

기업지배구조의 변화: 일본, 한국, 중국의 경험을 素材로 하여

I. 서론

수년 전 몇몇 외국 학자들과 함께 “동아시아에서의 기업지배구조의 전환”이란 제목의 영문책자를 출간한 일이 있다.¹ 당시 함께 편집을 맡았던 Milhaupt교수는 그 제목을 왠지 못내 탐탁해하지 않았다. 그러나 더 나은 대안을 찾지도 못했기 때문에 책은 결국 그 제목으로 발간되었다. 이 제목에 대한 그의 불만은 그가 쓴 서론을 읽고서야 비로소 이해할 수 있었다. 그는 서론의 제목을 붙이면서 전환(transformation)이란 단어 앞에 괄호를 넣고 “불규칙하고 불완전하며 예측불가능한”(uneven, incomplete, and unpredictable)이란 문구를 추가하였다. 동아시아 여러 나라에서 진행 중인 기업지배구조의 변화를 바로 전환이라고 단정하는 것이 거북했던 것이다.

이 글의 목적은 이처럼 다소 혼란스런 상태인 동아시아 기업지배구조를 개괄적으로 조망하는 것이다. 앞의 책에서는 대만도 대상으로 삼았지만 이 글에서는 일본, 한국, 중국 세 나라만을 다루기로 한다. 이들 세 나라는 지리적으로 인접하고 있을 뿐 아니라 역사적, 문화적, 경제적으로 밀접한 관련이 있다. 그리고 세 나라는 모두 한자문화권에 속하며 정도의 차는 있지만 유교적 전통을 공유하고 법제도면에서는 모두 기본적으로 대륙법계에 속한다. 또한 기업지배구조 측면에서 특히 주목할 것은 이들 세 나라가 모두 정부주도의 경제성장과정을 경험했다는 점이다.²

그러나 이러한 공통분모에도 불구하고 세 나라의 기업지배구조 현실은 상당한 차이를 보이고 있다. 이러한 기업지배구조의 차이가 단순히 경제발전수준의 격차에서 비롯된 것 같지는 않고, 또 이들 세 나라의 기업지배구조가 모두 변화의 과정에 있지만 구체적인 변화의 양상은 반드시 같은 것은 아니다. 세 나라 기업지배구조의 다양하고 역동적인 변화의 모습은 그 자체로도 몹시 흥미롭지만 비교기업지배구조의 관점에서 주목할 필요가 있다. 특히 앞으로 기업지배구조의 변화를 빚어내는 역학관계와 변화과정을 지배하는 질서와 논리를 해명하는 작업이 필요할 것이다. 이 글은 그러한 본격적인 작업이 다뤄야 할 몇 가지 논점을 제시하는 정도로 그치기로 한다. 또한 이 글의 대상은 극히 광범하고도 복합적이기 때문에 그에 대한 개괄적인 서술은 (때로는 과도하게) 단순화할 수밖에 없다는 점을 지적해두고자 한다.

이 글은 다음과 같은 순서로 진행한다. 첫째, 본격적인 논의에 앞서 이 글의 대상인 기업지배구조에 관하여 몇 가지 개념상의 문제점을 정리한다(II). 둘째, 세 나라의 기업지배

1 Hideki Kanda et al. eds., Transformation of Corporate Governance in East Asia (2008 Routledge).

2 특히 중국에서는 그러한 정부주도의 경제성장이 아직도 진행 중이다.

구조의 현상(現狀)과 변화를 네 가지 측면에서 살펴본다(III). 셋째, 기업지배구조의 현상과 변화에 대한 고찰을 토대로 주관적인 평가와 전망을 시도하기로 한다(IV).

II. 예비적 검토

1. 기업지배구조의 의의: 광의와 협의

기업지배구조는 지극히 유연한 개념으로 논자에 따라서 서로 다른 의미로 사용되고 있다. 그러나 기업지배구조에 관한 논의는 크게 두 가지로 나누어 볼 수 있다. 먼저 넓은 의미로는 주주뿐 아니라 채권자, 근로자, 소비자 등 기업의 각종 이해관계자들(stakeholders)의 상호관계에 관한 논의를 대상으로 한다. 기업의 주인은 누구인가, 기업의 목적은 무엇인가라는 물음은 그 논의의 주된 소재이다. 반면 좁은 의미로는 기업의 주인이 주주라는 전제에 입각하여 소유와 경영의 분리로 인한 경영자(또는 지배주주)와 일반 주주 사이의 이익충돌, 즉 경제학에서 말하는 대리문제(agency problem)의 해결에 관한 논의를 가리킨다.

기업지배구조에 관한 이제까지의 담론은 광의와 협의의 논의, 그리고 규범적 논의와 실증적 논의가 서로 얽히고 섞여 다소 혼란스런 상황이라고 할 수 있다. 다만 과거에는 좁은 의미의 기업지배구조가 논의의 중심이었지만 최근에는 넓은 의미의 기업지배구조가 더 관심을 끌고 있는 것으로 보인다. 광의의 기업지배구조는 다양한 이해관계자들 사이의 갈등을 내포하고 있기 때문에 정치적 성격을 강하게 띠 수밖에 없다. 광의의 기업지배구조는 경제에 대한 정부의 관여도, 산업구조, 노사관계, 언론, 사법제도 등 다양한 생태적 요소의 영향을 받는 종속변수이고 이러한 생태적 요소의 밑바닥에는 정치적 힘이 작용하고 있기 때문이다.³ 광의의 기업지배구조에 관한 논의는 이해관계가 복잡하고 객관적 측정이 어렵기 때문에 협의의 논의에 비하여 학문적 엄격성을 유지하기 어려운 것이 사실이다. 그러나 기업지배구조의 비교연구에서 보다 중요한 것은 광의의 관점이다. 따라서 이 글에서도 세 나라의 기업지배구조를 보다 광의의 관점에서 조망하기로 한다.

2. 기업지배구조 논의의 구성 요소

기업지배구조에 대한 비교연구에서 특히 관심을 끄는 것은 기업지배구조의 변화이다. 기업지배구조의 변화에 관해서는 두 견해가 팽팽히 대립하고 있다. 하나는 각국의 기업지배구조가 결국 주주이익을 중시하는 영미식모델로 수렴할 것이라는 견해이고⁴ 다른 하나

³ 이러한 관점에 입각한 대표적인 연구로는 Peter Gourevitch & James Shinn, *Political Power and Corporate Control: The New Global Politics of Corporate Governance* (Princeton 2005).

는 기업지배구조가 일단 정착하면 이른바 경로의존성(path dependence) 때문에 그 변화가 어렵다는 견해이다.⁵ 현재 “이론상의 교착상태”(theoretical stalemate)⁶에 빠진 이 논의를 이 글에서 되풀이할 생각은 없다. 다만 기업지배구조가 워낙 복잡적이고 다중적인 개념인 까닭에 그 변화를 논할 때에는 무엇을 기준으로 판단할 것인지 유의할 필요가 있음을 강조하고 싶다. 어쩌면 기업지배구조의 변화에 관한 논의의 혼란은 상당 부분 개념상의 불명확성에서 비롯된 것일지도 모른다.

실제로 기업지배구조의 변화는 여러 차원에서 일어날 수 있다. 일부 학자들은 소유구조의 변화에, 다른 학자들은 사외이사나 주주대표소송과 같은 제도의 변화에 주목한다. 그러나 광의의 기업지배구조에 관한 논의의 핵심은 기업이 실제로 무엇을 목적으로 운영되는가 - 그리고 나아가 당위적으로 무엇을 목적으로 운영되어야 하는가 - 라는 물음일 것이다. 기업의 목적은 기업운영의 방향을 결정짓는다는 점에서 기업지배구조의 가장 기본적인 요소이다. 그러나 기업의 실제 운영이 무엇을 목적으로 하는지 외부에서 객관적으로 파악하기는 어렵다. 기업의 목적을 파악하는 실마리를 제공하는 것은 기업의 의사결정을 통제하는 주체이다. 기업의 통제주체가 누구인가에 따라서 기업운영의 행태가 달라질 가능성이 있다. 기업의 통제주체가 지배주주인 경우에는 아무래도 지배주주의 이익이 중시될 것이다. 반면 주식소유가 분산된 회사에서는 주주이익이 상대적으로 중시되지 않을 가능성이 높다.

실제로 누가 기업의 통제주체인가는 회사법이 아니라 각 기업의 소유구조에 따라 결정된다. 따라서 기업의 통제주체를 파악하기 위해서는 당해 기업의 주식소유구조를 살펴볼 필요가 있다. 기업의 소유구조, 특히 상장기업의 소유구조에 관한 정보는 비교적 용이하게 취득할 수 있다. 이제까지 기업지배구조에 관한 많은 연구가 기업지배구조에 영향을 주는 각종 환경요소와 소유구조와의 상관관계를 대상으로 삼아온 것은 바로 그 때문이라고 할 수 있을 것이다.⁷

4 대표적인 견해로는 Henry Hansmann & Reinier Kraakman, *The End of History for Corporate Law*, 89 *Georgetown Law Journal* 439 (2001).

5 대표적인 문헌으로는 Lucian Bebchuk & Mark Roe, *A Theory of Path Dependence in Corporate Governance and Ownership*, 52 *Stanford Law Review* 127 (1999).

6 Li-Wen Lin and Curtist J. Milhaupt, *We are the (National) Champions: Understanding the Mechanisms of State Capitalism in China* (Working Paper No. 409 November 1, 2011) 50.

7 이러한 연구는 실로 무수하지만 대표적인 예로는 Mark Roe, *Political Determinants of Corporate Governance: Political Context, Corporate Impact* (Oxford, 2003); La Porta et. al., *Law and Finance*, 106 *Journal of Political Economy* 1113 (1998); *Corporate Ownership Around the World*, 54 *Journal of Finance* 471 (1999); *Investor Protection and Corporate Governance*, 58 *Journal of Financial Economics* 3 (2000).

기업의 소유구조는 여러 요소의 영향을 받지만 특히 기업의 자금조달행태와 밀접한 관련이 있다. 과거에는 기업지배구조를 기업금융의 측면에서 자본시장중심모델이나 은행중심모델로 구분하는 경우가 많았다. 자금조달을 자본시장이 아닌 은행에 의존하는 체제에서는 주식소유의 분산은 진전되기 어렵다. 또한 자본시장에 의존하는 기업은 기업의 목적과 관련해서 주주이익을 중시할 압력을 받게 된다.

기업지배구조에 관한 논의에서 결코 무시할 수 없는 것은 기업의 통제주체의 행동이 기업목적에 부합하도록 담보하는 각종의 법적 또는 비법적(非法的) 장치이다. 기업의 소유구조나 자금조달행태가 주로 경제학자들의 연구대상이었다면 이러한 담보장치에 대해서는 주로 회사법학자들이 주목해왔다고 할 수 있다.

한편 경제학계에서는 기업지배구조를 구성하는 이러한 요소들이 회사의 실적이나 주가에 미치는 영향에 대한 실증연구를 활발하게 진행하고 있다. 기업지배구조의 실제 효과에 관한 실증연구는 기업지배구조에 관한 정책적 논의에 영향을 미친다는 점에서 중요한 의미를 갖는다. 그러나 이 글에서는 극히 제한적으로만 언급하기로 한다.

3. 기업지배구조를 보는 네 가지 시점

앞서 언급한 기업지배구조 논의의 구성요소는 기업지배구조에 관한 비교연구에서 일종의 기준점으로 활용할 수 있을 것이다. 이 글에서는 세 나라의 기업지배구조를 다음과 같은 네 가지 시점, 즉 기업의 소유구조, 자금조달행태, 기업의 통제주체와 목적, 그리고 통제주체에 대한 견제장치로부터 접근하고자 한다. 이하에서는 경제발전의 순서에 따라 일본, 한국, 중국의 기업지배구조의 현상과 변화에 대해서 차례로 검토하기로 한다.

III. 기업지배구조의 현상과 변화

1. 기업의 소유구조

(1) 분산형과 집중형

기업의 소유구조는 분산정도에 따라 분산형과 집중형으로 나눌 수 있다. 분산형은 미국, 영국, 일본 등 일부에 불과하고 나머지 국가는 대부분 집중형에 속하는 것으로 알려져 있다. 집중형에서는 지배주주가, 그리고 분산형에서는 전문경영자가 통제주체가 될 가능성이 높다. 기업의 통제주체와 관련해서는 주식소유의 분산도와 함께 분산의 형태도 중요하다. 지배주주가 과반수 주식을 보유하는 경우도 있지만 10%미만의 주식을 보유하면서도 계열회사의 주식보유를 적절히 활용함으로써 기업집단 전체를 안정적으로 지배하는

예도 많다. 그런 경우 지배주주의 경제적지분(cash flow right)는 10%미만이지만 의결권지분(control right)은 훨씬 더 크다. 이처럼 실제로 소수지분을 가지고 지배하는 주주를 지배소수주주(controlling minority shareholder: CMS)라고도 부른다.⁸ 지배소수주주는 일반주주와 인센티브가 불일치하지만 경영권에 대한 위협이 별로 없기 때문에 전문경영자의 경우보다 훨씬 더 심각한 대리문제를 낳는다.

기업의 소유구조는 객관적인 파악이 가능하다는 것이 장점이지만 세 나라의 기업소유구조와 그 변화를 객관적으로 비교할 수 있는 자료는 찾기 어렵다. [도표1]은 정치학자인 Gourevitch와 Shinn의 책에 나온 각국 소유구조의 비교표를 간추려 만든 것이다.⁹ [도표1]은 20%이상을 보유한 개인지배주주의 지배를 받는 기업의 시장가치가 전체기업의 시장가치에서 차지하는 비중을 보여준다.

[도표1] 주요국가의 주식소유분산도(%)

일본	4.1
중국	5
미국	15
영국	23.6
한국	31.8
말레이시아	42.6
인도	43
대만	45.5
태국	51.9
이태리	59.6
브라질	63
독일	64.6
프랑스	64.8
인도네시아	67.3
칠레	90

⁸ 지배소수주주체제에 대한 문헌으로 Lucian A. Bebchuk et al., Stock Pyramids, Cross Ownership and Dual Class Equity: the mechanisms and agency costs of separating control from cash flow rights, in: Randall Morck ed., Concentrated Corporate Ownership (University of Chicago 2000) 445.

⁹ Gourevitch & Shinn, 주3, 18. 통계의 기준년도는 나라마다 다소 차이가 있지만 대체로 2000년 전후를 기준으로 삼고 있다.

Gourevitch와 Shinn의 도표에 포함된 대상국가 전체의 평균은 47이며 대부분 국가는 40에서 70사이에 위치한다. 따라서 그 표에 따르면 일본은 물론이고 일반의 통념과는 달리 중국과 한국도 분산형에 속하는 셈이다.¹⁰ 그러한 결과는 위 통계가 지배주주를 20% 이상을 보유하는 "개인"주주로 보고 "법인"주주는 포함시키지 않았기 때문에 생겨난 것이다. 따라서 각국의 기업소유구조를 보다 정확하게 파악하기 위해서는 각국의 사정을 개별적으로 들여다볼 필요가 있다.

(2) 일본: 주식상호보유와 안정주주

위 [도표1]에 의하면 일본의 기업소유구조는 분산형에 속한다. 그러나 처음부터 분산형 소유구조를 가졌던 것은 아니다. 19세기 후반 정부주도의 경제개발과정에서 형성된 재벌은 피라미드형 지주회사구조를 취했다.¹¹ 그러나 제2차 세계대전 후 이들 재벌은 미군정에 의하여 해체되어 독립적인 기업들로 재편되었다. 지주회사가 보유하고 있던 주식은 강제적으로 분산되고 지배주주들이 밀려난 자리에는 근로자 출신의 전문경영자들이 들어서게 되었다. 주식을 매입할 정도의 재산을 갖고 있지 않았던 전문경영자들은 이른바 안정주주를 확보함으로써 경영의 안정을 도모하였다. 안정주주란 일반주주들과는 달리 배당이나 주가상승 보다는 거래관계의 유지 등 다른 목적으로 주식을 보유하는 주주로 주거래 은행(main bank)과 같은 금융기관이나 거래관계 있는 기업이 대부분이었다. 안정주주는 당연히 기업의 경영성과와 무관하게 기존 경영자에 우호적이면서도 단기적으로 처분할 의도를 갖지 않았다. 이들 회사는 거꾸로 안정주주인 회사에 대해서 안정주주역할을 맡는 경우도 많았다. 이러한 경우를 특히 주식상호보유(이른바 株式持合い)라고 부른다. 이러한 주식의 상호보유를 포함한 안정주주의 존재는 분산형에 속하는 미국이나 영국과 다른 일본의 특징이라고 할 수 있다. 내부승진을 통해서 경영조직의 정상에 오른 경영자는 보유주식은 없지만 안정주주에 의존함으로써 외부주주의 위협으로부터 "경영의 자립성"을 확보할 수 있었다.

이러한 주식상호보유현상은 1960년대 자본자유화를 계기로 급속히 확산되었다.¹² 안정주

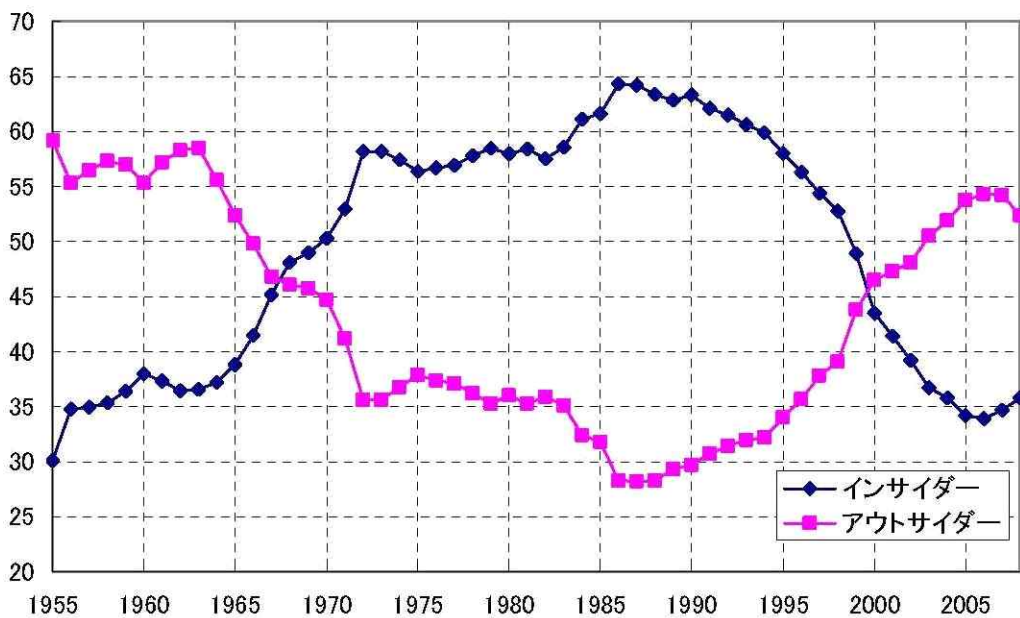
10 이 점은 Gourevitch & Shinn도 인정하고 있다. Ibid.

11 일본 기업소유구조의 변화에 관한 문헌으로는 예컨대 宮島英昭/新田敬祐. 「株式所有構造の多様化とその帰結」, 『日本の企業統治』 (宮島英昭 編)(東洋經濟新報社 2011) 105면 이하; Randall K. Morck & Masao Nakamura, A Frog in a Well Knows Nothing of the Ocean – A History of Corporate Ownership in Japan, in: A History of Corporate Governance Around the World (Randall Morck ed. University of Chicago, 2007).

12 得津 晶, 「持合株式の法的地位(1)——株主たる地位と他の法的地位の併存——」, 『法学協會雜誌』125卷3号、2008年、470頁以下; 中東正文/松井秀征 編, 會社法の選擇(商事法務 2010) 469-474면

주의 지분은 1960년대 후반부터 2000년에 이르기까지 과반수를 점하였다. 그러나 안정주주의 지분은 1990년 버블붕괴 후 지속적으로 감소추세에 있다는 것이 중론이다.¹³ 이러한 사정을 보여주는 것이 [도표2]이다. [표2]는 1955년부터 2005년 이후에 이르기까지 이른바 내부자와 외부자의 보유비율의 변화를 보여준다. 여기서 내부자는 대체로 안정주주와 큰 차이가 없다. [도표2]는 1965년 이후 시작된 내부자우위체제가 버블붕괴 후 급속히 약화되어 1990년대 후반에 이르러 붕괴되었음을 보여준다.

[표2] 주식소유구조의 장기변화



출처: 宮島英昭/新田敬祐, 주11, 109면

한편 [도표3]은 [도표2]의 내부자와 외부자가 어떤 주주들로 구성되었고 그것이 지난 60년간 어떻게 변화해왔는지를 보여준다.

(松井秀征 執筆).

13 得津, 주12, 485頁; 코퍼레이트·가버안스に関する 法律問題研究会, 報告書 株主利益の観点からの法規整の枠組みの 今日的意義 (2011) 28-29면.

[도표3] 주주유형별 주식소유분포(%)

	2010	1985	1949
정부	0.2	0.8	2.8
은행, 보험회사	22.5	42.2	9.9
증권회사	1.8	2.0	12.6
사업법인	24.3	24.1	5.6
개인	29.1	25.2	69.1
외국인	22.2	5.7	0

출처: 東京証券取引所, 平成 2 2 年度株式分布状況調査の調査結果について(2011)

[표3]에서 괄목할 것은 두 가지 변화이다. 첫째, 지난 60년 사이에 은행, 보험회사와 사업법인의 비중이 대폭 높아진 것이다. 이들 대부분은 안정주주역할을 위해서 보유하고 있는 것으로 짐작된다. 그러나 1985년에서 2010년 사이에는 사업법인의 비중에는 변화가 없지만 은행과 보험회사의 비중은 거의 절반으로 감소하였다. 이들 비중의 감소는 사업법인과 개인의 사이에 상호보유관계가 해소됨에 따른 것이다. 사업법인은 1980년대 후반부터 자본시장에서의 자금조달이 가능해짐에 따라 은행의존도가 낮아진 반면에 은행은 특히 1990년대 후반 금융위기를 계기로 사업법인의 주식을 계속 보유하기가 어려워진 것이 상호보유관계가 해소된 원인이라고 할 수 있을 것이다.¹⁴

둘째, 은행과 보험회사가 후퇴한 후 비중이 높아진 것이 외국인 투자자이다. 1985년 5.7%에 불과했던 외국인 보유비율은 90년대에 지속적으로 상승하여 2006년 말에는 28%에 달했으나 2007년 시작된 세계금융위기를 계기로 하락세로 바뀌어 2010년 22.2%로 하락하였다.¹⁵ 외국인투자는 단지 비중이 커졌을 뿐 아니라 과거와는 달리 기업지배구조에 적극적인 펀드투자자(이른바 activist fund)가 늘어났다. 그리고 이들의 위협 때문에 감소추세이던 주식상호보유가 2005년 이후 사업법인을 중심으로 다시 늘고 있다는 견해도 주장되고 있다.¹⁶ 그러나 현실적으로 보유주식의 시가변동을 손익계산서에 반영할 것을 요구하는 국제회계기준이 도입된 상태에서 주식상호보유를 강화하는 것은 쉽지 않다는 관측도 있다.¹⁷

14 또한 2002년 시행된 銀行等株式保有制限法도 은행의 보유비율하락에 기여한 것으로 평가된다.

15 상세한 것은 宮島英昭/新田敬祐, 주11, 115-118면.

16 得津, 주12, 486-7頁; 宮島英昭/新田敬祐, 주11, 125-126면.

17 宮島英昭/新田敬祐, 주11, 130면.

끝으로 같은 분산형에 속하는 영미의 주식소유구조와의 차이로 기관투자자의 역할에 대해서 주목할 필요가 있다. 미국에서는 기관투자자가 상장주식의 50%이상을 보유할 뿐 아니라 특히 연금기금의 경우 주주이익을 위해서 적극적으로 나서고 있는데 반하여 일본에서는 기관투자자의 비중도 낮고 의결권행사를 통한 경영자 견제에 소극적이란 관측이 일반적이다.¹⁸ 그러나 최근의 연구에 따르면 국내기관투자자의 보유비율이 20%전후에 달하고 행동양식도 외국인투자자와 큰 차이가 없게 되었다고 한다.¹⁹

(3) 한국: 계열회사를 통한 주식보유와 지배소수주주

한국의 기업소유구조는 한마디로 지배소수주주체제라고 할 수 있다. 일부 금융지주회사와 공기업 민영화의 산물인 일부 대기업을 제외하고는 거의 모든 기업에 지배주주가 존재한다. 대기업 지배주주는 통상 수십 개의 크고 작은 상장, 비상장 법인으로 구성된 기업집단을 지배한다. 이들 기업집단은 통상 재벌이라고 불리며 그 지배주주는 총수라고 불린다.

1960년대 경제발전 초기에는 기업의 자금조달은 은행차입을 비롯한 간접금융에 의존하였으므로 창업자들은 회사주식의 대부분을 보유하였다. 1960년대 말부터 정부가 자본시장 육성정책을 추진함에 따라 창업자의 지분은 차츰 낮아졌지만 1980년대까지도 창업자의 지분은 20%가 넘고 계열회사가 보유하는 지분은 미미하였다.²⁰ 그러나 1990년대에 이르러 총수의 지분이 평균 10%선으로 떨어지고 대신 계열회사 지분이 30%대로 상승하였다. 2010년 현재 53개 기업집단중 개인지배주주인 총수가 있는 기업집단의 내부지분율은 50.5%에 달하며 그 중 총수지분율은 2.12%, 총수일가 지분율은 4.4%, 계열회사 지분율은 43.58%이다.²² 총수지분율은 규모가 큰 기업집단일수록 더 낮다. 이들의 소유구조는 [표4]에서 보는 바와 같이 지난 20년간을 보더라도 상당히 안정된 모습을 보여주고 있다.

18 미국과 일본의 주주행동의 차이에 대해서는 江頭憲治郎, 企業と団体(会社法の基本問題(2011)所收) 39-47면 참조.

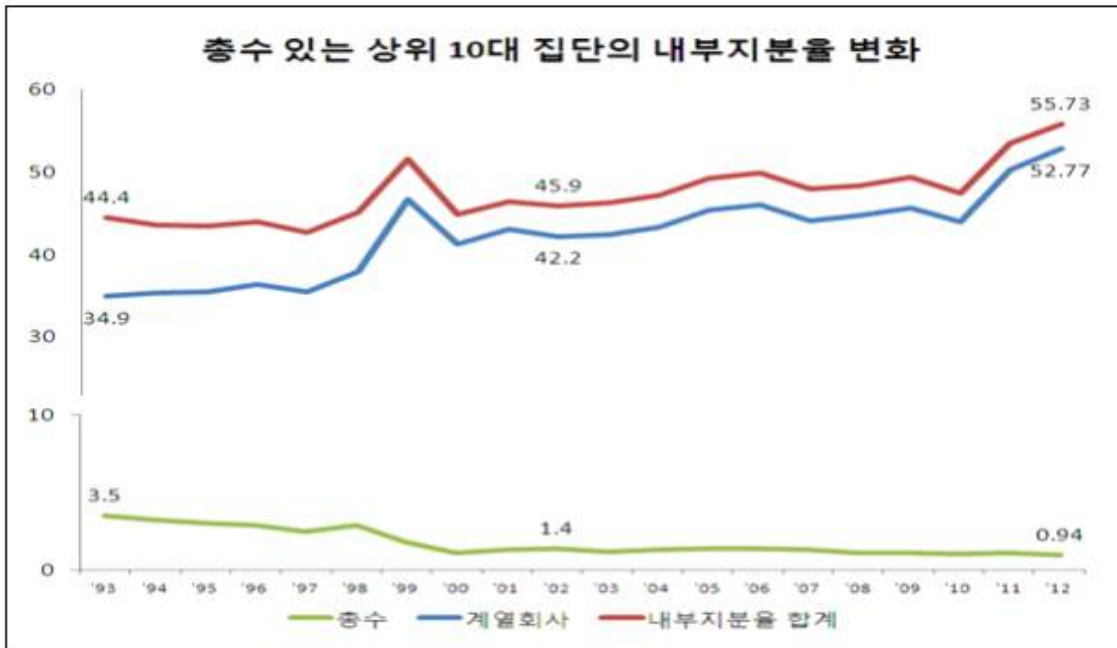
19 宮島英昭/保田隆明 『変貌する日本企業の所有構造をいかに理解するか』 9、36頁(FSA Institute Discussion Paper Series, 2012年)

20 김건식 외, 기업집단 규율의 국제비교(공정거래위원회 연구용역보고서)(2008) 75면.

21 총수개인, 총수일가, 그리고 계열회사의 지분율 모두 합한 수치를 말한다,

22 공정거래위원회, 2011년 공정거래백서 295면.

[도표4] 상위 10대 기업집단(총수 있는 경우)의 내부지분을 변화

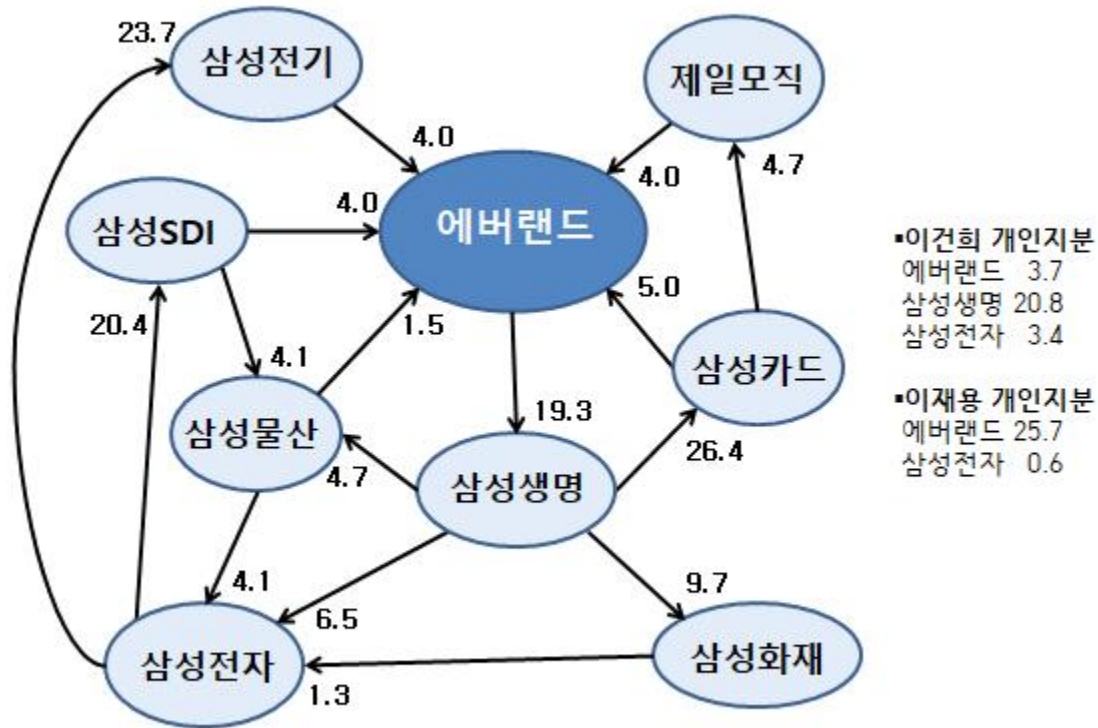


출처: 2012년 대기업집단 주식소유현황 및 소유지분도에 대한 정보공개(공정거래위원회 보도자료 2012-07-02)

[도표4]에서 보는 바와 같이 총수일가가 직접 보유하는 지분은 하락했지만 계열회사를 이용한 순환출자나 피라미드식 주식보유를 통해서 전체 기업집단에 대한 지배력을 유지하고 있다.²³ 기업집단의 구체적인 소유구조는 다양할 뿐 아니라 변화를 계속하고 있다. [도표5]는 2012년 현재 한국 최대 기업집단인 삼성그룹의 소유구조를 보여준다. 소유구조는 지극히 복잡하지만 분명한 것은 최정상에 개인 지배주주가 자리잡고 있다는 점이다. 이러한 사정은 다른 기업집단에서도 큰 차이가 없다.

23 공정거래위원회 발표에 의하면 2008년 현재 삼성그룹의 지배소수주주의 경제적 지분은 3.57% 인데 비하여 의결권지분은 28.88%이고 현대차그룹의 경우에는 그 수치가 각각 6.62%와 37.05%이다. 공정거래위원회, 2008년도 집단단위대응비교(괴리도/의결권승수)

[도표5] 삼성그룹의 소유구조



(출처 : 공정거래위원회(2012.4.)에 일부 변경사항 반영)

출처: 공정거래위원회

[도표5]가 보여주는 바와 같이 한국의 기업집단에서는 계열회사들이 일본의 “안정주주”와 같은 역할을 하고 있다. 재벌은 정경유착, 세습경영, 비관련 다각화 등 여러 면에서 비판의 표적이 되었다. 특히 소유구조와 관련해서는 미미한 지분으로 절대적인 경영권을 행사한다는 지적이 많았다. 또한 [도표5]와 같은 복잡한 소유구조에 대해서는 투명성의 관점에서 비판을 받았다. 정부는 1999년부터 소유구조의 단순화를 위하여 기업집단이 지주회사구조로 전환하는 것을 정책적으로 유도하였다. 이러한 정부정책의 결과 2010년 현재 96개의 지주회사가 존재한다.²⁴ 나아가 재벌의 지주회사전환을 보다 용이하게 하기 위하여 상장자회사의 경우 지주회사가 그 주식을 20%만 보유하여도 지주회사요건을 갖춘 것으로 보았다(독점규제 및 공정거래에 관한 법률 제8조의2 제2항 제2호). 그 때문에 지주회사구조를 취한 기업집단의 경우에도 여전히 소수의 실질적 지분으로 다수의 계열회사

²⁴ 12개 금융지주회사를 포함한 수치이다. 공정거래위원회, 2011년 공정거래백서 303면.

를 거느리는 지배소수주주체제는 그대로 남아있다.

지배소수주주체제가 구체적으로 어떠한 모습인지는 위의 서술에서 짐작할 수 있다. 그렇다면 나머지 주주들의 모습은 어떠한가? 이를 위해서는 [도표6]을 참조할 필요가 있다.

[도표6] 유가증권시장 소유자별 주식소유분포(2010년, %)

정부	4.67
기관투자자	14.59
일반법인	27.72
개인	36.55
외국인	16.48

출처: 한국거래소

[도표6]은 2010년 현재 한국거래소의 제1부 시장이라고 할 수 있는 유가증권시장의 소유자별 주식소유분포를 보여준다. 이러한 분포는 2000년 이후 다소 변화가 없지 않지만 기초는 그대로 유지되고 있다. [도표6]은 두 가지 흥미로운 점을 보여준다. 첫째, 일본과 비슷하게 일반법인의 보유비중이 비교적 높다는 점이다. 그러나 일본과는 달리 이 수치 중 상당부분은 계열회사의 보유분일 것이다. 둘째, 외국인의 지분이 과거보다는 낮아졌지만 아직 상당히 높다는 점이다. 실제로 대기업을 외국인의 지분은 더 높을 가능성이 높다. 거래소 홈페이지에 의하면 주식 수가 아닌 시가기준의 외국인 지분비율은 2011년 말 현재 32.87%로 주식 수를 기준으로 한 [도표2] 수치의 거의 두 배에 달한다.

한국의 주식소유구조는 과거에 비하면 크게 분산되었지만 지배주주의 경영권은 계열회사의 주식보유를 통해서 그대로 유지되고 있다. 더 이상 분산이 진행된다면 경영권 안정을 보장할 수 없는 상태에 이르렀기 때문에 가까운 장래에 분산이 더 진행될 것인지는 의문이다. 지난 10년간 주식소유구조에 큰 변화가 없는 것도 지배주주의 지분비율이 이제 더 이상 낮출 수 없는 한계점에 도달하였기 때문으로 추측된다.

(4) 중국: 국유기업과 공산당

가. 회사화

[도표1]은 중국의 기업소유구조를 분산형으로 분류하고 있다. 그러나 개인지배주주를 기준으로 삼은 [도표1]의 통계는 아직도 국가소유주식의 비중이 높은 중국의 현실을 제대로

반영하고 있지 않다. 일본이나 한국과 달리 중국의 기업소유구조는 국가소유지분의 비중이 압도적으로 높은 것이 특징이다. 중국이 공산당이 지배하는 국가라는 점에서 보면 이러한 특징은 당연한 것이다. 중국은 국유기업의 효율을 높이기 위하여 다방면에 걸쳐 노력했지만 결손이 계속 증가했다.²⁵ 그리하여 정부는 1993년 드디어 국유기업의 효율을 높이기 위한 방안으로 국가의 기업활동을 회사형태로 전환한다는(회사화) 방침을 정했다. 그리고 회사화를 뒷받침하기 위해서 1993년 회사법을 제정하였다. 회사화의 목적은 회사의 일상적인 운영으로부터 정부의 영향을 배제함으로써 효율을 높이기 위한 것이었다. 그러나 회사화가 바로 민영화를 의미하는 것은 아니었다.

나. 민영화의 지연

정부에 의한 직접 관리에서 벗어나 새로이 태어난 국유기업의 민영화는 좀체로 진행되지 않았다. 동구권의 민영화와는 달리 중국은 국가안보나 경제안전을 위하여 석유화학, 통신, 항공해운, 석탄 등 주요산업의 경우 부분적으로 주식을 처분하였을 뿐으로 국가가 지배권을 유지하였다.²⁶ 이처럼 구태여 일부 주식이라도 민간에 처분한 것은 경영자에게 시장의 압력을 가함으로써 경영효율을 높이기 위한 것이었다. 이들 주식은 1990년 상해와 심천에 설립된 증권거래소에 상장되었다. 이들 두 거래소의 시가총액은 2011년 현재 동경증권거래소의 규모를 넘어서 중국증권시장은 홍콩을 제외하고도 세계 3위를 차지하고 있다.²⁷ 중국의 증권거래소가 그 역사가 일천함에도 불구하고 규모가 큰 것으로 나타나는 것은 실제로 거래가 되지 않는 국유주식과 법인소유주식이 모두 시가총액에 포함되고 있기 때문이다.²⁸ 2010년 현재 개인투자자의 수는 8천만명에 이르고 그들이 보유하는 상장주식(A주식)은 전체 약 30%에 달하고 있다.²⁹ 민간보유주식의 상당부분은 주로 기관투자자가 보유하고 있지만 이들도 장기적 시각을 갖기 보다는 투기적으로 행동한다고 한다.³⁰

25 吴敬琏, 当代中国经济改革教程(上海远东出版社 2010) 132-133면.

26 Wei He & Haibo Yao, Value Creation after State Share Transfers: New Evidence from China (no date) at 5-6(available at: <http://ssrn.com/abstract=1929176>).

27 World Federation of Exchanges 홈페이지(<http://www.world-exchanges.org>)참조.

28 Donald C. Clarke, Law Without Order in Chinese Corporate Governance Institutions, 30 Nw. J. Int'l L. & Bus. 131(2010) 152-153.

29 中国证券监督管理委员会, 中国资本市场二十年 (中信出版社 2012) 139-140면.

30 Clarke, 주28, 155.

다. 주식의 거래제한

과거 이들 국유기업의 주식은 거래제한주식과 거래가능주식으로 구분되었다. 전자에는 국유주식, 법인소유주식,³¹ 근로자소유주식이 포함되고 후자에는 국내 상장회사의 주식 중 중국투자자만 투자할 수 있는 A주식, 외국인도 투자할 수 있는 B주식, 홍콩증권거래소에 상장된 H주식이 포함된다. 거래제한주식은 뜻하지 않게 국유기업이 민영화되는 것을 제도적으로 방지하기 위하여 도입한 것이었다. 과거에는 국유주식, 나머지 거래제한주식, 거래가능주식이 각각 1/3정도를 차지하였다.³²

이러한 일부 주식의 거래제한은 주가가격의 왜곡을 초래하였다. 2005년 정부는 거래제한주식의 거래를 점진적으로 허용하기로 방침을 정하고 그 절차를 위한 규정을 공포하였다.³³ 이러한 정부방침의 시행에 따라 2011년에는 거래가능주식의 비중이 99%에 달하게 되었다.³⁴ 그러나 형식적으로는 이처럼 거래가능주식이 증가했다고 하더라도 현실적으로 정부는 처분에 대해서 신중을 기하고 있다.

라. 국유주식의 관리

국가소유의 주식은 2003년 설립된 국무원 국유자산감독관리위원회(국자위)가 관리한다. 현재 국자위가 관리하는 국유기업은 기업집단의 형태를 취하고 있다.³⁵ 기업집단의 최상층에는 “국가투자공사”와 같은 이른바 “국가수권투자기구”라고 하는 지주회사가 존재하고 이는 지주회사로서 사업자(子)회사의 주식을 보유할 뿐 직접 사업을 수행하지는 않는다.

31 주로 국유기업과 같은 법인이 보유하는 주식으로 법인간에는 거래가 가능하다는 점에서 국유주식과 구별된다.

32 Clarke, 주28, 145, 146.

33 이에 관하여 상세한 것은 Wai Ho Yeung, Non-Tradable Share Reform in China: Marching Towards the Berle and Means Corporation? Comparative Research in Law and Political Economy (CLPE) Research Paper 48/2009, Vol. 5, No. 9 (2009), at 11-19(available at: <http://ssrn.com/abstract=1515957>). 정부의 거래허용방침은 반드시 국가소유 주식을 처분하겠다는 것은 아니었지만 시장에서는 주가의 상승을 초래했다. Andrea Beltratti et. al., The Stock Market Reaction to the 2005 Non-Tradable Share Reform in China(2011)(European Central Bank Working Paper No. 1339).

34 中国证券监督管理委员会, 주29, 34면.

35 기업집단의 보다 구체적인 구조에 관해서는 Lin & Milhaupt, 주6, 18-23. 기업집단 형태를 취하게 된 것은 중국이 경제개발을 시작하면서 과거 일본과 한국의 기업집단을 모델로 삼았기 때문이라고 한다. Id. 14-16.

이들 사업자회사는 상장되어 있는 경우가 많다. 최상층의 지주회사 주식을 100% 소유하는 국자위는 처음에는 마치 이사회와 마찬가지로 사업자회사의 경영을 간섭했지만 2009년부터 시행된 “기업국유자산법”은 회사법상의 주주로서의 권한행사만 허용하고 있다.³⁶

마. 국유기업의 비중과 성과

국유기업이 중국 경제에서 차지하는 비중은 점차 줄어들고 있지만 아직 상당한 비중을 차지하고 있다. 연매출 5백만위안이 넘는 제조업체에서 국유기업의 비중은 수를 기준으로 1998년의 39.2%에서 2010년에는 4.5%로 대폭 감소하였지만 자산 기준 비중은 68.8%에서 42.4%로 감소하였을 뿐이다.³⁷ 상장기업 중 국유기업이 차지하는 비중에 대해서는 연구에 따라 큰 차이가 있다. 중국의 상장기업에서 국가가 지배하는 기업³⁸의 비중이 2000년의 73%에서 2010년에는 21%로 하락하였다는 연구가 있는가 하면³⁹ 국유기업의 비중은 2/3를 넘는다는 연구도 있다.⁴⁰

중국에서도 상장회사의 성과는 주식소유가 분산된 회사보다는 어느 정도까지는 집중된 회사가 더 좋다는 연구결과가 많다.⁴¹ 그러나 국가가 지배주주인 경우에는 성과가 좋지 않다. 일부 실증연구에 의하면 국가의 지분이 높을수록 기업의 회계적 성과는 낮은 반면 법인이나 개인의 지분비율이 높을수록 회사의 성과도 높다.⁴² 또한 국유기업, 상장기업, 비공개기업 중에서 비공개기업의 성과가 가장 양호하다는 연구도 있다.⁴³ [도표7]은 비국유기업의 수익률이 국유기업의 수익률을 큰 폭으로, 그리고 지속적으로 상회함을 보여준

36 상세는 吳敬琏, 주25, 139-141면.

37 IBRD, China 2030(2012), 110.

38 그 의미는 분명치 않지만 국가가 최대주주인 기업을 가리키는 것으로 짐작된다. 경우에 따라서는 정부가 6%의 주식만을 가진 경우에도 국가지배기업으로 분류되는 일이 있다고 한다. Clarke, 주28, 144 n39.

39 Martin J. Conyon & Lelong He, CEO Compensation and Corporate Governance in China (2012) at 21(available at: <http://ssrn.com/abstract=2071001>).

40 Joseph Fan et. al., Capitalizing China (2011) at 7(available at: <http://ssrn.com/abstract=1972735>). 다른 연구에 의하면 2003년 현재 상장회사의 84%가 정부의 주식보유를 통하여 지배되고 있다고 한다. Clarke, 주28, 142 n33.

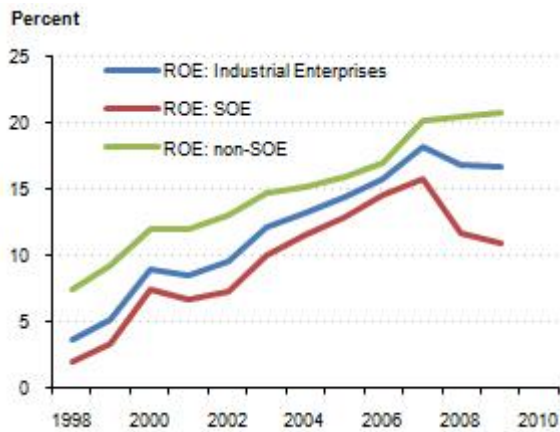
41 Clarke, 주28, 159 n106에 열거된 논문 참조.

42 Larry Li et.al., A Review of Corporate Governance in China (2008), at 9-10(available at: <http://ssrn.com/abstract=1233070>); He & Yao, 주26, at 6-7.

43 Franklin Allen et al., Law, Finance and Economic Growth in China (2005) at 3(available at: <http://ssrn.com/abstract=768704>).

다.

[도표7] 국유기업과 비국유기업간의 수익률비교



출처: IBRD, China 2030(2012), at 111.

바. 민간기업

전술한 바와 같이 현재 중국의 자본시장에서 민간기업의 비중은 크게 증가하였다. 그러나 민간기업의 소유구조는 아직 집중도가 높다. 상장기업 최대주주의 평균지분이 2000년에서 2010년 사이에 45.10%에서 36.54%로 하락하였을 뿐이다. 같은 기간 외국인주주 지분은 1%에서 2%로 증가하였을 뿐이다. 그러나 민간기업의 경우도 당의 영향력 하에 있다는 점에서는 국유기업과 큰 차이가 없다. 한 연구에 의하면 주요 상장 민간기업도 당의 지시를 받을 뿐 아니라 민영화된 국유기업의 경영자는 대부분 당원이라고 한다.⁴⁴

2. 자금조달

(1) 은행중심형과 자본시장중심형

기업의 자금조달행동은 기업지배구조에 영향을 미친다. 영향은 크게 두 가지로 나눌 수

⁴⁴ Fan, 주40, at 7, 10.

있다. 하나는 기업의 목적에 미치는 영향이다. 기업이 신주발행을 통한 자금조달에 의존하는 비율이 커지는 만큼 투자자의 관심을 끌기 위해서 주주의 이익을 중시하게 된다. 이른바 금융시장의 압력을 받게 되는 것이다. 다른 하나는 소유구조에 미치는 영향이다. 소유구조에 주는 영향은 신주발행이 주주배정방식인지 일반공모방식인지에 따라 다를 것이다. 일반공모방식으로 행해지는 경우에는 주식소유가 분산될 가능성이 더 높다. 정부가 주도하는 경제발전의 초기단계에서는 통상 은행에 의존할 수밖에 없다. 자본시장이 제대로 작동하려면 고도의 인프라가 필요한 반면에 은행을 통한 자금의 유통은 기본적인 법제도만 갖추면 가능하기 때문이다.⁴⁵ 또한 경제개발을 주도하는 정부가 부족한 자금의 배분에 관여하기에도 은행중심모델이 편리하다. 한중일 세 나라도 모두 은행중심모델에서 출발하였다. 그러나 기업의 자금조달을 은행에 과도하게 의존하는 경우에는 기업의 파탄이 금융기관의 재무위기로 이어져 시스템위험을 초래할 위험이 높다. 따라서 어느 정도 경제성장이 진전되면 자본시장을 육성할 필요가 생기게 된다. 세 나라는 자금조달행태의 면에서도 상당한 차이를 보이고 있다.

기업의 관점에서 주식발행을 통한 자금조달의 중요성을 파악하기 위해서는 연간 자금조달액에서 주식발행이 차지하는 비중이 얼마나 되는가에 관한 통계정보가 필요하다. 그리고 세 나라의 상황에 대한 올바른 비교평가가 가능하려면 그 통계정보가 같은 기준에 의하여 마련될 필요가 있을 것이다. 그러나 그에 관해서 신뢰할만한 통계정보는 찾을 수 없었다.⁴⁶ 그러므로 주식발행을 통한 자금조달이 갖는 비중에 대한 비교평가는 훗날로 미루기로 한다.

(2) 일본

제2차 세계대전 후 일본 경제의 재건과정에서 기업은 자금을 주로 은행에 의존하였다. 이 과정에서 이른바 주거래은행(main bank)은 기업금융은 물론이고 기업지배구조에서도 중요한 역할을 담당하였다. 은행차입에 의한 자금조달은 고도성장기가 끝나는 1970년대 중반부터 약화되었다. 그러한 현상은 기업의 부채비율의 변화로 나타났다. 비금융회사의 부채비율은 1970년대 중반까지는 지속적으로 상승하다가 1970년대 후반부터 하락추세로 전환한 후 20년간 점진적인 하락을 지속한 후 1999년부터는 급속히 하락하였다.⁴⁷ 이에

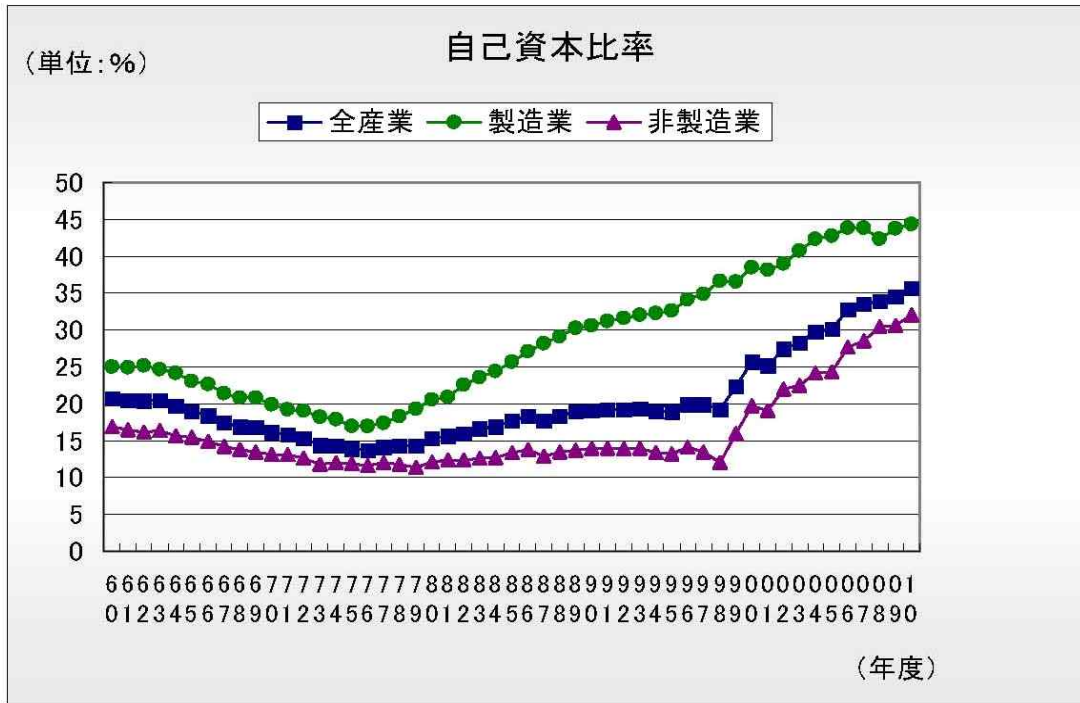
45 자본시장의 발전에 필요한 인프라에 대해서 상세한 것은 Bernard Black, *The Legal and Institutional Preconditions for Strong Securities Markets*, 48 U.C.L.A. L.REV. 781 (2001).

46 주요국 거래소들로 구성된 단체인 World Federation of Exchanges (<http://www.world-exchanges.org>)에서 발표한 통계가 있지만 본문에서 제시한 다른 통계와 너무 차이가 나서 그대로 사용할 수 없었다.

47 Tokuo Iwaisako et. al., *Debt Restructuring of Japanese Firms: Efficiency of Factor Allocations and*

대해서는 일본 재무성 재무종합정책연구소가 작성한 자기자본비율의 변화에 관한 [도표8]에서도 나타나 있다. [도표8]에 의하면 제조업의 자기자본비율은 1970년대 중반부터 상승을 시작하여 2010년에는 45%에 이르고 있다.

[도표8] 일본 기업의 자기자본비율의 변화



(주) 전산업 및 비제조업은 금융업과 보험업을 제외.
출처: 일본 재무성 재무종합정책연구소, 법인기업통계연보

은행차입에 대한 의존도가 낮아지는 것과는 반대로 자본시장에 대한 의존도는 높아졌다. 비금융업의 자금조달상황에 관한 [도표9]은 바로 그 점을 잘 보여주고 있다. 차입대비 주식의 비율은 1980년에는 겨우 반을 넘겼지만 1990년에는 100%를, 그리고 2005년에는 200%를 초과하였다.⁴⁸

the Debt-Labor Complementarity (PRI Discussion Paper Series (No.11A-01)(2010) 2.

48 2010년 주식의 비중이 낮아진 것은 금융위기에 따른 자본시장의 기능저하로 인한 것이다. 日本証券經濟研究所, 日本の証券市場(2012年) 4면.

[도표9] 법인기업部門의 資金調達構成比 (잔고기준)

	1980	1990	2000	2005	2010
차입	42.2	36.5	36.2	22.4	31.3
증권	27.1	43.1	42.0	58.2	42.5
주식	(23.1)	(37.3)	(35.2)	(52.9)	(35.2)
사채	(2.2)	(2.3)	(5.3)	(4.1)	(5.8)
기업간신용	24.3	14.6	16.2	12.8	15.4
기타	6.4	5.8	5.6	6.6	10.8
합계	477.4	1,358.7	1,198.0	1,421.8	1,056.7

구성비는 %, 합계는 조엔

출처: 日本証券經濟研究所, 日本の証券市場(2012年) 5면

[도표9]는 스톡 기준으로 현실적으로 주식발행을 통한 자금조달의 중요성을 제대로 파악하기 위해서는 플로우 기준의 통계가 필요하다. [도표10]은 상장기업의 주식관련증권에 의한 자금조달규모를 보여준다. 주식발행을 통한 자금조달규모는 자본시장의 상황에 따라 크게 변화하고 있지만 2011년에는 10년 전 수준으로 감소하였다. 다만 유상증자는 대부분 주주배정발행이 아닌 공모증자나 제3자배정증자의 형태로 이루어지고 있다.

[도표10] 상장기업의 주식관련증권 발행에 의한 자금조달

단위: 건, 백만엔

	국내		해외		합계
2011	83	670,468	11	708,471	1,378,939
2010	88	2,133,453	21	1,642,325	3,775,779
2009	98	3,041,218	27	2,439,423	5,480,642
2008	88	858,449	24	829,025	1,687,474
2007	211	729,116	38	753,606	1,482,723
2006	415	3,255,559	58	1,595,625	4,851,184

2005	406	2,116,456	55	469,080	2,585,536
2004	403	1,846,386	154	1,846,129	3,692,516
2003	201	832,637	76	1,237,643	2,070,281
2002	190	788,229	39	782,800	1,571,029

출처: 일본 증권업협회

(3) 한국

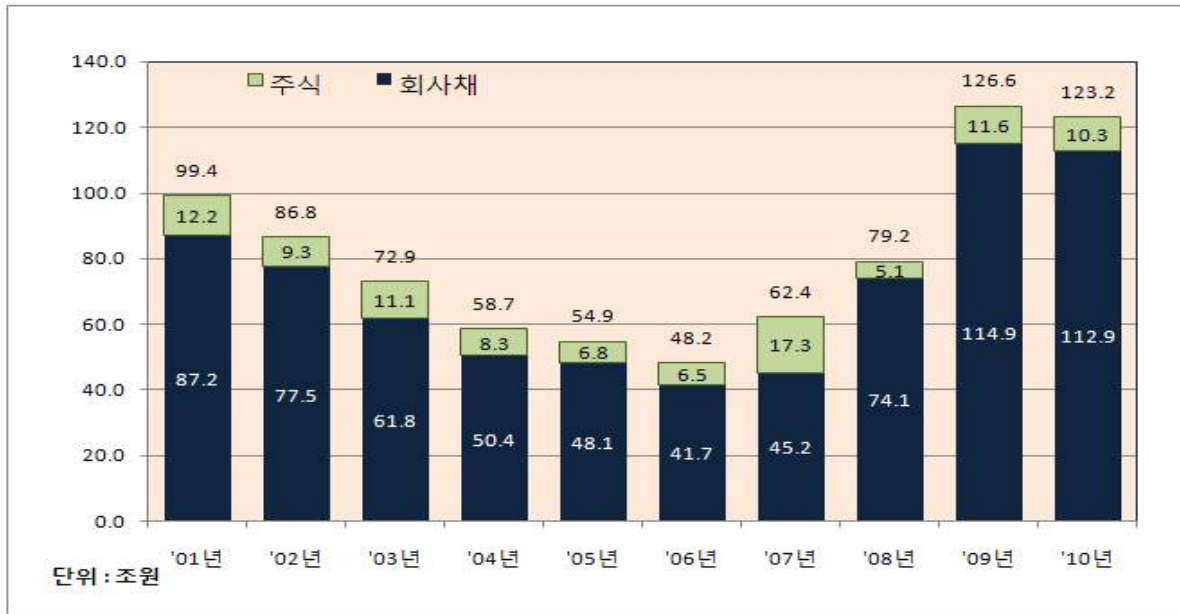
한국 기업의 자금조달도 은행중심모델로 출발하였다. 1960년대 이후 고도성장 과정에서 기업의 부채비율은 폭발적으로 증가하였다. 1997년 외환위기를 맞이할 당시 일부 대기업의 부채비율은 1000%를 넘기도 했다. 외환위기 후 정부가 200%선을 가이드라인으로 제시하는 등 재무구조개선을 유도한 결과 기업의 부채비율은 크게 하락하였다. 2010년 현재 제조업 부채비율은 101.53%이고 대기업은 더 낮아서 86.32%에 불과하다.⁴⁹

한편 [도표11]이 보여주는 바와 같이 직접금융을 통한 자금조달 또한 점차 감소하는 모습을 보인다 2007년도부터 증가하였다. 직접금융은 회사채 발행이 대부분으로 예컨대 2010년 주식발행액은 10.3조원으로 전체 실적 123.2조원의 10%에도 미달하였다. [도표12]에 의하면 주식발행은 기존 상장회사의 유상증자가 대부분이고 기업공개가 차지하는 비중은 2010년을 제외하고는 10%를 조금 넘는 정도에 불과하다.⁵⁰

49 한국은행 경제통계시스템(ecos.bok.or.kr).

50 2011년 상장법인의 자금조달실적은 기업공개 2.4조원, 유상증자 10.5조원 합계 12.9조원이다. 금융감독원 보도자료(2012.1.20), 1면.

[도표11] 최근 10년간 직접금융실적



출처: 금융감독원 보도자료(2011.1.17) 4면.

[도표12] 주식발행의 구분: 기업공개와 유상증자



출처: 금융감독원 보도자료(2011.1.17) 5면.

주목할 것은 유상증자에서 공모발행이 차지하는 비중이 낮다는 점이다. [도표13]에 의하면 2011년 유가증권시장 상장법인⁵¹이 행한 45건의 주식발행 중 일반공모는 단 1건에

불과하였다. 기업공개와 일반공모를 합쳐도 금액 면에서는 14%에 미달한다. 이처럼 주식 발행이 주로 주주배정방식으로 행해지는 이유는 무엇보다도 지배소수주주가 지분이 희석되는 것을 꺼리기 때문일 것이다. 또한 주주들의 상당수가 계열회사인 상황에서 주주배정증자는 자금을 보다 안정적으로 확보할 수 있다는 장점이 있다. 그러나 거꾸로 계열회사의 재무상태가 좋지 않은 상황에서는 자금조달이 어렵다는 단점도 존재한다. 실제로 일부 연구에 의하면 기업의 투자가 당해기업의 수익 보다는 오히려 그룹전체의 수익과 관계가 있다고 한다.⁵²

[도표13] 2011년 주식발행의 세부구분

	건수	금액(억원)
주주배정증자	26	56,370
제3자배정증자	5	30,437
일반공모	1	299
기업공개	13	13,590
주식발행 합계	45	100,696

출처: 금융감독원, 2011년 유가증권시장 상장법인 직접금융현황(2012)

(4) 중국

중국에서 기업의 자금조달은 주로 은행에 의존하였다. 중국에서 대형은행은 모두 정부가 소유하고 있다.⁵³ 이들 은행은 국유기업이나 정부와 관련 있는 민간기업에 -- 많은 경우 정치적인 고려에 따라 -- 자금을 대규모로 제공하고 있다.⁵⁴ 중국의 은행은 대출심사나 채무자인 기업에 대한 감독을 수행할 능력은 물론이고 그런 인센티브도 없었다.⁵⁵ 은행은 사실상 모두 국가소유인 까닭에 이윤추구동기가 그다지 강하지 않다. 그러한 경향은 부실

51 제2부시장 격인 코스닥시장 상장법인을 제외한 것임을 주의할 것.

52 Randall K. Morck et al., Finance and Governance in Developing Economies(December 2011) at 7(available at SSRN: <http://ssrn.com/abstract=1981829>).

53 La Porta et al., Government Ownership of Banks(2000) at 7(available at SSRN: <http://ssrn.com/abstract=236434>).

54 Larry Li et. al., A Review of Corporate Governance in China (2011), 15(available at: <http://ssrn.com/abstract=1233070>).

55 Clarke, 주28, 156-157.

채권의 규모에서도 찾아볼 수 있다. 2007년 말 현재 대형 상업은행의 부실채권은 다른 은행에 비하여 훨씬 많아서 총채권액의 8.05%에 달하였다.⁵⁶ 이러한 부실채권은 대부분 국유기업에 대한 채권이다. 여러 모로 정부의 지원을 받는 국유기업은 상대적으로 도산위험이 낮으므로 부실채권의 위험은 당장 실현되는 것은 아니다. 그러나 경기악화가 지속되면 시스템 전체의 위험으로 연결될 수 있다.

기업측에서 보면 은행차입은 중요하지만 그 비중이 압도적인 것은 아니다. 기업의 자금 조달원은 은행차입, 자체조달자금, 정부예산, 외국인에 의한 직접 투자의 4가지로 나눌 수 있다. 기업이 성장함에 따라 차츰 자체조달자금의 비중이 커지고 있다.⁵⁷ 그러나 주식이나 사채발행을 통한 자금은 일부에 지나지 않는다고 한다. 자체조달자금은 지난 1994-2009년 사이에 매년 23.6%씩 증가하여 2009년 말에는 2조2132억 달러에 달하였지만 국내은행으로부터의 차입은 5,657억 달러에 그쳤다.⁵⁸ 상장법인의 경우 자체조달자금이 전체자금조달의 약45%를 차지하고 있다.⁵⁹

중국 정부는 국유기업의 자금조달을 돕기 위해서 1990년 상해와 심천에 증권거래소를 설립하였다. 그러나 자본시장 도입 초기단계인 현재는 정부의 간섭이 강하다. 증권감독관리위원회(증감회)는 일정한 요건을 갖춘 상장회사에게만 주식이나 회사채를 발행하는 것을 허용하고 있다.⁶⁰ 또한 증감회와 국가발전 및 개혁위원회와 매년 주식발행규모를 결정하고 있다.⁶¹ 주식발행은 주주배정방식보다도 제3자배정방식을 채용하는 경우가 훨씬 더 많다.⁶² 주식시장의 규모는 일본을 앞섰다는 조사도 나오고 있지만 실제 주식발행은 기업의 자금조달수단으로서는 아직 그다지 중요하지 않다. 자본시장에서 주식발행액과 은행대출증가액의 변화를 보여주는 [도표13]에 의하면 주식발행의 규모는 과거 20년 사이에 크게 증가했지만 여전히 은행대출증가액에는 훨씬 미치지 못하였다.⁶³

56 Li, 주54, 15. 그러나 2010년 수치를 보면 1.31%까지 줄어들었다. 중국은행업감독관리위원회 웹사이트. <http://www.cbrc.gov.cn>.

57 여기서 말하는 자체조달자금에는 유보이익은 물론이고 지방정부의 투자액, 주식이나 사채발행을 통하여 조달한 자금도 포함된다.

58 Franklin Allen et al., China's Financial System: Opportunities and Challenges (2011) 9(available at: <http://ssrn.com/abstract=1945259>).

59 Ibid.

60 M. M. Fonseka et. al., Equity Financing Capacity and Stock Returns: Evidence from China(2012) at 6-7(available at: <http://ssrn.com/abstract=2118616>).

61 Li, 주54, 15.

62 반대로 주주배정방식이 압도적이라는 견해도 있다. Fonseka, 주?, 5.

63 2002년 통계에 의하면 은행대출이 2177억 달러였지만 주식발행은 89억 달러에 불과하였다.

[도표13] 국내주식발행과 은행대출 증가액(단위 억위안)

연도	국내주식발행(A)	은행대출증가액(B)	A/B(%)
1993	314.54	6335.40	4.96
1994	138.5	7216.62	1.91
1995	118.86	9339.82	1.27
1996	341.52	10683.33	3.20
1997	933.82	10712.47	8.72
1998	803.57	11490.94	6.99
1999	897.39	10846.36	8.27
2000	1541.02	13346.61	11.55
2001	1182.13	12439.41	9.50
2002	779.75	18979.20	4.11
2003	823.10	27702.30	2.97
2004	862.67	19201.60	4.49
2005	338.13	16492.60	2.05
2006	2463.70	30594.90	8.05
2007	7722.99	36405.60	21.21
2008	3534.95	41703.70	8.48
2009	5051.51	95940.00	5.27
2010	9587.93	79510.73	12.06

출처: 중국증권감독관리위원회, 중국증권선물통계연감 (2011).

3. 기업의 통제주체와 목적

(1) 서설

기업의 실제 운영은 기업이 추구하는 목적에 따라 크게 달라질 수 있다. 또한 기업의 목적은 기업의 통제주체가 누구인지에 따라 영향을 받는다. 기업을 누가 통제하는지는 기업의 소유구조를 토대로 파악할 수 있다. 이곳에서는 앞서 살펴본 기업의 소유구조와 자금 조달행태를 토대로 기업의 통제주체와 목적에 대해서 논하기로 한다.

(2) 일본: 사원출신 전문경영자

일반적으로 분산형 소유구조에서는 기업의 통제주체는 주주가 아닌 전문경영자이다. 일본에서 소유가 분산된 대기업의 통제주체는 사원 출신의 전문경영자이다. 종래 일본 기업의 전문경영자는 미국의 경우와는 달리 주주보다는 근로자 이익을 중시하는 것으로 알려져 왔다.⁶⁴ 이러한 미국과 일본의 전문경영자의 차이는 법제도의 차이에서 비롯된 것은 아니다. 사실 미국과 일본의 회사법, 특히 성문의 회사법전은 내용 면에서 큰 차이가 없다. 일본의 전문경영자는 대부분 같은 회사의 사원으로 입사하여 경영조직의 정상에 오른 자이다. 이들이 시시각각으로 변하는 주주들보다 일생 회사생활을 같이 보낸 동료와 부하들과 더 동질감을 느끼는 것은 극히 자연스런 일이다.⁶⁵

사원출신 경영자는 자신이 속하는 조직의 장기적인 발전을 추구한다. 이러한 장기적인 이익추구는 회사의 다양한 이해관계자의 이익에도 부합하였다. 회사의 근로자는 물론이고 채권자인 금융기관이나 거래처도 모두 회사의 장기적인 발전을 바란다. 오로지 문제가 될 수 있는 것은 주주이익과의 조화여부이다. 그러나 기업이 고도성장을 지속하던 시기에는 주주이익도 다른 이해관계자의 이익과 크게 충돌할 여지는 별로 없었다.

사원출신 경영자가 주주이익으로부터 비교적 자유로웠던 것은 시장의 압력을 덜 받았기 때문이다. 앞서 살펴본 바와 같이 주식소유는 폭넓게 분산되었지만 경영자의 지위는 안정 주주의 도움으로 확보할 수 있었다. 안정주주들은 주로 회사와의 거래관계를 유지하기 위한 수단으로 주식을 보유하였기 때문에 경영자는 단기적인 경영성과나 배당에 크게 구애 받지 않고 장기적인 관점에서 회사를 경영할 수 있었다. 또한 자금조달은 주로 은행에 의

64 西山忠範, 支配構造論(1980) 49-68면.

65 일본의 68개 기업 경영자들에 대한 설문조사 결과 회사의 주인이 주주라고 답한 경우는 3%에 불과하였다고 한다. Masaru Yoshimori, "Whose Company Is It? The Concept of the Corporation in Japan and the West." Long Range Planning, Vol. 28, No. 4(1995) at 33-44(Franklin Allen et. al., Stakeholder Capitalism, Corporate Governance and Firm Value(2009) 35에서 재인용).

존하였기 때문에 자본시장의 압력으로부터도 비교적 자유로웠다. 주거은행을 비롯한 안정주주가 회사경영에 간섭하는 것은 회사가 경영위기에 빠진 경우에 국한되었다. 따라서 회사가 정상적인 운영을 계속하는 한 경영의 자립성은 유지될 수 있었다.

현재도 대부분 회사에서 사원출신 경영자가 경영을 맡고 있다는 점에는 큰 차이가 없다. 그러나 과거에 비해서는 여러 이유로 주주이익을 고려할 필요가 현저하게 높아졌다. 무엇보다 중요한 변화의 요인은 주식소유구조의 변화이다. 금융기관의 주식처분으로 안정주주 체제는 크게 약화되었다.⁶⁶ 기존 체제를 지탱해온 안정주주구조가 무너지면 변화가 불가피할 것이다.⁶⁷ 이와 관련하여 주목할 것은 외국인 주주의 증가이다. 앞서 언급한 바와 같이 현재 외국인 주주의 보유비율은 20%선을 넘고 있다. 이들은 대부분 장기적 성장보다는 단기수익을 목적으로 하는 펀드들이다. 한 실증연구에 의하면 외국인보유비율이 높을수록 종업원 수가 감소하고 배당률이 높다고 한다.⁶⁸ 일부 실증연구에 의하면 외국인 보유비율과 기업의 성과 사이에는 正의 상관관계가 있다고 한다.⁶⁹

이러한 주식소유구조의 변화가 기업행동에 어떠한 영향을 미치는지는 [도표15]와 [도표 16]이 극명하게 보여준다.⁷⁰

66 안정주주체제를 위협하는 요인에 관한 간단한 설명으로 中東/松井編, 주12.

67 Poison pill에 대한 경제계의 관심이 갑자기 확산된 배경에는 안정주주체제의 후퇴에 따른 경영자들의 불안이 깔려있는 것으로 판단된다. 그러나 Poison pill도 주주이익을 중시하라는 투자자들의 압력을 막는 것에는 한계가 있다. 이른바 일본형 poison pill은 작동에 주주승인을 요하기 때문에 미국식 poison pill보다는 훨씬 더 주주이익에 친화적이다.

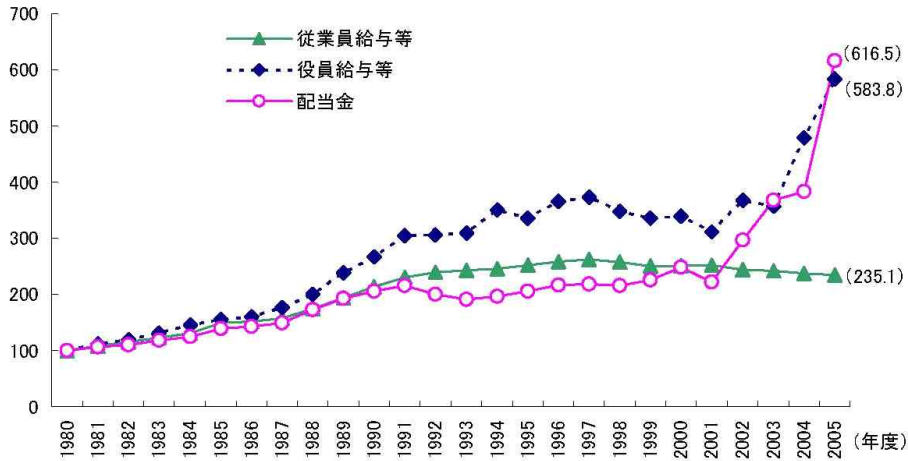
68 福田 順, 코-포레이트·가버넌스의進化と日本經濟(2012) 135, 151면.

69 宮島英昭/新田敬祐, 주11, 138면 이하,

70 星屋和彦/永田久美子, 企業行動の變化と經濟成長·利益分配: 法人企業統計を用いた企業部門のマクロ分析 (PRI Discussion Paper Series (No.07A-03) 2007), 23, 29면.

[도표15]

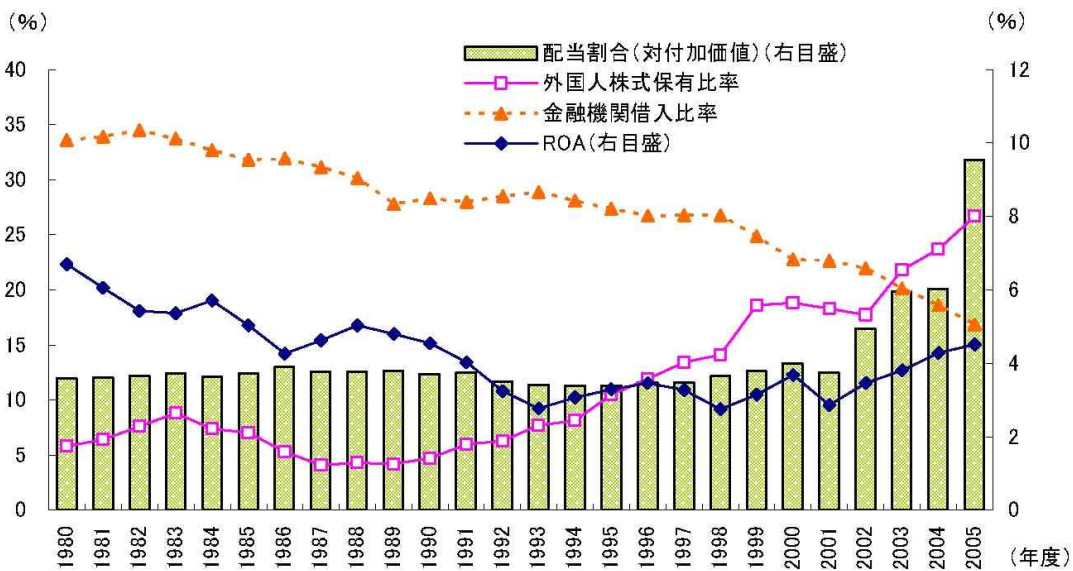
従業員給与等・役員給与等・配当金の推移(1980~2005)(大企業)



[도표15]는 대기업에서 배당금과 종업원 및 임원의 급여가 변화하는 모습을 보여준다. 배당금과 임원급여가 지속적으로 상승하고 특히 2001년부터 급속히 상승하는데 비하여 종업원급여는 거의 제자리에 머물고 있다. 흥미로운 것은 모든 기업을 대상으로 하는 경우에 임원급여는 종업원급여와 마찬가지로 별 변화가 없다는 점이다.

[도표16]

外国人株式保有比率・金融機関借入比率・ROAと配当割合の推移(大企業)



[도표16]은 최근 부가가치 대비 배당비율의 상승 추세가 외국인주식보유비율의 변동에

상응하고 있음을 보여준다.

(3) 한국: 지배소수주주의 세습적 지배

거의 모든 한국 기업의 통제주체는 아직 지배주주라고 해도 과언이 아니다. 지난 20년간 지배주주의 경제적 지분은 크게 낮아졌지만 의결권 지분은 아직 높은 수준을 유지하고 있기 때문에 그들의 경영권은 매우 안정적이다. 지배주주들도 주주지만 이들이 추구하는 이익은 반드시 일반 주주와 같지 않다. 지배주주들은 애초에 지배주식을 처분할 의사가 없기 때문에 주가의 상승에 집착하지 않는다.⁷¹ 한편 지배주주는 자신의 왕국과도 같은 기업집단을 자식들에게 물려주기를 원하기 때문에 단기적인 고수익 보다는 장기적인 성장에 관심을 갖는다. 아마도 한국 기업의 눈부신 성장은 이러한 지배주주들의 집념과 노력에 힘입은 바가 적지 않을 것이다.

지배주주의 이러한 인센티브는 기업의 다른 이해관계자들의 인센티브와 상당 부분 일치한다. 한국 기업에도 전문경영자가 존재한다. 대기업일수록 전문경영자의 역할이 더 큰 것이 보통이다. 전문경영자는 통상 그 기업의 사원으로부터 출발하여 그 지위에 오른 자라는 점에서는 일본의 사원출신 경영자와 차이가 없다. 가장 큰 차이는 한국의 전문경영자는 지배주주의 엄격한 통제를 받기 때문에 자기 부하들인 근로자의 이익보다는 지배주주의 이익을 중시할 수밖에 없다는 점이다.

지배주주의 관점에서는 전문경영자의 능력에 못지않게 중요한 것이 자신에 대한 충성도이다. 이러한 상황에서 경영자가 자기가 모시는 지배주주가 마음에 들지 않는다고 해서 그를 떠나 새로운 지배주주 밑으로 옮겨가는 것은 쉽지 않다. 전직의 기회가 제한되는 전문경영자로서는 보수의 크기보다도 경영자 지위를 계속 유지할 수 있는지가 중요한 의미를 갖는다. 그러므로 전문경영자도 지배주주와 마찬가지로 단기적인 성과보다는 장기적인 성장을 선호하게 마련이다. 또한 사실상 종신고용이 보장되는 정규직 근로자와 회사와 지속적인 거래를 원하는 거래처가 회사의 장기적인 성장을 선호하는 것은 물론이다.

지배소수주주체제의 가장 큰 문제는 일반주주의 이익과 충돌될 가능성이 높다는 점이다. 가장 전형적인 이익충돌은 지배주주가 자신의 사익을 위해서 회사의 부를 빼돌리는 이른바 터널링(tunneling)이라고 할 수 있다. 실제로 재벌총수들이 각종 터널링행위로 인하여 민형사상 책임을 추궁 당한 사례는 요즘도 끊이지 않고 있다. 그러나 이처럼 경영권의 사적 이익(private benefit of control)을 노골적으로 추구하는 행위는 이제 한국에서도 회사법을 비롯한 각종 규제강화로 쉽지 않게 되었다.⁷²

71 오히려 주가가 높아질수록 상속세의 부담이 커질 수 있기 때문에 후계자에게 상속을 마치지 않은 상황에서는 주가상승을 달가워하지 않는 경우도 있다.

72 요즘 재벌총수의 민형사책임을 인정한 판결이 계속 나오고 있는 상황을 고려하면 적어도 재무

일반주주의 이익과 충돌하는 경우가 터널링행위에 한정되는 것은 아니다. 한국에서 기업의 경영권은 거의 예외 없이 지배주주의 아들에게 승계되고 있다. 이들 경영권승계는 지배주주의 희망에 따른 것이지만 그것이 반드시 일반주주의 이익에 합치될 것이라는 보장은 없다.

지배소수주주체제는 나름의 장점과 단점이 공존하는 체제이지만 구체적으로 그것이 성과에 어떻게 영향을 미치는지는 아직 판단하기 어렵다. 2003년의 한 연구에 의하면 재벌에 소속된 기업은 독립된 기업에 비하여 기업가치의 감소를 보인다고 한다.⁷³ 그 근거로는 이익극대화 대신 이익의 안정을 추구한다는 점, 수익성이 낮은 업종에 과도하게 투자한다는 점, 부실한 계열회사를 지원한다는 점 등을 들고 있다. 이러한 인식은 종래 일반적으로 널리 퍼져있었던 것이 사실이다. 그러나 현재의 상황에서도 같은 결과가 나올 것인지 단정하기는 어렵다.

지배소수주주체제는 지난 20년간 큰 변화가 없이 유지되고 있다. 다만 앞서 언급한 바와 같이 외국인 보유비중이 상당히 높고 대규모 기업일수록 그 비중이 높다. 일본에서와 마찬가지로 외국인 보유비중의 증가는 배당률을 높이는 효과를 낳고 있다. 한 연구에 의하면 5%이상을 보유한 외국인 주주가 있는 경우에는 배당률을 높아진다고 한다.⁷⁴

(4) 중국: 지배주주로서의 국가와 관료경영자

앞서 살펴본 바와 같이 중국 국유기업의 지배주식은 국가가 통제하고 있다. 원래 국유기업은 원래 정부부처가 운영하던 국영기업을 회사화한 것이므로 처음에는 정부부처의 영향을 많이 받았다. 그러나 2003년 국자위로 주식이 집중된 이후에는 차츰 국자위가 투자자의 관점에서 기업에 대한 통제를 차츰 강화하고 있다.⁷⁵ 현실적으로 일상적인 경영은 경영자가 담당할 수밖에 없으므로 경영자를 어떻게 선임하는가가 중요하다. 실제로 경영자를 선임하는 것은 공산당이다.⁷⁶ 공산당은 경영자를 당해 기업의 내부나 외부의 전문경영자 중에서 선임하는 것이 아니라 당이나 정부의 간부 중에서 선임하는 경우가 많다.⁷⁷

상태가 건전한 기업에서는 노골적인 사적이익추구행위를 감행할 가능성은 높지 않을 것이다.

73 Stephen P. Ferris et. al., The costs (and benefits?) of diversified business groups: The case of Korean chaebols, *Journal of Banking & Finance* 27 (2003) 251-273.

74 Soojung Kim et. al., Impact of Foreign Institutional Investors on Dividend Policy in Korea: A Stock Market Perspective, *Journal of Financial Management and Analysis*, 23(1)(2010) 10-26.

75 吳敬琏, 주25, 139-142면; Lin & Milhaupt, 주6, 35-36.

76 小口彦太/田中信行, 現代中國法(2판 成文堂 2012) 47면; Richard McGregor, *The Party: The Secret World of China's Communist Rulers* (Harper Perennial 2010) at 46.

77 중국 국유기업의 관료경영자에 대해서 상세한 것은 張珍寶, 중국 회사형 국유기업의 지배구조

이들 관료경영자는 정부와 기업 사이를 오가면서 출세가도를 걷는다.⁷⁸

이러한 국유기업의 현실에서는 두 가지 이익충돌이 문제된다. 먼저 문제되는 것은 지배주주가 존재하는 기업에서 통상 존재하는 지배주주와 일반주주 사이의 이익충돌이다. 지배주주인 국가로서는 기업의 운영 시에 주주로서의 이익에 못지않게 국가의 정책적 필요를 고려하지 않을 수 없다. 국가로서는 기업의 성과도 중요하지만 정치, 경제, 사회적 이익을 극대화하기를 원할 것이다.⁷⁹ 즉 국가는 국유기업의 경영을 통해서 고용기회확보, 특정산업의 통제, 내부자를 위한 이익확보 등의 정책목표를 추구한다고 여겨진다.⁸⁰ 이처럼 기업외부적인 목표를 추구하는 것은 주주이익과 충돌할 가능성이 있다. 다만 기업이 고도성장을 지속하는 한 일반주주가 이러한 이익충돌을 문제 삼을 여지는 크지 않을 것으로 보인다.

국유기업에서 부각되는 또 하나의 이익충돌은 주주의 이익과 관료경영자의 사익과의 충돌이다.⁸¹ 관료경영자는 당이나 정부에서 승진하는 것을 목표로 삼을 가능성이 높다. 기업경영의 성과가 관료경영자에 대한 당의 평가에 얼마나 영향을 주는지는 분명치 않다. 최근에는 관료경영자의 보상을 기업성과에 연동시킴으로써 기업의 실적을 높이려는 시도가 행해지고 있다. 2005년 스톡옵션이 도입된 것은 그러한 시도의 일환이라고 할 수 있다.⁸² 최근의 실증연구에 의하면 CEO보수가 회계상의 실적과 정의 상관관계에 있고⁸³ 정치적인 승진의 가능성이 기업성과와 정의 관계에 있다고 한다.⁸⁴ 이들 연구에 의하면 관료경영자가 경제적 이익을 추구하든 정치적 승진을 노리든 회사의 성과를 높일 유인이 있다고 할 것이다.

이처럼 국유기업의 일반 주주는 이중적인 대리문제에 직면한다. 기업가치의 향상이 국

에 관한 연구 - 관료경영자제도를 중심으로 - (서울대 법학박사학위 논문 2011).

78 Lin & Milhuapt, 주6, 66.

79 Lin & Milhuapt, 주6, 46. 이해관계자이익에 대한 고려는 회사법도 명시하고 있다. 사회적 책임 있는 경영을 명하는 제5조와 감사회 1/3이상을 종업원대표로 구성할 것을 명하는 제118조.

80 Donald Clarke & Nicholas C. Howson, Pathway to Minority Shareholder Protection: Derivative Actions in the People's Republic of China (2011) at 3(available at: <http://ssrn.com/abstract=1968732>).

81 Yeung, 주33, 10.

82 그러나 실제로 스톡옵션을 실시하는 회사는 아직 2-3%에 불과하다. Martin J. Conyon & Lerong He, CEO Compensation and Corporate Governance in China (2012), at 5(available at: <http://ssrn.com/abstract=2071001>).

83 Conyon & He, 주39의 논문. 주가와도 상관관계가 있지만 더 약하다고 한다.

84 Jerry Cao et. al., Political Promotion, CEO Incentives, and the Relationship between Pay and Performance (2011)(available at: <http://ssrn.com/abstract=1914033>).

가가 추구하는 다른 정책 목표나 관료경영자의 사익추구행위에 의하여 희생될 위험이 적지 않다. 그러나 이러한 관료경영자의 지배가 반드시 일반 주주에게 불리한 측면만 있는 것은 아니다. 경제에 대한 정부의 개입이 광범하고 의사결정에 아직 “관계”가 중요한 중국에서 공산당과 정부에 연줄을 갖고 있는 관료경영자가 훨씬 유용할 수도 있다.⁸⁵ 그러나 일부 연구에 의하면 관료경영자가 경영하는 국유기업이 그렇지 않은 기업에 비하여 주가, 수익, 매출증가의 면에서 모두 뒤떨어진다고 한다.⁸⁶

4. 통제주체에 대한 견제장치

(1) 견제장치의 요소

협회의 기업지배구조에 관한 논의에서는 기업의 통제주체가 주주이익을 위하여 일하도록 담보하는 장치가 관심의 대상이다. 그러한 견제장치는 대체로 다음과 같은 요소들로 구성된다.

- ① 회사내부기관에 의한 통제 – 이사회, 감사, 주주총회 등
- ② 소송에 의한 통제 – 이사의 신인의무와 주주대표소송 등
- ③ 정보공시와 외부감사제도
- ④ 시장에 의한 통제 – 경영권시장, 자본시장 등
- ⑤ 기타 – 정부, 사회규범, 언론 등

이러한 견제장치는 나라마다 정도의 차이는 있지만 상당한 변화를 겪어왔다. 그 구체적 형태와 기능도 나라마다 차이가 있지만 특히 ①과 ②의 측면에서는 공통분모가 늘어가고 있다. 개별 견제장치에 관해서는 이미 기존 연구가 많이 축적되고 있으므로 이 글에서는 몇 가지 특징적인 점만을 간단히 언급하고 넘어가기로 한다.

(2) 일본

일본에서는 종래 전문경영자가 주주이익을 존중하도록 만드는 견제장치가 거의 작동하지 않았다. 위 5가지 요소 중 어느 것도 크게 실효성이 있었다고 말하기 어렵다. ①과 관련하여 입법자들은 실효성을 발휘하기 어려운 감사의 권한강화에 주력해왔다. 감사의 권

85 일부 연구에 의하면 정치적인 연줄이 있는 회사는 자본비용이 낮다고 한다. Narjess Boubakri et. al. Political Connections and the Cost of Equity Capital (2012)(available at: <http://ssrn.com/abstract=1589688>).

86 J. P. H. Fan et. al., Politically connected CEOs, corporate governance, and post-IPO performance of China's newly partially privatized firms. *Journal of Financial Economics* 84(2)(2007), 330–357.

한강화는 사외이사의 도입을 저지하기 위한 차원에서 행해진 측면이 있다.⁸⁷ 2002년 상법 개정으로 주식회사가 감사대신 사외이사로 구성된 감사위원회를 설치하는 길이 열렸지만 그다지 활용되지 못하였다.

②의 소송에 의한 견제도 1993년 주주대표소송의 인지액을 현실화하기 전에는 별로 활발하지 않았다. 또한 소송에 의한 견제는 경영자가 적극적으로 주주이익을 침해하는 경우에 비로소 작동할 수 있다. 경영자가 단순히 주주이익을 열심히 추구하지 않는다고 해서 소를 제기하기는 어렵다.

③의 정보공시와 외부감사제도는 지속적으로 강화되어 왔다. 그러나 ③은 부정행위를 억제하는 기능은 강하지만 경영자로 하여금 주주이익을 추구하게 하는 기능은 미약하다.

이러한 상황에서 중요한 것은 ④의 시장에 의한 견제이지만 그것도 제대로 작동하지 않았다. 경영권시장은 안정주주체제에서는 뿌리를 내릴 여지가 없었다. 또한 은행중심모델을 따른 결과 자본시장이 상대적으로 덜 발달되었기 때문에 자본시장의 압력도 그다지 크지 않았다.⁸⁸

⑤에 의한 견제도 미약했다. 경영자가 사익을 추구하는 행위는 별로 심하지 않았고 주주이익을 존중해야 한다는 인식도 별로 강하지 않았기 때문이다.

이상의 견제장치는 최근 주주이익의 중요성이 점차 부각됨에 따라 전반적으로 강화되고 있는 것으로 판단된다. ①과 관련해서는 결국 좌절하기는 했지만 2012년 회사법 개정 중간시안에 사외이사선임을 강제하는 안이 포함되었던 것을 주목해야 할 것이다. 최근 있었던 올림퍼스사에서 분식회계 스캔들을 수습하는 대책의 일환으로 이사회가 사외이사중심으로 재구성된 것도 흥미롭다. 이는 사외이사가 외부의 신뢰를 얻기에 보다 효과적이라는 판단에서 비롯된 것으로 보인다.

②와 관련해서 주주대표소송을 비롯한 각종 회사소송은 크게 증가하였다. 주주대표소송의 증가로 과거에는 이론적인 개념에 불과하였던 이사의 신인임무의 규범화가 크게 진전되었다. ③의 정보공시나 외부감사와 관련해서는 이제 가장 앞서 있다는 미국과 비교해도 별 차이가 없을 정도로 강화되었다. 1억엔 이상을 받는 이사의 보수를 개별적으로 공시하도록 한 것⁸⁹은 그 극적인 예라고 할 것이다. ④와 관련하여 경영권시장은 과거와는 비할 수 없이 활성화되었다. 이른바 일본판 포이즌필의 확산은 경영권에 대한 위협을 느끼는 기업이 늘고 있음을 보여준다. 또한 적대적 기업인수에 대한 방어와 관련하여 "기업가치"

87 이러한 현상은 1974년 회사법개정시에 이미 나타난 바 있다. 中東正文/松井秀征 編, 會社法の選擇(商事法務 2010) 413-414면(松井秀征 執筆).

88 奥村宏, 粉飾資本主義(동양경제신문사 2006)에서는 고주가경영이란 제목 하에 몇 가지 사례를 소개하고 있지만(24-51면) 그 사례들은 일반 대기업이 투자자 압력을 의식하여 단기성과를 높이기 위한 노력을 기울이는 것과는 거리가 멀다.

89 江頭憲治郎, 株式会社法(第4版 2011年) 421면.

나 “주주이익”과 같은 개념이 크게 부각된 것도 특기할 만하다.

⑤에 관한 변화는 외부인으로서 평가하기 주저되는 것이 사실이다. 그러나 기업가치보고서와 지침이 정부의 뒷받침에 의하여 제정된 것을 보거나 최근 올림퍼스사 스캔들에 대한 언론의 반응을 보면 일본 기업의 내부자중심적 지배구조에 개선의 여지가 있다는 인식이 널리 퍼져있음을 알 수 있다.

(3) 한국

한국의 지배소수주주체제에서는 분산형 소유구조에서 발생하는 경영권 불안의 문제는 없지만 그 대신 지배주주와 일반주주 사이의 이해충돌이 문제된다. 앞서 언급한 다섯 가지 견제장치는 과거 한국에서도 거의 작동하지 않았다. 그러나 1997년 외환위기를 계기로 그것이 대폭 강화되었다. 변화는 비교적 손쉽게 바꿀 수 있는 ①과 ②를 중심으로 이루어졌다.

①의 예로 상장회사에 대해서는 사외이사의 선임을 의무화되었고 대규모 상장회사에 대해서는 이사의 과반수를 사외이사로 선임하도록 하고 있다.⁹⁰ 그리하여 2011년 통계에 의하면 유가증권시장 상장회사의 경우 평균 이사회 규모는 6.7명이고 그 중 32.8%에 달하는 2.3명이 사외이사이다.⁹¹ 과거에는 이사회를 실제로 개최하는 대신 의사록만을 작성하는 것이 일반적인 관행이었다. 그러나 현재 사외이사가 있는 상장회사에서는 실제로 이사회가 개최되는 것이 보통이다. 사외이사들이 주로 지배주주의 의사에 따라 선임되기 때문에 독립성이 떨어진다는 지적이 많지만 적어도 지배주주의 부하들만으로 구성된 과거의 이사회에 비해서는 훨씬 기능이 강화되었다는 점을 부정하는 이는 많지 않다.

②와 관련해서는 주주대표소송을 제기할 수 있는 주주의 지주요건이 대폭 인하되었다. 그 결과 [도표17]에서 보는 바와 같이 주주대표소송의 수가 대폭 증가하였다.

90 상법 제542조의8, 시행령 제34조.

91 오덕교, 유가증권시장과 코스닥시장의 지배구조 실태분석, 기업지배구조리뷰 59권(2011.12) 46면.

[도표15] 주주대표소송의 수: 1997. 1. 1. - 2010. 5. 30.

연도	제소건수	소송결과			
		원고승소판 결확정	패고승소판 결확정	진행중	취하
1997	2	2	-	-	--
1998	4	2	2	-	--
1999	4	-	4	-	--
2000	2 (1)*	-	1	-	1 (0)
2001	2	-	2	-	-
2002	4	2	1	-	1
2003	6	4	2	-	-
2004	9	6	2	1	-
2005	9 (8)*	4	4	1 (0)	-
2006	8	-	7	1	-
2007	-	-	-	-	-
2008	3	1	-	2	-
2009	-	-	-	-	-
2010	2	-	-	2	-
합계	55 (53)*	21	25	7 (6)	2 (1)

*2000 년과 2005 년 각 1 건의 소송이 신문에는 보도가 되었으나 소송결과를 확인할 수 없었다.

출처: Hyeok-Joon Rho & Kon-Sik Kim, Invigorating Shareholder Derivative Actions in South Korea, at 214 (in Dan W. Puchniak et. al. eds., The Derivative Action in Korea: A Comparative and Functional Approach (Cambridge 2012)).

그밖에 지배주주에 대해서 업무상배임과 같은 형사책임을 묻는 소송도 끊이지 않고 있다. 실제로 삼성, 현대자동차, SK, 한화와 같은 대규모그룹의 지배주주들도 이러한 형사소송에서 유죄판결을 받은 바 있다. 그러나 이들은 유죄가 인정된 경우에도 집행유예를 받

거나 바로 사면을 받는 경우가 많아서 법집행의 공정성에 대해서 비판이 끊이지 않고 있다. 그러나 이제 주주이익을 침해하는 행위에 대해서 민형사소송이 제기될 수 있다는 점은 널리 인식되고 있기 때문에 과거와 같이 지배주주들이 회사재산을 빼돌리는 이른바 터널링 행위를 감행할 가능성은 높지 않은 것으로 보인다. [도표17]에서 2007년 이후 주주대표소송이 급속히 감소하고 있는 것은 그러한 추측을 뒷받침하는 것 같다.

③의 기업공시와 외부감사제도는 아마도 1997년 외환위기 이후 가장 강화된 분야라고 할 수 있다. 부실공시나 부실감사를 이유로 경영자나 회계법인에 대해서 손해배상책임을 묻는 소는 실제로 드물지 않다.

한편 ④와 관련하여 경영권시장은 아직 일본만큼 활성화되고 있지 않다. 적대적 기업인수가 시도되어 실제로 성공된 사례가 없는 것은 아니다. 그러나 대기업을 상대로 시도된 경우는 극히 드물다. 시민단체나 외국인투자자가 지배주주를 견제하기 위하여 대표이사의 해임이나 이사의 선임을 시도한 경우는 몇 건 있지만⁹² 그것이 적대적 기업인수를 목적으로 한 것이라고 보기는 어렵다. 이처럼 대기업을 위한 적대적 기업인수의 가능성은 그렇게 높은 것 같지는 않다. 그러나 실제로 지배주주 쪽에서 느끼는 불안은 회사에 따라 차이가 있지만 상당히 큰 것으로 보인다. 경영권방어수단에 대한 경제계의 높은 관심은 그 증거라고 할 것이다.

⑤와 관련해서도 다소간 변화의 조짐이 없지 않다. 주주이익에 대한 일반 국민의 인식이 높아진 것은 분명한 것 같다. 과거 관행으로 인식되었던 "일감몰아주기"⁹³에 대해서는 일찍부터 시민단체 등이 문제를 제기하였다. 최근 공정거래위원회가 이러한 일감몰아주기를 공정거래법상의 부당지원행위로 보아 과징금을 부과한 결정⁹⁴을 내린 것이나 회사기회에 관한 규정(제397조의2)이 상법에 새로이 도입되는 등의 변화는 달라진 여론의 뒷받침이 없이는 어려웠을 것이다.

(3) 중국

중국에서 주주이익을 침해하는 행위는 다양한 형태로 행해지고 있다.⁹⁵ 국유기업이든 민간기업이든 지배주주가 회사재산을 빼돌리는 터널링행위는 드물지 않은 것으로 보인다. 한 연구에 의하면 터널링의 규모는 2002년 967억위안으로 이 금액은 같은 해에 증권시장에서 조달한 자금액에 상당하였고 그 금액은 이듬 해 배로 증가하였다.⁹⁶

92 소버린펀드와 SK, 스틸파트너스와 KT&G 사이의 분쟁이 그 예이다,

93 회사가 지배주주나 그 자식이 개인적으로 지배하는 다른 회사를 우대하여 거래하는 행위이다.

94 2007.10.24. 공정거래위원회 전원회의 의결 제2007-504호(사건번호 2007조사0845).

95 Yeung, 주33, 10.

정부는 비교적 일찍부터 이 문제를 시정하기 위한 노력을 하고 있다. 특히 ①과 ②의 측면에서는 급속히 한국과 비슷한 방향으로 나아가고 있는 것으로 보인다. 2001년 8월 중국 증감위는 “상장회사 독립이사제도에 대한 지도의견”을 발표하여 2003년 6월까지 이사회 구성원의 1/3이상을 사외이사로 선임할 것을 요구하였다.⁹⁷ 이어서 2005년 개정 회사법에서는 상장회사는 국무원규정에 따라 독립이사를 선임한다고 규정하였다(제123조). 그리하여 2010년 현재 이사회 구성원 37%가 사외이사라고 한다.⁹⁸

2005년 개정 회사법은 주주대표소송을 명시적으로 도입하였다(제152조). 특기할 것은 중국의 주주대표소송은 이사뿐 아니라 지배주주와 같은 “타인”도 피고로 삼을 수 있다는 점이다. 중국 기업에 거의 예외 없이 지배주주가 존재하고 지배주주에 의한 터널링이 문제되는 상황을 고려하면 오히려 한국보다 실효성 있는 규정이라고 할 것이다. 주주대표소송은 실제로 많이 제기되고 있다.⁹⁹ 그러나 주식회사보다는 주로 규모가 작은 유한책임회사에서만 이용되고 상장회사가 관련된 소송은 2011년 현재 단 한건에 불과하다.¹⁰⁰ 그러나 국유기업의 상장자회사 경영자에 대해서 대표소송이 제기되는 경우 법원이 과연 제대로 판결을 내릴 수 있을지는 지켜볼 일이다. 법원이 지방정부나 당의 통제를 받고 있는¹⁰¹ 중국의 현실을 고려하면 관료경영자를 상대로 제기된 소송에서 법원이 소신에 따라 판결을 내리기 쉽지 않을 것이기 때문이다.¹⁰²

정부가 국유주식에 대한 거래제한을 완화하기로 결정한 시점에는 일부 적대적 기업인수의 가능성에 대한 기대가 표시된 적이 있었다. 그러나 아직 중국에서 실제로 적대적 기업

96 Clarke & Howson, 주80, 5.

97 趙立新 外, 走出困境 - 獨立董事的 角色定位, 職責与責任(2010) 3면.

98 Conyon & He, 주39, 47.

99 어느 연구자가 중국의 법률관계 데이터베이스인 Pkulaw로 검색한 결과, 1999년부터 2011년 사이에 78건의 대표소송이 검색되었으며 이들은 모두 유한책임회사에 관한 소송이었다고 한다. 최정연, 중국의 주주대표소송에 관한 연구(서울대학교 법학석사학위논문 2013년) 19-20면.

100 Clarke & Howson, 주80, 21. 이들은 것처럼 상장회사의 경우 주주대표소송이 적은 것은 법원이 사건의 접수를 거부하기 때문이 아니냐는 의문을 제기하고 있다. Id. 22. 중국의 법원은 법적 근거가 없음에도 불구하고 정치적으로 민감한 사건의 수리를 거부한 예가 많다. 江偉/肖建國編, 民事訴訟法 (제5판 2011년) 77면(廖永安 집필).

101 법원에 대한 당의 우위에 관해서는 McGregor, 주77, 23-26. 법관이 법원 내외부 권력의 영향을 받고 있다는 점은 중국 학자들도 지적하고 있다. 賀卫方, 司法改革的困境路径, 胡舒立/王烁 編, 2013: 关键问题(2013년) 188면.

102 Clarke, 주28, 182. 최근에는 정치적으로 그다지 민감하지 않은 일반적인 재판의 신뢰도는 크게 향상되었다고 하는 평가도 없는 것은 아니다. 예컨대 www.chinalawblog.com이나 www.chinahearsay.com과 같은 블로그 참조.

인수가 실현된 예는 찾기 어렵다. 공산당이 대기업에 대한 관심과 영향력을 그대로 유지하는 한 가까운 장래에 적대적 기업인수가 발생할 가능성은 그렇게 높지 않은 것으로 보인다.

끝으로 중국에서는 법 이외의 제도적 견제장치, 특히 시민사회적 제도(civil-society institution)가 제대로 작동하고 있지 않다.¹⁰³ 변호사나 회계사와 같은 전문직의 능력이나 신뢰도가 미흡하고¹⁰⁴ 한국이나 일본에서와 같이 투자자이익을 위하여 활동하는 시민단체는 존재하지 않는다. 대신 증감회가 일본이나 한국의 감독기관과는 달리 상장회사의 기업 지배구조에 관해서도 관여하고 있지만 그 실효성에는 한계가 있다.¹⁰⁵

5. 소결

이상에서 살펴본 세 나라 기업지배구조의 현상을 요약하면 다음과 같다.

첫째, 소유구조와 관련하여 일본은 분산형, 그리고 중국은 집중형으로 분류할 수 있다. 한국의 지배소수주주체제는 경제적 지분은 분산되었지만 의결권 지분은 집중되었다는 점에서 일종의 중간형이라고 부를 수 있을 것이다. 분산형에서 발생하는 경영권의 불안을 일본 기업은 안정주주를 이용하여 해소하고 있다.

둘째, 통제주체와 관련하여 일본은 사원출신 경영자가 지배하고 있는데 반하여 한국은 지배주주가 지배하고 있다. 중국은 지배주주 격인 정부(궁극적으로는 공산당)와 경영을 맡은 관료경영자가 권한을 분담하고 있다는 점에서 차이가 있다.

셋째, 기업목적과 관련해서 일본, 한국, 중국은 모두 장기적 이익을 중시한다는 점에서 비슷하다. 다만 한국에서는 적어도 현재까지는 지배소수주주의 사적 이익이 보다 중시되었다. 한편 중국에서는 관료경영자가 회사의 이익 대신 자신의 사적 이익을 추구할 위험이 있다.

넷째, 경영자에 대한 견제장치와 관련해서는 적어도 공식적인 법제도의 측면에서는 세 나라의 제도가 비슷한 방향으로 수렴하고 있는 것으로 보인다.

IV. 주관적 평가와 전망

1. 기업지배구조 변화의 양상

앞서 언급한 바와 같이 기업지배구조의 수렴여부에 관해서는 아직 논의가 계속 중인 상

¹⁰³ 보다 상세한 것은 Clarke, 주28, 136 참조.

¹⁰⁴ Clarke, 주28, 161-162.

¹⁰⁵ Clarke, 주28, 169-180.

태이다. 그러나 기업지배구조가 비록 안정적이기는 하지만 변화가 불가능한 것은 아니다. 한 나라의 기업지배구조는 그것을 둘러싼 생태계의 산물, 즉 종속변수라고 할 수 있다. 기업지배구조의 환경이 변화하면 기업지배구조 자체도 변화할 수 있다.

앞서 언급한 바와 같이 기업지배구조라는 개념이 워낙 복잡적이고 다중적인 개념인 까닭에 그 변화를 무엇을 중심으로 판단해야 하는지가 분명치 않다. 그러나 우리가 기업지배구조에 관심을 갖는 이유가 근본적으로 기업이 실제로 어떻게 움직이는가 - 그리고 나아가 (더 욕심을 부리자면) 기업이 당위적으로 어떻게 움직여야 하는가 - 를 이해하기 위한 것이라고 한다면 특히 주목할 것은 기업의 통제주체와 목적이라고 할 것이다. 그리고 그것을 뒷받침하는 것이 기업의 소유구조이다. 세 나라의 기업지배구조를 기업의 소유구조, 통제주체와 기업목적을 중심으로 정리한 것이 [도표18]이다.

[도표18] 세 나라 기업지배구조의 특징

	일본	한국	중국
소유구조	분산형/안정주주체제	지배소수주주체제	국유(법인소유포함)
통제주체	종업원출신 경영자	지배소수주주	공산당/관료경영자
기업목적	회사(근로자)이익	지배주주이익	공산당/관료경영자

기업의 소유구조가 변화하는 것은 간단한 일은 아니다. 집중형 소유구조가 분산형으로 변화하는 것도 어렵지만¹⁰⁶ 분산된 소유구조가 다시 집중형으로 바뀌는 것도 쉽지 않을 것이다.¹⁰⁷ 그러나 통제주체가 바뀌는 것은 더욱 어려운 일이다. 앞서 살펴본 바와 같이 세 나라의 기업소유구조는 지난 수 십 년간 상당한 변화를 겪었다. 일본에서는 금융기관의 지분이 감소된 반면에 외국인 주주의 지분이 증가하였다. 한국에서는 지배주주가 직접 보유하는 지분은 대폭 감소하였고 중국에서도 국가소유지분의 비중은 상당히 감소하였다. 그러나 통제주체의 면을 보면 별 변화가 없다. 일본에서는 안정주주체제가 사업법인을 중

106 이 점에 대해서는 이미 Bebchuk과 Roe가 상세히 논한 바 있다. Lucian Bebchuk & Mark Roe, A Theory of Path Dependence in Corporate Governance and Ownership, 52 Stanford Law Review 127 (1999).

107 그 예외가 캐나다라고 할 수 있다. 실제로 캐나다에서는 19세기초 지배주주가 지배하는 기업 집단이 많았지만 그 후 주식소유의 분산이 진전되어 19세기 중반 무렵에는 미국이나 영국과 같이 분산형 소유구조가 정착되었다. 그러나 그 후 다시 소유집중이 시작되어 20세기말에는 가족이 지배하는 기업집단체제로 복귀하였다. Randall K. Morck et al., The Rise and Fall of Widely Held Firm - A History of Corporate Ownership in Canada, in: A History of Corporate Governance Around the World (Randall Morck ed. University of Chicago, 2007).

심으로 유지됨에 따라¹⁰⁸ 사원출신 경영자체제에는 큰 변화가 없다. 버블 붕괴 후 다양한 제도개선노력에도 불구하고 일본의 기업지배구조에는 변화가 없다는 견해¹⁰⁹의 밑바닥에는 바로 이런 인식이 깔려 있는 것으로 보인다.

한국의 지배주주는 과거와는 달리 계열회사의 주식보유라는 방법을 통해서 통제주체로서의 지위를 유지하고 있지만 그룹 내에서의 지위는 여전히 확고하다. 최근 재벌에 대한 여론의 악화를 계기로 재벌개혁논의가 다시 고개를 들고 있지만 그것이 계열회사의 주식보유에 대한 직접적인 규제로 이어질 수 있을지는 의문이다. 중국에서도 국유기업의 주식을 계속 분산시켜왔지만 그 궁극적인 통제주체가 공산당이라는 점에는 변화가 없다. 앞으로 공산당체제가 변하지 않는 상황에서 공산당의 통제가 불가능할 정도로 주식소유를 분산시킬 것을 기대하기는 어렵다.

기업목적은 통제주체가 누구인지에 크게 의존한다. 그러나 통제주체에 비하여 기업목적은 환경의 변화에 따라 보다 유연하게 변화할 수 있다. 일본에서 [도표15]가 보여주는 바와 같이 대기업을 경우 주주에 대한 배당과 임원급여가 증가하고 있는 것은 그러한 변화의 한 가닥을 보여주는 것이라고 할 수 있다. 한국에서는 1997년 외환위기 이후 주주이익에 대한 고려가 크게 강화되었다. 한편으로 지배주주가 터널링 행위를 감행하기 어려운 환경이 조성된 것은 물론이고 외국인 보유비율이 높은 기업에서는 영업이익과 배당에 신경을 쓰고 있다. 중국에서도 정부의 통제권이 위협받지 않는 범위에서는 주주이익에 대한 배려를 아끼지 않는 것으로 보인다.

기업의 소유구조나 통제주체, 기업 목적을 변화시키는 것에 비하여 통제주체에 대한 견제장치를 변화시키는 것은 상대적으로 용이하다. 이 분야에서는 세 나라에서 모두 상당한 제도상의 변화가 있었고 그 부분에서는 일부 수렴이 있다고 할 수 있을 것이다.

2. 기업지배구조의 변화를 초래하는 동인

위와 같은 기업지배구조의 변화에 영향을 주는 요소는 많다. 법제도의 변화도 그 중 하나라고 할 수 있다. 법제도의 변화는 정치적 여론의 뒷받침 없이는 일어나기 어렵다. 정치적 여론을 움직이는 것은 스캔들이나 위기인 경우가 많다. 그러나 스캔들이나 위기의 여파는 성격상 일시적이므로 그로 인한 여론도 시간의 흐름에 따라 약화되는 것이 보통이다. 기업지배구조의 변화를 보다 지속적으로 촉진하는 것은 경제환경의 변화라고 할 수 있다.

108 得津, 주12, 484-485면.

109 예컨대 John O. Haley, Heisei Renewal or Heisei Transformation: Are Legal Reforms Really Changing Japan?, 19 J. JAPANESE L. 5, 13 (2005). 그는 1990년대 회사법개정은 어느 때보다도 빈번했지만 일본의 기업지배구조의 근본은 변하지 않았다는 결론을 내렸다.

일본의 기존 기업지배구조는 경영자, 정치인, 관료라는 이른바 “철의 삼각형”(iron triangle)에 의하여 뒷받침되었다. 사원출신 경영자가 안정주주의 지원을 받아 회사의 장기적 이익을 추구하는 체제는 회사의 이해관계자와 정부의 이익에 부합하였음은 물론이고 여론의 지지도 받았다. 그러나 기존의 삼두체제에 대한 여론의 지지는 특히 1990년 버블의 붕괴를 계기로 급속히 약화되었다. 일련의 스캔들로 인하여 이들에 대한 국민의 신뢰는 붕괴되었다. 기업지배구조에 관한 법제도가 버블 붕괴 후 급속히 변화한 것은 그러한 위기와 스캔들의 영향이 작용한 것으로도 볼 수 있을 것이다. 그러나 일본에서도 기업지배구조의 변화를 가져오는 보다 심층적인 원인은 경제환경의 변화에서 찾아야 할 것이다. 대기업의 자금조달이 은행차입에서 자본시장으로 전환된 것, 금융위기를 맞은 은행이 보유하던 사업법인의 주식매각에 나선 것, 외국인 투자자의 보유비율이 증가한 것, 적대적 기업인수의 등장 등의 변화는 모두 기업지배구조에 관한 제도와 실무의 면에서 주주이익의 위상을 높이는데 기여한 것으로 판단된다. 그러나 최근 회사법 개정과 관련하여 사외이사 선임의 의무화가 좌절된 것에서 보는 바와 같이 기존의 기업지배구조를 고수하려는 경영자집단의 의지와 영향력은 아직 강력하다.¹¹⁰ 개인적으로는 이러한 경영자집단의 영향력은 일본 기업, 특히 제조업의 강한 경쟁력에서 비롯된 것이 아닌가 추측하고 있다. 그렇다고 한다면 기업지배구조의 보다 근본적인 변화는 제조업체의 경영자들이 신뢰를 잃는 상황이 와야 비로소 가능하다는 추측도 가능할 것이다.

한국에서도 1997년의 외환위기를 계기로 기업지배구조에 관한 법제도가 정비되었다. 그 후 재벌총수의 터널링 행위에 대한 형사소추와 주주대표소송이 계속 반복되면서 기업지배구조에 대한 일반의 인식이 강화되고 제도개선의 시도가 힘을 얻게 되었다. 그러나 한국에서도 기업지배구조의 변화와 관련하여 더 중요한 것은 경제환경의 변화이다. 지배주주는 계열회사의 보유주식을 이용하여 경영권을 확보하고 있지만 과거에 비해서 기관투자자와 외국인 주주를 포함한 일반주주들의 보유비율이 높아진 것이 사실이다. 이들이 모두 반기를 드는 경우에는 아무리 지배주주라도 경영권을 잃을 가능성이 높다. 그러나 이제까지 그러한 가능성은 거의 실현된 적이 없다. 기관투자자를 포함한 일반주주들은 상대적으로 좋은 실적을 거둔 대기업 지배주주에 대해서 큰 불만이 있는 것 같지 않다. 투자자들로서는 회사의 안정적인 경영을 담보할 뿐 아니라 정부, 국회, 언론 등 사회의 권력 집단을 보다 효과적으로 다룰 수 있는 지배주주가 사라지는 것에 오히려 불안을 느낄 수도 있다. 이제까지 지배소수체제에 대한 비판의 소리는 투자자들보다는 학계와 시민단체에서 나오는 경우가 많았다. 그러나 이러한 상황이 한없이 지속될 것으로 단정할 수는 없다. 현상에 변화가 일어날 수 있는 경우로는 크게 두 가지를 생각해볼 수 있다. 하나는 대기업의 실적이 악화되어 지배주주의 경영능력에 대한 신뢰가 무너지는 경우이다. 예컨

110 최근 올림퍼스사 스캔들과 같이 내부자중심 경영체제에 대한 의문을 야기하는 스캔들이 속출했음에도 불구하고 그러한 시도가 좌절된 것에 주목할 필요가 있다.

대 삼성전자나 현대자동차와 같이 이제까지 탁월한 실적을 보여준 대기업이 부진에 빠지는 시점이 되면 지배소수주주체제에 대해서 보다 심각한 고민을 하게 될 것이다. 다른 하나의 경우는 지배소수체제가 경제전체에 미치는 악영향이 일반 국민들에게도 널리 인식되어 개혁에 대한 요구가 커지는 경우이다.

후자의 가능성과 관련하여 주목할 것은 최근 진행 중인 여론의 동향이다. 최근 지배주주 중심의 재벌체제에 대한 여론의 관심은 주주이익관점 보다는 이른바 양극화의 관점으로 향하고 있다. 현재와 같은 재벌중심의 경제체제에서 재벌에 속하지 않은 중소기업이 제대로 성장하기는 극히 어렵다. 재벌에 속하는 기업은 외부기업과 거래하는 것이 유리하더라도 계열회사의 제품이나 서비스를 우선적으로 구매하는 경우가 많다. 외부기업이 용케 재벌기업과 거래를 틈 경우에도 이익을 많이 얻기는 어렵다. 독자적인 기술을 갖고 창업한 중소기업의 경우에도 재벌기업이 매수단가를 계속 낮추는 바람에 곤란을 겪는 사례가 많다. 이처럼 중소기업의 경영환경이 열악하다 보니 대학졸업자가 창업에 나서는 것은 물론이고 심지어 중소기업에 취업하는 것도 주저하게 되었다. 이러한 기업의 양극화는 현재의 재벌중심 경제체제에 대한 여론을 크게 악화시켰다.¹¹¹ 이러한 비판적인 여론이 향후 어떠한 형태로 기업지배구조에 영향을 줄지는 예측하기 어렵다. 과거와 마찬가지로 이런 부정적 여론은 선거기간 중 잠시 머리를 내밀었다가 슬그머니 사라질 수도 있기 때문이다.

중국에서 기업지배구조의 변화는 정부(공산당)가 주도하고 있다. 국유기업과 관련된 스캔들은 없지 않았지만 한국이나 일본에서와 같은 위기는 겪지 않았다. 기업지배구조를 개선하기 위한 정부의 노력은 위기나 스캔들 때문이 아니라 경제환경의 변화를 고려한 선제적인 시도로 볼 수 있다. 중국의 국유기업은 규모 면에서 엄청나게 성장했지만 그 성과가 반드시 만족스런 것은 아니다. 국유기업의 성과가 미흡한 이유 중 하나는 관료경영자에 대한 압력과 견제가 충분하지 않기 때문이라고 할 수 있다. 국유기업이 어려워지면 국유기업에 대출한 은행도 어려움을 겪을 수 있다. 1990년대 초 중국이 상해와 심천에 증권거래소를 개설하여 자본시장을 육성하기로 한 것은 국유기업의 경영효율성을 높이고 국유기업에 은행 대신의 자금조달원을 제공하기 위한 것이었다.¹¹² 중국 정부는 자본시장을 육성하기 위하여 주주이익보호에 관심을 기울이고 있다.¹¹³

관료경영자의 사익추구행위를 막는 것도 쉬운 일은 아니다. 그러나 더 어려운 것은 관료경영자의 효율적인 경영을 유도하는 것이다. 효율적인 경영을 유도하는 방안으로 가장 쉽게 생각할 수 있는 것은 기업을 보다 민간기업처럼 만드는 것이다. 실제로 정부는 보유

111 최근에는 재벌가의 딸들이 운영하는 베이커리 때문에 동네의 소규모 제과점이 문을 닫게 되었다는 뉴스가 큰 관심을 끌면서 이들이 그 사업을 포기하는 일도 있었다.

112 Li, 주54, 18.

113 Lin & Milhaupt, 주6, 48.

주식을 점진적으로 처분함으로써 일반주주의 비중을 높이고 있다. 대다수 중국의 학자들은 주식소유가 분산된 미국식 소유구조를 이상형으로 동경하고 있다.¹¹⁴ 그러나 이러한 국유기업의 사유화가 어느 선까지 진행할 수 있는지는 의문이다. 국유기업에 투자하는 투자자의 관점에서 정부 지분하락은 반드시 환영할 일은 아닐 것이다. 어차피 정부의 개입이 광범하게 이루어지는 사회주의국가에서 정부가 지분을 갖는 기업은 여러 가지로 특혜를 누릴 수 있기 때문이다. 정부의 관점에서 국유기업이 주주이익 이외의 정치사회적 목적을 수행해야 한다면 관료경영자의 지위를 위협할 정도까지 정부지분이 낮아지는 것은 수용하기 어려울 것이다. 이는 기업지배구조의 변화가 어디까지 가능한가의 문제로 연결된다.

3. 기업지배구조 변화의 한계

어느 사회에서나 기업을 누가 통제하고 어떠한 목적을 위하여 운영하는가라는 기업지배구조의 핵심요소는 경제적으로는 물론이고 정치적으로도 중요한 문제이다. 또한 기업지배구조를 뒷받침하는 법제도도 정치적인 성격을 지닌다. 기존의 기업지배구조는 당연히 그 사회, 그 시점의 정치적 세력관계, 나아가 기득권층의 이익을 반영한다고 할 수 있다. 따라서 기업지배구조를 변화하는 것은 당시의 정치적인 환경이 그것을 허용하는 경우 그 한도 내에서만 가능하다고 할 것이다.

일본의 기존 기업지배구조를 뒷받침하던 경영자, 정치인, 관료의 삼두체제가 갖는 영향력은 과거보다 크게 약화되었다. 그러나 경단련으로 대표되는 경영자집단의 힘은 여전히 강력하다. 반면에 주주이익을 중시하는 미국식 자본주의를 추구하자는 투자자집단의 목소리는 아직 미약한 상태이다. 최근 회사법개정에서 사외이사의 의무화가 좌절된 것은 그러한 세력관계가 아직 크게 변화하지는 않았다는 점을 보여주는 증거라고 할 수 있다.

한국에서도 기업지배구조와 관련된 개혁이 가장 극적으로 진행된 것은 외환위기로 인하여 재벌체제에 대한 신뢰가 무너지고 최초로 정권이 교체된 시기였다. 초기의 개혁은 김대중정부 초인 1990년대 말에 집중되었다. 그러나 재벌체제는 안팎으로 광범한 기득권층의 지지를 받는 체제였다. 새 정부도 급속히 기득권층에 포섭되면서 개혁의 동력은 크게 상실되었다. 이른바 10년의 진보정권을 거치면서도 재벌의 지배소수주주체제는 전혀 달라진 것이 없었다. 2008년 다시 보수정권이 들어선 후에는 기업지배구조에 대한 관심은 더욱 줄어들었다. 뒤에 언급하는 바와 같이 심지어 과거의 성과가 오히려 후퇴한 측면도 없지 않다.

지난 20년 사이에 기업지배구조와 관련된 중국의 제도변화는 거의 유례를 찾기 어려울 정도로 획기적인 것이었다. 이제까지의 개혁은 주로 국유기업의 효율성을 제고하기 위한

114 Clarke, 주28, 158.

것으로 궁극적인 기득권층인 공산당의 이익을 위협하는 단계에까지는 이르지 않았다. 그러나 고도경제성장이 끝나는 단계가 되면 주주이익에 대한 목소리가 더 높아질 것으로 보인다. 나아가 공산당체제에 변화가 발생하는 경우에는 관료경영자 중심의 기업지배구조도 큰 변화를 겪을 수밖에 없을 것이다.

4. 기업지배구조 변화의 위험 - 한국의 예

기업지배구조의 변화는 변화에 대한 압력과 변화를 원치 않는 기득권층의 힘과의 상관관계에 따라 결정될 것이다. 변화에 대한 압력은 현재 한국에서 가장 강하고 중국에서 가장 약한 것으로 보인다. 지배소수주주체제와 재벌중심체제에 대해서는 이제 일부 학자나 시민단체만이 아니라 주요 언론과 여당도 문제점을 지적하고 있다. 반면 아직 고도성장을 계속하고 있는 중국에서는 관료경영자체제의 개선을 요구하는 목소리는 상대적으로 높지 않은 것 같다.

한편 근본적인 변화를 원치 않는 기득권층의 힘은 역시 주관적인 평가이지만 중국이 한국과 일본에서보다 앞선 것 같다. 이런 관점에서 보면 기존 기업지배구조가 변화할 가능성은 현재 한국에서 가장 큰 것으로 판단된다. 한국에서 현재 기업지배구조에 관한 불만은 지배소수주주체제에 집중되고 있다. 기존의 제도개선이 주로 지배소수주주의 권한남용을 억제하는 것에 치중하였다면 최근의 논의는 보다 근본적으로 지배소수주주의 존재 자체를 대상으로 삼고 있다. 심지어 여당에서도 환상형 주식보유를 규제하는 법안을 제출한 상태이다. 그렇지만 지배소수주주체제에 대한 불만이 지배소수주주의 교체로 이어질 가능성은 높지 않은 것 같다.

지배소수주주체제에 대한 대안으로 생각해볼 수 있는 것은 영미식의 전문경영인체제이다. 그러나 현재 한국에는 전문경영인이 경영하는 기업은 수도 적을 뿐 아니라 심각한 취약점을 보이고 있다. 한국에 현재 지배주주가 없는 대기업은 일부 금융지주회사와 POSCO나 KT같은 극소수 민영화된 대기업이 있을 뿐이다. 이들 이른바 "주인 없는 기업"은 영미에서와 같은 전문경영인체제를 취하고 있다. 이사회에는 사외이사들이 압도적 다수를 차지하고 있을 뿐 아니라 감사위원회, 보상위원회와 같은 위원회도 사외이사들이 주도하고 있다. 또한 CEO도 사외이사가 중심이 된 추천위원회에서 선임하고 있다. 이들 기업이 기업지배구조에 관한 각종 평가에서 높은 점수를 얻고 있는 것은 당연한 일이다. 그러나 최근 이들 주인 없는 기업의 기업지배구조에 대해서는 의혹의 눈길이 가해지고 있다. 2008년 보수정권이 들어선 후 집권층과 가까운 인사들이 대거 이들 기업의 사외이사로 선임된 것으로 알려지고 있다.¹¹⁵ 심지어 일부 기업에서는 집권층이 최고경영자 선출

115 신문기사에 의하면 금융지주회사나 시중은행 사외이사로 선임된 207명중 정권과 가까운 인사가 73명으로 3분의 1 이상을 차지한다고 한다(서울경제신문 2012.5.15).

에 관여했다는 소문도 무성하다.

지배소수주주체제를 왕정(王政)에 비유한다면 전문경영인체제는 민주정(民主政)에 비유할 수 있다. 민주정과 마찬가지로 전문경영인체제가 제대로 작동하기 위해서는 그것을 뒷받침하는 인프라가 필요하다. 그러한 인프라가 제대로 갖춰지지 않은 상황에서 갑자기 전문경영인체제가 들어서면 자칫 집권층의 전리품 같은 존재로 전락할 우려가 없지 않다.

V. 결론

각국의 정치적, 경제적 상황은 같지 않고 각국의 상황에 따라 적합한 기업지배구조가 달라지는 것은 당연한 일이다. 어느 곳에서도 적합할 수 있는 기업지배구조 같은 것은 없다. 어느 나라의 기업지배구조도 나름의 장점이 있기 때문에 뿌리를 내리는 것이다. 그러나 정착된 기업지배구조도 그 폐해가 효용보다 커지게 되면 변화에 대한 압력이 생기게 된다. 일본의 안정주주를 활용한 전문경영자체제는 회사의 장기적인 이익을 추구하는 안정적 경영으로 일본경제의 부활과 도약에 기여하였다. 한국의 지배주주체제도 장기적 관점의 과감한 결정을 가능케 함으로써 비약적 성장을 달성하였다. 정부와 기업이 아직 완전히 분리되지 않은 중국의 기업지배구조는 시장경제체제의 인프라가 미흡한 상황에서 초래될 수 있는 불확실성을 최소화하는 기능을 한 것으로 볼 수 있다.

이 글에서 논한 바와 같이 세 나라의 기업지배구조는 일견 현상이 유지되고 있는 것처럼 보이지만 변화의 조짐도 없지 않다. 통제주체의 면에서는 거의 변화가 없지만 견제장치 면에서는 상당한 변화가 있고 그 변화의 방향은 대체로 주주이익을 중시하는 쪽을 향하고 있는 것으로 보인다. 그간 주주이익이 상대적으로 경시된 경향이 있었다는 점을 고려하면 이러한 변화는 바람직한 측면이 없는 것은 아니다. 문제는 자칫 너무 단기적인 주주이익에 치중할 가능성이 있다는 것이다.¹¹⁶ 그 경우에는 지속적인 성장을 저해할 수 있을 뿐 아니라 근로자를 비롯한 이해관계자와의 갈등이 야기될 우려가 있다. 주주이익과 이해관계자 이익을 조화하는 문제는 바로 넓은 의미의 기업지배구조의 문제이고 오늘날 세계 모든 자본주의 국가에서 마주하는 문제이기도 하다.¹¹⁷ 이 문제에 대해서는 정답이 없고 결국 정치적으로 결정될 수밖에 없다. 그러한 의미에서는 세 나라의 기업지배구조는 앞으로도 결국 글머리에 인용한 Milhaupt교수의 표현과 같이 “불규칙하고 불완전하고 예

<http://economy.hankooki.com/ArticleView/ArticleView.php?url=finance/201205/e20120515165037117450.htm&ver=v002> 2012.5.18. 방문).

116 다만 중국에서는 당장 그러한 가능성이 그리 크지는 않은 것 같다.

117 주주이익에 관한 믿음이 가장 강하다고 볼 수 있는 미국에서도 이 논의는 최근 더 주목을 받고 있는 것 같다. 최근의 예로는 Lynn Stout, *The Shareholder Value Myth: How Putting Shareholders First Harms Investors, Corporations, and the Public* (Berret-Koehler 2012).

측불가능한" 변화의 길을 걸을 수밖에 없을 것으로 보인다.