

## 企業支配構造 改革의 制度的 脈絡과 政策的 含意

<차 례>

<b>I. 序</b>	1
<b>II. 制度的 脈絡의 特徵</b>	3
1. 서구와의 차이	3
2. 소유집중	5
3. 그룹체제	9
<b>III. 企業支配構造 改革과 經營成果</b>	15
1. 소유구조와 경영성과	15
2. 무엇을 위한 지배구조 개혁인가	17
3. 기업지배구조의 이중성 가설	19
<b>IV. 政策的 含意</b>	22
1. 일본과의 비교	22
2. 차이의 해석	26
3. 기대효과와 전망	29
참고문헌	32

<표 차례>

<표 II -1> 소유구조의 유형별 분포(선진국 27개국)	6
<표 II -2> 소유구조의 유형별 분포(아시아 9개국)	6
<표 II -3> 상장회사 소유자 형태별 주식수 분포	8
<표 II -4> 30대기업집단 내부지분을	9
<표 II -5> 한국 그룹체제의 특징	11
<표 III -1> 기업지배구조의 이중성 가설	20

<그림차례>

<그림 1> 제도적 맥락과 시스템적 속성	4
------------------------	---

## I. 序

90년대 이후 기업지배구조에 대한 관심이 높아지고 있다. 세계적인 시장통합과 금융자유화가 진전되는 가운데 경쟁이 격화함에 따라 어떻게 자금을 조달할 것인가의 문제와 함께 조달된 자금을 어떻게 사용하여 경영하는 것이 기업가치 극대화에 도움되는가의 문제가 중요하게 대두되었다. 또한 범세계적으로 다국적기업의 활동이 두드러지면서 자유로운 시장접근에 장애가 되는 각국 제도의 차이가 인식되기 시작하였고 제도간의 마찰가능성을 최소화하고 제도의 국제적 조화를 도모하려는 움직임이 가시화되었다.

아시아 국가의 동시다발적 경제위기도 기업지배구조에 관심을 가지게 하는데 한몫을 하였다. 일본은 90년대 이후 버블붕괴에 따른 장기불황에서 벗어나지 못하고 있다. 잃어버린 10년(lost decade)이라고 불리는 불황국면이 지속되고 있음에도 불구하고 별다른 해결책이 제시되지 않고 있다. 한국을 비롯한 동아시아 국가에 불어닥친 경제위기는 과거 성장모형의 유효성에 심각한 의문을 제기하였다. 아시아의 기적은 허상이었던 것인가?

아시아 국가의 기업지배구조는 서구에 비해 취약하고 비효율적인 것으로 평가되고 있다. KDI(1999), World Bank(1998) 등에서는 취약한 시장경쟁과 비효율적인 지배구조가 아시아 국가의 경제위기를 초래한 것으로 인식하고 있다. 특히 기업지배구조의 측면에서 부적절한 공시제도, 독립적인 경영감시수단 결여, 불충분한 소수주주권 보호제도와 같은 문제들이 개선되어야 한다는 것이다. 이러한 인식의 연장선상에서 아시아 국가의 경기침체나 경제위기를 ‘기업지배구조 불황’ 내지 ‘기업지배구조 실패’로 진단하는 경우도 있다.

최근 이코노미스트誌<sup>1)</sup>는 아시아 경제위기 이후 기업지배구조의 개혁이 진전되었으나 별다른 성과가 없는 것으로 분석하였다. 다양한 제도개선의 시도에도 불구하고 족벌경영과 피라미드식 소유구조가 온존함으로써 전반적인 지배구조나 경영투명성이 낮은 수준에 머무르고 있다는 것이다. 일본, 홍콩, 싱가포르가 상대적으로 양호한 평가를 받고 있는 반면 한국, 중국, 인도네시아는 최악의 상태인 것으로 평가되고 있다.

본 연구는 기업지배구조 개혁을 둘러싼 우리나라의 제도적 맥락이 서구의 그것과 다르고 그로 인해 개혁의 경로나 성과에 미치는 영향이 다를 수 있다는 점에 착안하고 있다. 제2절에서는 기업지배구조에 관련된 제도적 맥락의 특징으로서 소유집중과 그룹체제에 대해 설명하였다. 제3절에서는 기업지배구조 개혁과 경영성과의 관계에 대해 살펴보고 제4절에서 제도적 맥락의 특징이나 경영성과와의 관계에서 찾을 수 있는 정책적 함의를 제시하였다.

## II. 制度的 脈絡의 特徵

### 1. 서구와의 차이

우리나라 기업지배구조의 개혁에 관한 논의를 전개함에 있어서 제도적 맥락의 차이

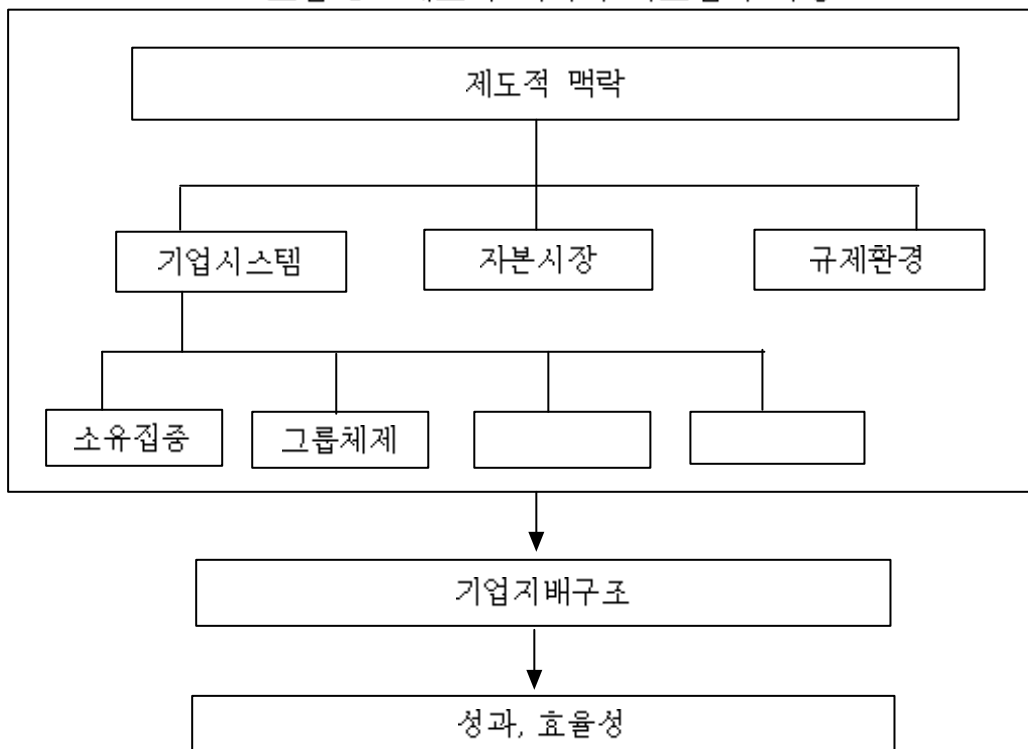
(institutional context)에 주목할 필요가 있다. 각국의 경제발전 단계나 성장경로의 차이로 인하여 기업을 둘러싼 제도적인 맥락은 매우 다르게 나타난다. 특히 아시아 국가에 있어서 자본시장의 발달정도, 소유구조, 기업간 관계, 법률 및 계약에 관한 제도들이 서구와 많은 차이를 지니고 있다.

Aoki(1994)가 지적하는 바와 같이 기업의 행동과 구조는 시스템적 관점에서 가장 잘 이해될 수 있다. 즉 기업의 전략적, 행동적 특성들은 기업이 속해 있는 제도적 맥락이나 시스템적 속성에 의해 규정될 수 있다는 것이다. 제도적 맥락의 차이는 다시 기업시스템, 자본시장, 규제환경 등으로 나누어 볼 수 있다.

우리나라 기업시스템의 구성요소에는 여러가지가 있을 수 있으나 본 연구에서는 집중된 소유구조와 그룹체제로서의 기업간 관계라고 하는 두 가지만에 국한하여 논의를 전개하기로 한다. 물론 소유집중과 그룹체제가 한국기업만의 특징은 아니고 소유집중의 정도나 그룹체제의 성격에 있어서도 각국간에 많은 차이가 있다. 그러나 한국의 기업지배구조를 논의함에 있어서 소유집중과 그룹체제로 대표되는 기업시스템의 차이를 간과해서는 안된다.

소유집중, 그룹체제와 같은 기업시스템을 갖고 있는 나라의 제도적인 맥락은 기업지배구조의 설계와 운영에 영향을 미치고 이는 바로 경영성과 및 경제효율성으로 연결이 된다. 본 연구는 상이한 제도적 맥락에 처해 있는 한국의 기업지배구조가 서구의 그것과 다르게 이해되어야 하며 따라서 성과와 효율성도 다르게 나타날 수 있다는 것을 논의의 출발점으로 하고 있다(<그림 1> 참조).

<그림 1> 제도적 맥락과 시스템적 속성



## 2. 소유집중

Berle & Means(1932)의 예견과 달리 소유분산이나 소유·경영 분리는 보편적인 현상이 아니며 미국이나 영국을 제외한 대부분의 나라에서 소유집중의 현상이 주류를 이루고 있다. Scott(1986)는 영국, 미국, 일본의 대기업을 사회적 네트워크분석의 방법론으로 조사한 결과를 토대로 현대기업의 소유 및 지배구조에 관해 다음과 같이 주장하고 있다.

“고전적 소유자지배 기업이 쇠퇴하고 새롭게 나타난 것은 근대적 경영자지배 기업이 아니고 다른 형태의 소유자지배 기업에 불과하다. 현대기업은 이전과 마찬가지로 소유자지배 기업이며 다만 그 소유자가 바뀌었을 뿐이다. 현대의 거대 주식회사 소유자는 다른 기업이고 그 기업은 또 다른 기업에 의해 소유되어 있다. 개인이 소유하고 지배하던 개인적 점유의 낡은 형태가 비개인적 점유(impersonal possession)의 형태로 대체된 것이다.” 2)

그러면 한국기업의 소유구조는 어떻게 분포되어 있는 것일까? 먼저 한국을 포함하여 세계 각국의 소유구조를 분석한 연구로부터 전체적인 모습을 그려볼 수 있다. La Porta 외(1999), Claessens 외(2000)는 이 분야의 대표적인 연구로 꼽힌다.3) 한국기업의 소유구조를 아시아 국가를 대표하는 일본과 비교하여 정리한 것이 다음 <표 II-1>, <표 II-2>이다.

<표 1> 소유구조의 유형별 분포(선진국 27개국)

단위: %, 20%기준/10%기준

구 분		소유분산	개인/가족	국가	금융기관	타기업	기타
대 기 업	평균	36.5/24.1	30.0/34.8	18.3/20.2	5.0/8.3	5.0/3.7	5.2/8.9
	한국	55/40	20/35	15/15	0/0	5/5	5/5
	일본	90/50	5/10	5/5	0/0	0/0	0/35
중 견 기 업	평균	23.7/10.7	45.2/52.5	15.1/16.2	4.1/6.3	3.8/2.2	8.3/12.0
	한국	30/0	50/80	0/0	0/0	20/20	0/0
	일본	30/20	10/10	0/0	0/0	0/0	60/70

자료: La Porta 외(1999)로부터 재구성

<표 2> 소유구조의 유형별 분포(아시아 9개국)

단위: %, 20%기준/10%기준

국 가	소유분산	가족	국가	금융기관	타기업
평균	22.5/7.4	52.6/54.2	6.9/8.4	4.7/12.9	13.3/17.1
한국	43.2/14.3	48.4/67.9	1.6/5.1	0.7/3.5	6.1/9.2
일본	79.8/42.0	9.7/13.1	0.8/1.1	6.5/38.5	3.2/5.3

자료: Claessens 외(2000)로부터 재구성

상기 연구에 있어서 전반적으로 소유분산 기업에 비해 소유집중 기업의 비율이 훨씬 높은 것으로 나타나고 있다. 지배적인 영향력의 기준을 20%로 할 때 선진국 대기업의 경우 약 2/3, 중견기업의 경우 3/4 가량이 소유집중 기업이며 아시아 국가의 경우 80% 가까이가 소유집중 기업에 해당한다. 지배적 영향력의 기준을 10%로 하게 되면 소유집중 기업의 비율은 더욱 높아진다. 소유집중 기업 가운데 가족통제 기업이나 국가통제 기업이 대부분을 차지하고 있다.

그런데 한국은 선진국 27개국 평균과 아시아 9개국 평균에 비해 소유분산 기업의 비율이 높은 것으로 나타나고 있다. 일본의 경우 소유분산 기업이 절대적인 비중을 차지하고 있다. 그렇다면 한국기업의 소유구조는 분산되어 있는 것일까? 상대적으로 그렇다고도 볼 수 있지만 지배적인 영향력의 기준을 10%로 하게 되면 소유집중 기업의 비율이 50%를 넘을 뿐만 아니라 중견기업에서는 소유집중 기업의 비율이 절대적으로 높게 나타나고 있다.

또한 조사방법론상으로 한 가지 유의해야 할 점이 있다. 상기 연구들에서는 회사의 주식이 다른 법인에 의해 소유되어 있을 때 이를 추적하여 최종적인 소유자가 누구인가를 밝히려고 하고 있다. 그러나 복수의 법인이 개별적으로는 지배적인 영향력으로 간주되지 않지만 집합적으로 보면 상당한 영향력을 행사할 수 있을 만큼 주식을 보유하고 있을 때 이를 제대로 반영하지 못하고 있다. 결국 이해관계를 같이 하는 다수의 법인들간에 주식소유 관계가 복잡하게 얽혀져 있는 한국의 소유구조는 통계상의 수치에 비해 훨씬 집중된 양상을 보인다고 할 수 있을 것이다.

한국기업의 소유구조를 보다 상세히 살펴보기로 하자. 다음 두 표에서 보는 바와 같이 한국기업의 소유분포는 매우 집중된 형태를 나타내고 있다. 먼저 상장회사의 경우 최대주주의 지분비율이 40%를 넘고 있다. 여기서 최대주주는 1대주주 및 그 친족과 특수관계인이 보유하는 주식의 총수가 가장 많은 주주를 말한다. 최대주주의 특수관계인으로서 법인주주의 지분비율이 매우 높은 데 반해 소액주주의 경우 개인주주가 대부분이고 법인주주는 소수에 그치고 있다.

상장법인의 최대주주 지분비율은 공정거래법상 30대기업집단의 내부지분율과 거의 같은 의미로 받아들여질 수 있다. 지배주주인 동일인과 특수관계인 등 개인주주가 보유하는 지분비율이 점차 낮아지고 있음에도 불구하고 계열회사와 자기주식 등 법인주주가 보유하는 지분비율이 여전히 높은 상태를 유지함으로써 30대기업집단의 내부지분율은 40%를 상회하고 있다. 법인지분을 뺀 개인지분이 전체에서 차지하는 비율인 실효지분율은 10% 이하로 낮아지고 있다.

이와같이 한국의 상장회사나 재벌기업에 있어서 최대주주 내지 지배주주가 계열사 출자를 포함하여 40%가 넘는 지분을 보유함에 따라 한국기업의 소유구조는 집중적이고 폐쇄적인 형태를 띠고 있다. 오너 또는 총수라고 불리는 대주주가 절대적인 권한을 행사하고 있고 여타주주가 모두 연합하지 않는 한 대주주를 견제하기는 어렵다. 당사자간 합의에 의해 이루어지는 우호적 M&A라면 몰라도 주식매집을 통해 이루어지는 적대적 M&A는 실현가능성이 거의 없다.

<표 3> 상장회사 소유자 형태별 주식수 분포

단위: %

	최대주주			소액주주			기타주주		
	개인	법인	합계	개인	법인	합계	개인	법인	합계
1996	5.8	15.7	21.6	26.1	46.9	73.0	2.3	3.1	5.4
1997	8.1	18.7	26.8	32.7	33.3	66.0	2.3	4.9	7.2
1998	5.2	22.0	27.2	34.3	22.9	57.2	6.5	9.1	15.6
1999	6.3	34.5	40.7	35.3	5.6	40.9	3.1	15.3	18.4
2000	7.0	33.8	40.8	35.3	4.9	40.3	9.8	9.1	18.9

자료: 한국증권거래소 「주식」 각년 4월호

<표 4> 30대기업집단 내부지분율

단위: %

	동일인	특수관계인	계열회사	자기주식	내부지분율	실효지분율
1996	4.8	5.5	33.3	0.5	44.1	15.56
1997	3.7	4.8	33.7	0.8	43.0	12.98
1998	3.1	4.8	35.7	0.9	44.5	12.46
1999	2.0	3.4	44.1	1.0	50.5	9.85
2000	1.5	3.0	36.6	2.3	43.4	7.36

자료: 공정거래위원회 「대규모기업집단 주식소유현황」 각년호

주: 실효지분율은 (동일인+특수관계인)/(1-(계열회사+자기주식))으로 계산

집중된 소유구조하에서 Berle & Means가 예견한 소유와 경영의 분리는 이루어지지 않았고 소유하는 자가 직접 경영에 참여하거나 대리인으로서의 경영자에게 영향을 미치는 소유경영 체제가 형성되고 지속되었다. 소유와 경영의 분리 대신 대주주가 보유지분을 상회하는 통제력 내지 의결권을 행사하는 ‘소유와 통제의 괴리’가 보편적인 현상으로 자리잡게 되었다.

### 3. 그룹체제

미국의 대기업들은 개별기업 체제하에서 각 기업이 독립된 사업주체로서 활동하고 있으며 기업간 관계(inter-firm relationship)는 상대적으로 미약한 편이다. 미국기업의 조직원리는 Williamson(1975)이 제시한 시장과 내부조직의 이분법에 충실하다고 할 수 있다. 즉 기업활동에 필요한 거래를 순수히 기업 안에 내부화하거나 일반 시장거래를 통해 해결하는 두 가

지 방법 중에 하나를 채택하고 있는 것이다.

한국에서는 재벌 내지 그룹이라고 불리는 기업간 관계가 발달되어 왔다. 여기서 각 개별기업은 따로 따로 존재하는 것이 아니라 타 계열기업과 밀접한 관계를 맺고 있다. 이러한 중간조직형 또는 상호침투형 기업간 관계(Imai & Itami, 1984)에서는 각 개별기업이 독립된 법인격에 따라 자율적으로 행동하면서도 계열기업끼리 시장거래를 초월한 장기지속적 거래 관계를 형성하고 있다.

Milgrom & Roberts(1992)는 서구기업의 M형에 비해 일본기업의 계열구조가 나름대로 경제적 합리성을 가지고 있다는 점에 주목하였다. 계열구조가 M형구조와 같은 본부조직을 갖지는 않지만 유사한 기능을 수행하는 종합상사나 주거래은행을 통해 최적의 자원배분과 효율적인 의사결정이 이루어지도록 한다는 것이다. 일반적으로 M형구조와 계열구조는 조직운영의 원리가 유사하다고 볼 수도 있지만 산하 조직의 성격이나 법적 실체(legal entity)의 측면에서는 대비되는 속성을 갖는다.

그러나 같은 계열구조, 그룹체제라 하더라도 일본의 6대 내지 독립계 기업그룹과 한국의 재벌체제에는 본질적인 차이가 있다. 기업그룹에 속한 각 계열기업이 시장거래를 초월한 장기지속적 거래관계로 맺어져 있다는 점에서 유사성을 갖지만 영위업종의 범위나 연결구조의 강도에 있어서 상당히 다른 특징을 보이고 있는 것이다.

한국의 재벌체제는 일본의 6대 기업그룹에 비해 매우 강한 연결구조를 가지면서 같은 강연결 구조에 속하는 일본의 독립계 기업그룹과 달리 다양한 영위업종에 진출해 있다. 다양한 업종에 걸쳐 있으면서 동시에 강한 연결구조로 맺어져 있는 것이다. 강력한 권한을 갖는 그룹본사를 정점으로 다양한 계열사간에 경영자원의 교차보조와 공동활용이 상시적으로 이루어지고 있다는 것이 한국형 재벌체제의 특징이다.

<표 5> 한국 그룹체제의 특징

	일 본		한 국
	6대	독립계	
영위업종	다 양	소 수	다 양
연결구조	약연결	강연결	강연결

한국의 그룹체제를 기업이론의 관점에서 서구기업의 M형조직과 비교하여 봄으로써 상당한 시사점을 얻을 수 있다. M형조직과 그룹체제는 둘다 중간조직의 이점을 활용하는 조직형태라는 공통점을 갖고 있다. 기업내부도 아니고 외부시장도 아닌 제3의 형태로서 중간조직이 있을 수 있고 계열조직, 하청분업구조, 기업그룹체제, 네트워크조직 등이 중간조직의 성격을 갖는다. 마찬가지로 M형조직도 조직원리와 시장원리를 상호침투시켜 내부조직의 단점을 보완하고 시장의 장점을 취하고 있다는 점에서 광의의 중간조직에 해당한다고 볼 수 있다.

M형조직에 있어서 각 사업부는 개발, 생산, 판매의 경영활동에 관해 완전한 자율권을 갖는다. 이런 의미에서 개별 사업부를 ‘자기완결형’(self-contained) 조직 또는 ‘기업내 기업’이라고 부르기도 한다. 사업부의 자율운영은 독립채산제와 기피선언권으로 집약이 된다. 회사 전체의 성과계산이나 회계보고와 별도로 각 사업부가 독자적으로 성과를 측정하고 경영책임을 진다는 것이 독립채산제의 요체이다. 기피선언권은 일련의 제품흐름에 있어서 다

른 부서에서 생산한 부품이나 중간요소를 꼭 쓰지 않아도 된다는 것이다.

사업부제를 근간으로 하는 M형조직은 내부조직의 편성 및 운영에 시장원리를 도입하여 중간조직적인 형태를 취하고 있다. 각 사업부는 회사의 일부 조직일 뿐 독립된 법인격을 갖지 않는다. 그러나 마치 독립된 회사처럼 행동을 하도록 함으로써 조직의 장점을 유지하면서 시장경쟁의 장점을 채용하려 하고 있는 것이다.

이에 반해 관련있는 복수의 계열사로 구성되는 그룹체제는 본래 시장거래에 해당하는 기업 간 관계에 조직원리를 도입하여 중간조직적인 형태로 운영되고 있다. 한국의 재벌체제에서 보듯이 각각의 계열사는 독립된 법인격을 갖고 있어 이들간의 거래는 외형상 시장거래에 해당한다. 그러나 실제로 계열사간에는 시장거래를 초월한 장기지속적인 거래관계가 구축되어 있는 것이 보통이다.

그룹체제에서는 계열사간에 내부거래와 교차보조가 상시적으로 이루어지고 있다. 이것이 가능한 이유는 전체의 그룹체제가 자본참가, 인원교류, 업무협의로 끈끈하게 연결되어 있기 때문이다. 상대방의 계열사는 순수한 외부시장이 아니라 어느 정도 공동운명체적인 성격을 갖고 있다. 그렇다고 해서 내부조직도 아니다. 어디까지나 법인격을 달리하고 있기 때문이다. 그룹체제는 외부시장의 거래관계에 조직의 원리를 도입함으로써 시장경쟁이 초래할 수 있는 1회성 거래의 폐단이나 조정비용의 발생을 최소화하고자 하고 있다. 또한 내부조직만이 가질 수 있는 고정적·구속적 관계, 정보의 유통과 축적을 부분적으로나마 받아들이고자 하고 있다. 이것이 바로 그룹체제가 가지는 중간조직으로서의 특징인 것이다.

M형조직과 그룹체제를 다른 관점에서 대비시켜 보면 둘다 기업규모와 사업범위를 확장하는 전략에 의해 탄생한 조직형태라는 공통점을 갖고 있다. 기업은 수직적인 업무흐름이나 다각적인 거래관계에 따라 관련된 활동을 시장에서 사다 쓰지 않고 스스로 만들어 씬으로써 성장하려는 유인을 갖고 있다. M형조직은 관련된 활동을 내부화(internalization) 즉 사다 쓰던 것을 직접 만들어 쓰는 통합의 결과로 나타나는 조직형태이다. 그러면서도 조직이 갖는 폐해를 사업부간의 경쟁으로 해결하려 하고 있다.

반면에 그룹체제는 관련된 활동을 통합하지 않고 외부에 그대로 두면서 장기지속적인 거래관계를 통해 시장거래의 단점을 극복하고 있다. 즉 그룹체제에 있어서는 전통적인 내부화 이론이 아닌 외부화(externalization)의 메커니즘이 작용하는 것이다. 외부화란 기업 안에서 만들어 써도 되지만 밖에서 사다 쓰는 것을 말한다. 사다 쓰되 완전히 남에게서가 아니라 어느 정도 관계가 있는 데서 사다 쓰는 것이다.

M형조직과 그룹체제는 근대기업의 성장과 발전과정에서 있어서 가장 보편적인 조직형태로 등장하게 되었다. M형조직은 미국을 비롯한 서구기업에서 흔히 나타나는 조직형태로, 그룹체제는 일본이나 한국의 기업에서 보편적으로 채택되고 있는 조직형태로 각각 중요성을 갖고 있다. 법적 환경이나 제도적인 여건이 그 나라의 지배적인 조직형태에 영향을 미친다고 할 수 있을 것이다.

M형조직과 그룹체제는 공히 시장도 아니고 기업도 아닌 제3의 형태 즉 중간조직의 성격을 갖고 있고 규모의 경제와 범위의 경제를 실현하는 성장전략의 결과로 나타나는 조직형태로 자리매김할 수 있다. 그러나 M형조직은 기본적으로 내부조직에 시장의 원리를 도입하였고 그룹체제는 시장거래에 조직의 원리를 도입하고 있다는 점이 다를 뿐이다. M형조직이 조직의 실패를 보완하는 수단이라면 그룹체제는 시장의 실패를 보완하는 수단이라고 할 수 있을 것이다.



### Ⅲ. 企業支配構造 改革과 經營成果

#### 1. 소유구조와 경영성과

일반적으로 소유 및 지배구조는 경영성과나 경제효율성과 밀접한 관련이 있는 것으로 믿어지고 있다. 그러나 지금까지 대부분의 연구는 소유구조가 경영성과에 어떠한 영향을 미치는지에 관한 것이고 지배구조의 양태가 경영성과와 어떠한 관계에 있는지에 관해서는 거의 연구된 바 없다. 또한 소유구조가 경영성과에 미치는 영향에 대해서도 수많은 연구에서 일관된 결론이 내려져 있지 않다.

Berle & Means(1932)로부터 시작된 대리인이론에서는 분산된 소유구조가 경영성과에 부정적인 영향을 미친다는 견해를 바탕으로 하고 있다. 분산된 소유구조하에서 소유자의 통제로부터 자유로워진 경영자가 사적 이익을 추구할 유인이 생겨남에 따라 경영성과에 악영향을 미치게 되는 반면 집중된 소유구조에서는 대주주가 경영자를 직접 통제함으로써 대리인비용이 감소하고 경영성과가 향상될 수 있다는 것이다.

그러나 소유집중이 언제나 경영성과에 긍정적인 영향을 미치는 것은 아니다. 대주주가 경영자와 결탁하여 소수주주의 이익을 침해하고 지대를 착취할 가능성이 있기 때문이다. 이로 인해 자본조달 비용이 높아지게 되고 결과적으로 경영성과에 악영향을 미치게 된다. 이때 문제가 되는 것은 주주와 경영자간의 대리인비용이 아니라 대주주와 소수주주간의 대리인비용이다.

지금까지 많은 연구가 소유구조와 경영성과의 관계에 대해 실증분석을 시도하였지만 분석결과는 상당히 다르게 나타나고 있다. 소유가 집중되고 대주주가 존재하는 기업이 분산된 소유구조를 갖는 기업에 비해 성과가 우수하다는 연구가 다수인 것은 사실이지만 몇가지 요인을 추가로 고려해볼 필요가 있다.

첫째, 소유집중이 소유분산에 비해 유리하다는 연구는 미국이나 영국의 기업을 대상으로 한 것으로서 다른 나라에서도 반드시 그러한지 분명치 않다. 예를 들어 일본기업의 소유구조와 경영성과의 관계를 분석한 Prowse(1992)에서는 대주주의 지분으로 표시된 소유집중의 정도와 기업의 수익성으로 표시된 성과간에 유의한 상관관계가 밝혀지지 않았다. 한국기업을 대상으로 한 김주현(1992), 김우택 외(1993)에서도 대주주 보유지분의 구간별로 상이한 결과도 도출되고 있다. 이는 Morck 외(1988)를 지지하는 연구결과이다.

둘째, 산업별 차이를 감안하지 않으면 안된다는 점이다. 소유집중의 정도가 경영성과에 미치는 영향을 판단함에 있어서 해당산업이 무엇인가에 따라 상이한 결과가 도출될 수 있다. 산업별로 자산특정성(asset specificity)이 다르기 때문이다. 낮은 자산특정성을 갖는 산업에서는 소유집중이 경영성과에 긍정적인 영향을 미칠 수 있지만 높은 자산특정성을 요하는 산업에서는 소유집중이 경영성과에 영향을 미치지 못하거나 오히려 부정적인 영향을 미칠 수 있다.

셋째, 본래 소유 및 지배구조와 경영성과간에는 직접적인 관련이 없을 수 있다는 점이다. 경영성과는 다양한 변수에 의해 결정되며 소유구조는 수많은 종속변수 중 하나거나 관계가 없는 변수일 수 있다. 따라서 소유구조나 지배구조를 개선하려는 노력은 경영성과를 높이기

위함이 아니라 다른 목적을 위한 것으로 이해되어야 한다. 이 점에 관해서는 다음 항에서 살펴보게 될 것이다. 또한 반대의 경우도 있을 수 있다. Cho(1998)는 지배구조가 기업가치에 영향을 미치는 것이 아니라 기업가치에 의해 지배구조가 결정될 수 있음을 밝힌 바 있다.

## 2. 무엇을 위한 지배구조 개혁인가

소유 및 지배구조가 경영성과에 미치는 영향이 일관되지 않고 직접적인 관계가 없을 수 있다는 전제 아래 90년대 이후 전세계적으로 기업지배구조의 개혁이 논의되고 있는 이유가 무엇인지에 대해 살펴보기로 하자. 각국 특히 개도국의 정부와 기업들이 지배구조의 개혁에 노력을 기울이는 것은 결과적으로 경영성과의 향상에 좋은 영향을 미칠지도 모르지만 자본조달이나 시장평가를 유리하게 하기 위한 목적임은 분명한 듯하다.

전술한 바와 같이 집중된 소유구조하에서 지배 대주주는 경영자를 직접 감독함으로써 대리인비용을 절감할 수 있지만 경영자와 결탁하여 소수주주의 권리를 침해하고 지대를 착취할 가능성이 있다. 더구나 대주주가 경영자를 겸임하는 경우 경영자안주(management entrenchment) 현상이 발생할 수도 있다. 이렇게 되면 잠재적인 투자자들이 투자를 꺼리거나 초과수익을 요구함으로써 자본조달 비용이 상승하고 자본확보가 어려워질 가능성이 있다.

이것이 결과적으로 경영성과에 영향을 미칠지 모르지만 적어도 자본확보를 용이하게 하고 자본조달 비용을 낮추기 위해서 대주주의 권한을 견제하거나 소수주주의 권리를 보호하기 위한 지배구조의 개선이 필요해지는 것이다. 대주주와 소수주주간의 대리인비용이 어떠한 영향을 미치는지 직접적으로 분석하기 어렵기 때문에 간접적으로 통제에 필요한 의결권 주식이 프리미엄을 갖는지 분석하는 방법이 사용되기도 한다. Shleifer & Vishny(1997)는 통제력이 시장에서 평가되고 있다는 실증결과를 제시하였다.

대주주의 지대착취로 인한 소수주주 권리침해 및 자본조달 비용상승의 가능성은 두 가지 요인에 의해 영향을 받는다. 첫째, 소유집중의 정도로서 대주주 1인의 지분비율뿐만 아니라 상호주식보유, 피라미드식 주식보유와 같은 법인출자에 의해 소유집중의 정도가 더욱 높아질 수 있고 지대착취의 문제가 보다 심각해질 수 있다. 한국과 일본은 소유집중의 정도에 상당한 차이가 있음에도 불구하고 법인간 출자구조가 고착되어 있다는 점에서 소유집중과 그룹체제의 잠재적인 폐해를 시정하기 위해 지배구조 개혁이 요구되고 있다고 할 것이다.

둘째로, 소수주주의 권리를 보호하기 위한 법제도가 얼마나 정비되어 있는가가 중요한 의미를 갖는다. 사유재산권을 인정하는 자본주의 체제에서 소유구조에 대해 직접적인 규제장치를 동원할 수 없기 때문에 대주주의 전횡을 방지하고 소수주주의 권리를 보호하기 위한 규제정책이 강구되고 있다. 소수주주 보호규정으로 인하여 외부자금조달이 용이해지고 자본시장이 활성화될 수 있기 때문이다. 소수주주 권리에 관한 규제정책이 지배구조 시스템의 일부라는 점에서 그간 소수주주 권리보호에 상대적으로 소홀했던 한국과 일본의 지배구조 개혁은 의의를 갖는다. La Porta 외(1997)는 소수주주 권리보호가 자본시장을 활성화하는 요인 중의 하나임을 밝히고 있다.

이와 같이 지배구조의 개혁이 직접적으로 경영성과를 향상시키는 데 기여하는지 불분명하지만 자금조달 원활화와 자본시장 활성화에 도움이 된다는 것은 상당한 시사점을 주고 있다. 90년대 말 이후 경제위기하에서 외국인투자가 한계에 이르고 기업가치가 저평가되는 상황에

서 지배구조의 개혁으로 투자자의 신뢰를 회복하고 기업가치의 평가를 향상시킬 수 있을 것으로 기대되고 있다.

지배구조 개혁과 투자유치, 주가평가의 관계가 어떠한지 경험적인 증거는 많지 않다. 그러나 최근 크레디리요네증권이 전세계 신홍시장 495개 기업을 대상으로 분석한 바에 따르면 우수한 지배구조를 가진 기업의 주가가 상대적으로 높은 평가를 받고 있다.4) 홍콩, 싱가포르 기업이 우수한 지배구조를 갖고 있는 반면 한국, 중국 기업은 지배구조가 불량하며 주가도 저평가되어 있다는 것이다. 한국기업의 경우 지배구조의 낙후성으로 인하여 기업가치가 24% 저평가되었다는 의견도 제기된 바 있다.5)

### 3. 기업지배구조의 이중성 가설

종래 한국의 기업지배구조는 자원제약하의 경제성장과 경쟁력 강화에 일익을 담당하는 것으로 평가되어 왔다.6) 그러다가 90년대 말 이후 부정적, 비판적인 시각이 우세해지고 있다. 이들의 시각이 사후적인 경제상황에 의해 설득력을 갖게 된 것이 사실이지만 한 가지 납득하기 어려운 점이 남아 있다.

한국의 기업지배구조가 취약하고 비효율적이라면 왜 과거에는 아무 문제가 없었는가, 왜 이제 와서 문제점들이 부각되게 되었는가 하는 것이다. 적어도 90년대 중반까지 한국의 지배구조나 투명성 관련제도가 별로 바뀐 것이 없음에도 불구하고 지금까지 높은 성과를 시현하는데 역할을 했다고 믿어지던 것들이 어떻게 경제위기의 원인으로 돌변할 수 있단 말인가?

이에 대해서는 두 가지 설명이 있을 수 있다. 첫째, 본래 기업지배구조와 경영성과 내지 경제효율성과는 관련이 없으며 과거에 좋은 성과가 있었다면 다른 요인에 의한 것이고 앞으로 지배구조를 개혁해도 성과개선으로 연결되지는 않을 것이라는 점이다. 둘째, 기업지배구조가 이중성(duality)을 가지고 있다는 점이다. 이하에서는 후자에 관해 좀더 설명하기로 한다.

<표 6> 기업지배구조의 이중성 가설

90년대 이전	90년대 이후
긍정적인 측면>부정적인 측면	긍정적인 측면<부정적인 측면

지배구조 자체 혹은 지배구조와 경영성과의 관계에 있어서 긍정적인 측면과 부정적인 측면이 동시에 존재할 수 있다. 시대적인 경제환경에 따라 긍정적인 측면이 우세하였다가 부정적인 측면이 부각되기도 한다. 이중성 가설에 따르면 기업지배구조의 긍정적인 측면과 부정적인 측면의 순효과(net effect)가 시대적 상황에 따라 다른 방향으로 나타나게 될 수 있다.

90년대 이전까지 오랫동안 우리나라에서 기업지배구조의 순기능이 역효과를 상회하고도 남음으로써 지속적인 성장이 이루어졌을 수 있다. 성장의 경제(economy of growth) 하에서 전체 시스템이 원활히 작동하는 한 하위 시스템상의 웬만한 문제는 묻혀버리고 만다. 기업지배구조의 부정적인 측면이 있었다고 해도 커다란 문제가 되지 않았던 것은 바로 그러한 이유에서이다.

그러다가 90년대 이후 글로벌화와 금융자유화가 진전되면서 과거 시스템의 유효성이 급속히 저하하게 되었다. 기업지배구조의 하위 시스템에 있어서도 그간 문제가 되지 않았던 부분이

어려운 상황을 맞이하면서 더욱 부각이 되었고 역효과가 순기능을 상회하게 되었다고 볼 수 있다. 기업지배구조의 이중성 가설은 한국뿐만 아니라 다른 나라에서도 적용될 수 있을 것이다.

이중성 가설에 입각하여 한국의 기업지배구조 시스템을 이해하게 되면 꼭 과거의 시스템적 속성을 배제하고 서구식 또는 글로벌 스탠더드로의 개혁을 해야 할 필요가 없다는 결론에도달하게 된다. 긍정적인 측면은 계속 살리면서 폐해가 예상되는 부분에 대해서 제도개혁을 하는 것이 전체적인 효율성을 높일 수 있기 때문이다.

또한 이중성 가설에 의해 90년대 이전과 90년대 이후 지배구조의 유효성이 다르게 나타나는 것을 설명할 수 있지만 과거에 유효하게 작용했던 시스템이 왜 90년대 이후 역방향으로 작용하게 되었는지에 대해서는 설명할 수 없다. 이에 관해서는 경제시스템의 유효성에 관한 재평가, 경기침체 및 경제위기의 원인을 주제로 별도의 연구가 필요할 것이다.

#### IV. 政策的 含意

##### 1. 일본과의 비교

지금까지 살펴본 제도적 맥락의 특징이나 경영성과와의 관계가 기업지배구조 개혁에 어떠한 정책적 함의를 가지는가? 이하에서는 우리와 비슷한 제도적 맥락의 특징을 갖고 있는 일본과의 비교를 중심으로 개혁의 차이, 차이의 해석, 기대효과와 전망에 대해 살펴보기로 하자. 한일간에는 개혁의 강도나 개별제도의 채택여부, 정부개입의 정도 등 전반적인 개혁추진에 있어서 상당한 차이가 있다.

한국이 IMF 이후 기업부문의 구조개혁을 강도높게 추진하고 있고 지배구조상으로도 상당한 변화가 초래되고 있는 데 반해 일본은 90년대 이후 개혁의 논의만 무성할 뿐 실제로 이렇다 할 변화를 보이고 있지 않다. 일본은 전후 최장의 불황국면을 맞이하여 근본적인 구조전환을 부르짖고 있지만 금융개혁이나 산업중기기업 부문의 구조조정 추진실적은 매우 부진한 것으로 평가되고 있다.

이는 일본식 구조개혁의 한계, 제도개혁 경로의 차이라는 두 가지 상반된 의미를 내포하고 있다. 첫째, 일본은 전후 일관해서 급진적 혁신(radical innovation)보다는 점진적 혁신(incremental innovation)에 치중해 왔다. 이러한 일본식 시스템이 금융빅뱅이나 대대적인 기업구조조정을 하는 데 있어서 한계를 드러내고 있다는 의견이 강하게 제기되고 있다.

둘째, 제도개혁의 경로(path)에는 두 가지가 있을 수 있다. 하나는 새로운 제도의 도입이나 신설을 통해 원하는 방향에 접근하는 형태적인 개혁(formal reform)이고 또 하나는 새로운 제도를 받아들이기 보다 가급적 현재의 제도를 변화하는 환경에 맞도록 적응시키는 기능적인 개혁(functional reform)이다.<sup>7)</sup>

이 중 한국은 당면한 위기상황에서 단기적으로 파급효과가 큰 형태적인 구조개혁 어프로치를 취할 수밖에 없었고 많은 제도들을 동시다발적으로 도입하여 구조조정 효과를 극대화하려고 하였다. 이에 반해 일본은 되도록 현재의 틀을 유지하면서 미조정(fine tuning)의 대응 방식을 통해 자발적으로 구조개혁이 이루어지도록 유도하는 방식을 취한 것으로 볼 수 있다.

개별제도의 채택여부에 있어서도 커다란 차이가 있다. 이제 한국은 서구기업들이 채택하고 있는 제도들을 거의 다 도입하였다고 해도 과언이 아니다. 적어도 제도상으로는 어느 선진국 못지 않게 준비가 되어 있다고 할 수 있다. 문제는 도입된 제도들이 얼마나 잘 지켜지고 효과를 발휘할 수 있는가에 달려 있다. 이에 반해 일본은 한국이 채택한 또는 채택하려고 하는 제도들을 거의 도입하지 않고 있다.

일본은 사외이사제를 의무화하고 있지 않다. 소니 등 기업들이 스스로의 필요에 의해 서구식 사외이사제를 채택하고 있는 경우는 있지만 상법이나 증권거래법을 통해 의무적으로 사외이사를 두도록 하는 규정은 없다. 메인뱅크나 관계기업으로부터 사외이사를 파견하여 상호감시하는 것이 관행으로 되어 있지만 이들 사외이사가 경영자를 감시하는 데는 한계가 있고 소수주주나 기관투자자의 이해를 반영하는 사외이사는 존재하지 않는다. 대신 감사회에 사외감사를 두도록 하고 있을 뿐이다.

일본은 집중투표제도 도입하고 있지 않다. 1950년 상법개정에서 집중투표제를 강제규정으로 채택한 바 있으나 업계의 반발과 부작용을 수용하여 1974년 상법개정시 개별회사의 정관으로 이를 배제할 수 있도록 하였다. 일본의 경우 사외이사제를 의무화하고 있지 않은 만큼 집중투표제에 대한 수요도 그리 높지 않다고 할 것이다.

일본은 주주대표소송을 용이하게 하기 위한 제도개선을 하였으나 집단소송제의 도입은 현재는 물론 향후의 정책방향에 있어서도 고려하고 있지 않는 것으로 알려져 있다. 1993년 상법개정을 계기로 주주대표소송이 활성화되기 시작하였으며, 1997년 한해 동안 200여건의 소송이 제기되었고 점차 늘어나는 추세를 보이고 있다.

일본의 주주대표소송은 단독주주권으로서 우리보다 용이하고 6개월 이상 보유를 요건으로 하는 것은 마찬가지이다. 남소 및 부작용에 대해 여러차례 문제가 제기되었으나 별다른 제도개선은 하고 있지 않다. 집단소송제와 관련하여 제도도입의 타당성을 검토한 바 있으나 받아들이지 않기로 하였고 증권분야에 국한된 집단소송도 특별히 필요성을 느끼지 않고 있다.

이상에서 보는 바와 같이 일본은 기업지배구조 관련 개별제도 도입에 관한 한 한국에 비해 훨씬 소극적이고 변화에 둔감하다고 할 수 있다. 반면에 한국에서는 총체적인 개혁 움직임 속에서 기업지배구조 개선을 위한 다양하고도 강도높은 조치들이 단기간에 추진되고 있다. 강도높은 제도들을 동시다발적으로 도입함으로써 구조조정 효과를 극대화할 수 있는 장점이 있으나 한편으로 지나치게 기업활동이 위축되고 형식적인 구조개혁으로 끝나게 될 염려도 있다.

기업지배구조의 개혁에 관한 정부역할 측면에서 한국과 일본은 대조적인 성격을 보이고 있다. 일본에서 구조조정 추진이나 지배구조 개선에 관한 정부의 역할은 지극히 제한되어 있다. 물론 아직도 산업정책의 연장선상에서 사업혁신법이나 산업재생법과 같은 구조조정 법제를 마련하는 등 적극적인 역할을 하고 있지만 우리와 같이 정부가 구조조정 활동에 직접 개입하거나 부채비율 200%, 사외이사 50%, 출자총액제한 25% 등 세부적인 기준을 정해 놓고 이를 지키도록 하는 식의 역할은 하고 있지 않다.

다만 금융빅뱅에서 보듯이 금융부문의 구조개혁에 관해서는 정부가 이니셔티브를 발휘하고 있지만 기업의 사업구조, 재무구조, 지배구조와 같은 내생변수(endogenous variable)에 대해 정부가 직접적으로 영향력을 행사하는 정도는 매우 미약한 것으로 판단된다. 지배구조 개선도 정부가 나서기보다 은행이나, 관계기업, 주식시장을 통해 이루어져야 한다는 공감대가 형성되어 있는 것으로 보인다.

한국의 경우 기업구조조정 시장이 제대로 작동하지 않고 제도적 틀도 갖추어져 있지 않은 상황에서 정부의 한시적 역할이 불가피했던 측면이 있다. 한국적 문맥에 있어서 구조조정 추진이나 지배구조 개선을 위한 정부의 역할은 두 가지로 요약될 수 있다. 첫째, 과거 대기업위주의 산업정책과 관치금융의 관행하에서 누적되어온 폐해를 시정토록 하는 역할이고, 둘째, 시장규율과 시장압력이 기능하도록 제도적 틀과 게임의 룰을 만드는 역할이다. 경제위기 발생 초기 단계에서 위의 두 가지 역할이 모두 필요했음지도 모르지만 이후에도 지속적으로 정부가 직접 개입하거나 적극적인 역할을 하는 것은 바람직하지 않으며 오히려 시장기능의 정착을 지연시키는 결과를 초래할 수 있다. 향후 은행을 비롯한 금융기관의 대출기능이 정상화되고 주식시장과 기업지배권시장을 통한 시장규율이 확립되기 위해서 정부는 공정한 게임의 심판으로서 역할을 수행하는 데 중점을 두어야 할 것이다.

## 2. 차이의 해석

한일 양국에서 기업지배구조 개혁이 높은 관심을 불러 일으키고 있음에도 불구하고 실제 개혁의 추진상황은 왜 이렇게 차이가 나는 것일까? 여러가지 설명이 있을 수 있겠지만 첫째, 경기침체 및 경제위기의 강도와 이를 초래한 원인에 대한 인식이 다르다는 점을 지적할 수 있다.

한국의 경우 금융 및 외환부문의 유동성부족을 비롯하여 총체적인 경제위기가 광범위한 구조개혁의 단초를 제공하였다. 이에 반해 일본은 불황이 지속되고 금융부문의 부실이 문제가 되기는 하였지만 당장 유동성에 지장이 초래될 만큼 심각한 상황은 아니었다. 더구나 한국의 경제위기는 과도한 차입과 낮은 수익성으로 경쟁력과 신인도를 상실한 기업부문이 경제위기의 주범으로 지목되었지만 일본의 기업부문은 여전히 건전할 뿐만 아니라 높은 경쟁력을 유지하고 있다.

경기침체 및 경제위기에 관한 사회적인 압력도 많은 차이가 있다. 한국에서는 대기업 특히 재벌에 대한 반감이 강하고 경제위기를 계기로 재벌구조를 근본적으로 개혁해야 한다는 ‘재벌 때리기’ (chaebol bashing)의 의식이 폭넓게 확산되어 있다. 금감위, 공정위를 비롯한 정부도 재벌개혁에 최고의 우선순위를 두고 정책을 추진해 왔다. 반면에 일본의 경우 대기업이나 기업그룹에 대한 반감이나 개혁해야 한다는 사회적 압력이 그리 강하지 않다.

한국과 일본의 기업시스템을 특징짓는 소유집중과 그룹체제의 성격도 많이 다르다. 한국과 일본기업 모두 상호주식보유나 계열사출자로 인하여 소유분산보다는 소유집중의 성격을 갖고 있지만 한국기업이 지극히 집중적이고 폐쇄적인 소유구조를 갖고 있는 데 반해 일본기업의 소유집중 정도는 그렇게 높지 않다.

그룹체제의 내용에 있어서도 한국의 기업그룹이 지배구조의 정점에 있는 ‘오너’에 의해 독점적으로 통제되고 있는 데 반해 일본기업에서는 독점적인 지배권을 행사하는 특정 대주주를 찾기 어렵다. 한국의 기업그룹이 ‘마치 하나의 기업처럼’ (as if one firm) 움직이고 있는 반면 일본의 기업그룹은 시장거래를 초월한 장기지속적 거래관계를 갖고 있지만 계열사간 결속력은 한국에 비해 매우 약하다.

무엇보다 중요한 것은 일본의 경우 전후 기업지배구조의 근간을 이루어온 메인뱅크 및 상호주식보유 시스템이 90년대 이후에도 여전히 선호되고 있는 데 반해 한국에서는 유일한 통제장치로서의 지배주주 역할이 완전히 부정된 상태에서 뚜렷한 대안을 찾지 못하고 있다는 점이다. 한국기업의 경우 지배주주가, 일본기업의 경우 메인뱅크 및 상호주식보유 시스템이 오

랫동안 경영활동에 대한 감시체제의 핵심을 이루어 왔다. 그 역할이 잘된 것인지, 잘못된 것인지 평가는 다양하겠지만 한국은 그 역할을 부정하고 새로운 대안을 찾고 있는 데 반해 일본은 여전히 고유의 역할을 인정하고 있다.

일본의 메인뱅크는 사전적, 중간적, 사후적 감시활동을 통합적으로 수행하고(青木·奥野, 1996) 감시기업의 경영성과에 따라 상태의존적 통제를 함으로써(Aoki 외, 1994) 효율적인 지배구조 메커니즘으로서 작용해 왔다. 또한 상호주식보유로 맺어진 기업간 관계도 경제상황이 바뀌면 일부 변화가 생기기는 하지만 대체로 안정적인 추이를 나타내고 있다(Sheard, 1994).

일본이 기업지배구조 관련 개별제도의 도입에 그다지 적극적이지 않았던 것은 메인뱅크와 상호주식보유의 시스템으로 계속 기업에 대한 감시와 통제의 역할을 할 수 있다고 믿기 때문인 것으로 보인다. 물론 90년대 이후 메인뱅크의 역할과 상호주식보유 시스템이 과거와 같은 기능을 발휘하지 못하고 있고 금융 및 기업부문의 구조조정에 지장을 주고 있다는 의견도 있다.

메인뱅크의 기능이 저하하게 된 것은 80년대 직접금융시장에서 대규모 자금조달(equity financing)이 이루어지게 된 데 기인한다. 또한 90년대 이후 경기침체가 장기간에 걸쳐 진행되는 과정에서 상호주식보유의 부작용이 노출되었고 상호주식보유로 인한 안정적인 지배구조에 조금씩 변화가 나타나고 있다. 2001년 이후 시행하기로 예정되어 있는 시가회계가 본격화되면 상호주식보유의 비중이 더 낮아질 가능성도 있다.

그러나 90년대 이후 메인뱅크, 상호주식보유를 비롯한 일본형 기업지배구조의 추이를 분석한 연구(Tsuru, 2000; 大村 외, 2001; Miyajima, 1998; Masaki, 1998; Fukao, 1998)에 따르면 메인뱅크와 상호주식보유의 시스템이 약간의 미조정은 거치겠지만 큰 변동없이 유지될 것이라는 결론이 주조를 이루고 있다. 흔히 거론되고 있는 것처럼 메인뱅크와 상호주식보유의 시스템이 급격히 해체될 일은 없으리라는 점에 유념할 필요가 있다.

이에 반해 한국의 경우 재벌체제의 효용이 부정되고 있는 상황에서 마땅한 대안이 아직 발견되지 않고 있다. 따라서 일본의 메인뱅크나 상호주식보유 시스템에 상당하는 통제기구가 작동하지 않는 상황에서 개별제도의 도입을 통해 제도개혁을 할 수밖에 없었고 그만큼 어려움이 가중되고 있다고 할 것이다.

### 3. 기대효과와 전망

한국과 일본이 각각 상이한 여건에서 기업지배구조 개혁을 추진하고 있지만 그 어느 쪽도 당장 가시적인 효과를 거두기는 어려울 것으로 보인다. 물론 개혁조치 이후 특히 한국에서 시장의 역할과 소수주주, 기관투자가 등 이해관계자의 활동에 변화가 일어나고 있는 것은 사실이지만 기능적인 제도개선이 이루어지는 데는 상당한 시간이 소요될 것이다.

더구나 오랫동안 성공체험에 익숙해져온 한국과 일본에 있어서 과거에 대한 집착과 변화에 대한 저항이 남아 있기 마련이다. 특히 일본의 경우 이러한 경향이 강한데 이를 극복하고 새로운 시스템으로 이행하기는 쉽지 않을 것이다. 양국 공히 금융개혁의 부진은 기업의 구조조정 내지 지배구조의 개혁에 걸림돌이 되고 있다.

지배구조의 개혁을 추진함에 있어서 관련제도의 경로 의존성이나 제도보완성이 반영되어야 하고 각종 제도적 장치와 함께 자본시장의 규율메커니즘이 정착되어야 한다. 또한 지배구조의 개혁은 게임의 룰이나 제도적 틀을 통해 시장에서 자율적인 통제기능이 작동하도록 함으

로써만 가능하다는 점에서 체계적인 후속조치가 뒤따라야 한다.

한일 양국이 기존의 지배구조를 재평가하고 글로벌 스탠더드의 요소를 받아들일 필요가 있지만 서구와 다른 기업시스템과 제도적 맥락을 가지고 있다는 점이 고려되어야 한다. 현재 시점에서 글로벌 스탠더드는 영미식을 의미하고 영미식 지배구조의 이식이 양국의 환경에 맞지 않거나 기대한 만큼 효과를 거두지 못할 가능성도 충분히 있기 때문이다.

기업지배구조가 이중성을 갖고 있고 시대적 환경에 따라 순효과가 다르게 나타날 수 있다는 점도 중요한 의의를 지니고 있다. 한국의 경우 90년대 이후 부정적 효과가 크게 부각되고 있는 데 반해 일본은 아직도 긍정적 효과를 무시하기 어렵다는 입장에 서있는 듯하다. 진위야 어찌됐건 한 측면의 효과만을 과대평가하는 것은 바람직하지 않다. 긍정적인 부분을 살리면서 부정적인 측면을 최소화하는 방향으로 제도개혁이 이루어져야 할 것이다.

경영활동을 감시하고 견제하는 메커니즘은 M&A 시장을 중심으로 한 시장중심체제 (market-based system)와 채권은행이 주도적인 역할을 담당하는 은행중심체제 (bank-oriented system)로 나누어질 수 있다. 이 중 일본은 금후에도 여전히 은행중심체제에 대한 미련을 버리지 못할 것으로 보인다. 이는 일본이 완전한 주주자본주의가 아닌 이해관계자 자본주의의 이념이 가미된 제도개혁을 해나갈 것이라는 전망을 가능케 한다.

반면에 한국은 시장중심체제와 은행중심체제 중 어느 쪽에 비중을 둘 것인지 확실치 않다. 대체로 시장중심체제 및 주주자본주의에 경사된 제도개혁이 추진되어 온 것이 사실이지만 소유구조의 폐쇄성으로 인하여 시장중심체제의 정착에는 한계가 있다. 그렇다고 은행중심체제로 나아가야 한다는 의사도, 여건도 형성되어 있지 않다. 종래의 대주주중심체제가 부정되고 새로운 축이 요구되는 상황에서 이러지도 저러지도 못하는 상황이라고 할 것이다.

향후 한국과 일본의 기업지배구조 개혁은 과거의 균형을 수정하고 새로운 균형을 찾을 때까지 당분간 시행착오를 거듭하게 될 것이다. 궁극적으로 다다르게 될 시스템은 지금보다 좀더 개방적으로, 각자의 이해가 반영되고 다양성이 존중되는 방향으로 바뀌게 될 것이다. 또한 특수성이 상당 부분 해소되고 보편주의에 입각한 제도와 관행을 받아들이지 않을 수 없을 것이다.

#### <참 고 문 헌>

- 공정거래위원회, 「대규모기업집단 주식소유현황」, 각년호.
- 김우택·장대홍·김경수(1993), “기업가치와 소유경영구조에 관한 실증적 연구”, 「재무 연구」, pp. 55~75.
- 김주현(1992), “기업의 소유구조와 기업가치의 연관성에 관한 연구”, 「재무 연구」, pp. 129~154.
- 한국증권거래소, 「주식」, 각년 4월호.
- 大村敬一·増子信(2001), “わが國企業の經營パフォーマンスとコーポレートガバナンス”, 「フィナンシャル・レビュー」, pp. 178~209.
- 青木昌彦·奥野正寛(1996), 「經濟システムの比較制度分析」, 東京大學出版會.
- Aoki, M.(1994), “The Japanese Firm as a System of Attributes: A Survey and Research Agenda”, The Japanese Firm: The Sources of Competitive Strength, Oxford University Press.



- Aoki, M, H. Patrick and P. Sheard(1994), "The Japanese Main Bank System: An Introductory Overview", The Japanese Main Bank System: Its Relevance for Developing and Transforming Economies, Oxford University Press.
- Berglo,f, E. and E. Perotti(1994), "The Governance Structure of the Japanese Financial Keiretsu", Journal of Financial Economics, pp. 259~284.
- Berle, A. A. and G. C. Means(1932), The Modern Corporation and Private Property, MacMillan.
- Cho, M. H.(1998), "Ownership Structure, Investment and the Corporate Value: An Empirical Analysis", Journal of Financial Economics, pp. 103~121.
- Claessens, S., S. Djankov and L. H. P. Lang(2000), "The Separation of Ownership and Control in Asian Corporations", Journal of Financial Economics, pp. 81~112.
- Fukao, M.(1998), "Japanese Financial Instability and Weakness in the Corporate Governance Structure", The Role of Markets and Government Symposium, MITI.
- Gilson, R. J.(1997), "Globalizing Corporate Governance: Convergence of Form and Function", College of Law Symposium, Seoul National University.
- Gilson, R. J. and M. J. Roe(1993), "Understanding the Japanese Keiretsu: Overlaps between Corporate Governance and Industrial Organization", The Yale Law Journal, pp. 871~906.
- Imai, K. and H. Itami(1984), "Interpenetration of Organization and Market", International Journal of Industrial Organization, pp. 285~310.
- KDI(1999), Comparative Corporate Governance Trends in Asia.
- Kester, W. C.(1990), Japanese Takeovers: The Global Contest for Corporate Control, Harvard Business School Press.
- La Porta, R., F. Lopez-de-Silanes, A. Shleifer and R. Vishny(1997), "Legal Determinants of External Finance", Journal of Finance, pp. 1131~1150.
- La Porta, R., F. Lopez-de-Silanes and A. Shleifer(1999), "Corporate Ownership around the World", Journal of Finance, pp. 471~518.
- Masaki, N.(1998), "Ownership and Control of Large Corporations in Contemporary Japan", Japanese Business Management: Restructuring for Low Growth and Globalization, Routledge.
- Milgrom, P. and J. Roberts(1992), Economics, Organization and Management, Prentice Hall.
- Miyajima, H.(1998), "The Impact of Deregulation on Corporate Governance and Finance", Is Japan Really Changing Its Ways?: Regulatory Reform and the Japanese Economy, Brookings.
- Morck, R., A. Shleifer and R. Vishny(1988), "Management Ownership and Market Valuation: An Empirical Analysis", Journal of Financial Economics, pp. 293~315.
- Prowse, S. D.(1992), "The Structure of Corporate Governance in Japan", Journal of Finance, pp. 1121~1140.
- Scott, J.(1986), Capitalist Property and Financial Power: A Comparative Study of Britain, the United States and Japan, Wheatsheaf Books Ltd.,

- Sheard, P.(1994), “Interlocking Shareholdings and Corporate Governance in Japan”, The Japanese Firm: The Sources of Competitive Strength, Oxford University Press.
- Shleifer, A. and R. Vishny(1997), “A Survey of Corporate Governance”, Journal of Finance, pp. 737~783.
- The Economist(2001, 4, 7), “Asian Business: In Praise of Rules”.
- Tsuru, K.(2000), “Japanese Corporate Governance in Transition”, SJE International Symposium, Seoul National University.
- Williamson, O. E.(1975), Markets and Hierarchies: Analysis and Antitrust Implications, Free Press.
- World Bank(1998), The Business Environment and Corporate Governance.