

중소 · 중견기업 ESG 교육 과정

# 중소·중견기업의 투명경영을 위한 지배구조 개선

2021.06

한국기업지배구조원  
윤진수 본부장

---

# CONTENTS

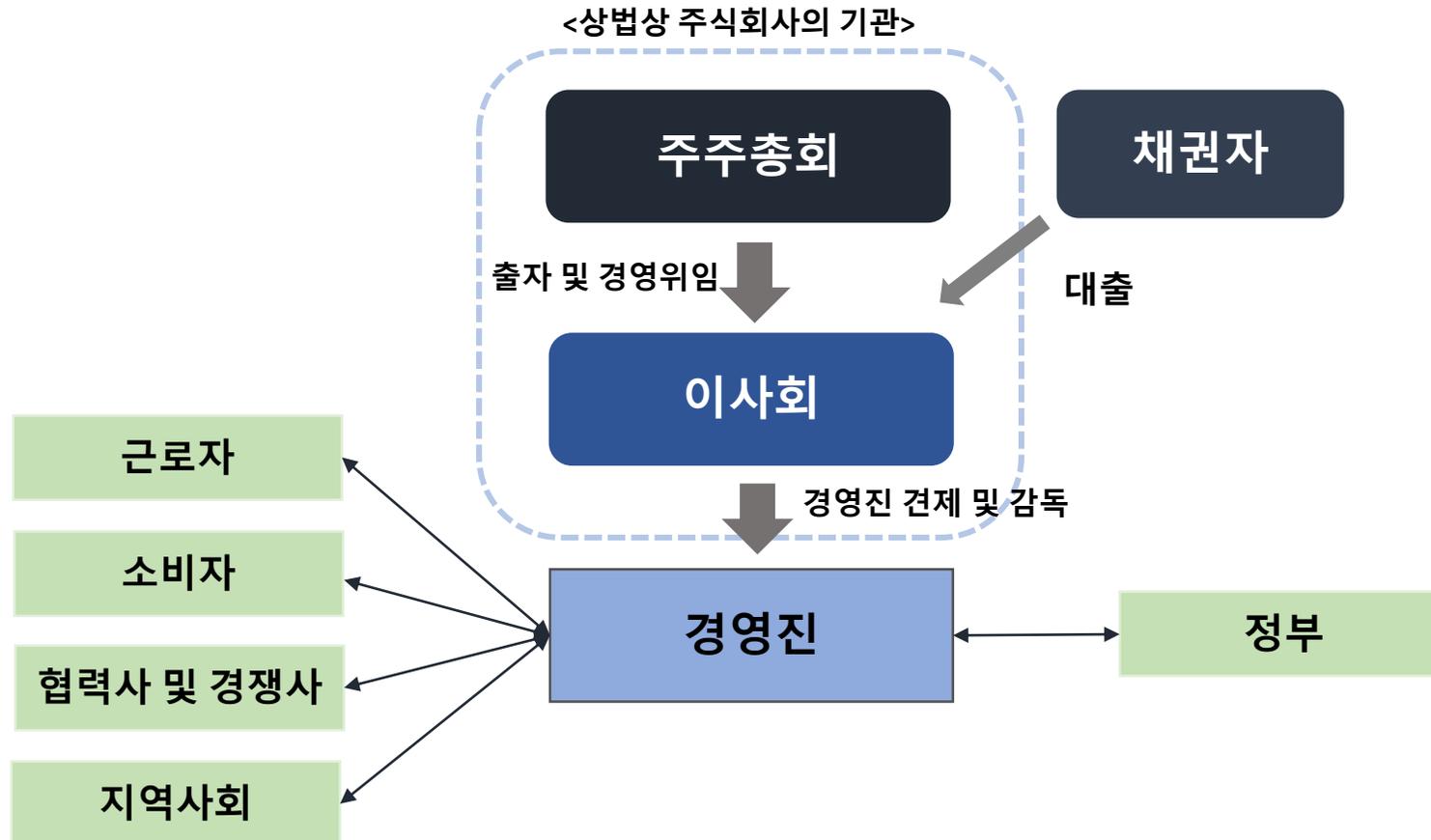
- 01 기업지배구조의 개념
- 02 국내 기업지배구조 현황
- 03 중소·중견기업의 지배구조 개선 방안

01

# 기업지배구조의 개념

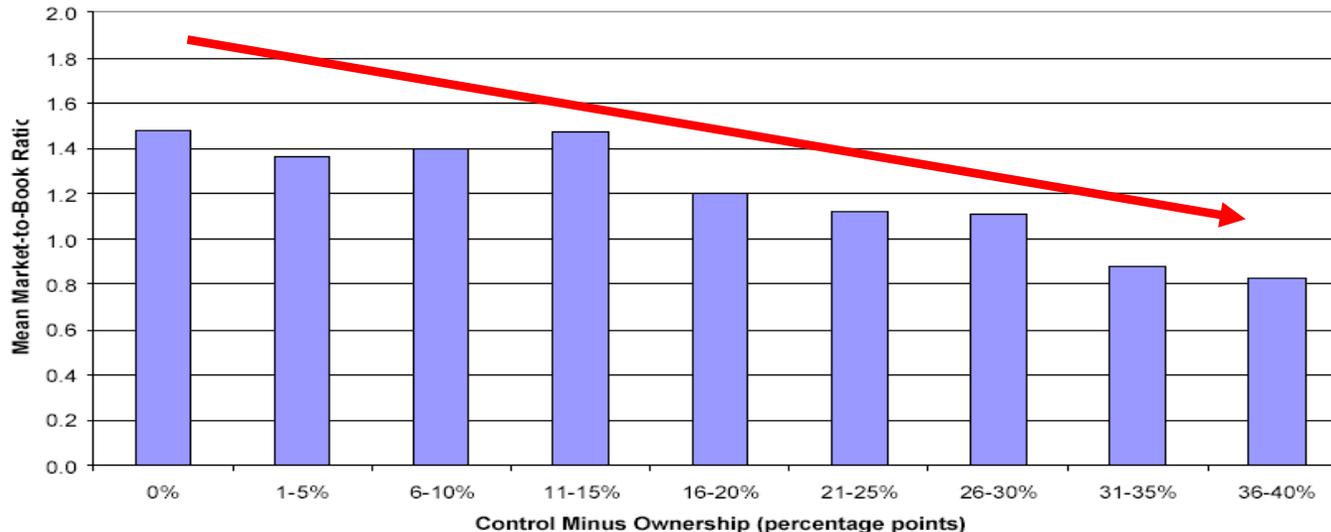
# 기업지배구조란?

- ❖ 주주, 이사회, 경영자, 그리고 기타 이해관계자들의 상호작용 관계를 규정하는 메커니즘
  - ✓ 주주가치 극대화를 위해 기업의 이해관계자간 대리인 문제를 최소화하는 장치

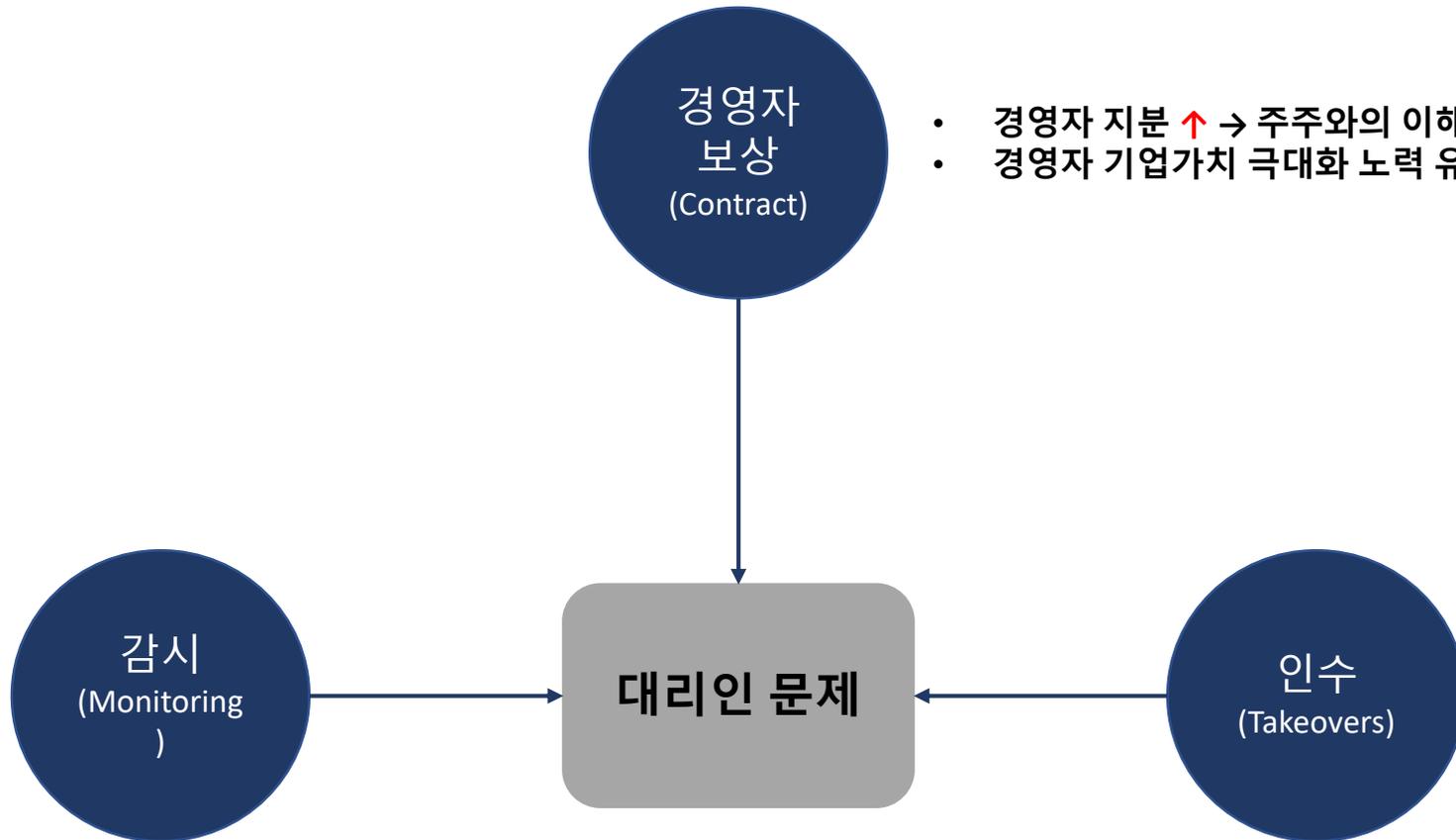


- ❖ 현대기업에서 소유와 경영이 분리되면서 대리인 문제(agency problem) 발생
  - ✓ 기업의 주주와 경영자 관계를 주인(principal)과 대리인(agency) 관계로 규정
  - ✓ 주주 vs. 경영자 / 지배주주 vs. 일반주주
  - ✓ 지배(의결)권과 배당(소유)권의 괴리가 클수록 대리인 문제 심화 → 다양한 도덕적 해이 유발
- ❖ 지배주주의 소유권과 지배권 사이에 괴리도가 클수록 기업가치에 부정적으로 작용

<표> 소유권과 통제권 간 괴리와 기업가치 간의 관계



※ 출처 : Claessens et al. 2002, Journal of Finance



- 경영자 지분 ↑ → 주주와의 이해관계 일치 ↑
- 경영자 기업가치 극대화 노력 유인 제공

- 주주이익을 저해하는 경영자에 대한 감시를 통해 경영자 교체

- 경영자 무능, 경영비효율성 야기 → 기업가치 저해 → 인수합병을 통해 경영진 교체

02

# 국내 기업지배구조 현황

- ❖ 한국은 경제성장에 집중하면서 기업지배구조에 대한 고민 미흡
  - ✓ 대기업 중심의 성장정책은 무분별한 사업확장, 내부거래로 인한 시장경쟁 저하, 지배주주로의 부의 이전 등 부작용 확대
  - ✓ 1997년 외환위기 발생의 한 원인으로 지목되면서 기업지배구조 개선 필요성 제기
  
- ❖ 한국 기업의 취약한 지배구조는 Korea Discount의 주요 요인으로 지목

“

외환위기의 환율하락과  
부진한 주식시장을  
가장 잘 설명하는 변수는  
기업지배구조

”

In cross-country regressions, corporate governance variables explain more of the variation in exchange rates and stock market performance during the Asian crisis than do macroeconomic variables

Johnson, Boone, Breach & Friedman, Corporate governance in the Asian financial crisis, 58 Journal of Financial Economics 141 (2000)



Economist, Feb 11th 2012

- ❖ 국내 상장기업의 기업지배구조 개선을 위해 다양한 법적 규제 및 연성규범 마련
- ❖ 97년 외환위기 이후 국내 상장기업의 기업지배구조 개선을 위한 다양한 제도가 지속적으로 도입
  - ✓ 소수주주권 강화: 집중투표제(98.12) 및 서면투표제 도입(99.12), 소수주주권 행사 요건 완화(98.2)
  - ✓ 사외이사제도 도입: 사외이사 제도 법제화 및 선임범위 확대(99.12)
  - ✓ 내부통제 강화: 자산 2조원 이상 대상 감사위원회 설치 의무화(99.12), 사외이사후보추천위원회 설치 의무화(99.12)
  - ✓ 대기업집단 경제력 집중 방지: 출자총액제한제도(99년 부활, 2009년 폐지), 지주회사제도 부활(97년)
- ❖ 2011년 지배구조 개선을 위한 상법 개정(2012월 4월 시행)
  - ✓ 회사기회유용 금지 신설, 이사의 자기거래 규제 강화, 준법지원인 도입, 집행임원제도 도입, 사추위 사외이사 비율 확대
- ❖ 연성규범으로는 '기업지배구조 모범기준'을 제정(1999년 9월)
  - ✓ OECD에서 99년에 제정한 '기업지배구조원칙'을 토대로 한국 기업의 지배구조 개선방향 제시

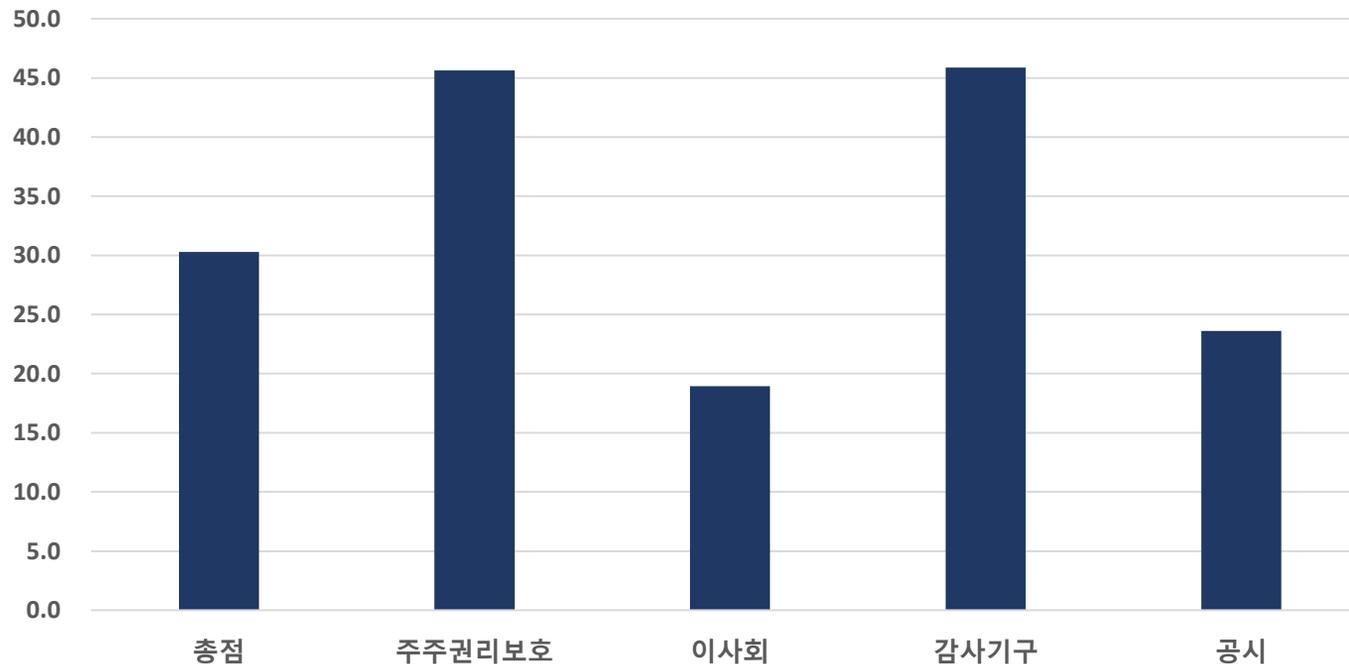
- ❖ 기업지배구조 관련 규제들이 대기업 중심으로 도입
  - ✓ 상법 제 542조의 8(사외이사의 선임)
  - ✓ 상법 제542조의 11(감사위원회 설치)
  - ✓ 자본시장과 금융투자업에 관한 법률 제165조의 20(이사회의 성별 구성에 관한 특례)  
⇒ 이사회 독립성에 관한 법 / 제도적 규제가 중소기업에게 취약
  
  - ✓ 독점규제 및 공정거래에 관한 법률 제14조의 1(상호출자제한기업집단 등의 지정 등)  
⇒ 상호출자 제한, 채무보증 제한, 내부거래 제한 → 대규모기업집단에 소속되지 않는 중소기업의 경우 지배구조에 대한 규제 취약

- ❖ 기업규모와 외부자본조달(Baik, Jo, and Kang, 2009)
  - ✓ 대규모기업일수록 (명확한 담보가치를 가진) 유형자산 비율이 높음 ↔ 중소기업일수록 무형자산 비율이 높음
  - ✓ 대규모기업일수록 외부자본조달 경험 많음 ↔ 신생기업/성장 중인 기업은 외부 자본시장에 노출 경험 낮음
  - ✓ 대규모기업일수록 애널리스트 coverage 가 높고 예측오차 낮음 ↔ 평판유지를 위해 중소기업에 대한 선호도 ↓
- ⇒ "기업규모는 기업정보의 투명성, 외부자본시장에 대한 접근성, 궁극적으로 효율적 외부자본조달에 영향"
- ❖ 그렇다면, 기업지배구조와 기업규모와의 관계는?
  - ✓ 사실상 기업규모와 지배구조의 건전성에 대한 뚜렷한 이론적 근거와 실증연구 결과 부족
  - ✓ 실제로 지배구조 차이는 소유경영자의 지분율, 기업인수 대상 가능성 등 다양한 형태로 나타날 수 있음

# 국내 상장기업의 지배구조 수준

- ❖ 국내 상장기업의 지배구조 수준은 법/제도 이행에는 충실하나 실제 관행 개선은 취약
  - ✓ 2020년 한국기업지배구조원의 기업지배구조 평가결과, 100점 만점에 30점 수준
  - ✓ 평가 부문별로 주주권리보호 및 감사기구 부문의 수준은 상대적으로 양호하나, 이사회 부문은 개선 필요성 높음

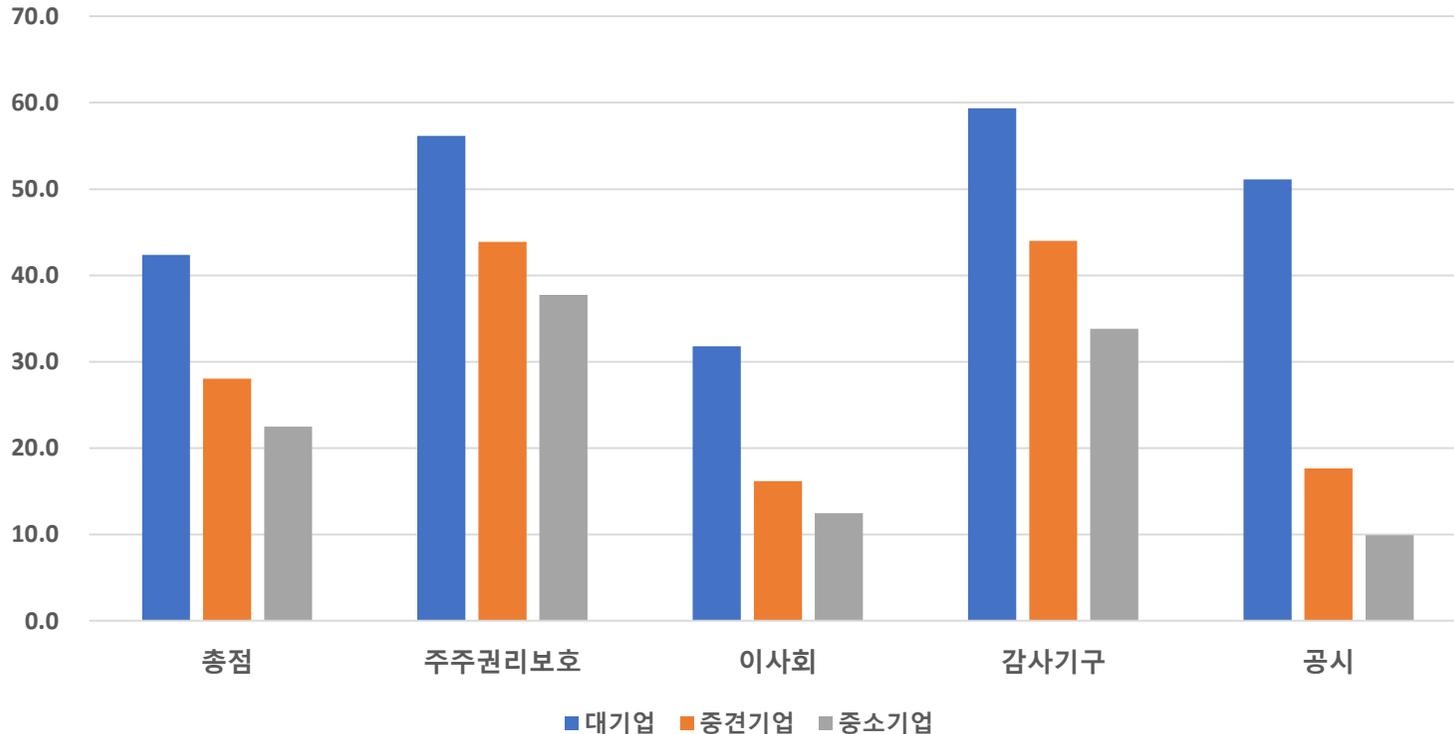
<표> 2020년도 국내 유가증권시장 상장기업 지배구조 평가 결과



※ 출처 : 한국기업지배구조원  
※ 각 부분별 만점 기준 득점률 제시

- ❖ 기업 규모별로 지배구조 수준을 살펴본 결과, 대규모기업이 상대적으로 양호한 수준
  - ✓ 기업 규모에 따른 지배구조 수준의 차이가 뚜렷한 상황
  - ✓ 전 평가 부문에서 대규모기업과 중소·중견기업 간 편차가 존재하며, 이사회와 공시 부문에서 심화

<표> 기업규모별 지배구조 평가 결과 비교



※ 출처 : 한국기업지배구조원  
 ※ 각 부분별 만점 기준 득점률 제시

# 중소·중견기업의 지배구조 특징 \_ 기관투자자 지분율

- ❖ 기관투자자들은 기업지배구조 개선의 중요한 역할 담당
  - ✓ Investors can get more effective control rights by being large (Shleifer and Vishny, 1997)
  - ✓ 이사회 교체, 경영성과 개선, 성과 저조에 따른 경영자 교체, 재량적 비용(R&D, 광고비 등) 감소
  
- ❖ 중소·중견기업의 경우 경영자(또는 지배주주)를 효율적으로 견제할 수 있는 대주주의 모니터링 기능이 부족

<표> 기업규모별 기관투자자 지분율 차이

	N	기관투자자의 지분율, 단위:%				
		최솟값	25%	중앙값	75%	최댓값
All listed firms	19788					
Chaebol-affiliated & Large firms	1048	0	7.61	19.89	34.59	85.27
Large firms	2137	0	4.88	15.58	32.45	100
Non-Chaebol & Small firms	17105 [86.4%]	0	0	0.31	4.45	100
KOSPI	7657					
Chaebol-affiliated & Large firms	1008	0	7.77	19.75	35.1	85.27
Large firms	2014	0	4.89	15.89	33.09	100
Non-Chaebol & Small firms	5287 [69%]	0	0.07	1.14	8.21	99.7
KOSDAQ	12131					
Chaebol-affiliated & Large firms	40	0	5.75	21.49	29.9	57.97
Large firms	123	0	3.69	9.7	23.66	57.97
Non-Chaebol & Small firms	11818 [97.4%]	0	0	0.12	2.97	100

※ 자료 : 한국기업지배구조원 / 2015년 기준

- ❖ 인수합병시장은 무능한 경영진 교체를 통해 기업의 효율성을 개선하고 주주 이익 제고에 기여
  - ✓ 반면, 경영권 방어수단은 무능한 경영자의 대리인 문제를 악화시킬 우려가 존재 (경영권 참호구축 가설)
  
- ❖ 중소·중견기업의 경우 외부 지배구조의 기능이 상대적으로 취약

<표> 기업규모별 경영권 방어장치 도입 현황

	대기업	중견기업	중소기업
경영권 방어장치 도입 기업 수	5(3.4%)	29(6.2%)	31(34.1%)

※ 출처 : 한국기업지배구조원  
 ※ 2020년도 유가증권시장 상장기업 대상 기업지배구조 평가결과

# 중소·중견기업의 지배구조 특징 \_ 정보비대칭

- ❖ 불투명한 경영관행은 기업과 외부자본시장 간 정보비대칭을 심화시켜 효율적인 외부자본조달에 제약 발생
- ❖ 중소·중견기업의 경우 정보비대칭의 문제로 인해 지배구조 개선에 따른 효과가 효율적인 외부자본 조달로 연결되지 못할 우려 존재

<표> 대규모기업과 중소기업 간 공시 충실성 차이

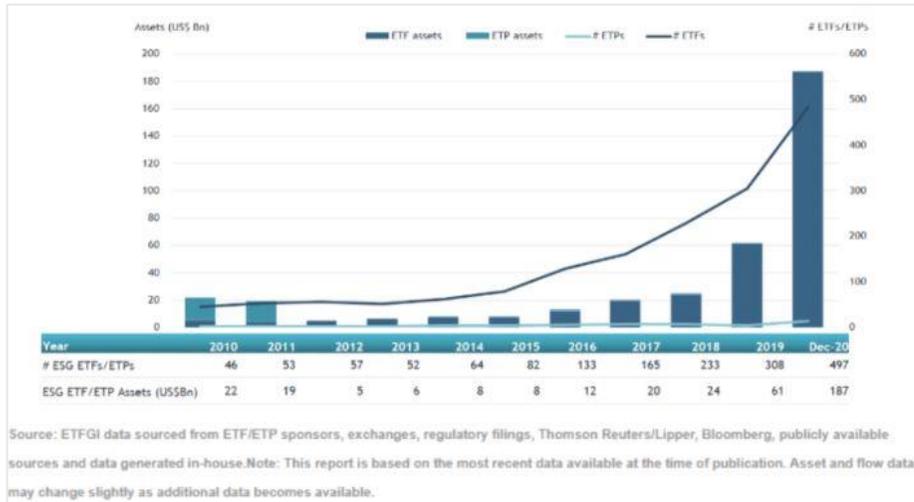
KCGS 'Disclosure' (deciles)	All listed firms			Test of Difference	
	Non-Chaebol & Small firm (A)	Large firms (B)	Chaebol-affiliated & Large firms (C)	(A-B)	(A-C)
Mean	4.72	7.33	7.91	[29.38]***	[32.6]***
Median	5	8	9	[27.36]***	[26.76]***
N	3235	1279	701		

※ 자료 : 한국기업지배구조원 / 2015년 사업보고서 기준

# 중소·중견기업의 지배구조 개선 필요성 \_ ESG 확산

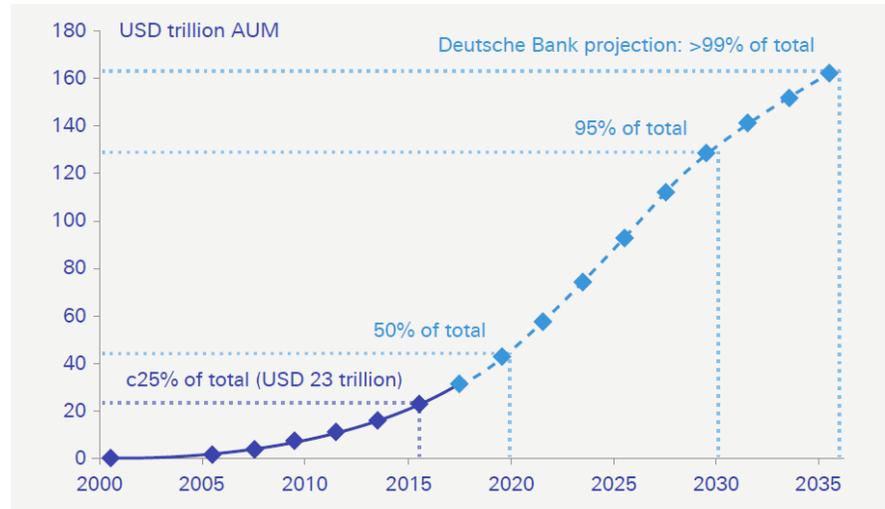
- ❖ 전세계적으로 ESG 경영에 대한 중요성 인식 확산
  - ✓ 기후위기에 대한 각국의 공조 강화, Covid-19 이후 근로자 안전 및 공급망 관리 등 사회 이슈 부상
- ❖ 투자이사결정에 ESG를 고려하는 투자 규모가 전세계 기준 30조 683억 달러 (2018년 말 기준, GSIA)
  - ✓ 채권자산에서도 ESG를 고려하는 ESG 채권 발행 급증 → 비상장기업에 대한 ESG 정보 공개 요구 증가
- ❖ 경제 각 분야에서 ESG의 중요성이 확대되면서 대기업 뿐 아니라 중소·중견기업에 대한 ESG 경영 요구 증가

<표> Global ESG ETF 규모



※ 출처 : ETFGI

<표> Assets under management with an ESG mandate



※ 출처 : Big data shakes up ESG investing , Deutsche Bank

- ❖ 기업의 ESG 활동에 있어서도 대리인 문제 발생 가능
  - ✓ 경영자 개인의 명성 제고 등 사적이익을 위해 ESG 활동 수행 시, 주주 또는 이해관계자와의 이해 불일치 발생
  - ✓ 기업 자원의 비효율적 사용으로 기업가치 훼손, 기업명성 저해, ESG 활동의 지속가능 추진 동력 상실
  
- ❖ 건전한 지배구조 확립은 ESG 활동을 통한 기업가치 및 성과 개선에도 긍정적으로 작용
  - ✓ 지배구조 개선은 기업가치 개선에 긍정적 영향
  - ✓ 지배구조가 건전한 기업에서 CSR 활동 시 기업가치 개선에 긍정적인
  - ✓ 반면, 지배구조가 취약한 기업의 경우 기업가치 개선과 유의한 영향 발견 안됨
  
- ❖ 기관투자자들도 ESG를 투자의사결정에 반영 시, 기업지배구조 측면을 가장 적극적으로 반영

- ❖ 기업지배구조는 경영 효율성과 긴밀하게 연관되어 기업성과에 중요한 영향 미침
- ❖ 기업지배구조가 건전할수록 기업경영이 합리적으로 수행되고 투자자 평가 상승
  - ✓ 기업지배구조와 기업가치 간 관계는 다수의 연구에서 매우 강한 양의 상관관계 확인
  - ✓ 기업지배구조 건전할수록 경영자에 대한 적절한 견제가 이루어져 기업의 자산이 효율적으로 투자될 수 있다는 투자자들의 기대가 주가에 반영(Gugler, 2001; La Porta et al., 2002; Gomper et al., 2003)
- ❖ 좋은 기업지배구조는 기업의 자원이 특정인의 이익을 위해서가 아니라 총체적인 기업가치 제고를 위해 투입되도록 유도

03

# 중소·중견기업의 지배구조 개선 방안

- ❖ 기업지배구조는 합리적 경영의사결정을 유도하기 위한 시스템으로 기업가치 제고에 기여
  - ✓ 그러나 기업지배구조가 경영자의 경영권을 침해한다는 잘못된 인식하에 부정적인 시각 보유
  
- ❖ 건전한 기업지배구조 확립은 주주와의 소통을 강화하고, 기업 및 경영진에 대한 신뢰를 제고하는데 기여
  - ✓ 외부로부터의 경영권 분쟁 시 주주들이 우호지분으로서 경영권 방어에 기여
  - ✓ 이사회 구성원에 대한 주기적인 교육 등을 통해 지배구조의 중요성에 대한 인식 확립 노력 중요

- ❖ 이사회는 기업지배구조의 핵심통제 장치로서 독립성과 전문성 확보 필수적
  - ✓ 중소·중견기업의 경우, 자원의 제약으로 인해 대기업 수준의 이사회 구성을 고려하기 어려운 현실
  
- ❖ 경영자 또는 지배주주와의 독립성을 확보하면서 기업의 주요사업에 대한 이해가 높고 후보를 발굴하고 선임하는 노력 필요
  - ✓ 교수, 퇴직 공무원 등을 사외이사로 선임하는 국내 관행과 달리, 미국 등 주요국 기업들은 사외이사로 동종업계 퇴직 경영자를 선임하는 경우가 일반적
  
- ❖ ESG 경영이 중요해지면서 이사회의 역할에 대한 재정립 필요
  - ✓ 미국 기업의 이사 대상 설문조사 결과, 이사회에서 ESG 이슈를 논의하는 비중 확대
  - ✓ 기업의 ESG 활동을 공개하는 것은 이사회에의 중요 사항이라는 인식 또한 확대
  - ✓ 기업별 주요 ESG 이슈는 기업 외부 환경의 변화, 기업의 ESG 내재화 수준에 따라 지속적으로 변화
  - ✓ 이러한 변화에 효과적으로 대응하기 위해서는 이사회에서 사업전략 내 ESG 요소를 반영하고 성과를 점검하는 것이 바람직

- ❖ 2016년 한국형 스투어드십 코드가 도입된 이후, 기관투자자들의 관여활동(engagement) 증가
- ❖ 투자이사결정에서 ESG에 대한 중요도가 높아짐에 따라 기업에 대한 ESG 정보 공개 요구 증가
  - ✓ 금융위, 기업공시제도 개선방안 발표 → KRX 제정 'ESG정보공개 가이드스' 활용, 지속가능보고서 공시 확대
  - ✓ '25년까지 자율공시, 2030년부터 전체 KOSPI 상장사 대상 의무화
- ❖ 전사 차원에서 통일된 ESG 측정 기준과 보고 기준 확립 필요
- ❖ ESG 정보공개가 공시 방식으로 규제됨에 따라 허위공시에 대한 법적 위험 증가 대비 필요
- ❖ ESG 정보공개는 지속가능보고서라는 방식에 한정할 필요가 없으며, 홈페이지나 IR 자료 등 다양한 채널 활용 가능

# Q & A

감사합니다.