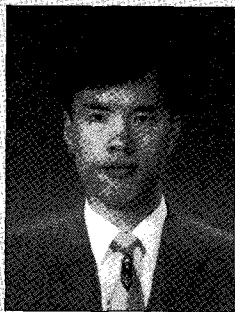


기업이 보는 바람직한 기업지배구조



이재우

한국경제연구원 연구위원

최 근 기업지배구조에 대한 관심이 점차 높아지고 있다. 재경원과 KDI는 기업의 경영 효율을 제고하기 위한 조치라는 설명과 함께 「기업경영투명성 제고 및 지배구조 선진화 방안」을 발표하였다. 그러나 경영효율을 높이기 위한 조치라는 정부의 설명과 달리 기업들은 이번 개선방안을 기업에 대한 또다른 간섭이나 규제로 인식하는 경향이 강하다. 정부안의 주요 골자는 기업M&A활성화, 총수와 기초실의 법적 책임 강화, 기업비리 척결, 경영투명성 제고를 위한 경영감시기능 강화, 지배대주주 견제장치 보강, 채권자역할 제고와 경영자 의무강화 방안을 포함하고 있다. 그러나 이번 개선방안은 그 취지에도 불구하고 본질적인 측면에서 몇가지 문제점이 있으며 정책시행에 앞서 충분한 논의와 보완이 필요한 것으로 보인다.

우선 이번 개선안이 지배구조 전체를 보는 시각이라기 보다 지나치게 부분적인 문제에 집착하고 있다는 점이다. 정부는 기업지배구조의 비효율이 대주주의 경영권 전횡에서 비롯되며, 대주주의 권한을 축소하고 책임만 강화하면 지배구조가 크게 개선될 수 있는 것으로 인식하고 있다. 물론 부도덕한 재벌 총수가 기업을 私物化하여 소액주주와 채권자 등 제3자에게 큰 피해를 입힌 사례도 많다. 당연히 이들에 대해서는 손해배상, 법적 책임을 물어야 할 것이다. 그러나 특정재벌의 逸脫行爲를 모든 기업의 문제로 일반화하여 이를 규제로서 해결하려는 것은 지배구조를 개선하기 보다 개악할 소지가 더 크다. 대기업집단에 대한 비판이 많긴 하지만 여전히 우리 경제의 주축은 대기업집단이며 대주주 오너들의 신속한 의

사결정과 기업가 정신이 오늘의 한국 경제를 이끄는 데 주요한 역할을 해온 것을 부인할 수 없다. 전문경영체제에 대한 일반인들의 막연한 기대도 있지만 선진국에서 볼 수 있듯이 이 체제도 주주와 경영자 사이의 대리인비용으로 많은 비용을 지불하고 있다. 이런 점에서 대기업 오너에 대한 규제강화를 통해서 지배구조문제의 해결을 시도하는 것은 경영권의 분산은 이를 수 있을지 모르나 한국적 기업지배구조의 중요한 특징이자 장점을 제거할 위험도 높다.

정 부가 과도하게 대주주 견제만을 중시한 지배구조개선안을 내놓게 된 데는 지배구조에 대한 인식의 혼란도 있는 것으로 보인다. 원론적으로 기업이란 “팀프로덕션”의 이익을 향유기 위해 다양한 이해관계자들이 결성한 “계약의 연결망(nexus of contracts)” 혹은 “재산권의 집합(set of property rights)”으로 정의한다. 따라서 바람직한 지배구조란 주주, 채권자, 경영자, 종업원, 협력업체 등 이해관계자들이 자치적으로 만들어가는 “사적인 계약구조”로 보는 것이 정확하다. 여기서 강조해야 할 것은 지배구조도 원칙적으로는 사적인 계약자치의 원칙이 적용되어야 한다는 것이다. 회사법은 계약당사자들의 계약을 원활히 뒷받침하고 계약에 따르는 거래비용을 절감하기 위한 이해당사자간의 “표준계약서”라는 것이 法經濟學者들의 견해이다.

사 적인 계약관계에 정부가 회사법을 통해 개입을 하는 이유는 계약비용의 절감에 있을 것이다. 이런 점에서 지배구조와 관련한 정부의 역할은 계약구조에 직접 개입하기보다 계약의 거래비용을 낮출 수 있도록 제도적 장치를 마련하는 것이다. 즉 회사법은 가장 표준

적이고 보편적인 회사지배구조의 모델을 제시하는 것으로 이해관계자 모두가 합의할 수 있어야 한다. 기업지배구조가 이해관계자들의 계약망이라는 관점에서 보면 지배구조의 형성과 기능은 내적, 외적으로 많은 연계구조를 가지고 있음을 알 수 있다. 지배구조란 요소시장(협력업체) 및 상품시장(소비자), 금융시장(주주 및 채권자), 노동시장(종업원) 등을 통해 많은 이해관계자들과 상호계약관계에서 가동되는 시스템임을 알 수 있다.

이런 관점에서 이번 정부조치는 지배구조의 관계망에 대한 종합적인 분석과 대안이 아니라 대주주의 경영권 견제에만 초점을 맞추으로써 오히려 경영자율성만 침해하고 기업의 거래비용만 높일 가능성이 있다. 코우즈(Coase)에 따르면 기업의 형태는 주어진 것이 아니라, 제도적 환경하에서 거래비용을 절감하는 방향으로 내생적으로 결정된다. 마찬가지로 지배구조도 환경변화에 따라 거래비용을 절감하는 방향으로 다양하게 진화해 갈 것이다. 지배구조의 이런 속성을 무시하고 정부가 단시간내에 인위적 개편을 단행함으로써 기업이 얻을 수 있는 것은 거래비용의 증가 이외에는 없다.

정 부안의 내용을 구체적으로 살펴 보자, 첫째, 정부는 총수와 기초실 임원을 상법에 “사실상의 이사”로 간주하여 책임을 강화하는 방안을 내놓았다. 그렇지만 책임을 묻기 위해서는 결국 영향력에 대한 사실관계 확인이 필요한 점을 감안한다면 이 조치가 상징적인 의미 이외에 무슨 효과가 있을지 의문이다. 특히 회장과 기초실 임원에 대한 경영책임을 물으려면 이들이 현재처럼 비공식적 실체가 아니라 공식

적으로 활동할 수 있는 기업조직의 선택권을 부여함이 마땅하다. 세계에서 유일하게 지주회사를 원칙적으로 금지하고 있는 우리 나라에서 경영의 핵이라고 할 수 있는 회장실, 기조실 조직까지 부인하는 것은 한국식 경영특성마저 사장시킬 수 있다. 일본에도 우리와 유사하게 비공식적인 사장회(社長會) 조직이 있다. 이 조직도 한국의 계열사 사장단회의와 마찬가지로 정기적으로 만나면서 그룹경영에 대한 상당한 영향력을 행사하고 있다. 이들이 경영에 간여한다고 해서 일본정부가 공개적으로 이를 비난하거나 규제한 사례는 없다. 오히려 외국의 경영학자나 기업조직이론가들은 사장회 조직을 일본식 경영특성의 중요한 특징으로 파악하고 있다. 한편 정부는 이사의 경영책임을 강화하기 위하여 충실의무(fiduciary duty)조항을 부과하는 방안도 제시하고 있다. 그러나 상법등 관련법률에 이미 선량한 관리자의 주의의무가 있어 충실의무 조항의 새로운 도입이 무슨 실익이 있는지 불분명하다.

둘째, 정부는 대주주의 차입경영을 견제하기 위해 은행 등 채권기관이 이사회에 참여하는 방안을 제시하고 있다. 전반적으로 우리 나라의 재벌급 기업들과 일반기업의 부채비율이 매우 높은 것이 사실이다. 이러한 차입경영 현실을 감안하면 기업의 경영감시에 금융권이 나서는 것은 당연하다. 그러나 은행의 경영감시는 엄격한 대출심사와 신용조사 등 은행본연의 대출감시기능에 그쳐야하며 기업의 이사회까지 참여하는 것은 기업경영을 왜곡할 위험성이 크다. 성격상 은행은 본래 채권자일 뿐이며 주주가 아니므로 기업의 장기적 성장이나 효율제고에 관심이 없으며 채권 확보가 우선이기 때문이다. 부실대출을 출자로

전환하는 방안이 논의되고 있으나 이는 어디까지나 경영이 실패한 기업에 대한 예외적인 경우이며 은행이 주주로서 경영에 관여하기 때문에 인센티브의 상충문제는 없다. 한편 경영위기에 한해 경영에 참여할 수 있도록 기업과 은행이 사전에 자발적으로 합의한다면 이 문제는 정부의 인위적인 조치가 아니라면 쌍방에 도움을 줄 수 있을 것이다.

셋째, 정부는 또한 사외이사제 도입을 의무화하는 제도를 검토하고 있다. 기업 경영의 민주화를 위해 사외이사를 도입하는 것은 명분이 있는 일이다. 그러나 사외이사의 도입도 정부의 강요가 아니라 기업 스스로가 선택할 문제라고 본다. 기업들이 스스로 사외이사를 선임하여 투자자나 채권자들에게 감시장치를 제공하지 않는 한 이들의 협조를 받기 어렵다면 기업 스스로 외부이사를 선임하게 될 것이다. 사외이사제도가 경영효율을 높이고 외부이해관계자들도 그 필요성을 인정한다면 기업은 자기유인에 의해 스스로 사외이사를 도입하게 된다.

넷째, 정부는 대표소송권을 행사할 수 있는 소수주주 요건을 대폭 완화하고, 집단소송제도를 도입하는 방안도 함께 제시하였다. 소수주주권 강화는 지배주주의 권한남용을 견제하기 위한 불가피한 수단임에는 틀림없다. 그러나 소수주주의 권한을 강화하는 데는 당연히 비용이 지불됨을 잊어서는 안 된다. 기업의 신속한 의사결정과 업무추진에 장애가 되는 것은 물론 1株주주까지 대표소송권을 행사할 때 소송납발이나 이를 빌미로 한 기업협박에 기업들이 대처할 수 있는 수단은 그다지 마땅치 않다. 소액주주들은 경영에 불만이 있으면 언제든지 주식을 처분하고 기업을 떠

다면 된다. 주식을 처분하므로써 경영진에 대한 “無言의 압력”을 행사하며 경영감시를 하는 셈이다. 경영참여에 관심이 없는 이들 소액투자자는 투자이전부터 소액주주권의 행사가능성이 희박한 사실을 알고 있었으므로 이들이 피해를 입는다는 주장은 별로 설득력이 없다. 법경제학자인 포스너(Posner)는 이처럼 기업에 대한 사전정보를 알고 이를 계약에 반영한 이해관계자들을 이른바 “자발적채권자”로 정의하고 이들을 정부가 보호할 필요는 없다고 지적한다. 그러나 사전적인 기업정보가 없이 대주주의 예상치 못한 불법행위로 인해 피해를 입는 경우는 정부가 이들의 재산권을 보호해야 한다고 주장하고 있다. 이런 점을 감안한다면 애초부터 경영참가보다 투자가 목적인 소액주주들의 경영참가권을 과도하게 보호하는 실익은 별로 없다.

다섯째, 정부는 소액주주 보호를 강화하고 인수합병(M&A)제도를 활성화하는 방향으로 제도개선을 추진하고 있다. 기업인수자가 의무적으로 공개매수를 개시하는 지분비율을 현행의 25%에서 33%로 비율을 더 높이는 대신 공개매수의 범위를 현행 50%+1주에서 100%까지 의무화하는 방안을 내놓고 있다. 그러나 공개매수 개시시점을 상향조정하는 것은 인수비용을 낮추는 요인이 되나 공개매수 범위를 100%까지 확대하는 것은 인수비용을 높이는 요인이다. 이런 조치는 소액주주 보호에 치중한 나머지 결과적으로 기업인수 자체를 무산시킬 수 있다. 인수합병의 경제적 기능은 기업상품도 가장 효율적인 용도에 재분배되도록 하는 것이다. 이 과정에서 기업의 내재적 잠재가치를 발견하고 인수합병을 착수한 기업가의 재산권도 보호해야 함을 잊어서는 안 된다. 소

액주주보호에만 치중한 나머지 인수비용을 높인다면 결국 인수합병자체가 성사되지 않는다. 인수합병의 활성화가 소액주주 보호보다 우선되어야 하며, 만약 인수합병이 거래비용 때문에 좌절된다면 그만큼 사회적으로 손실이 발생하는 것이다. 이조치는 지배구조 개선이 궁극적으로 지향하는 기업의 경영효율 제고에도 역행함은 물론이다. 한편 인수합병을 활성화하기 위해 정부는 우호적 인수합병에 대한 정부의 허가기준을 완화하고 적대적 인수합병도 허용하는 것을 검토하고 있다. 원칙적으로 다자간투자협정(MAI)을 체결하기 전에 국내 인수합병시장에 외국자본의 참여를 허용해 비효율적인 경영에 대한 규율효과를 극대화하는 것은 바람직하다. 그러나 대농그룹의 적대적 인수합병 경쟁에서 나타났듯이 외국자본에 자금투명성이 문제가 된다. 국내기업들에 대해서는 공동보유자의 철저한 신고를 강요하면서 외국계 자본에 대해서는 주식의 위장분산(파킹)등을 철저하게 조사하는 데는 한계가 있다. 대농그룹의 인수경쟁시에 전경련 회원사들이 연대하여 경영권을 방어한 것은 담합이 아니라 불투명한 외국계자본에 대한 국내자본의 방어조치가 가깝다. 이번 정부안은 전경련 등 사업자단체가 공동으로 방어하는 경우 담합(카르텔)행위로 규제할 것을 제안하고 있으나 이를 담합행위로 보기는 현실적으로 매우 어렵다. 기본적으로 인수합병경쟁은 경영권의 쟁취와 방어를 위해 공동으로 세력을 규합하는 게임(game)이며, 증권거래법에서도 이들 공동세력을 공동보유자로 규정하여 신고만 하면 된다. 경영권 인수경쟁에서 공격측이나 방어측에서 이른바 백기사(白騎士)를 동원하는 것을 담합이라고 규제한다면 과연 이를 정

상적인 기업인수제도라고 할 수 있을 것인지 궁금하다. 만약 대기업집단의 대주주만을 대상으로 담합행위로 규제하려는 구상이라면 이는 경제력 집중억제제도와 같은 차별입법이 될 것이다.

정 부의 21세기 기업지배구조 개선방안은 정부가 해야 할 바람직한 정책도 많이 포함하고 있다. 특히 기업비리척결 차원에서 뇌물수수에 대한 처벌강화 등은 바람직한 방향이라고 본다. 불성실 공시에 대한 처벌강화 조치 등 기업의 경영내용을 보다 투명하게 공개하려는 조치도 적절한 조치이다. 그러나 지배구조 개선이 전반적인 문제인식과 이에 기초한 정책방안이라기보다는 대주주의 경영권 견제에만 초점을 맞추고 있어 또하나의 재벌정책으로 오인받을 소지가 많다. 지배구조 개선방안이 기업과 국민의 광범위한 호응을 얻기 위해서는 21세기 글로벌시대에 걸맞게 정부도 기업을 바라보는 시각의 대전환이 있어야 한다. 유감스럽게도 정부는 기업지배구조와 직결되는 본질적 사안에 대해서는 아직도 고정관념에서 벗어나지 못하고 있다. 지주회사금지, 출자제한 등 경제력집중억제제도, 경직적 고용제도, 높은 구조조정장벽 등은 규제완화의 성역으로서 지배구조의 발전을 근본적으로 제약하고 있다. 이러한 현실에 대한 종합적 고려없이 대주주의 권한만 견제하여 경영효율성을 개선할 것으로 기대한다면 이는 큰 착오가 아닐 수 없다. 지배구조 개선안이 기업경영의 자율성만 더 침해할 것이다.

대 주주의 경영권 남용을 견제하는 데는 기업지배구조에 대한 인위적인 간섭보다 인수합병시장의 활성화, 금융시장과 증권시장의 감시기능 강화, 기업퇴출장벽의 완화

등이 더 효과적이며 자연스럽게 시장규율을 통해 해결해나가야 한다. 외부이사제도의 도입보다는 기존의 감사제도를 보완하여 감사인의 권한과 독립성을 강화하는 것이 더 효과적이다. 뿐만 아니라 영터리 기업평가나 회계감사로 경영정보 자체를 부실하게 하는 기업평가기관과 회계법인에 대해서도 책임을 강화하는 조치가 따라야 할 것이다.

미국은 주마다 회사법제가 다르다. 마음만 먹으면 잘 사는 주의 기업지배구조를 모방하여 금방 미국의 모든 주가 회사법이 통일될 법도 하다. 그러나 주마다 경영환경이 다르기 때문에 각기 고유한 상법이 존재한다. 재미있는 것은 델라웨어주에 미국 포춘지의 500대 대기업의 절반 이상이 본사를 두고 있다는 사실이다. 이는 이곳의 상법이 다른 주보다 기업들을 편하게 해주기 때문이다. 투명하고 안정된 기업법제 등 기업하기 좋은 여건의 조성이 기업과 기업가를 유인하고 있는 것이다. 유감스럽게도 우리 기업에게는 기업지배구조에 대한 이러한 선택권도 없다. 정부가 기업법제를 일방적으로 개정한다면 본사를 해외로 옮기지 않는 한 기업은 이를 감내할 수밖에 없으며 그만큼 경영에 따르는 거래비용은 높아진다.

정부가 요구하는 대로 기업지배구조를 갖추게 될 경우 과연 우리 현실에서 이 기업을 외부의 채권자나 소액투자자들이 더 선호할지는 매우 불확실하다. 현실과 괴리된 지배구조를 강요할 경우 경영효율을 높이기보다 오히려 떨어뜨릴 수도 있기 때문이다.■