

## 기업 지배구조에 관한 국제적 논의\*

김 성 수\*\*

『 目 次 』	
I. 들어가며	III. 기업 지배구조에 관한 OECD의 논의
1. 기업 지배구조의 중요성	1. 논의 배경과 논의방향
2. 기업 지배구조에 관한 국제적 논의	2. 논의의 주요쟁점
3. 한국의 과제	IV. OECD 기업 지배구조 기본원 칙(OECD Principles on Corporate Governance)
II. 기업 지배구조의 개념 및 이론	1. 제정 배경
1. 기업 지배구조의 개념	2. 주요 내용
2. 기업 지배구조의 이론	V. 결 론
3. 기업 지배구조의 구성요인	
4. 기업 지배구조의 유형	

### I. 들어가며

#### 1. 기업 지배구조의 중요성

한국 뿐아니라 세계적으로 기업 지배구조(corporate governance structure)에 관한 논의와 제도적 개혁이 진행되고 있다. 이에는 여러 가지 이유가 있는데 그 중 주요한 것 두 가지를 들면 다음과 같다. 첫째, 국경을 초월한 기업간의 전략적 제휴 및 인수합병 등이 빈번해지고 투자활동이 국제화됨에 따라, 국가간에 상대방 국가에게 투명한 기업 지배구조와 경영방식을 요구하는 일이 잦아지고 있다. 한국과 일본 및 동남 아시아의 여러 나라의 경우에도 현재 서방 국가나 IMF와 같은 국제기구로부터 투명한 기업 지배구조를 갖출 것을 요구받고 있다. 둘째, 90년대 초반 이후 미국 경제의 활황과 상대적으로 부진한 유럽 및 일본 경제를 비교하면서 학자와 경영자들 사이에 기업 지배구조상의 차이에서 그 이유를 찾고자 하는

\* 본 연구는 서울대학교 경영대학 경영연구소의 연구비 지원을 받아 이루어 졌습니다. 연구에 도움을 준 김 성훈, 류성민 군에게 고마움을 표합니다.

\*\* 서울대학교 경영대학 경영학과 기금전임강사

움직임이 일고 있다. 미국의 기업 지배구조와 유럽 및 일본의 기업 지배구조는 상당히 다른 면모를 보이고 있는데 과연 이로 인해 기업의 성과와 경제상태가 영향을 받는가는 학자와 경영자들 뿐 아니라 정책 입안자와 국민 모두에게 매우 중요한 문제라고 할 수 있다(Shleifer and Vishny, 1997). 과연 미국식의 기업 지배구조가 더 효과적인 것인지, 만일 그렇다면 각국의 기업 지배구조는 어떻게 변화되어야 하는지는 매우 중요한 문제이다. 특히 한국의 기업 지배구조는 어떻게 변화되어야 하는지에 관한 시사점을 얻을 수 있다는 점에서 현재 전세계적으로 진행되는 기업 지배구조에 관한 논의는 그 중요성이 매우 크다고 하겠다.

본 고에서는 국제적으로 진행되는 기업 지배구조에 관한 논의 동향과 주요국의 기업 지배구조를 비교하여 살펴본 후 한국기업의 과제에 대해 논의하고자 한다.

## 2. 기업 지배구조에 관한 국제적 논의

우리나라가 가입한 OECD(Organization for Economic Cooperation and Development)와 국제 회계사연맹(IFAC)등 국제기구를 통해 기업 지배구조에 관한 원칙이나 Guideline을 제정할 필요성이 제기되고 있다. 이러한 국제적인 기업 지배구조 원칙이 제정될 경우 이는 각국의 기업 지배구조 개선방향에 크게 영향을 미치게 될 것이다. 특히 OECD는 다자간 투자협정(Multilateral Agreement of Investment)이 체결되면 국가간에 기업 지배구조의 차이로 인한 마찰이 심화될 수 있다고 보고 국제적으로 통용될 수 있는 기업 지배구조의 원칙을 세우려는 움직임을 보이고 있다(왕윤종, 이성봉, 1997).

미국과 영국은 유럽 제국과 일본에 비해 개방적인 기업 지배구조를 구축한 상태이고 상대적으로 폐쇄적인 유럽과 일본의 기업 지배구조를 투명하게 하기위해 기업 지배구조의 국제규범화를 적극 찬성하고 있다. 미국과 영국은 자국기업이 해외에 투자하는 경우 경영권 행사 등에 제약이 없도록 하기위해 OECD 원칙 또는 국제규범을 제정하고 세계 각국은 이를 준수하여 투명한 기업 지배구조를 구축해야 한다는 입장을 보이고 있다.

독일, 프랑스 등 유럽 국가들은 미국과 영국식 기업 지배구조만이 국제 기준이 되어서는 안된다는 입장을 폄고 있으며, 유럽의 문화와 역사에 맞게 그리고 자국기업의 경쟁력과 경영효율성을 제고하는 방향으로 기업 지배구조가 개선되어야 한다는 입장을 보이고 있다. 즉 각국의 문화와 경영환경이 아직도 큰 차이를 보이고 있기 때문에 현재 단계에서 기업 지배구조의 국제규범화는 시기상조라는 입장이다. 다만 EU(European Union)의 출범으로 유럽 경제가 통합되는 과정에서 유럽국가간 회사법의 통일이 가속화됨에 따라 EU 국가간 기업 지배구조에 대한 규범제정에는 긍정적인 입장을 보이고 있다.

### 3. 한국의 과제

IMF위기 이후 새롭게 한국 경제가 도약하기 위해서는 영미식 기업 지배구조가 한국의 경영환경에 더 적합한지 아니면 유럽이나 일본식 기업 지배구조가 더 적합한지에 대한 철저한 연구가 있어야 한다. 아울러 한국은 OECD 회원국으로서 기업 지배구조에 관한 국제적 논의에 적극적으로 참여하여 한국의 경영환경에 맞는 기업 지배구조가 국제규범으로 채택될 수 있도록 발언권을 행사해야 하며 차세대 기업 지배구조를 개선하고 기업경쟁력을 강화하는 계기로 삼아야 한다.

특히 국제적으로 인정되는 기업 지배구조에 관한 규범 및 경영관행(경영의 투명성 제고, 경영자의 충실의무 강화, 지배대주주의 지배권 남용방지, 채권자의 경영견제권 강화, 시장기능을 통한 경영감시 강화, M&A의 활성화 등)을 적극 도입하여 국제화시대에 걸맞는 기업 지배구조를 갖추고 경영의 선진화를 도모할 필요가 있다.

## II. 기업 지배구조의 개념 및 이론

### 1. 기업 지배구조의 개념

광의의 개념에서 기업 지배구조(corporate governance structure)는 기업과 관계를 맺고 있는 주주, 경영진, 채권자, 근로자, 소비자, 공급자 등 다양한 이해관계자간의 이해관계 및 지배권을 조정하고 규율하는 제도적 장치와 그 운영 메카니즘을 의미한다. 협의의 개념으로는 경영진에 대한 선임/해임과 보상 등을 결정하고 경영진의 의사결정을 통제하는 기업통제권(corporate control)의 구조를 의미한다.

기업 지배구조와 함께 기업을 구성하는 3대 주요 요소로는 소유구조(주주사이에 주식의 분포상황에 따라 결정됨)와 경영구조(기업의 목적을 달성하기 위한 재반 경영활동을 원활하게 수행하기 위한 조직 및 인사의 체계)를 들 수 있다. 이들의 관계를 보면 소유구조는 지배구조의 형태에 영향을 미치며 지배구조의 특성에 따라 선임된 경영진은 경영의사결정 체계인 경영구조에 영향을 미치며 경영구조의 결과라 할 수 있는 기업의 성과는 주주 및 이해관계 당사자들의 이해과 경영진의 평가/선임에 영향을 미치게 되므로 기업 지배구조는 소유구조 및 경영구조와 밀접한 관련을 맺고 있다(이영기, 1996).

## 2. 기업 지배구조의 이론

기업 지배구조에 대한 이론적 접근법은 크게 두 가지로 나누어 볼 수 있는데, 첫째는 대리인 이론(agency theory)으로서 기업 지배구조를 기업의 주인인 주주와 그 대리인인 경영진 간의 대리인 관계로 보는 관점이며 기업 지배구조에 관한 논의에서 가장 널리 받아들여지고 있는 이론이다. 둘째는 계약적 지배이론(contractual governance theory)으로서 기업 지배구조를 기업을 둘러싼 여러 이해 당사자들이 각각의 이익을 최대화하고 계약비용을 최소화하기 위한 계약관계로 보는 관점이다. 본 고에서는 이들을 차례로 살펴본다.

### 1) 대리인 이론

먼저 대리인 이론에서는 기업에 자본을 조달한 주주를 주인(principal)으로 그리고 주주의 위임을 받아 전문적인 경영서비스를 제공하는 전문경영인을 대리인(agent)으로 본다. 기업의 창업단계에서는 지배주주(controlling shareholder)의 지분이 크므로 경영자에 대한 통제력을 유지할 수 있지만 기업이 성장단계를 거치면서 대규모의 자금 모집을 필요로 하게 된다. 이 과정에서 주식발행을 통해 자기자본을 조달하게 되면 창업단계의 지배주주의 지분율이 낮아지게 되며 이러한 자기자본 조달을 여러 차례 시행하고 나면 주식의 광범위한 분산소유로 인해 지배주주가 사라지게 되면서 자연스럽게 소유와 경영이 분리되게 된다(Berle and Means, 1932). 이러한 현상은 주식시장이 발달한 미국에서 기업의 성장과정에서 두드러지게 나타났으며 지배주주의 지분을 감소로 경영진에 대한 지배권도 미미해져 왔다.

결국 소유와 경영이 분리되어 경영진이 경영통제권을 거의 전적으로 장악하게 되는 기업 지배형태인 경영자 지배(management control) 상태에 접어들게 된다. 그러나 한국 기업의 경우 기업 성장 과정에서 대주주가 경영통제권을 상실하지 않기 위해 또 주식시장의 미 발달로 인해 자기자본 조달보다는 타인자본 즉 부채에 의한 자금조달에 의존하는 것이 대부분이었으며 따라서 주로 창업자인 대주주가 경영통제권을 유지할 수 있었다. 이러한 기업 지배형태를 소유자 지배(owner control)라고 한다.

경영자 지배하에서는 주주들의 경영통제권이 미약하므로 경영진은 주주의 이익보다 자신의 이익과 선호를 더 중시하게 된다. 특히 Masulis(1988)는 경영자와 주주의 이해상충 문제가 다음과 같은 4가지 형태로 나타날 수 있다고 하였다. 첫째, 경영자는 자신의 노력에 비해 많은 보상과 혜택을 얻고자 한다. 둘째, 경영자는 자신의 위치를 유지하기 위해 경영통제권을 잃지 않으려는 노력을 기울인다. 셋째, 경영자는 기업도산으로 인해 자신이 실업하게 될 가

능성을 줄이기 위해 가능한 투자위험이 낮은 사업을 선호한다. 넷째, 경영자는 주주보다 단기적인 시각을 갖고 있으므로 장기적으로 수익률이 높은 사업보다 단기적으로 수익이 높은 사업을 선호한다.

경영자는 실질적인 경영통제권을 가지고 있으면서 기업경영에 대한 정보를 주주보다 더 많이 가지고 있으며 이러한 정보 비대칭(information asymmetry)의 정도가 심할수록 경영자의 도덕적 해이(moral hazard) 가능성은 높아진다. 이러한 문제를 해결하기 위해 주주는 경영진의 행동을 감시(monitoring)하거나 구속(bonding)하기 위한 제도적 장치를 모색하게 된다. 그러나 이에는 여러 가지 감시비용(monitoring costs)이 발생한다. 이와 같은 제비용과 손실을 주주와 경영진의 대리인 관계에서 나타나는 대리인 비용(agency costs)이라고 한다(Jensen and Meckling, 1976).

이러한 대리인 문제를 해결하기 위해서 기업 지배구조상의 제도적 장치에 대한 논의와 연구가 진행되고 있다. 즉, 기업 인수시장, 경영자 보상제도, 이사회 제도 등을 통해 경영자에게 주주를 위한 경영을 하도록 인센티브를 주며 동시에 감독기능을 활용하는 것이다(Resenstein and Wyatt, 1990). 이에 대해서는 다음 장에서 자세히 논의한다.

## 2) 계약적 지배이론

기업 지배구조에 관한 논의는 주로 주주와 경영진간의 대리인 관계 속에서 진행되어 왔다. 법률적으로 보면 기업의 중요한 의사결정 기구인 주주총회에서 의결권을 갖고 있는 집단은 주주들이다. 그러나 기업을 둘러싼 이해관계 당사자는 주주와 경영자뿐 아니라 종업원, 채권자, 소비자, 공급업자, 지역사회 및 정부 등이 있다. 물론 사유재산권의 존중이라는 면에서 주주는 기업의 소유자라고 인정되지만 현대 사회에서는 주식의 분산소유로 인해 개별 주주의 지분율이 극히 낮은 수준에 불과하며 따라서 주주가 기업경영을 유심히 감시할 인센티브나 감시할 만한 정보나 능력도 적다. 또한 대다수의 주주는 기업의 주가에 따라 주식을 사고 팔기 때문에 주주와 경영진의 관계는 실질적으로 거의 존재하지 않는 것이 현실이다. 오히려 기업과 밀접한 관계를 맺고 있는 종업원, 채권자, 지역사회 등이 기업경영을 감시할 만한 능력과 정보 및 인센티브가 많은 경우가 허다하다(이영기, 1996).

이처럼 계약적 지배이론(contractual governance theory)에서는 기업 지배구조에 영향권을 행사할 수 있는 당사자를 결정하기 위해 누가 기업위험을 부담하는가 그리고 누가 기업 이익에 대해 참여청구권을 갖는가 하는 점을 중요하게 고려한다(Gilson and Roe, 1993). 참여청구권 소유여부가 중요한 이유는 이를 소유한 당사자는 기업이 제대로 경영되는가에 대

해 감시할 인센티브를 갖기 때문이다.

먼저 종업원의 경우 특정 기업에서 근무하면서 그 기업에서만 유용한 교육훈련을 받고 업무성과를 높이기 위해 여러모로 노력하는 과정에서 특정 기업에 고유한 투자(firm-specific investment)를 한다. 또한 기업의 경영상태에 따라 급여 삭감을 감수하고 심지어 기업 도산 시는 직장을 잃으므로 생계유지에 결정적인 타격을 입기도 한다. 이처럼 종업원은 기업의 경영위험(business risk)의 상당부분을 지고 있으므로 이들도 제한적인 범위 내에서 주주처럼 기업의 경영성과에 대한 잔여청구권(residual claims)을 가질 자격이 있다고 할 수 있다. 아울러 종업원이나 노동조합은 기업이 제대로 경영되는가에 대해 감시할 인센티브를 갖고 있다고 할 수 있다.

채권자의 경우 부채비율이 높아 부도 가능성성이 높은 기업에 대해서 경영개선을 통해 기업의 상태를 호전 시키고 채권자의 잔여청구권의 가치를 높이려는 인센티브가 무척 크게 된다. 이러한 경우에는 채권자도 기업지배권을 주장할 수 있는 논리적 근거를 갖게 되는 것이다.

문제는 이처럼 기업을 둘러싼 다양한 이해관계 당사자간에 발생할 수 있는 이해상충의 가능성이다. 이 문제를 해결하기 위해 이들간의 구체적인 계약을 할 수 있으나 변화하는 경영환경 속의 수 많은 사안에 대해 장기간에 걸쳐 유지될 수 있는 계약을 맺는다는 것은 사실상 불가능하다. 따라서 다양한 이해 당사자간의 안정적인 관계형성을 통해 각각의 기업고유투자에 대한 가치를 극대화하고 계약비용을 최소화 시키는 것이 현실적인 해결방안이다(이영기, 1996).

독일이나 일본에서는 이해관계 당사자들의 이해를 조정하기 하기위해 법적 계약보다는 기업간의 안정적인 관계를 통해 즉 조직에 의한 기업지배(organizational control)를 통해 기업 지배구조를 둘러싼 문제를 해결하고 있다. 이에 대해서는 다음 장에서 살펴보겠다.

### 3. 기업 지배구조의 구성요인

기업 지배구조는 외부 지배구조, 내부 지배구조, 법 제도, 경영환경 및 문화의 4가지로 구분해 볼 수 있다.

외부 지배구조는 기업 지배권 시장, 기관투자자, 최고경영자의 노동시장 등을 통해 구성된다. 먼저 기업 지배권 시장은 경영성과가 나쁜 기업이 타 기업에 의해 인수되거나 불만을 가진 주주에 의한 위임장 경쟁(proxy contest)이 벌어질 수 있도록 하므로 효과적인 통제기능을 발휘한다. 기관투자자는 대규모의 주식보유를 통해 경영진에게 실질적인 통제권을 행사할 수 있는 위치를 점할 수 있으며 이를 통해 경영진에게 주주의 장기적인 이익을 위한 경영활

동을 펴도록 유도하는 기능을 수행한다. 마지막으로 최고경영자 노동시장은 경영자의 경영능력을 평가하고 노동시장에 정보를 유포함으로써 경영자가 경영성과를 향상시키도록 유도하는 기능을 수행한다.

내부 지배구조는 〈표 II-1〉에 나타난 바와 같이 기업 내부의 기관과 종업원으로 구성된다. 이사회는 주주를 대신하여 제반 경영활동을 감독하고 경영진의 선임, 해임, 보수를 결정함으로써 경영통제 기능을 수행한다. 주주총회는 주주에게 부여된 제반 권리를 행사하는 장으로서 경영진을 감독, 평가하는 기능을 한다. 감사회는 경영활동에 대한 사후적인 감독권을 행사하며 경영자 보상제도는 경영자의 보수를 주주 및 이해관계자가 원하는 목표와 연계 시킴으로써 경영자의 경영활동을 통제하는 기능을 한다. 종업원 및 노조는 기업의 위험을 상당부분 부담하는 계층으로써 종업원지주제, 노동협약, 경영비리 고발(whistle-blowing)등의 방식으로 기업 내부지배구조에 참여한다.

〈표 II-1〉 기업 지배구조의 구성요인

구 분	통제장치	내 용
외부지배 구조	기업지배권시장	소유구조의 변동을 통한 기존경영진의 교체
	기관투자가	관계투자
	최고경영자(CEO) 시장	전문경영인의 평가에 따른 수요-공급
내부지배 구조	이사회	경영이사회, 감독이사회
	주주총회	주주의 권리행사
	감사회	사후적 경영성과 감사
	경영자 보상제도	스톡옵션, 인센티브
	종업원/노조	종업원지주제, 노동협약, Whistle-blowing
법제도	회사법(상법)	회사의 구조결정
	증권거래법	상장회사의 소유구조에 영향
	공정거래법(경영정책)	M&A시장 형성에 영향
관습 및기업문화	소유구조	주식의 소유분산 정도(가족경영)
	재무구조	기업의 자금조달방식(주식시장의 발달 정도)
	문화적 전통	적대적 M&A에 대한 긍정/부정적 인식
	기업윤리	기업의 사회적 책임의 범위 및 정도

출처: 왕윤종, 이성봉(1997) 「기업 지배구조에 관한 OECD 논의와 한국경제에의 시사점」 대외경제정책연구원. 일부 수정 및 보완.

기업 지배구조에 영향을 미치는 법 제도는 회사법, 증권거래법, 공정거래법 등의 제반 법규와 판례가 있다. 회사법은 기업의 구조에 관한 법률적인 지침을 내려주며 증권거래법은 상장회사의 구조에 관한 상세한 지침을 제공한다. 공정거래법은 기업 인수합병 시장의 운영에 관한 법률적 지침을 제공한다.

끝으로 기업 지배구조에 영향을 미치는 요인은 관습 및 기업문화가 있다. 먼저 주식의 분산정도를 나타내는 소유구조는 기업 지배구조에 직접적인 영향을 미치는 요소이며 소유구조관행(소유구조의 역사와 현재상태)은 특정 국가에서 어떠한 소유구조가 용인되어 왔으며 앞으로 어떤 소유구조가 가능하리라는 예측을 가능하게 한다는 점에서 기업 지배구조에 크게 영향을 미치는 요소로 작용한다. 사회적으로 허용되어온 재무구조 관행과 주식시장의 발달정도도 기업 지배구조에 영향을 미친다. 기업의 인수합병에 대한 인식과 기업의 사회적 책임에 관한 인식도 기업 지배구조의 변화에 영향을 미치는 주요 요소이다.

#### 4. 기업 지배구조의 유형

기업 지배구조는 크게 영미식의 개방형과 독일, 일본식의 폐쇄형으로 나누어 진다. 개방형 구조를 주주 자본주의(sharesholder capitalism)로, 폐쇄형 구조를 이해관계자 자본주의(stakeholder capitalism)라고 부르기도 한다.

〈표 II-2〉 기업 지배구조의 유형

	개 방 형	폐 쇄 형
개념	철저한 정보공개, 공정한 감시기능 확립을 통해 다수의 소액주주 이익이 철저히 보장됨	기업과 직접적인 이해관계를 맺고 있는 대주주, 주요 채권자 및 거래처, 기관투자가 등 소수의 이익이 중요함
특징	자유로운 기업경영권 거래시장의 형성	기업의 신규진입 및 퇴출관련 규제가 많고 기업경영권 거래시장 미 발달
이념	주주의 권리를 최대한 보장	기업은 관계투자자의 공동체로 인식
국가	미국, 영국 등 영미계 국가	독일, 일본 등 대륙계 국가
수단	M&A시장 등 외부적 통제와 이사회를 중심으로 한 내부통제	기업간의 조직에 의한 통제

출처: 왕윤종, 이성봉(1997) 「기업 지배구조에 관한 OECD 논의와 한국경제에의 시사점」 대외경제정책연구원. 일부 수정 및 보완.

### 1) 미국의 기업 지배구조

#### (1) 지배구조의 특성

현재 미국의 대다수 기업은 주식의 분산소유가 광범위하게 이루어져 기업 경영에 대한 실질적인 통제권을 주주가 아니라 경영자가 갖고 있다. 이러한 미국식 지배구조 현상을 경영자 지배(management control)라고 지칭한다.

문제는 경영자가 경영권을 갖게 될 때 주주의 이익과 상충되는 의사결정을 내릴 수 있기 때문에 미국에서는 대리인 이론에 입각한 지배구조 논의와 연구가 활발히 이루어져 왔다. 아래에서 논의하는 외부 지배구조 및 내부 지배구조는 미국적인 경영 상황하에서 주주와 경영자간의 대리인 문제를 해결하려는 제도적 장치라 할 수 있다.

#### (2) 외부 지배구조

미국의 기업 경영자에 대한 가장 큰 압력 중 하나는 매우 경쟁적인 시장환경이다. 세계의 많은 기업이 미국시장에서 각축을 벌이기 때문에 제품시장, 서비스 시장에서의 경쟁에 승리하기 위해서 경영자는 주주의 감독이 없어도 기업을 효율적으로 경영해야 하는 압력을 크게 받게 된다. 이는 효과적인 외부 지배구조의 역할을 수행하나 효율적인 경영으로 인해 생겨나는 경영성과를 어떻게 분배할 것인가 하는 문제에 대해서는 경쟁적 시장환경이 그다지 효과적인 기능을 발휘하지 못한다.

미국에서는 또한 기업을 사고 파는 기업 인수시장(take-over market)이 활성화되어 있어 경영자에 대한 통제가 수행된다. 즉 경영자가 기업을 효과적으로 경영하지 못할 때 이 기업을 인수하여 새로운 경영진을 선임한 후 경영성과를 향상시켜 주가를 높임으로서 이득을 챙기려는 기업이 존재하기 때문에 경영자는 기업경영을 잘 하려는 인센티브를 갖게 된다. 미국의 경우 기업 인수시장이 원활히 기능할 뿐 아니라 기업의 인수합병에 대해 사회적으로도 매우 허용적이기 때문에 기업 인수시장은 효과적인 외부 지배구조를 구성한다. 그러나 기업 인수가 시도될 때마다 피인수 기업은 이를 뿌리치기 위해, 인수기업은 피인수 기업의 저항을 무너뜨리기 위해 매우 큰 비용을 지불하면서 대결하는 경우도 많기 때문에 기업 인수시장의 공과에 대한 논란은 아직도 남아있다.

기관투자가도 미국에서 기업외부의 지배구조를 구성하는 주요한 그룹이다. 과거에는 주식 보유가 개인투자가 중심이었으나 90년대 후반에 이르러 기관투자가 그룹이 미국에서 거래되는 전체 주식의 절반정도를 점유하게 되면서 기관투자가들의 영향력이 크게 증가하였다. 특히 과거에는 “침묵의 동반자(silent partner)”라는 별칭을 얻을 정도로 기관투자가 그룹이 경영진에 대해 통제권을 거의 행사하지 않았으나 80년대 이후 기업의 경영성과에 대해 경영

진의 책임을 묻고 기업의 내부 지배구조(특히 투명한 회계관행과 이사회 운영 등)와 관련한 개혁을 요구하는 강력한 그룹으로 활동하고 있다.

기관투자는 쉽게 주식을 사고 파는 개인투자자들과는 달리 상당기간 해당 기업의 주식을 보유하기 때문에 경영자에게는 단지 주주로서 감독기능 만을 수행하는 것이 아니라 안정적인 자금을 공급하고 기업에게 필요한 정보를 제공하며 경영전략의 수립단계에서부터 의미있는 참여를 할 수 있다는 점에서 기업과 기관투자가의 상호이익을 증진시키는 관계투자(relational investment)를 하고 있다.

### (3) 내부 지배구조

미국 기업의 내부 지배구조에서 가장 핵심적인 위치를 차지하는 것은 바로 이사회이다. 이 사회의 주요 기능은 주주를 대신하여 경영자의 기업경영을 감독하고 경영자의 능력을 평가하여 보상하고 선임/해임하는 것이다.

주식의 분산소유로 실질적으로 경영자 지배상태인 미국 기업에서 이사회가 경영자의 영향을 받지 않고 독립적인 의사결정을 할 수 있게 하기 위하여 이사회 내에 사외이사(outsider director)의 비중이 점차적으로 증대되어 왔다. Monks & Minow(1995)에 의하면 1993년 현재 미국 100대 기업의 50%에서 이사회의 구성원이 13명 이하이며 그 중 사외이사 수가 평균 10명이었다. 또 대기업의 24%는 최고경영자(CEO: Chief Executive Officer)와 이사회 회장(Chairman)직이 분리되어 있다. 영국은 사외이사의 비율이 42%로서 미국보다 낮지만 최고경영자와 회장직이 분리된 경우가 67%이어서 이사회가 경영진을 독립적인 입장에서 감독할 수 있는 구조를 가지고 있다.

미국의 이사회는 높은 사외이사의 비중으로 경영진에 대한 효과적인 통제기능을 수행할 수 있는 조건을 갖추었지만 사외이사의 선임과정에서 대부분의 경우 경영진이 추천한 사람이 선임되는 것이 관행이기 때문에 실질적으로 사외이사가 경영진으로부터 독립된 감독기능을 수행할 수 있는가에 대해서는 많은 의문이 남아있다. 또 A기업의 경영자가 B기업의 사외이사로 위촉되고 B기업의 경영자가 A기업의 사외이사로 위촉되어 서로의 사외이사가 되는 경우를 “interlocking directorate”이라고 하는데 이때 과연 사외이사로서 공정한 감독기능을 수행할 수 있을 것인가에 관하여 의문에 제기되고 있다.

이처럼 사외이사제도는 그 근본취지가 좋음에도 불구하고 현실적으로 실행되는 과정에서 발생하는 문제점들로 인해 미국에서는 이사회제도의 개선에 관한 많은 논의가 진행되고 있다.

이사회와 더불어 주요한 내부 지배구조를 구성하는 제도는 경영자 보상제도이다. 이는 경영자 지배상황인 미국기업에서 대리인인 경영자가 주인인 주주의 권익을 위해 기업을 경영하

도록 하기위해 경영자의 보수를 주로 주가에 연계 시키는 보상정책이다. 즉 경영자가 경영성과를 향상시켜 주가를 높일 때에 보수를 많이 받게 하는 것이다.

경영진의 보상은 기본급, 단기성과급, 장기성과급, 복지혜택의 4가지로 크게 구별되는데 주가와 관계된 성과급은 장기성과급에 해당하며 주로 주식매입 선택권(stock option)으로 주어진다. 단기성과급은 매년 결산 후 매출액 상승이나 수익율 증가 등과 급여를 연계 시키는 보상제도이며 기본급은 경영성과와 상관없이 고정적으로 지급되는 부분이다. 미국 기업은 대리인 문제를 해결하기 위한 방안으로 경영자의 급여 중 장기성과급의 비중을 계속해서 증대시켜 미국 대기업의 1998년 경영자급여액 중 장기성과급의 비중은 49%정도 까지 상승하였다. 단기성과급은 전체 급여액의 22%를 차지하고 있으며 고정급인 기본급의 비중은 10년 전의 36%에서 22%로 낮아져 있다. 나머지 7%는 복지혜택이 차지하고 있다(Hewitt Associates 조사).

종업원 그룹은 미국 기업의 내부 지배구조에서 그다지 큰 비중을 차지하고 있지 못하다. 종업원 지주체를 통해 종업원도 경영자처럼 주가를 상승시키려는 인센티브를 갖지만 종업원 지주체가 보급된 기업은 전체의 5-6%며 경영자와 달리 종업원이 가진 주식의 양이 적어 의미있는 인센티브 효과를 내는지는 의문스럽다고 할 수 있다.

미국에서는 노동조합의 기능이 유럽제국에 비해 무척 낮은 편이다. 전체 노동자중 노조에 가입되어 있는 노동자의 비율은 12% 정도에 불과하며 employment-at-will 원칙에 따라 경영자가 자유로이 정리해고를 할 수 있기 때문에 유럽에 비해 종업원이 기업 경영의 파트너나 내부 지배구조의 기능을 수행하는 정도가 무척 낮다.

## 2) 일본의 기업 지배구조

### (1) 지배구조의 특성

일본의 기업들은 2차 대전 전 소유자 및 소유자 가족 중심의 기업 집단인 계열이 해체된 뒤 전문 경영자 중심의 계열(Keiretsu)이라는 네트워크 형태로 재구성되어 있다. 따라서 기업 지배구조를 구성하는 주요 요소 중 하나인 소유구조면에서 미국과 달리 일본 기업의 주식은 같은 계열에 속한 기업들에 의해 대량소유되고 있다. 특히 은행이나 보험회사 등 같은 계열내의 금융회사가 계열기업의 주식을 대량소유하며, 공급자이자 고객인 관련 계열기업 간에 주식의 상호보유가 널리 퍼져있다.

이로 인해 일본의 경영자는 계열 기업들의 사장들의 모임인 월례 사장회를 통해 다양한 이해관계자의 이해조정을 위해 노력하며, 특히 주주이며 채권자인 동시에 고객이기도 한 계열

기업들의 의견이 사장회를 통해 경영에 반영된다. 이러한 월례 사장회는 독일의 감독위원회와 유사한 기능을 수행한다. 이들 주주는 단기적인 주가 상승보다는 장기적인 주식보유자로서 기업에 대하여 안정적인 자금을 공급하며 동시에 경영자의 의사결정 과정을 감독하는 기능을 한다.

### (2) 외부 지배구조

일본의 외부 지배구조에서 중요한 구성 요소는 주거래 은행이다. 특정 기업의 주거래은행은 주로 같은 계열에 속한 은행이 되며 주거래은행은 기업의 최대 채권자이며 대주주인 경우가 대부분이다. 따라서 주거래은행은 기업의 내부정보를 쉽게 접할 수 있으며 기업의 경영에 대한 조언과 감독기능을 수행한다.

주거래은행 제도는 외부 지배구조로서 순기능을 하기도 하지만 은행과 거래하는 계열기업이 부실한 경우에도 같은 계열이라는 이유로 계속 금융지원을 함으로써 자원을 비효율적으로 배분하거나 기업의 부실을 심화시키는 경우도 발생한다.

일본의 경우 미국과 달리 기업 인수시장이나 기관투자가의 역할이 아직은 약한 편이다. 그리고 최고 경영자의 선임이 계열 내에서 주로 이루어지기 때문에 외부 노동시장의 역할도 미약한 편이다. 그러나 90년대에 계속되는 경제불황 과정에서 일본 기업의 경쟁력을 향상시키기 위해 미국식 외부 지배구조를 도입해야 한다는 논의가 일고 있다.

### (3) 내부 지배구조

미국 기업에서는 이사회가 내부 지배구조의 가장 중요한 요소라고 할 수 있으나 일본에서는 최고 경영자가 지명한 이사가 주주총회에서 추인 되는 것이 상례화되어 있기 때문에 이사회의 기능이 상대적으로 미약하다. 또 이사회의 구성원이 대부분 사내에서 충원되며 사외이사의 비중이 미국보다 훨씬 낮다.

그러나 계열 기업간에 임원 평가를 통해 임원을 승진시키고 및 교류하는 관행을 통해 경영자에 대한 감독과 통제가 계열 차원에서 이루어지고 있다. 이러한 내부 지배구조와 주거래은행 제도 및 주식 상호보유를 통해 계열 기업 집단은 주주만을 위한 경영을 하는 것이 아니라 주주, 경영자, 종업원, 은행 및 계열사의 이해관계를 조정하고 사장회를 통해 이들의 의견이 반영되도록 하는 장치를 갖추고 있다.

## 3) 독일의 기업 지배구조

### (1) 외부 지배구조

독일 기업 지배구조의 특색은 은행이 큰 영향력을 행사한다는 것이다. 은행을 비롯한 금융

기관이 보유하는 주식은 독일 상장회사 주식의 10% 정도이지만 주요 대기업의 경우 3대 은행이 30-40%의 주식을 보유하고 있다. 예를 들어 벤츠사의 경우 전체 지분의 35%가 3대 은행에 의해 소유되어 있다.

이처럼 은행은 대주주로서 또 채권자로서 기업에 영향력을 행사하는데 영향력을 행사하는 수단은 크게 두 가지로 다음과 같다(Baums & Grusson, 1993). 첫째, 보유 주식의 의결권 행사이다. 은행은 기업주식을 대량 소유하므로 이에 대한 의결권이 있으며 일반 주주들도 주식을 은행에 위탁관리하면서 의결권도 함께 맡기는 것이 상례화 되어 있다. 따라서 독일의 은행은 의결권행사를 통해 기업에 큰 영향력을 행사한다. 둘째는 감독이사회에 은행 임원을 파견하여 영향력을 행사하는 경우이다. 감독이사회는 경영진의 선임과 경영정책을 결정하는 기능을 수행하는 중추적인 기관인데 은행은 주주 및 채권자의 자격으로 자사의 임원을 감독이사회에 파견하여 기업경영을 감독 통제할 수 있다. 현재 독일 100대 기업 중 98개 기업에 6대 은행 임원이 감독이사회에 파견되어 있다.

독일은 미국과 달리 기업 인수시장이 활성화되어 있지 않아 인수시장이 외부 지배구조로서 기능하는 정도는 미약하다.

## (2) 내부 지배구조

독일의 내부 지배구조에서 가장 중요한 위치를 차지하는 기관은 이사회이다. 독일 기업의 이사회는 경영이사회와 감독이사회로 구성되어 있는데 경영이사회는 실제 경영을 담당하는 경영자로 구성되며 경영정책과 경영성과를 감독이사회에 보고한다. 종업원이 2000명 이상인 기업에서는 경영이사 중 1명은 인력담당 이사(labor director)이어야 한다.

감독이사회는 주주를 대신하여 경영정책을 결정하며 경영자를 감독한다. 아울러 감독이사회는 경영이사의 선임/해임권을 가지며 경영진의 급여를 결정한다. 1976년에 발효된 Codetermination Act(공동 의사결정법)에 따라 종업원 2000명 이상인 기업에서는 감독이사의 절반을 주주총회에서, 나머지 절반은 종업원 및 노조 대표가 선임한다. 종업원이 500-2000명 사이인 기업에서는 감독이사의 1/3을 종업원이 선임하며 그 이하 규모의 기업에서는 주주가 감독이사를 모두 선임할 수 있다. 감독이사의 수는 회사 규모에 따라 다르나 보통 3-20인 사이이다.

감독이사회는 주주와 종업원뿐 아니라 채권자인 은행, 타 기업 경영자, 교수, 공익단체 대표 등 다양한 이해관계자에 의해 구성되며 기업정책이 결정되는 과정에 이들이 영향력을 행사한다.

### III. 기업 지배구조에 관한 OECD의 논의

#### 1. 논의의 배경과 논의 방향

##### 1) 논의의 배경

1994년 OECD산업위원회(Industry Committee)에서 선정한 “산업의 제반 여건(Framework Conditions for Industry)”에 관한 프로젝트의 일환으로 OECD내에서 기업 지배구조에 관한 논의가 시작되었다. 이후 1995년 2월 23-24일에 ‘기업 지배구조와 경제적 성과’라는 주제하에 기업 지배구조 관련 OECD 최초의 회의가 개최되었다.

이 회의에서 기업 지배구조의 기본적 모델을 ‘Anglo-Saxon 자본주의’와 ‘Rhine 자본주의’로 구분하는 보고서가 제출되었으며 양자에 대한 평가를 통해 ‘Anglo-Saxon 자본주의’가 개별기업 수준의 미시경제적 관점에서는 보다 효율적인 것으로 인정되었다. 그에 대한 이유로는 다음 세가지 근거가 제시되었다: 1) 이익극대화라는 목적의 분명성과 단순성, 2) 제도운영상의 투명성 3) 기업의 목표와 개별화되고 단기적인 계약과의 적합성.

이에 반해 ‘Rhine 자본주의’는 몇 가지 부분에서 ‘Anglo-Saxon 자본주의’의 기업 지배구조의 구성요소를 받아들일 필요가 있다는 주장이 제기되었다. 그러나 개별 기업 수준에서의 효율성을 우선하는 정책은 실업률 증가 등의 거시경제적/사회적 문제를 발생시킬 수 있다는 점이 지적되었다. 이러한 문제는 앞으로 OECD 각국에서도 발생될 수 있는 문제인데, 이를 방지하기 위해서는 ‘Rhine 자본주의’에서 중시되는 다양한 이해관계자의 의견 수렴 및 권의조정과 협력적 관리 방식을 참고할 필요가 있음이 지적되었다(왕윤종, 이성봉, 1997).

#### 2. 논의의 주요 쟁점

OECD에서 기업 지배구조와 관련되어 진행된 논의를 통해 제기된 기업 지배구조에 관한 주요 쟁점은 다음과 같다.

##### 1) 경영활동의 국제화와 기업 지배구조의 변화

기술의 진보와 국제 경제의 가속화에 따라 세계적으로 거의 모든 나라에서 자국 기업의 경쟁력 강화를 위한 개혁을 추진하고 있으며 이 과정에서 기업의 경제적 성과에 크게 영향을 미치는 기업 지배구조에 관한 개혁이 중요한 사안으로 부상하였다. 특히 OECD의 여러 국가

가 90년대에 경제 침체를 경험하면서 기업의 경쟁력을 제고하기 위해서 OECD 각국은 자국의 기업 지배구조를 개선하기 위한 방안을 심도있게 모색하고 있다.

## 2) 기업 지배구조의 국제적 수렴과 확산

기업 지배구조에는 각국의 문화와 역사가 반영되어 있기 때문에 OECD 각국의 기업 지배구조가 서로 유사한 형태로 수렴하리라고 보기엔 어려운 점이 많다. 그러나 국제적으로 경영의 투명성과 경영성과의 중요성이 인정되면서 각국의 기업 지배구조가 과거보다는 서로 유사한 방향으로 변화될 것으로 보인다. 이를 가속화할 요인으로는 각국에서 자본시장을 통한 자금조달이 과거보다 더 원활해짐에 따라 기업 지배구조가 유사한 영향을 받을 것으로 보인다.

## 3) 기업 지배구조의 국제규범화

국가간의 기업 지배구조 차이로 인한 국제투자의 불확실성을 줄이고 기업의 국제적 제휴와 협력을 증대시키기 위해 세계적으로 통용되는 기업 지배구조의 필요성에 대해 논의가 많이 되고 있지만 기업 지배구조의 개혁에 필요한 법제도 및 문화의 변화가 어렵기 때문에 국제적 규범을 제정하여 이를 각국이 따르도록 하기는 어려울 것이다. 그러나 각국이 참고로 할 기업 지배구조의 가이드라인 제정의 필요성은 강하게 제기되고 있다.

## 4) 기관투자가의 중요성 부각

80-90년대에 걸쳐 대다수 OECD 국가에서 기관투자가의 주식보유 규모가 대폭 증가하여 기업들에게 수익성 위주로 경영할 것을 요구하는 등 적극적으로 주주의 권리를 행사하고 있다. 이처럼 기관투자가의 증대된 역할이 기업 지배구조의 변화에 중요한 변수로 작용하고 있다.

## 5) 기타 변화요인

기업 인수합병(M&A)이 각국에서 예전보다 더 활성화되는 추세이어서 경영 지배권을 사고파는 시장이 형성되고 있다. 이는 'Anglo-Saxon 자본주의'의 기업 지배구조에서 핵심적인 요소로서 각국의 기업 지배구조가 개방형 기업 지배구조의 특성을 더 갖게 되는 계기가 될 수 있다.

OECD 각국에서 주주의 권리에 인식이 확산되면서 기업의 재무상황을 더 자세히 공개되도록 하는 제도변화가 진행되고 있다. 아울러 각국의 재무/회계 정보가 비교될 수 있게 하기 위하여 국제적으로 받아들여 지는 회계기준의 제정이 필요하다. 과거보다 폭 넓은 공시와 국

제적 회계기준이 도입되면 경영의 투명성이 증대되어 국제투자가 더 활성화 될 것이고 주주의 권리가 더 잘 보호될 것이다.

#### IV. OECD 기업 지배구조 기본원칙 (OECD Principles on Corporate Governance)

##### 1. 제정 배경

OECD 기업 지배구조 원칙은 지난 4년간 기업 지배구조에 관한 국제적 논의와 합의가 필 요하다는 인식에 따라 OECD 기업 지배구조 특별위원회가 준비하여 1999년 2월에 초안이 발표되었으며 5월에 OECD 각료회의에서 통과되었다. 이는 기업 지배구조에 관한 가이드라인으로 국제적으로 구속력은 없으나 각국에 기업 지배구조에 관한 기본적인 틀을 제공한다는 점에서, 그리고 앞으로 계속 전개될 기업 지배구조에 관한 논의의 근거와 방향을 제시한다는 점에서 매우 중요한 의미를 갖는다고 할 수 있다.

##### 2. 주요 내용

###### 1) 주주의 권리

주주의 기본적 권리는 ① 소유권등록 ② 주권의 양도 ③ 관련 기업정보의 적시·정례적 획득 ④ 주총참석 및 의결권 행사 ⑤ 이사 선임 ⑥ 잔여이익 분배참여 등이다.

주주는 기업의 근본적인 변화(예: 정관변경, 주식발행, 합병 및 기업자산의 중요부문 매각 등)에 관한 의사결정에 참여하고, 이러한 의사결정에 대한 정보를 충분히 받을 수 있는 권리 를 가져야 한다.

주주는 본인이 직접 또는 부재로 주주총회에서 의결권을 행사할 수 있는 기회를 가져야 하며, 주총에서 이사회에 질문하고 주총의안을 제기할 수 있는 기회를 가져야 하며, 의결권 행사절차를 포함하여 주주총회에 관한 규칙에 대한 정보를 받아야 한다.

특정주주가 자신의 주식소유비율과 달리 과도한 지배권을 갖는 것을 가능하게 하는 자본구 조 및 협약(예: 피라미드식 주식소유, 상호주식보유, 공동의결권행사를 위한 주주계약 등)이 있는 경우 그 내용은 공시되어야 한다.

기업지배권시장(M&A시장)은 공정하고 투명해야 하는데, 자본시장에서 기업지배권 획득, 합병과 같은 특별거래, 기업자산의 중요부문의 매각 등에 관한 규제 및 절차는 명확히 규정

되고 공시되어서 투자자들이 자신의 권리 및 권리침해에 대한 구제수단을 이해할 수 있도록 해야 한다. 또한, 적대적 M&A 방어수단은 경영자의 책임을 방어하기 위해 사용되어서는 안 된다.

## 2) 주주의 동등대우

동종의 주식을 가진 모든 주주는 동일한 의결권을 갖는 등 동등하게 대우받아야 하며, 보관기관 및 명의인(은행 및 예탁기관 등)에 의한 의결권행사는 실질주주와 합의된 방식으로 이루어져야 한다.

자기거래(회사와 이사 등과의 거래) 및 내부자 거래는 금지되어야 하며, 이사 및 경영자가 당해 기업에 영향을 미치는 거래 또는 사안과 관련하여 중요한 이해관계를 가지는 경우에는 그 내용을 공시해야 한다.

## 3) 기업 지배구조에 있어서 이해관계자의 역할

법에 의해 보호되는 이해관계자의 권리가 존중되도록 해야 하며, 이 경우 이해관계자는 자신의 권리가 침해된 경우 이를 효과적으로 시정할 수 있는 기회를 가져야 한다.

기업지배과정에서 기업성과향상을 목적으로 한 이해관계자의 참여를 허용해야 하며, 이 경우 이해관계자는 관련정보에 접근할 수 있어야 한다.

## 4) 공시 및 투명성

공시내용에는 최소한 ① 기업의 재무 및 영업결과 ② 기업목표 ③ 주요 주주분포 및 의결권 ④ 이사 및 핵심집임원과 이들의 보수 ⑤ 예측 가능한 중요 위험요소 ⑥ 종업원 및 기타 이해관계자에 관한 중요한 사항 ⑦ 기업 지배구조 및 정책 등이 포함되어야 한다.

공시정보는 재무공시, 비재무공시 및 감사에 관해 높은 수준의 기준에 따라 작성·감사·공시되어야 하며, 회계감사는 독립적인 감사인(CPA)에 의해 수행되어야 한다.

## 5) 이사회의 임무와 책임

이사는 충분한 정보를 가지고, 성실하고 정당한 주의로써 최선의 기업이익을 위해 행동해야 한다.

이사회는 기업이 관련법률을 준수할 수 있도록 해야 하며, 기타 이해관계자의 이익을 고려해야 한다.

이사회는 기업전략 및 목표 설정, 업무집행 및 성과 감독, 임원의 선임·보상·교체 등 감독, 부당 내부거래 감시, 기업회계 및 재무정보의 신뢰성 확보, 기업 지배구조의 실효성 검토 및 개선안 마련, 공시과정의 감독 등 핵심기능을 수행할 책임이 있다.

이사회는 경영자로부터 독립적으로 기업업무에 대한 객관적인 판단을 할 수 있어야 하는데, 이를 위해 독립적인 판단을 할 능력이 있는 충분한 수의 비 집행이사(Non-executive board members 사외이사)를 이해갈등이 발생할 수 있는 임무(예: 재무보고, 이사후보 지명, 집행임원의 보수 등)에 배정하는 것을 고려해야 한다.

이사는 자신의 책임수행에 충분한 시간을 바쳐야 하며, 책임을 이행하기 위해 적시의 정확한 관련정보에 접근할 수 있어야 한다.

## V. 결 론

OECD는 기업 지배구조 원칙이 회원국의 기업 지배구조 개선에 참고 자료를 제공하기 위한 것임을 명시("They are non-binding and do not aim at prescriptions for national legislation. Their purpose is to serve as a reference point")하였으며 현 단계에서는 의무적으로 이를 따라야 하는 것은 아니다. 그러나 향후 국가간에 기업 지배구조를 둘러싼 분쟁이 발생하였을 때 OECD 기업 지배구조 기본원칙이 분쟁을 해결하는데 준거의 틀을 제공할 것이고 기업 지배구조에 관한 국제규범을 제정하게 된다면 역시 OECD 기업 지배구조 기본원칙이 밑그림을 제공하는 원칙이 될 공산이 크다.

따라서 한국 기업은 국제적 수준에 맞는 기업 지배구조 구축을 위해 제도적 개혁을 추구해야 할 것이다. 특히 주주의 권리 강화, 사외이사 확충 등을 통한 이사회 기능 강화, 회계정보의 신뢰성 회복, 재무/회계 정보의 적절한 공시 등이 절실히 필요하다.

## 참 고 문 헌

- 왕윤종, 이성봉(1997), 「기업 지배구조에 관한 OECD 논의와 한국경제에의 시사점」, 대외 경제정책연구원.
- 이영기(1996), 「한국기업 소유지배구조」, 한국개발연구원.
- 정광선(1994), 「기업경쟁력과 지배구조」, 한국 금융연구원.
- Baums, T., & Grusson, M.(1993), "The German banking system", Brooklyn

- Journal of International Law*, Vol.19.
- Berle, A., & Means, G.(1932), *The Modern Corporation and Private Property*, New York: MacMillan.
- Business Week(1999), "Executive compensation", April 19.
- Gilson, R., & Roe, M.(1993), "Understanding the Japanese Keiretsu: Overlaps between corporate governance and industrial organization". *Yale Law Journal*, Vol.102.
- Jensen, M., & Meckling, W.(1976), "Theory of the firm: Managerial behavior, agency costs and ownership structure", *Journal of Financial Economics*, Vol.12, pp.305-360.
- Jensen, M., & Murphy, K.(1990), "Performance pay and top management incentives", *Journal of Political Economy*, Vol.98, pp.225-263.
- Masulis, R.(1988), *The Debt/Equity Choice*, Ballinger Publishing Co.
- Monks, R., & Minow, N.(1995), *Corporate Governance*, Blackwell.
- Rosenstein, S. & Wyatt, J.(1990), "Outside directors, board independence and shareholder wealth", *Journal of Financial Economics*, Vol.26, pp.175-192.
- Shleifer, A., & Vishny, R.(1997), "A survey of corporate governance", *Journal of Finance*, pp.737-783.