

한국 대기업의 바람직한 소유·지배구조에 대한 소고

- A study on the Desirable Corporate Governance Structure
in the Korean Chaebol -

박 종 원*
(Park, Jong-Won)

목 차

- I. 서론
- II. 기업 소유·지배구조에 대한 개념적 이해
- III. 한국기업의 소유·지배구조의 특징
- IV. 한국대기업의 바람직한 소유·지배구조의 모색

I. 서론

IMF관리체제 이후의 한국경제에 있어 미래의 경쟁력확보를 위해 절실히 요구되는 과제의 하나는 바로 우리 기업에게 적합한 '바람직한 소유구조와 지배구조'를 설정하고 이를 적용하는 것이다. 바람직한 소유·지배구조를 설정한다는 것은 매우 어려운 작업임에 분명하지만 미래 한국경제의 경쟁력과 효율성을 결정하게 될 중요한 문제이므로 다각적이고 심도있는 논의가 필요한 사안이다.

본 연구에서는 기업의 지배구조에 관련된 내용들을 체계적으로 살펴보고 한국의 대

* 제주대학교 경영학과 조교수(parkjw@cheju.ac.kr)

이 논문은 필자가 1999년 서울대학교 경제연구소와 공동으로 작성한 보고서, '포항제철의 바람직한 소유·지배구조'의 내용을 기초로 하여 작성된 것입니다.

기업에게 있어 바람직하다고 생각되는 지배구조는 어떤 특성을 지녀야 하는지를 모색해보고자 한다. 이를 위해 먼저 서론에서는 소유지배구조 결정의 중요성과 소유지배구조와 관련된 쟁점들을 살펴본다. II절에서는 기업의 소유지배구조에 대한 개념적 이해를 위해 소유지배구조의 본질과 문제를 살펴보고, III절에서는 한국대기업의 소유지배구조의 특성을 살펴본다. 그리고 마지막으로 IV절에서는 앞에서 논의된 내용들을 토대로 한국대기업의 바람직한 소유지배구조를 모색해본다.

1.1 소유지배구조 결정의 중요성

국가마다, 또 기업마다 상이한 소유·지배구조 모델을 갖는다. 즉, 상황(환경)에 따라 바람직한 지배구조의 모델이 달라질 수 있으므로 우리기업의 경우 한국 자본주의의 성격뿐 만 아니라 해당기업의 특성을 충분히 고려하여 모델이 제시되어야 한다.

세계 자본시장의 통합 추세와 함께, 국제자본가들은 국적과 상관없이 기업의 지배구조 개선에 대해 매우 비슷한 요구를 하고 있는 실정이다. 예를 들어 OECD가 제시하는 기업지배구조에 대한 가이드라인은 구속력을 갖지는 않지만 모든 기업의 지배구조 결정에 있어서 핵심적인 기준으로 작용하고 있고 우리기업의 경우도 국제적인 활동을 위해서는 이러한 요구에 부응할 필요성이 어느 때보다 강하게 요구되고 있다.

1.2 소유지배구조 관련 쟁점

가장 근본적인 질문은 소유·지배구조의 분리여부이다. 소유와 지배를 일치시킬 것인가, 아니면 소유와 지배가 분리되는 것이 바람직한가, 그리고 한국 및 해당기업의 현실에서 볼 때 각각의 선택이 과연 실현 가능성이 있는가? 또한 소유와 지배가 분리될 경우, 불가피하게 나타나는 “대리인 문제”를 어떻게 완화시킬 것인가? 등이 충분히 검토되어야 한다. 두 번째는 이해관계자 모형(stakeholderism)의 반영 여부 및 도입 방식 관련 쟁점이다. 순수한 주주자본주의(shareholderism)를 지향할 것인지, 아니면 이해관계자 모형의 지배구조 요소를 일부 도입할 것인지? 도입한다면 어떤 방법으로 도입할 것인지가 논의되고 제시되어야 한다. 세 번째는 이사회 구성 및 운영과 관련한 쟁점이다. 이사의 인원수, 사외이사의 비중 등 이사들의 구성과 선임 방법, 경영진의 선임 및 면직방법 등이 가능한 구체적으로 제시될 필요가 있다. 다음에서는 이러한 쟁점사항들을 구체적으로 살펴보고 이를 해결하는 방안을 생각해본다.

Ⅱ. 기업 소유·지배구조에 대한 개념적 이해

2.1 기업 지배구조의 본질

기업지배구조란 주권자, 이사회, 경영자 그리고 기타 이해관계자들간의 상호작용 관계를 규정하는 메커니즘을 의미하며, 좀더 좁은 의미로는 기업의 주권자(주주, 채권자)가 경영자를 규율(discipline)하는 메커니즘을 뜻한다. 그러면 왜 경영자를 규율하고 감독해야 하는가? 이는 소유와 지배(경영)가 분리되면서 '주인-대리인 문제'가 발생하게 되고, 이를 최소화하기 위해 주권자에 의한 경영자(대리인)에 대한 규율장치가 필요하기 때문이다.

2.1.1 주인-대리인 문제

현대기업의 일반적인 형태는 주식회사이며, 소유와 지배의 분리가 광범위하게 이루어지고 있다. 불완전한 현실시장에서 이해관계자간에는 정보의 비대칭성이 나타나게 되고, 이 경우 소유와 지배가 분리되면 주인(투자가)과 대리인(경영자)의 이해와 목적이 달라지는 주인-대리인 문제가 발생하게 된다. 자본의 소유주인 주주가 경영자의 모든 행동을 통제할 수 없는 상황에서, 경영자는 자본의 공급자인 주주의 이익보다는 자신의 이익을 극대화하는 방향으로 행동할 수 있기 때문이다.

기업지배구조(corporate governance)는 이러한 이해상충의 상황에서 자본의 공급자가 자신이 투자한 자금을 대해 어떻게 정당한 수익을 보장받을 수 있는가의 문제이다. 즉, "주주가 경영자로부터 정당한 이익을 확보할 수 있는 방법은 무엇인가, 경영자가 주주의 이익을 침해하는 의사결정을 할 수 없도록 견제하는 방법은 무엇이며, 경영자가 기업의 관리를 부실하게 하는 경우 어떤 식으로 압력을 행사할 수 있는가?" 의 문제에 관한 것이다. 우리가 현실에서 관측하게 되는 주주와 경영자간의 계약은 상당부분의 재량권을 경영자에게 인정하는 불완전계약(incomplete contract)이다. 주주가 기업내용에 대한 완전한 정보를 얻을 수 없는 현실시장에서, 경영자는 상당한 정도의 잔여지배권과 자금운용의 재량권을 가질 수밖에 없으며, 기업지배구조는 이러한 경영자의 재량권 행사에 대한 제한의 문제로 귀착된다.

2.1.2 주인-대리인 문제의 해결방안

이러한 대리인 문제의 해결방안은 주주가 재량권을 부여받는 방법으로 귀결되고, 여기에는 다음의 두 가지 방법이 제시될 수 있다. 첫째 방법은 기업의 주식을 상당부분 보유하는 대주주가 존재하도록 하는 것이다. 대주주는 기업경영 성과와 밀접한 이해관계를 가지며, 경영자에게 효과적으로 압력을 행사할 수 있기 때문에 대리인 문제가 해결된다는 것이다. 또 다른 방법은 주주의 권리를 보장해 줄 수 있는 법적·제도적 장치를 마련함으로써 주주의 이해관계가 기업경영에 관철될 수 있도록 하는 것이다.

(1) 대주주의 존재

대주주가 존재하는 경우 직접적인 이해관계를 갖는 대주주에 의한 경영진에 대한 감시·감독과정에서 나타나는 무임승차자의 문제(free-rider problem)의 해결가능성이 존재한다. 또 소액주주의 권리와 관련된 법적·제도적 장치가 미비한 상황에서, 대주주의 존재는 경영진의 도덕적 해이를 방지하는 역할을 함 : 명시적으로 기업의 주인을 설정함으로써 효율성을 높이고 불필요한 정보비용을 최소화할 수 있다.

그러나 만약 대주주가 기업의 이윤극대화에 따른 자본이득(capital gains)과 배당소득의 극대화라는 목적 이외에 다른 목적²⁾을 가지는 경우, 이를 충족시키기 위한 경영진의 경영정책이 소액투자자들의 이해와 일치한다는 보장이 없다. 즉 소액투자자와 대주주간의 이해상충의 문제가 발생할 수 있다.

(2) 주주 보호를 위한 법·제도적 장치

경영자(혹은 대주주)의 사적이득 추구로부터 주주(혹은 소액주주)를 보호하기 위해, 주주에게 권한을 부여하기 위한 법적·제도적 장치를 생각해 볼 수 있다. 소액주주권(minority rights)의 보호, 내부자 거래의 금지 등이 대표적인 사례이며, 소유가 광범위하게 분산된 경우 흔히 사용되는 방법이다. 그러나 이러한 내부통제장치와 외부통제장치를 포함한 법적·제도적 장치들의 효율성은 매우 의문스럽다. 따라서 이들은 매우 세밀하게 디자인되어야 할 뿐 만 아니라, 현실적인 상황을 충분히 고려하여 실효성이 있도록 설정되어야 한다.

2) 예를 들어, 여러개의 계열사를 보유하는 대기업 집단의 경우, 개별 계열사의 이윤극대화도 중요하지만 궁극적인 목표는 대기업 집단 전체의 이윤극대화이다. 따라서 개별 계열사의 이윤 일부를 희생하더라도 기업집단 전체의 이윤을 극대화할 수 있다면 그러한 경영전략을 취하게 된다. 이 과정에서 개별 계열사의 소액주주들은 피해를 보게된다.

2.2 기업지배구조의 결정요인 및 유형

기업지배구조는 매우 다양한 요인들에 의하여 결정되며, 그 결과 생성된 기업지배구조의 형태도 국가별·기업별로 매우 다르다. 따라서 현실의 다양한 기업지배구조를 유형화하여 살펴보는 것이 유용하다.

기업지배구조의 유형을 주주 자본주의 모형과 이해관계자 자본주의 모형으로 나누어 양자를 비교한 후 양자의 장점을 서로 수용하고자 하는 수렴현상을 최근 OECD가 제정한 기업지배구조 가이드라인의 내용을 중심으로 살펴본다.

2.2.1 기업지배구조의 결정요인

상품시장에서의 경쟁이 기업들로 하여금 가장 효율적인 기업 지배구조를 채택하도록 만드는 압력으로 작용할 수 있다. 비용을 최소화하는 기업지배 메카니즘을 채택하지 않은 기업들은 상대적으로 비효율적인 경영을 할 수밖에 없을 것이고, 장기적으로는 다른 메카니즘으로 대체되어 결국 시장에서의 기업간 경쟁이 기업지배 메카니즘을 결정한다고 생각할 수 있다.

이와 같이 상품시장이 기업지배구조를 결정하는데 중요한 역할을 수행하지만, 상품시장의 경쟁만으로는 기업지배구조의 본질적 문제인 '정보의 비대칭성'과 '주인-대리인 문제'를 해결할 수 없다.

예를 들어 상품시장 경쟁만으로 주주에게 돌아가야 할 몫의 일부를 경영자들이 탈취하는 것을 방지할 수 없는 것이다. 따라서 기업 지배구조는 기업이 참여하는 각종 시장에서의 경쟁압력에 의한 외부통제장치(시장규율), 그리고 그 이상의 것 즉, 회사법에 따라 기업조직에 내재화된 내부통제장치(조직통제), 법·규제를 통한 국가의 영향력 및 기업문화·윤리 등의 사회적 압력 등 다양한 요인에 의하여 복합적으로 결정된다(<표 1>을 참조).

<표 1> 기업지배구조의 결정요인

구 분	통제장치	내 용
외부통제장치 (시장규율)	자 본 시 장 대 출 시 장 노 동 시 장 상 품 시 장	M&A시장, Wall Street Walk 채권자의 견제 경영자시장의 평판, 종업원시장 기업지배 관점의 survival test
내부통제장치 (조직통제)	이 사 회 주주총회 감 사 기관투자가	독립성(사외이사, 감독이사회), 대표성 의결권, 소수주주권 사후적 경영성과 감사 관계투자
법·규제	회사법(상법) 증권거래법 공정거래법(경쟁정책)	회사의 구조결정 상장회사의 소유권에 영향 기업인수시장 형성에 영향
기업문화 및 윤리	문화적 전통 기업의 사회적 책임	적대적 기업인수에 대한 인식 기업에 대한 사회적 감시와 압력

2.2.2 기업지배구조의 유형

: 주주 자본주의 모형 vs. 이해관계자 자본주의 모형

기업지배구조가 실제 운영되는 방식을 이해하기 위해서, 지배구조를 2가지 대비되는 모형-주주 자본주의 모형(shareholder capitalism model)과 이해관계자 자본주의 모형(stakeholder capitalism model)-으로 구분하여 비교해 볼 필요가 있다.

이 구분은 기업의 주권자를 누구로 보는가에 따른 것으로서, 전자는 주주를 후자는 이해관계자를 기업의 주권자로 보는 것이다.

기업지배구조가 「주권자의(주권자에 의한) 경영자에 대한 규율(통제)」로 정의될 때, 주주자본주의 모형은 소유자(주식보유자)로부터의 시장압력을 통해 기업규율이 이루어지는 시스템이고, 이해관계자자본주의 모형은 주로 기업내부의 계층조직과 기업의 이해관계자에 의해 지배가 이루어지는 시스템이다.

미국과 영국 등 앵글로 색슨계 국가들이 주주자본주의 모형에 근접하고, 대부분의 유럽대륙국가들과 일본이 이해관계자 자본주의 모형에 가까운 것으로 평가되고 있다.

양시스템의 가장 큰 차이는 정보의 집중과 배분 방식에서 나타난다. 즉, 기업 내부

인사(경영진과 이사회)가 갖고 있는 '정보통제에서의 자유재량권'을 보면, 이해관계자 자본주의 모형의 경우 주주 자본주의 모형보다 더 크다. 따라서, 이해관계자 자본주의 모형의 경우, 내부자들(대주주, 은행, 종업원 등) 사이에서는 '정보의 비대칭성'이 적지만 외부의 소주주들은 정보를 쉽게 얻을 수 없다. 반면에, 상대적으로 시장에 더 많이 의존하는 주주 자본주의 모형의 경우, 「공정한 시장조건을 조성하기 위해서 모든 주식시장 참여자들에게 동등한 정보를 제공해야 한다」는 법적인 책임을 강조한다.

정보 배분에 있어서의 차이는 다시 소유구조의 차이를 가져온다. 통상적으로, 소유가 광범위하게 분산된 경우, 주식의 가치가 상대적으로 투명하게 결정된다.

정보가 투자자들에게 광범위하게 전달되고, 이 정보에 의거하여 투자자들은 주가의 적정성을 평가하고 주식의 매매행위를 결정한다. 반면에 대규모 관계투자자들은 주가를 평가함에 있어서 소액주주들에 비해 상대적으로 주관적이다. 따라서 정보가 외부시장에 전파되기에 상대적으로 용이한 주주 자본주의 모형에서는 분산된 소유구조를 갖게 될 가능성이 더 크다.

반면에 이해관계자 자본주의 모형에서는, 명목적 소유자들이 기업과의 장기적인 관계(예를 들어 공급자 관계)를 통해 얻을 수 있는 이득에 더 큰 관심을 갖게 됨에 따라, 상대적으로 집중적이고 안정적인 소유구조를 갖게되는 경향이 있다.

또한 이러한 양 모형에서의 소유구조의 차이는 기업의 투자행태에 대해서도 영향을 미친다. 이해관계자 자본주의 모형은 상대적으로 내부자금조달에 많이 의존하기 때문에, 경영자들이 단기적인 주가의 등락에 개의치 않게 되고, 따라서 장기적인 프로젝트에 투자할 수 있는 가능성이 보다 높아진다.

또한 주주 자본주의 모형은 시장에 의한 원활한 구조조정에 강점이 있는 반면에, 이해관계자 자본주의 모형에서는 '특수적 관계'에 기초한 장기적인 commitment가 강점이 될 수 있다(<표 2> 참조).

<표 2> 주주 자본주의 모형과 이해관계자 자본주의 모형의 비교

		주주 자본주의 모형	이해관계자 자본주의 모형
해당국가		· 미국, 영국 등 영미계 국가	· 독일, 일본 등 대륙계 국가
기업의 기본 개념	기업 이념	· 주주 주권주의(주주가 기업의 주인)	· 기업공동체주의 (기업은 하나의 공동체)
	경영 목표	· 주주이익 극대화	· 이해관계자들의 이익극대화
	기업 성과 측정 방법	· 기업의 시장가치(주식가격)	· 기업의 시장가치(주식가격), 고용관계, 공급자와 구매자와의 거래관계 등
규율수단		· 이사회외 경영감시 · 시장에 의한 규율(market discipline) - 투자자의 자유로운 주식매매 - 기업지배권 매매(M&A) 허용 등	· 조직에 의한 통제 (organizational control) · 거래은행의 경영 감시 및 통제
경제 환경 및 특징	금융 여건	· 자본시장 성숙 및 관련 법제 완비 · 기업자금을 주로 자본시장에서 조달 · 은행은 기업경영에 불간여 · 기관투자자의 높은 지분율	· 자본시장 미성숙 · 기업자금을 주로 은행을 통하여 조달 · 은행이 기업경영에 영향력 행사 · 대주주의 높은 지분율
	회계 제도	· 주주이익(배당)의 극대화를 위해 시 가주의 회계 채택	· 기업 및 채권자 입장에서 원가중심의 보수주의 회계 채택
	특 징	· 소유와 경영의 분리 · 주주이익을 중시하는 법제 · 소액주주 보호장치 존재 · 엄격한 기업정보공개 요구	· 소유와 경영의 중첩 또는 분리 · 이해관계자들의 공동이익 추구 · 기업경영의 안정을 중시하여 기업지 배권 매매(M&A)를 제한
장· 단점	장 점	· 투자위험의 분산으로 일반인의 기업 투자촉진 · 소유와 경영의 분리로 경영효율 제고	· 장기적인 안목에서의 경영가능 · 이해관계자의 이해상충을 조화
	단 점	· 경영자의 단기주의(shorttermism)	· 다원적인 기업목표추구에 따라 주주 이익이 경시될 수 있음.

2.2.3 기업지배구조의 수렴현상과 OECD의 기업지배구조 가이드라인

(1) 기업지배구조의 수렴현상

국제시장에서의 자금조달이 가능해지고 투자의 위험(risk)과 지배권을 일치시킬 필요가 있다는 공감대가 형성되면서, 기업지배시스템은 어느 정도 일정한 방향으로의 수렴현상을 보이고 있다. 기존의 이해관계자 중심모형은 주주자본주의 모형의 방향으로, 그리고 주주자본주의 중심모형은 이해관계자 모형의 방향으로 서로의 장점을 보완·선택하여 수렴하는 경향을 보이고 있다.

이러한 과정에서 「능력있는 경영진이 경영자 자신과 특정 대량주식보유자가 아니라 모든 주주와 기업가치를 위해 자율적인 권한을 갖고 책임을 다하게 하는 것」이 바람직한 지배구조의 핵심 내용이 되고 있다. 아울러 적정투자를 확보하기 위해, 투자자들(금전적 투자이든 기업특유적 자산의 투자이든)이 자신의 투자내용을 정확하게 이해하고 평가할 수 있도록 하는 것이 중요하기 때문에, 이를 위해서는 '기업정보의 투명성 확보'가 관건이라는데 인식을 같이하고 있다.

(2) OECD의 기업지배구조 가이드라인

OECD는 1999년, 「기업지배구조 기본원칙」을 제정하여 회원국의 기업지배구조 개선에 대한 준거기준으로 제시하고 있다. OECD 기본원칙은 다음의 몇가지 주요 내용으로 정리될 수 있다(<표 3> 참조).

- 주주자본주의(shareholder capitalism)에 바탕을 둔 영미식 기업지배모형을 중심으로 하되, 이해관계자의 법적 권익의 보호 및 기업지배의 참여기회와 정보접근의 보장을 명시하고 있다.
- 이사회의 경영감독기능 및 책임강화를 기업지배구조의 핵심으로 간주하고 있다. 즉 기업지배 과정의 핵심 역할자로서 이사회를 지목하고 이사회가 기업지배의 중추적인 기능을 담당하도록 하고 있다.
- 기업관련 정보의 완전공시(full disclosure)를 지향하고 있다.
- 우수한 기업지배구조의 기본 틀이 갖추어야 할 기능으로서, ①주주권리 보호, ② 모든 주주에 대한 동등한 대우, ③이해관계자의 권리 존중, ④정확한 정보의 적시 공개, ⑤ 이사회의 권한과 책임 강화를 핵심적 요소로 적시하고 있다.

〈표 3〉 OECD의 기업지배구조 가이드라인

항 목	주 요 내 용
주주권리 보호	<ul style="list-style-type: none"> 기업정보의 적시·정례적 획득, 의결권 행사, 이사 선임, 잔여 이익분배 참여 등 주주의 기본적 권리 보호 기업의 주요사항에 관한 의사결정에 주주 참여 보장 특정주주에게 유리한 지배권을 인정하는 자본구조 및 협약(예 : 피라미드식 주식소유, 상호주식보유, 공동의결권행사를 위한 주주계약 등) 체결시 그 내용을 공시 기업지배권 매매(M&A)시장은 공정하고 투명해야 하며 경영자가 적대적 M&A에 대한 방어수단을 사용하는 것을 억제
주주에 대한 평등 대우	<ul style="list-style-type: none"> 소액주주, 외국인주주를 포함하여 동종의 주주에 대한 동일의결권 보장 셀질주주와 합의된 방식에 의한 의결권의 대리행사 허용 자기거래 및 내부자거래 금지
이해관계자의 권리 존중	<ul style="list-style-type: none"> 법에 의한 이해관계자의 권리 보호 이해관계자의 권리 침해시 효과적인 시정요구 기회 마련 이해관계자의 기업지배 참여시 관련 정보에의 용이한 접근 보장
정확한 정보의 적시 공개	<ul style="list-style-type: none"> 충실한 경영내용 공시 의무 독립된 감사인에 의한 연례감사
이사회 의 권한과 책임	<ul style="list-style-type: none"> 이사는 선량한 관리자로서 기업이익을 최우선으로 하여 업무를 수행할 의무 기업전략 및 주요목표 등 핵심기능 수행 책임 경영자로부터 독립 보장 이해상충여지가 있는 직무(예 : 재무보고, 이사후보 지명, 집행임원의 보수 등)에 충분한 수의 능력있는 사외이사 배정 이사는 자신의 책임을 수행하는 데에 충분한 시간을 할애하여야 하며 적시에 정확한 관련정보에의 접근 보장

2.3 기업지배구조와 기업성과

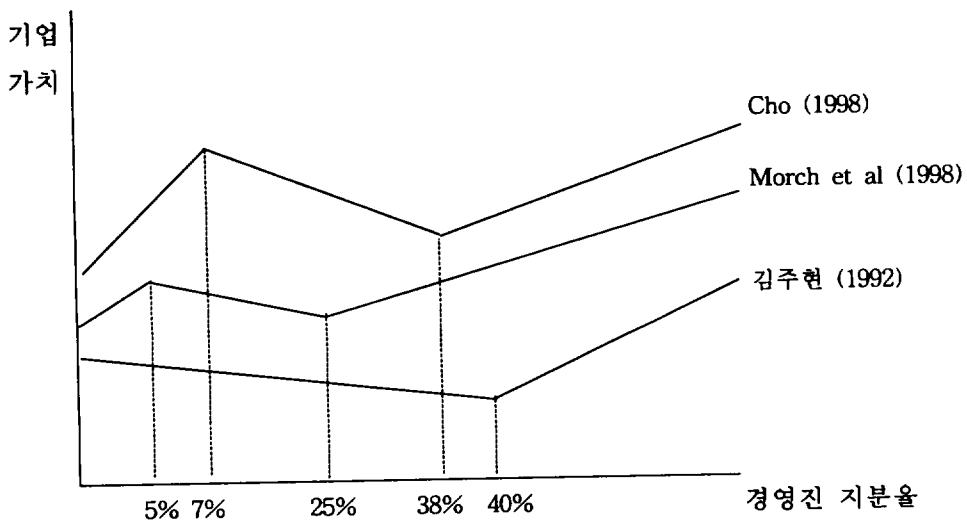
2.3.1 소유구조와 기업성과의 상관관계

영국, 미국, 프랑스, 독일, 일본, 한국 등의 기업을 대상으로 한 다수의 연구결과에 의하면, 소유자지배 기업³⁾과 경영자지배 기업 사이에 의미있는 차이는 발견되지 않음

3) 대체로 5~10%를 상회하는 지분을 소유하는 단일지주가 있는 기업의 경우에 소유

며, 해당국 및 해당기업이 처한 상황과 분석 목적에 따라 다양한 결과를 보여주고 있다. 한가지 주목할 것은 「소유집중과 기업성과간에 비선형적인 관계」가 있을 수 있다는 점이다. 실증분석에 의하면, 0~5%의 소유구간에서는 내부소유와 기업성과간에 양의 관계가, 5~25%의 소유구간에서는 음의 관계가, 25%를 넘어서는 소유구간에서는 다시 양의 관계가 성립하고 있다. 이와 같은 결과는 내부소유지분이 낮은 경우에는 소유지분이 증가할수록 기업가치를 극대화하고자 하는 유인이 더욱 커지게 되어 '주인과 대리인간의 이해의 수렴(convergence of interests)효과'가 '경영자 안주주의(management entrenchment)'를 압도하다가, 내부소유지분이 일정구간에 이르면 '경영자 안주주의'가 '이해의 수렴효과'를 압도하고 있음을 보여주는 것이다 (경영자 안주주의의 개념설명은 후술될 것임).

[그림 1] 경영자 지분율과 기업가치의 관계



결국 소유자에 의해 지배되는 기업과 경영자에 의해 지배되는 기업 중 어떤 형태의 기업이 보다 나은 기업성과를 가져다줄지는 이론적으로도 경험적으로도 결론 내리기 어렵다. 따라서 소유와 경영의 분리는 경영효율성제고의 충분조건도 필요조건도 아니며, 중요한 것은 전문지식과 경영능력을 가진 경영자를 선임하여 경영능력을 최대한

자에 의해 지배된다고 분류하고, 기업의 성과는 순소득/순부, 주식의 수익률, Tobin's Q 혹은 수익의 위험도로 측정된다.

발휘할 수 있도록 하고 경영실패에 대해서는 이에 상응하는 책임을 물을 수 있는 제도적 장치를 마련하는 것이다.

2.3.2 대주주의 도덕적 해이와 경영자 안주주의에 따른 대리비용

대주주가 기업지배를 통해 사적 이득을 취할 가능성이 있는 상황에서, 시장에서는 '기업지배' 그 자체에 대해 가치를 부여할 것이고 지배주식(controlling shares)은 프리미엄이 더해진 가격으로 거래된다. 이는 소액주주의 희생에 생기는 '지배의 사적편익'이 상당 수준 존재하고 있음을 의미한다.

Shleifer and Vishny (1997)과 Gugler (1999)의 서베이 결과에 의하면, '지배'에 대한 시장가치가 존재하고 있는 것으로 나타난다. 미국의 경우 대규모 주식은 소수주식에 비해 평균 20%의 프리미엄을 받고 거래되고, 배당권은 동일하지만 의결권이 다른 주식의 가격을 비교한 결과 우월한 의결권을 가진 주식이 프리미엄을 받고 거래되고 있다. 이러한 결과는 모두 「주식의 대량보유자 혹은 지배경영자가 소액주주의 희생에 사적 이득을 취하고 있음」을 의미한다. 특히 소유가 집중된 국가와 소액주주보호를 위한 법률적 조치가 미흡한 국가에서 사적이득을 위한 탈취가 더욱 심각하게 나타나고 있다. 국가별로 의결권 프리미엄을 추정한 결과를 보면, 스웨덴이 6.5%, 이스라엘이 45.5%, 스위스가 20%, 이탈리아가 82%를 기록하고 있다. 우리나라 재벌의 경우, 피라미드 그룹 구조를 이용한 '그룹내 기업간 자원이전'을 통해 소액주주들이 피해를 볼 수 있고, 지배주주의 사적이득 추구를 위한 탈취가 심각하게 나타날 수 있다.

2.3.3 경영자 보상과 기업성과

(1) 경영자 보상제도의 필요성과 실제

소유와 지배가 분리되어 있는 경우, 경영자의 노력을 관찰하고 직접적으로 통제하는 것은 '정보의 비대칭성' 때문에 거의 불가능하다. 따라서 경영자로 하여금 투자자들의 이해에 따라서 행동하도록 만드는 유인장치가 필요하게 되며, 그 해법은 경영자(대리인)가 주주(주인)와 다른 이해관계를 갖게되는 근본적인 이유를 제거 또는 축소하는 것이다. 대표적인 것은 「경영자로 하여금 수익에 있어서의 불확실성의 일부분을 떠 안고 부분적으로 잔여청구권자가 되도록 하는 것」이다. 보너스, 주식보유, 스톡옵션 등 기업성과와 연동된 보수체계가 이런 기능을 한다.

(2) 효율적인 경영자 보상제도의 운영

보상체계가 효율적이기 위해서는 경영자들이 자신의 통제범위 내에 있는 성과에 따라 보상이 이루어져야 한다. 이를 위해 독립적인 사외이사로 구성된 보상위원회에서 기업성과에 대한 평가 및 경영자의 보상체계수립이 이루어질 필요가 있다.

Ⅲ. 한국기업의 소유·지배구조의 특징

3.1 한국기업 소유구조의 특징

3.1.1. 소유집중의 정도

한국상장기업의 소유집중정도를 외환위기 이전의 자료를 중심으로 <표 4>에 나타내었다.

<표 4> 한국상장기업의 소유집중도(일대주주의 지분, %)

	1993	1994	1995	1996
5%미만	5.61	3.39	4.06	3.22
5%-10%	10.37	9.87	9.94	10.99
10%-15%	10.37	12.08	11.76	10.05
15%-20%	12.44	14.14	11.20	11.80
20%-25%	13.90	13.25	15.97	14.48
25%-30%	13.54	14.87	12.46	14.75
30%-35%	12.56	11.63	13.31	12.73
35%-40%	6.95	7.22	6.44	6.57
40%-45%	5.37	5.74	5.60	4.69
45%-50%	4.27	4.27	4.20	6.17
50%이상	4.63	3.53	5.04	4.56
합계	100	100	100	100

자료 : 한국상장회사협의회 데이터베이스에서 작성

<표 4>에 나타난 한국상장기업의 소유집중도의 특징을 분석해보면 우선, 1996년 현재 한국 상장기업 중에서 ‘일대주주의 주식지분’이 25%이하인 경우가 50.54%,

50%이하를 소유한 경우가 95.44%에 이른다. 또한 10%미만의 주식지분을 갖는 경우도 약14%로서 결코 낮지 않은 비중이다. 이는 한국 기업들의 주식소유가 상당 수준 분산된 구조를 보이고 있음을 의미한다.

세계 27개국을 대상으로 각국의 20대(시장가치기준) 대기업을의 소유구조를 조사한 La Porta, Lopez-de-Silanes, and Shleifer(1998)의 연구결과 : 「한 주주가 직·간접적으로 투표권을 행사할 수 있는 주식의 비중이 20%를 넘지 않는 경우」를 소유가 광범위하게 분산된 기업으로 정의할 때, 이 비중이 영미권의 국가들에서는 미국 80%, 영국 100%, 오스트리아 65%, 캐나다 60%, 아일랜드 65%으로 높게 나타나고 있다. 반면 유럽국가들에서는 그 비율이 다소 낮는데 오스트리아 5%, 덴마크 40%, 프랑스 60%, 독일 40%, 이태리 20%, 스웨덴 25%, 노르웨이 15%이다. 한편 아시아의 경우 일본 90%, 싱가포르 15%, 홍콩 10% 등이며, 한국은 55%로 비교적 주식이 상당히 분산 소유된 국가 중의 하나로 나타나고 있다.

3.12 소유자 형태의 특징과 지배구조에 대한 함의

주요국가기업의 주식소유자별 소유분포와 한국대기업의 주식소유자별 소유분포를 <표 5>와 <표 6>에 나타내었다.

<표 5> 주요국가기업의 주식소유자별 소유분포 (1996년 현재, %)

	미국	일본	독일	프랑스	영국	스웨덴	오스트랄리아	한국
금융부문	46	42	30	30	68	30	37	26
- 은행	6	15	10	7	1	1	3	11
- 보험회사 및 연금	28	12	12	9	50	14	25	6
- 투자기금	12	-	8	11	8	15	-	8
- 기타금융기관	1	15	-	3	9	-	9	1
비금융법인	-	27	42	19	1	11	11	21
정 부	-	1	4	2	1	8	-	7
개 인	49	20	15	23	21	19	20	34
외국인	5	11	9	25	9	32	32	12
합 계	100	100	100	100	100	100	100	100

자료: OECD, Financial Market Trends(1998), 한국증권통계연감

주 : 한국의 '보험회사 및 연금'은 보험회사를 의미하며, 연금은 비금융법인에 포함.

<표 6> 한국기업의 주식소유자별 소유분포의 추이

	정부및정부 관리업체	은행	증권회사	투자신 탁회사	보험회사	종합금융및 신용금고	기타 법인	개인	외국인
1977	17.15	5.74	15.28				16.15	44.19	1.49
1980	14.45	5.92	2.24				19.39	56.01	1.99
1985	0.41	7.09	7.35				30	52.48	2.63
1990	10.25	7.34	4.74	8.15	5.48	0.76	15.6	45.99	1.69
1993	8.58	10.72	4.72	6.17	5.78	0.57	17.16	37.57	8.74
1995	8.03	11.17	2.86	6.26	5.65	0.84	18.65	36.42	10.12
1997	6.59	9.42	2.11	2.66	6.34	1.16	22.81	39.79	9.11

자료 : 증권통계연보, 주 : 1990년 이후에는 한전과 포철을 제외한 것임.

<표 5>와 <표 6>의 내용을 보면 한국은 전체 금융기관의 주식소유의 비중이 미국·영국 등과 비교하여 볼 때 상당히 낮은 수준이다.

그러나 금융기관 중 은행에 의한 주식소유의 비중은 외국과 비교해볼 때 결코 낮은 수준이 아니며, 꾸준히 증가하는 추세를 보이고 있다. 은행의 기업주식 보유는 이론적으로나 경험적으로 볼 때 기업 경영에 대한 감시의 효율성을 높일 수 있다. 예를 들어 일본에서는 메인뱅크가 기업체에 이사를 파견하여 기업경영에 참여하고 있으며, 독일에서도 은행임원이 감독위원회의 이사로 기업경영에 관여하는 등 중요한 역할을 수행하고 있다. 그러나 한국의 주거래은행 제도는 유명무실하게 운영되어 왔다. 일본의 메인뱅크제도와는 달리 여신관리를 목적으로 지정된 주거래은행은 최대 대출은행이 아닌 경우가 많았고, 주거래은행의 대출점유율도 크게 낮아졌다. 따라서 한국에서의 은행의 주식소유는 기업에 대한 감시기능 보다는 포트폴리오 관리 차원에서 이루어졌다고 할 수 있으며, 은행이 주식보유를 통하여 기업과 긴밀한 관계를 형성하는 것은 이루어지지 못하였다. 한편 한국의 보험회사 및 연기금 관리기관의 주식보유 비중은 상대적으로 매우 낮은 수준이다. 따라서 한국에는 미국·영국과 같이 보험 및 연기금 관리기관이 기관투자자로서 기업경영에 감시 기능을 수행할 가능성을 기대하기 힘들다. 또 다른 문제는 비은행금융기관들이(제2금융권) 대부분-은행계열사를 제외할 경우-재벌계열의 회사라는 점이다. 1999년 공정거래위원회가 지정한 30대 재벌은 총 85개의 금융·보험회사를 계열기업으로 보유하고 있다. 또한 최근 많은 재벌은 투자신탁회사에도 진출하고 있다. 이 경우 금융기관은 이미 외부자가 아니기 때문에 건

전한 기관투자가로서의 역할을 기대하기 힘들다. 한국기업의 소유분포의 또 하나의 특징은 비금융법인에 의한 주식소유의 비중이 매우 높다. 일본이나 유럽의 경우와 마찬가지로 한국에서도 기업간의 주식보유는 「안정주주(stable shareholders)의 구성을 통한 경영권 안정」이 매우 중요한 유인이었다고 볼 수 있다. 그러나 일본과 독일에서의 기업간 주식소유는 '위계적(hierarchical)'이라기 보다는 '상호적(mutual)'이나 한국 재벌의 경우 창업자 가족을 정점으로 하고 이들이 완전장악하고 있는 주요계열사가 지주회사 역할을 하는 피라미드형의 위계적 소유가 특징이다. 이는 한국의 경우에는(재벌에서 보듯이) 기업간 주식소유가 대부분 창업자 가족의 경영권 확보의 수단으로 이용되었음을 의미하는 것이다. 또 개인 투자자의 비중이 상대적으로 높은 특징을 갖는다. 이는 기관투자가에 의한 소유가 낮은 사실의 반영으로 볼 수 있다. 그리고 지배구조와 관련하여 볼 때, 단기 매매차익의 확보에 치중하는 개인투자자의 비중이 높고 이들이 기업지배에 영향을 미칠 수 있는 제도적 장치가 확보되지 않았다는 사실은, 경영자의 부실경영에 대해 증권시장을 통한 견제와 감시의 기능이 미약할 수밖에 없었음을 시사한다.

외국인 투자자의 비중은 상당히 낮은 비중을 차지하고 있다. 그러나 최근의 주식시장 개방의 확대로 외국인 투자의 비중이 커질 가능성이 크며, 미국의 주요 기관투자자들이 적극적인 기업경영 감시기능을 한국에도 적용할 경우, 기업지배에 있어서 외국인 투자자의 역할이 상당히 커질 것으로 예상된다.

3.2 한국 대기업(재벌) 소유·지배구조의 특징과 문제점

<표 7>에 30대재벌의 지주회사역할을 하는 주요계열사와 최대주주를 1996년 말 시점을 기준으로 제시하였다. 한국의 특징적인 기업조직 형태인 재벌의 소유지배구조는 재벌기업들의 다각화와 밀접히 관련되어 있다. 재벌은 관련·비관련 다각화를 통하여 다양한 산업부문에 참여하였으며 이러한 다각화과정은 주로 그룹내의 기업간 출자와 외부차입금의 확대를 통해 이루어졌다. 이 과정에서 지배가족(controlling families)의 지분율은 감소하였지만 계열기업을 통한 소유가 증대되어 지배가족의 경영권독점이 이루어졌으며, 지배주주와 소액주주간의 대리인문제를 심화시킬 수 있는 가능성을 높이고 기업의부적 감시의 유효성을 낮추는 문제를 낳게 되었다. 이를 좀 더 자세히 살펴보고자 하자.

3.2.1 한국대기업의 소유구조상의 특징과 지배

한국대기업들의 경우 창업자와 그 가족에 의한 주식의 소유비율 (즉, 동일인과 특수관계인의 주식보유비율)이 매우 낮다. 공정거래위원회에서 발표한 1997년 4월 현재의 재벌의 주식소유를 보면, 30대 재벌 전체 평균으로 볼 때, 동일인과 특수관계인이 보유하고 있는 주식의 비중이 상장사의 경우에는 8%, 비상장사의 경우에는 9%에 불과하다. 그러나 계열사 지분을 포함한 내부지분율은 매우 높다. 30대 그룹의 경우 (평균적으로) 상장사의 경우 17%, 비상장사의 경우 60%를 보이고 있으며, 5대 그룹의 경우에는 각각 26%, 71%로서 내부장악의 정도가 더 심각함을 알 수 있다. 계열기업간 상호소유에서 대부분의 중요계열사가 창업자가족의 소유지분율이 높은 상장회사이거나, 외부투자자가 참여할 수 없는 비상장사인 경우가 많다. 이는 재벌들이 (낮은 개인 소유지분율에도 불구하고) 높은 내부지분율을 통해 지배가문의 기업지배력을 확장하려고 애쓰고 있음을 의미한다. 더 나아가 재벌들은 중앙집권적인 총수 중심의 경영체제를 유지하기 위하여 기획조정실, 회장비서실 등의 이름으로 미국기업의 제네랄스탑 (General Staff)이나 콩그로머레이트의 헤드쿼터와 유사한 기능을 하는 중앙집권적 경영조직을 운영하여 왔다. 한국의 재벌은 창업자 가족이 경영에 참여하지 않는 경우는 거의 없는 것으로 파악되고 있다. 이처럼 가족이 경영권을 독점하고 더 나아가 이를 세습할 수 있었던 가장 중요한 요인은 재벌 소속의 각계열사가 창업자가족의 주식소유와 계열사의 주식소유를 통하여 긴밀히 연결되었기 때문이라고 볼 수 있다.

3.2.2 한국 대기업(재벌)의 지배구조의 문제점 및 폐해

앞서 살펴본 특징을 갖는 한국대기업의 지배구조가 가져올 수 있는 큰 문제점은 무엇보다도 한국 재벌기업에 대한 외부통제 장치가 무력하다는데서 찾을 수 있다. 무엇보다도 적대적 인수 가능성의 가능성이 매우 낮다. 적대적 인수를 가능하게 하는 제도의 미흡, 재벌의 높은 내부지분율, 지주회사의 기능을 하는 핵심계열사의 완전한 장악으로 기업지배권 시장의 형성이 매우 어려운 실정이다.

채권자의 견제력도 매우 미미하다. 일본이나 독일에서와 같이 기업경영에 대한 은행의 적극적 경영감시 기능이 어려웠다. 은행법상의 제약으로 은행이 이사파견을 통하여 기업경영에 참여할 수 없었던 점에도 원인이 있지만, 무엇보다도 관치금융의 환경에서 은행은 그러한 역할을 할 인센티브를 갖지 못했다.

<표 7> 30대제철의 지주회사역할을 하는 주요계열사와 최대주주(1996년말)

재벌명	상장사평균 가족지분율	지주회사 역할기업1(a)	(a)의 최대주주	지주회사 역할기업2(b)	(b)의 최대주주	지주회사 역할기업3(c)	(c)의 최대주주
현대	11.11	현대중공업	비상장	현대건설	아산재단6.4%	자동차	현대중공업 14%
삼성	3.71	삼성생명	비상장	삼성전자	이건희외5.5%	삼성물산	삼성생명6.1%
LG	4.76	엘지화학	구본무외6.6%	엘지전자	엘지화학7.1%	엘지상사	구본무외3.1%
대우	6.67	(주)대우	대우재단3.2%	대우전자	대우재단2.3%	대우중공업	대우30.1%
SK	6.02	유공	선경 14.3%	선경	최중현외5.4%	SKI	최중현외12.1%
쌍용	3.13	쌍용양회	김석원외14.9%	쌍용	쌍용양회 13.6%		
한진	18.63	대한항공	조중훈외24.9%	한진	조양호외24.4%	한진건설	조중훈외20.8%
기아	13.84	기아자동차	포드자동차9.4%				
한화	5.44	한화종합화학	한화 18.3%	한화	김승연외8.4%	에너지	한화종합화학 23.8%
롯데	2.7	롯데제과	신격호외25.5%	호텔롯데	비상장		
금호	4.27	금호건설	김호타이어10.3%	김호타이어	박성용외19.3%	석유화학	금호건설 12.9%
한라	11.25	한라건설	정몽원외20.9%	시멘트	정몽원외30.9%	안도기계	한라건설 32.6%
동아	16.46	대한통운	최원석외10%	동아건설	최원석외8.7%		
두산	17.23	08맥주	박용근외29.1%	두산건설	박용근외18%		
대림	7.62	대림산업	이준용외6.8%				
한솔	5.95	한솔제지	이인희외10.6%	한솔화학	한솔제지 14.1%		
효성	19.79	효성T&C	조석래외25%				
동국	16.03	동국제강	장상태외26.7%	한국철강	동국제강 48.1%		
진로	11.48	(주)진로	장진호외12%				
코오롱	6.72	(주)코오롱	이동찬외15.1%	코오롱상사	(주)코오롱 18.6%	코오롱건설	(주)코오롱 7.4%
고합	10.94	(주)고합	장치혁외10.4%	고합물산	(주)고합 6.1%		
동부	17.66	동부건설	김남호외17.2%	동부제강	동부산업 17.9%		
동양	8.6	동양시멘트	이해경외30.9%	동양제과	이해경외32.9%		
해태	1.74	해태제과	박건배외4.9%	해태전자	해태제과 4.8%		
뉴코아	0	상장사없음					
아남	12.8	아남산업	김향수외11.2%				
한일	10.41	한일합성	김중원외29.5%				
거평	8.59	거평건설	비상장	대한중석	거평건설 17.5%		
대상	15.34	미원	임창욱 13.9%	세원	미원 24.3%		
신호	7.47	신호페이퍼	이순국외8.8%				

자료: 각 회사의 1997년 사업보고서 및 대유증권(1997)

내부통제장치 역시 무력하기는 마찬가지이다. 우선 이사회는 견제 기능이 극히 미미하다. 선진국에서 일반적인 사외이사제도도 최근에야 도입되기 시작하였으며, 그 비중도 매우 낮다. 그리고 사외이사의 대부분이 오너경영진과 친분관계가 두터운 인사들로 임명되는 등 사외이사의 독립성에 대한 기본적인 의문이 제기되며, 제도도입의 취지를 무색케 하고 있다.

결국 대부분의 이사는 기업내부출신의 경영인으로서 기존의 경영층의 이해를 대변하였으며, 이사회도 경영진을 감시하는 선량한 관리자의 역할보다는 집행기관의 역할만을 수행하였다고 할 수 있다.

주주총회도 무력하기는 마찬가지이다. 과거 소액주주의 권리에 대한 보장이 미흡하여, 대표소송권, 이사·감사의 해임청구권, 회계장부열람청구권 등에 있어서 권리 행사를 하기 위한 자격요건이 너무 높았다.

1998년 증권거래법의 개정으로 소액주주권이 매우 강화되고, 사회적으로도 주주권 의보호를 위한 다양한 운동이 전개되었다. 그러나 소액주주들 대부분이 단기적인 시세차익을 노리는 투자행태를 보이고 있어, 주총에서의 소액주주권 발동 역시 강력한 내부통제수단이 되기에는 여전히 한계가 있다.

기관투자자에 의한 관계투자자 견제 기능도 마찬가지이다. 주식시장의 적극적인 시장참여자라고 할 수 있는 연기금의 비중이 작을 뿐만 아니라 증권회사, 보험회사 등의 주요 기관투자자도 재벌계열의 회사가 다수를 차지하고 있었기 때문에 효과적인 경영감시의 역할을 할 수 없다.

이렇듯 외부통제 및 내부통제 시스템이 미흡하게 됨에 따라 기업 경영에 대한 정보는 독점되고 투명성이 결여되며, 기업경영에서의 비효율이 나타나도 이를 규율하고 책임을 물을 수 있는 장치가 가동될 수 없었다. 기업 내부인사만이 기업경영의 실상을 알고 있으며, 전문경영이든 오너경영이든 비효율적으로 경영되고 있을 때, 책임을 물어 퇴장시키고 효율적인 경영으로 대체시킬 수 있는 장치가 없다. 더구나 의결권이 집중되어 있는 실체인 그룹총수나 기초실의 법적 책임이 결여되어 있었다는 점은 '도덕적 해이'가 더욱 심각해질 수 있음을 의미한다. 즉, 재벌총수의 사적이익 추구를 위한 기만행위(cheating)의 가능성을 피할 수 없게 된다.

이러한 지배대주주의 사적이익의 추구는 기업가치를 감소시키는 많은 폐해를 가져올 수밖에 없다. 예컨대, 대규모 이익을 실현한 계열사가 주주에 대한 배당, 종업원에 대한 임금, 채권자에 대한 원금상환 등을 억제하면서 투자위험이 높은 다른 업종에

대규모투자를 감행하는 경우 (삼성전자의 반도체 후자를 삼성자동차에 투자), 상장계열사와 비상장계열사 사이의 합병조건을 이용하거나 주식의 내부자거래 등의 방법을 통하여 지배대주주가 외부주주에 비하여 큰 자본이득을 챙기는 경우, 기업과 지배대주주 사이의 거래과정에서 지배대주주가 시장거래에 비하여 유리한 조건을 향유함으로써 회사에 손실을 초래하는 경우 등이다.

이러한 지배대주주(재벌의 경우 오너경영자인 총수)의 기만행위는 첫째, 종업원, 채권자 등의 기업특유적 투자의 유인을 왜곡·감소시킴으로써, 가용자원을 극대화 시키지 못한다는 비효율을 초래한다. 둘째, 사적이익 추구 과정에서 기업의 능력 이상으로 외부차입이 이루어지고 재정파탄에 쉽게 빠지는 비효율이 나타날 수도 있다. 셋째, 기만행위를 감추기 위한 기업자체의 부패, 재정파탄의 위험을 관치금융에 의지하여 벗어나기 위한 정경유착의 부패 등 각종 비리를 피할 수 없게 만든다.

또한 이러한 비리를 감추기 위해 기업경영의 투명성은 더욱 가려지는 결과를 초래하고, 이것이 다시 지배대주주의 기만행위를 부추키는 악순환에 빠지게 만든다. 넷째, 지배대주주의 사적이익 추구하고 비리의 백미는 탈법·불법적인 방법에 의한 '기업 지배권 세습'으로 이어진다. 2, 3세로 이어지는 지배권 세습 자체가 문제가 될 수는 없겠지만, 효율성 측면에서도 이들이 창업회장 만큼 기업가능력을 갖고 있는지에 대한 엄정한 검증 없이 이루어진다는 점이 문제가 있다고 본다.

한국 재벌의 문제점을 언급할 때, 선단식 경영, 오너경영 등 재벌 경영행태의 결과를 놓고 비판하는 경우가 많다. 해답도 업종전문화와 전문경영으로 내놓는 학자들도 있다. 그러나 업종전문화와 소유분산·전문경영이 좋은데 이 방향으로 가지 않는 것 자체 때문에 문제가 되는 것이 아니다. 이런 것들이 더 나올 것이라는 보장도 없다. 이보다는 재벌들이 그러한 행태를 보일 수밖에 없는 지배구조상의 구조적 문제점에 주목해야 한다. 외부·내부통제 장치가 거의 없고, 이로 인해 경영에 대한 정보가 폐쇄되고 비효율적 경영에 대한 penalty 장치가 가동되지 않을 때, 재벌의 지배대주주에 의한 기만행위를 막을 수 없게 된다는 사실을 직시해야 할 것이다.

IV. 한국기업의 바람직한 소유·지배구조의 모색

이 절에서는 지금까지 논의된 내용들을 바탕으로 하요 한국의 대기업들이 시대적 및 국제적 요구에 부응하고 국제경쟁력을 제고시키기 위해서 어떤 형태의 지배구조가 바람직할 것인가를 모색해보고자 한다. 여기서 논의되는 내용이 한국의 모든 대기업에게 일률적으로 적용되어야 하는 불변의 원칙이 될 수는 없지만 모든 기업의 지배구조 설계에 있어서 하나의 방향을 제시하는 'guideline'으로서 역할을 할 것임에는 틀림 없을 것이다.

4.1 효율적인 소유분산·전문경영 체제의 정착

4.1.1 소유분산·전문경영 대 소유집중·오너경영간의 선택

한국대기업의 구체적인 지배구조를 설계함에 있어서 가장 핵심적으로 고려되어야 하고, 또 사회적으로 큰 관심이 집중되는 이슈는 바로 소유와 지배의 분리 여부이다.

소유·지배구조의 기본적인 모형은 (i)소유분산·전문경영, (ii)소유집중·오너경영, (iii)소유집중·전문경영의 3가지 중 하나가 될 것이다. 이 3가지 모형 중 (iii)의 옵션은-적어도 한국에서는-현실성이 많이 떨어진다. 한국의 경우 지배권에 대한 프리미엄은 매우 높으며, 실제로 대부분의 지배주주는 최고경영자의 역할을 직접 수행하고 있다. 기본적으로 전문경영자를 고용할 것인가, 아니면 오너경영체제를 가동할 것인가는 모두 지배대주주의 사적인 의사결정에 달려 있다. 따라서 만약 대리인인 전문경영자가 지배주주의 의사를 반영하지 않을 가능성은 거의 없고, 결국 지배주주의 오너경영과 실제로 큰 차이가 없다. 따라서 여기서는 (i)과 (ii)의 문제로 집약하여 분석해 보도록 한다.

이론적으로 볼 때, 특정기업의 바람직한 소유·지배구조의 핵심은 소위 오너경영과 전문경영 중의 택일은 아니다. 어느 기업에서나 그렇듯이, 오너(owner) 여부를 떠나 해당산업에 대한 전문지식과 조직 경영능력을 갖춘 경영진이 기업가치 극대화를 추구하기 위해 경영능력을 발휘할 수 있게 만드는 것이 핵심이다. 만약 오너가 뛰어난 경영능력을 지니고 있다면 직접 경영권을 행사하는 것이 바람직 할 것이다. 능력있는 대주주에 의한 직접경영은 경영자와 주주간의 이해관계를 일치시켜 기업가치를 높일

수 있기 때문이다. 하지만 경영능력이 뛰어나지 못한 사람이 단지 지배 대주주라는 이유 하나로 경영권을 행사하려 한다면 이는 기업가치를 파괴하는 행위이며 그 폐해는 일반 주주들에게 전가될 수밖에 없다. 마찬가지로 전문 경영자에 의한 경영 또한 언제나 바람직한 것은 아니다. 경영진이 기업가치 극대화보다는 자신의 이익을 우선시하여 수익성을 무시한 외형위주의 경영을 한다면 이는 기업가치를 파괴시키고 그 폐해는 주주에게 전가되는 것이다. 경험적으로도 어느 경우가 기업성과에 상대적으로 긍정적인 효과를 갖는지가 불확실하다.⁴⁾

그러나 이러한 사실은 오너경영과 전문경영 중 어느 것이나 상관없다는 사실을 의미하는 것이 아니라, 오너(대주주)경영 혹은 전문경영이 각각 우월한 상황이 별도로 존재하는 것을 의미하는 것이다. 즉, 대주주(오너)경영과 전문경영간의 선택의 문제는 기업에 처해있는 (현실)상황에 의존하게 되는 것이고, 그 기준은 첫째, 기업경영에 있어서 시장·기술에 대한 전문지식 및 조직 경영능력의 중요성과 오너가 그러한 능력(전문성)을 획득함에 있어서의 어려움 정도, 둘째, 전문경영에서 나타날 수 있는 대리인 비용과 대주주(오너)에게도 있을 수 있는 agency cost의 정도(전체주주의 이익에 반하여 대주주가 사적이익을 추구하는 도덕적 해이)간의 비교 등이 될 것이다. 이러한 관점에서 볼 때, 특정기업의 경우, 전문경영과 오너경영 중 어느 것이 합리적인 것인가를 결정하기 위해서는 이론적 틀 안에서 판단하되, 판단의 근거는 해당기업이 처한 현실적 상황에 대한 충분한 고려에서 도출되어야 한다.

한가지 중요한 점은 한국 오너경영인의 경우 오너 자신의 이익을 위해 다른 주주의 이익에 반하는 행동이 매우 자주 발견된다는 것이다. 오너경영자와 전체주주간의 이해관계가 일치하지 않음으로 인해 발생하는 대리인 비용이다. 결국 전문경영과 오너경영간의 선택은 각각의 대리인 비용의 비교를 통해 내릴 수 있는 결론이며, 한국의 경우 후자의 비용이 더 클 수 있다는 점에 주목할 필요가 있다. II장에서 알아 보았듯이, 대리인 문제의 근본적 원인은 '정보의 비대칭성'과 대리인의 '기회주의적 행동'에 있다. 따라서 대리인 비용을 줄려면, (i)대리인의 사기행위가 일어나지 않도록 사전에 효과적으로 감독하거나 사후에 발견 즉시 강력하게 벌(penalty)을 가할 수 있는 시스템이 존재하든지, (ii)대리인이 주인의 뜻대로 행동하는 것이 그렇지 않은 경우 보다

4) 한국의 경우에도 주인 없는 전문경영이 실패한 사례로 기아의 경영부실화를 지적하고 있으며, 다른 한편으로는, 대한항공의 잇단사고, 삼성의 무리한 자동차 산업 진출, 대우의 총체적 부실 등은 오너경영의 실패사례로 지적되고 있다.

더 유리하게끔 만들어 주는 (즉 주인과 대리인의 이해관계를 일치시켜 주는) ‘유인계약(incentive contract)’을 체결하는 것이 가능해야 한다. 여기서 (i)과 (ii)의 효과적인 조치를 강구함에 있어서, 한국의 경우 오너경영과 전문경영 중 어느 경우가 더 쉬울 것인가에 따라 양자의 대리인 비용의 상대적 차이가 판가름될 것이다.

먼저 ‘사전 감독이나 사후의 check & penalize’에 있어서, 한국의 경우 오너경영이 훨씬 더 힘들 것으로 판단된다. 외부통제장치측면에서 볼 때, 소유집중·오너경영은 기업간 상호보유를 통한 높은 내부지분율로 ‘적대적 인수’로 부터의 위협이 훨씬 더 작을 것이다. 그만큼 실패한 경영자를 penalize함에 있어서 오너경영이 더 어려울 것이라는 의미이다. 또한 내부통제장치에서도 내부이사회를 장악하기 더 용이한 오너경영 체제에서 사전감독이나 사후체크를 위한 정보획득 및 파악이 더 어려울 것으로 판단된다.

유인계약의 체결에 있어서도 마찬가지이다. 오너경영의 경우에는, 전문경영인과는 달리 이미 잔여수익청구권이 있음에도 불구하고 여러 사기행위를 통한 사적이익 추구로 인해 대리비용이 발생한다. 때문에, 내부적·사적 유인계약의 체결이 쉽지 않다. 결국 이러한 사기행위를 적발할 수 있는 경영의 투명성이나, 법적 장치 등 외부적·사회적 유인계약에 의존할 수밖에 없는데, 현재 한국의 경우 이러한 장치가 극히 미흡하고 또 실효성에서도 많은 의문이 제기되고 있는 실정이다.

4.1.2 전문경영의 대리인 문제 해결 방안

(1) 효율적인 감독체제 구축

분산된 소유구조를 가진 기업의 전문경영인에게 가장 위협적인 요소는 무엇일까? 바로 ‘전문경영인의 잘못된(또는 게으른) 경영행동을 찾아낼 수 있는 능력을 가진 자가, 자신들을 쫓아낼 수 있을 정도로 힘을 가지고 있는 경우’에 그들은 가장 긴장할 것이고, 그만큼 대리인 비용도 작아질 것이다. 그러면 누구일까? 만약 1인 지배대주주(재벌)에 의한 기업지배의 가능성을 배제하고 이러한 존재를 기업외부에서 찾는다면, 상당부분의 지분을 장기적으로 소유하면서 효율적 경영에 대해 압력을 가할 수 있는 안정주주들일 것이다. 대표적인 또 한국의 현실에서 가장 강력한 역할을 해야만 하고 기대할 수 있는 집단으로 은행을 생각할 수 있을 것이다. 또 기업내부의 독립적인 사외이사의 존재와 이들에 의한 효과적인 감찰 또한 필수적인 요소가 될 것이다.

(2) 실효성 있는 유인계약의 체결

전문경영인에 대한 유인계약 체결의 핵심은 잔여수익청구권 부여에 있다. 소유주와 전문경영인간에 이해관계가 일치하지 않는 가장 큰 이유가 전문경영인(대리인)의 행동으로 얻은 성과에 대해 청구권을 갖지 못하기 때문이다.

소유주가 아닌 자에게 잔여수익청구권을 부여하는 가장 간단한 방법은 「성과에 연동하는 보수계약을 체결」 하는 것이다. 이 경우 구체적으로 어떠한 지표를 사용할 것인가, 그리고 CEO와 기타 경영진, 사외이사에 대한 성과 지표가 어떻게 차별화될 수 있겠는가 등이 핵심 이슈가 된다.

보수계약의 불확실성과 분쟁을 방지하기 위해 기업의 경영목표에 맞는 '명시적인 성과측정 지표(explicit performance measure)'를 활용하여야 한다. 또한 성과지표는 전문경영인이 선택가능한 변수(control variable)이어야 한다.

따라서, 이러한 점들을 두루 고려하여 적절한 '명시적 성과지표'를 개발해야 할 것이고, 만약 적절한 지표개발이 어려울 경우에는 굳이 명시적 지표에만 의존하지 않고, 정성적 지표를 보완·활용하는 것을 검토할 필요가 있다. 그리고 이사회에서(특히 이사회내의 compensation committee)의 성과지표 개발과 측정에 있어서 가장 주요한 덕목은 공정성이므로, 사외이사의 역할이 중요하다.

4.2 효율성 관점에서 이해관계자 모형을 부분적으로 반영

현대기업의 지배구조는 주주자본주의(shareholderism) 모형과 이해관계자(stakeholderism) 모형 중 주주자본주의 모형을 기본으로 하여 이해관계자 모형의 장점을 적극 수용·활용하는 형태로 수렴되고 있다. 그리고 이 과정은 「효율성 관점에서 해당기업의 특성을 충분히 고려하여 그 기업에 가장 적합한 방향을 찾는 작업」이 되고 있다.

먼저 shareholderism과 stakeholderism 이 두가지 개념은 반드시 상충되는 것이 아님을 인식할 필요가 있다. stakeholderism을 주장하는 사람도 shareholder들에 대한 잔여수익청구권(예: 배당정책)을 부인하고 이해관계자들이 기업지배권을 독점해야 된다고 주장하는 것이 아니다. 다만 이해관계자도 기업특유적(firm-specific) 투자를 할 경우 이에 대한 정당한 몫을 인정하는 것이 옳다고 주장하는 것이다. 즉, stakeholder들도 이자수입으로, 임금프리미엄으로, 혹은 하청단가조정을 통해 rent-sharing에 참여하고 있으나, 배분의 틀 결정에 있어서 정보의 비대칭성으로 자신들의 몫이 작아질

수 있다고 보는 것이다.

결국 중요한 판단의 기준은 여러 생산요소 중 기업에 대한 기여도와 위험부담에서 어느 것이 중요한가? 가 되어야 하며 이러한 판단기준위에서 이해관계자모형의 수용과 적용 방법이 결정되어야 한다. 또 주주중심주의에서 가정하고 있는 이해관계자들에게 먼저 귀속되는 부분이 정보가 완전한 '경쟁적 시장'에서 적정수준으로 공정하게 결정되는가? 하는데에 근본적인 의문이 있다. 현실은 기업특유적 투자의 몫을 결정할 경우에는 본원적으로 경쟁자가 존재하지 않는 경우가 대부분이고, 실제로는 '정보의 비대칭성'때문에 공정한 분배가 불가능한 경우가 많다. 이해고나계자모형의 수용은 이러한 현실적인 시장여건과 기업이 처한 상황의 토대위에서 결저오되어야 한다.

4.3 이사회 운영 및 구성의 개선

앞서 우리는 바람직한 지배구조의 개념을 정리한 바 있다. 첫째, "능력있는 사람", 즉 해당기업의 가치를 극대화 시켜줄 수 있는 사람이 경영을 맡을 수 있어야 하고, 둘째, 능력 있는 전문경영진이 경영을 담당할 경우 이들이 오너의 간섭을 배제하고 의사결정을 내릴 수 있는 실질적인 권한이 주어져야 하며, 셋째, 이들 경영자들에게 자신의 이익보다는 기업가치의 극대화를 추구할 동기를 부여하고 또 이들의 전횡을 규율하고 평가할 수 있는 경영시스템을 확립하며, 잘못된 경영에 대해 책임을 물릴 수 있어야 한다.

따라서 한국대기업의 이사회 구성 및 운영방식의 바람직한 대안을 제시함에 있어서도 위와 같은 모습의 바람직한 지배구조를 염두에 두고 판단을 내려야 할 것이다.

4.3.1 해당기업의 최근 이사회 운영의 개선 조치의 내용 및 평가

이를 위해 먼저 기존 이사회의 구성과 운영에 관한 내용들이 재평가되고 문제점이 파악되어 개선방향이 제시되어야 한다. 우선 이사회와 경영진의 역할 재정립이 필요할 수 있다. 그동안 한국의 대기업들에서는 이사회의 권한에 대한 잘못된 이해가 지배적이었던 것이 사실이다.

즉 한국기업에서 흔히 볼 수 있는 현상은 이사회의 경영간여이다. 하지만 이사회가 직접 경영에 간여하는 것은 이사회제도의 근본취지와 상치되는 것이다. 이사들은 그들이 가진 전문적 지식과 풍부한 경험 등을 통해 경영진에게 조언함으로써 사전적으

로 잘못된 경영의사결정을 예방하고, 또 경영성과를 경영진 평가에 반영함으로써 사후적으로 이들을 규율하는 역할을 수행해야지, 경영에 직접 간여하거나 경영권에 대한 비토권을 가져서는 안되는 것이다. 즉 경영 그 자체는 경영진의 몫이고 경영에 대한 사전적 조언과 사후적 평가는 이사회에 의한 것이다.

또 이과정에서 사외이사의 수와 역할, 그리고 선임방법에 대한 재검토가 필요하다. 현재 구미 기업들의 경우 사외이사의 수가 사내이사의 수보다 월등히 많아지는 경향을 보여주고 있다. 글로벌 초우량 기업의 대명사인 GE나 미국의 대표적인 철강기업인 USX의 경우를 보더라도, 두기업 모두 사외이사 11명, 사내이사 4명으로 사외이사의 비중이 2/3를 넘고 있다. 만약 이사회가 중역진이 주축을 이루는 사내이사 중심으로 되어 있을 경우 이사회에 의한 경영진 특히 CEO 규율과 감시기능은 거의 불가능하다. 사내이사들은 원칙적으로 CEO에 의해서 임명되고 보수가 결정되는 경영진들이기 때문에 이들이 CEO를 감시한다는 것은 불가능한 것이다.

또한 이 경우 소수의 사외이사는 기업내부의 주요정보로부터 차단되는 경향이 있고 사외이사들은 이사회에 의한 의사결정시 정부부족으로 말미암아 실질적으로 별 영향력을 행사할 수 없게되는 것이다. 따라서 이사회에서 사외이사가 차지하는 비율이 높아져 가는 추세는 바람직한 방향이라고 할 수 있다. 미국기업을 대상으로 실증분석에서도 사외이사의 비율과 해당 기업의 가치 사이에 정(+)의 관계가 존재한다는 결과가 나타난다. 즉 이사회에서 사외이사의 비율이 높으면 기업가치가 증가한다는 것이다.

4.3.2 현행 이사회 제도의 바람직한 개선 방안

(1) 이사회 규모 축소 및 사외이사 비중 증가

대부분의 한국대기업의 경우 현재의 이사회에서 사내이사의 수를 줄임으로써 이사회 규모를 축소함과 동시에 이사회에서의 사외이사 비중을 높일 필요가 있다. 이사의 수가 너무 많으면 이사회에 의한 운영과 활동이 효율적이지 못하게 된다.

단 현재 이사회에 의한 부의안건의 수가 많은 기업의 경우 집행성격의 부의안건을 최소화하면서 단계적으로 이사의 수를 줄여나갈 필요가 있다. 만약 일은 많은데 이사의 수가 너무 적으면, 각이사들이 복수의 위원회에 배정되는 등 여러 가지 시간상 제약이 따름으로 말미암아, 이사회에 의한 가장 큰 임무인 경영진 규율과 감시기능을 효율적으로 수행하기 힘들기 때문이다.

(2) 사외이사의 선임 및 보상 방법의 개선

사외이사는 전체주주를 대변해야 하므로, 특정주주의 의사를 대변할 가능성이 있는 대주주가 일부 사외이사사외이사의 가장 중요한 자격 기준은 이들이 특정 주주를 대표하는 것이 아니라 전체주주의 이익을 극대화하는데 도움이 되는 사람이어야 한다. 만약 이사회가 특정주주그룹을 대변하는 이사들로 주로 구성된다면 이들은 기업전체의 가치창출에 매진하기보다는 제각기 각자가 대표하는 주주그룹의 이익을 대변하는데 치중함으로써, 이사회 내부에서 대리인문제를 야기시키고 결과적으로 기업가치를 파괴시키게 될 가능성이 매우 크다.

한 방안으로 사내이사를 이사회 추천으로 구성하고 사외이사 중 일부(3인)를 이사회 추천으로 선임하는 것을 생각할 수 있다. 또한 주주추천의 사외이사라 하더라도, 이사회에서 자격심사를 거친 후에 주주총회에 부의하는 것이 필요하다. 비록 형식적이라 하더라도 비토권을 어느 정도 확보할 수 있기 때문이다. 가장 능력있는 인사를 경영진으로 물색하여 임명한다는 기본 원리에 충실하기 때문이다. 그러나 이러한 제도가 실효성을 거두려면, 사내이사 중 가장 중요한 인사이고 사내의 임명에 결정적 영향력을 갖고 있는 CEO의 발탁·선임·면직에 대한 보다 구체적인 절차가 정착되어야 할 것이다.

구체적으로 보면, 이사후보의 선정은 이사회의 '이사선임 및 육성보상위원회(Nomination and Compensation Committee)'에서 일차적으로 후보자를 검토한 후 적절한 인사를 이사회에 추천하고 최종후보자 결정은 전체이사회에서 이루어지도록 한다. 이러한 이사선임 결정시 CEO는 마지막 순간에 참여토록 함으로써 이사선임에 영향력을 행사하는 것을 최대한 방지해야 한다. CEO가 자신의 지인을 사외이사로 임명하여 이들로 하여금 거수기의 역할을 하도록 하려는 경향과 동기가 있기 때문에, 이사선임 과정에 가능한 한 CEO의 영향력을 배제하는 것이 바람직하다.

한편, 사외이사의 자격으로는 독립성, 전문성, 그리고 시간활용의 가능성 등이 중점적으로 고려되어야 하며, 전체적으로 이사들간의 팀웍도 사외이사 선임시 중요요소로 감안되어야 한다. 팀웍증시와 사외이사의 독립성 확보의 목표가 서로 상충될 염려가 있으므로 이에 대한 주의가 필요하며, 사외이사의 독립성 확보·유지를 위해 추가적인 인센티브제도를 도입할 필요가 있다. 현재도 사외이사들에게 일정액의 보수를 지급하기로 한 규정이 있으나, 우리가 상정하고 있는 사외이사의 막중한 임무를 생각해 볼 때 단지 일정액의 보수를 지급한다는 것만으로는 이들에게 기업가치 극대화 동기

를 유발하기 힘들다. 따라서 이들의 보수를 기업가치와 연동시키는 보수체제를 만드는 것이 더욱 바람직할 것이다. 참고로, 미국의 경우 사외이사들의 지분율과 해당 기업의 가치 사이에 정(+)의 관계가 있다는 연구결과는 사외이사들의 지분이 높아질 경우, 이들의 이해관계가 주주의 이해관계와 일치하게 되어 이사회 경영진의 규율에 대한 임무가 더욱 충실해진다는 것을 의미한다고 볼 수 있다.

(3) 이사회 운영 방식의 개선

이사회내에 전문위원회를 두어 이사회 기능의 활성화하기 위한 조치가 이루어질 필요가 있다. 이사회를 전문위원회 활동 중심으로 운영하는 것은 의결해야 할 사항에 대해 전문적인 연구·분석과 활발한 토론을 거치게 한다는 점에서 매우 긍정적이다. 이처럼 이사회를 활성화하는 것 자체가 사외이사로 하여금 '거수기'가 되지 않도록 하고 CEO에 대한 내부통제기능을 강화하는 가장 좋은 장치가 될 것이다.

첫째, 감사위원회 (Audit Committee)를 신설할 필요가 있다. 이사회내에 감사위원회를 두는 것은 사외이사 제도가 발달한 미국에서는 일반적인 관례이다. 물론 감사위원회는 고도의 독립성이 요구되는 업무이므로, 사외이사만으로 구성되는 것이 원칙이다.

그리고 장기적으로는, '이사선임 및 육성보상위원회(Nomination and Compensation Committee)'를 Nomination Committee와 Compensation Committee로 분리·운영하는 것을 검토할 필요가 있다고 본다. 물론 업무대상이 경영진으로서 동일하고, 통합적으로 운영될 경우 업무간 정합성을 확보하기가 용이하다는 장점이 있다. 그러나 경영진을 선임하고 평가하는 업무는 이사회(특히 사외이사)의 가장 중요한 임무이며, 고도의 독립성이 요구되는 임무이다. 따라서 첫째, 양업무를 통합운영할 경우 상호견제가 어려워져서 자칫 공정한 업무 수행이 이루어지지 않을 수 있다. 예컨대, 특정인사에게 유리한 평가자대를 채택한다든지, 또는 특정인사의 유임을 위해 평가결과를 조작할 가능성이 있기 때문이다. 둘째, 이사선임과는 달리 평가는 고도의 전문성이 요구되는 책무이므로, 기본적으로 양업무에 적합한 인물의 인적특성이 차이가 날 수 있다. 셋째, GE, USX 등 벤치마킹할 만한 미국기업의 경우에도 양위원회가 분리·운영되고 있다. 넷째, 양업무간 원활한 조정이 어렵지 않겠는가 하는 우려가 있을 수 있으나, 이는 일부 사외이사를 양위원회에 공동으로 선임하는 것으로 해결될 수 있을 것으로 본다.

그러나, 이사회내 전문위원회 수가 많은 것은 결코 바람직하지 않으므로, 장기적으

로는 3-5개의 주요 위원회만 가동하는 것을 목표로 삼을 필요가 있다. 더 이상의 위원회는 이사들에게 부담을 줄 뿐이기 때문이다. 다만, 특별안건들은 Ad-hoc 위원회를 사용하여 처리할 수 있을 것이며, 이러한 ad-hoc 위원회도 특정안건을 위해 특정기간 동안만 가동되어야 할 것이다.

한편, 이사회는 주요결정은 반드시 이사회 전체회의에서 내려져야 할 것이다. 이렇게 함으로써 전체이사들에게 의사결정에서의 소외감을 줄이고 이들에게 적극적으로 의사결정에 참여할 인센티브를 제공할 수 있다. 만약 운영위원회에서 중요 의사결정을 한다면 이는 이중적인 권력 구도를 만들게 됨으로써 이사회는 다이내믹스를 해치게 된다.

4.4 CEO 발탁, 선임 및 면직

CEO는 이사회에 의해 발탁되고 이사회에서 선임되어야 할 것이다. 이사회는 역할 중 가장 중요한 것 중의 하나가 유능한 CEO를 찾아서 그를 선임하는 것이다. 기업가치 및 경영성고가 CEO의 능력과 자질에 의해 많이 좌우된다는 많은 연구결과들은 이사회가 CEO선임의 역할을 담당해야 할 당위성을 보여 주는 것이다. 즉, 이사회는 목표가 전체 주주를 대변하여 경영진의 경영활동보조 및 감시를 통해 기업가치를 창출해야 하는 것이므로, 유능한 CEO발탁과 선임기능이 중요한 이사회 기능이 되어야 함은 물론이다.

CEO발탁과 선임은 구체적으로 다음과 같은 과정을 통해서 진행되어야 할 것이다. 첫째, 잘 짜여진 CEO승계계획에 의해 미래의 CEO후보자군을 어느 정도 예상하고 있는 것이 필요하다.

이러한 CEO승계계획에 의거하여 Nomination and Compensation Committee)에서 CEO후보자군에서 일차적으로 해당기업의 경영을 총지휘하여 해당기업의 가치를 높일 수 있는 최종후보자들을 모색한다. 이들 최종후보자군의 발굴을 쉽게 하기 위해서 위원회는 통상 CEO 물색(search)을 전문으로 하는 회사 (CEO Search Firm)에 자문을 구하는 경우가 많다. 이들 CEO물색기업에서는 이사회와 협력하여 최종후보자들의 1차적 인터뷰를 행하는 경우가 많다. 그후 주요 최종후보자 몇 명을 전체 이사회에 추천한다.

이러한 CEO추천시 가장 중요하게 고려되어야 할 것은 후보자의 경영능력과 이를 통

한 후보자의 기업가치에의 잠재적 공헌도일 것이다. 단지 대주주 혹은 대주주의 인척이라는 이유로 특정인을 CEO후보자로 추대하는 것은 해당기업의 가치를 파괴시키는 결과를 가져오게 되고 이는 가치창출이 궁극적 목적이 되어야하는 이사회 존재이유와 상치되게 된다.

둘째, 인사 및 보상위원회에 의한 후보자 추천이 끝난 후 이사회는 추천된 주요 후보자들을 직접 순차적으로 초청하여 그들의 기업경영에 관한 비전과 경영철학에 대해 알 수 있는 기회를 가진다. 이때 각 후보자들은 전체 이사회에서의 견해 피력 및 토론 뿐 아니라 개별 이사들 및 경영진과의 면담기회를 가진다. 이러한 개별 면담을 통해 각 이사들은 후보자들에 대해 개인적으로 평가할 수 있는 기회를 가지고 CEO 후보자들도 해당기업과 그 기업에서 요구되는 CEO의 역할에 관해 자세히 알 수 있는 기회를 가지게 된다.

셋째, 모든 후보자들과의 이러한 면담기회를 가진 후 이사회는 토론을 통하여 해당 기업에서 요구되는 CEO의 역할을 잘 수행할 수 있다고 평가되는 그룹과 그렇지 못한 그룹으로 이분화하여 후자의 경우엔 고려대상에서 제외한다. 전자의 경우 즉 CEO의 역할을 잘 수행할 수 있다고 평가되는 그룹의 경우엔 이사회 의 토론과 합의를 통하여 이들의 서열을 정한 후 가장 좋은 평가를 받은 이에게 CEO 직책과 그에 따르는 보상(Compensation)을 제외한다. 만약 첫번째 후보자가 이 제의를 거절한다면 다음 번 후보자에게 CEO 직책과 그에 따르는 보상(Compensation)을 제외한다.

CEO의 면직에 관한 모든 권한도 이사회가 가지는 것이 기업가치 극대화 원칙에 부합한다. 전체주주를 대신해서 CEO의 경영활동을 감시하고 규율하는 기능을 가지는 이사회가 경영성과가 나쁜 CEO를 면직하는 기능을 가지는 것은 당연한 것이다. 미국의 경우, 이사회에 의한 CEO에 대한 면직권의 행사가 실질적으로 일어나고 있다. GM의 CEO이었던 Robert Stempel이 이사회에 의해, 특히 사외이사에 의해 밀려난 것을 계기로 해서, 그 이후 IBM, Kodak등 유수 기업의 CEO들이 부진한 경영성과에 대한 책임을 지고 이사회에 의해 면직되었다. 이러한 추세는 과거의 수동적인 이사회 역할에서 능동적인 이사회 역할로의 전환을 의미하는 것이다. 한국대기업의 경우에도 이사회가 CEO 면직의 기능을 적극적으로 수행할 수 있어야 한다. 이를 위한 구체적인 절차도 명시해 둘 필요가 있다. 특히 한국의 경우 외부시장에서의 인수 압력이 상대적으로 작다. 따라서 내부이사의 기능 강화를 통해 CEO에 대한 압력(위협)을 가할 수 있어야만, CEO의 전횡을 막고 대리인 비용을 줄일 수 있을 것이다.

참 고 문 헌

- 김경수, 김우택, 장대홍, 「기업가치, 소유경영구조및 정부규제에 관한 실증적 연구」, 1994.
- 김우택, 장대홍, 김경수, 「기업가치와 대주주지분율에 관한 실증적 연구」, 「재무연구」, 한국재무학회, 1993. 8.
- 김주현, 「기업의 소유구조와 기업가치와의 연관성에 관한 연구」, 「재무연구」, 한국재무학회, 1992. 12.
- 이영기, 「글로벌 경쟁시대의 한국 기업소유지배구조」, 한국개발연구원, 1996.
- 임웅기, 「한국기업 소유구조의 결정요인」, 「재무연구」, 한국재무학회, 1989.12.
- 정광선, 「기업경쟁력과 지배구조」, 한국금융연구원, 연구보고서, 94-04, 1994. 10.
- 최도성, 「M&A시장과 기업경쟁력」, 「경영논집」, 중앙대학교 경영연구소, 1995.2.
- Barclay, M. and C. Holderness(1989), "Private benefits from control of public corporations", *Journal of Financial Economics*, 25, pp.371~395.
- Barclay, M. and C. Holderness(1992), "The law and large block-trades", *The Journal of Law and Economics*, 35, pp.265~294.
- Becht, M. (1997), "Strong blockholders, weak owners and the need for European mandatory disclosure", in *The Separation of Ownership and Control: A survey of 7 European Countries*, Preliminary Report to the European Commission.
- Berle, A. and G. Means(1932), '*The modern corporation and private property*', MacMillan, New York.
- Chaganti, R. and F. Damanpur(1991), "Institutional Ownership, Capital Structure and Firm Performance", *Strategic Management Journal*, 12, pp. 479~491.
- Cho, M.-H.(1998), "Ownership structure, investment and the corporate value: An empirical analysis", *Journal of Financial Economics*, 47, pp.103~121.
- Cosh, A. and A. Hughes(1997), "Executive Remuneration, Executive Dismissal and Institutional Shareholdings", *International Journal of Industrial Organization*, 15, pp.469~492.

- DeAngelo, H. and L. DeAngelo(1985), "Managerial ownership of voting rights: a study of public corporations with dual classes of common stock", *Journal of Financial Economics*, 14, pp.33~69.
- Ezzamel, M. and R. Watson(1997), "Executive Remuneration and Corporate Performance", I K. Keasey and M. Wright(eds), *Corporate Governance*, John Wiley & Sons.
- Gugler, K.(1998), "Corporate Governance and Economic Performance: A survey", Preliminary Report to the OECD.
- Horner, M. R.(1988), "The value of the corporate voting right: evidence from Switzerland", *Journal of Banking and Finance*, 12(1) pp.69~83.
- Jacquemin, a. and E. de Ghellinck(1980), "Familial control, size and performance in the largest French firms", *European Economic Review*, 13, pp.81~91.
- Jarrell, G. a. and A. B. Poulsen(1988), "Dual-class recapitalizations as anti-takeover mechanisms the recent evidence", *Journal of Financial Economics*, 3, pp.305~360.
- La Porta, R., F Lopez-de-Silanes, A Shleifer and R W Vishny(1997), "Legal determinants of external finance", *Journal of Finance*, 52(3), pp.1131~1150.
- Levy, H.(1982), "Economic evaluation of voting power of common stock", *Journal of Finance*, 38, pp.79~93.
- McConnel, J. J. and H. Servaes(1990), "Additional evidence on equity ownership and corporate value", *Journal of Financial Economics*, 27, pp.595~612.
- Morck, R., A. Shleifer and R. Vishny(1988), "Management ownership and market valuation: An empirical analysis", *Journal of Financial Economics*, 20, pp.293~315.
- Morck, R., A. Shleifer and R.W. Vishny(1988), "Management Ownership and Market Valuation: an Empirical Analysis", *Journal of Financial Economics* 20, pp.157-202.
- OECD(1995), *Financial Market Trends*, No.62,. December.

- OECD(1995), Structural Changes in Financial Markets and Implications for Corporate Governance, DAFPE/CMF(95)24.
- OECD(1998), *Financial Market Trends*, No.69, February.
- OECD(1998), Corporate Governance and Corporate Performance, SG/CG(98)7
- OECD(1999), Draft OECD Principles of Corporate Governance, SG/CG(99)4
- Pound, J.(1988), "Proxy Contests and the Efficiency of Shareholder Oversight", *Journal of Financial Economics*, 20, pp.237~265.
- Prowse, S. D.(1992), "The structure of corporate ownership in Japan", *Journal of Finance*, 47(3), pp.1121~1140.
- Rydqvist, K.(1987), "Empirical investigation of the voting premium", Northwestern University, Working Paper No.35.
- Shleifer, a. and R. Vishny(1997), "A survey of corporate governance", *Journal of Finance*, 52(2), pp.737~783.
- Short, Helen and Kevin Keasey(1997), "Institutional Shareholders and Corporate Governance", in K. Keasey and M. Wright(eds), *Corporate Governance*, John Wiley & Sons.
- Thonet, P. J. and O. H. Poensgen(1979), "Managerial control of economic performance in West Germany", *Journal of Industrial Economics*, 28, 1. pp.23~37.
- Zingales, L.(1994), "The value of the voting right: a study of the Milan stock exchange", *Review of Financial Studies*, 7, pp.125~148.
- Zingales, L.(1995), "What determines the value of corporate votes?", *Quarterly Journal of Economics*, 110, pp.1075~1110.
- Zingales, L.(1997), "Corporate governance" in *The new Palgrave Dictionary of Economics and the Law*.