

기업지배구조 관련 제도와 그 변화에 관한 고찰

- 한국과 일본의 비교를 중심으로 -*

신 동 령**

요 약

현재 기업지배구조의 개선은 OECD 및 세계은행, CalPERS 등의 국제기관투자자는 물론이고 각국정부의 주요 과제로 등장하고 있다. 한국의 경우 기업지배구조의 개선이 핵심적인 경제이슈로 부각된 것은 1997년말에 닥친 외환위기와 극심한 불황을 당하고 나서라고 할 수 있다. 그후 외환위기의 극복과정에서 기업지배구조 모범규준 제정, 이사회 및 감사기구의 강화, 소수주주의 권한 강화, 기관투자자(외국인투자자 포함) 및 시민단체의 활동강화, 기업지배권 시장의 활성화 등 주로 정부주도에 의한 제도변화가 급속하게 도입·시행되었다. 일본의 경우에는 기업지배구조 개선에 대한 공식적인 논의는 한국보다 앞섰으나 제도의 도입과 실행은 한국에 비하여 상당히 늦었다. 2001년 12월의 상법개정에서 감사역의 독립성 강화, 사외감사역 제도의 충실화, 취체역의 책임경감, 주주대표 소송의 합리화 등 비교적 큰 폭의 제도개선이 이루어졌다. 그러나 사외이사를 중심으로 하는 미국식 이사회 제도의 채택은 향후의 개혁방향에 포함되어 있다.

* 이 연구는 2003학년도 단국대학교의 대학연구비의 지원으로 연구되었음.

** 단국대학교 경상대학 교수

I. 서 론

오늘날 기업지배구조(corporate governance)는 기업경영의 주요 話頭로 등장하고 있는데, 그 정의는 논의의 목적에 따라 다양하다. 우선 미국이나 영국 등의 기업에서 보듯이 소유와 경영의 분리가 진전된 경우에는 소유자인 주주와 대리인인 전문경영자간에 소위 대리문제(agency problem)가 발생하며, 이 경우 어떻게 하면 경영자가 주주의 이익을 위하여 행동하도록 감시하고 유인을 제공할 것인가가 최대의 관심사가 된다. 이러한 경우 기업지배구조란 주식회사에 있어 경영자와 주주의 소망스러운 관계를 담보하는 메커니즘으로 정의된다¹⁾.

그러나 주식시장을 중심으로 하는 증권시장이 발달한 미국과 영국을 제외한 많은 국가에서는 기업의 소유가 창업주와 그 가족, 관계회사, 혹은 금융기관 등에 의하여 집중되는 한편 소유자가 기업경영에 절대적인 영향력을 행사하는 것을 볼 수 있다. 이 경우, 소유경영자 혹은 지배주주는 외부의 소수주주 혹은 채권자들의 이익을 무시하고 자신들의 이익만을 극대화하고자 하는 경향이 있다. 이때 기업지배구조란 외부투자자인 소수주주나 채권자가 내부투자자인 경영자나 지배주주의 이기적인 탈취(expropriation)에 대하여 자신들의 이익을 보호하기 위한 일련의 메카니즘으로 정의된다. 그러므로 여기서는 외부투자자를 보호하기 위한 법과 집행(law and enforcement)이라는 사법제도(legal system)가 중시되고 있다²⁾.

한편, 한 나라의 경제가 발전하고 실질국민소득이 증가하기 위해서는 적절한 투자가 필요하고, 이를 위해서는 투자에 필요한 자금을 효율적으로 조달하고 배분하며 용도를 감시할 수 있는 금융시스템의 존재가 필수적이다. 특히 벤처기업의 창업, R&D 투자, 구조조정, 시장확대 등 높은 위험을 수반하는 프로젝트의 추진을 위해서는 주식발행을 통한 자본조달이 요구된다. 이러한 원활한 자본조달은 주식투자자들과 기업간의 상호작용을 형성하고 영향을 미치는 법·

1) 染宮 秀樹, 1998, 127.

2) La Porta 등, 2000, 4.

규제·실무 등 제도적 구조(institutional framework)에 크게 의존하게 되며, 이 제도적 구조가 기업지배구조로 요약되는 것이다. 이러한 맥락에서 기업지배구조란 기업이 지휘되고 통제되는 시스템으로 정의되며, 좋은 기업지배구조는 다양한 참가자들간의 권한과 책임을 명확히 규정함으로써 성공적인 자본조달과 투자를 위한 필수적인 요소가 되고 있다³⁾.

한국의 경우 기업지배구조의 개선이 핵심과제로 부각된 것은 1997년말에 닥친 외환위기와 극심한 경제불황을 당하고 나서라고 할 수 있다. 즉, 삼미·기아자동차·한보철강·해태그룹·대농 등 30대 재벌그룹에 속한 대기업이 외환위기 초기에 도산하였고, 이어 대표적인 재벌그룹인 대우그룹과 현대건설 등이 사실상 도산하여 해체되거나 계열에서 분리된 바 있다. 이들 기업이 도산한 것은 외견상으로는 수출부진과 국내경기의 부진에 있지만, 근본적으로는 수익성보다는 금융기관 차입에 의한 외형위주의 경영을 해온 성장전략이 한계에 이른 것이라 할 수 있다. 특히, 방만한 경영에 의한 사업다각화, 차입 위주의 자금조달에 의한 재무구조의 취약성, 최고경영자(재벌총수)에 의한 독단적 의사결정, 금융기관의 신용평가 부재와 지배구조의 문제점, 회계의 불투명성 등이 주요 원인으로 거론되고 있다⁴⁾. 한편, 종래 기업집단과 주거래은행 제도를 기업지배구조의 핵으로 하고, 한국과 마찬가지로 이사회와 감사가 形骸化되었던 일본의 경우에도 10년이 넘는 장기불황의 여파로 최근 기업지배구조 개선을 위한 제도변화가 시작되고 있다.

본 연구에서는 기업지배구조의 중요성에 비추어 한국과 일본의 기업지배구조의 기본적 특징을 정리하고 관련 제도의 최근 변화를 분석하고자 한다. 제 II장에서는 기업지배구조의 유형과 수단을 논의하고, OECD와 CalPERS 등 국제기구 및 기관투자자의 기업지배구조 개선노력을 설명한다. 제 III장에서는 한국과 일본의 기업지배구조의 기본적 특징과 최근의 기업지배구조 관련 제도의 변화내용을 분석한다. 제 IV장은 요약과 결론이다.

3) Isaksson, 1999, 3.

4) 신동령, 1999, 333-339.

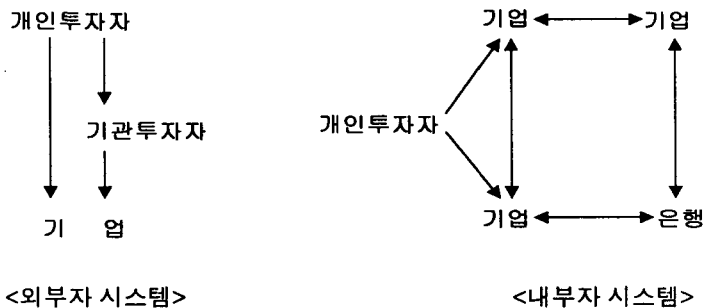
Ⅱ. 기업지배구조의 유형 및 수단, 기업지배구조의 개선노력

1. 기업지배구조의 유형

일반적으로 각 국의 기업지배구조는 경제의 발달정도, 정부의 역할, 증권시장의 규모, 법적 전통, 문화적 차이 등 다양한 요소에 영향을 받아 고유한 형태를 갖게되며, 이에 따라 각국의 기업지배구조에서도 공통점과 차이점을 발견할 수 있다. 기업지배구조를 유형화하는 방법은 여러 가지가 있겠으나, 여기서는 누구의 이해관계를 가장 중요시하는가를 기준으로 하는 외부자 시스템과 내부자 시스템 접근방법(outsider and insider system approach), 그리고 외부주주에 대한 법적 보호 정도를 기준으로 하는 법적 시스템 접근방법(legal system approach) 등 두 가지를 살펴보기로 한다.

내부자 시스템과 외부자 시스템 접근방법은 다수의 연구자들이 사용한 분류방법이다⁵⁾.

[그림 1] 기업의 소유 및 지배에 관한 외부자 시스템과 내부자 시스템



자료 : Mayer, 1994, 189.

외부자 시스템은 시장중심 시스템(market-based system)이라고도 하며 주요 특징은 다음과 같다. 첫째, 다수의 외부투자자들이 지분을 분산 소유하고 있으며, 개인투자자 보다는 연금·기금 등 기관투자자들이 2/3 이상의 주식을 보유

5) 여기서의 내용은 Isaksson(1999) 및 Mayer(1994), Mayer와 Alexander(1990)를 중심으로 설명하고 있음.

하고 있다. 그러나 어느 한 기관투자자가 한 기업의 10% 이상의 지분을 소유하는 경우는 드물다. 둘째, 외부자의 기업경영에 대한 주된 규율수단은 기업인수메카니즘(takeover mechanism) 및 기관투자자에 의한 이사회에 대한 영향력 행사와 주주총회에서의 委任狀競爭(proxy contests)이다. 셋째, 외부자 시스템은 주주의 이익을 최우선으로 하며, 법적 제도는 소수주주와 외국인투자자를 포함한 모든 투자자를 동등하고 공정하게 대우하도록 설계되어 있다. 넷째, 주식시장을 중심으로 증권시장이 잘 발달되어 있고, 자본조달·경영성과 평가 등에 있어 주식시장에 크게 의존하고 있다. 다섯째, 강도 높은 기업정보의 공시가 요구되고 있다. 외부자 시스템의 주요 약점은 지배주주의 결여로 경영자의 재량권이 확대됨으로써 소유와 경영의 분리로 인한 대리문제가 발생하기 쉽다는 것이다.

내부자 시스템은 은행중심 시스템(bank-based system)이라고도 하며 주요 특징은 다음과 같다⁶⁾. 첫째, 기업의 주식은 개인보다는 타기업과 금융기관 등 법인주주에 의하여 소유된다. 일본의 경우 상장기업 주식의 70% 이상이 은행, 보험회사, 기타 금융기관, 사업법인에 의하여 소유되고 있다. 둘째, 기업상호간 혹은 기업과 은행간에 相互株式保有(cross-shareholdings) 및 임원의 상호과견 등이 빈번하다. 셋째, 경영에 대한 규율은 주주가 아닌 主去來銀行(main bank) 혹은 그룹내 타법인에 의하여 이루어진다. 넷째, 일본을 제외하면 경제규모에 비하여 주식시장의 발달이 미약하며, 자금조달은 주로 금융기관을 통하여 이루어진다. 다섯째, 지배주주가 경영에 참가하는 사례도 많고, 소수주주에 대한 법적 보호도 미비하며, 기업의 경영내용에 대한 공시요구도 약하다. 내부자 시스템의 경우 내부자와 외부자인 소수주주간의 대리문제가 발생하기 쉽다.

결국, 미국과 영국의 경우에는 외부자 시스템에 속하고 일본이나 독일은 내부자 시스템에 속한다고 볼 수 있다. 한국은 기본적으로 내부자 시스템에 속하나 그 핵심에 은행이 아닌 지배주주가 위치하는 형태라고 할 수 있다.

최근에는 한 나라의 법 규정과 법 집행의 질에 의하여 주주와 채권자 등 외부투자자가 얼마나 보호되고 있는지를 기준으로 기업지배구조의 유형을 구분하고자 하는 법적 시스템 접근방법이 주목을 받고 있다. 이는 La-Porta 등(1998

6) Aoki(1989)는 이를 bank-oriented system 또는 credit-oriented system으로 부르고 있다.

~2000)에 의하여 제시된 것으로 주요 내용은 다음과 같다. La-Porta 등(1999)의 연구에서는 미국·영국·독일·일본 등 선진국 27개국에서 대기업 20개씩을 표본으로 기업들의 지배구조가 소유집중형인지, 아니면 소유분산형인지를 분석하였다. 경영권 행사에 필요한 지분비율을 20%로 설정한 경우, 조사대상 기업의 36.5%만이 소유분산형에 속하며, 30.0%는 개인 및 가족지배하에 속하고 18.3%는 정부 소유하에 있는 것으로 밝혀지고 있다. 그러나 금융기관이나 타법인에 의하여 분산소유되는 경우는 각기 5% 정도에 그치고 있다. 이 연구는 또 외부주주 또는 채권자에 대한 법적 보호가 약한 국가에서는 소유집중형의 기업 지배구조가 선택된다는 것과, 1932년에 발간된 A. Bearle와 G. Means의 “The Modern Corporation of Private Property”에서 제시된 소유와 경영의 분리모델이 전 세계적으로 볼 때 극히 예외적인 현상에 속한다는 것을 보여주고 있다. 이러한 연구결과는 세계 각국의 대기업들이 직면하고 있는 문제는 소유와 경영의 분리에서 오는 전문경영자에 대한 규율의 문제가 아니라, 대다수 기업들을 직접 경영하고 있는 지배주주들의 통제와 소수주주 보호의 문제라는 것을 강조하고 있다⁷⁾.

La-Porta 등(1998)은 투자자 보호에 관한 각 국의 법체계가 서로 다른가와 법체계의 차이가 기업지배구조에 어떤 차이를 가져오는가를 49개국의 표본을 이용하여 분석하고 있다. 여기서 각 국이 채택하는 법체계는 크게 英美法(보통법, common law)과 大陸法(시민법, civil law)으로 나누어지고 있다. 결론적으로 영미법이 대륙법보다는 투자자 보호에 더 충실한 것으로 평가되고 있는데 이유는 다음과 같다⁸⁾. 영미법체계에서 법은 보통 판사에 의해 제정되며, 이 경우 판사는 판례를 참고하거나 充實義務(fiduciary duty)나 공정성과 같은 일반적인 원칙을 중시한다. 판사는 특정 행위가 구체적으로 명시되지 않았거나 법에 의하여 금지되지 않았다 하더라도 새로운 상황에 대하여 일반적인 원칙을 적용하여 판단할 것으로 기대된다. 만약 내부자가 외부투자자에 손해를 끼치는 自己去來(self-dealing) 혐의가 있는 경우 판사는 내부자에 의한 이러한 유례가 없는 행위가 외부투자자를 불공정하게 하는지를 판단하기 위하여 “냄새맡기(smell test)”

7) 김화진, 2001, 48.

8) La-Porta, 2000, 9.

를 하게 된다. 결국 기존의 판례를 새로운 상황에 확대 적용하여 충실의무 위반 여부를 따지기 때문에 영미법체계 국가에서는 내부자가 외부투자자의 부를 탈취하기가 어렵다는 것이다. 이에 반하여 대륙법체계의 경우 법은 입법기관에 의하여 만들어지고, 판사는 법에 의해서만 판결하며, “냄새맡기”나 공정성 판단 등을 적용하지 않는다. 그 결과 내부자는 법으로 금지되어 있지 않는 한 불리한 법적 제재를 두려워하지 않고 외부투자자의 부를 탈취할 수 있다. 더욱이 대륙법 국가에서는 법원은 자기거래가 사업목적에 합당한 것으로 보이면 개입하지 않는다. 대륙법은 법이 형성된 시대적 배경에 따라 다시 프랑스계, 독일계, 스칸디나비아계로 구분되며, 한국과 일본은 독일계에 속한다. 영미법은 영국법을 모형으로 하고 있으며 미국과 캐나다 등 과거 영국의 식민지에 속했던 국가에서 채택되고 있다.

La-Porta 등(1998)의 연구에서는 또 실증적으로 외부주주 및 채권자의 권리보호에 관한 법적 지표와 법의 실행에 관한 지표를 선정하여 영미법계 국가와 대륙법계 국가간에 투자자보호 정도가 다른가를 검토하고 있다. 실증결과는 외부주주의 보호, 채권자 보호, 법의 실행 등에 있어 영미법계 국가들이 전반적으로 상위에 속하였고, 프랑스계의 대륙법 국가들이 하위에 속하였으며, 독일계 대륙법 국가들은 중간에 속하는 것으로 나타났다. 이 연구에서는 또 외부주주에 대한 법적 보호의 질이 소유의 집중정도를 결정하는 요인이 되며, 프랑스계 대륙법을 채택하는 국가에서 소유의 집중이 높게 나타나는 것은 외부주주에 대한 법적 보호가 취약하기 때문이라 설명하고 있다. 이러한 취약한 법제도가 초래하는 비용은 소수주주들이 경영자 및 지배주주에 의한 탈취를 두려워하기 때문에 결국 주식 발행을 통한 자금조달과 주식시장의 발달이 곤란해진다는 점이다.

2. 기업지배의 수단

이미 설명한 바와 같이 기업지배의 문제가 발생하고 있는 것은 주식의 분산에 의한 “소유와 경영의 분리”가 원인이며, 소유가 집중된 상황에서는 지배주주 및 소유경영자와 외부주주·채권자 등 주요 이해관계자간의 이해관계가 일치하지 않는데 그 원인이 있다. 그러므로 기업지배의 수단은 외부주주와 채권자

등 자금공급자의 이익이 지배주주나 소유경영자 및 경영자에 의하여 부당하게 침해되는 것을 방지하면서, 경영자를 규율하고 인센티브를 부여하여 기업의 경영성과를 높이는 방향으로 작동되도록 하는 것이 바람직하다.

기업지배의 메카니즘은 일반적으로 内部統制手段(internal control mechanism)과 外部統制手段(outside control mechanism)으로 구분된다⁹⁾. 내부통제 수단으로는 주주총회에서 의결권행사, 사외이사를 중심으로 하는 이사회제도, 대주주에 의한 소유집중, 경영자에 대한 인센티브 제공 등을 들 수 있고, 외부통제 수단으로는 주가수준과 경영자 인력시장, 연금·기금 등 기관투자자 활동, 위임장 경쟁, 기업지배권 시장(market for corporate control) 등을 들 수 있다. 먼저 내부통제 수단을 간단히 설명하면 다음과 같다.

첫째, 주주는 주주총회에서 이사의 선임, 합병과 사업양도 등 중요한 문제에 관하여 의결권을 행사할 수 있는 권리를 가진다. 그러나 실제로는 의결권은 소수주주가 주주총회에 직접 참여하기도 곤란하고 유인도 부족하여 실제로 행사되는 경우가 드물다. 최근에 선진국의 경우 CEO나 이사를 상대로 소수주주에 의한 주주대표 소송 등이 용이하게 제기될 수 있게 하거나, 우편이나 전자투표 등으로 의결권을 행사할 수 있도록 법이 개정되는 추세이다.

둘째, 이사회는 원론적으로는 주주의 위임을 받아 업무를 집행하는 대표이사를 선임하고 경영진을 감시하는 역할이 기대되고 있기 때문에 내부지배 수단에서 가장 중요한 위치에 있다. 특히 회사와는 독립적인 사외이사는 내부이사에 비하여 경영진의 감시에 더 효과적일 것으로 간주되고 있다. 그러나 실무적으로는 이사회 제도가 제기능을 다할 것으로 간주되는 미국에서도 2001년 11월에 도산한 엔론(Enron)사의 경우에서 보듯이 이사회가 CEO를 비롯한 내부이사에 의하여 지배되는 사례도 많다¹⁰⁾.

9) 이에 관한 자세한 내용은 Shleifer와 Vishny(1997), Weston 등(1998), 정균화(2002) 등을 참조하기 바람. 여기서의 논의는 주로 Weston 등(1998) 및 Shleifer와 Vishny(1997)에 주로 의존하였음.

10) Jensen(1986)은 이사회가 기업의 경영문제를 인식하거나 어려운 문제의 해결을 위해 결단이 요구될 경우 최고경영진에 맞서는데 비효과적이기 때문에 적대적 기업 인수와 같은 외부적 통제수단이 필요하다고 주장하고 있다. 이에 대하여 Mork 등(1989)은 업종전체의 경영성과가 좋는데 비해 특정기업의 성과가 저조하다면 이사

셋째, 회사의 지분이 소수의 투자자에게 집중된 경우, 즉 대주주나 지배주주가 명확한 경우에는 이들은 정보를 수집하고 경영자를 직접 감시할 유인을 갖게 된다. 특히 경영자의 지분비율이 상승하면 이들의 이해관계는 소수주주의 이해관계와 더 잘 일치하게 되며, 기업가치의 극대화를 위하여 노력할 가능성이 높아진다. 그러나 한편으로는 경영자에 의한 소유권의 집중은 자신들의 평생고용을 보장할 수 있게하여 주주 부의 희생을 담보로 자신들의 이득만을 추구하는 소위 “塹壕構築(entrenchment)” 현상이 나타나기 쉽다. Stulz(1988)는 경영자의 지분비율이 낮은 상황에서 지분비율이 증가하면 외부주주와의 이해관계가 더 잘 일치하여 기업가치가 상승하지만, 지분비율이 높은 상황에서는 “참호구축”이 견고하여 적대적인 기업인수를 아주 어렵게 하고 이것이 기업가치를 하락하게 할 확률이 높다는 이론적 모형을 제시한 바 있다. 예를 들어 소유구조와 경영성과의 관계에 관한 Mork 등(1988)의 연구는 소유자의 지분비율이 0%~5% 수준에서는 회사의 기업가치가 상승하나 그 이상 지분비율이 집중되면 오히려 기업가치가 하락한다는 것을 보여주고 있다.

한편, 소유권이 소수의 주주에게 집중될 경우, 대주주나 지배주주는 자신들의 이익을 우선하기 때문에 외부주주·채권자 혹은 경영자 및 종업원의 이익을 탈취할 수가 있다. 특히 지분비율이 적은 대주주가 피라미드식 구조를 통하여 기업을 지배할 경우 그 피해가 더 클 확률이 높다. 특히, 외부주주에 대한 법적 보호가 취약하여 대주주가 외부주주의 이익을 탈취할 수 있는 경우에는 외부주주가 투자를 꺼리게 되므로 주식발행을 통한 자금조달이 곤란하게 된다. 이는 이태리·프랑스·독일 등의 주식시장 규모가 상대적으로 작은 이유를 설명해 주고 있다.

넷째, 경영자에게 제공되는 금전·스톡옵션 등의 각종 보상계획은 대리문제를 완화시킴으로써 경영자가 기업가치 향상을 위하여 힘쓰도록 한다. 이 경우 경영자에 대한 보상계획은 경영성과에 밀접하게 연동시켜야 하며, 성과지표는 ROA 등의 회계지표 보다는 주가 등 증권시장 지표로 설정하는 것이 바람직하다.

회가 경영진을 평가하여 규율하기가 용이하지만, 업계전체가 부진할 경우에는 해당 기업의 저조한 성과의 원인이 경영진에 있는지를 판단하기 어려워 경영진으로 하여금 강력한 구조조정을 실행하도록 결정하기를 꺼려한다는 증거를 제시하고 있다.

외부통제 수단으로는 첫째, 효율적 시장에서 주가수준은 기업의 경영성과를 잘 반영한다. Warner 등(1988)은 1963~1978 기간 중 NYSE와 AMEX에 상장된 기업에서 발생한 269건의 경영자교체 사건을 표본으로 기업의 주가등락과 그 이후의 최고경영진(CEO, 사장, 이사회회장 등)의 교체간의 연관성을 조사하였다. 결과는 주가하락을 경험한 기업의 경우 경영자 교체가 빈번한 것으로 나타났다. Denis와 Denis(1995)의 연구는 경영성과의 부진으로 인한 853건의 경영진 교체 중 13%만이 강제적 교체이었으며, 그 대부분은 이사회회 감시기능에 의해서가 아니라 주요 주주의 압력, 재무적 부실, 주주의 소송, 기업인수 압력 등에 의한 것이었다는 사실을 보여주고 있다.

둘째, 미국의 경우 기금·연금 등 기관투자자들은 의결권의 행사를 통하여 투자회사의 지배구조를 개선하는데 큰 영향력을 행사하고 있다. 그 대표격으로는 “캘리포니아주 공무원퇴직기금(CalPERS)”과 “교사보험 및 연금기금(TIAA-CREF)” 등을 들 수 있다. CalPERS나 TIAA는 기업의 지배구조가 장기적으로 기업성과를 결정하는 핵심요소라는 관점에서 기업지배구조에 관한 가이드라인을 정해두고 투자대상 기업이 이를 준수하도록 요구하고 있다. 한국의 경우 기관투자자와 관련하여 중요한 것이 외국인투자자들이다. 외국인투자자들의 증시에 미치는 영향력은 최근 더욱 증대되고 있다. 주요 대기업마다 이미 상당한 지분 비율을 점하고 이들은 한국기업의 지배구조 개선에 대하여 거센 요구를 하고 있으며, 기업들도 이들의 요구를 적극 수용하는 추세이다.

셋째, 소수주주에 의한 위임장 경쟁은 경영성과의 개선을 유도할 수 있다. 미국의 경우, 대체로 위임장 경쟁의 제기만으로도 해당기업의 주가가 상승하는 것으로 나타나고 있으며, 그 위협만으로도 기존 경영자가 경영방침을 개선하도록 압력을 가하는 효과가 있다는 것이 입증되고 있다. 소수주주에 의해 이사가 선출되면 경영성과가 지속적으로 개선되는 효과가 있었으며, 위임장 경쟁은 결국 기업인수로 이어지는 경우가 많았다.

넷째, 아마도 기업지배구조의 개선을 위한 가장 강력한 외부통제 수단이 기업 지배권 시장을 통한 기업인수 활동일 것이다. 여기서 경영자를 규율하는 기업인수는 당연히 강압적(즉, 적대적)인 방법으로 진행되며, 인수대상 기업의 주주를 대상으로 주식을 매집하는 공개매수제의(TOB : tender offer bid)가 이에 속한

다. 일반적으로 TOB의 대상이 된 목표기업의 주가는 TOB의 발표를 전후로 경영성과 개선에 대한 기대감 등을 반영하여 큰 폭으로 상승하는 것을 볼 수 있다. 대주주가 없는 미국의 경우 적대적 기업인수는 핵심적인 기업지배 수단이며, 이것이 없이는 경영자의 재량권 남용을 효과적으로 통제할 수 없는 것으로 인식되고 있다¹¹⁾.

3. 기업지배구조의 개선 노력

근래에 들어서 한 나라의 지배구조 수준이 그 나라의 자본시장 발달 정도를 결정하고 이것이 다시 투자를 위한 자본조달에 영향을 미치기 때문에, 경제발전을 위해서는 지배구조의 개선이 매우 중요하다는 인식이 확산되어가고 있다. 여기서 각 국의 기업지배구조 개선을 위해 선도적인 역할을 수행하고 있는 기관은 OECD와 세계은행(World Bank)이다.

특히 OECD는 1999년 4월에 “기업지배구조에 관한 OECD 원칙(OECD Principles of Corporate Governance)”을 제정하여 발표하였다. OECD는 1998년 4월 29개 회원국의 장관급 이사회가 발의하여 원칙작성을 위한 특별 팀(Ad Hoc Task Force)을 발족시켰고, 이 팀이 각 국 정부, EC, 세계은행, IMF, 기타 국제기구 및 민간기구의 협력하에 1년여 기간의 작업을 거쳐 기업지배구조 원칙을 제정하였다. OECD 기업지배구조 원칙은 크게는 주주의 권리, 주주에 대한 평등한 대우, 이해관계자의 역할, 공시와 투명성, 이사회 책임 등 5부분으로 구성되어 있다. OECD 원칙은 하나의 참고기준으로서, 법적 구속력을 갖거나 각국에서 입법화될 것을 상정하고 있지도 않다. 그러나 OECD 원칙의 발표 후 프랑스·독일·영국 등은 기업지배구조를 개선하기 위한 관련법률의 개혁에 착수하였고, 이태리·멕시코·포르투갈·한국 등은 처음으로 “企業支配構造規準(corporate governance code)”을 제정하였다. 독일의 경우에는 2000년에 “이중 이사회체제(two-tier board system)”를 포괄하는 기업지배구조 규준을 처음으로 제정한 바 있다.

각 국의 지배구조 수준을 선진국 수준으로 끌어올리고자 하는 노력은 국제적

11) 이러한 견해는 Easterbrook과 Fishel(1991), Jensen(1993) 등에 나타나 있다.

인 기관투자자를 통해서도 진행되고 있다. 미국 최대이자 세계 3위의 기관투자자인 캘리포니아주 공무원퇴직기금(CalPERS : California Public Employee's Retirement System)은 미국내 약 1,600개 기업과 영국·독일·프랑스 등 유럽 국가 및 일본, 그리고 아시아 및 중남미 등의 신흥시장 소속 국가의 주식과 채권에 약 1,518억달러(2001. 12. 31 현재)를 투자하고 있다. CalPERS는 투자성과의 제고에 투자대상 회사의 지배구조 개선이 무엇보다 중요하다고 판단하고 다양한 가이드라인을 정해두고 있다.

CalPERS는 미국 기업을 대상으로 하여 경영진과 소유자간의 설명책임의 기초가 되는 “핵심원칙(Core Principles)”과 설명책임의 관계를 더욱 발전시킬 수 있는 “지배구조 가이드라인”을 정해두고 있다. 핵심원칙에서는 1) 경영진으로부터 독립적인 이사회가 건전한 기업지배구조를 위하여 필수적이라는 것, 2) 이사회 리더십까지 독립성을 포괄해야 한다는 것, 3) 이사의 개인적·금전적·직업적 이해관계와 주주의 이해관계간에 충돌이 있어서는 안된다는 것 등을 강조하고 있다.

한편, CalPERS는 1988년 후반부터 국제주식시장에서 투자활동을 개시하였다. CalPERS는 투자대상 국가의 선별을 위하여 투자자문회사인 Wilshire Associates사의 협력을 얻어 지배구조에 관한 가이드라인을 정하고 투자대상 국가의 지배구조를 평가하고 있다. 2002년도의 경우 CalPERS는 1999년도의 1인당 GNP 9,300달러(세계은행)를 기준으로 세계 주식시장을 24개국의 선진국시장과 27개국의 신흥시장으로 구분하고 있다¹²⁾. CalPERS는 신흥시장에 대한 투자여부와 투자할 경우 그 비중을 결정하기 위하여 國家要因(country factor)과 市場要因(market factor)의 두 기준을 사용하고 있다. 국가요인은 특정 국가의 증권시장을 지탱하고 있는 下部構造(infrastructures)가 얼마나 강인가를 보기 위한 것이며, 시장요인은 기관투자자의 투자활동과 관련한 증권시장의 고유위험 수준을 판단하기 위한 것이다. 위의 기준에 의거 CalPERS는 2001년말에 27개국의 신흥시장을 평가하고 있는데, 평균점수 1.59~1.60을 커트라인으로 17개는 투자가능 시장으로 나머지 10개는 투자불가능 시장으로 판단을 내리고 있다. 한국의

12) 이 내용은 다음 문헌을 참조하였음. Wilshire Associates, “Permissible Equity Markets Investment Analysis and Recommendations,” (January 2002).

평균점수는 2.44점으로 신흥시장 중 4위로 평가되고 있다. 한국은 순위가 앞선 아르헨티나·대만·이스라엘에 비하여 시장규제·법적 제도·투자자 보호가 특히 취약한 것으로 나타나고 있다.

Ⅲ. 한국과 일본의 기업지배구조 관련 제도의 기본적 특징과 최근의 변화동향

1. 기업지배구조의 기본적 특징

(1) 한국의 경우

한국이 1997년말에 외환위기를 당하게 된다는 여러 가지 원인을 들 수 있겠으나, 핵심적인 원인으로 지목되는 것이 경영의 불투명성과 지배구조의 취약성이다. 대기업을 중심으로 한 정부주도하의 성장정책을 추구하여 오는 과정에서, 30대 혹은 50대의 대규모 기업집단 즉 재벌그룹이 형성되었다. 이들 재벌그룹은 상호출자에 의하여 계열회사를 늘리고 새로운 사업에 진출하였으며, 이에 필요한 자금은 주로 계열사를 통한 상호지급보증에 의하여 금융기관 차입금으로 조달한 바 있다. 이에 따라 대기업을 집중된 소유구조를 갖게 되었고, 친족(총수 및 특수관계인) 및 계열회사 등 대주주의 지분비율이 평균 40% 이상에 이르게 되었다¹³⁾. 재벌그룹의 경우 오너(총수)가 계열사에 대한 경영권을 장악하여 독단적인 의사결정 권한을 행사하였으며, 내부승진 인사로 구성된 이사회 및 감사 등 상법상의 감시기구는 물론 소수주주의 권한도 철저히 무력화되었다. 대기업을 대한 최대의 자금공급자인 금융기관 역시 정부에 의하여 장악됨으로써 대기업을 대한 규율과는 거리가 멀었다. 또한 기업지배권 시장의 경우 대주주에 의한 소유집중, 대주주의 경영권에 대한 정부의 보호정책 유지, 그리고 문화적 차이 등으로 시장에 의한 규율기능을 발휘할 수 없었다.

한편, 정부는 대기업을 간접상호출자에 의한 무분별한 계열확장을 막기 위하

13) 이에 관한 내용은 소일섭(1996) 참조바람.

여 1987년 4월에 출자총액제한 제도를 도입하였고, 이어 1993년 4월에는 대규모 기업집단 계열회사간의 채무보증제한 제도를 도입하였다. 이러한 정책의 시행에도 불구하고, 수익성을 무시한 차입경영은 대기업과 금융기관의 부실화를 가져오고 결국 외환위기를 맞게 된 것이다.

한국의 대기업(특히 재벌그룹)들의 총수와 친족들은 극히 적은 지분을 가지고도 소속회사(계열사) 지분을 이용하여 그룹전체에 영향력을 행사하는 것으로 나타나, 주요 대기업들이 순환출자를 통하여 그룹전체를 지배하는 관행은 여전히 변하지 않고 있는 것으로 나타나고 있다. <표 1>은 4대 재벌그룹의 경우 재벌총수의 지분비율은 평균 1.32%에 불과하나 소속회사 지분, 특수관계인지분, 자기주식 등을 합산한 내부지분 비율은 48.42%에 달해, 결국 계열사를 이용하여 그룹을 지배하고 있다는 것을 잘 보여주고 있다.

<표 1> 주요 그룹별 계열사 내부지분보유 현황

(단위 : 개, %, 2001. 4. 2 기준)

그룹	계열사 수	소유지분(자본금중 지분비율)				
		총수(지분보유 회사수)	특수관계인(친족 + 임원 + 비영리법인)	소속 회사	자기주식	총수 + 특수관계인 + 소속회사 + 자기주식
삼성	64	0.46(8개)	1.57	37.24	3.25	42.53
SK	54	2.21(12개)	0.71	54.09	2.35	59.27
LG	43	0.48(9개)	4.01	36.02	6.31	46.82
현대	26	2.14(12개)	0.07	35.77	7.05	45.04
평균	46.8	1.32(10.3)	1.59	40.78	4.73	48.42

자료 : 공정거래위원회, 동아일보(2002. 1. 29).

(2) 일본의 경우

한국의 재벌기업과는 형성과정이나 소유구조 등이 다르지만, 일본은 기업집단(keiretsu) 중심의 경영체제를 유지하고 있다. 기업집단 경영체제의 주요 특징은 주거래은행 제도와 상호주식 보유로 요약된다¹⁴⁾. 일본의 고도성장기에 기업은 주거래은행으로부터 차입에 의존하였고 다른 자금조달 수단은 보완적으로 밖

14) 일본기업의 경영체제 및 기업지배구조 등에 관해서는 배준호(2001), 이우관(2001), 최도성(1996), 小林 廣 등(1992), 渡邊 茂와 山本 功(1992) 등을 참조바람.

에는 이용되지 않았기 때문에, 기업은 자금조달에 있어 주거래은행에 전적으로 의존하여 왔다. 또한 주거래은행은 기업의 최대 채권자인 동시에 자금을 제공 받은 기업의 주식을 소유함으로써 주요주주가 되는 경우가 많았다. 주거래은행은 기업에 대한 융자이외에도 다양한 형태로 기업경영에 관여하고 있다. 예를 들면, 신규사업진출·해외진출·起債·증자 등에 관한 자문, 경영안정화를 위한 상호주식 보유이나 安定株式保有工作, 주주총회대책 등을 들 수 있다. 주거래은행은 다양한 경영자문을 하는 동시에 회사의 경영상황을 항시 파악하기 위하여 계열기업에 임원을 파견하는 경우도 빈번하였다.

한편, 기업집단에 소속된 기업은 거래처 및 금융기관을 중심으로 상호간 주식보유를 일반화하고 있다. 이러한 상호주식 보유가 확산된 결정적 계기가 된 것은 1964년 일본의 OECD가입에 따른 자본자유화 허용이다. 즉, 당시 외국자본에 의한 일본기업의 탈취를 우려한 재계의 요청에 의하여 상법 제280조가 개정됨으로써 이사회 결의만으로 특정의 제 3자에 대한 할당증자가 가능하게 되었고, 제 3자 할당증자를 이용하여 安定株主工作이나 주식의 상호보유가 확산되었던 것이다. 그 결과, 재벌계 기업집단의 강화, 芙蓉·第一勸銀·三和 등 신흥기업집단의 형성, 자본·업무제휴에 의한 업계재편성, 부품공급 메이커의 계열화 등이 진전되었다. 이러한 일본의 상호주식보유 제도는 후에 일본시장의 개방을 위한 美日構造協議 등에서 미국기업에 의한 일본기업의 M&A를 가로막는 “투자장벽”으로 비판받은 바 있다.

결국, 일본기업의 경우 경영권에 대한 견제 및 감시는 주식을 보유하고 있는 은행이나 상호주식보유 관계에 있는 계열기업 등이 담당하고 있었다. 그러나 금융기관과 사업법인에 소유가 집중되어 있어 한국과 같은 경제력 집중 문제는 대두되지 않았다. 한편, 1980년대 중반 이후 사채발행에 대한 규제완화와 주식시장 활황을 배경으로 대기업의 회사채 발행과 주식발행을 통한 자금조달 비중이 늘어남으로써 주거래은행의 준 내부자적 역할도 줄어들기 시작했다.

일본의 주식회사 경영자에 대한 내부통제 수단은 한국의 이사회에 해당하는 取締役會와 감사에 해당하는 監査役이다. 그러나 일본의 경우 取締役會의 取締役과 취체역회에 대한 업무감사 및 회계감사의 권한을 갖는 監査役은 주주총회에서 선출되지만, 거의 대부분 내부승진 인사들로서 경영진에 대한 규율과는 거

리가 멀었다. 특히 주거래은행의 규율이 약하거나 잘못된 경우 이를 대체할 수 있는 통제수단이 없다는데 문제가 있었다.

일본이 한국과 다른 점은 감사역의 기능을 강화하였다는 것이다. 즉, 1993년의 “상법특례에 관한 법률”에서 대회사(자본금 5억엔 이상)에 3인 이상의 감사역으로 감사역회를 구성하고 그중 1인 이상을 社外監査役으로 구성할 것을 의무화하는 감사역회 제도를 도입하였다. 또 하나는 대표소송 제도로서, 소수주주의 지위를 강화하고 경영진에 대한 감독기능의 제고를 위하여 1950년도에 상법에 도입되었다¹⁵⁾. 일본 상법은 대표소송을 모든 주주가 단독으로 제기할 수 있는 단독주주권으로 정하고 있으며 그 남용을 방지하기 위하여 6개월 전부터 계속 주주인 자에게만 인정하고 있다. 그런데 대표소송은 주주가 승소하더라도 손해배상액이 회사에 귀속되므로 주주로서는 인센티브가 적었다. 이로 인하여 1950~1989년의 약 40년간 대표소송의 제기건수는 10건에 불과하였다. 그러나 1993년 상법개정에 의거 이사의 손해배상액에 관계없이 소송비용을 일률적으로 8,200엔으로 낮추고 승소할 경우 소송비용 전액을 회사에 청구할 수 있게 하자, 법 개정 후 소송건수는 1993년 84건, 1994년 145건, 1995년 174건 등으로 급증한 바 있다.

일본의 경우 적대적 기업인수를 통한 기업 지배구조의 개선은 기대할 수 없었다. 이는 기본적으로 상호주식 보유를 중심으로 하는 기업집단의 존재에 그 원인을 찾을 수 있다. 따라서 M&A는 주로 신규사업 진출이나 계열기업간 사업구조조정, 해외기업 인수 등을 중심으로 이루어졌으며, 1990년대 이후의 장기불황기에는 부실기업 정리나 금융기관간 합병 등을 목적으로 추진되고 있다.

2. 관련제도의 변화동향

(1) 한국의 경우

① 제도변화 경위

외환위기 이후의 한국의 기업지배구조는 적어도 제도적인 측면에서는 아주 빠르게 개선된 것으로 평가되고 있다. 당시 기업지배구조를 포함한 기업구조개혁

15) 이형규, “기업지배구조개혁의 미해결과제”, 상장, (2001. 7), 44-45.

의 방향은 이른바 “5+3” 원칙으로 요약되고 있다. 5대 원칙은 1998년 1월에 대통령 당선자와 5대 그룹 대표간에 합의된 것으로 ① 기업경영의 투명성 제고 ② 상호채무보증의 해소 ③ 재무구조 개선 ④ 핵심역량 집중 ⑤ 기업경영의 책임성 제고 등으로 요약된다. 이 가운데 지배구조 개선과 관련된 것이 ⑤ 기업경영의 책임성 제고이며, 예시된 주요 내용으로는 소수주주권 강화, 상장법인의 사외이사(1/4 이상) 선임의무화, 사실상 이사제 도입 및 30대 집단 동일인의 이사등재 유도 등이다¹⁶⁾. 그리고 3대 원칙이란 1999년 8월 15일 광복절 경축사에서 천명된 것으로 ① 제 2금융권 지배구조 개선 ② 순환출자 및 부당내부거래 차단 ③ 변칙 상속 및 증여 방지 등으로, 지배구조 개선과 관련해서는 사외이사를 1/2 이상 구성, 소수주주권 행사요건을 상장회사의 절반으로 완화, 자기계열 투자한도 축소 등이 주요내용으로 예시되고 있다.

이러한 정부의 정책은 1998년 12월부터 상법, 증권거래법, 유가증권 상장규정 등의 개정을 통하여 법제화되었다. 지배구조 개선을 위한 정부정책은 이사회 및 감사기구의 강화, 소수주주권 강화에 역점이 두어지고 있다. 한편, 1999년 9월에는 민간기구인 기업지배구조 개선위원회에서 가이드라인이 될 “기업지배구조 모범규준”을 발표하였으며, 주요 내용은 그 이후 상법 등 관련 법규의 개정시 반영되었다. 또한 기관투자자 및 외국인투자자 등에 의한 “주주행동주의”의 실천도 시민단체 등의 활동과 더불어 증대되어가고 있다.

② 기업지배구조 모범규준 제정

1997년말의 외환위기를 맞아 IMF의 구제금융을 지원받은 한국의 경우 기업 지배구조의 후진성이 경제위기를 초래한 핵심적인 원인으로 지목되고 있었으며, 기업지배구조의 조속한 개선은 구조조정을 위한 IMF와의 약속사항에도 포함되어 있었다. 따라서 1999년 3월 바람직한 기업지배구조를 확립하기 위한 원칙을 작성하기 위하여 민간자율위원회인 기업지배구조 개선위원회가 설립되었다. 위원회는 약 6개월간의 작업을 거쳐 前文과 주주·이사회·감사기구·이해관계

16) 당시 ①의 기업경영의 투명성 제고와 관련한 주요 내용은 30대 집단 결합재무제표 도입(1999회계년도부터 시행), 회계공시 강화, 분식회계·부실감사에 대한 처벌 강화 등이다.

자·시장에 의한 경영감시 등 本文 5개 부분 및 권고사항으로 이루어진 “기업 지배구조 모범규준”을 1999년 9월에 발표하였다¹⁷⁾. 모범규준의 핵심적인 내용의 상당부분은 이미 관련 법규와 규정의 개정에 반영되어 시행되고 있으며, 기업의 자발적인 수용도 매우 활발하게 전개되는 것으로 평가되고 있다.

한국의 모범규준은 특징은 다음과 같다. 첫째, 모범규준의 내용과 수준이 미국 등 선진국의 지배구조에 맞추어져 있고 매우 구체적이며 즉각적인 실시를 전제로 하고 있다. 이는 외환위기의 주요 원인이 기업지배구조의 후진성에 있었다는 점을 인식하고 국내 및 해외 투자자로부터 경영의 투명성과 신뢰성의 확보가 무엇보다 시급하다는 것을 배경으로 하고 있다. 둘째, 대주주 및 기업총수에 의하여 장악됨으로써 無力化되었던 이사회 및 감사기구의 기능회복 및 강화에 초점을 두고 있다. 특히, 금융기관과 대규모 공개기업의 이사회는 경우, 사외이사가 전체이사의 1/2 이상(최소 3인 이상) 되도록 할 것과, 이사추천위원회·감사위원회·보상위원회 등 내부위원회의 설치를 권고하고 있다. 감사기구의 경우 경영자 및 지배주주로부터 독립적인 감사위원회 및 감사를 두도록 하고 주요 활동내역은 공시하도록 하고 있다. 대규모 공개기업, 정부투자기관, 금융기관은 이사회내에 3인 이상의 이사(위원장 포함 2/3는 사외이사)로 구성된 감사위원회를 설치할 것과, 감사위원회를 설치하지 않는 기업은 1명 이상의 상근감사를 가진 상법상의 감사를 두도록 하고 있다. 셋째, 중요한 이해관계자의 하나인 채권자의 권리보호와 적절한 경영감시 형태 및 수준을 정하도록 권고하고 있다¹⁸⁾.

③ 이사회 및 감사기구 강화

기업경영의 투명성과 효율성 제고를 목적으로 제정된 “기업지배구조 모범규준”의 내용을 수용하여 상장법인(협회등록법인 포함)에 대하여 사외이사·상근감사·감사위원회 제도 등을 도입하였고, 상장법인이 제출하는 사업보고서 및 유가증권 신고서 등 공시서류에 기업지배구조에 관한 사항을 기재하도록 의무

17) 기업지배구조 개선위원회, “기업지배구조 모범규준”, (1999. 9).

18) 증권거래소는 2001년 최초로 기업지배구조 모범기업 등 선정제도를 도입하고, 동년 6월 28일 모범기업으로 삼성전기, LG건설, 한국주택은행 등 3개사, 우량기업으로 신세계, 씨니전자, S-Oil, SK텔레콤, 현대모비스 등 5개사를 선정하여 표창한 바 있다.

화하였다. 주요 내용은 다음과 같다.

첫째, 업무집행이사(사실상의 이사)의 책임제도가 도입되었다. 즉, 등기이사가 아니면서도 회사업무를 사실상 집행하는 회장·총수 등의 명칭을 가진 대주주 등을 사실상의 이사로 간주함으로써, 이들의 불법적이며 독선적인 회사운영을 막기 위하여 1998년 개정상법에서 도입된 제도이다.

둘째, 사외이사 제도가 도입되었다. 주식회사의 경우 임기 3년 이내의 3인 이상(자본총액 5억 미만 회사는 2인 이하도 무방)의 이사를 두도록 되어 있다. 그러나 개정상법(1998년) 등은 상장법인에 대하여 기업경영의 투명성 제고와 소수주주의 이익보호를 목적으로 사외이사의 선임을 의무화하고 있다. 이 경우 사외이사의 수는 총 이사의 1/4 이상(최소 1인 이상)으로 구성하여야 하며, 대형 상장법인(자산총액 2조원 이상 대기업과 금융기관)의 사외이사의 수는 총 이사의 1/2 이상(최소 3인 이상)으로 구성하여야 한다. 대형 상장법인의 사외이사의 선임과 관련해서는 사외이사가 총 위원의 1/2 이상이 되도록 사외이사 후보추천 위원회를 구성하도록 의무화하였다. 또 이들 대형 상장법인의 경우 1%(자본금 1천억원 이상의 경우는 0.5%) 이상의 지분을 소유한 주주에게는 사외이사후보 추천권을 부여함으로써 소수주주가 사외이사 선임에 참여할 수 있게 하였다.

셋째, 감사위원회 제도가 도입되었다. 개정 상법(1999년)에서는 기업경영의 효율성을 제고하기 위하여 이사회내에 2인 이상의 위원으로 각종 위원회를 설치할 수 있도록 하고, 특히 대주주 내지 지배주주로부터 감사의 독립성을 확보하기 위하여 3인 이상의 이사(사외이사가 2/3 이상을 차지)로 감사위원회를 설치하고 기존의 감사를 대체할 수 있게 하였다. 자산총액 1천억원 이상의 대규모 상장법인에 대해서는 우선 증권거래법(1997년)과 유가증권상장 규정(1998년)의 개정으로 1인 이상의 상근감사를 두는 것을 의무화하고, 사외감사의 선임을 권고하였다. 또한 대형상장법인의 경우에는 사외이사 2/3 이상으로 구성되는 감사위원회(위원장은 반드시 사외이사로 함)의 도입을 의무화하였으며(2000년 개정 증권거래법), 감사위원회 위원이 되는 사외이사의 선임시 대주주가 보유하는 주식의 3% 한도로 의결권을 행사할 수 있도록 제한하였다¹⁹⁾.

19) 엔론(Enron)사의 도산 사태는 감사위원회의 구성이 얼마나 중요한가를 말해주고 있다. 즉, 미국의 경우 1999년에 SEC의 blue-ribbon 위원회는 감사위원회가 회계 또

④ 소수주주의 권한 강화

1998년의 개정상법은 소수주주에 의한 이사선임의 기회를 제공하기 위하여 집중투표제를 도입하였고, 소수주주권의 행사를 위한 지분비율 등 요건을 전면적으로 완화함으로써 소수주주의 보호를 강화하고 있다²⁰⁾. 이러한 소수주주의 권한 강화는 대기업의 지배구조의 개선차원에서 추진된 것이나, 상당수의 한국 기업이 가족소유라는 사실과 무관하지 않다²¹⁾.

첫째, 집중투표 제도가 도입되었다. 1998년도의 개정상법은 정관규정에 의하여 배제하지 않는 경우 소수주주에 의한 이사선임의 기회를 제공하기 위하여 이사의 선임에 集中投票制度(cumulative voting)를 도입하고 있다. 집중투표란 동일한 주주총회에서 2인 이상의 이사를 선임하는 경우에 소수주주가 1주마다 선임한 이사의 수와 동일한 의결권을 가지는 제도이며 이사선임에 관한 일종의 비례대표제라 할 수 있다. 상법은 집중투표의 청구요건을 소수주주권으로 정하여 3% 이상의 지분보유를 요건으로 하였고, 증권거래법(2001)에서는 대형 상장법인의 경우에는 1% 이상의 지분보유로 그 요건을 더 완화하였다²²⁾.

둘째, 소수주주권 행사요건이 완화되었다. 1998년도의 개정상법은 소수주주권의 행사를 위한 지분요건을 전면적으로 완화하고 있으며, 증권거래법에서는 지분비율을 더 낮추고 주식소유 기간을 6개월로 단축시킴으로써 소수주주권의 행

는 재무관리 분야의 전문가로서 기업의 재무제표에 정통한 사외이사로만 구성할 것을 권고하였다. 그러나 뉴욕증권거래소의 규칙은 내부이사, 퇴직후 3년이 경과한 종업원과 그 가족, 당해 회사와 “상당한 경영상의 관련”을 갖는 자이지만 이사회가 그 관련성이 감사업무의 수행에 영향을 미치지 않는다고 결정한 자 등도 감사위원회 멤버가 될 수 있도록 허용하였다. 만약 SEC의 권고가 받아들여 졌다면, 엔론사의 감사위원회 멤버 6명 중 절반인 3명은 감사위원회 멤버가 될 수 없었을 것이다. 1명은 연간 72,000달러를 받고 엔론사에 컨설팅을 해왔으며, 2명은 엔론사와 이사회 의장 K. Lay로부터 상당액수의 기부금을 받고 있는 대학에 고용된 사람들이었다. 이상의 내용은 Business Week, “Special Report : Accounting in Crisis,” (January 2002), 50-54. 참조바람.

20) 손주찬, 2000, 669-672 및 811-815.

21) Claessens 등(2000)에는 한국 대기업의 경우 재벌총수가 소유하는 핵심계열사를 정점으로 한 피라미드식 중층 소유구조가 일반적이라는 것과 계열기업 상호간의 주식소유로 인하여 가족소유기업이 다수라는 것이 잘 나타나고 있다.

22) 2000년의 경우 상장법인 465사 중 22.4%인 158사가 집중투표제를 도입하고 있는 것으로 나타났다. 증권거래소, 상장법인 기업지배구조 실태조사(2000. 11. 30).

사 요건을 더욱 완화하고 있다²³⁾. 주요 내용은 <표 2>와 같다.

<표 2> 1998년 이후 완화된 주요 소수주주권의 지분요건

(단위 : %)

구 분	개정전 상법	개정 상법 (1998년)	증권거래법 (제191조 13)
회계장부열람권(제466조 1)	5	3	0.1 (0.05)
이사·감사해임청구권(제385조 2항, 415조)	5	3	0.5 (0.25)
이사위법행위유지청구권(제402조)	5	1	0.05 (0.025)
주주대표소송(제403조)	5	1	0.01
주주제안권(1998년 신설)(제363조 2)	없 음	3	1 (0.5)
집중투표청구권(1998년 신설)(제382조 2)	없 음	3	1

주) ()는 상장법인(협회등록법인 포함)으로 최근 사업연도말 자본금이 1천억원 이상인 법인에 해당함.

자료 : 손주찬, 2000, 671. 수정.

⑤ 기관투자자, 외국인투자자 및 시민단체의 활동강화

한국의 기관투자자도 최근 주주총회의안에 대한 의결권행사를 통하여 피투자 회사에 대한 경영참여를 시도하고 있다²⁴⁾. 증권거래소가 2001. 3~2002. 2 기간 중 주주총회 확정안과 관련한 기관투자자의 의결권 행사 공시를 집계한 결과, 의결권 행사를 공시한 80개 기관투자자의 공시건수는 총 323건으로 이중 임원 선임은 262건(81.1%), 기업분할·지주회사 설립·합병은 40건(12.4%), 영업양도 및 양수는 21건(6.5%)으로 나타났다(<표 3> 참조).

23) 한편, 현재 국회에는 다수의 투자자들이 동일한 원인에 의해 피해를 입은 경우 피해 주주의 일부가 대표당사자가 되어 제기하는 소송인 증권집단 소송에 관한 법률안이 법제사법위원회에 회부되어 있는 상태이다. 이 법안은 분식회계, 부실감사, 허위공시, 주가조작, 내부자거래, 신탁재산 불법운용 등의 각종 불법행위로 인하여 다수의 증권투자자들이 재산상의 침해가 발생한 경우에 증권집단 소송을 허용하는 것을 내용으로 하고 있다. 집단소송은 승소할 경우 배상이 투자자들에게 귀속한다는 점이 배상이 회사에 귀속되는 대표소송과는 다르다. 이 내용은 이형규, “기업지배구조개혁의 미해결과제”, 상장, (2001. 7), 39-43. 참조바람.

24) 1998년 9월 증권투자신탁업법의 개정에 의하여 투자신탁회사는 주식을 발행한 회사를 계열회사로 편입하고자 하는 경우를 제외하고는, 신탁재산으로 보유하고 있는 주식에 대한 의결권을 행사할 수 있게 되었다.

〈표 3〉 기관투자자의 주주총회 의안별 의결권행사 현황

(2001. 3~2002. 2)

안 건 내 용	행 사 내 용		합 계
	찬 성	반 대	
임 원 선 임	262(100.0)	0(0.0)	262(100.0)
기 업 분 할	7(100.0)	0(0.0)	7(100.0)
지주회사설립	18(62.1)	11(37.9)	29(100.0)
합 병	3(75.0)	1(25.0)	4(100.0)
영 업 양 도	15(71.4)	6(28.6)	21(100.0)
합 계	305(94.4)	18(5.6)	323(100.0)

주) 괄호안은 백분율임.

자료 : 한국증권거래소 보도자료(2002. 3. 12).

안건별 의결권행사 현황은 임원선임에 대해서는 100% 찬성, 기업분할 및 합병 등에 대해서는 찬성 70.0% 및 반대 30.0%, 그리고 영업양도 및 영업양수에 대해서는 찬성 71.4% 및 반대 28.6%로 집계되고 있다.

1992년 외국인에 대한 주식시장이 개방된 이후 한국증시에서 외국인의 영향력이 증대하여 오고 있으며, 특히 1998년에는 외국인의 지분소유 상한선이 철폐 되었으며 외국인은 2000년말 현재 상장기업 주식의 13.8%를 보유하기에 이르렀다. 개별기업으로 본다면 2001년 11월 2일 현재 제일기획 64.04%, 포항종합제철 60.85%, 에스원 59.38%, 삼성전자 58.82%, 신세계백화점 50.32%, SK텔레콤 47.97%, 현대자동차 47.71% 등 한국의 대표적 우량기업에 대한 지분비율은 더 높은 상황이다²⁵⁾. 외국인 기관투자자들은 한국기업의 지배구조를 개선하는데 적극적인 활동을 전개하고 있다²⁶⁾. 한편, 참여연대는 1999년 삼성전자의 전환사채 발행의 적법성에 관한 문제제기를 시작으로 기업지배구조 개선을 목표로 적극적인 활동을 전개하고 있다²⁷⁾.

25) 증권거래소 보도자료, “30대그룹 외국인 주식보유 현황”, (2001. 11. 7).

26) 예를 들어, 1999년 7월 영국에 본사를 둔 Hermes Investment Management(HIM)는 대우증권의 유상증자를 지원하는 조건으로 대우증권이 주주이익을 우선하는 기업지배구조 현장을 채택하고 8명으로 구성된 이사회에 2명의 외국인 이사(그중 1명은 HIM 지명)를 선임할 것을 요구하여 관철시킨 바 있다.

27) 예를 들면, 2000년 초에 (주)데이콤은 8명의 이사 중 4명은 사외이사로 선임(2명은 참여연대가 지명)하고, 전원 사외이사로 구성된 감사위원회(위원장은 소수주주가 지

⑥ 기업지배권 시장의 활성화 유도

한국의 경우 그간 소유구조의 집중과 폐쇄성, 증권시장의 미발달, 차입의존형 경영 등의 원인으로 1990년대 중반의 몇몇 사례를 제외하고는 경영자를 규율할 수 있는 적대적 M&A는 드물었다. 그러나 1997년 이후 M&A에 관련된 제도적 측면에서도 많은 개선이 이루어 졌다. 예를 들면, 상장법인 주식의 대량소유를 제한하는 규정의 폐지(1997. 4), 의무공개매수 제도의 폐지(1998. 2), 외국인의 구주취득 관련제도의 개정(1998. 5), 펀드의 50%까지 특정기업 주식으로 편입할 수 있는 私募펀드의 허용(2000. 7) 등에 의하여 기업간의 적대적 M&A가 허용되었고 공개매수의 장애요소가 사라지게 되었다.

(2) 일본의 경우

① 제도변화 경위

일본의 경우 1990년대의 장기 불황기를 겪으면서 구조적인 변화가 있었으며 주요 내용은 다음과 같이 요약된다. 첫째는 주거래은행의 준 내부자로서의 역할 약화이다. 이는 1980년대 중반 이후 시작된 대기업의 은행이탈에 더하여 거품붕괴에 따른 은행의 부실채권 문제가 표면화됨으로써, 은행은 자신의 생존문제에 치중하게 되었고 구미제국으로부터 절찬을 받았던 주거래은행 제도에 균열이 발생하기 시작하였다²⁸⁾. 둘째, 1990년대의 불황에 의하여 기업의 이익과 주가가 하락함으로써 주주·종업원·채권자 등 주요 이해관계자와 경영자간에 이익의 분배를 둘러싼 이해관계가 날카롭게 대립되었다. 1990년대 말에는 드디어 종래 침묵하고 있었던 생명보험회사·신탁은행 등이 의결권 행사를 통한 수탁자 책임을 표명함으로써 가입자의 이익을 대변하는 기관투자자 본래의 자세를 강조하고 있다. 셋째, OECD의 지배구조 가이드라인 제정을 전후로 일본에서도 기업지배구조 원칙을 제정하였다. 넷째, 이사회 및 감사기구 등 내부지배 수단을 강화하기 위한 법률개정이 추진되고 있다.

② 일본의 기업지배구조 원칙 제정

일본의 경우 1994년 11월에 기업지배구조 원칙을 제정하기 위한 민간기구인

명하는 사외이사가 맡음)를 구성하라는 참여연대의 요구를 받아들였다.
28) 大村 敬一과 増子 信, 2001, 182.

“일본 기업지배구조 포럼(The Corporate Governance Forum of Japan)”이 창설되었다. 당시 지배구조 포럼은 Tadao Suzuki(鈴木忠男, 메리린치(주) 사장)를 위원장으로 학계·금융계·언론계·업계를 대표하는 13명의 위원과 1명의 자문위원, 그리고 2명의 실무진으로 구성되었다. 동 포럼은 1998년 5월에 “기업지배구조 원칙 : 일본의 관점(Corporate Governance Principle : A Japanese View)”이라는 최종 보고서를 발표하였다. 이 보고서는 서론, 일본의 기업지배구조, 설명책임과 공시, 지배구조 등 4개 부분으로 구성되었으며, 기업지배구조에 관한 16개의 원칙이 수록되어 있다. 16개의 원칙은 취체역회의 기능과 책임에 관한 4개 조항, 취체역 및 취체역회 구성에 관한 6개 조항, 감사역 및 감사위원회에 관한 3개 조항, 주주총회에 관한 3개 조항 등으로 구성되어 있다. 이 보고서에서 흥미있는 것은 16개의 원칙이 바로 실시할 것을 권고하는 부분(step A)과 2001년 이후 실시할 것을 권고하는 부분(step B)으로 나뉘어져 있었다는 점이다. 예를 들어, 사외취체역이 취체역회의 과반수 구성, 사외취체역이 과반수를 구성하는 취체역회내의 위원회 설치, 취체역회 의장과 CEO의 분리, 사외취체역이 다수를 점하는 감사위원회 설치, 경영상 중요한 사안으로 주총의안 제한 등은 step B에 속한다.

한편, 지배구조 포럼은 2001년 10월에 취체역회의 지위와 목적, 취체역회의 기능과 권한, 취체역회 조직, 사외취체역과 독립성, 취체역회 의장의 역할, 위원회 설치와 구성, 각 위원회의 역할, CEO의 역할, 집행경영위원회, 소송위원회, 내부통제, 공시, 주주총회, 투자자관계(IR) 등 14개 원칙으로 구성된 “개정 기업지배구조 원칙”을 발표하였다. 여기서는 기존의 step A, B 등의 구분은 없으며, 취체역회의 과반수를 사외취체역으로 구성할 것, 취체역회내에 3명 이상의 취체역(과반수는 사외취체역)으로 지명위원회·보상위원회·감사위원회를 설치하고 위원장은 사외취체역이 맡을 것 등이 권고되고 있다.

③ 상법개정에 의한 내부통제수단 개혁

2001년 12월에 일본의 경우 감사역의 독립성강화, 사외감사역 제도의 충실화, 취체역의 책임경감, 주주대표 소송의 합리화 등을 골자로 하는 상법개정이 이루어졌다. 첫째, 감사역의 독립성과 기능의 강화이다. 상법특례법상 대회사의 경우 3인 이상의 감사역 가운데 사외감사역을 반수 이상(중전은 1인 이상)으로 하

고, 감사역의 임기는 종전의 3년으로부터 4년으로 연장한다. 감사역의 취체역 회 출석과 의견진술을 권한으로부터 의무로 변경한다. 둘째, 감사역의 독립성 강화를 전제로 취체역 및 감사역의 회사에 대한 책임경감 제도를 도입하였다. 취체역이 직무수행을 선의로 하고 중과실이 없으나 법령 또는 정관에 위반하는 행위를 한 경우, 감사역 전원의 동의를 전제로 주주총회의 특별결의나 취체역회의 결의에 의해 대표취체역은 연간보수의 6년분, 취체역은 보수의 4년분, 사외취체역은 보수의 2년분을 한도로 손해배상 책임을 경감하였다. 감사역의 경우에는 보수의 2년분을 한도로 책임을 경감하였다. 취체역의 책임경감 조치는 최근 일본에서 급증하고 있는 주주대표 소송에 의하여 취체역의 경영활동이 지나치게 위축되고 능력있는 사외취체역의 기용이 곤란해지고 있다는 판단에 따른 것이다²⁹⁾.

④ 향후의 제도개혁 방향

일본의 경우 향후의 상법 개정방향은 미국식 이사회 제도의 채용이라고 할 수 있다³⁰⁾. 주요 내용은 다음과 같이 정리할 수 있다³¹⁾. 첫째, 대회사(자본금이 5억엔 이상 혹은 부채가 200억엔 이상인 회사로서 약 10,000개사) 등의 새로운 지배구조로서 업무집행기관과 감독기관을 분리하여 업무집행은 執行役으로 담당하게 하고, 취체역회는 기본적으로 집행역을 감독하는 기능을 한다. 둘째, 사외취체역에게 감독의 中核을 담당케 하여, 취체역회 내부에 감사위원회·지명위원회·보수위원회를 설치한다. 각 위원회는 3인 이상의 취체역으로 구성하고 그 과반수는 사외취체역으로 충원한다. 기업이 이러한 제도를 선택할 경우 감사역 제도는 두지 않아도 된다. 현재로서는 모든 회사에 사외취체역을 선임하는

29) 개정 상법은 경영진에게 거액의 배상을 명한 2000년 9월의 大和銀行 주주대표 소송을 계기로 경제계로부터의 제도개선 요구를 여당 3당이 받아들인 것이다(毎日新聞, (2001. 12. 5)).

30) 이러한 상법의 개정방향에 대한 신문기사(毎日新聞, (2002. 2. 17))는 다음과 같은 논평을 실고 있다. “법제심의회는 구미에 비하여 열등한 기업통치(corporate governance)의 향상을 목적으로 2000년 봄부터 상법의 50년만의 근본적 개혁에 착수하였다. 2001년도에는 금고주(자기주식) 보유 금지의 철폐, 주주대표 소송의 개선 등의 상법 개정이 실시되었다. 가장 조정에 난항을 겪고 있던 취체역회 개혁방향이 확정됨에 따라 한 획을 긋게 되었다”.

31) 川村正行, 2002, 21-24.

의무는 부과하지 않는다.

3. 한국과 일본의 상장기업 경영성과의 변화

그렇다면 외환위기를 겪은 한국과 장기불황 속에서 해매고 있는 일본의 경우 기업의 재무구조나 수익성은 어떤 모습을 보이는가? 한국의 경우 대부분의 상장기업은 금융기관 차입에 의한 외형성장 위주의 경영전략을 지속하여 왔으며 이로 인하여 재무구조가 만성적으로 취약한 기업들이 많았다. 결국 이로 인한 기업과 금융기관의 부실화로 인하여 경제위기가 초래되었으며, 1998년말에는 자기자본 비율이 21.90%까지 낮아졌다(<표 4>). 이후 기업의 재무구조를 개선할 목적으로 정부주도의 강력한 구조조정과 재무구조개선 정책의 실시되었고, 1999년도의 경기회복과 주가상승을 이용한 대규모의 증자 등에 힘입어 재무구조는 급속히 개선되었다. 2000년말 기준으로 상장기업의 자기자본 비율은 39.7%로서 일본 상장기업의 36.98% 보다도 높은 수준에 이르고 있다.

<표 4> 한국과 일본의 비금융 상장기업 재무구조 및 수익성 추이

(단위: %)

		1995	1996	1997	1998	1999	2000
한 국	자기자본비율	27.90	28.10	26.90	21.90	25.10	39.70
	ROE	6.20	7.40	1.80	-3.00	-12.80	5.90
일 본	자기자본비율	32.04	32.89	33.31	33.89	35.25	36.38
	ROE	3.74	4.08	2.79	0.91	0.55	2.19

주) 1) 한국의 경우 상장기업 중 금융보험업, 신규상장사, 결산기 변경사, 사업보고서 미제출사, 감사의견 의견거절 및 부적정사는 제외.

2) 일본의 경우 금융 및 보험업 제외

자료 : 주식(한국증권거래소, 각 연도분), 証券(東京証券取引所, (2001. 11)).

한편, 2000년말을 기준으로 대표적인 수익성 지표인 자기자본이익률(ROE)을 보면, 일본기업은 장기불황으로 인하여 2.19%라는 매우 낮은 수준에 머물러 있으나, 일단 구조조정이 상당부분 완료된 한국기업의 경우 전년도의 -12.8%에서 5.90%로 상승하고 있다³²⁾. 한국기업의 재무구조와 경영성과가 개선된 원인은 외환위기의 극복을 위한 정부의 기업정책과 기업들의 경영패러다임 변화 등으

로 설명될 수 있을 것이다. 그러나 그 외에도 1998년 이후 정부의 주도하에 강력히 추진된 기업지배구조 개선 정책과 그 성과를 지적하지 않을 수 없을 것이다. 아직 기업지배구조 개선 정책의 성과를 논하기에는 이른 감도 있고 실증적인 분석도 이루어져야 할 것이다. 그러나 삼성그룹을 비롯한 주요 대기업의 경영목표의 우선순위가 “수익성 향상을 통한 주주가치 극대화”에 두고 지배구조의 개선을 위하여 자발적으로 노력하고 있는 것을 보면 엄청난 변화가 일어난 것으로 평가할 수 있다.

IV. 요약 및 결론

한국의 경우 기업지배구조의 개선이 핵심적인 경제이슈로 부각된 것은 1997년말에 닥친 외환위기와 극심한 불황을 당하고 나서라고 할 수 있다. 당시 재벌기업을 비롯한 주요 대기업의 경영실패와 부실화의 주 요인으로 방만한 경영에 의한 사업다각화 및 차입위주의 자금조달에 의한 재무구조의 취약성이 거론되었다. 그리고 이에 못지않게 최고경영자(재벌총수)에 의한 독단적 의사결정, 금융기관의 신용평가 부재, 회계의 불투명성 등도 주요 요인으로 지목된 바 있는데, 이러한 요인들은 바로 기업지배구조의 취약성 내지 후진성을 의미하는 것이다. 한편, 일본의 경우 종래 주거래은행, 기업집단, 상호주식 보유 등이 기업지배구조의 중핵으로 자리잡고 있었으나, 최근 10년이 넘는 장기불황의 여파속에서 기업지배구조의 개선을 위한 제도변화가 시도되고 있다.

기업지배구조 개선은 국제기구인 OECD 및 세계은행, 그리고 국제기관투자자인 CalPERS 등의 주요 과제로 등장하고 있다. OECD는 1999년 4월에 “OECD 기업지배구조에 관한 원칙”을 제정하였고, CalPERS는 개별기업 및 투자대상 국가의 선별을 위한 가이드라인을 정하여 투자에 활용하고 있다. 한국의 경우 1997년 이후 기업지배구조 모범규준 제정, 이사회 및 감사기구의 강화, 소수주주

32) 한국 상장기업의 자기자본이익률 5.90%는 미국의 12.90%, 영국의 11.43%, 독일의 12.15% 등에 비하면 아주 낮은 수준이다(全國證券去來所協議會, 2001, 23).

의 권한 강화, 기관투자자(외국인투자자 포함) 및 시민단체의 활동강화, 기업지배권 시장의 활성화 등 주로 정부주도에 의한 제도변화가 급속하게 도입·시행되었다. 외환위기 이후 한국기업의 구조조정 과정에서 재무구조와 경영성과가 급속히 개선된 것은 부분적으로는 기업지배구조의 개선에 기인한다고 보여진다. 그러나 한국의 대기업에서 주요 의사결정이 여전히 기업주의 독단으로 이루어지는 경우도 많아, 기업지배구조 관련제도의 조기 정착을 위해서는 제도의 엄격한 실행과 이에 대한 지속적 감시가 필요한 것으로 판단된다.

한편, 일본의 경우 기업지배구조 개선에 대한 공식적인 논의는 한국보다 앞선 1994년 11월의 “일본 기업지배구조 포럼” 창설에서 비롯된다. 그러나 제도의 도입과 실행은 1998년 5월에서야 “기업지배구조 원칙 : 일본의 관점”이라는 가이드라인의 발표에서 보듯이 한국에 비하여 상당히 늦는 것으로 보인다. 2001년 12월의 상법개정에서 감사역의 독립성 강화, 사외감사역 제도의 충실화, 취체역의 책임경감, 주주대표 소송의 합리화 등 비교적 큰 폭의 제도개선이 이루어졌다. 사외이사를 중심으로 하는 미국식 이사회 제도의 채택은 향후의 제도개혁 방향에 포함되어 있다.

참 고 문 헌

- 김화진, “국제기업지배구조론”, 주식, (2001. 11), 36-77.
- 손주찬, “상법(상)”, 박영사, 2000.
- 신동령, “신용평가의 이론과 실제”, 다산출판사, 1999.
- 소일섭, “제력집중억제 시책과 기업지배구조 개선방안”, 한국경제연구원, 1996.
- 이영기, “기업통합체제 : 논의과제와 이론적 검토”, 21세기 한국기업의 통합체제 (정광선 편, 서울대학교 경영대학 증권·금융연구소), 1996, 15-28.
- 이우관, “일본의 금융위기 및 경제시스템과 기업지배구조”, 한일경상논집, (2001. 11), 313-343.
- 정근화, “외환위기 이후 우리나라 기업의 지배구조”, 재무관리논총, (2002. 2), 21-54.
- 최도성, “주요국의 기업통합체제”, 21세기 한국기업의 통합체제(정광선 편, 서울대학교 경영대학 증권·금융연구소), 1996, 29-46.
- 한국증권거래소 보도자료, “국내상장기업 주가의 적정평가여부 분석”, (2001. 7).
- 裴竣皓, “社外取締役, 韓日兩國の企業統治を變えられるか”, 韓日經商論集, (2001. 11), 81-94.
- 大村 敬一, 増子 信, “わが國企業の經營パフォーマンスとコーポレート・ガバナンス”, フィナンシャル・レビュー(財務省總合研究所), (2001. 1), 178-209.
- 染宮 秀樹, “美國のコーポレート・ガバナンスの展開 : 株主と經營者の攻防”, 財界觀測, (1998. 7), 126-167.
- 渡邊 茂, 山本 功, “日本企業のコーポレート・ガバナンス”, 財界觀測, (1992. 9), 2-25.
- 全國證券去來所協議會, “平成12年度 企業業績及び配當の狀況”, 證券, (2001. 11), 7-23.
- 川村正行, “コーポレート・ガバナンスと取締役・監査役の責任”, 企業會計, (2002. 2), 338-344.
- Aoki, M., “The Nature of the Japanese Firm as a Nexus of Employment and Financial Contracts: An Overview,” *Journal of the Japanese and International Economics*, 3, (December 1989), 345-366.
- Claessens, S., Djankov, S., and Lang, L., “The Separation of Ownership and

- Control in East Asian Corporations," *Journal of Financial Economics*, 58, 2000, 81-112.
- Denis, D. J. and Denis, D. K., "Performance Changes Following To Management Dismissals," *Journal of Finance*, (September 1995), 1029-1057.
- Dimsdale, N. and Prevezer, M., *Capital Markets and Corporate Governance*, Oxford, 1994.
- Easterbrook, F. and Fishel, D., *The Economic Structure of Corporate Law*, Harvard University Press, 1991.
- Franks, J. and Mayer, C., "Bank Control, Takeovers and Corporate Governance in Germany," *Journal of Banking and Finance*, 27, 1998, 1385-1403.
- Gillan, S. L. and Starks, L. T., "Corporate Governance Proposals and Shareholder Activism : The Role of Institutional Investors," *Journal of Financial Economics*, 57, 2000, 275-305.
- Isaksson, Mats, "Investment, Financing and Corporate Governance : The Role and Structure of Corporate Governance Arrangements in OECD Countries," *OECD conference on "Corporate Governance in Russia,"* (Moscow 31 May-2 June 1999).
- Jensen, M. C., "Agency Costs of Free Cash Flow, Corporate Finance," *AEA Papers and Proceedings*, (May 1986), 323-329.
- Jensen, M. C., "The Modern Industrial Revolution, Exit, and the Failure of Internal Control Systems," *Journal of Finance*, 48, 1993, 831-880.
- La Porta, R., Lopez-de-Silanes, F., Shleifer, A., and Vishny, R., "Investor Protection and Corporate Governance," *Journal of Financial Economics*, 58, 2000, 3-27.
- La Porta, R., Lopez-de-Silanes, F., Shleifer, A., "Corporate Ownership Around the World," *Journal of Finance*, (April 1999), 471-517.
- La-Porta, R., Lopez-de-Silanes, F., Shleifer, A., Vishney, R., "Legal Determinants of External Finance," *Journal of Finance*, 52, 1997, 471-517.
- La-Porta, R., Lopez-de-Silanes, F., Shleifer, A., Vishney, R., "Law and Finance," *Journal of Political Economy*, 106, (December 1998),

1131-1150.

- Martin, J. and Parrino, R., "Using Directors as Consultants," *Directors and Boards*, 32, (Summer 1996).
- Mayer, C., "Stock-Markets, Financial Institutions and Corporate Performance," in *Capital markets and corporate governance* (N. Dimsdale and M. Prevezer ed.), (Oxford 1994), 179-194.
- Mayer, C. and Alexander, I., "Banks and Securities Markets : Corporate Financing in Germany and United Kingdom," *Journal of the Japanese and International Economies*, 4, 1990, 450-475.
- OECD, "OECD Principles of Corporate Governance," *Ad Hoc Task Force on Corporate Governance*, (April 1999).
- OECD, "Corporate Governance in OECD Member Countries : Recent Developments and Trends," *OECD Steering Group on Corporate Governance*, (April 2001).
- Shleifer, A. and Vishny, R. W., "A Survey of Corporate Governance," *Journal of Finance*, (June 1997), 737-783.
- Stulz, R., "Managerial Control of Voting Rights : Financing Policies and the Market for Corporate Control," *Journal of Financial Economics*, 20, 1988, 25-54.
- Warner, J., Watts, R., and Wruck, K., "Stock Prices and Top Management Changes," *Journal of Financial Economics*, 20, 1988, 461-492.
- Weston, J., Kwang, C, Juan, S., *Takeovers, Restructuring, and Corporate Governance*, Prentice-Hall, 1998.