

## 기업지배구조 개혁에 대한 제언

이 창 민\*

### 논문 초록

본 논문은 국내기업 지배구조 개선에 대한 몇 가지 정책적 제언을 하고자 한다. 법과 규제 위주의 제언보다는 기업이 실천할 수 있는 자율규제 방안에 초점을 맞추었다. 첫 번째, 기업이론(Theory of a firm)에서 주장하듯 지배주주(총수일가)와 기업을 동일시하는 그릇된 관점에서 탈피할 필요가 있다. 두 번째, 중장기적으로 복잡한 소유구조에서 순수지주회사 형태로의 전환이 필요하며, 기업집단 내의 일감몰아주기 지양할 필요가 있다. 세 번째, 기업 경영진들은 적극적 기관투자자와의 소통을 강화할 필요가 있다. 마지막으로, 기업의 생애주기(Life Cycle)상 국내 대기업집단(재벌)은 지배주주(총수일가), 전문경영인 및 이사회역할 재정립을 적극적으로 고려해야 한다.

핵심 주제어: 기업지배구조, 지배주주, 지주회사, 일감몰아주기, 기관투자자, 전문경영인, 이사회  
경제학문헌목록 주제분류: G30

투고 일자: 2017. 6. 19. 심사 및 수정 일자: 2017. 7. 24. 게재 확정 일자: 2017. 7. 28.

\* 한양대학교 경영대학 부교수, e-mail: changmin74@hanyang.ac.kr

## I. 서론

기업지배구조(Corporate Governance)란 추상적이고 복합적인 개념이다. 일반적으로 광의의 의미는 상장기업의 구조와 의사결정 기제(Mechanism)<sup>1)</sup>이다. 경영진, 이사회, 주주(Shareholder) 간 견제와 균형을 통해 객관적으로 설정된 목표를 효과적으로 달성할 수 있는 투명하고 책임 있는 시스템을 말한다. 협의의 의미는 기업에 자본을 공급한 투자자가 투자의 수익률을 보장받는 방법<sup>2)</sup>이라 할 수 있다.

그러나 국내의 경우 지배구조의 문제는 일반적으로 대기업집단(재벌)의 복잡한 소유구조(Ownership Structure)의 문제로 인식되고 있다. 계열사 간의 복잡한 출자구조(피라미드, 상호출자, 순환출자 등)가 여러 가지 문제를 만들고 있기 때문이다. 하지만 이러한 국지적인 인식은 기업지배구조 문제인식에의 장애물이며, 그 개선방향을 도출함에 있어서도 도움이 되지 않는다.

Jensen and Meckling(1976)은 이론적으로 기업지배구조의 문제를 대리인문제(Agency Problem), 즉 기업경영에 있어 경영진의 도덕적 해이의 문제를 해결하는 방법으로 바라보고 있다. 기업의 주인인 주주의 이익을 대변하지 않는 대리인(경영진)을 적절하게 통제하고 감시하는 것이다. 좀 더 학문적인 정의로는 주인과 대리인 사이의 불완전한 계약(Incomplete Contract)을 보완하는 기제이다. 당연히 기업지배구조는 기업 내부에 있을 수도 있고 기업 외부에 있을 수도 있다. 즉, 지배구조는 크게 내부지배구조(Internal Governance)와 외부지배구조(External Governance)로 구분된다. 내부지배구조는 소유구조, 기업내규, 주주총회, 이사회, 임원진 연봉계약 등이 있으며, 외부지배구조는 규제, 법(회사법, 상법, 공정거래법, 자본시장법 등), 인수합병(M&A) 시장, 언론 등이 대표적이다.

그러나 최근은 많은 연구들은 기업지배구조가 목적에 부합하게 작동하고 있는지에 대해 의문을 제기하고 있다. 예를 들면, Morse et al. (2011)은 미국기업들을 대상으로 이사회가 제대로 작동하지 않는 경우, CEO가 자신의 연봉계약을 사후적으로 조작한다는 증거를 제시하였다. Fracassi and Tate(2012)는 이사진과 CEO의 실질적 관계를 나타내는 지수를 고안하였다. (1) 현재 외부에 같이 고용되어 있는 조직이 있는지 여부, (2) 과거 동일한 조직에 고용되어서 활동했던 적이 있는지 여부, (3) 동

1) Monks and Minow(2011).

2) Shleifer and Vishny(1997).

일시기에 동일 교육기관에 다녔는지 여부(이른바 학연), (4) 그리고 비직업적인 (연합회, 사회단체 또는 자선단체 등) 동일 단체의 회원 여부 등이다. 각각의 이사들이 이 기준에 따라 CEO와의 친밀도 여부가 수치화 되었다. 그리고 이사진들이 CEO와 관계가 친밀할수록 여러 가지 기업의사결정이 왜곡됨을 보였다. 즉, 지배구조의 가장 선진국이라 여겨지는 미국에서조차도 지배구조에 허점이 많으며 개선이 필요하다는 주장이다.

본 논문은 국내기업 지배구조 전반적 개혁에 대한 몇 가지 제언을 하는 것을 궁극적인 목표로 한다. 그러한 목적을 위해서 우선 기업지배구조의 이론적 배경을 소개한다. 기업지배구조는 단순히 경영관습의 문제가 아니라 경제학(Economics)과 재무학(Finance)에 뿌리를 둔 엄연한 학문적 분야의 하나이다. 이는 경제적 생산성과 효율성 향상, 기업 가치의 개선 등 경제학적으로 중요한 이슈에 대하여 여러 가지 이론적, 실증적 연구와 토론이 진행되는 분야라는 것이다. 본 논문에서 이를 다루는 이유는 종종 기업지배구조를 둘러싼 토론이 정치적 또는 “친기업 vs 반기업”으로 흐르는 것에 대한 경종을 울리기 위함이다.

두 번째로, 기업지배구조를 둘러싼 시대적 배경을 언급한다. 이는 첫 번째와 일부 맥락을 같이 하는데 요지는 현재 한국의 경제상황이 기업지배구조의 개혁을 요구하는 시점이라는 것이다. 한국경제의 전환기에 쫓고 넘어가야 할 여러 가지 경제적 의제(Agenda) 중 하나라는 것이다. 대표적인 것이 거시 경제적 상황이다. 고도 성장기에는 기업을 둘러싼 대다수의 이해관계자들이 성장의 혜택을 공유하므로 지배구조의 중요성에 대한 인식이 약한 경우가 많다. 그러나 저성장기에는 기업의 위험관리, 위기의 돌파구 마련으로서의 혁신, 기업성과의 배분문제가 더 중요해진다. 이는 합리적 의사결정 기제로서의 지배구조의 중요성이 부각되는 계기가 된다.

세 번째는, 한국기업 지배구조의 대표적 문제점과 개선방향에 대해 이야기한다. 기존 문헌<sup>3)</sup>들은 국내 대기업 집단의 복잡한 소유구조 및 자원이전(Bae, Kang and Kim, 2002; Bae, Kang, and Lee, 2006, Bae, Cheon, and Kang, 2008), 복잡한 소유구조 및 기업가치 저평가(Joe, 2003; Bae, Kang, and Park, 2004), 과도한 경영권의 사적이익(Nenova, 2003), 대기업집단 기업범죄에 대한 관대한 처벌(Choi et al., 2016) 등을 문제점으로 지적하고 있다. 위 논문들을 관통하는 문제의식은 결국 창업주 및 창업주 일가들이 적은 지분에 비해 상당히 많은 지배권을 다수의 계열사에

3) 국내기업 지배구조에 대한 해외저널에 실린 대표적인 논문만을 언급하였다.

행사하고 있기 때문에 문제가 발생한다는 것이다. 또한 이는 계열사 간 자원배분의 왜곡뿐만 아니라 사후적으로 사법부의 처벌에도 영향을 끼치고 있는 것이다.

본 논문에서는 대표적인 문제로 한국기업 지배구조에 대한 (특히 외부에서의) 부정적 인식이 야기하는 기업가치 저평가의 문제, 부정적 인식이 기업지배구조 전반에 퍼져있다는 것, 마지막으로 그 중심에 대기업집단 지배주주 일가(총수일가)에의 권력집중 및 과도한 경영권의 사적 이익(Private Benefit of Control)이 있다는 것을 언급한다. 이를 해결하기 위한 개선방향으로는 (1) 기업과 지배주주(총수일가)의 동일시 관점 탈피, (2) 100% 지분구조의 지주회사로의 전환 및 일감몰아주기 지향, (3) 기관투자자와의 소통, (4) 지배주주, 전문경영인 및 이사회와의 관계 재정립 등을 제안한다.

본 논문에서는 법과 규제의 측면에서의 정책제안보다는 기업 스스로 개선할 수 있는 과제에 조금 더 초점을 맞추었다. 최근의 지배구조 개선정책은 투명하고 건전한 경영문화 확립, 대기업 집단 총수 일가의 편법적 지배력 강화, 부당한 경영승계 차단 등을 목표로 한다. 구체적 정책으로는 다중대표소송제·전자투표제 도입, 집중투표제 의무화 추진, 횡령·배임 등 경제범죄에 대한 엄정한 법집행, 사면권 심사 강화, 지주회사 행위 제한 규제 강화, 인적분할 시 자사주 의결권 부활 방지, 기존 순환출자 단계적 해소방안 마련 등이 있다. 기본적으로 정책의 목표는 타당하나 상법, 공정거래법, 자본시장법 등 법률개정에 집중되어 있다. 본 논문의 제안은 일방적인 해결방식보다는 정부와 시장, 규제와 자율의 조화가 조금 더 나은 해결방식이라는 인식에 기반 하였다. 그리고 국내 기업은 강한 규제를 타하기에 앞서 시장에서 요구하는 수준과 자율규제 간에 괴리가 상당히 있음을 인정해야 한다. 예를 들면, 외환위기 이후 우리나라는 다양한 지배구조 관련 제도개선을 추진하였다. 사외이사제도, 감사위원회, 소수주주권, 투자자 권익확대, 회사회유용 및 자기거래 방지, 일반 경제력 집중방지 등이 대표적이다. 그러나 많은 경우 제도의 소개에 그친 경우가 많았다. 상법 상으로는 규정해놓았으나 회사의 정관으로 배제하는 경우가 대표적이다. 이는 법으로는 규정하지 않으나 회사의 정관 또는 회사자체의 기업지배구조 원칙(Principle of Corporate Governance)으로 스스로 규제하는 미국기업과 큰 차이를 보인다. 법과 제도의 빈틈으로 빠져나가는 경우도 마찬가지이다. 결국 이러한 관행은 기업의 평판을 저해한다. 이제 새로운 경제 환경 하에서 경쟁력 강화, 기업가치 증진을 위한 적극적인 경영전략의 일환으로 기업지배구조 개선을 고려해야 한다. 기업 스스로의 적극적인 변화의지가 필요한 시점이다.

자율적인 개선은 개선주체에게 실천할 유인이 있는지가 중요하다. 국내 기업의 개선주체라 하면 현실적으로 창업주 및 창업주 일가로 이루어진 지배주주 집단이다. 지배주주 입장에서 기업지배구조 개선을 통한 편익은 기업가치의 상승이고 비용은 사적 이익의 감소이다. 지배주주가 개인적 입장에서 합리적인 선택을 했다면 이전의 경제, 사회적 환경 하에서는 기업지배구조 개선을 통한 편익이 비용보다 작았다고 추측할 수 있다. 그러나 국내경제의 저성장 및 위험관리의 중요성 강화, 자본시장의 글로벌화 및 투자자들의 인식수준 상승, 규제수준 및 소송위험의 증가 등등을 고려할 때 지배구조 개선의 편익이 비용을 초과하는 상황이 도래하고 있다. 새로운 의사결정이 필요한 시기이다.

## II. 본 론

### 1. 기업지배구조의 이론적 배경

기업지배구조에 대한 선도적인 연구는 Jensen and Meckling (1976)이라 할 수 있다. 그들은 기본적으로 회사를 바라보는 관점을 제시한다. 기업은 기업을 둘러싼 여러 이해관계자들 사이의 계약의 복합체(Nexus of a set of contracting relationships among individuals)이다. 즉, 기업은 개인이 아니라는 것이다. 이러한 의미에서 기업의 행동은 시장의 행동과 유사하며 다양한 균형의 결과라는 것이다.

기업이 다양한 계약의 복합체라는 인식은 곧 주인-대리인 문제(Principle-Agent Problem)와 연결된다. 주인-대리인 문제는 어떤 특정한 계약 하에서 주인이 대리인에게 그들의 이해를 대변하여 의사결정을 내리도록 권한을 위임한 상황이다. 이러한 상황 하에서는 대리인이 항상 주인의 이해를 대변하지 않을 수도 있다는 가능성이 제기된다. 계약이라는 것이 완벽할 수가 없기 때문이다. 결국 주인은 대리인에게 적절한 인센티브(Incentive)를 제공하여 대리인의 자신의 이해를 잘 대변하게 만드는 것이 중요하다.

종합하면, 기업은 자신의 이익을 추구하는 여러 이해관계자들 사이에 불완전한 계약의 산물이다. 정보의 비대칭성(Information Asymmetry)이 존재하는 환경에서 계약은 불완전하다. 계약으로 대리인의 모든 행동을 일일이 통제할 수 없다. 결국 대리인의 일탈은 여러 가지 비용을 수반하고 이를 대리인 비용(Agency Cost)이라고 한다. 기업지배구조의 문제는 대리인 비용을 줄이고 대리인을 적절히 통제할 수 있는

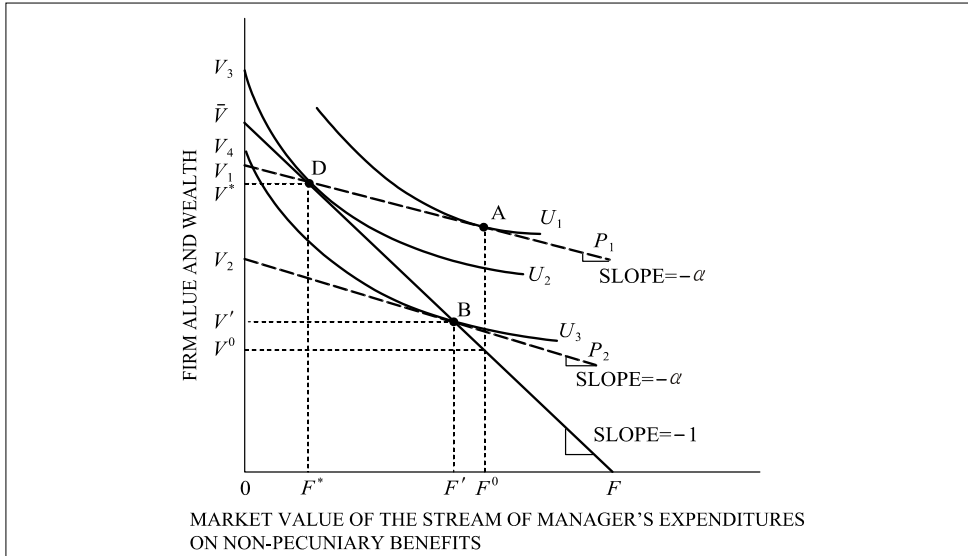
인센티브를 구축하는 문제로 귀착된다.

Jensen and Meckling(1976)은 대리인 비용의 대표적인 예로 비금전적 이익(Non-pecuniary benefit)을 이야기 한다. 대리인으로서의 경영진이 회사의 이익이 아닌 개인적 이익을 추구할 수 있고 그것이 비금전적 이익이라는 것이다. 예를 들어, 아래 <그림 1>을 보자. 여기서 행동의 주체는 경영진이다. 그는 자신의 효용극대화를 위해 기업의 자원을 배분한다. 기업의 자원은 기업가치(Firm Value, Y축)를 위해 사용될 수 있고, 자신의 개인적 이익(Non-pecuniary benefit, X축)을 위해 사용될 수 있다. 경영진이 회사의 주식을 100% 가지고 있다고 가정해보자. 그리고 그가 운용할 수 있는 회사의 자원이 10만 달러이다. 기업 가치와 개인적 이익의 상대 가격은 1이다. 왜냐하면 그가 9만 달러를 회사를 위해 사용하고 1만 달러를 개인적 이익을 위해 사용한다고 하면 그는 회사 가치에서 1만 달러를 손해 보지만 1만 달러의 개인적 이익으로 교환되는 것이다. 주식을 100% 소유하고 있기 때문이다. 그의 효용함수가 일반적 효용함수를 따른다고 할 때 최적 선택(Optimal Choice)은 포인트 D가 된다.

경영진이 이제 95%의 주식을 소유하고 있다고 가정하자. 그러면 10만 달러 중 1만 달러를 개인적 이익을 위해 사용하였을 경우 그가 지불하는 비용은 1만 달러 \* 0.95=9,500달러가 된다. 그가 주식의 95%만을 소유하고 있기 때문이다. 결국 회사 가치와 개인적 이익의 상대적 가격이 변화하게 되며, 이는 개인적 이익의 상대적 가격이 낮아짐을 의미한다. 결국 최적 선택(Optimal Choice)은 포인트 A가 될 수 있다. 그러나 문제는 시장에서 이를 예측한다는 것이다. 즉 경영진의 사적이익추구행위 또는 도덕적 해이가 증가할 것을 예상하여 기업가치가 저평가(discount)된다. 결국 예산제약선이 하방이동하게 되며, 변화된 예산제약선하에서 경영진의 최적선택(Optimal Choice)은 포인트 B로 귀착됨을 나타내고 있다. 포인트 D와 B를 비교했을 때, 기업가치도 하락하고 경영진의 사적이익 추구도 증가하는 것이다.

이 간단한 모형의 함의는 다음과 같다. 불완전 계약 하에서 경영진(대리인)이 기업 가치 외에 개인적 이익을 추구할 가능성이 존재한다. 그리고 이러한 행위는 경영진(대리인)의 주식보유 비율이 낮아지면 낮아질수록 더 커진다. 개인적 이익추구의 상대적 가격이 낮아지기 때문이다. 즉, 기업이 커지고 소유구조가 분산될수록 대리인 비용은 커질 수 있다는 것이고 이는 상장기업의 지배구조 문제가 중요하다는 것을 의미한다.

〈그림 1〉 경영자의 기업 가치와 비금전적 이익 최적선택



주: X축은 비금전적 이익의 가치, Y축은 기업가치를 나타낸다. U는 경영자의 기업가치와 비금전적이익 사이의 무차별곡선을 나타내고, P는 예산제약선을 나타낸다.

자료: Jensen and Meckling (1976)에서 재인용.

흥미 있는 부분은 Jensen and Meckling (1976)은 비금전적 이익의 예로 개인 사무실에 대한 투자, 고용인(Employee)과의 친밀한 관계 또는 친구로부터의 생산요소(production inputs)의 구입 등을 언급하고 있다. 이는 기존의 재무교과서에서 언급하는 전형적인 경영권의 사적이익(Private Benefit of Control) 추구행위인 제국건설(Empire Building)과는 조금 다르다. 경영진들이 이윤극대화가 아닌 규모극대화를 추구할 것이라는 것이 제국건설 이론이다. 자신이 경영하는 회사의 규모를 크게 만듦으로써 자신이 유용할 수 있는 자원이 증가하고, 시장에서의 자신의 평판도 높아지는 등 개인적으로 얻을 게 많아진다는 이론이다. Jensen and Meckling (1976)의 통찰과 관련해서 Bertrand and Mullainathan (2003)의 연구는 주목할 만하다. 그들은 경영진의 사적이익 추구행위가 실제로 무엇인가를 실증분석 하였고, 결론은 제국건설이 아니라 조용한 삶(quiet life)을 즐긴다는 것이다. 대표적으로 신규투자를 하지 않고, 사무직 직원들의 임금을 올려준다. 전반적으로 기업의 이윤 및 생산성 하락으로 나타난다.

국내기업에서 이러한 사적이익 추구행위는 대표적으로 지배주주와 계열사 간의 거래, 계열사 상호 간의 부의 이전, 즉 터널링(tunneling)으로 나타난다. Choi et al.

(2015)은 국내기업의 사익추구 행위를 크게 네 가지로 분류하는데 (1) 지배주주가 기업자산을 도난 하는 행위(횡령), (2) 지배주주와 기업 간의 거래행위(좁은 의미의 자기거래, 배임), (3) 계열사 간의 거래행위(배임), (4) 회계부정 등이다. 이러한 행위들의 사적이익 추구로 분류되는 이유는 금전적 이득뿐만 아니라 경영권의 유지 및 상속을 위한 동기가 대부분이기 때문이다.

## 2. 기업지배구조 개혁의 시대적 배경

기업지배구조 개혁은 한국 경제가 다음 단계로 성장하기 위한 필수조건이라는 인식이 필요하다. 현재 한국의 기업지배구조를 둘러싼 환경은 1980년대 미국과 유사하다. Holstrom and Kaplan (2001)은 미국 기업지배구조의 변화를 잘 보여주고 있다. 미국의 고도 성장기 후반부인 1960년대에 미국 기업들도 비관련 다각화(Diversification) 경향이 강했다. 그러나 1970년대 오일쇼크 이후 다각화 기업들이 곤경에 봉착하였다. 구조조정 요구들이 분출하였고 이 때 차입매수전략(LBO)이 등장했다. 당장 현금이 없어도 인수합병(M&A)을 할 수 있는 수단을 제공해 준 것이다. 이는 우호적 인수합병(friendly M&A)뿐만 아니라 적대적 인수합병(hostile M&A) 시장의 활성화도 가져오게 된다. 주가가 저평가가 되는 경우에 경영권에 대한 공격이 들어오게 되고 이로 인해 경영권 시장(Market for Corporate Control)이 형성된 것이다. 이는 주주 가치 제고라는 인식 확산과 기업지배구조의 개선이라는 의제가 던져지는 계기가 된다. 이후의 1980년대 후반 1990년대까지의 미국 기업지배구조 개선은 경영진에 대한 스톡옵션(Stock Option) 부여, 이사회의 적극적 역할 강화, 주주행동주의(Shareholder Activism)로 이어진다.

최근 한국의 경제 상황이 미국과 유사하다. 고도 성장기를 거쳐 저성장기로 돌입할 가능성이 높은 것이다. 미국의 1980년대 실질GDP 성장률이 5.6%(1984년), 4.3%(1985년), 2.9%(1986년), 4.5%(1987년) 등이었다면 한국은 3.7%(2011년), 2.3%(2012년), 2.9%(2013년), 3.3%(2014년) 등이다. 고도 성장기에는 기업지배구조의 중요성이 부각되지 않는 경우가 많다. 경영진의 대리인 비용 및 도덕적 해이의 문제가 성장의 과실로 덮여지는 경우가 대부분이기 때문이다. 국내기업의 경우도 1990년대 초반까지 고도성장을 달려왔다. 미국의 1970년대 이전과 유사한 것이다. 다만 국내기업의 경우 1990년대 후반 IMF 금융위기를 겪었고 과잉투자, 구조조정 및 기업지배구조 개혁의 이슈들이 터졌으나 제대로 된 개혁이 이루어지지 못한 채 10년

정도를 지나왔다는 차이점이 있다.

주식시장의 구성도 주목해볼만 하다. 미국도 1970년대 까지 주식시장에 개인투자자의 비중이 높았으나 1980년대 들어서, 사모펀드 활동, 퇴직연금의 본격적인 도입 등을 통해 기관투자자의 비중이 상승했다. 개인투자자들보다 기업 경영에의 적극적 개입 유인이 있는 기관투자자 비중의 증가는 지배구조개선의 동력으로 작동하게 된다. 우리나라의 경우 기관투자자 비율이 43.4% (2013년 기준)로 미국의 1989년도 수준과 유사하다. 또한, 국민연금 역할론, 스튜어드십(Stewardship) 코드의 도입 등 사회적 분위기가 기관투자자의 역할을 권장하는 쪽으로 변해가고 있다. 기업입장에서는 주목해야 할 변화<sup>4)</sup>임이 분명하다.

또한, 기업지배구조 개혁은 단순히 경영진의 도덕적 해이를 막기 위해 필요한 것이 아니다. 최근의, 특히 선진국 시장경제는 법, 제도, 규범, 신뢰 등 사회적 자본(Social Capital)이 성장을 견인하는 시대이다. 투명성, 책임성, 예측 가능성 증가로 거래비용을 감소시키고 생산성 증대를 가져와야 한다는 것<sup>5)</sup>이다.

### 3. 한국 기업지배구조의 대표적 문제점

#### (1) 한국기업지배구조에 대한 부정적 인식과 그 전방위성

우선, 좋은 지배구조는 기업 가치에 긍정적 영향을 준다는 인식이 기본이다. 지배구조 개혁은 기업 경쟁력 제고의 중요한 수단이라는 것이다. Gompers and Metrick (2003)은 좋은 지배구조를 가진 기업과 나쁜 지배구조를 가진 기업의 월평균 주식수익률 차이(long-short portfolio)가 0.71%임을 보였다. 또한 기업가치(Tobin's Q)도 기업지배구조개혁으로 최대 11.4%까지 개선됨도 보였다. 국내기업을 대상으로 한 대표적인 연구는 Black, Jang, and Kim(2006)이다. 그들의 분석에 따르면 국내기업

4) 다만 국내기업을 대상으로 기관투자자들의 적극적 행동이 기업 가치에 어떻게 영향을 끼치는가에 대한 연구는 부족한 실정이다. 아직까지 국내에 기관투자자들의 적극적 행동주의 행태가 일반적이지 않기 때문이다. Brav et al. (2008) 등 해외의 연구들에 비추어 긍정적인 효과에 대한 추론이 가능할 뿐이다.

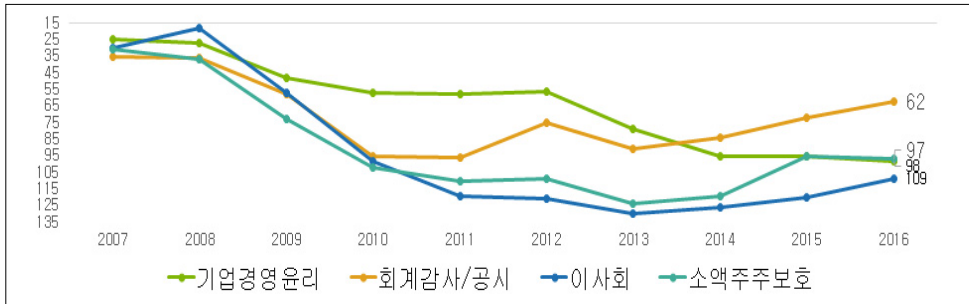
5) 이는 2015년 OECD 기업지배구조 원칙(OECD Principle of Corporate Governance) 개정안에 아래와 같이 잘 나타나 있다.

"The purpose of corporate governance is to help build an environment of trust, transparency and accountability necessary for fostering long-term investment, financial stability and business integrity, thereby supporting stronger growth and more inclusive societies."

은 지배구조의 후진성으로 저평가되어 있으며, 기업지배구조 개선으로 인해 토빈 Q 0.47, 주가는 160% 상승이 가능하다.

아래 <그림 2>는 세계경제포럼(이하 WEF)에서 평가한 한국기업지배구조 순위이다. 평가는 2000년대 후반에 순위가 급락하는 경향이 있으며, 최근 다소 상승추세이나 아직 최하위권에 머물러 있다. 2016년 기준 회계감사/공시 62위, 소액주주보호 97위, 기업경영윤리 98위, 이사회 109위 등이다. 이러한 한국기업 지배구조에 대한 부정적 인식은 결국 코리아 디스카운트(한국기업 주식의 저평가)라는 현상을 불러 올 수밖에 없음을 알 수 있다. 또한 외부의 한국기업에 대한 부정적 인식은 기업지배구조 일부 분야가 아니라 거의 모든 지배구조 분야에 널리 퍼져있음을 알 수 있다.

<그림 2> WEF 기업지배구조 관련 평가 순위(전체 138개국)



자료: WEF (2016)에서 재인용.

## (2) 과도한 경영권의 사적 이익

한국의 경우, 단일 기업이 아닌 기업집단(재벌) 차원에서의 의사결정구조가 일반적이다. 이로 인해 발생하는 문제는 이미 다양한 연구에서 지적되었다. 대표적인 것이 Bae, Kang and Kim (2002), Bae, Kang, and Lee (2006) 인데 합병, 신주발행, 자산매매 등을 통한 계열사 간 금융, 비금융 거래로 인한 주주 간 부(Wealth)의 이전이 빈번하게 일어나고 있음을 보였다. 또한 실무적으로 최상위 의사결정자(총수)에 의한 집중으로 인한 문제점들이 지적되고 있는데 대표적인 것이 경영권에 수반되는 유무형의 편익, 즉 경영권의 사적 이익이 과다하다는 것이다. Nenova (2003)에 따르면 국제비교연구 결과, 국내 경영권의 사적 이익이 18개국 중 1위를 차지하였다. 이는 기업을 둘러싼 구성원간의 실질적인 견제와 균형이 미흡하다는 반증이기도 하다.

### (3) 사외이사의 전문성 미비

1998년 외환위기 이후로 국내기업 이사회 독립성(사외이사 비율)은 개선되는 추세를 보이고 있다. 또한 상법(2009년)에서는 상장회사의 경우 이사 총수의 1/4이상, 자산 2조원 이상의 기업일 경우 이사 총수의 1/2 이상을 사외이사로 두어야 한다. 그러나 실질적인 문제는 사외이사의 구성이다. 아래 <표 1>에 보면, 미국의 경우 포춘 100대 기업 사외이사 815명을 분석했을 때 74%가 기업 경영진 출신이다. 국내의 경우는 30대 그룹 상장사 사외이사 610명을 분석했을 때 관료출신이 39%, 학계가 30%를 차지하고 있는 현실이다.

<표 1> 한국과 미국의 사외이사 출신이력 비교

출신	관료	학계	재계	언론	공기관	법조	세무회계	기타
한국	39%	30%	16%	4%	4%	3%	2%	2%
미국	10%	7%	74%	2%	-	1%	4%	2%

자료: CEO 스코어.

## 4. 기업지배구조 개혁의 과제

### (1) 기업과 지배주주일가의 동일시 관점 탈피

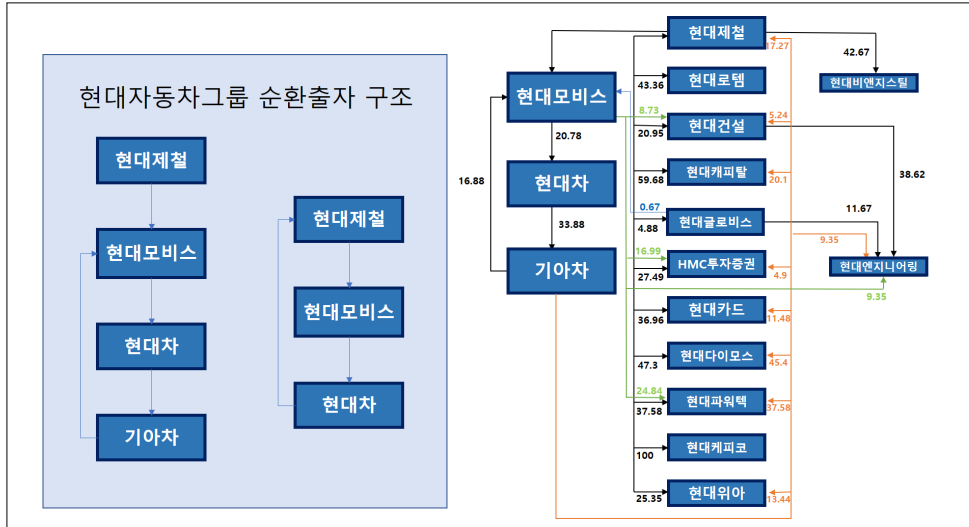
앞서 Jensen and Meckling(1976)이 지적했듯이 기업은 개인이 아니라 다양한 이해관계자들이 맺은 계약의 집합체이다. 즉, 지배주주일가(총수 일가)는 수많은 계약 당사자들 중 하나라는 것이다. 이러한 관점은 한국사회에 많은 시사점을 준다. 한국 대기업집단(재벌)의 지배구조와 관련하여 종종 나타나는 문제는 회사를 지배주주(총수 또는 오너)와 동일시하는 관점에서 출발하기 때문이다. 지배주주는 계약관계를 형성하는 개인들 중 하나이다. 즉, 지배주주들의 사익추구행위와 기업의 가치극대화를 위한 행위는 명확히 구분되어야 하며, 사익추구 행위는 기업지배구조를 통한 규율의 대상임 또한 명확해져야 한다.

### (2) 순수 지주회사로의 전환 및 일감몰아주기 지양

주지하다시피 국내 대기업집단(재벌)의 지배구조 문제는 복잡한 소유구조로부터 대부분 기인한다. <그림 3>은 현대 자동차 그룹 소유구조이다. 아래 기업들 간에 피라미드, 상호 출자, 순환출자가 빈번히 나타나고 있으며, 또한 기업들 간에 실물거

래, 일감 몰아주기 등도 일상적으로 일어난다.

〈그림 3〉 현대자동차 그룹 소유구조



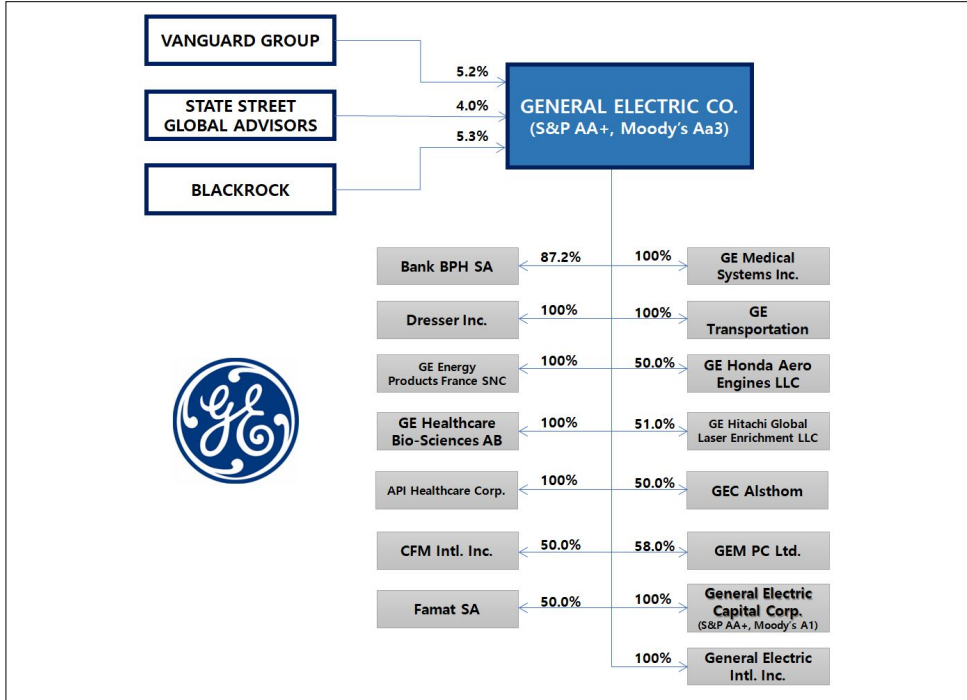
자료: 금융감독원 전자공시시스템 2017년 3월 31일 기준.

이를 해결하기 위한 방안은 순수한 지주회사 형태로의 전환이다. 즉 모회사-자회사-손자회사 간에 100% 지분관계를 형성하고 지배주주(총수일가)는 모회사(지주회사)의 지분을 취득하는 것이다. 아래 〈그림 4〉는 본 논문의 제안과 유사한 GE의 소유구조이다. 소유구조의 가장 상단에 존재하는 지주회사만 상장하고, 기타 계열사는 대부분 100%의 자회사, 손자회사이다. 이러한 소유구조는 계열사 간 금융, 비금융 거래로 인한 주주 간 이해상충 문제를 원천적으로 차단한다.

이러한 지주회사 전환을 위해서는 아래 〈표 2〉를 참고할 필요가 있다. Kim (2012)는 지역별, 국가별 피인수기업의 지분취득 분포를 보여주고 있다. 미국의 경우 피인수기업의 지분을 100% 취득하는 경우가 전체의 84.3%를 차지하고 있다. 그러나 한국의 경우 50% 미만의 지분만 취득하는 경우가 전체에서 차지하는 비중이 82%이다. 미국의 경우 의무공개매수는 없지만 일부 지분만 취득한 후 나중에 피인수기업 주가에 문제 생기면 민사소송이 발생하는 확률이 높다. 추가적으로 미국은 이미 분산소유로, 추가 주식발행을 통한 100% 지분취득 시 발생하는 희석(dilution)을 걱정하지 않지만 우리는 현금을 통한 지분취득이 대부분이기 때문에 돈이 적게 들면서 터널링 유인이 큰 부분인수를 선호하는 경향이 있다. 결과적으로 인수합병시의 일부 지분 취

특이 계속하여 복잡한 소유구조를 재생산하고 있는 것이다. 또한 이 과정에서 지배주주와 소액주주간의 불공정문제도 발생한다.

〈그림 4〉 GE의 소유구조



자료: '글로벌 기업의 지배구조 2015', 한국경제매거진 재인용.

〈표 2〉 지역별/국가별 피인수기업 지분취득 분포: 1990-2009

지역	Total	Non Control		Quasi Control		Control Acquisition				Quasi Merger		Merger	
		5~9.9%		10~19.9%		20~49.9%		50~79.9%		80~99.9%		100%	
	건수	건수	비중	건수	비중	건수	비중	건수	비중	건수	비중	건수	비중
아시아	2,320	481	20.7%	541	23.3%	625	26.9%	249	10.7%	82	3.5%	342	14.7%
한국	312	88	28.2%	74	23.7%	94	30.1%	18	5.8%	8	2.6%	30	9.6%
유럽	1,953	356	18.2%	338	17.3%	318	16.3%	231	11.8%	233	11.9%	477	24.4%
영국	1,134	136	12.0%	121	10.7%	95	8.4%	18	1.6%	10	0.9%	754	66.5%
미국	6,204	297	4.8%	236	3.8%	216	3.5%	125	2.0%	97	1.6%	5,233	84.3%
기타	3,370	443	13.1%	605	18.0%	407	12.1%	181	5.4%	106	3.1%	1,628	48.3%
Total	14,981	1,713	11.4%	1,841	12.3%	1,661	11.1%	804	5.4%	528	3.5%	8,434	56.3%

자료: Kim(2012)에서 재인용.

또한, 기업집단 구조를 전제로 할 때 계열사 간의 거래는 일부 불가피한 측면이 존재한다. 하지만 현재 국내 대기업집단의 문제는 지배주주 일가(총수 일가)의 지분이 상대적으로 높은 회사에 대해 일감을 몰아주는 관행이 매우 강하다는 것이다. 대표적인 것이 계열사 중 시스템 통합관리업체(SI)이다. 그들의 내부거래 비중은 59.9%(공정거래위원회, 2014년 기준)인데, 이들 업체의 지배주주 일가(총수일가)의 지분율(간접지분을 포함)은 44.6%(TS2000 및 감사보고서)이다. 이는 법적으로도 강력한 규율의 대상일 뿐만 아니라 기업이 스스로 지양할 필요가 있는 대표적인 사적이익 추구행위라 할 수 있다.

### (3) 기관투자자와의 소통

미국과 유럽의 경우 경영진에 대한 견제와 균형에 있어 적극적 기관투자자의 역할이 상당하다. McCahery et al. (2016)에 따르면 적극적 기관투자자(헤지펀드, 뮤추얼 펀드 등)가 가장 자주 사용하는 경영참여방식은 경영진과의 대화이다. 추가적으로 4등은 사외이사들과의 사적인 토론이다. 2등은 주주총회에서 반대표를 행사하는 것, 3등은 실적이 마음에 안 들어서 주식을 팔고 나가는 것(Exit), 5등은 지배구조가 마음에 안 들어서 주식을 팔고 나가는 것이다. 주주제안(shareholder proposal)은 10등, 경영진에 대한 소송 등은 11등, 언론을 통한 경영진 비난은 12등이다. 결국 적극적 기관투자자들은 경영진 또는 이사진과 사적으로(Behind the scenes) 대화를 통해서 문제를 풀기를 원한다는 것이다. 그리고 잘 안되면 떠난다. 이게 가장 효율적일 수도 있겠고, 그 외의 방법은 그들 입장에서도 여러 가지 비용을 수반한다. 결국 경영진들이 기관투자자들과 대화를 하는 것이 중요하다. 또한 Brav et al. (2008)은 적극적 기관투자자의 경영참여시 주식시장에서 투자자들의 반응도 호의적으로 나타남을 보이고 있다. 기업가치가 개선되는 것이다. 한국의 경우, 주식시장에서 기관 및 외국인 지분이 증가하는 추세에 있다.<sup>6)</sup> 적극적 기관투자자와의 일상적 소통은 지배구조개선의 중요한 과제중의 하나이다.

### (4) 지배주주, 전문경영인 및 이사회와의 관계 재정립

국내 대기업집단의 경우 현재 창업주 및 창업 2세에 의한 경영을 넘어 3~4세로 승계되는 과정에 있다. 이는 기업의 생애주기(Life Cycle) 차원에서 매우 의미 있는 과

6) 금융감독원 「외국인 투자자의 증권매매 동향」, 한국거래소>시장정보>외국인 보유 현황.

정에 있다고 볼 수 있다. Villalonga and Amit(2006)은 미국 포춘 500대 기업을 분석한 결과, 창업자의 직접경영은 기업 가치를 증진시키지만 이후 세대는 불명확하다는 증거를 제시하였다. 이미 3~4세로 경영권이 승계되고 있는 한국기업의 현실을 고려할 때 이사회 기능 정상화를 위해 지배주주를 (사외이사로서) 이사회 의장으로 선임하고, 전문경영인 CEO와 역할을 분담하는 체제 검토가 필요한 시점이다.

또 다른 대안으로는 국내 대기업집단(재벌)의 형태를 고려한 역할 분담이다. 현재 국내 대기업집단(재벌)은 그룹차원에서의 의사결정이 불가피한 측면이 있다. 이러한 현실을 감안할 때, 그룹차원에서의 주요의사결정(미래 비전 제시, 주요 전략사업 결정, 지주회사 전환 등)은 지배주주일가(총수일가)가 책임을 지고, 각 계열사는 전문경영인, 이사회 중심의 자율경영체제로 전환하는 것이다. 물론 여기에 전제되어야 할 것은 각 계열사 이사회가 전문경영인(CEO)에 대한 선임과 해임권한을 가져야 한다는 것이다. 그렇지 않을 경우, 그룹의 지배주주 및 컨트롤타워에 각 계열사가 종속되는 현상은 지속될 가능성이 높다.

이러한 지배주주, 전문경영인 및 이사회의 관계 재정립은 또한 이사회의 개혁과도 연결된다. 현재 한국기업 이사회는 사외이사 비율의 증가 등 외형적인 부분은 많은 발전을 이루었다. 그러나 실질적으로 경영진에 대한 견제와 균형의 역할을 하고 있느냐에 대해서는 의문점이 많다. 이사회는 주주들이 권한을 위임한 일종의 대의제 제도이다. 경영진의 지근거리에서 견제와 조언을 하므로 경영진과의 실질적 관계가 중요하다. Fracassi and Tate(2012)는 미국 S&P 1500 기업을 대상으로 분석한 결과, CEO와 개인적 친분관계(학연, 같은 사교클럽 멤버 등)가 있는 사외이사들이 많은 경우 기업 가치에 부정적이고 과잉투자 등을 초래하는 증거를 제시하였다. 즉, 사외이사의 형식적 독립성(사외이사 비율)도 중요하지만 경영진과의 실질적 이해상충을 최소화해야 함을 보인 것이다.

### Ⅲ. 결 론

본 논문은 국내기업 지배구조 전반적 개혁에 대한 기업 스스로 실천할 수 있는 제언을 한다. 그러기 위해 우선 기업지배구조의 이론적 배경을 소개하고, 기업지배구조를 둘러싼 시대적 배경을 언급한다. 이어서, 국내기업 지배구조의 대표적 문제점과 개선방향에 대해 이야기한다. 개선방향으로는 기업과 지배주주(총수일가)를 동일시하는 왜곡된 관점에서 탈피할 것, 순수 지주회사로의 전환 및 일감몰아주기 지향, 경

영진과 기관투자자와의 소통 강화, 지배주주/전문경영인/이사회의 관계 재정립 및 이사회의 실질적 독립성 강화 등을 제안한다.

국내기업들, 특히 대기업들은 대부분 창업자와 창업자 가족들이 지배주주로서 경영에 실질적인 영향력을 행사하는 가족기업의 형태를 가지고 있다. 창업주 일가들이 컨트롤 타워(미래전략실 등)를 통해 계열사 전체에 영향력을 행사하는 구조를 말한다. 그러기에 기업지배구조의 전반적이고 자발적인 개선을 가져오기 위해서는 창업주 일가의 결단이 가장 중요하다.

## ■ 참 고 문 헌

1. Bae, K. H., J. K. Kang and J. M. Kim, "Tunneling or Value Added? Evidence from Mergers by Korean Business Groups," *The Journal of Finance*, Vol. 57, No. 6, 2002, pp. 2695-2740.
2. Bae, G. S., Y. S. Cheon and J. K. Kang, "Intragroup Propping: Evidence from the Stock-price Effects of Earnings Announcements by Korean Business Groups," *The Review of Financial Studies*, Vol. 21, No. 5, 2008, pp. 2015-2060.
3. Baek Jae-Seung, Jun-Koo Kang, and Kyung Suh Park, "Corporate Governance and Firm Value: Evidence from the Korean Financial Crisis," *Journal of Financial Economics*, Vol. 71, No. 2, 2004, pp. 265-313.
4. Baek, J. S., J. K. Kang and I. Lee, "Business Groups and Tunneling: Evidence from Private Securities Offerings by Korean Chaebols," *The Journal of Finance*, Vol. 61, No. 5, 2006, pp. 2415-2449.
5. Bertrand, M. and S. Mullainathan, "Enjoying the Quiet life? Corporate Governance and Managerial Preferences," *Journal of Political Economy*, Vol. 111, No. 5, pp. 1043-1075.
6. Black, B. S., H. Jang and W. Kim, "Does Corporate Governance Predict Firms' Market Values? Evidence from Korea," *The Journal of Law, Economics, and Organization*, Vol. 22, No. 2, 2006, pp. 366-413.
7. Brav, A., W. Jiang, F. Partnoy and R. Thomas, "Hedge Fund Activism, Corporate Governance, and Firm Performance," *The Journal of Finance*, Vol. 63, No. 4, 2008, pp. 1729-1775.
8. Choi, H., H. G. Kang and C. Lee, "What Constitutes Too Big To Jail," *Working Paper*, 2015.
9. Choi, H., H. G. Kang, W. Kim, C. Lee and J. Park, "Too Big to Jail? Company Status and Judicial Bias in an Emerging Market," *Corporate Governance: An International Review*, Vol. 24, No. 2, 2016, pp. 85-104.
10. Gompers, P., J. Ishii and A. Metrick, "Corporate Governance and Equity Prices," *The Quarterly Journal of Economics*, Vol. 118, No. 1, 2003, pp. 107-156.
11. Fracassi, C. and G. Tate, "External Networking and Internal Firm Governance," *The Journal of Finance*, Vol. 67, No. 1, 2012, pp. 153-194.

12. Holmstrom, B. and S. Kaplan, "Corporate Governance and Merger Activity in the United States: Making Sense of the 1980s and 1990s," *The Journal of Economic Perspectives*, Vol. 15, No. 2, 2001, pp.121-144.
13. Jensen, M. C. and W. H. Meckling, "Theory of the Firm: Managerial Behavior, Agency Costs and Ownership Structure," *Journal of Financial Economics*, Vol. 3, No. 4, 1976, pp. 305-360.
14. Kim, W., "Investor Protection and the Mode of Acquisition: Implications for Ownership Dilution and Formation of Pyramids," *Financial Management*, Vol. 41, No. 1, 2012, pp. 55-93.
15. McCahery, J. A., Z. Sautner and L. T. Starks, "Behind the Scenes: The Corporate Governance Preferences of Institutional Investors," *The Journal of Finance*, Vol. 71, No. 6, 2016, pp. 2905-2932.
16. Monks, R. A. and N. Minow, *Corporate Governance, 5th Edition*, Wiley, 2011.
17. Morck, R., D. Wolfenzon and B. Yeung, "Corporate Governance, Economic Entrenchment, and Growth," *Journal of Economic Literature*, Vol. 43, No. 3, 2005, pp. 655-720.
18. Morse, A., V. Nanda and A. Seru, "Are Incentive Contracts Rigged by Powerful CEOs?," *The Journal of Finance*, Vol. 66, No. 5, 2011, pp. 1779-1821.
19. Nenova, T., "The Value of Corporate Voting Rights and Control: A Cross-country Analysis," *Journal of Financial Economics*, Vol. 68, No. 3, 2003, pp. 325-351.
20. Shleifer, A. and R. W. Vishny, "A Survey of Corporate Governance," *The Journal of Finance*, Vol. 52, No. 2, 1997, pp. 737-783.
21. Villalonga, B. and R. Amit, "How do Family Ownership, Control and Management Affect Firm Value?," *Journal of Financial Economics*, 2006, Vol. 80, No. 2, 2006, pp. 385-417.

## Corporate Governance Reform in Korea

Changmin Lee\*

### Abstract

This paper provides policy suggestions for corporate governance in Korea. We focus more on self-regulations than law and government regulations. First, we argue that the firm is not an individual, but a nexus of contract based on the theory of a firm. Secondly, Korean business groups need to transit from complicated ownership structure like a pyramid to pure holding companies and stop doing inside trading between affiliated firms within the same business group. Thirdly, it is important for Korean business groups to actively communicate with institutional investors. Lastly, Korean business groups should reallocate the decision-making power among controlling shareholders, professional managers and boards of directors.

**Key Words:** corporate governance, controlling shareholder, holding company, inside trading, institutional investor, professional manager, boards of directors

**JEL Classification:** G30

---

*Received: June 19, 2017. Revised: July 24, 2017. Accepted: July 28, 2017.*

\* Associate Professor, Hanyang University Business School, 222 Wangsimni-ro, Seongdong-gu, Seoul 04763, Korea, Phone: +82-2-2220-2687, e-mail: changmin74@hanyang.ac.kr