

1. 기업지배구조 개혁과 대기업집단 규제

기업지배구조 개혁과 대기업집단 규제

우리나라에서는 97년 외환금융위기의 주원인의 하나로 '왜곡된 기업지배구조'가 지적되면서 주주권 이론에 따른 급격한 기업 지배구조 개혁이 수행되었다. 그 개혁의 목표로는 투명성 강화와 함께 소수주주권 강화 및 기업지배권 시장(적대적 M&A 시장)의 활성화가 제시되었으며 이를 위해 상법과 증권거래법, 공정거래법 상의 기업지배구조 관련 규제가 크게 변화되었다.¹⁾

〈표 1〉 상법 및 증권거래법상 소수주주권 강화

	주식회사 일반(상법)		상장회사(증권거래법)	
	97년 이전	98년 이후	97년 이전	98년 이후
사외이사제		신설		
집중투표제		신설		
기관투자자 의결권 행사				신설
증권집단소송제				신설
주주대표소송 제기권	5%	1%	1%	0.01%
주주제안권	-	3%	1%(0.5%)	1%(0.5%)
이사/감사 해임청구권	5%	3%	1%(0.5%)	0.5%(0.25%)
이사 위법행위 유지청구권	5%	1%	1%(0.5%)	0.5%(0.25%)
회계장부 열람권	5%	3%	3%(1.5%)	1%(0.5%)

* 기술경제연구센터 부연구위원(e-mail: sijeong11@stepi.re.kr)

〈표 2〉 적대적 M&A 활성화를 위한 규제체제 변화

주식 대량매입 제한 폐지	증권거래법	1997.4
의무공개매수제 폐지	증권거래법	1998.2
외국인의 국내기업(자산2조 이상) 주식 취득시 정부허가제 폐지	외국인투자 및 외자도입에관한법률	1998.2
외국인의 국내기업 주식 10%이상 취득시 해당 기업 이사회 동의 요건 폐지	외국인투자 및 외자도입에 관한법률	1998.5
외국인 주식취득 한도 제한 폐지	증권거래법	1998.5
출자총액제한제 부활	공정거래법	1999.12
공개매수시 반복매수 금지 폐지	증권거래법	2005.3

기업지배구조 개혁을 주도한 주주권 이론에 따르면 대기업집단에서 나타나는 지배주주의 사리사욕 추구(즉 Tunnelling) 현상은 우리나라 기업의 비효율성의 원천인 바, 이를 막기 위해서는 상법 및 증권거래법 개혁을 통한 소수주주권 강화와 적대적 M&A 활성화만으로는 부족하며 반드시 공정거래법상 출자총액제한 등을 통한 가공적 지배(계열사간 출자)의 규제가 필요하다.

하지만 기업규제는 오늘날 큰 논란의 대상인데 왜냐하면 대기업들은 투자활성화를 가로막는 대표적인 규제로 출자총액제한 규제와 같은 기업규제를 들고 있기 때문이다. 물론 주주권 이론가들은 공정거래법상 출자제한 규제 강화와 기업의 투자 위축은 서로 무관하다고 주장하고 있다(임영재 외 2003, 강철규 외 2007).

그렇지만 기업의 투자와 지배구조간의 상관관계에 관한 기존의 논의는 상당 부분 피상적이다. 왜냐하면 그간의 논의는 공정거래법상 대기업집단 규제의 문제에만 국한시켜 그것이 기업의 투자에 미치는 영향에만 주목하고 있기 때문이다.

현실에서 대기업들은 단지 공정거래법만이

아니라 상법과 증권거래법, 그리고 여타 법률상 기업지배구조 규제 변화의 영향을 전반적으로 받고 있다. 그리고 이러한 제반 법제도들의 총체가 기업지배구조 규제체제(regulation system of corporate governance)를 이루고 있다.

따라서 문제는 출자총액제한 등 특정 규제(specific regulations)라기 보다는 그것을 '일부'로서 포함하는 기업지배구조 규제체제 전반의 전환과 그 내용이며 이것이 기업의 투자에 어떤 영향을 미치는가이다. 이에 반해 기존의 논의는 공정거래법상 대기업집단 지배구조 규제의 문제에만 주목함으로써 소수주주권 강화 및 적대적 M&A 활성화라는 전반적인 기업지배구조 환경 변화가 기업의 투자행태에 미치는 영향에 대한 고찰을 피상적으로 만들었다.

1998년 이후의 상법과 증권거래법, 공정거래법 개정을 관통하는 기업지배구조 개혁의 일관된 정신은 바로 투명성 강화와 함께 소수주주권 강화와 기업지배권 시장(적대적 M&A)의 활성화로 요약할 수 있다. 따라서 새롭게 등장한 기업지배구조 규제체제는 바로 주주가치 체제

(system of shareholder values)라고 할 수 있다. 본 연구의 목적은 새로이 등장한 주주가치형 기업지배구조 규제체제가 기업의 R&D 투자에 어떤 영향을 끼치는지를 살펴보는 것이다.²⁾

2. 기업지배구조 개혁과 기술혁신

주주권 이론과 급진적 기술혁신

주주권 이론에 따르면 소수주주권 강화 및 적대적 M&A 위협을 통해 주식투자자 등 금융투자자들의 이익을 우선시하는 영미형의 기업지배구조 개혁은 자본시장(capital market)의 활성화와 함께 벤처캐피탈과 기술주 시장(나스닥, 코스닥)의 활성화를 가져오며 이것은 IT, BT, NT와 같은 급진적 기술혁신 산업의 발전을 가져온다. 가령 김기원(2002)과 임원혁(2003)은 주주권 이론에 따른 기업지배구조 재편 특히 재벌개혁이 추구하는 영미형의 기업지배구조를 도입하게 되면 보다 기술혁신 친화적인 새로운 기업모델이 출현할 것이라고 기대한다. 동시에 이들의 견해에 따르면 주주가치(shareholder values)를 중시하는 기업지배구조는 지배주주 및 지배적 경영진의 모랄해저드와 기회주의를 억제함으로써 경영의 효율성과 수익성을 높임으로써 경제 전반의 요소생산성을 높인다.

한편 기술혁신을 점진적 혁신(incremental innovation)과 급진적 혁신(radical innovation)으로 대별하는 기존의 국가혁신체제(national innovation system) 이론들은 전자는 라인형 혹은 동아시아형 기업지배구조에 상응하고 후자는 앵글로색슨형의 기업지배구조에 상응한다고 주장해왔다(가령 Dosi 1990). 그리고 이러한 맥락에서 Fagerberg and

Godinho(2006)는 우리나라처럼 추격(catchup) 단계를 끝내고 탈추격(post catchup) 단계에 접어든 나라에 필요한 것은 점진적 혁신보다는 급진적 혁신이며 이를 위해서는 급진적 기술혁신에 상응하는 앵글로색슨형 기업지배구조가 더욱 바람직하다고 주장하고 있다.

기업집단의 역기능과 공정거래법상 규제

주주권 이론가들은 기업집단의 지배주주가 계열사간 거래(상품 및 자본거래)를 자신의 사적 이익의 획득을 위한 통로로 이용하고 그 결과 그 법인회사의 소수주주 또는 채권자의 부가 기업집단 대주주에게 이전되는 현상을 Tunnelling이라 정의한다(Johnson et. al. 2000). 그리고 주주권 이론에 따르면 Tunnelling 현상을 막기 위해서는 상법 및 증권거래법 개혁만으로는 부족하며 동시에 계열사 지분 확대를 이용한 가공적 지배(소유-지배 괴리) 행위를 규제할 필요가 있다(임영재 외 2003, 김진방 2003/ 2005, 김선구 외 2004). 실제로 2004년 이후 공정거래위원회는 매년 대기업집단별 소유-지배 괴리도 지표를 발표하면서 규제정책의 목적으로 소유-지배 괴리도 축소를 표방해왔다.

기업집단의 순기능과 기술혁신

하지만 대기업집단에서 발생하는 계열사간 지원이 반드시 지배주주의 사익추구만을 의미하지는 않으며 Tunnelling과는 상관없는 순수한 계열사 지원이 있을 수 있다. Friedman 외(2003)와 Riyanto and Toolsema (2004)는 이것을 propping으로 정의한다. Propping은 지배주주가 - 자신의 사적 이익과는 무관하게 -

일시적으로 자금부족이나 파산위험에 처한 계열기업을 다른 계열사를 통해 지원해주는 행위를 말한다. 기업집단 내에 존재하는 내부자금 시장과 그 일환인 계열사 출자가 반드시 Tunnelling인 것은 아니라는 점은 주주권 이론의 강력한 옹호자들도 실증분석을 통해 수긍하고 있다(강준구/백재승 2002, 강형철, 박경서, 장하성 2006). 그리고 우리나라 기업집단에 propping 현상이 일어나고 있다는 관찰은 기업집단의 소속 여부가 기업의 경영혁신 및 기술혁신에 긍정적 역할을 할 수 있음을 시사한다.

기업집단 순기능의 약화

주주권 이론에 따르면 다각화된 사업을 영위하는 대기업집단(conglomerates)은 지배주주 혹은 지배적 경영자의 사리사욕 추구(Tunnelling)를 가능케 한다. 따라서 주주권 이론은 - 그리고 단기적 주식투자자들은 - 대기업 및 대기업집단의 미래신사업 진출 등 사업다각화를 반대한다(Amihud and Lev 1981/1999; 최정표 2004; 김기원 2002; 강철규 1999). 그리고 실제로 1998년 이후 주주권 이론에 따라 진행된 우리나라의 지배구조 개혁은 소수주주

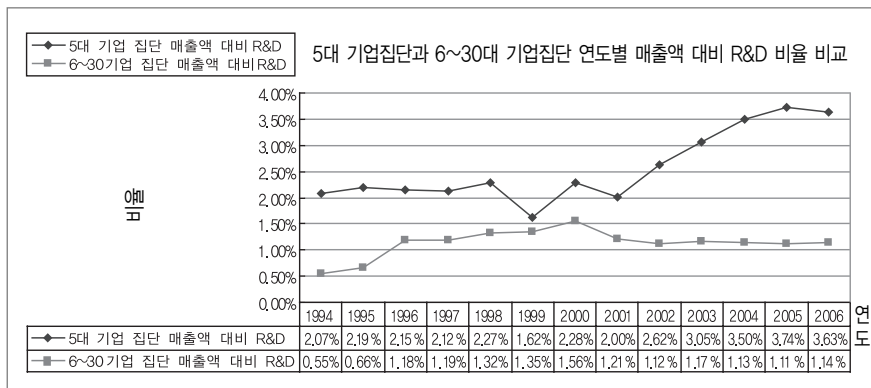
권 강화 및 적대적 M&A 활성화를 통해 단기주의적 주식투자자들의 이해관계가 기업의 미래 투자 의사결정에 미치는 영향력을 크게 높여 놓았으므로 대기업 및 대기업집단이 당장 수익이 나지 않는 미래성장 사업에 과감하게 새롭게 진출하는 효과, 즉 기업집단의 긍정적 효과(Propping 효과)를 크게 위축시키고 있다. 다음에서는 그것을 구체적으로 살펴본다.

3. 대기업집단 기술혁신 투자의 양극화

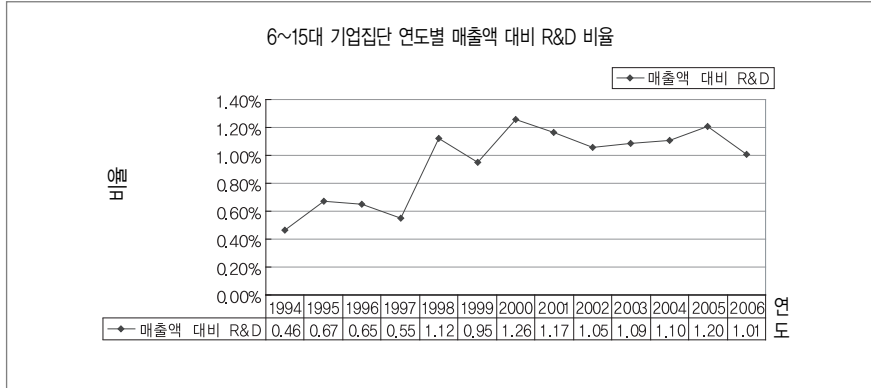
상위 5대와 하위 6~30대 대기업집단의 기술력 격차 확대

삼성, 현대기아차, LG, SK 등 상위 대기업집단의 매출액 대비 R&D투자(연구개발집약도)는 2001년 이후 상승세를 회복하여 지속적으로 상승하고 있다. 그리고 실제로도 삼성전자, 현대기아차, LG전자로 대표되는 글로벌 대기업들은 R&D 투자를 매년 크게 늘리고 있는데 그 까닭은 무엇보다 이들이 영위하는 사업·업종이 전기·전자·반도체와 자동차, 통신 등과 같이 높은 연구개발집약도를 확보해야 국내외 시장에서 경쟁력을 갖출 수 있는 것들이기 때문이다.

〈그림 1〉 5대 기업집단과 6~30대 기업 집단의 연도별 매출액 대비 R&D 비율 추이 비교



〈그림 2〉 6-15대 대기업집단의 매출액 대비 R&D투자 비율



이에 반해 6-30대 대기업집단 소속 상장사들의 매출액 대비 R&D투자 비율은 2001년 이후 현재에 이르기까지 1.1-1.2% 사이에서 정체 상태에서 벗어나오지 못하고 있다.³⁾ 이것은 이들이 오늘날 기술혁신을 통한 성장에 있어 커다란 한계에 직면하고 있음을 시사한다.

그렇다면 6-30대 대기업집단 상장사들에서 나타나는 매출액 대비 R&D투자의 정체 현상의 원인은 무엇일까? 우선 말할 수 있는 것은 이들이 영위하는 사업·업종이 그 자체 R&D투자 등 기술혁신을 별로 필요로 하지 않기 때문이다.

먼저 6-15대 기업집단을 보자. 포스코(제철)와 현대중공업(기계, 조선)의 수출과 매출은 최근에도 계속 늘어나고 있는데, 하지만 이들은 R&D 투자를 크게 늘리지 않고 있다. 왜냐하면 제철과 기계/조선 업종의 특성상 현재의 낮은 연구개발집약도로도 국내외 시장에서 경쟁력을 충분히 확보할 수 있기 때문이다. 마찬가지로 롯데(백화점, 식품, 석유화학), KT(통신), GS(건설, 유통), 금호아시아나(건설, 운송, 석유화학 및 일반화학), 한진(운송) 등 역시 현재의 낮은 R&D투자 수준으로도 충분히 국내외 시장에서 경쟁력을 확보할 수 있다.

이러한 양상은 16-30대 하위 기업집단에서도 유사한 모습으로 나타난다. 하이닉스(19위)와 동부하이텍(반도체)을 제외할 경우 16-30대 하위 기업집단들 역시 대체로 높은 수준의 R&D를 통한 신제품 개발을 요하지 않는 사업·업종을 영위하고 있다. 즉 화학 및 석유화학(한화, 현대, 동부, 대림, LS), 식품·음료 및 연관사업(두산, CJ, 신세계), 가스 및 연관사업(LS), 철강(동부), 조선(대우조선해양, STX), 기계 및 플랜트(두산, 현대, 대림, STX), 건설(한화, 두산, 동부, 현대 건설, 대림, 신세계), 유통·백화점(한화, 신세계, CJ), 전기 및 전기관련 사업(LS), 운송(현대, STX) 등이 그것이다. 이들 업종은 R&D투자가 거의 필요하지 않거나(유통·백화점, 운송), 조금만 필요하며(식품·음료 및 연관사업, 가스 및 연관사업), 그렇지 않다고 하더라도 중간 정도의 매출액 대비 R&D투자만 있으면 된다(화학 및 석유화학, 조선, 기계 및 플랜트, 건설, 전기 및 전기관련)이다.

사업다각화 필요성과 기업지배구조 개혁

6-30대 기업집단 상장사들이 R&D투자를 늘리지 않는 이유가 자금부족(금융제약)때문인

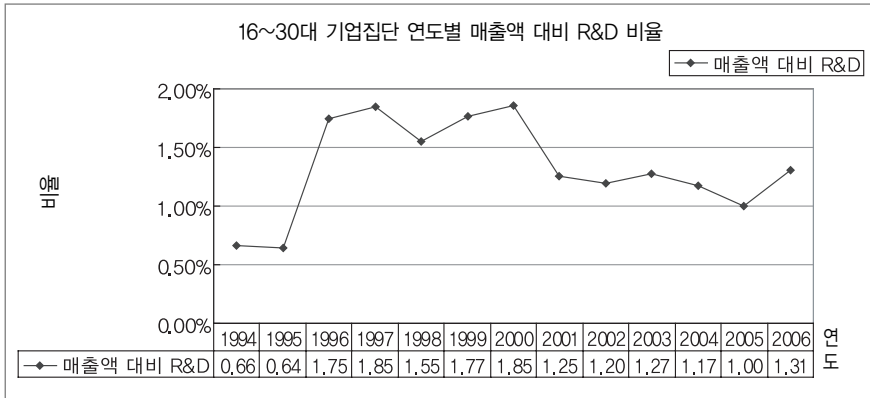
〈표 3〉 6-15대 기업집단 상장사들의 사업

7	롯데	롯데쇼핑	백화점
		호남석유화학	석유화학계 기초 화합물 제조업
		케이피케미칼	석유화학계 기초 화합물 제조업
		롯데제과	설탕 과자 제조업
		롯데칠성	비알코올음료 제조업
		롯데삼강	식물성 유지 제조업
		롯데미도파	백화점
9	포스코	POSCO	제철 및 제강업
		포항강관	절단가공 및 표면처리강재 생산업
		포스데이타	소프트웨어 자문 개발 제공업
		포스텍	기타 내화요업제품 제조업
		삼정P&A	알루미늄 제련 합금 제조업
10	KT	KT	전기 통신 회선설비 임대업
		KTF	무선 전화업
		KT하이텔	별정 통신업
		KT서브마린	일반 통신 공사업
		올리브나인	방송프로그램 제작업
12	GS	GS건설	아파트 건설업
		GS홈쇼핑	기타 통신 판매업
		GS홀딩스	지주회사
		삼양통상	원피 가공업
		코스모화학	기타 화학제품 제조업
13	금호아시아나	대우건설	아파트 건설업
		아시아나항공	정기 항공 운송업
		금호타이어	타이어 및 튜브 제조업
		금호석유화학	합성고무 제조업
		금호산업	아파트 건설업
14	한진	대한항공	정기 항공 운송업
		한진해운	외항화물 운송업
		한진	일반화물 자동차 운송업
		한국공항	항공운송지원 서비스업
15	현대중공업	현대중공업	선박 제조업
		현대미포조선	강선 제조업

〈표 4〉 16-30대 기업집단 소속 상장사들의 사업

16	한화	한화 한화석유화학 한화타입월드	화약 제조업 석유화학계 기초 화합물 제조업 백화점
17	두산	두산중공업 두산인프라코어 두산 두산건설 삼화왕관 오리콤	터빈 제조업 토목공사 및 기계장비 제조업 주류 제조업 아파트 건설업 금속캔 및 포장용기 제조업 광고 대행업
19	하이닉스	하이닉스반도체	유사 반도체 제조업
21	신세계	신세계 신세계건설 신세계푸드 신세계 I&C 광주신세계	백화점 사무 및 상업용 건물 건설업 기관 구내 식당업 컴퓨터 설계 및 시스템 자문업 백화점, 할인점 운영
22	LS	LS전선 E1 LS산전 에스코 가온전선 국제상사	광섬유 케이블 제조업 기계연료 제조업 전기회로개폐 및 접속장치 제조업 가스 제조 및 배관 제공업 광섬유 케이블 제조업 기타 신발 제조업
23	현대	현대상선 현대엘리베이	외항화물 운송업 엘리베이터 및 컨베이어 제조업
24	동부	동부제강 동부건설 동부하이텍 동부씨앤아이 동부정밀화학	냉각 압연 및 압출제품 제조업 도로 건설업 반도체 및 합성수지 제조업 컴퓨터시스템 설계 및 자문업 농약제조업
25	CJ	CJ(주) CJ푸드시스템 CJ홈쇼핑 CJ CGV CJ인터넷 삼호F&G 엠넷미디어	식품, 화학, 제약 가공식품 도매업 통신 판매업 영화관 운영업 게임소프트웨어 제작업 혼제 조리식품 제조업 데이터베이스 및 온라인정보제공업
26	대림	대림산업 고려개발 삼호	산업플랜트 사업 도로 건설업 아파트 건설업
28	대우조선해양	대우조선해양	강선 건조업
29	현대건설	현대건설	도로 건설업
30	STX	STX팬오션 STX조선 STX STX엔진	외항화물 운송업 강선 건조업 지주회사 내연기관 제조업

〈그림 3〉 16~30대 대기업 집단의 매출액 대비 R&D투자 비율



아니라는 것은 이들 회사들의 현금보유(이익잉여금 등 내부유보금)가 2001년 이후 크게 늘어나고 있다는 사실에서 분명하다.

만약 이들 6~30대 대기업집단들이 R&D투자 주도형 성장 전략을 펼치고자 한다면 R&D투자가 중요한 새로운 사업·업종으로 진출해야 한다. 그런데 이를 위해서는 새로운 사업부(division) 또는 새로운 자회사/계열사의 창출 혹은 인수가 필요하며 이는 적극적인 사업다각화를 의미한다. 즉 과감한 사업다각화를 통해 기술혁신형 신사업 분야로 진출하지 않는 한, 이들 중하위 대기업집단에서는 현재의 중저기술형 산업·업종 고착화(locked-in)의 양상이 지속될 것이다.⁴⁾

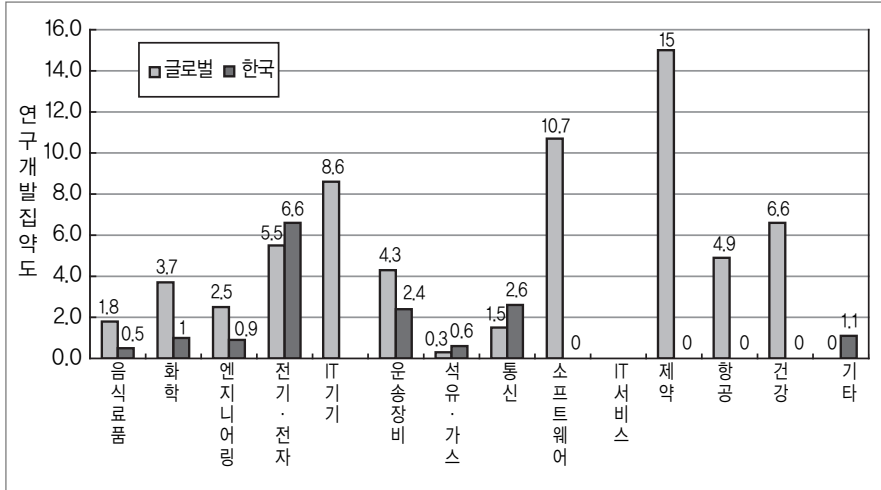
그렇지만 문제는 현재의 주주가치형 기업지배구조가 그러한 과감한 사업다각화를 제약하고 있다는 사실이다. 왜냐하면 주주권 이론 또는 주주가치 이론에 따르면 사업다각화는 대기업의 주주가치를 침해하는 행동이며 특히 대기업집단 계열사에 있어 그것은 Tunnelling 현상의 원천이기 때문이다(Amihud and Lev 1981/1999, 최정표 2004, 김기원 2002, 강철규

1999). 따라서 주주가치 이론은 - 그리고 단기주의적 주식투자자들은 - 사업다각화를 반대하는데, 실제로 1998년 이후 주주권 이론에 따라 개혁된 상법과 증권거래법, 공정거래법 개혁은 소수주주권 강화 및 적대적 M&A 활성화를 통해 단기주의적 주식투자자들의 이익이 기업의 미래투자 의사결정에 미치는 영향력을 크게 높여 놓음으로써 대기업 및 대기업집단의 관련 및 비관련 다각화를 매우 힘들게 만들어 놓았다.⁵⁾

4. 제2의 추격(a second catchup)과 대기업집단의 역할

기업의 R&D투자를 중심으로 볼 때, 우리나라 상장사들의 사업·업종 구성은 선진국의 그것과는 거리가 있다. 오직 전기·전자·반도체업종과 자동차산업, 통신업, 그리고 석유·가스 산업 정도만이 글로벌 수준의 R&D 집약도를 보이고 있는데, 상위 4대 대기업집단 소속사들이 이 업종을 영위하고 있으며 따라서 이들 업종에서만 탈추격형(post catchup) 기술혁신을 말할 수 있다.

〈그림 4〉 산업별 연구개발집약도의 국제비교



하지만 화학과 식품, 엔지니어링 등 분야에서 우리나라 상장사들의 연구개발집약도는 선진국의 1/3 수준에 불과하며 향후 10년 이상의 추격(catchup)이 필요하다. 더구나 제약·건강, IT기기, 우주항공과 같이 연구개발집약도가 높은 선진국형 업종에서는 이제야 겨우 추격(catchup)이 시작되고 있다. 이 점을 고려할 때, 우리는 오늘날 너무 성급한 탈추격(post-catchup) 전략보다는 제2의 추격(a second catchup) 전략을 말하는 것이 보다 올바른 정책이라고 할 수 있다.

그렇다면 이들 정밀 화학·금속 소재, 제약/건강, 우주항공, 정밀기기 등 R&D집약형 또는 기술집약형 사업·업종의 육성이라는 획기적인 '산업정책' 전환을 위해서는 어떠한 '기업정책'이 필요할까? 혹시 그것은 - 지난 10년간 그래왔듯이 - 기술혁신형 중소기업 또는 벤처기업의 육성으로 충분하지 않을까?

그렇지 않다. 정밀기기 등 일부 업종을 제외할 때 이들 업종은 대부분 중소벤처기업이 담당

할 수 없으며 오직 대기업 및 대기업집단만이 담당할 수 있다. 왜냐하면 이들 산업은 대부분 글로벌 시장을 소수의 초국적 대기업들이 과점(oligopoly)하고 있으며, 이들은 대규모의 R&D 투자 및 설비투자, 그리고 글로벌 마케팅 구축을 통해 매우 높은 진입장벽을 구축하고 있기 때문이다(물론 정밀기기와 특수소재 등 특화된 영역을 개척한 글로벌 중견기업들도 일부 존재한다). 따라서 우리나라가 후발자로서 이들 업종에서 기술추격을 하기 위해서는 대규모의 매몰비용을 장기간 감수할 능력이 필수적이며 더구나 처음부터 글로벌 시장을 겨냥한 R&D투자와 설비투자, 마케팅 투자에 있어야 한다. 이것은 중소벤처기업이 감당할 수 없으며 그보다는 대기업 및 대기업집단의 다각화 투자가 적당하다.

실제로 제약산업의 사례는 제2의 추격에 있어 대기업집단이 긍정적 역할을 할 수 있다는 시사점을 잘 보여준다. 2008년 현재 우리나라의 제약회사들 중 처음부터 글로벌 시장을 겨냥한 오리지널 신약개발을 위해 과감한 기술추격(기술

〈표 5〉 우리나라 제약사들의 신약개발 및 사업 전략

전략군	기술전략 및 사업전략	2008년 연구개발집약도 (예상)	해당 기업
전문제약사 I	점진적 추격 1 (국내시장용 개량신약 개발)	5~6%	동아제약, 대웅제약, 유한양행, 녹십자, 종근당, 동화약품, 보령제약, 제일약품, 부광약품, 유유
전문제약사 II	점진적 추격 2 (해외수출용 개량신약 개발)	9~10%	한미약품
대기업집단 I	점진적 추격 1 (국내시장용 개량신약 개발)	5~6%	CJ(주) 제약사업부, 삼양사 제약사업부
대기업집단 II	점진적 추격 2 (해외수출용 개량신약 개발)	9~10%	SK케미칼
대기업집단 III	급진적 추격 (해외수출용 오리지널 신약개발)	27%~100% 이상	LG생명과학, SK(주) Bio-pharm

학습)에 나서는 곳은 상위 대기업집단 소속사(LG생명과학) 또는 사업부(SK Bio-pharm)이다 (김석관 2004도 참조). 그리고 이에 반해 동아제약과 유한양행, 녹십자, 그리고 부광약품과 유유 등 대부분의 대기업 또는 중견규모의 제약 회사들은 여전히 국내시장을 겨냥하는 개량신약 개발에 치중하고 있다.

5. 결론과 정책적 시사점

1970-80년대의 중화학공업화 정책을 통해 그 초석이 마련된 조선과 철강, 화학과 자동차, 전자/반도체 등 수출주력 산업들은 향후 10년간 지속적으로 중국의 추격 위협에 직면할 것이다. 이 점을 고려할 때 오늘날 한국경제에 절실히 필요한 것은 탈추격 전략 또는 서비스업 전략보다는 제2의 추격 전략이며 이를 통해 우리나라의 수출제조업 업종구조를 비약적으로 선진화시켜야만 한다. 그래야만 10년 뒤 국민경제를 위한

안정적인 산업적 토대를 구축할 수 있다.

그런데 선진국형 산업구조를 향한 제2의 추격 전략을 위해서는 대규모의 매몰비용을 장기간 감당할 수 있는 대기업 및 대기업집단의 적극적인 관련 및 비관련 다각화 투자가 필요하다. 이것은 대기업 및 대기업집단이 과감하게 신규 자회사(계열사)의 설립 또는 기존 회사 M&A의 형태로 신사업에 진출하는 것을 의미한다.

대기업 및 대기업집단의 과감한 사업다각화 및 미래사업 진출을 법제도적으로 도와주기 위해서는 기업집단의 긍정성 즉 Propping의 측면을 적극 촉진하면서도 동시에 그 부정성 즉 Tunnelling의 측면을 실질적으로 억제하는 새로운 대기업집단 규제정책이 필요하다. 즉 주주권 이론처럼 대기업집단에서 나타나는 Propping의 측면마저도 획일적으로 Tunnelling으로 간주하여 억압하는 정책이 아니라 Propping의 측면을 살리면서도 Tunnelling을 봉쇄하는 새로운 규제정책이 필

요하다. 이를 위해서는 독일법 계통의 콘체른(Konzern)법과 프랑스법 계통의 로젠블룸(Rozenblum) 판례법에서 배울 필요가 있다. 콘체른법과 로젠블룸 판례법은 기업집단 내에서의 내부거래(계열사간 출자 및 자금이동을 포함한)를 대폭 용인하면서도 동시에 대주주의 사익 추구 행위에 대해서는 높은 수준의 형법(배임죄에 대한 처벌)을 적용하여 엄단한다. 동시에 콘체른법과 로젠블룸 판례법은 내부거래에 대한 공시의무 부과와 동시에 사외이사 비율을 높이고 또한 내부사정에 밝게 마련인 종업원들의 이사(사외이사) 지위 부여 등을 통해 투명성을 높이고 있다.

이렇듯 새로운 대기업집단 규제정책과 함께 동시에 상법 및 증권거래법상 지배권(경영권) 보호정책이 필요하며 따라서 상법상 다중의결권(multiple voting rights)과 증권거래법상 포이즌필(poison pill) 등 다양한 선진국형 경영권 방어제도의 도입이 필요하다.

주)

- 1) 이 글은 2007년에 수행한 연구보고서 『정부규제가 기업의 기술혁신 행태에 미치는 영향』의 제3장 대기업집단 규제와 기술혁신을 기초로 하고 있다. 하지만 제약산업의 사례는 새로 추가되었다.
- 2) 고영선 KDI 선임연구위원은 최근 “포이즌필(poison pill), 황금주(golden shares) 등 기업 경영권 보호장치 도입은 재검토돼야 한다”고 주장하면서 “경영권 보호장치 마련과 기업투자 활성화는 논리적으로 인과관계가 없다”고 말했다(연합뉴스 2008.6.23). 이것은 “공정거래법상

출자총액제한제의 강화는 기업투자 위축은 논리적으로 인과관계가 없다”는 주주권 이론가들의 기존 주장과 동일한 맥락에 있다. 그는 또한 “경영권에 대한 위협 [적대적 M&A 위협]이 있어야만 기업들도 수익성 제고에 적극 나설 것”이라고 설명했다. 소액주주운동으로 유명한 장하성 교수 역시 최근 “정부가 경영권 방어를 하나의 정책 아젠다로 두는 것이 우려스럽다”고 말했다(연합뉴스 2008.6.18).

- 3) 여기서 말하는 6-30대 기업집단이란 실제로는 비상장 기업인 대한주택공사(6위), 한국도로공사(8위), 한국토지공사(11위), 한국철도공사(18위), GM대우(27위) 등 5개를 제외한 20개의 대기업집단을 말한다.
- 4) 그렇지만 오늘날 이들 중하위 대기업집단 및 대기업들은 R&D집약적인 제조업보다는 유통, 물류, 관광레저, 금융업종 등 서비스 업종으로의 사업다각화를 더욱 선호하고 있다. 그리고 이것과 긴밀하게 결합되어 정부의 제반 정책 역시 R&D집약형 제조업보다는 서비스업의 육성을 더욱 선호하고 있다.
- 5) 대기업집단 소속 여부가 기업의 R&D투자에 미치는 영향에 관한 실증모형 분석에 따르면 대기업집단 소속 여부는 1998년 이전까지는 매우 높은 통계적 유의성을 가지고 R&D투자에 긍정적인 효과를 가졌다. 하지만 주주가치 이론에 따른 기업 지배구조 개혁의 효과가 본격적으로 나타나는 2000년 이후에는 그러한 긍정적 효과가 미미한 수준으로 약화되었다. 자세한 내용에 대해서는 정승일 외(2007)의

제3장 제3절을 참조.

【참고문헌】

강준구, 백재승(2002) "기업집단의 효율성과 주주 부의 극대화-신주발생을 중심으로", 『재무연구』, 제15권 제1호, pp. 1-47.

강철규(1999), 「재벌개혁의 경제학」, 다산출판사.

강철규, 이재형(2007), 「출자총액제한제도가 기업투자에 미치는 영향」, 『산업경제연구』, 제20권, 제3호, pp. 1131-1160.

김기원(2002), 「재벌개혁은 끝났는가」, 한울.

김석관(2004), 『제약산업의 기술혁신 패턴과 발전 전략』, 과학기술정책연구원. 정책연구 2004-12.

김선구, 류근관, 이상승, 반기범(2004), “출자총액제한제도의 바람직한 개선방안”, 『산업조직연구』, 제12집, 제1호.

김진방(2005), 「한국의 재벌(3), 재벌의 소유구조」, 나남출판.

김진방(2003), 「출자총액제한의 비교정학」, 한국사회경제학회.

임영재, 성태운, 김우찬, 송옥렬, 김진배, 이 건범, 박경서, 「시장개혁 추진을 위한 평가 지표 개발 및 측정」, 한국개발연구원. 2003/9.

임원혁(2003): 「세계화 시대의 기업경영과 정책」, 윤영관/이근 (편), 세계화와 한국의 개혁과제, 한울.

정승일, 손수정, 장병열, 유의선, 이우성 (2007), 『정부규제가 기업의 기술혁신에 미치는 영향』, 과학기술연구원.

최정표(2004), 「한국 재벌의 이론과 현실」, 건

국대학교 출판부.

Amihud, Y. and B. Lev(1981), 'Risk Reduction as a Managerial Motive for Conglomerate Mergers', *Bell Journal of Economics* (12), pp. 605-17.

Amihud, Y. and B. Lev(1999), 'Does Corporate Ownership Structure Affect Its Strategy Toward Diversification', *Strategic Management Journal* (20), pp. 1,063-9.

Dosi, G.(1990), "Finance, Innovation and Industrial Change", *Journal of Economic Behavior and Organization* (13), pp. 299-319.

Fagerberg J. and M. Godinho(2006), 「Innovation and Catching-up」, in J. Fagerberg, D. Mowery and R. R. Nelson(edit), *The Oxford Handbook of Innovation*, pp. 514-43.

Friedman, E., S and Johnson, T. Mitton(2003), "Propping and Tunneling", *Journal of Comparative Economics*, Vol 31, Issue 4, pp. 732-750.

Johns, S., S. R. La Porta, Florencio Lopez-de-Silanes and Andrei Shleifer(2000), "Tunneling," *American Economic Review*, Vol. 90, pp. 22-27.

Riyanto, Y. E. and L. A. Toolsema (2004), "Tunneling and Propping: A Justification for Pyramidal Ownership", NUS Department of Economics Working Paper, <http://nt2.fas.nus.sg/ecs/pub/wp/wp0409.pdf>.