

## ▣ 기업지배구조의 이론적 배경과 중요성

외환위기 이후 기업지배구조의 중요성에 대한 인식이 많이 확대되었지만 아직도 많은 사람들에게 기업지배구조는 낯설고 어려운 주제이다. 이에 기업지배구조리뷰에서는 기업지배구조에 대한 기본적 이해를 돋기 위한 코너를 새로이 신설하고자 한다. 그 첫 번째 순서로 이번 호에는 기업지배구조의 이론적 배경과 중요성에 대해서 설명하고자 한다.

정재영 수석연구원

### I. 기업지배구조의 이론적 배경 및 유형

#### 1. 기업지배구조의 이론적 배경

기업지배구조(Corporate Governance)란 기업을 지휘하고 통제하는 메커니즘을 말한다. 기업지배구조 메커니즘을 설명하기 위한 이론적 접근은 크게 2가지로 구분할 수 있는데 그 하나는 대리인 이론(agency theory)이며 다른 하나는 계약적 지배이론(contractual governance theory)이다.<sup>1)</sup>

대리인 이론에 의하면 기업지배구조는 소유와 경영이 분리된 상태에서 주인(principle)인 주주와 대리인(agent)인 경영자 사이에 정보의 비대칭성(information asymmetry)으로 인해 경영자가 주인인 주주를 위해 경영을 하는 것이 아니라 경영자 자신을 위해 경영을 하게 되는 도덕적 해이(moral hazard)에 빠지게 되므로 이를 방지하기 위해 주인인 주주가 대리인인 경영자를 효율적이고 효과적으로 감시 감독하기 위한 체계를 말한다.

계약적 지배이론은 대리인 이론의 주장처럼 주주만이 경영위험을 지고 독점적인 잔여청구권(residual claims)을 가지는 것은 타당하지 않으며 현실적으로 주주 외에도 채권자, 경영자, 종업원 등 다양한 이해집단도 제한적이나마 실질적으로 잔여청구권자로서 기업위험을 부담한다고 본다. 그러므로 계약적 지배이론에 의하면 지배구조란 다양한 이해관계자들이 각자의 이익을 극대화하며 계약비용을 최소화하기 위해 체결하는 장기적이고 안정적인 계약체계를 말한다.<sup>2)</sup>

#### 2. 기업지배구조의 유형

기업지배구조는 크게 2가지 접근 방식이 있다. 그 중 하나는 주주 중심 지배구조 모델이고 다른 하나는 이해관계자 중심 지배구조 모델이다. 주주 중심의 모델은 대리인 이론에 바탕을 둔 모델로서 지배구조란 기업에게 자금을 제공한 주주들이 자신들의 투자에 대한 수익을 보장받기 위해 경영진의 자원배분에 대한 의사결정을 감독하고 통제하는 방법을 말한다. 미국과 영국을 비롯한 앵글로 색슨 국가에서 채택하고 있는 방식으로 시장을 통한 외부적 통제가 경영진에 대한 주요 통제 방식이다. 이해관계자 모델은 계약적 지배이론에 바탕을 둔 것으로서 지배구조란 주주, 경영자, 종업원, 채권자, 공급자, 지역사회 등 다양한 이해관계자들이 각 이해집단간의 이익을 극대화하기 위하여 경영진을 감시하고 통제하는 방식을 말한다. 독일을 비롯한 유럽 대륙과 일본에서 채택하고 있는 방식으로 채권자이자 주주인 은행에 의한 통제 또는 내부적 통제 방식이 주로 사용된다.

최근 들어 자본시장의 글로벌화가 급속히 진전되고 기업의 자금조달 방식도 금융기관을 통한 간접조달 방식보다 주식시장을 통한 직접조달 방식이 선호됨에 따라 투자자에 대한 권리보호가 더욱 중요하게 되었다. 이로 인하여 주주 중심의 지배구조 방식이 점차 글로벌 스탠다드화 되어가고 있으며 이해관계자 모델 방식을 채택했던 많은 국가들도 점차 주주의 권리보호 및 시장기능 강화를 위한 제도를 도입하고 있다.

#### 3. 경영통제의 방식

경영자의 경영을 통제하는 방식은 내부적 통제 방식과 외부적 통제 방식이 있다. 좋은 지배구조를 갖추기 위해서는 내부적 통제 방식과 외부적 통제 방식이 잘 조화를 이루어야 한다. 주주 중심의 지배구조 모델을 채택한 국가도 이사회의 독립성과 경영진 감독 기능을 강화하는 등 내부적 통제 방식을 적극 활용하고 있으며 이해관계자 중심 모델을 채택한 국가에서도 외부통제를 강화하기 위하여 시장에 의한 경영진 감독과 주주의 권리 보호를 위한 각종 제도를 도입하고 있다. 내부적 통제 수단으로는 이사회에 의한 경영진 견제, 감사위원회의 감사, 경영진 보상체계 등 주로 사전적 견제 수단이 많으며 외부적 통제 수단은 기업 경영권 시장, 주주의 경영감시, 경영자 노동 시장, 기관투자자의 주주행동주의, 회계의 투명성 및 외부감사의 신뢰성 등이 있으며 특히 기업경영권 시장은 사후적 견제 수단으로 외부적 통제에서 매우 중요한 역할을 담당한다.

### II. 기업지배구조의 중요성

경제의 해외 의존도가 높은 우리나라의 기업들은 세계시장에서 치열하게 경쟁하고 있다. 우리 기업이 세계시장에서 지속적으로 살아남기 위해서는 핵심역량을 통한 경쟁우위를 확보하여야 한다. 부존자원이 부족한 우리에게는 첨단산업에서 기술혁신을 통해 경쟁 우위를 확보하여야 한다. 첨단산업이 성장하기 위해서는 기술개발 및 설비투자의 활성화가 전제되어야 하며 이를 위해서는 원활한 자금 공급이 절실하다. 은행은 특성상 위험회피적인 이익구조를 가지고 있어 고위험-고수익의 특징을 가진 첨단산업에 자금을 공급하기에 적합하지 않다. 첨단산업이 발전하기 위해서는 자본시장을 통한 원활한 자금조달이 필요하다.<sup>3)</sup>

이외에도 자본시장의 발전은 자본의 효율적 배분을 가능하게 하며 경제성장을 촉진한다. 학계의 실증 분석 또한 이를 입증하고 있다. Wurgler(2000)는 자본시장의 발달이 성장산업에 대한 자원배분의 효율성을 높인다고 하였으며 Black and Gilson(1998) 역시 벤처기업의 성장이 자본시장 발달 여부에 크게 의존한다고 주장하였다. Park, Binh and Shin(2005)는 비교적 경제발전이 성숙한 OECD국가를 대상으로 실증분석을 하여 R&D 집중도가 높은 산업일수록 그리고 고위험 산업이거나 장치집약도가 높은 산업일수록 자본시장중심 국가에서 더 빨리 성장한다고 주장하였다. King and Levine(1993)은 자본시장이 발달한 나라가 더 빨리 성장한다는 것을 보여주었고 Wurgler(2000)는 자본시장이 발달한 국가가 성장기회에 따라 자본을 더 효율적으로 배분한다고 주장하였다.<sup>4)</sup>

경제 성장에 필요한 자본시장이 발달하기 위해서는 정보에 있어서 상대적 열위에 있는 투자자에 대한 보호가 전제되어야 한다. 투자가 지배주주나 경영진의 사익추구로부터 보호받을 수 있어야 투자는 안심하고 주식시장에 참여할 수 있고 건전한 자본시장이 발전할 수 있다. 그러므로 투자자 보호는 자본시장 발전의 핵심이며 지배구조는 투자자 보호를 위한 메커니즘이라고 할 수 있다.<sup>4)</sup>

학술적 실증 분석도 이를 증명하고 있다. La Porta, Lopez-de-Silanes, Shleifer and Vishny(1997)는 투자자 보호가 발달한 국가일수록 주식시장이 발달해있고 자본대비 더 많은 상장회사가 있으며 IPO 비율이 더 높다는 것을 증명하였고 주주보호가 더 발달된 국가의 기업이 그렇지 않은 국가의 기업보다 Tobin Q가 더 높다는 것을 발견하였다.

---

1) 이영기, 1996, 한국 기업소유지배구조, 한국개발연구원 pp.11-pp.34

2) Blair, M., 1995, "Rethinking Assumptions Behind Corporate Governance", Challenge, Nov.- Dec.

3) 최도성, "기업의 국가경쟁력과 자본시장", 2005, 상장협

4) Rafael La Porta, Florencia Lopez-de-Silanes, Andrei Shleifer, Robert Vishny, 2000, Investor Protection and Corporate Governance, Journal of Financial Economics