

외환위기 이후 우리나라 기업의 지배구조*

정 균 화**

요 약

본 논문은 1997년 말 우리나라의 외환위기이후 IMF에 의해 주도된 경제개혁방안 중 기업지배구조 개선과 관련하여 최근에 취해진 정부의 기업지배구조 개선을 위한 제반 정책을 평가하고 향후 바람직한 우리나라 기업의 지배구조 개선방안을 제시하는 것을 목적으로 한다. 외환위기 이전의 우리나라 기업지배구조는 여러 가지 척도로 평가했을 때 전반적으로 비효율적이었으며 특히 소액주주의 보호라는 측면에서는 전 세계적으로 최하위의 평가를 받았다. 따라서 최근에 취해진 제반 지배구조 개선 조치는 주로 소액주주의 권리를 강화하는데 초점을 맞추면서 선진국에서 시행하는 제반 제도를 집중적으로 도입한 것이었다. 그러나 기업지배구조 개선의 궁극적인 목적이 기업의 장기적인 경쟁력제고라고 할 때 최근의 조치는 경영자로 하여금 단기업적주의에 치중하고 우리 경제 발전의 원동력이 된 기업가정신을 저해할 가능성을 상당히 포함하고 있으므로 앞으로는 지식근로자들의 이해관계를 조정하고, 은행의 지배구조를 개선하여 은행의 감시기능을 제고하며 시장의 기능을 활성화하는 방향으로 정책이 전개되어야 할 것이다.

* 본 연구는 1998년도 고려대학교 교수특별연구비 지원에 의해 이루어진 것임.

** 고려대학교 경상대 경영학과 교수

I. 서 론

1997년말 IMF와 구제금융협상 이후에 우리나라에서는 IMF측의 요구에 의하여 대기업의 지배구조 개편에 대한 논의가 본격적으로 전개되기 시작하였다. 재벌기업의 지배구조에 대한 논의는 이전부터 제기되어 왔으나 외적 강제에 의한 강한 압력에 직면하여 본격적으로 논의되고 있으며 이는 기업의 경쟁력 차원과 경제 정의 차원의 두 가지 관점에서 제기되고 있다.

우리나라 기업은 대체로 단독기업의 형태보다는 기업집단의 형태를 띠고 소유집중과 소유경영을 특징으로 하고 있으며, 경영은 전문경영자가 대표이사직을 차지하고 있으나 하는 형식과는 무관하게 주요한 의사결정은 지배주주에 의하여 이루어지고 있는 것이 현실이다. 재벌기업의 경우에는 이러한 지배주주인 오너(총수, 회장)의 의사결정을 보조하는 기구로서 대부분의 재벌기업이 기획조정실(비서실, 경영관리실, 회장실)이라는 법적인 실체가 모호한 조직을 가동시켜 왔다.¹⁾

이러한 소유집중과 지배주주중심의 경영형태는 지배주주의 독단과 경영의 세습이라는 부작용을 비롯한 각종 대리인 비용을 발생시켜 크게는 기업의 비효율적 경영에 의한 경쟁력 저하와 작게는 기업을 둘러싼 제반 이해관계자간의 이해상충이라는 여러 가지 문제를 파생시켰다. 특히 소유집중의 문제는 지배주주 개인의 직접적인 지분보다는 계열사를 통한 간접지분이 현저히 높다는 점에서 가공자본의 형성과 지배주주와 외부주주간의 대리인문제를 심각하게 노출하기 때문에 정부는 1987년 공정거래법을 개정하여 상호출자를 금지하고 경제력집중 해소 차원에서 30대 재벌기업에 대하여는 타법인 출자한도의 엄격한 제한 등으로 소유집중 완화를 위한 제반 조치를 취해오고 있다.

기업지배구조에 대한 논의는 우리나라에서는 1990년대 들어 비교적 활발하게 전개되다가 최근 한보로 시작된 삼미, 뉴코아, 진로, 대농, 기아 등 재벌기업의 부도사태로 인하여 경영효율성 측면에서 그 논의가 가속되고 있다. 특히 1997년

1) 1998년 들어 정부의 강제에 의하여 재벌기업의 기획조정실이나 비서실이 해체되었지만 실질적으로는 기업구조조정 본부 등의 이름으로 주력기업의 관련부서에서 그룹 전체적인 기획조정의 업무를 계속 수행하고 있다.

말 IMF구제금융이후 재벌기업의 지배구조와 관련하여 1998년 초 신정부가 재벌기업에 요구한 5개 사항²⁾ 중에 지배주주 및 경영진의 법적인 책임을 강조한 것과 그 후속조치로서 1999년까지 모든 상장기업에 대하여 사외이사제도의 도입을 강제하고 소수주주권을 강화한 것 등이 모두 현재의 경제위기의 상당부분이 낙후된 기업지배구조에서 비롯된 것이라는 시각을 강하게 반영하는 조치들이라고 볼 수 있다. 그러나 IMF구제금융 이후의 기업지배구조에 대한 집중적인 논의 및 사외이사제도 등 부수적인 개선조치에도 불구하고 2000년 초에 발생한 현대그룹의 형제간의 경영권분쟁은 우리나라의 기업지배구조가 아직도 소수의 지배주주에 의해 그룹 전체의 의사결정이 좌우되는 전근대적인 면모를 불식하지 못하고 있음을 적나라하게 나타내어 이제는 우리나라 기업의 전반적인 대외신인도 제고에 있어서 기업지배구조의 개선이 무엇보다도 우선하는 과제로 떠오르게 되었다. 이에 따라 정부는 기업지배구조개선위원회에서 1999년 9월에 마련한 개선초안 2000년 10월에는 법무부의 용역보고서에 입각하여 보다 엄격한 지배구조 개선안을 추가적으로 마련하고 2002년부터는 그간 논란이 되고 있던 집단소송제도 본격적으로 도입할 계획으로 있다.

우리나라가 최근에 도입한 일련의 지배구조 개선방안은 주주이익극대화를 목표로 한 소액주주의 권리강화 및 시장규율의 제도화에 초점을 맞추고 있다. 그러나 기업지배구조 개선과 관련하여 최근에 정부가 취한 사외이사제의 도입, M&A시장의 활성화, 소수주주권의 강화 등 일련의 조치는 주주자본주의에 입각한 미국식 지배구조인데 이러한 제도가 기업의 경영효율을 제고하는 최상의 방법인지에 대하여는 이론적으로나 실증적으로 검증이 이루어지지 않았으며, 특히 정부가 강조하고 있는 사외이사제도는 미국 내에서도 그 정기능에 대하여 부정적인 시각이 상당히 존재한다(Jensen, 1993, Roe, 1993). 또한 정부는 재무구조개선을 명분으로 은행으로 하여금 기업을 감시하는 일본-독일식 지배구조도 추가하였는데, 우리나라의 제도적인 특성에 대한 충분한 검토 없는 외국제도의 무분별한 도입과 기업경영자에 대한 지나친 감시는 오히려 경영효율을 떨어

2) 1998년 1월 13일에 대통령 당선자와 재계총수간에 합의한 나머지 4개 사항은 기업경영의 투명성 제고, 상호지급보증의 해소, 재무구조의 개선, 핵심부문설정 및 중소기업과의 협력관계 강화 등이다.

뜨릴 수 있다는 점에서 그 효용성에 대한 심각한 우려가 제기될 수 있다. 과거 지배주주의 지나친 전횡으로 인한 부분적인 경영의 실패와 지배주주의 과도한 대리인비용을 줄이기 위하여 외국의 제도를 동시다발적으로 도입하는 것은 정부가 대기업개혁차원에서 추진하는 것이긴 하나 검증되지 않고 그 실효성이 의심되는 제도의 급격한 도입에 의한 개혁은 오히려 점진적인 개선조치보다도 더 나쁜 결과를 가져올 수 있다는 점에서 철저한 사전 검토가 필요하다. 특히 우리나라처럼 지배주주가 주가상승을 통한 경제적인 이득보다는 기업에 대한 경영권의 유지확보에 가치를 두는 문화적 풍토 하에서는 지배구조개선을 위한 제도는 보다 신중히 이루어져야 할 것으로 보인다.

따라서 본고에서는 기업지배제도의 기본적인 체제를 살펴보고 우리나라 기업 지배구조의 특징과 상대적인 효율성을 고찰한 다음, 최근에 도입된 기업지배구조의 개선방안에 대한 비판적 검토 하에 우리나라 실정에 적합한 개선방안을 제시하고자 한다.

II. 기업지배구조의 의의 및 체계

1. 기업지배구조의 의의

기업 지배구조란 기업경영을 규율하는 메커니즘으로 광의로는 기업의 다양한 이해집단간의 이해관계 및 지배권을 조정하고 규율하는 제도적 장치와 운영 메커니즘을 말하며 협의로는 기업경영을 책임지는 경영진의 선임과 경영진의 의사결정과정을 통제하는 체제를 말한다. 지배구조의 문제가 발생하는 것은 조직구성원(소유자, 경영자, 종업원, 소비자 등)간의 이해상충에서 생기는 대리인문제와 거래비용으로 인하여 계약에 의해 이 대리인문제를 완전히 해결할 수 없기 때문에 발생한다(Hart, 1995). 이러한 관점에서 기업지배구조는 투자자들이 기업 경영에 수반하는 거래비용(계약비용)과 대리비용을 극소화하는 과정으로 이해될 수 있다(Macey, 1998).

Shliefer-Vishny(1997)는 기업지배구조의 초점을 기업자금제공자들에 두고 있

으며 Scott(1998)도 자금제공자 중에서 특히 주주는 기업의 잔여위험 부담자(residual risk bearer)이기 때문에 기업과의 계약에 있어서 자금을 제공한 주주들은 확실한 대가를 약속 받지 못하고 자금의 용도나 관리에 대한 아무런 보장이 없다는 점에서 경영자의 이기적 행동으로부터 가장 보호받지 못한다는 것이며, 따라서 기업지배구조는 주주의 이익을 보호하는데 초점을 두어야 한다는 것이다. 그들에 의하면 100% 소유경영기업의 경우에는 지배구조가 문제될 것이 없으며 소유가 광범위하게 분산된 경우에 경영자의 이기적인 행동으로부터 외부주주의 이익을 보호하기 위한 지배구조가 필요하다는 것이다.

한편 Blair(1995, 1999)는 정보지식사회로 이진해 가고 있는 시대에서 기업의 이해관계자중에서 종업원의 역할을 강조하고³⁾ 기업의 종업원들도 점차 기업특유의 자산(firm-specific human capital)을 보유함에 따라 잔여위험을 부담하고 있으며, 단기유동성을 추구하는 자본제공자보다 장기적으로 경험에 의해 축적된 암묵지(implicit knowledge)에 의해 기업가치에 형성에 기여하는 종업원의 역할을 강조하고 있다. Rajan-Zingales(2000)도 기업가치창조의 원동력이 자본에서 지식과 기술로 빠르게 변하고 있기 때문에 기업지배구조의 초점이 전통적인 주주-경영자간의 대리인문제 완화에서 벗어나 기업이 가진 인적자본에 인센티브를 부여하는 제도를 연구하는 방향으로 전환되어야 한다고 역설하고 있다.

전통적으로 미국은 기업의 주인이 주주라는 인식 하에 주주의 이익극대화를 경영자가 도모해야 한다는 관점을 견지하여 왔으나(주주자본주의), 최근에는 주식회사가 주주의 이익만을 위해서가 아니라 기업내외의 여러 이해관계자의 이익을 균형적으로 고려해야 한다는 민주적 자본주의(democratic capitalism)의 조류가 등장하고 있다(이규역, 2000). Ackoff(1997)나 De Guis(1997), Rajan-Zingales(2000)에 의하면 자본과 자본에 기초한 물적 자산(기계장치, 브랜드, 회사이미지 등)이 중요한 생산요소이었던 산업사회에서 지식과 정보가 주된 생산요소로 등장하는 지식사회와 국가간의 장벽이 없어진 글로벌사회에서는 불확실성의 증대하며, 기업의 잔여위험을 주주들만 부담하는 것이 아니라 특히 기업특유의 인적자원을 제공하는 종업원이 잔여위험의 상당부분을 부담하기 때문에

3) 특히 벤처기업의 가치는 자금제공자에 의해서가 아니라 기업에 특화된 기술과 지식(firm-specific knowledge)을 가진 종업원에 의해 결정된다.

주주나 채권자와 같은 자본제공자 뿐만 아니라 종업원을 중심으로 한 기업의 제반 이해관계자의 이익을 조화시켜 협력적 행태를 유발함으로써 가치창조를 도모하여야 한다고 역설하고 있다.

2. 기업지배구조의 체계(구조)

전통적으로 기업지배구조는 주주의 이익을 경영자가 최선을 다해 도모하도록 하는데 초점을 맞추어 왔다. 경영자로 하여금 주주의 이익극대화를 추구하도록 하는 제도적 장치는 기업내부지배구조와 외부지배구조로 대별할 수 있다. 내부 지배구조로는 영미식 지배구조에서 전형적으로 관찰되는 사외이사를 중심으로 한 이사회제도와 성과에 연동한 보상제도가 있다. 한편 외부지배구조로는 M&A 시장, 경영자 인력시장 및 상품시장에서의 경쟁 등 시장의 규율이 있으며, 다른 한편으로는 채권자나 기관투자가들 등 자금제공자에 의한 소송 및 경영자 감시 제도가 있다.

(1) 내부지배구조

① 이사회 및 사외이사

이사회의 기본기능은 경영에 참여하지 않는 주주의 이익을 위한 최고경영자에 대한 감시 및 경영에 대한 조언이며 구체적으로는 최고경영진 임명, 업적평가 및 보수 결정, 외부감사 선임, 내부통제제도의 적합성 평가, 경영전략 심의, 최고경영자에 대한 전문적인 조언을 포함한다. 따라서 이사회 구성원 중에서 사외이사의 역할이 특히 강조되며 미국이나 영국에서는 사외이사가 전체이사의 2/3정도를 구성하고 있다. 현 경영진에 대한 감시 및 전문적인 조언이 주 역할인 만큼 이사의 선임 시에는 독립성과 전문성, 그리고 시간활용의 가능성이 중점적으로 고려된다. 일찍이 사외이사제도를 도입한 영미에서도 사외이사의 기능과 역할에 대하여 긍정과 부정의 극단적인 두 시각이 병존하고 있다. 부정적인 입장에서 있는 사람들은 이사회가 지배구조로서 실패한 이유로서 1) CEO의 정보우위, 2) 이사회구성원의 낮은 지분율, 3) 이사회인력의 과다, 4) 반대보다는 찬성을 권장하는 문화를 들고 있으며(Jensen, 1993), Klein(1998)은 실증연구를 통하여 이사회는 핵심 소위원회에 외부이사보다 기업내부경영자가 많이

참여할수록 주식시장의 반응이나 기업의 경영성과가 양호해지는 것을 보임으로써 이사회역의 역할에 회의적인 주장을 뒷받침하였다. 그러나 이러한 비판적인 시각과 이사회구성과 경영성과와는 무관하다는 수많은 연구에도 불구하고 1970~1980년대까지 수동적이던 이사회가 1990년대 들어 주주행동주의의 물결을 타고 이사회역의 독립성과 전문성이 보다 강화되어 주주의 이익을 위하여 경영에 능동적으로 관여함에 따라 그 정기기능을 긍정적으로 평가하는 시각도 전개되고 있다. 이사회가 경영진과는 별도의 정기 회의를 갖거나 이사회 의장이나 수석 이사회를 도입하는 등 능동적으로 행동함에 따라 사외이사가 주도하는 이사회역의 적극적인 활동과 경영성과와의 정의 관계도 발견되고 있다.

② 경영자보상제도

경영자의 대리인비용을 줄이고 경영자로 하여금 주주의 이익극대화를 도모하는 의사결정을 하도록 유인하기 위한 또 하나의 방안으로 경영자의 경영성과에 입각한 중장기계약이 있다. 경영자의 도덕적 해이와 노력회피는 주주가 경영자의 행동을 관찰할 수 있는 충분한 시간적 여유가 있고 경영자와의 고용계약을 복수의 기간에 걸쳐 계속적으로 갱신될 수 있도록 하는 경우에 효과적으로 통제할 수 있다. 또한 경영자의 대리인비용 발생의 큰 원인은 경영자가 자신의 노력에 대한 성과에 대하여 아무런 청구권을 행사하지 못하는데 있기 때문에 경영자의 보수를 성과와 연동시키게 되면 경영자가 주주의 부를 극대화하는 의사결정을 할 인센티브를 갖게 된다. 주주의 이익과 경영자의 보수를 연동시키는 방법에는 대표적인 것이 주식옵션부여이며, 그 외에도 업적근거 보너스, 이윤분배제도 등이 있다. 여기에서 핵심은 경영자의 성과평가에 있다. 성과평가를 위하여 사용하는 성과척도는 먼저 그 지표가 반영하는 성과가 기업의 목표와 일치되어야 하며, 둘째 그 지표가 경영자의 노력에 의해 영향을 받는 통제가능변수이어야 한다. 그 대표적인 지표가 주가이며 따라서 경영자에 대한 주식옵션이 미국에서는 일반적으로 주어지고 있다.

(2) 외부지배구조

① 기업지배권시장(M&A 시장)

내부지배구조를 보완하는 대표적인 외부지배구조로서 영미에서는 기업인수합

병시장이 경영자규율의 가장 핵심적인 수단으로 인식되고 있다(Macey-Miller, 1995). 만약 특정 기업의 경영자의 도덕적 해이가 심각하다면 그 기업의 주가는 그렇지 않은 경우에 비하여 낮을 것이며 이 경우 다른 기업은 이 기업을 인수하여 경영자를 교체하고 기업의 조직을 개편함으로써 대리인 문제를 줄이고 기업 가치를 높일 수 있으며, 그 결과 주가상승에 따른 이득을 향유할 수 있다.

M&A를 통한 기업 감시규율방식은 경영진의 경영행태를 감시하고 경영권을 가장 능률적인 경영자에게 이전시킬 수 있는 순기능을 기대할 수 있지만, 반면에 지나친 M&A 위협은 창업의욕과 기업가 정신을 훼손시킬 수 있으며 경영자들을 근시안적으로 만들어 장기투자를 피하고 단기적인 주가에만 집착하게 하는 결과를 초래할 수 있다. 또한 기업지배권시장에서의 기업감시는 인수에 따른 비용이 크게 발생하기 때문에 기관투자자에 의한 감시보다 비효율적일 수 있다. 그러나 기업지배권시장에 의한 감시는 모든 기업에 해당되기 때문에 투자하고 있는 기업에 국한되는 기관투자자에게 의한 감시보다 훨씬 포괄적이므로 M&A에 의한 경영권교체는 기관투자자나 은행에 의한 감시를 대신할 지속적인 감시의 역할 수행한다.

따라서 M&A의 여러 문제점에도 불구하고 적대적 기업인수가 경영부진이나 기업실패를 사전적으로 견제하거나 사후적으로 제재하는 가장 효과적인 수단으로 인식되어 자본시장에서의 감시통제를 근간으로 하는 영미식 기업지배구조에서 필수 불가결한 요소로 자리잡고 있다⁴⁾.

② 경영자 인력시장(managerial labor market)

경영자는 자신이 가진 경영능력이라는 인적자산의 가치가 시장에서 공정하게 평가된다면 기업내외의 감시가 없더라도 경영자 인력시장에서 명성을 유지하여 자신의 인적자산의 가치를 높이기 위하여 최선의 노력을 경주하게 될 것이다. 경영자 노동시장이 잘 발달된 미국의 경우 최고경영자는 그 기업의 경영성과에 따라 자신의 명성이 좌우되며 따라서 경영능력을 발휘하여 자신이 맡고 있는 기업의 가치를 증대시켜 줄 경우 향후 더 나은 직장을 더 좋은 조건으로 찾아갈

4) Fama(1980)는 기업내외의 제반 기업지배메커니즘이 실패할 경우 기업인수시장은 경영자의 비효율성문제를 통제할 수 있는 최후의 보루로서의 기능(last resort)을 수행한다고 주장하고 있다.

수 있다.

Fama(1980)는 경영자노동시장의 사후조정기능(ex-post settling up)과 다양한 시장메커니즘과 같은 기업외부의 메커니즘이 경영자들의 사적이익 추구문제를 통제할 수 있다고 주장하였다. 효율적인 경영자 노동시장에서는 기업전체의 경영성과에 따라 임금이 결정되므로 각 경영자들은 다른 경영자들을 감시할 동기를 가지게 되고 계약에서 벗어나는 행동을 한 경영자에 대하여서는 사후적으로 노동시장에서 그에 상응하는 평가를 내림으로써 경영자가 미래에 받게 될 보수를 조정하게 된다. 그러나 노동시장의 유연성이 결여되어 있고 특히 내부승진의 전통이 강하여 전문경영자에 대한 인력시장이 사실상 존재하지 않으며 경영자에 대한 보상도 경영능력과 무관하게 결정되는 한국과 일본 등에서는 경영자 노동시장의 규율효과는 기대하기 어려운 실정이다.

③ 상품시장의 경쟁

기업을 비효율적으로 경영하여 경쟁에서 승리하지 못하는 경우 기업이 존립하지 못하게 되므로 상품시장에서의 경쟁은 경영자에게는 어떤 시장에서의 압력보다 강하게 합리적 의사결정을 하도록 규율하는 기능을 행한다. 경쟁 하에서는 모든 기업의 비용에는 공통적인 요소가 존재한다. 따라서 특정기업의 원가하락 요인이 발생하면 경쟁원리에 의하여 시장가격의 하락을 가져오며 가격하락은 이익극대화를 추구하지 않는 경영자의 자의적 행동의 기회를 축소시킨다(Hart, 1983). 독과점 하에서는 비용하락에 의한 이득은 경영자의 슬랙(slack)으로 전용이 가능하나 경쟁 하에서는 가격하락으로 연결되기 때문에 목표 이익을 달성하기 위해서는 경영자 슬랙의 여지가 줄어들어 평균적인 경영자 슬랙은 독점 하에서보다는 경쟁 하에서 현저히 낮아진다. 소유와 경영의 분리에서 초래되는 소유자와 경영자간의 이해불일치로 인한 경영자의 사적이익추구(managerial slack : 성장극대화 및 임무해태)는 이처럼 경쟁적인 시장이 규율을 하여 경영자 인센티브제도로써 해결하지 못하는 대리인문제를 해결해 준다.

④ 금융기관과 부채

부채는 채무자가 채권약관의 조건을 이행하지 못하는 경우 기업경영자가 기업에 대한 통제권을 상실하게 되기 때문에 경영자를 규율하는 적절한 수단으로 작

용하며 또한 부채는 자유현금흐름을 줄여서 경영자의 제국건설(empire building)을 막는 가장 효과적인 방법일 수 있다(Hart, 1995, Jensen, 1986).

채권자중에서 대표적인 기관은 은행이다. 은행의 역할에 대해서 한편으로는 은행이 기업에 단기적인 대출기능만 제공하기 때문에 채권보전을 위한 최소한의 조치 이외에 경영자의 감시에는 소극적일 수밖에 없다는 시각과 또 다른 한편으로는 은행은 채무자인 기업과의 관계의 지속성으로 기업에 대한 정보를 비교적 용이하게 입수할 수 있는 입장에 있고, 또 거래규모가 크기 때문에 경영자감시에 따른 무임승차의 문제가 적으며 또한 채권약관이나 추가적인 여신 등에 의한 규율수단도 보유하고 있어 효율적인 감시자의 역할을 수행할 수 있다는 상반되는 시각이 병행한다.

은행의 역할은 각국의 자금조달 행태나 자본시장의 발달정도 및 법적인 규제에 따라 상이하다. 미국이나 영국, 캐나다에서는 은행이 주로 단기운영자금을 제공하거나 장기거액의 경우에는 공동대출(syndicated loan)의 형식을 취하기 때문에 기업에 대한 적극적인 감시자로서 역할을 수행하기가 어렵다. 반면에 일본, 한국 및 대부분의 유럽국가들에서는 직접금융보다는 간접금융의 비중이 크며 간접금융의 절대적인 부분을 은행이 공급하기 때문에 은행이 기업에 대한 감시자로서의 인센티브를 크게 갖는다. 이처럼 일본이나 독일처럼 은행이 채권자이면서 동시에 주주로서의 관계를 맺고 있거나 우리나라처럼 기업의 부채비율이 높은 경우에는 은행의 경영자 감시 및 기업경영에의 참여의 필요성과 그 효과가 크기 때문에 일본과 한국의 주거래은행, 그리고 독일의 하우스뱅크는 대출기업에 대한 임원파견, 긴밀한 정보교류, 긴급상황 시 경영개입 등의 적극적인 감시 활동을 전개하고 있다.⁵⁾

⑤ 기관투자가

소유가 분산된 기업의 소액주주들은 무임승차의 문제로 인하여 기업의 경영 활동을 감시할 유인을 갖지 못한다. 따라서 외부대주주가 존재하고 이들의 지분율이 높아질수록 이들에 의한 경영자의 직접적인 감시가 보다 용이해지고 경영

5) 한국산업은행의 연구(1996)에 의하면 은행과 기업과의 긴밀성이 높을수록 금융비용의 저하, 금융자원의 가용성 증대 및 신호효과 등으로 기업의 경영성과가 양호하게 나타나고 있다.

자가 주주의 이익에 반하는 행위를 할 경우 이를 적발하거나 아니면 기업이 인수당할 가능성을 높일 수 있으므로 주주와 경영자간의 대리인 문제를 완화할 수 있다.

이러한 외부대주주가 개인일 경우와 법인일 경우를 비교하여 보면 개인일 경우 지분이 높아짐에 따라 비분산투자의 위험이 커지므로 연구개발 등 기업특유 자산에의 투자는 회피하고자 하려는 성향이 강한 반면 외부대주주가 기관투자자인 경우에는 자산규모가 크기 때문에 개인에 비해 상대적으로 위험회피유인이 강하지 않을 것이다. 반면에 기업에 대한 감시의 효율성 측면에서 볼 때 개인투자자는 감시에 따른 이득을 대부분 개인이 직접 향유하는 반면 기관투자자는 감시활동에 따른 이득이 대부분 소속기관에 귀속되므로 감시유인은 개인보다 작을 수 있다. 또한 기관투자자가 외부주주를 대변하는데는 이해상충의 문제가 제기되며 이로 인해 법적으로 기관투자자의 의결권을 제약하는 나라도 상당수 있다.

이와 같이 기관투자자에 의한 기업감시는 개인보다 그 유인은 작을 수 있으나 분산투자가 가능하여 개인보다는 위험회피와 같은 왜곡된 유인은 갖지 않는다는 점에서 기관투자자의 기업에 대한 감시가 보다 효율적일 수 있다. 또한 전 세계적으로 기관투자자의 투자비중이 증가하고 있기 때문에 외부대주주로서 기관투자자의 역할은 강화될 수밖에 없다(정광선, 1999).

기업지배구조에 있어서 기관투자자의 역할을 강조하는 측에서는 주주행동주의에 따른 관계투자(relationship investing)의 긍정적인 기능을 주목한다. 관계투자는 기관투자자가 특정기업의 주식을 장기간 보유하면서 기업경영진과 지속적인 정보교환, 감시 및 조언을 통하여 기업경영전략의 변화와 경영성과의 향상을 추구하는 투자방식을 말한다. 관계투자는 간헐적이고 급격히 이루어지는 기업지배권의 이전보다는 연속적이고 안정적인 기업감시방법이며, 기업에 대한 적대적 인수의 위협을 감소시키고 시장의 규율을 내부규율로 대체함으로써 적대적 인수를 의식한 기업의 단기업적주의를 지양하고 장기적인 시각에서 기업가치 극대화를 위한 경영을 유도하는 한편 극단적인 경우에는 경영자의 경질에 영향력을 행사함으로써 경영자의 안주를 막는 이중의 긍정적인 기능을 행할 수 있다. 한편 관계투자의 뒤에 내재하는 위협을 살펴보면 먼저 투자대상기업의 선

정과 정책변경에 대한 조언에 오류가 있을 수 있으며, 다음으로 투자대상기업이 기관투자자의 조언에 대해 극단적인 반응을 보여 양자가 대립함으로써 오히려 기업가치를 낮출 수도 있으며, 끝으로 관계투자를 행하는 기관의 이해와 기업의 다른 이해관계자와의 이해상충의 문제가 제기될 수 있다.

이러한 제반 기업내외의 제도는 각 제도의 시행에 따른 상대적인 비용과 시대에 따라 그 중요성이나 역할이 변해 왔다. 미국의 경우를 예를 들면 1935~1995년의 60년간 Berle-Means(1932)의 예상과는 달리 미국 상장기업의 경영자 지분이 13%에서 21%로 증가한 반면 동·기간중 이사회 의 규모나 외부이사의 비중, 성과에 입각한 경영자보상제도, 상품시장의 경쟁 등은 별다른 변화가 없었으며 기업지배권시장도 오히려 1980~1990년대에 보다 활발하게 작동하였다. 이는 과거 60년 동안 미국에서 발생한 상대적인 비용의 변화로 인하여 다른 수단에 비해 경영자지분 확대가 기업통제의 보다 비용-효율적인 방법이 되었기 때문인 것으로 보인다. 즉, 내부지분율의 증가에 따른 비분산위험은 경영환경의 안정에 의한 영업위험의 감소와 금융시장의 발달에 따른 위험헷징 비용의 하락으로 과거에 비해 지분보유자의 비용이 상대적으로 하락하였기 때문인 것으로 해석된다(Holderness 외, 1999).

Ⅲ. 우리나라의 기업지배구조의 특징과 효율성

1. 기업지배구조의 유형

한 나라의 지배구조는 그 나라의 정치제도, 사회제도 및 기업의 발전역사 등과 밀접한 관련하에 설정되는 것이기 때문에 어느 한 나라의 제도가 세계적으로 가장 이상적일 수는 없다(최연혜, 1997). 예를 들어 기업의 역사가 길고 혈연에 대한 애착이 상대적으로 약한 미국, 영국, 캐나다 등에서는 소유가 광범위하게 분산되고 경영권승계과정에서 자연스럽게 소유와 경영이 분리되고 경영자는 경영자 인력시장에서 검증된 전문경영능력에 의해 기업을 지배하며, 단체주의 정신이 강하고 포괄적인 가족의 개념을 가진 일본에서는 경영자가 사내에서 오

랜 기간에 걸쳐 형성한 인간관계와 업무에 대한 지식과 기술에 의해 기업을 지배한다. 반면에 혈연에 대한 애착이 강하고 부의 세습이 당연시되는 우리나라나 이스라엘, 이태리 등의 나라에서는 기업이 혈족에게 주로 승계되며 소유와 경영이 합치되고 기업지배의 원천이 주식지분에서 비롯된다. 사회 전체적인 신뢰수준이 높고 경영의 투명성이 높은 미국이나 영국에서 시장의 규율을 중시하는 것은 자본과 경영과의 관계가 격리관계(arm's length relationship)에 있어 자본은 유동적으로 자본시장에서 수익을 좇아 움직이는 주주자본주의의 특성을 반영한 것이며, 일본이나 독일에서는 자본이 기업과 장기적인 결속관계를 맺고 있어 자본시장의 규율보다는 자본의 주된 제공자인 은행의 규율을 중시하는 것은 기업경영이 주주만을 위한 것이 아니라 종업원을 비롯한 기업의 제반이해관계자의 이해조정차원에서 이루어지는 이해관계자자본주의를 반영한 것으로 볼 수 있다.

최근 미국 경기의 다년간 지속된 호황과 일본경제의 침체로 인하여 미국식 제도가 세계 기준화되는 경향이 있으나 미국 내에서는 주주 중심의 자본주의 제도가 경영자로 하여금 단기적 성과에 치중하여 장기적으로 기업성장의 기초가 되는 혁신투자를 소홀히 하게 하고(경영자 근시주의), 장기적인 호황에도 불구하고 소득의 불균형이 심화되었다는 점과 기업에 노동력을 제공한 종업원의 이익이 존중되지 않는다는 점에서 주주중심의 기업지배제도에 대한 심각한 비판이 제기되고 있다(Porter, 1993, Lazonik-O'Sullivan, 1997).

세계 각국의 지배구조는 수십년 간 작동하면서 자본축적과 경제성장을 이끌어 왔으므로 나름대로의 효율성을 갖고 있기 때문에 이상적인 지배구조를 논하기는 어려우나 최소한 공통분모는 찾을 수 있다. 효율적인 지배구조는 먼저 경영자충실의무와 주주의 권리를 기본적으로 보장하고 있으며 둘째, 소유분산의 비능률을 극복하기 위하여 일정한 형태로 통제권을 집중하는 방안을 확보하고 있다. 독일은 위임장 등을 이용한 은행의 의결권집결, 일본은 네트워크를 통한 지분집약, 그리고 미국은 공개매수나 위임장투쟁, 차입매수 등의 방법을 동원한다. 각국의 지배구조는 정치, 경제적 환경과 전통 및 가치관, 기업의 역사 등에 의해 복합적으로 형성되었으나 어떠한 지배구조도 완벽하지 않기 때문에 환경이 변화하면 지배구조도 변모해야 하며 이러한 점에서 각국의 지배구조는 정보

통신기술의 발달과 세계화의 진전으로 수렴해 가는 추세에 있다. 미국은 금융기관의 지분축적에 대한 제한을 없애고 기관투자자가 장기적인 결속관계를 맺고 관계투자를 행하는 추세에 있으며, 일본은 공개매수를 비롯한 자본시장의 규율을 도입하고 최근에는 상법을 개정하여 이사회에 과반수를 사외이사로 선임하는 등으로 경영의 폐쇄성을 탈피하고자 하고 있으며,⁶⁾ 독일은 증권시장을 활성화시켜 5년의 임기가 대체로 보장되고 있는 경영자를 교체시킬 수 있는 길을 모색하고 있다(Scott, 1998).

2. 우리나라 기업지배구조의 특징

한국기업은 대규모 기업집단을 형성하여 개별적으로는 법적으로 독립적인 기업이나 그 기업군이 상호출자 또는 순환출자 등을 통하여 특정 개인이나 가족들에 의해 소유가 집중되어 유기적인 관계를 형성하고 있으며 대주주가 직접 또는 간접적으로 경영에 참여하는 소유경영을 특징으로 한다.

기업집단의 긍정적인 효과는 계열기업간의 자원공유에 따른 상승효과를 통하여 희소자원을 최대한 효율적으로 이용할 수 있다는 것인데, 기업집단은 새로운 시장기회를 포착하는 경우 내부의 잉여능력을 신속적으로 전용함으로써 추가적 자원이동의 부담을 줄이면서 자본형성을 증대하여 경제발전에 기여하였다. 또한 여러 시장에서의 활동을 통하여 정보의 흐름을 촉진함으로써 불확실성을 줄이는 한편 다각화로 인해 집단 전체의 위험을 분산시킴으로써 경제 전반의 자본비용을 안정적으로 유지시켜 경제성장을 가속시킬 수 있었다. 기업집단은 시장(market)과 위계(hierarchy)의 원리가 상호 침투되어 있는 시장과 위계의 중간조직(intermediate organization)이라고 할 수 있다. 따라서 시장이 전반적인 투명성이 결여되어 거래 당사자간의 정보불균형이 심할 경우 기업집단 내에서 형성된 내부시장을 통한 거래의 내부화는 사회 전체적인 거래비용을 경감시키는 효과를 가져온다. 기업집단의 중심에 자리잡고 있는 그룹기조실은 내부자본시장과 인력시장 및 상품시장을 조성하고 감시, 통제하는 기능을 행함으로써 그 존재가 확대되어 왔다.⁷⁾

6) 중앙일보, 2002년 1월 18일.

이처럼 기업집단의 형성과 소유집중, 소유경영을 특징으로 하는 우리나라 기업의 지배구조를 살펴보면, 외부주주보호를 위한 법적인 제도의 미비, 가부장적 유교문화, 시민의식의 미성숙 등으로 인하여 소유경영자의 전횡과 방만한 경영을 규율할 기업내외부적인 지배구조가 거의 작동하지 못하여 왔다. 최고경영자를 법적으로 감시할 수 있는 이사회는 대부분 사내이사로 구성되어 오히려 소유경영자인 대주주에 의해 임명되어 왔으며, 외부규율장치인 기업지배권시장도 대주주가 아닌 투자자의 주식대량보유를 법적으로 제한함으로써⁸⁾ 적대적 기업인수의 길을 막아 놓고 있었기 때문에 소유경영자는 기업내외의 어떠한 감시나 규율 없이 기업을 지배하고 기업자산을 통제해 왔다. 즉 우리나라에서 기업경영의 목표는 영미식의 주주 부의 극대화나 일본과 유럽식의 종업원을 비롯한 이해관계자의 이익극대화도 아닌 지배주주의 이익극대화였다. 지배주주는 그룹내 각 계열사에 대한 자신의 지분이나 법적 지위와 무관하게 회장실이나 기조실과 같은 기관을 주축으로 전 계열사의 자금과 인력 등의 주요 자원을 통제하였다. 그룹 전체의 이익 내지 지배주주의 이익을 극대화하기 위한 내부지배기구인 그룹 기조실과 사장단회의만 기능해 온 가운데 기업외부지배구조로는 채권자인 주거래은행과 공정거래위원회를 비롯한 정부가 유일한 기업감시자의 역할을 수행하여 왔다. 공정거래위원회는 1987년부터 대규모 기업집단에 대한 규제를 본격적으로 하기 시작했으며 금융기관은 은행이 주채무계열사에 대하여 여신관리 규정에 입각한 감시를 실시하였다. 그러나 주거래은행도 정책자금의 과다와 경영의 투명성 결여로 인하여 보증 및 담보위주의 여신을 공여하였고 또한 1980년대 들어 정부보유주식의 민영화이후에도 은행이 사실상 정부의 통제하에 놓임으로 인해 은행경영진의 도덕적 해이로 인하여 기업감시에 수동적이고 소극적이었다.

기업집단의 형성과 기조실을 중심으로 한 1인 경영체제는 우리나라가 1960~1970년대 본격적인 경제성장을 할 때 엘리트 관료에 의한 정부주도의 개발계획에 입각한 인위적 자원배분으로 불균형성장정책을 추구한 것과 그 맥을 같이

7) 이러한 그룹위주의 기업경영 형태는 우리나라에만 국한된 것이 아니고 전세계적으로 동남아를 비롯한 개발도상국에서 공통적으로 나타나는 현상이다.

8) 증권거래법 200조 1항. 그러나 이 조항은 1997년 4월부터 폐지되었다.

한다. 즉, 상품시장과 자본시장 및 인력시장이 미비된 상황에서 시장을 통한 거래가 많은 거래비용을 발행시킴으로 인하여 한정된 인적, 물적인 자원을 그룹 전체적으로 가장 효율적으로 이용하기 위하여 시장을 통한 거래대신 기조실이라는 싱크탱크(think tank)를 이용하여 인위적으로 배분함으로써 그룹 전체적인 자원을 효율적으로 배분하고자 한 것이다. 지배주주가 기조실을 중심으로 하여 그룹 전체의 자원을 중앙집권적으로 통제하는 이러한 지배구조는 신속한 의사결정, 장기적 시각에서의 투자결정, 내부거래에 의한 사업간 시너지 확대 등을 가능하게 하여 1970년대 중반 제 1차 오일쇼크 이후 현대건설의 중동진출이나 삼성그룹의 반도체진출과 같은 과감한 의사결정으로 성장의 원동력을 이끌어 내어 왔다.

이처럼 기업집단이 시장의 내부화와 총체적 규모에 따른 교섭력을 통하여 사적 효율성과 비용의 절감을 향유할 수는 있었지만 기타 기업과의 관계에서 보면 사회적 비용의 저하보다는 기업부문의 이중구조를 심화시키는 한편 기업집단 특유의 경쟁제한 및 불공정거래행위는 경제적 기회불균형을 심화시키고 시장의 질서를 교란시키는 부작용을 크게 낳았다(이규억, 2000). 또한 그룹 내부적으로는 시장개방과 기술혁신의 급격한 환경변화에 직면하여 세계적인 경쟁력을 확보해야 하는 데도 불구하고 중앙집권적인 명령적 자원배분과 경직된 의사결정 과정 및 관료화로 인한 의사결정의 지연으로 인하여 환경변화에 능동적으로 대처하지 못하고 과거와 현실에 안주하여 여전히 수익보다는 성장을 추구함으로써 1997년 외환위기를 전후하여 많은 기업집단이 몰락하는 결과를 빚기도 하였다.

3. 우리나라 기업지배구조의 효율성

기업지배구조는 나라별로 이처럼 기업의 역사, 각국의 정치, 사회, 문화, 관습 및 제도적인 차이로 인해 다양한 형태를 보이고 있다. 따라서 지배구조의 상대적 효율성을 측정하는 것은 간단한 작업이 아니며 지배구조의 정의와도 직결된다. 지배구조를 경영자로부터 외부주주의 이익을 보호하기 위한 제도적인 장치로 본다면 효율적인 지배구조 하에서는 기업지배에서 오는 사적인 이득(private benefit of control)의 크기가 작아야 할 것이며 이때는 다음의 몇 가지 척도가

가능한 대안으로 제시될 수 있다.

(1) 의결권의 가치

주식의 가치가 미래 현금흐름의 현재가치의 합계에 의해서 결정된다면 의결권이 있는 주식과 없는 주식의 가치는 차이가 없어야 할 것이다. 그러나 현실적으로 의결권이 있는 주식의 가치가 더 높게 시장에서 형성되고 있다면 그러한 의결권의 시장가치는 기업지배에서 오는 사적인 이득에서 기인하는 것으로 볼 수 있다. 기업지배에서 연유하는 사적인 이득이 크다는 것은 기업의 지배구조가 비효율적이라는 하나의 증거가 될 수 있다. 의결권의 시장가치는 의결권이 있는 주식과 없는 주식의 가격과리율로 측정할 수 있는데 이스라엘(45.5%, Levy, 1982)이나 이태리(81.5%, Zingales, 1994)처럼 가족지배가 일반적이고 경영의 투명성이 전반적으로 낮은 나라에서는 높은 가격과리율, 그리고 미국(3%, Zingales, 1995)이나 영국(13.3%, Megginson, 1990), 스웨덴(6.5%, Rydquist, 1987)과 같이 소유와 경영이 분리되고 외부감사가 엄격한 나라에서는 비교적 낮은 가격과리율을 보이고 있다. 우리나라는 1993년까지는 의결권 프리미엄이 높지 않았으나 1994년 이후 급증하여 1993년 8.0%였던 가격과리율(= (보통주가 - 우선주가)/보통주가)이 1997년에는 57.42%로 상승하였다(국찬표·정근화, 2000). 가격과리율의 급증의 원인여하에 불구하고 이러한 높은 가격과리율은 우리나라의 지배구조가 적어도 소액주주를 보호하는 면에서는 상대적으로 비효율적이었다는 하나의 증거가 될 수 있다.

(2) 소유집중도

La Porta 등(2000)은 투자자보호가 취약한 나라에서는 투자자보호가 잘 되어 있는 나라에 비해 소유가 집중된다는 것을 발견하였으며 Shleifer-Vishny(1997)도 법적인 보호장치가 비교적 정교하게 되어 있는 나라는 소유의 광범위한 분산이 바람직할 수 있으나 그렇지 않은 경우에는 소유집중이 바람직할 수 있다고 지적하고 있다. 따라서 소유집중도가 기업지배구조의 효율성을 측정하는 또 하나의 기준이 될 수 있다.

각국의 소유집중도를 비교해 보면 상위 5대 주주의 지분율이 미국(25.4%)이나 영국(20.9%)에 비해서는 우리나라(1986년 35.5%, 94년 29.6%)가 높으나 일

본(1984년 33.1%)이나 독일(41.5%)에 비해서는 높은 편이 아니다. 따라서 소유 집중도로 볼 때는 우리나라의 지배구조가 비효율적이었다고 할 수는 없다. 특히 이러한 점은 1997년 외환위기이후 사외이사제도를 비롯한 제반 투자자보호제도를 도입한 이후에 소유집중도가 더 높아졌다는 사실에서도 입증된다. 상장기업의 최대주주지분을 추이를 보면 1996년 이전까지는 22% 내외에 머물던 것이 1999년 이후에는 40%이상으로 급증하였으며 개인지분율도 다소 증가하는 추세를 보이고 있다(황인학 외, 1999).⁹⁾

〈표 1〉 최대주주 지분율 추이

(단위 : %)

구 분	1992	1993	1994	1995	1996	1997	1998	1999	2000
합 계	23.0	22.0	25.6	22.1	21.6	26.8	27.2	40.7	40.8
(법 인)	15.1	14.3	18.7	16.1	15.7	18.7	22.0	34.5	33.8
(개 인)	7.9	7.7	6.9	6.1	5.8	8.0	5.2	6.2	7.0

자료 : 증권거래소, '주식', 각년도 3~4월호.

(3) 기업공개율

기업지배구조의 비효율로 인하여 기업지배의 사적 이득이 지나치게 큰 경우 기업주는 그러한 이득을 독점적으로 향유하고 외부의 감시나 견제를 피하기 위하여 기업의 공개를 가급적 기피할 것이다. 또한 그러한 사적 이득이 큰 경우에는 공개를 하더라도 일반투자자들이 그러한 사실을 알고 있기 때문에 최초공모주의 저평가가 심하게 이루어질 것이다. 따라서 각국의 기업공개정도와 공개시 저평가정도가 지배구조의 효율성의 또 하나의 척도가 될 수 있다. 각국의 기업공개정도를 비교해 보면 1996년 기준으로 우리나라가 상장기업수 760개, 상장주식의 시가총액 1,391억달러로 상장기업수로는 세계 7위, 시가총액기준으로는 세계 15위를 점하고 있어 공개율과 시가총액면에서 볼 때는 비교적 높은 위치에 있다.¹⁰⁾ 그러나 이를 GNP와 비교하여 살펴보면 GNP가 우리나라가 아시아-

9) 1999년 이후 대주주지분율이 급증한 것은 정부가 제시한 부채비율 200%의 목표를 달성하기 위하여 기업들이 1998~1999년에 증자를 집중적으로 실시하면서 개인의 실권물량을 계열사가 인수한 것과 부실금융기관에 대한 공적자금의 대거 투입의 결과로 해석된다.

태평양 국가 중에서 2위임에도 불구하고 상장기업수는 동지역에서 3위, 시가총액으로는 6위에 불과해 상대적으로는 공개정도가 저조한 실정이다.¹¹⁾ 한편 기업공개시 최초공모주(IPO)의 저평가 정도를 측정한 Loughran 등(1994)의 연구에 의하면 우리나라가 1980~1990년 IPO의 평균 초기수익률이 78.1%로서 브라질(78.5%), 인도네시아(80.3%)와 함께 조사대상 25개국 중에서 최상위 그룹을 형성하고 있어 간접적으로 우리나라의 지배구조가 취약하였음을 알 수 있다.

(4) 대표이사 교체 빈도

경영자가 경영을 방만하게 하여 외부주주의 이익을 저해하는 경우 효율적인 지배구조 하에서는 경영진의 교체가 빈번히 이루어져야 한다. 따라서 최고경영진의 교체율이 기업지배구조의 효율성을 나타내는 또 하나의 척도가 될 수 있다. 그러나 우리나라에서는 과거에는 경영실패로 인한 최고경영자의 교체는 법정관리나 화의에 의한 경우를 제외하고는 사실상 존재하지 않았으며 교체가 일어난 경우도 지배주주에 의한 전문경영진의 교체이었을 뿐 지배주주인 경영자의 교체는 기업의 경영성과와 무관하게 전혀 이루어지지 않았다. 그러나 최근에는 특히 코스닥 등록기업을 중심으로 하여 경영부진에 대한 최고경영자의 교체가 빈번하게 이루어지고 있는데 2001년 한해만하더라도 11월 20일까지 184건의 최고경영자 교체가 이루어졌으며¹²⁾ 이는 외환위기 이후 보강된 지배구조개선을 위한 제반 법적, 제도적인 장치가 반영된 하나의 결과로 볼 수 있다.

(5) 투자자에 대한 법적인 보호장치의 적합성

기업지배구조의 효율성에 대한 또 다른 척도는 투자자에 대한 법적인 보호장치의 적합성에서 찾을 수 있다. 투자자에 대한 보호장치는 계약의 구속력(enforceable contract)과 투자자 권리(investor right)로 나타난다. 경영자와 자금제공자간의 계약의 구속력은 사법부의 효율성(judicial efficiency)이나 부패의 정도 및 법규(rule of law)와 관련되고, 투자자의 권리는 구체적으로 소액주주의 법적인 실행가능한 권리, 이사에 대한 문책권, 채권자의 권리 및 회계기준 등과

10) <http://www.fibv.com>.

11) 통계청, '월간국제통계', 2001년 12월.

12) 한국경제신문, 2001년 11월 22일.

관련된다.

Johnson 등(2000)은 경제위기에 직면한 아시아 20개국을 대상으로 하여 이러한 투자자보호장치에 대한 효율성을 비교 측정하였는데 그들의 평가에서 한국은 회계기준만 평가대상국 20개국 중에서 9위를 점하여 평균정도의 평가를 받았을 뿐 기타 법적, 제도적인 기업지배구조는 전부 하위권의 평가를 받았다. 특히 소액주주권리는 5점 척도에서 1점을 받아서 20개국 중에서 인도네시아와 함께 최하위의 평가를 받아 상대적으로 우리나라의 지배구조가 비효율적이었음을 시사하였다.

IV. IMF 경제위기 전후의 기업지배구조 개선 방향과 추진 실적

우리나라 기업의 지배구조가 전반적으로 비효율적임을 인식하고 우리나라 정부는 경제위기가 도래하기 직전인 지난 1997년 상반기에 1차로 기업지배구조 개선방안을 제시한 바 있다. 그 주요내용은 첫째, 기업경영의 투명성 제고를 위한 조치로서 상장기업의 감사선임 및 해임시 대주주의 의결권을 제한하고, 감사의 자격요건을 신설하였다. 둘째, 분식회계 개연성이 높은 상장기업의 외부감사인을 증권관리위원회가 확대하여 지정하도록 하였으며 회계감리대상 상장법인을 확대하고 변칙회계감리 기업 및 외부감사인에 대한 처벌을 강화하였다. 셋째, 소수주주에 의한 기업경영 감시장치를 강화하기 위하여 권리내용에 따라 주주권행사요건을 차등적으로 완화하였고, 주주제안제도를 도입하였다. 넷째, 가 지급금, 대여금, 담보제공, 출자, 유가증권 및 부동산거래 등과 영업활동관련 물품서비스 거래의 내역, 상장기업과 지배주주 등과의 거래내역의 공시를 강화하였다. 또한 지배주주 및 핵심계열사 대표이사의 등재를 유도하고 상법상 '사실상의 이사' 조항을 추가하여 이들의 경영책임을 명시화하였다. 또한 상법에 이사에 대한 기존의 '선량한 관리자의 주의의무(duty of care)'외에 '충실의무(fiduciary duty)'를 명시하였다.

한편, 이상과 같은 제도도입으로 상대적으로 취약해 질 경영권 보호를 위해 공개매수제도를 개선하여 25% 이상의 주식을 취득할 경우 50%+1주 이상의 주식을 공개매수하도록 의무화하고 공동매수자의 적용범위를 확대하였다.

그러나 이러한 1차 지배구조 개선안은 근본적으로 소수 지배주주에 의한 경영전횡의 문제점을 개선하는 데는 한계가 있는 것으로 판단되었으며 경제위기 후 기업구조조정 일환으로 지배구조개선이 재차 중요한 이슈로 부각되자 정부는 1998년 핵심목표를 1) 기업의사결정 과정의 개선, 2) 소액주주의 권리 보호, 3) 경영투명성 보장을 위한 시장제도 개선에 두고 제 2차 지배구조 개선안을 내놓게 되었다. 이에 따르면 기업지배구조의 핵심인 이사회 기능의 활성화를 위하여 1999년부터 상장기업의 경우 이사회 1/4 이상을 사외이사로 선임토록 하였으며 주주대표 소송권 요건을 1%에서 0.01%로 낮추고 누적투표제를 도입하는 등 소수주주의 권한을 대폭 강화하였다. M&A시장을 활성화하기 위하여 경영권 인수 시 일정지분 이상을 매입하여야 하는 의무공개매수제도를 폐지하였으며 출자총액제한제도도 폐지하였다. 또한 외국인의 국내기업 M&A와 관련된 규제를 완화하였으며 투신과 은행신탁계정의 경우 의결권을 부여하였다. 경영의 투명성 제고와 관련해서는 대규모 기업집단에게는 결합재무제표 작성을 의무화하고 외부감사를 강화하였으며, 기업회계기준을 국제기준에 걸맞도록 개정하고 공시제도의 강화하여 분기보고서의 작성의무화, 특수관계인과의 거래 명시, 예측정보 공시, 파생상품 거래손익을 공시하도록 하였다.

한편, 정부에 의한 지배구조개선 작업과 병행하여 한국의 기업지배구조에 있어 새로이 관찰되고 있는 현상은 소액주주들의 활동이 급격히 늘어나고 있다는 것이다. 기본적으로 소액주주들은 투자금액이 상대적으로 작아 기업경영을 적극적으로 감시할 경제적 유인이 없으며 기업경영이 마음에 들지 않을 경우에는 주식을 매도하는 것으로 자신의 의견을 나타내는 소극적 차원의 지배권 행사를 하는 것으로 이해되어 왔으나 최근 들어 정부의 소액주주보호를 위한 제도개편에 편승하여 이들의 활동이 크게 증가하고 있다. 국내 소액주주운동은 외국의 경우와 마찬가지로 주로 이들을 대리한 시민단체 등의 주도로 진행되고 있는데 흥미 있는 것은 이러한 소액주주운동이 기업지배구조개선에 있어 상당한 가시적인 성과를 거두고 있다는 것이다. 아직 완전하지는 못하나 많은 기업들이 소위 투자자관계(investor relationship)에 보다 많은 신경을 쓰고 주주총회를 보다 원활히 치르기 위해 우호적 주주들을 적극적으로 확보하고 있으며 경영회계공시 등 기업의 경영투명성을 제고하기 위한 제반 조치들을 강구하고 있다.

〈표 2〉 기업지배구조 개선관련 주요 조치 내용

목 적	조 치 내 용
기업 의사결정구조 개선	1. 이사 및 이사회 제도 개선 - 이사의 충실의무와 사실상의 이사제 도입 - 사외이사의 의무화 및 이사회의 권한 강화 - 이사회내 소위원회 도입 2. 감사제도의 개선 - 대규모 상장기업에 감사위원회 도입 3. 주주총회의 활성화 - 서면투표제도 도입 - 이사 선임과정 개선(주총전에 이사 이력사항 고지) - 주총의 권한 강화
소액주주 권리 보호	1. 소액주주권 행사요건 완화 - 대표소송권 : 지분 1% ⇒ 0.01% - 임원해임청구권 : 1% ⇒ 0.5% 2. 집중투표제 도입 - 정관에서 배제 가능 3. 소액주주의 사외이사 추천권 보장
시장의 규율 강화	1. 기관투자자의 역할 강화 - shadow voting 폐지 2. M & A 제도 개선 - 강제공개매수제 폐지 - M & A 전용 펀드 설치
기업의 투명성 제고	1. 공시제도의 강화 - 결합재무제표 도입 - 분기재무제표 도입, 추정재무제표 권장 - 기업회계기준의 국제화 2. 감사인 선임의 독립성 제고
금융기관의 지배구조 개선	1. 대형 금융기관의 지배구조 개선 - 사외이사 비중 강화, 감사위원회 설치 의무화 - 소액주주권 행사요건 완화 2. 준법감시인(compliance officer)의 도입

물론 소액주주권이 남용되거나 정도를 지나치면 회사의 정상적인 경영을 저해하게 된다는 문제점이 지적되기도 한다. 또한 소액주주운동이 과연 기업가치의 극대화에 있는지 아니면 단순히 기존 (대주주)경영자를 처벌하는 것에 있는지 그 목적이 다소 혼동되기도 한다는 비판이 있는 것도 사실이다. 소액주주운동으로 일부 기업의 주가가 일시적으로 하락하는 사례가 관찰되는 것도 이러한 주장을 뒷받침하고 있다.

한편, 정부는 2차에 걸친 기업지배구조 관련제도의 개편에 이어 1999년초 ‘기업지배구조개선위원회’를 설치하여 OECD가 제시한 ‘기업지배구조 모범규약’ 차원의 기업지배구조규약을 제정하기로 하였다. 이에 따라 기업지배구조개편의 방향을 투자자 보호와 이를 통한 기업경쟁력 제고로 설정하고 사외이사의 비중제고, 감사위원회제도의 도입 등 이사회 기능강화와 집단소송제도 도입, 주주소송제도의 개선 등과 같은 소액주주보호 방안을 중심으로 한국형 기업지배구조 모범규준이 제시되었다. 또한 최근에는 금융감독원과 공정거래위원회 등이 금융거래 조사권을 발동하여 계열사간 부당한 내부거래와 지원상황을 조사하고 계열그룹 산하 금융기관의 자산운용의 건전성을 확보하기 위한 작업을 전개하고 있다.

최근에 취해진 주요 조치의 내용을 정리하면 <표 2>와 같다.

V. 현 추진방향의 문제점과 향후 추진방향

1. 최근 조치의 문제점

최근에 추진되고 있는 동시다발식의 기업지배구조 개선방안은 그 효과에 못지 않게 많은 문제점도 내포하고 있다.

가장 먼저 지적되어야 할 것은 기업지배구조 개선방안들이 지나치게 정부 주도로 진행된다는 점이다. 기업의 지배구조는 그 나라의 정치, 경제, 사회, 문화적 제도와 기업의 역사 및 국민성 등이 복합적으로 어우러져 형성되는 것이다. 따라서 특정한 나라에 있어서 최선의 제도가 다른 나라에도 반드시 최선의 제도일 수는 없다. 그러나 최근에 취해진 조치들은 전 세계적으로 시행되고 있는 제도를 모두 망라하여 우리나라 기업에 적용하자는 것이므로 일시에 많은 충격을 주게되면 문제를 해결하는 것보다는 새로운 문제를 파생시키는 측면이 많을 수 있다. 무엇보다도 주목해야 할 것은 시장이 정부보다는 더 신뢰할 수 있다는 것이고 정부의 역할은 시장의 효율적 기능을 저해하는 요인의 제거에 한정되어야 하며 시장을 특정한 목적으로 만들려고 해서는 안 된다는

것이다.

두 번째로 문제가 되는 것은 정책이 일관성을 결하고 있다는 것이다. 최근의 정부 조치들은 지배구조 개선의 목표를 경제력집중 완화에 두고 있는지 아니면 기업의 효율성과 경쟁력 제고에 두고 있는지가 불분명하다. 정부 주도로 이루어진 ‘대규모 사업교환’(빅딜)은 기업의 독과점 체제를 심화시키는 것으로 상품시장에서의 경쟁에 의한 기업에 대한 규율기능을 약화시킨다. 공정거래법이 독과점을 방지하기 위한 목적으로 제정되고 또 경쟁을 조장하고 독과점을 단속하기 위한 각종 조치를 취해 왔음에도 불구하고 정부가 앞장서서 빅딜에 의해 독과점을 조성해 주는 것은 시장에 의한 기업감시기능을 정부가 주도하여 제약하는 것이다.

이와 마찬가지로 일관성 없는 정책이 관찰되는 부분은 그룹구조실의 해체와 계열분리에 의한 독립경영 촉구이다. 소유구조와 기업내부의 역학관계에 의해 엄연히 존재하는 그룹 운영방식을 부인하여 그룹구조실을 폐쇄시킨 반면 유사한 기능을 가진 구조조정본부를 설립케 한 것이라든가, 2000년 초까지만 하더라도 현대그룹에 대한 계열분리를 강력히 종용하고 계열사간의 자금지원에 강하게 제동을 걸었던 정부가 2000년 말에는 현대건설의 유동성 문제를 해결하기 위하여 같은 계열의 현대상선은 물론이고 계열분리를 선언한 현대자동차로 하여금 현대건설을 지원하도록 촉구한 것이 대표적인 예이다.

끝으로 지적되어야 할 것은 여러 가지 제도를 도입하면서 그 중 어느 하나에 완벽한 결과를 기대해서는 안되며 또 단시간 내에 획기적인 성과를 기대해서는 안 된다는 것이다. 정부가 특히 강조하고 있는 사외이사제도도 수십년 전부터 도입시행하여 온 미국에서조차 사외이사의 전문성 결여와 시간제약으로 인해 그 실효성에 의문이 제기되고 있는 실정이며 특히 우리나라처럼 의리나 인정을 중시하고 공사의 구분이 명확하지 않은 국민성을 가진 나라에서는 사외이사의 선임이 연고나 인간관계에 의해 이루어 질 수밖에 없고 그러한 사외이사가 경영자를 감시하고 견제하는데는 한계가 있을 수밖에 없다. 따라서 최근에 도입한 여러 제도가 나름대로 경영의 투명성을 제고하여 경영자의 부정과 사익추구, 독단 및 무사안일을 방지하거나 완화하는 제도이므로 그 효과가 당장은 미미하더라도 장기적으로 정의 효과가 나타나도록 기대해야 한다.

2. 향후 개선방안

기업지배구조의 개선은 기업이라는 개체를 중심으로 한 경제주체간 부의 재분배문제와 기업의 경쟁력에 영향을 미치는 주요 메커니즘이라는 점에서 향후에도 지속적인 관심을 요하는 부분이다. 특히 여타 구조조정수단과 달리 기업지배구조의 개편은 기업경영과 관련된 경제주체의 행동양식을 변화시키는 작업이라는 점에서 단기적으로 효과가 나타나기를 기대하기도 어려울 뿐만 아니라 어설픈 제도개편은 오히려 개선이라기 보다는 개악의 결과를 가져올 수도 있다. 따라서 제도개선은 초기의 시행착오를 각오하고 꾸준한 노력을 필요로 하는 문제이다.

최적의 기업지배구조란 모든 시대, 모든 기업에 있어 획일적으로 정해지는 것은 아니다. 과거 고도경제성장 시절에는 많은 수익창출기회를 신속히 획득하기 위해 과감하고 공격적인 지배구조가 적합한 반면 경제성장률의 둔화로 외형중심의 경영이 더 이상 수익창출로 연계되지 않는 상황에서는 보다 견제와 균형이 강조되는 지배구조가 보다 적합할 수 있다. 지난 수년간 정부에 의해 주도된 기업지배구조의 개선방안들은 그룹경영보다는 독립경영을 촉구하고 지배주주의 전횡을 방지하고 지배주주와 소액주주간의 이해상충문제를 완화하는데 초점을 맞추었으며 각각의 대안들이 갖고 있는 문제점에도 불구하고 전체적으로는 우리나라 기업의 지배구조개선을 위한 효과적 수단들을 포함하고 있으나 21세기 지식사회와 개방경제 하에서 기업이 지속적인 경쟁력을 유지하기 위해서는 기업지배구조가 다음의 몇 가지 점에서 보완될 필요가 있다.

(1) 시장기능의 활성화

최근 지배구조 관련 제도변화의 특성이 정부가 주도하고 제도를 마련하고 기업은 피동적으로 따라 왔다는 점이다. 그러나 앞에서 살펴 본 것처럼 기업이나 경영자를 감시하고 규율하는 가장 기본적인 제도는 시장이다. 상품시장이 경쟁이 격화되면 기업이 생존과 발전을 위해 최선을 다해야 하기 때문에 경영자가 주주나 채권자의 이익을 희생시켜 자신의 이익을 추구하는 행위를 하기가 어렵다. 또한 자본시장이 효율적일수록 자본시장에서 형성되는 주가가 기업경영의 양부에 대한 가장 확실한 정보를 제공하기 때문에 경영자의 노력이나 능력에

대한 객관적인 평가지표가 되어 경영자가 주가극대화를 위한 최선의 의사결정을 하게 된다.

기업이 효율적인 지배구조를 능동적으로 도입하지 않고 있는 큰 이유중의 하나는 지배구조의 양부가 기업의 자금조달이나 주식평가 등에 영향을 끼치지 않기 때문이다. 금융시장이나 자본시장에서의 자금조달비용이나 조달의 용이성이 지배구조의 양부와 무관하며 주식시장에서는 일반투자자가나 기관투자자가 지배구조의 양부를 고려하지 않고 매매행위를 함으로써 지배구조가 기업가치형성(주가)에 영향을 미치지 못하였기 때문이다. 또한 최근 들어 취해진 일부 업종에서의 기업간 빅딜이나 은행간의 합병은 규모의 경제 실현에 의해 경쟁력을 제고한다는 취지에서 이루어졌지만 적어도 국내에서의 경쟁을 제한하여 기업에 독과점이윤 기회를 제공함으로써 시장의 규율을 저해하는 조치로 보여진다. 따라서 향후의 정책과제는 이러한 점에 주목하여 공정거래에 관한 제도를 보다 엄격히 시행하고 기업의 공시제도를 강화하여 상품시장의 경쟁여건과 자본시장의 효율성을 제고하여 시장의 규율기능을 활성화하는 데 초점을 맞추어야 할 것이다.

(2) 그룹구조실의 역할 재정립과 지주회사 요건 완화

1997년 경제위기를 전후하여 우리나라의 경영여건은 획기적으로 변하고 있다. 그룹의 개념이 약화되면서 계열사의 독립경영이 강조되고 있으며, 자본시장과 상품시장의 개방으로 시장기능이 활성화되었고, 정보통신기술의 발달로 기업내외의 정보불균형이 완화되고 경영의 투명성이 그 어느 때보다도 강조되었으며, 부실기업의 양산으로 기업이 외형보다는 내실위주의 경영을 지향하고 있다. 이러한 환경 하에서는 그룹구조실이 과거와 같이 그룹 전체 자원의 기획, 분배, 통제와 같은 큰 기능을 수행할 수도 없으며 또 수행하는 것이 비능률적이 된다. 따라서 대체시장기관으로서 그룹본부는 과거처럼 그룹전체의 재무조정자(financial coordinator)의 역할을 수행할 것이 아니라 기존사업에 대한 금융지원은 시장에 맡겨서 상업은행과 자본시장이 담당하도록 하고 불확실성이 큰 신규사업에 대한 지원으로 그 영역을 제한시켜야 할 것이다. 따라서 그룹본부는 신규사업에 대하여 초기자본제공과 경영성과의 감독, 전략적 조언 및 지침제공,

구조조정지원 및 비수익적 사업 폐쇄에 대한 조언 등의 기능을 수행하는 벤처 캐피털리스트로 역할을 수행해야 할 것이다. 아울러 그룹본부는 미비된 경영자 인력시장 및 전문인력시장의 기능을 대신하여 그룹차원의 채용과 훈련 및 직무 순환과정을 개발함으로써 경영효율을 제고하도록 하여야 할 것이다.

한편 이러한 역할을 수행하는데 있어서 법적인 실체가 모호한 그룹기조실이나 구조조정본부 등을 경영관행으로 계속 가동하는 것은 법과 질서가 중요시되는 오늘날 기업여건과 부합되지 않으므로 지주회사 형태로의 전환이 바람직하다. 지주회사는 자회사에 대한 높은 지분을 갖고 있으므로 자회사에 대한 감시유인이 크며 또한 자회사에 대한 충분한 정보를 가질 수 있으므로 자회사에 대한 효율적인 감시자로서 기능할 수 있다. 또 순수지주회사는 자체 사업을 영위하지 않기 때문에 그룹 전체적인 최적 포트폴리오 구축이나 위험관리를 전담 등의 전략적 경영에 주력하고 계열사는 사업경영에 전념함으로써 그룹 전체의 경영효율성을 제고할 수 있다.

이러한 지주회사의 장점을 활용하기 위하여 우리나라 정부는 1999년 4월 공정거래법을 개정하여 순수지주회사의 설립을 허용하였으나 그 설립조건이 지나치게 엄격한 실정이다. 즉 공정거래법 상 순수지주회사는 총 자산이 100억원 이상이면서 타회사를 지배할 목적으로 소유하는 주식이 자산총액의 50%이상이어야 하고(시행령 2조) 부채비율은 100%를 초과하지 못하도록 규정함과 동시에 자회사에 대한 지분율은 50%이상(상장법인의 경우 30%이상) 유지하도록 요구하고 있다. 또한 금융회사를 자회사로 두지 못하도록 하고 손자회사의 설립도 금지하고 있다(공정거래법 8조). 따라서 지주회사의 부채비율을 100%로 제한한 것은 완화할 필요성이 있으며 특히 연결납세제도의 도입과 배당의 이중과세 해소방안을 강구해야 할 것으로 보인다.

(3) 은행의 지배구조 정립과 은행감시기능의 강화

우리나라는 정책자금의 공급을 주축으로 하는 간접금융 중심의 경제발전을 해 왔으며 이에 따라 기업에 대한 감시는 자본시장보다는 여신금융기관이 주로 담당하여 은행의 정보축적과 신용분석능력의 노하우 등이 상대적으로 잘 축적되어 왔다. 물론 과거에는 은행이 사실상의 정부지배 하에 있고 정책자금의 비

중이 커서 은행 경영진의 도덕적 해이에 의해 부실채권을 양산하는 결과를 빚기도 하였다. 그러나 은행은 그 동기나 능력 및 수단 면에서 기업을 가장 잘 감시할 수 있는 입장에 있으며 지배구조 개선의 궁극적인 목적이 혁신투자에 의한 기업의 장기적인 경쟁력제고에 있으므로 은행을 통한 조직의 감시체제가 자본시장이나 M&A 시장에서 요구하는 단기업적주의를 보완할 수 있는 유력한 수단이 될 수 있다. 특히 우리나라 기업은 외환위기이후 부채비율을 현저히 낮추었음에도 불구하고 여전히 대부분의 선진국에 비해 높은 부채의존도를 보이고 있으며 부실기업에 대한 공적자금의 투입과 대출금의 출자전환 등으로 인하여 은행과 기업간의 정보불균형이 상대적으로 적을 수 있기 때문에 은행의 기업감시 유인과 필요성이 과거보다 더 높은 실정에 있다.

은행이 외부의 영향력에서 벗어나 여신관리의 효율성을 제고하기 위한 독립적 의사결정을 내리기 위해서는 은행 자신의 지배구조 개선이 선행되어야 한다. 과거 은행이 기업감시역할을 소홀히 한 것은 정부주도하의 여신정책 하에서 은행의 경영목표가 수익성보다는 성장에 맞추어져 있었기 때문이며 이의 결과로 최근 국내은행들은 기업부실화의 피해를 가장 직접적으로 겪었다. 향후 국내은행의 경영지배구조가 주주중심으로 개선될 때 은행의 경쟁력과 생존가능성이 증가할 수 있으며 여신기업에 대한 감시기능도 극대화될 수 있을 것이다.

은행이 여신기업의 경영을 감시하는 가장 유력한 수단은 이사회에 영향력을 행사하는 것인데, 은행이 기업이사회에 지위를 가질 경우 기업과 은행간의 정보불균형의 해소에 의한 기업에 대한 은행의 원활한 자금제공이 가능하며 공신력 있는 은행이 기업의 건전성에 대한 신호를 자본시장에 보냄으로 그 기업의 자본조달비용을 인하시키는 효과를 가져올 수도 있다(Kroszner-Strahan, 2001).¹³⁾ 은행이 기업경영을 감시하는 방법으로는 직접 기업의 이사회에 참여하는 것보다는 사외이사를 추천하여 간접적으로 경영에 참여하는 방안이 이해상충의 문제를 피하면서 경영을 감시하는 효율적 방안이 될 것으로 보인다.

13) 그러나 기업의 주주와 은행인 채권자간의 이해상충의 문제(특히 위험한 사업에 대한 투자의사결정시 발생)와 기업과산시 은행채권의 우선변제지위 상실(equitable sub-ordination)의 위험 등이 문제점도 발생한다.

(4) 종업원의 동기부여

21세기는 지식사회로 대변되고 있다. 산업사회에서는 자본이 중요한 생산요소였으나 지식사회에서는 지식이 생산의 핵심요소이며 그 지식의 제공자는 종업원이다. 전통적 기업이론에서는 기업이 대부분의 이해관계자와는 확정계약을 체결하여 거래하는 반면 주주는 기업경영에 따르는 잔여위험을 부담하기 때문에 주식회사는 주주의 이익극대화를 도모하여야 한다고 하였다. 그러나 지식사회에서는 잔여위험의 부담 측면에서도 높은 유동성을 가진 주주보다는 그 기업 특유의 지식을 습득하고 경험을 축적한 종업원이 더 큰 잔여위험을 부담한다. 우리나라에서 최근에 확산되고 있는 벤처기업에 있어서는 최고경영자 뿐만 아니라 핵심 종업원의 자질과 능력이 기업의 경쟁력을 좌우한다. 미국에서도 기업 규모가 커서 외부감사에 따른 비용이 많이 발생하거나 성장기회가 많아 연구개발투자를 많이 하는 기업에서는 특히 종업원에 대해 주식옵션을 많이 부여하고 있다(Core-Guay, 2001).

이처럼 기업가치창조의 원동력이 자본에서 지식과 기술로 빠르게 변하고 있기 때문에 기업지배구조의 초점이 전통적인 주주-경영자간의 대리인 문제 완화에서 벗어나 기업이 가진 인적자본에 인센티브를 부여하는 제도를 연구하는 방향으로 전환되어야 하며 이와 관련하여 현재 임원에 국한하여 제공되고 있는 주식옵션제도를 종업원에게 확대하는 방안이 강구되어야 할 것이다.

VI. 결 어

기업지배구조 개선의 목적은 기업발전 단계에 따라 최초에는 경영권 안정에서 출발하여 타인자본의 조달이 필요하게 되는 경우에는 자금제공자 간의 이해관계의 조정이, 그리고 소유와 경영이 분리되면 대리인인 경영자에 대한 감시가 주된 목적이 되나 궁극적으로는 자원의 효율적 배분에 의한 기업의 경쟁력 제고에 있다.

우리나라의 기업은 소유와 경영이 사실상 미분화되어 있으며 지배주주인 소유경영자의 지분이 낮고 과거에는 지배주주에 대한 기업내외의 감시장치가 전

무하다시피 하였기 때문에 소유경영자의 대리인비용이 컸던 것은 사실이다. 이것이 간접금융위주의 자금공급과 정부주도의 경제성장을 하는 과정에서는 기업 성장에 긍정적으로 작용한 면도 많았으나 소액주주나 채권자보호라는 측면에서는 부정적인 면도 많았으며 그런 점에서 외환위기이전의 우리나라 기업지배구조는 다양한 척도에서 모두 효율성이 낮은 것으로 나타났다. 외환위기이후에 취해진 일련의 기업지배구조 개선조치는 소유경영자에 대한 다양한 감시와 견제 장치에 의해 경영자의 도덕적 해이와 외부주주의 대리비용을 줄이는데 초점이 맞추어졌으며 사외이사제도를 비롯한 다양한 제도들이 부분적으로 그 기능을 발휘하고 있으며 또 기업들도 과거와 다른 행태를 분명히 보이고 있다.

그러나 최근에 취해진 조치들은 지배구조의 역사 및 환경의존성을 무시하고 지나치게 영미식 구조를 수용한 것과 또 정부주도로 제도를 도입, 시행함으로써 시장의 기능이 오히려 약화되는 문제점을 안고 있다. 지배구조형성의 복잡다기한 특성을 고려할 때 비영미식 지배구조를 비정상성 내지 비표준적인 것으로 치부하는 현재의 우리나라 전반적인 분위기는 염려스러운 부분이 많다. 혈연과 연고, 의리가 중시되는 여건하에서 사외이사의 역할에는 한계가 있으며 기업이 해관계자중에서 향후 그 역할이 보다 중시될 종업원과 여전히 큰 비중을 점하고 있는 간접금융기관(은행)의 경영참여는 도외시되고 있다. 또한 지배주주감시에 지나치게 초점을 맞춤으로 인하여 기업가정신을 저해할 수 있는 조치들도 서둘러 도입되고 있는 실정이다. 2002년부터 시행되는 집단소송제에 대한 재계의 거부반응이 강하며, 최근 삼성전자의 이사회에 대해서 이천전기(주)의 인수, 정치자금의 제공, 계열사 주식의 처분 등의 의사결정과 관련하여 법원이 배상판결을 내린 것(2001년 12월 27일)은 경영판단에 대해서 사법부가 법적 잣대를 적용함으로써 경영의 자율성과 기업가정신을 훼손할 가능성과 관련하여 큰 논란이 일고 있다.

지배구조의 개선이 궁극적으로 기업의 경쟁력강화로 연결되기 위해서는 기업 이해관계자중 자본제공자인 주주와 채권자뿐만 아니라 지식사회에서 경쟁우위의 원천이 되는 지식근로자들의 이익이 침해받지 않는 지배구조를 형성하도록 하여야 할 것이다. 이를 위해서는 먼저 시장의 기능이 활성화되어야 한다. 상품 시장에서의 경쟁은 혁신의 동인이 되며 비효율적인 지배구조를 가진 기업을 퇴

출시될 것이다. 자본시장과 금융시장의 효율성이 제고되면 효율적 지배구조를 가진 기업의 자본비용은 낮아질 것이며 따라서 기업은 능동적으로 경영의 투명성을 제고하고 자본시장에서 투자자관계관리를 강화할 것이다. 현재 사외이사들은 주로 외부주주의 이익을 대변하고 있으나 앞으로는 지식근로자들에 대한 경영참여방안과 거래은행을 대표하는 사외이사의 도입도 검토되어야 할 것이다. 상품시장, 자본시장, 금융시장이 경쟁적이고 효율적으로 작동하면 비효율적인 지배구조를 갖춘 기업은 시장에서 불이익을 받아 경쟁력을 상실하게 되므로 기업도 능동적으로 효율적인 지배구조를 갖추고자 할 것이며 따라서 향후 정부의 정책은 시장의 기능을 활성화하는 방향으로 전개되어야 할 것이다.

참 고 문 헌

- 강준구·박경서·정균화, “한국기업의 지배구조 : 현재와 미래”, 경영학 뉴패러다임 총서시리즈 1, 박영사, 2001.
- 국찬표·정균화, “우리나라 기업의 소유구조 결정요인에 대한 실증적 연구”, 재무연구, 1996.
- 김용열·조광현·조명현, “선진경제 도약을 위한 기업지배구조 개혁”, 산업연구원, 2000.
- 이규억, “경제진화와 한국기업의 선택”, 삼성경제연구소, 2000.
- 이한득, “기업지배구조의 국제비교”, LG경제연구원, 2000.
- 장대홍, “기업지배권시장과 계열사 출자”, 상장협 2000 추계호, 2000.
- 정광선, “기업지배구조와 증권투자기관의 역할”, 한국금융학회, 1999.
- 정균화, “우리나라 재벌기업의 소유구조 결정요인”, 재무관리연구, 1998.
- 최연혜, “세계화시대의 한국형 기업지배제도의 모색”, 산업연구원, 1997.
- 황인학 외, “우리나라 기업지배구조의 새로운 패러다임 모색”, 한국경제연구원, 1999.
- 공정거래위원회, “대규모기업집단 주식소유현황 분석”, 각년 4월.
- 한국산업은행 조사부, “기업지배구조와 은행의 역할”, 1996년 12월.
- Blair, M, *Ownership and Control*, Brookings, 1995.
- Blair, M & M. J. Roe, eds., “Employee and Corporate Governance,” Brookings Institution Press, 1999.
- Core, J. E & W. R. Guay, “Stock option plans for non-executive employees,” *Journal of Financial Economics*, 61, 2001, 253-287.
- De Gues, A., *The Living Company*, Harvard Business School Press, 1997.
- Fama, Eugene F., “Agency problems and the theory of the firm,” *Journal of Political Economy*, 88, 1980, 288-30.
- Fama, Eugene F. and Michael C. Jensen, “Separation of ownership and control,” *Journal of Law and Economics*, 26, 1983, 301-325.
- Hart, O. D., “Corporate Governance : Some Theory and Implications,” *Economic Journal*, 105, 1995, 678-689.
- Hart, O. D., “The Market Mechanism as an Incentive Scheme,” *Bell Journal*

- of Economics*, Autumn, 1983, 366-382.
- Holderness, C. G., R. S. Kroszner & D. P. Sheehan, "Were the Good Old Days That Good? Changes in the Managerial Stock Ownership since the Great Depression," *Journal of Finance*, 1999, 435-469.
- Jensen, M. C., "Agency costs of free cash flows, corporate finance, and takeovers," *American Economic Review*, 76, 1986, 323-329.
- Jensen, M. C., "The Modern Industrial revolution, Exit, and the Failure of Internal Control System," *Journal of Finance*, (July 1993), 831-880.
- Johnson, S., P. Boone, A. Breach & E. Friedman, "Corporate Governance in the Asian Financial Crisis," *J. of Financial Economics*, 58, 2000, 141-186.
- Khanna, T. & K. Palepu, "The Right Way to Restructure Conglomerates in Emerging Markets," *Harvard Business Review*, (July-August 1999), 125-134.
- Klein, A., "Firm Performance and Board Committee Structure," *Journal of Law and Economics*, (April 1998), 275-303.
- Kroszner, R. S. & P. E. Strahan, "Bankers on boards : monitoring, conflicts of interest, and lender liability," *Journal of Financial Economics*, 62, 2001, 415-452.
- La Porta, R., Lopez-de-Silanes, A. Shleifer, R. Vishny, "Investor Protection and Corporate Governance," *Journal of Financial Economics*, 58, 2000, 3-27.
- La Porta, R., Lopez-de-Silanes, Shleifer, "Corporate Ownership around the World," *Journal of Finance*, 54, 1999, 471-517.
- Lazonick, W. H. & M. O'Sullivan, "Investment in Innovation," Levy Institute Public Policy Brief, No.37, 1997.
- Loughran, T., J. R. Ritter, & K. Rydqvist, "Initial Public Offering : International Insights," *Pacific-Basin Finance Journal*, 2, 1994, 165-199.
- Macey, "Measuring the Effectiveness of Different Corporate Governance System," *Journal of Applied Corporate Finance*, (Winter 1998), 16-25.
- Macey & G. P. Miller, "Corporate Governance and Commercial Banking," *Stanford Law Review*, 1995, 73-112.
- MacAvoy, I. & M. Millstein, "The Active Board of Directors and its Effect on the Performance of the Large Publicly traded Corporation," *Journal of*

- Applied Corporate Finance*, (Winter 1999), 8-20.
- Porter, M. E., *Capital Choices : Changing the Way American Investments in Industry*, Executive Summary, A research report presented to the council of competitiveness, 1993.
- Rajan, R. G. & L. Zingales, "The Governance of the New Enterprise," NBER *Working Paper*, 7958, 2000.
- Roe, M. J., "Some Differences in Corporate Structure in Germany, Japan, and the U.S.," *Yale Law Journal*, 102, 19282037, 1993, 1-84.
- Scott, K., "The Role of Corporate Governance in South Korean Economic Reform," *J. of Applied Corporate Finance*, Vol.10, Winter 1998.
- Shliefer, A., & R. Vishny, "A Survey of Corporate Governance," *Journal of Finance*, (June 1997), 737-783.
- Zingales, L., "Corporate Governance," NBER *working paper*, 6309, 1997.