

資料論文 97-03

企業支配構造에 관한 OECD 논의와 韓國經濟에의 시사점

王允鍾 · 李晟鳳

對外經濟政策研究院

요 약

최근 기업활동의 범세계화가 확산되면서 국제적으로 기업의 사회적 책임을 확립하고 경영의 효율성을 제고하는 차원에서 건전한 기업지배구조 확립에 대한 사회적 요구가 증대하고 있다. 특히 기업활동의 국경이 사라지면서 각국은 타국의 기업지배구조의 투명성을 요구하기에 이르렀다. 또한 주요 선진국들의 기업지배구조는 상호 장점을 모방하는 형태로 수렴화 경향을 보이고 있다.

지금까지 학술적 차원에서 논의되어 온 기업지배구조에 대해 OECD, 국제회계사연맹(IFAC) 등 국제기구를 통해 기업지배구조의 조화, 가이드라인 제정의 필요성 제기 등 국제규범화가 추진될 전망이다. 특히 OECD는 1998년중 다자간투자협정(MAI)이 체결될 경우 기업지배구조의 국제규범화를 최대관심사로 표명하고 있다. 그러나 기업지배구조에 대한 국제적 논의가 활성화됨에도 불구하고 각국은 기업지배구조가 정책적인 측면에서 어떤 방향으로 전개되어야 할 것인지에 대해 입장차이를 보이고 있는 것 또한 사실이다.

소유와 경영의 미분리, 지배권의 집중, 선단식 경영 등 기업지배구조의 후진성을 벗어나지 못하고 있는 한국기업은 향후 IMF로부터 강도 높은 구조조정과 기업지배구조의 개선 압력을 받을 것으로 전망된다. 기업경영의 투명성 확보를 위해 연결재무제표의 작성이 의무화될 것이고 기업경영방식은 주주의 이익을 극대화하는 방향으로 개선될 것이다. 지배주주의 권리남용에 대한 행위규제가 강화되고, 상호지급보증의 철폐 등 대규모 기업집단의 무분별한 선단식 경영에 대한 대폭적인 구조조정 압력은 한국적 주주자본주의(shareholder capitalism) 정착의 계기가 될 것이다.

目 次

I. 企業支配構造의 論議 背景	5
1. 企業活動의 汎世界化와 企業支配構造의 收斂化	5
2. 企業支配構造의 國際的 論議 擴散	5
3. 韓國의 課題	6
II. 企業支配構造의 理論的 檢討	7
1. 企業支配構造의 概念	7
2. 企業支配構造의 決定要因	8
3. 企業支配構造의 類型	10
4. 企業支配構造의 經濟·經營學的 役割	11
III. 企業支配構造의 潮流	18
1. 資本主義의 高度化와 企業支配構造의 變遷	18
2. 關係投資(relational investment)의 重要性 浮刻	19
3. 借入資金에 의한 企業買受(LBO)의 부진	20
4. M&A 專門仲介機關에 의한 企業構造調整	22
5. 90年代 日本企業의 構造調整問題	24
IV. OECD의 論議 動向과 主要爭點	25
1. OECD의 論議 動向	25
2. OECD 論議의 主要 爭點 및 展望	42
V. OECD 主要國의 企業支配構造 比較	48
1. OECD 主要國의 企業支配構造 類型	48
2. OECD 主要國의 企業支配構造 比較	49
VI. 韓國經濟에의 示唆點 및 對應課題	51
1. 示唆點	51
2. 對應課題	52
〈참고문헌〉	58

表 目 次

〈表 1〉 企業支配構造의 決定要因	9
〈表 2〉 企業支配構造의 類型	10
〈表 3〉 美國의 事業分割 方式에 의한 M&A의 推移	15
〈表 4〉 美國 機關投資家의 企業株式所有 比重 變化	19
〈表 5〉 美國의 LBO 方式에 의한 M&A의 推移	21
〈表 6〉 M&A의 去來代金 決済方式別 比重	22
〈表 7〉 主要 M&A 仲介會社의 去來實績	23
〈表 8〉 OECD 主要國 上場企業의 株主構成	48
〈附表〉 OECD 主要國의 企業支配構造 比較	57

I. 企業支配構造의 論議 背景

1. 企業活動의 汎世界化와 企業支配構造의 收斂化

- 최근 기업활동의 범세계화가 확산되면서 국제적으로 기업의 사회적 책임을 확립하고 경영의 효율성을 제고하는 차원에서 건전한 기업지배구조 확립에 대한 사회적 요구가 증대하고 있음.
- 특히 다국적기업 활동의 증대 등 기업활동의 국경이 사라지면서 각국은 타국의 기업지배구조의 투명성을 요구하기에 이룸.
- 최근 주요 선진국들의 기업지배구조는 기업활동의 범세계화에 따라 상호 장점을 모방하는 형태로 수렴화 경향을 보이고 있음.
- 어떤 기업지배구조도 최적일 수 없다는 역사적 경험에 의해 타국기업의 지배구조의 장점을 도입함으로써 경영효율성을 제고하고자 함.

2. 企業支配構造의 國際的 論議 擴散

- 지금까지 학술적 차원에서 논의되어 온 기업지배구조가 OECD, 국제회계사연맹(IFAC) 등 국제기구를 통해 기업지배구조의 조화, Guideline 제정의 필요성 제기 등 국제규범화가 추진될 전망이다.
- 특히 OECD는 1998년중 다자간투자협정(MAI)이 체결될 경우 기업지배구조의 국제규범화를 최대관심사로 표명.
- 기업지배구조에 대한 국제적 논의가 활성화됨에도 불구하고 각국은 기업지배구조가 정책적인 측면에서 어떤 방향으로 전개되어야 할 것인지에 대해 뚜렷한 입장차이를 보이고 있음.

- 미국과 영국은 자국기업의 해외투자시 경영권 행사 등에 제약이 없도록 OECD Guideline 또는 국제규범을 제정하고 각국은 이를 준수해야 한다는 입장을 보이고 있음.
- 독일, 프랑스 등 유럽국가들은 자국기업의 경쟁력과 경영효율성을 제고하는 방향으로 기업지배구조가 개선되어야 한다는 필요성에는 동감하고 있으나, 국제규범화는 시기상조라는 입장임. 다만 EU 경제통합 이후 유럽국가간 회사법의 통일이 가속화됨에 따라 EU 국가간 기업지배구조는 수렴화 경향을 보이고 있음.
- 일본은 OECD Guideline 제정에 반대하면서, 기업지배구조의 낙후성을 극복하기 위해 공시제도·감사권 등을 강화하는 방향으로 제도개선을 모색중임.

3. 韓國의 課題

- 소유와 경영의 미분리, 지배권의 집중, 선단식 경영 등 기업지배구조의 후진성을 벗어나지 못하고 있는 한국은 국제적 논의에 적극적으로 참여하여 기업지배구조를 개선하고 기업경쟁력을 강화하는 계기로 삼아야 할 것임.
- 특히 선진국의 경험을 참고하여 경영의 투명성 제고, 경영자의 충실의무 강화, 지배대주주의 지배권 남용방지, 채권자의 경영견제권 강화, 시장기능을 통한 경영감시 강화, M&A의 활성화 등을 통해 기업지배구조의 선진화를 도모해야 할 것임.

Ⅱ. 企業支配構造의 理論的 檢討

1. 企業支配構造의 概念

가. 企業支配構造의 定義

- 기업지배구조(corporate governance structure)란 기업경영을 책임지는 경영진의 선임과 경영진의 의사결정과정을 통제하는 체제를 지칭함.
- 광의의 개념으로는 기업경영에 있어서 주주, 경영진, 채권자, 근로자 등 다양한 이해집단간의 이해관계 및 지배권을 조정하고 규율하는 제도적 장치와 그 운영메커니즘을 의미함.
- 협의의 개념으로는 기업경영에 대한 통솔체제와 경영진에 대한 인센티브를 결정짓는 기업통제권(corporate control)의 구조를 의미함.
- 특히 주식소유가 분산된 기업의 경우 누가 실질적으로 기업을 지배하고 있으며, 대주주, 소액주주, 경영진, 채권자, 노조 등 이해집단간의 이익을 어떻게 조화할 것인가는 기업지배구조의 형태에 크게 의존함.
- 소유와 경영이 미분화된 기업의 경우 기업지배구조는 크게 문제시되지 않음. 예를 들면 개인기업의 경우 무한책임을 지닌 소유주가 기업을 지배하게 됨.
- 따라서 기업지배구조는 각국의 자본주의 발전단계, 기업문화의 전통 등 역사성을 반영함. 선진국내에서도 미국, 일본, 독일 등 상이한 기업지배구조가 존재함.

나. 企業構造의 3大 構成要素

- 기업은 주식의 분포상황에 따라 결정되는 소유구조, 부가가치 생산활

동을 원활하게 유지하기 위한 조직 및 인사의 체계인 경영구조, 기업 운영을 책임질 경영진의 선임과 주주의 이익이 반영되도록 경영진의 의사결정을 통제하는 체제인 지배구조로 형성됨.

- 기업의 소유구조의 특성은 지배구조의 형태를 결정짓고, 지배구조에 의해 선임된 경영진들은 생산활동의 체계인 경영구조를 결정하며, 경영구조의 결과인 경영성과는 다시 주주의 이해와 경영자의 선임에 영향을 미침.
- 이와 같이 기업구조를 형성하는 3개 구성요소는 상호 유기적으로 연관되어 있으며, 자본주의가 고도화됨에 따라 기업의 소유와 경영이 더욱 분리되는 경향이 있음. 이에 따라 기업을 실제로 운영하는 경영진과 기업의 소유자 사이에 서로의 목표가 상이하고, 정보를 비대칭적으로 보유함으로써 파생되는 대리인 문제(agency problem)의 해결을 위해 효율적인 경영감독기능을 담당하는 지배구조가 중요해짐.

2. 企業支配構造의 決定要因

가. 企業支配構造의 區分

—정형화된 기업지배구조는 존재하지 않으며, 통제기구의 특징에 따라 내부지배구조와 외부지배구조로 구분됨.

- 내부지배구조는 기업내부에서 경영을 감시하는 체제로서, 전통적으로 경영자의 행위를 감시하는 기업내부조직인 이사회, 최고경영자 및 이사회가 행한 경영활동에 대해 사후적인 감사를 실행하는 감사회, 그리고 경영자가 설정한 목표와 결과를 비교하여 보상함으로써 주주의 이익을 증가시키려는 목적으로 실행되고 있는 경영자 보상제도를 통해 운용됨.
- 외부지배구조는 기업인수시장, 외부대주주(사외이사)에 의한 적극적인 감시 및 경영참여, 경영자시장, 상품시장, 채권자의 경영감시 등을 통해 운용됨.

나. 企業支配構造의 決定要因

—기업지배구조는 내부지배구조와 외부지배구조를 결정짓는 복합적인 제 요인에 의해 결정됨.

- 기업관련 각종 법규(회사법, 증권거래법), 금융기관의 자금운용에 관한 각종 규제(기관투자가의 주식투자한도, 보유주식의 의결권 행사제한 여부) 등에 의해 영향을 받음.
- 한편 기업의 소유구조(주식의 소유분산 정도), 기업의 의사결정구조 및 관행 등 경영구조(이사회의 구성 및 독립성 등), 기업의 자금조달방식 및 관행, M&A시장의 발달 정도, 기업의 사회적 책임의식 등 기업경영에 영향을 미치는 제도 및 관습에 의해 기업지배구조는 역사성을 반영함.

〈表 1〉 企業支配構造의 決定要因

구 분	통 제 장 치	내 용
외부지배구조	기업인수시장	소유구조의 변동을 통한 기존경영진의 교체
	기관투자가	관계투자
	최고경영자(CEO)시장	전문경영인의 평판
내부지배구조	이사회	경영이사회, 감독이사회
	주주총회	주주의 권리행사
	감사회	사후적 경영성과 감사
	경영자 보상제도	스톡옵션, 인센티브
	노조	종업원 지주제를 통한 경영참여
법규	회사법(상법)	회사의 구조결정
	증권거래법	상장회사의 소유구조에 영향
	공정거래법(경쟁정책)	M&A시장 형성에 영향
관습 및 기업문화	소유구조	주식의 소유분산 정도(가족경영)
	재무구조	기업의 자금조달방식(주식시장의 발달 정도)
	문화적 전통	적대적 M&A에 대한 부정적 인식
	기업윤리	기업의 사회적 책임의식

—기업지배구조를 결정함에 있어서 다양한 제요인 중 몇가지 요인이 중요하게 작용할 수 있음. 이에 따라 내부지배구조와 외부지배구조의 상대적인 중요성이 차이를 보이게 되며, 다양한 조합에 의해 국가별로 기업지배구조의 유형이 달라지게 됨.

- 외부지배구조로서 M&A시장의 역할이 중요한 미국형 지배구조, 기관투자가의 높은 소유지분에 기초한 감독이사회와 경영이사회로 이원화된 내부지배구조의 역할이 중요한 독일형 지배구조, 기업간 상호출자로 대표되는 법인자본주의를 바탕으로 계열사간의 상호견제와 감시가 중심이 되고 있는 일본형 지배구조 등 기업지배구조의 형태는 매우 다양함.

3. 企業支配構造의 類型

—기업지배구조의 유형은 자본참여를 통해 기업의 경영성과를 배분받는 주주들을 중심으로 지배권(주권)이 유통시장을 통해 빈번이 거래되는 개방형(shareholder capitalism)과 기업과 직접적인 이해관계를 맺고 있

〈表 2〉 企業支配構造의 類型

	개 방 형	폐쇄형
개념	철저한 정보공개, 공정한 감시기능 확립을 통해 다수의 소액주주 이익이 철저히 보장됨	기업과 직접적인 이해관계를 맺고 있는 대주주, 주요 채권자 및 거래처, 기관투자가 등 소수의 이익이 중요함
특징	자유로운 기업경영권 거래시장의 형성	기업의 신규진입 및 퇴출관련 규제가 많고 기업경영권 거래시장이 부재
이념	주주의 주권을 최대한 보장	기업은 관계투자자의 공동체로 인식
국가	미국·영국 등 영미계 국가	독일, 일본 등 대륙계 국가
수단	M&A시장 등 외부적 통제	기업내부의 조직에 의한 통제

는 대주주, 대형채권자, 주요거래처, 기관투자가 등 소수의 이해관계자를 중심으로 지배권을 행사하는 폐쇄형(stakeholder capitalism)으로 구분됨.

4. 企業支配構造의 經濟·經營學的 役割

가. 公開企業의 代理人 問題(agency problem)

—대부분의 자본주의 국가에서 발견되는 가장 보편적인 기업조직이 주식회사임. 주식회사는 많은 위험회피적 투자자들이 유한책임을 갖는 소유권의 분산을 통해 거대자본을 효율적으로 조달할 수 있는 방법임. 그러나 소유권이 집중되지 않은 공개기업의 경우 전문경영인이 자신의 이기적 목표를 추구하려는 성향을 방지하고 기업의 시장가치를 극대화하도록 하는 제도적 장치가 중요해짐.

- 대리인 문제는 주주의 정보부족 및 경영감시·감독에 따른 비용발생으로 완벽한 경영통제가 불가능한 상황에서 경영자의 직무태만을 방지하고 경영자가 주주의 이익을 극대화하도록 인센티브를 어떻게 부여할 것인가를 결정하는 문제임.

—대리인 문제는 조직내부의 메커니즘 또는 시장기구를 통해 부분적으로 통제될 수 있음.

- 조직내부의 메커니즘으로는 경영성과에 따른 경영자에 대한 보수지급(보너스 및 스톡옵션 등)과 이사회에 의한 경영자의 교체 가능성 등이 있음.¹⁾

1) 경영자의 지분소유비율이 높아질수록 대리인문제는 줄어드는 경향이 있음. 따라서 당기의 순이익을 보너스의 형태로 배분받는 방식보다는 미래의 기업가치가 증식될 경우 주식배당을 통해 기업의 경영성과를 배분받는 스톡옵션제도가 경영자의 보수지급방식으로서 대리인문제의 해결에 있어서 효과적일 수 있음.

- 전문경영인의 노동시장이 형성될 경우 경영자는 자신에 대한 평판(reputation)이 자신의 보수를 결정한다는 점에서 행동의 제약을 받음.
- 한편 M&A시장의 발달은 최종적인 외부통제기구로서 기존 경영진과 이사회를 우회하여 인수대상기업의 의사결정권을 장악함으로써 새로운 경영진과 이사회는 주주의 이익에 봉사함.

나. 企業統制權 市場으로서의 M&A의 役割

- 비효율적인 경영으로 인하여 경영성파가 미흡한 경영진에 대한 적대적 인수의 가능성은 묵시적 위협으로 작용함.
- 매수대상 기업이 보유한 자산의 잠재적 시장가치가 경영의 비효율성으로 말미암아 주식시장에서 저평가될 경우 매수자는 투자비용 이상의 자산을 획득할 수 있기 때문에 경영권을 획득하고자 함.
- 월街的 원칙(Wall street rule)에 따르면 대량으로 주식을 거래하는 기관 투자자가 특정 주식을 매입하면 당해 기업 경영자의 능력을 인정하는 신호이며 반대로 주식을 매각하면 경영자의 능력과 실적을 신뢰하지 않는다는 신호임.
- 일반적으로 주식시장이 효율적이라는 가정하에서 M&A를 통한 arbitrage는 불가능함. 기업인수시 주가가 상승하는 이유는 능력있는 경영진을 가진 기업이 그렇지 못한 기업을 매수하여 경영하게 됨으로써 피매수기업의 경영효율성이 제고되기 때문임.
- 특히 2개 기업이 결합할 경우 규모의 경제, 범위의 경제 등 기업의 비용을 절감하고 효율성을 제고하는 효과가 발생함으로써 개별기업이 보유한 자산 가치 이상의 가치를 창출하는 시너지효과(synergy effect)가 나타날 수 있음.
- 일본기업의 경우 계열기업간 상호출자는 적대적 M&A를 어렵게 만드는 요인으로 작용하고 있음.

- 또한 인수대상기업이 적대적 M&A에 대한 방어를 목적으로 황금낙하산(golden parachute), 백기사(white knight), 그린메일(greenmail) 등에 지나치게 의존할 경우 오히려 기업의 경영난이 가중될 가능성도 있음.²⁾
- 미국의 경우에도 80년대 적대적 M&A의 부정적인 측면이 강조되면서 주정부 차원에서 적대적 M&A를 어렵게 하는 법제가 마련되기도 하였음.³⁾
- M&A의 역기능을 지나치게 강조할 경우 기업통제권 시장으로서의 M&A의 긍정적 측면에 반감될 수 있다는 점에서 정부는 투명하고 공정한 절차를 제도화하고 민간의 자율적이고 시장원리에 기초한 M&A의 관행이 정착될 수 있도록 해야 함.

2) 황금낙하산(Golden Parachute)이란 기존 경영진이 적대적 기업인수로 인한 강제퇴직에 대비하여 이에 대한 충분한 보상을 하도록 협약을 사전에 맺어두는 것을 말함. 일반적으로 거액의 퇴직금 지급, 일정기간 동안의 급여지급, 주식매입 청구권의 부여, 보너스 지급 등을 의무화시켜 놓음. 황금낙하산 협약이 맺어진 경우 인수자는 기존 경영진에게 지급해야 하는 보상으로 인하여 추가적인 금전적 부담을 지니게 되므로 적대적 기업인수를 방어하는 수단이 되지만, 무능한 경영진의 경영권 방어를 돕는 수단으로 악용될 가능성도 있음. 백기사(White Knight)란 적대적 기업인수의 목표가 된 기업이 모든 방어수단을 동원하여도 공격이 차단될 수 없는 경우에 우호적인 기업에게 경영권을 넘기거나 경영권 방어에 협조하도록 도움을 청하게 되는데 이 때 등장하는 우호적 기업을 지칭함. 그린메일(Greenmail)이란 잠재적인 기업인수자들이 목표대상 기업의 주식을 사전에 매입한 후 회사측에 기업인수 의사를 통보하여 프리미엄을 받고 주식을 되파는 과정에서 발생하는 주식매매 차익을 일컫는 용어임. 기업사냥꾼들이 주로 사용하는 방법의 하나로 매수제외에 응하지 않을 경우 공개매수를 통해 직접 기업인수를 강행하기도 함.

3) 이는 상장회사의 주식은 전국적으로 분포되어 있는 반면에 기업은 특정주에 위치하고 있기 때문에 다수의 소액주주의 이익에 반하여 기존 경영층은 주정부를 상대로 한 로비를 통해 적대적 M&A를 어렵게 하는 회사법의 개정을 도모하였음.

다. 企業財務構造와 企業支配構造

- 기업의 주가가 높으면 기업은 증자를 통해 손쉽게 자금을 조달하여 사업을 확장하기가 용이해지며, 채권자로부터의 간섭이 줄어들어 따라 경영자의 재량권이 확대됨.
- 기업의 재무구조는 주식시장의 발달정도에 크게 의존함. 자기자본의 직접조달 창구로서 주식시장의 발달은 기업의 재무구조를 개선하는 효과를 지님.
- 한편 주식시장의 발달은 상장기업 수의 증가, 주식의 분산화 등을 통해 기업의 외부지배구조의 기능을 강화하는 결과를 초래함.
- 차입금융(debt-financing) 의존하는 기업은 재무구조가 취약할 뿐만 아니라, 기업의 외부지배구조가 순기능을 발휘하기 어려움.
- 독일, 일본의 경우 채권자가 단순히 이자를 받는 데 그치지 않고, 경영감독기능을 발휘하기도 함. 이는 재무구조가 취약한 만큼 투자자금의 회수를 위해서는 신중한 투자와 경영의 합리화가 필요하기 때문임.
- M&A시장의 활성화는 부실기업의 정리를 통해 기업의 재무구조를 건실화하는 효과를 지님.
- 특히 미국기업의 경쟁력 회복 경험에서 배울 수 있듯이 불필요한 사업부문을 과감히 매각하는 구조조정(restructuring)의 특성을 지닌 逆 M&A는 기업의 재무구조 및 체질을 개선하는 효과를 지님.
- 위험분산목적에서 비롯된 기업의 다각화가 경영의 비효율성을 증폭시켜 계열기업의 총체적 부실화를 가져오는 경우가 비일비재함.⁴⁾ 미국의

4) 우리나라의 경우에서도 진로의 유통업진출, 한보의 철강산업진출, 기아의 특수강, 건설업진출 등은 주력산업의 부실화를 초래한 대표적인 사례라고 할 수 있음. 또한 삼성의 자동차제조업진출도 유사한 위험성이 있는 것으로 지적되고 있음. 그러나 산업구조의 재편에 따라 정보·통신업 등 유망업종에 신규로 진입하는 대신에 기존의 주력업종을 축소하는 경우는 기업환경의 변화에 따른 능동적 대응으로 평가할 수 있음.

경우 1980년대 이후 이러한 문제점을 해소하기 위해서 사업분할(divestitures) 등을 통해 만성적인 적자를 보이는 한계기업을 정리하고, 자산교환(asset swap) 등을 통해 타기업과 공동으로 기업의 업종전문화를 도모하기도 함.⁵⁾

〈表 3〉 美國의 事業分割 方式에 의한 M&A의 推移

(단위: 억달러, %)

	81~83	84~89	90	91	92	93	94	95	96
금 액	135 (23.3)	751 (34.6)	850 (41.1)	534 (37.3)	536 (42.6)	774 (43.7)	1,023 (37.0)	1,398 (37.3)	1,817 (33.0)
전 수	572 (40.3)	1,112 (43.5)	1,945 (45.1)	1,804 (50.4)	1,712 (45.6)	1,916 (46.2)	2,029 (40.9)	2,377 (38.3)	2,503 (36.7)

주: ()는 전체 M&A에서 사업분할 방식의 M&A가 차지하는 비중임.

자료: Mergers and Acquisitions, 각호.

라. 自由現金흐름(free cash flow)과 企業支配構造

— 경영자들이 주주의 이익보다는 자신이 통제할 수 있는 경영자원을 증대시키기 위해 기업규모의 극대화를 추구할 경우 기업의 이윤을 배당금의 형태로 주주에게 환원하지 않고 사내유보를 통해 기업규모를 확대하거나 기업경영을 다각화하는 데 사용할 수 있음.

- 이러한 기업경영방식은 풍부한 현금흐름 또는 초과이윤의 발생으로 잉여현금을 보유하게 된 경우에 흔히 발견됨.
- 자유현금흐름가설에 의하면 자유현금흐름의 처분(배당금 對 사내유보 또는 재투자)을 둘러싸고 주주와 경영자간에 마찰이 발생할 경우 기업

5) 자산교환방식에 의한 기업간 업종전문화는 삼성전자와 LG전자의 경우 삼성이 반도체 사업에 LG가 가전제품에 주력하는 방식으로 각각 설비, 기술, 영업권 등을 상호 양도하는 방식에 의해 가능할 수 있음. 그러나 이러한 자산교환방식에 의한 구조조정이 가능하기 위해서는 자산에 대한 시장의 가치평가가 엄밀해야 한다는 점에서 아직까지 한국에서는 가능성이 매우 희박함.

인수시장이 주주의 이익을 보호하는 수단으로서 기능하게 됨.

- 경영자가 기업의 현재가치를 극대화하기 위해 이윤을 배당화하지 않고 재투자하는 경우에는 일반적으로 주주와 경영자간에 마찰이 크게 문제 시되지 않음.
- 그러나 무분별한 사업확장 또는 다각화의 동기에 의해 비효율적인 투자를 감행할 경우 주주에게 오히려 손실을 입힐 수 있음.
- 지배대주주가 경영권을 장악한 우리나라의 상장기업에서도 상당한 자유현금흐름이 발생한 경우 이를 주주에게 환원하기 보다는 비관련사업의 다각화에 사용하기도 함. 이러한 지배대주주의 권한 남용을 적절히 통제할 수 있는 기업지배구조의 확립이 필요함.
- 또한 계열그룹의 경우 흑자기업에서 발생한 자유현금흐름을 부실화된 계열기업에 출자 또는 대출하는 부당한 내부자거래를 통해 투자의 효율성을 저하시키는 경우도 발생함.
- 개별기업에 비해 계열그룹에 대한 적절한 경영감시가 가능하기 위해서는 계열그룹내부의 자회사 및 관계회사를 포함한 결합재무제표가 공표되고, 공시제도의 강화 등을 통해 일반투자자에게 정보가 공유되도록 함으로써 정보독점에 따른 폐해를 최소화해야 함.⁶⁾

마. 專門經營人 市場의 制裁機能

- 전통적으로 기업에 대한 최종적 책임은 주주에게 있으나 주식회사제도 하에서 분산된 유한책임은 주주들의 위험부담을 줄여줌. 또한 상장기업의 경우 낮은 거래비용으로 주권의 양도 및 매매가 가능하기 때문에

6) 우리나라의 경우 대규모 기업집단의 계열사 전체에 대한 결합재무제표의 도입이 기업 경영의 투명성을 제고시키는 효과를 지님에도 불구하고, 기업집단 계열사간 내부자거래, 당기순이익의 이전을 통한 조세회피, 상호지급보증을 통한 불공정한 대출관행 등 기업회계에 관련한 정보의 공개에 대해 업계는 강하게 반발하고 있음.

소액주주는 대주주나 기관투자가에 비해 배당이익보다는 주가변동의 차익을 목적으로 한 단기투자에 치중하는 경향이 있음.

- 인적자본의 형태로 기업에 몸담고 있는 전문경영인은 인적자본의 수익률이 기업경영성과에 의존한다는 측면에서 인적자본가치를 높이고자 노력함.
- 미국과 같이 전문경영인 노동시장이 활성화되어 있는 경우 이직에 따른 몸값 올리기를 위해 자신의 능력에 대한 평판을 제고시키려는 노력을 경주함.

—전문경영인 체제가 확립되기 위해서는 이와 같은 전문경영인 노동시장이 마련되어야 하며 전문경영자 노동시장에서 전문경영인의 인적자본에 대한 시장가치가 평가되어야 할 것임.

- 우리나라의 경우 전문경영인 노동시장이 본격화되지 못하였으나, 기업 내부조직에서 승진제도를 통해 부분적으로 보완적인 기능을 담당하였음.
- 그러나 최고경영자의 임명은 지배대주주의 영향력이 크게 작용하고 있으며, 정실인사에 치우치는 사례도 흔히 발견됨.

Ⅲ. 企業支配構造의 潮流

1. 資本主義의 高度化와 企業支配構造의 變遷

- 자본주의의 고도화에 따라 주식소유의 분산화가 촉진되면서 일반주주들은 정보의 부족, 주주총회 참석에 소요되는 시간적 제약 등으로 인하여 경영에 대한 관심과 통제력이 부족하게 됨.
- 투자자로서 일반주주들의 관심사는 보다 큰 배당이익과 주가상승에 따른 자본이득에 관심이 있으며, 거래시장을 통한 주식매매가 주가에 반영됨으로써 간접적으로 일반주주의 기업경영감시기능이 발휘됨.
- 통상적인 기업의 임원선임과 의사결정은 경영진 또는 지배대주주에 집중되며, 이에 따라 실질적인 경영통제 메카니즘이 부재하게 됨. 특히 경영자는 주주의결권 위임권유(proxy solicitation)를 통해 주주총회에서 이사선임을 좌우함으로써 실질적으로 이사회를 지배하는 경향이 있음.
- 이와 같은 경영통제수단의 약화를 방지하기 위해 미국에서 60~70년대에 주주의결권 확대, 주주제안권 및 정보청구권 강화, 주주의 이사추천기능 강화, 집단소송권의 요건 완화 등 일반주주의 권한을 강화하는 제도가 확산됨.
- 특히 이사회를 기업경영에 관련된 의사결정기관이 아닌 감독기관으로 재정립하기 위하여 이사회의 과반수를 現경영진과 특수한 관계에 있지 않은 이사로 임명, 이사회내에 사외이사제를 도입, 경영판단에 대한 사법심사배제원칙을 완화, 이사에 대한 책임추궁이 용이하도록 주주의 집단소송요건을 완화하는 등의 제도가 확산됨.
- 또한 대기업의 사회적 영향력 확대로 인하여 대기업의 공익성이 강조됨에 따라 기업의 다양한 이해관계자 대표 또는 공익대표 등이 이사로 선임되어야 한다는 주장도 제기됨.⁷⁾

- 80년대 들어 선진국 대기업이 저조한 경영성과를 보임에 따라 기업 지배구조에 대한 논의는 '기업경영의 효율성 제고'를 목적으로 한 기업 지배구조의 변화에 초점이 맞추어짐.
- 특히 일본과 독일에 비해 미국의 기업경쟁력이 취약한 원인을 규명하는 과정에서 미국·일본·독일의 기업지배구조에 관한 비교연구가 활발하게 진행됨.

2. 關係投資(relational investment)의 重要性 浮刻

- 80년대에 불어닥친 M&A의 열풍에 따라 주식시장은 기업사냥꾼이 활개를 치는 투기장이 되었고, 적대적 인수 위협에 시달리는 기업의 경영자는 장기적인 안목의 경영전략을 수립하지 못하고 단기적인 관점에서 경영성과를 올리는데 집착함에 따라 미국기업의 경쟁력이 약화되었다는 비판의 목소리가 높아짐.
- 이에 따라 M&A시장의 역기능을 해소하기 위한 제도개편과 함께 과거 법적 규제에 의하여 기업의 이사회에 거의 참여하지 않던 기관투자가들이 기업의 경영전략을 논의하고 기업경영에 대한 감독기능을 수행함과 동시에 정보제공과 안정적인 자금공급원으로 기능함으로써 상호이익을 증진시키는 관계투자를 통한 기업경영참여가 강화됨.
- 특히 미국의 경우 연금기금(pension fund)은 뉴욕증시의 상장주식 중

〈表 4〉 美國 機關投資家の 企業株式所有 比重 變化

(단위: %)

	1950	1980	1990	1993
기관투자자의 지분소유 비중	8	33	45	46

- 7) 동 주장은 기업의 사회성, 공공성, 정치성을 지나치게 강조함에 따라 실천적인 프로그램으로 발전하지 못하였음.

32%를 보유한 중요한 기관투자가임. 기업의 장기적 주식가치 극대화에 가장 관심을 지닌 중립적 주주(neutral shareholder)라는 점에서 기업 지배권의 내부적 감시자로서 이들의 역할이 증대되어야 한다는 주장이 제기되기도 함.

- 관계투자의 중요성이 부각된 이유는 M&A시장과 같이 기업의 경영성과에 대한 사후적인 감시기능 뿐만 아니라, 투자은행, 벤처캐피탈, 일반 상업은행 등 관계투자자들이 기업의 투자계획에 대한 타당성, 기업의 경영능력 및 기업의 재정상태 등을 사전적으로 조사하고 선별함으로써 대출을 집행하는 사전적 감시기능을 발휘하기 때문임.
- 투자은행은 기업의 회사채 또는 주식발행업무를 대행하면서 기업의 재정상태, 신규사업계획의 타당성 등을 조사함.
- 벤처캐피탈은 유망기술과 잠재성을 지닌 신생기업의 주식 또는 전환사채 등을 인수하는 과정에서 기업에 대한 사전적 감시업무를 담당함.⁸⁾
- 일반 상업은행은 주로 중소기업을 대상으로 사전적 감시기능을 담당함.

3. 借入資金에 의한 企業買受(LBO)의 부진

- 80년대 중반 이후 크게 증가하였던 ‘차입자금에 의한 기업매수’(LBO: leveraged buyouts)는 90년대 들어 부동산 관련 대출 부실화 등으로 재무구조가 악화된 미국 은행들이 LBO 관련 대출에 신중을 기함에 따라 부진하게 됨.

8) 미국을 제외한 대부분의 국가에서 벤처캐피탈은 발달하지 못했음. 독일 등은 미국경제의 활성화에 기여한 벤처캐피탈을 자국에 적극 도입하기 위해 노력 중임. 미국의 벤처캐피탈은 위험이 높은 벤처회사에 단순한 대출자라기 보다는 경영진의 임명, 보수체계의 결정, 사업계획의 시행 등 경영에 직접참여하는 ‘limited partnership’을 지님. 수익이 실현되는 단계에 접어들면 자신의 보유지분을 매각함으로써 투자수익을 챙기고 더 이상 지배권을 행사하지 않게 됨.

- 80년대 M&A의 주요 재원조달방법으로서 junk bond의 발행 등 debt-financing이 인기가 있었으나, 90년대 들어서는 주식시장의 안정적인 상승세에 힘입어 주식발행 결제방식에 의한 equity-financing이 즐겨 사용됨.
- 89년 LBO가 전체 M&A에서 차지하는 비중이 23.8%에 이르렀으나, 95년 1.7%, 96년 3.1%로 크게 감소하였음.

〈表 5〉 美國의 LBO 방식에 의한 M&A의推移

(단위: 억달러, %)

	87	88	89	90	91	92	93	94	95	96
금 액	470 (22.3)	661 (22.7)	774 (23.8)	174 (8.6)	69 (4.8)	77 (6.1)	90 (5.1)	81 (2.9)	64 (1.7)	169 (3.1)
건 수	213 (8.5)	304 (10.1)	293 (7.7)	178 (4.1)	157 (4.4)	202 (5.4)	146 (3.5)	152 (3.1)	159 (2.6)	145 (2.1)

주: ()는 전체 M&A에 대한 비중.

자료: Mergers and Acquisitions, 각호.

- LBO 방식에 의한 M&A는 위험이 높은 부실기업에 대한 투자라는 점에서 벤처캐피탈과 유사한 점이 많음.
- 주로 상장기업을 대상으로 하며, 피인수기업을 담보로 기업인수를 위한 차입자금을 조달함. 기업인수후 통상적으로 50% 이상의 지분을 보유한 LBO partnership, 20% 이상의 지분을 보유한 경영자, 그리고 기타 지분을 보유한 이사로 주식이 분산됨으로써 탈상장화함.
- 기업인수후 보유자산이 매수가격보다 높은 시장가치를 지닌 경우에는 자산을 매각함으로써 채무를 청산하고 이득을 챙기는 극단적인 경우도 있으며, 경영을 정상화한 후 자신의 주식을 높은 가격에 매각함으로써 투자수익을 챙기고 벤처캐피탈과 마찬가지로 LBO-partnership을 포기하는 경우가 있음.

-M&A의 결제방식은 대부분의 경우 매수자가 차입 또는 자신의 자산 등

을 매각하여 조달한 현금으로 결제하지만, 최근에는 주식발행을 통한 결제방식의 비중이 증가하고 있음.

- 91년 주식발행을 통한 결제방식의 비중이 4.2%에 불과하였으나, 96년 22.3%에 이룸.

〈表 6〉 M&A의 去來代金 決濟方式別 比重

(단위: %)

	1991	1992	1993	1994	1995	1996
현 금	64.3	56.4	68.1	67.0	41.5	45.8
주 식	4.2	6.3	17.7	19.2	23.4	22.3
현금 및 주식	17.3	18.8	10.2	10.4	34.1	31.5
기 타	14.2	18.5	4.0	3.4	1.0	0.4

자료: Mergers and Acquisitions, 각호.

4. M&A 專門仲介機關에 의한 企業構造調整

— 미국의 경우 투자은행(investment bank)을 중심으로 M&A 중개기관이 일찍부터 발달하였으며, 특히 기업경영평가기법을 개발하여 각종 M&A 관련서비스를 제공하고 있음.

- 기업들은 동 기관을 통해 자사의 성장전략에 맞는 기업을 매수하거나 수익성이 낮은 사업부문 등을 매각할 수 있음.

— M&A 중개기관들은 매수대상회사의 선정 및 분석, 매수가격 교섭, 계약체결 등 M&A의 전단계에 걸쳐 각종 서비스를 제공할 뿐만 아니라 M&A가 완료된 이후에도 피인수기업의 경영정상화를 위한 사후관리 업무를 담당함.

- 이와 같이 M&A 중개기관들은 M&A시장의 형성과 M&A가 원활하게 성사될 수 있도록 지원하는 역할을 담당함으로써 산업 및 기업의 구조 조정에 크게 기여하고 있음.

- 미국에서 이와 같은 M&A 중개기관이 활성화된 배경은 다음과 같음.
- 미국기업들이 일상적인 금융문제를 비롯하여 기업관련 상담을 투자은행을 비롯한 M&A 중개기관과 빈번히 갖고 있음.
 - 미국은 주마다 회사법을 비롯하여 법률체계가 상이하고 개별기업의 한정된 지식이나 경험만으로는 M&A에 대한 폭넓고 전문적인 지식을 얻을 수 없기 때문에 M&A 중개기관의 전문성이 필요하게 됨.
 - 공개기업의 수가 많고 주식분산이 잘되어 있으며, 한편 M&A를 제도적으로 보장하고 있기 때문에 어떤 회사도 M&A의 대상이 될 수 있다는 점에서 미국기업들은 경험이 풍부한 중개회사를 통해 M&A 또는 M&A 방어기법을 모색하고 있음.
- 96년 중 M&A 중개회사의 거래 현황을 살펴보면, 성사 및 발표된 거래금액기준으로 Merrill Lynch, Morgan Stanley, Goldman Sachs, Lazard 등의 順으로 이들 중개기관의 거래실적은 1,000억달러를 상회함.
- 한편 M&A 중개기관들은 거래금액의 평균 0.7% 정도를 중개수수료로 받고 있으며, 최근 M&A의 활성화에 따라 동 수수료 수입이 크게 증가하였음.
 - 96년 총 수수료 수입은 9.8억달러에 달하였음.

〈表 7〉 主要 M&A 仲介會社の 去來實績

(단위: 억달러, 건)

중개회사명	거래금액	거래건수
Merrill Lynch	1,924	193
Morgan Stanley	1,791	139
Goldman Sachs	1,179	175
Lazard	1,147	67
Salomon Brothers	796	96
Credit Suisse First Boston	702	82
J.P. Morgan	659	66
Lehman Brothers	631	103
Bear, Stearns	588	52
Donaldson, Lufkin & Jenrette	371	84

자료: Mergers and Acquisitions, 1997, 3~4월호.

5. 90年代 日本企業의 構造調整問題

- 80년대말 일본경제의 거품현상이 90년대초 일본경제의 장기침체로 이어짐에 따라 일본기업의 구조조정에 있어서 기업지배구조의 개선방안이 논의됨.
- 일본의 기업지배구조가 대외 여건변화에 대한 탄력적인 구조조정에 제약으로 작용한다는 비판이 제기됨. 특히 일본의 주거래은행제도와 계열기업간 상호주식보유 관행이 기업의 구조조정을 어렵게 하는 원인으로 지적됨.
- 이에 따라 일본 통산성 산업구조심의회 등에서 21세기를 대비한 기업 지배구조의 개혁 필요성이 지적되었으며, 99년까지 M&A시장 개선을 검토함.
- 95년 미국 Ford社에 의한 일본 마쓰다社의 인수는 일본이 90년대 초반 이후 장기불황을 경험하면서 일본기업의 구조조정에 있어서 자국기업간의 자구적인 노력만으로는 기업회생에 한계가 있음을 보여준 사례임.
- 그동안 경기침체가 장기화되면서 미래를 낙관할 수 없는 상당수의 일본기업들이 자발적으로 기업을 팔겠다는 의사를 보이고 있으며, 매수자의 국적에 대한 편견도 경제논리의 우위로 사실상 사라지고 있음.
- 또한 일본 정부는 외국기업 유치에 소극적인 자세를 바꾸어 외국기업이 일본경제의 구조조정 작업에 적극 참여할 수 있도록 국경간 M&A의 장애요인이 되는 각종 규제를 완화하기로 함.

IV. OECD의 論議 動向과 主要爭點

1. OECD의 論議 動向

- 94년 OECD 산업위원회(Industry Committee)의 최우선 과제였던 「産業의 諸般 與件(Framework Conditions for Industry)」에 관한 프로젝트의 일환으로 OECD내에서 企業支配構造에 관한 논의가 시작됨.
- 이후 95년 각료이사회의 요구로 다른 위원회에서도 기업지배구조에 관한 논의를 시작함.
- 산업위원회는 기업지배구조를 기업환경의 중요한 변수로 보고, 회원국 간 기업지배구조의 비교를 통해 주요 정책적 시사점을 찾아내는 데 논의의 중점이 있음.
- 금융시장위원회(Committee on Financial Markets)에서는 기업지배구조를 금융제도와 관련하여 논의했고, 민영화 네트워크(Privatization Network)에서는 국영기업의 민영화와 기업지배구조를 연계시켜 논의하고 있음.

가. 産業委員會

1) '産業의 諸般 與件' 研究와 企業支配構造

- 94년 3월 24~25일에 '산업의 제반 여건' 프로젝트의 수행방법과 추진 계획에 관한 회의가 있었고, 동 회의에서 기업지배구조에 관한 심층적 논의개시를 결정함.
- 새로운 글로벌 경쟁시대에서 각국 정부의 경제정책의 핵심은 기업을 둘러싼 산업환경요소들의 평가와 개선에 있고, 이들 다양한 요소들을 분석하고 그 경제적 영향을 평가해서 각 국가에 맞는 정책을 수립하는 것이 필요함.

- 특히 기업들이 세계적 글로벌 경쟁의 압력에 직면해 있고, 자본자유화를 통해 전세계의 자본은 산업활동에 가장 우호적인 조건을 제공하는 지역으로 신속하고도 쉽게 이동할 수 있기 때문에 ‘산업의 제반 여건’에 대해 비교론적 접근은 각국 정부의 기본적 임무가 됨.
- 산업위원회는 기업활동과 관련해 16개 환경요인(노동비용, 기술기반, 노동법규, 자본비용, 기업과세, 기업지배구조, 경영관행, R&D 시스템, 인프라구조, 환경보호, 정부행정, 표준화시스템, 지적재산보호, 제품시장구조, 거시경제여건, 기타 환경변수)을 설정하고, 이들의 각국별 현상 파악과 자료수집을 실시함.
- 동시에 실제적 정책조사 및 토론을 통해 정책시사점을 찾기 위한 실무적 차원의 프로젝트를 수행하기로 하고, 이들 16개 주제 중에서 여러 국가에서 현재 주요 정책안건으로 상정되어 있고, OECD 각 대표부의 주요 관심사항인 ‘기업지배구조’를 우선적으로 논의하기로 결정함. 향후 동 논의 결과를 검토한 후 다른 변수들과 관련 정책분야에서의 논의를 진행하기로 함.

—산업위원회의 기업지배구조에 관한 논의는 각국의 관련 전문가를 활용하기로 하고, 논의 방향은 기업의 구조조정, 성장, 경쟁능력의 관점에서 진행시키기로 결정함.

- 산업위원회에서 기업지배구조를 논의하게 된 것은 OECD 회원국에서 개별적으로 논의되고 있는 기업지배구조 관련 논의를 종합적으로 재검토한다는 측면에서 큰 의의가 있는 것으로 평가됨.

2) ‘企業支配構造와 經濟的 成果’

—‘산업의 제반 여건’ 프로젝트의 수행계획이 설정된 이후 95년 2월 23~24일에 ‘기업지배구조와 경제적 성과’라는 주제하에 기업지배구조 관련 OECD 최초의 회의가 열림.

—본 회의에서는 기업지배구조 및 금융시장구조가 기업의 경제적 성과에 미친 영향을 논의하였음. 핵심적인 쟁점사항들은 다음 네가지임.

- OECD 회원국에서 기업지배구조의 중요성이 증대되고 있으며, 특히 기업지배구조가 기업의 활동과 성과에 중대한 영향을 미치고 있음.
- OECD 회원국이 자국의 기업지배구조가 우수한 것인가에 대해 관심을 갖게 된 것은 생산 및 금융활동의 국제화가 증가된 것에 기인함.
- 기업지배구조의 관행 및 우수성은 각국의 법적 및 제도적 요인에 영향을 받음.
- 연금기금과 같은 새로운 기관투자가의 출현은 기업의 소유구조 및 지배구조 관행에 중대한 영향을 미칠 것임.

—본 회의는 4개의 주제로 나누어 진행됨.

- 주제 1 : 기업지배구조와 경제적 성과
- 주제 2 : 기관투자가의 증가추세와 경제적 성과
- 주제 3 : 은행과 산업간 관계와 경제적 성과
- 주제 4 : 연금기금과 자본형성

가) 企業支配構造와 經濟的 成果

—80년대까지 기업지배구조는 주로 법률가들이 주로 다루는 분야였으나, 최근 기업지배구조의 경제적 측면이 강조되어 기업지배구조가 생산 및 배분의 효율성과 어떠한 관련이 있는가 하는 점이 주로 논의됨.

—기업지배구조와 기업의 경제적 성과간의 인과관계는 자명한(self-evident) 것이 아님.

- 다만 기업의 지배구조에서 중요한 역할을 수행하는 기관들이 외부환경의 변화에 유연하게 대응하지 못하면 경제발전을 저해할 것이라는 측면에서 기업지배구조는 경제적 성과에 분명히 영향을 미침.
- 기업지배구조의 관행은 관련 법적, 제도적 틀이 정치적, 역사적 요인에

의해 형성되었고, 기업의 경제활동이 이 테두리내에서 이루어진다는 측면에서 기업지배구조는 경제적 성과에 영향을 미침.

-기업지배구조는 전반적으로 민간부문의 문제이지만 가장 효율적인 기업지배구조의 관행을 정착시키기 위해서 필요한 법적, 제도적 틀을 이해하고 설계하는 과제는 정책결정자에게 매우 중요한 것임.

-기업지배구조에 대한 각 국가의 관심이 증대된 원인 중 하나는 국제경제의 격화에 있음.

- 금융시장 및 생산의 국제화가 증대되면서 자본이동이 자유롭게 되었고 투자기회가 더욱 확대되었음.
- 이에 따라 기업지배구조의 국가간 차이가 드러나게 되고, 고의적이든 고의적이지 않은 기업지배구조의 관행이 직접투자를 유도하는지 아니면 저해하는지에 대한 고려를 하게됨.

나) 機關投資家 增加趨勢와 經濟的 成果

-최근 많은 OECD 국가들에서 기관투자자의 지분소유 증가추세가 분명하게 나타남. 자금중개기능을 수행하는 기관투자자의 성격과 특성이 각 국가별로 다르기 때문에 기관투자자가 어느 정도의 지분을 소유하고 있는가는 국가별로 다름.

- 영국과 미국의 경우 연금기금과 투자신탁 등의 기관투자자가 주류를 형성하고 있는 반면, 독일 프랑스 등에서는 은행이나 보험회사가 주류를 이루고 있음.
- 이처럼 기관투자자의 구성형태상 차이는 의도적이든 비의도적이든 정책의 결과인 경우가 많고, 정치적 결정에 의해서 상당한 영향을 받음.

-각 국가별로 기관투자자의 형태가 어떠하든지 공통적인 사항으로 전통적인 개인투자자의 상대적 중요성이 감소되고 있음. 이러한 현상은 기업

지배구조에 중요한 결과를 가져올 것임.

—기관투자가의 주식보유가 증가하면서 기업지배구조에 많은 영향을 미침.

- 소유가 집중된 경우에는 기업경영에 대한 감시는 크게 문제되지 않았으나, 소유가 분산되면서 경영에 대한 감시는 점점 복잡해지고 있으며, 특히 소유분산이 기관투자의 지분소유의 증가와 함께 이루어지고 있어서 경영에 대한 감시 형태에 영향을 미침.
- 미국의 경우 기관투자가의 주식보유가 증가하면서 합리적 투자개념이 개발되었는데, 예를 들어 기관투자자들이 자신들의 책임 및 의도를 명백히 알리기 위해서 지배관련 지침을 공식적으로 선언하기도 함.
- 한편 연금기금과 같은 대규모 기관투자자는 적극적으로 주주의 권리를 행사함. 따라서 내부거래 및 재무정보의 공시와 관련된 현재의 규정들이 관계투자의 중요성이 강조되는 새로운 지배구조하에서 여전히 효율적인지 의문시됨.

다) 銀行과 産業間 關係와 經濟的 成果

—은행과 산업간 관계는 각 국가별로 상당히 차이를 보이고 있음. 은행과 산업간 관계가 기업지배구조와 경제적 성과에 대한 시사점과 관련해 두가지 질문이 제기될 수 있음.

- 은행이 기업지배구조와 관련해서 중요한 역할을 수행할 수 있는가?
- 어떠한 조건하에서 은행과 산업간 관계가 투자의 효율성을 이끌어 낼 수 있는가?

—기업지배와 관련된 활동에서 은행이 다른 기관들보다 보다 효과적이고, 높은 적합성을 지닐 수 있다는 의견이 제시됨.

- 이는 은행이 다양한 종류의 자금을 관리하고 다른 기관들과 제휴를 통해서 위험의 평가 및 분산에 대해 많은 경험을 갖게 되어 다른 기관들

이 가질 수 없는 경험과 정보를 갖고 있기 때문임.

- 그러나 이러한 장점은 은행중심적 시스템을 갖추고 있는 역사적 배경과 유니버설 बैं킹을 가능하게 하는 법적, 제도적 장치가 있어야 나타날 수 있음.

—미국은행의 기업지배 관련 역할을 평가할 때 위의 관점으로는 오류를 범할 가능성이 있음. 특히 미국은행들은 주식을 보유하지 않기 때문에 기업지배구조와 관련해 은행의 역할이 과소평가될 수 있음.

- 미국 투자은행들은 기업전략의 다양한 측면에서 자문활동을 수행함으로써 기업지배구조에서 중요한 역할을 담당하고 있음.
- 은행업무에 지분소유를 추가함으로써 은행이 자문역을 넘어서서 수탁자로서의 능력을 결합시키는 것은 현재 미국의 법규상 불가능함.⁹⁾

—투자주식 보유자와 채권자로서의 은행이 이중적 역할을 수행할 때는 반드시 갈등이 야기됨. 주식보유자로서의 이해관계와 채권자로서의 이해관계는 분명히 다르기 때문에 각 이슈는 구분해서 평가해야 함.

라) 年金基金과 資本形成

—연금기금은 노령화시대에 퇴직과 관련되는 것이기에 모든 사람들의 관심대상이며, 중요한 정치적 사안이 되고 있음. 또한 국내저축에서 연금기금이 차지하는 비중이 점점 증가하고 있어 연금기금의 거시경제적 영향도 증가하고 있음. 최근 OECD 국가들에서 연금기금의 중요성의 증대와 함께 연금기금이 기업지배구조에 미치는 영향이 주요 논의대상임.

9) 미국은 Glass-Steagall Act(1933년)에 의해 상업은행의 주식보유가 금지되고 있음. 현재 동 법령의 철폐가 논의되고 있으나, 당분간 가시화될 가능성은 희박함. 그러나 실질적으로 상업은행과 투자은행의 통합을 위해 은행지주회사가 두가지 형태의 은행을 소유할 수 있을 것으로 전망됨.

- 다수의 OECD 국가들에서 자본시장에서 기관투자자의 역할이 증대되면서 연금기금이 중요한 기관으로 등장하고 있음. 특히 미국과 영국의 경우 연금기금이 국내 자산의 상당 부분을 보유하고 있음.
- 미국에서 연금기금은 모든 미국내 자산의 20%, 모든 출자지분의 28%, 뉴욕증시거래의 32%를 차지하고 있음.
- 많은 OECD 국가들이 현재의 'pay-as-you-go' 방식의 연금체계를 개혁해서 기금요소 개념을 도입하려 하고 있음. 이러한 개혁은 산업부문에서 소유구조와 관련해 다음 2가지의 경로를 통해 영향을 미칠 것으로 예상됨.
- 연금기금 규제제도
- 연금기금의 기업지배 수행능력
- 연금기금의 자산운용을 감독하고 영향을 미치는 많은 규정들이 있는데, 이들 규정들이 기업지배구조와 직·간접으로 연결되어 있음.
- 미국의 종업원퇴직소득보장법(ERISA)의 적용과 기업지배구조와 관련해 미국 노동성이 해설서(interpretative bulletin)를 발행함.
- 동 해설서는 주로 대리의결권과 미국외 투자에 대해 서술하고 있는데, 그 내용은 연금기금의 관리자가 기업의 경영통제활동을 전개할 수 있다는 것임. 특히 그러한 활동이 주가를 증대시킬 수 있다면 연금기금 관리자가 기업지배관련 guideline을 발행할 수도 있음.
- 연금기금의 기업지배 수행능력과 관련해 긍정적인 측면이 부각되고 있음.
- 연금기금은 주식투자와 관련해 어떤 다른 부차적인 이해를 갖고 있지 않고, 장기적인 주가의 극대화에 집중되어 있음.
- 그러나 연금기금의 운용과 관련해 갈등이 발생할 수 있음. 예를 들어 현재 기금에 납부하는 사람과 이미 퇴직한 사람 사이에 기금운용에 갈등이 있을 수 있으며, 이익집단의 이해가 반영될 가능성도 있음.

마) ‘企業支配構造와 經濟的 成果’ 會議의 結論

—기업지배구조의 기본적 모델은 ‘Anglo-Saxon 자본주의’와 ‘Rhine 자본주의’로 구분될 수 있음.

—‘Anglo-Saxon 자본주의’가 미시경제적 관점에서는 보다 효율적인 것으로 입증됨. 그 이유로는 다음 세가지 사항이 지적됨.

- 이익극대화라는 목적의 분명성과 단순성
- 제도운영상의 투명성
- 개별화되고 단기적인 계약과의 합치성

—‘Rhine 자본주의’의 경우 여러 부분에서 ‘Anglo-Saxon 자본주의’의 기업지배구조의 관행처럼 조정될 필요가 있음.

- 그러나 미시적 수준에서 효율성을 개선하려는 경향은 거시경제적, 사회적 도전을 야기시킴. 대표적으로 노동인구에 대한 변화와 조정의 압력이 집중됨. 이러한 문제는 향후 OECD 각국에서 예상되는 문제인데, 이와 관련해서는 ‘Rhine 자본주의’의 협력적 관리 전통에서 많은 교훈을 얻을 수 있음.

3) 企業支配構造에 關한 業界代表 招請 세미나

—97년 6월 10~11일에 세계적인 기업지배구조 관련 전문가와 각국 업계대표 29명, 정부대표 30여명 등이 참석하여 기업지배구조와 투자자, 경영자 및 종업원 관계의 변화에 관한 업계대표 초청 세미나(High-level Business Colloquium)을 개최함.

—동 세미나에서는 효과적인 기업지배구조의 형성을 위해 다음 5개 주제별로 회의가 진행되었음.

- 주제 1 : 기업의 임무와 투자자의 역할

- 주제 2 : 이사회의 새로운 역할
- 주제 3 : 기업정보 관련 새로운 요구
- 주제 4 : 투자자와 기업간 새로운 계약관행
- 주제 5 : 자문가 그룹의 요약 및 토론

가) 企業의 任務와 投資者의 役割

- 국제경쟁이 치열해지면서 기업경영상 유연성이 필요해지고, 환경변화에 신속하게 대응하는 효율적 기업지배구조의 필요성이 증대함. 기업지배구조가 기업의 국제경쟁력 제고에 도움이 되지 않는다면 기업이 사회적 책임을 수행하는 것은 곤란해짐.
- 기관투자자의 역할이 증대되면서 장기적인 관점에서 투자가 이루어지고 있어 영미식 기업지배구조와 독일식 기업지배구조간 서로 수렴하는 경향이 있음.
- 독일의 경우 시장에 의한 경영감독 기능을 강화하기 위해 최근 2차례에 걸쳐 관련법을 개정하였으며, 98년에는 벤처기업의 육성을 위한 입법과 기업지배관련 각종 규제철폐를 추진할 계획임.
- 일본의 기업문화는 인적자원 지향적 특징을 갖고 있으며, 계열기업간 상호주식보유로 M&A가 원활이 이루어지지 않고 있음. 또한 최근 거품해소이후 발생하고 있는 금융스캔들은 기업지배구조가 미비하기 때문이며, 이를 개선하기 위해 처벌조항 및 공시제도의 강화를 검토함.

나) 理事會의 새로운 役割

- 미국에서는 이사회를 규제하는 사항이 없고 회사에서 자율적으로 결정하고 있으며, 이사회의 지침(Mission Statement)을 통해 회사의 구조조정을 성공한 경우도 있음(GM사).

- 영국에서는 Cadbury위원회에서 기업지배구조에 대해 다루었고, 사외이사가 책임감을 갖고 강력한 견제기능을 수행할 수 있도록 제도적 보완이 필요하다는 점이 지적되었음.
- 한편 영국 대표는 기업지배구조에 대한 각국의 접근방법이 상이한 상황에서 다국적기업 및 글로벌기업에 대해 단일규범의 적용을 검토할 필요가 있음을 밝힘.
- 프랑스에서는 회사법상 사장에게 권한이 집중되어 있어 자의적으로 이사를 선임하는 등 이사회역의 역할과 관련해 문제점이 상존함.
- 일본에서는 대기업의 경우 이사의 수가 너무 많아 이사회의 운영이 형식적이고 경영에 대한 견제기능을 제대로 수행하지 못함. 향후 독립적인 이사의 선임과 관련한 제도를 도입하거나, 감사기능의 강화, 스톡옵션제도의 도입 등이 필요함.

다) 企業情報 關聯 새로운 要求

- 주주의 권리행사가 활성화되면서 기업의 재무적 정보 등의 공시가 보다 자세한 형태로 널리 제공되어야 함. 특히 무형자산 등의 기업정보의 공시의 필요성이 높아지고 있으며, 자산평가의 정확성을 위해 시가기준에 의한 평가 등이 필요하고, 글로벌화를 반영하는 국제회계기준의 통일도 필요함.
- 일본 대표는 각종 금융스캔들을 사전에 방지하기 위해 기업회계의 세계규범화 및 공시절차의 간소화 등이 필요하며, 주주총회를 비디오로 촬영하여 널리 공급하는 등 각종 기업정보를 멀티미디어의 형태로 보급할 것을 제안함.

라) 投資者와 企業間 새로운 契約慣行

- 적극적으로 기업활동에 참여하는 투자자로 인한 이익을 무임승차하는 투자자가 많이 있었음. 미국 Exxon社는 주주선언문을 통해 주주들이 회사경영에 적극적인 관심을 보여 회사가 지속적인 성장을 할 수 있었음.
- 독일기업들의 대부분의 투자는 당기순이익을 위한 단기투자보다는 관계지향형 장기투자에 기초하고 있음.
- 투자자와 기업간 관계에 대한 지금까지의 논의가 주로 영미식 경영과 대기업에 초점이 맞추었는데, 중소기업의 기업지배구조의 특수성도 고려할 필요가 있음.
- OECD가 지배구조의 최선책을 설정하지는 못하더라도 최소한의 기준만이라도 정립하는 것이 필요하다는 견해가 피력됨.

마) 要約

- 기업지배구조와 관련해 각국의 다양성을 고려한 guideline이 필요함. 미국에서는 자기자본이익율(ROE), 주주가치를 중시하듯이 일본에서는 인적요인, 공동체를 강조하고 있기 때문에 기업지배구조는 각국의 특수성이 반영될 필요가 있음.
- 향후 기업지배구조 관련제도의 개선은 각국의 구조를 똑 같이 만드는 것보다는 관행의 일치에 초점을 맞추어야 한다는 의견(convergence of practice rather than structure)이 제시됨.
- 기업지배구조와 관련된 OECD의 행동은 시장기준을 최대한 살리기 위

해 자율적 행동기준(Voluntary Conduct Rule) 정도만 정하고 나머지는 시장기능에 맡겨야 한다는 점이 강조됨.

- 기업지배구조와 관련된 각국의 제도개선노력이 추진될 때 글로벌투자의 확대와 안정적인 투자관행이 정립될 수 있을 것임.

나. 金融市場委員會

- 95년 6월 19~21일에 '금융시장의 구조적 변화와 기업지배구조에 대한 시사점'이란 주제하에 OECD 금융시장위원회(Committee on Financial Markets)가 회의를 개최함. 동 회의에서는 기업지배구조를 금융제도의 주요 내용과 관련시켜 기업지배구조의 일반 경향인 개방형(outsider system)과 폐쇄형(insider system)에 대해 논의하고, 다음의 3가지 이슈를 다룸.

- 소수주주의 권리와 기관투자자의 역할
- 적대적 기업인수를 통한 기업지배권 시장
- 기업지배구조의 수렴

1) 少數株主의 權利와 機關投資家の 役割

- 은행을 중심으로 한 금융부문의 기관투자자들에 의한 위탁된 견제는 폐쇄형 기업지배구조의 주요 특징임.

- 여기서 은행은 '중립적인' 기업감독자로서 주주 및 넓은 의미의 이해관계자를 대변함.
- 독일의 경우 은행이 소수주주를 대변하고 있으며, 일본의 경우 개인주주의 이해보다는 공동의 일반적 이해를 대변함.

- 개방형 기업지배구조에서도 금융기관을 통한 견제는 기업지배구조의 중요한 측면이 되고 있음.

- 이들 기관투자가들이 향후 기업지배구조에서 수행할 역할은 어떤 형태의 기업지배구조에서도 주요 정책적 이슈로 등장할 것임.

— 70~80년대 기관투자가들이 등장하던 초기에는 주주의 권리를 행사하는 것에 관심이 부족했고, 이에 따라 무임승차의 문제가 심각했음.

- 몇몇 기관투자가들의 관여가 많아지면서 외부견제가 개선되어 왔음. 지난 10년동안 영국의 경우 기관투자가로 인해 과거 분산된株式이 집중되게 되었고, 집중은 주주활동을 증대시켜 보다 안정적 관계를 강화시킬 수 있었음.

— 기관투자가, 펀드매니저 및 기타 대주주는 경영자와 직접 개별적으로 정보를 제공받으려는 경향이 있음. 개방형 지배구조에서는 주주와 경영진간 직접적으로 의사소통하는 것을 내부거래행위로 보고 이를 억제하려고 하였으나, 현재에는 주주의 활동을 증대시킨다는 관점에서 상당히 유연성을 보이고 있음. 그러나 내부자거래의 규정과 관련해서는 두가지 견해가 상반되고 있음.

- 소수주주를 보호하기 위해 내부자거래 규정이 강화될 경우 지배주주의 경영감시 및 통제능력은 감소하게 됨. 즉 일본측은 강력한 내부자거래 규정하에서 기업지배구조가 어떻게 효율적일 수 있겠는가 하는 점을 강조함.
- 반면 영국의 경험으로는 내부자거래 규정이 투자자의 활동을 저해하거나 방해하지 않음.

— 주주로서 기관투자가의 중요성 증대가 갖는 시사점에 대해서는 복합적인 견해가 제기됨.

- 기관투자가가 과연 진정한 주주의 이익 대변자로서 기능할 수 있을 것인가?
- 기관투자가가 기업지배구조에서 적극적으로 참여할 것인가? 아니면 개별기업에 대한 지분을 전체 포트폴리오를 구성하는 금융자산의 일부로

볼 것인가의 여부는 불확실함.

2) 敵對的 M&A를 통한 企業支配權 市場

— 개방형 기업지배구조에서 적대적 M&A의 가능성은 경영진을 견제하기 위한 외부거래 모형(Arm's-length Model)에서 확실한 시장지향적 수단임.

- 미국 대표는 적대적 M&A가 많은 자금이 필요하고 성공 가능성, 인수 후 경영효율성 제고에 대한 불확실성 등 고려해야 할 사항이 많기 때문에 기업지배구조에 있어 최후의 수단에 불과하다고 지적함.¹⁰⁾
- 따라서 미국기업의 경영진 중 적대적 M&A를 통한 기업지배권 시장을 상당한 위협으로 생각하고 있는 사람은 그렇게 많지 않음.

— 적대적 M&A와 관련해 기관투자가 및 은행의 역할도 중요함.

- 기관투자가에게 지분이 집중되는 것이 기업인수를 원활하게 함. 이는 기업사냥꾼들이 기관투자자들과 직접 협상하기 때문임.
- 특히 투자은행이 기업인수에서 중요한 역할을 수행함. 이는 투자은행의 M&A 실행정도가 은행의 신용평가에 영향을 주기 때문임.

— 적대적 M&A에 따른 잠재적 사회비용을 간과해서는 않됨.

- 전통적으로 기업경영에서 암묵적 규칙들이 중요한 역할을 수행하는 기업문화에서 M&A는 근로자들에게 쉽게 큰 타격을 줌.
- 기업지배의 수단으로 M&A제도를 도입하거나 활성화하려는 국가들은 반드시 다른 이해관계자들의 보호와 관련된 법적 장치를 고려해야 함.

10) 우리나라의 경우 불필요할 정도로 적대적 M&A의 가능성을 기업경영의 불안정성을 가중시키는 위협요소로 인식하고 있음. 적대적 M&A가 가장 활발히 발생하는 미국에서도 공개매수에 의한 M&A는 96년 전체 M&A에서 차지하는 비중이 2.3%에 불과하였음.

3) 企業支配構造의 收斂

- 각국의 기업지배구조에는 많은 특수요소들이 있음. 특히 문화적 차이와 서로 다른 법제로 기업지배구조가 가까운 장래에 수렴할 가능성은 작음.
- 또한 기업정보의 제공과 관련해서도 자본시장구조의 차이에 따라 서로 다른 형태로 발전함.
 - 유럽대륙계 국가와 영미계 국가간 회계기준의 차이는 이해관계자의 요구와 차이를 반영함.
 - 특히 경영진으로부터 직접적으로 정보를 얻을 수 있는 대주주는 소수주주와 달리 구체적인 회계정보를 필요로 하지 않음.
- 국가별로 기업지배구조의 특별한 형태들이 지속되고 있지만, 기업지배구조가 수렴하는 몇몇 징후가 보임.
 - 금융시장의 구조변화에 따라 국내외 자본시장을 통해 자금을 직접 조달할 수 있는 가능성이 많아지면서 자본시장을 통한 자금중개를 원활히 하는 방향으로 기업지배구조가 어느 정도 수렴해가고 있음.
 - 영미계 국제적 기관투자자는 폐쇄형 기업지배구조 국가의 기업들이 개방형 기업지배구조의 관행을 수용하도록 유도함.
- 단일 국가내에서도 기업지배구조가 다양화될 필요성이 있음.
 - OECD 국가들을 통틀어서 최근의 기업지배구조의 규정들을 살펴볼 때 많은 국가의 제도가 공정거래조건의 보장과 소수주주의 보호를 중시하는 개방형으로 이동하고 있음.
 - 그러나 대부분의 국가들은 장기적 관점에서 다양한 기업지배구조의 장점을 살릴 수 있도록 기업지배구조의 관행이 정착되어야 한다는데 의견의 일치를 보임.

다. 民營化 네트워크

—OECD 민영화 네트워크(OECD Privatisation Network)는 97년 2월 23~24일에 ‘국영기업, 민영화 및 기업지배구조’란 주제로 민영화와 기업지배구조와 관련해 다음의 목적을 갖고 회의를 개최함.

- 국영기업내 지배구조 및 의사결정과정과 관련된 주요 이슈의 파악 및 관련 정책대안의 제시
- 여러 가지 민영화정책과 수단이 민영화된 기업의 지배구조에 미치는 영향분석.

1) 主要 論議內容

—국영기업 지배구조의 문제점은 기본적으로 시장원리 및 인센티브 부재에 기인함.

- 기업인수의 위협이나 무능한 경영진에 대한 교체 위협 등 지배권시장 부재
- 주주의 주식매각 불가능
- 정부의 경영성과 감독이 경제적 동기 부족으로 취약함
- 기업지배는 분명한 원칙이 없는 일련의 대리인에 의해 수행

—국영기업은 정부로부터 자주 구제를 받기 때문에 도산할 위험이 없음. 또한 회계절차 및 감사가 민간부문의 수준에 이르지 못함.

—문제시되는 국영기업이 기본적으로 상업적 기능을 수행하고 있다면 민영화는 분명히 이점이 있음.

- 국영기업은 대체로 비상업적 목적에 기여하고 있음.
- 갈등관계에 있는 목적을 동시에 수행하는 것이 비효율성의 원천임.
- 많은 경우에 공공이해와 관련된 기능은 국영기업의 운영보다 다른 방안이 보다 효율적인 경우가 많음.

- 국영기업은 그 단점에도 불구하고 국가자산의 중요한 부분이 되고 있음. 따라서 OECD 국가들의 경험을 비교·연구하여 가장 좋은 지배구조 관행을 찾는 것이 중요함.

2) 國營企業의 效率的 支配 方案

— 민간부문의 인센티브의 모방

- 국가와 국영기업 이사회간 관계에 있어 투명성을 증대하기 위해 이사의 임명관련규정을 명백히 하고, 국영기업의 개선된 감사와 보고를 실시.
- 국영기업에 자본원칙을 적용함. 국가가 국영기업의 부채에 대해 보증인이 되어서는 안되며, 국가가 국영기업에 제공하는 자본은 투명성 보장.

— 국영기업과 국가간 특정의 성과계약을 체결. 이러한 계약은 70년대 이래로 독점 성격이 강한 산업에서 발전되어 왔는데 주로 생산목표, 배당 등 명백한 자금관계와 관련된 것임.

- 국영기업의 경영을 민간부문에 위탁하는 계약을 체결함. 동 계약에서 목적, 쌍방의 의무 및 보상과 벌금 등이 명백히 규정되어야 할 것임.

— 지주회사로 국영기업을 지배하도록 하는 방안.

- 동 방안은 그 시행경험으로 볼 때 비용이 편익보다 큼. 비용에 해당하는 것으로 소유자와 경영진 사이에 또 다른 관료계층이 형성될 수 있다는 점, 책임과 투명성 결여 및 막강한 기관의 출현 위험 등임.
- 지주회사의 목적이 분명하고, 구조조정 및 민영화과정에서 일시적으로 존속하는 경우에는 기능을 잘 수행할 수도 있음.

3) 民營化와 企業支配構造

- 민영화된 기업의 지배구조의 안정을 위해 내부의 특권을 계속 유지시키는 경우 민영화의 실질적 이득은 상당히 감소함.
- 성공적인 민영화 과정과 민영화 이후의 효율적인 기업지배구조를 위해 가장 중요한 것은 투명성임.
 - 투명성이 결여되는 경우 주식인수자가 비효율적으로 선택되고, 일반공중의 신뢰성을 확보하지 못하면서 정치적, 사회적 비용이 증가함.
- 민영화의 준비 단계에서 종종 기존의 기업지배구조가 새로운 이사회 등으로 재편성되기도 하는데 이러한 조정은 중복적일 가능성이 높음. 국영기업을 인수한 자가 조정하는 것이 효율적임.
- 일반공모에 의한 방법이 가장 투명한 민영화의 방안임.
 - 증권시장이 잘 발달되어 있고, 기업지배권 시장이 제대로 기능한다면 기업지배의 관점에서 볼 때도 효율적임.
 - 정부가 국영기업 인수와 관련해 장애요인을 설정하기도 하는데 이것은 시장에 의한 결정을 어렵게할 수도 있음.

2. OECD 論議의 主要 爭點 및 展望

가. OECD 論議의 主要 爭點

- OECD에서 기업지배구조와 관련된 논의는 산업위원회를 중심으로 금융시장위원회, 민영화 네트워크 등에 걸쳐서 수평적으로 이루어지고 있음. 논의된 내용을 주요 쟁점별로 정리하면 다음과 같음.

1) 變革의 소용돌이 속의 企業支配構造

- 기업지배구조는 기업활동의 핵심적 환경요인에 해당하며, 동시에 경제의 글로벌화에 따른 많은 환경변화에 의해 각국의 기업지배구조는 개혁의 소용돌이 속에 있음.
- 특히 기업지배구조가 기업의 경제적 성과에 영향을 미치기 때문에 기업의 경쟁력제고의 관점에서 OECD 각국은 자국의 기업지배구조를 재검토하기에 이룸.

2) 'Anglo-Saxon 資本主義'와 'Rhine 資本主義'

- OECD 회원국내에서 기업지배구조는 개방형(outsider system: Anglo-Saxon 자본주의)과 폐쇄형(insider system: Rhine 자본주의)으로 구분됨.
- 'Anglo-Saxon 자본주의'가 미시경제적 관점에서는 보다 효율적인 것으로 입증되고, 그 관행을 따라 여러 OECD 국가의 기업지배구조가 조정될 필요가 있음. 그러나 그 조정과정에서 파생될 거시경제적, 사회적 문제를 해결하기 위해서는 'Rhine 자본주의'의 협력적 관리 전통이 일부 수용될 필요성도 있음.

3) 企業支配構造의 收斂化

- OECD 각국의 기업지배구조는 많은 차이가 있어 가까운 장래에 수렴할 것 같지는 않지만 수렴의 징후가 보임.
- 특히 금융시장의 구조변화에 따라 국내 및 국제자본시장을 통해 자금을 조달하면서 자본시장을 통한 자금중개를 원활히 하는 방향으로 수렴해가고 있음.

4) 企業支配構造에 關한 最小限의 國際規範化

- 글로벌투자의 확대와 안정적인 투자관행을 위해 일치된 기업지배구조의 필요성이 간헐적으로 제기되고 있지만 강력한 국제규범화의 가능성은 낮음.
- 기업지배구조와 관련해 각국의 다양성을 고려한 guideline 또는 관행의 일치, 자율적 행동기준(Voluntary Conduct Rule) 등 최소한의 국제규범화의 가능성은 논의되고 있음.

5) 機關投資家の 役割 増大와 企業支配構造

- 대부분의 OECD 국가들에서 기관투자자의 지분소유 증가로 개인투자자의 상대적 중요성이 감소되고 있으며, 이러한 현상은 기업지배구조에 중요한 결과를 가져오고 있음.
- 연금기금과 같은 대규모 기관투자자는 적극적으로 주주의 권리를 행사한다는 관점에서 경영의 주요 견제세력으로 등장함. 은행이 일반업무 이외에 주식투자를 하는 경우 자본흐름의 중개가 보다 용이해져서 경제 전반에 걸친 기업지배는 개선시킬 수 있음.

6) M&A와 企業支配構造

- 기업인수합병의 가능성은 지배권시장을 통한 경영진 견제라는 개방형 기업지배구조의 핵심적 제도임.
- M&A의 긍정적인 측면에도 불구하고 적대적 M&A는 높은 비용과 많은 시간이 소요되어 최후에 사용되는 수단임. 개방형 기업지배구조하에서도 기업인수에 대한 제한을 마련하려는 경우도 많음. 특히 적대적 기업인수에 따른 잠재적 사회비용을 간과해서는 않됨. 기업지배의 수단으로 기업인수제도를 도입하려는 국가들은 다른 이해관계자들의 보호와 관련된 법적 장치를 고려해야 함.

7) 國際會計基準과 企業支配構造

- 주주의 권리행사가 활성화되면서 기업의 재무적 정보 등의 공시가 보다 자세한 형태로 널리 제공되어야 함. 특히 글로벌화를 반영하는 국제회계기준의 통일이 필요함.

8) 民營化와 企業支配構造

- 국영기업은 시장원칙의 부재로 경영효율성이 저하되는 등 문제점을 노정하고 있음.
- 인센티브, 위탁계약, 성과계약 등 민간부문의 요소를 가미한 기업지배구조를 통해 효율적 경영을 추구할 수 있으며, 민영화를 실시할 수도 있음.
- 성공적인 민영화 과정과 민영화 이후의 효율적인 기업지배구조를 위해 가장 중요한 것은 투명성이며 이는 일반공모에 의한 방법으로 가장 잘 보장됨.

나. OECD의 企業支配構造의 論議 展望

- 모든 기업은 제품시장의 글로벌화에 따라 제공되는 성장기회와 자본시장의 글로벌화에 의해 요구되는 적정수익을 및 제공되는 추가적 투자 기회를 활용해야 하는 과제에 직면하고 있음.
- OECD에서 향후 새로운 기업지배구조에 대한 논의는 글로벌화의 추세를 고려하면서 지속될 것이며, 기존의 논의 내용을 기초로 다음과 같은 부분에 초점이 맞추어질 것으로 전망됨.

1) 製品市場의 競爭과 企業支配構造

- 주주의 압력보다도 제품시장에서의 경쟁이 기업지배구조에 더 강력한

영향을 미칠 수 있다는 점이 지적될 것임.

- 특히 기업활동의 다국적화와 주주구성의 다국적화가 촉진되면서 주주의 직접적인 영향력이 감소하는 대신에 제품시장의 경쟁이 기업지배구조에 영향을 미침.

2) 競爭政策과 企業支配構造

- OECD 경쟁법·정책 위원회(Committee on Competition Law and Policy)에서는 합병 등의 규제, 절차 및 기타 기준을 다루면서 각국 경쟁법의 수렴을 위한 작업의 일환으로 기업지배구조를 논의하고 있으며, 논의 결과가 나올 것으로 전망됨.

3) 企業支配構造와 새로운 産業構造調整

- OECD 산업위원회에서는 기업지배구조와 산업구조조정의 관련성을 향후 심도있게 논의할 것으로 보임.
- OECD 국가들에서 기업지배구조와 관련해 주주 및 투자자의 활동이 활성화되면서 경영진에 대해 적정수익률의 보장과 보다 광범위한 영역에 걸쳐 책임과 투명성에 대한 요구가 제기됨.
- 경영진은 이러한 요구에 의해 사업영역, 생산능력, R&D 지출, 투자계획, 수직적 통합수준 등 기업의 활동에 대해 포괄적인 재검토를 받게 됨.
- 국제시장수준의 위험조정후 수익률 정도의 자본의 기회비용을 획득하지 못하는 기업활동들은 새로운 기업지배 기준에 따라 조정압력을 받게 됨.
- 이러한 구조조정은 통상의 구조조정과 강도면에서 다를 것으로 예상됨.
- 보다 개선된 기업지배구조의 결과로서 발생할 국내 및 국외 경쟁자의

생산성과 비용 효율성은 다시 추가적인 경쟁요인으로 작용할 것임.

4) 企業支配構造와 知識中心社會

- 미래는 두뇌력이 경쟁력의 핵심이 되는 지식중심사회로 진입할 것임.
이에 따라 지식중심사회에 적응할 수 있는 새로운 기업지배구조에 대한 미래지향적 논의가 있을 전망이다.
- 지식중심사회에서는 R&D, 기술노우하우, 인적자본, 지적재산권 등 무형자산들이 중요하지만, 이들과 관련된 사업의 위험은 매우 높음. 따라서 이에 맞는 기업자본조달과 기업지배구조의 조정이 필요함.

V. OECD 主要國의 企業支配構造 比較

1. OECD 主要國의 企業支配構造 類型

- OECD 각국의 기업지배구조는 개방형과 폐쇄형으로 분류될 수 있음.
 - 개방형에는 미국, 영국 등 영어권 국가들이 포함되며, 폐쇄형에는 일본, 독일, 네덜란드, 스위스, 스웨덴 등 많은 OECD 국가들이 포함됨.
 - 기업지배구조를 개방형과 폐쇄형으로 구분하는 것이 일반적으로 받아들여지고 있으나, 해당 국가별로 많은 예외가 있음. 예를 들어 폐쇄형인 독일기업중 개방형 기업지배구조가 적용되고 있는 기업도 많으며, 미국에서는 기업인수에 대한 부정적 평가도 많음.
- OECD 각국의 기업지배구조가 상이한 것은 기업발달과 관련된 각국의 역사적 배경, 법·제도상 환경, 기업의 사회적 역할에 대한 인식 및 주주구성 등의 차이에 영향받은 것으로 분석됨.
 - 영국, 미국, 캐나다의 경우 연금기금, 투자회사 등의 지분보유가 높은

〈表 8〉 OECD 主要國 上場企業의 株主構成

주주의 종류	미 국	영 국	캐나다	독 일	프랑스	일 본
개 인	48	18	15	17	34	20
은 행	3	1	7	14	6	21
기타기관투자가	34	60	38	15	18	21
기 업	-	2	14	39	21	28
기 타	9	3		3	1	2
외국인 투자가	6	16	25	12	19	8
합 계	100	100	100	100	100	100

자료: IFAC (국제회계사연맹), 1995.

반면, 독일 및 일본의 경우 상대적으로 은행의 지분보유와 기업간 상호출자의 비중이 높음.

2. OECD 主要國의 企業支配構造 比較

—주요국의 기업지배구조는 소유구조 및 자본시장의 발달정도에 따라 많은 차이를 보임.

- 미국, 영국의 경우 자본시장이 고도로 발달되어 있고, 소유구조도 광범위한 주식의 소유분산으로 소유와 경영이 분리된 전문경영인체제가 형성되어 있음.
- 일본, 독일, 프랑스의 경우 자본시장의 발달은 비교적 취약하며, 기업간 상호출자와 장기 안정적 주주들이 많고, 소유와 경영이 분리된 전문경영인체제를 형성하고 있음. 프랑스는 기업간 출자 이외에 정부가 주주인 경우가 많음.

—내부지배구조와 관련해 미국, 영국 등은 일원제 이사회구조 (one-tier structure)로서 많은 사외이사를 두고 있으며, 이사회 기능이 주로 경영진의 기업경영을 통제하는데 있음.

- 미국은 증권거래소의 상장요건으로 2명 이상의 사외이사를 요구하고 있으며, 뉴욕증권거래소 상장회사중 7%의 회사에서만 내부이사가 이사회 의 과반수를 차지하고 있을 정도로 사외이사의 비중이 높음.
- 영국도 70년대 후반부터 사외이사제도가 도입되기 시작했고, 92년 Cadbury 권고안 이후 사외이사 및 독립된 감사위원회가 증가하고 있음. 94년에 100대 상장기업중 3인 이상의 사외이사를 두고 있는 기업은 97%이고, 감사위원회를 두고 있는 기업도 90%였음.

—독일은 이원제 이사회구조(two-tier structure)로 경영이사회와 감독이사회로 구성되어 있고, 근로자가 감독이사회에 참여하고 있음.

- 경영이사회는 해당회사 내부중역들로 구성되며, 경영업무에만 관여함.
- 사외이사로 구성되는 감독이사회인 경우 그 구성원의 절반은 근로자 대표로 하고 있고, 나머지는 주주총회에서 선출되며, 주로 은행 및 관련업계의 인사들로 구성됨.

—프랑스의 경우 주식회사가 전통적인 일원제 형태와 독일법의 영향을 받은 이원제 형태가 병존하고 있으며, 일본은 이사회가 내부이사 중심이며, 사외이사의 역할은 미미함.

—외부지배구조는 기업인수시장의 활성화 정도와 기관투자가의 역할이 중요하며, 각 국가별로 많은 차이가 있음.

- 미국과 영국의 경우 M&A시장이 매우 활성화되어 있으나, M&A의 문제점도 지적되고 있음.
- 일본은 상호출자관계, 계열기업의 공동방어 등이 기업인수를 방해하고 있음.
- 독일의 경우 자본시장이 취약하고 감독이사회가 기업인수를 방어하고 회사법, 공동결정법 등 각종 법규상 기업인수를 제한할 수 있는 규정들을 갖추고 있음.
- 프랑스는 법적으로 기업인수와 그에 대한 방어를 모두 인정하고 있는데, 우호적 기업인수는 많으나 적대적 기업인수는 거의 없는 형편임.

—기관투자가의 역할과 관련해서 소유집중제한 등 여러 가지 법적규제로 그 활동이 저조했으나, 최근 관계투자 방식의 등장으로 기관투자가의 역할이 증대되고 있음.

- 일본의 경우 사장회, 중역회, 각종 위원회 등 특유의 경영감시체계가 갖추어져 있어, 기관투자가로서의 은행의 역할은 그 중요성에서 점점 감소하고 있음.
- 독일의 경우 은행은 적극적인 감시활동을 수행하고 있으며, 이러한 은행 중심의 감시가 독일식 지배구조의 효율성을 증대시켰다는 평가가 많음.

VI. 韓國經濟에의 示唆點 및 對應課題

1. 示唆點

— OECD 산업위원회 및 관련 위원회에서 논의되고 있는 기업지배구조에 관한 다양한 논의 내용은 바람직한 한국형 기업지배구조의 형성에 많은 도움을 줄 것으로 사료됨.

- 기업지배구조는 변천하는 것이며, 중요한 것은 세계경제의 여건변화에 보다 능동적으로 대응하는 기업지배구조를 갖추으로써 국제경쟁력을 제고함에 있음.

- 선진국의 경험을 참고로 하되, 현재의 한국적 상황을 고려하여 산업구조조정과 기업문화의 선진화를 도모하는 방향으로 한국의 기업지배구조도 변혁을 모색해야 할 것임.

— 이를 위해서는 OECD 각종 위원회의 기업지배구조 논의에 적극적으로 참여하여 한국의 기업지배구조 개선을 위한 주요 문제점을 파악하고 이를 극복할 수 있는 합리적이고 실현가능한 실천방안을 찾아야 할 것임.

— 특히 OECD 산업위원회의 향후 논의방향은 산업구조조정에 있어서 기업지배구조의 역할에 중점이 놓여질 것이며, 자본시장위원회에서는 기업지배구조 형성에 미치는 금융산업의 역할이 다양하게 논의되고 있음.

- 따라서 한국의 산업구조조정에 있어 기업지배구조의 변혁을 어떻게 활용할 것인가의 과제와 아울러 바람직한 기업지배구조의 형성과 금융개혁을 어떻게 접목할 것인가라는 과제가 대두됨.

- 경영효율성의 제고를 통한 기업의 경쟁력 제고라는 협의의 기업지배구조 개선 목표를 달성해야 할 것이며, 아울러 산업구조조정, 기업지배구

조와 관련된 금융산업의 개편, 자본시장의 효율성 제고, 신규첨단산업의 육성 등 경제전반에 걸친 체질개선의 계기로 기업지배구조 개선의 문제의식을 확대할 필요가 있음.

2. 對應課題

가. 바람직한 韓國型 企業支配構造의 形成

- 바람직한 한국형 기업지배구조의 형성을 위해서는 건전하고 건강한 기업문화의 정착을 위한 제도 및 관행이 정착되어야 할 것임.
- 세계경제의 여건이 급변하고 있으며, 자본주의의 고도화는 새로운 기업문화의 창출을 요구하고 있음.
- 과거 압축성장을 위해 정부가 기업을 지원함과 동시에 감시하고 통제하는 제도는 더 이상 유지될 수도 없으며, 오히려 기업의 발전과 국가경제의 효율성을 저하시킬 것임.
- 한국형 기업지배구조의 형성에 있어서 최우선의 과제는 기업의 경영효율성을 제고함으로써 국제경쟁력을 향상시키는 데 있음.
- 국제경쟁력의 제고를 위해서 희소한 자본이 가장 효율적인 부문에 투자될 수 있는 여건을 형성해야 함. 부실기업의 퇴출을 활성화하고 벤처기업 등 성장성이 있는 유망한 사업에 투자가 확대되어야 할 것임.
- 한국의 기업지배구조는 대주주가 경영권을 장악함으로써 경영감독이 부실한 특징을 지님. 즉, 미국식 개방형 지배구조 또는 독일·일본식 폐쇄형 지배구조와도 구별되는 자본주의 발전 초기단계에서 발견되는 소유와 경영이 미분화된 유형이 현재 한국의 기업지배구조 형태임.

나. 韓國의 企業支配構造에 대한 診斷과 改善方向

—기업지배구조는 사전적, 현재적, 사후적인 감시기능의 강화라는 세가지 차원에서 논의될 수 있음.

- 사전적 감시기능: 기업의 투자계획에 대한 타당성, 기업의 경영능력 및 기업의 재정상태 등을 사전적으로 조사하고 선별함으로써 투자재원조달 과정에서 금융기관이 사전적으로 기업활동을 감시하는 기능.
- 현재적 감시기능: 기업의 현재 경영상태, 재무구조, 향후 사업계획 및 전망 등에 관한 엄밀한 조사·평가를 통해 기관투자가 및 일반투자자에게도 효과적으로 정보가 공개되도록 함으로써 항상 기업활동을 감시하는 기능.
- 사후적 감시기능: 기업의 경영성과를 평가하고 기업의 성과가 기대에 못미치거나 기업이 부실화될 경우 잘못된 경영에 대한 책임을 추궁할 수 있는 기능.

—한국의 기업지배구조의 문제점은 사전적, 현재적, 사후적 경영감시기능이 실질적으로 작용하지 못하는 경영감시기능의 부재에 있음.

- 따라서 한국의 기업지배구조의 개선방향은 세가지 측면의 경영감시기능을 강화함으로써 경영의 효율성을 제고하고 투자의 효율성을 향상시켜 기업의 국제경쟁력을 강화하는 데 있음.

—사전적 경영감시기능을 강화하기 위해서는 금융기관의 대출심사기능이 강화되어야 할 것임.

- 부동산 담보관행, 계열기업간 상호출자는 금융기관의 부실대출을 양산하는 결과만을 초래하였음. 엄밀한 신용평가에 따른 차별화된 대출관행이 정착되기 위해서는 금융기관의 자율성과 금융기관의 책임경영이 요구됨.
- 또한 재무구조가 취약한 기업에 대해서는 추가 대출보다는 구조조정을 촉진하는 방향으로 재무구조를 개선하도록 압력을 가해야 할 것임.

- 중소기업에 대해서는 벤처캐피탈의 활성화를 통해 창업자본을 조달하고, 투자의 실행단계에 공동으로 참여하도록 함.
- 현재적 경영감시기능을 강화하기 위해서는 기업의 경영성과 및 재무구조에 대한 보다 엄밀한 평가가 가능하도록 관련 기업정보의 공시제도를 강화하도록 함.
- 신용평가기관의 위상이 제고되기 위해서는 무엇보다도 신용대출관행이 정착되어야 할 것임. 담보대출관행하에서는 기업의 신용평가기능이 사실상 효과를 발휘할 수 없을 것임.
- 신용평가기관의 선진화를 위해서 발달된 신용평가기법의 도입, 선진국 전문신용평가기관의 국내시장 진출 등을 위한 제도적 여건을 개선해야 할 것임.
- 사후적 경영감시기능을 강화하기 위해서는 외부지배구조로서 M&A시장의 활성화를 위한 제도적 여건을 더욱 개선하도록 하며, 내부지배구조로서 관계투자의 참여와 사외이사제도의 도입을 촉진하도록 함.
- M&A시장의 활성화를 위해서는 구조조정 차원의 정리해고가 가능해야 할 것이며, 전문경영인 시장의 활성화를 위한 제도적 여건이 성숙되어야 할 것임.
- 조세탈루를 목적으로 한 위장 M&A에 대해서는 철저한 조사를 통해 이를 방지하도록 하되, 부실기업이 소유자산을 이전하거나 부실화된 사업부문을 매각하는 형태의 M&A에 대해서는 과중한 세금부담을 줄여나가도록 함.
- 기관투자자가 적극적으로 주권을 행사하고, 전문적인 M&A 중개기능을 대행할 수 있도록 제도적 여건이 개선되어야 할 것임.

다. 종합적 실천과제

- 바람직한 한국형 기업지배구조의 형성은 현재의 여건하에서 단기간에 이

루어지기는 어려울 것으로 전망됨. 무엇보다도 금융기관의 경영감시기능이 확충될 수 있는 금융개혁이 선행되어야 할 것이기 때문임. 또한 전문경영인 체제의 정착을 위해서는 전문경영인시장이 형성되어야 할 것임.

- 따라서 중·장기적으로 금융개혁과 기업지배구조의 개선을 위한 종합적인 실천과제가 마련되어야 할 것임.

1) 산업구조조정 차원의 실천과제

- 고용조정의 신속성 제고
- 부실기업의 자산 및 사업부문의 분할매각 촉진
- 채권금융기관 보유 부실채권 정리
- 부도기업의 신속한 퇴출을 위한 기업파산법 제정
- 외국 초우량기업의 국내산업구조조정 참여

2) 책임경영체제의 도입

- 경영자의 충실의무 확대
- 지배대주주에 대한 충실의무 부과
- 소수주주 권리보호 및 권리행사요건 완화
- 합리적 집단소송제도의 도입

3) 기업경영감시 기능의 확충

- 채권금융기관 등 관계투자 역할 증대
- 사외이사·감사제도의 도입
- 지배대주주에 의한 인사권 남용 방지
- 기관투자가에 의한 의결권 대리행사 제도화
- 창업투자회사의 경영참여 확대

4) 경영투명성 제고

- 공시의무의 강화 및 허위공시에 대한 처벌
- 내부자거래의 방지
- 계열기업간 상호출자 제한
- 연결재무제표 공표의무 강화
- 기업신용평가기관의 선진화

5) M&A시장의 활성화

- 외국인투자자의 국경간 M&A 자유화
- 적대적 M&A에 대한 방어수단 남용규제
- M&A 관련 경쟁법의 정비
- 주식시장 활성화 및 기업공개촉진을 위한 종합대책 마련
- 공기업의 민영화
- 전문경영인 노동시장의 형성
- M&A 관련 세제 개선
- LBO 등 M&A 자금조달 담당 전문금융기관의 발달 촉진
- M&A 전문중개기관의 발달

6) 기업의 사회적 책임과 역할 증진

- 종업원지주제의 확산을 통한 화합적 노사관계 구축
- 기업뇌물관행의 척결
- 유휴인력의 재고용 확대를 위한 교육훈련 프로그램 개발
- 사회보장제도의 확충

〈附表〉 OECD 主要國의 企業支配構造 比較

기분환경	미 국						영 국		한 국	
	주주자본주의	법인 자본주의	독 일	프 랑 스	영 국	한 국	주주 자본주의	주주 자본주의	주주 자본주의	주주 자본주의
소유구조	- 주주자본주의 - 광범위한 소유분산 - 소유와 경영의 분리 - 전문경영인 체제	- 법인 자본주의 - 기업간 상호출자의 장 - 기업간 상호출자 관계 - 소유와 경영의 분리 - 전문경영인체제	- 가족 자본주의 - 기업간 상호출자의 장 - 기업간 상호출자 관계 - 소유와 경영의 분리 - 전문경영인체제	- 소유가 분산되지 않음 - 정부가 출자하는 경우 - 대규모기업들 지배 주 - 주에 의해 지배 - 기업간 상호출자	- 주주 자본주의 - 소유 분산 - 기업투자자도 5% 이상 - 자본 보유하지 않음 - 소유와 경영의 분리 - 전문경영인체제	- 폐쇄적 소유구조 - 개인대주주의 지분 비 - 율 높음 - 계열사 지분보유 - 소유와 경영분리 미약 - 소유주 경영체제	- 주주 자본주의 - 소유 분산 - 기업투자자도 5% 이상 - 자본 보유하지 않음 - 소유와 경영의 분리 - 전문경영인체제	- 주주 자본주의 - 소유 분산 - 기업투자자도 5% 이상 - 자본 보유하지 않음 - 소유와 경영의 분리 - 전문경영인체제	- 주주 자본주의 - 소유 분산 - 기업투자자도 5% 이상 - 자본 보유하지 않음 - 소유와 경영의 분리 - 전문경영인체제	- 폐쇄적 소유구조 - 개인대주주의 지분 비 - 율 높음 - 계열사 지분보유 - 소유와 경영분리 미약 - 소유주 경영체제
자본시장	- 자본시장 고도로 발달 - 일원제이사회 - 사외이사는 현직 및 전 - 직 CEO 출신인사가 - 주축 - 90년대 이래 사외이사 - 의 권한 강화 추세	- 자본시장 발달 취약 - 내부이사 중심 - 사외이사는 수도 적고 - 실제 역할도 미미함	- 자본시장 발달 취약 - 이원제 이사회 제도 - (경영이사회와 감독이 - 사회) - 은행의 적극적인 감독 - 이사회 활동 - 감독이사회회의 반은 근 - 토사 대표	- 자본시장 발달 취약 - 다양한 이사회제도 - (일원제 이사회와 - 이원제이사회 제도)	- 자본시장 발달 - 일원제이사회 - Cadbury 권고안 이후 - 사외이사는 거의 없음 - 감사기능 미약 - 지배대주주 경영체제	- 자본시장 발달 취약 - 일원제 이사회에 내부 - 이사 - 사외이사는 거의 없음 - 감사기능 미약 - 지배대주주 경영체제	- 자본시장 발달 - 일원제이사회 - Cadbury 권고안 이후 - 사외이사 및 독립된 - 감사의 증가	- 자본시장 발달 - 일원제이사회 - Cadbury 권고안 이후 - 사외이사 및 독립된 - 감사의 증가	- 자본시장 발달 - 일원제이사회 - Cadbury 권고안 이후 - 사외이사 및 독립된 - 감사의 증가	- 자본시장 발달 취약 - 일원제 이사회에 내부 - 이사 - 사외이사는 거의 없음 - 감사기능 미약 - 지배대주주 경영체제
내 부 지 배 구 조	- 기업인수시장 매우 활 - 발 - 90년대 이래 법규체제를 - 통해 기업인수시장 기 - 능을 제한	- 기업인수 활동부진 - 상호출자관계의 주거 - 래, 계열기업의 공동방 - 어 - 사회·문화적 풍토가 - 외부의 기업인수 저해	- 기업인수 활동 부진 - 자본시장 취약 - 감독이사회가 기업인 - 수 방어 - 공동결정법이 제한요 - 인으로 작용 - 회사법상의 경영권 방 - 어	- 법적으로 가능, 기업인 - 수 방어도 가능 - 우호적 기업인수는 많 - 으나 적대적 기업인수 - 는 실제 거의 없음 - 기업인수에 유보적 관 - 점	- 기업인수시장 활발 - 기업인수가 경쟁 제한 - 적인 경우 정부 개입 - 적 시각	- 기업인수활동 부진 - 공개 매수제도 도입 - 기업인수에 대한 부정 - 적 시각	- 기업인수시장 활발 - 기업인수가 경쟁 제한 - 적인 경우 정부 개입 - 적 시각	- 기업인수시장 활발 - 기업인수가 경쟁 제한 - 적인 경우 정부 개입 - 적 시각	- 기업인수활동 부진 - 공개 매수제도 도입 - 기업인수에 대한 부정 - 적 시각	- 기업인수활동 부진 - 공개 매수제도 도입 - 기업인수에 대한 부정 - 적 시각
외부지배 구 조	- 기업투자자의 역할은 - 소유집중 제한 등 여 - 러가지 법규제로 인해 - 저조하였음 - 관계투자라는 새로운 - 방식의 등장으로 역할 - 증대 추세	- 은행이 중요한 역할 해 - 왔으나, 그 중요성은 - 감소하는 추세 - 일본 특유의 경영감시 - 체제: 사정회, 중역회, - 각종 위원회	- 은행의 적극적인 감시 - 역할을 중심으로 한 - 독인식 지배구조는 효 - 율적이라는 평가를 받 - 아 있음 - 유람시장통합과 함께 - 변화가 예상됨	- 은행과 기업투자자가 주 - 요기업의 주주이며 채 - 권자임 - 국영은행이 기업자금 - 조달의 핵심역할 수행	- 은행은 주식투자를 하 - 지 않는 것이 관행 - 기업이 상당한 주식 보 - 유	- 기업투자자 역할 미흡 - 은행의 주식보유 제한 - 은행의 채권자로서의 - 감독기능도 부족	- 은행은 주식투자를 하 - 지 않는 것이 관행 - 기업이 상당한 주식 보 - 유	- 은행은 주식투자를 하 - 지 않는 것이 관행 - 기업이 상당한 주식 보 - 유	- 기업투자자 역할 미흡 - 은행의 주식보유 제한 - 은행의 채권자로서의 - 감독기능도 부족	- 기업투자자 역할 미흡 - 은행의 주식보유 제한 - 은행의 채권자로서의 - 감독기능도 부족

참고문헌

- 王允鍾. 1996. 『M&A형 직접투자에 관한 연구』. 정책연구 96-11. 서울: 對外經濟政策研究院.
- 王允鍾, 李晟鳳. 1997. 『OECD 주요현안과 우리의 대응과제: 기업지배구조』. 정책간담회 자료. 서울: 對外經濟政策研究院.
- 劉承旻. 1997. 『기업경영의 투명성 제고 및 기업지배구조의 선진화』. 서울: 韓國開發研究院.
- 李永琪. 1996. 『글로벌 경쟁시대의 한국 기업소유지배구조』. 서울: 韓國開發研究院.
- 鄭光善. 1994. 『기업경쟁력과 지배구조』. 연구보고서 4. 서울: 韓國金融研究院.
- 崔然惠. 1997. 『세계화시대의 한국형 기업지배제도의 모색』. 서울: 産業研究院.
- Blair, Margaret M. 1995. *Ownership and Control*, Washington D.C.: The Brookings Institution.
- OECD. 1995. "Corporate Governance." DSTI/IND(95)10. Paris: OECD.
- OECD. 1995. "Structural Changes in Financial Markets and Implications for Corporate Governance." DAFEE/CMF(95)24. Paris: OECD.
- OECD. 1996. "Work on Corporate Governance." DSTI/IND(96)4. Paris: OECD.
- OECD. 1996. "Corporate Governance: Progress in Work." DSTI/IND(96)13. Paris: OECD.
- OECD. 1997. "State-owned Enterprises, Privatization and Corporate Governance." DAFEE/PRIV/M(97)2. Paris: OECD.
- OECD. 1997. "Corporate Governance: Business Sector Colloquium." DSTI/IND(97)15. Paris: OECD.
- OECD. 1997. *Industrial Competitiveness: Benchmarking Business Environments in the Global Economy*. Paris: OECD.

Abstract

Globalization is having a dramatic impact on the landscape of international business and corporate structure. Business corporations have now to adapt under a fuller exposition to the twin forces of globalization: the growth opportunities offered by the global product markets, but also the financial market return standards and additional funding opportunities brought about by global capital markets. In this sense, corporate governance structures in advanced economies have recently shown a tendency to converge and harmonize.

The issue of corporate governance, until recently confined to academic discussions, has become one of key policy agenda. Following the 1995 Ministerial Mandate to undertake work on corporate governance, Organization for Economic Cooperation and Development (OECD) has engaged in extensive internal and external consultations on the suitable content of and format for such a work. After Multilateral Agreement on Investment is successfully completed in 1998, OECD is likely to launch a more active discussion on this issue.

Korea, as a member country of OECD, will have to participate in various OECD committees and work programs related to this important issue of corporate governance. By doing so, Korea will find a lesson how to reform Korea's corporate governance structure and strengthen international competitiveness of Korean companies.

對外經濟政策研究院 發刊目錄

■ Working Papers/資料論文

- 90-01 Regional Economic Cooperation Bodies in the Asia-Pacific :
Working Mechanism and Linkages 金廷洙
- 90-02 Strategic Partnering Activity by European Firms through the
ESPRIIT Program L.Y. Mytelka
- 91-01 Models of Exchange Rate Behavior : Application to the Yen
and the Mark 郭承潑
- 91-02 Anti-dumping Restrictions against Korean Exports : Major Focus on
Consumer Electronic Products 朴泰鎬
- 91-03 Implications of Economic Reforms in CEECs for DAEs :
with Emphasis on the Korean Case 洪裕洙
- 91-04 The ANIEs-an Intermediate Absorber of Intraregional Exports? 柳莊熙
- 91-05 The Uruguay Round Negotiations and the Korean Economy Taeho Bark
- 92-01 Changing World Trade Environment and New Political Economics
Jang-Hee Yoo
- 93-01 Economic Effects of Import Source Diversification Policy(ISDP)
In-Soo Kang
- 93-02 Korea's Foreign Direct Investment in Southeast Asia
Jai-Won Ryou · Byung-Nak Song
- 93-03 German Economy after Unification-Facts, Prospects and Implications for Korea
Sung-Hoon Park
- 93-04 A Note On Korea's Anti-dumping System and Practices Wook Chae
- 93-05 Structural Changes in Korea's Exports and the Role of the EC Market
Chung Ki Min
-

-
- 93-06 Tax Implications of International Capital Mobility Joo-Sung Jun
- 93-07 Leveraging Technology for Strategic Advantage in the Global Market :
Case of the Korean Electronics Industry Yoo Soo Hong
- 93-08 Changing Patterns of Korea's Trade in Goods and Services Jin-Soo Yoo
- 94-01 Current Status and Prospects for Korea-Russian Economic Cooperation
Chang Jae Lee
- 94-02 Development of Foreign Trade Relations Between Korea and Russia
Je Hoon Park
- 94-03 Technology Transfer : the Korean Experience Yoo Soo Hong
- 96-01 Globalization and Strategic Alliance Among Semiconductor Firms in
the Asia-Pacific : A Korean Perspective Wan-Soon Kim
- 96-02 Toward Liberalization of International Direct Investment in Korea :
Retrospects and Prospects Yunjong Wang · June-Dong Kim
- 96-03 International Trade in Software Suchan Chae
- 96-04 The Emerging WTO and New Trade Issues -Korea's Role and
Priorities in the WTO System Chan-Hyun Sohn
- 96-05 An Economic Assessment of Anti-Dumping Rules : From the
Perspective of Competition Laws and Policy Wook Chae
- 96-06 Cultural Differences in the Crusade Against International Bribery
Joongi Kim · Jong Bum Kim
- 96-07 Competition Policy and Transfer Pricing of Multi-national Enterprise
Young-Soo Woo
- 97-01 Impact of Foreign Direct Investment Liberalization :
The Case of Korea June-Dong Kim
- 97-02 APEC's Eco-Tech : Prospects and Issues Jaebong Ro · Hyungdo Ahn
- 97-03 企業支配構造에 관한 OECD 논의와 韓國經濟에의 시사점
王允鍾 · 李晟鳳
-

王允鍾

1985년 서울대학교 경제학과 졸업

1987년 서울대학교 경제학 석사

1993년 美國 Yale 대학교 경제학 박사

現在 對外經濟政策研究院 美洲經濟室 研究委員

主要著書 『M&A형 직접투자에 관한 연구』(1996)

『미국 클린턴 제2기 행정부의 대외통상정책』(1997)

李晟鳳

1989년 서울대학교 국제경제학과 졸업

1991년 서울대학교 경영학 석사

1995년 獨逸 Mannheim 대학교 경영학 박사

現在 對外經濟政策研究院 歐洲經濟室 責任研究員

主要著書 『독일세법론』(1997, 共著)

資料論文 97-03

企業支配構造에 관한 OECD 논의와
韓國經濟에의 시사점

1997년 12월 5일 인쇄

1997년 12월 10일 발행

발행인 楊秀吉

對外經濟政策研究院

발행처 서울특별시 서초구 염곡동 300-4

우편번호 137-800 전화: 3460-1129 FAX: 3460-1133

인쇄 오름시스템(주) 전화: 273-7011 대표 李鎬烈

등록 1990년 11월 7일 제16-375호

【本書 內容의 無斷 轉載・複製를 금함】

ISBN 89-322-4013-8