

기업지배구조의 국제적 추세 및 글로벌스탠다드*

許永道
經營學部 教授

<요 약>

본 연구에서는 한국 기업지배구조 개선의 핵심이라고 할 수 있는 이사회 구성과 책임을 중심으로 이론적인 심층연구를 바탕으로 지배대주주 및 경영진으로부터 독립적이면서 전체 주주의 이익을 대변해 줄 수 있는 가치창출형 이사회 제도의 확립을 위해 어떤 점을 주의해야 할 것인가를 제시해 보고자 하였다. 전체적으로 볼 때 사외이사의 긍정적인 역할은 책임성의 제고 즉, 경영자 감시역할에 있고, 기업의 사업활동에는 제약적인 역할을 하며, 기업성과와는 별 관계가 없는 것으로 요약될 수 있다. 그리고 규모가 큰 이사회는 기업의 성과를 좋지 않게 만드는 요인으로 볼 수 있으며, 이사에 대한 보수 및 인센티브 제도로 자주 활용되고 있는 성과관련 보수제도가 기업의 사업활동 수행에 있어서 이사들의 위험한 행동을 유발할 수 있다는 점에 유의해야 한다. 또한 이사의 지분 소유는 기업성과에 대체로 긍정적 영향을 미치지만 참호효과가 나타날 수 있음을 주의해야 한다.

International Trends and Global Standard of Corporate Governance

Yeong-Do Heo
Division of Business Administration

<Abstract>

The purpose of this study is to suggest some critical points in establishing a value creating system of board of directors which is independent from management and ruling majority stock owners. The review in this study was focused on the structure of board of directors and directors' remuneration and ownership, which are the most

* 이 논문은 1999학년도 울산대학교 학술연구조성비에 의하여 연구되었음.

important issues for the improvement of Korean corporate governance. The results of literature review could be summarized as follows; the positive role of outside directors could be seen in the accountability enhancement by monitoring management, but their role was negatively related to business activities and had no specific relationship with the corporate performance. And the size of board could have negative relationship with performance. The performance related remuneration system, which is adopted by many firms as a incentives for directors, can also be a causing factor for a risky decision in their activities. Directors' ownership has generally positive effects on performance, but it could have an entrenchment effect at the same time.

1. 연구의 목적 및 필요성

국제재무시장 통합의 정도가 갈수록 심화되고, 범세계적경쟁(Global Competition)과 기술 진보가 가속화 되고 있는 시대적 상황 변화를 맞이하여, 기업지배구조의 문제는 기업경영 상 대단히 중요한 의미를 갖는다. 왜냐하면 이것이야말로 투자(Investment), 기업이 정신 (Entrepreneurship) 및 경쟁력(Competitiveness)에 필요한 재무적, 인적자원을 끌어들이 수 있는 능력을 결정해 주기 때문이다. 기업의 지배구조는 투자자들에게도 중요한 의미를 갖는다. 왜냐하면 이것은 기업성과를 개선시켜 주는 수단으로서 보다 효과적인 경영의사결정을 가능하게 해주기 때문이다. 그리고, 기업지배구조는 정부에게도 중요한 의미를 갖는다. 왜냐하면 기업부문의 성과가 많은 국부 및 소득의 증가를 가져다 주는 중요한 요소이기 때문이다²⁾.

이러한 기업지배구조의 개선을 위한 연구는 한국 뿐만 아니라 세계적인 추세이다. 예를 들면, OECD는 기업활동의 세계화와 자본시장의 국제화가 진전됨에 따라 각국의 상이한 기업지배구조가 기업의 자유로운 투자 및 자본조달활동에 제약요인으로 작용하고 있다고 판단하고 1995년부터 기업지배구조의 국제규범화를 추진해 온 결과 1999. 5. 26~27일 개최된 각료이사회에서 “기업지배구조 기본원칙”을 제정하여 발표하였다. 한편, 개별 국가차 원에서도 기업지배구조에 관한 표준관행이나 모범규약을 제정하고 있는 추세인데, 영국의 경우 런던증권거래위원회는 1991년 Cadbury Report, 1995년 Greenbury Report라는 모범규약을 제정하여 상장기업들이 동 규약의 준수여부를 공시하도록 의무화하였고, 미국은 1991년 기관투자자협의회에서 모범규약을 제정한 데 이어 캘리포니아연기금(CalPERS) 등이 규약을 제정한 바 있다. 일본에서도 1997년 일본경제단체연합회에서 모범규약을 제정하였다. 한국의 경우 1995년부터 세계화추진위원회를 중심으로 기업지배구조 개선에 관한 논의가 시작되었으나 큰 진전이 없다가 최근 비효율적인 기업지배구조가 외환위기의 한 원인이었다는 인식하에 1999. 8월 기업지배구조개선위원회를 통하여 기업지배구조의 모범규약을 제정하고 관련법의 개정을 통한 규정화 작업을 추진중에 있다.

IMF 자금지원 이후 한국정부는 외환위기 해소와 기업구조조정 촉진을 위해 외국인 투자를 적극적으로 유치하고자 하는 정책을 실시해 왔다. 외국인 투자 및 외환거래를 전면 자유화 하고 외국인들의 투자 촉진을 위해 원스톱 서비스를 강화하고, 적대적 M&A를

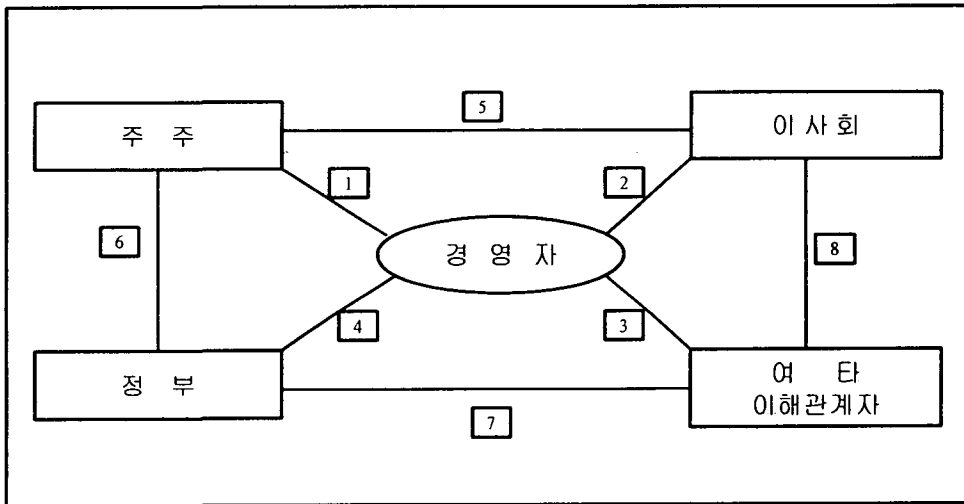
2) Ira M. Millstein, et al., *Corporate Governance: Improving Competitiveness and Access to Capital in Global Markets*, A Report to the OECD by the Business Sector Advisory Group on Corporate Governance, 1998. 4, pp. 7-10.

허용하는 등 여러 가지 조치를 취하고 있다. 한편, 선진국 기업들은 IMF체제 이후 정부의 정책변화로부터 얻을 수 있는 잇점과 한국시장의 잠재적 매력을 적극 활용하기 위하여 많은 관심을 기울여 오고 있다.

본 연구에서는 이러한 외국기업들에게 안심하고 투자 할 수 있는 여건을 조성해 줄 수 있고, 국내기업의 경영개선을 통해 국제경쟁력 향상을 보다 빠른 시일내에 달성함으로써 선진경제체제를 구축하기 위한 중요한 도구라고 볼 수 있는 기업지배구조의 글로벌 스탠다드 및 그 변화 추세에 대한 심도있는 연구를 바탕으로 올바른 기업지배구조의 개선에 필요한 기초자료를 제공하고자 한다. 각국기업의 지배구조는 그나라 그 기업의 주주, 경영진, 임원, 채권자 등 이해관계자의 균형을 고려하면서 기업 스스로 모색해 나갈 수 있도록 해야 한다. 그러기 위해서는 바람직한 기업지배구조에 관한 보다 체계적이고 이론적인 연구가 이루어져서 최소한의 글로벌 스탠다드가 무엇이며, 어떤 여러 가지 유형의 기업지배구조가 있고 그 장단점이 무엇인가를 제시해 줌으로써 기업들이 선택할 수 있도록 해주어야 할 것이다. 따라서 본 연구에서는 한국 기업들이 새로운 지배구조를 선택할 때 필요한 이론적이고 기초적인 연구를 수행하고자 한다.

2. 연구의 범위 및 방법

기업지배구조는 최고경영자, 주주, 이사회, 기타 기업 이해관계자들간의 상호작용으로부터 발생하는 구체적인 문제들을 포괄하는 용어라고 할 수 있다. 기업지배구조 문제의 핵심을 형성하는 두가지 의문사항은 첫째, 기업의 의사결정 또는 최고경영자의 행동으로부터 누가 혜택을 보는가? 둘째, 기업의 의사결정 또는 최고경영자의 행동으로부터 누가 혜택을 보아야 하는가?라는 것이다. “무엇인가?”라는 질문과 “무엇이 되어야 하는가?”라는 질문에 대한 답변이 서로 일치하지 않은 경우 기업지배구조 문제는 존재하게 된다.



(그림 2.1) 기업지배구조 관련 구성요소

Source: Cochran, Philip L. and Steven L. Wartick(1988)의 모델을 수정보완한 것임.

보다 구체적으로는 (그림 2.1)에 표시한 5가지 기업지배구조 관련 구성요소간의 8가지 관계에 있어서 위에서 언급한 무엇인가? 와 무엇이 되어야 하는가? 라는 두가지 질문간의 불일치 문제로부터 출발한다³⁾.

OECD는 이러한 기업지배구조 영역에 포함된 주제들을 <표 2.1>과 같이 5가지 영역으로 구분하여 기업지배구조원칙을 발표하였다. 각 영역에 있어서의 초점은 주주, 이사회 멤버, 노동자, 또는 정부와 같은 이해관계자집단 중의 하나이다. 이와같이 분류한 후 OECD는 각 문제점 및 초점에 대한 개혁방안을 제시하고 있다⁴⁾.

<표 2.1> OECD 기업지배구조 원칙의 주요내용

구 분	주 요 내 용
I. 주주의 권리: 주주의 권리 보호	<ul style="list-style-type: none"> - 주주의 기업변화와 관련된 의사결정 내용 숙지 - 주주의 의결권 행사 원활화(대리의결권 인정) - 지분율을 초과하는 지배권의 원천에 관한 공시 - 기업지배권 시장의 투명하고 효율적인 운영 - 의결권 행사의 비용.편익 고려
II. 주주의 동등 대우: 모든 주주의 동등대우와 주주의 권리침해에 대한 적절한 보상	<ul style="list-style-type: none"> - 동등한 부류의 주주에 대한 동등대우 - 내부 거래 및 남용적 자기거래의 금지 - 이사, 경영진의 사적 이해와 기업이해 관련시 공시
III. 기업지배구조에서 이해관계자의 역할: 기업과 이해관계자간 협력 촉진	<ul style="list-style-type: none"> - 이해관계자의 법적 권리 존중 - 이해관계자의 권리 침해에 대한 적절한 보상기회 - 이해관계자의 참여형태 제고 - 이해관계자의 참여시 정보접근 허용
IV. 공시 및 투명성: 기업의 중요 정보에 대한 적절한 공시를 통해 경영투명성 확보	<ul style="list-style-type: none"> - 공시정보의 작성과 공시과정에서 국제적 회계 및 감사기준 적용 - 독립적 외부감사인에 의한 연차감사의 수행 - 정보접근 통로의 적절성 필요
V. 이사회 책임: 기업전략 제시, 경영감독, 주주 및 기업이익 대변 등 이사회 책임 강조	<ul style="list-style-type: none"> - 이사회 구성원의 충실 원칙 - 이사회 구성원의 공정성(주주에 대한 동등대우) - 이사회 의 준법성 - 이사회 의 주요 감독기능 언급 - 이사회 의 경영진에 대한 독립성(사외이사 선임 고려) - 이사회 구성원의 정보접근 확보

위의 다섯가지 영역 중 한국기업의 지배구조와 관련하여 가장 시급히 개선해야 할 영역

3) Cochran, Philip L. and Steven L. Wartick, *Corporate Governance - A Review of the Literature-*, Financial Executives Research Foundation: New Jersey, 1988, pp. 4-5.

4) 李殿鳳·李炯根, 「OECD 기업지배구조 원칙의 제정과 한국경제에 대한 시사점」, 대외경제정책연구원, OECD 연구시리즈 2, 1999. 7, p. 75.

이 다섯번째인 이사회와 관련된 부분이다. 지금까지 많은 한국기업들은 이사회와 대표성과 권한에 대해 잘못 이해해 왔고 이사회가 제대로 구성되지 못하여 제기능을 수행하지 못하였다. 결과 지배대주주에게 소유권과 지배권이 집중되면서 이른바 오너경영자에 의한 독단적 경영, 무리한 확장에 의한 선단식의 다각화, 내부거래를 통한 한계계열사 보조 등으로 전체 기업집단의 비효율을 초래하고 경쟁력을 약화시켜 온 것이라 할 수 있다. 최근 많은 대기업의 계속적인 부실원인에 대해 기업지배구조 측면에서 접근하고자 하는 논의의 출발점은 바로 이러한 문제인식에 그 기초를 두고 있다고 하겠다.

본 연구에서는 한국 기업지배구조 개선의 핵심이라고 할 수 있는 이사회와 관련된 책임을 중심으로 이론적인 심층연구를 바탕으로 지배대주주 및 경영진으로부터 독립적이면서 전체 주주의 이익을 대변해 줄 수 있는 가치창출형 이사회 제도의 확립을 위해 어떤 점을 주의해야 할 것인가를 제시해 보고자 한다. 본 연구를 수행하면서 사용할 주요 연구방법으로는 국내기업과 정부의 사례 및 환경분석을 위해서는 문헌연구, 전문가 의견조사 등을 주로 활용할 예정이며, 필요한 경우 기업 현장을 방문하여 인터뷰 또는 관련 자료를 수집하기도 하였다. 또한 외국기업 및 정부의 사례 및 국제적인 추세 분석을 위하여는 주로 문헌 조사에 의존하였다.

3. 기업지배구조에 관한 이론적 고찰

기업지배구조가 무엇인가 라는 질문에 답하는 하나의 방법은 기업지배구조에 포함된 토픽들을 이해하는 것이다. 그러나 이와 비슷할 정도로 적절한 접근법은 기업지배구조와 관련된 이슈들을 형성하는 내재된 갈등에 대한 이해를 하는 방법이 있다. 이러한 내재된 갈등은 다음 두가지로 분명히 요약될 수 있는 바 첫째, 지배와 경영사이의 갈등, 둘째, 소유권과 통제권의 분리 등과 관련된 갈등이다⁵⁾.

3.1 기업지배와 경영간의 갈등

지배와 경영을 차별화하는 것은 전통적인 법률 모델로부터 출발한다. 이 모델의 기본적인 가정은 이사회는 주주의 대리인이기 때문에 주주의 이해관계를 위하여 행동한다는 것이다. 주주는 기업이 필요로 하는 자본을 제공한 사람이기 때문에 기업재산의 소유자로서 그들의 재산이 그들의 이해관계에 유리하게 사용 되어지는 가를 감시할 수 있는 법적 권리를 분명히 가지고 있다⁶⁾.

전통적인 법률모델에서 강조하는 주주의 가장 근본적인 권리는 주주의 대리인으로서 기업이사결정에 참여할 이사를 선임할 수 있는 권리이다. 한편 경영자는 일상적인 과업수행을 통해 주주의 이익 증진에 기여하도록 하기 위하여 이사회에 의하여 선임된다.

따라서, 기업지배 및 기업경영은 이사회와 최고경영진 사이의 2차원적인 관계에 있어서 권한 및 책임을 규정해 주는 법률원칙 및 규제활동의 범주 속에서 정의된다. 이러한 전통

5) Cochran, Philip L. and Steven L. Wartick; *Corporate Governance - A Review of the Literature-*, Financial Executives Research Foundation: New Jersey, 1988.

6) Buchholz, Rogene A., *Business Environment and Public Policy*, Second Edition, New Jersey: Prentice-Hall, Inc., 1986, p. 235.

적 법률모델의 관점에서 두가지 개념에 대한 구분을 다음과 같이 대비해서 표현할 수 있다.

즉, 기업지배란 기업의 본질적 특성, 목적, 성실성 및 정체성 등에 관한 개념으로서 관련성, 계속성, 신탁적 측면에 초점을 맞춘다. 기업지배는 전략적 방향, 사회경제적 및 문화적 관계, 외부여건, 기업의 후원자(고객) 등에 대한 감시 및 감독을 포괄한다.

반면, 기업경영이란 직접 실무에 참여하는 활동에 보다 가깝다. 전통적 의미의 경영은 특정 목적을 달성하기 위하여 적절한 수단을 이용하여 실제 행동을 하거나 감독활동을 하는 것으로 특징지어질 수 있다. 경영은 주로 주어진 시간내에 주어진 조직에서 특수목적을 달성하는데 초점이 맞추어져 있다⁷⁾.

이와같은 기본적인 구분이 기업지배와 기업경영 사이의 차이점을 분명하게 해주는 기준이 되었다. 그것은 활동지향적인 기준으로서 다음과 같은 세가지 중심적인 아이디어에 바탕을 두고 있다. (1) 기업지배는 외향적인 초점을 가지고 있다면 기업경영은 내향적인 초점을 가지고 있다. (2) 기업지배는 개방시스템을 가정하고 있지만 기업경영은 폐쇄시스템을 가정하고 있다. (3) 기업지배가 전략 지향적인 반면 기업경영은 과업지향적이다. 간단히 말하면 기업지배는 기업이 가고자 하는 방향을 지칭한다면 기업경영은 기업으로 하여금 그곳에 도달하도록 만드는 것과 관련된 것이다.

기업활동으로서 경영과 지배에 관한 이와같은 구분은 많은 사람들에게 지나치게 광범위하고 추상적인 경우가 많다. 다양한 조직구조 및 의사결정과정 등으로 인해 매우 복잡하다. 그리고, 경영과 지배활동에 모두 관여하고 있는 개인들이 있기 때문에 더욱 혼란스럽다. 이러한 애매모호성을 싫어하는 사람들을 위해서 기업지배를 직위상의 책임으로 풀어볼 수도 있다. 보다 구체적으로 말하자면, 기업지배는 이사회와 최고경영층의 역할에 초점을 맞추어 구분할 수도 있다는 것이다.

즉, 기업지배란 이사회가 경영자의 행동을 감시하는 과정, 구조 및 관계라고 할 수 있다. 그리고 기업경영이란 기업의 목표를 정하고 달성하기 위하여 경영자가 수행하는 활동이라고 정의할 수 있다⁸⁾.

이 정의의 중요한 차이점은 활동 보다는 형태에 초점을 맞추고 있다는 것이다. 이 두 번째 견해는 보다 구조 지향적이다 즉, 지배는 이사회에 의하고 경영은 경영자의 일이라는 것이다. 활동 지향적인 견해와 직위책임 견해라는 두가지 견해의 구분으로 기업지배구조 분야의 정의가 한결 분명해 졌다. 하나씩 고려하면 각자 논리와 장점이 있다. 그리고 동시에 고려하면 기업지배문제의 광범위한 영역을 커버한다. 그러나 대부분의 개념들이 그러하듯이 이 개념들도 기업지배의 본질을 대변해 주는 것을 시작하는 정도에 불과하다. 그것의 본질은 그 개념을 현실에 적용할 때 비로소 나타나는 것이다.

3.2 소유권과 통제권간의 갈등

기업지배의 개념을 현실에 적용하게 되면 소유와 통제의 분리 문제로 귀착된다. 이러한 분리문제는 Berle-Means 가설이라고도 하는 바 이들이 1932년에 *The Modern Corporation and Private Property* 라는 책에서 최초로 검토하였기 때문이다. 이들은 소유

7) Mueller, Robert K., "Changes in the Wind in Corporate Governance." *Journal of Business Strategy*, Spring 1981, Vol. 1, No. 4, p. 9.

8) Dayton, Kenneth N., "Corporate Governance: The Other Side of the Coin," *Harvard Business Review*, January/February 1984, v62n1, pp. 664-671.

와 경영의 분리가 최초로 발생한 시기를 남북전쟁과 대공황 사이라고 하였다. 이러한 소유와 경영의 분리는 다음 두가지 현상의 출현으로 연결된다. (1) 20세기 초반 과학적 관리법의 발전에 의해 대거 등장한 전문경영자 계층 (2) 재무적 자본주의의 출현을 유발시킨 주식거래의 성숙.

Berle와 Means는 1932년에 와서 소유권자와 경영자가 동일인인 19세기식 기업가자본주의가 소유권자와 경영자가 더 이상 동일인이 아닌 금융자본주의에 의해 대체되었다는 사실을 관찰하고 문서화한 사람들이다.

그러나 보다 중요한 것은 기업지배문제에 대해 Berle 와 Means는 이러한 소유와 경영의 분리가 소유권과 통제권의 분리도 가져온다는 보다 논란이 많을 수 있는 명제를 제시했다는 것이다. 기업지배문제는 이와같은 통제문제와 더불어 나타나기 시작한다. 통제의 문제는 경영자와 주주들간의 갈등의 산물이고 이와같은 갈등이 표출되는 무대는 이사회이다. 이 문제에 관하여 어떤 학자들은 경영자들은 자신의 이익에 도움이 되는 방향으로 의사결정을 하고 주주들을 달래기만 하면 된다고 한다⁹⁾. 이사회는 경영자 이해관계를 충족시키고 주주의 요구를 피해갈 수 있도록 해주는 완충장치이다. 주주의 사적 재산권은 그들이 소유하고 있는 증명서에 첨부되어 있을 뿐이고 소유권도 매우 광범위하게 분산되어 있기 때문에 경영자가 기업재산을 사용하는 것에 대해 주주의 영향력이 별로 미치지 못한다. 또 다른 학자들의 주장에 의하면 주주들은 재무시장에서의 그들의 행동을 통해 기업재산의 사용에 대한 통제권을 행사한다고 한다¹⁰⁾. 이들은 주주의 통제권을 반영하고 있는 주식의 매매는 제한되어서는 안된다고 주장한다. 주주의 이익에 반하는 의사결정을 하는 경영자는 시장을 통해 처벌을 받게되고 자신의 경영자로서의 위치에 위협을 받게 된다. 주주의 이익을 무시하는 이사회 역시 시장을 통해 처벌받을 수 있다.

기업지배문제와 관련해서 소유와 통제의 분리는 앞절에서 요약 제시된 견해들의 본질을 제공한다. 기업의 의사결정이 경영자의 이익을 위해서 이루어 지는가 주주의 이익을 위해서 이루어 지는가? 만약 이사회를 약간 개혁하거나 재구성하면 주주이익을 위해 제 역할을 다하고 지배책임을 완수할 수 있을 것인가? 기업지배에 또 다른 누가 이해관계를 갖고 있는가? 이와같은 문제들이 소유와 통제의 분리로부터 파생되는 일반적인 문제들이다.

4. 이사회에 관한 국제적 추세

기업지배 관련 문헌들에서 과거 수십년 동안 다루어져 온 주요한 문제중의 하나는 이상적인 이사회에의 구성을 어떻게 할 것인가에 관한 것이었다. 왜냐하면 이사회에의 효과성을 결정하는 가장 중요한 요소가 이 문제이기 때문이다. 여기에는 이사회의 숫자, 사외이사의 숫자를 어느정도로 해야 할 것인가? 이사회에의 이상적인 연령 구성은? 이사회의 보수 및 인센티브는 어느수준에서? 등등의 문제들이다. 이러한 문제들에 대해 국제적으로 합의된 해답은 없으나 많은 대답들이 점차 접근해 가고 있는 듯 하다.

9) Nader, Ralph, Mark Green and Joel Seligman, *Taming the Giant Corporation*, New York: W. W. Norton & Company, 1976.

10) Baysinger, Barry D. and Henry N. Butler, "Antitakeover Amendments, Managerial Entrenchment, and the Contractual Theory of the Corporation," *Virginia Law Review*, November 1985, Vol. 71, No. 8, pp. 1257-1303.

4.1. 이사회 구성

아마도 이사회 구성과 관련하여 가장 자주 언급되는 주제가 사외이사와 사내이사의 비율에 관한 것일 것이다. 과거 수십년에 걸쳐 사내이사 중심의 이사회로부터 사외이사 중심의 이사회로 강조점이 극적으로 바뀌어져 왔다¹¹⁾. 최근의 한 연구에 의하면 Fortune지 선정 500대 기업의 사외이사 비율이 평균 63%인데 반하여 사내이사 비율은 37%에 불과하다고 한다¹²⁾. 이와같은 변화의 주요한 원인은 사내이사(즉, 기업의 종업원들)는 자기 잇속만 차리는(self serving) 경향이 높다는 인식에 바탕을 두고 있다.

이것은 소유와 경영이 분리된 결과 발생하는 문제인 대리인 문제에 관한 문헌들이 점차 많이 나타나고 있는 현상과 관련성이 있다. 대리인 문제는 경영자의 이해관계가 주주의 이해관계와 괴리가 발생할 때 나타나는 문제이다. 최고경영자는 비경영자-주주들의 이해관계를 희생시키면서 자신들의 효용(이것은 금전적인 보상 뿐만아니라 직업의 안정성, 직무상의 선결요건 등과 함수관계에 있음)을 극대화하려는 경향이 있는 것으로 간주되어 왔다.

(1) 사외이사의 경영감시 기능

여기에서의 구체적인 관심사는 사내이사들은 최고경영자를 공격적으로 감시하지 않으려 한다는 것이다. 사실상, 최고경영자의 하위자로서 그들은 최고경영자가 원하는 것이면 무엇이든 동조하려고 하는 경향이 있다고 보아야 한다는 주장도 있다. 따라서 사내이사가 많은 비중을 차지하고 있는 이사회 경우에는 그 주요 기능 중의 하나인 경영자의 행동을 감시하는 기능을 수행할 수가 없게 되는 것이다. 이와같은 생각이 점증하면서 많은 비판론자들은 사내이사의 비율을 줄일 것을 요구해 왔다¹³⁾.

반면 소수의 연구자들이 사외이사가 사내이사 보다 최고경영자에 도전하려는 경향이 더 높다고 볼 수 없거나 오히려 더 낮다고 주장하고 있다. 예를들어 Vance(1983)는 사외이사가 사내이사 보다 그들의 지위를 유지할 목적으로 최고경영자에게 더 복종하기 때문에 최고경영자에게 도전하거나 강도높은 감시를 하려는 경향이 더 낮다고 하였다. 나아가서 사외이사들은 그들이 의사결정을 내려야 할 문제들에 대한 심도있는 이해를 해야할 필요가 있는 시간에 몰두할 수 없거나 하지 않는 경우가 많다¹⁴⁾. 그러나 이 문제에 대한 훌륭한 실증연구는 별로 없었다. 이 문제에 대한 보다 최근의 연구에서 Cochran, Wood, and Johns(1985)는 내부이사가 다수를 차지하고 있는 이사회를 가지고 있는 회사는 경영진에게 황금낙하산 계약¹⁵⁾을 허용하는 확률이 낮은 것으로 밝혀졌다. 이와같은 상식과 반대되는 연구결과는 사외이사가 내부이사들 보다 경영진에게 오히려 덜 비판적이라는 Vance의 가설을 지지해 주는 것이라고 할 수 있다.

11) Vance, Stanley C., *Corporate Leadership: Boards, Directors, and Strategy*, New York: McGraw-Hill, 1983, p. 50.

12) Kesner, Idalene F.; Victor, B.; and Lamont, B. T., "Board Composition and Commission of Illegal Acts: An Investigation of Fortune 500 Companies," *Academy of Management Journal*, Vol. 29, 1988, pp.789-799.

13) 예를들어 Christopher Stone(1975)은 이사회로부터 모든 내부자들이 제거되어야 한다고 까지 주장하였다. 1978년 SEC 의장이었던 Harold Williams는 오직 사장 한 사람만이 이사회 멤버로서 참여하되 의장은 말지 말아야 한다고 주장하였다.

14) Korn Ferry International, *Board of Directors, Tenth Annual Survey*, 1983.

15) Golden Parachute Agreement(황금낙하산 계약): 회사가 인수·합병될 때 경영자는 다액의 퇴직금을 받을 수 있게 하는 고용계약.

Fama(1980), Fama and Jensen(1983)의 주장에 의하면 사외이사들은 사외이사 노동시장에서의 그들의 의사결정 전문가로서의 명성을 유지하기 위해서라도 집행이사들의 행동을 감시할 인센티브를 가지고 있다고 한다. 그러나 이와같은 사외이사 시장의 순기능은 실제 사외이사를 영입하는 집행이사들이 과격하다고 소문난 사외이사의 채용을 꺼려한다는 역기능으로 인해 완화되어 버린다. 비록 많은 국가들의 지배구조 관련 규정에서 집행이사들에 대한 독립적인 감독자로서의 사외이사들의 역할을 매우 강조했지만 사외이사들은 그들의 채용 및 보수조건을 집행이사들에게 의존해야 한다는 본질적인 모순 때문에 그 역할의 중요성이 삭감될 수 있다(Davis and Kay, 1983; Kay and Silbertson, 1995).

많은 미국의 연구자들이 사외이사의 감시역할에 대한 검토를 하고 있는바, 최고경영자 교체와 관련한 그들의 역할을 검토한 후 사외이사들은 위기상황에서 책임성(Accountability)을 개선해 주는 것 같다고 하였다(Weisbach, 1988). 여기서 말하는 책임성이란 경영자가 주주에게 책임있는 행동을 하는 것을 말하는 것으로 이사회에 감시기능이 경영자로 하여금 책임성을 개선하도록 해주는 중요한 수단이다. 이사회가 이 기능을 가장 효율적으로 수행할 수 있기 위해서는 이사회에 구성원들이 경영진과 충분한 정도로 구분되고 독립적인 관계에 있어야 한다.

<표 4-1> 사외이사의 경영감시 기능

긍정적 역할론		부정적 역할론	
내 용	관련학자	내 용	관련학자
사외이사의 독립성	Stone(1975), Williams(1978) 등	사외이사의 비독립성	Vance(1983)
사외이사 시장에서의 명성유지 목적	Fama(1980), Fama and Jensen(1983)	내부이사가 다수인 경우 황금낙하산 계약 확률 저하	Cochran, Wood, and Johns(1985)
위기상황에서의 경영자 교체 역할	Weisbach(1988)	사외이사 채용 및 보수 조건에 경영자 의존성	Davis and Kay(1983), Kay and Silbertson(1995)

(2) 사외이사의 기업성과 제고 기능

기업의 목표 및 그 목표를 달성하는데 있어서 이사회가 담당하는 역할은 서로 다른 사회에서 분명하게 다르게 인식되어 왔다. 그러나, 기업의 목표 및 이사회에 관한 인식들이 점차 접근하고 있는 듯 하다. 즉, 기업의 목표(따라서 그 기업의 경영자 및 이사회에의 목표)는 기업이익과 주주 가치를 증가시켜 줄 수 있는 활동을 수행하는 데 있다. 이러한 기업목표를 추구함에 있어서 이사회에의 역할은 성공과 실패의 모든 경우에 있어서 경영의 책임을 짐으로써 기업의 성공을 보장하는 것이다. 이것이 의미하는 것은 성공적인 기업 경영진의 선임, 기업의 전략 및 성과에 대한 감독, 계획과 정책문제에 있어서 경영자로서 행동하는 것 등을 포함한다.

기업지배구조가 기업의 성과에 미치는 영향에 대해서도 학술적으로 많은 논란이 있어왔다. Schmidt(1977)는 사외이사의 비율과 기업의 경영성과 및 재무성과 사이의 관계가 별로 없다는 것을 발견하였다. Dalton et al.(1998)은 이사회에의 구성과 기업성과 사이에는 아무런 관계가 없다는 것을 발견하였다¹⁶⁾. 반면에 Wagner et al.(1998)이 29개 연구결과를 분석한

16) Dalton, D. R., Daily, C. M., Ellstrand, A. E. and Johnson, J. L., "Meta-Analytic Reviews of Board

후 사내이사를 다수 가진 경우와 사외이사를 다수 가진 경우의 기업성과는 각각 높은 것으로 나타났다¹⁷⁾. 이것은 다수의 사내이사가 적절한가 아니면 사외이사가 적절한가의 문제를 야기시킨다. 그러나 아직까지 연구자들이 이 문제를 적절하게 다루지 못하고 있다. 이 발견들은 또한 보다 많은 비율의 사외이사가 이사회에 미치는 영향에 대한 지나치게 규범적인 견해에 대해 의문을 제기하는 것이라고 볼 수 있다. 사외이사를 추가시키겠다는 약속에 대해 주식시장이 어떻게 반응하는가를 검증해 보면 시장이 그러한 사건을 평균적으로 좋은 소식으로 보고 있다는 것을 알 수 있다¹⁸⁾.

Molz는 그의 최근연구에서 다원적 멤버로 구성된 이사회(주요 이해관계자 대표로 구성된 이사회)를 가진 회사가 경영자가 다수인 이사회를 가진 기업 보다 사회적 성과가 좋을 것이라는 가설을 검증한 바 있으나 확실한 결론을 내리지 못하였다. 비록 통계적으로 유의하지는 못했지만 그 관계는 負의 방향으로 나타났다¹⁹⁾. 이것이 의미하는 것은 社內理事가 다수인 이사회가 社外理事가 다수인 경우보다 社會的 成果가 더 나올 수도 있다는 것이다.

반면, Drieghe(1986)는 최근에 관리경험을 가지고 있으면서 그 기업과 계약적 관계에 있는 사외이사의 비중이 높은 이사회가 그린메일(Greenmail)²⁰⁾의 경우에 주주의 이해관계를 보호해 주는데 있어서 가장 효과적이라고 결론짓고 있다. 이것은 사외이사가 주주 보호를 위한 중요한 역할을 하고 있고 할 수 있다는 주장을 지지해 주는 실증적 증거라고 할 수 있다.

<표 4-2> 사외이사의 기업성과 제고 기능

긍정적 역할론		부정적 역할론	
내 용	관련학자	내 용	관련학자
사내이사 비율과 사외이사 비율이 높은 경우 각각 높은 기업성과	Wagner et. al.(1998)	사외이사비율과 기업성과의 비관련성	Schmidt(1977), Dalton et. al.(1998)
Greenmail의 경우 주주 이해관계 보호	Drieghe(1986)	사내이사 비율이 높은 경우 우수한 사회적 성과	Moltz(1987)

위에서 언급한 증거들은 사외이사가 그 자체로서 덜 효과적이라는 사실을 암시하는 것이라고 해석될 필요는 없다. 사내이사와 관련된 혁신을 주도하는 사람들의 관심사 역시 매우 중요하고 가치있는 것들이다. 위에서 제시한 많은 증거들이 의미하는 것은 단순히 사외

Composition, Leadership Structure and Financial Performance," *Strategic Management Journal*, 19, 1998, pp. 269-290.

17) Wagner, J. A., Stimpert, J. L. and Fubara, E. I., "Board Composition and Organizational Performance: Two Studies of Insider/Outsider Effects," *Journal of Management Studies*, 35(5), 1998, pp. 655-677.

18) Rosenstein, S. and Wyatt, J. G., "Outside Directors, Board Independence and Shareholder Wealth," *Journal of Financial Economics*, 26, 1990, pp. 175-191.

19) Molz, Rick, "The Theory of Pluralism in Corporate Governance: A Conceptual Framework and Empirical Test," *Academy of Management Best Paper Proceeding*, 1987, pp. 349-353.

20) Greenmail(그린메일): 적대적 인수 등으로 경영자를 위협하는 주주의 주식을 프리미엄을 붙여 되사는 행위를 말함.

이사를 추가시킨다고 해서 그 자체가 이사회에의 효과성을 더욱 강화시켜 주지는 않는다는 것이다. 그러나 이 증거들은 만약 기업들이 단순히 사외이사이기 때문에 이들을 추가시킬 수 밖에 없다면 이사회는 덜 효과적인 것으로 될 것이라는 사실을 암시하고 있다.

(3) 사외이사의 기업활동 활성화 기능

기업의 진정한 경영실적이 개선되도록 유도할 수 있는 훌륭한 기업지배구조를 만들기 위해서는 경영자의 경영행위를 감시하고 주주에 대한 경영자의 책임성을 강조하는 것도 중요하지만 경영자로 하여금 기업의 장기적인 부를 증가시키고 나아가서 기업가치를 증대시키도록 할 수 있는 활동을 활발하게 진행할 동기를 부여할 수 있는 메카니즘도 필요하다.

기업지배구조가 이와같은 기업활동에 미치는 영향에 대해서도 학술적으로 많은 논란이 있어 왔다. Baysinger and Zardkoohi(1986)는 연구개발 지출이 사내이사의 상대적인 권력 및 영향력과 正의 상관관계가 있다는 것을 발견하였다²¹⁾. 그리고, Basinger and Bütler(1985)의 주장에 의하면 사외이사가 다수를 차지하는 이사회는 그들의 의사결정 및 충고역할 보다는 감독 역할을 지나치게 강조함으로써 주주들에게 오히려 손해를 입힐 수 있다고 한다²²⁾. Baysinger and Hoskisson(1990)의 주장에 의하면 사외이사가 기업의 모험정신을 해칠 수 있다고 한다²³⁾. 사외이사들은 기업의 보다 장기적인 전략적 성과를 평가하는데 필요한 구체적인 기업특유의 정보를 얻기가 어렵기 때문에 영업활동의 재무적 평가에 주로 의존할 수 있다고 한다.

미국의 많은 연구자들은 일반적으로 사외이사의 비중이 높을수록 기업의 사업수행활동에 부(-)의 영향을 미친다고 한다. Hill and Snell(1988)은 개인기업 차원에서 사내이사의 비율과 R&D 집중도 사이에 正(+)의 관계가 있음을 발견하였다. 이와 비슷하게 Zahra(1996)는 사외이사의 비율과 기업의 사업수행활동 지표 예를들면 혁신, 모험사업, 구조조정 등의 지표들과 부(-)의 관계를 발견하였다. 그러나 Jensen(1993)은 R&D 집중도 그 자체 보다는 연구개발로부터 얻어진 수익이 보다 적절한 지표가 될 수 있다고 한다. 왜냐하면 효과적인 사외이사는 비생산적인 R&D활동에 과잉투자하는 것을 견제할 것이기 때문이라고 한다.

Hoskisson et al.(1995)의 주장에 의하면 사외이사들은 예를들면 새로운 시장으로의 진입을 위한 기업인수 등과 같은 외부수단을 이용한 확장을 선호한다고 한다. 왜냐하면 이러한 것이 재무적 기준을 이용한 평가 보다 더욱 적절하다고 생각하기 때문이다. 사내이사들은 내부적인 혁신활동을 더욱 선호하는 경향이 있는데 그 이유는 비록 내부혁신이 보다 위험하고 재무적 관점에서 평가하기가 더 어렵다고 하더라도 사내이사들은 내부혁신이 가져올 수 있는 잠재적인 결과들을 전략적으로 잘 알고 있기 때문에 그러한 혁신을 외부혁신 보다 덜 불확실한 것으로 생각하기 때문이다²⁴⁾. 많은 실증연구들²⁵⁾이 인수전략의 결과가 별

21) Baysinger, Barry D., Zardkoohi, A., "Technology, Residual Claimants, and Corporate Control," *Journal of Law, Economics, and Organization*, 1986, v2n2, pp. 339-349.

22) Baysinger, Barry D. and Henry N. Butler, "Corporate Governance and the Board of Directors: Performance Effects of Changes in Board Composition," *Journal of Law, Economics and Organisation*, 1, 1985, pp. 101-124.

23) Baysinger, Barry D. and Hoskisson, R., "The Composition of Boards of Directors and Strategic Control: Effects on Corporate Strategy," *Academy of Management Review*, 15, 1990, pp. 72-87.

24) Hoskisson, R., Hitt, M., Johnson, R., and Grossman, W., "The Effects of International Governance and Ownership Control on Corporate Entrepreneurship," University of Texas A&M, Working Paper,

신통치 않다고 보고하고 있는 것을 볼 때, 사외이사들의 감시역할에 초점을 맞춘 기업지배 구조 방향을 설정할 때 사외이사들은 이러한 성과가 좋지 못할 수도 있는 발전전략을 선호한다는 것을 심각하게 고려할 필요가 있다.

<표 4-3> 사외이사의 기업활성화 기능

긍정적 역할론		부정적 역할론	
내 용	관련학자	내 용	관련학자
R&D 활동의 생산성 제고에 기여	Jensen(1993)	사내이사의 과위가 높을수록 활발한 연구개발 활동	Hill and Snell(1988), Baysinger and Zardkoochi(1986)
		사외이사가 다수인 경우 충고역할 보다는 감독역할	Baysinger and Butler(1985)
		사외이사가 기업의 모험정신을 해침	Zahra(1996), Baysinger and Hoskisson(1990)
		사외이사는 내부혁신 보다 외부혁신 선호	Hoskisson et. al.(1995)

4.2 이사회 의 크기

적절한 이사회 의 규모에 대해서도 많은 연구자들이 검토해 오고 있는데, 대부분의 연구자들이 발견한 바에 의하면 대기업일수록 많은 이사진을 보유하고 있는 것으로 나타났다. 그 이유는 첫째, 큰 기업은 외부환경과 접촉을 유지해야 할 관계가 많기 때문에 보다 큰 조직이 필요하다는 점과 둘째, 큰 기업일수록 관리적 부담이 크기 때문이라는 것이다. 기업지배에 관한 문헌들 속에는 자신이 거래 대상으로 삼고 있는 다수의 기업이사회 의 멤버로 활동하고 있는 개인들의 사례 및 일화가 대단히 많다. 기업들 또한 자신의 행동과 관련되어 있거나 영향을 받을 수 있는 여러 특수 이해관계자 집단과 연결관계를 유지하는 것이 점차 중요해지고 있다. 그러한 집단들로부터의 대표자들을 추가시킴으로써 원하지 않는 대립관계가 발생할 여지를 줄이고 의사소통을 원활화 시킬 수 있는 것이다²⁵⁾.

뿐만 아니라 오늘날 대부분의 대기업들은 매우 복잡한 조직이다. 한 때는 모든 이사회 멤버들이 기업경영의 모든 주요 측면에 대해 알고 있을 수 있었다. 그러나 오늘날은 그것이 현실적으로 불가능하다. 결과 기업들은 광범위한 기업기능을 추적하기 위하여 특별 이사회 위원회를 구성하는 경향이 높아지고 있다. 따라서 이사회 멤버들의 숫자가 각 위원회를 구성할 수 있을 정도로 많이 필요하게 되었다.

그러나 어느 정도의 숫자가 적절한가에 대한 만족스러운 연구결과는 아직 없다. Jensen(1993)은 지나치게 규모가 큰 이사회는 조정 및 과정문제가 복잡하여 의존할 수 있는 인적 자원을 많이 가지고 있음으로써 가질 수 있는 장점을 넘어서기 때문에 효과적인 기능을 발휘하기 힘들 수 있다고 하였다. Yermack(1996)은 대규모 미국기업을 표본으로 한 연구

1995.

25) 예를들면, Chiplin and Wright(1987), Hughes(1993), and O'Sullivan(1997) 등의 연구가 있음.

26) 이사회는 조직간 대리인(Boundary Spanning Agents) 즉, 2개 이상의 조직간에 상호교류가 잘 이루어 지도록 촉진하는 개인들이라고 정의하는 연구자들도 있다.

에서 기업성과와 이사회 규모 사이에 부(-)의 관계가 있음을 발견하였다²⁷⁾. Conyon and Peck(1998) 또한 상당수의 유럽 국가기업들을 대상으로 한 연구에서 일반적으로 기업성과와 이사회 규모 사이에는 부(-)의 관계가 있음을 발견하였다²⁸⁾.

그리고 몇몇 연구자들은 이사회 규모의 규모가 너무 커지게 되면 개개 이사들의 개인적인 책임을 회피하게 만들 수 있다는 사실을 발견하였다²⁹⁾. 즉, 대규모 이사회에서는 개인이 시간과 비용이 많이 들어가는 투자결정에 충분한 영향력을 행사할 수 있을 것이라고 생각하는 사람이 아무도 없을 수 있다는 것이다. Koontz와 같은 몇몇 학자들은 어떤 경우이든간에 5~13명의 이사회 규모가 적절하다고 한다. 5명 이하는 이사회 의 모든 법적 책임을 완수하는데 불충분 하며, 13명 이상은 다루기가 힘들고 모든 사람들이 적절한 참여기회를 가질수가 없다는 것이다³⁰⁾. Pfeffer(1972)는 이사회 규모는 기업이 주요한 외부 이해관계자들을 다루어야 할 필요성에 따라 달라진다고 결론 지었다. 그의 실증연구에 의하면 이사회 규모는 기업규모, 자본시장에의 접근 필요성, 그리고 그 기업이 지역에서 어떤 규제를 받고 있는지의 여부 등에 의해 부분적으로 설명될 수 있다고 하였다³¹⁾.

이와같이 지금까지의 실증적 증거에 의하면 이사회 의 적정규모가 있을 수 있다는 것을 암시한다. 너무 크거나 너무 작은 규모의 이사회를 가지고 있는 기업은 문제가 발생할 수 있다. 그러나 모든 기업에게 다 적합한 단 하나의 이사회 규모는 있을 수 없다는 것을 실증적 증거들이 역시 암시해 주고 있다는 것도 알아야 한다. 각 기업 뿐만 아니라 각 산업들 마다 필요한 이사회 규모가 서로 다를 수 있다.

4.3. 이사의 보수 및 인센티브

이사에 대한 보수가 이사들로 하여금 기업의 장기적인 성과의 개선 및 기업활동의 활성화에 기여하도록 하는 인센티브를 제공하는 역할에 대해서는 대리인 이론과 관련된 여러 문헌들에서 발견할 수 있다³²⁾. 이론적으로는 성과관련 보수계약은 주주와 이사간의 갈등을 줄이기 위해 주주들에 의해 채택되는데, 현실적으로는 그러한 계약을 형성하고 실천하는 것은 이사들 자신의 통제하에 있다. 영국의 Cadbury와 Greenbury Committee의 권고사항은 보수문제의 결정을 독립적인 사외이사로 구성된 보수위원회에 일임하도록 하는 것이다. 그러나 보수위원회 제도를 도입하는 것이 집행이사들의 보수체계를 그들에게 필요한 인센티브를 제공할 수 있도록 만들어 줄 것인가에 대한 보장은 할 수 없다. Hampel Report에서는 보수위원회에 의한 보수 조사를 함으로써 실질적인 성과의 개선도 없이 보수수준만 높혀 놓는 결과를 가져올 수도 있다고 하였다³³⁾.

27) Yermack, D., "Higher Market Valuation of Companies with a Small Board of Directors," *Journal of Financial Economics*, 40, 1996, pp. 185-211.

28) Conyon, M. J. and Peck, S., Board Size and Corporate Performance: Evidence from European Countries," *The European Journal of Finance*, 4, 1998, pp. 291-304.

29) Fiat의 창립자인 Giovanni Agnelli 같은 사람은 농담조로 대단히 적은 수의 이사 그것도 홀수의 이사만 있으면 회사를 운영할 수 있고 3사람만 되어도 너무 많다고 한다.

30) Koontz(1967), p. 121.

31) Pfeffer, Jeffrey, "Size and Composition of Corporate Boards of Directors: The Organization and Its Environment," *Administrative Science Quarterly*, v17n2, 1972, pp. 218-228.

32) 예를들면, Milgrom, P. and Roberts, J., *Economics, Organisation and Management*, London: Prentice Hall, 1992. 등을 들 수 있다.

또한 이사들에게 제공되는 성과관련 보수의 형태에 관해서도 관심이 고조되고 있다. 경영자 주식옵션(Executive share options: ESOs)이 성과와 보수 사이의 관계를 더욱 강하게 만들어 주는 수단이 될 수 있는 것 처럼 보이지만 ESO는 이미 경영자 보수의 일부분이 되다시피 표준화된 것으로써 가능한한 최대의 ESO가 자동적으로 주어지고 있는 실정이다³⁴⁾.

성과관련 보수의 역할에 관해 많은 관심이 주어지기는 했지만 지나치게 인센티브적인 역할에만 치중한 나머지 그것이 가져올 수 있는 위험요소와 관련한 관심은 무시되어 온 경향이 있다. 즉, 많은 실증연구들에서 이사에 대한 보수가 기업의 사업활동에 미칠 수 있는 영향에 대해서는 등한시 해왔다는 것이다. 그러나 Beatty and Zajac는 전체 보수체계 중에서 성과관련 보수가 차지하는 비율과 기업위험 사이에 부(-)의 상관관계가 있음을 발견하였다³⁵⁾. 뿐만아니라, 전체 보수 중 성과관련 보수의 비중이 낮은 기업일수록 대안적 감시 장치(특히 이사회 구조와 관련하여)를 더 많이 가지고 있는 것으로 나타났다. 이와같은 발견들이 의미하는 것은 성과관련 보수제도를 도입하는데 따른 부작용으로서 이사들이 위험한 행동을 하게 할 수도 있다는 점을 고려하지 않고 기업들로 하여금 성과 관련 보수의 비중을 더 높히라고 압력을 가하는 것과 같은 권고는 본질적으로 문제가 있음을 지적하는 것이라고 볼 수 있다.

4.4. 이사의 지분소유

Berle and Means(1932)는 기업의 소유주가 경영자가 아닌 경우에는 경영자가 소유주에게 최선의 이익을 가져다 주기 위해 행동하지는 않을 것이라는 경영자주의에 관한 문제를 제기하여 대중의 관심을 끌었다³⁶⁾. 이와같은 경영자주의(managerialism)에 관한 문헌들에 의해 제기된 주요문제는 경영자의 동기와 관심사는 소유주와 어떻게 어느 정도로 다르며 이것이 기업행동에 어떤 영향을 미치는가?에 있다. 이와 유사한 질문으로 이사회는 경영자주의의 문제점을 어떻게 방지할 수 있거나 최소한으로 감소시킬 수 있느냐 하는 것이다.

이사에 의한 지분 소유가 주주와 이사의 이해관계를 일치시키는 데 도움이 된다는 것은 대리인 이론과 관련된 문헌들에서 잘 정리되어 있다. Jensen and Meckling의 이해관계 접근근거설에 의하면 경영자 지분이 많을수록 그 기업의 성과는 비례적으로 개선된다고 한다. 왜냐하면 경영자들이 기업자원을 가치극대화과 관련 없는 곳으로 돌리려는 경향이 줄어들기 때문이다³⁷⁾. 반면에 Demsetz(1983), Fama and Jensen(1983) 등은 비록 경영자 지분이 매우 낮더라도 시장규율 때문에 경영자들이 가치극대화에 매진하게 된다고 하였다. Morck

33) Short, Helen, Kevin Keasey, Mike Wright and Alison Hull, "Corporate Governance: From Accountability to Enterprise, *Accounting and Business Research*, Vol. 29, No. 4, 1999, p. 341.

34) Bruce, A. and Buck, T., "Executive Reward and Corporate Governance," in Keasey, K., Thompson, S. and Wright, M.(eds.), *Corporate Governance: Economic and Financial Issues*, Oxford University Press, 1997, pp. 80-102.

35) Beatty, R. P. and Zajac, E. J., "Managerial Incentives, Monitoring and Risk Bearing: A study of Executive Compensation, Ownership and Board Structure in Initial Public Offerings," *Administrative Science Quarterly*, 39, 1994, pp. 313-335.

36) Berle, Adolf A.; and Gardiner C. Means, *The Modern Corporation and Private Property*, New York: MacMillan, 1932.

37) Jensen, M. C. and Meckling, W. H., "Theory of the Firm: Managerial Behavior: Agency Costs and Ownership Structure, *Journal of Financial Economics*, 4, 1976, pp. 305-360.

et al.(1988)의 주장에 의하면 경영자 지분 비율이 높으면 외부의 주주들이 그러한 경영자의 행동을 통제할 수가 없어지게 되는 참호가 구축된다고 하였다³⁸⁾.

이와같은 이해관계 접근효과와 참호효과를 결합하면 기업성과와 경영자 지분 사이에 비선형적 관계가 나타난다. 즉, 경영자 지분비율이 낮은 수준 에서도 그렇고 높은 수준에서도 이해관계의 일치현상이 발생하며, 중간정도의 지분비율에서 참호효과가 나타난다는 것이다. 그러나 일치효과가 나타나다가 참호효과로 전환되는 지분비율 또는 반대의 변화가 나타나는 비율에 대해서는 논란이 많다고 한다³⁹⁾.

그러나 매우 낮은 경영자 지분비율에서도 참호효과가 나타날 수 있다는 것을 암시하는 증거들도 있다. Dahya et al.(1998)의 연구에 의하면 영국의 최고경영자들은 그들의 지분 비율이 1%를 넘어서는 경우에는 경영권 통제시장의 규율로 부터 벗어나는 것으로 나타났다⁴⁰⁾.

이사의 지분 소유가 기업가 정신에 미치는 영향에 관한 실증연구의 결과는 뚜렷한 결론을 내릴 수가 없다. Wright et al.(1996)은 성장의 기회가 많은 기업의 경우에는 내부 지분 비율과 기업의 위험 사이의 관계는 처음에는 증가관계에 있다가 나중에는 내부지분 비율이 증가 될수록 위험이 감소되는 관계를 나타내는 것으로 나타난다고 하였다⁴¹⁾. Gibbs(1993)은 많은 지분을 소유하고 있는 내부자는 자기자신의 포트폴리오를 다양화시킬 목적으로 기업의 사업활동을 다양화 시키고자 하는 인센티브를 가지게 된다는 것을 발견하였다⁴²⁾. Denis et al.(1997)은 미국기업의 경우 낮은 지분비율에서는 내부지분 비율과 다각화 사이에 부(-)의 관계가 있지만, 매우 높은 내부지분 비율에서는 정(+)의 관계가 지배한다는 것을 발견하였다⁴³⁾. 반면에 Hill and Snell(1988)은 내부지분 비율과 다각화 사이에 음의 상관관계가 있음을 발견하였고⁴⁴⁾, Hoskisson et al.(1995)은 내부 지분비율과 국제적 다각화 사이에 양(+)의 상관관계가 있음을 발견하였다⁴⁵⁾. Zahra(1996)는 내부지분 비율과 기업가 정신 사이에 양(+)의 관계가 있음을 발견하였다⁴⁶⁾.

38) Morck, R., Shleifer, A. and Vishny, R. W., "Managerial Ownership and Market Valuation: An Empirical Analysis," *Journal of Financial Economics*, 20, 1988, pp. 292-315.

39) McConnel, J. J. and Servaes, H., "Equity Ownership and the Two Faces of Debt," *Journal of Financial Economics*, 39, 1995, pp. 131-157.

40) Dahya, J., Lonie, A. and Power, D., "Ownership Structure, Firm Performance and Top Executive Change: An Analysis of UK Firms," *Journal of Business Finance and Accounting*, 25, 1998, pp. 1089-1118.

41) Wright, P., Ferris, S. P., Sarin, A. and Awasthi, V., "Impact of Corporate Insider, Blockholder and Institutional Ownership on Firm Risk Taking," *Academy of Management Journal*, 39(2), 1996, pp. 441-463.

42) Gibbs, P., "Determinants of Corporate Restructuring: The Relative Impact of Corporate Governance, Takeover Threat and Free Cash Flow," *Strategic Management Journal*, 14, 1993, pp. 51-68.

43) Denis, D. J., Denis, D. K. and Sarin, A., "Agency Problems, Equity Ownership and Corporate Diversification," *Journal of Finance*, 52(1), 1997, pp. 135-160.

44) Hill and Snell(1988), Op. Cit.

45) Hoskisson et al.(1995), Op. Cit.

46) Zahra(1996), Op. Cit.

5. 요약 및 결론

5.1. 연구결과의 요약

전체적으로 볼 때 사외이사의 긍정적인 역할은 책임성의 제고 즉, 경영자 감시역할에 있고, 기업의 사업활동에는 제약적인 역할을 하며, 기업성과와는 별관계가 없는 것으로 요약될 수 있다. 그리고 규모가 큰 이사회는 기업의 성과를 좋지 않게 만드는 요인으로 볼 수 있으며, 이사에 대한 보수 및 인센티브 제도로 자주 활용되고 있는 성과관련 보수제도가 기업의 사업활동 수행에 있어서 이사들의 위험한 행동을 유발할 수 있다는 점에 유의해야 한다. 마지막으로 이사의 지분 소유는 기업성과에 대체로 긍정적 영향을 미치지만 상호효과가 나타날 수 있음을 주의해야 한다.

첫째, 이사회의 구성에 관하여 사외이사과 사내이사의 비율을 어떻게 결정할 것인가 하는 문제를 알아 보기 위하여 사외이사의 기능에 관한 이론적이고 실증적인 연구들을 다양하게 살펴 본 결과를 종합해 보면, 이상적인 이사회는 내부와 외부이사가 동시에 존재하는 경우인 것 같다. 사내이사는 그 기업에 관한 전문적이고 구체적인 지식을 활용하여 기업의 내부 혁신을 주도하고 기업의 사업활동을 활성화함으로써 기업의 성과를 높이는 역할을 담당하는 것으로 나타났다. 그리고 사외이사의 역할은 전략적 충고 및 감시라는 두가지인데, 이 두가지 역할은 서로 상반된 것이어서 동일한 개인이 두가지 모두를 성공적으로 수행할 수 있는가 하는 것이 논란의 대상이 되어 왔다. 실제로 여러 가지 실증연구 결과를 볼 때 이 두가지 역할은 동시에 충족되지 못하고 있는 듯 하다. 즉, 사외이사는 독립적인 지위를 이용하여 감시기능은 어느 정도 수행 하는 것으로 나타났지만 경영활동의 활성화 기능의 측면에서는 거의 그 역할을 수행하지 못하는 것으로 나타나고 있다. 그러나 이 경우에도 사외이사의 채용 및 보수 조건이 경영자에게 과도하게 의존하게 되면 그 독립성이 낮아질 가능성이 상당히 높다고 볼 수 있다. 따라서 양자의 장점을 모두 살리기 위해서는 사내이사과 사외이사가 공존하는 것이 좋은데 그 비율을 어떻게 할 것인가 하는 문제가 남는데, 사외이사의 비율은 기업의 복잡성 및 기술적인 성격에 따라 달라지며, 특정기업에 적합한 나름대로의 최적 사외이사 비율을 기업 자신이 선택해야 할 문제라고 보여진다. 즉, 일률적으로 정하여 모든 기업이 따를 수 있는 국제적 표준이나 모범답안은 없다고 결론 지을 수 있겠다.

둘째, 이사회의 규모에 관하여 지금까지의 실증적 증거에 의하면 이사회의 적정규모가 있을 수 있다는 것을 암시한다. 너무 크거나 너무 작은 규모의 이사회를 가지고 있는 기업은 문제가 발생할 수 있다. 그러나 모든 기업에게 다 적합한 단 하나의 이사회 규모는 있을 수 없다는 것을 실증적 증거들이 역시 암시해 주고 있다는 것도 알아야 한다. 각 기업 뿐만 아니라 각 산업들 마다 필요한 이사회 규모가 서로 다를 수 있다. Koontz와 같은 몇몇 학자들은 어떤 경우이든간에 5~13명의 이사회 규모가 적절하다고 한다. 5명 이하는 이사회의 모든 법적 책임을 완수하는데 불충분 하며, 13명 이상은 다루기가 힘들고 모든 사람들이 적절한 참여기회를 가질수가 없다는 단점이 있다고 한다. 결론적으로 이사회 규모는 기업이 주요한 외부 이해관계자들을 다루어야 할 필요성, 기업규모, 자본시장에의 접근 필요성, 그리고 그 기업이 지역에서 어떤 규제를 받고 있는지의 여부 등에 의해 결정되어야 할 문제이다.

셋째, 이사의 보수와 인센티브에 관하여 성과관련 보수 제도가 보다 직접적이고 비용 부담이 많은 감시제도에 대한 대안적 방안이기는 하지만 대리인 이론에 내재하는 가정은 그러한 보수체계가 주주들에 의해서 설계되고 실행되고 감시될 수 있다는 것이다. 보수체계의 사용을 효과적으로 감시하는데 따른 어려움을 감안한다 하더라도, 성과관련 보수 체계가 이사들로 하여금 위험한 행동을 하도록 만드는 요인이 될 수 있다는 점을 고려하지 않고 주주들로 하여금 이 제도를 보다 가시적으로 도입할 것을 주장한다는 것은 위험한 일이다.

넷째, 이사의 지분 소유와 관련하여 전반적인 미국기업의 증거에 의하면 이사의 지분 소유는 기업지배구조에 중요한 역할을 하는 것처럼 보인다. 특히, 낮은 비율의 지분 소유가 이사와 주주 사이의 이해관계를 일치시키는 데 도움이 된다는 증거는 이사 보수를 장기 주식 보유로 하려는 시도를 정당화시켜 주는 근거가 된다. 그러나 낮은 비율의 지분소유에서도 상호효과가 나타날 수 있다는 최근의 연구결과에 의하면 또다른 지배구조 메커니즘이 도입될 필요가 있음을 암시한다.

5.2. 결론 및 시사점

결론적으로 투명하고 책임있는 경영을 통해 이해관계자들로부터 신뢰를 회복하고 국내외적으로 장기자금을 안정적으로 확보함으로써 기업의 경영효율을 높이고 나아가 경쟁력을 확보하기 위한 기업지배구조 개선에 있어서 핵심이 되는 이사회 의 구조 및 규모, 이사에 대한 보수 및 지분 소유에 관하여 세계공통의 이상적인 표준은 있을 수 없다는 것이다. 즉, 이상적인 기업지배구조는 그 기업이 처한 시대적, 문화적 환경 및 그 기업이 속한 산업적, 기술적 특성에 따라 달라질 수 있다는 것이며, 결국은 이 모든 요소를 고려하여 당해 기업이 선택할 문제라는 것이다. 따라서 정부는 예를들면, 사외이사의 비율을 일률적으로 정하여 이를 강제화 하기 보다는 기업지배구조가 갖추어야 할 최소한의 기본틀만 정하여 제시하고 구체적인 사항의 선택은 당해 기업에 맡기는 것이 보다 바람직한 것으로 본다. 그리하여 향후 한국기업들의 기업지배구조 개선 노력이 어느 정도 축적된 후 한국적 현실에서는 어떠한 기업지배구조가 보다 나은 성과를 가져 왔는가를 실증적으로 검토해 보고 우리의 현실에 적합한 기업지배구조 요소들을 하나씩 발견해 가는 과정이 진행되어야 할 것이다.

參考文獻

- 강종만, 최은경, 『한국기업의 지배구조개선』, 한국증권연구원, 1998.
 기업지배구조개선위원회, “기업지배구조 모범기준”, 1999: 8.
 삼성경제연구소, 『IMF 1년과 한국경제의 변모』, 1998. 12.
 신유근, 『한국의 경영』, 박영사, 1992.
 이영기, 『글로벌 경쟁시대의 한국 기업소유지배구조』, 한국개발연구원, 1998.
 李晟鳳·李炯根, 『OECD 기업지배구조 원칙의 제정과 한국경제에 대한 시사점』, 대외경제정책연구원, OECD 연구시리즈 2, 1999. 7.

- 이흥규, 『한국형 기업지배구조』, 산업연구원, 1999. 11.
- 정광선, 『기업경쟁력과 지배구조』, 금융연구원, 1994.
- 최연혜, 『세계화 시대의 한국형 기업지배제도의 모색』, 산업연구원, 1997.
- 한국개발연구원 『기업경영의 투명성 제고 및 기업지배구조의 선진화』, 1997.
- 한국개발연구원, 『경제위기 극복과 구조조정을 위한 종합대책』, 1998.4
- 한국은행, 『최근 세계경제의 변화와 대응과제』, 조사연구자료 98-13, 1998.8.
- 한국은행, “최근의 기업지배구조에 관한 논의와 개선방향”, 한국은행 은행국, 1999. 6.
- Andersen, Otto, “On the Internationalization Process of Firms: A Critical Analysis,” *Journal of International Business Studies*, vol. 24, no. 2, 1993, pp. 209-231.
- Baysinger, Barry D., Zardkoohi, A., “Technology, Residual Claimants, and Corporate Control,” *Journal of Law, Economics, and Organization*, 1986, v2n2, pp. 339-349.
- Baysinger, Barry D. and Henry N. Butler, “Corporate Governance and the Board of Directors: Performance Effects of Changes in Board Composition,” *Journal of Law, Economics and Organisation*, 1, 1985, pp. 101-124.
- Baysinger, Barry D. and Hoskisson, R., “The Composition of Boards of Directors and Strategic Control: Effects on Corporate Strategy,” *Academy of Management Review*, 15, 1990, pp. 72-87.
- Beatty, R. P. and Zajac, E. J., “Managerial Incentives, Monitoring and Risk Bearing: A study of Executive Compensation, Ownership and Board Structure in Initial Public Offerings,” *Administrative Science Quarterly*, 39, 1994, pp. 313-335.
- Berle, Adolf A.; and Gardiner C. Means, *The Modern Corporation and Private Property*, New York: MacMillan, 1932.
- Brunner, A.D., *Determinants of the 1991-1993 Japanese Recession: Evidence from Structural Model of the Japanese Economy*, Japan- and- the- World- Economy; 8(4), 1996.12.
- Buchholz, Rogene A., *Business Environment and Public Policy*, Second Edition, New Jersey: Prentice-Hall, Inc., 1986
- Bruce, A. and Buck, T., “Executive Reward and Corporate Governance,” in Keasey, K., Thompson, S. and Wright, M.(eds.), *Corporate Governance: Economic and Financial Issues*, Oxford University Press, 1997, pp. 80-102.
- Canyon, M. J. and Peck, S., Board Size and Corporate Performance: Evidence from European Countries,” *The European Journal of Finance*, 4, 1998, pp. 291-304.
- Cavusgil, S. Tamer, “On the Internationalization Process of Firms,” *European Research*, 8(November), 1980, pp. 273-81.
- Chiplin, B. and Wright, M. *The Logic of Mergers: tyhe Market for Corportae Control in Theory and Practice*, IEA Hobart Paper 107, London: IEA, 1987.
- Cochran, Philip L. ; Wood Robert A. ; and Jones, Thomas B., “The Composition of Boards of Directors and the Incidence of Golden Parachutes,” *Academy of Management Journal*, Sep. 1985, Vol. 28, No. 3, pp. 664-671.
- Cochran, Philip L. and Steven L. Wartick, *Corporate Governance - A Review of the*

- Literature-, Financial Executives Research Foundation: New Jersey, 1988.
- Cooper, Mary H., "Corporate Takeovers," *Congressional Quarterly's Editorial Research Reports*, February 20, 1987, Vol. 1, No. 7, pp. 77-88.
- Dalton, D. R., Daily, C. M., Ellstrand, A. E. and Johnson, J. L., "Meta-Analytic Reviews of Board Composition, Leadership Structure and Financial Performance," *Strategic Management Journal*, 19, 1998, pp. 269-290.
- Dahya, J., Lonie, A. and Power, D., "Ownership Structure, Firm Performance and Top Executive Change: An Analysis of UK Firms," *Journal of Business Finance and Accounting*, 25, 1998, pp. 1089-1118.
- Dayton, Kenneth N., "Corporate Governance: The Other Side of the Coin," *Harvard Business Review*, January/February 1984, v62n1, pp. 664-671.
- Davis, E. and Kay, J., "Corporate Governance, Takeovers and the Role of the Non-Executive Director," in Bishop, M. and Kay, J. *European Mergers and Merger Policy*, Oxford: Oxford University Press, 1993.
- Demsetz, H., "The Structure of Ownership and the Theory of the firm," *Journal of Law and Economics*, 26, 1983, pp. 375-390.
- Denis, D. J., Denis, D. K. and Sarin, A., "Agency Problems, Equity Ownership and Corporate Diversification," *Journal of Finance*, 52(1), 1997, pp. 135-160.
- Drieghe, Riya, *Boards of Directors and Corporate Governance, The Case of Greenmail*, Ph. D. Dissertation, 1986, Northwestern University.
- Fama, E. F., "Agency Problems and the Theory of the Firm," *Journal of Political Economy*, 1980, 88(21): pp. 288-307.
- Fama, E. F. and Jensen, M. C., "Separation of Ownership and Control," *Journal of Law and Economics*, 26, 1983, pp. 301-325.
- Forsgren, Mats, *Managing the Internationalization Process: The Swedish Case*, London: Routledge, 1989.
- Gibbs, P., "Determinants of Corporate Restructuring: The Relative Impact of Corporate Governance, Takeover Threat and Free Cash Flow," *Strategic Management Journal*, 14, 1993, pp. 51-68.
- Hill, C. W. L. and Snell, S. A., "External Control, Corporate Strategy and Firm Performance in Research Intensive Industries," *Strategic Management Journal*, 9, 1988, pp. 579-590.
- Hoskisson, R., Hitt, M., Johnson, R., and Grossman, W., "The Effects of International Governance and Ownership Control on Corporate Entrepreneurship," University of Texas A&M, Working Paper, 1995.
- Hughes, A., "Mergers and Economic Performance in the UK: a Survey of the Empirical Evidence 1950-1990," in Bishop, M. and Kay, J. (eds.), *European Mergers and Merger Policy*, Oxford University Press, 1993, pp. 9-95.
- Ira M. Millstein, et al., *Corporate Governance: Improving Competitiveness and Access to Capital in Global Markets*, A Report to the OECD by the Business Sector Advisory Group on Corporate Governance, 1998. 4.

- Jensen, M. C., "The Modern Industrial Revolution, Exit, and the Failure of Internal Control Systems," *Journal of Finance*, 48, 1993, pp. 831-880.
- Jensen, M. C. and Meckling, W. H., "Theory of the Firm: Managerial Behavior: Agency Costs and Ownership Structure," *Journal of Financial Economics*, 4, 1976, pp. 305-360.
- Jill Jusko, "The U.S. Manufacturing Landscape," *Industry Week*; Cleveland Dec. 7, 1998.
- Kay, J. and Silbertson, A., "Corporate Governance," *National Institute Review*, 1995 August, pp. 84-97.
- Kesner, Idalene F.; Victor, B.; and Lamont, B. T., "Board Composition and Commission of Illegal Acts: An Investigation of Fortune 500 Companies," *Academy of Management Journal*, Vol. 29, 1988, pp.789-799.
- Koontz, Harold, *The Board of Directors and Effective Management*, New York: McGraw Hill, 1967.
- Korn Ferry International, *Board of Directors, Tenth Annual Survey*. 1983.
- McConnel, J. J. and Servaes, H., "Equity Ownership and the Two Faces of Debt," *Journal of Financial Economics*, 39, 1995, pp. 131-157.
- Morck, R., Shleifer, A. and Vishny, R. W., "Managerial Ownership and Market Valuation: An Empirical Analysis," *Journal of Financial Economics*, 20, 1988, pp. 292-315.
- Molz, Rick, "The Theory of Pluralism in Corporate Governance: A Conceptual Framework and Empirical Test," *Academy of Management Best Paper Proceeding*, 1987, pp. 349-353.
- Mueller, Robert K., "Changes in the Wind in Corporate Governance," *Journal of Business Strategy*, Spring 1981, Vol. 1, No. 4,
- Nader, Ralph, Mark Green and Joel Seligman, *Taming the Giant Corporation*, New York: W. W. Norton & Company, 1976.
- O'Sullivan, P., "Governance by Exit: An Analysis of the Market for Corporate Control," in Keasey, K., Wright, M. and Thompson, S.(eds.), *Corporate Governance: Economic and Financial Issues*, Oxford University Press, 1997, pp. 122-146.
- OECD, *Corporate Governance: Improving Competitiveness and Access to Capital in Global Markets*, 1998. 4.
- Pfeffer, Jeffrey, "Size and Composition of Corporate Boards of Directors: The Organization and Its Environment," *Administrative Science Quarterly*, v17n2, 1972, pp. 218-228.
- Rosenstein, S. and Wyatt, J. G., "Outside Directors, Board Independence and Shareholder Wealth," *Journal of Financial Economics*, 26, 1990, pp. 175-191.
- Schmidt, Richard, "The Board of Directors and Financial Interests," *Academy of Management Journal*, Sep. 1977, Vol. 20, No. 4, pp. 677-682.
- Short, Helen, Kevin Keasey, Mike Wright and Alison Hull, "Corporate Governance: From Accountability to Enterprise," *Accounting and Business Research*, Vol. 29, No. 4, 1999, pp. 337-352.
- Stone, Christopher, *Where the Law Ends*, New York: Harper and Row, 1975.
- Vance, Stanley C., *Corporate Leadership: Boards, Directors, and Strategy*, New York:

- cGraw-Hill, 1983.
- Wagner, J. A., Stimpert, J. L. and Fubara, E. I., "Board Composition and Organizational performance: Two Studies of Insider/Outsider Effects," *Journal of Management studies*, 35(5), 1998, pp. 655-677.
- Weisbach, M., "Outside Directors and CEO Turnover," *Journal of Financial Economics*, 20, 1988, pp. 413-460.
- Wright, P., Ferris, S. P., Sarin, A. and Awasthi, V., "Impact of Corporate Insider, Blockholder and Institutional Ownership on Firm Risk Taking," *Academy of Management Journal*, 39(2), 1996, pp. 441-463.
- Yermack, D., "Higher Market Valuation of Companies with a Small Board of Directors," *Journal of Financial Economics*, 40, 1996, pp. 185-211.
- Zahra, S., "Governance, Ownership and Corporate Entrepreneurship: the Moderating Impact of Industry Technological Opportunities," *Academy of Management Journal*, 39(6), 1996, pp. 1713-1735.