

재벌개혁의 원칙과 과제*

김상조(한성대 경상학부)

1. 서론: 재벌개혁의 기본 방향

- 1997년 경제위기는 기업지배구조 측면의 과소규제(under-regulation)가 개별 기업과 기업집단의 파산을 넘어 국민경제 전체 차원의 시스템 리스크를 초래할 수 있음을 입증하였음.
 - 이에 따라 현 정부 들어서는 재벌개혁의 이름 하에 다양한 형태의 기업지배구조 개선 조치가 시행되었음.
 - 증권집단소송제도를 비롯한 사적 피해구제 제도의 개선, 금융감독 및 회계감독 제도의 개선 등 중요한 입법 과제가 아직 남아 있는 것은 분명하지만,
 - 협의의 기업지배구조, 즉 이사회 구성 및 그 역할, 그리고 주주권의 행사와 관련한 법령상의 제도화는 적어도 외형적으로는 여타 선진국에 못지 않은 수준으로 강화되었음.¹⁾
- 문제는 이러한 법령상의 기업지배구조 개선 조치들이 현실에서 제대로 작동하지 않는다는 것임.
 - 특히 사외이사 선임 및 감사위원회 설치 의무화, 제반 소수주주권의 행사요건 완화 등의 핵심적인 장치들이 기대했던 효과를 나타내지 못하고 있음.
 - 이는 법령의 제·개정이 곧바로 경제주체의 의식과 행동의 변화로 귀결되는 것은 아니라는 데 그 원인이 있지만, 그렇다고 해서 이 문제가 시간이 지남에 따라 자동적으로 해결될 것이라고 낙관할 수는 없음.
- 따라서 향후 기업지배구조 개선을 위한 주요 과제 중의 하나는, 시민단체에 의해 시장 외부에서 주입된 주주행동주의(shareholder activism)를 시장 내부화하는 것, 즉 시장참여자들에 의한 시장규율(market discipline)과 그 최종 결과로서

* 이 글은 발표자 개인의 의견이며, 참여연대의 공식입장은 아님.

1) 재계 측에서는 협의의 지배구조에 관한 법령상의 제약이 이른바 global standard를 뛰어넘는 과잉규제(over-regulation) 수준에 이르렀다고 비판하고 있음. 그러나 최근 대규모 회계부정 사건에 대한 미국의 대응조치(예: Sarbanes-Oxley Act of 2002 제정, NYSE 및 NASDAQ의 상장기준 강화 등)를 감안하면, 우리 나라의 지배구조 관련 법령에는 여전히 개선해야 할 요소들이 많이 남아 있음. 자세한 내용은 후술 참조.

사법적 판단(판례)의 사례를 축적하는데 필요한 인프라를 강화하는 것임.

- 시장참여자들에 의한 시장규율을 강화하기 위해서는, 무엇보다 기업지배구조 이슈에 대한 정보를 제공하는 기관(예: ISS, IRC 등) 및 선도적 기관투자자(예: CalPERS 등의 공적 연기금, 또는 지배구조 펀드)의 역할을 활성화할 필요가 있음.
- 시장참여자들이 적극적으로 사법적 피해구제 수단을 활용하도록 하기 위해서는, 증권집단소송제도 등 구제수단 자체의 개선 이외에, 현실적으로 원고의 입증책임 부담을 경감시켜줄 수 있도록 금융감독당국 및 공정거래당국의 활동이 강화되어야 함.

□ 한편, 협의의 기업지배구조 개선 조치들이 현실에서 제대로 작동하지 않는 또 다른 이유는 바로 재벌구조의 존재 그 자체에 있음.

- 즉 다수의 계열사가 개별법인의 테두리를 넘어 그룹 차원에서 통괄경영되고 있으며, 그룹의 의사결정권이 적절한 감시와 견제 없이 재벌총수와 그 참조조직에 집중되어 있다는 재벌구조의 특성으로 인해 개별법인 차원의 기업지배구조 개선 조치만으로는 소기의 성과를 기대하기 어려움.
- 따라서 계열사간 순환출자와 부당 내부거래 문제, 산업자본의 금융 지배 문제, 그리고 부와 경영권의 편법상속 문제 등 재벌구조 자체의 폐해에 대한 보완적 대책 없이는 협의의 기업지배구조 개선 노력의 의미는 제한적일 수밖에 없으며, 기업지배구조 관련 법령의 외형적 개선을 근거로 여타 재벌관련 규제의 대폭 완화 내지 폐지를 주장하는 것은 대단히 위험한 발상임.
- 그런 의미에서 본다면, 1999년 8.15 경축사를 통해 김대중 대통령이 제시된 「5+3」 원칙, 특히 새로 추가된 3가지 원칙은 재벌개혁의 핵심이라고 할 수 있음. 그러나, 2000년 말 이후 세계경제의 동시불황을 배경으로 상기 재벌개혁의 핵심 조치들이 대부분 후퇴함으로써 결국 현 정부의 재벌개혁은 실패작으로 끝나고 말았음.

□ 물론 정부 규제가 재벌개혁의 유일한 수단일 수는 없으며, 감독자에 대한 감독의 문제(Who monitors monitor?)가 또 다른 난제로 남는 것은 분명한 사실임.

- 그러나, 엄정한 공정거래제도, 금융감독제도, 조세제도를 확립하는 것, 나아가 이러한 제도 속에 재벌개혁을 위한 합리적 규제체계를 반영하는 것은 결코 회피할 수 없는 정부의 고유한 책무일 것임.
- 따라서 공정거래제도, 금융감독제도, 조세제도 등에서 재벌규제적인 요소를

제거하자는 재계의 규제 완화 내지 폐지(de-regulation) 요구는 재벌구조의 특수성을 은폐하는 주장이라고 할 수 있음.

- 재벌개혁은 주로 상법·증권거래법·상장규정 등에 반영되는 협의의 기업지배구조 개선 조치는 물론, 공정거래법·금융관련법·세법 등을 포괄하는 규제체계 전반의 합리적 재설계(re-regulation)를 요구하고 있음.

- 결론적으로, 재벌개혁은 시장규율(market discipline), 내부규율(internal discipline), 감독규율(supervisory discipline)의 조화로운 발전을 통해 달성될 수 있는 것이며, 그 중에서 감독규율의 개선을 통해 시장규율과 내부규율의 발전을 유도하는 것이야말로 정부가 담당해야 할 시대적 과제라고 할 수 있음.

2. 재벌개혁의 원칙과 관련한 몇 가지 쟁점

2-1. 기업지배구조 개선의 목표: 투명성의 의미

- 최근 기업이론의 발전을 통해 확인된 바와 같이, 기업은 단순한 생산함수도 아니며, 동일한 이해관계를 가진 구성원들만의 조직도 아님.
 - 기업은 거래비용을 최소화하기 위해 시장거래를 내부화한 조직이며, 명시적·암묵적 계약을 통해 장기간에 걸쳐 비시장적·위계적 관계를 유지하는 다양한 이해관계자들 사이의 결합체임(Coase(1937)).
- 기업지배구조 개선의 목표는 다양한 이해관계자들이 그 기업에서만 가치를 가지는 특수한 자산(기업특수적 자산, firm-specific assets)에 장기 투자하도록 유도하는 것, 즉 장기적·자발적 헌신(the long-term and voluntary commitments)을 유도하는 것임.
 - 소액주주들이 주식의 장기 보유를 통해 안정주주로서 기능하고, 채권단들이 저리의 자금을 안정적으로 공급하고, 노동자들이 그 기업에 특수한 인적자본을 형성하기 위한 교육훈련에 노력하고, 하도급기업들이 소재·부품의 품질을 개선하기 위한 기술개발투자를 하고, 소비자들이 브랜드 충성도(brand royalty)를 갖고, 지역주민들이 그 기업의 입주와 존속을 강렬히 희망하도록 유도하는 것임.
 - 물론 이해관계자들의 입장에서는 기업특수적 자산의 가치가 어느 날 갑자기

폭락하지 않도록 하는, 특히 지배주주나 경영진의 약탈행위를 통제할 수 있는 안전장치가 마련되어 있을 때에만 기업특수적 자산에 장기적으로 투자할 것임.

○ 그 안전장치가 바로 투명성(transparency)과 책임성(accountability)의 원칙임.

□ 재벌구조의 가장 큰 문제점은 지배주주나 경영진이 여타 이해관계자들의 장기적·자발적 헌신을 깨뜨리는 방향으로 경영전략을 추구함으로써, 결국 기업조직의 동태적 성장잠재력을 마모시키고, 나아가 국민경제 전체의 안정성을 위협하는 데 있음.

○ 재벌은 국민경제 내의 희소한 자원을 가장 집중적으로(또는 독점적으로) 사용하는 경제주체로서 그에 상응하는 사회적 책임을 부담하고 있음. 이 때의 사회적 책임은, 이윤추구라는 기업의 존립근거 또는 이에 기초한 자원의 효율적 배분이라는 시장경제의 장점과 배치되는 그 어떤 목표를 추구하라는 것이 결코 아님. 기업은 이윤추구를 위한 조직이고, 그것으로 족함.

○ 투명하지도 않고 책임도 지지 않는 재벌의 지배구조는 다양한 이해관계자들의 장기적·자발적 헌신을 마모시킴으로써 결국 장기적으로는 이윤추구의 기반 자체를 붕괴시킬 것임.

□ 이런 관점에서 볼 때, 최근 좌승희 한국경제연구원 원장의 다음 발언은 상당한 위험성을 내포하고 있음.

○ “시장은 투명해야만 하지만 기업은 본질적으로 투명한 것이 아니라는 것이다. ... 시장거래에 거래비용이 수반되는 이유는 정보의 불완전성 때문에 거래 계약조건을 명확하고 투명하게 규정하고 이를 반드시 지키게 계약을 만들어 내기가 어렵기 때문인 것이다. 따라서 기업이 거래비용이 높은 거래를 내부화하는 장치라면, 기업은 본질적으로 불투명한 거래를 내부화하게 되는 셈이다.”(좌승희(2002.8.29)).

○ 이 표현이 기업조직을 형성하는 암묵적 계약의 불완전성을 강조하고, 따라서 의사결정권자가 선관주의 의무 및 충실 의무를 다했다면 그 사후적 결과만을 보고 책임을 물을 수는 없다는 경영판단의 원칙(rule of business judgement)을 강조한 것이라면, 이는 너무나 당연한 주장임.

○ 그러나, 굳이 정보 또는 계약의 ‘불완전성’을 기업조직의 ‘불투명성’으로 등치시킨 것이 재벌 지배구조의 문제점, 즉 개별 주식회사의 이사회를 무력화시

키고, 계열사간에 부의 부당한 이전을 가져오고, 그럼으로써 특정 구성원의 이익을 위해 여타 이해관계자의 이익을 희생시키는 것까지 정당화하는 식으로 확대해석될 여지는 없는 지 우려됨.

- 투명성은 재벌의 지배구조에 대한 신뢰성의 위기를 극복하기 위한 장기적 투자이며, 그 기초 위에서만이 의사결정권자의 리더십, 기업가정신이 발휘될 수 있을 것임.

2-2. 공정거래법: 재벌규제법 vs 경쟁촉진법

- 재벌개혁과 관련하여 가장 뜨거운 논란의 대상이 되는 것이 바로 공정거래법에 의한 재벌규제일 것임.
- 현행 공정거래법은 국민경제 차원의 일반집중 규제법(재벌규제)으로서의 성격과 개별산업 차원의 시장집중 규제법(기업간 경쟁촉진)으로서의 성격을 동시에 가지고 있음.
 - 최근 재계에서는 일반집중 규제 부분은 폐기하고, 시장집중 문제에만 초점을 맞추는 경쟁촉진법으로 공정거래법의 성격을 바꿀 것을 주장하고 있음.
 - 그러나 이러한 재계의 주장은 앞서 살펴 본 기업이론의 관점과는 상치되는 것임.
- 전술한 바와 같이, 기업은 개개의 시장거래를 대체하는 위계적 내부조직이며, 이는 상법상의 개별법인에 국한되는 개념도 아님.
 - 재벌은 법적·현실적으로 독립된 개별법인의 친목단체가 아님. 전략적 의사결정권이 한 곳(재벌총수 및 구조조정본부)에 집중된 위계적 질서 하의 준 내부조직(hierarchical quasi-internal organization)임. 즉 재벌 자체가 사실상 하나의 기업임.
 - 재계는 한편으로 경영적 의사결정의 측면에서는 이러한 그룹조직의 우월성·불가피성을 주장하면서도, 다른 한편으로 공정거래당국의 규제 측면에서는 그룹의 존재를 부인하고 개별기업 차원의 문제만을 언급하는 자기모순을 드러내고 있음.
 - 즉 경기자(player)로서는 재벌그룹을 하나의 주체로 설정하면서, 경기규칙(rule of game)을 정할 때는 상법상의 개별법인만을 주체로 한정하자는 주

장임.

- 물론 언젠가는 우리 나라의 공정거래법도 선진국처럼 경쟁촉진법으로 전환되어야 할 것임.
 - 단 그 전제조건은 개별기업이 의사결정의 측면에서 상당한 정도의 독립성을 확보하고, 공정거래당국이 이업종간 혼합결합의 경쟁제한 효과에 대해 충분한 심사권한과 시정권한을 확보하였는가의 여부, 즉 재벌개혁의 성패에 달려 있음.
 - 선진국의 반독점법이 경쟁촉진법의 성격을 갖는 것은 전략적 의사결정권이 개별기업에 귀속되어 있기 때문임. 그러나 한국의 재벌처럼 전략적 의사결정권이 개별기업을 넘어 집중되어 있는 경우, 즉 그룹 전체가 하나의 기업처럼 움직이는 경우, 공정거래법이 재벌규제법의 성격을 동시에 갖는 것은 불가피함.

- 결론적으로, 현행 공정거래법의 개선방향에 대한 판단 기준은, 이것이 상기 전제조건을 충족을 촉진하는 것이냐 아니면 오히려 이에 역행하는 것이냐에 있음.
 - 시장집중 억제, 즉 개별기업 차원의 경쟁촉진은 주로 생산물시장과 관련되어 있음. 그러나 한국경제의 시장질서에서 정작 문제가 되는 것은 생산요소시장, 특히 자금시장에서의 경쟁부족임.
 - 재벌의 그룹조직이 위력을 발휘하는 것은 바로 생산요소시장, 특히 자금시장에서의 우월적 지위 남용에서 비롯된 것이며, 공정거래법 상의 출자총액 제한(제10조) 및 계열 금융보험회사 의결권 제한(제11조) 등은 이러한 문제에 대한 최소한의 규제장치임.
 - 물론, 현행 공정거래법 상의 재벌규제 조치가 소기의 성과를 충분히 달성하고 있지는 못하므로, 이에 대한 합리적 개편 방향을 모색하여야 함. 그러나 상기 전제조건을 충족 여부에 대한 엄밀한 비교형량 없이 전체 틀을 허무는 것은 재벌·금융개혁이라는 이 시대의 당면과제에 회복할 수 없는 손상을 가져올 위험을 안고 있음.
 - 따라서 출자총액 제한과 계열 금융보험회사의 의결권 제한 등의 핵심 규제 조치를 사실상 폐기한 것이나 다름없는 올해 초 공정거래법의 개정은 현 정부의 재벌개혁의 한계를 분명히 드러낸 것임(보다 자세한 내용은 후술 참조).

□ 다른 한편, 공정거래법에 의한 재벌규제의 성패는 공정거래당국이 자신에게 부여된 재량권을 투명하고도 책임성 있게 행사할 수 있는 능력을 갖추었는가의 여부에 달려 있음.

○ 공정거래당국의 재량권의 여지가 없는 객관적이고 획일적인 기준을 적용하는 방식과 공정거래당국에 광범위한 재량권을 부여하는 추상적이고 신축적인 기준을 적용하는 방식은 각각 장단점을 갖고 있기 때문에 어떤 방식이 좋다고 선형적으로 결정할 수는 없음.

○ 다만, 경제환경의 변화속도가 가속화되고 경제거래의 복잡성이 날로 증가하는 현실에서 궁극적으로는 공정거래당국에 광범위한 재량권을 부여하는 방식으로 갈 수밖에 없다는 것은 분명함. 이것이 선진국의 일반적 경향임.

○ 이를 위해서는 공정거래당국의 능력(전문성)과 위상(독립성)에 대한 신뢰를 제고하기 위한 제도적·조직적 보완대책이 뒤따라야 함. 따라서 공정거래당국의 조사권한(압수수색권, 계좌추적권 등을 포함한 강제조사권)과 시정권한(이업종간 혼합결합의 경쟁제한 효과에 대한 심사권 및 이에 따른 계열분리 명령권 또는 청구권)을 강화하고, 인원 및 예산 지원을 확대하는 노력이 반드시 수반되어야 함.

□ 다만, 공정거래당국에 대한 신뢰가 구축되어 있지 않은 현 상황에서는 공정거래법에 의한 재벌규제는 가능한 한 예외를 최소화한 단순한 기준에 의해 운용하되, 규제의 발동 절차 및 그 적용결과에 대한 자료를 투명하게 공개하여야 할 것임.²⁾

○ 그렇지 않다면, 공정거래당국은 다른 정치적 목적을 위한 규제의 악용 의혹(재계 및 야당의 주장) 또는 규제기관과 피규제기관 사이의 담합을 통한 규제의 왜곡 의혹(시민단체 주장)으로부터 벗어날 수 없을 것임.

2-3. 산업자본의 금융 지배

□ 앞서 인용한 좌승희 원장의 발언은 자본시장을 중심으로 하는 미국·영국식 금융구조와 기업지배구조가 만능은 아니며, 독일·일본식의 장점에 대한 재검토,

2) 공정거래위원회는 그동안 그룹 전체 차원의 집계자료만 공개하고 개별기업 차원의 자료는 전혀 공개하지 않다가, 최근 참여연대의 출자총액제한 제도에 대한 정보공개청구에 의해 피출자기업의 내부지분율 자료는 공개하였지만, 출자기업의 출자총액과 적용제외 및 예외인정 사유별 금액 자료는 기업의 영업비밀 보호를 이유로 여전히 공개를 거부하고 있음.

또는 양자의 절충이 필요함을 시사하였음.

- “오늘날 후진국은 물론 선진국 기업들도 투자가들의 경영투명성 요구에 직면하고 있는데, 이는 어쩌면 투자자들이 자신들의 투자 위험부담을 회피하기 위하여 기업들에게 위험을 전가시키는 노력의 결과가 아닌가 생각된다. 우선은 독일·일본식 경영하에서 투자자보다도 기업 보호가 지나치게 강한 것과 마찬가지로 미국식 글로벌 스탠더드하의 투자자 보호는 기업 보호보다 지나치게 강한 것이 아닌가 생각된다. ... 이런 시각에서 볼 때 향후 기업의 경영투명성에 대한 적정수준은 기업의 존립과 투자자의 이해가 적절히 조화되는 수준에서 균형을 찾아가야 할 것으로 판단된다.”(좌승희(20028.29)).
- 이 표현이 금융구조와 기업지배구조의 유형별 비교분석에서 어떤 특정 유형의 우월성을 선형적으로 예단할 수 없다는 의미라면, 별 다른 이의 없이 동의할 수 있음.
- 그러나, 이것이 과거 우리 나라의 금융구조와 기업지배구조(재벌구조)가 독일·일본의 것과 매우 유사한 것이라는 의미까지 내포한 주장이라면, 상당한 문제가 있음.

□ 우선, 시장중심이나 또는 은행중심이나는 금융구조 상의 차이는 기업금융의 형태에 중요한 영향을 미치며, 특히 은행중심의 금융구조하에서는 주로 부채 형태로 기업금융이 이루어지는 것으로 이해되고 있음.

- <표 1>에서 보는 바와 같이, 한국 기업부문의 부채규모는 1990년대에 들어 급속히 팽창하여 1997년 경제위기 발생 시에는 그 GDP 대비 비율이 180%에 이르렀음. 이러한 과다부채 문제가 경제위기를 촉발한 대내적 요인이었음은 분명함.
- 구조조정 과정을 거치면서 이 비율은 160%대로 상당 폭 하락하였으나, 1990년대 초에 비해서는 여전히 높은 수준임.
- 국제적으로 비교해 보아도, 일본을 제외한 그 어떠한 나라에 비해서도 한국 기업부문의 부채규모가 과중함을 알 수 있음. 특히, 시장중심의 금융구조인 미국에 비해서는 말할 것도 없고, 유사한 은행중심의 금융구조를 유지하고 있다는 대만·독일에 비해서도 대단히 높은 비율을 보이고 있음. 사실 독일 기업부문은 미국보다 더 낮은 수치를 보이고 있음.
- 따라서 시장중심이나 은행중심이나는 구분 기준만으로는 기업부문의 부채규모, 또는 이로부터 파생되는 금융시스템의 거시적 안정성 여부와 관련한 각 국간 차이를 확인하기 어려움.

<표 1> 각국 기업부문 부채 잔액의 GDP 대비 비율 추이 (단위 : %)

	75	80	85	90	95	96	97	98	99	00	01
한국	106.5	120.4	135.1	122.1	140.1	153.3	178.9	180.7	166.9	161.9	161.8
일본	156.2	145.5	152.3	186.7	198.7	193.3	194.1	190.0	-	-	-
대만	-	73.7 ¹⁾	68.4	85.9	126.3	129.9	128.5	132.6	126.6	-	-
독일	-	-	-	65.4 ²⁾	64.5	66.7	69.3	71.6	76.4	86.6	-
미국	88.2	96.4	106.9	107.3	102.3	103.4	102.5	107.3	111.8	113.9	-

주 : 1) 1982년 수치임

2) 통일독일의 1991년 수치임.

자료 : 각국의 자금순환표(Flow of Fund Data)

<표 2> 각국 기업부문 부채 잔액의 구성비 추이 (단위 : %)

		75	80	85	90	95	96	97	98	99	00	01
한국	금융기관차입	43.9	46.0	50.4	51.7	49.8	46.9	45.5	43.3	43.6	44.3	42.8
	유가증권발행	2.7	11.7	19.0	26.2	32.0	34.6	33.6	38.7	36.1	31.7	33.6
	해외차입	28.3	17.9	9.2	6.2	5.9	7.0	9.9	7.6	8.8	11.7	11.3
	기타	25.1	24.3	21.3	15.9	12.3	11.4	11.1	10.4	11.5	12.4	12.3
일본	금융기관차입	56.6	55.4	61.0	61.1	62.2	61.9	61.3	63.3	-	-	-
	유가증권발행	3.1	3.5	5.2	10.7	10.2	11.1	11.3	11.5	-	-	-
	해외차입	3.2	2.6	1.5	4.0	5.6	4.6	5.4	4.0	-	-	-
	기타	37.1	38.5	32.2	24.2	22.0	22.4	22.0	21.2	-	-	-
미국	금융기관차입	38.3	33.1	33.0	29.8	25.3	25.5	25.6	26.0	26.5	26.9	-
	유가증권발행	35.1	32.0	33.8	34.0	37.2	37.2	37.5	38.4	38.1	37.5	-
	해외차입	3.2	8.4	11.6	18.8	17.4	17.5	17.4	16.8	16.6	17.3	-
	기타	23.4	26.6	21.5	17.4	20.2	19.8	19.5	18.7	18.8	18.3	-

주 : '기타'는 정부용자와 기업간신용을 포함. 기타금융부채는 제외.

자료 : <표 1>과 동일

□ <표 2>에서 기업부문 부채 잔액의 구성비를 보면, 한국 기업부문의 경우 미미한 수준에 불과했던 유가증권(CP와 회사채)발행 잔액 비중이 급격한 증가추세를 보이면서 90년대 말에 이르러서는 금융기관차입 잔액 비중에 근접하게 되었음.

- 유가증권발행 잔액의 양적 비중만을 본다면 미국 기업부문의 그것과 거의 유사한 수준이며, 일본과는 커다란 차이를 보이고 있음.
- 즉 기업금융의 측면에서 한국의 금융구조는 경제위기가 발생하기 이전부터 이미 일본식의 전형적인 은행중심 구조와는 상당히 다른 양상을 보이고 있었다고 할 수 있음.

- 다른 한편, 시장중심이나 또는 은행중심이나는 금융구조의 차이는, 기업금융의 형태만이 아니라, 금융부문이 기업지배구조에 개입하는 방식 및 그 역할의 측면에서도 중대한 영향을 미치는 것으로 이해되고 있음.
 - 시장중심의 금융구조는 기업의 경영성과를 주가에 민감하게 반영하는 형태로 사후적 감독에 강점을 갖고 있는 반면, 은행중심의 금융구조는 기업과의 장기적 관계 속에서 사전적 조정기능을 수행하는 강점을 갖고 있는 것으로 평가되고 있음.
 - 이에 비추어 본다면, 경제위기 이전 한국의 금융부문은 기업지배구조의 측면에서 그 어떠한 역할도 수행하지 못하였음.³⁾
 - 희소한 자원을 기업부문, 특히 재벌부문에 집중적으로 배분하는 전략이 과거 한국경제의 발전에 크게 기여한 것은 사실이나, 여기에는 독일·일본식 발전전략이라고 일반화될 수만은 없는 한국 특유의 요소가 있음을 잊어서는 안될 것임. 은행부문은 정부의 영향력하에, 그리고 비은행부문은 재벌의 지배하에 있음으로써, 기업지배구조 측면에서 금융부문의 역할은 사실상 마비되었다고 할 수 있음.

- 한편, 경제위기 이후에는 금융구조의 급격한 변화 속에, 특히 금융기관의 소유 및 주식 유통시장에서 외국자본의 영향력이 급격히 증대하면서 상당한 변화가 나타나고 있음.
 - 최근 기관투자자들이 기업의 경영성과와 지배구조 이슈에 대해 매우 민감한 반응을 보이고 있으며, 이는 기업들로 하여금 극도로 소극적인 경영전략을 취하도록 압박하는 요인이 되고 있음.
 - 결국 경제위기 이후 금융구조 변화는, 앞서 좌승희 원장의 발언에서 명시적으로 표현된 바와 같이, 기업경영 및 국민경제 전체의 불안정화 위험을 크게 높인 반면, 기업지배구조 개선에 적극적으로 기여하는 방향으로 나아가고 있다는 증거는 발견하기 어려움(자세한 내용은 후술 참조).

- 이러한 상황은 현재 한국경제 최대의 현안인 국유 금융기관의 민영화 문제에서 해결하기 어려운 정책적 딜레마를 초래하고 있음.
 - 공적자금 상환을 위해서는 국유 금융기관의 조속한 민영화가 불가피하나, 천문학적인 액수의 주식을 단기간 내에 인수할 수 있는 주체는 단기적 투자 성향의 외국자본 아니면 국내 재벌뿐이기 때문임.

3) 경제위기 이전 채권자의 기업감시 기능에 대한 실증적 연구로는 조성욱(2002) 참조.

- 이러한 정책적 딜레마 속에서 재계는 산업자본의 금융 지배를 규제하는 각종 소유제한 및 진입제한의 철폐를 요구하고 있고, 실제 주요 법령의 개정이 이루어지고 있음. 이에 따라 산업자본의 금융 지배가 재차 강화될 위험성이 높아지고 있음.
- 경제위기에 따른 금융구조조정은 정부의 은행부문 지배, 재벌의 비은행부문 지배라는 과거 금융구조 및 기업지배구조 상의 왜곡을 극복할 수 있는 절호의 기회를 제공하였음.
 - 우리가 달성해야 할 금융기관 소유·지배구조의 목표는 산업자본과 금융자본의 분리를 전제로 금융주력자에 의한 소유경영인체제와 분산소유하의 전문경영인체제가 결합된 것이라 할 수 있음.
 - 그러나 건전한 국내 금융자본의 육성, 그리고 예보 소유 금융기관 주식의 분산매각은 모두 상당한 시간을 요구하는 작업임.
 - 따라서 공적자금의 조기 회수라는 단기적 목표 하에 예보 소유 금융기관 주식을 서둘러 매각하는 것은, 그 자체로 국민부담의 최소화 원칙에도 어긋날 가능성이 높을 뿐만 아니라, 궁극적으로 금융구조와 기업지배구조상의 왜곡을 다시 한번 초래할 것임.
 - 공적자금의 회수를 통한 재정 건전화는 매우 중요한 정책적 목표이지만, 금융구조와 기업지배구조의 정상화 역시 그에 못지 않게 중요한 목표임. 따라서 이 두 가지 목표를 조화시킬 수 있도록 국유 금융기관의 장기 민영화 계획을 수립하여야 할 것임.
- 한편, 산업자본과 금융자본의 분리를 촉진하기 위해서는, 당분간 엄격한 소유규제와 진입규제를 유지하는 것 이외에도, 산업자본의 금융 지배에 따른 비용을 그 편익보다 크게 만드는 방향으로 금융감독이 강화되어야 할 것임.
 - 느슨하기 이를 데 없는 주요출자자 자격요건과 대주주 신용공여한도 및 유가증권 투자한도를 부과하는 현행 금융감독 기준으로는 결코 산업자본의 금융 지배 욕구를 약화시킬 수 없음.
 - 이에 대한 대안으로는, 미국의 은행지주회사법·금융지주회사법·연방예금보호법의 예와 같이, 금융기관을 ‘사실상 지배’하는 자(자연인 및 법인 모두 포함)는 모두 금융지주회사로 간주함으로써⁴⁾, 정상경영 시에는 금융감독당

4) 미국의 Bank Holding Company Act와 Gramm-Leach-Bliley Act 상의 ‘지배(control)’ 개념에 대해서는 전성인(2001) 참조.

국에 의한 재무건전성 감독을 받게 하고, 이상징후 또는 위기 발생 시에는 예보가 자구노력 이행의무를 부과하고 손해배상을 청구하도록 해야 할 것임.⁵⁾

- 또한 계열 금융기관을 이용한 시장지배력 남용 행위 및 부당내부거래로 인해 일정 횟수 또는 일정 금액 이상의 제재를 받는 경우 공정거래당국이 계열분리를 명령(또는 법원에 청구)할 수 있도록 공정거래법을 개정해야 할 것임.

2-4. 경제시스템의 내적 정합성

□ 전술한 바와 같이, 재계는 금융구조와 기업지배구조 문제에서는 미국·영국식 제도에 대한 유보적인 입장(즉 독일·일본식에 대한 적극적 재검토 또는 과거 한국의 재벌구조의 불가피성 주장)을 표명하고 있는 것과는 달리, 조세체계와 노사관계에서는 확실히 미국·영국식 제도의 도입을 주장하고 있음. 즉 법인세율 인하를 중심으로 한 감세정책과 노동시장의 유연화정책이 그것임.

- 이질적인 하부제도의 결합이 불가능하다고 주장할 선형적인 이유야 없겠지만, 이러한 이질적 제도들을 조화시킬 보다 높은 차원의 조정메커니즘이 무엇인가에 대해서 재계는 사실상 침묵하고 있음.
- ‘기회의 평등이 보장된 시장에서 경쟁을 촉진하되, 경쟁에서의 패자에 대해서는 정부가 안전망을 제공한다’(좌승희(2001.11))는 추상적인 원칙으로 이 문제가 해결될 수 있는지 의심스러움.

□ 보다 구체적으로,

- 재벌 지배구조의 본질을 그대로 유지하면서 이른바 기회의 평등이 보장된 공정한 시장경쟁이 가능할 것인가, 다시 말하면 재벌구조는 출발선 상의 불평등을 고착화하지는 않는가
- 감세정책을 추진하면서 동시에 시장경쟁에서의 패자에 대해 충분한 사회적

5) 미국의 Federal Depository Insurance Act는 금융지주회사 내 부보 자회사 금융기관의 자본적 정성에 문제가 발생(undercapitalized)하였을 때 자본충실화 계획(capital restoration plan)을 제출하도록 하고 있는데 이 때 모회사(즉 지주회사)가 계획의 이행을 보증하도록 하고 있으며 (Sec. 1831o. Prompt corrective action), 금융지주회사 내의 부보 자회사 금융기관에 대한 지원으로 FDIC가 손실을 본 경우 동일 지주회사 내의 다른 부보 자회사 금융기관에게 손실보전을 청구(Sec. 5. (e) Liability of commonly controlled depository institutions)할 수 있도록 하고 있음.

안전망을 제공하는 것이 가능한가, 다시 말하면 사회적 안전망 구축을 위해서 현재 22% 수준의 국민담세율(사회보험 기여금을 합할 경우 약 26%)이 적정한가

- 유연화된 따라서 상대적으로 불안정해진 노동시장 위에 노사정위원회 등을 비롯한 집단적 노사관계 절차 없이 효율적이면서 동시에 생산적인 사회적 안전망 구축이 가능한가

□ 이러한 질문에 재계가 보다 구체적인 답변을 제시하지 않는다면, 이는 필요에 따라 어떤 것은 독일·일본식, 다른 것은 미국·영국식이라는 매우 자의적인 대안이 될 수밖에 없으며, 결국 재벌은 과거로 되돌아가기를 원하고 있다는 비판을 면치 못할 것임.

- 기업을 외생변수에 적응하는 내생변수의 주체로만 간주하는 것은 심각한 오류임. 이것이 이른바 ‘진화론적 기업이론’이 많은 장점을 갖고 있음에도 불구하고, 현실을 제대로 설명하지 못하는 요인임.
- 기업은 외생변수, 즉 경제환경에 적응하는 노력을 할뿐만 아니라, 경제환경을 자신에게 유리하게 변화시키려고 노력하는 주체임. 그 결과 경제환경에 가장 잘 적응한 기업만이 살아남는다는 ‘자연도태론적 진화론’으로는 현실을 설명하기 어려우며, 비효율적인 기업이 경제환경을 오염시킴으로써 생존하고 나아가 경제환경을 지배할 위험성을 은폐하고 있음.
- 구체적인 조정메커니즘에 대한 설명 없이 단지 편의에 따라 이질적인 하부제도를 선택적으로 제시하는 것이 혹시 경제환경을 오염시키는 재벌구조의 사회적 영향력을 반영하는 것은 아닌지 우려됨.

3. 재벌개혁의 구체적 과제

3-1. 이사회 구성 및 기능

□ 기업지배구조 개선을 위한 제도적 노력은 그 시행주체 및 강제성의 정도에 따라 크게 ① 법령으로 강제할 사항, ② 자율규제기관의 권고 사항, ③ 개별 기업의 자율적 내부 지침으로 운용할 사항 등으로 나누어 볼 수 있음.

- 구체적인 지배구조 개혁과제를 어떤 형식으로 제도화(institutionalization)하고 집행(implementation)할 것인가에 대해 논리적 기준도 불분명하며 또한 각국마다 상당한 차별성이 존재하는 것이 현실임.

- 국내적으로는 이에 대해 시민단체(법령에 의한 강제성 강조)와 재계(경영적 판단에 의한 자율성 강조) 사이에 첨예한 의견 대립이 존재함.
- 특히 재계에서는 이사회 구성 및 기능에 대한 법령상의 제약이 global standard를 넘어 과잉규제 수준에 이르렀다고 비판하고 있음.
 - 그러나 최근 대규모 회계부정 사건에 대한 미국의 강력한 대응조치, 즉 Sarbanes-Oxley Act of 2002⁶⁾와 NYSE 및 NASDAQ의 상장기준 강화⁷⁾ 내용은 우리에게 시사하는 바가 매우 큼. 미국의 기업지배구조가 완벽한 것은 아니지만, 시장의 결함을 신속하게 보완할 수 있는 제도혁신 능력이야말로 미국 경제시스템의 최대 강점이라고 할 수 있으며, 이는 일본의 장기침체와 분명히 대조되는 측면임.
 - 한국의 기업, 특히 재벌은 미국 기업들과는 비교할 수 없는 지배구조 상의 문제점을 안고 있는 것이 현실이므로, 무엇보다 이사회 기능을 강화할 수 있는 방향으로 제도개선을 이루어나가야 할 것임.

6) Sarbanes-Oxley Act of 2002의 내용 및 그 함의에 대해서는 김준기(2002) 참조. 그 주요 내용으로는, 1) 임직원의 책임 강화: CEO/ CFO의 회계보고서 인증제(Certification) 도입, 내부자에 대한 대출 금지, 분식회계 수정에 따른 보너스와 수익의 몰수, 이사나 임원의 취업 금지; 2) 감사위원회의 독립성 강화; 3) 회계법인에 대한 규제: 기업회계감독국(Public Company Accounting Oversight Board) 설립, 회계감사의 독립성 기준 강화; 4) 내부고발자의 보호; 5) 기업분석가(analyst)의 독립성 강화 및 이해상충 규제; 6) 변호사의 보고 의무; 7) 형사상의 제재 강화, SEC 감독 및 처벌권한 확대 및 민사상의 공소시효 연장.

7) ○ NYSE의 상장기준 강화 내용: 사외이사만의 정기적 회의 개최; 사외이사후보추천위원회는 전원 사외이사로 구성; 보상위원회 내규 제정; 외부감사인의 선임 및 해임 권한은 감사위원회가 전적으로 행사; 감사위원회 내규 제정, 모든 스톡옵션 부여에 대해 주총 승인 의무화; 기업지배구조 가이드라인 제정 및 공시; 상장기준 준수에 대한 CEO의 증언 의무; 독립적 사외이사의 결격사유 강화(회사로부터 퇴직한 지 5년이 경과하지 않은 자, 외부감사인인 회계법인으로부터 퇴직한 지 5년이 경과하지 않은 자, 해당회사의 사내이사가 보상위원회 위원으로 근무하고 있는 회사로부터 퇴직한 지 5년이 경과하지 않은 자, 상기 열거된 자의 친척). http://www.nyse.com/pdfs/corp_gov_pro_b.pdf 참조.

○ NASDAQ의 상장기준 강화 내용: 전 상장회사에 대해 사외이사의 비율 50% 이상으로 강제; 감사위원회는 전원 사외이사로 구성; 보상위원회와 사외이사후보추천위원회는 단 한 명의 사내이사만 허용; 외부감사인의 선임 및 해임 권한은 감사위원회가 전적으로 행사; 외부감사인의 비감사 업무에 대한 승인도 감사위원회가 전적으로 행사; 모든 스톡옵션 부여에 대해 주총 승인 의무화; 이사 교육 의무화; 기업지배구조 가이드라인 제정 및 공시; 사외이사만의 정기적 회의 개최; 독립적 사외이사의 결격사유 강화(대주주 및 사내이사의 친척, 외부감사인인 회계법인의 고용인, 회사로부터 퇴직한 지 3년이 경과하지 않은 자). http://www.nasdaqnews.com/news/pr2002/ne_section02_141.html 참조.

3-1-1. 이사의 선임 및 해임

- 주식회사에서 지배구조와 관련한 일차적 책임 및 권한은 이사회에 있음.
 - 어떤 절차에 의해서든 이미 추천된 이사회후보를 주총에서 부결시키는 것이나, 선임되어 활동 중인 이사를 임기 중에 해임하는 것(주총 특별결의, 즉 참석주식수의 2/3이상 찬성 요)이 현실적으로 대단히 어려운 일임을 감안하면, 결국 이사회실질적 의미는 이사회후보의 추천 과정에서 사실상 결정되는 것이라고 볼 수 있음.

- 그럼에도 불구하고, 이사들에 대한 평가 및 보상시스템의 운용(interim), 이사들의 선관주의의무 및 충실의무에 대한 책임 추궁(ex post) 등을 통해 이사들의 인센티브에 영향을 주는 방법 이외에, 사전적으로(ex ante) 이사회후보 추천권 자체에 엄격한 법률적 제약을 가하는 것은 대단히 어려움.
 - 특히 주주 이외의 자에게 이사 선임권을 부여하는 문제(노동자의 경영참가 문제, 부실기업 또는 부실우려기업의 지배권을 채권단으로 이전하는 문제 등)는 재벌개혁의 차원을 벗어나는 것임.

- 따라서 이사 선임과 관련하여 현행 법령체계 하에서 시행할 수 있는 유일한 제약은 사외이사의 비율을 높이고 사외이사후보추천위원회 의사결정 과정의 투명성을 제고하는 것임. 최근 NYSE 및 NASDAQ의 상장기준 강화 내용은 중요한 가이드라인이 될 수 있을 것임.
 - 즉 현재 자산 2조원 이상의 대형 상장·등록법인, 금융기관에 대해서만 사외이사 비율을 50% 이상으로 하고 사외이사후보추천위원회를 통해 그 후보를 추천하도록 하고 있는 것을 모든 상장·등록법인에 대해 적용하도록 하거나 또는 최소한 적용대상 확대 일정을 명시해야 할 것임.
 - 또한 사외이사후보추천위원회 운용에 관한 내규를 이사회 결의를 통해 정하고 이를 공시하도록 함으로써 후보추천 과정의 투명성과 책임성을 제고해야 할 것임.

- 그 외, 이사의 선임 및 해임과 관련하여 보완하여야 할 사항으로서,
 - 집중투표제 의무화, 즉 집중투표제를 정관에서 배제할 수 있도록 한 상법 제382조의2 제1항의 단서 삭제
 - 감사위원인 사외이사의 선임 시 대주주의 의결권 제한(개별 주주별로 3%)

을 상임 감사위원과 마찬가지로 동일인 개념(특수관계인 포함 3%)으로 강화

- 사외이사가 아닌 상임이사 후보를 일반 주주들이 추천할 수 있는 유일한 방법인 주주제안의 실효성 강화(상장·등록법인의 경우 주총 소집공고 및 주총 목적사항 공시는 주총 2주전까지인데 반해, 주주제안은 6주전까지 해야 함.)
- 이사 선임은 주총 보통결의로, 이사 해임은 주총 특별결의로 차별화되어 있는 것도 개정 검토

3-1-2. 이사들에 대한 평가 및 보상시스템

- 최근 미국 기업들의 회계부정 사건을 계기로, 과도한 스톡옵션 부여에 따른 문제(단기이익주의 심화, 분식회계 및 내부자거래의 유혹 등)가 크게 부각되고 있음.
 - 우리 나라의 경우 경영자 노동시장의 미발달로 과도한 스톡옵션 부여의 문제는 아직 심각하게 나타나지는 않음.
 - 오히려 우리 나라에서는 이사들에 대한 보상을 결정하는 기준과 절차, 그리고 실제 지급 내역이 전혀 공개되지 않는다는 문제, 그리고 성과와 보상을 연계함으로써 이사와 주주의 이해를 일치시키는 시스템이 거의 구축되어 있지 않다는 문제가 더욱 심각한 상황임.
 - 거의 모든 기업이 주총에서 이사 전체의 보수총액한도(스톡옵션을 제외한 고정급과 성과급의 합계액)만을 승인하는 안전을 상정하고 있으며, 사업보고서와 감사보고서 역시 사내이사와 사외이사 전체의 보수지급액만을 보고하고 있는 실정임.
- 이에 대한 개선 방안(김우찬(2002))으로는,
 - 보수책정의 기준과 절차 공시: 보상위원회의 존재 여부 및 존재하는 경우 그 구성방법, 보상을 회계지표에 연동시키는 경우 지표의 산출 방법 등.
 - 등기이사별 과거 보수지급내역 공시: 고정급, 단기성과급, 장기성과급, 주식매수선택권 등 항목별로 지급내역 공시.⁸⁾
 - 비교대상기업군(comparable firms)과의 성과 비교: 비교대상기업군의 평균 누적주가 수익률을 공시기업의 주가수익률과 함께 공시.

8) 최근 스위스 증권거래소(SWX)는 퇴직한 등기이사에 대해서도 보수내역을 공개하도록 하고 있음.

- 한편, 이사들에 보상 중 그 비중이 크게 증가할 것으로 예상되는 스톡옵션의 운영방식에 대한 개선도 검토하여야 할 것임.
 - 스톡옵션의 회계처리: 현행 기업회계기준은 불완전하나마 스톡옵션을 비용 처리하도록 하고 있는데, 특히 최소가치법과 공정가액법 중에서 선택할 수 있는 주식교부형의 경우 대부분의 기업이 비용을 과소계상할 우려가 있는 최소가치법을 사용하고 있으며, 주가 변동성이 클수록 최소가치법의 과소계상 위험은 커짐.⁹⁾ 미국 기업들의 회계부정 사건 이후 논의되고 있는 개선방안을 적극적으로 흡수하여 국제적 정합성을 갖춘 회계기준을 정립하여야 할 것임.
 - 성과연동형 스톡옵션 제도의 확대: 현재 조흥은행, 하나은행 등 은행권의 일부기업을 제외하고는 모두 고정형 스톡옵션을 시행하고 있음.¹⁰⁾ 행사가격 또는 행사수량을 성과에 연동시키는 방향으로 나아가야 할 것임.

3-2. 주주권의 행사

- 대부분의 기업에서 형식화되어 있는 주주총회를 활성화하기 위해서는 주주권 행사를 제약하는 현실적인 요소들을 개선시킬 필요가 있음.

3-2-1. 의결권 대리행사 권유(proxy fighting) 절차 간소화

- 보통 주총 공고는 주총일 2주전에 이루어지고 있어, 의결권 대리행사 권유자는 14일 이내에 주주들에게 금감위에 신고된 위임장을 발송하고 회수해야 하는데, 이는 현실적으로 대단히 어려움.
 - 특히 외국인 주주의 경우에는 다단계 절차를 거쳐야 하기 때문에(의안 통보 : 서울상임대리인 → 본국상임대리인 → 주주, 의결권행사 : 주주 → 본국상임대리인 → 서울상임대리인) 주총일 10일전에 의결권 행사접수를 마감하는 것이 일반적임.
 - 따라서 의결권 대리행사 권유를 활성화하기 위해서는 주총 소집 공고를 주

9) 「해석 39-35(주식매입선택권의 회계처리)」는 주식교부형 주식매입선택권의 경우 공정가액법과 최소가치법 중의 하나를 선택하여 일관되게 사용하도록 하고, 차액보상형 주식매입선택권의 경우 내재가치법을 사용하도록 하고 있음. 자세한 내용은 김형태(2002) 참조.

10) 조흥은행, 하나은행의 경우도 행사가격이 상승할 수는 있으나, 하락할 수는 없도록 만든 절름발이 지수연동형 스톡옵션임.

총일 3 내지 4주전까지 하도록 하거나, 참고서류 송부 및 비치 의무를 일정 기일(예컨대 2일) 유예하는 조치 필요.

- 또한 위임장에 인감증명을 첨부토록 하거나 대리인을 주주로 제한하는 등 주주 권 행사를 실질적으로 제한하는 정관 규정을 무효화하는 조치 필요.

3-2-2. 주주총회의 활성화

- 주주제안의 범위 확대

- 주주총회가 경영에 관하여 어떠한 구속력 있는 의결은 하지 못한다 하더라도 경영상 방침이나 경영판단에 관하여 권고적 성격의 결의를 할 수 있도록 상법을 개정할 필요
- 또한 증권거래법은 임기 중에 있는 임원의 해임에 관한 사항을 주주제안할 수 없도록 하고 있는데(시행령 제84조의21 제3항 제6호), 이는 상법에 비해 서도 주주제안 범위를 축소한 것임.

- 투표방법의 개선 : 서면투표제, 전자투표제 도입

3-3. 기관투자자의 의결권 행사 활성화

3-3-1. 국내 기관투자자의 위상

- 기업금융에서 직접금융 비중이 증가하고, 또한 증권시장의 기관화 현상으로 주 주 중 기관투자자의 비중이 증가함에 따라, 과거 수동적인 주주 역할에서 능동 적인 주주로 기관투자자의 역할 변화가 요구되는 것은 전세계적인 현상이라고 할 수 있음.
 - 이에 대비해 볼 때, 국내 기관투자자의 역할은 여전히 기대에 미치지 못한 다고 할 수 있음.
- <표 3>에서 보는 바와 같이, 국내 기관투자자의 주식보유 비중(금액기준)은 1997년 26.23%에서 2001년 15.75%로 크게 하락하였음.
 - 국내 기관투자자와 개인주주의 보유비중 하락분은 거의 대부분 외국인에 의 해 흡수되었음.
 - 국내 기관투자자 중에서도, 은행과 기금 및 공제회를 제외한, 증권사·보험 사·투신사·종금사 등의 상당부분이 재벌의 계열금융기관임을 감안하면,

의미 있는 수준의 주식보유를 통해 기업경영에 영향력을 행사할 ‘독립적인’ 국내 기관투자자는 존재하지 않는다고 할 수 있음.

<표 3> 소유자별 주식분포 추이(연도말 주식수 기준, ()안은 금액 기준) (단위 : %)

	93	94	95	96	97	98	99	00	01
정부	8.58	8.62	8.03	7.40	6.59(11.00)	17.32(19.72)	17.71(16.43)	13.28(14.35)	7.31 (8.14)
기관투자자	27.95	27.21	26.78	26.09	26.03(26.24)	13.61(13.65)	13.67(16.91)	9.45(13.43)	19.20(15.75)
증권	4.72	3.60	2.86	2.23	2.11 (2.16)	1.30 (1.29)	0.84 (0.69)	1.12 (0.98)	0.91 (0.67)
보험	5.78	5.39	5.65	6.46	6.34 (6.53)	3.62 (3.60)	1.79 (2.71)	1.10 (1.14)	1.82 (2.79)
투신	6.17	6.88	6.26	5.77	2.66 (2.97)	1.99 (2.41)	4.79 (8.50)	4.37 (6.74)	2.57 (4.63)
은행	10.72	10.47	11.17	10.55	9.42(10.18)	3.58 (3.09)	3.50 (2.97)	0.56 (3.05)	11.48 (6.60)
중금·금고	0.57	0.87	0.84	1.08	1.16 (1.01)	0.74 (0.75)	1.34 (0.96)	1.21 (0.39)	1.36 (0.62)
기금·공제회	-	-	-	-	4.34 (3.38)	2.38 (2.51)	1.41 (1.07)	1.09 (1.12)	1.05 (0.45)
일반기업	17.16	18.18	18.65	20.65	18.48(19.45)	19.89(19.78)	17.27(19.11)	23.14(22.00)	20.32(17.16)
개인	37.57	36.87	36.42	34.29	39.79(29.59)	38.79(28.87)	38.98(25.87)	39.63(20.04)	38.52(22.32)
외국인	8.74	9.11	10.12	11.58	9.11(13.73)	10.39(17.98)	12.37(21.69)	14.50(30.19)	14.66(36.62)

주 : 1996년까지는 기금·공제회는 일반법인에 포함

자료 : 주식수 기준 자료는 증권거래소, 『증권통계연보』, 각년도

금액기준 자료는 증권거래소 www.kse.or.kr/upload/content2/stocks08.pdf

<표 4> 소유자별 주식 거래회전율(주식수 기준, ()안은 금액 기준) (단위 : 회)

	93	94	95	96	97	98	99	00	01
기관투자자	2.76	2.93	1.50	1.20	1.39	2.06 (2.56)	5.78 (6.92)	4.40 (4.71)	3.42 (4.24)
증권	7.41	7.08	3.75	3.41	4.44	6.19 (7.98)	16.15(23.78)	10.48(19.05)	10.74(18.18)
보험	1.00	1.38	0.66	0.61	0.35	0.78 (0.82)	3.27 (3.31)	2.51 (2.21)	3.03 (2.50)
투신	3.33	3.80	2.34	2.15	4.40	6.70 (7.63)	10.12 (8.54)	5.75 (4.89)	6.47 (5.71)
은행	0.99	1.55	0.78	0.51	0.40	1.04 (1.11)	2.87 (4.97)	3.68 (3.97)	1.04 (1.25)
중금·금고	3.70	3.74	1.35	1.01	1.52	3.16 (3.75)	4.17 (5.73)	1.69 (2.82)	2.40 (3.97)
기금·공제회	-	-	-	-	0.19	0.19 (0.17)	1.02 (1.47)	0.81 (1.45)	2.22 (3.87)
일반기업	0.20	0.28	0.30	0.21	0.24	0.57 (0.55)	0.89 (0.94)	0.65 (0.58)	0.64 (0.52)
개인	7.39	6.68	4.20	4.14	5.90	12.51 (9.96)	20.63(19.71)	17.99(13.65)	28.99(15.24)
외국인	1.41	1.09	1.15	1.08	1.67	2.08 (1.69)	2.02 (1.72)	1.70 (1.69)	2.05 (1.37)
전체	4.12	3.76	2.30	2.10	2.98	6.43 (4.50)	11.17 (8.35)	9.40 (5.38)	13.10 (4.73)

주 : 거래회전율 = 연간거래량(매도+매수)/{(전년말 보유량+당해년도말 보유량)÷2}

자료 : <표 3>과 동일

□ 또한, <표 4>에서 보듯이, 국내 기관투자자의 거래회전율이 경제위기 이후 급격하게 상승한 것으로 나타나고, 장기 주식보유를 통해 기업경영에 영향력을 행사하는 관계투자(relationship investment) 형태의 주식보유와는 거리가 멀다는 것을 확인할 수 있음.

- 경영권 유지를 위해 수익성과는 무관하게 계열사 주식을 보유하는 일반기업을 제외하고는, 그나마 외국인이 국내 기관투자자나 개인주주에 비해 상대적으로 낮은 주식 거래회전율을 보이고 있다는 사실이 한국 주식시장의 현실을 역설적으로 보여주고 있음.
- 국내 기관투자자들은 단기적인 관점에서 주가변화에 대해 민감한 반응을 보이는 단계에는 이르렀으나, 이것이 기업의 지배구조 개선을 통해 장기적으로 국민경제의 안정과 성장에 기여하는 방향으로 나아가고 있다는 증거는 발견하기 어려움.
- 극단적으로 표현하면, 최근 국내 기관투자자는 관계투자자라기보다는 day trader에 보다 가까운 모습을 보이고 있는 것이 현실임.

3-3-2. 기관투자자의 의결권 행사 활성화와 재벌의 계열금융기관을 통한 지배력 확대 문제

- <표 5>에서 보는 바와, 국내 기관투자자의 의결권 행사는 지극히 소극적이며, 행사하는 경우에도 거의 예외 없이 현 경영진에 우호적인 방향으로 행사하고 있음(‘무관심’ 또는 ‘소극적 우호지분’).

<표 5> 국내 투신사 및 자산운용사의 의결권 평균 행사율 (단위 : %)

	전체 단순평균	전체 가중평균	30대 재벌계열	4대 재벌계열	5-30대 재벌계열	은행 계열	증권사 계열	은행·증 권 계열	자산 운용사
2000년	2.1	3.5	3.3	4.5	2.6	2.7	0.8	1.9	0.0
2001년	4.5	7.0	5.1	4.8	5.2	4.2	4.4	4.2	1.3

주 : 행사율 = 의결권 행사 종목 수 / 보유 종목 수

자료 : 신인석(2001), 투신사의 의결권 행사실태와 정책대응, 한국개발연구원

- 투신사(자산운용사 포함)의 의결권 행사에 대한 규제 변화 추이를 보면,
 - 1995년 증권투자신탁업법 개정을 통해 ‘신탁재산에 손실을 초래할 것으로 명백히 예상되는 경우를 제외’하고는 shadow voting 의무화.
 - 1998년 법개정을 통해 의결권 행사를 자유화하면서, 신의성실 의무 및 공시 의무 부가. 단, 계열회사 주식에 대해서는 shadow voting 의무화.
 - 2002년 다시 법개정을 통해, 계열회사 주식에 대해서도 ‘정관변경, 임원임면, 합병 및 영업양수도 등 경영권 변동 관련사안으로서 신탁재산에 손실을 초래할 것이 명백히 예상되는 경우’에는 의결권 행사 허용.

□ 그 외 금융보험회사(신탁관계가 아닌, 소유의 직접적 권리주체가 되는 금융기관)에 대해서는 공정거래법 제11조에서 계열회사 주식에 대한 의결권 행사를 제한하였으나, 2002년 공정거래법 개정을 통해 ‘정관변경, 임원임면, 합병 및 영업양수도 등의 사안에 대해 내부지분율 30%까지’ 의결권 행사 허용.

- 증권투자신탁업법 및 공정거래법 개정의 최대 수혜자는 삼성그룹임(<표 6> 참조).
- 또한 최근 동부그룹은 동부화재와 동부생명을 통해 아남반도체 인수 시도.

<표 6-1> 삼성전자의 내부지분

		주식 수(주)	지분율(%)
현행 공정거래법 상 의결권 행사 가능한 내부지분	삼성물산	5,917,362	3.08
	이건희	3,058,969	2.01
	홍라희	1,088,872	0.71
	삼성복지재단	89,683	0.06
	삼성공제회	37,615	0.02
	이재용	1,170,973	0.77
계(a)		11,363,474	
공정거래법 개정 시 의결권 행사 가능한 추가 내부지분	삼성생명	10,623,814	6.97
	삼성화재 등 기타	1,855,452	1.21
	계(b)	12,479,266	

<표 6-2> 공정거래법 개정 전후 삼성전자 내부지분율 변화

개정 전	내부지분율(a/A)	의결권 행사가능 내부지분(a)	의결권 행사가능 전체주식(A)
		8.51%	11,363,474주
개정 후	내부지분율(c/B)	의결권 행사가능 내부지분(c=a+b)	의결권 행사가능 전체주식(B=A+b)
		16.33%	23,842,740주
증감	7.82%p		

<표 6-3> 삼성전자의 2001년 정기 주주총회 사례를 통한 공정거래법 개정 효과

개정 전	내부지분율(a/D)	의결권 행사가능 내부지분(a)	의결권 행사가능 주총참석 주식수(D)
		12.81%	11,363,474주
개정 후	내부지분율(c/E)	의결권 행사가능 내부지분(c)	의결권 행사가능 주총참석 주식수(E=D+b)
		23.57%	23,842,740주
증감	10.76%p		

자료 : 삼성전자주식회사 제32기 사업보고서(~2000.12.31)에 근거하여 산출

- 기관투자자의 의결권 행사 문제는 의결권 행사를 활성화해야 한다는 일반적인 목표와 재벌소속 금융기관을 통한 지배구조 왜곡 효과를 방지해야 한다는 특수한 목표 사이의 충돌을 조화시켜야 하는 대단히 어려운 문제임.
- 기관투자자의 의결권 행사를 활성화하기 위해서 의결권 행사의 법적 의무화를 고려할 필요가 있음.
 - 미국에서는 1988년 Avon 사례(화장품 회사인 Avon의 회장이 동사의 연기금을 관리하고 있는 자산운용사의 의결권 행사에 개입하여 행사내용을 반복한 사례)에서 감독당국인 노동부는 연기금 관리자는 연기금의 자산가치에 영향을 미치는 사안이라면 의결권을 행사해야 할 의무가 있음을 분명히 하였고(Avon Letter), 이 원칙을 SEC와 OCC도 받아들임으로써 여타 기관투자자에도 확대 적용되었음(ERISA 확산현상(Creeping ERISA)).
 - 한편, 1999년 증권거래소 규정(Combined Code) 개정 당시 의결권 행사의 법적 의무화를 반대하고 단지 권고 사항으로 남겨 두었던 영국도 최근 Myners' Report(Institutional Investment in the U.K. – A Review, 2001.3)의 제안 내용을 모두 받아들이면서, 연금자산 운용기관들의 주주권 행사 의무화를 추진하고 있음. 동 의무에는 의결권 행사만이 아니라 경영진에 대한 적극적인 모니터링 및 대화도 포함되어 있다는 사실에 주목할 필요가 있음.¹¹⁾
 - 우리 나라에서는 이미 각 투신사가 채택하고 있는 내부통제기준에 ‘적극적으로 의결권 행사에 참여하여야 한다’고 규정하고 있으나 사실상 아무런 효과를 발휘하지 못하고 있음을 감안할 때, 법적 의무화가 반드시 필요함.
 - 다만, 의결권 행사 의무화 대상안건은 기존의 증권투자신탁업법 및 공정거래법 규정처럼 ‘정관변경, 임원임면, 합병 및 영업양수도 등’ 경영권 변동관련 주요 사안으로 한정하는 것이 바람직할 것임.
 - 또한, 의결권 행사를 담당할 부서(굳이 이 업무만을 담당하는 전담부서일 필

11) Myners' Report 중 기관투자자의 주주권 행사와 관련한 내용을 보면, 1) 미국의 ERISA 입법례와 같이 영국도 연금자산 운용기관들에 대해 주주권 행사를 법적 의무화해야 함; 2) 동 의무에는 경영진에 대한 적극적인 모니터링과 대화, 그리고 의결권 행사가 포함되어야 함; 3) 그러나 동 의무는 주주권 행사에 따른 비용을 감안해서 연금자산의 가치 제고에 도움을 줄 수 있을 것으로 판단하는 경우에만 구속력을 가짐; 4) 동 의무를 위반하였을 경우에는 손해배상 소송이 가능하도록 해야 함; 5) 동 의무의 이행 여부를 모니터링할 수 있도록 주주권 행사 내역을 공시해야 함.

요는 없음)를 설치하도록 하고, 의결권 행사 기준 및 절차를 규정한 내부문서를 갖추고 이를 공시하도록 해야 할 것임.

- 국민연금 등 공적 연기금에 대해 이상의 조치를 우선적으로 시행하고, 민간 금융기관으로 점차 확대하는 방안도 생각해 볼 수 있음.

□ 한편, 재벌소속 금융기관이 보유한 계열사 주식에 대한 의결권 행사는, 적어도 당분간은, 원칙적으로 금지하는 것이 바람직하다고 판단함.

- 굳이 대안을 찾는다면, 의결권 행사에 대한 책임을 이사회에 부여하는 것을 고려할 수 있음. 특히 계열사의 '정관변경, 임원임면, 합병 및 영업양수도 등'에 대한 사안은 소액투자자 또는 외부주주와의 이해충돌이 야기될 가능성이 높으므로, 의결권 행사 방향에 대해 이사회 사전 의결을 거쳐 공시하도록 함으로써 사후적으로 이에 대한 책임추궁이 가능하도록 해야 할 것임.

3-4. 주주대표소송의 실효성 제고

□ 주주대표소송(derivative suit)은 주주가 회사를 대신하여 이사의 책임을 추궁하기 위해 제기하는 소송으로서, 승소한 경우에도 손해배상금이 원고 주주에게 지급되는 것이 아니라 회사에 귀속되며, 원고 주주는 단지 소송비용을 회사에 청구할 수 있는 권리만 가질 뿐인 공익적 성격의 소송임.

- 따라서 일반적으로 주주는 주주대표소송을 제기할 경제적 실익이 없으며, 또한 악의에 의한 소 제기 시 그 피해를 배상하도록 하는 벌칙 규정이 있음을 감안하면, 재계의 우려와는 달리, 남소의 가능성은 없으며 현실적으로도 거의 활성화되어 있지 않음.
- 재벌 지배구조의 문제를 시정할 수 있는 유력한 수단으로서 주주대표소송을 활성화하기 위해서는, 무엇보다 먼저 미국 및 일본의 경우처럼 단 1주의 주식을 가지더라도 소 제기를 할 수 있도록 주주대표소송을 단독주주권화할 필요가 있으며,
- 그에 못지 않게 중요한 사항으로서, 주주대표소송의 실효성을 높일 수 있도록 구체적 제도 보완이 필요함. 삼성전자 주주대표소송의 사례를 통해 살펴보기로 함.

□ 2001년 12월 27일 수원지법의 삼성전자 주주대표소송 1심 판결은 한국의 소액주

주운동과 기업지배구조 개선에 기념비적인 사건으로 기록될 것임.

- 977억원이라는 배상금액 면에서도 그렇지만, 무엇보다 삼성전자라는 한국 최고의 기업을 상대로 한 소송이라는 점에서 그 의미는 매우 큼.
- 경영판단(business judgement) 문제에 대한 최초의 판례를 남겼으며, 특히 범죄행위(뇌물공여)는 설사 이로 인해 회사가 이익을 볼 가능성이 있다고 하더라도 경영판단으로 보호될 수 없음과, 상속증여세법상의 비상장주식 가격산정 기준은 조세징수권자의 행정기준일 뿐 민간영리기업 이사들의 선관주의 의무를 면책할 수 있는 근거가 될 수 없음을 분명히 한 의미가 있음.

□ 그럼에도 불구하고, 이번 판결은 여러 가지 측면에서 아쉬움과 함께 제도 개선의 여지를 남기고 있음.

□ 첫째, 여전히 한국 법원은 경영판단 문제에서 소극적인 입장을 취하고 있음.

- 이천전기 인수 건 및 삼성종합화학 주식 저가매각 건에서 이사들의 책임을 인정하였으나, 그 근거는 ‘이사들의 경영판단에 문제가 있었다’는 것이 아니라 ‘이사들이 사실상 경영판단을 하지 않았다’는 것임. 이사 또는 경영진, 심지어 실무진 차원에서나마 관련자료를 사전에 검토했다는 것을 입증했다면 책임을 묻지 않겠다는 태도였음.
- 예컨대, 주채권은행에 의해 이천전기의 퇴출이 결정된 이후에 삼성전자가 이천전기에 대한 지급보증을 출자로 전환한 것을 정당한 경영판단으로 인정하는 것에서 알 수 있듯이, 사실상 모든 경영판단을 수용하는 태도를 보이고 있음.

□ 둘째, 이사회에 출석하지 않은 이사회에 대해서는 책임을 묻지 않았음.

- 미국에서는 이사회에 불참하는 ‘허수아비 이사’인 경우 그 자체로 이사로서의 의무를 다하지 않은데 대한 책임을 인정한 사례가 많음.
- 이번 판결은 향후 민감한 사안의 이사회 의결 시 지배주주의 고의 불출석을 유도하는 악영향이 우려됨.
- 나아가 상법상의 업무집행지시자(사실상의 이사, shadow director) 개념을 사문화시킬 것으로 우려됨. 내부고발자가 없는 한 주주대표소송의 원고가 지배주주의 개입 사실을 입증하는 것이 불가능함을 감안할 때, 이사회 불출석한 지배주주의 책임을 물을 수 있는 방법이 사실상 없음.

□ 셋째, 감독당국 조사의 한계를 드러냄.

- 중앙일보, 삼성물산, 삼성중공업에 대한 부당지원을 이유로 한 청구는 기각되었는데, 부당지원 사실이 존재함에도 불구하고 이사들이 그 결정에 관여한 증거가 없다는 것이 기각 사유임.
- 공정거래당국 및 금융감독당국이 불공정거래 조사 시 의사결정의 책임자 및 업무관계자를 밝히지 않는다면, 제재와 구제의 실효성을 확보하기 어려울 것임.

<표 7> 삼성전자 주주대표소송의 개요 및 1심 판결 취지

원고	피고	청구액	배상액	배상이유
소액주주 22명 (0.0139%)	삼성전자 전현직 이사 11명	3512억원	977억원 (이사 10명)	뇌물공여 부실기업 인수 유가증권 부당 저가매각

청구원인	판단	청구액	인용액
대통령에 대한 뇌물공여	(인용) 이건희 이사가 삼성전자에서 조성한 자금으로 대통령에게 제공한 것이 인정되며, 범죄행위이므로 불가피하거나 경영판단대상이 되는 행위가 아님.	75억원	75억 (100%)
중앙일보에 대한 부당지원	(기각) 공정위가 적발한 계열사와의 부당내부거래에서 피고 이사들이 관여하거나 승인한 사실이 입증 안됨.	3.7억	없음
삼성물산, 삼성중공업에 대한 부당지원	상동	48.4억	없음
이천전기 인수 및 지급보증	(인용) 이천전기는 삼성전자가 인수하기 직전 전액 자본잠식 상태였고, 단기차입이 없으면 즉시 부도처리될 수 있는 상황이었음. 이천전기의 인수를 결의한 이사들은 비정상적인 재무상황에 대해 관련 자료를 검토하고 회사의 이익을 고려하는 등 인수위험을 고려해야 하는데도 사전검토도 없이 이사회 1시간만에 인수를 결정하여 선량한 관리자로서의 주의의무를 다하지 못함. (기각) 지급보증 부분과 퇴출판정 이후 이천전기에 대한 출자부분은 이사들의 임무해태라 볼 수 없으며, 이건희, 이학수가 이천전기 인수결의에 개입한 사실을 인정할 수 없음.	1904억	276억 (14.5%)
보유유가증권의 부당한 저가매각	(인용) 10,000원에 매입한 삼성종합화학 주식을 주가가치의 하락 원인이 없는에도 순자산가치(5,733원) 및 한술제지로부터의 매입가격(6,600원)보다 현저히 낮은 2,600원에 계열사에 매각한 것은 부당함. 상속세법상 비상장주식 평가기준은 지배권이 포함되며, 참고가격이 있는 주식의 가격산정에 적용하는 것은 부당함. 이사들은 회계법인이 상속세법에 따라 계산한 주가가치라고 하더라도 다른 자료를 제시받지도 않았으며 사전에 검토하지 않고 1시간만에 매각을 결정한 것은 임무해태임. (기각) 삼성종합화학의 적정가격은 5,733원으로 삼성전자가 10,000원에 매입한 것이 이사의 의무해태라 할 수 없음. 또한 이건희, 이윤우, 윤종용이 주식의 저가매각결의에 영향을 미친 사실을 인정할 수 없음.	1480억	626억 (42.3%)

3-5. 증권집단소송제도의 조기 입법화

- 2001년 11월 2일 법무부가 주최한 증권집단소송제 관련 공청회에서, 도입 자체를 반대한 재계를 제외한다면, 토론 참여단체 모두가 도입 찬성 차원을 넘어 법무부 시안보다 훨씬 강화된 제도 도입을 주장하였음. 즉 시민단체만이 아니라, 법원·변호사협회·증권관련기관·관련분야 학자 등의 전문가들이 모두 도입 자체에 대해서는 이론의 여지없는 완벽한 합의를 이룬 상태임을 재계는 인식하여야 할 것임.
 - 재계의 반대는 상당부분 증권집단소송제에 대한 오해에서 비롯된 것으로 보임. 단체소송 제도를 갖고 있는 유럽 국가들도 최근에는 집단소송제 도입을 적극 검토하고 있으며, 최근 러시아와 중국도 집단소송제를 도입하였음.
 - 또한 현재 국회 법사위에 계류 중인 정부안의 내용도 미국식 집단소송제와는 커다란 차이를 갖고 있음. 소비자·환경분야는 제외하고 단지 증권분야에만 적용하고 있으며, 그나마도 시세조정·분식회계·허위공시 등의 매우 협소한 영역만을 대상으로 하고 있음. 형평성이 문제된다면, 소비자·환경분야로의 확대를 주장하여야지, 증권분야 도입 반대를 주장하는 것은 이해하기 어려움.
 - 무엇보다 시세조정·분식회계 등이 이루어지는 경우 최대의 피해자가 누구인지 생각해볼 필요가 있음. 투자자도 피해를 보지만, 가장 큰 피해자는 역시 기업임. 대우그룹의 분식회계, 벤처기업을 상대로 한 주가조작 사례 등의 최대 피해자가 결국 누구였는가를 보면 증권집단소송제 도입의 필요성을 확인할 수 있을 것임. 물론 단기적인 비용이 발생하는 것은 분명하지만, 이것은 미래의 더 큰 편익을 위한 투자이며, 그 최대 수혜자는 기업임.
- 또한, 현 정부안을 보완할 필요성이 있음.
 - 사실상 현 정부안에는 제도의 실효성을 의심케 할 정도로 과도한 남소방지장치(법원의 사전허가, 최소 원고 수 상향조정, 주식보유 의무기간 설정, 소송대표자의 자격 제한, 동일인의 집단소송 제기 횟수 제한, 과도한 소송인지대 부과 등)를 두고 있음. 아쉬운 점이 없지 않으나, 생소한 제도의 신규 도입이라는 차원에서 이러한 남소방지장치에 대해서는 일단 수긍함.
 - 한편, 시세조정 혐의는 모든 기업을 적용대상으로 한 것은 매우 긍정적이나, 분식회계와 허위공시를 자산 2조원 이상의 기업으로 제한한 것은 심각한 문

제임. 규모가 작은 기업에 투자했다는 이유로 손해를 보상받을 수 있을 길을 제한하는 것은 평등권 위반이며, 결국 거대규모 기업에 자금을 집중시키는 역효과를 초래할 것으로 우려됨.

- 특히 분식회계의 경우 위반행위 대부분이 자산 2조원 미만에서 발생하였음. 참여연대가 조사한 바에 따르면, 1998년 이후 2001년 8월까지 총 185건의 금융감독원 지적 사항 중 자산 2조원 이상은 16건(8.7%)에 불과함. 전면 확대 또는 최소한 향후 대상 확대를 위한 일정을 명확히 해야 할 것임.
- 허위공시의 경우는 현재 시장성속도가 미흡함을 감안하여 최초 도입시는 2조원 기준을 수용함. 단, 이 역시 향후 대상 확대를 위한 일정을 명시해야 할 것임.

3-6. 출자총액제한제도의 개선

- 2002.1.26 개정된 공정거래법은 출자총액제한제도의 적용대상을 자산 5조원 이상의 기업집단으로 축소함과 동시에 적용제외 및 예외인정 사유를 대폭 확대함으로써 총 한도초과액 중 규제 금액보다 비규제 금액이 훨씬 많아지게 되어, 제도 도입의 취지 자체를 부정하는 결과를 초래하였음.

<표 8> 2002.4 현재 민간 12개 기업집단의 출자 현황 (단위: 억원, %)

	순자산액 (A)	출자총액 (B)	출자비율 (B/A)	적용제외		예외인정 소계(D)	합계 (E=C+D)	비율 (E/B)
				소계(C)	(동종/밀접)			
삼성	341,348	62,184	18.22	13,402	11,904	7,951	21,354	34.34
LG	168,952	59,650	35.31	3,845	2,013	25,316	29,158	48.88
SK	169,534	64,592	38.10	12,979	12,875	5,107	18,086	28.00
현대자동차	146,733	35,659	24.30	15,544	15,539	4	15,547	43.60
한진	56,412	10,369	18.38	2,870	1,546	997	3,867	37.29
현대	12,712	12,166	95.70	75	-	7,574	7,649	62.87
금호	18,289	13,040	71.30	2,638	338	1,210	3,848	29.51
현대중공업	30,713	18,264	59.46	408	227	10,391	10,799	59.13
한화	23,783	18,252	76.74	988	333	9,982	10,970	60.10
두산	27,114	13,441	49.57	6,130	2,211	1,408	7,539	56.09
동부	17,190	5,265	30.63	399	193	1,089	1,488	28.26
현대정유	12,254	1,103	9.00	-	-	-	-	0.00
합계	1,025,034	313,985	30.63	59,278	47,178	71,026	130,303	41.50

출처: 공정거래위원회

- <표 8>에서 보는 바와 같이, 2002년 4월 현재 자산 5조원 이상의 12개 민간 기업집단 전체의 출자총액 31.4조원 중 41.50%에 달하는 13.0조원이 각

종 적용제의 및 예외인정 사유로 인해 규제를 받지 않게 되었음.

- 특히 이번 출자총액제한제도 변경의 핵심 사항인 ‘동종업종 및 밀접한 관련 업종’에 대한 출자의 경우 총 4.7조원으로서 전체 적용제의 금액 5.9조원의 79.59%를 차지하고 있음.
- 상기 자료는 4월 1일을 기준으로 한 것으로서, 공정거래법이 올해 초 개정·공표되고 그 시행령이 4월에 공표되었음을 감안하면, 출자총액제한제도 개악의 효과는 앞으로 더욱 심각하게 나타날 것으로 예상됨.

□ 출자총액제한제도는 재벌총수가 소수의 직접 출자분에도 불구하고 절대다수의 의결권을 통제하는, 그럼으로써 기업가치 제고와는 무관하게 사적 지배이익(private benefit of control)을 추구하는 기업지배구조 상의 문제를 완화하기 위한 최소한의 장치임.

- 이러한 사적 지배이익의 추구 수단으로 비관련 다각화 출자(이른바 문어발식 확장)가 이용되는 경우가 많은 것은 사실이지만, 관련 다각화 또는 업종전문화 출자라고 해서 문제가 없는 것은 아님.
- 그런데 이번 제도 변경은 ‘비관련 다각화 투자는 규제해야 되나 업종전문화 투자는 괜찮다’는 식의 지극히 잘못된 전제에 입각하고 있는 것임. 이것은 경제학적으로나 현실적으로 정당화될 수 없는 전제임.

□ 보다 심각한 문제는, 무엇이 비관련 다각화이고 무엇이 업종전문화인가, 또는 무엇이 기업경쟁력 강화 및 핵심역량 집중을 위한 출자인가에 대한 객관적 기준이 있을 수 없다는 것임.

- ‘동종업종’은 한국표준산업분류 중분류를 기준으로 출자기업과 피출자기업이 각각 일정비율 이상의 매출액을 기록하고 있는 산업으로 정하고 있으며, ‘밀접한 관련 업종’은 판매, 유지, 관리, 보수, 생산, 부품공급 등에 있어 50% 이상의 거래관계를 가진 경우로 규정하고 있음.
- 그러나 한국표준산업분류 중분류가 업종전문화 여부를 판단하는 객관적 기준이 될 수 없음은 물론, 매출액 또는 거래관계의 일정 비율로 다각화의 관련성 여부를 구분하는 것도 사실상 불가능함.
- 결국 그 기준을 지나치게 세밀하게 규정하는 경우에는 개별산업 및 개별기업의 현실을 무시하는 경직적 규제가 될 것이고, 반대로 그 기준을 지나치게 느슨하게 규정하는 경우에는 규제로서의 실효성을 상실하게 될 수밖에 없는 근본적인 한계를 안고 있음.

□ 나아가, 현행 규제방식은 제도 자체의 동태적 안정성을 보장하지 못함으로써 궁극적으로 정부정책의 예측가능성과 신뢰성에 치명적인 손상을 주는 결과를 초래할 것임.

- <표 9>에서 보는 바와 같이, 재벌들 상호간에 출자비율과 동종업종 내 출자비중이 매우 이질적인 상황에서, 동종업종 및 밀접한 관련업종의 기준을 어떻게 정하든 간에 관계없이, 개별 기업집단별로 차별적인 효과를 미칠 수밖에 없음. 즉 상대적으로 이익을 보는 기업집단과 상대적으로 손해를 보는 기업집단이 나타날 수밖에 없음.
- 그 결과 특정 기업집단의 특수한 불만을 감안하기 위해 기준을 계속 완화하거나 새로운 예외조항을 만드는 악순환을 반복할 것임.
- 결국 재벌은 출자총액제한의 규제망을 사실상 다 빠져나가면서도 기업의 경영적 판단 문제에 정부가 개입하고 있다는 비난을 하게 될 것임. 이는 정부정책의 예측가능성과 신뢰성에 회복할 수 없는 손상을 줄 것임.

<표 9> 2001.4 현재 30대 재벌의 출자비율과 동종업종 내 출자비중 간 상관관계

		출자비율							
		~10%	~20%	~30%	~40%	~50%	~60%	~70%	70%~
동종업종내 출자비중	~10%	효성		현대산업개발, 영풍	두산	LG	금호	SK	한솔, 대우전자
	~20%	롯데	한진, 신세계	동부		현대, 코오롱			고합
	~30%			삼성	포항제철		제일제당		
	~40%				대림				쌍용
	~50%						한화		
	~60%	태광	동국제강				동양		
	~70%				현대자동차				
	70%~	하나로통신	현대정유	현대백화점	동양화학				

출처: 이동걸·이건범(2101.12)에서 정리

□ 이상의 문제점은 90년대 계열기업군 여신관리제도에 업종전문화정책을 결합하고자 했던 것의 실패 사례에서도 분명히 확인할 수 있음.

- 즉 주력업체 또는 주력업종에 속한 업체의 은행차입금을 여신바스켓비율 관

리에서 제외해주었으나, 재벌들이 주력사업보다는 신규사업의 차입금 확대 수단으로 악용함으로써 재벌규제의 목적도 경쟁력 강화의 목적도 달성하지 못하고 결국 업종전문화정책은 폐기되고 말았음.

- 누구나 동의할 수 있고 그리고 모든 기업에 동일한 효과를 미치는 핵심역량 강화를 위한 출자의 기준을 정하는 것이 원천적으로 불가능한 현실에서, 현재의 출자총액제한제도 역시 과거의 업종전문화정책과 마찬가지로 소기의 성과를 거두지도 못한 채 정부정책에 대한 신뢰성만 악화시킬 것임.
- 현행 출자총액제한제도는 객관적 기준(한국표준산업분류 중분류 기준, 매출액 또는 거래관계의 일정비율 등)을 도입하려는 외형을 띠고 있으나, 그 기준의 이론적·현실적 근거를 마련하기 어렵고 바로 그렇게 때문에 재벌들의 기준완화 로비에 취약할 수밖에 없는 구조를 가지고 있다는 점에서 그 애초 의도와는 정반대로 지극히 자의적인 기준으로 변질되고 말았음.

□ 따라서 출자총액제한제도의 근본적 변경이 요구됨. 그 방향은, 자의적인 적용예외 사유에 객관적 기준을 역지로 끼워 맞추려고 할 것이 아니라, 예외 없는 단순한 기준을 적용하는 것임.

- 첫째, 예외인정 대상을 최소화·단순화함. 즉 법정관리·화의·워크아웃 기업에 대한 출자 등 불가피한 경우에만 예외를 인정하고, 기타 구조조정, 경쟁력 강화, 핵심역량 집중 등등 객관적 기준이 있을 수 없는 사유는 예외인정 대상에서 제외.
- 둘째, 상기 조건하에서 출자총액제한의 규제기준을 현행 25%에서 예컨대 30% 내지 40% 수준으로 상향조정함.
- 셋째, 초과분 해소시한을 예컨대 향후 2년으로 설정함.
- 넷째, 해소시한 내에 완전이행을 보장할 수 있도록 6개월 단위의 초과분 해소계획을 징구하고 그 실적을 평가함. 합리적 사유 없이 해소계획을 이행하지 못한 경우 과징금 부과 또는 주식처분 명령 등의 제재조치를 수반.

□ 마지막으로, 출자총액제한제도를 비롯한 공정거래법 상의 재벌규제에서 가장 심각한 문제점 중의 하나는 규제의 효과를 분석할 수 있는 자료가 전혀 공개되지 않는다는 것임.

- 규제관련 정보가 규제당국과 피규제기업에만 존재하는 상황에서는 효율적인 제도 재설계에 대한 공론화가 원천적으로 불가능함. 결국 공정거래위원회는 재벌들의 막후 로비에 흔들릴 수밖에 없음.

- 공정거래위원회는 보다 적극적으로 정보를 공개함으로써 건설적인 논의가 이루어지도록 해야 할 것임.

3-7. 산업자본의 은행 지배 방지

- 최근 은행법이 개정되었음. 그 주요 내용은,
 - 은행주식의 동일인 보유한도를 10%로 상향조정(산업자본의 경우 10%까지 보유는 허용하지만 4%초과분에 대해서는 의결권 제한)하되, 대주주에 대한 사전적·사후적 금융감독을 강화하고
 - 금융주력자(및 향후 2년 내에 금융주력자로 전환할 계획을 승인받은 자)에 대해서는 추가심사를 거쳐 10%초과 보유도 허용한다는 것임.
- 결국 금융감독에 대한 신뢰성 문제가 관건임.
 - 경제위기 이후 우리 나라의 금융감독기구는 많은 변화와 발전을 경험한 것이 사실임. 그럼에도 불구하고, 글로벌 스탠더드에 비추어 보았을 때 여전히 금융감독당국의 능력(전문성)과 위상(독립성)에 대한 신뢰기반은 취약하기 이를 데 없다는 것 또한 분명한 현실임. 최근 정치권을 뒤흔들었던 각종 권력형 비리 사건들에서 금융감독당국은 신뢰를 쌓기는커녕 불신의 대상으로 전락하였음을 잊어서는 안됨.
 - 또한 기존 재벌로부터 계열분리된 금융그룹(금융주력자)이 은행을 인수하는 경우라고 할지라도 문제가 완전히 해결되는 것은 아님. 재벌이 비은행부문을 장악하고 있는 현실을 감안할 때, 금융주력자는 은행만이 아니라 증권사·투신사·보험사·증금사 등을 계열사로 거느린 금융복합그룹(financial conglomerate)이 될 것임. 금융복합그룹에 대한 통합적 감독체계를 구축하는 것은 국제금융감독기구 차원에서도 최근에서야 논의되기 시작한 미완성의 난제임. 금융감독에서 결코 선진국이라 할 수 없는 우리 나라는 결국 아무런 준비도 없이 새로운 모험에 나서고 있는 셈임.
 - 더군다나 개정 은행법은, 금융주력자로의 전환이 완료된 이후가 아니라, 미래에 금융주력자로 전환하겠다고 약속한 현재의 산업자본에게도 은행주식의 보유와 의결권 행사를 허용하였음. 산업과 금융이 결합된 혼합형 복합그룹(hybrid conglomerate)에 대해서도 금융감독이 효과적으로 이루어질 것으로 기대한다면, 이는 현실을 모르는 순진함의 발로이거나 아니면 현실을 왜곡하는 불순한 의도의 표현임.

- 전술한 바와 같이, 정부가 이토록 조급하게 은행법을 개정한 것은 예외 소유 은행주식을 매각해서 공적자금을 조기에 회수하겠다는 의도일 것임. 공적자금 회수는 매우 중요한 과제임. 그러나 은행의 건전한 소유·지배구조 구축 역시 이에 못지 않게 중요한 과제임. 공적자금 회수를 위해 은행을 재벌에 넘겨주는 것은 소탐대실의 우를 범하는 것임.

- 건전한 금융자본의 육성을 위해서는 산업자본과 완전히 분리된 금융전업자에게 은행의 소유경영을 인정하는 것이 현실적인 대안 중의 하나일 것임.
 - 따라서 과거 사문화되었던 금융전업기업가(자연인) 개념에서 금융전업그룹(기업 또는 기업집단) 개념으로 전환한 것은 긍정적으로 평가할 수 있음.
 - 단, 산업자본과의 관계가 완전히 단절되었음을 확인하기 이전에는 4% 보유 한도를 유지하여야 할 것임. 즉 향후 2년 내 금융주력자로의 전환계획을 승인받는 조건으로 아직 산업자본과 완전히 분리되지 않은 자에게 4% 초과분에 대한 의결권 행사를 허용하는 규정은 폐기되어야 할 것임.

- 다른 한편, 은행산업의 경쟁력을 제고하기 위해서는 소유구조보다는 지배구조 개선에 더욱 강조점을 두어야 함.
 - 이번 개정 은행법에서 은행장 및 사외이사 선임에 대한 기존의 특례규정(은행장후보추천위원회, 사외이사 선임권 제한 등)을 폐기하는 대신 증권거래법의 일반규정을 적용한 것에는 찬성함.
 - 단, 은행의 특수성을 고려하여, 일반 상장법인을 대상으로 하는 증권거래법보다 더 강화된 지배구조 관련 조항이 필요함. 예컨대, 대표소송의 단독주주권화, 집중투표제 의무화 등이 그것임. 이들 조항은 모든 상장·등록법인에 대해 일반적으로 적용되어야 할 것이지만, 일단 은행부문에 대해서는 우선적으로 시행하여야 할 것임.

<참고문헌>

- 공정거래위원회(2002.8), 「2002년 출자총액제한기업집단 주식소유현황」, 보도자료
김우찬(2002) 「CEO 보수의 투명성과 주주가치」, Center for Good Corporate Governance, 『기업지배구조연구』, Vol. 2, 2002 여름호
김준기(2002), 「Enron의 기업지배구조의 실패와 미국의 Sarbanes-Oxley Act of 2002」, Center for Good Corporate Governance, 『기업지배구조연구』, Vol. 3, 2002 가을호(발간 예정)
김형태(2002), 「스톡옵션제도의 문제점과 개선방안」, Center for Good Corporate Governance, 『기업지배구조연구』, Vol. 2, 2002 여름호
신인석(2001), 「투신사의 의결권 행사실태와 정책대응」, 한국개발연구원, 정책연구 시리즈 2001-02
이동걸·이건범(2001.12), 「30대 기업집단 계열사의 출자 및 투자 행태 분석」, 한국금융연구원
이형구(2002), 「사외이사 선임제도 개선방안에 관한 연구」, 한국상장회사협의회, 사외이사 선임제도 개선방안에 관한 심포지엄
전국경제인연합회(2002), 「기업지배구조의 개선방안」, 『기업경영환경 개선을 위한 제도개선방안 수립연구』, 산업자원부 정책용역과제 II
전성인(2001), 「민영화 시대의 은행 지배구조와 감독정책」, 한국금융연구원·한국개발연구원, 2001년 하반기 정책 심포지엄 『은행민영화와 소유 및 지배구조』
조성욱(2002), 「지배구조와 채권자의 역할」, 한국개발연구원, 『한국 기업지배구조의 현황과 개선방향 연구』, KOREI 연구보고서(발간 예정)
좌승희(2001.11), 「민간기업, 소생 가능한가?」, 한나라당 국가혁신위원회 미래경쟁력분과위원회, 국가위기 극복을 위한 경제대토론회 『위기의 한국경제, 어떻게 살릴 것인가』
좌승희(2002.8.29), 「기업의 본질을 올바르게 알아야」, 서울대 경제연구소·한국경제연구원·한국금융연구원, 국제심포지엄 『기업과 재벌의 사회경제적 역할』 개최연설문
참여연대(2002), 「삼성전자 주주대표소송 1심 판결: 의미와 쟁점」, 홍보자료
青木昌彦·奥野正寛 編(1996), 『經濟システムの比較制度分析』, 기업구조연구회·서울사회경제연구소(재벌연구팀) 공역(1998), 『기업시스템의 비교경제학』, 연암

사

Black, B.(2001), 'The Legal and Institutional Preconditions for Strong Securities Markets', UCLS, *Law Review*, Vol 48

Coase, R. H.(1937), 'The Nature of the Firm', *Economica*, Vol. 4

Kim Sang-Jo(2002), 'Financial Sector Reform in Korea: A Dilemma between "Bank-based" and "Market-based" Systems', Korean National Commission for UNESCO, *Korea Journal*, Vol. 42, No. 1, Spring 2002

NASDAQ(2002), 'Nasdaq Takes New Actions on Corporate Governance Reform', http://www.nasdaqnews.com/news/pr2002/ne_section02_141.html

NYSE(2002), 'Corporate Governance Rule Proposal', http://www.nyse.com/pdfs/corp_gov_pro_b.pdf