

# Economy Outlook

2023.5.22

Economist

임동민

3771\_9342

dmlim2337@iprovest.com

## 기업지배구조와 주주활동의 유형

### 기업지배구조는 ESG 패러다임의 핵심

1996년 OECD는 국제적인 기업 지배구조의 원칙으로 1) 주주의 권리 보호, 2) 모든 주주의 공정한 대우, 3) 이해관계자 권리의 인식과 지배구조에의 참가, 4) 정보공개와 투명성의 확보, 5) 이사회의 책임을 제시. 각국의 공개된 자본시장에서 가치가 평가되고, 자금을 조달하고, 이윤을 배분하는 기업에 대한 지배구조는 보다 높은 투명성과 정당성이 요구. 최근 Environment, Social, Governance 경영과 금융 패러다임 쉬프트의 핵심 역시 이러한 주주 자본주의에 입각한 기업 지배구조의 투명성과 정당성을 확보하는 과정. 이러한 가운데, 기후변화 대응 및 기업의 비재무적 가치창출 등 당면한 위기와 요구에 실질적 전환을 끌어내려는 움직임

### 주주 행동주의와 스튜어드십 코드

주주 자본주의 및 ESG 지배구조 개선을 위해서는 주주 및 투자자들의 관여가 필요. 일반적인 주주활동 유형은 1) 의결권 행사, 2) 사적 대화, 3) 주주 제안, 4) 캠페인, 5) 위임장 경쟁으로 구분. 기관투자자들의 주주권 행사는 기본적으로 주주 가치를 제고하기 위한 목적이며, 소극적, 적극적, 공격적으로 분류. 이 중 스튜어드십 코드에 입각한 주주활동은 소극적, 적극적 유형, 주주 행동주의에 입각한 주주활동은 적극적, 공격적 주주활동으로 구분. 주주 행동주의는 가장 적극적이며 공격적인 주주활동인 위임장 경쟁을 통해 경영진 교체, 재무구조 조정, 회사분할 등의 최종적 선택을 배제하지 않음

### 주주 가치 포함한 기업 가치 및 이해관계자 자본주의로 진화되는 과정

미국을 중심으로 주주 자본주의에서 이해관계자 자본주의로의 기업지배구조 인식 전환에 대한 논의가 활발. 기업의 목표와 구성에 있어 수직적, 기계적 주주 자본주의 또는 이해관계자주의를 넘어서 순환적, 유기적 이해관계자주의를 현실화, 내재화시키자는 요구 증가. 이는 현재 기업의 비즈니스 영역이 공간적, 시간적으로 확장되고, 환경 및 사회 등 지배무적 영역에서 가치창출과 리스크 관리가 중요해졌고, 이는 기업의 지속가능성과 직결되기 때문. ESG 패러다임은 이러한 기업의 새로운 인식과 행동을 주주와 채권자 등 투자자 및 직간접적인 이해관계자들에게 알리고 구체적인 실행과 성과를 내겠다는 선언으로서 의미가 있음

#### [ Compliance Notice ]

이 자료에 게재된 내용은 작성자의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭 없이 작성 되었음을 확인합니다.

이 조서자료는 당시의 리서치센터가 신뢰할 수 있는 자료 및 정보로부터 얻어진 것이나, 당사가 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없으므로 참고자료로만 활용하시기 바라며 유가증권 투자 시 투자자 자신의 판단과 책임하에 중독선택이나 투자시기에 대한 최종 결정을 하시기 바랍니다. 따라서, 이 조서자료는 어떠한 경우에도 고객의 증권투자 결과에 대한 법적 책임소재의 증명자료로 사용될 수 없습니다.

이 보고서는 당시의 저작물로서 모든 저작권은 당사에 있습니다. 이 보고서는 당시의 동의 없이 어떤 형태로든 복제, 배포, 전송, 변형할 수 없습니다. 이 보고서는 학술적 목적으로 작성된 것이 아니므로 학술논문 등에 학술적인 목적으로 인용하려는 경우에는 당사에 먼저 통보하여 동의를 얻으시기 바랍니다.

### 기업지배구조 정의와 역사 : 기업의 대한 견제에서 적극적 참여로의 전환

제2차 산업혁명 이후 글로벌 경제의 성장에서 가장 큰 역할을 한 것은 1) 시장경제, 2) 자본주의, 3) 기업이다. 시장경제는 생산과 소비의 교환, 자원과 가치의 배분이 가격에 의해 경쟁적이고 효율적으로 전개되는 공간이다. 자본주의는 자본형성 기여에 따라 생산수단의 소유를 결정하는 메커니즘이다. 기업은 자본을 자산화해서 부가가치를 창출하고, 분배하는 공동체이다.

특히 기업은 소비자와 노동자, 생산자와 자본가를 연결하는 핵심적인 매개체이다. 기업은 고용을 창출해 노동소득과 소비의 근원을 형성하고, 투자를 통해 경제성장의 동력을 제공하며, 주주에게는 이익배당, 채권자에게는 이자를 지불해 자본소득을 형성한다. 기업의 이러한 과정이 반복되면서 경제는 성장하고 가치와 유동성은 순환된다. 이러한 점에서 기업은 시장경제와 자본주의 메커니즘에서 가장 중요한 경제주체이며, 따라서 기업지배구조도 중요한 이슈가 된다.

위키백과는 기업지배구조에 대해서 1) 기업이라는 경제활동의 단위를 둘러싼 여러 이해관계자들의 관계를 조정하는 메커니즘, 2) 경영자원의 조달과 운용 및 수익의 분배 등에 대한 의사결정 과정과 이에 대한 감시기능의 총칭, 3) 기업가치의 극대화를 위해 기업의 이해관계자간 대리인 비용(agency cost)과 거래 비용(transaction cost)을 최소화하는 메커니즘, 4) 기업의 경영을 감시, 규율하는 것 또는 이를 행하는 기구로 정의하고 있다.

[도표 1] 기업지배구조에 대한 다양한 정의

	정의
Ticker (1994)	기업지배란 기업의 방향에 대한 지배권을 형성하고, 경영자의 행동을 감독하며, 법률제도에 의해 정해진 책임을 수행해나가는 것을 의미
Blair (1995)	기업지배란 소유가 분산된 기업에서 누가 기업을 통치하고, 기업활동에서 발생하는 수익과 위험을 어떻게 배분할 것인가를 규정하는 법적·제도적·문화적 메커니즘을 일컫음
Shleifer & Vishney (1996)	기업지배란 기업에 자금을 제공한 투자자들이 투자에 대한 수익을 보장받기 위해 경영진의 지원배분에 대한 의사결정을 감독하고 통제하는 방법을 의미
일본기업지배구조 원칙 (1998)	기업지배구조란 통치권을 가진 주주를 대신하여 이사회가 경영방침과 전략에 관한 의사결정을 하고 장기적인 주주이익의 추구를 위해 경영자의 경영권 행사를 감독하는 행위
OECD Principle (1999)	기업지배구조는 기업의 경영과 통제에 관한 시스템으로 기업경영에서 주주와 경영진 및 기타 이해집단간 이해관계를 조정하고 규율하는 제도적 장치와 운영 메커니즘을 의미

자료: 우리나라 기업지배구조의 새로운 패러다임, 한국경제연구원(1999년)

기업지배구조는 미국의 정경유착과 기업의 비윤리적이고, 비인도적인 행동을 억제하기 위한 일종의 사회운동으로 시작되었다. 1960년대에는 전쟁을 지원한 기업, 1970년대에는 정경유착을 둘러싼 스캔들이 민간 부분에서 기업지배구조에 참여해야 한다는 의식을 낳게 하였다. 1980년대 들어서는 기업의 인수, 합병 시장에서 경영권 분쟁 및 보호를 둘러싸고 주주와 경영진 간 주인-대리인 문제 해결로써 투자자들의 기업지배구조에 참여하게 되었다. 또한 기업의 주요한 구성원 중 하나인 노동자의 경우에는 근로조건 및 퇴직연금의 보장을 위해 연금 등 기관투자자를 통해 기업지배구조의 의사결정에 참여하게 되는 움직임이 나타나게 되었다. 그러나 주주가치 극대화라는 목표 가운데, 기관투자자는 기업의 이익증대 요구에 따라 비용절감 등의 이유로 상시적 구조조정 압력에 놓여지게 되는 결과도 낳게 되었다.

1990년대 들어서 미국에서는 주주-이사회-경영진의 기본적인 지배구조 가운데, 사외이사와 기관투자자들의 역할로 체제가 정비되었고, 이러한 흐름이 영국, 독일, 프랑스, 일본으로 확대되어 1996년 OECD에서 지배구조 5원칙을 제시하고 이를 구체화하는 권고를 공시하면서 선진국 및 글로벌 전반으로 기업지배구조에 대한 관심이 확대되게 된다.

2000년대에는 미국의 엔론, 월드콤과 같은 대기업들의 분식결산과 파산으로 지배구조의 투명성 요구가 더욱 확대되어 2002년 회계, 감사 부분이 지배구조의 한 축으로 자리잡았다. 기업 지배구조에 대한 평가는 M&A 등 시장원리에 기포한 모델에서 주주-이사회-감사 구성 등 정책기반의 모델로 전환되었으며 이러한 가운데, 기관투자자 역할은 더욱 확대되었다.

2008년 글로벌 금융위기 이후 기업지배구조에 대한 관심과 투자자들의 참여 요구는 더욱 높아졌다. 특히 2010년 영국에서 기관투자자들의 적극적 주주활동을 장려하기 위한 정책적 의도로 도입된 스튜어드십 코드(stewardship code)는 기타 유럽, 일본, 한국 등으로 확대되고 있다. 기업지배구조는 소극적 견제에서 시작되었으나 현재는 적극적 참여로 전환되는 추세다.

[도표 2] 기업지배구조에 대한 인식 변화 : 기업에 대한 견제에서 적극적 참여로 전환되는 추세

시기	내용
1960년대	기업의 조직, 운영에 있어 거버먼트(government), 거버넌스(governance)라는 용어가 사용되기 시작 베트남 반전운동 중 네이팜탄(napalm bomb: 나프타에 네이팜제로 불리는 증점제를 첨가해 젤리 모양으로 만든 것을 충전한 유지 소이탄. 미군이 개발해 매우 높은 온도(900~1300도)에서 연소하고 광범위한 지역을 불태워 파괴) 제조를 비판 소비자 주권운동 중 제너럴 모터스의 독점과 자동차 설계 오류에 대한 비판, 각지에서 공해문제에 대한 비판 정부의 개입에 대한 기업의 비윤리적이고 비인도적인 행동을 역제한다는 관점으로 거버먼트, 거버넌스를 사용
1970년대	리처드 닉슨 대통령 재선위원회에 의한 위법 현금, 록히드 마틴의 뇌물 및 부정 현금 등 기업 스캔들이 잇달아 발각 펜실베이니아 철도 도산, 록히드 에어크래프트사 경영위기 직면 기업들의 분식결산과 내부거래가 행해지는 것 등이 발각되어 투자자의 관점에서 본 거버넌스 문제가 다루어지기 시작
1980년대	미국에서 대규모 기업매수·합병(M&A)이 진행되고 기업 경영자는 증권시장에서 적대적 매수 상황에 노출, 적대적 매수를 방어하기 위해 많은 기업들이 포이즌 필(poison pill: 적대적 M&A 공격을 받는 기업이 경영권 이전과 같은 일정한 조건이 성취되었을 때 발행사의 보통주 1주에 대해 혈강에 한 개 또는 다수의 주식을 매입하거나 다수의 주식으로 전환될 수 있는 권리, 혹은 회사에 비싼 값에 주식을 팔 수 있는 권리를 하나씩 부여하기로 하는 계획) 등 방어책 그러나 이러한 경영권 방어 조치가 경영자가 자기의 이익을 위해 기업 및 주주의 이익을 훼손할 가능성으로 작용 연기금 등 기관투자자가 지배구조에 참여하게 되는 역할. 1974년 총업원 퇴직소득 보장법에 의해 연금 운용자의 수탁책임 정해짐. 1988년 노동성이 제출한 에이본 레터(the avon letter)에 의해 자산운용을 수탁한 기관투자자는 위탁자를 대신해 운용대상 기업의 의결권을 행사하도록 권고
1980~1990년대	기관투자자는 주식운용에 따른 주주가치 증대를 강화하고 기업에 이익향상 등에 대한 강한 요구. 이러한 시장의 압력에 따라 미국 기업에서 구조조정이 진행되고 많은 기업에서 포이즌 필 철폐를 위한 주주총회 결의가 전개 1990년대 초반 GM, IBM, 아메리칸 익스프레스 등 대기업에서 투자자의 후원을 입은 사외이사에 의해 CEO가 교체. 1990년대 미국에서 기관투자자와 사외이사 역할을 통한 지배구조 체제가 정비 미국 뿐만 아니라 영국, 독일, 프랑스, 일본 등에서 기업지배구조 문제가 주목되기 시작. 1996년 OECD는 각료이사회 의 요청에 의해 지배구조에 관한 경제자문 그룹을 설치하고 국제적인 지배구조 문제에 개입. OECD는 지배구조 5원칙으로 1) 주주의 권리 보호, 2) 모든 주주의 공정한 대우, 3) 이해관계자 권리의 인식과 지배구조에의 참가, 4) 정보공개와 투명성의 확보, 5) 이사회 의 책임을 제시하고 이를 구체화하는 권고를 공시 기관투자자는 국경을 넘는 투자 증가에 의해 지배구조 강화를 향한 국제적인 연대와 제휴. 1995년 미국을 시작으로 각국 기관투자자에 의한 국제적인 기업지배구조 네트워크(ICGN) 조직
2000년대	미국에서 2001년 12월 엔론사, 2002년 7월 월드콤사 도산 후 분식결산 판명되면서 자본시장에 대한 신뢰 붕괴 지배구조에 대한 불신 고조. 2002년 7월 회계·감사·지배구조의 3대 개혁을 위한 사베인옥슬리법 제정 M&A 시장의 열기가 식으면서 기업지배구조 시스템이 시장원리에서 정책기반의 모델로 변화되면서 기관투자자 역할이 주목. 2003년 미국 증권거래위원회(SEC)는 기관투자자들이 투자자 이익 우선하는 의결권 행사를 장려하는 법안 도입 일본에서 2004년 10월 세이부 철도의 주주현황 부실기재, 2005년 9월 가네보, 2006년 1월 라이브도어의 유가증권보고서 허위기재 문제로 2006년 6월에 일본판 SOX 법이라고 하는 금융상품거래법 제정
2010년대	영국은 회사의 지배구조 문제에 주주는 관여하지 않는 풍조가 만연했으나 2008년 금융위기를 맞으면서 기업 리스크 완화의 효율성 및 적정성 확보를 위한 기업지배구조 역할에 주목. 2010년 기관투자자의 적극적 주주활동을 장려하기 위한 정책적 의도로 스튜어드십 코드 제정, 2012년 7개 원칙을 공표 일본은 고도성장기에 일본적 경영이라고 불리는 독특한 기업관행과 주거래 은행에 의한 일본형 기업지배구조가 형성되었으나, 주거래은행에 의한 기업감시력이 떨어진다. 지적에 따라 지배구조의 변혁이 요구되고 있음. 2012년 일본과 EU, 2016년 한국이 스튜어드십 코드를 도입

자료: <https://ko.wikipedia.org/wiki/기업지배구조>, 기업지배구조의 모든 것-주주, 이사회, 감사의 역할과 책임/연강홍, 이호영, 손성규 저/클리우드내인(2018년)

### 기업지배구조의 구성과 유형 : 영미식 주주자본주의와 유럽, 일본식 이해관계자주의

기업지배구조의 세 축은 1) 주주, 2) 이사, 3) 감사로 구성된다.

대규모 주식회사에서 일반적으로 소유와 경영이 분리되어 있다. 주주들은 주주총회에서 이사회 회의 이사를 선출하고 이사회는 경영자를 선임한다. 경영진은 주주이익을 위해 회사의 업무를 수행한다. 이러한 기본적인 구조에서 주주는 기업을 지배하는 주체로 볼 수 있으며 주주권은 기업지배에 참여할 수 있는 권리이자 한계를 의미한다. 따라서 주주의 역할을 명확히 하고, 주주권 행사의 범위를 정해 주주가 무엇을 해야 하고 무엇을 하지 말아야 하는지를 정하는 것이 기업지배구조 조성에 시작점이 된다.

이사회는 주주이익을 보호하기 위해 대리인 자격으로 경영자를 감시하고 회사업무진행의 의사 결정 기능을 수행한다. 다만 최근 기업의 소유권이 주주 뿐만 아니라 기업 자체에 있으며 이사회는 주주가치 극대화 뿐만 아니라 기업의 지속적 성장과 발전을 위해 존재한다는 연구와 주장이 활발하다. 따라서 이사회는 경영진을 통해 1) 주주가치 보호, 2) 기업의 장기적 발전, 3) 기업의 사회적 책임을 조합해 기업가치와 사회, 경제에 미치는 영향의 극대화를 목표로 한다.

감사는 기업 업무의 진행 또는 재산의 상황·회계의 진실성을 검사하며, 그 정당성 여부를 조사하는 역할을 한다. 기업의 성과에 의해 기업가치는 형성되고, 시장의 평가를 통해 차입 및 증자 등 자본조달과 고용, 투자의 의사결정을 진행하고, 임금 등 비용지출, 유보 및 배당 등의 수익배분을 결정하게 된다. 기업의 모든 의사결정과 재무제표 확정 등에 있어 공신력 있는 믿음을 제공하는 것이 바로 감사의 역할이다. 감사는 사외이사, 내부감사 및 외부감사가 담당하게 되는데, 전문성과 위기의식, 독립성 확보가 요구된다.

[도표 3] 기업지배구조의 세 축인 주주, 이사, 감사의 핵심원칙과 주요 공시사항

구분	핵심원칙	주요 공시사항
주주	주주의 권리	집중투표, 차등배당, 전자투표, 서면투표, 영문공시
	주주의 공평한 대우	
이사	이사회 기능	승계정책, CEO 와 의장 분리, 선임 사외이사, 이사후보 추천위원회, 사외이사 독립성 및 전문성, 이사회 개최빈도, 이사회 내 위원회, 사외이사 외부평가
	이사회 구성 및 이사 선임	
	사외이사	
	이사회 운영	
	이사회 내 위원회	
	평가 및 보상	
감사	내부감사기구	내부감사부서 설치, 감사위원회 개최 빈도, 외부감사인 선임절차
	외부감사인	

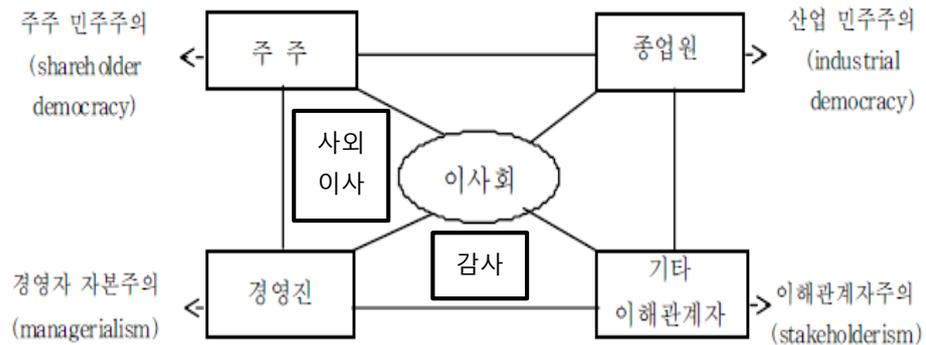
자료: 기업지배구조의 모든 것-주주, 이사, 감사의 역할과 책임/연광출, 이호영, 손성규 저/클라우드나인(2018년)

긴 역사 가운데 형성된 기업지배구조는 간접 민주주의에 의한 조직구성과 운영에 가깝다. 즉 주주들이 주주총회에서 이사회를 구성하고, 이사회에서 경영진을 선임하고, 사외이사와 감사 및 감사위원회를 통해 감시, 견제하는 것이다. 이 때 주주 뿐만 아니라 채권자, 종업원, 고객, 협력업체, 지역사회 등이 포함된 이해관계자들도 직간접적인 형태로 지배구조에 참여한다.

바람직한 기업지배구조는 어떤 것일까? 고객을 만족시키는 부가가치를 생산하고 판매하여 매출과 이익을 향상시키고, 생산성과 기업가치를 높여 고용과 투자를 유발해 지속 가능한 성장을 이뤄가도록 하는 것이다. 또한 임금, 법인세, 자본소득과 배당소득으로 경제 전반의 소득원천을 안정적으로 부여하는 것이다. 이 가운데 불법이나 부정의 요소를 배제하는 것도 중요하다. 한마디로 기업이 잘 조직되고, 운영되고, 분쟁의 소지를 공정하게 해결하는 메커니즘이다.

경영의 신이 있다면 기업지배구조 없이도 의사결정 및 견제와 균형을 이룰 수 있을 것이다. 그러나 경영의 신은 존재하지도 않고 사람들이 이를 믿지도 않는다. 따라서 경영진-종업원-협력사-고객의 연결과 주주-이사회-경영진-사외이사-감사의 견제와 주주-채권자 등의 이해관계와 시장과 국가 등 상호작용 매체들과의 협의, 즉 공개되고 투명한 지배구조가 요구된다.

[도표 4] 기업지배구조의 구성과 유형



자료: 우리나라 기업지배구조의 새로운 패러다임 모색/한국경제연구원(1999년)

기업지배구조 구성에 있어 강조점에 따라 주주 자본주의, 경영자 자본주의, 이해관계자주의, 산업 민주주의 유형으로 구분된다. 그 중 1) 주주 자본주의와 2) 이해관계자 주의는 기업지배구조의 가장 중요한 분류이다. 주주 자본주의는 기업의 주인은 주주라는 재산권적 관점이 근간이고, 이해관계자 주의는 공공재로서 기업 및 사회적 책임을 보다 강조하였다.

주주 자본주의는 영국과 미국에서 발달되어온 지배구조 유형으로 기업경영의 목적은 주주가치 극대화이며 주주분포가 분산되어 있다. 이 때문에 지배주주가 존재하지 않아 주주총회에서 주주의 역할이 더욱 중요하다. 주주총회에서 이사회를 구성하고 이사회가 경영진을 선출한다. 이사회는 일원적이고, 사외이사 및 감사 등 내부통제 역할이 중요하게 작용한다. 증권시장 시세 및 경영권 시장에서 외부통제 평가가 나타나고 은행과 산업의 분리가 특징으로 나타난다.

반면 이해관계자 주의는 독일과 일본에서 발달되어 왔다. 기업경영 목적은 주주가치 극대화를 넘어 이해관계자 전체의 이익증진을 추구한다. 지배주주가 존재하는데, 단일 대주주 지분이 시간이 지날수록 약화되는 데 비해, 주거래은행 및 지방정부 등이 지분보유에 따라 영향력을 발휘한다.

다수지분을 확보한 지배주주의 이사회 구성 및 경영진 선임 영향력이 큰 것은 당연하다. 다만 경영과 관리 부분의 이원적 이사회, 혹은 감사위원회 분리 및 노동조합 근로자들의 내부통제 영향력이 크다. 외부통제의 경우 시장에서 평가는 약한 반면 주거래은행 및 이해관계자들이 경영자 혹은 이사진을 견제하게 된다. 금융과 산업 부분의 분리가 약하다.

주주 자본주의의 장점은 주주가치 극대화 목적이 단순하고, 지배구조 구성이 단순하다는 점이다. 주주총회에서 이사회 구성과 경영진 선임이 지배구조의 핵심이 된다. 다만 운영상 경영자의 권한과 대리인 비용이 확대될 가능성이 크다. 또한 단기이익에 치중해 장기적 의사결정이 배제될 소지가 있다.

이해관계자 주의의 장점은 포괄성이다. 다양한 이해관계자들의 의사가 고루 반영되기 때문이다. 그러나 의사결정 과정이 혼란을 빚을 수 있으며, 이해관계자들의 균형이 깨지게 되었을 때, 지배주주의 영향력에 의존하게 된다. 지분의 교환이 어렵다는 점에서 기업의 대응이 뒤쳐질 수 있으며, 산업 및 금융집중 현상이 심화될 수 있다.

[도표 5] 주주 자본주의와 이해관계자 주의 기업지배구조 비교

		주주 자본주의(shareholder capitalism)	이해관계자 주의(stakeholderism)
해당국가		미국, 영국 등 영미계 국가	독일, 일본 등 유럽 대륙계 국가
소유구조		소유-경영 분리	소유-경영 집중
기업의 기본 개념	기업이념	주주 주권주의(주주가 기업의 주인)	기업 공동체주의(기업은 하나의 공동체)
	경영목표 기업성과 측정	주주이익 극대화 기업의 시장가치(주식가격)	이해관계자이익 극대화 기업의 시장가치(주식가격), 고용관계, 공급자와 구매자간 거래관계 등 생태계 구성
규율수단		이사회의 경영감사: 내부통제장치 시장에 의한 규율: 주식시장 및 경영권시장 발달 - 자유로운 주식매매, M&A 허용	조직에 의한 통제(이사회 등 회사법) 거래은행의 경영감사 및 통제 : 내부통제장치
경제환경 및 특징	금융여건	자본시장 성숙 및 관련법제 완비 기업자금을 주로 자본시장에서 조달: 시장중심 직접금융 은행은 기업경영에 불간여 기관투자자의 높은 지분을	자본시장 미성숙 기업자금을 주로 은행을 통해 조달: 은행중심 간접금융 은행이 기업경영에 영향력 행사 대주주의 높은 지분을
	회계제도 특징	주주이익(배당)의 극대화를 위해 시가주의 회계 소유와 경영의 분리 주주이익을 중시하는 법제 소액주주 보호장치 존재 엄격한 기업정보 공개 요구	기업 및 채권자 입장에서 원가 중심의 보수적인 회계 소유와 경영의 중첩 또는 분리 이해관계자들의 공동이익 추구 기업경영의 안정을 중시해 M&A 제한
장단점	장점	투자위험의 분산으로 일반인의 기업투자 촉진 소유와 경영의 분리로 경영효율 제고	장기적인 안목에서 경영 가능 이해관계자의 이해상충 조화
	단점	경영자의 단기주의	다원적인 기업목표로 주주이익이 경시될 수 있음

자료: 선진경제 도약을 위한 기업지배구조 개혁/김용열, 조창현, 조명현/을유문화사

[도표 6] 미국, 독일, 일본의 기업지배구조 변화 과정

국가	기업지배구조 트렌드 변화
미국	<p>20세기 초반까지 거대 금융기관과 재벌 가문이 거대 성장기업의 지분 중 큰 부분을 차지</p> <p>대공황 발생으로 자유방임적 자본주의의 문제점, 특히 독점현상에 대한 정치적 비판 및 압력</p> <p>1933년 글라스-스티걸 법, 1935년 공공시설 지주회사 법으로 금융기관들의 제조기업 지배력 억제</p> <p>1956년 은행지주회사법에서 비은행기업의 은행주식 소유 금지해 금산 분리 확대</p> <p>이후 미국 주요기업들의 지분은 광범위하게 분산되고 전문경영인에 의해 지배</p> <p>경영자가 이사회를 구성하고 이사회가 경영자를 선임하는 상황에서 경영자들에 대한 견제 불가능</p> <p>1980년대 이후 경영자 자본주의의 폐해 지적. 경영진과 주주 사이의 대리인 문제 해소 논의</p> <p>투자은행, 뮤추얼 펀드, 연기금 등 대규모 기관투자자들의 개입 및 적대적 M&amp;A 활발히 전개</p> <p>1990년대 이후 주주 자본주의 시대. 스톡옵션, 이사진 참여 등을 통해 경영진을 더욱 적극 감시 및 통제</p> <p>펀드 자본주의 압도적 전개, 기업사냥꾼과 적대적 M&amp;A, 주주 행동주의, 대리인 비용 해소 조류로 주주 가치 극대화 흐름</p>
독일	<p>독일의 기업지배구조는 복지국가의 건설을 위한 노-사-정 대타협의 이론적 기반이 되는 조합주의(Corporatism)의 영향</p> <p>주주보다는 이해관계자를 중시하고, 이해관계자 중에서도 특히 노동조합의 역할을 인정</p> <p>1976년 공동결정(Co-Determination)제에 의하면 2,000명 이상 고용하는 기업은 감독위원회에 노동자 대표 절반 차지 의무</p> <p>또한 대부분의 대기업 감독이사회의에는 은행 대표자들이 포함 (독일 기업이 보유한 장기채무 중 약 80%는 은행대출)</p> <p>독일 기업지배구조의 또 다른 특징은 상호주식보유(Cross Ownership). 독일에서 차등의결권이나 의결권 상한제는 없음</p> <p>최대 보험회사인 알리안츠 AG와 최대 은행인 도이체방크는 사실 상 독일 주식회사의 지배주주이며 이를 중심으로 상호주식 보유</p> <p>독일의 경우 상법에 의해 채권자, 종업원 등 이해관계자 보호 위해 보수적인 회계기준 적용(예: 배당재원의 엄격한 규제)</p> <p>1980년 회사법은 내부자들로부터 소액 투자자 및 대중들을 보호하기 위해 이중이사회(이사회 및 감독이사회) 제도를 명문화</p> <p>주주들의 우편투표는 금지하나 은행을 통한 대리투표는 허용, 기업의 감시자로서 은행의 영향력 큼</p>
일본	<p>메이지 유신 이후 서구산업 국가들을 따라잡기 위해 국영기업 설립 및 서구식 제도 수용, 규모확대 이후 민영화 실시</p> <p>미츠이, 스미토모와 같은 전통 상인 가문과 미츠비시와 같은 신흥 가문이 이 기업들을 인수</p> <p>자이바추(財閥: 재벌) 명칭은 가문이 계열사들을 지배하는 피라미드 형태</p> <p>1920년대 말 대공황으로 재벌기업 존망의 기로. 미츠이, 스미토모, 미츠비시 등 은행소유 재벌은 생존, 그렇지 않은 스즈키 가문 실패</p> <p>1930년대 군국주의 특세로 군부는 소비에트식 경제정책 도입, 기업들이 군국주의 목적 달성을 위해 이사회에 군부 대표자 파견</p> <p>1945년 이후 미국 군정체제 하에서 일본 기업지배구조는 미국의 영향을 받음. 뉴딜정책 영향 받아 재벌을 해체하고 지분을 민간에 매각</p> <p>이때 지배주주 가족들은 채권으로 보상. 그 결과 1952년 대부분 재벌기업은 미국과 영국과 마찬가지로 소유가 분산되는 지배구조 형성</p> <p>기업들이 M&amp;A 위협에 처하자, 게이레추(系列: 계열) 제도 도입해 우호적 경영인들의 상호협정을 통해 적대적 매수를 방어할 정도의 블록 형성</p> <p>1950~60년대 게이레추의 확산으로 일본의 기업지배구조는 영미식 제도의 영향을 받지 않음</p> <p>일본 기업들은 종신고용, 연공서열, 내부승진을 통한 최고경영자 선발관행이 굳어지면서 이사회 경영감독기능도 사실상 소멸</p> <p>일본 기업지배구조의 특징은 사내이사들의 비중이 압도적으로 높으며 사외이사들이 대부분인 미국 기업들의 이사회에 확연히 대비</p> <p>이는 1) 평생고용, 2) 은행 중심의 자본시장의 특징에서 기인. 빈번한 노동쟁의 감소를 위해 정부와 자본가는 애사심과 생산성 높이기 위해 고용안정 보장</p> <p>일본 은행들은 '한 지역 한 은행'이라는 원칙 하에 대형화. 또한 주거래은행 제도 하에서 은행은 대부분 대기업의 채권자인 동시에 지배주주</p> <p>주거래 은행은 사내 이사들과 지속적인 관계를 유지하면서 채권자이자 지배주주로서 영향력을 행사</p> <p>1990년대 들어 경제위기와 금융권 박빙 가운데, 대기업들의 자금조달전략이 은행차입에서 직접금융 중심으로 전환되면서 기업지배구조 전환 시작</p> <p>일본 기업들의 상호보유 지분 관행이 축소 등 소유구조 전환. 일본은 국제화 필수기업의 경우 영미형, 이해관계자 기반 기업은 경영구조의 부분적 수정</p> <p>영미식 지배구조 변화 기업의 적대적 M&amp;A 위협 확대. 이에 따라 경영권 방어 목적의 자기주식 취득 허용, 제3자 및 기존주주의 신주예약권, 종류주식 발행 허용</p>

자료: 각국 기업지배구조의 결정요인 비교/경로의존성과 정치·역사적 특수성/한국경제연구원(2006년)

### 기관투자자 주주활동 유형과 스펙트럼

기관투자자들의 주주활동 유형은 1) 의결권 행사, 2) 사적 대화, 3) 주주 제안, 4) 캠페인, 5) 위임장 경쟁으로 구분된다.

의결권 행사는 가장 소극적인 주주활동으로 주주총회에서 경영진이 제안한 안건에 찬성, 혹은 반대 의사를 표시하는 것이다. 최근에는 경영진 제안에 반대 의결권 행사 빈도를 높이고, 기타 투자자들과 연대해 실제 안건이 채택되지 못 하도록 하는 관여가 증가하고 있다.

사적 대화는 주주가 경영자와 사적 대화를 통해 변화를 유도하는 수단이다. 경영자가 사적 대화에 응하지 않을 경우 주주는 주주 제안으로 해당 안건을 발의할 지 결정하게 된다.

주주 제안은 경영에 대해 특정 의안을 제안하는 법적 수단이며, 캠페인은 주주 제안을 통한 안건을 다른 기관투자자들에게 적극적으로 지지를 유도, 확보하는 주주권 행사의 형태이다. 소극적 캠페인은 이사선임에 반대, 적극적 캠페인은 이사후보를 추천하고 선임시키는 활동이다.

위임장 경쟁은 기관투자자가 1~2명의 이사를 선임한 후 경영진 교체, 재무구조조정, 회사분할 등 기업전략 전반의 수정을 요구하는 것으로 가장 공격적이고 비우호적인 전략이다.

위임장 경쟁은 헤지펀드의 주주행동주의의 전유물로 전통적인 기관투자자인 연기금, 뮤추얼펀드 등은 이 전략을 거의 사용하지 않는다. 우호적이고 건설적인 대화를 통해 투자대상 회사의 변화를 유도하는 스튜어드십 코드의 정신과는 잘 부합하지 않기 때문이다.

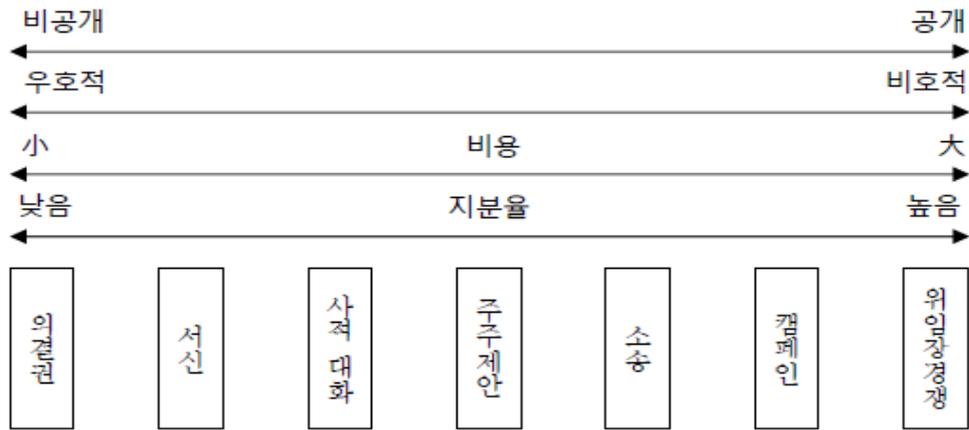
[도표 7] 기관투자자들의 주주활동 유형

구분	내용
의결권 행사 (proxy voting)	의결권 있는 주식을 보유한 모든 주주에게 주어지는 기본권, 주주총회에서 경영진이 제안한 안건에 대해 가부 형태로 의사를 표시한다는 점에서 소극적 주주권 최근에는 경영진 제안에 반대하는 의결권 행사 빈도 증가, 기타 투자자들과 연대 시 적극적 성격으로 변모
사적 대화 (private negotiation)	기관투자자가 소극적으로 의결권을 행사하는 수준을 넘어 적극적으로 주주권을 행사하는 출발점 경영자가 사적 대화에 응하지 않을 경우 주주들은 주주제안으로 해당 안건을 발의할 지 결정, 사적 대화의 내용은 비공개로 일반적으로 다른 주주와 공유되지 않음
주주 제안 (shareholder proposal)	주주가 경영에 대해 적극적인 관점에서 특정 의안을 제안할 수 있는 가장 일반적인 법적 수단 일정지분 이상을 보유한 투자자에게 주주총회에서 자신의 안건을 올릴 수 있는 주주 제안을 허용
캠페인 (campaign)	기관투자자가 투자대상 회사에 대해 원하는 것을 다른 기관투자자에게 적극적으로 공론화해 지지를 확보하는 주주권 행사 소극적 캠페인으로는 반대투표캠페인(vote no campaign), 적극적 캠페인은 이사후보를 추천하는 주주제안 후 지지를 받아 주총에서 위임장 경쟁
위임장 경쟁 (proxy contest)	기관투자자의 주주권 행사 중 가장 공격적이고 비우호적인 전략. 1~2 명의 이사 선임 후 경영진 교체, 기업전략 수정, 재무구조조정, 회사분할 등 기업전략 전반의 변화를 요구 위임장 경쟁은 사실상 헤지펀드 주주행동주의의 전유물로 우호적이고 건설적인 대화를 통해 투자대상 회사의 변화를 유도하는 스튜어드십 코드의 정신과는 잘 부합하지 않는 전략

자료: 스튜어드십 코드와 기관투자자의 주주권 행사/자본시장연구원(2018년)

주주활동은 공개여부, 기존 경영진과 관계, 지분율, 비용의 차이에 따라 소극적, 적극적, 공격적 성격이 구분된다. 의결권, 서신, 사적 대화의 주주활동은 비교적 소극적이고 비용이 낮고, 소송, 캠페인, 위임장 경쟁으로 갈수록 주주활동의 성격이 적극, 공격적이며, 비용도 많이 든다.

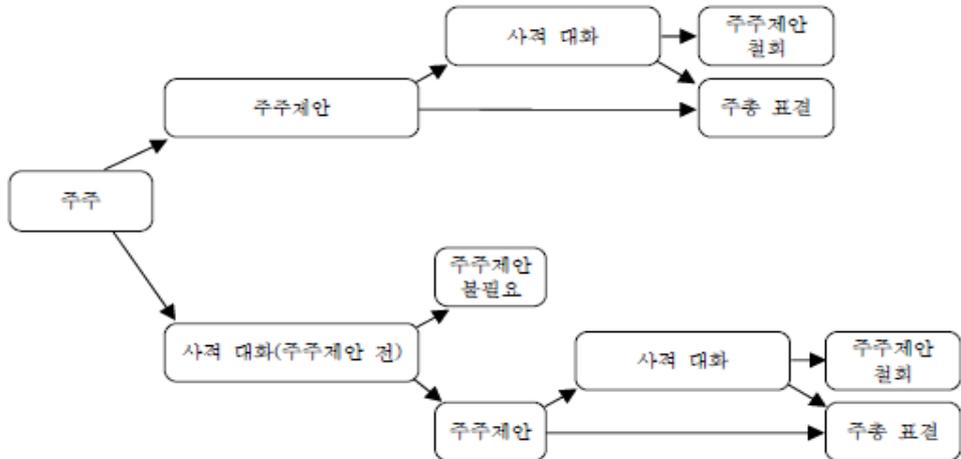
[도표 8] 주주권 행사 방식의 스펙트럼



자료: 스투어드십 코드와 기관투자자의 주주권 행사/자본시장연구원(2018년)

기관투자자는 투자대상기업을 점검하다가 기업의 장기가치와 상충하는 재무 및 비재무적 경영 요소가 식별되면 사적 대화 등을 통해 건설적인 주주활동을 수행할 수 있다. 기관투자자의 의견이 반영되지 않을 때 주주 제안을 실시하게 되는데, 이후에도 사적 대화를 통해 경영진과 합의를 이룰 수 있고, 이 경우 주주 제안은 철회되며, 대립이 지속될 경우에는 주주총회에서 표결을 통해 안건이 채택되며, 캠페인이나 위임장 경쟁 등의 적극적 주주권 시행이 전개된다.

[도표 9] 주주의 사적 대화와 주주제안 병행전략 개념도



자료: 스투어드십 코드와 기관투자자의 주주권 행사/자본시장연구원(2018년)

### 적극적 주주권과 공격적 주주권의 구분 : 연기금 자본주의와 주주 행동주의의 구분

기관투자자들의 주주권 행사는 소극적, 적극적, 공격적으로 분류된다. 이 중 스투어드십 코드에 입각한 주주활동은 소극적, 적극적 유형, 주주 행동주의에 입각한 주주활동은 적극적, 공격적 주주활동으로 구분할 수 있다. 주주행동주의는 가장 적극적이며 공격적인 주주활동인 위임장경쟁을 통해 경영진 교체, 재무구조 조정, 회사분할 등의 최종적 선택을 배제하지 않는다.

행동주의 투자철학은 미국 행동주의 투자자인 넬슨 펠츠의 “주가가 어떻게 움직일지 예측하는 대신, 주식을 산 뒤 그 기업이 주주이익 극대화를 위해 무언가를 하도록 만드는 것을 목표로 한다.”는 말에서 잘 드러난다. 미국의 주요 행동주의 헤지펀드는 트라이언펀드, 벨류액트 캐피탈, 아이칸, 퍼싱 스퀘어 캐피탈, 페어홈 캐피탈, 자나파트너스 등이 있다.

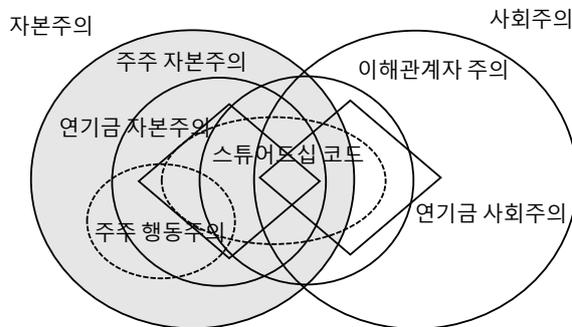
[도표 10] 2013~2016년 주요 행동주의 헤지펀드 현황

회사	최근 투자	Furtune 100 기업대상 캠페인 현황
Trian Fund Management, LP	P&G, GE	4
Value Act Capital Management LP	올림푸스	4
Icahn Associates Corp.	애플, 델	4
Pershing Square Capital Management	앨리칸	3
Fairholme Capital Management LLC	시어스	3
JANA Partners LLC	애플, 델, 홀푸드	2

자료: 스투어드십 코드와 기관투자자의 주주권 행사/자본시장연구원(2018년)

주주 행동주의는 주주권 행사 비율을 높인다는 점에서 연기금 자본주의 및 스투어드십 코드와 중첩되거나 공격적 주주활동을 통해 근본적인 기업전략의 수정, 내지는 해산까지 이르게 할 수 있다는 특이점이 있다. 다만 주주 자본주의의 범주 안에서 주주활동이 이뤄지는 것이며, 상법, 회사법, 증권거래법 등 법적 통제와 이해관계자 및 정치, 경제, 사회적 맥락이 고려되어야 한다. 즉 과도한 주주권이 경영권, 노동권, 소비자권리 등을 침해되지 않는지에 대한 규제는 필요하지만 기본적으로 주주권은 주식회사 내, 민주적 절차를 위한 기본권이라는 인식이 요구된다.

[도표 11] 자본주의, 주주 자본주의, 연기금 자본주의, 주주 행동주의의 범주



자료: 교보증권 리서치센터

### 해외 기업지배구조 적용 추세 : 법 또는 상장규정에 의해 모범기준 준수 및 설명

바람직한 기업지배구조는 존재할까? 최적 지배구조는 기업과 경제여건에 따라 다양하고, 일률적으로 규정하기 어렵다. 그러나 많은 국가들이 모범기준을 제시하고 이에 대해 시장에서의 유인에 의해 자율적으로 준수하거나 준수, 또는 설명을 공시하도록 규율하는 추세다.

최근 주요 외국의 모범기준은 1) 이사의 이해관계자에 대한 주의의무, 2) 전사적 리스크 관리, 3) 주주와의 건설적 대화 등의 내용이 도입되고 있고, 대부분 국가는 법 또는 상장규정에 의해 모범기준을 준수하거나 설명하도록 하고 있다.

한국의 기업지배구조 모범기준은 1999년 제정되어 2003년, 2016년에 각각 개정되었다. 1999년 재정경제부 장관, 상장기업 전문경영인, 금융기관 대표, 법률 및 회계전문가, 시민단체 대표 등으로 구성된 기업지배구조 개선위원회에서 제정되었으며 현재는 한국기업지배구조원에서 모범기준을 연구, 개정하고 있다.

한국의 기업지배구조 모범기준은 제정기관의 성격 상 강제적 효력이 없으며, 자율적 준수를 통한 시장중심 접근 방식을 취하고 있어 미국 식을 따르고 있다고 볼 수 있다. 그러나 미국의 경우 시장참여자 및 이해관계자들의 자발적 기준 제시와 경영권 거래시장 기능이 활발하다. 기타 OECD 국가들과 비교할 때도 한국의 기업지배구조 모범기준 적용 기능은 낮은 편이다. 다만 2017년 한국거래소에서는 기업지배구조 공시제도를 통해, 상장규정에 의한 핵심원칙의 CoE(Comply or Explain : 준수 혹은 설명) 공시를 도입해 점차 활성화될 전망이다.

[도표 12] 주요국 기업지배구조 제정 및 CoE(Comply or Explain: 준수 혹은 설명) 원칙 제도 및 최근 주요 개정사항

제도	주요 개정사항
미국	회계 관련법 및 상장거래소 규정 CoE 원칙 채택하지 않음 법조계의 ALL(American Law Institute)의 기업지배구조 원칙 투자자의 ISG(Investor Stewardship Group), CalPERS(캘리포니아 퇴직연금), TIAA-CRDF(교직원 퇴직연금) 등의 기업지배구조 원칙 기업의 BRT(Business Roundtable)의 기업지배구조원칙 등 시장참여자 및 이해관계자들의 자발적 모범기준을 제정해 제시 이사는 최소 3년의 임기를 수행할 준비를 해야 함 이사선임이 연도별로 이루어지지 않으면 회사는 이유를 설명해야 함 회사와 주주는 주요 주주총회 안건에 미리 대화하고 주주가 이사추천을 할 수 있는 방법을 마련해야 함 경영진 방어장치는 주주의 투표에 의해 실시하고, 이사회에 의해 재검토되어야 함 기타 자산소유자 및 자산운용사 수탁자 책임에 관한 사항
영국	FRC(재무보고위원회 : 비정부 공적기관)에서 기업지배구조 코드 제정 Comply or Explain 원칙 채택, 상장규정을 통해 회사가 적용하는 기업지배구조 코드의 주요 원칙에 대한 준수 현황 또는 미준수 이유를 공시해야 함 FRC 코드 이외에 QAC(중소기업연합), AIC(투자회사협회)가 제정한 기업지배구조 코드가 있음 이사회의 이해관계자 이익을 고려한 의무수행 중장기적 기업가치를 위한 이사회 회사 가치, 전략과 연계된 기업문화 창출 지명 위원회의 승계 계획 수입과 이사회 다양성 고려 임직원 보상 계획과 연관된 이사보상 계획 수립 등
일본	증권거래소와 금융위원회가 기업지배구조 윤칙과 코드를 제정하고 발전 일본 상장규정은 기업지배구조 코드를 각 시장에 따라 CoE 방식으로 기업지배구조 보고서를 통해 공시할 것을 규정 유가증권시장은 기본원칙, 원칙, 보충원칙에 대해 공시, JASDAQ 시장은 기본원칙에 대해 공시 (원칙) 상장회사의 스튜어드십 전문성 제고 활동 및 이해상충 관리 (보충원칙) 이사회 CEO 해임절차 확립
독일	법무부가 구성한 기업지배구조위원회에서 제정, 1~2년 단위로 개정되어 현재 12회 개정된 2017년 기업지배구조 코드 적용 주식법은 상장회사에 대한 기업지배구조 코드의 권고사항을 CoE 방식으로 공개할 것을 규정 경영이사회와 감사회에 대해 코드에 대한 기업지배구조 보고서 제출을 권고 (권고) 감사회 위원 후보 제출 시 후보의 관련 지식과 능력, 경험을 알 수 있는 이력서 첨부 및 감사회 위원의 웹사이트 공개 (제안) 장기성과보수의 조기지출 금지, 투자자와 감사회가 관련된 사항에 대한 감사회 의장의 논의

자료: 해외 기업지배구조 모범기준 제·개정 및 적용 동향/기업지배구조원(2019년)

[도표 13] OECD 국가별 기업지배구조 모범규준 현황

국가	지배구조 모범규준 최초 도입	주관기관 성격	규율체계	CoE 여부
그리스	Hellenic Corporate Governance Code For Listed Companies (2013)	혼합	법·규제	CoE
남아공	King Code for Listed Companies (1994)	민간	상장규정	CoE
네덜란드	Dutch Corporate Governance Code (2003)	혼합	법·규제	CoE
노르웨이	Norwegian Code of Practice for Corporate Governance (2005)	민간	상장규정	CoE
뉴질랜드	NZX Corporate Governance Code	거래소	상장규정	CoE
덴마크	Recommendations on Corporate Governance (2001)	공적기관	법·규제	CoE
독일	German Corporate Governance Code (2002)	혼합	법·규제	CoE
라트비아	NASDAQ Principles of Corporate Governance (2005)	거래소	법·규제	CoE
러시아	Corporate Governance Code (2002)	공적기관	법·규제/상장규정	CoE
룩셈부르크	Ten Principles of Corporate Governance (2007)	거래소	상장규정	CoE
멕시코	Code of Corporate Best Practice (1999)	민간	법·규제	법제화
미국	NYSE Listed Company Manual (2003)	거래소	법·규제/상장규정	강제준수
벨기에	The 2009 Belgian Code on Corporate Governance	혼합	법·규제	CoE
브라질	Brazil Corporate Governance Code-Listed Companies (2016)	공적기관	법·규제	CoE
사우디	Corporate Governance Regulations (2006)	공적기관	법·규제	강제준수/CoE
스웨덴	Swedish Corporate Governance Code (2005)	민간	-	CoE
스위스	Swiss Code of Best Practice for Corporate Governance (2002)	민간	법·규제	CoE
스페인	Good Governance Code of Listed Companies (1998)	공적기관	법·규제	CoE
슬로바키아	Corporate Governance Code for Slovakia (2004)	혼합	법·규제	CoE
슬로베니아	Corporate Governance Code (2004)	공적기관	상장규정	CoE
싱가포르	Code of Corporate Governance (2011)	혼합	법·규제	CoE
아르헨티나	Corporate Governance Code (2004)	공적기관/거래소/민간	상장규정	CoE
아이슬란드	Corporate Governance Guidelines (2004)	공적기관	법·규제	CoE
아일랜드	Irish Stock Exchange Listing Rules applying UK Corporate Governance Code with Irish Annex (2003)	혼합	상장규정	CoE
에스토니아	Corporate Governance Recommendations (2005)	공적기관	법·규제	CoE
영국	UK Corporate Governance Code (2003)	혼합	상장규정	CoE
오스트리아	Austrian Code of Corporate Governance (2002)	공적기관	법·규제	강제준수/CoE
이스라엘	Companies Act(including the code of recommended corporate governance (1999)	민간/공적기관	법·규제	CoE
이탈리아	Corporate Governance Code (1999)	공적기관/거래소	법·규제	강제준수/CoE
인도	SEBI (Listing Obligations and Disclosure Requirement) Regulation (2000)	혼합	법·규제/상장규정	CoE
인도네시아	Good Corporate Governance Code (2015)	공적기관	-	CoE
일본	Corporate Governance Code (2015)	거래소	상장규정	CoE
중국	The Code of Corporate Governance for Listed Companies in China 2002 (revision pending in 2016)	공적기관	법·규제	강제준수
체코	Corporate Governance Code based on the OECD Principles (2001)	-	-	CoE
칠레	Practices for Corporate Governance Rule No 385 (2012)	공적기관	법·규제	CoE
캐나다	Corporate Governance : Guide to Good disclosure (2014)	거래소	법·규제	CoE
콜롬비아	Codigo Pais 2014 (2007)	공적기관	법·규제	CoE
터키	Corporate Governance Principles (2003)	공적기관	법·규제	강제준수/CoE
포르투갈	Corporate Governance Code - 2016 (2006)	공적기관/민간	법·규제	CoE
폴란드	Code of Best Practice of WSE Listed Companies (2002)	거래소	법·규제	CoE
프랑스	Corporate Governance Code of Listed Corporations (2003)	민간	법·규제	CoE
핀란드	Finnish Corporate Governance Code (2003)	거래소/민간	상장규정	CoE
한국	Code of Best Practices for Corporate Governance (1999)	민간*	-	준수의무 없음
헝가리	Corporate Governance Recommendations (2004)	거래소	법·규제	CoE
호주	Corporate Governance Principles and Recommendations (2003)	혼합	상장규정	CoE
홍콩	Corporate Governance Code (Appendix 14 of the Main Board Listing Rules) (2005)	거래소	상장규정	CoE

자료: 해외 기업지배구조 모범규준 제·개정 및 적용 동향/기업지배구조원(2019년) \* 2017 OECD Factbook은 관리기관 KCGS의 성격을 혼합으로 기재하고 있으나 KCGS는 민간 기관

### ESG 패러다임의 전환적 의미

최근 ESG 경제, 경영, 투자는 유행처럼 퍼지고 있는 것이 사실이다. 필자 역시 ESG에 대해 근본적으로 접근하지 못 하고 있는 것은 아닌지에 대한 고민이 들기도 한다. 그러나 10년 이상 실물경제와 금융시장을 직간접적으로 경험하고 추적해 온 Economist의 직관에서 최근 3년 가량 ESG 모멘텀은 내재적이고 유력한 에너지를 체감하고 있다.

미국을 중심으로 한 기업지배구조에 대한 논의의 역사를 살펴본 결과, 주주 자본주의에 대한 쏠림의 경향을 바로 잡고, 기업법의 실제적 목표인 주주를 포함해 직원, 고객, 사회 공동체, 투자자 등 이해관계자 공통 이익을 달성하려는 경영과 투자의 원리와 운영이 내재화되고 시장에서 평가가 이루어지는 것이 바로 ESG 패러다임이 아닐까 정리해 본다.

물론 주주 자본주의에서도 이해관계자는 중요한 고려 대상이다. 자본을 제공한 주주들은 이사회를 구성한다. 이사회는 경영진과 감사를 선임한다. 경영진은 채권자와 계약, 임직원을 고용, 협력사와 협의해 제품과 서비스를 생산해 고객에 판매한다. 지역사회와 환경, 국가와 전세계도 중요한 고려대상이다. 다만 주주 자본주의는 위임을 바탕으로 한 수직적 지배구조다. 그리고 이해관계자와 주주가치 상충 시, 주주가치 극대화가 우선된다.

ESG 패러다임 이후의 이해관계자주의는 참여와 합의가 바탕이 된 순환적 구조의 기업지배구조이자 경영원리이다. 자본을 제공한 주주가 이사회, 경영진, 감사를 선임하지만, 이들은 채권자, 임직원, 협력사, 고객, 지역사회와 환경, 국가와 전세계 등 다양한 이해관계자들을 보다 유연한 구조로 고려한다. 그리고 주주가치 뿐만 아니라 다른 가치보다는 포용적, 확장적, 지속가능한 전체 기업가치 창출을 최우선 목표로 삼게 되는 것이다.

[도표 14] 전통적 방식(수직적 구조)의 기업 지배구조



자료: 교보증권 리서치센터

[도표 15] 새로운 방식(순환적 구조)의 기업 지배구조



자료: 교보증권 리서치센터