

# 한국 기업의 지배구조 개선

강 종 만  
최 은 경



# 한국 기업의 지배구조 개선

1998. 8

연구위원 강종만

연구원 최은경

한국증권연구원



## 서 언

IMF 구제금융을 계기로 우리나라 기업지배구조의 문제점이 새롭게 인식되고 있다. 그 동안 우리나라 경제성장의 견인차 역할을 해 온 재벌기업과 금융기관이 작년 말의 외환위기 이후 기업지배구조의 결함으로 인한 경영부실로 존폐위기를 맞고 있으며, 금융위기와 경제위기를 초래한 원인제공자로서 비난을 받고 있다.

우리나라 자본주의는 역사가 짧음에도 불구하고 정부의 성장위주 경제정책과 대주주인 소유경영자에 의한 과감한 투자에 힘입어 국가경제와 기업이 급성장할 수 있었다. 그러나 자본시장과 상품시장의 세계화에 따라 국내외에서 경쟁이 심화되고 정부에 의한 기업통제가 완화됨에 따라 소유경영자의 전횡과 재벌체제 경영의 고비용과 저효율성이 부각되고 있으며 국가경쟁력 또한 급속도로 약화되고 있다. 따라서 변화하는 국제적 경제환경에 적합한 선진국 기준의 효율적인 기업지배구조의 도입이 요구되고 있으며, 기업지배구조 개선을 위한 방안들이 각계에서 논의되고 있다.

각국의 기업지배구조는 기업이 처한 사회적·문화적 환경에 따라 다르게 발전하여 왔으며, 각국에서 언제나 통용될 수 있는 최선의 기업지배구조는 없다. 1980년대에는 일본과 독일의 기업지배구조의 장점이 찬사를 받았으나, 1990년대에 미국경제의 활황에 따라 미국식 기업지배구조의 우월성이 인정되고 있다. 따라서 우리나라 기업의 사회적·문화적 환경을 무시하고 미국 등 선진국의 기업지배구조를 그대로 받아들이는 것은 시행착오에 따른 비용을 발생시킬 우려가 있다.

기업경영을 통제하는 기업지배구조는 일반적으로 기업의 자금조달 방법과 소유구조에 의한 영향을 많이 받는다. 따라서 본 보고서에서는 미국 등 선진국과 우리나라 기업의 지배구조를 기업의 자금조달 형태와 함께 살펴보고, 우리나라 기업의 소유구조를 결정하는 요인을 실증 분석하였다.

우리나라 현실과 외국의 사례 그리고 실증분석결과를 참고하여 본 보고서에서는 우리나라 기업에 적합한 기업지배구조의 개선방안을 모색하였다. 기업지배구조의 개선방안은 이사회를 포함한 내부지배구조의 개선, 주거래은행 기능의 강화, 기관투자가의 역할강화, 증권시장 기능의 강화 및 소액주주의 권리 강화 등으로 나누어 검토하였다.

본 보고서에서 제시한 개선방안들이 갖고 있는 문제점도 많을 것으로 사료되나 나름대로 기업구조개선에 참고가 되는 점도 있을 것으로 생각된다. 그러므로 IMF 구제금융 이후 새롭게 인식되는 우리나라 기업경영에 대한 통제를 개선할 수 있는 기업지배구조 개선방안으로서 본 보고서가 활용되기를 기대한다.

마지막으로 본 보고서를 작성하는데 많은 노고를 아끼지 않은 본 연구원의 강종만 박사와 최은경 연구원, 그리고 원고정리에 애를 많이 쓴 이미영 연구조원에게 감사의 말씀을 드린다.

그리고 본 보고서에 실린 모든 내용은 전적으로 연구진들의 개인 의견이며 본 연구원의 공식견해가 아님을 밝혀둔다.

1998년 8월  
한국증권연구원  
원장 최운열

# 목 차

I. 서론 .....	3
II. 기업지배구조의 개선 필요성 .....	9
1. 기업지배구조의 의미 .....	9
2. 기업지배구조의 개선 필요성 .....	14
III. 각국의 기업지배구조 .....	29
1. 기업지배구조의 형태 .....	29
2. 각국의 기업지배구조 .....	37
가. 미국 .....	37
나. 영국 .....	54
다. 독일 .....	57
라. 일본 .....	72
마. 우리나라 .....	89

<b>IV. 우리나라 기업지배구조의 개선방안</b> .....	<b>103</b>
1. 내부지배구조의 개선 .....	103
2. 주거래은행기능의 강화 .....	112
3. 기관투자가의 역할 강화 .....	122
4. 증권시장기능의 강화 및 소액주주의 권리 강화 .....	134
<b>V. 결론</b> .....	<b>143</b>
<b>참고문헌</b> .....	<b>151</b>
<b>&lt;부록&gt; 기업지배구조에 관한 실증분석</b> .....	<b>159</b>
1. 표본 및 변수의 선정 .....	159
2. 실증분석 .....	163

## 표 목 차

<표 III-1> 금융기관의 기업지배제한 법규 .....	32
<표 III-2> 비금융기업의 자금조달제한 .....	33
<표 III-3> 미국 기업의 소유자별 주식분포 .....	51
<표 III-4> 독일은행의 보유주식 및 위탁주식 합계의 현황(1990년) .	66
<표 III-5> 은행의 기업감독이사 참여현황(1990년) .....	67
<표 III-6> 은행의 기업감독이사회 참여비율(1990년) .....	68
<표 III-7> 기업규모별 거래은행 수 .....	69
<표 III-8> 상장기업의 외부이사 현황 .....	75
<표 III-9> 상장기업의 외부이사 현황 .....	76
<표 III-10> 상장기업 소유자별 주식분포 .....	78
<표 III-11> 3대 구 재벌계 계열기업의 10대 주주 .....	79
<표 III-12> 3대 은행계 기업계열의 10대 주주 .....	80
<표 III-13> 일본기업계열의 상호출자 현황(1992) .....	81
<표 III-14> 6대 기업계열의 상장기업에 파견한 임원 현황 .....	82
<표 III-15> 주요 기업계열의 대주주(상위 50위) 구조 .....	86
<표 III-16> 일본 기업계열소속 금융기관별 계열소유지분 .....	87
<표 III-17> 상장기업의 대주주 1인 평균지분율 변화추이 .....	93
<표 III-18> 30대 대규모기업집단의 내부지분율 .....	93
<표 III-19> 비금융기업의 부채비율 .....	95
<표 III-20> 주거래은행의 대출순위 .....	96
<표 III-21> 상장기업 소유자별 주식분포 .....	97
<표 III-22> 각국의 기업지배구조 비교 .....	99
<표 IV-1> 일본기업의 임원회의 개혁현황 .....	104

<표 IV-2> 1997년 상장기업 외부 자금조달 비중 .....	118
<표 IV-3> 기관투자가의 주식소유비중 .....	123
<표 IV-4> 기관투자가의 주식소유제한 현황 .....	133
<표 IV-5> 소액주주권관련 제도변경 내역 .....	139
<표 부록-1> 변수의 기초통계량 .....	164
<표 부록-2> 상관관계분석표 .....	164
<표 부록-3> 대주주1인 지분율 총계에 대한 회귀분석 결과 .....	167
<표 부록-4> 대주주1인 동일인 지분율에 대한 회귀분석 결과 .....	168

## 그 립 목 차

<그림 II-1> 자본주의와 기업지배구조의 변화 .....	12
----------------------------------	----

# I. 서 론

---



## I. 서론

그 동안 우리나라 경제성장의 견인차 역할을 해 오던 재벌기업의 지배구조 개선 필요성이 1997년 IMF 구제금융 이후 급격하게 대두되고 있다. 우리나라는 자본주의의 역사가 일천하여 아직도 자본주의의 초기단계인 가족자본주의에서 벗어나지 못하고 있으나, 자본시장의 대외개방 등에 따라 기업지배구조는 세계적인 수준으로의 변신이 요구되고 있다. 특히 IMF의 구제금융 이후에는 대기업의 경영부실이 경제난국을 초래한 주 요인으로 인식되어 대기업의 기업지배구조가 선진국 기준에 부합하도록 변화하고 있다.

우리나라 기업은 소유와 경영이 집중된 소유경영의 형태로서 대주주가 기업을 지배하고 기업간 상호출자를 통해 기업집단이 형성되어 있다. 따라서 대주주이자 기업가인 소유경영자에 의한 책임경영으로 미국과 달리 주주와 경영자간에 대리인문제가 발생하지 않는다는 것이 한국적 기업지배구조의 장점이었다.

그러나 소유경영자와 소액주주 또는 기업의 이해관계자간의 이해상충과 대리인문제가 경기침체 등에 따라 증대되고 있다. 정부가 기업경영을 감시할 때에는 정책당국과 긴밀한 관계를 유지하는 것이 기업이익의 극대화에 기여하므로 소유경영의 이점이 발휘되나, 정부규제가 완화되고 경제환경이 국제화됨에 따라 소유경영자의 독단적인 의사결정과 불투명한 경영으로 인한 문제점이 증대되고 있다. 즉, 소유경영자의 독단적인 의사결정과 불투명한 기업경영으로 기업의 주주 등 이해관계자의 이익이 침해되어 증권시장의 발달이 저해되고 기업의 자금조달이 어려워져 경제환경 변화에 부응하는 새로운 기업지배구조의 도입을 신

중하게 검토할 필요가 있다.

세계적으로 자본시장의 세계화 추세에 따라 각국의 기업지배구조가 유사해지는 경향이 있다. 증권시장과 증권거래의 세계화에 따라 국내외 자본을 국내증권시장에 유치하기 위하여 증권시장에 대한 규제가 완화되고 증권거래에 대한 신뢰성이 제고되어 전세계 자본시장과 기업지배구조의 동질화가 추진되고 있다.

그러나 기업지배구조는 각국의 문화, 경제, 사회적인 환경에서 이루어진 제도로서 각국의 고유한 특성을 무시한 동질화는 쉽지 않다. 또한 세계적인 기업지배구조의 기준을 만들기도 어렵지만, 획일적인 기준의 적용은 각국의 특성을 무시할 뿐만 아니라 환경변화에 따른 지배구조의 변화를 억제하므로 바람직하지도 않다.

미국과 영국의 시장기능을 중시하는 기업지배구조는 최근에 각광을 받고 있으나, 일본과 독일의 은행중심 또는 조직중심의 기업지배구조도 1980년대에는 세계적인 석학에 의해 찬사를 받았다. 더구나 역사적으로 미국 등 선진국의 기업지배구조는 기업환경 여건의 변화에 따라 다양한 형태로 발전해 왔다. 따라서 어느 시점에서나 최선인 절대적으로 우월한 기업지배구조는 없으며, 특정 시점에서 우월한 기업지배구조도 환경변화에 따라 조정되어야 할 것이다.

따라서 각국 기업의 지배구조도 기업이 처한 사회적인 환경 등에 맞는 특성은 유지하면서도 해외자본 유입을 촉진하기 위하여 세계적인 기준을 도입하는 경향이 있다. 즉, 주주의 이익을 보호하기 위하여 기업경영은 수익성향상을 목표로 하며, 기업지배구조 측면에서 이사회 기능의 효율성과 기업경영의 투명성과 신뢰성을 제고하기 위한 제도개선이 추진되고 있다.

각국의 다양한 기업지배구조는 각각 나름대로 장점과 단점이 있으

## I. 서론

므로 다가오는 2000년대에 우리나라 기업에 적합한 기업지배구조를 결정하는 것은 매우 어려운 문제이다. 특히, 지금과 같이 경제환경이 급격히 변화할 때 경제상황에 적합한 기업지배구조의 선택은 매우 어려우며, 기업지배구조의 변화를 위해 지불해야 하는 비용부담도 적지 않다. 그리고 우리나라 기업에 적합한 기업지배구조를 구축하기 위해서는 특정한 기업지배구조가 작동하기 위한 제반여건, 변화하는 경제상황에서 이러한 여건의 가용성, 그리고 이러한 조건들을 달성하기에 필요한 효율적인 방법 등이 종합적으로 검토되어야 한다.

전통적으로 기업지배구조에 관한 논의에서는 기업의 주인인 주주의 역할이 증시되므로 효율적인 증권시장의 발달과 경영자를 감시할 주주의 육성, 주주에 의한 이사회통제 등이 중요시된다. 그러나 경제구조가 급격히 변할 때에는 주주뿐만 아니라 은행 등 기업의 이해관계자도 기업지배구조에서 중요한 역할을 담당하여야 한다.

미국과 같이 자본주의가 발달한 나라에 적합한 기업지배구조 모형에서는 경영자의 경영부실이나 도덕적 위해 등이 효율적인 증권시장 기능과 경영자에 대한 노동시장 등에 의해 통제된다. 그러나 이러한 증권시장과 노동시장이 갖추어지지 아니한 경우에 경영자는 기업 내에서 강력한 통제력을 발휘하지만 외부세력이 경영자를 견제할 수 있는 수단이 부족하다.

기업지배구조 결정에 가장 큰 영향을 주는 요인은 기업소유구조이다. 우리나라 기업은 대부분이 창업자 또는 승계자가 대주주로서 기업을 경영하는 소유경영 형태로서 그 동안에는 기업환경의 국제화 추세에 대응하여 선단식 경영과 외부자금의 차입의존도가 높다는 특성이 있었다. 그러나 최근에 급변하는 경제환경의 변화에 따라 우리나라 기업의 선단식 경영과 차입경영의 문제점이 부각되어 이에 대한 근본적

인 변화가 요구되고 있으며, 이러한 변화는 IMF 구제금융 이후 외국의 요구에 의해 더욱 급속도로 추진되고 있다.

따라서 본 연구에서는 미국, 독일, 일본 등 선진국의 기업지배구조를 살펴보고 우리나라 기업지배구조의 현황과 문제점을 파악한 후 우리나라 기업의 지배구조를 개선하기 위한 방안 등을 검토하고자 한다. 본 연구의 구성은 다음과 같다. 제2장에서는 기업지배구조의 개선 필요성을 검토하고, 미국 등 선진국과 우리나라 기업의 자금조달 형태와 지배구조 현황은 제3장에서 논의한다. 외국의 기업지배구조와 우리나라 기업의 지배구조에 관한 실증분석 결과를 감안하여 우리나라 기업 지배구조의 개선방안은 제4장에서 제시하고자 한다. 제5장은 결론으로서 본 연구의 결과를 요약 정리하였고, 기업지배구조에 관한 실증분석은 부록에 정리하였다.

## II. 기업지배구조의 개선 필요성

---

---

1. 기업지배구조의 의의
2. 기업지배구조의 개선 필요성



## II. 기업지배구조의 개선 필요성

### 1. 기업지배구조의 의의

자본주의의 근간인 주식회사 제도는 기업에 자금을 제공한 주주와 기업을 경영하는 경영자를 분리함으로써 전문경영인에 의한 기업경영의 전문성과 효율성의 향상을 기하고 있다. 그러나 자본주의 발달에 따른 기업규모의 거대화, 경영의 전문화, 경영환경의 복잡화에 따라 소유와 경영이 분리된 기업의 경영자 권한이 확대되고 소유자인 주주가 자신의 이익을 위해 경영자의 경영행위를 통제할 수 있는 영향력이 약화되고 있다.

주식회사는 사적자산론 또는 사회적실체론에 따라 경영의 목표가 달리 정의될 수 있다.<sup>1)</sup> 사적자산론은 주식회사가 주주의 사적인 재산이라는 점을 강조하고 있다. 따라서 주식회사의 목적은 주주의 이익을 극대화하는 것이다. 그러나 기업의 소유와 경영이 분리됨에 따라 경영자는 기업의 소유자인 주주의 이익보다는 경영자 자신의 이익을 증대시키기 위한 의사결정을 할 유인(Incentive)을 갖게 되므로 경영자가 주주의 이익을 위하여 의사결정을 하도록 경영자의 경영행위를 통제할 필요가 있다. 즉, 사적자산론에 의거한 미국과 영국의 기업지배구조는 기업의 경영자와 주주간의 관계에 중점을 두며 기업의 소유자인 주주가 자신의 이익을 보호하기 위하여 경영자의 기업경영에 대하여 통제를 가하고 있다.

---

1) Monks와 Minow(1995)

사회적실체론은 주식회사가 주주의 사적인 재산이 아니라 사회적 기관으로서 사회를 구성하고 있는 다양한 구성원간의 계약에 근거한다고 주장한다. 따라서 기업의 경영자는 기업에 자본을 제공한 주주는 물론 금융기관 등 채권자, 종업원, 거래기업, 소비자 등의 이익도 보호하여야 하므로 경영자가 기업경영 시에 소비자의 요구 충족, 종업원에 대한 취업기회의 제공, 사회에 대한 기여 등도 고려하여야 한다. 즉, 사회적실체론에 의거한 독일 등 유럽대륙의 국가와 일본에서는 경영자가 경영책임을 지는 대상이 주주뿐만 아니라 채권자, 종업원, 거래처, 소비자 등을 망라하고 있어 기업경영은 주주의 이익뿐만 아니라 기업이 속한 환경에 대한 사회적 책임까지도 중요시한다.

사적재산론과 사회적실체론은 기업지배구조에 관한 논의의 근간이다. 그러나 경제의 세계화 추세와 자본주의의 발달 등 기업환경의 변화에 따라 최근에는 사회적실체론보다는 사적재산론이 보다 중시되고 있다. 특히 기관투자가의 주식소유가 증가하고 투자대상이 전세계로 확대됨에 따라 기관투자는 기업의 경영자가 주주의 이익을 위하여 노력하도록 영향력을 증가시키고 있다. 세계화된 시장에서 경영자의 경영성과에 대한 평가는 객관적인 재무자료에 의존하여 기업경영의 효율성 증가와 가치창조의 경영을 요구하고 있다. 따라서 기업의 잔존위험(Residual Risk)을 부담하는 주주가 기업경영의 중심이 된다. 즉, 세계화된 기업경영에서는 기업의 사회적 책임보다는 주주가치의 창조가 기업의 투자 의사 결정시 가장 중요시되고 있다. 따라서 최근의 기업지배구조에 관한 연구는 주주와 경영자, 기업경영에 영향력을 행사하는 대주주와 소액주주의 문제에 초점을 맞추고 있다.

기업지배에 관한 이론적인 논의는 기업발전론과 대리인이론으로 나누어 볼 수 있다.<sup>2)</sup> 기업발전론은 Berle과 Means(1932)에서 시작된다.

---

2) 신유근(1986)은 기업지배구조를 문화적 요인에 의해 설명하고 있다. 신유근

## II. 기업지배구조의 개선 필요성

기업발전론에 의하면 기업은 소유주가 창업한 이후 규모의 성장에 따라 기업의 자본구조와 소유구조에 변화가 일어난다. 즉, 기업의 소유구조는 기업발전과정에 따라 자금조달 방식과 함께 변하여 자본주의는 가족자본주의, 금융자본주의, 경영자자본주의, 주주자본주의로 발전한다.

가족자본주의 시기에는 창업자 개인이나 가족이 기업을 소유하고 경영하기 때문에 기업경영에서도 인적인 면이 중시된다. 이 단계에서는 기업이 개인의 소유이므로 기업의 신용도가 높지 않아 기업의 자금조달은 주로 내부자금에 의존하게 되며 기업의 소유자인 창업자가 직접 기업을 경영하므로 기업의 주주와 경영자간 이해상충 문제는 발생하지 않는다.

금융자본주의는 가족자본주의에서 발전한 단계로서 기업은 자본을 중심으로 경영되며, 외부자금의 필요에 따라 산업과 금융의 결합이 모색된다. 따라서 기업에 자금을 제공한 금융기관과 기업의 소유자인 주주간에 이해상충 문제가 제기된다.

경영자자본주의는 금융자본주의의 다음 단계로서 기업의 소유와 경영이 분리되어 경영자의 기업지배권이 강화된 단계이다. 기업의 자금조달 수단으로서 주식과 채권의 발행 등 직접금융시장이 활성화되고 주식소유가 광범위하게 분산되어 개별주주의 기업에 대한 영향력은 약화된다. 또한 기업은 주주의 자산이라기보다는 사회적인 기관으로서 기업의 사회적 책임이 중요시된다.

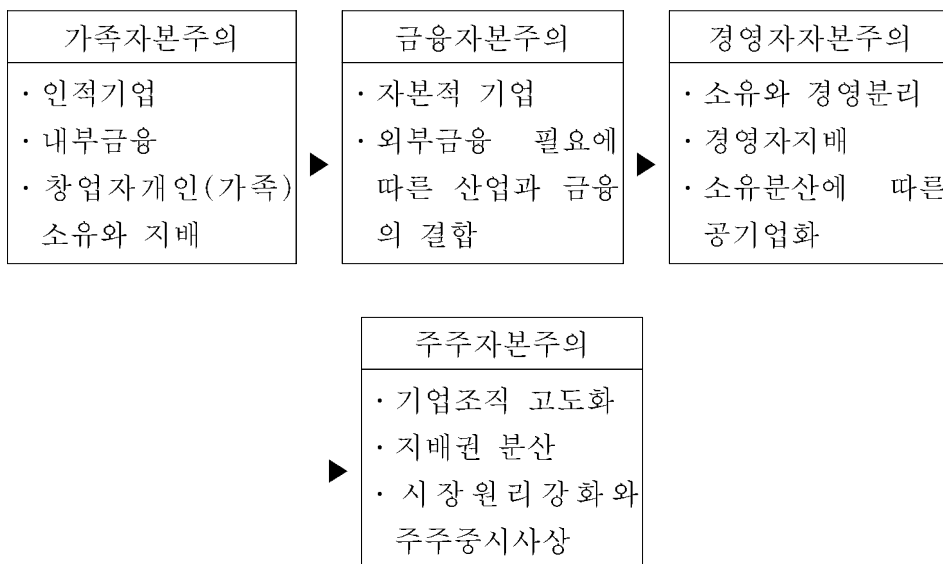
주주자본주의는 자본주의 발전의 최종 단계로서 기업에 대한 주주

---

은 유교의 전통을 갖는 우리나라 기업은 장자위주의 기업승계, 폐쇄적 권력구조, 속인적 인사정책, 가부장적 리더쉽, 상향적 의식구조 등의 특성으로 인하여 대주주 1인 중심의 기업지배구조가 이루어진다고 주장한다.

의 소유권은 더욱 광범위하게 분산되어 개별주주의 기업에 대한 영향력은 미미하다. 그러나 기업조직이 고도화되어 주주를 중시하고 시장 원리에 의한 기업경영이 이루어지게 되며 기업경영을 전문으로 하는 전문경영인은 주주의 이익을 위하여 노력하게 된다. 이 단계에서는 주주와 경영자, 대주주와 소액주주간에 이해상충 문제가 중요시된다.

<그림 II-1> 자본주의와 기업지배구조의 변화



Jensen과 Meckling(1976)은 대리인이론에 의해 기업의 소유구조와 지배구조를 설명하고 있다. 대리인이론에서는 기업의 주주와 경영자간의 관계를 대리인계약으로 간주하여 기업지배구조에 관한 논의는 주주와 경영자간 대리인비용에 초점을 맞추고 있다. 기업경영과 관련된 대

## II. 기업지배구조의 개선 필요성

리인비용은 소유경영자의 도덕적 위해(Moral Hazard)와 전문경영자의 도덕적 위해로 나누어 볼 수 있다.

기업의 경영자가 대주주인 경우에 소유경영자는 자신의 부를 극대화하기 위하여 외부주주와 비용을 분담하는 기업접대비, 사무실 비용 등 비급여성 경비를 과다하게 지출하게 된다. 또한 상장기업의 경영자는 자신 또는 자신의 인척이 소유하고 있는 다른 기업과의 불공정한 내부거래나 합병 등을 통해 기업의 이익을 다른 기업으로 이전하여 자신의 부를 극대화할 수도 있다.

전문경영자에 의한 대리인비용은 노력회피, 단기기업적주의, 신기술개발회피 등으로 요약된다. 전문경영자는 자신의 이익을 위해 기업이익의 증대를 위한 위험부담과 노력을 가급적 회피하고, 기업의 주가가 단기실적과 연계된 경우에는 장기적인 이익을 희생하고 단기기업적 향상에 노력하게 되어 장기적인 관점에서 기업이익의 극대화가 저해된다. 즉, 전문경영자는 연구개발투자와 신규투자같이 위험부담이 크고 많은 노력이 필요한 투자를 회피하려는 유인(Incentive)이 있다. 또한 경영자에 대한 보수가 단기실적과 연계되어 결정되는 경우에 경영자는 단기에 이익이 실현되지 아니하는 장기투자에 소극적이다. 보다 심각한 문제는 전문경영자가 보유한 인적자본은 경영자가 그 지위를 유지하는 경우에만 가치가 있으므로 경영자는 자신의 지위를 유지하기 위해 기업 경영에 수반된 위험을 최대한 축소하고자 한다. 따라서 전문경영자는 위험이 높은 투자를 회피하고 수익성이 낮더라도 위험감소를 위해 분산투자를 위한 비관련 다각화 투자를 확대하고자 한다.<sup>3)</sup> 그러므로 대리인이론에 따르면 경영자가 주주의 이익을 위해 일하도록 경영자의

---

3) 대주주의 경영에 대한 관여가 크다면 전문경영자가 회사의 이익보다는 대주주의 이익을 위해 사업의 확장이나 비관련다각화에 치중할 유인이 있게 된다.

기업경영을 통제하고 주주의 이익과 경영자의 이익을 일치시키도록 기업지배구조가 이루어져야 한다.

## 2. 기업지배구조의 개선 필요성

세계적으로 기업은 조직과 통제 측면에서 새로운 변화의 물결에 직면하고 있다. 기업들은 경제환경과 자본시장의 세계화 추세에 따라 기업경영의 폐쇄성과 지역적인 특성을 배제하고 경영의 투명성과 효율성을 높이라는 압력에 직면하고 있다. 따라서 경영자의 책임, 경영행위, 그리고 경영실적 등에 대한 평가기준을 객관적으로 명시하고 이들에 대한 감시기능을 강화하기 위해 기업지배구조의 변화가 요구되고 있다.

기업의 지배구조는 경제적인 측면뿐만 아니라 정치적, 사회적, 문화적 요인 등의 영향을 받아 각국마다 다양한 차이가 있다. 즉, 기업지배구조는 나라마다 차이가 있으며 자본주의의 발달에 따라 변화하고 있다. 따라서 모든 나라에서 보편적으로 적용될 수 있는 획일적인 최선의 기업지배구조는 없으나, 경제와 금융의 세계화 추세에 따라 각국의 기업지배구조도 상호간의 장점을 습득하여 동질화되는 경향이 있다.

또한 자본시장에서 기관투자자의 중요성이 증대됨에 따라 각국의 기업지배구조도 변화하고 있다. 미국 등 선진국의 상호기금(Mutual Fund) 같은 대형 기관투자자의 해외투자가 증가함에 따라 상장기업의 재무정보 공시 등 주주의 이익을 보호하기 위한 증권관련 제도가 세계적으로 획일화되는 경향이 있다. 즉, 각국의 기업지배구조는 각국의 사

## II. 기업지배구조의 개선 필요성

회적 및 경제적인 특성을 유지하면서도 해외자본의 유입을 촉진하기 위하여 세계적인 기준을 도입하는 경향이 있다. 따라서 기업은 주주의 이익을 극대화하기 위해 수익성 위주의 경영을 목표로 하며, 기업지배구조 측면에서도 주주의 신뢰를 얻기 위하여 기업경영의 투명성을 제고하고 이사회 제도를 개선하여 경영감시 기능의 향상에 노력하고 있다.

기업이 처한 경제환경과 금융환경은 1990년대 이후 급속도로 변화하고 있으며, 이에 따라 기업지배구조의 변화에 대한 요구도 증가하고 있다. Blair(1995)가 주장하듯이 경제가 호황인 때에는 기업의 상품시장은 성장하고, 자본비용은 저렴하고, 경쟁은 제한되어 어떠한 기업지배구조도 잘 작동한다. 그러나 상품시장이 축소되고 자본비용이 비싸지며 경쟁이 혹심해질 때에는 부적합한 기업지배구조로 인한 문제가 부각된다. 실제로 모든 경우에 적용될 수 있는 완벽한 기업지배체계는 있을 수 없으므로 변화된 기업환경에 적합한 기업지배구조로 변화가 요구되는 것이다.

기업의 생산과정이 동질화됨에 따라 기업은 가장 효율적인 경영방식을 채택하여 경영의 효율성을 향상시켜야 할 필요성이 증가하고 있다. 또한 자본시장의 세계적인 통합추세와 대외개방에 따라 기업정보의 공시와 자본시장에 대한 규제의 세계적인 기준과의 조화가 절실히 요구되며 이에 따라 각국의 기업지배구조도 변화하고 있다.

미국에서는 생산과정의 수직적 통합이 추진되고, 거래처와는 계약에 의한 단기적인 거래가 일반적이다. 일본에서는 생산과정의 수직적 통합보다는 수요기업과 공급기업간의 장기적인 거래관계가 중시되고 있다. 그러나 시장의 개방과 세계화 추세에 따라 기업간 경쟁이 세계화되고 이에 따라 각국의 기업들은 서로 다른 나라 기업체제의 장점을 도

입하여 생산성을 향상시키고 있다.

자본시장의 세계적인 통합추세에 따라 기업은 발행주식의 유동성을 제고하고 자금조달비용을 절감하기 위하여 주주의 국제적인 다양화를 모색하고 있으며 투자자들은 포트폴리오 투자의 전세계적인 다각화를 통해 투자위험을 줄이고 보다 안정적인 수익을 지향하고 있다. 이러한 요구에 부응하여 선진국에서는 외국인의 국내 주식투자에 대한 제한을 폐지하고 있으며, 기업들은 외국 증권거래소에 상장을 추진하고<sup>4)</sup> 기관투자자는 외국주식의 매입을 증가시키고 있다. 외국인투자자에게 폐쇄적이던 스웨덴은 1992년에 외국인투자자에 대한 주식투자한도 제한을 폐지하였고, 스위스의 대기업들도 기업정보의 공시를 강화하고 주식구조를 단순화함으로써 외국인투자자의 주식매입을 적극적으로 유도하고 있다.

기업경영에 대한 기관투자자의 간섭 증가도 기업지배구조의 변화를 촉진되고 있다. 주식의 소유분산이 광범위하게 확대되어 미국의 대다수 기업은 전문경영자가 경영에 대한 실질적인 지배력을 행사하고 있다. 전통적으로 기관투자자는 기존의 경영자를 지지하고 기업경영에 불만이 있는 경우에는 보유주식을 매각하는 경향이 있었다. 따라서 기관투자자가 적극적으로 주주총회에서 의결권을 행사하여 경영에 간섭하는 경우는 매우 드물었다.

자본시장의 발달과 주식투자기법의 전문성 제고에 따라 증권시장에서 개인투자자가 차지하는 비중은 줄고 상호기금이나 연기금 등 기관투자자가 주식시장에서 차지하는 비중이 증가되었다. 특히 미국 등 선진국에서는 연기금의 주식투자가 급속도로 증가하고 있다. Drucker

---

4) 증권시장의 발달과 국제화에 소극적이던 독일에서도 변화의 물결이 일고 있다. 독일의 벤츠자동차 회사는 독일기업으로서 최초로 1993년 9월에 뉴욕 증권거래소에 상장하였다.

## II. 기업지배구조의 개선 필요성

(1993)는 이러한 현상을 “연기금자본주의(Pension Fund Capitalism)”라고 부르고, 향후에는 연기금자본주의가 선진국에서 보편화될 것으로 전망하고 있다.

연기금자본주의는 특정 자본가가 없는 자본주의로서 연기금의 역할 제고에 따라 기업지배구조에 새로운 변화가 요구되고 있다. 연기금을 포함한 기관투자자는 투자자 또는 연금수혜자의 대리인으로서 기업경영을 감시하여야 할 의무가 있으므로 주주에게 부여된 의결권을 행사하여 적극적으로 기업경영에 관여하고 기업경영이 잘 이루어지도록 경영자와 협조할 필요가 있다.

또한 기관투자자가 주식시장에서 차지하는 비중이 높아짐에 따라 그들이 보유한 주식을 증권시장에서 가격에 큰 영향을 주지 않고 처분하는 것이 어렵게 되었다. 따라서 기관투자자들은 주가하락을 유발하는 기업부실을 사전에 방지하기 위하여 기업경영에 관여함으로써 투자자의 이익을 보호하고자 하는 추세가 증가하고 있다.

최근에 미국의 기관투자자들은 기업의 수익률이 그들의 기대에 미치지 못하는 경우에 기업의 이사회에 대한 영향력을 적극적으로 행사하고 있다. 기업의 경영자에 대한 주주의 영향력은 기관투자자의 적극적인 활동에 힘입어 더욱 강화되고 있다. 특히 사외이사 제도의 도입에 따라 이러한 기관투자자의 영향력은 이사회를 통하여 효과적으로 행사되어 최고경영자의 교체도 일어나고 있다.

미국의 연기금 등 기관투자자는 운용자금의 증대에 따라 해외증권에 대한 투자도 증가시키고 있다. 미국 기관투자자의 해외투자는 1990년 820억불에서 1994년 2,200억불로 급증하였다. 해외투자의 증가와 함께 개인연금의 피신탁인 또는 수탁인인 기관투자자가 의결권을 행사해야 한다는 법적 규정에 의해 미국의 기관투자자의 해외투자증가는 외

국기업의 지배구조에도 영향을 주고 있다.

일본과 독일에서는 기업의 외부장기자금 조달이 주로 은행으로부터 장기차입에 의해 이루어져 기업과 은행간의 긴밀한 거래관계가 매우 중요시된다. 또한 일본과 독일의 파산관련 법률은 기업의 이해관계자보다 은행 등 채권자의 이익을 우선적으로 보호하고 있다. 기업이 파산하는 경우에 은행 등 금융기관의 채권이 우선적으로 보호받으므로 기업은 은행과 장기적인 거래관계를 유지하여 비교적 낮은 비용으로 자금을 조달할 수 있다. 또한 기업은 장기적인 관점에서 종업원 또는 거래처와의 유대관계를 중시하여 종업원의 훈련 등에 많은 투자를 행하고 있고 거래처와 수요자 또는 공급자로서 긴밀한 협조관계를 유지하고 있다. 따라서 일본과 독일에서는 은행이 거래기업의 경영에 대한 중요한 감시기능을 수행하고 종업원과 거래처 등도 경영감시기능을 하고 있다.

미국과 영국에서는 기업의 외부장기자금 조달이 주로 자본시장을 통해 이루어지고 주식시장을 이용한 기업인수시장이 발달하여 미국과 영국에서의 기업지배구조는 주식시장의 시장기능에 의한 경영감시를 중요시한다. 주식시장의 시장기능에 의한 기업경영 감시가 이루어지기 위해서는 주식시장이 선진화되어 기업정보가 주식시장을 통해 정확하게 공시되어야 하며 공개된 기업정보를 분석할 수 있는 전문가가 충분히 확보되어야 한다. 또한 주식투자자들이 주식투자에 수반된 위험을 분명하게 인식하고 있어야 한다. 즉, 미국이나 영국의 기업지배구조는 자본시장의 선진화를 전제로 하고 있다.

주식회사에서는 주주가 주주총회에서 이사를 선임하고, 이사로 구성된 이사회는 경영자의 경영을 감독하는 역할을 한다. 따라서 이사회 기능이 주식회사의 기업지배구조에서 매우 중요하다. 독일의 이사회 제

## II. 기업지배구조의 개선 필요성

도는 감독이사회와 경영이사회의 이중 구조이고 미국 등 대다수의 국가는 단일 이사회 제도를 채택하고 있다.

이사회의 이중 구조는 감독이사회의 감독책임과 경영이사회의 경영책임을 분명하게 구분한다는 이점이 있다. 단일 이사회제도는 이러한 기능들을 결합하여 기업경영에 관한 전략을 수립할 때에 경영에 관여하는 이사의 기업내부에 관한 지식과 사외이사의 다양한 경험을 결합한다는 이점이 있다.

독일식 기업지배구조에 관한 논의는 급변하는 경제환경과 금융환경하에서 감독이사회가 경영이사회의 경영행위를 효과적으로 감독할 능력에 관한 것이다. 급변하는 기업환경에서 독일식 이중 이사회제도는 감독이사의 전문성이 결여되고 감독이사회의 회의 빈도가 적어 실질적인 경영감독이 의문시된다는 문제가 있다.

미국식 기업지배구조에도 문제는 있다. 주식시장의 시장기능에 의한 경영감시는 경영자의 경영에 대한 평가가 주가에 의해 반영되거나 기업인수시장에 의한 경영권탈취 위협으로 이루어진다. 이러한 경영감시 기능은 사후적인 것으로 잘못된 기업경영을 사전에 방지하기에는 미흡하다. 따라서 경제적인 측면에서 잘못된 경영이 이루어진 후에 비효율적인 경영을 개선하게 되어 경영감시비용이 과다하다는 단점이 있다.

우리나라 기업의 지배구조도 기업이 처한 국내외 경제환경의 변화에 따라 새로운 전기를 맞이하고 있다. 우리나라 기업의 지배구조는 미국 등 선진국과 달리 대주주에 의한 소유경영이 특징이다. 그러나 자본시장의 세계화와 OECD 가입에 따라 선진국 기준에 부합한 기업지배구조로의 변화가 요구되고 있으며, 이러한 변화는 1997년 IMF 구제금융 이후 이들의 요구에 따라 더욱 급속도로 추진되고 있다.

우리나라는 그 동안 경제성장의 견인차 역할을 한 재벌기업의 소유자경영이 비효율적이고 독단적이며 불합리하다는 문제가 있다. 또한 재벌기업의 문어발식 비전문 다각화에 의한 규모확대로 경제력집중의 문제가 심각하며, 규모확대에 필요한 자금을 주로 은행차입에 의존하는 차입경영으로 기업의 자본구조가 극히 취약하여 경제발전에 저해가 되고 있다.

우리나라 기업지배구조에서 대주주에 의한 경영은 독단적인 경영에 따른 폐해도 있지만 긍정적인 면도 무시할 수 없다. 소유와 경영이 1인에게 집중된 지배구조는 기업가 정신을 가진 대주주인 창업경영자에 의한 책임경영으로 경영자의 창의성 발휘가 가능하다는 것이 한국적 기업지배구조의 장점이다.

또한 재벌기업은 경제발전의 중추적인 역할을 수행하여 국가경제의 고도성장을 이룩하는데 기여하였다. 재벌은 기업집단을 형성함으로써 부족한 산업자금을 집중하여 규모의 경제와 범위의 경제 효과를 거둘 수 있었다. 그리고 집단경영을 통해 그룹 내에 기업간 금융시장을 형성하여 기업간 상호 자금공급과 연대보증 등의 보험기능을 통해 고도기술을 요하는 투자위험이 큰 첨단산업 분야에 대한 투자를 촉진한 긍정적인 측면도 있다.

그러나 경제의 개방화와 세계화 추세에 따라 재벌그룹 내 기업간 상호 보조에 의한 기업성장은 경영의 비효율성으로 인한 폐해를 부각시켰다. 결국 대주주에 의한 소유경영은 환경변화에 적절히 대응하지 못하여 국가경제의 경쟁력 저하를 초래하게 되었다.

1990년대에 들어 국내 기업에 영향을 미친 환경요인으로는 정부기능의 약화, 기업지배구조의 비효율성 증가, 기업의 자금조달방법의 변화, 주주의 권리인식의 변화 등을 열거할 수 있다.

## II. 기업지배구조의 개선 필요성

경제규모가 커지고 금융시장의 국제화 추세에 따라 그 동안 우리나라 경제성장의 견인차 역할을 하던 정부기능에 한계가 새롭게 인식되고 있다. 자본시장이나 금융시장의 기능에 의한 기업통제가 미약한 경우에는 정부에 의한 경영자 감시기능이 기업경영의 효율성을 높일 수 있다. 경제가 낙후되고 규모가 작을 때에는 정부주도의 경제정책과 금융정책은 기업과 경제의 발전을 촉진하였으나, 1990년대 이후에는 기업간 경쟁을 제한하고 자원의 비효율적인 배분을 초래하여 정부통제의 비효율성이 증가하였다.<sup>5)</sup>

기업지배구조에서 무엇보다도 중요한 것은 비효율적인 기업지배구조로 인하여 최근에 국내기업의 경쟁력이 급격히 약화되고 있다는 점이다. 자본시장과 금융시장의 세계화 추세에 따라 소유경영자와 정부에 의존한 기업통제의 취약점이 새롭게 인식되고 있다. 소유경영자에 의한 기업통제는 자본주의 발달의 초기단계에 나타나는 형태로서 창업경영자에 의한 소규모 기업의 경영에 적합한 방법이다. 그 동안 우리나라 기업의 규모가 세계적인 수준으로 성장하고 활동영역이 전세계로 확대되었음에도 불구하고 우리나라 기업의 지배구조는 소유경영자에 의한 지배구조에서 탈피하지 못하여 기업경영의 효율성이 저하되었다.<sup>6)</sup> 또한 기업경영의 투명성이 낮고 경영자의 독단적인 경영에 대한

---

5) Prowse(1997)에 의하면 미국에서 은행에 대한 증권시장의 감시기능이 제한되어 정부에 의한 통제가 경영자 감시기능을 하고 있다. 정부에 의한 통제는 시장기능에 의한 통제에 비해 비용이 과다하게 발생한다. Prowse는 규제당국에 의한 통제의 비효율성은 정책당국의 효율적인 기능을 저해하는 관료주의와 정치적인 문제, 그리고 규제당국의 목적(파산위험의 최소화)과 주주의 목적(주주가치의 극대화)의 불일치 등에 기인한다고 주장한다.

6) Gorton과 Rosen(1994)은 경영자에 대한 외부주주의 통제가 미약한 경우에 경영자가 위험이 크고 수익성이 낮은 투자에 적극적이라는 사실을 은행의 자료를 이용하여 입증하였다. 따라서 Gorton과 Rosen은 경영권이 보호된 경영자가 기업경영에서 가장 큰 피해를 초래한다고 주장하였다. 또한 Allen과 Cebenoyan(1991)은 경영권을 보호받는 은행의 경영자가 다른 은

견제가 불충분하여 최근의 경기침체에 따라 기업부실이 급증하였다.

기업의 자금조달 방법의 변화도 기업지배구조에 영향을 주고 있다. 그 동안 기업들은 정부정책에 의해 배분된 은행자금에 주로 의존하였으나 자금수요가 증가하고 금융시장의 세계화에 따라 직접금융시장과 해외 금융기관에 대한 의존도가 높아졌다. 이에 따라 증권시장과 외국 금융기관들이 요구하는 수준의 기업정보 공시와 경영통제 제도의 도입이 필요하게 되었다.

또한 기업주식의 소유분산에 따라 소액주주와 기관투자가 등 기업 경영에 직접 관여하지 않는 주주들의 권리에 대한 인식도 변화하고 있다. 기관투자가의 지분율이 증가하고 주주행동주의가 확산됨에 따라 외부주주의 기업경영에 대한 개입이 증가하고 있으며, 최근에는 대표소송 등 소액주주의 권리도 행사되고 있다.

우리나라 기업의 소유경영에서는 소유경영자와 소액주주간 또는 소유경영자와 채권자간 이해상충의 문제가 심각하고 무능력한 소유경영자에 대한 견제장치가 결여되어 있다는 것도 문제점으로 인식되고 있다. 이해상충의 문제는 부의 이전(Wealth Transfer)과 관련되며, 소유경영자의 무능력한 경영의 결과로 인한 손실을 소액주주와 채권자가 과도하게 부담한다는 문제가 발생하고 있다.

기업에 대한 정부규제가 엄격하고, 자금에 대한 수요가 공급보다 많고, 기업이 필요로 하는 자금이 정부정책에 의해 배분되는 경우에는 기업의 성장을 위해 정부 또는 규제당국과 긴밀한 관계를 유지하는 것이 매우 중요하다.<sup>7)</sup> 비공식적인 긴밀한 관계를 유지하기 위해서는 소유경

---

행에 비해 타 은행인수에 적극적이며, 수익성보다는 규모 확대를 위한 경영을 중시하고 있다고 주장하였다. 우리나라 기업의 소유경영자도 경영권이 보장되어 미국의 은행과 마찬가지로 수익성보다는 기업규모 확대에 치중하여 기업경영에 폐해를 주는 것으로 추정된다.

## II. 기업지배구조의 개선 필요성

영자를 비롯한 극소수의 경영진에 의한 기업통제가 효율적이며 소유경영자의 이익과 다른 이해관계자의 이익이 부합되는 경향이 있다. 그러나 기업에 대한 특혜와 규제가 약화됨에 따라 정책당국과의 긴밀한 관계유지에 따른 이익이 감소하여 소유경영자의 독단적인 경영에 따른 폐해가 이익보다 크게 되고 이해관계자간 이해상충의 문제가 증대되고 있다.

무능력한 소유경영자의 경영에 대한 견제가 기업내부에서 어렵다는 것도 소유경영의 문제점으로 대두되고 있다. 소유경영자, 특히 창업자로부터 기업을 승계한 최고경영자의 기업경영능력이 부족한 경우에는 최고경영자를 견제할 수 있는 방법이 매우 중요하다. 우리나라 기업은 특히 대주주의 경영권 프리미엄이 커서 무능력한 경영자가 경영권을 유지하고자 하는 유인(Incentive)이 크다.<sup>8)</sup> 경영권 프리미엄을 객관적으로 추산하기 어려우나 최근의 예로서 추정해 보면 1996년 11월 5일에 산업은행이 정부의 민영화 정책에 따라 거평그룹에 새한종합금융(주)의 주식을 주당 81,230원에 1,785,000주(지분율 40.56%)를 매각할 때 증권시장에서 동사의 주가는 26,900원이었다. 거평그룹은 경영권을 확보하기 위하여 시가에 3배를 지불하였으며, 이 경우에 경영권 프리미엄은 시가의 2배라고 할 수 있다.

경영권 프리미엄이 큰 경우에 기업가치 하락에 따른 손실에 비해 경영권 유지에 따른 이익이 크므로 소유경영자는 경영능력이 부족한 경우에도 경영권을 유지하고자 한다. 경영부실시 기업가치 하락은 대주주인 소유경영자에게도 손실을 초래하지만 기업가치 하락으로 인한

---

7) 정부 당국과의 긴밀한 관계유지는 기업성장 만이 아니라 기업의 생존을 위해서도 필요하다. 재계 순위 7위이었던 국제그룹은 정책당국과 긴밀한 관계유지에 실패하여 정부에 의해 불시에 해체되었다.

8) 실증분석에 의하면 경영권 프리미엄은 보통주 주가의 50% 이상인 것으로 추정된다.

손실과 경영권 유지에 따른 이익을 비교하여 소유경영자는 경영권 유지 여부를 결정하게 될 것이다.

그러나 산업과 금융시장의 국제화에 따라 정경유착에 따른 이익이 축소되고 기업경영의 투명성이 향상되어 소유경영의 폐해가 이익에 비해 크게 부각되고 있다. 더구나 IMF 구제금융 이후 금융기관 차입과 소유경영자에 의한 선단식 기업경영의 문제점이 부각되어 기업지배구조는 국제기준을 수용해야 하는 새로운 변화의 시대를 맞이하고 있다.

국제적인 기준에 부합한 기업지배구조를 확립하기 위해서는 다음과 같은 전제 조건들이 충족되어야 한다. 첫째, 대주주와 소액주주를 포함한 주주, 채권자, 종업원, 경영자, 그리고 다양한 기업참여자간 이해를 조정하는 비용이 최소화되어야 한다. 둘째, 정확한 경영정보의 생산과 공개를 위해 기업경영의 투명성과 건전성을 제고하고 경영자와 투자자간의 정보비대칭 문제에 따른 대리인 비용과 위험 프리미엄을 절감하여야 한다. 대리인비용과 위험 프리미엄의 감소에 따라 자본조달이 원활해지고 자본비용이 최소화될 것이다. 셋째, 가장 효율적인 기업이나 경영자에게 생산자원이 배분되어 국민경제의 효율성을 극대화하고, 장기적인 관점에서 기업의 경쟁력을 제고하여야 한다. 넷째, 자본시장 기능을 활성화하여 기업경영에 대한 효율적인 감시 및 견제장치가 마련되어야 한다.

이러한 조건들을 충족할 수 있는 기업지배구조의 개선은 외부지배구조와 내부지배구조의 기능을 상호 보완하여 사전 및 사후 통제를 강화하고, 기업에 대한 주요 자금 공급자이며 채권자인 은행의 감시기능을 제고함으로써 이루어 질 수 있다. 기업지배구조 개선을 검토할 때에는 기업지배구조의 기본원칙을 염두에 두어야 한다. 기업의 경영자는 주주에게 책임을 지며 기업의 장기적인 경영성과를 제고하기 위해 경

## II. 기업지배구조의 개선 필요성

영자에게 유인이 제공되어야 한다. 그리고 경영자의 경영안정을 위해 기업경영을 위임하는 장기안정주주가 확보되어야 하며 기업외부에서 경영실적을 공정하게 평가할 수 있도록 기업경영의 투명성이 유지되어야 한다. 이러한 제도적인 장치가 마련된다면 효과적인 기업지배구조가 구축되어 기업의 경영효율성과 국제경쟁력의 향상이 이루어질 것이다.

따라서 본 연구에서는 기업지배구조를 개선하기 위하여 이사회와 감사 등 기업내부지배구조의 개선, 은행기능의 강화, 증권시장 기능의 강화, 기관투자가의 역할 강화, 소액주주의 권리보호 등을 검토하고자 한다.



### Ⅲ. 각국의 기업지배구조

---

---

1. 기업지배구조의 형태
2. 각국의 기업지배구조



### Ⅲ. 각국의 기업지배구조

#### 1. 기업지배구조의 형태

기업의 지배구조는 기업의 소유구조, 각국의 문화적 특성, 기업의 부채구조, 기업인수권시장, 이사회 독립성 등에 의해 영향을 받으며<sup>9)</sup> 각국의 금융제도, 기업규모, 기업경영에 대한 통제 가능성, 일반투자자의 기업정보 취득 가능성 등도 모두 기업지배구조 결정에 영향을 주고 있다.

주주의 지분율이 높거나 주식보유가 안정적인 경우에 주주는 기업경영에 능동적으로 참여한다. 기업의 상위 5대 주주의 지분율을 비교할 경우 일본과 독일이 미국이나 영국에 비해 높다. 즉, 미국이나 영국의 기업은 자본시장이 발달되고 주식소유가 광범위하게 분산되어 대주주의 지분율이 낮다. 일본의 은행이나 생명보험회사는 안정주주로서 역할을 하고 있으며 독일의 은행도 안정주주로서 기업경영에 관여하고 있다. 미국의 연기금은 지분율이 높으나 안정주주로서 역할은 독일이나 일본에 비해 미흡하다.

각국의 문화적인 특성도 기업지배구조에 영향을 준다. 미국과 영국은 전통적으로 개인활동을 중시하며 자본시장의 자율적인 시장기능에 의한 기업지배구조가 발달하였다. 그러나 독일과 일본은 개인주의보다는 집단주의를 중시하여 기업은 장기적인 발전과 기업과 관련이 있는

---

9) 문종진(1995)은 기업의 소유구조, 기업의 부채구조, 기업인수권 시장, 이사회 독립성 등이 기업지배구조 차이의 원인이라고 주장한다.

종업원, 거래처, 소비자, 금융기관 등과의 관계를 중요시하고 있다.

기업의 부채비율이 높은 경우에 채권을 가진 금융기관은 자신의 채권을 보호하기 위하여 기업경영에 적극 관여함으로써 채권자와 주주간 대리인비용을 절감할 수 있다. 미국과 영국은 주식시장과 채권시장 등 직접금융시장에 대한 규제가 비교적 적고, 기업정보의 공시와 경영의 투명성이 높아 직접금융시장을 통한 자금조달이 비교적 용이하다. 그러나 일본과 독일에서는 자본시장이 비교적 발달하지 못하여 기업의 부채 중에서 금융기관 차입이 큰 비중을 차지하고 있으며 금융기관에 의한 경영감시기능이 발달하였다.

기업인수권시장의 발달도 기업지배구조에 영향을 준다. 기업인수권 시장이 활성화되면 공개적인 기업인수와 경영진교체의 위협 등으로 경영자는 주주이익의 증진을 위해 노력한다. 기업인수권시장은 1980년대 이후 미국과 영국을 중심으로 발달하였다. 그러나 일본과 독일에서는 은행 등 금융기관의 높은 지분율과 경영관여, 의결권 제한, 노동조합의 발달 등으로 인하여 기업인수권시장이 발달하지 못하였다.

주주에 의해 선출된 이사로 구성된 이사회는 주주의 이익을 위하여 경영자의 의사결정과 경영활동을 감시한다. 이사회의 독립성과 구조는 각국의 법률체계에 따라 다르며 경영감시자로서 이사회의 기능도 각국의 관련법규에 따라 다르다. 미국과 영국은 주식의 소유분산이 잘 되어 이사선임의 실질적인 권한을 최고경영자가 행사하므로 이사회의 경영감시기능을 제고하기 위하여 이사회에 사외이사를 다수 포함하고 있다. 그러나 일본에서는 이사회에 사외이사의 참여가 제한적이고, 주로 최고경영자가 지명한 기업내부에서 선발된 이사들이 이사회를 구성하고 있으며 은행이나 계열회사에서 파견된 이사가 영향력을 발휘하고 있다.

### Ⅲ. 각국의 기업지배구조

또한 기업이 속한 각국의 금융환경도 기업지배구조에 영향을 주고 있다. 기업의 자금조달 형태는 금융제도 발달의 영향을 받으며, 기업의 자금조달 방법은 기업경영 감시방법에 영향을 미치고 있다. 자본시장이 일찍이 발달한 미국과 영국의 기업은 주식이나 채권 등을 발행하여 투자자로부터 직접 자금을 조달하는 비중이 다른 나라에 비해 높아 자본시장의 시장기능이 기업경영감시에서 중요한 역할을 하고 있다. 그러나 증권시장이 비교적 늦게 발달한 독일 등 유럽국가와 일본의 기업은 기업성장에 필요한 자금을 주로 기업내부에서 조달하며, 외부자금조달은 주로 은행차입으로 이루어져 자본시장의 시장기능보다는 은행의 경영감시 기능이 중요시되고 있다.

기업지배구조와 관련하여 기업의 자금조달 형태에 영향을 주는 요인은 다음과 같다.

첫째, 제도적인 측면에서 은행 등 기관투자자의 주식투자와 이를 이용한 기업지배가 규제되고 있다. 독일과 일본에서는 은행의 주식투자가 허용되어 은행은 기업의 주요주주이자 대출자로서 영향력을 행사하며 기업의 자금조달방법에 영향을 주고 있으나, 미국에서는 은행의 주식투자를 제한하고 있다.

둘째, 자본시장의 발달 정도에 따라 기업의 은행차입과 직접금융의 중요성이 변화하고 있다. 일본과 독일에서는 1980년대 초반까지 기업이 주식이나 채권을 발행하여 자본시장에서 직접자금을 조달하는 것을 제한하였다. 그러나 1980년대 하반기 이후 기업의 직접금융에 대한 규제가 완화되어 은행차입의 중요성이 감소하고 있다.

<표 III-1> 금융기관의 기업지배제한 법규

구분	미 국	일 본	독 일
은행	<ul style="list-style-type: none"> <li>주식소유: 은행은 금지, 은행지주회사는 Fed의 사전허가 필요 (Glass-Steagall법과 은행지주회사 법)</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>1987년이전: 개별기업 주식의 10%까지 보유가능</li> <li>1987년 이후: 5%까지 가능 (반독점법)</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>일부 구속력이 약한 권고적 성격의 규칙외에 특별한 제약없음</li> </ul>
생명회사	<ul style="list-style-type: none"> <li>개별 회사 증권에 대한 투자한도: 자산의 2%</li> <li>총주식투자한도: 자산의 20%(New York보험법)</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>개별 회사주식보유 한도: 10% (반독점금지법)</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>주식투자한도: 총 자산의 20%</li> </ul>
기타보험회사	<ul style="list-style-type: none"> <li>비보험기업의 지배 금지(New York 보험법)</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>개별 회사주식보유 한도:10%(반독점금지법)</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>제약없음</li> </ul>
Mutual Funds	<ul style="list-style-type: none"> <li>개별 회사주식의 10% 이상 보유시 과세 및 제재조치(투자회사 법, 내국세법)</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>제약없음</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>제약없음</li> </ul>
연금기금	<ul style="list-style-type: none"> <li>투자선다변화의무(고용퇴직소득증권법)</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>제약없음</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>제약없음</li> </ul>
기타	<ul style="list-style-type: none"> <li>5%이상 소유권취득시 증권거래위원회에 통지의무</li> <li>대주주의 보유주식 단기거래제한(내부자거래법)</li> <li>기업지배에 영향력을 행사하는 채권은 후순위채권으로 분류(파산관례법)</li> </ul>		<ul style="list-style-type: none"> <li>25%이상 소유권 취득시 통지의무</li> </ul>

Ⅲ. 각국의 기업지배구조

<표 III-2> 비금융기업의 자금조달제한

금융 상품	일 본	독 일
기업 어음	<ul style="list-style-type: none"> <li>• 1987.11까지 발행금지</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>• 1992년까지 발행허가 및 증권거래세 부과로 발행억제</li> </ul>
국내 채권	<ul style="list-style-type: none"> <li>• 1987년까지 일반사채 및 전환사채의 발행에 엄격한 기준적용</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>• 1992년까지 발행허가 및 증권거래세 부과로 발행억제</li> </ul>
Euro Bond	<ul style="list-style-type: none"> <li>• 1982년까지 해외채권 발행시 사전허가 필요</li> <li>• 1984년까지 Euro yen 채권 발행 제한</li> <li>• 1985년까지 비거주자의 이자 소득에 원천과세</li> <li>• 1992년에 Euro bond 발행제한 완화</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>• 1989년까지 해외채권발행시 당국에 사전통보의무 및 만기구조 제한</li> <li>• 1990년까지 외국통화표시 채권 발행금지</li> </ul>
주식	<ul style="list-style-type: none"> <li>• 1988년까지 주식거래세 부과</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>• 신주발행은 기존주주에게 우선배정</li> <li>• 1992년까지 모든 주식발행에 1%의 법인세 부과</li> <li>• 1992년까지 주식거래시 0.1~0.25%의 증권거래세 부과</li> <li>• 순이익에 관계없이 기업의 순자산 1%의 순자산세(net asset tax) 부과</li> </ul>

셋째, 공개기업에 의한 경영정보의 공시도 기업의 자금조달방법에 영향을 주고 있다. 미국에서는 상장기업의 기업정보 공시에 관한 규제가 매우 엄격하나, 독일과 일본에서는 증권시장에 상장한 기업의 경영정보 공시에 관한 규제가 비교적 덜 엄격하다. 따라서 독일과 일본에서는 내부자거래가 빈번하고 투자자의 증권시장에 대한 신뢰도가 낮아 증권시장의 발달이 저해되고 증권시장을 통한 기업의 자금조달이 활발하지 못하였다.

넷째, 대주주의 소유집중도가 기업의 자금조달 형태에 영향을 준다. 대주주의 소유집중도가 높으면 대주주는 기업에 대한 영향력을 행사할 수 있는 지분율을 유지하기 위하여 주식발행을 통한 자금조달보다 은행차입 등 간접금융을 선호하게 된다. 주식분산이 잘 되어 대주주의 지분율이 낮은 미국의 대기업은 주식발행을 하여 자금을 조달하는 경향이 있으나, 대주주의 지분율이 높은 독일과 일본의 기업들과 미국의 중소기업들은 필요한 자금을 주로 은행에서 조달하고 있다.

각국의 기업지배구조는 경제환경의 세계화에 따라 통합되는 추세이지만 아직도 위에서 설명한 제반 요인들에 의해 각국마다 나름대로 특성을 갖고 있다. 기업지배구조를 특성에 따라 구분하면 시장규율방식, 조직규율방식, 소유자경영방식 등으로 나눌 수 있다.

시장규율방식에서 기업경영의 목표는 주주 이익의 극대화이다. 기업경영에 대한 평가는 주식시장에서 주가에 반영되어 경영자가 규율된다. 경영이 비효율적인 기업의 주가는 하락하여 적대적 기업인수, 위장 경쟁, 경영자 교체 등을 촉진하여 기업경영의 효율성이 제고된다. 따라서 시장규율방식은 미국과 같이 자본시장이 발달한 나라에서 매우 효과적인 기업지배구조이다.

시장규율방식은 경영자에 대한 평가가 시장에서 이루어지므로 객관

### Ⅲ. 각국의 기업지배구조

성이 높다는 장점이 있으나, 자본시장에서 주가가 경영의 단기실적을 높게 반영하는 경향이 있으므로 경영자의 근시안적 경영을 유발한다는 단점이 있다. 또한 시장규율방식은 사후적인 경영감시방법으로 비효율적인 경영이 자행된 이후에 적대적 기업인수 등에 의해 최고경영자에 대한 규율이 가능하여 경영감시비용이 크다는 문제가 있다.

조직규율방식은 독일과 일본의 기업지배구조로서 대주주, 은행, 종업원, 거래기업 등 기업의 이해관계자들이 이사회나 비공식적인 회의 등에 참여하여 기업경영을 감시한다. 이해관계자의 활동에 따라 경영자의 독단적인 의사결정이 억제되고 기업경영의 효율성이 제고된다. 일반적으로 조직규율방식에서는 기업이 발행한 주식과 채권을 보유한 은행 등 기관투자자들은 그들을 대표하는 이사를 선임하거나 최고경영자와의 비공식적인 모임 등을 통해 기업경영에 관여한다. 기관투자자의 경영관여는 기업규모에 따라 경영에 관여하는 금융기관이 차별화되어, 투자은행은 대기업의 경영에 관여하고, 벤처금융은 벤처기업의 경영에, 상업은행은 중소기업의 경영에 관여하게 된다.

조직규율방식은 사전적인 경영감시방법으로 비효율적인 기업경영을 사전에 방지할 수 있어 사후적인 경영감시체계인 시장규율방식에 비해 비용측면에서 효율적이다. Diamond(1984)는 은행에 의한 사전감시기능이 감시비용을 최소화한다고 주장한다. 또한 Stiglitz(1991)는 은행이 대출기업의 주식을 보유하는 경우에 감시비용이 절감되고 감시기능의 효율성과 경영감시를 위한 경제적 유인 등이 높아 가장 이상적인 경영감시가 이루어질 수 있다고 주장한다.

조직규율방식은 기업의 의사결정이 여러 이해집단의 참여를 통해 이루어져 이해관계자의 이익이 반영되고 경영권이 안정된다는 이점이 있다. 그러나 은행차입이 많아 은행의 영향력이 큰 경우에 최고경영자

와 거래은행간에 담합이 이루어지면 주주의 이익에 배치되는 비효율적인 경영을 방지할 수 없다는 문제가 있다. 또한 최고경영자는 자신의 이익을 보호하기 위해 은행차입을 증가시켜 수익성이 낮은 사업에서 퇴출 지연이나 중복투자를 촉진할 수 있다는 단점이 있다.

소유경영자 지배방식은 자본시장이나 금융시장이 비교적 덜 발달한 국가에서 주로 창업자인 소유경영자와 그 가족과 친지 등이 직접 경영에 참여하는 기업지배방식이다. 소유자가 직접 기업경영에 참여하여 주주와 경영자간 대리인문제가 완화되고 의사결정의 신속성, 경영권의 안정, 그리고 적극적인 경영 등의 장점이 있다. 특히, 전문성이 요구되는 사업과 최고경영자에 대한 통제체제가 미흡한 경우에 소유경영자 지배방식은 대리인비용을 절감할 수 있다는 장점이 있다.<sup>10)</sup>

그러나 대주주인 소유경영자가 기업경영과 경영감시에 직접 관여하여 경영자의 독단적인 경영을 견제하는 이사회와 감사의 독립성이 결여되고, 이들에 의한 경영감시기능이 미약하여 내부통제기능이 제대로 작동하지 않는다는 문제가 있다. 또한 소유경영자는 사업실패에 따른 위험을 감소시키기 위해 문어발식 업종 다각화와 자신의 이익을 위한 소유기업간 내부거래를 촉진하여 경제 전반에 효율성 저하를 초래할 수 있다.

---

10) 우리나라의 공기업이나 은행 등 금융기관의 경영부실은 기업경영에 대한 통제체제가 미비하여 발생한 대리인비용의 예가 될 것이다.

## 2. 각국의 기업지배구조

### 가. 미국

미국은 자본주의가 발달하여 대부분의 대기업은 소유와 경영이 분리되어 있으며, 기업경영에 관한 감시기능은 주주와 전문경영자간의 대리인문제가 중심이 된다. 따라서 전문경영인에 의한 기업경영은 사전적 지배구조기관인 이사회와 사후적 지배구조기관인 기업인수시장에 의해 통제되고 있다.

미국은 증권시장이 매우 잘 발달되어 대기업의 장기자금 조달은 주로 채권발행<sup>11)</sup> 등에 의해 증권시장에서 이루어진다. 중소기업의 장·단기 자금조달이나 대기업의 단기자금 조달은 주로 은행차입에 의존하고 있으나<sup>12)</sup> 은행의 경영관여가 법규 등에 의해 규제되어 은행의 경영 감시기능은 매우 미약하다.

따라서 기업경영을 담당하는 경영자에 대한 감시기능은 이사회를 중심으로 이루어지며 주식시장에서 주가변화와 기업인수시장에 의한 경영권탈취 위협 등도 경영자의 경영에 대하여 압력을 주고 있다. 또한 최근에는 기관투자자의 적극적인 주주권행사로 인해 사외이사 활동에 의한 이사회역할이 더욱 중요시되고 있다.

---

11) 1990~1994년 기간 중 채권발행 규모는 주식발행 규모의 3배에 달하고 있다. 또한 사모주식이나 사모채권에 비해 공모주식이나 공모채권의 비중이 크다.

12) 미국 비금융기업의 자금조달을 장기간 분석한 Prowse(1996)의 연구에 의하면 은행차입은 중소기업의 중요한 자금조달 수단이고 대기업은 기업어음이나 채권발행 등을 통한 직접금융을 많이 이용하고 있다.

## 1) 이사회

이사회는 기업에 자기자본을 공급하는 주주와 공급된 자기자본을 사용하여 기업가치를 생산하는 경영자를 연결시키는 기관이다. 따라서 이사회는 가장 중요한 기능은 주주를 대신하여 경영자를 감시함으로써 기업의 건전한 경영을 유도하고 주주의 권익을 보호하는 것이다.

이사회는 회사임원을 선임하고 회사경영에 관한 중요한 의사결정을 검토하고 승인하는 책임과 권한을 갖는다. Monks와 Minow(1995)에 의하면 법률적 관점에서 이사회는 주요기능은 다음과 같다.

- (1) 최고경영자를 선임하고, 평가하고, 필요시 교체하며 경영자에 대한 보수를 결정하고 경영자의 승계계획을 검토한다.
- (2) 회사의 재무목표, 주요전략, 그리고 계획을 검토한다.
- (3) 최고경영자에게 경영에 관한 조언과 협의를 한다.
- (4) 이사 후보자를 선발하여 주주에게 추천하고, 이사회는 절차와 성과를 평가한다.
- (5) 모든 관련 법규에 부합하도록 회사체계의 적합성을 검토한다.

즉, 이사회는 회사의 경영방침과 경영전략을 결정하고, 이러한 목적을 달성하기 위한 이익배당의 결정, 자금조달 및 자본구성의 결정, 최고경영자 등 경영책임자의 임면과 급여의 결정, 회사체계의 적합성 검토 등의 기능을 한다. 이사회가 이러한 기능을 제대로 수행하기 위하여 회사가 주주의 이익을 위해 경영되고 있는지를 감시하는 엄격하고 절대적인 신탁의무가 법률 등에 의해 이사회에 부여되어 있다.

### Ⅲ. 각국의 기업지배구조

이사회를 구성하는 이사에게는 법률상 충성의무(Duty of Loyalty)와 주의의무(Duty of Care)가 부과된다. 충성의무는 이사가 회사의 주주에 대해 충성하여야 한다는 것으로 이사는 상이한 두개 이상의 회사에서 근무하여 이해상충의 문제를 초래하지 아니하여야 한다. 이해상충을 방지하기 위하여 이사들에게 요구되는 행위규범은 매우 엄격하여 한 회사의 이사가 다른 회사와 관련이 되는 경우에 다른 회사와의 거래관계는 공정한 거래가 아니라면 무효로 할 수 있다. 주의의무는 이사가 경영에 관한 의사결정을 할 때에는 적절한 근면성을 발휘하여야 한다는 것으로 이사는 현안문제에 대하여 가능한 정보를 최대한 적시하고 의사결정을 내릴 때에는 모든 가능한 대체방안들을 고려하여야 한다.

미국기업의 이사는 주주총회에서 단순 과반수에 의해 선임되며 임기는 회사정관에 의해 정해지는데 대개 1년 내지 3년이다. 1991년 조사에 의하면 1,500개 공개기업의 57%가 임기만료가 교차되는 3년 임기의 이사를 선임하고 있다. 선임된 이사는 정기주주총회에서 단순 과반수에 의해 해임될 수 있다.

미국기업에서는 주주들이 선임한 이사들로 구성된 이사회가 기업 내부지배구조의 핵심이다. 이사회는 회사경영에 직접 참여하는 사내이사과 회사와 독립된 사외이사로 구성되나 사외이사가 중심이 되어 이사회가 운영되고 있다.<sup>13)</sup> 1993년 조사에 의하면 미국 100대 기업의 이사 수는 평균 13명<sup>14)</sup>이고 사외이사 수는 평균 10명으로 이사의 대다수가 사외이사이다.<sup>15)</sup>

---

13) 뉴욕증권거래소는 1960년대부터 상장기업이 3명 이상의 사외이사를 선임하도록 상장규정에서 정하고 있다.

14) 미국의 국법은행법(National Banking Act)은 은행의 이사 수를 5명 이상 25명 이하로 규정하고 있다.

15) 은행의 이사회는 사외이사가 70~80%를 점하고 있다.

미국기업은 소유와 경영이 분리된 전문경영체제로서 일반적으로 경영자는 기업경영에 관한 전권을 갖고 있다. Monks와 Minow(1995)에 의하면 대기업의 76%는 최고경영자가 이사회회장을 겸임하고 있으므로 최고경영자가 강력한 권한을 행사함에 따라 이사회회장의 권한이 비교적 약하였다. 그러나 1990년대에 기업의 영업실적이 악화되고 소액주주의 권한을 강화하는 주주행동주의 등의 영향으로 최고경영자의 권한이 약화되고 이사회회장의 권한이 강화되었다.

이사회회장의 권한을 강화하기 위해서는 이사의 독립성과 이사선임 과정의 공정성이 확보되어야 한다. 1993년 Korn Ferry 조사에 의하면 미국 대형회사 중 95%가 이사 지명위원회에서 이사를 이사회회에 추천하여 이사회가 이를 승인하고 주주총회에서 이사가 선임된다. 이론상 이러한 선임방식은 이사회가 추천된 이사 지명자의 적격성을 독립적으로 평가하고 최고경영자에 의한 이사선임을 방지한다. 그러나 1991년도 Korn Ferry 조사에 의하면 80% 이상의 이사선임이 이사회회장의 추천에 의해 이루어지고 있다. 즉, 이사회회장이 이사선임 과정에서 실질적으로 상당한 영향력을 행사하고 있는 것이다.

1990년대에 이사회 기능을 강화하기 위한 제도개선방안이 모색되었다.<sup>16)</sup> 이사회에서 기업경영에 관한 실질적인 논의가 이루어질 수 있도록 무엇보다도 이사회가 적정규모로 운영되어야 하므로 이사회회의 규모는 축소시키는 반면, 이사직무의 수행을 위해 이사가 사용하는 시간은 증가시키고 있다. 또한 최고경영자의 이해상충을 방지하기 위해 최고경영자(Chief Executive Officer)가 이사회회장을 겸직할 수 없도록 하

---

16) 예를 들면, 1992년에 미국의회 경쟁력정책위원회 산하 기업지배구조 및 자본시장 소위원회는 이사회 구조와 절차의 개선, 기업감시를 위한 기관투자자의 역할 강화, 주주에 대한 정보교류의 강화 등에 관한 개혁안을 권고하였다.

### Ⅲ. 각국의 기업지배구조

고 이사가 겸직할 수 있는 회사의 수를 제한하는 등 이사의 독립성을 제고하는 방안들이 마련되고 있다.

Cochran과 Wartick(1988)에 의하면 여러 연구결과를 종합 분석한 결과 이사회회의 적정규모는 12~17명이다. 그러나 이사회회의 적정규모는 회사규모나 이사회회의 역할에 따라 산업별 또는 기업별로 상이하다. 이사회 규모가 너무 크면 이사들의 책임감이 약화되고, 이사회 규모가 너무 작으면 이사들의 전문적인 지식을 충분히 활용할 수 없으며 각종 위원회 구성이 어렵다는 문제가 있다. 또한 이사회회의 구성은 다양성을 갖출 필요가 있다. 다양한 연령층에서 이사를 선임하고, 사내이사와 사외이사로 구성하며, 사회 저명인사도 사외이사로 포함하는 것이 회사실적과 관련이 있는 것으로 조사되고 있다.

최고경영자의 이사회회장 겸직에 대해서는 두 가지 견해가 있다. 대리인이론(Agency Theory)은 최고경영자와 이사회회장의 겸직이 주주의 이익을 저하시키며 최고경영자에 대한 장기적인 보상이 주주이익의 향상에 기여한다고 주장한다. 청지기이론(Stewardship Theory)은 최고경영자의 이사회회장 겸직이 주주의 이익을 증가시키며 최고경영자에 대한 장기 보상계획은 주주의 이익과 무관하다고 주장한다.

대리인이론은 최고경영자의 재무적인 동기를 중시하기 때문에 대리인인 경영자가 주주이익의 극대화보다는 자신의 이익의 극대화에 노력하여 대리인비용이 발생한다고 주장하므로 대리인비용을 감소시키기 위하여 경영자에 대한 보상과 주주이익 또는 기업의 장기적인 이익을 연결시키는 것이 중요하다. 따라서 최고경영자가 이사회회장을 겸임하면 이사회회의 공정성이 손상되어 최고경영자의 이익을 위해 주주의 이익이 희생되는 대리인비용이 발생한다.

청지기이론은 최고경영자의 비재무적인 동기와 장기적인 경력관리

등을 중시하고 있다. 기업을 잘 경영함으로써 얻을 수 있는 사회적인 명성과 장기적인 직업안정성 그리고 미래에 얻을 수 있는 부 등을 감안하여 경영자는 재무적인 동기가 없더라도 주주이익의 극대화를 위하여 노력하게 된다. 따라서 최고경영자가 이사회회장을 겸임하는 것은 권한을 집중시켜 의사결정을 명확히 하고 최고경영자의 적극적인 활동을 촉진하여 기업이익의 극대화에 기여한다. 더구나 이사회회장이 최고경영자가 아닌 경우에 이사회회장은 최고경영자를 감시하기보다는 최고경영자에게 조언을 하고 있으므로 이사회회장과 최고경영자를 분리하는 것보다 겸임하는 것이 효율적이다.

대리인이론과 청지기이론은 모두 논리적인 근거가 있으며 실증분석 결과도 최고경영자와 이사회회장의 분리를 지지하거나 반대하지 않는다. Rechner와 Dalton(1995)에 의하면 최고경영자가 이사회회장을 겸임하는 회사의 자기자본이익률과 투자수익률 등이 분리된 회사에 비해 낮은 것으로 분석되고 있다. 그러나 Donaldson과 Davis(1991)의 연구 결과는 이사회회장을 겸직한 회사의 성과가 분리된 회사의 성과보다 비유의적이지만 높은 것으로 나타나고 있다.

자본시장의 국제화와 기관투자자의 역할 증대에 따라 최고경영자와 이사회회장의 분리가 더욱 요구되고 있다. Williamson(1985)은 최고경영자가 이사회회장을 겸임하지 않고 최고경영자의 이익이 주주의 이익과 일치하도록 하는 유인(Incentive)이 있을 때 주주이익이 보호된다고 주장한다. 경영진과 주주간의 대리인비용은 이사회회장의 감시기능을 통하여 절감할 수 있으므로 이사회가 주주를 대신하여 경영진의 경영활동을 감시하도록 최고경영자와 이사회회장은 분리하는 것이 대리인비용을 절감할 수 있다.

Compaq사의 비상임 이사이며 이사회회장인 Ben Rosen은 미국의회

### Ⅲ. 각국의 기업지배구조

증언에서 이사회 권한을 강화하기 위해서 다음 요건들이 충족되어야 한다고 주장하였다. 첫째, 이사회회장은 독립된 사외이사로 선임하고, 최고경영자를 제외한 모든 이사는 사외이사로 선임한다. 둘째, 주주의 이익과 이사의 이익을 일치시키기 위하여 모든 이사들이 상당한 양의 주식을 소유하도록 한다.<sup>17)</sup> 셋째, 주요 위원회에서는 최고경영자의 참여를 배제한다. 넷째, 이사회의 효율적인 운영을 위해 이사회 규모를 소형화한다. 또한 회사간에 상호 이사의 겸직을 금지한다. 즉, A회사의 사내이사가 B회사의 사외이사가 되고, B회사의 사내이사가 A회사의 사외이사가 되는 것은 금지한다.<sup>18)</sup>

#### 2) 사외이사와 위원회 제도

기업의 내부지배구조인 이사회의 기능을 활성화하기 위해서는 이사회를 구성하는 이사의 독립성과 전문성이 확보되어야 한다. 이사의 독립성을 제고하기 위해서 기업의 최고경영자와 관련이 없는 자를 사외이사로 선임하고, 이사의 전문성을 활용하기 위해서 위원회제도가 도입되고 있다.

최근에 공적연금기금(Public Pension Fund)은 기업에 대하여 사외이사 확대, 이사회 감시기능 제고를 위한 이사회회장과 최고경영자(Chief Executive Officer)의 분리, 보수위원회·이사지명위원회·감사

---

17) 미국의 국법은행법(National Banking Act)은 국법은행의 이사가 당해 은행의 주식을 보유할 것을 규정하고 있다. 즉, 자본금이 25,000불을 초과하는 은행의 이사는 1,000불 이상, 자본금이 25,000불 이하인 은행의 이사는 500불 이상의 주식을 보유하여야 한다.

18) Monks와 Minow(1995)

위원회 제도 등 위원회제도의 도입 등을 요구하고 있다. 미국의 자본시장에서 차지하는 공적연금기금의 비중이 매우 크기 때문에 이들의 요구사항이 기업에 의해 제도적으로 수용되고 있다. 반면에 보험회사나 기업연금 등은 투자대상기업과 거래관계 등을 유지하기 위하여 이사회 기능 강화를 위한 활동에 비교적 소극적이다.

사외이사는 이사회에 독립적인 지위를 보장하기 위해 기업과 직접적으로 관련이 없는 외부인사 중에서 선임된다. 미국의 법률은 연기금, 보험회사, 은행 등 기관투자자들이 이사회에 직접 참여하지 못하도록 규제하고 있으나, 기업경영의 감시를 위한 사외이사의 역할은 중요시하고 있다. 이러한 사외이사는 이사회 활동의 전문성을 제고하기 위하여 구성된 감사위원회, 보수위원회, 이사지명위원회 등에서도 주된 역할을 담당하고 있다.

뉴욕증권거래소는 1960년대에 상장기업에 대하여 사외이사 제도 도입을 상장요건으로 하고, 1978년에는 대다수가 사외이사로 구성된 감사위원회 설치를 상장요건으로 규정하였다. 그리고 1992년에는 상장기업에 대하여 보수위원회(Compensation Committee) 도입을 의무화하였다.<sup>19)</sup> AMEX와 NASDAQ도 대다수가 사외이사로 구성된 감사위원회 설치를 상장회사에 요구하고 있다. 따라서 모든 상장회사는 사외이사를 두고 있으며, 1990년 조사에 의하면 제조업의 86%, 기타산업의 91%가 이사회에 과반수를 사외이사로 구성하고 있다.

Gordon Group의 조사에 의하면 기업이 사외이사의 수를 증가시킬 때에 주가가 상승하였고 기업을 지배할 목적이 없는 주주의 적극적인 경영감시는 주가상승에 긍정적인 영향을 주는 것으로 분석되었다.<sup>20)</sup>

---

19) 최고경영자에 대한 보수가 세제상 혜택을 받기 위해서는 보수위원회를 사외이사로만 구성하여야 한다(Blair(1995)).

20) Monks와 Minow(1995)

### Ⅲ. 각국의 기업지배구조

따라서 사외이사나 외부주주에 의한 경영감시가 기업경영에 긍정적인 영향을 주는 것으로 평가되고 있다.

기업경영에 대한 감시를 강화하기 위하여 이사회 하부기구로서 통상 3명 이상의 사외이사로만 구성된 감사위원회가 설치되고 있다. 감사위원회는 기업에 대한 외부 회계감사가 원활히 이루어지도록 외부 감사인과 연결매체로서 기능도 하고 있다.

감사위원회의 기능은 기업마다 다소 차이가 있으나 주된 기능은 다음과 같다.<sup>21)</sup>

- (1) 감사인 추천 (Recommending the auditors)
- (2) 외부감사의 범위 검토 (Reviewing the scope of the external audit)
- (3) 외부감사의 결과를 감사인과 함께 검토 (Reviewing the results of the external audit with the auditors)
- (4) 내부감사의 결과를 내부감사인과 함께 검토 (Reviewing the results of the internal audit with internal auditors)
- (5) 회사의 회계정책, 회계실무, 통제체계 등의 적합성 검토 (Reviewing the adequacy of the companies' accounting policies, practices, and systems of controls)
- (6) 내부감사의 범위와 적합성 검토 (Reviewing the scope and adequacy of the internal audit)

---

21) Charkham(1995)

보수위원회는 최고경영자, 임원, 이사 등에 대한 보수를 결정한다. 경영감시기능의 활성화를 위해 사외이사에 대한 보수도 중요하다. 사외이사에 대한 보수가 너무 적으면 업무에 적합한 사외이사의 선임이 어렵고 사외이사의 적극적인 활동도 기대할 수 없다. 사외이사에 대한 보수로는 연간 정해진 보수와 회의 참석 시에 지급되는 참가보수가 있으며, 사외이사의 이익과 주주의 이익을 일치시키기 위한 주식옵션 등과 같은 성과급이 지급된다.

1990년대에는 주주행동주의의 영향으로 사외이사의 책임이 증가하고 사외이사의 임무수행에 소요되는 시간이 증가함에 따라 대기업은 자격을 갖춘 사외이사를 구하기가 매우 어렵게 되었다. 따라서 사외이사가 부담하는 법적 소송에 연루되는 위험을 경감시키기 위해 1986년에 개정된 델라웨어주 회사법은 사외이사가 성실하게 행동하고 성실의무를 위반하지 않는 경우에 회사가 사외이사의 책임을 면제하거나 경감하는 것을 인정하고 있다. 또한 많은 회사들이 사외이사들을 위한 책임보험(Directors and Officers Liability Insurance)에 가입하여 사외이사의 금전적인 위험부담을 덜어주고 있다.

사외이사제도의 확대는 경영감시 기능 제고에 기여하지만, 사외이사가 대체로 최고경영자와 우호적인 관계를 유지하고 있으며 회사경영을 감시할 수 있는 시간과 자원이 제한되므로 사외이사에 의한 경영감시 효과에 대해서는 의문의 여지가 있다. 사외이사 선임에 실질적인 영향을 주는 최고경영자가 이사회회장을 겸임하는 비율이 약 80%에 달하며, 최고경영자가 이사선임에 과도한 영향력을 행사하여 사외이사 기능의 활성화를 실질적으로 제한하고 있다.

Korn Ferry 조사에 의하면 미국기업의 사외이사가 회사를 위해 사용하는 시간이 줄고 있는 것으로 나타났다. 1983년에는 연간 125시간

### Ⅲ. 각국의 기업지배구조

을 사용하였으나 1990년에는 94시간을 할애하는 것으로 조사되었다.<sup>22)</sup> 이사들이 연중 100시간을 할애하여 기업의 업무를 파악하고 경영활동을 감시한다는 것은 거의 불가능하며 이사 상호간에 의사교환조차도 어려운 것으로 평가되고 있다.

또한 사외이사가 다수 기업의 사외이사를 겸직함에 따른 이해상충 문제와 회사경영을 감시할 유인(Incentive)이 적다는 문제도 있다. 1989년 Korn Ferry 조사에 의하면 대형회사의 86%가 타 회사의 최고경영자를 사외이사로 선임하고 있으며 사외이사의 65%가 2개 이상 회사의 이사로 재임하고, 사내이사의 89%가 타 회사의 사외이사로 선임되고 있다.<sup>23)</sup> 이러한 사외이사의 겸직은 타 기업 최고경영자의 지식이나 경험을 활용할 수 있다는 장점도 있지만 회사업무의 이해상충 문제를 야기할 수 있다는 단점도 있다.

#### 3) 시장규율

최고경영자의 경영을 규율하고 통제하는 시장으로는 자본시장과 노동시장이 있다. 소유와 경영이 분리되고, 주식분산이 잘 되어 최고경영자에게 영향력을 발휘할 수 있는 대주주가 없고 직접금융의 발달로 은행 등 금융기관의 영향력도 미약한 미국에서는 최고경영자에 대한 주식시장과 노동시장의 시장규율이 매우 중요하다.

주식시장의 효율성이 높으면 최고경영자의 경영성과에 대한 정보는 주식시장에서 즉시 주가에 반영되어 경영이 부실한 최고경영자는 해임

---

22) Blair(1995)

23) 사외이사의 약 20%가 4개 이상 회사의 사외이사를 겸하고 있다.

압력을 받는다. 또한 기업인수시장이 발달되면 경영성과가 나빠 주가가 낮은 기업은 기업인수의 대상이 되어 최고경영자에게 해임압력을 미치게 된다. 미국기업의 경우에는 소유집중도가 일본이나 독일에 비해 낮고 기업인수시장이 발달되어 있기 때문에 기업의 경영권이 빈번하게 바뀌고 있다.

노동시장의 효율성도 전문경영자의 경영행위에 영향을 준다. 노동시장이 효율적으로 운영되는 경우에 경영실적이 나쁜 경영자는 노동시장에서 평가되는 가치가 하락하고 취업에도 곤란을 겪게 된다. 미국의 경우에는 소유와 경영이 분리되고 전문경영인에 대한 노동시장이 잘 발달되어 기업은 물론 학교 등 공공기관의 경영자도 노동시장에서 시장 경쟁 원리에 의해 채용되고 있다.

따라서 기업의 경영자는 경영성과를 향상시키기 위하여 노력하며 투자자에 대한 홍보에도 노력하게 된다. 즉, 전문경영자는 주주와 긴밀한 관계를 유지하고 주주의 이익을 위한 기업경영에 노력하게 된다. 또한 주주와 경영자간의 정보불균형에 따른 문제를 해소하기 위하여 경영성과에 관한 기업정보의 신속한 전파에도 노력하여 증권시장의 정보 효율성 제고에도 기여하게 된다.

그러나 기업인수시장의 활성화에 의한 경영자 규율은 다음과 같은 문제를 초래한다. 우선 기업인수시장에 의한 규율은 성과가 낮은 경영자의 교체를 촉진하기 때문에 기업의 단기적인 경영성과를 개선할 수는 있지만, 기업의 장기적인 발전을 저해할 수 있다. 주식시장에서 주가는 정보불균형 등의 문제로 인하여 장기적인 성과보다는 단기실적 등에 의한 영향을 많이 받는다. 따라서 전문경영자는 기업의 장기성과보다는 단기실적 향상을 위해 노력하게 되며 단기적인 관점에서 수익성이 낮은 사업부서나 공장을 폐쇄하거나 고용인력을 감축하여 실업문

### Ⅲ. 각국의 기업지배구조

제를 초래하고 지역경제에 악영향을 미칠 수도 있다. 그리고 기업인수시에 자본보다는 부채에 대한 의존도가 높아 기업의 재무구조를 악화시키고 기존 경영자가 외부의 적대적 기업인수를 방어하는데 많은 노력과 비용이 소요되어 경제적으로 과도한 비용이 소모된다는 문제도 있다.<sup>24)</sup>

#### 4) 기관투자자의 역할 증대

기관투자자는 두 가지 종류로 구분할 수 있다. 일부 종목에 집중투자하며 기업경영에 적극 관여하는 능동적인 기관투자자와 다수종목에 분산투자하며 경영에 관여하지 않는 수동적인 기관투자자가 있다.

소수의 주식에 집중 투자하는 기관투자자는 개별주식에 대한 지분율이 높고, 투자대상회사의 경영자와 긴밀하게 정보를 교환하며, 기업의 지배구조 문제에도 관심이 많다. 이들이 주식을 거래하는 경우에는 당해 종목의 시장가격에 미치는 영향이 크므로 일반적으로 주식거래 회전율이 낮다. 이런 형태의 기관투자자로는 Warren Buffet의 Berkshire Hathaway Fund 등이 있으며 보험회사나 연기금도 이런 종류의 기관투자자로 분류할 수 있다. 연금관리자는 관련 규정에 의해 의결권을 적극적으로 행사해야 하므로 경영에 관여하는 기관투자자에 속한다. ERISA(Employee's Retirement Income Security Act) 규정도 기업연금의 수탁인이 의결권을 행사하거나 투자대행자가 의결권을 행사

---

24) 기업인수시장의 기능은 시장효율성, 정보 또는 신호(Signalling), 대리인문제, 시장독점, 세금 등으로 나누어 경제성과 비경제성을 논의할 수 있다. (Coperland와 Weston(1988))

하도록 규정하고 있다.

포트폴리오 투자를 목적으로 하는 기관투자자는 투자위험의 감소를 위해 분산투자를 선호하여 개별주식에 대한 지분율이 낮고, 투자대상회사와 정보교환에 관심이 비교적 적고, 거래가 주가에 미치는 영향이 단기적이고, 거래 회전율이 높고, 기업지배구조에 대한 관심이 없다. 대부분의 펀드매니저가 이런 종류의 기관투자자로 분류된다.

미국의 기관투자자들은 전통적으로 기업경영에 관여하지 않았다. 은행의 주식투자는 금지되고 은행지주회사의 주식보유는 회사가 발행한 주식총수의 5%까지 허용되나 은행이 거래기업의 경영에 실질적으로 개입하는 경우에는 거래기업이 파산할 때에 은행의 채권은 후순위채권으로 간주되어 채권회수에 불이익을 받게 된다. 따라서 은행 등 기관투자자들은 투자한 기업의 경영성과에 만족하지 못하는 경우에 보유한 주식을 처분하는 수동적인 투자자(Passive Investor)로서 기업경영에 관여하지 않았다.

더구나 기업연금이 의결권을 행사하거나 상호기금(Mutual Fund) 등 기관투자자가 분산투자 요건을 충족시키지 못하는 경우에는 세계상의 면세혜택이 박탈되며 상호기금의 주식투자에 대해서는 다음과 같은 규제가 적용되고 있다. 세계상 분산투자의 혜택을 받을 수 있는 상호기금은 25%까지 집중투자가 가능하나, 특정회사가 발행한 주식을 5% 이상 보유할 때에는 투자대상회사를 상호기금의 계열회사로 간주한다. 상호기금과 계열회사와의 거래는 증권거래위원회의 사전승인을 필요로 하며, 대상회사의 주식을 5% 이상 보유한 다른 회사나 개인도 상호기금과 계열관계를 갖는 것으로 간주하여 대상회사의 이사를 선임할 때나 대상회사에 대해 영향력을 행사할 때에도 계열관계를 갖는 자와의 연합이나 거래는 사전에 증권거래위원회의 승인을 받아야 한다.

### Ⅲ. 각국의 기업지배구조

또한 상호기금이나 투자회사가 다른 회사에 투자하고 의결권을 적극적으로 행사하는 경우에는 1976년에 제정된 Hart-Scott-Radino 법에 따라 법무성(Justice Department)과 연방통상위원회(Federal Trade Commission)에 신고하여야 한다. 그러나 이들의 주식투자 목적이 포트폴리오 투자인 경우에는 이러한 신고의무가 면제된다.<sup>25)</sup>

연기금과 상호기금 등 기관투자자의 주식투자 규모가 증가함에 따라 증권시장에서 기관투자자의 역할이 변화하고 있다. 포트폴리오 투자인 경우에는 필요시 원하는 주식을 자유롭게 살 수 있고 팔 수 있어야 한다. 그런데 주식투자 규모가 증가함에 따라 기관투자자들은 주가에 영향을 주지 않고 주식을 자유롭게 처분할 수 없게 되어 투자이익을 보호하기 위해서 적극적으로 기업경영에 관여하게 되었다.

<표 III-3> 미국 기업의 소유자별 주식분포

(단위: %)

년 도	기관 투자자		외국인 투자자	개인 및 비영리단체	기 타	총금액 (십억불)
		연 금				
1950	6.1	0.8	2.0	91.3	0.6	143
1970	27.3	9.2	3.2	68.1	1.4	841
1990	42.7	25.2	6.9	49.8	0.6	3,530
1994	46.6	25.9	5.6	47.2	0.6	6,135
1995	44.0	22.2	4.3	51.2	0.5	8,014
1996	45.6	22.4	6.1	47.7	0.6	9,387

주: 1994, 1995, 1996년은 9월말 기준

자료: NYSE, Fact Book.

25) Blair(1995)

미국 기업의 소유자별 주식분포를 살펴보면 <표 III-3>에서 1950년도에 기관투자가의 지분율은 6.1%이고 개인 및 비영리단체의 지분율은 91.3%를 차지하였다. 기관투자가의 지분율은 주식시장의 규모증대와 함께 꾸준히 증가하여 1970년에는 27.3%, 1990년에는 42.7%, 1996년에는 45.6%에 달하였다. 특히 연금의 비중이 괄목할만한 수준으로 증가하여 1950년 0.8%에서 1996년 22.4%로 증가하였다.

기관투자가의 지분율 증가와 함께 기관투자가의 경영개입으로 기업 지배구조에서 기관투자가의 역할이 변화하고 있다. 1990년대에는 “주주 행동주의(Shareholder Activism)”의 영향으로 기관투자가에 의해 경영 성과가 부실한 기업의 경영자가 축출되는 사례도 발생하였다. 이사회에 대한 기관투자가의 적극적인 압력행사로 인하여 Sears, American Express, Westinghouse 등 유명한 대기업의 최고경영자가 기업의 수익률이 기대에 미흡하다고 주장하는 기관투자자들에 의해 해임되었다.

또한 미국 의회의 경쟁력정책위원회 산하 기업지배구조 및 자본시장 소위원회는 개혁안은 기업감시를 위한 기관투자가의 역할강화를 제안하였고, 증권거래위원회도 규정을 개정하여 기관투자가의 경영참여를 촉진하였다. 1992년 10월에 증권거래위원회 규정이 개정되기 이전에는 10명 이상의 주주가 주주총회에서의 주주권 행사와 관련된 사항을 논의하고자 할 경우에는 사전에 증권거래위원회의 승인을 필요로 하였다. 그러나 1992년에 이러한 증권거래위원회 규정이 개정되어 발행주식 총수의 5% 미만을 소유한 주주가 논의된 의제와 특별한 이해관계가 없으며 의결권 위임을 추구하지 않는다면 다른 주주와 자유롭게 의견을 교환할 수 있게 되었다. 이에 따라 기업경영에 관한 중요사항에 대한 기관투자자들간 협의가 촉진되었다.

캘리포니아주 공무원퇴직연금기금(California Public Employees'

### Ⅲ. 각국의 기업지배구조

Retirement System: CalPERS)은 기관투자자의 의결권 참여가 기업가치에 미치는 연구를 하였다. CalPERS가 의결권행사를 하고자 하는 경우에는 적지 않은 조사비용이 부담되나 실증분석결과에 의하면 CalPERS가 의결권행사를 위해 사용한 비용은 의결권참여에 따른 기업가치 증가의 일부분에 불과한 것으로 나타났다. 1993년 조사에 의하면 CalPERS가 경영에 관여한 기업의 관여하기 이전 5년간과 이후 2년간의 수익률을 S&P 500 지수의 수익률과 비교할 때 이전 5년간은 지수 수익률에 비해 63.5% 낮았으나 이후 2년간은 30% 이상 높았다.<sup>26)</sup> 또한 Smith(1996)에 의하면 1987년부터 1993년까지 6년간 CalPERS가 78개 기업의 경영에 관여하면서 350만불의 비용을 지불하였으나, 경영개입에 따른 혜택은 1,900만불인 것으로 분석되고 있다. 따라서 CalPERS는 기관투자자의 의결권 행사가 주식의 가치를 증가시켜 기관투자자의 투자수익 향상에 기여하는 것으로 판단하고 있다.<sup>27)</sup>

경영참여를 위한 기관투자자의 적극적인 의결권행사는 기관투자자의 해외투자 증가에 따라 미국에서 전세계로 확산되고 있다. 미국의 연기금 등의 해외투자는 1990년 820억불에서 1994년 2,200억불로 급증하였다. 해외투자 증가와 함께 개인연금의 피신탁인 또는 수탁인인 기관투자자는 의결권을 행사해야 한다는 법률 규제에 의해 미국의 기관투자자는 의결권행사를 통해 외국기업의 경영에도 적극적으로 관여하고 있다.

외국기업에 대한 효율적인 경영참여를 위해 CalPERS는 타 펀드와 함께 영국, 프랑스, 독일, 일본 등에 기업지배기관의 설립을 추진하고

---

26) Monks와 Minow(1995)

27) Bernard Black의 1992년 조사에 의하면 대주주의 경영감시가 기업가치 증가에 기여하고 있으나, 기업가치에 악영향을 주는 사례는 거의 없는 것으로 나타났다(Monks와 Minow(1995)).

있다. CalPERS는 또한 각국 기업에 모두 통용될 수 있는 지배구조 표준을 정하고 기업의 재무성과를 개선하기 위하여 개별기업을 목표로 한 경영참여에 타 기관투자자가 참여하도록 권장하고 있다. 최근에 영국에서 이루어진 조사결과에 의하면 605명의 기업분석가와 펀드관리자 중 ⅔는 투자결정시에 기업지배구조를 매우 중요한 요소로 간주하고 있다고 응답하였다.

## 나. 영국

영국의 기업지배구조는 미국과 같이 시장중심의 기업지배구조로서 증권시장의 역할이 크며 기업 내부적으로는 이사회가 경영통제의 핵심적인 기능을 수행하고 있다. 따라서 영국에서는 은행이 기업지배에 관여하는 경우가 예외적이지만 거래기업이 재무상 곤경에 처한 경우에는 구제절차 과정에서 은행이 경영권의 교체를 요구하는 경우는 있다.<sup>28)</sup> 또한 주식의 소유분산이 잘 되어 특정인이나 특정가족이 상장기업의 대주주가 되는 경우는 거의 없다.

기업규모가 작은 경우에 기업의 주요주주인 최고경영자가 이사회회장을 겸임하는 것은 경영자의 이익과 주주의 이익을 일치시킨다는 측면에서 합리적이다. 그러나 영국과 같이 단일 이사회제도에서 대주주가 아닌 최고경영자가 이사회회장을 겸임하는 경우에는 동일인이 경영

---

28) 영국기업은 정관에 의해 기업의 차입한도를 제한하고 있으며, 많은 기업들이 차입한도를 자기자본의 1.5배에서 2배로 제한하고 있다. 차입한도 이상의 차입은 주주총회의 승인을 받아야 한다.

### Ⅲ. 각국의 기업지배구조

자와 경영감시자를 겸직하게 되어 이해상충의 문제가 부각된다. 따라서 최고경영자에 대한 경영감시를 위해서 최고경영자와 이사회회장을 분리하거나 최고경영자의 경영을 감시할 수 있는 독립적인 사외이사가 필요하다.

미국에서는 사외이사가 이사회에서 다수를 차지하고 최고경영자가 이사회회장을 겸직하고 있으나, 미국과 달리 영국 기업에서는 경영에 직접 참여하는 상임이사(Executive Director)가 상장기업의 이사회에서 다수를 차지하며<sup>29)</sup> 최고경영자(Chief Executive Officer)와 이사회회장이 분리되어 있다. 주주총회에서 선임되는 이사가 주주일 필요는 없으나, 선임된 이사는 일반적으로 주식을 보유하도록 요구되고 있다.<sup>30)</sup> 주로 종업원 중에서 선발되어 업무를 담당하는 상임이사는 기업경영에 관한 정보를 많이 보유하고 있으므로 상임이사가 이사회 결정과정에 적극적으로 참여하면서 이사회기능을 감시한다는 것은 업무의 효율성을 제고한다는 장점이 있으나 기업경영에 관여하는 이사가 경영감시기능을 담당하여 이해상충의 문제가 있다.

사외이사는 이사회 결정에 관하여 상임이사와 동등한 책임을 부담하면서 상임이사의 업무집행을 감독하여야 한다. 사외이사는 업무에 직접 관여하지 않기 때문에 회사 경영에 관한 정보의 취득이 상임이사에 비해 한정되어 사외이사가 주주의 이익을 위해 상임이사를 감시할 수 있는 능력이 제한된다. 특히 이사회 개최는 연중 수회로 제한되어 정보가 부족한 사외이사의 실질적인 경영감시기능은 의문시된다.

따라서 영국에서는 상임이사의 이사회참여를 권장함으로써 기업경

29) 은행과 보험회사 등 공익성이 큰 금융기관의 경우에는 사외이사의 비중이 크다.

30) 이사가 보유하도록 요구되는 주식 수량은 명목적인 수준으로 통상 100주에서 150주로 정해진다.

영의 효율성 향상을 기하고 최고경영자와 이사회회장은 분리하여 경영 감독기능을 강화하고 있다. 또한 상임이사의 이사회 참여에 따른 이해 상충과 경영감시 기능의 약화는 사외이사로 구성된 감사위원회의 권한을 강화함으로써 보완하고 있다.

「기업지배구조의 재무적 측면에 관한 위원회」인 Cadbury 위원회는 1992년 12월에 영국기업의 지배구조 개선을 위한 「Cadbury 보고서」를 발표하였다. 동 보고서는 최고경영자의 권한과 책임의 균형을 중시하고 이사회 기능강화를 강조하고 있다. 또한 기업경영에서 권한의 과도한 집중을 방지하기 위하여 최고경영자와 이사회회장의 분리, 상임이사의 책임강화, 사외이사 제도의 도입, 감사위원회 등 각종 위원회제도의 도입 등을 권장하고 있다.

영국의 기업지배구조에서 기업인수시장도 이사회와 함께 중요한 역할을 하고 있다. 영국의 기업은 일본이나 독일의 기업에 비해 배당금을 많이 지급하고 있으나, 1940년대와 1950년대에는 배당금 지급을 제한하여 주가가 하락하였다. 주가하락에 따라 제2차 세계대전 이후 기업인수시장이 급성장하였다. 기업인수시장의 활성화에 따라 1957년부터 1967년까지의 기간동안 상장기업의 약 38%가 다른 상장기업에 의해 인수되었고 1970년대 초에는 기업인수시장이 호황을 누렸다. 또한 1980년대에도 기업인수 활동이 활발해져 1988년에는 연간 기준으로 제일 많은 수의 상장기업이 다른 기업에 의해 인수되었다.

주식시장의 발달 등으로 인하여 영국의 기업인수시장은 활성화되고 기관투자자의 주식지분율이 1994년에는 60% 이상으로 증가하였으나 기관투자자의 역할은 미국에 비해 매우 소극적이다. 개인투자자나 기관투자자의 대부분이 소극적인 투자자로서 기업의 경영성과에 만족하지 않는 경우에는 경영에 관여하기보다는 보유주식을 매각처분하고 있

### Ⅲ. 각국의 기업지배구조

다. 또한 금융관련 법규는 기업의 경영자에 대항하는 주주간 연합을 억제하고 있다. 금융서비스법은 주주간 의견교환을 금지하고 있으며 다른 주주와 의견을 교환하기 위한 문서는 증권선물감독청(Securities Futures Authority)으로부터 권한을 부여받은 자가 작성하거나 승인을 받도록 규제하고 있다.

#### 다. 독일

미국이나 영국에서는 주식회사의 자본금을 주주의 재산으로 간주하지만, 독일에서는 전통적으로 주식회사의 자본금을 회사의 대출자와 주주를 포함한 이해관계자의 이익을 보호하기 위한 담보로서 간주하고 있다. 따라서 미국이나 영국과 달리 독일에서는 회사에 대한 채권자를 보호하기 위해서 기업재산의 유출을 가급적 회피하고 있으며 주주에 대한 배당금도 지급율이 낮고 이익산정을 위한 회계처리방식도 매우 보수적이다. 미국이나 영국의 회계기준은 주주를 위한 경영의 투명성을 중시하기 때문에 회사재산의 현재가치가 현실 그대로 재무제표에 반영되도록 요구하고 있으나 독일에서는 채권자 보호가 우선적이므로 기업회계기준은 원가중심의 보수적인 방법을 채택하고 있다.

또한 독일기업의 최고경영자는 기업경영에서 고객과 종업원의 이익 보호를 최우선으로 하며, 주주의 이익은 미국에 비해 덜 중시한다. 미국이나 영국 기업의 최고경영자는 주주이익의 극대화에 노력하나, 독일에서는 기업의 장기적인 발전과 생존을 중시하고 있다. 따라서 기업의 경영자는 주주, 종업원, 고객, 거래처, 그리고 일반 대중 모두의 이익을

중요시하며 의사결정과정에서 이해관계자의 집단적 합의를 중시한다. 이러한 시각의 차이가 미국이나 영국과 다른 독일식 기업지배구조의 기초가 되었다.

독일 등 유럽대륙의 기업지배구조에서 가장 특이한 것은 이중 이사회제도로써 이사회는 감독이사회와 경영이사회로 기능이 분화되어 있다. 그리고 자본시장이 미국이나 영국에 비해 덜 발달되어 기업의 자금 조달 측면에서 자본시장 의존도가 비교적 낮아 기업지배구조에서 은행의 역할이 매우 중요시된다.

미국과 달리 독일의 은행은 주식투자가 허용되어 기업에 대하여 대출기관일 뿐만 아니라 주요주주로서 의결권을 행사하며 기업경영에 적극적으로 참여하고 있다. 미국에 비해 독일에서는 주주는 원하는 경우 기업경영에 보다 쉽게 참여할 수 있으며 주주들간 의견교환이나 주주와 경영자간의 의사소통에 대한 제한이 비교적 엄격하지 않다. 따라서 기업의 미공개 내부정보를 이용한 내부자거래의 가능성은 있으나 주주가 서로 연대하여 기업경영에 적극 참여함으로써 최고경영자의 독단적인 경영에 따른 폐해를 사전에 방지하고 있다.

미국에서는 경영자에 대한 보수가 이사회에서 결정되나 독일에서는 주주총회에서 결정된다. 또한 미국에서는 기업경영에 관한 의사결정시 주주간 의사교환을 제한하고 있으나 독일에서는 주주들간 또는 주주와 경영진간의 의사소통이 활발하여 주주들이 이사선임에 많은 영향을 미치고 있다. 따라서 은행 등 기관투자가들은 기업경영에 실질적인 영향을 미치는 안정주주로서 기업의 장기적인 발전에 기여하고 있다.

독일의 일부회사들은 개인 대주주에 의한 기업지배를 막기 위하여 정관에 의해 개인 주주의 의결권을 일정한도(5%~10%) 이내로 제한하고 있다.<sup>31)</sup> 의결권제한은 특정개인이나 집단에 의해 기업이 지배되는

### Ⅲ. 각국의 기업지배구조

것을 막기 위한 제도로서 개인주주의 의결권을 제한하는 경우에도 은행 등 기관투자가의 의결권은 제한하지 않는다. 그러나 이러한 규정은 자본시장의 국제화 추세에 따라 외국제도와와의 조화를 위해 점차 폐지되고 있다.

독일의 기업지배구조에 관한 최근의 논쟁은 기업이 처한 경제환경과 자본시장이 급속도로 변화하고 있는 현실에서 감독이사회의 기능수행 능력에 초점을 맞추고 있다. 논쟁의 요점은 감독이사회의 이사 수와 감독이사의 개인적인 능력 그리고 이사회회의 회의 빈도 등에 관한 것이다. 감독이사 중에는 여러 기업의 감독이사로 일하고 있는 자도 있으며 일부 이사들은 이사 직무에 부적합한 직업적인 경력을 갖고 있기도 하여 감독이사의 경영감시 기능에 근본적인 의문이 제기되고 있다.

또한 최근 경기침체와 고실업 현상이 지속되는 요인으로 실업수당 등 과도한 사회복지비용과 함께 정부, 사용자, 근로자간의 질서와 합의를 존중하는 독일식 「집단적 합의제도」가 변화하는 경제환경에 적용할 수 있는 기업의 대응능력을 저하시켰다는 비판도 제기되고 있다.

#### 1) 이중 이사회제도

독일 기업의 이사회는 유럽대륙의 여러 나라와 마찬가지로 감독이사회와 경영이사회 이중구조로 되어 있다. 감독이사회는 기업경영의 정책을 결정하고, 경영이사회는 기업경영의 책임을 맡고 있어 이사회간

---

31) Mannesmann, Deutsche은행, BASF, Bayer등 수많은 대기업들은 개별주주의 의결권 한도를 5%로 제한하고 있다(Fukao(1995)).

에 기능과 권한이 분산되어 있다.

단일이사회 제도에서는 기업경영의 집행기능과 감독기능이 결합되어 있기 때문에 기업의 전략 수립 시에 집행이사의 기업내부에 관한 지식과 외부이사의 광범위한 경험을 통합한다는 이점이 있으나, 경영의 감시기능이 미약해질 수 있다는 문제가 있다. 그러나 이사회는 이중구조는 이사회는 감독기능과 관련된 책임과 경영기능과 관련된 책임을 분명히 구분할 수 있다는 장점이 있다.

감독이사회는 주주총회에서 선출된 감독이사와 종업원들이 선출한 감독이사로서 구성된다. 즉, 감독이사회는 미국과 달리 주주의 대표만이 아니라 근로자와 채권자(은행 등 자금공급자) 및 기업대표, 학자나 공익대표 등 각종 이해관계자의 대표로 구성되고 이들의 공동협약에 의해 기업의 주요 경영전략을 결정하고 경영진에 대한 감독기능을 수행한다.

종업원 수가 500명 이하인 유한회사를 제외한 모든 공개기업은 3인 이상의 이사로 감독이사회를 구성하여야 하며, 종업원대표가 감독이사회에 참여하는 비중은 종업원 수에 따라 다르다. 감독이사회에서 종업원대표의 비중은 종업원 수가 2,000명 이상인 기업은 1/2, 500~2,000명인 기업은 1/3로 정해져 있다. 통상 감독이사의 임기는 4년 이하이며, 감독이사의 보수는 주주총회에서 결정된다. 감독이사는 주주총회에서 2/3이상 다수결에 의해 해임될 수 있다.

경영이사회는 감독이사회에서 선임된 경영이사로 구성된다. 경영이사는 기업의 경영업무를 담당하며 임기는 통상 5년이나 연임이 가능하다. 경영이사의 보수는 감독이사회에서 결정된다. 감독이사와 경영이사의 업무상 이해상충을 방지하기 위하여 경영이사는 감독이사를 겸임할 수 없다.

### Ⅲ. 각국의 기업지배구조

감독이사회는 1년에 2~4회 모임을 갖으며 경영이사를 선임하거나 해임할 수 있고 경영이사의 업무집행을 감독하나, 감독이사는 기업경영에 직접 참여하여 경영의사결정에 관여할 수 없다. 감독이사회는 주주를 대신하여 회사의 주요 경영정책을 결정하고, 경영진을 감독하며, 자문기능을 담당한다. 집행기능을 담당하는 경영이사회와 분리된 감독이사회는 기업의 최고 감시기구일 뿐만 아니라 경영자문기능을 동시에 수행한다. 그리고 경영성과가 부실한 경우에는 감독이사회가 직접 개입하여 경영진을 해임함으로써 미국의 기업인수시장이 담당하는 기능도 수행하고 있다.

감독이사회의 감시기능을 활성화하기 위해 연 2~4회의 정기이사회 외에 필요한 경우 감독이사회회장은 이사회를 소집하여 경영자로부터 특정 문제나 경영전반에 대한 현황보고를 요청할 수 있다. 감독이사회에서 회장과 부회장은  $\frac{2}{3}$ 이상 다수결에 의해 선출된다. 만약  $\frac{2}{3}$ 이상 다수결에 의해 회장과 부회장이 선출되지 아니하면, 주주가 선출한 감독이사는 회장을 선출하고 종업원이 선출한 감독이사는 부회장을 선출한다. 감독이사회에서 특정 안전에 대하여 찬성과 반대가 동수인 경우에는 회장이 결정권을 갖기 때문에 독일의 감독이사회에서 회장의 역할은 매우 중요하다.

최근에는 감독이사회의 기능이 경영감시보다는 경영이사회에 대한 조언과 상담으로 변하고 있으며, 본질적으로 감독이사회는 적극적인 감시기능보다 자문기능이 강하다는 견해도 있다. 즉, 과거 경영의 잘못을 적발하여 문책하는 것보다는 경영개선을 위해 잘못된 경영을 사전에 방지하는 기능이 강조되고 있다.

감독이사회가 감독기관이라기보다는 자문위원회(advisory board)의 역할에 더 가깝다고 보는 견해의 근거는 다음과 같다. 비록 감독이사회

가 경영이사의 선임 및 해임의 권한을 갖고 있으나 5년 임기 초임의 경영이사는 해임하지 못하며, 감독이사회에 결원이 생기는 경우에는 경영이사회가 감독이사를 선임할 수 있다. 또한 대기업의 경우 감독이사회 1/2이 종업원대표로 구성되어 주주는 감독이사회 1/2의 권한이 과도하게 강력해지는 것을 바라지 않으며 기관투자가로서 강력한 권한을 가진 은행도 일반적으로 경영진과 협조하는 체제를 선호한다.<sup>32)</sup>

감독이사회는 구성상 종업원이 선출한 감독이사가 1/3 또는 1/2을 차지하여 기업경영에 대한 감시자로서 노동조합과 종업원의 역할을 무시할 수는 없으나 감독이사회 1/2의 의사결정 등에 종업원대표가 미치는 영향은 제한적이다. 기업을 소유하고 있는 주주들은 주주총회에서 의결된 사항을 감독이사회를 거치지 않고 직접 경영이사회에 회부할 수 있다. 또한 경영을 담당하는 경영이사의 선임은 감독이사회에서 2/3 이상의 동의를 요하나 1차 투표에서 결정되지 않을 경우에는 과반수 찬성으로 결정하며 과반수 의결 시에 찬성과 반대가 동수인 경우에는 주주대표인 감독이사회회장이 결정권을 가지므로 일반적으로 주주대표가 경영이사 선임에 큰 영향을 미친다.

## 2) 주거래은행의 감시기능

미국에 비해 자본시장이 발달하지 못한 독일에서는 기업인수시장의 기업감시기능이 활성화되지 못하였으며 연기금 등 기관투자가의 역할도 미약하다. 그러나 기업의 자금조달에서 차지하는 은행차입의 비중

---

32) Roe(1993)

### Ⅲ. 각국의 기업지배구조

이 크고 은행의 주식소유가 허용되어 은행의 기업감시기능은 매우 강력하다.

독일에서는 적대적인 기업인수가 매우 어렵기 때문에 기업인수시장 기능에 의한 기업지배구조의 개선이 이루어지지 않고 있다. 일본과 마찬가지로 독일에서는 은행을 포함한 기업간에 주식의 상호보유가 허용된다. 또한 독일 은행은 기업주식을 다량 보유할 뿐만 아니라 은행에 예탁된 주식에 대해서도 은행이 주주권을 행사하고 있으므로 거래은행의 동의를 받지 아니한 적대적 기업인수는 근본적으로 불가능하다.

뿐만 아니라 종업원대표가 감독이사회에 참여하여 경영감시기능을 수행하므로 종업원에 대한 고용안정 측면에서도 적대적 기업인수가 극히 어렵다. 일반적으로 적대적 기업인수가 성공하기 위해서는 종업원의 정리해고가 필요하나 독일에서는 기업과 종업원간의 장기적인 관계유지를 중시하므로 기업이 파산지경에 있지 않으면 종업원 해고가 불가능하여 고용 측면에서도 적대적 기업인수가 매우 어렵다.

독일에서는 퇴직연금제도가 매우 잘 발달되어 독일의 연기금은 기관투자가로서 발달하지 못하였다. 주정부의 연금보험제도는 연금을 당해 년도 수입에서 지불하는 제도로서<sup>33)</sup> 주정부가 별도로 자금을 축적할 필요가 없으며 연금수준이 높아 연금수혜자가 별도의 자금을 준비할 필요도 없다. 독일기업의 종업원 퇴직연금 제도도 기관투자가로서 연금의 발달을 저해하고 있다. 기업은 종업원 퇴직연금을 위한 기금의 60%를 기업내부에서 장기채무로서 운용하고 있다. 종업원 퇴직연금을 위한 기금이 기업내부에서 운용되고 있으므로 증권시장에서 운용될 수 있는 연금의 자금여력이 축소되어 기관투자가로서 연기금이 발달하지 못하였다.

---

33) 이러한 연금지급제도를 pay-as-you-go basis라 한다.

기업경영에 대한 은행의 감시기능은 대출기관으로서의 역할, 주주로서 의결권행사, 은행고객의 의결권 대리행사, 은행임원의 감독이사회 참여 등에 의해 이루어진다.

독일기업들은 전통적으로 은행과 주거은행(Hausbank) 관계를 유지하면서 기업과 은행이 모두 이익을 얻고 있다. 기업은 주거은행과 장기적인 거래관계를 유지하여 은행이 기업의 사업과 경영 등에 관한 정보를 많이 보유하고 있다. 따라서 은행은 대출기업의 위험을 보다 정확하게 평가할 수 있으며, 장기대출을 통해 기업을 지원하게 된다. 또한 주거은행 제도는 금융기관간 경쟁을 완화시키므로 은행은 장기거래에서 충분한 보상을 받을 수 있게 되어 기업이 재무상으로 어려울 때에는 은행이 기업지원에 보다 적극적으로 참여하게 된다.

주거은행 제도가 정착된 경우에 기업은 산업 등에 관한 은행의 정보를 이용할 수 있으며, 안정적인 유동성을 확보할 수 있으므로 비교적 높은 부채비율을 유지하고 장기적인 관점에서 투자에 보다 적극적이다. 또한 은행은 기업의 경영자에게 자문을 제공하고, 주거은행 관계가 있는 기업에 대해 비교적 많은 정보를 보유하고 있으므로 기업경영에 관여할 만한 지식과 동기 등을 갖게 되어 은행은 기업의 신규사업 투자 등 기업경영에 적극적으로 관여하고 자금지원을 할 수 있다.

독일의 은행은 대출과 관련된 주거은행의 역할과 함께 거래기업의 주식을 보유하여 주주로서 영향력도 행사하고 있다. 또한 일반투자자가 은행에 위탁한 주식의 의결권도 위임을 받아 은행이 대신 행사함으로써 기업경영에 관여하고 있다.<sup>34)</sup>

---

34) 독일의 많은 기업들은 정관에 의해 단일주주가 5% 이상의 의결권을 행사하는 것을 금지하고 있으나, 은행이 서로 다른 고객들을 대리하여 의결권을 행사하는 경우에는 이러한 제한규정이 적용되지 않는다.

### Ⅲ. 각국의 기업지배구조

은행의 주식보유는 은행자본의 충실화 측면에서 규제되고 있다. 은행은 특정기업 주식을 자기자본의 50%를 초과하여 보유할 수 없고, 은행의 보유주식 및 비유동성자산의 총액이 은행의 자기자본을 초과할 수 없도록 규정하고 있다.

그러나 은행은 이러한 제한 내에서 자유롭게 기업주식을 보유할 수 있다.<sup>35)</sup> 1993년 11월에 연방은행감독원(Federal Banking Supervisory Agency)의 감독을 받는 4,191개 은행은 4,802개 기업의 지분을 10% 이상 보유하고 있다. 그리고 Fraune의 조사에 의하면 은행이 보유한 주식, 위탁 보관중인 주식, 은행이 지배하는 투자회사가 보유한 주식 등을 합산할 경우에는 은행이 실질적으로 24개 대형회사의 주주총회에 출석한 주주의 82% 이상을 점유하고 있다.

Aoki와 Kim(1995)에 의하면 <표 III-4>에서 1990년에 독일은행들이 보유한 주식과 위탁받은 주식의 의결권비중이 50% 이상인 경우가 조사대상인 57개 대형회사 중 26개로서 45.6%에 달하고 있으며, 75% 이상인 경우도 29.8%에 달하고 있다.<sup>36)</sup>

---

35) 유럽연합의 Second Banking Directive에 따라 향후에는 은행의 주식투자 규모가 축소될 것으로 예상된다. 은행의 특정기업 지분이 은행 자기자본의 15% 이내로 제한되며, 주식보유 총액이 자기자본의 60%를 넘지 못하게 규제될 것이다. 단일 여신규모가 은행 자기자본의 25% 이내로 제한되는 규정도 마련되어 앞으로 은행의 기업주식보유와 기업에 대한 지배력 행사에는 변화가 예상된다.

36) 기업주식의 25% 이상을 소유한 경우에는 지분율을 공개하여야 하므로 개별은행이 보유한 주식은 대체로 25% 미만이다. 또한 개별은행이 기업이 발행한 주식총수의 10% 이상을 보유한 경우에는 은행감독기관에 보고하여야 한다.

<표 III-4> 독일은행의 보유주식 및 위탁주식 합계의 현황(1990년)

은행의결권의 비중	회 사 수	비 율
10% 미만	17	29.8%
10 ~ 25%	9	15.8
25 ~ 50%	5	8.8
50 ~ 75%	9	15.8
75% 이상	17	29.8

자료: Aoki와 Kim(1995)

고객을 대신한 은행의 의결권행사는 은행 임의로 이루어질 수는 없다. 은행은 의결권을 대리 행사하기 전에 주식을 예탁한 고객에게 기업의 의결사항에 대한 은행의 입장을 알리고 고객의 동의를 얻는다. 이때 고객은 은행의 의견과 다른 의결권 행사를 주문할 수 있으나 일반적으로 고객은 은행의 견해에 동의하는 것으로 알려져 있다. 따라서 고객인 주주가 특별한 지시를 하지 않는 경우 은행은 독자적으로 당해 주식에 대해 의결권을 행사하고 있다.

독일의 대기업이 은행의 지배를 받는데 비해 독일의 은행들은 지주 회사, 은행간 주식보유 및 개인주주의 의결권 대리행사를 통해 경영자 다 은행에 대한 지배권을 행사하고 있다. 즉, 독일의 은행을 지배하는 기관은 은행 그 자체로서 외부기관에 의한 경영감시기능이 미약하다. Charkham(1995)에 의하면 은행의 주주총회에서 은행 자신이 의결권을 행사한 지분율은 Deutsche은행은 47.2%, Dresdner은행은 59.3%, Commerz은행은 30.3%에 달하고 있다. 따라서 은행은 다른 기관에 의한 경영감시를 받지 않고 은행의 자체적인 판단에 의해 거래기업의 경

### Ⅲ. 각국의 기업지배구조

영에 관여할 수 있다.

은행은 또한 은행임원을 기업의 감독이사로 선임하여 기업에 대해 영향력을 직접 행사하고 있다. 은행의 경영이사 또는 감독이사가 거래 기업의 감독이사를 겸임하는 것은 일반적으로 은행이 직접 또는 고객의 주식 수탁자로서 기업주식을 보유하거나 당해 기업과 융자 또는 대부관계 등 장기적인 거래관계가 있는 경우이다.

Aoki와 Kim(1995)이 인용한 Perlitz와 Seger의 연구결과에 의하면 <표 Ⅲ-5>에서 1990년도에 110개 대형회사의 1,355명 감독이사 중에서 162명(12%)이 은행에 의해 선임되고, 29개사의 감독이사회회장을 은행대표가 맡고 있다. 특히 Deutsche은행의 영향력이 커서 동 은행은 110개 대형회사 중에서 67개사에 감독이사를 파견하고 있으며, 15개사의 경우에는 이사회회장을 맡고 있다. 또한 <표 Ⅲ-6>에서 은행이 파견한 감독이사가 없는 경우는 110개사의 16.4%인 18개 사에 불과하고, 1명은 51개사, 2명은 19개사, 3명은 17개사, 4명 이상은 5개사로 조사되었다.

<표 Ⅲ-5> 은행의 기업감독이사 참여현황(1990년)

감독이사수	Deutsche	Dresdner	Commerz	기 타
1	45	22	12	43
2	7	1	2	7
3	0	0	0	2
이사회회장	15	3	0	11

자료: Aoki와 Kim(1995)

<표 III-6> 은행의 기업감독이사회 참여비율(1990년)

이 사 수	기 업 수	비 율
0	18	16.4%
1	51	46.4
2	19	17.3
3	17	15.4
4이상	5	4.5

자료: Aoki와 Kim(1995)

은행 중심의 기업지배구조는 다음과 같은 문제가 있다. 금융중개시장에서 은행이 절대적인 영향력을 행사하여 증권시장의 발달이 저해되었고 기업인수시장이 활성화되지 못하였으며, 은행의 정보취득상 이점을 이용한 내부자거래와 이해상충의 문제로 인하여 증권시장의 신뢰성과 효율성이 저하되었다. 그리고 은행이 경제의 중심이 되어 은행에 의해 경제력이 집중되고 있다는 주장 등이 비판의 대상이 되고 있다.

더구나 은행의 경영감시 기능에 대한 근본적인 의문도 제기되고 있다. 주거래은행 제도는 독일의 기업지배구조에서 중요한 역할을 수행하지만, 기업이 거래하는 은행은 주거래은행만으로 제한되는 것은 아니다. Braun(1981)의 연구에 의하면 소규모의 기업도 여러 은행과 거래하고 있으며, 회사규모가 커짐에 따라 거래은행의 수는 증가하고 있다.

### Ⅲ. 각국의 기업지배구조

<표 III-7> 기업규모별 거래은행 수

(단위: %)

매출액 (백만 DM)	거래은행 수			
	1	2~5	6~10	10 초과
25 미만	-	75.0	25.0	-
25 ~ 100	7.7	38.5	38.5	15.3
100 ~ 500	-	40.4	36.2	23.4
500 이상	-	11.3	21.8	66.9

자료: Schneider-Lenne(1994)

또한 거래규모가 큰 기업과 거래하기 위한 은행간 경쟁이 치열하며, 대기업은 주거래은행과의 거래관계를 중시하지만 다수의 은행과도 거래를 하고 있다. 300개 기업을 대상으로 한 조사에 의하면 <표 III-7>에서 92.3%의 기업이 둘 이상의 은행과 거래하고 있으며, 매출액이 5억 마르크 이상인 대기업의 66.9%가 10개 이상의 은행과 거래를 하고 있다. 따라서 독일의 주거래은행은 기업과 배타적인 독점거래 관계를 갖는 은행이 아니라 기업과 은행간 거래에서 주도적인 역할을 하며 장기간 거래관계를 유지하고 있는 은행으로 파악하여야 한다. 그러므로 독일의 은행이 산업을 지배한다는 주장은 과장된 면이 있다.<sup>37)</sup>

비금융기업의 자금조달 측면에서도 독일의 기업지배구조가 영국과 마찬가지로 은행중심이라고 주장하기 어렵다. 즉, 독일기업은 자금조달에서 내부유보 의존도가 높고 은행차입 비중은 크지 않기 때문에 기업에 대한 은행의 역할은 제한된다.

37) Schneider-Lenne(1994)

독일의 은행은 기업에 관한 정보의 취득이 용이하기 때문에 기업에 대한 대출조건이 유리하게 정해진다는 주장이 있다. 즉, 은행은 전문적인 심사기법이나 감독이사회 참여를 통해 기업정보를 보다 잘 취득한다는 주장이다. 기업의 감독이사회에 은행대표가 참석하여 은행이 기업정보를 보다 정확하게 취득함으로써 기업간 정보의 비대칭으로 인한 문제가 축소되어 은행차입이 외국에 비해 보다 좋은 조건으로 이루어질 수 있다고 주장된다. 그러나 이러한 방법에 의해 은행이 유리한 기업정보를 취득한다는 주장은 논리적인 근거가 약하다.

독일의 은행들은 겸업은행제도를 채택하여 전업은행에 비해 거래기업을 보다 정확히 분석할 수 있는 전문가가 많아 기업에 대한 자금지원을 잘 할 수 있다고 믿어진다. 그러나 이러한 주장들은 사실과 다른 면이 있다. 조사결과에 의하면 다른 나라에 비해 독일의 은행들이 기업의 특정사업계획의 성공여부를 점검할 수 있는 전문인력을 더 많이 확보하고 있는 것은 아니다.

또한 일반적인 예상과 달리 거래기업의 감독이사회에 참석한 은행대표가 은행에 대하여 충분한 정보를 제공하지 못하고 있다. 기업의 감독이사는 기업에 대하여 충분한 정보를 취득하기 어려울 뿐만 아니라 감독이사인 은행임원이 업무상 취득한 정보를 은행경영에 사용하는 경우 업무차단규정(Chinese Wall)에 저촉된다. 따라서 기업의 감독이사를 이용한 기업정보의 취득은 제한된다. 실증분석결과에 의하면 은행대표가 감독이사회에 참여한 기업보다 참석하지 아니한 기업의 은행차입이 더 많은 것으로 나타나고 있다. 따라서 은행대표가 감독이사회에 참여함으로써 정보불균형을 축소시켜 은행과 기업간의 거래관계가 활성화된다는 주장은 근거가 충분하지 못한 것으로 판단된다.

기업이 재무적으로 곤경에 처했을 때 주거래은행이 구제금융을 한

### Ⅲ. 각국의 기업지배구조

다는 주장도 문제가 있다. 은행이 예탁된 주식과 보유한 주식의 의결권을 행사하여 감독이사를 선임하고 경영감시에 참여하고 있으나, 감독이사회에서 은행이 선임한 감독이사의 비중이 낮으므로 은행의 영향력은 제한된다. 뿐만 아니라 은행이 대출과 관련하여 담보를 확보한 경우에는 거래기업이 재무적으로 어려울 때 구제금융에 참여할 유인이 적다.<sup>38)</sup> 일반적으로 주거대출은행은 다른 금융기관에 비해 기업대출과 관련된 담보를 보다 많이 확보하고 있으므로 거래기업이 재무적으로 곤란할 때 기업의 회생을 위해 주거대출은행이 적극적으로 개입한다는 예상은 적절하지 않다.

은행이 기업경영에 관여하여 주주의 이익에 합치되도록 감시하기 위해서는 감독이사가 경영감시기능을 적절하게 수행하여야 한다. 감독이사회는 경영이사를 임명 및 해임할 수 있고, 그들의 급여를 결정한다는 측면에서 경영이사회를 통제한다고 할 수 있다. 그러나 감독이사들은 회사경영에 관한 정보를 회사 또는 경영이사로부터 취득하므로 이들이 취득한 정보의 정확성과 공정성이 항상 확보되는 것은 아니다. 더구나 조사에 의하면 독일기업의 80% 이상은 감독이사회를 법률상 최소한의 모임 횟수인 1년에 2회 정도 갖고 있다. 감독이사가 정보를 취득하는 경로도 제한되고 모임의 횟수도 한정적이므로 경영이사의 업무집행에 관한 감독이사회의 감시능력은 의문시된다.

또한 독일은행은 거래기업의 주요주주도 아니다. 은행의 부동산과 주식 등의 소유는 법률에 의해 은행의 자기자본 이내로 제한되고 있으며 개별회사 주식소유도 발행주식의 일정비율 이내로 제한되고 있다.

---

38) 구제금융이 성공할 경우에 담보물을 확보한 은행은 기업회생에 따른 이익을 다른 금융기관과 나누지만, 구제금융이 실패하여 기업이 파산한 경우에 은행이 부담하는 손해가 증가한다. 따라서 기업이 재무적으로 어려운 경우에 담보를 충분히 확보하여 예상되는 손해가 작을수록 은행이 구제금융에 참여할 가능성은 낮다.

은행의 주주로서 영향력은 주로 고객이 위탁한 주식의 의결권에 기인하므로<sup>39)</sup> 은행이 고객을 위해 경영감시에 적극적일 것이라는 예상도 적절하지 아니하다. 조사에 의하면 독일의 은행들은 일반적으로 경영자에게 우호적이고, 주주총회에서 경영자들의 제안에 동의하는 경향이 있다. 따라서 은행이 고객인 주주의 이익을 위해 주주권을 행사하는가 하는 것은 의문의 여지가 있다.

## 라. 일본

일본에서 기업의 경영을 감시하는 기관으로는 법률에 의한 주주총회, 이사회, 감사가 있으나 이러한 공식기관에 의한 경영감시보다는 주식의 상호보유 등에 의한 비공식적인 기업간 상호감시가 중요시된다. 특히 기업계열에 속한 은행이나 생명보험회사가 기업계열의 중심기관으로서 계열기업의 경영에 관여하고 있다. 따라서 일본의 기업지배구조는 주주와 전문경영자간의 대리인관계에 입각한 시장규율과 이사회 기능을 중심으로 하는 미국식 기업지배구조와는 근본적으로 차이가 있다.

일본의 기업지배구조는 조직에 의한 경영감시를 중시하기 때문에 자본시장을 이용한 경영통제기능은 미약하다. 더구나 기업계열에 속한

---

39) 은행이 주주의 이익을 위한 경영감시 기능을 효과적으로 수행하기 위해서는 경영감시에서 얻는 이익이 확보되어야 한다. 은행의 주주권 행사는 주로 은행에 예탁된 주식에 근거한다. 이런 경우에 은행이 예탁된 주식의 실질적인 주주를 위해 기업경영을 감시할 경제적인 유인이 충분하지 않다.

### Ⅲ. 각국의 기업지배구조

기업들의 내부지분율이 높아<sup>40)</sup> 외부투자자에 의한 적대적 기업인수가 사실상 불가능하여 기업인수시장 기능에 의한 기업지배는 기대할 수 없다. 1971년 공개매수가 허용된 이후 1990년에 제도가 개정될 때까지 3건의 공개매수가 있었으나 모두 우호적인 기업인수였다.<sup>41)</sup>

따라서 일본기업의 지배구조 특성은 다음과 같다. 첫째, 계열기업간 주식의 상호보유가 보편화되어 기업간 상호감시가 중요시된다. 둘째, 은행 등 금융기관과 대출기업간에 자본적 연계가 보편화되어 금융기관의 감시역할이 중요하다. 금융기관, 고객, 거래기업, 계열기업간 주식의 상호보유는 기업간 연계를 강화하며 효율적인 경영감시를 촉진하는 기업지배구조 형태로 평가되고 있다.

그러나 일본의 기업지배구조는 경영자가 주주의 이익보다는 종업원의 이익을 보호하며, 계열기업간 거래로 인하여 거래의 공정성이 저해되어 경제 전반의 효율성이 저하된다는 문제가 있다. 또한 기업간 주식의 상호소유로 주식의 유동성이 감소하고, 주식시장에서 내부자거래로 인하여 주식거래의 공정성도 저해된다. 뿐만 아니라 증시가 침체되고 기업의 경영환경이 악화될 때에는 영업이익의 하락과 보유주식의 가치 하락으로 기업의 파산위험이 급격히 증가한다. 특히 금융기관의 과도한 주식보유로 인하여 증권시장이 침체된 경우에 금융공황의 가능성이 증대된다는 문제가 있다. 최근에는 일본도 자본시장의 국제화에 따라 기업의 자금조달에서 직접금융의 비중이 증가하여 외부자금 조달수단으로서 은행차입의 중요성이 감소하고, 주주이익을 위한 경영의 중요성이 증가하고 있다. 따라서 기업은 수익성을 제고하고 주주관계

40) 회사와 관련이 있는 안정주주가 60% 이상의 지분을 소유하고 있다(Monks와 Minow(1995)).

41) 1990년에 공개매수제도를 개선하여 지분율이 33%를 초과하는 경우에는 공개매수를 하여야 한다.

(Shareholder Relations) 개선을 위해 노력하는 등 기업경영의 투명성이 향상되고 있다.

### 1) 이사회와 감사

일본기업의 경영을 감시하는 공식적인 기관은 앞서도 설명한 것과 같이, 법률에 의한 주주총회, 이사회, 감사가 있다. 주주총회는 기업의 최고 의사결정기관으로 이사와 감사를 선임하며 이사와 감사에 대한 보수와 주주에 대한 배당을 결정한다.

이사는 주주총회에서 단순 과반수에 의해 선임되며 ⅔이상의 다수결에 의해 해임될 수 있다. 일본기업의 이사는 대부분이 직원에서 선임되는 상임이사로서 경영에 직접 관여하고 있다. 이사로 구성된 이사회는 기업을 대표하는 최고경영자인 대표이사를 선임하며, 기업경영에 관한 중요사항을 결정하고, 이사의 업무집행을 감독한다. 감사도 주주총회에서 선임된다. 감사는 기업의 회계와 경영을 담당하는 이사의 업무집행을 감독하여 회계감사와 업무감사의 기능을 수행한다. 따라서 경영진의 업무집행을 감시하는 기구는 이사회와 감사의 이중 조직으로 구성되어 있다.

그러나 업무집행의 책임과 감시 책임을 동일인인 이사에게 부여하고, 또한 이사회회장인 최고경영자가 인사권을 갖는 종업원 중에서 이사회회 구성원인 이사들을 선임하기 때문에 이사회의 경영감시 기능이 제한된다는 문제가 있다.<sup>42)</sup> 더욱이 최고경영자가 이사를 감시하는 감

---

42) Kishida(1994)에 의하면 기업의 이사 중에서 직원에서 승진한 비율이 미

### Ⅲ. 각국의 기업지배구조

사를 주로 예전에 이사 등 임원이었던 자들 중에서 선임하기 때문에 감사도 경영감시 기능을 제대로 수행하지 못하고 있다.<sup>43)</sup>

일본기업에서 이사는 주로 기업내부에서 승진하지만 외부에서 영입된 이사도 있다. 외부에서 영입된 이사는 기업의 업무에 종사하지 아니하는 비상임 이사도 있지만 이들의 직무는 법률상 상임이사와 동일하다. 따라서 외부이사는 회사와 독립된 것으로 간주되지 아니하며, 사실상 외부이사는 기업과 관련이 있는 기관에서 파견되어 업무에 직접 관여한다. 특히 거래은행에서 파견된 외부이사는 회장이나 사장 등 주요 직책을 맡아 기업경영에서 상당한 역할을 담당하기도 한다.<sup>44)</sup>

<표 III-8> 상장기업의 외부이사 현황

구 분	1985	1986	1987	1988	1989
기업 수	1,839	1,888	1,933	1,985	2,037
이사 수	32,123	33,012	34,203	36,211	37,899
외부이사 수	8,188 (25.5)	8,073 (24.5)	8,431 (24.6)	8,789 (24.3)	9,247 (24.4)

주: ( )안은 이사 수에 대한 비율

자료: Tokyo Keizai, Kigyoo Keiretsu Sooran(1991)

국은 35%이지만 일본은 78%에 달하고 있다.

43) 전인우와 공병호(1995)

44) 종업원 중에서 선임된 이사와 기업과 거래관계가 있는 금융기관이나 계열 기업에서 파견된 이사가 이사회를 구성하여 이사회가 주주의 이익보다는 종업원의 이익을 보호하는 기능이 강하다. 더구나 과반수 이상의 지분을 소유한 안정주주가 연계하여 기업의 경영진을 지지하므로 기업외부의 주주에 의한 경영감시 기능은 제한된다.

<표 III-9> 상장기업의 외부이사 현황

직 위	전체	외부이사	은행과건	정부기관
회장 및 부회장	1,061	412 (38.3)	65 (6.1)	58 (5.5)
사장	2,035	826 (40.6)	131 (6.4)	65 (3.2)
이사 수	37,899	9,247 (24.4)	2,050 (5.4)	508 (1.3)

주: 1989년 현재 2,037개 상장기업 대상, ( )안은 전체에 대한 비율  
 자료: Tokyo Keizai, Kigyoo Keiretsu Sooran(1991)

상장기업의 이사회에서 외부이사가 차지하는 비중은 1985년부터 1989년까지 대체로 25% 수준이다. 그리고 외부이사는 기업의 회장, 부회장, 사장 등 기업경영에 적극 참여하는 비중이 매우 높다. 1989년 자료에 의하면 상장기업의 외부이사는 9,247명으로서 이사 전체 37,899명의 24.4%를 차지하고 있으나, 회장 및 부회장은 412명으로서 38.3%를 차지하고, 사장은 826명으로서 40.6%를 차지하고 있다.

최근에는 이사회와 감사의 경영감시기능을 강화하기 위해서 기업의 내부지배구조에 관한 제도를 개선하고 있다. 이사회의 감시기능을 활성화하기 위해 이사 수를 줄이고<sup>45)</sup> 사외이사와 감사의 독립성을 제고시키고 있다. 일본기업들은 특히 기업의 구조조정 측면에서도 이사 수의 감소에 적극적이다. 예로서 일본장기신용은행은 1998년 4월에 이사 수를 28명에서 6명으로 줄인다는 계획을 발표하였다.<sup>46)</sup>

45) 이사회가 형식적인 모임이 아니라 실질적인 경영감시 기능을 수행하기 위해서는 토론을 활성화할 수 있는 적정규모가 유지되어야 한다.

### Ⅲ. 각국의 기업지배구조

감사의 기능을 제고하기 위해 1993년에 상법을 개정하여 감사의 수를 3인으로 늘리고 감사 중 1인은 기업으로부터 독립된 사외감사를 선임하도록 하였다.<sup>47)</sup> 사외감사는 기업의 업무와 관련이 없는 독립된 자로서 사내감사와 함께 감사회를 구성하여 기업의 업무집행과 회계업무를 감독하여 실질적인 경영감시기능이 기대된다.

#### 2) 기업계열

최고경영자 혼자서 기업의 중요한 경영전략을 결정하는 것은 의사결정의 신속성과 일관성을 유지할 수 있다는 장점이 있으나 급변하는 경제환경에서는 최고경영자의 정보수집 능력에 한계가 있어 의사결정의 비효율성이 문제가 된다. 따라서 기업과 다양한 이해관계를 가진 자들이 정보를 교환하고 기업의 전략결정에 공동 참여한다면 보다 많은 정보가 의사결정에 반영될 수 있으며, 주주, 거래은행, 종업원, 고객 등의 이해관계가 사전에 조정될 수 있다.

일본에서는 기업이나 은행이 다른 기업의 주식을 보유할 수 있기 때문에 많은 금융기관과 사업법인들이 주식을 상호 소유하여 기업계열을 형성하고 있다. 1995년에 상장기업의 소유자별 주식분포를 살펴보면 금융기관과 사업법인이 각각 42.8%와 23.6%를 보유하여 금융기관과 기업이 상장기업 주식의 66.4%를 보유하고 있으며, 개인의 주식소유비율은 23.6%로 낮은 편이다.

46) Financial Times, 1998. 4. 17.

47) 사외감사의 독립성을 판단하는 기준은 최소한 지난 5년간 기업과 거래관계 등이 전혀 없어야 한다는 것이다.

<표 III-10> 상장기업 소유자별 주식분포

(단위: %)

년도	정부	금융기관	사업법인	개인	외국인
1990	0.6	46.9	25.2	23.1	4.2
1991	0.6	46.2	24.6	23.2	5.4
1992	0.6	45.7	24.3	23.9	5.5
1993	0.6	45.1	23.9	23.7	6.7
1994	0.7	44.6	23.8	23.5	7.4
1995	0.6	42.8	23.6	23.6	9.4

자료: 동경증권거래소, Fact Book.

제2차 세계대전 이후 일본의 재벌은 해체되었으나 미쓰이그룹, 미쓰비시그룹, 스미토모그룹 등 구 재벌계 기업계열은 기업간 주식의 상호소유를 통해 그룹 형태를 유지하고 있다. 해체되기 이전의 재벌과 달리 기업계열에서는 지배적인 대주주가 없어 구 재벌계 기업계열의 최대주주는 생명보험회사로서 5% 내외의 지분을 보유하고 있다. 구 재벌계 기업계열의 10대 주주 중에서 상위 주주는 주로 은행이나 생명보험회사 등 금융기관이고 나머지는 계열기업이 차지하고 있다. 후요우그룹, 상와그룹, 제일권업그룹 등 3대 은행계 기업계열의 최대주주는 은행 또는 생명보험회사이지만 10대 주주에서 금융기관의 지분율이 구 재벌계 기업계열에 비해 낮다.

Ⅲ. 각국의 기업지배구조

<표 III-11> 3대 구 재벌계 계열기업의 10대 주주

(단위: %)

순위	미쓰이그룹		미쓰비시그룹		스미토모그룹	
1	미쓰이생명	(3.42)	메이지생명	(5.00)	스미토모생명	(6.01)
2	사쿠라은행	(3.42)	미쓰비시신탁은행	(4.45)	스미토모신탁은행	(4.78)
3	미쓰이신탁은행	(2.70)	미쓰비시은행	(3.78)	스미토모은행	(3.55)
4	미쓰이해상화재	(1.68)	동경해상화재	(2.80)	스미토모상사	(1.86)
5	미쓰이물산	(0.87)	미쓰비시중공업	(2.43)	스미토모해상화재	(1.39)
6	미쓰이부동산	(0.60)	미쓰비시상사	(1.87)	스미토모금속공업	(1.26)
7	도시바	(.058)	아사히유리	(0.95)	일본전기	(1.26)
8	도요타자동차	(0.56)	미쓰비시지소	(0.79)	스미토모화학공업	(0.91)
9	도레이	(0.46)	미쓰비시마티	(0.73)	스미토모전기공업	(0.82)
10	미쓰이조선	(0.39)	미쓰비시화성	(0.66)	스미토모금속광업	(0.70)
			미쓰비시전기	(0.66)		

주: 1991년 평균지분을

자료: 공병호(1994), p. 30.

일본의 기업계열은 상호출자에 의해 기업간 연대관계를 형성하여 투자에 필요한 자금을 기업계열 내에서 조달하고, 많은 기업이 투자에 참여하여 투자위험을 분산시키고, 기업간 정보교류를 원활히 할 수 있다는 장점이 있다. 그러나 기업간 주식의 상호보유는 기업내부자에 의한 기업지배를 강화하여 경영의 투명성과 효율성을 저하시키고 주식의 내부자거래를 촉진할 우려가 있다.

<표 III-12> 3대 은행계 기업계열의 10대 주주

(단위: %)

순위	후요우그룹	상와그룹	제일권업그룹
1	후지은행 (3.70)	일본생명 (3.86)	제일권업은행 (3.57)
2	야스다생명 (2.78)	상와은행 (3.51)	아사히생명 (3.29)
3	야스다신탁은행(2.77)	동양신탁은행(2.46)	후지통운 (0.88)
4	야스다해상화재(1.69)	히타치제작소(2.30)	이토추상사 (0.40)
5	마루베니 (0.66)	대동생명 (0.76)	고하전기공업 (0.40)
6	닛산자동차 (0.63)	세키스이화학(0.56)	가와사키제철 (0.36)
7	대성건설 (0.42)	일상정압 (0.34)	고하전기금속 (0.27)
8	NKK (0.37)	대림조 (0.29)	가와사키중공업(0.25)
9	구보타 (0.24)	일본통운 (0.19)	후지통운 (0.24)
10	일본세멘트 (0.30)	다이한공업 (0.18)	세키스이건설 (0.20)

주: 1991년 평균지분율

자료: 공병호(1994), p. 30.

또한 기업계열에서 주축이 되는 기업은 계열기업의 경영에 참여하는 임원을 파견함으로써 기업간 유대관계를 강화시키고 있다. 6대 기업계열에서 상장기업에 파견된 임원은 1994년 자료에 의하면 모두 5,027명이다. 제일권업 계열은 1,182명의 임원을 파견하여 제일 많고, 스미토모 계열이 648명으로 제일 적다. 파견된 임원은 전무, 상무, 이사 등 실질적으로 업무에 직접 관여하는 임원이 3,200명으로 제일 많다.

일본 6대 기업계열의 경영감시기능은 사장회를 중심으로 형성되어 있다. 사장회에 속한 기업은 기업계열 내에서 비교적 규모가 큰 기업으로 동일 기업계열이나 다른 기업계열에 속한 기업의 주식을 다량 보유하고 있다. 사장회에 참여하고 있는 기업의 수는 <표 III-13>에서

### Ⅲ. 각국의 기업지배구조

1992년에 제일권업계열의 14개 사에서 상와계열의 44개 사로 기업계열 별로 차이가 있다. 사장회에 속한 기업들이 보유한 동일계열 기업의 상호출자 비율은 1992년에 평균 18.7%이고, 1사당 평균상호출자비율은 4.2%에 달하고 있다.

<표 III-13> 일본기업계열의 상호출자 현황(1992)

(단위 : %)

계 열	사장회 구성회사 수	상호출자비율	1사당평균상호출자
三井	24	16.6	3.3
三菱	30	26.3	5.0
住友	20	24.7	4.1
芙蓉	29	15.6	3.6
三和	44	16.7	5.5
一勸	14	12.2	3.5
평균	26.7	18.7	4.2

주: 
$$\text{상호출자비율} = \frac{\text{사장회 회원기업이 보유하는 회원기업주식합계}}{\text{회원기업 총발행주식수}}$$

자료: 일본동양경제, 『기업계열총람』, 이영기(1996)에서 전재

사장회는 기업계열을 형성한 기업들 중에서 중요한 기업의 사장들이 정기적으로 만나는 모임으로 사장회에서 중요한 경영전략이 협의되고 정보교환이 이루어진다. 사장회에서 공식적인 의사결정은 이루어지지 않지만, 관례상 사장회에서 결정된 사항은 모든 기업들이 준수하고 있다. 따라서 일본 기업의 경영자는 의사결정 권한을 다른 기업의 경영자와 공유하고 있으며, 다양한 경험과 전문성을 가진 많은 사람들이 경

영전략결정에 참여하여 의사결정과정의 합리성을 높이고 있다.

이러한 조직에 의한 기업지배구조는 그동안 기업의 기술혁신과 신제품개발을 촉진하여 일본기업의 경쟁력을 향상시킨 것으로 평가되었다. 또한 계열기업을 통해 신기술이나 신제품에 대한 수요를 안정적으로 확보할 수 있으므로 신기술이나 신제품 개발에 따른 위험부담이 적다는 것도 기업계열을 통한 기업지배구조의 장점으로 지적된다.

<표 III-14> 6대 기업계열의 상장기업에 파견한 임원 현황

구 분	三井系	三菱系	住友系	芙蓉系	三和系	一勸系	6대계열 합 계
회 장 · 사 장							
· 부사장급	105	91	122	141	124	174	754
전무, 상무,							
이사	434	455	405	569	589	748	3,200
감 사	145	162	108	191	197	250	1,053
기 타	3	7	3	6	9	10	38
합 계	687	694	648	907	919	1,182	5,027

자료: 일본동양경제, 『기업계열총람』, 1994, 이영기(1996)에서 전재

기업계열에 소속된 기업들이 상호 연계되어 있는 경우에는 경영전략에 관한 의사결정이 여러 기관의 참여를 통한 합의에 의해 이루어지므로, 기업의 목표는 주주의 부의 극대화뿐만 아니라 주주, 경영자, 종업원, 은행 및 계열기업 등의 공동이익을 추구하는 것으로 확대된다. 따라서 개별기업의 이익보다는 집단의 이익이 우선하며 기업경영의 안

### Ⅲ. 각국의 기업지배구조

정성은 증가하나 수익성이 저하된다는 문제가 있다.

Nakatani(1984)의 분석에 의하면 일본기업의 계열관계는 관련된 기업의 수익성을 악화시키나 수익의 안정성은 높이는 것으로 나타났다. 따라서 Nakatani는 기업계열이 수익의 안정성을 확보하기 위해서 낮은 수익성을 감수한다고 주장하였다. 또한 기업의 자금조달시 채무상 제한조건이 완화된다는 이점도 있으므로 기업계열은 경영에 수반된 위험 부담과 자본시장에서 대리인비용을 감소시키는 것으로 판단된다.

Prowse(1992)는 기업계열에 속한 기업들과 기업계열에 속하지 않은 독립기업을 대상으로 소유집중도와 수익성을 비교 분석하였다. 연구결과 소유집중도는 기업계열에 속한 기업이나 독립기업에서 큰 차이가 없으며 기업계열에 속한 기업이나 독립기업 모두 소유집중도와 수익성 간에는 유의적인 관계가 없었다. 다만 기업계열에서 소유집중도는 경영을 통제함으로써 얻는 기업성과와 무관하였으나 독립기업 표본에서 소유집중도는 경영을 통제함으로써 얻는 기업성과에 민감하였다.

Prowse는 기업계열에 속한 기업과 독립기업은 상이한 기업지배구조(Corporate Governance System)를 갖고 있다고 주장하였다. 기업계열에 속한 기업의 경영자는 기업의 주주이자 장기적으로 금융관계를 유지해 온 은행에 의해 통제를 받으므로, 주주들은 지분율에 의해 기업을 통제할 수 없으며 비공식적인 조직에 의해 기업이 통제된다. 그러나 독립기업의 경우 경영자는 최대 지분을 소유한 대주주의 통제와 감시를 받기 때문에 대주주가 기업이익의 최대 수혜자가 된다. 일본에서는 그동안 이러한 두가지 기업지배구조가 공존해 왔고, 어느 하나가 크게 우월하지도 않았다. 그러나 일본기업들의 국제자본시장 의존도가 심화되고, 국내 자본시장에서 규제가 완화되고, 일본경제의 성장률이 둔화되고, 일본기업들의 내부유보 자금이 축적됨에 따라 기업계열에 소속된

기업들에 대한 지배수단이 변화하고 있다. 또한 기업계열 소속 기업들의 주거래은행에 대한 의존도가 약화되고 있기 때문에 기업계열 소속 기업들의 지배구조도 독립기업의 지배구조처럼 주주중심의 경영으로 변화하고 있다.

### 3) 주거래은행

독일과 마찬가지로 일본의 기업지배구조에서 주거래은행의 역할은 매우 중요하다. 기업계열도 은행을 중심으로 형성되며, 독립기업도 관행상 주거래은행과 긴밀한 거래관계를 유지하고 있다.

주거래은행은 기업으로부터 독립된 기관이지만 대체로 기업의 주요 주주이면서 동시에 최대 대출기관이다. 일반적으로 주거래은행은 주거래 관계가 있는 상장기업의 주식을 은행법에서 허용하는 한도인 5% 정도까지 보유하며 기업의 상위 5대 주주에 속하는 경우가 많다.<sup>48)</sup> 주거래은행은 거래기업에 대하여 주주로서 영향력도 행사하지만, 은행과 기업간의 관계는 주로 대출거래에 의해 유지되고 있다.

주요 기업계열에 속한 기업의 대주주 구조를 살펴보면 동일 계열에 속한 기업의 지분율이 매우 높을 뿐만 아니라 다른 기업계열에 속한 기업의 지분율도 매우 높음을 알 수 있다. 미쓰비시그룹의 경우 동일 기업계열내 기업의 지분율이 52.88%이다. 동일 기업계열내 기업의 지분율이 비교적 낮은 미쓰이그룹은 기업계열내 지분율이 34.37%이지만, 다른 기업계열 기업의 지분율이 27.50%로 매우 높다. 기업계열에 속한

---

48) 이영기(1996)

### Ⅲ. 각국의 기업지배구조

기업의 다른 기업계열 기업의 주식보유는 주로 금융기관에 의한 것으로 나타나고 있다. 미쓰이그룹의 경우에 다른 기업계열에 속한 기업의 지분율 27.50% 중에서 금융기관 지분율이 25.35%에 달하고 있다. 따라서 기업계열에 속한 기업의 인수는 동일 기업계열에 속한 기업이나 다른 기업계열에 속한 기업의 동의 없이는 거의 불가능하다.

기업계열내 금융기관과 계열기업간의 주식소유지분과 대출거래를 분석하면 다음과 같다. <표 Ⅲ-15>에서 6대 기업계열의 사장회에 속한 기업들이 보유하고 있는 계열내 금융기관 지분율은 평균 25%이며, 한 기업당 평균지분율은 0.93%이다. 그러나 계열기업이 계열내 금융기관으로부터 차입한 차입금이 총차입금에서 차지하는 비율인 대출비중은 평균 19%에 달하고 있다. 따라서 기업계열내의 기업과 금융기관의 관계도 주식의 상호소유보다는 대출거래 관계가 보다 중요함을 알 수 있다.

일본의 주거래은행제도에서도 기업은 주거래은행 이외에 다른 은행으로부터 자유롭게 차입할 수 있으나 다른 은행들은 관행상 신용상태 파악 등 차입기업에 대한 경영감시(Monitoring)기능을 주거래은행에 위임하는 경우가 많다. 또한 주거래은행은 기업에 대한 대출을 결정할 때에 다른 금융기관을 선도하며, 기업에 대한 거액 대출시 다른 금융기관에 대하여 기업정보를 제공하기도 한다. 즉, 일본에서는 주거래은행이 거래기업의 경영정보를 수집하고 평가하여 관련은행에 공급하는 감시 및 통제(Governance) 기능을 담당한다. 따라서 주거래은행은 기업의 내부자금 조달에 따른 제약을 완화시키고 금융경색 시에 기업의 자금난을 덜어주는 역할을 한다.

<표 III-15> 주요 기업계열의 대주주(상위 50위) 구조

(단위: %)

구 분	미쓰이	미쓰비시	스미토모	구재벌계 평 균	6 대기업 계열평균
동일기업계열내 기업	34.37	52.88	48.63	45.29	35.01
다른기업계열의 기업	27.50	17.39	21.09	21.99	26.41
금융기관	(25.35)	(15.88)	(18.05)	(19.76)	(23.83)
기 타	38.13	29.73	30.28	32.72	38.58
국내금융기관	(26.10)	(19.28)	(19.41)	(21.60)	(24.04)
국내사업회사	( 7.22)	( 4.12)	( 7.34)	( 6.23)	( 8.16)
외국회사	( 1.71)	( 4.75)	( 1.73)	( 2.73)	( 3.46)
기타	( 3.10)	( 1.58)	( 1.81)	( 2.16)	( 2.94)

- 주: 1. 주주상위 50위 지분율=(기업계열 소속기업의 주주 중 상위 50위를 차지하는 주주의 지분율 합계/생명보험회사를 제외한 각 기업계열 소속기업 수)×100
2. 위의 숫자는 지분율 순위로부터 본 주주 상위 50위 비중.
3. 주주 수 기준은 각 항에 속하는 주주가 주식상위 50위의 주식총수에서 차지하는 비중을 의미함.
4. 지분율 기준은 각 항에 속하는 주주의 지분율이 주식상위 50위 전부의 지분율 합계에서 차지하는 비중을 의미함.
5. 1991년 기준임.

자료: 公正去來委員會事務局, 「日本の6大企業集團-その組織と行動-」, 東洋經濟新報社, 1992, 공병호(1994)에서 전재

Ⅲ. 각국의 기업지배구조

<표 III-16> 일본 기업계열소속 금융기관별 계열소유지분

(단위 : %)

금 융 기 관		계열소유지분율	1기업당 평균지분율	계열대출비율
三井	三井銀行	25	1.19(5.69)	20
	三井信託銀行	23	1.09(4.24)	
	大正海上火災	28	1.35(5.16)	
三菱	三菱銀行	25	1.01(5.66)	21
	三菱信託銀行	28	1.14(4.86)	
	日本信託銀行	15	0.58(5.00)	
	東京海上火災	23	0.90(4.85)	
住友	住友銀行	19	1.07(6.08)	25
	住友信託銀行	26	1.38(4.18)	
	住友海上火災	25	1.31(4.69)	
芙蓉	富士銀行	27	0.96(4.85)	18
	安田信託銀行	29	1.02(3.96)	
	安田火災海上	18	0.63(4.79)	
三和	三和銀行	26	0.63(4.52)	19
	東洋信託銀行	24	0.56(4.79)	
一勸	第一勸業銀行	21	0.48(4.46)	12
	日産火災海上	20	0.46(5.00)	
	大成火災海上	40	0.91(8.09)	
平 均		25	0.93	19

주: 1. 1기업당 평균지분율은 각 계열소속 금융기관 주식에 대한 계열소속 사장회 기업들의 평균 출자비율이며, ( )안의 숫자는 최대주주의 지분율임.

2. 계열융자비율=동일계열금융기관으로부터의 차입금/총차입금

3. 자료는 1989년을 대상으로 함.

자료: 일본동양경제, 『기업계열총람』, 1991, 이영기(1996)에서 전재

앞에서 설명된 것처럼 일본의 주거래은행은 기업에 대한 경영감시와 통제기능을 하고 있다. 주거래은행은 기업에 대하여 대출채권과 주식을 보유할 뿐만 아니라 임원파견 등 경영에도 직접 참여함으로써 주주와 채권자간, 주주와 경영자간, 채권자와 경영자간의 이해상충문제를 완화하여 정보유통비용을 절감시키는 기능을 하고 있다.

자본시장이 성숙하지 못하고 기업회계정보의 투명성이 낮은 경우 주거래은행이 기업경영에 직접 참여하는 내부자로서 기업의 내부정보를 취득할 수 있다는 것은 매우 중요하다. 자본시장이 발달한 경우에는 기업정보의 투명성이 높고 기업정보가 즉시 주가에 반영되므로 주식시장의 시장기능에 의한 경영감시가 가능하나, 자본시장이 미성숙한 경우에는 주거래은행이 기업에 임원을 파견하여 경영정책 결정에 참여함으로써 기업경영의 효율성을 높이고 기업정보를 외부에 전달하는 기능을 수행할 수 있다.

주거래은행은 또한 기업이 부실화된 경우 경영에 직접 개입하기도 한다. 주거래은행은 기업경영에 참여하는 임원을 통해 기업경영에 관한 정보를 항상 취득하고 있기 때문에 기업의 경영이 어려운 상황에서 기업소생을 위해 금융지원을 하거나 기업의 정리 또는 청산을 주도할 수 있고 경영자교체 등 경영진을 문책할 수도 있다. 미국에서는 기업이 부실해지는 경우 파산법에 따라 일시에 기업정리가 행해지나, 일본에서는 주거래은행이 기업경영을 항상 감시하고 기업부실화를 사전에 방지하기 위해 노력하고 있다

주거래은행의 이러한 역할은 주거래은행이 주 채권자로서 부실화된 기업과의 오랜 거래관계를 통해 기업경영에 관한 내부정보를 확보하고 있으므로 기업회생에 대한 판단을 보다 정확히 할 수 있으며 채권자간 조정을 용이하게 추진할 수 있음에 기인한다. 그러나 주거래은행이 기

### Ⅲ. 각국의 기업지배구조

업경영에 관여하는 경우 주거래은행의 채권은 다른 청구권에 비해 후 순위가 되므로 은행이 기업의 구제비용 혹은 청산비용의 많은 부분을 부담하게 된다는 문제가 있다.<sup>49)</sup>

기업지배구조에서 주거래은행의 역할은 경제의 비효율성을 증가시킬 수도 있다. 주거래은행은 기업계열에 속한 기업 중 하나로서 계열기업이 부실해지는 경우에도 계속 자금을 공급하여 한계기업의 퇴출을 지연시키거나 기업부실을 증대시켜 금융자원의 비효율적인 사용을 초래할 수 있다. 또한 주거래은행이 취득한 기업정보가 외부에 공개되지 않고 은행 내부에서만 사용되는 경우 기업의 사적 정보를 이용한 내부자거래를 촉진할 수 있다. 이에 따라 자본시장에서 정보효율성이 저하되고 금융자원의 배분이 왜곡되는 등 경제에 비효율성이 초래될 수도 있다.

#### 마. 우리나라

우리나라 기업의 지배구조에서 최고경영자의 기업경영을 감독하는 기관은 이사회와 감사이다. 그러나 대주주에 의한 소유자경영으로 소유자인 대주주가 실질적으로 최종적인 의사결정뿐만 아니라 이사의 업무집행을 감독하고 있다. 즉, 대주주가 직접 경영자로 기업경영에 참여할 때는 물론 전문경영자에게 경영을 위임한 경우에도 대주주가 실질적인 경영권을 행사하고 있으며 전문경영자와 이사의 업무집행을 감시하고 있다.<sup>50)</sup>

---

49) 이영기(1996)

소유자경영은 자본주의 발달의 초기단계 또는 소규모기업에서 흔히 볼 수 있는 기업지배구조이다. 우리나라 자본주의의 역사가 일천하여 기업을 일으킨 창업자가 아직도 기업경영에 관여하는 경우가 많다. 창업경영자는 치열한 경쟁을 이기고 기업을 성장시킨 유능한 경영자이므로 대주주로서 경영성과의 배분에 참여하는 창업경영자에 의한 경영은 소유자와 경영자간 대리인비용을 감소시키는 이점이 있다. 또한 소유와 경영의 일체화로 소유경영자는 책임경영을 할 수 있으며, 신규 첨단 분야나 투자위험이 큰 전략적 사업을 과감하게 추진할 수 있어 우리나라 경제발전에 기여한 공이 크다.

그러나 기업규모가 커지고 주식소유가 분산됨에 따라 소유경영자에 의한 독단적인 경영이 초래하는 문제가 심각해지며, 대주주의 이익을 위해 소액주주나 채권자의 이익이 침해를 받는 대리인문제가 발생하게 된다.<sup>50)</sup> 대주주는 전문경영자와 마찬가지로 기업의 경영자로서 일반주주의 이익에 반하여 경영자가 갖는 이익동기에 따라 행동할 수 있다. 즉, 소유경영자가 자신의 이익을 위해 기업에 비용을 과다하게 부담시키는 대리인문제가 있다. 이러한 대리인문제는 경영자인 대주주의 지분이 적을수록 사용한 비용에서 자신의 부담이 작게 되므로 더욱 심해진다.

또한 대주주와 소액주주간 이해관계가 다른 경우에 소유경영자는 소액주주의 이익에 반하는 경영을 할 수도 있다. 소액주주는 다양한 투

---

50) 재벌그룹의 경우 개별기업의 경영을 전문경영인에게 위임하기도 하나 회장비서실 또는 종합기획실 등의 조직에 의해 대주주가 개별기업에 대하여 경영권을 행사하며 업무집행을 감독하고 있다.

51) 대주주의 기업경영에 따른 이익은 경영권 프리미엄에 반영된다. 무의결권 보통주에 관한 실증분석에 의하면 우리나라 기업의 경영권 프리미엄은 주가의 50% 이상인 것으로 추정된다. 즉, 소유경영자는 기업인수시 경영권을 확보하기 위해 주식의 시장가격의 2배 이상을 지불하고 있다.

### Ⅲ. 각국의 기업지배구조

자 포트폴리오를 구성하여 투자위험을 분산할 수 있으나, 대주주인 경영자는 포트폴리오 투자의 다양화에 의해 투자위험을 분산시킬 수 없으므로 자신의 투자위험을 감소시키기 위해 기업신설이나 상호출자 등의 방법으로 새로운 업종에 진출하거나 계열기업에 대한 투자를 증가시키고 있다. 뿐만 아니라 계열기업간 내부거래를 통해 대주주의 지분율이 높은 계열기업으로 부를 이전함으로써 대주주 개인의 이익이 극대화되고 소액주주와 채권자의 이익이 손상될 수 있다. 이러한 대주주와 소액주주 또는 채권자간의 이해상충과 대리인 문제는 대주주의 지분율이 낮을수록 경영감시를 위한 통제장치가 미흡할수록 증대된다.

소유경영자의 독단적인 경영에 따른 폐해는 소유경영자의 경영권 세습에 의해 더욱 악화되고 있다. 창업경영자와 달리 세습된 소유경영자는 경영능력이 부족할 가능성이 크고, 기업규모의 확대, 퇴출되어야 할 기업에 대한 투자확대, 비관련다각화 등에 보다 치중하여 기업부실을 촉진하고 있다.

경영의 투명성이 확보된 경우에 소유자경영으로 인한 경영부실은 사전에 방지할 수 있으나 우리나라 기업은 경영투명성이 결여되어 경영부실이 증가하고 있다. 불충분한 기업공시제도와 부정확한 회계정보 등으로 인하여 불투명한 기업경영은 경영자와 외부주주 또는 이해관계자간 정보차이를 확대시켜 소유경영자의 독단적인 경영에 의한 폐해가 경영부실이 누적된 후에 비로소 외부 이해관계자에게 알려지게 된다.

상호출자에 의한 기업집단의 형성과 기업집단의 중앙집권적인 통제도 우리나라 기업지배구조의 특징이다. 소유경영자는 자신의 투자위험을 분산시키기 위해 수익성을 위주로 한 개별기업의 성장보다는 다각화를 위한 규모확대에 치중하고, 기업간 상호출자에 의해 다양한 업종의 다수 기업에 대한 투자를 증대시키고 있다. 기업집단에 다수의 기업

들이 포함되어 이들에 대한 소유경영자의 통제는 회장비서실 등의 조직을 통해 중앙집권적인 방식으로 이루어진다.

경제성장에 따라 기업규모가 대형화되고 대주주의 부가 증가하였으나 기업의 성장속도가 대주주 부의 성장속도보다 커서 개별기업의 대주주 지분율은 하락하고 있다. 따라서 대주주는 기업에 대한 영향력을 유지하기 위하여 기업간 상호출자와 기업의 차입의존도를 증가시키게 되었다. 상장기업의 대주주 1인 평균지분율은 1986년 35.6%에서 1996년 22.7%로 급속히 하락하였고, 30대 대규모기업집단의 내부지분율도 1987년 56.2%에서 1997년 43.0%로 낮아졌다. 특히 대주주 및 특수관계인의 지분율은 1987년 15.8%에서 1997년 8.5%로 급격하게 감소하였고 계열기업의 지분율도 1987년 40.4%에서 1997년 34.5%로 감소하였다.

공정거래위원회에 의하면 1997년 4월의 30대 대규모기업집단의 기업공개비율은 회사 수를 기준으로 할 때 22.6%, 자본금을 기준으로 59.6%로서 아직도 대규모기업집단은 비상장기업을 많이 포함하고 있다. 비상장기업에 대해서는 정보공시 등 경영투명성에 관한 규제가 적으므로 대규모기업집단에서 상장기업에 대한 지분율 유지가 비공개기업을 통해 많이 이루어지고 있다. 또한 1997년 결산기말 기준 30대 대규모기업집단 소속 비금융회사의 평균 자기자본비율이 20.6%로서 매우 낮다. 따라서 대규모기업집단은 계열기업간 상호투자와 타인자본에 의존하여 소유경영자가 공개기업의 경영권을 유지하는 것으로 판단된다.

우리나라 기업지배구조에서 정부의 역할도 중요하다. 그 동안 경제 성장에 필요한 자금의 만성적인 부족 상황에서 기업에 대한 정부의 정책자금지원은 기업지배구조에 큰 영향을 주었다. 즉, 정부가 경제정책 수행에 필요한 산업에 대하여 정책자금의 지원과 함께 기업경영에 관여함으로써 경영감시기능을 수행하였다. 자본시장 기능이 미약하고 기

### Ⅲ. 각국의 기업지배구조

업경영의 투명성이 결여된 경우에 정부에 의한 경영감시는 매우 효과적인 방법으로 우리나라 경제성장의 견인차 역할을 하였다.

<표 III-17> 상장기업의 대주주 1인 평균지분을 변화추이

(단위: %)

1986	1988	1993	1994	1995	1996
35.6	28.3	22.5	23.8	22.8	22.7

자료: 공정거래위원회

<표 III-18> 30대 대규모기업집단의 내부지분율

(단위: %)

구 분	87. 4월	90. 4월	92. 4월	93. 4월	94. 4월	97. 4월
내부지분율	56.2	45.4	46.2	43.4	42.7	43.0
대주주 및 특수관계인	15.8	13.7	12.8	10.2	9.6	8.5
계열회사	40.4	31.7	33.4	33.2	33.1	34.5

자료: 공정거래위원회

그러나 정부에 의한 경영감시는 정치권력과 소유경영자간에 정경유착을 촉진하여 기업간 불공정거래와 비효율적인 자본운용으로 기업의 수익성과 경제의 효율성이 저하되었다. 또한 기업의 경영실패시 책임

소재가 모호하여 소유경영자의 책임회피가 가능하며, 경영실패로 인한 비용을 정부가 보전하여 소유경영자의 도덕적 위해(Moral Hazard)를 유발하고 국민부담을 증가시켰다. 그러나 금융시장의 시장경제체제로의 전환, 자본시장의 양적 성장, 기업공개에 따른 이해관계자의 증가 등에 따라 정부에 의한 경영감시기능이 변화해야 할 필요성이 인식되고 있다.

기업의 주된 대출기관으로서 금융기관의 기업에 대한 경영감시기능도 매우 중요하나 그 동안 활성화되지 못하였다. 국가경제의 고도성장에는 필요한 자금을 주로 은행에서 조달하여 기업의 은행차입 비중이 크며, 기업의 부채비율이 매우 높다. 직접금융시장이 발달한 미국이나 영국 기업의 부채비율은 독일이나 일본에 비해 매우 낮다. <표 III-19>에서 미국 비금융기업의 부채비율은 100%내외, 영국은 50% 내외이고, 일본 비금융기업의 부채비율은 200% 내외, 독일은 150% 내외이다. 그러나 우리나라 비금융기업의 부채비율은 1990년부터 1995년까지 300% 내외로서 미국은 물론 일본이나 독일에 비해서도 매우 높은 수준이다.<sup>52)</sup>

은행은 대출기관으로서 뿐만 아니라 은행의 주식소유가 허용되어 채권자 겸 주주로서 은행에 의한 기업경영감시의 필요성은 매우 높다. 그러나 그 동안 은행은 정부의 경제정책에 따라 금융자원을 배분하는 수동적인 역할을 해 왔으며, 담보대출 비중이 높아 적극적인 기업경영감시의 필요성이 적었다.

---

52) 1996년 이후 경제침체와 고금리 등으로 인하여 비금융기업의 부채비율은 급속도로 더욱 높아졌다.

Ⅲ. 각국의 기업지배구조

<표 III-19> 비금융기업의 부채비율

(단위: %)

	1990년	1991년	1992년	1993년	1994년	1995년
한 국	285.5	306.6	318.7	294.8	302.5	286.7
미 국	96.2	103.2	113.6	112.1	106.6	n/a
일 본	218.4	212.9	205.1	198.7	196.4	194.3
독 일	159.0	160.2	153.9	158.2	151.7	149.3
영 국	55.0	53.0	51.9	45.6	46.3	82.4

자료: OECD Financial Statistics ; 한국은행, 「기업경영분석」, 각호

정부에 의한 경영감시의 미비점을 보완하고 기업에 대한 통제를 강화하기 위해 주거래은행 제도를 도입하였으나, 주거래은행의 감시기능도 미약하였다. 여신관리를 위해 지정된 주거래은행이 기업의 최대 거래은행이 아닌 경우가 많으며, 주거래은행의 대출점유율 평균도 크게 낮아지고 있다. 1992년 총 대출에서 주거래은행이 기업의 최대 거래은행인 경우는 63개 기업 중 14개에 불과하며, 4위 이하인 경우도 18개에 달하고 있다. 운전자금 대출에서도 주거래은행의 위치는 유사하다. 더구나 1985년과 1992년 자료를 비교할 때 최근에 주거래은행의 위치는 더욱 위축되고 있다. 총 대출에서 주거래은행이 1위인 경우는 1985년 37개에서 1992년 14개로 줄고, 4위 이하인 경우는 2개에서 18개로 늘었다. 따라서 경제규모의 성장과 세계화 추세에 따라 기업과 주거래은행간의 관계가 약화되고 있음을 알 수 있다.

우리나라 기업지배구조에서 주식시장의 시장기능과 기관투자가의 기능도 미약하다. 자본시장의 역사가 일천할 뿐만 아니라 소유자경영

으로 기업정보의 공개가 억제되고 회계정보의 정확성이 결여되어 경영의 투명성이 낮다. 또한 기업간 상호지분 소유와 적대적 기업인수에 대한 부정적인 문화적 특성으로 외부투자자에 의한 적대적 기업인수도 쉽지 않다. 따라서 주식시장의 시장기능에 의한 경영감시가 아직도 미흡한 상태이다.

우리나라 상장기업의 소유자별 주식분포를 살펴보면 1980년대까지는 개인투자자 비중이 50%를 상회하였으나 1992년 주식시장이 대외개방된 이후 개인투자자 비중이 급격히 감소하고 기업의 지분율이 증가하였으나 기관투자자인 금융기관의 지분율은 26-28% 수준을 유지하고 있다.

<표 III-20> 주거래은행의 대출순위

(단위: 개사)

구분	순위	계	250억원 미만	250억원 ~ 1,000억원	1,000억원 ~ 3,000억원	3,000억원 이상
총대출	1위	14(37)	2( 4)	5(17)	5(14)	2(2)
	2위	25(14)	3(-)	12(5)	9(6)	1(3)
	3위	6(10)	-( 1)	1(6)	3(3)	2(-)
	4위이하	18( 2)	1( 1)	11(1)	6(-)	-(-)
운전 자금 대출	1위	22(39)	10(13)	7(17)	5(7)	(2)
	2위	14(13)	3( 4)	6( 3)	3(5)	2(1)
	3위	10( 8)	4( 3)	6( 5)		
	4위이하	17( 3)	4( 1)	8( 2)	4	1

주: 수치는 1992년 기준, ( )안은 1985년 기준.

자료: 안종길(1995), p. 92.

### Ⅲ. 각국의 기업지배구조

금융기관은 기관투자가로서 1996년에 26.08%의 주식을 보유하고 있으나 대부분의 금융기관이 재벌그룹의 소유이거나 재벌그룹과 밀접한 관계를 갖고 있어 기관투자가로서 역할이 제한되고 있다. 또한 재벌그룹과 관련이 있는 금융기관은 다른 재벌과 관련이 있는 기업의 경영에 대한 간섭을 가급적 피하고 있다. 재벌그룹에 속한 금융기관이 다른 재벌그룹에 속한 기업의 경영에 관여할 경우에는 다른 재벌그룹의 금융기관도 당해 재벌그룹 기업에 대하여 경영관여를 할 수 있으므로 일반적으로 금융기관은 기업경영에 관여하지 않고 있다. 따라서 금융기관이 증권시장에서 차지하는 비중이 작지 않으나 기관투자가로서 기업경영 감시기능은 매우 미약하다.

<표 III-21> 상장기업 소유자별 주식분포

(단위: %)

년도	정부*	금융기관	기타법인	개인	외국인
1990	10.25	26.47	15.60	45.99	1.69
1991	9.96	27.59	15.49	44.47	2.49
1992	9.20	27.97	18.77	39.93	4.13
1993	8.58	27.95	17.16	37.57	8.74
1994	8.63	27.21	18.18	36.87	9.11
1995	8.03	26.78	18.65	36.42	10.12
1996	7.40	26.08	20.65	34.29	11.58

\* : 정부관리업체 포함

자료: 증권거래소, 「주식」.

이상에서 논의한 우리나라 기업지배구조의 특징과 문제점을 요약하면 다음과 같다. 창업자 또는 후계자에 의한 소유경영은 소유와 경영의 분리에 따른 대리인비용을 절감할 수 있으나 소유자의 기업경영에 대한 관여로 기업의 공식적인 감시기관인 이사회와 감사의 기능이 미약하다. 또한 자본시장의 발달이 미흡하여 주식시장의 시장기능과 기업인수시장에 의한 경영감시기능도 활발하지 못하다. 그 동안 정부에 의한 감시기능이 주요 역할을 하였으나 자본시장 개방 등의 영향으로 정부의 감시기능도 한계에 도달하였다. 기업에 대한 대출기관인 은행의 기업경영 감시기능도 미흡하고, 기관투자자들도 재벌그룹과의 관계로 인하여 기업경영에 대한 감시가 충분하지 아니하다. 따라서 우리나라 기업의 소유경영자가 경영능력이 없는 경우에도 외부기관 또는 내부기관에 의한 감시와 견제가 불가능하다는 것이 문제가 된다.

그러나 향후에는 외국인투자자의 국내시장 참여 증가와 소액주주의 주주권보호 확대 등에 따라 시장규율에 의한 경영감시기능이 활성화되고, 관련법률의 개정 등에 따라 이사회와 감사의 기능이 보완됨으로써 국내기업의 지배구조는 새로운 변신을 할 것으로 기대된다.

이상에서 미국, 독일, 일본, 우리나라 등의 기업지배구조의 특징에 대하여 살펴보았다. 각국의 기업지배구조는 기업의 환경요인에 의한 영향을 많이 받아 차이가 있다. 특히 미국과 독일, 일본 등은 앞에서 살펴본 것처럼 전통적으로 기업지배구조에 상이한 점이 많다. 이상에서 논의한 사항 중 미국, 일본, 독일, 우리나라 기업지배구조의 특징을 <표 III-22>에 요약하였다.

Ⅲ. 각국의 기업지배구조

<표 III-22> 각국의 기업지배구조 비교

구 분	미 국	일 본	독 일	한 국
이사회실질권한	미흡	취약	강	취약
사외이사(독립성)	多 (不足)	있음 (거의 無)	감독 이사회 50%	있음 (거의 無)
CEO/이사회장	대개 겸직	대개 겸직	분리	대개 겸직
은행의 이사회 참여	少	보통	多	少
감사기능	감사위원회	감사회	감독이사회	감사
경영자보수의 인센티브효과(보수수준)	大(高)	小(低)	小(中)	小(低)
은행의 감시기능	弱	强	强	弱
주요금융방식	증권발행	은행대출	은행대출	은행대출
소유유형(주요주주)	분산 (개인, 기관)	집중 (은행, 계열법인)	집중 (법인, 은행, 가족)	집중 (가족, 계열법인)
자본시장	매우 유동적	다소 유동적	비유동적	다소 유동적
은행시스템	분산 거래	주거래은행	종합은행	주거래은행
소액주주의 감시기능	弱	弱	弱	弱
기업인수시장의 감시기능	强	거의 無	거의 無	弱
경영의 투명성	투명	반투명	반투명	불투명
소유/경영분리	완전 분리	분리	분리	불완전 분리
기업지배구조의 대표적인 특징	시장기능	계열관계, 비공식 관행	기업 지배 관련 법제 발달	소유경영자의 막강한 권한

자료: 이영기(1996)



## IV. 우리나라 기업지배구조의 개선방안

---

---

1. 내부지배구조의 개선
2. 주거래은행기능의 강화
3. 기관투자가의 역할 강화
4. 증권시장기능의 강화 및 소액주주의 권리강화



## IV. 우리나라 기업지배구조의 개선방안

### 1. 내부지배구조의 개선

기업의 외부지배구조는 기업경영에 대한 사후적인 통제방법으로 기업경영이 부실해 진 이후에 경영자에 대한 책임을 묻고 있으나, 내부지배구조는 사전적인 통제방법으로 경영부실을 사전에 방지할 수 있어 비용이 적게 소요된다.<sup>53)</sup> 그러나 내부지배구조의 핵심인 이사회를 구성하는 이사들이 최고경영자와 밀접한 관계를 갖는 경우에는 최고경영자에 대한 통제가 미흡하여 경영감시기능의 효율성이 의문시된다.

기업의 내부지배구조로서 이사회는 주식회사 제도가 도입된 나라에서는 모두 있으나 이사의 기능과 역할은 나라마다 다르다. 따라서 외국의 이사회제도를 부분적으로 도입하여 우리나라 이사회제도를 개선하는 것은 표준이 되는 이사회제도의 선택에 따른 문제와 도입시 국내제도와의 조화 가능성 등을 고려하여야 한다.

앞에서 살펴본 것처럼 미국의 기업지배구조에서는 이사의 역할이 매우 중요하다. 기업인수시장의 역할도 결국에는 이사의 구성을 변화시켜 기업경영에 대한 영향력을 발휘하는 것이다. 최근에 일본에서도 내부지배구조의 중요성을 새롭게 인식하여 이사회제도를 개선하고 있다. 이사회회장의 경영참여를 배제하고, 경영의 의사결정과 업무집행

---

53) 위임장경쟁(Proxy Contest)은 대표적인 사후통제방법이다. 미국에서는 위임장경쟁을 이용한 주주총회의 활성화가 1960년대 이후 활발하나 비용이 많이 소요된다는 단점이 널리 인식되고 있다.

을 분리하며, 이사회를 구성하는 이사 수를 감축하여 이사회 실질적인 감시기능을 제고하고, 이사의 책임을 명확히 하고 있다. 따라서 이사회회장과 최고경영자를 분리하여 회사경영에 대한 책임은 대표이사가 맡고, 이사회회장은 경영감시업무만을 담당하도록 하고 있다.<sup>54)</sup>

<표 IV-1> 일본기업의 임원회의 개혁현황

구분	기업	개혁내용
슬림화	도시바	임원 33명을 12명으로 감축
	후지사진필름	이사 수를 21명에서 15명으로 감축 집행임원 도입 검토
	아이와	21명을 10명으로 감축 집행임원 22명 선임
	호리바제작소	이사 수를 9명에서 7명으로 감축
독립위원회 설치	소니	보수위원회와 지명위원회 설치
	오므론	인사자문위원회 설치
대표권없는 회장제	후지쓰	사장이 대표권 없는 회장으로 취임
상무회폐지	미쓰비시 머티리얼	비상근임원만으로 구성된 경영회의 설치
	닛산자동차	감사 포함 경영전략회의 신설

자료: 한국경제신문(1998. 5. 27)

우리나라 기업의 내부지배구조는 앞에서 살펴본 것처럼 이사회와 감사로 구성된다. 이사회와 감사는 최고경영자의 경영활동을 감시하여

54) 후지쓰는 1998년부터 이사회회장과 대표이사를 분리하고 있다.

#### IV. 우리나라 기업지배구조의 개선방안

야 하나, 소유경영체제에서는 소유경영자가 실질적으로 이사와 감사를 선임하므로 이사회와 감사의 실질적인 경영감시기능이 제한된다. 따라서 내부지배구조의 기능을 강화하기 위해서는 이사회와 감사 제도의 본질적인 개선이 필요하다.

미국과 달리 우리나라 기업의 이사는 업무에 직접 종사하는 상임이사가 절대다수로 이사회는 경영정책결정 기능과 경영집행 기능을 동시에 수행하고 있다. 기업경영을 감시하고 통제하여야 하는 이사가 경영기능도 담당하여 경영자 자신이 스스로를 감독하는 모순이 있다. 더구나 기업경영의 핵심적인 전략의 결정권은 대주주가 보유하고 이사 등 전문경영자는 주로 그 결정을 집행하는 기능이나 통상적인 경영사항에 대해서만 권한을 갖는다. 따라서 외부주주 등 기업의 이해관계자를 대표하고 이들의 권익을 보호해야 할 이사회 기능의 기능이 매우 미약하다.

이러한 우리나라 현실을 감안할 때 이사회 기능의 강화를 위해서는 소유경영자의 이사회에 대한 영향력을 축소하고<sup>55)</sup>, 전문경영자의 권한을 강화하여야 하며, 이사의 업무집행 기능과 경영감시 기능의 분리가 필요하다. 이러한 원칙이 정착되어야 의사결정을 하는 자의 책임을 묻는 체제가 유지되어 경영자가 이사회에 책임을 지고 이사회는 주주에게 책임을 진다는 주식회사 기능의 기본원칙이 제대로 지켜질 수 있을 것이다.

이사가 그 임무를 원활하게 수행하기 위해서는 이사회가 재무, 판매 등 각 분야에서 전문적인 지식을 갖추고, 경영자에게 어려운 질문을 할

---

55) 소유경영자의 기업에 대한 영향력은 소유지분율에 비례한다. 「부록」에 정리된 실증분석에 의하면 대주주 1인의 지분율은 기업규모에 반비례하고, 자산수익률에 정비례하지만, 재벌그룹 소속여부는 영향을 주지 않고 있다. 따라서 기업의 성장에 따라 기업에 대한 대주주의 영향력은 자연스럽게 감소할 것으로 판단된다.

수 있고, 경영진을 교체할 수 있는 독립성을 갖춘 이사로 구성되어야 한다. 또한 이사회 활동의 투명성이 확보되어 이사에 대한 견제장치도 마련되어야 한다.

이사의 기능을 활성화하기 위해서는 이사회 구성 시에 다음 요소들이 고려되어야 한다.

- ① 이사들은 기업에 대하여 상당한 정도의 개인적인 이해관계를 갖고 있어야 한다. 기업의 경영성과와 연계된 이해관계를 유지하기 위해서 이사들이 상당한 양의 주식을 보유하도록 하는 것도 한 방법이 될 것이다.
- ② 이사의 독립성을 유지하기 위하여 소유경영자나 최고경영자의 이사선임에 관한 영향력을 배제하여야 한다.
- ③ 주주와 경영자간의 이해 다양성을 인정하고 이를 해결하는 기관으로서 사외이사 제도를 도입하고, 사외이사는 경영감시 기능의 수행을 위해 상당한 시간을 할애할 수 있어야 한다.
- ④ 권한의 집중을 막고 이사회 기능에 의한 견제와 균형을 유지하기 위하여 독립적인 사외이사가 이사회 결정에 영향력을 발휘할 수 있도록 이사회 다수를 사외이사로 구성하여야 한다.

따라서 우리나라 기업의 내부지배구조를 개선하기 위해서는 대표이사의 이사회회장 겸임 금지, 이사회적 적정규모 유지, 사외이사제도의 활성화, 사외감사제도의 활성화, 이사회 내에 위원회제도의 도입 등이 검토되어야 한다.

최고경영자가 이사회회장을 겸임하는 것은 의사결정의 일관성을 유지할 수 있다는 장점이 있지만<sup>56)</sup>, 이사회회장과 최고경영자의 분리는

#### IV. 우리나라 기업지배구조의 개선방안

다음과 같은 측면에서 주장되고 있다. 첫째, 이사회회장이 회사경영에도 관여하는 경우에 비해 이사회의 운영에 전념할 때 이사회 기능이 효과적으로 발휘될 것이다. 최고경영자가 이사회회장을 겸임하면 이사회 운영의 객관성이 결여되어 이사 기능의 적절성을 기대하기 어렵고 이사회가 비효율적으로 운영되기 쉽다. 둘째, 권한의 과도한 집중을 방지함으로써 최고경영자의 기업경영에 대한 견제기능을 강화하고 이사회의 독립성을 제고하기 위해 이사회회장과 최고경영자는 분리해야 한다.

이사는 업무에 직접 관여하는 상임이사와 사외이사로 구분한다. 상임이사는 기업내부 또는 기업외부에서 선임하나 사외이사는 기업의 경영진과 독립된 자를 선임하여, 상임이사와 사외이사로 이사회를 구성하고 상임이사만으로 “운영위원회(Executive Committee)”를 구성한다. 이사회는 기업의 경영전략 등 중요정책사항을 결정하도록 하고, 운영위원회는 업무집행과 관련된 세부사항을 결정하도록 한다.<sup>57)</sup>

우리나라 기업에서는 대주주의 경영에 대한 영향력이 매우 크므로 이사회의 경영감시 기능을 제고하기 위해 이사회회장을 사외이사 중에서 선임할 필요가 있다. 즉, 이사회회장은 사외이사 중에서 선임하고, 업무를 집행하는 최고경영자인 대표이사는 상임이사 중에서 선임하도록 한다.

이사회 기능은 크게 나누어 기업경영전략의 수립, 경영전략과 관련된 정책의 수립, 경영자에 대한 감시 및 감독, 주주와 이해관계자에 대한 책임 등이 있다. 이러한 이사회의 기능을 제대로 수행하기 위해서는 이사회 규모가 적정 수준으로 유지되어 의사결정과정의 합리적으로

---

56) 경쟁상황에서 최고경영자가 이사회회장을 겸임하는 것은 기업의 의사결정의 일관성을 유지할 수 있다는 장점이 있다.

57) 사외이사와 상임이사의 장점과 단점은 황인환(1998)을 참조한다.

운영되어야 한다. 적정이사의 수는 기업의 규모와 업종에 따라 상이하지만 일반적으로 10명 내외가 적정할 것이다.<sup>58)</sup>

이사회 의 빈도는 이사회 기능의 활성화 정도에 따라 나라마다 차이가 있다. 이사회 기능이 강한 미국에서는 이사회가 통상 매월 열리지만 이사회 기능이 약한 독일과 프랑스에서는 이사회가 매우 드물게 열리고 있다. 따라서 이사회 기능을 향상시키기 위해 이사회를 월 1회 내지 분기별 1회 이상 개최하도록 하고, 운영위원회는 수시로 갖도록 하되 운영위원회에서 결정된 사항은 추후에 이사회에서 검토하도록 한다.

이사회 의 구조는 4가지 형태가 있다. 업무에 관여하는 집행이사가 이사회를 구성하는 형태, 이사의 다수가 집행이사인 경우, 이사의 다수가 사외이사인 경우, 감독이사회와 경영이사회로 구성된 경우 등이 있다. 우리나라는 현재 이사의 다수가 집행이사인 이사회로서 영국의 제도와 유사하며 사외이사가 소유경영자나 최고경영자에 의해 선임되어 이사의 독립성 유지가 어렵다.

따라서 장기적으로는 사외이사가 다수인 이사회제도를 고려할 필요가 있다. 단기적으로는 현 제도에서 사외이사의 독립성을 제고하기 위하여 소액주주나 은행 등 기관투자가를 대표하는 사외이사를 선임하도록 하며<sup>59)</sup>, 대주주에 의한 사외이사 선임을 제한할 필요가 있다.<sup>60)</sup> 또한 사외이사의 경영감시 활동의 효율성을 제고하기 위하여 이사회에서

---

58) 영국에서는 대기업의 이사회가 7~11명의 이사로 구성되어 있다.

59) 기업의 이해관계자를 대표하는 사외이사와 상임이사간의 관계설정은 매우 중요하다. 사외이사가 상임이사와 친하게 되면 기업 일을 내부자의 관점에서 보게 되어 판단의 객관성 유지가 어렵다. 그러나 사외이사와 상임이사간의 관계가 소원하게 되면 기업경영에 관한 정보의 취득이 어려워 감시기능의 효율성이 저하될 수 있다.

60) 미국의 증권거래위원회나 우리나라 상장규정 등은 당해기업과 거래관계 여부 등을 사외이사 선임요건으로 정하고 있다.

#### IV. 우리나라 기업지배구조의 개선방안

사외이사가 다수를 차지하기 이전에는 사외이사 만으로 구성된 사외이사회를 구성하여 사외이사 활동의 활성화를 촉진할 필요가 있다.<sup>61)</sup>

사외이사 기능의 활성화를 위해서는 이사 임기의 차등화도 고려할 필요가 있다. 상임이사의 업무집행의 일관성을 유지하고 사외이사의 경영감시기능을 촉진하기 위해서 상임이사의 임기를 사외이사보다 장기로 할 필요가 있다. 즉, 상임이사의 임기는 3년 내지 5년으로 하고 사외이사의 임기는 1년 내지 3년으로 정하는 것도 사외이사에게 감시기능의 활성화를 촉진하는 유인이 될 것이다.

사외이사는 다양한 분야와 경력을 갖고 있는 외부인사로서 경영전략 결정의 전문성과 객관성을 제고하고 사전적 경영감시 기능을 통해 주주와 경영자간의 대리인비용을 줄이며 기업실패 가능성을 최소화할 수 있다. 또한 기업의 다양한 이해관계자(Stakeholder)의 대표를 사외이사로 선임함으로써 이사회가 주주뿐만 아니라 은행 등 채권자, 종업원, 고객 등의 이익을 대표하며, 이들간의 이해관계를 사전에 조정함으로써 의사결정의 합리성을 제고할 수 있다.

사외이사의 자격요건은 나라마다 조금씩 다르다. 영국은 가장 단순하게 사외이사를 정의하여 사외이사는 경영자로부터 독립되어야 하며 그들의 의사결정에 중대한 영향을 줄 수 있는 사업상 등의 관계를 회사와 갖지 않아야 한다. 호주와 캐나다에서는 상당한 비율의 주식소유도 독립성 결정에 영향을 주는 것으로 판단하고 있다. 그러나 영국과 미국에서는 이사가 경영자로부터 독립해야 하고 경영진과 주주의 이해가 상충한다는 것을 중요시하고 있다. 이런 관점에서 볼 때 이사가 당해 기업의 주식을 소유하는 것은 이사와 주주의 이해를 일치시키므로

---

61) 미국의 CalPERS는 사외이사의 경영감시를 촉진하기 위해 독립적이고 이해관계가 없는 사외이사, 사외이사의 활동을 돕는 지원체제, 경영자가 사외이사에게 제공하는 정보의 질 등을 중요시하고 있다.

사외이사가 상당한 양의 주식을 소유하도록 할 필요가 있다.

이사회는 하부기관으로 위원회 제도를 도입할 필요가 있다.<sup>62)</sup> 위원회 제도는 업무의 신속한 처리를 촉진하고, 사외이사가 기업에 관한 정보를 보다 쉽게 취득할 수 있게 하므로 상임이사로 구성된 운영위원회와 사외이사로 구성된 보수위원회를 도입할 필요가 있다. 운영위원회는 기업의 경영과 관련된 일상업무를 결정하고 보수위원회는 대표이사 와 상임이사의 보수를 결정하여 경영 효율성을 제고하도록 한다.

우리나라 기업의 경영을 감시하는 기관으로는 감사와 외부감사인도 있다. 우리나라 감사는 상법에 의한 기관으로서 경영자의 업무집행과 회계를 감사할 권한을 포괄적으로 갖고 있다. 그러나 감사가 최고경영자에 의해 기업경영에 관여하던 이사 중에서 선임되므로 감사의 독립성이 결여되어 경영감시기능이 제대로 발휘되지 않고 있다.

기업경영을 감시하는 제도로서 외부감사제도도 경영감시기능이 제한된다. 외부감사제도는 기업의 외부투자자에게 의사결정에 필요한 정보를 제공하고자 도입된 제도일 뿐만 아니라 외부감사인 선임 시에도 최고경영자가 관여하고 있으므로 본질적으로 기업경영을 감시하는 제도로서 한계가 있다.

미국에는 사외이사로 구성된 감사위원회가 있으나 우리나라에는 상법에 의한 기관인 감사가 있어 감사위원회의 기능을 대체할 수 있다. 다만, 감사가 경영감시 기능을 제대로 수행하기 위해서는 감사의 독립성과 전문성이 확보되어야 한다. 따라서 감사기능의 독립성과 전문성을 제고하기 위하여 상임감사 외에 사외감사제도의 도입을 고려할 필

---

62) 미국의 교직원퇴직연금기금(TIAA-CREF)이 1993년 9월에 발표한 기업지배구조에 관한 정책서는 감사위원회, 보수위원회, 지명위원회 등 주요 위원회를 사외이사로만 구성할 것을 주장하였다. 현재 대다수 기업의 감사위원회, 보수위원회, 지명위원회는 사외이사로만 구성되어 있다.

#### IV. 우리나라 기업지배구조의 개선방안

요가 있다. 감사의 독립성을 강화하기 위하여 감사의 자격요건을 강화하여 기업과 일정한 관계를 갖고 있던 이해관계자나 상임이사의 사외감사 선임을 금지하고, 기존의 상임감사와 사외감사로서 감사위원회(또는 감사회)를 구성하여 경영감시 기능을 향상시킬 필요가 있다.

우리나라는 혈연, 지연, 그리고 학연으로 이루어진 네트워크형 사회이므로 사외이사나 사외감사제도가 한국의 풍토와 기업 현실에 적합하지 않다는 주장도 있다. 네트워크형 사회에서 기업간 사외이사를 교환하여 선임한다면 기업 상호간에 경영감시기능을 대신해 주는 경영감시기능의 내부거래 현상을 촉진하여 경영감시기능의 효과를 기대하기 어렵다. 즉, 사외이사제도는 소유와 경영이 분리된 자본주의에 적합한 제도로서 소유경영 체제인 한국의 현실에서 내부 지배구조의 경영감시기능은 한계가 있을 것이다.

비록 전문경영자와 주주간의 대리인 문제를 전제로 한 사외이사제도나 사외감사제도의 도입이 우리나라 현실에 부적합한 면이 있으나, 사외이사와 사외감사는 독립성이 유지된다면 소유경영자의 독단적인 경영을 사전에 방지할 수 있을 것이다. 또한 내부지배구조의 개선만으로 소유경영자의 독단적인 경영에 따른 폐해를 방지할 수 없으며, 은행 등 기관투자자의 역할제고, 증권시장의 기능 활성화 등과 함께 기업의 내부지배구조가 변화되어야 기업의 효율성 제고를 위한 기업지배구조 개선이 이루어질 것으로 기대된다.

## 2. 주거래은행기능의 강화

우리나라 기업은 미국과 달리 소유경영체제이므로 우리나라 기업의 바람직한 기업지배구조를 구축하기 위해서는 소유와 경영의 분리에 근간을 두고 전문경영자에 대한 통제에 초점을 둔 미국식 기업지배구조를 그대로 도입하는 것은 적절하지 않다. 자본주의 발전단계, 우리나라의 사회·문화적 특성, 기업의 자금조달 형태, 자본시장의 국제적 통합성 등을 종합적으로 고려하여 우리나라 기업에 적합한 경영감시체제가 모색되어야 한다. 특히, 우리나라 기업은 외부자금 조달 의존도가 매우 높고, 부채비율과 단기차입 비중이 높아 기업의 자금조달에서 은행 등 금융기관 차입이 매우 중요하다. 따라서 기업에 대한 이해관계가 큰 은행의 경영감시 참여를 고려하여야 한다.

우리나라는 그 동안 고도 경제성장에 필요한 자원을 효율적으로 조달하기 위하여 정부가 경제체제를 주도적으로 운용하여 정부와 기업간에 일종의 대리인관계가 형성되었으며 기업에 대한 경영감시기능을 정부가 수행하였다. 그러나 경제체제가 민간이 주도하는 시장경제체제로 전환됨에 따라 정부의 역할이 쇠퇴하고 기업의 이해관계자인 주주와 금융기관의 비중이 커져 정부와 기업간의 대리인관계가 기업의 소유자인 대주주와 외부투자자간 대리인관계로 변화하고 있다. 따라서 정부의 기업에 대한 보호와 감시기능이 축소되고 주주 등 기업의 이해관계자가 부담하는 위험이 증대되고 있다

그 동안 정부는 금융기관의 건전성을 확보하고 재벌의 경제력집중을 억제하기 위해 금융과 산업을 엄격히 분리해 왔다.<sup>63)</sup> 그러나 기업의 혁신적인 기술개발과 설비투자를 지원하고 안정적인 경영체제를 확

63) 경제력집중과 기업지배구조에 관한 연구는 소일섭(1996)이 있다.

#### IV. 우리나라 기업지배구조의 개선방안

립함과 아울러 기업경영에 대한 효과적인 감시체제를 정립하기 위해 금융과 산업의 연계관계 형성도 기업지배구조의 효율성 증대 측면에서 검토할 필요가 있다. 증권시장의 발달에 따라 주식이나 채권의 발행을 통한 직접금융의 중요성이 증가하고 있으나, Mayer(1994)에 의하면 미국 등 선진국에서도 기업의 외부자금 조달수단으로서 은행차입이 아직도 매우 중요하다. 따라서 우리나라 기업지배구조 개선을 통한 기업의 경쟁력강화를 위해 은행 등 금융기관의 역할과 기능을 강화하는 방안을 검토할 필요가 있다.<sup>64)</sup>

Stiglitz(1991)는 기업에 대한 경영감시체제가 효과적으로 작동하기 위해서는 감시비용, 감시의 효율성, 감시를 위한 경제적 유인 등이 필요하며, 은행에 의한 경영감시는 이러한 조건들을 충족시킨다고 주장하였다. 은행은 기업과 장기적인 거래관계를 유지하며 기업에 관한 정보를 수집하고 있으므로 감시비용이 적게 들고, 대출의 갹신 또는 회수 등의 방법에 의해 기업을 효율적으로 규제할 수 있으며, 은행이 기업부도에 따른 비용을 주로 부담하므로 기업경영을 감시하려는 경제적 유인이 있다.

Diamond(1984, 1991)는 부채를 제공하는 은행이 감시기능을 담당할 경우에 비용이 최소화된다고 주장하였다. 은행의 주요 기능이 대출기업에 대한 정보를 수집하는 것이므로 정보수집비용이 절약될 수 있으며 소규모 개인투자자들이 은행을 기업활동을 감시하는 감시자로 선정함으로써 전체적으로 감시비용이 절감된다. 기업감시기능을 은행에 위임함으로써 개인투자자가 감시활동을 하는 경우에 발생할 수 있는 무임승차(Free Rider) 문제도 해결할 수 있다. 또한 Leland와 Pyle(1977)과 Fama(1985) 등은 은행이 자체적으로 정보를 생산하고 이를 대출결정에 사용하므로 자본시장의 정보비대칭 문제를 축소시켜 비용효율성

---

64) 이우관(1993)은 은행과 기업간의 관계에 대하여 연구하였다.

을 향상시킬 수 있다고 주장하였다.

은행에 의한 경영감시는 은행이 기업주식을 보유한 경우에 효율성이 더욱 제고될 수 있다. 주식시장의 경영감시는 사후적 감시체계이나, 주식을 보유한 은행은 기업의 투자계획 등에 관한 정보를 사전에 취득하여 기업의 경영의사결정에 직접 참여할 수 있으므로 사전적으로 경영감시를 할 수 있다. 사전적 경영감시는 기업경영의 실패 가능성을 감소시키므로 사후적 경영감시에 비해 효율적이며, 정보를 생산하고 위험을 관리하는 기능이 우월한 은행이 기업과 지속적인 관계를 갖고 인적 교류에 의해 정보를 축적하며 감시기능을 담당하므로 기업에 대한 감시체계의 효율성을 높일 수 있다.<sup>65)</sup>

이상에서 논의한 은행에 의한 경영통제의 이점은 다음과 같다. 첫째, 소유자와 채권자간 대리인비용과 경영자와 주주간 대리인비용을 동시에 줄일 수 있다. 둘째, 신용배분 등에 대한 정부개입이 축소되는 경우, 기업의 유동성 제약이 줄어 기업의 자금조달이 용이해 질 수 있다. 셋째, 은행의 안정적인 지원으로 기업의 경영자는 단기 경영성과보다는 장기적인 관점에서 사업추진이 가능하다. 넷째, 기업 증자 시에 은행의 참여로 대주주의 지분율이 저하되어 주식소유의 분산이 촉진된다. 마지막으로 전문적인 지식을 겸비한 은행 임직원의 기업경영 참여로 기업에 대한 영향력이 증대되어 정보불균형이 축소될 수 있다.<sup>66)</sup>

---

65) Lichtenberg와 Pushner(1992)에 의하면 금융기관의 주식보유는 기업성과에 긍정적인 영향을 준다. 금융기관이 주식을 보유하는 경우, 금융기관의 감시요인이 증대되어 대리인비용이 감소되고, 기업은 투자재원을 원활히 확보하여 자본비용이 감소한다. 그러나 기업간 상호주식보유는 주주구성을 안정화시켜 경영자의 장기적인 투자전략을 촉진하나, 경영자를 안주시켜 기업의 경영성과 부진을 초래할 수 있다.

66) Hoshi, Kashyap과 Scharfstein(1991)은 계열기업들이 주거래은행으로부터 쉽고 저렴하게 자금을 조달할 수 있어 적극적으로 투자를 추진할 수 있는 요인으로 다음 사항을 열거하고 있다. (1) 주거래은행의 경영자감시에 따

#### IV. 우리나라 기업지배구조의 개선방안

은행에 의한 기업경영감시는 주거래은행 제도에 의해 더욱 강화될 수 있다. 주거래은행은 거래기업의 경영을 지속적으로 감시할 뿐만 아니라 거래기업이 부실해지는 경우에 타 금융기관의 부실기업에 대한 채권을 인수한 후 부채를 자본으로 전환하여 기업경영의 정상화를 도모하거나 부실기업의 청산을 주도하기도 한다.

주거래은행제도가 성공적으로 정착되기 위해서는 은행과 기업간 상호신뢰와 정보교류, 그리고 주거래은행 역할에 대한 보상 등이 이루어져야 한다. 기업이 재무상 어려울 때에 주거래은행이 도움을 주어야 하며, 이러한 주거래은행의 역할을 촉진하기 위해서는 주거래은행이 경제적으로 실질적인 보상을 얻을 수 있어야 한다. 즉, 기업은 평소에 기업정보의 독점이나 거래 등을 통해 주거래은행에 금전적인 보상을 할 수 있어야 하며, 주거래은행은 실제로 기업이 곤경에 처했을 때 기업을 지원하여야 한다.

주거래은행 제도에 의해 기업이 얻을 수 있는 이점은 자금조달의 안정성과 금리부담의 실질적인 저하 등이다. 은행과 기업간의 긴밀한 관계유지가 차입기업의 자금조달 안정성뿐만 아니라 자금비용 및 차입조건 등에도 영향을 미치고 있다. Petersen과 Rajan(1994)은 중소기업이 금융기관과 긴밀한 관계를 유지함으로써 자금이용 가능성이 크게 증가하고 금융기관이 부과하는 이자율에도 다소 영향을 준다는 것을 발견하였다. Berger와 Udell(1995)은 장기간의 금융관계를 지속해 온 기업들이 그렇지 않은 기업들보다 낮은 금리를 지급하며 대출에 대해 담보를 제공하는 경우도 적다는 것을 발견하였다.

주거래은행 제도가 경제성장의 견인차 역할을 한 일본의 주거래은행

---

은 대리인비용 절감, (2) 계열기업에 경영자 파견에 따른 정보비대칭 문제 감소, (3) 채권자 구성이 주거래은행 중심으로 단순화되어 무임승차로 인한 문제 감소.

행제도의 현황과 문제점을 파악하는 것이 우리나라 주거래은행제도 개선에 도움이 될 것이다. 미국의 은행은 기업경영에 참여하지 못하도록 법으로 규제되고 있으나, 일본은 기업간 상호 주식보유로 인하여 일본 특유의 기업지배구조를 형성하고 있으며, 은행이 기업지배구조에서 핵심적인 역할을 담당하고 있다.

일본의 기업계열집단과 주거래은행을 중심으로 하는 조직에 의한 기업지배구조가 일본의 금융시장과 자본시장의 발전을 저해하였다는 것을 간과할 수 없다. 그러나 일본의 주거래은행은 거래기업에 대하여 최대 대출기관이며 동시에 주요주주이고 거래기업에 사외이사를 파견하여 기업경영에 관여함으로써 기업의 내부자금 조달에 따른 제약조건을 완화시키고 금융경색에 따른 어려움을 감소시켜, 기업의 안정적이고 장기적인 경영정책과 적극적인 기술개발 투자를 촉진하여 일본경제의 발전에 기여한 것은 사실이다. 이러한 은행의 역할은 대출자보다는 주주로서 기업경영에 참여하는 역할과 밀접하게 관련된 것으로 판단된다. 하지만 일본의 은행과 기업간 관계는 1990년대 경제침체에 따른 은행의 대출여력 감소, 대출기업 선정의 보수화, 기업의 수익성 악화에 따른 은행가치의 하락 등으로 인하여 주거래은행의 역할이 축소되고 있으며, 이러한 현상은 향후에 더욱 심화될 것으로 예상된다.

은행이 기업의 투자위험을 분담한다는 주장에도 의문이 제기되고 있다. Horiuchi, Packer와 Fukuda(1988)는 일본에서 주거래은행이 실제적으로 기업과 위험을 분담하는지를 분석하였다. 주거래은행이 거래기업의 위험을 분담한다면, 주거래은행관계의 변화는 기업이 직면하는 위험의 변화와 관련될 것이다. 따라서 이들은 개별기업들의 영업성과와 관련된 위험이 증가할수록 주거래은행관계가 변화될 가능성이 적다는 가설을 검증하였다. 실증분석 결과에 의하면 일본에서 주거래은행관계의 변화와 차입기업이 직면하는 위험의 변화사이에는 체계적인 관계가

#### IV. 우리나라 기업지배구조의 개선방안

발견되지 못하여 이러한 가설이 지지되지 못하여 이들은 주거래은행과 거래기업 사이에 위험분담기능이 존재하지 않는다고 주장하였다.

우리나라에서는 대주주에 의한 소유경영체제가 일반화되어 대주주인 경영자와 외부주주간에 발생하는 대리인문제를 완화하기 위해 대주주 경영자에 대한 외부주주들의 경영감시가 필요하나 대주주가 경영자이기 때문에 외부주주들에 의한 경영감시는 매우 어려우며 채권자인 은행의 경영감시기능도 기대하기 어렵다.

우리나라 은행은 채권자로서의 채무자인 기업의 경영을 감시할 만한 유인이 적다. 우리나라 상장기업의 외부자금 조달에서 은행 등 금융기관 차입이 차지하는 비중은 1997년에 54.34%로서 회사채나 주식의 발행에 의한 직접금융의 배에 달하고 있다. 그러나 우리나라 은행의 대출기능이 정부의 산업정책에 따라 금융자원을 배분하는데 있었으므로 기업이 은행으로부터 자금을 공급받고 은행이 기업의 경영을 감시하는 기업과 은행간의 관계가 정착되지 못하였다.

또한 은행과 기업간의 금융거래가 기업의 신용을 기반으로 하지 아니하고 기업의 담보제공을 조건으로 하여 기업에 대한 은행의 심사기능이 발전하지 못하였다. 거래기업이 부실화되는 경우에 은행이 대부분의 비용을 부담하므로 기업경영을 감시하려는 경제적 유인이 있으나 은행이 기업에 대해 담보대출을 하는 경우에는 기업부도에 따른 비용 부담이 작아져 기업경영을 감시하려는 유인이 감소한다.<sup>67)</sup>

---

67) Stiglitz(1991)

<표 IV-2> 1997년 상장기업 외부 자금조달 비중

간접금융	54.34%	직접금융	28.26%	해외조달	16.84%
은행	33.24	회사채발행	25.93	해외금융기관	6.26
증권	12.38	유상증자	1.87	해외증권	3.95
리스	3.28			기타	6.63
보험	3.19				
기타	2.26				

주: 12월말 결산기업, 비중은 연도중 증가액을 기준으로 계산  
 자료: 증권거래소

은행이 대출과 관련하여 담보물을 확보한 경우에는 거래기업이 재무적으로 어려운 경우 기업을 돕기 위한 구제금융에 참여할 유인이 적다. 왜냐하면 구제금융이 성공하는 경우 담보물을 확보한 거래은행의 이익이 적으며 구제금융이 시행되었지만 기업이 파산하는 경우 은행이 입은 손해가 구제금융을 하지 않은 은행에 비해 클 것이다. 따라서 기업대출과 관련된 담보물이 충분히 확보되어 부담하는 손해가 작을수록 은행이 구제금융에 참여할 가능성이 작게 된다.

주식의 소유분산도가 낮고 소유자경영이 시행되고 있는 우리나라 현실에서 주거래은행의 기능강화는 기업내부지배구조의 개선과 기관투자가 기능강화 등과 함께 고려하여야 한다. 주거래은행의 기능을 강화하기 위해서는 다음과 같은 방안들을 고려하여야 한다.

첫째, 은행경영에 대한 정부규제를 완화하고 은행의 책임경영체제가 확립되어야 한다. 은행이 효율적으로 경영되어야 거래기업에 대한 경영감시도 효율적으로 이루어질 수 있다. 은행의 거래기업에 대한 경영

#### IV. 우리나라 기업지배구조의 개선방안

관여는 은행의 대출이나 주식투자자의 극대화 관점에서 이루어져야 하며, 정부정책에 따른 은행의 기업경영 관여는 은행경영의 비효율성을 증가시켜 은행 부실을 촉진할 것이다. 또한 은행장과 임원들의 책임경영을 촉진하기 위하여 임원에 대한 보수가 경영성과와 연계되고 연임할 수 있는 경영환경이 조성되어야 한다. 은행장의 임기가 제한되고 연임이 허용되지 않으면 은행경영에 대한 유인이 적으며, 도덕적 위해(Moral Hazard) 등에 의해 은행의 경영부실이 초래될 가능성이 커질 것이다.

둘째, 은행의 건전 경영을 촉진하기 위하여 은행에 대한 감독은 강화되어야 한다. 은행 등 금융기관에 대한 정부규제가 완화되는 경우 수익성 위주의 은행경영은 은행의 안정성을 저해할 수 있으므로 은행경영의 안정성과 건전성을 유지하기 위한 사전 및 사후 감독이 강화되어야 한다. 특히, 은행 주식에 대한 소유제한이 완화되어 산업자본이 은행을 지배하는 경우, 산업자본의 이익을 위한 은행경영을 방지하기 위하여 엄격한 감독방안이 마련되어야 한다.

셋째, 은행의 자산운용에 대한 규제와 감독은 엄격히 시행되어야 한다. 은행주식에 대한 소유한도가 완화되는 경우 산업자본의 은행소유가 일반화될 것이다. 기업이 실질적으로 소유자에 의해 경영되는 경우 산업의 은행지배는 기업과 은행의 총체적인 부실을 초래할 가능성을 증가시키므로 관련기업에 대한 은행의 대출과 지급보증의 한도규제가 엄격히 시행되어야 하며, 관련기업주식에 대한 투자는 기업이 발행한 주식총수의 5% 이내 등으로 엄격히 규제되어야 한다. 또한 이러한 규제가 제대로 준수되도록 은행에 대한 감독을 강화하고, 위반시 은행장 등 책임자에 대한 처벌이 엄격하게 시행되어야 한다.

넷째, 주거래은행의 임직원이 거래기업의 사외이사로 참여하여 기업

경영에 관한 정보불균형을 축소하도록 하고, 기업규모에 비해 대출과 주식투자의 비중이 큰 경우에는 은행이 기업의 감사선임 시에도 관여할 수 있도록 하여야 한다. 또한 기관투자가로서 은행이 소유한 주식에 부여된 의결권이 은행판단에 의해 자율적으로 행사될 수 있도록 하여야 한다.

다섯째, 은행의 심사기능을 강화하고 주거래은행과 기업간 관계를 강화할 수 있도록 관련제도가 보완되어야 한다. 주거래은행과 기업간의 장기적이고 안정적인 관계가 유지되기 위해서는 기업의 설비투자계획 등에 대한 은행의 사전 심사기능이 제고되어야 한다. 은행 심사기능의 향상에 따라 기업경영의 효율성이 제고되어 기업의 부실경영을 방지할 수 있을 것이다. 또한 은행이 거래기업의 주식을 보유함으로써 Stiglitz(1991)의 주장처럼 기업경영감시를 위한 경제적 유인이 제공되고 은행과 기업간의 관계가 강화될 것이다.

IMF 구제금융 이후 경제환경과 금융환경의 급격한 변화에 따라 우리나라 기업지배구조의 개선을 위한 은행과 기업간의 관계 재정립이 요구되고 있다. 그 동안 정부가 관여해 오던 산업에 대한 자금공급을 시장경제체제에서는 민간 금융기관이 판단하여 결정하여야 하며, 금융자원의 효율적인 배분을 위한 은행과 기업간에 보다 긴밀한 관계가 형성되어야 한다.

세계적으로 은행업무가 겸업주의로 이행하는 추세에 따라 은행의 기업주식보유가 보다 자유화되고 기업의 은행주식 소유에 대한 제한이 완화되어 은행과 산업간 자본적 결합을 통한 연계관계가 강화될 것이다. 은행과 기업간의 자본적 연계관계 강화에 따라 기업에 대한 안정주주와 자금공급자로서 은행의 역할이 증시되고 있으며 기업경영을 감시하는 기관투자가로서 주거래은행의 기능을 제고하기 위한 제도개선 필

#### IV. 우리나라 기업지배구조의 개선방안

요성이 증가하고 있다.

따라서 경제력집중을 방지하기 위해서는 산업자본과 금융자본의 연계를 확일적으로 금지하기보다는 시너지 효과를 창출할 수 있도록 은행의 책임경영체제를 구축하고 기업경영에 대한 감시자로서 주거래은행의 기능을 강화해야 할 것이다. 은행의 경영감시 기능을 향상시키기 위해서는 은행이 보유한 기업주식에 대한 의결권을 보다 자유롭게 행사할 수 있도록 제도개선과 관행의 정착이 필요할 것이다.

주거래은행의 경영감시기능을 강화하는 경우, 은행의 감시능력을 검토하여야 한다. 일본과 독일에서는 은행중심의 기업지배구조가 발달하였으나 두 나라에서 은행의 역할은 역사적으로 상이한 환경에서 발전하여 세부적으로는 두 나라에서 은행의 역할은 상이하다. 따라서 은행에 의한 경영감시와 자본시장 등을 통한 경영감시가 상호보완적이라는 점을 감안하여 우리나라 환경에 적합한 주거래은행 제도를 정착시켜야 할 것이다. 특히, 은행중심의 기업지배구조에서는 은행이 보유중인 주식의 시장가치 하락에 따른 손실 부담 문제와 권한의 집중 문제를 간과해서는 안 된다. 현재 IMF 구제금융 이후 우리가 겪고 있는 금융기능의 악화는 제반환경여건의 차이에도 불구하고 미국이 1920년대에 경험한 문제와 유사하다는 점에서 은행기능의 강화는 신중하게 검토할 필요가 있을 것이다.

### 3. 기관투자자의 역할 강화

증권시장의 규모증대와 금융상품의 다변화에 따른 위험증가로 증권시장에서 개인투자자의 비중이 낮아지고 기관투자자의 중요성이 높아지고 있다. 또한 파생금융상품의 개발 등으로 인하여 금융시장의 구조가 복잡해져 개인투자자는 금융상품에 대한 직접투자보다는 투자신탁이나 상호기금(Mutual Fund) 등을 이용한 간접투자를 선호하게 되어 기관투자자의 비중이 더욱 커지고 있다.

미국 등 선진국에서는 기업연금과 개인연금이 급속도로 발달하여 자본시장에서 큰 몫을 차지하게 되었다. Drucker(1993)는 이러한 현상을 “연금기금자본주의(Pension Fund Capitalism)”라고 부르고 연금기금자본주의가 향후 선진국에서 보편적인 주식의 소유형태가 될 것으로 전망하고 있다. 연금기금자본주의는 기업을 지배하는 자본가가 없는 자본주의로서 연금기금의 본격적인 활동에 따라 기업지배구조에 새로운 변화가 예상된다. 연금기금을 비롯한 기관투자자의 대부분은 개인투자자 또는 연금수혜자의 대리인이므로 선의의 관리자로서 기업경영에 대한 감시(Monitoring)기능을 수행하여야 한다. 따라서 연금기금은 종래의 주주와 달리 기업경영을 지배하기보다는 대리인으로서 기업의 경영자가 그 기능을 잘 수행하도록 협조하고 감시하는 기능이 중요시된다.

우리나라의 경우에도 자본시장의 발달과 주식소유 분산의 확대에 따라 투자신탁 등 기관투자자가 증권시장에서 차지하는 비중이 1980년에 급속도로 증가하였다. 우리나라 기관투자자의 주식소유비중은 1980년 8.2%에서 1985년에는 14.4%, 1990년에는 26.5%로 급격히 증가하였다. 그러나 우리나라 기관투자자의 주식소유비중은 1990년 이후 26%~

#### IV. 우리나라 기업지배구조의 개선방안

28% 수준을 유지하여 일본이나 미국의 기관투자가 주식소유비중에 비해 상당히 낮다.

<부록>에 정리된 실증분석에 의하면 기관투자가 지분율 증가에 따라 대주주 1인 지분율이 감소하고 있다. 따라서 기관투자자가 증권시장에서 차지하는 비중이 증가함에 따라 대주주가 기업에 미치는 영향은 감소하고 기관투자자의 경영감시 기능이 더욱 중요시되는 것으로 판단된다.

<표 IV-3> 기관투자자의 주식소유비중

(단위: %)

년 도	미 국	일 본	한 국
1970년	16.1	33.5	n.a.
1980년	34.3	40.5	8.2
1985년	n.a.	44.2	14.4
1990년	42.7	46.9	26.5
1994년	46.6*	44.6	27.2
1995년	44.0*	42.8	26.8
1996년	45.6*	42.4	26.1

\* : 각 년도 9월말 자료임.

자료: NYSE, Fact Book; TSE, Fact Book.; 한국증권거래소, 「주식」

기관투자자는 일반적으로 기업경영에 적극적으로 관여하는 투자자와 소극적인 투자자로 구분할 수 있다.

기업경영감시에 소극적인 기관투자자는 투자위험을 줄이기 위해 자

금의 분산투자를 선호하여 개별기업에 대한 지분율이 낮고, 거래 회전율이 높으며 주식거래가 주가에 미치는 영향이 단기적이다. 이러한 기관투자는 기업과 정보교환에 소극적이고, 기업지배구조에 대한 관심이 크지 않다. 대표적인 소극적 기관투자가로는 펀드매니저가 있다.

경영에 적극 개입하는 기관투자는 일부 주식에 집중 투자하여 개별기업에 대한 지분율이 높고, 주식거래 회전율이 낮으며, 주식거래시 주가에 미치는 영향이 크다. 적극적인 기관투자는 기업과 긴밀하게 정보를 교환하고, 기업의 지배구조에 미치는 영향력이 크다. 이런 형태의 기관투자가로는 Warren Buffet의 Berkshire Hathaway Fund, 생명보험회사, 연금기금 등이 있다.

과거에 연금기금 등 기관투자는 투자한 기업의 경영성과가 만족스럽지 못한 경우에 관련된 주식을 매각하는 월가의 법칙(Wall Street Rule)을 준수하는 소극적인 투자자이었다. 그러나 기업의 직접금융 의존도가 높아지고 기관투자의 주식투자금액이 증가함에 따라 기관투자가가 소유한 주식을 증권시장에서 제 값에 처분하는 것이 어렵게 되었다. 따라서 주식매각에 의한 경영자규율은 비용이 과다한 비효율적인 방법이 되고, 기관투자자들은 자신의 이익을 보호하기 위하여 기업 경영에 직접 관여하는 경향이 증가하고 있다.

기관투자자들이 적극적으로 경영감시자 역할을 수행하게 된 이유는 기관투자의 수가 많아지고 지분율이 증가하여 최고경영자의 선임에 영향을 줄 수 있게 된 점도 고려하여야 한다. 김건우(1997)에 의하면 기관투자의 지분율이 높을수록 기관투자의 경영자 감시기능이 강화되고 경영자의 자의적 행동이 방지된다. Bathala, Moon과 Rao(1994)는 기관투자의 지분율이 높을수록 경영자와 주주의 갈등이 해소되고 자기자본의 대리인 비용이 감소하며 기업의 과다한 부채사용이 억제된

#### IV. 우리나라 기업지배구조의 개선방안

다고 주장하였다. 또한 Shleifer와 Vishny(1986)는 기관투자가가 경영자 감시의 역할을 하며, 특히 기관투자가는 기업가치를 증가시키는 기업인수의 성공에 기여한다고 주장하였다.<sup>68)</sup> 그리고 본 연구의 실증분석 결과에 의하면 기관투자가 지분율이 증가함에 따라 대주주의 지분율이 감소하고 있다. 따라서 기관투자가의 역할이 활성화됨에 따라 경영자는 소유 대주주보다는 일반주주의 이익에 부합한 경영에 치중하게 될 것으로 예상된다.

기관투자가의 경영관여는 국내기업 뿐만 아니라 해외투자의 활성화에 따라 외국기업에도 영향을 미치고 있다. 미국의 연금기금 등 기관투자가의 해외투자는 1990년 820억불에서 1994년 2,200억불로 급증하였다. 해외투자 증가와 함께 개인연금의 피신탁인 또는 수탁인인 기관투자가가 의결권을 행사해야 한다는 미국법규에 의한 규제에 따라 미국의 기관투자가는 외국기업의 경영에도 적극적으로 개입하고 있다.<sup>69)</sup>

기관투자가의 기업경영에 대한 영향력 행사로 기업지배구조에 현저한 변화가 일어나고 있다. 개인투자자에 비해 기관투자가는 다음과 같은 면에서 이점을 갖는다. 첫째, 기관투자가는 기업에 관한 정보의 수집, 분석 및 감시능력이 우월하여 자본시장의 정보효율성 제고에 기여한다. 둘째, 기관투자가들이 소유한 주식을 매각하는 경우 당해 기업주가에 큰 영향을 미칠 수 있다. 셋째, 기관투자가는 기업경영자에게 영향력을 행사할 수 있을 뿐만 아니라 기업인수와 합병 등에서도 결정적

---

68) Moyer, Chatfield 와 Sisneros(1989)의 실증분석에 의하면 기업경영에 대한 외부감시 활동이 대리인비용을 감소시킨다.

69) 미국 노동부는 1988년 이후 기업연금 운영의 적정화를 위해 의결권행사 등에 관한 제반규칙을 발표하고 있다. 특히, 1991년에는 외국주식에 대한 의결권행사에 관해서도 지침을 발표하였다. 외국기업에 대한 의결권행사를 촉진하기 위해 이를 대행하는 기업들이 설립되고 있다. 이러한 기업으로는 1988년에 설립된 Global Brokerage Service 등이 있다.

인 역할을 할 수 있다. 따라서 기업의 경영자는 기관투자자의 요구를 적극적으로 수용하는 경영전략을 채택하고 주주가치의 극대화에 노력하게 된다.

1970년대에 미국에서 성행한 기업인수는 기관투자자들이 대기업 주식을 대량 보유하고 있었기 때문에 가능하였다. 기관투자자는 기업사냥꾼(Corporate Raiders)들에게 자금을 공급하면서 기업사냥꾼들이 현재의 시장가격보다 높은 가격을 제시하면 보유한 주식을 매각함으로써 이들의 기업인수를 촉진하였다.

기관투자자의 적극적인 주주권행사에 따라 투자대상 기업의 경영자와 주주간 대리인비용이 절감되는 이점이 있으나 기관투자자가 주식회사인 경우에 기관투자자의 기업경영에 대한 영향력 행사는 새로운 이해상충 문제를 야기한다. 기관투자자인 금융기관의 경영자는 투자대상 기업의 주주와 회사에 투자한 투자자의 이익이 일치하지 않는 경우 선택의 문제가 발생한다. 이러한 현상은 가입자로부터 대규모 자금을 예치하여 운용하는 생명보험회사의 경우 매우 심각할 수 있다. 즉, 기관투자자인 생명보험회사는 투자대상기업의 주주의 이익과 보험가입자의 이익 중에서 누구의 이익을 위해 투자결정을 하여야 하는가 하는 문제가 발생한다.

경영자가 주식을 너무 많이 소유하면, 경영통제장치가 미약해져 경영자 안주주의에 빠지게 되며 분산불가능 위험이 증가한다. 기관투자자가 역시 너무 많은 주식을 보유하게 되면 거기에 따른 부작용이 발생한다. 예로서 기관투자자가 지나치게 주식소유 비율을 높이면 경영권의 안정보다는 수익성을 최대한 확보하기 위하여 경영진에게 단기 실적주의를 강요할 가능성이 높아진다. 최근에 미국의 기관투자자들은 기업의 수익률이 그들의 기대에 미치지 못하는 경우에 기업의 이사회

#### IV. 우리나라 기업지배구조의 개선방안

에 대하여 압력을 적극적으로 행사하고 있으며 경영진 교체에도 관여하고 있다. 뿐만 아니라 기관투자가가 주식보유확대를 통해 기업지배구조에 참여할 경우 금융기관자체의 경영위험이 증가한다. 따라서 주식의 소유분산이 확대될수록 기업의 경영자와 주주간의 대리인 문제를 완화하기 위해 기관투자가의 역할을 제고시킬 필요가 있으며, 또한 기관투자가들의 지배력 남용을 제어할 수 있는 방안도 모색되어야 한다.

앞에서 살펴본 것처럼 기관투자가의 의결권 참여가 기업가치에 미치는 영향을 연구한 캘리포니아주 공무원퇴직연금기금(CalPERS)의 연구결과에 의하면 CalPERS가 의결권 행사를 위해 사용한 비용은 의결권 참여에 따른 기업가치 증가의 일부에 불과하다. 이러한 연구결과에 근거하여 CalPERS 같은 기관투자는 의결권 행사에 적극 참여하여 기업가치 증가에 노력하고 있다. 또한 CalPERS는 다른 펀드와 함께 영국, 프랑스, 독일, 일본 등에 기업지배에 관여하는 기관을 설립하려 하고 있으며<sup>70)</sup> 각국 기업의 지배구조와 기업의 재무성과를 개선하기 위하여 타 기관투자가가 참여하도록 적극 권장하고 있다.

기관투자가의 기업경영에 대한 적극 참여로 관계투자도 중요시되고 있다. 관계투자란 일정 수준의 지분을 가진 기관투자가가 관련기업의 경영진과 장기적으로 비공식적인 관계를 유지하면서 기업경영에 영향력을 행사하는 주식보유 형태를 지칭한다.

관계투자는 기업에 대하여 경영개입을 전제로 하는 장기적이고 암묵적이며 상호보완적인 계약관계이다. 관계투자는 투자자가 기업의 잔존가치(Residual Value)에 참여하므로 금융기관과 기업간 대출계약에 의해 형성되는 관계금융(Relationship Banking)과 차이가 있다.<sup>71)</sup> 관계

70) 연금기금을 중심으로 한 협의회로는 1985년에 설립된 기관투자가협의회(Council of Institutional Investors)가 있다.

71) 관계금융형 지배구조의 가장 큰 단점은 기본적으로 기업이 부실화되었을

투자에서 경영개입은 경영자에게 직접 의견을 전달하는 방식으로 이루어지므로 위임장경쟁, 주주대표소송, 주주총회에서 의결권행사 등과는 달리 사전적인 경영통제방법으로서 경영감시비용이 절감된다는 이점이 있다. 즉, 관계투자는 대표소송, 위임장경쟁 등의 소수주주권 행사나 기업인수시장 등과 같은 기업지배구조에 비해 효율적이라는 이점이 있으며, 협의를 통해 기업경영에 영향력을 행사하고 경영진과 기관투자가간에 의견교환을 통해 합의한다는 점에서 기관투자가와 기업이 부담하는 비용이 최소화된다.<sup>72)</sup>

그러나 관계투자의 단점으로는 기업경영의 고착화 유발, 주식의 유동성 저하, 이해상충의 문제, 금융기관의 경영악화 가능성 등을 열거할 수 있다.

관계투자를 하는 기관투자는 기업의 경영자와 신뢰관계를 형성하여 기존경영자에 의한 경영의 고착화 문제가 발생할 수 있다. 기관투자가 입장에서 투자 포트폴리오의 변화는 자본이익 발생에 따른 세금부담과 새로운 관계투자기업 선정을 위한 조사비용의 부담문제가 있으며 기업의 입장에서도 새로운 신뢰관계 형성을 위한 비용이 부담되므로 관계투자의 활성화는 기업경영진의 변화를 억제할 가능성이 있다.

관계투자 형태로 기업경영에 참여할 경우 기관투자는 보유주식의 매각을 통해 유동성을 확보할 수 있는 기회를 상실하게 된다. 기관투자가가 관계투자를 통해 영향력을 확보하기 위해서는 지배권을 행사할 수 있는 지분을 유지해야 하므로 다량의 주식을 일시에 주식시장에서 매각할 경우 가격에 영향을 주어 손실이 발생할 수 있다. 또한 관계투자를 하는 기관투자는 기업의 경영성과에 민감한 반응을 보이지 않

---

경우에만 대응하며 정상적인 경영의 경우에는 별로 개입하지 않는다는 것이다.

72) 관계투자에 관한 상세한 논의는 박경서(1997)를 참조한다.

#### IV. 우리나라 기업지배구조의 개선방안

으며 안정주주로서 기존 경영층을 지지한다는 암묵적인 계약관계가 있으므로 의도적으로 주식을 매각하지 않아 유동성 상실의 위험이 있다.

기관투자가가 금융기관인 경우에는 이해상충의 문제와 경쟁력약화 가능성이 있다. 은행이나 증권회사 등 기관투자가는 기업과 거래관계를 유지하면서 주주로서 의결권을 행사한다면 거래관계에 따른 이익과 주주로서 이익이 상충하는 문제가 발생할 수 있다.

기업과 금융기관간에 긴밀한 관계가 유지되는 경우에 금융기관의 경쟁력이 약화될 수 있다. 기업이 거래은행을 교체할 경우 은행은 주주로서 기업의 경영자에게 압력을 행사할 수 있으며, 해당 기업에 대한 정보가 적은 다른 은행은 기업에 대한 정보부족으로 기업에 대해 보수적인 입장을 취하게 된다. 따라서 기업의 거래은행 변경이 어렵게 되어 은행은 거래기업에 대해 독점력을 행사할 수 있게 되고 이에 따라 금융산업의 경쟁력이 약화될 수 있다.

미국 등 선진국에서는 기관투자가에 의한 관계투자가 주식소유 분산의 확대에 따른 최고경영자의 독단적인 경영을 적은 비용으로 견제할 수 있다는 관점에서 매우 활발해지고 있다. 우리나라도 소유경영자의 독단적인 경영에 따른 폐해를 줄이기 위해 경영감시를 위한 관계투자를 활성화할 필요성이 있다.

우리나라에서 관계투자를 활성화하기 위해서는 우선 환경여건을 고려하여야 한다. 은행이나 연금 등 기관투자가에 대한 정부통제가 심한 경우에 관계투자는 정부에 의한 기업통제를 심화시켜 시장기능에 의한 기업지배구조 개선을 저해한다. 따라서 은행 등 금융기관과 연금 등 기관투자가의 자금운용에 대한 정부규제가 심한 우리나라의 경우에 관계투자가 활성화된다면 정부에 의한 기업경영통제가 이루어질 가능성이 있다.

또한 산업자본에 종속된 증권, 보험 등 비은행 금융기관의 관계투자가 활성화될 경우에는 경제력집중을 심화시킬 수 있다는 점을 고려하여야 한다. 재벌기업의 금융기관 지배는 기업지배구조 문제일 뿐만 아니라 자원의 효율적인 배분과 공정한 거래질서를 저해하여 향후 우리나라 경제발전에 부담이 될 것이다.

관계투자가 활성화되기 위해서는 기관투자가가 주식을 장기보유하고 기업경영을 감시할 유인과 능력이 필요하므로 기관투자가가 주식을 장기 보유할 수 있는 제도적인 환경도 마련되어야 한다. 관계투자에 의한 경영개선 효과는 장기간에 걸쳐 실현되므로 기관투자는 주식을 장기간 보유하여야 한다. 또한 기관투자가가 관계주주로서 기능을 하기 위해서는 관련기업의 주가가 실제가치에 비해 하락할 경우 주식매입 등을 통해 주가를 안정시킬 수 있는 능력이 있어야만 경영의 안정성이 유지될 수 있다.

기관투자가가 관계투자를 할 경우에는 경영감시에 적지 않은 비용이 소요되므로 기관투자가가 경영감시에 의해 얻을 수 있는 이익이 충분하여야만 관계투자가 활성화될 것이다. 기관투자가에 의한 경영감시 유인은 기관투자가의 자금운용에서 특정기업에 대한 주식투자가 차지하는 비중과 투자대상기업의 발행주식 총 수에서 기관투자가의 보유지분이 차지하는 비중에 의존한다. CalPERS의 경우에는 관계투자 대상기업의 선정기준으로 자신이 최대주주인 기업 중에서 협조가 가능한 기관투자가 지분이 60% 이상에 이르는 경우를 채택하고 있다.<sup>73)</sup>

기관투자가의 경영감시능력도 고려하여야 한다. 기관투자는 일반투자자에 비해 기업에 관한 정보를 많이 보유하고 이를 적절하게 평가할 수 있는 능력이 있어야 기업경영이 부실하거나 경영자의 능력이 부

---

73) 박경서(1997)

#### IV. 우리나라 기업지배구조의 개선방안

족한 경우에 경영에 직접 관여하거나 경영자를 교체할 수 있을 것이다.

관계투자가 활성화되기 위해서는 이를 위한 제도적 환경도 마련되어야 한다. 기관투자는 기업과 신뢰관계를 유지하고 협상 등을 통해 기업경영에 개입한다. 관계투자가 가장 활성화되고 있는 미국의 경우 경영성과에 불만인 기관투자는 외부이사를 중심으로 구성된 이사회에 대한 영향력 행사, 주주총회에서 집단적 의결권행사, 적대적 기업인수에 대한 지원 등을 통해 경영자에게 압력을 가할 수 있으며 이러한 압력수단이 사전적인 협상의 효율성을 높이고 있다.

우리나라 기업의 지배구조개선 측면에서 기관투자의 역할을 강화하기 위해서는 다음 사항들을 검토할 필요가 있다.<sup>74)</sup> 그 동안 우리나라 금융기관은 건전성을 유지하기 위해 주식투자가 제한되고, 은행 및 투신사의 신탁계정의 중립적 의결권행사가 요구되고, 대규모 기업집단에 속하는 금융 및 보험회사가 소유하고 있는 계열기업 주식에 대해서는 의결권 행사가 제한되어 기관투자의 경영감시 기능은 제한되었다. 또한 주식시장을 이용한 기업자금조달이 적고 증권시장에서 기관투자의 역할이 미약하여 기관투자의 경영감시기능은 활성화되지 못하였다. 그러나 최근에는 자본시장의 급격한 대외개방에 따른 외국인투자의 증가로 인하여 기관투자의 적극적인 경영감시의 필요성이 증가하고 있으므로 기관투자의 역할 강화방안을 검토하고자 한다.

첫째, 기관투자의 지배구조가 개선되어야 한다. 은행 등 금융기관의 경영이 주주이익의 보호를 중심으로 전환되고, 금융기관 경영의 투명성과 합리성이 제고되어야 한다. 은행경영의 합리성이 제고되어야 기업경영에 대한 감시기능도 제대로 발휘될 수 있을 것이다. 더구나 산업자본과 연계된 금융기관이 다른 기업의 경영에 개입할 경우 산업자

---

74) 박상수 외(1996)는 기관투자의 의결권행사에 관하여 연구하였다.

본인 대주주의 이익을 위해 소액주주의 이익을 침해하고 경제력을 집중시킬 우려가 있으므로 금융기관 경영의 합리적인 기준을 사전에 설정하고 이에 대한 감독이 엄격히 시행되어야 한다. 또한 연기금의 지배구조도 개선하여 기금운용이 공익성과 함께 수익성을 증시하는 방향으로 전환되어야 한다. 감독기관의 통제를 받는 연기금의 운용이 공익성만을 중시한다면 기금의 부실이 촉진될 뿐만 아니라 연기금의 기업에 대한 경영관여로 기업과 연기금의 부실이 동시에 발생할 위험이 있다.

둘째, 기관투자가의 주식보유에 대한 규제는 완화하되 지배관계가 있는 기업에 대한 주식보유는 엄격히 규제한다. 기관투자가의 주식투자에 대해서는 투자위험의 관리를 위해 순자본 등을 기준으로 한 규제는 강화하되 개별 자산운용에 관한 규제는 완화한다. 그러나 계열관계에 있는 기업에 대한 주식소유한도 규제는 기업집단이 존재하는 한 경제력 집중을 억제하고 금융기관의 건전성을 유지하기 위하여 기존 제도를 존속시킬 필요가 있다.

셋째, 증권거래법에 규정된 5% 이상 주식보유에 관한 신고의무를 강화한다. 특히, 기관투자가가 개별기업 발행주식 총수의 5% 이상을 보유할 경우에는 보유목적과 취득자금의 원천을 명시하고 이를 준수하도록 한다. 즉, 단순히 투자목적으로 5% 이상을 보유한 경우에는 증권거래법에 의한 신고를 요건으로 하되, 의결권을 행사하여 기업을 지배하고자 하는 경우에는 기관투자가의 소유가 아닌 위탁된 재산 등을 이용할 수 없도록 주식매입 자금의 원천을 공개하고 이를 제한하도록 한다. 또한 투자목적으로 보유한 주식을 이용하여 기업을 지배하고자 하는 경우에는 보유목적의 변경을 사전에 신고하도록 하고, 신고후 일정기간(예: 1개월) 경과 시에만 의결권을 행사할 수 있도록 제한할 필요가 있다.

#### IV. 우리나라 기업지배구조의 개선방안

넷째, 중립적 의결권 행사제도(Shadow Voting)를 폐지한다. 기관투자자의 의결권행사와 관련하여 앞에서 논의된 사항들이 시행될 경우에는 기관투자자의 자금을 이용한 기업지배가 어려우므로 기관투자자에게 예탁한 예금자나 주주 등 투자자의 이익을 보호하기 위해 기관투자자의 의결권행사에 대한 규제는 완화할 필요가 있다.

<표 IV-4> 기관투자자의 주식소유제한 현황

구 분		주식소유제한	동일종목보유한도
은행	은행계정	자기자본의 100%이내	당해기업 총발행주식의 15% 이내
	신탁계정	-	-
보험회사		총자산의 30%이내	당해기업 총발행주식의 10% 이내 단, 계열기업군에 소속된 보험회사의 경우에는 비계열사의 의결권있는 주식의 5% 이내.
투자신탁회사	신탁계정	-	당해기업 총발행주식의 20%와 각 신탁재산의 10%중 적은 금액 이내
	회사계정	자기자본의 50%이내	당해기업 총발행주식의 5% 이내

다섯째, 기관투자자의 의결권 행사의 유효성을 높이기 위해 사외이사 제도의 활성화와 기관투자자 협의회 구성 등을 고려할 필요가 있다. 관계투자의 활성화를 위해 기관투자자는 안정주주로서 역할이 필요하며, 기업은 지속적으로 기관투자자와 관계를 유지할 필요가 있다. 기관투자자의 경영개입은 구체적인 경영전략보다는 이사의 선임, 경영성과에 따른 경영자보수의 결정, 이사회와 기업인수시장 등 경영통제장치가 원활히 작동할 수 있도록 환경을 조성하는 것과 같이 기업지배구조와

관련된 사항으로 제한할 필요가 있다. 따라서 기관투자가의 경영감시의 효율성을 제고하기 위해서는 기관투자가에게 사외이사 추천권을 부여하여 사외이사를 통한 경영감시를 촉진할 필요가 있다.

기관투자자들이 기업경영에 직접 관여하는 경우 통제기능의 효과를 제고하기 위해 기관투자가 협의회 같은 조직이 필요하다. 이러한 협의회를 이용하는 경우 경영관여의 객관성과 합리성을 유지할 수 있으며, 집단행동에 의해 경영개입의 효과가 극대화 될 수 있다. 특히 기업인수나 합병의 경우에 협의회를 통한 기관투자가의 단결된 의사결정은 기업인수나 합병의 성공에 결정적인 역할을 할 것이다. 기관투자가가 기업경영에 영향력을 행사하기 위해서는 이들이 기업합병 등 중요사항에 대하여 사전협의와 주주권을 공동으로 행사할 수 있는 여건이 마련되어야 하고 기관투자가의 공동행위가 이루어질 수 있는 제도적인 지원도 필요하다.<sup>75)</sup>

#### 4. 증권시장기능의 강화 및 소액주주의 권리 강화

기업인수시장은 가장 유능한 경영자가 증권시장에서 기업지배권을 획득하게 함으로써 소유와 경영이 분리된 공개기업의 경영자와 외부주주간의 이해상충에 따라 발생하는 대리인비용을 감소시키며, 기업의 지배구조를 변화시켜 자원배분의 효율성향상과 시너지효과의 창출을 통해 경제의 효율성제고에 기여한다.

---

75) 미국 SEC는 위임장 쟁취의사가 없는 자에 대해서는 위임장 관련 규제를 적용하지 않고 있다.

#### IV. 우리나라 기업지배구조의 개선방안

경영자의 경영권을 인위적으로 보호하는 것은 기존 경영자가 기업 경영에 전념토록 하여 기업경영의 효율성을 제고할 수 있다는 이점이 있으나, 과도한 경영권보호는 비효율적인 기업경영에 대한 견제를 어렵게 하여 주주가 손실을 부담하고 경제의 효율성이 낮아진다. 일반적으로 증권시장에서 적대적 기업인수의 대상이 되는 기업은 경영의 효율성이 낮아 경영자가 교체되면 수익성 개선이 예상되거나 주가가 저평가된 기업이므로 이러한 기업에 대한 경영권탈취위협은 기업경영과 경제의 효율성을 제고시킬 것이다.

그러나 증권시장 기능에 의한 경영자 규율은 다음과 같은 부작용을 초래할 수도 있다.<sup>76)</sup> 첫째, 경영자와 주주간에 정보비대칭이 존재하고 주가가 단기적 회계이익에 민감하게 반응하면, 경영자가 기업의 장기적인 성과보다는 현재의 주가에 더욱 큰 관심을 갖게되어 경영자는 수익성이 높은 장기투자계획을 희생하고 현재의 단기적 이익을 증대시키려는 유인을 가질 수 있다. 둘째, 주가가 새로운 정보에 과잉 반응할 수도 있기 때문에 일시적으로 저평가된 기업이 기업인수의 대상이 될 수도 있다. 따라서 일시적으로 저평가된 주가가 기업인수를 유발한다면 경영자의 효율적인 경영행위를 저해할 수도 있다. 셋째, 기업인수는 기업의 이해관계자들간에 부의 이전을 초래한다.<sup>77)</sup> 즉, 기업인수는 기업의 임직원과 기업간 또는 거래처와 기업간의 묵시적 계약을 파기하여 기업의 임직원이나 거래처의 이익을 주주에게 이전시킬 수도 있다.

만약 기업인수가 주주와 기업간의 정보비대칭, 주식의 일시적인 저평가, 또는 부의 재분배 때문에 발생한다면 적대적 기업인수는 경영효율성을 증가시키지 못하며 경영자의 단기실적주의의 촉진, 기업인수에

76) 정광선, “기업지배권시장의 역할”, 『21세기 한국기업의 통할체제』, 정광선 편, 서울대학교 경영대학 증권·금융연구소, 1996, pp. 145~176.

77) Shleifer와 Summers(1988)

따르는 거래비용의 낭비, 그리고 기업의 이해관계자의 희생에 의한 주주 부의 증가로 인하여 기업의 생산성이 저하되는 부작용이 발생할 수도 있다.

그런데 실증분석 결과에 의하면 시장 근시성에 관한 가설이 지지되지 못하고 있으므로<sup>78)</sup> 적대적 기업인수를 포함한 증권시장 활동이 경영자의 근시성 또는 단기주의를 악화시킨다는 주장은 근거가 미약한 것으로 판단된다. 더구나 1980년대 미국에서 기업인수시장의 활성화는 복합기업의 해체와 기업의 전문화를 촉진하여 미국 경제의 경쟁력을 향상시킨 것으로 평가되고 있다.

적대적 기업인수가 종업원의 임금이나 고용의 감소를 초래하여 종업원의 부가 주주에게 이전한다는 주장도 실증분석에 의해 지지되지 않고 있다. 실증분석 결과 종업원 부의 이전은 매우 미미한 것으로 분석되어 적대적 기업인수가 인수대상기업의 고용을 감소시키거나 종업원 임금수준의 하락을 유도하여 기업가치를 증가시킨다는 주장도 현실을 과장한 것으로 판단된다.

기업인수시장의 기능에 관한 실증분석은 기업인수시장이 기업의 효율성 향상에 기여함으로써 개별기업과 경제전체의 부를 증진시킨다는 주장을 지지하고 있다. 결국 기업인수시장은 기업의 경영자에게 압력을 행사하여 기업경영이 주주의 부를 위하여 이루어지도록 작용한다고 할 수 있다.

또한 소액주주의 권리에 대한 인식이 향상되어 미국 등 선진국에서는 주주행동주의가 확산되고 있다. 소액주주의 기업경영에 대한 감시 기능을 활성화하기 위해 대표소송권이나 주주제안권 등 소액주주권의

---

78) 경영자근시성에 관한 실증분석으로는 Jarrell, Lehn과 Marr(1985)과 Woolridge(1988) 등이 있다.

#### IV. 우리나라 기업지배구조의 개선방안

행사를 위한 요건이 완화되고 있으며, 이에 따라 경영자의 주주 중심의 경영이 촉진되고 있다.

기업인수시장이 활성화되기 위해서는 무엇보다도 증권시장이 발달하여 기업의 중요한 직접금융방법으로 정착되고 효율적으로 운영되어 정보비대칭으로 인한 문제가 최소화되고 기업정보가 신속히 주가에 반영되어야 한다. 또한 기업인수시장의 부작용으로 인한 폐해 방지도 고려되어야 한다.<sup>79)</sup> 우선, 기업인수시장에서 기업지배권에 관한 경쟁이 인수대상 기업의 경영진, 주주, 그리고 매수기업간에 공정하게 이루어지도록 함으로써 비효율적인 적대적 기업인수의 폐해를 방지하고 증권시장에 대한 투자자신뢰를 제고하여야 한다. 또한 소액주주권의 남용이나 기업인수시장의 과도한 경쟁으로 인한 사회적 비용을 절감할 수 있는 제도적 장치도 마련되어야 한다.

1990년대의 자본시장의 대외개방 이후 우리나라도 증권시장 기능에 의한 경영감시가 중요시되고 있다. 더구나 IMF 구제금융 이후 외국인 투자자의 요구에 의해 소액주주의 권리보호와 자본시장 기능의 활성화를 위한 제도개선이 이루어지고 있다.

우리나라의 현실을 감안할 때 증권시장 기능에 의한 경영감시는 다음과 같은 문제를 내포하고 있다. 자본시장에서 기업인수에 의한 경영감시는 사후적인 감시방법으로 사전적인 경영감시에 비해 비용이 많이 소요된다. 또한 우리나라 자본시장이 낙후되어 기업인수시장의 활성화가 어려우며 기업의 배타적인 그룹체제와 소유지분의 집중으로 인해 인수합병 위협에 의한 소유경영자 규율이 어렵다. 그리고 개인투자자의 단기투자 성향으로 인하여 주주와 경영자간 이해상충 시에 무임승차 문제가 발생할 수 있어 주주행동주의의 발전도 쉽지 않다. 또한 소

---

79) 정광선(1996)

액주주권을 행사하는 주주가 얻는 이익에 비해 부담하는 비용이 과다하며, 직업적인 소액주주의 권한남용으로 기업경영의 비효율성이 초래될 수도 있다.

그렇지만 최근에는 IMF 등 외국의 요구에 적극적으로 부응하여 경영감시를 위한 증권시장 관련제도가 변화하고 있다. 1998년 2월 이후 소액주주의 권리 행사를 위한 요건이 대폭 완화되고 있으며, 외국인투자자에 의한 적대적 기업인수를 허용하기 위한 규제완화가 급속도로 추진되고 있다. 증권거래법 개정예 따라 의무공개매수제도가 폐지되고, 대표소송제기권, 이사 또는 감사 해임청구권, 이사의 위법행위 유지청구권, 회계장부열람권, 주주총회 소집청구권 등을 행사하기 위한 요건이 대폭 완화되었다. 그리고 외자도입법이 개정되어 외국인의 주식취득시 이사회 동의요건이 폐지되고 외국인투자업종의 개방이 확대되었다.

최근의 증권제도 변화에 따라 증권시장의 경영감시 기능이 강화되고 기업지배구조의 선진화가 촉진될 것으로 예상된다. 또한 자본시장이 법체계적으로 개방된 상황에서 우리 기업의 해외 자금조달 의존도가 높아지고 국내증시의 개방수준이 높아짐에 따라 외국투자자가 국내 기업의 정보공시, 경영의 투명성, 기업통제체제의 개선 등에 대한 요구가 증가하고 있다.

개방된 자본시장에서 기업이 필요한 자본을 가장 저렴하게 적시에 조달하기 위해서는 기업정보의 적시공시 등을 통해 경영의 투명성을 높이고 투자자가 기업경영을 효과적으로 감시할 수 있는 장치를 마련함으로써 기업에 대한 투자자신뢰를 높이고 대리인비용을 최소화할 수 있어야 한다.

이를 위해서는 자본시장에서 기업정보가 투명하게 공개되고 기업의

IV. 우리나라 기업지배구조의 개선방안

경영성과가 주가에 적절히 반영되어 경영자에 대한 시장규율이 가능하여야 한다. 따라서 경영정보의 내용과 질적인 측면에서 기업 공시제도가 보다 강화되고 시장기능을 통해 경영자의 경영행위가 견제될 수 있어야 한다.

<표 IV-5> 소액주주권관련 제도변경 내역

시행일	내용	변경전	변경후	비고
I. 증권거래법				
'98.2.24	의무공개매수제도	25%이상 보유시 50%+1주까지 공개매수	폐지	
'98.4.1	대표소송제기권	1%(0.5%)	0.05%	
	이사·감사해임청구권	1%(0.5%)	0.5%(0.25%)	
	이사 위법행위 유지 청구권	1%(0.5%)	0.5%(0.25%)	
	회계장부열람권	3%(1.5%)	1%(0.5%)	
	주주총회소집청구권	3%(1.5%)	1%(0.5%)	
'98.5.25	대표소송제기권	0.05%	0.01%	추가 조치
II. 외자도입법				
'98.4.1	외국인의 주식취득시 이사회동의요건	10%이상 취득시	1/3이상 취득시	
	외국인 투자업종 개방확대	총자산2조원이상인 국내기업의 주식취득시 재경부장관의 허가	폐지	방위산업체, 국가기간산 업체 등은 제한
'98.5.25	외국인의 주식취득시 이사회동의요건	1/3이상 취득시	폐지	추가 조치

기업에 대한 투자를 활성화하고 위험 프리미엄을 낮추어 기업경쟁력을 강화하기 위해서는 다수의 외부 이해관계자의 권익을 최대한 보호하는 장치가 강화되어야 한다. 증권시장에서는 공정하고 건전한 거래질서를 확립하여 내부자거래와 불공정거래를 방지하며, 시장정보가 효율적으로 생산되고 전파되어 시장 투명성을 높임으로써 소액주주의 권리가 보호될 수 있다.

경영자와 주주간의 대리인비용을 줄이기 위해서는 기업정보의 신뢰성 제고와 정보공개 등 경영의 투명성을 높이는 것도 매우 중요하다. 이를 위해 기업회계정보의 정확성을 높이고 객관적이며 정확한 경영정보의 생산을 위해 감사와 공인회계사의 책임을 강화하고 부실감사에 대한 감사인의 책임을 묻기 위한 주주의 집단소송제도의 도입도 검토할 필요가 있다.

## V. 결 론

---



## V. 결론

1997년 IMF 구제금융 이후 우리나라 기업지배구조의 문제점이 부각되고 이를 개선하기 위한 방안들이 각계에서 논의되고 있다. 우리나라 기업의 지배구조는 대주주가 기업경영에 관여하는 전형적인 소유자 경영 형태로서 기업간 상호출자에 의해 기업집단이 형성되어 선단식 경영이 이루어지고 있다.

정부 주도의 고도경제성장기에는 소유자와 경영자의 이익이 일치하는 소유경영이 경제성장에 기여하였으나, 국내경제의 침체와 자본시장의 대외개방에 따라 소유경영으로 인한 문제점이 현재 우리가 겪고 있는 경제난국을 초래한 주 요인으로 인식되고 있다. 따라서 본 연구에서는 미국 등 선진국과 우리나라 기업의 지배구조의 특징을 살펴보고 우리나라 기업지배구조의 개선방안을 제시하였다.

기업의 소유구조가 기업지배구조에 가장 큰 영향을 주므로 기업의 소유구조를 결정하는 요인들을 실증 분석하였다. 소유구조 결정요인을 분석한 결과 대주주 1인과 특수관계인의 지분율 합계는 자산규모나 기관투자가 지분율과 유의적인 음의 관계를 가지며, 자산수익률과는 유의적인 양의 관계를 갖는다. 그리고 대주주 1인 지분율은 특수관계인의 지분율과 유의적인 음의 관계를 갖는다. 따라서 대주주의 지분율은 기업규모가 클수록 낮으며 수익성이 높을수록 커지며, 특수관계인이나 기관투자가의 지분율이 높을수록 경영권 확보에 필요한 지분율이 낮아지는 것으로 판단된다.

기업지배구조의 개선방안으로는 이사회 등 내부지배구조의 개선, 주거래은행기능의 강화, 기관투자가의 역할 강화, 증권시장의 기능강화

및 소액주주의 권리강화 등을 검토하였다.

기업 내부지배구조의 핵심은 이사회이다. 이사회는 기업내부에서 기업경영을 통제하는 기구로서 이사회가 그 기능을 제대로 발휘하는 것이 무엇보다도 중요하다. 소유경영체제인 우리나라 현실을 감안할 때 이사회의 기능을 강화하기 위해서는 소유경영자의 이사회에 대한 영향력 축소, 전문경영자의 권한 강화, 이사의 업무집행 기능과 경영감시 기능의 분리 등이 필요하다. 이러한 원칙이 정착되어야 의사결정을 하는 자에게 책임을 묻는 체제가 확립되어 경영자가 이사회에 책임을 지고 이사회는 주주에게 책임을 진다는 원칙이 제대로 지켜질 수 있다.

우리나라 기업의 내부지배구조를 개선하기 위한 구체적인 방안으로서 대표이사의 이사회회장 겸임 금지, 이사회의 적정규모 유지, 사외이사제도의 활성화, 사외감사제도의 활성화, 위원회제도의 도입 등을 검토하였다.

소유경영체제인 현실에서 기업경영에 대한 이사회의 감시기능을 활성화하기 위해서는 무엇보다도 기업경영의 책임자인 최고경영자의 이사회회장 겸임을 금지하여야 하며, 이사회회장은 사외이사가 맡도록 할 필요가 있다. 그리고 이사회에서 실질적인 논의를 촉진하기 위해서 이사회는 10명 내외의 이사로 구성하고 이사회를 자주 갖도록 할 필요가 있다.

금년에 도입된 사외이사제도를 활성화하기 위해서는 기업경영에 참여하는 상임이사와 사외이사를 구분하고 임기에 차이를 둘 필요가 있다. 상임이사의 임기를 현재보다 길게 하여 경영에 대한 전문지식을 활용할 수 있도록 하고, 사외이사의 임기를 짧게 하여 경영감시 기능을 제고할 수 있을 것이다. 또한 사외이사의 주식보유를 권장하여 사외이사의 이익과 주주의 이익을 일치시켜 경영감시 기능을 높이고, 사외이

## V. 결론

사제도가 정착될 때까지는 사외이사로 구성된 사외이사회 제도를 도입하여 사외이사의 적극적인 경영감시를 촉진할 필요가 있다.

이사회기능을 활성화하기 위해 운영위원회와 보수위원회 제도를 도입할 필요가 있다. 운영위원회는 상임이사로 구성하여 기업경영의 일상적인 사항을 결정하고, 보수위원회는 사외이사로 구성하여 최고경영자와 상임이사의 보수를 결정하도록 한다. 또한 상임감사와 사외감사로 감사위원회(또는 감사회)를 구성하여 감사의 경영감시기능을 활성화하는 것도 한 방안으로 생각된다.

기업의 은행차입 의존도가 높은 우리나라 현실을 감안할 때 주거래은행의 경영감시기능 강화는 최소한 단기적으로 기업지배구조의 효율성을 향상시킬 것이다. 그 동안 경제력집중을 방지하기 위해 산업자본과 금융자본의 연계를 금지하였으나 기업경영에 대한 감시자로서 주거래은행의 기능을 강화하고 은행의 책임경영체제를 구축하여야 할 것이다. 주거래은행의 기능을 강화하기 위해서는 다음 사항들을 고려하여야 한다.

첫째, 은행경영에 대한 정부규제가 완화되고 은행의 책임경영체제가 확립되어야 한다. 은행이 효율적으로 경영되어야 거래기업에 대한 경영감시도 효율적으로 이루어질 수 있으며, 은행의 거래기업에 대한 경영관여가 은행의 대출이나 주식투자가치의 극대화 관점에서 이루어져야 한다. 또한 은행장과 임원들의 책임경영을 촉진하기 위하여 경영성과에 따라 보수가 책정되고 연임할 수 있는 경영환경이 조성되어야 한다.

둘째, 은행의 건전 경영을 촉진하기 위하여 은행에 대한 감독은 강화되어야 한다. 은행 등 금융기관에 대한 정부규제가 완화되는 경우 수익성 위주의 은행경영은 은행의 안정성을 저해할 수 있으므로 은행경

영의 안정성과 건전성을 유지하기 위한 사전감독과 사후감독이 강화되어야 한다.

셋째, 은행의 자산운용에 대한 규제와 감독이 엄격히 시행되어야 한다. 은행주식에 대한 소유한도가 완화되는 경우 산업자본의 은행소유가 일반화될 것이므로 산업의 은행지배에 따른 기업과 은행의 총체적인 부실을 방지하기 위하여 관련기업에 대한 은행의 대출과 지급보증의 한도규제가 엄격히 시행되어야 하며, 관련기업 주식에 대한 투자는 기업이 발행한 주식총수의 5% 이내 등으로 엄격히 규제되어야 한다. 또한 이러한 규제가 제대로 준수되도록 은행에 대한 감독을 강화하고, 위반시 은행장 등 책임자에 대한 처벌이 엄격하게 시행되어야 한다.

넷째, 주거래은행의 임직원이 거래기업의 사외이사로 참여하여 기업경영에 관한 정보불균형을 축소하도록 하고, 기업규모에 비해 대출과 주식투자 비중이 큰 경우에는 은행이 기업의 감사선임 시에도 관여할 수 있도록 하여야 한다.

다섯째, 은행의 심사기능을 강화하고 주거래은행과 기업간 관계를 강화할 수 있도록 관련제도가 보완되어야 한다. 주거래은행과 기업간의 장기적이고 안정적인 관계가 유지되기 위해서는 기업의 설비투자계획 등에 대한 은행의 사전 심사기능이 제고되어야 한다.

기관투자가의 증권투자 증가에 따라 기관투자가의 경영감시기능도 강화되어야 한다. 이를 위해서는 다음 사항들이 고려되어야 한다.

첫째, 기관투자가의 지배구조가 개선되어 기관투자가의 경영이 주주이익의 보호를 중심으로 전환되고, 경영의 투명성과 합리성이 제고되어야 한다.

둘째, 기관투자가의 주식보유에 대한 규제는 완화하되 지배관계가

## V. 결론

있는 기업에 대한 주식보유는 엄격히 규제하여야 한다. 계열관계에 있는 기업에 대한 주식소유한도 규제는 기업집단이 존재하는 한 경제력 집중을 억제하고 기관투자가 경영의 건전성을 유지하기 위하여 존속시키되 전반적으로 개별 자산운용에 관한 규제는 완화할 필요가 있다.

셋째, 증권거래법에 규정된 5% 이상 주식보유에 관한 신고의무를 강화한다. 기관투자자가 개별기업 발행주식 총수의 5% 이상을 보유하는 경우에는 보유목적과 취득자금의 원천을 명시하고 이를 준수하도록 한다. 즉, 단순히 투자목적으로 5% 이상을 보유한 경우에는 증권거래법에 의한 신고를 요건으로 하되, 의결권을 행사하여 기업을 지배하고자 하는 경우에는 기관투자자의 소유가 아닌 위탁된 재산 등을 이용할 수 없도록 주식매입 자금의 원천을 공개하고 이를 제한하도록 한다.

넷째, 중립적 의결권 행사제도(Shadow Voting)를 폐지한다. 기관투자자의 의결권행사와 관련하여 앞에서 논의된 사항들이 시행될 경우에는 기관투자자의 자금을 이용한 기업지배가 어려우므로 기관투자자에게 예탁한 예금자나 주주 등 투자자의 이익을 보호하기 위해 기관투자자의 의결권행사에 대한 규제는 완화되어야 한다.

다섯째, 기관투자자의 의결권 행사의 유효성을 높이기 위해 사외이사 제도의 활성화와 기관투자가 협의회 구성 등이 고려되어야 한다.

기업인수시장의 기능에 관한 연구에 의하면 기업인수시장은 기업의 효율성 향상에 기여함으로써 개별기업과 경제전체의 부를 증진시킨다. 기업인수시장이 활성화되기 위해서는 무엇보다도 증권시장이 발달하여 기업의 중요한 직접금융방법으로 정착되고, 증권시장이 효율적으로 운영되어 정보비대칭으로 인한 문제가 최소화되고 기업정보가 신속히 주가에 반영되어야 한다.

우리나라 현실을 감안할 때 기업인수시장의 활성화에 의한 경영감

시가 제한적이지만 자본시장의 대외개방에 따라 소액주주와 외국인투자자의 영향으로 증권시장 기능에 의한 경영감시가 활발해 질 것으로 예상된다. 증권시장기능에 의한 경영감시를 위해서는 자본시장에서 기업정보가 투명하게 공개되고 기업의 경영성과가 주가에 적절히 반영되어 경영자에 대한 시장규율이 가능하여야 한다. 따라서 경영정보의 내용과 질적인 측면에서 기업정보의 공시제도가 보다 강화되고 시장기능을 통해 경영자의 경영행위가 견제될 수 있도록 소액주주의 권리를 보호하기 위한 제도개선이 이루어져야 할 것이다.

## 참 고 문 헌

---



## 참 고 문 헌

- 공병호, 『일본의 소유구조와 한국의 기업집단』, 한국경제연구원, 1994.
- 김건우, 『소유구조와 자본구조의 관계』, 한국조세연구원, 1997.
- 문종진, “기업지배구조 논의의 대두와 대응방향”, 『경제분석』, 제1권 제2호, 한국은행 금융경제연구소, 1995, pp. 37~68.
- 박경서, “기업지배구조에 있어 관계투자의 역할”, 『1997년 추계 특별 심포지움』, 한국재무학회, 1997.
- 박상수, 최도성, 김정국, 윤현중, 『기관투자자의 의결권 행사에 관한 연구』, 한국상장회사협의회, 1996.
- 소일섭, 『경제력집중억제시책과 기업지배구조 개선방안』, 한국경제연구원, 1996.
- 신유근, 『한국 기업의 특성과 과제』, 서울대 출판부, 1986.
- 안종길, 『금융환경변화와 은행·기업간 관계의 발전방향』, 한국조세연구원, 1995.
- 이영기, 『글로벌 경쟁시대의 한국 기업소유지배구조』, 한국개발연구원, 1996.
- 이우관, 『금융시장의 감시기능과 은행-기업의 새로운 관계』, 한국경제연구원, 1993.

임웅기, 『기업의 소유구조와 자본시장발전』, 한국신용평가주식회사, 1988.

전인우, 공병호, 『한국기업의 지배구조』, 한국경제연구원, 1995.

정광선, “기업지배권시장의 역할”, 『21세기 한국기업의 통할체제』, 정광선 편, 서울대학교 경영대학 증권·금융연구소, 1996, pp. 145~176.

황인학, “기업지배구조의 현안과 과제”, 『기업구조조정 정책세미나: 중간점검과 보완과제』, 한국경제연구원·매일경제신문사, 1998, pp. 49~96.

한국은행, 『기업경영분석』

Agrawal, A. and G. N. Mandelker, "Large Shareholders and Monitoring of Managers: The Case of Antitakeover Charter Amendments," *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, Jun. 1990, pp. 143~161.

Allen, L. and A. S. Cebenoyan, "Bank Acquisitions and Ownership Structure: Theory and Evidence," *Journal of Banking and Finance*, Vol. 15, 1991, pp. 425~448.

Amihud, Y., B. Lev, and N. C. Travlos, "Corporate Control and the Choice of Investment Financing," *Journal of Finance*, Vol. 45, 1990, pp. 603~616.

- Aoki, M. and H. K. Kim, *Corporate Governance in Transitional Economics: Insider Control and the Role of Banks*, The World Bank, 1995.
- Balakrishnan, S. and I. Fox, "Asset Specificity, Firm Heterogeneity and Capital Structure," *Strategic Management Journal*, Vol. 14, 1993, pp. 3~16.
- Bathala, C. T., K. P. Moon, and R. P. Rao, "Managerial Ownership, Debt Policy, and the Impact of Institutional Holdings: An Agency Perspective," *Financial Management*, Vol. 23, 1994, pp. 38~50.
- Berger, A. and G. Udell, "Relationship Lending and Lines of Credit in Small Firm Finance," *Journal of Business*, Vol. 68, 1995, pp. 351~381.
- Berle, A. A. and G. C. Means, *The Modern Corporation and Private Property*, New York, Macmillan, 1932.
- Blair, M., "Rethinking Assumptions Behind Corporate Governance," *Challenge*, Nov.~Dec. 1995.
- Braun, P. A., *Das Firmenkundengeschäft der Banken im Wandel*, unpublished Ph. D. thesis, University of Augsburg, 1981.
- Cadbury, A., *Board Focus-The Governance Debate*, Egon Zehnder International, 1997.
- Chandler, A. D., *The United States: Seedbed of Managerial Capitalism*, Harvard University Press, Massachusetts, 1980.

- Charkham, J. P., *Keeping Good Company: A Study of Corporate Governance in Five Countries*, Oxford University Press, 1995.
- Cochran, P. L. and S. L. Wartick, *Corporate Governance: A Review of the Literature*, Morristown, NJ, Financial Executives Research Foundation, 1988.
- Coperland, T. E. and J. F. Weston, *Financial Theory and Corporate Policy*, Addison-Wesley Publishing Company, 1988.
- Demsetz, H. and G. Lehn, "The Structure of Corporate Ownership: Causes and Consequences," *Journal of Political Economy*, Vol. 93, Dec. 1985, pp. 1155~1177.
- Diamond, D., "Financial Intermediation and Monitoring", *Review of Economic Studies*, Vol. 51, 1984, pp. 393~414.
- Diamond, D., "Monitoring and Reputation: the Choice between Bank Loans and Directly Placed Debt," *Journal of Political Economy*, Vol. 99, 1991, pp. 688~721.
- Donaldson, L. and J. Davis, "Stewardship Theory or Agency Theory: CEO Governance and Shareholder Returns," *Australian Journal of Management*, Vol. 16, No. 1, 1991. pp. 49~64.
- Drucker, P. F., *Post-Capitalist Society*, Harper Business, 1993.
- Fama, E. F., "What's different about Banks?", *Journal of Monetary Economics*, Vol. 15, 1985, pp. 29~36.

- Friend, I. and J. Hasbrouck, "Determinants of Capital Structure," in Andy Chen(ed.), *Research in Finance*, Vol. 7, JAI Press, 1987, pp. 1~19.
- Fukao, M., *Financial Integration, Corporate Governance, and the Performance of Multinational Companies*, The Brooking Institution, Washington D. C., USA, 1995
- Gorton, G. and R. Rosen, "Corporate Control, Portfolio Choice, and the Decline of Banking," *Journal of Finance*, Vol. 50, Dec. 1994, pp. 1377~1420.
- Herman, E. D., *Corporate Control Corporate Power*, Cambridge University Press, Cambridge, London, 1981.
- Horiuchi, A., F. Packer, and S. Fukuda, "What Role has the "Main Bank" Played in Japan?", *Journal of the Japanese and International Economies*, Vol. 2, 1988, pp. 159~180.
- Hoshi, T., A. Kashyap, and D. Sharfstein, "Corporate Structure Liquidity and Investment: Evidence from Japanese Industrial Groups," *Quarterly Journal of Economics*, Vol. 106, 1991, pp. 33~60.
- Jarrell, G. A., A. K. Lehn, and W. Marr, "Institutional Ownership, Tender Offers and Long-term Investment," *Office of Chief Economist*, SEC, Apr. 19, 1985.
- Jensen, M. C., and W. H. Meckling, "Theory of the Firm: Managerial Behavior, Agency Costs, and Capital Structure," *Journal of Financial Economics*, Vol. 3, 1976, pp. 305~360.

- Kim, W. S. and E. H. Sorenson, "Evidence on the Impact of Agency Costs of Debt on Corporate Debt Policy," *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, Jun. 1986, pp. 131~144.
- Kishida, M., *Zeminaru Kaisha Ho Nyumon*, 2nd ed., Nihon Keizai Shinbun-sha, 1994.
- Leland, H. E. and D. H. Pyle, "Information Asymmetries, Financial Structure, and Financial Intermediation," *Journal of Financial Economics*, Vol. 32, 1977, pp. 371~387.
- Lichtenberg, F. and G. Pushner, "Ownership Structure and Corporate Performance in Japan," *NBER Working Paper*, No. 4092, Jun. 1992.
- Mayer, C., "Stock-markets, Financial Institutions, and Corporate Performance," in N. Dimsdale and M. Prevezer ed., *Capital Markets and Corporate Governance*, Oxford University Press, 1994, pp. 179~194.
- McConnell, J. J. and H. Servaes, "Additional Evidence on Equity Ownership and Corporate Value," *Journal of Financial Economics*, Vol. 27, 1990, pp. 595~611.
- Monks, R. A. G. and N. Minow, *Corporate Governance*, Blackwell, Cambridge, MA, USA, 1995.
- Moyer, R. C., R. E. Chatfield, and P. M. Sisneros, "Security analyst monitoring activity: Agency costs and information demands," *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, Vol. 24, No. 4, 1989, pp. 503~512.

- Nakatani, I., "The Economic Role of Financial Corporate Grouping,"  
in M. Aoki, ed., *The Economic Analysis of the Japanese Firm*, North-Holland, 1984.
- Petersen, M. and R. Rajan, "The Benefits of Lending Relationships:  
Evidence from Small Business Data," *Journal of Finance*, Vol.  
49, 1994, pp. 3~37.
- Prowse, S., "The Structure of Corporate Ownership in Japan,"  
*Journal of Finance*, Vol. 47, 1992.
- Prowse, S., "Corporate Finance in International Perspective: Legal  
and Regulatory Influences on Financial System Development,"  
*Economic Review*, Federal Reserve Banks of Dallas, Third  
Quarter, 1996, pp. 2~15.
- Prowse, S., "Corporate Control in Commercial Banks," *The Journal  
of Financial Research*, Vol. 20, No. 4, 1997, pp. 509~527.
- Roe, M. J., "Some Differences in Corporate Structure in Germany,  
Japan, and America," *Yale Law Journal*, Vol. 102, No. 8, 1993,  
pp. 1927~2003.
- Schneider-Lenne, E. R., "The Role of the German Capital Markets  
and the Universal Banks, Supervisory Board, and Interlocking  
Directorships," in N. Dimsdale and M. Prevezer ed., *Capital  
Markets and Corporate Governance*, Oxford University Press,  
1994, pp. 285~305.

Shleifer, A. and L. H. Summers, "Breach of Trust in Hostile Takeovers," in *Corporate Takeovers: Causes and Consequences*, A. J. Auerbach ed., University of Chicago Press, 1988, pp. 33~68.

Shleifer, A. and R. W. Vishny, "Large Shareholders and Corporate Control," *Journal of Political Economy*, Vol. 94, No. 3, 1986, pp. 461~488.

Smith, M., "Shareholder Activism by Institutional Investors: Evidence from CalPERS," *Journal of Finance*, Vol. 51, 1996, pp. 227~252.

Stiglitz, J. E., "Government, Financial Markets, and Economic Development," *NBER Working Paper*, No. 3669, Apr. 1991.

Williamson, O. E., *The Economic Institutions of Capitalism*, The Free Press, New York, 1985.

Woolridge, J. R., "Competitive Decline and Corporate Restructuring: Is a Myopia Stock Market to Blame," *Journal of Applied Corporate Finance*, Vol. 1, 1988, pp. 26~36.

NYSE, Fact Book.

OECD, Financial Statistics.

TSE, Fact Book.

## < 부 록 > 기업지배구조에 관한 실증분석

### 1. 표본 및 변수의 선정

기업의 지배구조에 영향을 주는 대표적인 요인으로는 소유구조 차이와 문화적 차이를 들 수 있다. 각국의 문화적 차이에 의해 각국의 기업지배구조 차이를 설명할 수 있으나 이를 계량적으로 분석하는 데는 어려움이 있으므로 기업지배구조에 영향을 주는 요인에 관한 연구는 기업소유구조 결정요인에 초점을 맞추고 있다. 그러므로 본 연구에서는 기업지배구조 개선안 마련에 도움을 얻고자 기업소유구조의 결정요인을 분석하고자 한다.

본 실증분석에서는 한국증권거래소에 상장된 기업 중 결산일이 12월말인 제조업체를 대상으로 하여 1991년부터 1996년까지 6년간의 자료를 이용하였다. 분석에 이용된 재무자료는 한국상장회사협의회 상장협 데이터베이스에서 추출하고, 주식수익률 자료는 한국증권연구원 주식수익률 데이터베이스를 이용하였다.

실증분석에서 최종적으로 이용된 자료는 203개 기업으로 이들은 다음과 같은 조건을 충족하고 있다. 우선 1991년 1월 이후에 상장된 기업은 제외하였고 상장협 데이터베이스에서 재무자료를 추출할 수 없거나 연구개발비가 없는 기업과 자기자본이 잠식되어 부채비율이 0보다 작은 기업이나 6년간 평균 부채비율이 10 이상인 기업도 제외하였다. 대주주 1인 동일인 지분율이 0이거나 대주주 1인 지분율 총계가 대주주 1인 동일인 지분율보다 작은 경우도 자료상의 오차로 간주하여 제

외하였다.

본 실증분석에서는 대주주의 지분율과 대주주 1인과 특수관계인의 지분율에 영향을 주는 요인을 분석하고자 한다. 이와 유사한 연구로는 김진우(1997)가 있어 변수의 선정과 회귀분석 등은 김진우의 연구를 참고하였다. 모든 변수는 원칙적으로 1991년부터 1996년까지 6년간 각 기업별 평균치를 하나의 관측치로 하고 이를 이용한 횡단면 회귀분석을 실시하였다.<sup>80)</sup> 평균치를 이용한 횡단면 회귀분석은 시계열-횡단면 자료를 이용한 회귀분석에서 나타나는 잔차항의 자기상관을 피할 수 있다는 이점이 있으므로 본 실증분석에 적합한 연구방법으로 판단된다.

대주주의 주식소유가 집중되지 않고 소유와 경영이 분리된 미국과 우리나라 기업은 소유자경영이 일반적이므로 대주주 지분율에 영향을 주는 요인을 분석하기 위하여 대주주 1인 동일인 지분율(OWNER)과 대주주1인 동일인 지분율에 특수관계인의 지분율을 포함한 대주주1인 지분율 총계(SHARE)를 종속변수로 정하였다. 대주주 지분율을 설명하는 독립변수로는 부채비율, 기업규모, 성장성, 수익성, 위험, 자산특이성, 기업년수, 기관투자가 지분율 등을 선정하였다.

부채비율(DEBT)은 장부금액을 기준으로 한 (부채/자기자본)의 비율로 6년간 평균자료를 이용하였다. Friend and Hasbrouck(1987)에 의하면 부채비율이 높을수록 대주주는 재무위험을 더 크게 인식하므로 부채의존도를 낮추게 되어 부채비율과 경영자 지분율은 음의 관계를 가진다. 그러나 Kim과 Sorenson(1986)이나 Agrawal과 Mandelker(1990) 등은 대주주가 부채를 지배권 보호에 이용하기 때문에 부채비율과 대주주 지분율은 양의 관계를 갖는다고 주장하고 있다.

---

80) 위험변수와 기업년수는 평균치가 아니다.

규모(ASSET)는 총자산에 자연대수의 6년간 평균값을 이용하였다. Demsetz와 Lehn(1985), McConnell과 Servaes (1990), Bathala, Moon과 Rao(1994) 등에 의하면, 기업규모가 커짐에 따라 경영자들은 개인재산의 한계와 개인적인 차입의 어려움 그리고 기업에 대한 집중투자로 인한 위험의 증가 등으로 인하여 자신이 경영하는 기업에 대한 투자가 어렵게 된다. 따라서 기업규모와 대주주 지분율은 음의 관계를 가질 것으로 예상된다. 그러나 Amihud, Lev와 Travlos(1990)은 대기업을 다각화로 인하여 경영위험은 상대적으로 작아지고 이익의 안정성이 높아지므로 규모에 따라 오히려 대기업을 내부지분율이 높아지는 관계도 성립한다고 주장한다.

성장성(GROWTH)으로는 매출액 증가율을 이용하였다. Bathala, Moon과 Rao(1994)에 의하면 경영자들은 기업에 관한 정확한 정보가 가장 많이 갖고 있으므로 성장 가능성이 높으면 자신이 경영하는 회사에 많이 투자할 것이다. 따라서 성장성과 대주주 지분율은 양의 관계를 가진다.

수익성은 총자산수익률(ROA)과 주식수익률(RET)을 이용하였다. 기본적으로 총자산수익률(당기순이익/총자산)의 평균값을 수익성 변수로 하고, 주주 입장에서 수익성은 주식수익률이므로 주식수익률의 평균값을 수익성의 또 다른 변수로 이용하였다. Herman(1981)에 의하면 수익성이 높을 것으로 예상되는 유망기업의 기업주는 기업공개나 주식소유의 분산을 회피하고자 한다. 또한 Leland와 Pyle(1977)은 정보 비대칭 하에서 기업주는 양질의 투자안에 대한 자금조달을 위하여 기업주 지분을 증가시켜 시장에 투자안의 질에 대한 신호를 보낸다고 주장한다. 또한 수익성이 높은 기업은 내부유보자금이 풍부하여 외부자금조달의 필요성이 적기 때문에 대주주가 높은 지분율을 유지한다. 따라서 수익성과 대주주 지분율은 양의 관계를 가진다.

위험(RISK)은 총자산 수익성의 표준편차를 이용하였다. Bathala, Moon과 Rao(1994)에 의하면 위험이 클수록 대주주는 자신이 경영하는 회사에 투자하기를 꺼려 위험과 대주주 지분율은 음의 관계를 가진다. 그러나 Demsetz와 Lehn(1985)은 경영환경이 복잡하고 제품시장의 불안정성이 클수록 운과 같은 외부요인과 경영자의 노력이나 능력과 같은 내부요인의 구분이 어려워진다. 따라서 위험증가에 따라 경영자에 대한 감시비용과 경영자 통제에 따른 이익이 증가하여 대주주 지분율과 위험은 양의 관계를 가진다.

연구개발투자가 자산특이성을 나타내는 일반적인 지표이기 때문에 자산특이성(RND)은 연구개발비의 매출액에 대한 비율을 이용하였다. 자산특이성이란 자산이 사용기업에서만 가치가 있는 것을 말하며 연구개발투자가 자산특이성을 나타내는 대표적인 지표이다. Balakrishnan과 Fox(1993)에 의하면, 연구개발비가 집중 투자된 기업은 사적정보를 많이 갖고 있으므로 대주주들의 지분율이 높으며 자산특이성과 대주주 지분율은 양의 관계를 가진다.

기업이 창업한 이후 경과 년수인 기업년수(YEAR)의 자연대수도 설명변수로 이용하였다. Chandler(1980)의 기업발전론에 의하면, 가족자본주의에서 주주자본주의로 발전함에 따라 자본시장을 통한 자본조달이 활발하게 되어 대주주의 지분율이 감소한다. 임웅기(1988)는 우리나라의 경우 증권거래법에서 대주주가 상장 당시의 지분을 초과하여 보유하지 못하도록 규정하고 있기 때문에 기업의 나이와 대주주 지분율은 음의 관계를 가진다고 주장한다.

기관투자가 지분율(INST)은 5%이상 주요주주와 기타주주(대주주1인과 특수관계인이 아니면서 1%이상인 자)의 지분율의 합을 이용하였다. Bathala, Moon과 Rao(1994)에 의하면, 기관투자가 지분율이 높아질

에 따라 경영자의 지분율이 낮아지기 때문에 기관투자가 지분율과 대주주 지분율은 음의 관계를 가진다.

## 2. 실증분석

실증분석에서 사용된 변수의 기초통계량은 <표 부록-1>에 요약되어 있다. 표본기업의 총자산수익률(ROA) 평균은 1.35%로 매우 낮고, 부채비율(DEBT) 평균은 2.78로서 부채가 자기자본의 2.78배이고, 기관투자가(INST) 지분율 평균은 15.21%이다. 대주주 지분율의 평균은 16.39%이고, 최대치와 최소치는 각각 54.60%와 2.62%로서 편차가 큰 편이다. 특수관계인을 포함한 대주주 지분율의 평균은 23.38%이고, 최대치와 최소치는 각각 58.65%와 5.27%이다.

회귀분석에 앞서 변수들간의 상관관계를 분석하였다. 상관관계분석 결과는 <표 부록-2>에 정리되었다. 대주주 1인 동일인 지분율(OWNER)은 특수관계인을 포함한 대주주 1인 지분율 총계(SHARE)와 상관관계가 크다. 그리고 대주주 1인 동일인 지분율(OWNER)은 기업연수나 부채비율이나 자산규모와 음의 상관관계를 갖고, 수익성과는 양의 상관관계를 갖고 있는 것으로 나타났다. 상관관계분석 결과를 요약하면, 우리나라 기업들의 대주주1인 동일인 지분율은 규모가 클수록, 부채비율이 높을수록, 창업연수가 길수록 낮아지며, 기업의 수익성이 높을수록 대주주1인 동일인의 지분율도 높아지고 있다.

<표 부록-1> 변수의 기초통계량

변 수	평 균	표준편차	최소치	최대치
ROA	0.0135	0.0339	-0.1533	0.1082
RET	0.0005	0.0005	-0.0015	0.0030
DEBT	2.7797	1.7560	0.2773	9.0763
ASSET	12.1768	1.4534	8.5791	15.9875
GROWTH	1.1564	0.1289	0.8396	2.1411
RISK	0.0242	0.0335	0.0010	0.2645
RND	0.0033	0.0056	0.0000	0.0401
YEAR	3.3357	0.3832	2.4000	4.3400
INST	0.1521	0.0957	0.0100	0.4400
OWNER	0.1639	0.0918	0.0262	0.5460
SHARE	0.2338	0.1175	0.0527	0.5865

<표 부록-2> 상관관계분석표

	OWNER	SHARE	DEBT	ASSET	GROWTH	ROA	RISK	RND	YEAR	INST
SHARE	0.647*									
DEBT	-0.104	-0.152**								
ASSET	-0.141**	-0.294*	0.329*							
GROWTH	0.040	-0.014	-0.003	0.189*						
ROA	0.182*	0.175**	-0.400*	0.028	0.191*					
RISK	0.077	0.057	0.010	-0.284*	-0.150**	-0.496*				
RND	0.065	0.099	-0.181*	-0.038	-0.071	0.170**	-0.014			
YEAR	-0.187*	-0.096	0.156**	0.306*	-0.163**	-0.080	-0.041	0.027		
INST	-0.040	-0.140**	-0.040	0.003	0.087	0.190*	0.049	0.040	0.030	
RET	0.065	0.152**	-0.285*	-0.428*	0.181*	0.308*	0.046	0.136	-0.142**	0.257*

주: \*는 1%, \*\*는 5% 확률 수준에서 유의적임을 나타낸다.

특수관계인 지분을 포함한 대주주1인 지분율 총계와 다른 변수와의 상관관계를 보면, 기업규모, 부채비율, 기관투자가의 지분율 등과 음의 상관관계를 갖고, 수익성과는 양의 상관관계를 보이고 있다. 즉, 우리나라 기업의 대주주1인 지분율 총계는 규모가 커질수록, 기관투자가의 지분율이 높을수록, 부채비율이 높을수록 낮아지고, 수익성이 높을수록 대주주1인 지분율 총계도 높아짐을 알 수 있다.

기업의 소유구조에 영향을 주는 요인을 분석하기 위해서 부채비율(DEBT), 기업규모(ASSET), 성장성(GROWTH), 수익성(ROA와 RET), 위험(RISK), 자산특이성(RND), 기업년수(YEAR), 기관투자가 지분율(INST)을 독립변수로 하고, 30대 기업집단의 계열기업 여부를 가변수(GROUP)로 하며 대주주1인 지분율을 종속변수로 하는 다중회귀분석을 실시하였다. 종속변수인 대주주1인 지분율은 대주주1인 동일인 지분율(OWNER)과 대주주1인 지분율 총계(SHARE)를 각각 사용하여 독립변수가 각각의 종속변수에 미치는 영향의 차이를 분석하고자 하였다. 다중회귀분석에 사용된 모형은 식(1)과 식(2)이다.

$$\begin{aligned} \text{SHARE} = & \alpha_0 + \alpha_1 \text{DEBT} + \alpha_2 \text{ASSET} + \alpha_3 \text{GROWTH} + \alpha_4 \text{ROA} \\ & + \alpha_5 \text{RISK} + \alpha_6 \text{RND} + \alpha_7 \text{YEAR} + \alpha_8 \text{INST} + \alpha_9 \text{RET} \\ & + \alpha_{10} \text{GROUP} \dots\dots\dots (1) \end{aligned}$$

$$\begin{aligned} \text{OWNER} = & \alpha_0 + \alpha_1 \text{DEBT} + \alpha_2 \text{ASSET} + \alpha_3 \text{GROWTH} + \alpha_4 \text{ROA} \\ & + \alpha_5 \text{RISK} + \alpha_6 \text{RND} + \alpha_7 \text{YEAR} + \alpha_8 \text{INST} + \alpha_9 \text{DIF} \\ & + \alpha_{10} \text{RET} + \alpha_{11} \text{GROUP} \dots\dots\dots (2) \end{aligned}$$

변수간 상관관계분석에서 살펴보았듯이 상관관계가 유의적인 독립 변수들이 있으므로 독립변수들간의 상관관계가 회귀분석에 미치는 영향을 검토하였다. 분산확대인자(VIF: Variance Inflation Factor)를 분석한 결과 VIF값이 모두 1~3사이로 다중공선성<sup>81)</sup>이 회귀분석결과에 큰 영향을 주지 않는 것으로 판단된다.

대주주1인 지분율 총계를 종속변수로 한 다중회귀분석의 결과는 <표 부록-3>에 정리하였다. 다중회귀분석 결과, 대주주1인 지분율 총계는 총자산수익률과 1% 유의수준에서 정의 관계를 갖고, 기관투자가 지분율과는 1% 유의수준에서 음의 관계를 갖는다. 또한 자산규모와는 5% 유의수준에서 음의 관계를 갖고, 기업집단에 소속여부와는 10% 유의수준에서 음의 관계를 갖고 있다.

대주주1인 지분율 총계와 기관투자가 지분율간의 음의 관계는 기관투자가 지분율이 높아질수록 개인 대주주의 주식소유 비율이 낮아진다는 Bathala, Moon과 Rao(1994)의 연구나 기관투자자들이 외부감사를 수행하면서 대주주와 경영자의 기회주의적 행동을 억제시킨다는 Agrawal와 Mandelker(1990)의 연구와 일치한다. 또한 국내자료를 이용하여 소유구조와 자본구조간의 관계를 실증분석한 김건우(1997)의 연구결과와도 일치한다.

---

81) 다중공선성은 설명변수들 사이에 서로 강한 상관관계가 존재하는 현상을 의미한다. 회귀분석 시에 다중공선성이 존재하면 회귀계수의 분산이 커지므로 회귀계수의 통계적 유의성이 낮아진다. 다중공선성의 영향을 측정하는 방법은 여러 가지가 있으나 일반적으로 분산확대인자(VIF)값이 10보다 큰 경우 다중공선성이 존재한다고 판정한다.

<표 부록-3> 대주주1인 지분율 총계에 대한 회귀분석 결과

변 수	회귀계수	t 값
상 수 항	0.371*	2.951
DEBT	0.005	0.974
ASSET	-0.018**	-2.224
GROWTH	0.050	0.756
ROA	1.017*	3.199
RISK	0.469	1.643
RND	1.229	0.866
YEAR	0.009	0.417
INST	-0.233*	-2.717
RET	-10.257	-0.514
GROUP	-0.041	-1.850
F=4.358(유의 확률 0.0001)		Adj. R <sup>2</sup> =0.1426

주: \*는 1%, \*\*는 5% 확률 수준에서 유의적임을 나타낸다.

총자산수익률과 대주주1인 지분율 총계가 양의 관계를 갖는다는 결과는 수익성이 높은 경우 기업주가 기업공개나 주식분산을 회피하고자 한다는 Herman(1981)의 연구나 대주주의 지분증가가 투자안의 질에 대한 신호가 된다는 Leland와 Pyle(1977)의 주장과 일치한다.

대주주1인 지분율 총계는 자산규모나 30대 기업집단 소속여부와 음의 관계를 보이고 있다. 따라서 기업규모가 커짐에 따라 개인인 대주주의 자금조달능력이 제한되어 지분율이 낮아지는 사실을 입증하는 것으로 판단된다. 또한 기업집단에 소속된 계열기업의 대주주1인 지분율 총계는 기업집단의 계열기업이 주식의 상호보유, 기업집단 소속 금융기관의 존재, 정부의 소유지분완화정책 등의 영향을 받아 낮아진 것으로 판단된다.

종속변수를 대주주1인 동일인 지분율로 하고, 독립변수는 위의 회귀 분석에서 사용한 부채비율, 규모, 성장성, 수익성(총자산수익률과 주식 수익률), 위험, 자산특이성, 기업년수, 기관투자가 지분율, 30대 기업집단의 계열기업 여부 외에 특수관계인 지분율<sup>82)</sup>을 추가하여 다중회귀분석을 실시하였다. 회귀분석의 결과는 <표 부록-4>와 같다.

<표 V-4> 대주주1인 동일인 지분율에 대한 회귀분석 결과

변 수	회귀계수	t 값
상 수 항	0.335*	3.352
DEBT	0.004	0.893
ASSET	-0.010	-1.627
GROWTH	0.028	0.522
ROA	0.952*	3.766
RISK	0.580**	2.553
RND	0.791	0.701
YEAR	-0.022	-1.274
INST	-0.123	-1.788
DIF	-0.232*	-3.202
RET	-13.860	-0.873
GROUP	-0.004	-0.231
F=3.309(유의 확률 0.0004)		Adj. R <sup>2</sup> =0.1117

주: 1. \*는 1%, \*\*는 5% 확률 수준에서 유의적임을 나타낸다.

2. DIF는 SHARE(대주주1인 지분율 총계)에서 OWNER(대주주1인 동일인 지분)을 차감한 값으로 특수관계인의 지분율을 나타낸다.

82) 대주주1인 지분율 총계에서 대주주1인 동일인 지분율을 차감한 특수관계인 지분율이 대주주1인 동일인 지분율에 미치는 영향을 분석하기 위하여 설명변수로 추가하였다.

대주주1인 동일인 지분율에 대한 회귀분석결과를 앞의 회귀분석결과와 비교하여 검토하면, 대주주의 지분율과 음의 관계를 갖는 회귀계수의 유의성은 낮아졌다. 특수관계인 지분율이 대주주1인 동일인 지분율 등과 강한 음의 관계를 가지므로 앞의 분석과 비교할 때 대주주1인 동일인 지분율에 음의 영향을 주는 요인의 유의성이 약화된 것으로 판단된다.<sup>83)</sup> 따라서 대주주1인 동일인 지분율과 기관투자가 지분율, 자산규모, 30대 기업집단의 계열기업 여부 등과의 음의 관계는 약화되고, 위험과의 양의 관계는 강화되었다.

대주주1인 동일인 지분율과 특수관계인 지분율간의 음의 관계는 특수관계인 지분율 증가에 따라 대주주1인 동일인 지분율이 감소함을 나타낸다. 이는 특수관계인 지분율 증가에 따라 대주주1인 동일인 지분율이 감소하여도 소유경영자의 경영권 장악이 가능하다는 사실을 입증하는 것으로 판단된다.

---

83) 특수관계인 지분율과 대주주1인 동일인 지분율간의 상관계수는 -0.1735, 30대 기업집단 계열여부와와의 상관계수는 -0.3040, 자산규모와의 상관계수는 -0.2378이다.