으로 성장(투자) 기회가 충분하지 않은 경우, 경영자 또는 지배주주는 기업 자원의 유용을 통해 사적 이익을 편취하려는 유인이 강해진다. 이러한 대리인 문제를 완화하기 위해서는 보다 높은 수준의 내부 기업지배구조 시스템이 요구된다. 이 경우 외부 투자자의 입장에서는 경영자 또는 지배주주에 의한 대리인 문제를 보다 효율적으로 모니터링할 수 있는 내부 기업지배구조 시스템을 기업가치에 반영할 유인이 충분하다. 〈표 1〉의 (2)열과 (5)열의 결과에서, 외부 투자자는 수익성 있는 성장기회가 상대적으로 부족한 국내 상장기업의 대리인 문제를 완화하기 위한 가장 기본적인 내부 기업지배구조 장치로서 이사회의 독립성과 공시의 투명성을 요구하는 것으로 나타난다.

한편, 〈표 1〉의 결과는 기업 특성에 따라 여전히 상대적인 차이를 보이는 기업지배구조 항목이 있음을 보여준다. 특히 감사기구 구성의 독립성, 전문성 및 실질적인 운영 상황에 대한 평가점수는 총자산 규모가 2조원 이상인 대규모 기업에서만 유의하게 기업가치와 양(+)의 상관관계를 갖는

평가점수가 기업가치에 미치는 영향이 유의하지 않은 것으로 나타남 (Black, B., Jang, H., Kim, W., 2006, "Does corporate governance predict firms' market value? Evidence from Korea", 「Journal of Law, Economics & Organization」 22, 366-413)

38) Black et al. (2012)에서도 중소기업의 기업지배구조에 대한 시장의 감시 기능이 충분히 작동하지 않는 현상("fly under the radar")에 대해 지적한 바 있음

것으로 나타난다. 즉, 기업지배구조 측면에서 감사기구의 역할은 기업 규모가 매우 큰 경우에만 영향력을 가지며, 그렇지 않은 경우에는 감사기구의 독립성 및 전문성의 차이가 기업가치에 실질적으로 반영되지 않는다. 이사회 운영에 대한 평가점수[39]가 기업가치에 미치는 영향도 기업 특성에 따라 뚜렷하게 차이가 난다. 상대적으로 기업규모가 큰 기업, 성장성이 낮은 기업 및 내부 잉여현금흐름의 비율이 높은 기업에서만 이사회 운영 수준은 기업가치와 양(+)의 상관관계를 가진다.

결론 및 시사점

최근 들어 기업지배구조 영역에서 개별기업의 특성과 상황을 고려하여 유연한 접근 방식이 필요하다는 인식이 커지고 있다. 사실상 소속 산업, 기업 규모, 투자 기회 및 수익성 등에 따라 최적 기업지배구조 수준은 다르게 결정될 수 있으며, 이를 뒷받침하는 다수의 실증연구도 존재한다. 정책적으로도 기업으로 하여금 'comply or explain'원칙에 따른 모범규준을 자발적으로 도입하도록 한다든지 또는 기업지배구조와 관련한 제도 적용의 수준에 따라 상장 거래소를 자율적으로 선택할 수 있도록 하는 제도가 등장하고 있다.[40]

하지만 이러한 기업지배구조의 상대성을 과도하게 고려할 경우, 보편타당한 기업지배구조 원칙이 가진 중요성이 훼손될 우려가 있다. 이러한 관점에서 〈표 1〉의 분석결과는 중요한 시사점을 제공한다. 예를 들어, 이사회 구성의 독립성 및 공시의 투명성은 대규모 기업과 중소기업 모두에서 기업 가치와 유의한 상관관계를 가진다. 즉, 외부 투자자는 기업 특성과 관계없이 가장 기본적인 내부 기업지배구조 시스템의 한 부분으로서 이사회 독립성과 공시의 투명성을 기업가치에 반영하는 것으로 나타난다. 만약 국내 상장기업을 대상으로 이사회 독립성과 공시의 투명성에 대해 정책적으로 기업특성에 따른 상대적 차이를 과도하게 허용할 경우, 기업지배구조 개선 측면에서 바람직한 결과를 도출하기 어려울 것이다.

향후에는 어떤 기업지배구조 항목이 어떤 기업특성을 가진 기업에서 기업가치에 어떠한 영향을 주는지에 대해 보다 정교하고 체계적인 실증연구가 이루어지기를 기대한다. 이를 토대로 기업지배구조의 상대성과 보편성에 대한 이해의 폭을 넓히고 국내 상장기업의 기업지배구조를 보다 효과적으로 개선할 수 있는 정책을 수립해 나갈 필요가 있다.

39) 이 분석에 사용된 이사회 운영에 대한 평가점수는 한국기업지배구조원의 2015 ESG 평가모형 중에서 필자가 선택적으로 구성한 13개 평가항목에 대한 것임. 구체적으로 이사회 운영의 독립성, 운영 및 절차에 관한 규정, 실제 개최 및 참석 현황, 이사회 내 소위원회의 운용 현황, 사외이사에 대한 적절한 정보 및 자문 제공 등에 관한 평가항목을 포함함.

40) 'comply or explain'의 대표적인 사례로서 영국의 기업지배구조 모범규준, 한국거래소의 기업지배구조 자율 공시 등이 있음. 한편, 브라질 증권거래소는 Nivel 1, Nivel 2 및 Novo Mercado 부문으로 구분하고 기업지배구조와 관련한 상장 요건을 차별적으로 적용함