

우리나라 대기업을의 지배구조 개선에 관한 연구

- A Study on Governance Structure Improvement of Large Corporate in Our Country -

이 재 범*

Lee Jae Beom

Abstract

The governance structure of corporate is very important to raise the nation's economic efficiency and the operation result of firm. However, the innovation of corporate governance structure is a important problem to improve international confidence in our country, since most large corporate in our country has a premodern governance structure to be influenced in decision making of corporate group by minority governance-shareholder. Therefore, in our country the improvement of corporate governance structure is very urgent.

This study examine the improvement device of corporate governance structure to be introduced in our country, and present the improvement direction to be suitable to our country's economic circumstance.

1. 서론

개별국가의 경제효율성이나 단위기업의 경영성과를 제고시키는데 있어 기업지배구조가 매우 중요하다. OECD도 기업활동과 관련된 16개 환경요인 가운데 기업지배구조를 최우선 관심사항으로 지적한 바 있으며, 근년에는 선진국이나 개도국을 막론하고 기업지배구조에 관한 규범을 제정하였거나 규범화를 가속화하고 있다. 특히 국제표준(global standard)으로의 이행이 요구되고 있는 작금의 상황에서 취약한 시장경쟁과 비효율적인 지배구조의 개선을 통해 세계경제와의 조화와 상호작용을 증진해 나가야 할 것이다.

대기업의 지배구조에 대한 논의는 1997년 외환위기 이후 외적 강압에 의해 본격적으로 논의되기 시작하였다. 1998년초 신 정부는 재벌기업에 대하여 기업경영의 투명성 제고, 상호지급보증의 해소, 재무구조의 개선, 핵심부문설정 및 중소기업과의 협력관계

* 서일대학 산업시스템 경영과 강사

강화, 지배주주 및 경영진의 법적인 책임을 강조하였으며, 1999년까지 모든 상장기업에 대하여 사외이사제도의 도입을 강제하고 소액주주의 권한을 강화하도록 하였다.

그러나 IMF의 구제금융지원 이후 기업지배구조에 대한 집중적인 논의와 사외이사제도 등 부수적인 개선에도 불구하고, 2000년초 발생한 현대그룹의 형제간 경영권 분쟁과 최근에 이루어지고 있는 재벌2, 3세의 경영권세습은 우리나라의 기업지배구조가 아직도 소수의 지배주주에 의해 대기업 전체의 의사결정이 좌우되는 전근대적 현상이기 때문에 우리나라의 대외신인도 제고를 위하여 기업지배구조의 개혁이 중요한 과제라 아니할 수 없다.

그 동안 논의된 대기업의 지배구조개혁은 크게 두 가지로 요약할 수 있다. 첫째는 사업의 지나친 다각화와 계열사간 채무지급보증과 출자, 부당내부거래 등을 통한 그룹위주 경영을 지양하여 계열사들의 독립성을 추구하였다. 그룹위주의 경영을 지양하고 계열사의 독립성을 강화하기 위한 수단으로 대주주의 실질적 지배하에 있는 모든 기업들을 포함하는 결합채무제표 작성을 의무화하였으며, 계열사 간 채무보증을 해소할 것과 다각화된 사업구조에서 탈피하여 핵심사업에 집중하도록 하였다. 이러한 조치는 내부자금시장(internal capital market)과 내부거래(intra-group trading)의 운용을 어렵게 함으로써 계열사들이 서로 긴밀히 연결되어 있는 공동운명체로 존재하는 재벌조직을 개별 계열사의 독립적 운영이 강화되는 단순결합체로 변화시키기 위한 것이다.

둘째는 지배주주에 의한 전횡을 가능하게 하는 취약한 지배구조를 개선하는 것으로 요약할 수 있다. 외환위기 이후 주주권리를 행사하기 위하여 필요한 최소한의 주식지분율이 크게 낮아졌고, 이사의 선임에 있어서도 상법상 누적투표제가 도입되었으며, 일정비율의 사외이사제 선임이 요구되는 등 소액주주의 권리를 보호하고 지배주주의 독단적인 경영과 전횡을 막기 위한 각종 수단들이 도입되었다. 이러한 지배주주 개선 방안이 주주이익극대화를 목표로 한 소액주주 권리강화 및 시장규율의 제도화에 초점을 맞추고 있다. 그러나 이러한 일련의 조치는 주주자본주의에 입각한 미국식 지배구조인데 이러한 제도가 기업의 경영효율을 제고하는 최고의 방법인지에 대하여는 검증이 이루어지지 않은 상태이며, 사외이사제도는 미국 내에서도 그 기능에 대하여 상당히 부정적인 시각이 존재하고 있다.[12] 또한 일본과 독일식 지배구조를 추가하여 은행이 재무구조개선을 명분으로 기업을 감시할 수 있도록 하였다.

그러나 우리나라의 경우 지배주주가 주가상승을 통한 자본이득(capital gain)보다는 기업에 대한 경영권의 유지확보에 가치를 두고 있는 문화적 풍토 하에서 제도적 특성을 충분히 검토하지 않고 외국제도를 무분별하게 급격하게 도입하고, 경영자를 지나치게 감시하는 일은 오히려 경영효율을 떨어뜨릴 수 있다는 우려가 제기될 수도 있다. 모든 자본주의 국가는 기업이라는 조직을 발전시켜 오면서 나름대로의 정치, 경제, 사회, 문화적 특성, 소위 역사적 경로의존성(historical path dependency)을 반영한 지배구조의 모델을 형성해 왔고 지금도 각국의 기업지배구조는 당면한 도전을 극복하는 과정에서 진화하고 있다.

따라서 본 연구는 기업지배구조가 기업에 미치는 영향에 대하여 살펴보고, 우리나라와 선진국의 지배구조제도를 검토하였다. 이를 토대로 우리나라에 도입된 기업지배구조개선방안을 검토하여 우리나라의 실정에 적합한 개선 방향을 제시하고자 하였다.

2. 기업지배구조가 미치는 영향

기업지배구조란 소유자, 이사회, 경영자 그리고 기타 이해관계자들간의 상호작용 관계를 규정하는 메카니즘을 의미하며, 좀더 좁은 의미로는 기업의 소유자가 기업경영을 책임지는 경영진을 선임하고 경영진의 의사결정과정을 통제하는 체계를 말한다. 지배구조의 문제가 발생하는 것은 이해관계자들간의 정보불균형, 특히 지배주주와 기타 이해관계자들간의 정보불균형으로 인해 발생하는 대리인 문제를 완전히 해결할 수 없기 때문이다. 따라서 기업의 지배구조개선은 기업경영과정에서 발생하는 대리비용을 극소화하는 과정이라 할 수 있다.

Jensen-Meckling[13]에 따르면 기업의 소유권이 집중된 기업일수록 경영자와 주주간의 이해가 일치되어 대리비용이 감소하고 기업의 성과가 증가한다는 것이다. 즉 소유구조가 집중된 기업일수록 사후적 조정(ex post setting up)이 완전히 이루어지는 반면 경영자 지분이 낮을수록 사후적 조정이 완전하게 이루어지기 어려워 사적소비가 증가한다는 것이다.

Rozeff[17]는 지배주주의 지분비율과 배당성향과의 관계를 분석한 결과 지배주주의 주식비율과 배당성향 간에는 부(-)의 관계가 존재하며, 주주의 수와는 정(+)의 관계가 존재한다는 결론을 얻었다. 이는 지배주주의 지분비율이 증가할수록 대리비용이 증가한다는 것이다.

Schooley-Barney Jr[18]에 의하면 지배주주의 소유권구조가 높을수록 배당이 감소하지만 어떤 특정 점을 넘어서면 배당이 증가하고 대리비용도 증가한다는 것이다. 김형준-이재범[3]이 이들의 모형을 이용하여 우리나라 상장기업 81개 기업을 대상으로 분석한 결과 지배주주의 지분비율이 37.4%정도 일 때 배당성향이 최소인 것으로 나타났다.

Devashis-Owers[10]는 현금배당기업을 대상으로 배당공시일(-1~0)을 중심으로 누적초과수익률과 기관투자자의 주식보유비율 및 기관투자자의 수와의 관계를 분석하였다. 그 결과 기관투자자의 주식보유비율과 수가 낮을수록 누적초과수익률의 시현에 더 유의적인 것으로 나타났다. 회귀분석한 결과에서도 기관투자자의 주식비율과 수가 많을수록 배당공시를 전후한 시점에서 배당개시기업의 정보효과가 작은 것으로 나타났다. 이는 기관투자자의 내부정보에 대한 접근성과 높은 분석력으로 인해 정보가 미리 시장에 반영된 데 기인한다고 한다.

Lichtenberg-Pushner[14]는 일본회사의 소유권자료를 기초로 재무제표를 분석하였는데 종속변수로는 생산과정상의 전반적인 효율적 향상을 나타내는 총 요소 생산성을 사용하였으며, 독립변수로는 소유구조를 사용하였다. 분석결과 금융기관의 소유지분이

증가하게 되면 효율적 감시로 인하여 경영자의 과실이 감소한 것으로 나타난 반면에 기업상호간의 주식소유가 높은 경우 기업능력이 감소한 것으로 나타났다. 일반 투자자는 기업성과에 영향을 미치지 않은 것으로 나타났으나, 임원의 주식소유가 높은 경우 기업성과와 유의한 정(+)의 관계로 나타났다.

Pound[16]는 외부대주주들과 기관투자자들이 경영진에 찬성하거나 능동적으로 반대하기보다는 오히려 포기하고 보유주식을 매각한다는 수동적 감시가설(passive monitoring hypothesis)을 제시하였다. 이 가설에 의하면 이들 투자자들은 현재의 경영진과 전략적 제휴관계를 유지함으로써 M&A과정에서 제3기업에 인수되는 것을 막기 위하여 경영진에게 유리한 행동을 한다는 것이다. 또한 경영진과 유착관계에 얽혀 있는 이들은 사업의 수익성이 없어도 경영진에게 찬성할 수밖에 없다는 것이다. 그러므로 이들의 지분이 증가할수록 기업가치가 하락할 것으로 예측하고 있다.

그러나 능동적 감시가설(active monitoring hypothesis)에 따르면 외부대주주와 기관투자자들이 경영진으로 하여금 기업가치극대화 방향으로 의사결정을 하도록 효율적으로 감시하기 때문에 이들의 지분이 증가할수록 기업성과가 높아진다는 것이다. McConnell-Servaes[15], Agrawal-Mandelker[8]가 이를 실증적으로 분석한 결과 외부대주주와 기관투자자의 소유지분이 기업성과와 정(+)의 관계가 존재하는 것으로 나타났다.

Holderness-Sheehan(1988)은 전문경영자기업과 소유경영자기업의 기업성과를 분석하였다. 일반적으로 전문경영자기업의 경영성과가 좋은 것으로 인식하고 있으나 미국에서 주식거래가 활발하게 이루어지고 있는 5,240개의 기업을 대상으로 조사해본 결과, 지분의 약50%이상을 소유하고 있는 대주주가 있는 기업의 수나 지분비율이 오히려 증가하고 있다는 것을 발견하였다. 이들은 분석을 위해 미국거래소에 상장된 기업 중 2년 연속 대주주가 50%이상 지분을 소유하고 있는 114개의 소유경영자기업과 20%이상의 대주주가 없는 전문경영자기업 101개를 선정하였다. 분석결과 두 기업집단간에는 차이가 존재하지 않는 것으로 나타났다.

윤주섭[2]은 거래소에 상장된 257개 기업을 대상으로 소유와 경영의 분리효과를 분석하였다. 산업별로 최대 지분율과 최소 지분율을 분류하여 전문경영자지배기업과 소유경영자지배기업을 선정한 결과 소유경영자지배기업의 평균 지분율은 40.5%, 전문경영자지배기업은 10.3%였다. 기업성과를 측정하는 변수로 주당순자산, 총자본이익률, 매출액순이익률, 매출액성장률을 선정하여 두 소유구조에 대하여 분석한 결과 어느 구조에도 유의적이지 않은 것으로 나타났다.

이상에서 살펴본 바와 같이 기업의 지배구조가 기업환경에 미치는 영향은 연구자에 따라 다양한 결과를 나타내고 있다는 것을 알 수 있다.

3. 미국식과 일본식 기업지배구조의 특징 비교

기업지배구조가 각기 다른 역사적, 문화적 배경을 지닌 세계 각국에서 실제 운영되는 방식을 이해하기 위해 지배구조를 두 가지 대비되는 모형, 즉 주주 중심주의 모형

과 이해관계자 중심주의 모형으로 구분해 비교해 볼 수가 있다. 기업지배구조가 '주주에 의한 경영자의 규율과 통제'로 정의될 때, 주주자본주의 모형은 주주가 시장압력을 통해 기업에 대한 규율을 이루는 시스템이고, 이해관계자 자본주의 모형은 주로 기업내부의 계층조직과 기업의 이해관계자에 의해 지배가 이루어지는 시스템이다. 미국과 영국 등 앵글로색슨계 국가들이 주주자본주의 모형에 근접한데 비해 대부분의 유럽대륙국가들과 일본이 이해관계자 자본주의 모형에 가까운 것으로 평가되고 있다. 따라서 미국과 일본의 지배구조특징을 검토하여 비교하고자 한다.

미국 대기업을 지배구조는 자본시장의 발달과 광범위한 소유분산이 그 출발점이다. 지배대주주가 많지 않기 때문에 소유와 경영이 분리되고 전문경영체제가 정착되어 왔으며 경영자시장도 형성되어 있다. 이러한 구조하에서는 경영자가 강력한 지배권을 행사할 수 있는데, 이는 주주, 채권자, 종업원 등이 아무도 그 권력을 행사하지 않는 힘의 공백 때문이다. 기관투자자들이 대량의 주식을 보유하고 있지만 소극적인 역할만을 수행하고 있기 때문에 "강한 경영자, 약한 소유자"가 미국지배구조의 특징이 되었다.

은행과 기업과의 관계는 양자간 지배권의 연계를 차단하는 법과 제도의 발전으로 소원한 관계(*arm's length relationship*)를 유지하는 것이 특징이다. 미국의 지배구조에서 대리인 문제가 발생할 경우 M&A시장의 규율효과(*discipline effect*)는 매우 중요한 위치를 차지하고 있다. 기업의 이사회에서 중요한 역할을 담당하고 있는 사외이사의 경우 이사회 본연의 기능에 충실한가에 대하여 회의적인 평가가 지배적이다. 이러한 미국식 지배구조가 최근 들어 많은 변화를 추구하고 있다. 즉, 주주행동주의의 대두, 연기금자본주의의 대두, 겸업주의로의 이행, 부채의 기능 증대 등이 중요한 변화의 움직임이다.

일본의 대기업지배구조는 자본시장의 취약한 기능, 대출시장의 발달, 기업간 상호출자가 그 출발점이다. 재벌해체 이후 개인대주주의 소멸이 가속화되었고 계열집단 내 기업상호간 장기적, 안정적 주식보유가 보편적인 현상으로 발전하면서 일본식 지배구조의 특징이 형성되었다. 법인자본주의 혹은 네트워크자본주의란 표현은 일본 기업지배구조의 특징을 반영한 것으로써 소유와 경영이 분리된 상태에서 계열기업간 상호권한의 공유와 분산이 이루어졌다.

이사회는 대부분 내부이사로서 이사회 본연의 기능을 수행하지 못하고 있지만, 기업집단 내 상호감시, 견제체제가 구축되어 그 기능을 일부 대신하고 있다. 차입경영 하에서는 미약한 자본시장의 기능을 대체할 만큼 주거래은행의 역할이 중요했고, 은행은 안정주주인 동시에 경영감시자, 자금제공자로서의 역할을 담당하였다.

이러한 일본식 지배구조에도 최근 지배구조상의 많은 변화를 시도하고 있다. 즉, 상호출자관계의 완화, M&A시장 등 자본시장의 기능 제고, 금융위기 이후 주거래은행제도의 붕괴 등이 중요한 변화의 움직임이다. 또한 지주회사의 허용을 계기로 수평적 통제 특징을 가졌던 일본 대기업지배구조에 변화를 가져오게 되었다.

영미식 모형과 일본 및 유럽식 모형 두 시스템의 가장 큰 차이는 정보의 집중과 배분 방식에서 나타난다. 즉, 기업 내부인사(경영진과 이사회)가 갖고 있는 '정보통제면에서의 자유재량권'은 이해관계자 자본주의 모형이 주주 자본주의 모형보다 더 크다. 따라서, 일본 및 유럽식

모형인 이해관계자 자본주의 모형의 경우 내부자들(대주주, 은행, 종업원 등) 사이에서는 정보의 불균형이 적지만 외부의 소액주주들은 정보를 쉽게 얻을 수 없다. 반면에, 상대적으로 시장에 더 많이 의존하는 영미식 모형인 주주자본주의 모형의 경우 '공정한 시장조건을 조성하기 위해서 모든 주식시장 참여자들에게 동등한 정보를 제공해야 한다'는 법적인 책임을 강조한다.

정보 배분에 있어서의 차이는 다시 소유구조의 차이를 가져온다. 통상적으로 소유가 광범위하게 분산된 경우 주식의 가치가 상대적으로 투명하게 결정된다. 정보가 투자자들에게 광범위하게 전달되고 이 정보에 의거하여 투자자들은 주가의 적정성을 평가하고 주식의 매매행위를 결정한다. 반면에 대규모 관계투자자들은 주가를 평가함에 있어서 소액주주들에 비해 상대적으로 주관적이다. 따라서 정보가 외부시장에 전파되기가 상대적으로 용이한 영미식 모형, 즉 주주 자본주의 모형에서는 분산된 소유구조를 갖게될 가능성이 더 크다. 반면에 일본 및 유럽식 모형인 이해관계자 자본주의 모형에서는 명목적 소유자들이 기업과의 장기적인 관계(예를 들어 공급자 관계)를 통해 얻을 수 있는 이득에 더 큰 관심을 갖게됨에 따라 상대적으로 집중적이고 안정적인 소유구조를 갖게되는 경향이 있다.

또한 이러한 양 모델에서의 소유구조의 차이는 기업의 투자 행태에 대해서도 영향을 미친다. 일본 및 유럽식 모형은 상대적으로 내부자금조달에 많이 의존하기 때문에 경영자들이 단기적인 주가의 등락에 개의치 않게 되고, 따라서 장기적인 프로젝트에 투자할 수 있는 가능성이 영미식에 비해 상대적으로 높아진다. 한편, 영미식 모형은 시장에 의한 원활한 구조조정에 강점이 있는 반면에, 이해관계자 자본주의 모형에서는 '특수적 관계'에 기초한 장기적인 몰입(commitment)이 강점이 될 수 있다. 이러한 영미식 지배구조와 일본 및 유럽식 지배구조의 차이에 대한 설명은 표 I 과 같이 요약할 수 있다.

4. 우리나라 기업지배구조의 문제점

우리나라의 기업지배구조는 영미식의 주주이익 극대화도 일본 및 유럽식의 이해관계자이익 극대화도 아닌 지배대주주의 이익 극대화였다고 할 수 있다. 이러한 지배구조하에서 지배대주주를 감독 규율하는 기능이 사실상 존재하지 않았기 때문에 기업은 지배주주에 의해 수직적이며 집권화된 통제하에서 소유집중현상을 야기하게 되었다.

우리나라의 기업지배권이 대주주 한사람에게 집중되어 있어 다음과 같은 비판이 제기되어 왔다. 첫째, 선단식 경영이 이루어지고, 소유와 경영이 분리되거나 전문경영인에 의한 책임경영이 불가능하며, 대주주의 독단경영, 무리한 사업확장, 내부거래를 통한 계열사의 보조가 대기업집단 전체의 경쟁력을 약화시켰다. 둘째, 분배적 형평성을 저해하고, 대주주의 전횡이 가능한 구조하에서 기업경영에 대한 외부감시와 견제기능이 저하되어 각종 비리가 방치된다. 셋째, 외부감시와 견제가 부족하여 경영상의 잘못된 의사결정을 조기에 시정하지 못하여 경쟁력이 저하된다.

그러나 소유·지배의 집중이 기업경영의 효율성 측면에서 장·단점을 동시에 갖고 있기 때문에 우리나라 대기업의 지배구조를 일방적으로 비효율적이라고 비판하는 것은 옳지 못하다. 선진국의 대기업들이 우리나라의 대기업보다 광범위하게 소유가 분산되고 전문경영체제가 기업의 효율을 제고할 것이라는 것은 논리의 비약이며, 소유분산이나 소유·경영의 분리가 효율성 측면에서 대리인 문제 때문에 상당한 비용을 수반

< 표 I > 영미식 모형과 일본 및 유럽식 모형의 비교

해 당 국 가		영미식 모형	일본 및 유럽식 모형
기 업 의 기 본개념	기업이념	• 미국, 영국 등 영미계 국가	• 독일, 일본 등 대륙계 국가
	경영목표	• 주주 주권주의(주주가 기업의 주인)	• 기업공동체주의(기업은 하나의 공동체)
	기업성과 측정방법	• 주주이익 극대화 • 기업의 시장가치(주식가격)	• 이해관계자들의 이익극대화 • 기업의 시장가치(주식가격), 고용관계, 공급자와 구매자와의 거래 관계 등
규 율 수 단		• 이사회외의 경영감시 • 시장에 의한 규율 - 투자자의 자유로운 주식매매 - 기업지배권매매(M&A)허용 등	• 조직에 의한 통제 • 거래은행의 경영 감시 및 통제
경 제환경 및 특 징	금융여건	• 자본시장 성숙 및 관련법제 완비 • 기업자금을 주로 자본시장에서 조달 • 은행은 기업경영에 불간여 • 기관투자자의 높은 지분율	• 자본시장 미성숙 • 기업자금을 주로 은행을 통해 조달 • 은행이 기업경영에 영향력 행사 • 대주주의 높은 지분율
	회계제도	• 주주이익(배당)의 극대화를 위해 시가주의 회계 채택	• 기업 및 채권자 입장에서 원가중심의 보수주의 회계 채택
	특 징	• 소유와 경영의 분리 • 주주이익을 중시하는 법제 • 소액주주 보호장치 존재 • 엄격한 기업정보공개 요구	• 소유와 경영의 중첩 또는 분리 • 이해관계자들의 공동이익 추구 • 기업경영의 안정을 중시하여 기업지배권매매(M&A)를 제한
장 단점	장 점	• 투자위험의 분산으로 일반인의 기업투자 촉진 • 소유와 경영의 분리로 경영효율 제고	• 장기적인 안목에서의 경영가능 • 이해관계자의 이해상충을 조화
	단 점	• 경영자의 단기주의	• 다원적인 기업목표로 인해 주주이익이 경시될 수 있음.

할 수 있음을 시사하고 있다. 소유분산이 분배의 형평을 제고할 것이라는 주장에도 문제가 있다. 기업성과인 이익을 주주에게 과다하게 배당할 겨우 오히려 기업가치의 감소로 주가가 하락하여 주주의 손실을 초래하게 되며, 헌법이 재산권을 보호하기 때문에 대주주가 주식을 시장가격보다 싸게 일반투자자에게 제공하지 않는 한 분배의 형평을 제고할 수 없다. 이상의 평가를 바탕으로 우리나라 대기업이 가지고 있는 지배구조의 문제점을 알아본다.

(1) 지배주주의 남용행위

지배주주가 권한을 남용함으로써 발생하는 문제는 세가지로 요약할 수 있다. 첫째, 외부주주, 종업원과 채권자의 몫을 직접 빼앗는 경우, 둘째, 대주주가 기업가치를 극대화하는 것이 아니라 개인의 목적을 추구함으로써 비효율을 야기하는 경우, 셋째, 기업의 이해관계자들에게 정당한 몫을 분배하지 않는 경우 등이다.

여기에 대한 체계적 증거는 없으나 지배주주인 소유경영자가 내린 결정이 착취의 결과를 초래했다는 방증은 많다. 예를 들면, 대규모의 이익을 실현한 계열사가 주주에 대한 배당, 종업원에 대한 임금, 채권자에 대한 원금상환 등을 억제하면서 투자위험이 높은 다른 업종에 대규모 투자를 감행하는 경우, 상장계열사와 비상장계열사 사이의 합병조건을 이용하거나 주식의 내부거래 등의 방법을 통하여 지배주주가 외부주주에 비하여 큰 자본이득을 챙기는 경우, 기업과 지배주주 사이의 거래과정에서 지배주주가 시장거래에 비하여 유리한 조건을 향유함으로써 회사에 손실을 초래하는 경우 등이다.

(2) 채권자의 견제역할 미흡

자금을 제공한 채권자는 이자만 받을 뿐 평상시 기업경영을 감시하거나 견제하지 못하고 기업지배에서 배제되어 있기 때문에 사업투자에 문제가 발생할 수 있다. 기업의 차입금이 과다한 경우 재무구조가 취약한 만큼 투자의 신중함이 필요한데 자금을 제공한 채권자에 의해 경영이 적절히 견제되지 않는 상황에서는 문제가 발생할 가능성이 크다. 채권자와 채무자의 계약에 의해 채권자의 권리를 보호할 수도 있었겠지만 관치금융하에서 이러한 기능은 유명무실한 것이었다.

(3) 기업비리

지배주주에 대한 대내외적 감시 또는 견제가 미약하기 때문에 지배주주는 부당한 방법으로 비자금을 조성하여 사적인 목적으로 사용하거나, 정경유착에 사용하는 등 기업이 우리 사회의 각종 부조리의 중심에 위치하여 기업에 대한 국민의 지지를 약화시킬 뿐만 아니라 기업의 경쟁력을 약화시킬 수 있다.

(4) 지배주주의 법적 책임 결여

지배주주는 절대적인 영향력을 행사하면서도 계열사와의 불법행위나 잘못된 경영으로 인하여 야기된 외부주주나 채권자의 손실에 대하여 법적인 책임을 지지 않고 있다. 지배주주의 권한과 책임이 균형을 이루는 것이 바람직한 지배구조의 요건이라고 볼 때 절대적 지배권력을 행사하면서도 이에 대한 법적인 책임을 지지 않는다는 것은 형평과 효율의 문제를 야기할 수 있다.

(5) 기업경영의 투명성 결여와 외부감시기능 미흡

지배주주의 남용행위, 채권자의 역할 부재, 기업비리 등의 문제는 기본적으로 기업경영이 폐쇄적이고 투명성이 낮으며 그만큼 외부로부터의 감시기능이 미약하기 때문에 야기될 수 있다. 경영투명성과 외부감시기능이 미흡하기 때문에 지배주주와 그 측근의

소수내부인사만이 기업경영의 실상을 알고 있다. 기업의 재무상태가 파산위기에 이르기 직전까지는 경보장치가 작동할 수 없고, 악성루머가 기업의 정상적인 금융을 저해하는 문제를 자초하는 지배구조를 갖고 있다.

(6) 비효율적 경영에 대한 규율장치의 부족

거의 모든 의사결정이 지배주주 한사람에게만 의존하기 때문에 기업이 비효율적으로 경영되고 있을 때 적시에 그 책임을 물어 경영자를 퇴출시키고 효율적 경영으로 대체할 수 있는 내·외부의 규율장치가 부족한 문제가 있다. 이사회, 주주총회, 감사 등 모든 내부통제장치가 지배주주의 통제하에 있으므로 경영을 규율하는 본연의 기능을 수행하지 못하고 있다. 소액주주의 대표소송제도, 기업지배권시장에서의 M&A위협 등이 경영을 규율하는 유력한 외부통제장치이나 소액주주의 대표소송제도는 아직 입법단계에 머물러있는 상태이다.

(7) 지배권 세습

작금에도 삼성, 현대, LG, SK 등 대기업의 경영권 세습문제가 사회적으로 논란이 되고 있듯이 소유가 집중된 구조하에서 때로는 편법, 불법적인 방법으로 기업지배권의 세습이 이루어지고 있다. 지배권을 세습한 2·3세의 경영능력이 검증되지 않은 상태에서 절대적 의사결정권을 행사할 경우 경영의 비효율을 초래할 수 있다.

5. 기업지배구조 개선정책 방향 및 성과

정부는 1996년 기업의 지배구조와 관련된 중요한 제도개혁에 착수하였으며, 이 조치가 지배구조정책의 의미있는 출발점으로 평가되고 있다. 이 때의 제도개선은 기업경영 투명성 제고와 M&A관련제도의 개선과 관련된 법과 규정을 개정하였다.

기업경영의 투명성을 제고하기 위하여 첫째, 감사제도를 강화하였다. 상장기업 감사의 지위를 강화하기 위하여 감사선임 및 해임시 대주주의 의결권을 제한하고, 감사의 업무집행 독립성 및 효율성 제고 등을 추진하였다. 외부감사인 지정제도를 확대하기 위하여 분식회계 가능성이 높은 상장기업의 외부감사인을 증권관리위원회가 확대하여 지정하도록 추진하였다. 증권위의 회계감리제도를 강화하기 위하여 회계감리 대상 상장기업을 확대하고 변칙회계처리 기업 및 외부감사인에 대한 처벌을 강화하였다. 둘째, 소액주주에 의한 기업경영 감시장치를 강화하였다. 주주제안제도를 도입하였으며, 소액주주의 행사요건을 완화하기 위하여 권리내용에 따라 행사요건을 차등적으로 완화하였고, 승소 시 회사비용 부담범위를 확대하였다. 셋째, 상장기업의 지배주주 등과의 거래내역의 공시를 강화하여, 가지급금, 대여금, 담보제공, 출자, 유가증권 및 부동산거래 등과 영업활동관련 물품서비스 거래의 내역을 공시하도록 하였다.

M&A관련제도의 개선을 위하여는 첫째, 공개매수제도를 개선하여 25%이상의 주식을 취득할 경우 50%+1주 이상의 주식을 의무적으로 공개매수하도록 하고 공개매수자의 적용범위를 확대하였다. 둘째, 상장주식의 대량보유상황 공시제도를 개선하여 공동

매수자를 합산공시하고 적용대상 유가증권의 범위를 확대하였다.

1996년의 제도개선노력에도 불구하고 효과적인 집행을 제약하는 장애요인이 많았고 제도적으로 미비한 사항도 많았다. 상장기업의 지배주주 등과의 거래내역 공시제도의 당초 계획은 영업활동과 관련된 물품, 서비스, 자금거래도 모두 반기별로 공시하도록 되어 있었으나 증권위의 의사결정과정에서 전년도 매출액의 5% 이상 금액에 해당하는 경우만 공시하도록 했다. 단말기를 통한 공시가 이루어지지 못하고 증권거래소에 신고된 문서의 사본을 단순히 공시실에 비치함으로써 공시효과가 크지 못한 문제가 있었다. 현재에도 기관투자자들이 먼저 공시사항을 입수할 수 있기 때문에 일반투자자가가는 정보불균형으로 인한 손해를 보고있는 실정이다.

소액주주행사와 관련하여는 증권감독원, 법원 등에서 소액주주권 행사관련 현황도 제대로 파악되지 않고 있었다. 상장기업 감사 및 회계감사 강화정책은 증권감독원의 감리대상 선정방식이 개선되었으나, 감리인력의 부족 등으로 1997년 6월 현재 감리대상업체는 700여개 회사중 70개 업체만이 감리대상으로 선정된 실정이었다. 분식회계 가능성이 높은 상장기업의 외부감사인을 증권위가 확대 지정한다고 하지만 기업과 외부감사인 사이에 존재하는 이해상충 문제를 해결하기는 미흡하다. 상장기업감사의 지위를 강화하는 조치도 기본적으로 지배주주의 영향력을 벗어나지 못하는 문제점을 해결하기에는 미흡하다.

1998년초 신 정부도 외환위기 이후 기업구조조정 의 일환으로 기업지배구조를 개선하기 위한 조치를 취하였으며, 1999년초에는 '기업지배구조개선 위원회'를 설치하여 OECD가 제시한 '기업지배구조 모범규약' 차원의 기업지배구조규약을 제정하였는데 그 내용은 다음과 같다. 첫째, 기업의사결정구조를 개선하기 위해 이사의 충실의무와 실질적인 이사제를 도입하고, 사외이사 의무화 및 이사회 의 권한을 강화하여 1999년부터 상장기업의 경우 이사회 의 1/4이상을 사외이사로 선임토록 하였으며, 이사회내 소위원회 를 도입함으로써 이사 및 이사회 의 제도를 개선하였다. 또한 상장한 대기업에는 감사위원회를 도입하여 감사제도를 개선하였으며, 주주총회를 활성화하기 위해 서면투표제 의 도입, 이사선임과정 개선(주주총회전에 이사 이력사항 고지), 주주총회 의 권한을 강화하였다.

둘째, 소액주주 의 권리의 보호를 강화하기 위해 소액주주권 행사요건을 완화하여 주주대표 소송권 지분을 1%에서 0.01%로, 임원해임청권 지분은 1%에서 0.5%로 낮추고 누적투표제를 도입키로 하였다. 셋째, 시장규율을 강화하기 위해 투신과 은행신탁계정 의 경우 의결권을 부여함으로써 기관투자자 의 역할을 강화하였다. 또한 M&A시장을 활성화하기 위해 경영권인수 시 일정지분이상을 매입하여야 하는 의무공개매수제도를 폐지하고 출자총액제한제도도 폐지하였으며, 외국인의 국내기업 M&A와 관련된 규제를 완화하였다. 넷째, 기업투명성 제고를 위하여 기업회계기준을 국제기준으로 개정하고, 대기업은 계열사와 관련된 결합재무제표의 작성을 의무화하였으며, 외부감사를 강화하였다. 또한 공시제도를 강화하여 분기보고서 의 작성의무화, 특수관계인과의 거래명시, 예측정보 공시, 파생상품 거래손익을 공시하도록 하였다.

정부의 지배구조개선을 위한 법적, 제도적 장치가 어느 정도 갖추어짐에 따라 구체

적인 기업의 지배구조개선노력이 나타나기 시작했다고 할 수 있다. 1998년 3월말 현재 상장기업 505개사에서 667명의 사외이사가 선임되었으며, 계열사간 채무보증액 10조원(30대 기업집단 채무보증액의 30%)을 해지하였다. M&A시장도 활성화되어 98년에 356건, 99년에 444건으로 이전 10년간의 평균에 비해 2배이상 급증하였다. 그러나 이들 기업결합은 대부분이 사업분할, 비수익사업, 저성장사업의 정리를 목적으로 하는 구조조정 차원의 인수합병이기 보다는 영업양수나 사업부문 통폐합, 관련부문 제휴차원에서 이루어지는 우호적 기업결합이며, 경영진의 교체를 전제로 하는 적대적 기업인수와는 거리가 멀다. 특히, 최근 들어 외국기업에 의한 인수합병은 오히려 감소하는 추세를 보이고 있어서 기업지배권시장이 본격적으로 형성되고 있다는 조짐은 아직 나타나지 않고 있다.

최근 들어 소액주주의 활동이 크게 증가하고 있다. 소액주주운동은 외국의 경우와 마찬가지로 이들을 대리한 시민단체 등의 주도로 진행되고 있는데, 이러한 소액주주운동이 기업지배구조개선에 있어 상당히 가시적 성과를 거두고 있다는 것이다. 기업들은 투자자관계(investor relationship)에도 보다 적극적으로 대응하고, 주주총회를 보다 원활히 치르기 위해 우호적 주주들을 적극적으로 확보하고 있으며, 경영회계공시 등 기업의 경영투명성을 제고하기 위한 제반조치를 강구하고 있다.

6. 향후 추진방향

6.1 기업지배구조 개선정책 추진상의 문제점

정부가 추진해온 기업구조조정정책이 표면적으로는 정부와 기업간에 상호협조가 이루어지고 있는 것처럼 보이지만 내면적으로는 상호불신과 의혹의 그림자가 드리워져 있다. 기업의 입장에서는 기업구조조정이 시장원리하에서 이루어져야 되며, 정부의 역할은 자율적 구조조정을 제약하는 규제철폐, 거래비용을 줄일 수 있는 중개시장의 형성, 대내외 개방을 통한 경쟁압력창출에 국한되어야 한다는 것이다. 정부의 입장에서는 기업이 외환위기에 대한 중요한 원인제공자이기 때문에 기업이 술선해서 적극적으로 구조조정을 해야함에도 불구하고 소극적으로 대처하고 있으며, 과거의 경영방식을 완전히 탈피해야 한다는 인식이 아직도 부족하기 때문에 정부가 제도적 틀을 갖추어 주는 역할 이외에 기업에 대한 감시, 지도, 권유와 설득을 병행해야 한다는 것이다. 정부와 기업이 상호 대립적인 상황에서 동시다발적으로 추진되어온 기업지배구조 개선정책은 그 효과와 더불어 많은 문제점을 내포하고 있다.

첫째는 기업들이 주장하는 바와 같이 개선정책의 추진이 지나치게 정부주도로 진행된다는 것이다. 무엇보다도 주목해야 할 것은 정부보다는 시장을 더 신뢰할 수 있다는 것이고, 정부의 역할은 시장의 효율적 기능을 저해하는 요인이 제거에 한정하며, 시장을 특정한 목적으로 만들려고 해서는 안 된다는 것이다. 또한 정부가 추진해온 정책은 전 세계적으로 시행되고 있는 제도를 총망라하여 우리나라 기업에 적용하자는 것이므로 일시에 많은 충격을 주게 되면 문제를 해결하는 것보다는 새로운 문제를 파생시키

는 측면이 많을 수 있다.

둘째는 정책의 일관성이 결여되어 있다는 것이다. 정부가 불가피하게 대기업구조조정
정에 개입하고 있으나 정리해고, 빅딜, 부채비율감축 등 중요사항에 대한 정책혼선이
빚어져서 경제의 불확실성을 증대시켰다. 정부의 조치가 지배구조 개선의 목표를 경제
력집중완화에 있는지 아니면 기업의 효율성과 경쟁력에 두고 있는지 불분명하다. 현대
와 LG의 반도체사업과 같이 정부주도로 이루어진 빅딜은 기업의 독과점 체제를 심화
시키는 것으로 상품시장에서의 경쟁에 의한 기업에 대한 규율기능을 약화시킨다. 일관
성 없는 정책은 그룹구조실의 해체와 계열분리에 의한 독립경영을 촉구한데에서도 나
타난다. 대기업집단의 운영체계의 핵심인 그룹구조실을 폐쇄시키고는 유사한 기능을
구조조정본부를 설립케 하였으며, 계열분리를 강력히 중용하고 계열사간 자금지원을
강하게 제동을 걸었던 정부가 2000년 말에는 현대건설의 유동성 문제를 해결하기 위
해 동일 계열의 현대상선은 물론 계열분리를 선언한 현대자동차로 하여금 현대건설을
지원하도록 촉구한 것이 대표적인 예이다.

셋째는 지나치게 단기간 내에 성과를 기대한다는 것이다. 기업의 구조조정을 위한
시장인프라의 구축에 상당한 진전이 있었다고 할 수 있으나, 시장인프라의 구축을 토
대로 해서 시장 주도적인 구조조정이 이루어지기에는 상당한 시간이 소요된다. 다양한
제도를 일시에 도입하면서 어느 하나에 완벽한 결과를 기대하거나 단기간 내에 획기
적인 성과를 기대해서는 안 된다는 것이다. 사외이사제도의 경우 수십년 전부터 도입
시행해 온 미국에서도 사외이사의 전문성 결여와 시간제약 등으로 인해 그 실효성에
의문이 제기되고 있는 실정이다. 우리나라의 경우 명확한 계약관계가 아니라 연고나
인간관계에 의하여 사외이사를 선임하기 때문에 사외이사가 경영자를 감시하고 견제
하는데에는 한계가 있을 수밖에 없다. 따라서 추진중인 제도가 경영의 투명성을 제고
하여 경영자의 부정이나 독단 및 무사안일을 방지하기 위한 제도이므로 그 효과가 당
장은 미미하더라도 장기적으로 긍정적인 효과를 기대해야 할 것이다.

6.2 기업지배구조 개선 목표 및 개선방안

바람직한 기업지배구조 형성을 위한 기업지배구조 개선의 목표는 기업지배구조의 효율성과
의 연관 속에서 고려되어야 한다. 즉, 기업지배구조 개선의 목표는 기업지배구조의 효율성을
증진시키는 것이 되어야 하며, 이 효율성은 지배주주, 소액주주, 채권자, 종업원 등 당해 기업
이해관계자 모두의 효율성과 당해 기업 외부의 여타부문 효율성까지 포괄하는 사회전체의 효
율성과 연관된 개념을 의미한다.

이와 같은 기업내부와 외부를 포괄하는 전반적인 효율성 증진을 가져오는 기업지배구조 개
선은 필연적으로 지배주주와 소액주주를 비롯한 이해관계자간의 정보 불균형 문제를 완화하여
경영의 투명성을 높이며, 자본시장에서 평가되는 기업의 가치가 당해 기업의 경영능력의 우월
성 정도에 비례하여 평가되게 하고 이에 따라 궁극적으로는 국민경제적 자원배분의 효율화를
가져오는 것이어야 한다. 또한 한국적 현실에서 기업지배구조 개혁은 공정성 확보, 특히 지배
주주와 소액주주간 공정성 확보라는 추가적인 목표를 필요로 한다. 공정성을 추가적인 목표로

설정하는 배경에는 기업이 사유물이 아니라 사회의 공적기구이며, 특히 재벌과 같은 거대기업의 경우 그것이 국민경제에서 차지하는 비중에 비례하여 그 사회적 책임도 커져야 한다는 인식이 자리잡고 있다. 따라서 정부가 추진하여 온 기업지배구조 개선정책이 문제점이 있더라도 전체적으로는 우리나라 기업의 지배구조개선을 위한 효과적인 수단을 포함하고 있기 때문에 개선책을 보완해 가면서 지속적으로 추진해야 할 것이다.

(1) 우선순위에 의한 단계적 추진

기업지배구조 개선은 다의적인 개념이고 여건의 변화에 호응하여 끊임없이 계속되어야 하기 때문에 모든 과제를 일시에 해결하려고 하는 것보다는 우선 순위를 정하여 시급한 관제는 신속·과감하게 추진하고 여타 과제는 일관성 있게 꾸준히 추진해 나가야 할 것이다. 대외 신뢰도를 회복하기 위해 시급한 과제는 기업경영의 투명성이며, 이 부분에 대해서는 특히 신속하고 과감하게 추진해야 할 것이다.

기업의 투명성 문제로 인해 발생한 작금의 SK글로벌 분식회계사건은 금융시장을 대 혼란에 빠뜨렸다. 연일 주가가 하락하고, 원/달러환율과 국고채금리는 이상 급등하고 있으며, 외국환평형기금채권금리마저 가파르게 오르는 등 안팎으로 우리나라 금융시스템에 경고신호를 보내고 있으며, 대내·외적인 신뢰도 하락으로 인하여 '우량기업도 못 믿겠다'는 불신감이 고조되면서 투자자들은 한국시장을 이탈할 조짐마저 보이고 있다. 또한 SK글로벌의 분식회계 사건발표 후 은행 등 금융기관을 중심으로 투신권에 맡긴 채권형펀드 환매요청이 쇄도, 2003년 3월 12일 하루만에 8조원대 환매가 이루어지며 금리급등과 함께 금융시장 불안감을 부추기고 있다.

(2) 채권자의 감시기능 강화

채권자는 기업의 주요 이해관계자중 하나로서 잔여청구권자(residual claimant)인 주주보다 우선적으로 기업자산의 배분에 참여할 수 있다. 그러나 채권자는 비록 주주보다 우선적으로 기업자산을 배분받을 수 있는 권리가 있긴 하나 기업이 파산 등의 경제적 곤경에 직면할 경우 그 채권의 상당부분에 손상을 초래할 수 있다는 점에서 기업에 대한 경영감시의 유인을 지닌다고 할 수 있다. 우리나라 대기업에 대한 주요 채권자는 은행과 제2금융권을 포함하는데, 이들 금융기관은 대기업의 이해관계자로서 사실상 두 종류의 지위를 동시에 차지하고 있다. 그 하나는 채권자로서의 지위이며, 다른 하나는 최근 들어 기업지배구조에 있어서의 중요성이 점차 증대되는 추세에 있는 이른바 기관투자자로서의 지위이다.

우리나라 대기업의 경우 부채비율이 매우 높고 또한 은행으로부터의 차입비율이 전체 외부자금조달 구성에 있어 차지하는 비중이 높다. 이는 기업지배구조의 관점에서 보면 채권자로서의 은행 등 금융기관의 대기업에 대한 이해관계가 크고 따라서 이들이 대기업의 경영을 감시해야할 필요성이 크다는 점을 의미한다. 뿐만 아니라 은행에 의한 기업경영의 감시는 감시의 비용, 감시의 효율성, 그리고 감시의 유인 등의 측면에서 매우 효과적이라 할 수 있다. 즉, 은행과 기업은 장기적인 거래관계에 있고 이에 따른 기업정보수집을 상시적으로 하고 있으므로 은행에 의한 기업경영의 감시는 감시의 비용을 절감시키고, 대출금의 회수 등을 통한 제제조치를 가할 수 있어 감시의 효

울성이 높다. 또한 기업부도 시 은행의 대출금회수가 불가능해 지는데 따른 피해가 상대적으로 커서 감시에 대한 경제적 유인이 크다[1]. 그러나 은행의 대기업에 대한 경영감시의 필요성과 유인이 이처럼 컸음에도 불구하고 관치금융과 이에 따른 은행 자체의 지배구조문제 등으로 인해 그 동안 우리나라 은행의 대기업에 대한 경영감시 기능은 매우 미약했다고 할 수 있다.

미국에서는 주식시장 등 자본시장이 잘 발달되어 있어 은행 등 간접금융에 대한 의존도가 낮고 따라서 기업의 부채비율도 낮다. 그러므로 채권자의 기업에 대한 이해관계가 상대적으로 작고 따라서 채권자가 기업의 경영을 감시해야할 유인도 상대적으로 작다. 그러나 일본 및 독일의 경우 자본시장이 미발달되어 있고 이에 따라 기업들의 은행차입에의 의존도가 상대적으로 높아 우리나라의 경우와 같이 은행의 기업에 대한 경영감시 유인이 높다고 할 수 있다.

우리나라 은행이 채권자로서 기업에 대한 경영감시 역할을 제대로 수행하도록 하기 위해서는 우선 지나친 주식보유집중이 이루어지지 않는 범위 내에서 은행의 대기업지분 보유를 통한 주주화를 지향할 수 있도록 유도하고, 대기업의 계열사간 상호주식보유비율 및 내부지분율을 낮춤으로써 은행의 대기업 경영권에 대한 영향력 증대를 유도하는 것이 바람직하다. 또한 은행의 대기업주식에 대한 장기투자를 유도함으로써 주주이자 채권자로서 은행의 대기업에 대한 영향력 증대와 경영감시기능의 제고를 도모해야 한다. 근원적으로는 은행이 관치경영에서 벗어나 자율적인 의사결정과 수익중심의 경영최적화를 지향할 수 있도록 은행 자체의 소유구조와 지배구조를 개혁하는 것이 중요하다.

(3) 공시제도의 강화

소액주주가 지배주주에 대한 경영감시 기능을 효율적으로 수행하기 위해서는 기업에 대한 경영정보의 획득이 회사의 경영진이나 기관투자자와 동일한 균형을 이루어야 하는데, 이를 위하여서는 공시제도가 강화되어야 할 것이다. 기업실적이나 경영계획 등 기업정보를 누구에게나 똑같이 알려주도록 2002년 11월부터 시행중인 공정공시제도의 실효성이 크지 않다고 평가하는 것으로 나타났다. 한국상장회사협의회가 최근 166개 상장사를 대상으로 설문 조사한 결과 공정공시제도가 증시효율성에 '기여한다'는 응답은 30.7%에 그쳤다. 나머지는 별로 기여하지 않는다고 말했고 '오히려 혼란을 초래한다'는 응답도 12.6%나 있었다.(중앙일보,2003.2.9)

공시의무에 포함될 내용의 범위를 소액주주나 투자자가 만족할 만한 수준으로까지 넓혀야 하며, 불성실한 공시나 허위공시에 대한 제재를 강화해야 할 것이다. 보다 중요한 것은 공시가 기업자신을 위해 자발적으로 이루어져야 한다. 그 동안 우리나라 기업들은 소액주주나 투자자에 대한 공시를 의무로만 생각하여 상법이나 증권거래법상의 법률적인 강제조항 때문에 마지못해 행하는 경향이 있어 왔다. 그러나 미국 등 선진국의 많은 기업들은 투자자나 소액주주를 위해 법적으로 요구되는 내용의 공시뿐만 아니라 경영·재무분석에 관한 상세 정보와 지역사회기여 정보 등 법적으로 강제되지 않는 내용의 공시까지 소액주주나 투자자를 위해, 나아가서는 기업자체의 이미지 제고

를 위해 자발적으로 행하고 있다는 것이다. 이와 같은 공시내용은 인터넷을 통해서도 쉽게 접할 수 있도록 되어 있는 경우가 많다. 우리 기업들은 공시를 법적으로 강제되는 의무로 생각하기보다는 소액주주나 투자자에 대한 정보제공의 창구로 생각하여 이들에 대한 성실하고 충분한 정보제공은 결국 당해 기업에 대한 이미지 제고와 투자확대를 통한 기업가치 상승을 가져옴으로써 장기적으로 당해 기업에 이익을 가져다준다는 논리를 토대로 기업들의 공시에 대한 인식전환이 필요하다 하겠다.

(4) 지주회사제도 보완

지주회사제도는 지주회사가 자회사를 실질적으로 지배함에 따라 문제가 야기될 수 있기 때문에 미국과 일본에서도 제한적으로 시행되고 있다. 미국은 공익사업(전기, 가스)과 금융업을 제외하고는 지주회사에 대한 특별한 규제는 존재하지 않지만, 지주회사는 많지 않고, 사업부제를 채택하고 있는 것이 일반적이다. 지주회사의 경우에도 사업을 영위하면서 타 기업에 출자하는 사업지주회사가 대부분이며, 자본만을 보유하면서 출자하는 순수지주회사는 극히 예외적으로 발견된다. 미국 대기업을 주로 사업부제를 채택하고 있으며, 지주회사가 일반화되지 않은 이유로는 제도적 요인이 크다.

첫째, 미국에서는 지주회사가 가져오는 지배자본 절약효과, 주주권의 간접화 효과, 규제회피효과 등을 기대하기 어렵다. 기업관련 법제가 세계 어느 나라에 비해 잘 정비되어 있고, 집단대표소송 등에 의해 기업간 지배종속관계를 통한 주식회사제도의 남용이 제도적으로 매우 어렵게 되어 있다. 또한 기업정보의 투명화로 지주회사를 통한 지배주주의 권리남용의 가능성을 견제할 수 있다는 점에서 지주회사의 설립유인을 찾지 못한 결과라고 볼 수 있다.

둘째, 대기업과 이를 가능하게 한 지주회사에 대한 부정적 인식이 아직 잔존하고 있으며, 기업 측에서도 과거의 경험을 통해 지주회사방식에 그다지 매력을 느끼지 못한다는 것이다. 일반인들 사이에는 20세기초에 기업집중의 수단이 되었으며, 그 이후 많은 부작용을 초래하였던 공익사업지주회사 문제 등으로 인해 지주회사에 대한 부정적 인식이 부분적으로 남아 있다.

셋째, 지주회사 설립 및 운영에 따른 비용이 지적된다. 직접비용으로서 지주회사의 설립비용이나 운영비용이 소요된다. 또한 기업의 의사결정과정에 추가적인 단계가 생길 수 있으며, 인사이동, 세법의 적용 등에 따르는 복잡성이 지적되고 있다. 그리고 지주회사와 사업회사의 사업내용을 투자자에게 전달하는 과정에서 정보비용 등이 추가로 발생할 수 있다.

일본의 경우 지주회사에 대한 해금논의가 1965년에 1차, 1985년에 2차에 걸쳐 논의되었으나 강한 반대에 부딪혀 결론을 도출하지 못하다가 1990년대 초에 본격적으로 불붙기 시작하였다. 1992년 '경제동우회'가 지주회사에 의한 기업그룹 전체의 통괄경영을 이상적인 기업상으로 제시하며 불황탈출을 위한 기업구조 재구축의 유력한 수단으로서 지주회사의 허용을 주장하였다. 지주회사의 장점으로는 ①기업그룹의 효율적 경영, ②유연한 기업구조 재구축의 수단, ③기업법제의 국제적 적합성, ④경영의 안정화, ⑤기업합병의 용이화 등을 열거하였다. 통산성의 자문기관인 '산업구조심의회'도 1993

년 보고서를 통해 상기와 유사한 지주회사의 장점을 열거한 지주회사의 해금을 주장하였으며, 통산성의 '기업법제연구회'는 1995년 '기업조직의 신조류'라는 보고서를 통해 이러한 주장을 체계적으로 정리하여 지주회사의 효용과 지주회사의 해금을 주장하였다. 이러한 지주회사 해금론에 대하여 반대론자들은 지주회사제도에 내재하는 회사제도의 남용 가능성 및 반경쟁적 기능과 일본의 경제, 사회적 특징에 근거를 두고 지주회사 해금에 반대하였다. 지주회사제도에 내재하는 폐해에 대해서는 ①경영자의 권한남용, ②다수결의 남용, ③유한책임의 남용이라는 이유를 들고 있다.

독점금지법의 주무부처인 일본 공정거래위원회는 지주회사 금지제도를 견지하여 왔으나 지주회사 해금론이 본격적으로 공론화 되면서 지주회사를 부분적으로 허용하는 방향으로 태도로 바뀌었다. 1995년 동 위원회의 자문기관인 '독점금지법제4차개정문제연구회'가 공표한 '지주회사 금지제도의 존재방식에 대하여'라는 보고서에 의해 지주회사제도를 공식화하였다. 동 보고서는 당시까지 일본의 지주회사 금지제도가 시장의 개방성 및 투명성이라는 측면에 비추어 사업자에 대한 과도한 제한이 아닌가를 검토할 필요성이 있다고 전제하고, 지주회사 금지제도와 관련하여 과거의 재벌과 같은 콘체른이 재현할 가능성은 없지만, 지주회사가 경제력 집중을 초래할 가능성이 크다는 점은 변함이 없다고 밝히고 있다. 다만 일본 공정거래위원회는 ①일정 규모이하의 지주회사, ②순수 분사화를 위한 지주회사, ③벤처캐피탈의 지주회사화, ④금융회사의 이업태간 상호진입을 위한 지주회사 등은 독점금지법의 취지에 어긋나지 않는 지주회사의 형태라는 의견을 조심스럽게 개진하였다.

이와 같은 과정을 거쳐 일본은 1997년 독점금지법을 개정하여 지주회사는 원칙적으로 금지하되, 앞에서 언급한 공정거래위원회의 기본 방침과 어긋나지 않는 지주회사에 대해서는 부분적으로 허용하도록 하였으나, 위에서 정한 원칙에 어긋나는 회사는 그 수가 제한되어 있기 때문에 실질적으로는 지주회사를 전면적으로 허용하게 되었다고 볼 수 있다.

우리나라에서 지주회사 허용논의는 1995년부터 제기되기 시작하였으며, 외환위기 이후 경제위기를 극복하기 위한 기업구조조정수단의 일환으로 지주회사를 활용할 필요가 있다는 주장이 높아졌고, 1999년 2월 공정거래법 개정을 통한 지주회사의 부분적 허용으로 연결되었다. 우리나라의 지주회사 허용여부와 관련된 논의는 일본의 지주회사 효용론을 중심으로 하는 편향된 시각만이 여과없이 수용되었다. 그 결과 지주회사의 효용이 지나치게 과장되어 심지어는 지주회사가 21세기에 있어서 가장 이상적인 기업조직이며, 지주회사를 채택할 경우 마치 우리 기업이 안고 있는 모든 문제가 저절로 해결되는 듯한 주장을 하는 사람들도 적지 않았다. 그러나 지주회사의 효용은 미국과 일본의 경우에서 보았듯이 매우 불분명하며, 기업경쟁력에 미치는 영향도 극히 지엽적인 것에 지나지 않는다. 지주회사의 효과 역시 경제여건, 기업환경에 따라 큰 영향을 받는 것이다.

지주회사와 자회사간에 지배·종속관계로부터 발생할 수 있는 문제는, ①자회사에 대한 지주회사 주주의 주권행사 제약에 따른 소수과 주주의 피해(=지주회사 지배주주의 권한 남용), ②기업재산 이전에 따른 자회사 소수과 주주의 피해(=지주회사 및 그

주주의 권한 남용), ③자회사 경영에 있어서 지주회사 주주의 배제(=지주회사 경영자의 권한 남용), ④자회사 경영자의 책임 문제(=자회사 경영자의 경영권 침해), ⑤자회사 경영자의 권한 남용, ⑥지주회사 채권자의 피해(=자회사로의 자산 이동), ⑦자회사 채권자의 피해(=자회사 이익의 모회사로의 이전), ⑧유한책임의 남용 등이 나타날 수 있을 것이다. 전문경영자가 전권을 장악하고 있는 선진국이라면 이러한 현상이 추가적으로 발생할 수도 있지만, 우리나라의 경우 지배주주가 전권을 장악하고 있는 '전체군주형 기업지배구조'가 지배적인 우리나라 기업여건에서는 이미 이러한 일들이 이루어지고 있기 때문에 추가적으로 대두될 문제는 아니다.

이상에서 살펴본 바와 같이 지주회사가 가져올 경쟁력 향상효과는 기대하기 어렵지만, 심각한 폐단을 추가로 초래할 가능성 역시 극히 낮다고 보여진다. 따라서 현 단계에서 지주회사의 확대허용 여부가 특별한 의미를 갖는다고 볼 수 없을 것이다. 중요한 것은 이미 실질적으로 존재하고 있는 지주회사에 대해 회사법적 차원에서 그 남용행위를 방지하기 위한 제도를 정비하는 일일 것이다. 이를 위하여 구체적으로 지배·종속관계에 있는 회사간의 권리·의무의 승계문제, 지배회사 및 종속회사의 소액주주 및 기타 이해관계자의 권익보호문제, 지배회사 및 종속회사의 이사, 감사의 책임문제, 주주권의 행사범위 문제, 정보공개의 문제 등이 폭넓게 논의되어야 할 것이다.

(5) 구조조정본부의 역할 재정립

지주회사제도가 문제점을 가지고 있지만 현실적으로 존재하고 있기 때문에 지주회사제도를 폐기할 수는 없을 것이다. 따라서 지주회사와 자회사는 각기 독립적으로 기업경영을 영위하지만 양 기업간의 조정자 역할을 수행하는 기구가 필요할 것이다. 그러나 현재와 같은 경제환경하에서는 과거의 그룹기획조정실이 그룹 전체의 자원을 기획, 분배, 통제하는 역할을 효율적으로 수행할 수 없을 것이다. IMF의 자금지원이후 그룹기획조정실의 명칭이 구조조정본부로 바뀌기는 하였지만 그 기능은 달라진 것이 없기 때문에 현시점에서 명칭은 별로 중요하지 않을 것이다. 대기업조직의 효율성을 제고하기 위하여는 현재 대기업 경영의 핵심적인 역할을 수행하고 있지만, 대기업 지배주주의 보좌역할을 주기능으로 수행하고 있는 구조조정본부의 역할을 재정립할 필요가 있다. 첫째, 구조조정본부는 인사 및 기획 기능을 계열사에 대폭 위임하여 자회사의 경영자율성을 최대한 보장하고 재무적인 기능에 충실한 벤처캐피탈로서 신규사업 및 부실사업 퇴출 등 전략적 의사결정에 주력해야 한다. 둘째, 계열사별로 철저한 독립채산제를 시행하고 요구수익률 원칙을 엄격히 적용하여 투자수익률이 투자비용에 못 미치는 기업은 과감히 정리하고 미래 기대수익률과 현재의 투자비용을 비교하여 신규사업의 진출여부를 결정해야 한다. 셋째, 빠른 속도로 성장할 것으로 예상되는 시스템통합사업, 벤처산업, 전문업종간 시너지 창출을 바탕으로 한 첨단사업의 진출과 같은 대규모 복합프로젝트 참가 등의 핵심사업을 효과적으로 수행하기 위하여 전체조정자로서의 기능을 발휘해야 한다. 넷째, 구조조정본부는 상시적인 구조조정을 통해 그룹전체의 효율적인 리스크 관리기능을 수행해야 한다.

7. 결 론

기업은 기술의 발달과 더불어 성장하여 왔으나 기술적인 면에서의 혁신과 발전만으로는 기업의 경쟁력에는 한계가 있다. 기업의 초기단계에서는 우월한 기술을 바탕으로 타 기업과의 경쟁에서 우위를 점할 수 있지만, 일정 기간이 지나면 기술적 우위는 점차 하락하고 기업의 규모가 방대해짐에 따라 또 다른 대안이 요구되는데 이것이 바로 관리적인 면이다. 미국 최고의 기업인 마이크로 소프트사는 벤처기업으로 출발하여 대기업으로 성장함에 따라 창업자인 빌 게이츠는 기술자로서 기업경영의 한계를 느끼고 전문경영인을 영입하여 회사의 경영을 위임하였다. 미국이 산업사회의 발전과 더불어 가장 경쟁력을 가지고 앞서 나갈 수 있었던 이유는 바로 기본적인 기술의 발전들이 이루어진 상태에서 그 기술들을 가장 잘 활용할 수 있는 관리구조를 가장 먼저 발달시켰기 때문이다,

기업의 지배구조가 중요한 것은 바로 기업을 이끌어 가는 관리구조의 핵심인 최고경영진을 선임하고, 이들이 기업의 자원을 어디에 어떻게 분배할 것인가를 결정하는 과정을 통해 기업의 성패에 깊은 영향을 주기 때문이다. 특히 대기업에 있어서 지배구조가 중요한 것은 제품시장이나 자본시장에서의 변화가 초기에는 구조적으로 상당히 미약하게 느껴지며, 당장 이윤감소 등의 가시적인 형태로 나타나지 않기 때문에 이사회나 최고경영진이 시장으로부터의 위험신호에 반응하지 못하거나 그 신호를 무시하여 기업의 실패를 초래할 가능성이 높기 때문이다.

21세기 정보화 사회는 이전의 산업사회와는 달리 사회전반에 걸쳐 변화가 빠른 속도로 이루어지고 있다. 경제시스템의 일환인 기업환경의 변화 또한 빠른 속도로 이루어지고 있기 때문에 이러한 환경에 대응하면서 기업의 안정과 번영을 이룰 수 있는 최고경영자를 선임하는 것이 중요하며, 대기업의 지배구조 또한 경제정보화의 진전에 따라 변해야 할 것이다.

기업지배구조 변화의 조짐은 우선 주주총회에서 볼 수 있다. 주주총회의 경우 주주가 주주총회 장소에 직접 가지 않더라도 인터넷을 통해 주주권을 행사할 수 있는 시대가 도래하고 있다. 시간과 비용 때문에 주주총회에 참석하지 못했던 소액주주들이 인터넷을 통해 간편하게 주주권을 행사할 수 있게 됨으로써 지금까지 대주주 위주로 진행되어온 주주총회 방식에 커다란 변화가 일어날 전망이다. 따라서 소액주주는 자신의 의사를 용이하게 반영할 수 있으며, 소액주주의 활발한 참여를 통하여 경영의 투명성을 제고할 수 있는 제도를 활성화하고, 소액주주는 이에 대한 서비스를 강력히 요구해야 할 것이다.

전자공시제도와 인터넷 IR(investor relationships)의 확산으로 지배주주와 이해관계자간의 정보 불균형을 해소해야 할 것이다. 지배주주보다 열등한 정보를 보유하고 있는 이해관계자들이 기업내부정보를 보다 신속하고 편리하게 획득할 수 있도록 함으로써 기업경영의 투명성을 제고하고 이를 통해 기업지배구조를 개선에 기여할 수 있을 것이다.

따라서 우리나라도 정보화시대에 적합한 기업지배구조로의 전환이 절실하게 요구되는 시점이라 할 수 있을 것이다. 오늘날과 같은 정보화시대에서는 기업의 지배구조가 법적, 제도적 장치, 정보획득의 용이성 등에 의해 보다 효과적으로 개선될 수는 있겠지만, 지배주주와 다른 이해관계자 사이에는 정보불균형이 존재할 수밖에 없기 때문에 지배주주 또는 전문경영자의 도덕적 해이(moral hazard)가 존재하는 한 대리문제는 발생할 수밖에 없을 것이다. 지배구조의 개선 목적은 결국 기업의 이해관계자들 간의 정보불균형을 해소하고, 기업의 경쟁력을 강화함으로써 치열한 경쟁속에서 성장, 발전하여 지배주주는 물론 다른 이해관계자의 이익을 실현시킬 뿐만 아니라 기업의 사회적 책임을 다하여 경제정의 실현하기 위함이라 할 수 있을 것이다. 이를 위하여는 정부 정책도 중요하지만 상품시장, 자본시장, M&A시장 등 시장기능이 활성화되어야 할 것이다. 시장이 효율적으로 작동하면 비효율적 지배구조를 가진 기업은 경쟁력을 상실하게 되므로 기업이 능동적으로 효율적 지배구조를 갖출 수 있도록 경제적, 제도적 환경을 조성하는 것이 무엇보다 중요하다 할 수 있을 것이다.

8. 참 고 문 헌

- [1]김형준, 이재범, "기업의 소유권 구조가 배당에 미치는 영향에 관한 연구", 공업경영학회지, Vol.19, No.37, 1996, 3.
- [2]윤주섭, "한국기업의 소유와 경영의 분리 및 그 효과에 관한 연구", 서울대학교 경영논집, 제24권, 제1호, 1990, pp.45-99.
- [3]이경태, "기업구조조정정책의 평가와 추진방향", 금융연구, 1998. 12, pp.77-92
- [4]임영재, "기업금융, 소유구조재정정책", 한국개발원, 1998.5.
- [4]장대홍, "기업지배권시장과 계열사 출자", 상장회사협의회, 추계호 제42호, 2000, pp.71-82.
- [6]정관환, "외환위기 이후 우리나라 기업의 지배구조", 재무관리논총, 제8권 제1호, 2002, pp.21-54.
- [7]한국개발연구원, "기업금융, 소유구조규제와 산업정책", 한국개발연구원, 1997.8
- [8]Agrawal, A. and G. N. Mandelker, "Large Shareholders and the Monitoring of
- [9]Managers : the Case of Anti-takeover Charter Amendments" Journal of Financial and Quantitative Analysis, 1990, pp.143-161.
- [10]Davashis, M. and J. Owers, "Dividend Initiation Announcement Effects and the Firm's Information Environment", Journal of Business Finance and Accounting 22, 1995, pp.551-573.
- [11]Hart, O. D., "the Market Mechanism as an Incentive Scheme", Bell Journal of Economics, Autumn 1983, pp.366-382.
- [12]Jensen, M. C., "The Modern Industrial Revolution, Exit, and the Failure of

- Internal Control System", *Journal of Finance*, July 1993, pp.831-880.
- [13]Jensen, M. C. and W. H. Meckling, W. H., "Theory of The Firm : Managerial Behavior, Agency Cost and Ownership Structure", *Journal of Financial Economics* 3, October 1976, pp.305-360.
- [14]Lichtenberg F. R, and G. M. Pushner, "Ownership Structure and Corporate Performance in Japan", Working Paper No.4092, 1992, pp.1-22.
- [15]McConnell, J. J. and M. Servaes, "Additional Evidence an Equity Ownership and Corporate Value", *Journal of Economics* 27, 1990, pp.596-612.
- [16]Pound, J., "Proxy Contests and the Efficiency Ownership in Japan", *Journal of Financial Economics* 20", 1988, pp.237-265.
- [17]Rozeff, M., "Growth, Beta and Agency Costs as Determinants of Dividend Payout Ratios", *Journal of Financial Research* 5, Fall 1982, pp.249-259.
- [18]Schooly, D. and L. Barney Jr., "Using Dividend Policy and Managerial Ownership to Reduce Agency Costs", *Journal of Financial Research* 17, Fall 1994, pp.363-373.
- [19]Stiglitz, J. E., "Capital Markets and the Control of Capital", *Journal of Money, Credit and Banking* 17, 1985.

저 자 소 개

이 재 범 : 명지대학교 대학원 경영학 박사, 재무관리전공
 현대산업개발(주) 근무, 명지대학교, 서일대학, 경원전문대, 신홍대학 강사
 관심분야는 주식시장의 이현상에 대한 원인분석 투자분석 및 기업지배
 구조 분야