

경영체제의 국제비교 연구

李 東 瑪*

《目 次》

I. 연구의 목적 및 개요	2. 일본기업의 경영체제
II. '기업경영체제의 이론적 검토	3. 독일기업의 경영체제
1. 경영체제에 관한 일반이론	IV. 우리 나라 기업 경영체제의 특징
2. 기업통제 메커니즘	1. 은행·기업 관계
3. 경영체제와 국제경쟁력	2. 정부의 역할과 정책기조
III. 주요국의 기업경영체제 현황 및 특징	V. 새로운 기업경영체제의 모색
1. 미국기업의 경영체제	1. 내부통제제도의 개선
	2. 외부통제시스템

I. 연구의 목적 및 개요

기업경영체제 문제는 오랫동안 학문적 논의의 대상이 되어 왔으며, 최근 기업경영체제가 기업 경영방식 및 경영 성과에 미치는 영향에 대한 관심이 높아지면서 이에 대한 연구와 논의가 활발해지고 있다. 특히 나라마다 다양한 기업지배구조가 기업의 국제경쟁력, 나아가 국가의 경쟁력에 영향을 미치는 것으로 분석되고 있다.⁽¹⁾ 우리나라에서도 기업지배구조 문제가 매우 중대한 정책과제로 대두되고 있다는 점은 외국과 마찬가지이나, 논의의 초점은 주로 경제력 집중 및 재벌 문제와 연관되어 있다는 점이 특징이다.

한국의 기업들은 대개 1~2세대 전에 창업되어 창업경영자, 소위 오너(owner)에 의해 경영되고 있다. 대부분의 대기업은 대주주인 총수의 절대적 지배하에 있는 기업집단에 속

* 서울大學 經營大學 助教授

** 본 연구는 1995년도 서울대학교 경영대학 경영연구소 연구비 지원에 의한 研究論文임

(1) 예를 들어, 일본의 계열(keiretsu) 중심의 조직에 의한 기업통제(organizational control) 체제가 장기적 경영 촉진 효과를 가지는 반면, 미국의 경영자에 대한 시장 규율(market discipline) 체제는 단기 업적 중심의 근시안적 기업경영을 유발하여 미국기업의 국제경쟁력을 약화시키는 요인이 된다는 비판이 제기되고 있다 (Congress of the U.S. 1994).

하고, 총수의 기업지배력은 상호출자에 의해 강화되어 왔다.⁽²⁾ 그러나, 기업 규모가 급속하게 확대됨에 따라 이해관계자 계층의 폭과 깊이는 확대, 심화되어온 반면 경영권은 1인 대주주에 집중됨으로써 대주주와 이해관계자들간에 대리비용이 발생할 가능성이 높아지게 되었다. 이에 따라 기업경영의 투명성을 보장하기 위한 제도적 방안 등 한국기업의 지배구조 개편에 대한 논의가 본격화되고 있다. 또한, 그동안 금지되어온 외부인의 대량 주식 취득이 금년부터 허용되어, 앞으로 본격적인 기업 인수 및 합병이 가능하게 되었다. 이는 시장을 통한 경영권의 이전을 가능하게 함으로써 비효율적 경영에 대한 견제 및 감시 기능을 수행할 것으로 기대된다. 한편, 기존의 대주주들은 자사주 매입 등 경영권 방어를 위한 움직임을 보이고 있어, 기업인수시장은 우리나라 기업의 소유·지배구조에 중요한 변화를 가져올 것으로 전망된다.

본 논문은 '기업경쟁력 = F (경영체제)'라는 기본 명제하에 주요국의 경영체제를 비교함으로써 한국기업 경영체제의 발전적 대안을 제시하는데 그 목적이 있다. 이를 위해 경영체제의 주요이론을 간략히 검토하고, 비교관점에서 주요국의 경영체제의 현황과 특징을 고찰한 후 한국기업 경영체제의 발전적 대안을 제시하고자 한다.

Ⅱ장에서는 소유구조의 결정이론인 기업발전론적 모델과 대리인 모델을 살펴보고 소유와 경영의 분리에 따른 대리비용의 발생문제를 주주·경영자, 이해관계자·경영자의 관점에서 살펴본다. 다음으로 이러한 대리비용 발생의 문제를 해결하기 위해 어떠한 기업 통제체제(내부, 외부통제체제)를 갖추어야 하는가 등의 효과적 기업통제문제를 다루고자 한다. 그리고 Ⅲ장에서는 주요국의 경영체제 현황과 특징을 살펴본다. Ⅳ장에서는 우리나라 경영체제의 현황과 특징을 검토하고, Ⅴ장에서는 앞으로의 새로운 경영체제에 대한 방향을 제시하면서 내부통제체제로서의 이사회제도(사외이사의 문제), 경영자 인센티브제도의 도입, 소수주주권의 보호문제를 다루고, 외부통제체제로서 기관투자가의 육성 및 역할 강화, M&A시장의 기능활성화문제를 다루기로 한다.

(2) 그동안 증권거래법 등 제도적 장치를 통해 오너의 경영권이 보호되어 왔는데, 이는 기업이 경영권 상실에 대한 우려없이 기업공개와 주식발행을 통해 자기자본을 확대할 수 있도록 함으로써 재무구조 개선을 유도하기 위한 조치로 해석되어왔다. 그러나 이러한 경영권 보호는 오너 경영자의 안주주의적 행위 유발 등 많은 부작용을 초래한 것으로 지적되어왔다.

Ⅱ. 기업경영체제의 이론적 검토

기업은 주주와 종업원, 경영자, 은행 등 채권자, 고객, 공급자, 나아가 지역사회 및 정부 등 다양한 이해관계자를 가진다. 기업지배구조는 이러한 이해집단간의 관계를 규정하는 규범이며 행동양식이라고 할 수 있고, 기업은 최소의 비용으로 이를 다양한 이해관계자의 이익을 극대화하는 메커니즘이라고 정의할 수 있다.⁽³⁾ 본절에서는 이러한 기업경영체제에 관한 이론과 전형적 기업지배 및 통제체제의 유형에 대해 간략히 논하고자 한다.

1. 경영체제에 관한 일반이론

1) 소유구조의 결정이론

소유구조란 누가 얼마만큼의 주식을 점유하고 있는가를 나타내는 주식소유 분포상황을 뜻한다. 주식회사제도에서 의결권을 가진 주식의 소유구조는 기업경영에 대한 지배력의 척도로 간주된다. 주식 소유지분에 비례한 의결권 행사로 인해 지분이 많은 대주주일수록 기업지배력이 커지기 때문에 경영에 대한 영향력은 높아진다. 따라서 소유지분에 의한 영향력이 누구에 의해 어떻게 행사되는가가 기업경영성과를 좌우하는 요인이 되기 때문에 기업지배형태는 기업성과를 결정하는 핵심요소의 하나이며, 나아가 국가경제 전체의 발전에도 지대한 영향을 미치는 것으로 인식되고 있다.

기업의 소유구조는 여러가지 상황에 따라 상이한데, 그 결정요인에 대하여 여러 이론들이 제시되고 있다. 여기서는 기업발전론적 모델과 대리인(agency) 모델을 중심으로 요약하여 소개하고자 한다.

(1) 기업 발전론적 모델

기업발전론적 모델은 기업의 역사적 발전과정을 통하여 소유구조가 어떻게 변천해 왔는지를 설명하고 있다. 이러한 접근방식의 논문들 중에서 Chandler(1980), Berle · Means(1932)의 연구가 대표적이다.

(3) 기업관의 차이에 따라 기업지배구조에 대한 이론적 접근방식을 크게 두가지로 구분할 수 있다. 하나는 기업을 주주와 경영자의 관계, 즉, 본인 · 대리인 관계를 중심으로 설명하는 협의의 대리인 이론 관점이고 다른 하나는 기업을 이해관계자들간의 계약관계로 보고 이해집단들이 계약 관계를 바탕으로 각각의 이익을 극대화한다는 가정 하에서 계약비용을 최소화하기 위한 계약적 지배이론 관점이다.

기업사학자인 Chandler는 원래 기업발전과정을 논함에 있어 기업조직의 역사적인 변천 과정을 중점적으로 다루었는데, 여기서는 그의 기업조직발전이론 중에서 기업소유구조에 관한 내용들을 간추려서 설명하고자 한다.⁽⁴⁾ 오늘날 선진 자본주의 국가들에서 찾아볼 수 있는 개방형 소유구조가 형성되기까지는 오랜 기간에 걸친 자본주의 발전단계가 있어 왔다. 18세기 말 산업혁명 이전의 기업들은 대체로 영세한 규모와 단순한 내용의 사업으로 영위되었고 자금 조달의 주요 원천은 이익의 사내 유보를 통한 내부자금 조달에 국한될 수밖에 없었다. 따라서 이들 기업의 소유권은 전적으로 개인 또는 그 가족에게 집중되어 있었다. 산업혁명이 진행되면서 시장규모는 확대되었고 기업들은 사업확장을 위하여 내부 자금만으로는 감당하기 어려운 막대한 규모의 자본을 필요로 하게 되었다. 기업들은 외부자금원에 의존하여야만 했고, 이러한 기업자금수요의 급속한 증대에 힘입어 은행, 보험회사 등 금융기관의 역할이 크게 확대되었다.

금융기관에 대한 자금의존도가 높아지면서 기업운영의 의사결정과정에서 이들의 참여가 일반화되기 시작하였다. 산업혁명을 계기로 기업의 자금조달은 자체조달방식에서 금융기관의 존형으로 발전하게 되었으며 기업경영방식도 가족경영형태로부터 금융기관의 경영참여형태로 바뀌게 되었다. Chandler는 이러한 산업혁명 이전까지의 경제구조를 가리켜 가족자본주의(family capitalism)라 하였고, 금융기관의 경영참여가 일반화된 경제구조를 가리켜 금융자본주의(financial capitalism)라 하였다.

18세기 말경 영국에서 시작된 산업혁명은 미국 및 유럽 각국으로 확산되었고 19세기 후반에 들어와서는 상품의 제조기술은 물론 교통·통신기술의 발달에 지대한 영향을 미쳤다. 산업기술의 발달과 함께 기업들은 대량생산과 대량공급의 시대를 맞이하게 되었으며 기업의 성장도 가속화되었다. 기업확대를 위해서는 막대한 자금이 소요되었기 때문에 자체자금과 금융기관을 통한 자금원으로는 부족하였다. 기업들은 주식발행에 의한 자금 조달을 높이지 않을 수 없었다. 또한 불특정 다수를 대상으로 한 주식공급이 활발히 이루어지면서 기업주의 소유지분은 감소할 수밖에 없었고, 결과적으로 경영권에 대한 그들의 영향력이 점차 낮아지기 시작하였다. 그리고 금융기관에 대한 자금의존도가 낮아지면서 경영의사결정에서의 금융기관의 참여 정도도 감소하였다. 은행에 대한 의존도가 높은 기업에서도 산업의 발달과 함께 기업경영의 내용이 복잡해지고 전문화되었기 때문에 은행의

(4) 본 내용은 다음의 논문에서 재인용하였음. 임웅기, “한국기업소유구조의 결정요인”, 재무연구(1989), pp.1-27.

기업지배는 현저히 약화될 수밖에 없었다.

주식발행의 일반화는 주식 소유 분산을 초래하였다. Berle · Means는 주식소유가 불특정 다수의 투자자들에 의하여 분산될수록 기업경영의 지배권이 주주로부터 떨어져 나온다는 소유, 지배의 분리이론을 제시하였다. 이들은 기업지배권을 임원의 임면에 관한 권한으로 정의하며, 이러한 인사권에 대해서 소액 주주의 어느 누구도 실질적인 영향력을 발휘하지 못하고 대신에 위임장의 수집에서 유리한 입장에 서게 되는 전문경영인들이 실질적인 세력을 장악하는 것으로 풀이하였다. 그리고 이들은 기업경영의 지배형태를 특정 개인 또는 집단이 소유한 지분이 20% 이상인 소유구조를 갖는 기업에 대해서 소유자지배기업, 그리고 이들의 지분율이 20% 이하인 소유구조에 대해서는 경영자지배기업이라고 정의하였다. 이들의 실증조사자료에 의하면 1930년대 초 미국 200대 기업의 44%가 경영자지배기업이었다. Chandler를 위시한 여러 학자들은 주식 대중화로 인하여 소유와 지배가 분리되고 전문경영자가 기업의 사결정과정에서 주요 주체자로 등장하는 상황을 가리켜 경영자 자본주의라 하였다.

(2) 대리인 모델

대리인 이론에 의하면 우리가 경험하고 있는 대부분의 경제활동은 주인(Principal)과 대리인(Agent)간의 계약관계로서 이해할 수 있다. 이러한 관계하에서 주인과 대리인의 이해가 항상 일치될 수 없으므로 주인과 대리인간에는 대리인문제가 불가피하다. Jensen · Meckling(1976)은 기업 내에서의 대리인문제에 초점을 맞추어 소유구조의 형성 과정을 설명하고 있다. 이들은 주식소유의 분산정도가 낮은 폐쇄형 소유구조를 예로 들면서(상당수의 지분을 가진 소유경영자의 존재를 가정) 소유경영자와 외부주주간의 이해상충의 정도가 개별기업의 소유구조를 결정짓는 것으로 설명하고 있다. 우선 우리 나라 기업을 예로 들면 창업자의 입장에서 볼 때 자신의 이익을 극대화하기 위해서는 주식소유분산, 즉 자신의 지분구조를 어떻게 하는 것이 최적인가를 고려한다고 하자. 기업이 사업을 착수할 때 어느 정도 규모의 투자가 필요한가, 소요자금을 어느 정도 외부조달에 의존할 것인가, 외부자금 중 부채조달과 자기자본조달 비율은 어떻게 할 것인가를 결정하게 되고 이때 증자에 의한 자기자본조달에 대주주 자신의 자금동원능력이 어느 정도인가, 그에 따라 자신의 지분비율이 어떻게 변하며 경영권의 약화나 상실로 인해 자신의 이익이 어느 정도 저하될 것인가를 고려하여 투자규모, 자금조달 규모 및 지분율을 결정하게 될 것이다. 외부주주의 확대에 따른 경영권의 약화, 정보공개비용, 배당부담 등 기업내부의 지배주주와 외부주주 간의 이해상충으로 발생하는 대리인 비용을 최소화하면서 기업가치를 극

대화하는 수준에서 투자규모나 자금조달 양식을 결정하게 되고 이에 따라 기업의 주식소유구조도 달라진다.

Jensen · Meckling이 소유경영자의 존재를 가정함으로써 기업소유구조를 폐쇄형에 국한시킨 것에 비하여 Fama · Jensen(1983)은 소유경영자의 존재여부와 관계없이 보다 포괄적인 상황을 설정하였다. 이들에 따르면 기업의 의사결정과정을 경영기능과 통제기능으로 구분하고 사업특성에 따라 경영기능과 통제기능의 분리가능성이 다르며 경영기능과 통제기능간의 분리가 어려울 경우 소유기능과 의사결정기능간의 통합이 대리인 문제를 해결할 수 있는 효과적인 대안으로 제시하고 있다. 즉 사업성격상 고도의 전문성이나 독창성을 요하는 기업의 경우 최적 전략선택이나 사업성과에 대한 객관적 평가가 어렵기 때문에 주주, 경영자, 채권자 등 다양한 이해관계자간의 마찰이 일어날 가능성이 크고 그만큼 이해마찰을 줄이기 위한 대리인 비용이 많이 발생한다. 이 경우에는 소유와 경영을 분리하기보다 통합함으로써 대리인 비용을 줄여 기업가치를 높일 수 있다. 이들은 대리인 변수이외에도 사업의 위험정도, 전문경영인의 필요성, 그리고 기업고유의 필요자산 규모 등을 기업의 소유구조 형성에 영향을 미치는 주요 변수로서 제시하고 있다.

Demsetz · Lehn(1985)은 소유구조의 결정요인으로 사업위험 또는 불확실성, 정부의 규제 등을 제시하고 있다. 기업의 경영실적이 통제 가능한 요인보다 불확실성요인에 의해 보다 크게 영향을 받는 경우, 사후적인 경영성과가 어느 정도까지 경영자의 능력에 의한 것인지를 판단하기 어려울 경우 내부경영자와 외부주주간의 대리인 문제가 커진다. 특히 외부주주의 입장에서 이러한 경영의 불확실성요인이 내부경영자와 외부주주간의 정보비대칭, 즉 경영자가 기업경영관련 정보를 독점하고 있는 경우 대리인 문제는 더욱 심각해진다. 따라서 전문경영자에게 의존하기보다 자신이 직접 경영에 참여할 동기가 더욱 강해지며 지배력의 강화를 위해 주식지분도 집중된 형태를 선호하게 된다. 정부의 규제를 강하게 받는 경우 기업의 자의적 행동이 제약되므로 외부주주에 의한 감시가 용이하고 비용도 적으로 소유-경영의 분리가 보다 용이할 수 있다.

요약하면 기업발전론적 모델이 기업소유구조를 진화론적이고 당위론적인 입장을 취한 반면 대리인 모델은 기업소유구조가 상황에 따라 다른 형태로 나타날 수 있다는 실증론적 입장을 취하고 있다.

2) 소유 · 경영의 분리와 대리인 비용

(1) 주주와 경영자간의 대리비용

기업경영구조에 있어 대리인 문제에 관한 고전적 이론은 Berle · Means(1932)에 의해

처음 제기되었다. 소유와 경영이 분리된 Berle · Means형의 근대적 기업은 투자에 소요되는 대규모 자본조달이 용이하고 확대성장에 따른 규모의 경제를 통해 효율성 향상이 가능하다. 투자자의 입장에서는 투자위험의 분산이 용이하므로 리스크 프리미엄이나 투자의 요구수익률을 하락시켜 기업의 자본조달 비용을 절감시킨다. 뿐만 아니라 자본시장은 소유와 경영의 분리를 가능하게 하여 전문경영자에 의한 효율적 경영을 촉진한다. 즉 잘 발달된 주식시장 또는 자본시장이 존재하는 경우 주식은 시장에서 매우 유동적으로 거래되며, 주주는 자신의 소비나 투자 필요성에 따른 효용극대화를 위하여 언제나 주식을 매매할 수가 있어 특정기업에 대해 주주로서의 위치가 고정되지 않는다. 또 기업투자 및 생산결정은 개별주주의 효용함수에 관계없이 투자수익을 극대화하는 수준에서 결정된다. 이처럼 자본시장이 존재함으로써 기업의 투자 · 생산결정과 주주의 소비 · 저축 결정이 분리될 수 있어 기업의 소유와 경영의 분리가 가능하고 이를 통해 사회전체의 효용 극대화가 가능하다. 또 전문경영체제는 기업경영의 전문성과 효율성을 제고하는 긍정적인 측면이 크다.

그러나 소유와 경영의 분리에 따라 비용도 발생한다. 소유가 광범위하게 분산될수록 개별주주의 투표권은 그 영향력과 중요성을 상실하고 소액주주가 주주총회에서 자신의 목소리를 낼 수 있는 여지가 적어진다. 소유와 경영의 분리와 경영자 지배현상은 미국에서 뚜렷이 나타나고 있고 최고경영자는 거의 독자적인 경영권을 행사하고 있다.

이러한 경영자 지배 상황하에서 전문경영자는 주주의 이익보다 자신의 이익증대를 더 중시하는 동기를 가지게 되고 이에 따라 주주와 경영자간에 이해상충문제가 발생한다. 주주와 경영자간의 이해상충문제는 기본적으로 네 가지 형태를 가진다. ① 경영자는 기업도 산에 따른 자신의 실업가능성을 줄이기 위해 가능한 한 투자위험이 낮은 사업을 선호하며 부채비율도 줄이고자 한다. ② 경영자는 장기적으로 주주의 수익률이 높은 사업보다 단기적으로 경영성과가 높은 사업을 선호한다. ③ 경영자는 가급적 적게 노력하고 보다 많은 부수혜택을 얻고자 한다. ④ 경영자는 기업지배권의 이전에 따른 자신의 실업가능성을 최소화하고자 한다.

예를 들어 비록 주주의 장기적 이익에는 배치되는 것이라도 경영자는 사적 이용 등을 도모할 수 있다. 이러한 경영자에 의한 도덕적 해이(Moral Hazard) 문제는 경영정보에 대한 주주와 경영자간 정보의 비대칭성의 정도가 심할수록 그 가능성은 높아진다.

(2) 경영자와 이해관계자간의 대리비용

기업에는 주주와 경영자 외에도 다양한 이해관계자가 있다. 여기에는 주주 외에 종업원, 은행이나 회사채 투자자 등 채권자, 나아가 고객이나 공급자뿐만이 아니라 지역사회

및 정부도 포함된다.⁽⁵⁾ 경영자는 다양한 이해관계자의 이익을 극대화하는 것이 임무이며 새로운 관점에서 기업지배구조논의가 일어나고 있다.

구미 대기업의 경우 재산권은 다수의 주주에게 광범위하게 분산되어 주주는 기업자산의 매우 적은 부분에 대한 청구권을 가질 뿐이며 기업경영을 면밀히 감시할 유인도 매우 적다. 주주는 주식수의 전망에 따라 자신의 보유주식을 쉽게 처분하기 때문에 기업과 주주와의 관계는 항상 바뀔 수 있다. 이러한 상황에서 주주는 여러 기업 이해관계자 중의 일부분임에도 불구하고 그들이 기업의 유일한 소유자이며, 또 이들이 소유자이기 때문에 기업지배권을 독점해야 한다는 주장은 타당하지 못하다.

주주에게 경영권 혹은 지배권을 부여하는 것은 단순히 기업재산에 대한 소유권에만 근거하는 것은 아니다. 주주는 기업이익에 대한 잔여청구권을 가지며 따라서 실적이 불량한 경영자를 교체하여 기업성과를 높임으로써 자기에게 돌아오는 이익을 높일 수 있으므로, 주주들이야말로 경영자에게 효율적 경영을 촉구할 가장 큰 인센티브를 가지는 것이다.

그러나 현실적으로 주주만이 잔여청구권자라고 할 수는 없다. 바꾸어 말하면 주주 외에 다른 잔여청구권자가 존재하는 경우, 주주만이 잔여청구권자라고 하기 어렵다. 예를 들어 기업의 자금경색이나 도산시 임금이나 퇴직금을 제대로 받지 못하는 사태도 빈번히 발생하는데, 이 경우 근로자나 경영자도 경영위험으로부터 완전히 보호되지 않는다. 따라서 이들도 제한적 상황에서나마 기업성과에 따라 잔여청구권자로서 기업위험을 부담하게 된다.

특히 기업고유의 기술이나 경험을 가진 종업원이나 경영자의 경우, 기업성과에 따라 자신의 처우나 실업 여부가 좌우되므로 이들도 주주와 마찬가지로 함께 기업위험을 부담하게 된다. 따라서 기업수익에 대한 잔여청구권을 누가 가지는가, 기업위험을 누가 부담하는가에 따라 기업지배권의 소재가 결정되어야 한다는 이론에서 보면 주주뿐만이 아니라 이들도 기업지배권 행사에 참여할 수 있다는 결론이 나올 수 있다. 이러한 논의는 종래의 기업지배권을 주주에게만 인정해야 한다는 논리를 약화시키고, 보다 광범위하고 다양한 이해관계자에 바탕을 둔 기업지배권 개념 정립의 근거를 제공하는 것이다.⁽⁶⁾

이와 같은 논리는 기업의 여타 이해관계자의 경우에도 적용될 수 있다. 예를 들어 부채의존도가 매우 높은 기업이나 부도위기에 처해있는 기업의 경우 기업 부채는 더 이상 부위험 부채가 아니며 채권자도 기업위험을 부담하게 되고 따라서 기업경영의 개선을 통해

(5) 기업지배구조에 있어서 이해관계자 개념에 대한 논의는 Williamson(1984)에 의해 체계화 되었다.

(6) 자세한 논의는 Williamson(1984)를 참조하기 바람.

잔여청구권의 가치를 높이려는 동기가 강하게 된다. 이러한 상황에서는 결과적으로 채권자도 기업지배권을 행사할 수 있는 논리적 근거나 타당성을 가진다.

이러한 문제는 이해당사자간의 계약관계에 의하거나, 법적·제도적 장치를 통한 경영자의 책임경영에 의해 해결될 수 있다. 그러나 개별사안마다 당사자간의 계약을 통해 이해관계를 조정하는 것은 거래비용이 많이 발생할 뿐만 아니라, 계약관계를 장기간 유지하거나 계약조건을 탄력적으로 변경하기가 쉽지 않다는 문제점을 가진다.

따라서 주주, 종업원, 경영자, 채권자 등 다양한 이해집단간에 보다 장기적이고 안정적인 관계의 형성을 통해 기업가치를 극대화시키고 계약비용을 최소화시키는 것이 바람직하다.

2. 기업통제 메커니즘

주주·경영자간의 이러한 대리문제는 기업내부의 통제메커니즘과 시장기구에 의한 외부통제메커니즘에 의해 부분적으로 통제될 수 있다. 내부 통제메커니즘으로는 경영과 통제의 분리를 통한 경영자의 감시기능을 수행하는 이사회(Fama · Jensen, 1983), 외부 통제메커니즘으로는 경영자 노동시장(Fama, 1980), 기업지배권시장(Manne, 1965), 제품시장(Williamson, 1963) 등이 있다.

1) 내부통제메커니즘

일반적으로 기업 내의 의사결정은 의사결정의 관리와 의사결정의 통제 과정으로 구성된다.⁽⁷⁾ Fama · Jensen(1983)에 의하면 기업의 소유와 경영이 분리된 상황에서는 기업의 의사결정시스템을 의사결정의 관리와 의사결정의 통제로 분리시킴으로써 주주의 이익을 침탈하려는 의사결정 대리인들의 권한을 제한하게 된다고 한다. 이러한 기능의 분리는 현대의 복잡한 조직에 있어서는 효율적이라고 할 수 있는데, 그 이유는 의사결정관리는 이에 필요한 정보를 가진 전문경영자에게 맡겨지고 의사결정통제는 잔여청구권자, 즉 주주에게 부여될 수 있기 때문이다. 널리 분산된 지분소유권자가 잔여청구권을 갖도록 하는 것은 두 가지 점에서 유리하다. 첫째는 순현금흐름의 불확실에 따른 위험이 많은 사람들에 의해 분담된다는 점이고, 둘째는 이를 통하여 기업이 투자와 채무이행 보증에 필요한 자금을 조달할 수 있게 된다는 점이다.

의사결정 통제시스템은 공통적으로 ① 의사결정 계층구조, ② 경영자 및 종업원간의 상

(7) 의사결정에 관리기능에는 자원배분, 계약체결에 관한 제안 및 승인된 결정의 수행이, 의사결정의 통제기능에는 대안의 선택, 의사결정 대리인의 성과의 측정, 즉 감시 그리고 인센티브와 보상제도가 포함된다(Fama · Jensen, 1983).

호감사시스템, 그리고 ③ 통상 이사회에 귀속된 최고 의사결정 통제의 세 가지 요소를 포함한다(정광선, 1994). 내부적 통제(지배)의 최종적 권한은 이사회에 속한다.

2) 외부통제메커니즘

이상과 같은 내부메커니즘이 대리문제를 효과적으로 해결하지 못할 때 외부 통제 메커니즘이 그 기능을 발휘하게 된다. 외부통제메커니즘은 기업지배권시장으로 대표되나 경영자의 노동시장, 제품시장 등의 다양한 외부통제메커니즘에 대한 연구가 진행되어 왔으며 이를 간략히 정리하면 다음과 같다.

Manne(1965)은 소위 소유와 지배의 분리에 따른 대리문제는 기업지배권시장의 존재에 의해서 상당한 정도로 완화된다고 주장한다. 즉, 기업지배권 시장은 소액주주들에게 그들이 기업에 대해서 가지고 있는 관심에 걸맞는 권한과 보호를 제공한다는 것이다. 기업지배권시장의 기본전제 및 가정은 기업경영자의 효율성과 주가간에 높은 상관관계가 존재한다는 것이다. 경영이 비효율적인 기업의 주가는 그 업종 또는 시장전체에 비해서 하락하고, 이는 이 기업을 보다 효율적으로 경영할 수 있다고 믿는 경영자들에게 큰 자본 이득을 예상케 하여 기업인수를 촉진하게 된다.⁽⁸⁾ 이처럼 기업인수시장은 기업경영자들의 경영효율성 제고에 기여하며 동시에 외부소액주주들의 강력한 보호장치가 된다. 기업지배권 시장의 통제기능과 관련하여 Shleifer · Vishny(1986)는 외부통제메커니즘의 하나로 외부 대주주에 의한 적극적 감시 및 인수기능을 강조하고 있다. 분산 소유된 기업에서 무임승차문제로 인해 소액주주들은 경영진을 감시할 유인을 갖지 못한다. 그러나 이들의 모델에 의하면 외부 대주주의 존재는 이러한 무임승차문제를 완화시키는 해결책이 될 수 있다. 외부 대주주는 기업인수의 거래비용을 지불하고서도 이익을 얻을 수 있기 때문에 인수를 시도할 수 있다. 이러한 맥락에서 외부대주주의 존재자체가 경영자의 안주주의를 통제하는 외부메커니즘으로 작용할 수 있다.⁽⁹⁾

Williamson(1963) 등은 가장 근본적인 외부통제메커니즘의 하나로 제품시장의 경쟁을 강조하였다. 즉 소비자들이 원하는 제품을 경쟁적인 가격으로 공급하지 못하는 기업들은 계속기업으로 존재하지 못하고 시장에서 퇴출하게 될 것이다.

Fama(1980)는 경영자 노동시장의 재채 기능을 강조하고 있다. 전통적으로 주주가 기

(8) 이러한 맥락하에서 주식시장도 외부통제메커니즘의 하나라 할 수 있다. 주가는 경영자의 의사결정의 질을 반영하고 낮은 주가는 경영자들이 주주의 이익에 부합된 의사결정을하도록 하는 외부적 압력으로 작용하기 때문이다.

(9) 이와 관련하여 기관투자가들을 중심으로 한 관계투자 등이 주요 논제로 부각되고 있다.

업의 위험부담 기능을 담당한다고 여겨지지만, 특정기업의 성패와 관련한 주주들의 위험은 증권가격이 효율적으로 결정되고 낮은 거래비용으로 주식을 매도할 수 있기 때문에 오히려 기업경영자들이 부담하는 위험보다도 작다고 한다. 왜냐하면 경영자들은 그들의 부의 대부분이 인적자본의 형태로 이루어져 있으며 이 인적자본의 수익률은 그들이 경영하는 기업의 성패에 좌우되기 때문이다. 경영자들의 보수는 그들의 생애에 걸쳐서 재조정되어 그들의 경영성과를 반영하게 될 것이다. Fama는 이를 사후정산이라고 부르고 있으며 이 때문에 그들의 대리인적 형태는 완화될 것이라고 한다. 그러나 경영자들의 보수결정과 관련하여 실제에 있어서 완전한 사후정산이 이루어질 것인지는 실증적인 문제로 남겨져 있다.

3. 경영체제와 국제경쟁력

글로벌 시대에는 첨단부문의 혁신을 통해 기술적 우위를 확보하는 것이 기업과 국가의 경쟁력을 좌우하게 된다. 이를 위해 장기적 관점에서의 경영전략 수립과 설비투자의 활성화 및 기술개발투자를 통한 성장잠재력 확충이 경쟁력의 관건이 될 것이다. 또 이러한 기업의 왕성한 장기 투자와 경영전략의 추진을 위한 제도적 뒷받침이 무엇보다 중요한 과제가 된다. 이러한 관점에서 미국에서도 기업경영체제 형태가 기업경영전략, 나아가 국제경쟁력에 미치는 영향에 대한 논의가 폭넓게 전개되고 있다.

특히 정책담당자나 학계에서 기업지배구조가 기업의 장기계획이나 투자전략에 어떻게 영향을 미치는지에 대해 보다 많은 관심을 가지고 분석하고 있으며, 이러한 분야에서의 정책결정이 개별기업의 이해관계뿐만이 아니라 국가경제전체의 기술기반을 형성하는 중요한 바탕이라고 보고 있다. 기업의 기술수준이나 기술개발 능력은 단기수익보다는 장기적 관점에서의 전략적 사고를 바탕으로 시장경쟁력을 축적하는 경영전략에 의해 결정되며 이는 다시 기업지배구조에 의해 큰 영향을 받는 것으로 인식된다. 다시 말하면 경영체제는 기업의 국제경쟁력을 결정한다는 것이다.

III. 주요국의 기업경영체제 현황 및 특징

한 나라 주요 기업들의 소유구조(누가 어느 정도의 지분을 점유하고 있는가를 나타내는 주식소유의 분포상황)와 지배구조(기업운영을 책임질 경영진이 선발되고 그러한 경영진이 통제받는 기업체제 전반)는 그 나라의 사회·문화와 경제체제를 대변하는 핵심 요소들이

다. 기업지배구조는 나라마다 다양한 형태를 가지는데, 이는 기업소유구조의 변화, 발전 과정의 차이에서뿐만이 아니라 기업의 성장발전에 미치는 정치, 사회, 문화적 배경이 다양하며, 나아가 기업소유지배에 있어서 은행 등 금융기관의 역할에 대한 금융제도의 차이에 의해서도 달라진다.

기업경영체제의 차이는 다양한 기업이 이해관계자간의 이해관계와, 궁극적으로는 이러한 이해관계자의 인센티브 구조의 차이를 통해 기업경영여건과 경영성과에 직간접의 영향을 미친다. 또 지배구조의 차이는 기업이 자원을 동원하고 활용하는 방식과 경쟁력을 결정하는 큰 요인의 하나가 되며, 나아가 이러한 지배구조의 차이가 궁극적으로는 국가의 경쟁력도 좌우할 수 있다.

미국 기업지배구조의 특징은 보편적으로 소유와 경영이 분리되어 있고 이에 따른 대리인 문제는 시장규율을 통해 완화된다. 반면 일본이나 독일의 경우에는 기업지배형태가 조직을 통한 통제로 특징지어진다. 흔히 은행을 중심으로 하는 일본의 계열집단은 기업간 주식의 상호보유를 통한 장기적 유대관계를 형성하고 있다. 자금조달이나 기업지배에 있어서 이러한 결속이 기업 네트워크 형성을 촉진하고 또 기업의 금융적 안정성을 제고하며 장기적 관점의 경영전략 추진을 용이하게 하는 것으로 평가된다. 또 이러한 일본의 기업 소유 지배구조는 주주, 종업원, 은행 등 금융기관, 고객, 나아가 공급자 등 다양한 기업 이해관계자간의 관계를 조화시키는 것으로 평가되고 있다(Gilson · Roe, 1993).

1. 미국기업의 경영체제

1) 소유구조의 특징

역사적으로 볼 때, 미국은 18세기 말까지는 대부분 기업의 주식이 소수의 지배대주주에 의해 점유되고 이들이 직접 경영을 담당하였다. 그러나 현대의 전형적인 미국 대기업은 전문경영자에 의해 지배, 경영되고 주주가 직접 경영에 개입하는 경우는 드물다.

미국 기업들은 19세기말을 기점으로 활발한 사업확장을 통해 대형기업으로 향한 성장의 기반을 구축할 수 있었다. 기업의 확대 성장과 더불어 소수자본가에 의한 경영은 자본의 조달에 있어서나 경영능력의 한계에 직면하게 된다. 필요한 자금을 조달하기 위하여 초기에는 주로 사내 유보금과 은행대출 등에 의존하였으나 차츰 주식발행에 의한 자금조달의 비중이 높아지기 시작하였다. 주식발행이 계속 확대되면서 창업자 또는 그 가족들에 의한 사적 주식소유의 비중이 낮아지기 시작하였고, 다수의 대중투자자에게 광범위하게 분산되면서 전문경영자에 의한 기업지배 형태가 대두하였다.

1900년 미국의 40대 주요기업의 소유구조와 지배구조에 관한 연구에서 Herman은 당시 40개 표본회사중의 4분의 1에 가까운 회사가 경영자 지배의 형태를 보이고 있었고 사적 소유 형태인 기업은 전체 표본회사의 3분의 1 수준이라고 보고하고 있다.⁽¹⁰⁾

1929년 미국 200대 기업의 지배구조와 소유구조에 관한 Berle와 Means의 연구(1932)에서 지분 50% 이상의 사적 소유 기업의 비중이 1900년의 32.5%에서 11% 수준으로 낮아졌음을 보고하고 있다. 이러한 변화는 창업 1세들의 퇴진 및 은행세력의 퇴조, 그리고 경영기술의 전문화 추세 등으로 인해 전문경영자들의 위치가 더욱 공고해졌기 때문으로 설명되고 있다.

1963년 미국 200대 기업의 소유구조에 관한 Larmer(1966)의 실증연구에서는 지분율 10%을 기준으로 할때 84.5%에 해당하는 169개 기업이 경영자지배기업인 것으로 나타났고 지분 50% 이상의 사적 소유 기업이 차지하는 비중은 1930년의 11% 수준에서 2.5%로 크게 떨어진 것으로 보고되고 있다.

1974년 200대 기업의 지배, 소유구조의 분포를 조사한 Herman의 연구결과 1974년 말 현재 미국 200대 기업의 지배, 소유구조에 큰 변화는 일어나지 않았음을 밝히고 있다. 단지, 경영자 지배기업의 범위를 사적 소유 10% 미만에서 5% 미만으로 분류할 때 경영자 지배는 82.5%를 점하고 있고, 지분 50% 이상의 사적 소유 기업은 1.5%에 불과한 것으로 밝혀지고 있다. 이상에서 고찰한 바와 같이 미국기업의 소유구조는 기업발전론적 모델에서 제시한 바와 같이 역사적으로 사적소유지배에서 경영자 지배로 전환되어왔음을 알 수 있다.

한편 주주의 구성면에서 볼 때 개인주주의 소유비중이 감소하고 보험, 투자신탁 등 기관투자가의 주식비중이 급격히 상승한 것으로 보고되고 있다. 1990년의 미국기업의 소유구조에 관한 보고에 따르면 기관투자가의 지분비율이 총 발행주식의 53%에 달하고 있는 것으로 조사되고 있다.⁽¹¹⁾

2) 지배구조

한 기업의 경영진을 선발하고 통제하는 기업체제 전반을 가리켜 지배구조라고 할 때, 기업통제장치(corporate governance mechanism)는 한 기업의 지배구조를 구체화시켜주는 실천도구이다. 미국 지배구조의 특징은 내부통제기구로서 사외이사 중심의 이사회와 외부

(10) 특정인 또는 관계인 집단의 지분이 10%미만의 경우 전문경영자지배로, 50%이상의 경우 사적 지배로 분류하였음(Herman, 1981)

(11) U.S., General Accounting Office, 1993(한국기업 소유지배구조, 이영기, 1996에서 재인용)

통제기구로서 기업지배권시장에서 찾아 볼 수 있다.

(1) 이사회제도

미국기업의 경우, 이사회는 명실상부하게 주주의 이익을 대변하여 경영진의 기업행위를 감시하는 역할을 담당해 왔다. 이사회의 기능에 대해서는 대체로 경영진의 선임과 회사의 중요 의사결정에 관한 검토 및 승인이 이사회의 책임과 권한인 것으로 정의되고 있다.

주주를 대신해서 경영자를 감독하여 건전한 경영을 보장하고 주주의 권익을 보호하기 위한 내부감시 장치인 이사회의 기능을 강화하기 위해 경영진으로부터 독립적인 사외이사의 중요성이 강조되고 있다. 최근의 조사결과에 의하면 1993년 현재 100대 기업의 50% 가 13명 이하의 이사를 가지며 그 중 내부이사의 수는 평균 3명에 불과한 것으로 나타났다. 이들 중 과반수 이상은 다른 기업의 현직 CEO이거나 전직 CEO라는 배경을 갖고 있다.⁽¹²⁾

기업의 주요의사결정에 있어 경영진의 감독을 위해 사외이사는 다양한 역할을 할 수 있다. 먼저 주주의 이익을 보호하기 위해 경영진을 감시하고 주요투자결정에 있어 영향력을 행사할 수 있다. 또 사외이사들의 전문성을 활용하여 경영에 있어서 자문역할을 할 수 있다. 이들 사외이사들을 각 분야의 명망 있는 전문가로 구성함으로써 경영전략결정에 중요한 정보와 지식을 제공할 수 있고 기업의사결정에 있어 적절한 통제기능을 할 수 있다.

그럼에도 불구하고 최근 미국 내에서는 이사회제도에 대한 비판과 자성의 목소리가 일고 있다.⁽¹³⁾ 첫째, 이사에 의해 감시를 받는 대상인 최고경영자가 이사 선임에 지나치게 영향을 끼친다는 비판과 함께 보다 객관적인 이사 선임 방식이 요구되고 있다. 둘째, 미국기업들의 사외이사들이 이사회 직무를 위하여 연중 할애하고 있는 기간은 평균 14일 정도에 불과하여 이사회제도 자체가 갖는 감시기능 원천적인 한계가 있다는 지적이다. 셋째, 1980년대에 들어와 미국의 주식시장이 투기장화하고 주주들이 자신들이 투자한 기업에 대하여 극도로 무관심한 자세로 일관함에 따라, 이사회가 주주만을 대표한다고 한정시킬 수 없다는 견해가 대두하고 있다. 이를테면 이사회는 예전과는 달리 주주를 포함한 여타 이해 당사자들(근로자, 지역주민, 공급자 등)의 이익을 포괄적으로 대표하는 기구로 전환해야 한다는 주장이다.⁽¹⁴⁾

(12) 본 자료는 Monks · Minow(1995)에서 재인용하였음.

(13) 자세한 내용은 J. W. Lorch, *Pawn or Potentates: the Reality of America's Corporate Boards*, 1989. 를 참조바람.

(14) 이러한 주장은 Williamson(1984)등이 제기한 광의의 이해관계자관점에서의 기업지배구조에 대한 논의와 연계되고 있음.

(2) 경영자에 대한 시장규율

기업이나 경영자에 대한 규율과 통제에 있어서 경쟁적 시장환경이 매우 중요한 역할을 할 수 있다. 미국의 경우, 주식시장의 가격기구를 이용하여 기업자원의 경영권이 활발히 매매되고 있는데, 이를 가리켜 기업지배권시장(market for corporate control) 또는 기업인수시장이라고 하고 이러한 시장으로부터 가해지는 압력이 경영효율화를 촉진하는데 큰 기여를 한다.

미국의 기업지배구조에 있어서 큰 특징인 기업인수시장의 기능을 보면, 비능률적인 경영자는 기업인수의 표적이 됨으로써 효율적 경영을 촉진하는 압력으로 작용하여 경영자를 규율하는 중요한 역할을 한다. 80년대 이후 경영진의 의사에 반하는 적대적 기업인수나 부채자금을 동원한 기업매수가 비효율적 기업을 인수하여 경영자를 교체하거나 기업구조를 개편함으로써 경영효율화를 도모하는 수단으로 광범위하게 이용되었다. 이러한 경향은 효율적 경영을 촉진하고 산업구조 개편을 유도하며 궁극적으로 미국기업의 경쟁력 회복에 크게 기여한 것으로 평가되고 있다.

이와 같은 자유로운 기업 인수 거래가 경영자 감시 역할이라는 순기능적 측면을 지니고 있지만, 한편으로는 많은 사회·경제적 역기능을 유발하는 것으로 지적되고 있다. 예를 들어, 1980년대에 들어와 기업 인수 거래가 활발히 진행되면서 미국의 주식시장이 지나치게 투기장화하는 경향을 띠게 된 것이다. 아울러 기업인수를 위한 공개 매수 과정에서 내부자 거래로 인한 불공정 거래가 문제점으로 제기되고 있다. 이 외에도, 기업 인수 자금을 지나치게 부채에 의존한 나머지 해당기업의 재무구조가 크게 취약해진다는 점, 인수 거래 과정에서의 증권사 및 변호사 수수료 등 경제 전체가 물어야 하는 제반 사회적 비용, 외부세력에 의한 경영권 위협에 대처하기 위하여 기존 경영진이 치르게 되는 기업자산의 낭비 등이 기업 인수 시장의 폐해로 지적되고 있다. 더불어 경영진이 적대적 인수의 위협을 회피하기 위해 주가상승을 목적으로 단기위주의 경영에 치중할 가능성도 중요한 문제점으로 지적되고 있다.

(3) 기업지배구조 개편 논의

미국에서는 기업지배구조가 기업의 국제경쟁력에 중요한 영향을 미친다는 인식 하에 학계뿐만 아니라 정부 및 의회 등에서 관련 연구와 제도개편의 논의가 가열되고 있다. 미국 금융자본시장은 가장 규모가 크고 자율, 개방, 분권적이며 투명한 것이 큰 장점으로 지적된다. 그러나 미국은 시장기구에 의한 통제구조로 인해 경영이 주로 단기업적주의에 흐르게 되고 R&D 투자가 소홀시 되는 등 장기적 성장 잠재력이 저해되고 궁극적으로 미국기

업의 국제경쟁력을 약화시킨 것으로 평가된다. 반면 일본이나 독일의 기업 지배구조나 금융시스템은 인내심 있는 장기자본조달에 유리한 역할을 할 수 있는 것으로 평가된다. 특히 후술하는 바와 같이 일본이나 독일 등의 독특한 기업집단식 경영이나 은행·기업간의 관계는 기업의 경영전략이나 개발전략 특성을 결정하며, 신기술의 개발이나 그 응용, 기술의 단계적 개량 및 확산을 촉진하는 것으로 평가되고 있다.⁽¹⁵⁾

Porter도 다음과 같이 미국기업에 있어서 장기안정주주의 필요성을 주장한다.⁽¹⁶⁾

“미국기업의 기본적인 약점은 일시적인 소유권에 있다. 이러한 상황에서 기관투자자들은 현재의 이익에만 이끌리어 기업의 장기적인 전망을 이해하려는 투자를 하지 않고 장기적인 이익창출능력을 키우도록 기업들과 협력하려는 의지도 능력도 없다. 기업의 장기적인 이익은 기업의 목표와 밀접하게 연관되어 있는 보다 적은 규모의 장기적 또는 영구 소유자에 의해 더욱 적극적으로 이루어 질 수 있다. 이러한 장기 소유자들은 그 기업에 관한 모든 정보에 대해 더욱 적극적으로 알고자 하려 한다. 이러한 새로운 기업지배구조하에서 경영자는 현재의 이익이나 추가로 평가받기보다는 기업의 장기적인 경쟁력과 이익창출가능성에 의해 평가받게 될 것이다.”

미국산업의 국제경쟁력을 좌우하는 요인으로서 기업자금조달 행태나 소유, 지배구조의 제도개혁이 제안되고 있는데, 미의회 기술평가국(Office of Technology Assessment) 보고서는 다음과 같이 기업경쟁력에 있어 미국의 전업주의 금융제도(specialized financial system)의 단점을 지적하고 기업경쟁력 강화를 위해서 은행과 기업간의 주식보유 등의 연계관계를 허용, 장려하기 위한 금융제도 개편의 필요성을 다음과 같이 제안하고 있다.⁽¹⁷⁾

“기업지배 분야에 있어 각국의 금융제도상의 차이점은 다국적 기업들이 서로 다른 국가에서 활동을 확대해 나감에 따라 더욱 중요해지고 있다. 우리는 이러한 차이점들이 유망한 산업에 있어서의 국제경쟁력에 미치는 영향을 보다 잘 이해하여야 한다.…… 1930년대 이래로 은행제도의 안전성과 건전성에 대한 관심은 미국의 은행들이 비금융계 기업들의 지분을 확대해 나가는 것을 제한하여왔다. 이러한 규제는 일본과 독일에는 존재하지 않는다. 이러한 정책상의 차이는 독일과 일본의 기업들이 기술 집약적인 주요산업들에서 우위를 점하게 됨에 따라 심각한 고려대상이 되고 있다. 이들 국가에서 안정적인 은행 주주들이 미

(15) Congress of the U.S.(1994), 이영기(1996), pp.46-47에서 재인용.

(16) Porter(1992), 이영기(1996)에서 요약하여 재인용.

(17) Congress of the U.S.(1994), 이영기(1996), p.50에서 요약하여 재인용.

국 기업에 비해 경쟁우위를 제공하는 원천의 하나가 됨에 따라 우리들의 전통적인 법적 규제의 완화를 고려해 보아야 한다.”

2. 일본기업의 경영체제

1) 소유구조

일본기업의 소유구조는 다른 어느 나라와도 비교하기 어려운 독특한 일면을 보이고 있다. 일본의 소유·지배구조는 일본기업이 국제경쟁력 우위를 확보할 수 있는 요인의 하나로 평가받고 있는데, 그 특성은 두 가지로 요약된다. 첫째, 계열기업간 주식 상호보유가 보편적으로 일어나고 있는 것이며, 둘째 은행 등 금융기관과 대출기업간에 자본적 연계가 보편화되어 있다는 것이다.⁽¹⁸⁾

1992년 현재 일본의 6대 계열기업집단의 상호출자비율은 스미토모계의 24.7%가 가장 높고 나머지는 12-16% 수준에 있어 우리나라 기업집단의 30-40%보다 훨씬 낮다. 주거래 은행이 계열기업주식의 5% 정도를 보유하고 이들 계열기업들도 은행주식을 상호 보유한다. 일본의 주식 상호출자에 대해 보면, 계열집단내의 개개 기업은 매우 적은 지분의 주식을 보유하나 계열기업 전체로서는 당해 기업에 지배력을 행사할 수 있을 정도의 충분한 지분을 차지한다.

계열기업집단이 주식의 상호보유나 주거래 은행 관계를 통해 상호 연계되어 있는 경우 기업의 목표는 주주의 부만을 극대화하는 것이 아니라 주주, 경영자, 종업원, 은행 및 계열회사 등의 공동이익을 추구하며 이를 위해 사장단회의 등을 통해 경영정책을 공동으로 결정하는 메커니즘을 가지고 있다. 계열기업 사장들은 정기적인 사장회의를 통해 교류하는데, 사장회의에서 경영전략의 상호 협의나 의견 및 정보교환이 이루어지며 각 사장은 사장회의 공통의 견해를 존중하는 비공식적인 압력을 받는다. 이는 비록 사장회의에서 주요 경영사항에 대한 공식적인 의결은 행해지지 않으나 사장회의 멤버기업이 특정기업에 대해 집단적으로 지배력을 행사할 수 있기 때문이다. 일본 기업조직은 이러한 권한의 공유를 통해 다양한 조직과 다양한 전문성을 가진, 보다 많은 사람이 경영정책결정에 참여함으로써 의사결정의 합리화를 도모할 수 있는 것으로 평가된다.⁽¹⁹⁾

이와 같이 일본기업은 어느 특정대주주가 지배권을 단독으로 행사하지 않고 계열기업

(18) 일본기업의 주식소유 및 지배구조에 관한 상세한 논의는 Hoshi al(1991), Roe(1993) 등을 참조바람.

(19) 본 절은 주요내용은 Charkham(1994), pp.74-113을 참조하였음.

최고경영자간에 비공식 상호 협의체제를 이루고 있다.

일반적으로 일본의 주주는 대체로 계열기업이나 은행 등 법인주주로 구성되고 이들은 단기의 경영성과에 따른 배당수입보다 기업의 장기성장과 이에 따른 자본이득을 선호하는 것으로 알려지고 있다. 이러한 일본 고유의 기업지배구조로 인해 경영자는 단순히 주주뿐만 아니라 다양한 기업 이해관계자에 대한 책임경영을 수행해야 한다. 경영자는 단기 경영성과나 주가변동에 지나치게 민감하게 반응하지 않아도 되며 적대적 기업인수를 우려 할 필요도 적어 보다 장기적인 안목에서 기업의 성장을 위한 투자결정 등을 할 수 있었던 것으로 분석된다.

2) 지배구조

지배주주가 존재하지 않는 상황에서 미국기업들의 경영자들은 기업 인수시장과 같은 외부적 장치에 의하여 감시, 통제 받고 있다. 그러나 일본 대기업들의 경우는 상호출자형식으로 집단을 이루고 있기 때문에 외부의 적대적 세력에 의한 경영권 탈취의 가능성이 존재할 수가 없다. 그뿐만 아니라 전통사회의 요소가 매우 강한 일본에서 타의에 의해 기업이 사고 팔리는 예는 거의 발생하지 않는다.⁽²⁰⁾

미국기업의 경우 사외이사중심의 이사회가 내부적 통제장치도 기능하고 있지만 일본기업의 이사회는 대부분 내부이사들로 구성되어 있으며, 이들의 역할은 대부분의 경우 업무집행기능으로 한정되어 있어 경영자에 대한 감시기능을 기대하기가 어렵다.

이렇게 볼 때 미국기업들에서 관찰할 수 있었던 기업통제장치는 일본기업의 경우 전혀 적용되지 않고 있음을 알 수 있다. 일본 대기업들의 경영자들은 일본 특유의 내부적 감시 체제에 의하여 통제 받고 있다. 그룹산하 계열사들은 상호간의 정보교환체제를 정교히 구축하고 있으며, 이와 같은 정보채널을 통하여 일본의 경영자들은 집단적으로 상호 통제 받으며 견제 당하고 있다. 첫번째의 예로, 일본의 기업집단은 대부분의 경우 대규모의 시중은행, 종합상사, 그리고 주요 제조업체를 중핵기업으로 하여 짜여 있는데, 바로 이들이 그룹산하 계열회사의 기업정보를 수집하고 평가하는 역할을 맡고 있다. 두번째로, 그룹산하기업들은 각종 형태의 위원회를 구성하여 상호 정보를 교환하고 현안 문제를 논의하는데, 그러한 과정을 통하여 계열기업의 경영내용이나 개별 경영자의 기업행위가 노출되고 평가받는 계기가 마련되는 것이다. 세번째로, 그룹 산하 핵심업체들은 계열사들이 어려움에 처할 때 문제해결을 위한 구체적인 방안을 강구하고 적절한 조치를 취하는데, 이러한

(20) 본 절의 내용은 Charkham(1994), pp.74-112에서 발췌, 정리하였음.

일련의 과정들이 모두 경영책임자에 대한 통제효과를 유발하고 있다.

3) 기업지배구조의 변화 추이

일본의 계열집단은 상호출자에 의한 기업간 네트워크 형성을 통해 막대한 소요자금의 조달, 투자위험의 분산, 정보교류 등을 원활히 하여 기술혁신과 신제품개발을 촉진한 것으로 평가된다. 또 계열기업을 통해 신기술, 신제품에 대한 수요를 안정적으로 확보할 수 있다는 점도 장점으로 지적된다.

그러나 이러한 긍정적 평가에도 불구하고 금융자율화와 시장개방조치에 따라 일본의 기업지배구조에 있어서도 변화가 나타나고 있다. 기업과 은행과의 관계가 약화되고 기업의 회사채나 국내외 증시로부터의 자금조달 비중이 높아진 반면 은행대출 의존도는 현저히 하락하여 왔다. 또 계열법인주주는 장기안정 주주로서의 가치보다 자기자본에 대한 투자 수익률(ROE)을 중시하는 새로운 경향도 보인다.⁽²¹⁾

일본은 경제의 개방화, 세계화에 따른 경쟁의 심화 및 세계무역기구(WTO)체제 출범 등 기업경영환경이 급변함에 따라 경쟁력 강화를 위해 복합 다각형 경영의 장점을 최대한 살릴 수 있도록 하는 방안이 고려되고 있다. 즉 현재의 대기업그룹의 지주회사 설립에 대한 금지제도를 폐지하고 대기업의 타회사 주식보유제한을 완화하는 방안이 제시되고 있다. 이를 통해 기업집단의 사업다각화를 용이하게 하여 기업간 제휴, 합병을 통해 산업구조변화에 대응하여 기업의 구조개편을 촉진하기 위한 것이다.

일본 공정거래위원회는 95년 11월 지금까지 금지하던 지주회사⁽²²⁾를 허용하기로 방침을 결정하였는데, 이러한 조치는 기업의 분사화나 정리 및 매수합병 등 산업구조 개편을 통해 기업조직의 슬림화에 의한 비용절감과 경영혁신을 용이하게 하고 국제경쟁력을 높일 수 있도록 하는 조치로 평가된다. 또 일본대장성도 금융기관의 이업종 참여를 허용하는 방안으로 금융지주회사의 도입을 위한 법제도화를 추진하고 있다.

규제완화 차원에서 검토되는 지주회사 허용방안이 시행될 경우 경영다각화와 다국적 기업으로서의 성장을 촉진하고 그룹 전체와 분사화된 각 업종별 사업부문간의 유기적 조정과 통제가 가능할 것이다. 기업의 계열화, 대형화를 통한 구조조정과 시너지효과를 위해 합병 흡수하는 경우 조직재편에 따른 조정비용과 이질적 기업의 통합에 따른 내부적 마찰이 발생할 수 있으나 지주회사를 통해 기업의 연계가 형성되는 경우 그룹 통합적 통제가

(21) 이를 뒷받침하는 실증연구로서 Kang-Shivdasani(1995) 등이 있음.

(22) 95년부터 추진되어온 지주회사의 허용은 97년 2월 정부와 여당이 원칙적으로 합의함으로 인해 98년부터 자유화될 예정임.

가능하면서도 각 기업특성과 기업간 독립성이 유지될 수 있는 장점을 가진다.

그러나 지주회사제도의 이러한 장점에도 불구하고 1인 대주주 혹은 대주주집단에 의한 경제력집중과 시장 독과점 형성, 내부거래의 문제점이 발생할 수 있고 나아가 계열기업간 자본적, 인적 결합에 의해 경영의 독립성과 탄력성이 저해될 수 있다는 우려도 제기되고 있다.

이와 같이 지주회사 허용 등 기업 소유지배체제의 변화 움직임은 일본 특유의 기업지배구조에 커다란 변화를 가져올 수 있다. 지금까지 계열집단 기업간 주식의 상호보유, 사장단회의, 주거래은행관계 등에 의해 형성된 기업간 수평적 집단 의사결정체제가 지주회사를 중심으로 하는 수직적 의사결정체제로 변화될 것으로 예상할 수 있다. 앞으로 지주회사가 행사하는 지배권의 범위나 방식에 따라서 전문경영자나 외부주주의 비중과 역할이 바뀌어지고 이것이 기업의 경영에 미치는 영향으로 일본식 집단경영방식의 효율성이 변화될 수 있다.

3. 독일기업의 경영체제

1) 소유구조

독일의 기업은 1인소유기업, 무한책임 파트너쉽, 유한책임회사(GmbH), 주식회사(AG) 등의 다양한 형태를 가지나 유한책임회사와 주식회사가 다수를 차지하고 있다.

1991년 말 현재 독일의 상장회사 수는 609개인데, 독일기업들의 주주 구성에 관한 정확한 자료⁽²³⁾를 구하기가 곤란하여 누가 이들을 소유하고 있는가를 알기는 어렵다. 1987년 현재 독일의 100대기업을 대상으로 한 Schireff(1987)의 연구에 의하면 85개기업에서 상호주식보유가 존재하고 있다고 밝혀지고 있다. 1989년 독일기업의 소유구조에 관한 Kester · Luchrman(1992)의 연구에 따르면 기업간 상호보유가 보편화되어 있으며 기업, 은행, 보험회사 등이 주요 주주인 것으로 나타나고 있다. 따라서 대체로 대기업들의 경우 기관투자자(은행, 투자신탁 등), 일반 기업 또는 정부소유의 지분이 대부분이고 특정 개인 또는 가족에 의한 주식소유는 매우 적은 것으로 알려져 있다.

독일 제 1 의 자동차 제조회사인 Daimler-Benz를 예로 들면(91년 말 현재), Deutsche Bank가 28.19%의 지분을 소유함으로써 제 1 의 대주주이고 25.23%를 소유한

(23) 독일기업은 일반적으로 주식의 소유분포에 대해서 공표할 의무가 없으며 단 상장기업의 경우 1인이 25% 이상의 지분을 보유하고 있을 경우에만 신원을 공개하도록 되어 있다.

Mercedes-Automobil Holding AG가 제 2의 대주주이며 나머지 지분은 일반투자자들에게 분산돼 있다. 다시 Mercedes 지주회사의 소유구조를 살펴보면 일련의 은행그룹이 대주주로 되어 있다. 이어서 독일 제2의 자동차회사인 Volkswagen 소유구조를 보면, Niedersachsen 주정부가 20%의 지분을 소유한 대주주이다. 독일 제3의 자동차회사인 BMW의 경우, 독일 유수 대규모의 자동차 제조업체임에도 불구하고 가족 소유의 지분이 50% 수준에 이른다. 그에 비하여 Siemens의 경우, 가족지분은 1992년 말 현재 1.6%에 지나지 않으며 나머지는 40만 명 정도의 기관투자자 및 개인투자자를 통해 널리 분산돼 있다.⁽²⁴⁾

기관투자자들 중에서는 은행이 가장 중요한 주주로서 대두하고 있다.⁽²⁵⁾ 독일의 대기업은 Deutsche Bank, Dresdner Bank 및 Commerzbank 등 3-4개의 대은행이 다수의 의결권(30% 이상의 의결지분)을 행사하는데 이는 은행이 직접 소유하는 주식과 자회사인 투자회사의 지분, 그리고 은행고객으로부터 위임받은 주식의 의결권으로 구성된다. 은행은 이러한 의결권 행사를 통해 기업의 감독이사회에 은행대표를 선임한다.

독일기업에 있어 은행이 주요주주의 위치를 확보하게 된 데에는 첫째, 연방정부와 주정부가 소유하고 있던 주요 기간산업체들을 민영화하는 과정에서 은행에 의한 주식인수가 활발히 이루어졌고 둘째, 상업은행업과 투자은행업이 동시에 취급되고 있는 독일 특유의 겸업형의 은행업무(Universalbanken)체제가 중요한 요인으로 작용했다.⁽²⁶⁾ 결국 은행에 의한 기업주식 보유는 과거 산업화 과정에서 기업자금 부족분을 은행이 대출이나 출자를 통해 공급한 데서 비롯되었다. 때로는 부실기업 구제과정에서 은행이 보유하고 있는 채권을 주식으로 전환한 경우도 은행의 주식보유비중을 높이는 요인이 되었다. 예를 들어 Daimler-Benz의 경우 Deutsche Bank가 28.19%의 지분을 보유하는 데 이는 1926년에 부실화된 Daimler사와 Benz사가 합병하면서 은행 부채를 주식으로 전환하였기 때문이다.

2) 지배구조

(1) 이사회의 구조⁽²⁷⁾

독일 기업지배구조의 가장 독특한 특징은 이사회가 감독이사회(Aufsichtsrat)와 경영이

(24) 정갑영 등(1996), pp.187-189에서 인용하였음.

(25) 이하 관련 내용은 Charkham(1994), pp.35-43에서 발췌, 정리하였음.

(26) 대출기업에 대한 지분 참여한 경우와 기업의 최초 공모 과정에서 주간사로서 주식을 인수, 보유하는 경우 등이 있음.

(27) 본 절의 주요내용은 Charkham(1994), pp.15-26를 참조하였음.

사회(Vorstand)로 이원화되어 있다는 점이다. 즉, 독일 기업들은 대부분의 경우 회사중역들로 구성돼 있는 경영이사회와 그 기업과 업무상 또는 재무상에 관계가 있는 기관들과 기업내의 다른 이해관계자들로 구성돼 있는 감독이사회의 2중 구조를 지니고 있다. 전자는 경영 정책결정기능을 담당하는 반면 후자는 경영집행 책임을 지고 있어 양 이사회간의 기능과 권한의 분산이 이루어지고 있는 것이다.

독일기업에서 종업원 500인 이하의 유한회사의 경우를 제외하고는 모든 기업들이 감독이사회를 의무적으로 두어야 한다. 감독이사회의 권한과 책임은 회사에 따라 조금씩 다르기는 하나, 대체로 i) 회사의 장기전략 또는 중요결정에 대한 사전승인 또는 사후보고, ii) 회사중역들의 임면에 관한 결정 등으로 요약할 수 있다.

감독이사회의 구성인원을 살펴보면 근로자 대표의 참여가 가장 큰 비중을 차지하고 있다. 감독이사회에의 근로자 대표 참여는 2차 대전후에 법제화되었다. 1976년에 이른바 공동의사결정법(Co-determination Act)이 제정되면서 종업원이 500명 이하인 경우 주주가 감독이사를 선임하고 500~2,000명의 종업원을 가진 기업은 감독이사의 3분의 1을, 종업원이 2,000명 이상 되는 기업의 경우에는 감독이사회 구성원의 2분의 1을 근로자 대표로 임명하게 되었다. 이러한 면에서 독일의 기업지배구조는 다양한 기업이 이해관계자의 상호신뢰와 협력관계에 의존한다.

감독이사회 이사진 중 근로자 대표로 구성된 2분의 1을 제외한 나머지 2분의 1은 주주총회에서 선출하게 되어 있다. 감독이사회의 회장은 감독이사 중에서 주주총회의 결의를 통해 선출되며, 감독이사회의 표결 결과 찬반이 동수일 경우에는 항상 결정적 투표권을 행사할 수 있다. 감독이사회의 회장이 주주들에 의해 선출된다고 해서 주주편에만 서서 투표권을 행사하는 것이 아니고, 오히려 주주라는 한정된 이해당사자들의 권익보다는 기업 전체의 이익을 염두에 두고 결정을 내리는 것으로 알려져 있다.

감독이사회는 주주를 대신하여 회사의 장기적 이익을 위해 주요경영정책을 결정하며 경영진을 감독, 지도하며 자문하는 기능을 담당한다. 감독이사회는 경영이사회 이사의 선임권과 경영진의 보수 결정권을 가지며 경영이사의 의무태만 등 심각한 사유가 있을 경우 해임권도 가진다.

그러나 감독이사회에 제도적으로 부여된 역할과 기능에도 불구하고 감독이사회는 적극적인 감시기능보다는 자문기능이 강하다는 견해도 있다. 따라서 기업에 따라 차이가 있으나 대개의 경우 감독이사회가 절대적인 지배권을 행사한다기보다는 중요한 영향력을 발휘한다고 보는 것이 타당할 것이다.

(2) 독일 기업지배구조에서의 은행의 위치⁽²⁸⁾

기업지배구조의 특징중의 하나는 대기업의 경우 대체로 지배권은 금융기관을 통해 행사 된다는 점이다. 독일의 은행은 다음과 같은 형태로 기업경영에 직접적인 영향력을 행사하는 것으로 알려져 있다. 첫째, 은행이 직접적으로 소유하고 있는 주식지분을 통한 의결권 행사, 둘째 소액주주를 대신하는 위탁관리자로서의 의결권의 대리행사, 셋째 은행임원이 해당 기업의 감독이사회에 이사로서 주요 의사결정 참여 등이다.

독일의 경우 경영자는 의결권의 위임이 금지되어 있으나 은행은 주주로부터 의결권의 위탁을 받을 수 있다. 즉, 기명식 주식제도하에서 주주가 주식을 직접 소유, 보관하고자 할 경우 주식증서 발행비용이 높아 소액주주는 주식을 주로 은행에 위탁 관리하고 은행은 고객예탁주식의 보관 및 배당의 대리수령 기능도 맡으며 의결권의 대리행사(proxy voting)가 가능하다. 은행의 의결권 대리행사에 한도가 정해진 것은 없으나 주주로부터의 서면위임이 필요하고 위임장은 15개월간 유효하다. 주주는 유효기간 중에도 의결권 위임을 취소할 수 있다. 기업의 주주총회 이전에 은행은 주식위탁 주주에게 의결권 행사에 대한 지시를 요청하도록 규정되어 있고 이때 은행은 주주의 지시에 따라 의결권을 행사하여야 한다. 이처럼 독일기업은 위임장 제도에 의해 은행의 지배력이 강화된다.

경영정책 결정이나 경영진 임면 등에 대한 영향력은 주주가 직접 행사하는 것이 아니라 주로 감독이사회를 통해 행사된다. 은행은 기업의 감독이사회에 임원을 파견하여 기업에 대해 직접적인 영향력을 행사할 수 있다. 은행의 경영이사회 혹은 감독이사회 멤버가 다른 기업의 감독이사회 임원을 겸임할 수 있는 것은 은행이 고객의 주식 수탁자로서 기업 지분을 보유하거나 당해 기업과 용자·대부관계 등 장기적 거래관계에 있을 경우이다.

독일 은행의 기업지배권 행사에 대한 평가는 다양하게 나타난다. 은행과 기업 간의 주식보유를 통한 긴밀하고 장기적인 결속관계로 인해 그 동안 독일산업의 성장, 발전에 크게 기여하였고 은행부문이 독일경제의 경쟁력을 이끄는 중추역할을 하였다고 평가되기도 한다.

독일기업은 투자자금수요를 주로 은행으로부터의 장기차입에 의존하였고 주식시장으로부터의 조달규모는 미미하였다. 이러한 면에서 볼 때 미국 경영자가 자본시장으로부터 압력을 받는 데 비해 독일기업의 경영자는 단기수익을 중시하는 주주로부터의 압력에서 비교적 자유로운 반면, 은행으로부터의 압력이 효율적 경영을 유도하는 작용을 하고 기업경영자가 기술개발 등 장기적이고 안정적인 투자를 유지할 수 있었다는 것이 독일 기업지배

(28) 본 절의 내용은 Charkham(1994), pp.35-43을 참조하였음.

구조의 장점으로 평가되기도 한다.

이러한 독일의 경업주의 은행제도와 그에 따른 은행·기업간의 안정적 연계관계에 대한 긍정적인 평가가 있는 반면, 독일 은행의 막강한 영향력에 대한 비판도 강하다. 일반적으로 독일 기업지배구조의 단점은 다음과 같이 지적되고 있다.

즉 금융중개에 있어 은행의 절대적인 비중으로 인해 증권시장이 상대적으로 발달하지 못하였고, 이로 인해 기업인수시장이 활성화되지 못하고, 은행이 기업내부정보를 이용하여 증권시장의 신뢰성과 효율성을 저하시켰다는 것이다. 또 감독이사회를 통한 은행의 기업지배는 기업가적 리더십을 발현시키기보다 은행경영자의 자기보호 동기와 기회주의적 행동을 유발할 수 있다. 은행의 위험회피성향이 강할수록 창의적이고 혁신적 기업에 대한 자금지원에 소극적일 수 있기 때문이다.⁽²⁹⁾

IV. 우리 나라 기업 경영체제의 특징

우리 나라의 대기업은 대부분 1960년대 이후의 정부주도 성장기간중에 창업되고 1인 혹은 소수 대주주에 의해 소유, 지배되는 기업집단, 즉 재벌의 형태로 성장 발전되어 왔다. 따라서 한국의 기업경영체제는 재벌구조와 밀접한 관계를 가진다.

이들 재벌은 광범위한 사업분야에 걸쳐 생산, 수출하는데 상위 30대 기업집단의 경우 평균적으로 19개 사업분야에서 20개의 계열기업을 가지고 있다. 이들 30대 재벌이 1992년 현재 제조업 총매출액의 35.7%와 부가가치의 31.6%를 차지한다.

이들 재벌은 주로 부채자본에 크게 의존함에 따라 높은 재무적 위험(financial risk)으로 인해 경기적응력이 약화되고 경기침체시 부실화나 도산이 빈발하였다. 또 이들 기업이 상호출자나 지급보증 등 재무적으로 연계됨에 따라 어느 한 기업의 부실화가 다른 계열기업의 연쇄 부실화를 유발하여 국민경제에 심각한 문제를 일으키기도 하였다.

그러나 국민경제에 있어 재벌집단의 비중이 높아지면서 경제력 집중문제가 심각히 제기되고 있으나 국민경제의 고도성장에 있어 재벌의 핵심적 역할도 부인할 수 없다. 기업집단은 그 내부적으로는 유능한 전문 경영자를 양성·발굴하였고, 비록 기업집단 내부에서 나마 이들간의 치열한 경쟁을 통해 효율적인 경영자 시장이 형성될 수 있었으며, 계열집

(29) 은행의 기업 지배력이 기업의 성과에 미치는 영향에 관한 일부 실증연구가 이루어졌으나 일관된 결과를 나타내지 못하고 있음.

단 밖으로 유능한 경영자나 기업가를 배출한 점도 무시할 수 없다.

우선 상장기업의 주식소유분산 관계를 보면 미국, 일본, 독일 등 선진국과 달리 우리나라 기관투자자의 비중이 상대적으로 적은 반면 개인이나 법인기업의 소유지분이 크다. 개인지분이 높은 것은 기업발전론적 관점에서 기업역사가 일천하여 상대적으로 주식 분산이 보편화되지 않아 대주주에 집중되어 있기 때문이며, 또 법인기업지분이 큰 것은 계열기업간 상호출자가 보편화되어 있는 것을 반영한다.⁽³⁰⁾

대기업의 경우 대부분 창업자나 그 가족이 지배적 주식지분을 보유하며 경영권을 세습하는 것이 보편적 관행으로 되어 있다.⁽³¹⁾ 이러한 대주주 경영자 지배는 장점과 동시에 단점을 가지고 있다. 지금까지 지배대주주의 대부분은 창업경영자로서, 비록 과거 정부의 지원과 보호하에 성장·발전하였다든가 비판도 있으나, 그 나름대로 치열한 적자생존의 경쟁을 거친 유능한 기업가이자 전문경영자라고 할 수 있다. 그럼에도 불구하고 대주주·경영자 지배형태의 기업구조는 여전히 다른 성격의 대리인 문제를 야기할 수 있다.⁽³²⁾ 첫째, 대주주 자신이 경영자로서 주주의 권익에 반하여 경영자가 가질 수 있는 이익 동기에 따라 행동할 수 있다. 즉 미국적 경영자 지배에 따르는 기업자산의 남용 등 기업관료주의가 한국적 대주주 경영체제하에서도 여전히 발생할 수 있다. 특히 이러한 문제는 경영자의 지분이 적을수록 심각해진다. 둘째, 대주주와 소액주주간에 서로 이해관계가 다름에 따라 대주주가 소액주주의 권리에 반하여 경영을 독주할 수도 있다. 우리나라 기업의 대부분은 이사회가 주주를 대리하여 경영을 감시·통제하는 본연의 기능과 역할, 책임을 다하지 못하고 있는데, 그 이유는 현실적으로 대주주 지배하의 기업조직에서는 이사회가 최고경영자를 임면하는 실질적 권한을 갖지 못할 뿐만 아니라 오히려 이사회의 이사가 전적으로 지배 대주주에 의해 선임, 해임되기 때문이다.

오늘날 대주주 지배중심의 폐쇄적 기업구조의 형성에는 사회·문화적 요인, 정치·경제·법률적 요인 등이 존재하겠지만 본 연구에서는 국제비교체제의 관점에서 자본시장 특히 은행의 역할을 중심으로 살펴보고 나아가 포괄적인 정부의 관련 정책기조에 대해 간략

(30) 1988년 말 기준 우리나라 상장기업의 평균 대주주1인 지분율은 41%에 달하는 것으로 보고되고 있다.(임웅기, 1989)

(31) 우리나라 기업들의 폐쇄적인 소유구조의 형성원인으로 첫째, 혈연적 요소의 중시, 연공서열에 입각한 위계질서의 강조 등 전통 문화적 요인과 둘째, 경제정책 추진과정에서 대기업 중심의 금융지원 등 정책적 요인이 지적되고 있다.(정갑영 외, 1996)

(32) 이영기(1996), pp.88-90 참조.

히 기술하고자 한다.

1. 은행·기업 관계

비교체제의 관점에서 볼 때 한국의 은행은 역할은 앞서 살펴본 일본과 독일의 것과 상이하다. 한국의 경우 은행은 경제개발 과정에서 금융자원의 배분에 있어 중요한 기능을 하였음에도 불구하고 은행은 단순히 수동적인 자금배분창구로서, 또 정부의 여신관리제도 대행기관으로서의 역할을 하였을 뿐, 일본이나 독일의 경우에서 볼 수 있는 기업경영체제 측면에서의 비중있는 역할은 찾아볼 수 없다. 오히려 경제력집중 억제 및 금융시스템의 전전성 유지가 중시되는 상황에서 금융자본과 산업자본간의 분리만이 강조되어 왔다. 보다 근본적으로 은행 자체가 책임경영체제를 구축하지 못함으로 인해 발생하는 폐해의 심각성이 지적되고 있는 실정이다.⁽³³⁾

1) 은행법에 의한 주식 보유제한

은행들은 현행 은행법에 따라 개별 기업별 비금융기업의 주식보유가 제한되고 있다.⁽³⁴⁾ 그러나 1994년도 증권거래소 자료에 의하면 상장주식 중 은행보유비중이 10.7%로 기관투자가 중 가장 큰 비중을 차지하고 있어 은행의 주식보유지분에 비해 기업에 대한 주주로서의 영향력이나 감시기능은 상대적으로 미약한 것으로 평가되고 있다. 이러한 현상의 원인으로 이영기(1996)는 첫째, 은행 등의 기관투자는 단기수익중심으로 포트폴리오를 구성하며 은행 등 기관주주가 의결권 행사나 기업경영에 대해 개입하지 않는 것이 관행화되어 왔으며 둘째, 개별주식의 보유제한 등의 이유로 은행의 주식보유는 독일처럼 소수기업에 집중되지 않고 많은 기업에 분산되어 있어 그들이 보유하고 있는 지분으로는 지배적 의결권을 행사할 수 없다는 기술적 문제가 있으며 셋째, 과거 정책금융의 배분창구로서 수동적 역할을 해온 은행이 감시기능을 수행하거나 전문적인 자문을 수행할 전문적 능력이 미비하다는 것을 들고 있다.

2) 은행의 감시기능

1974년 도입된 여신관리제도는 대기업집단에 대한 여신편중을 억제하고 기업재무구조 개선을 유도하며 대출자금이 부동산 투자 등 비생산적인 부문에 투입되는 것을 방지하기 위하여 기업투자 및 자금이용상황을 면밀히 감시, 규제해 왔다. 그러나 우리나라의 주거래은행은 일본의 주거래은행과는 달리 주로 정부의 여신관리상의 규제, 감독정책 수행에

(33) 은행이 기업발행주식의 10%이상을 매입하고자 하는 경우 은행감독원의 허가를 요함.

(34) 개별의 타회사 출자규제 강화정책으로 인해 96년에 주식보유상한이 25%로 조정됨.

있어 대리인 역할에 그쳤을 뿐, 일본과 같은 안정주주 겸 자금공급자로서, 선의의 대리감시자로서의 기능은 찾아보기 어렵다. 단적인 예로 주거래은행이 수집한 기업정보도 투자정보로서 공개되지 않고 여신관리를 위한 내부정보로만 이용되고 있다.

2. 정부의 역할과 정책기조

임용기(1989)가 주장한 바와 같이 한국 기업의 폐쇄적 기업구조를 촉진시킨 요인 중 가장 결정적인 것은 그간 대기업에 대한 정부의 역할 및 정책기조라고 할 수 있다.

과거 정부주도의 성장과정에서 정부는 경제개발 목표수립 및 자원배분을 담당하는 주인으로서, 기업은 수출 등 정책목표 달성을 위한 대리인으로서의 역할을 수행해 왔다고 할 수 있다. 즉, 정부는 유능한 기업가를 발굴, 선정하고 금융자금을 공급하여 투자를 촉진하며 수출실적에 따라 지원하는 등 기업을 평가하고 감독, 감시하며 경영성과에 따라 보상하는 기능을 직접 수행하였다고 볼 수 있다. 특정 전략사업의 경우 정부는 기업경영능력이나 실적에 따라 사업자를 선정하고 대규모 투자자금을 지원하였다. 이처럼 60~80년대의 개발기간 중에는 정부-기업간에 본인-대리인 관계가 형성되었다고 볼 수 있을 것이다.

정부는 그간 증권거래법 제200조 등에 의한 주식의 공개매수 제한 등 법적, 제도적 장치를 통해 경영권 보호 정책을 유지해 온 한편 동시에 소유와 경영의 분리촉진 및 경제력 집중 억제정책의 일환으로 주식소유 분산정책을 동시에 추진해 왔다.

1) 경영권 보호정책

경영권 보호와 관련한 법적 장치로는 증권거래법상의 주식의 공개매수 제한, 의결권 대리행사 권리의 제한 등이 있으며 이 중 주요 항목만을 정리하면 다음과 같다.

① 주식의 공개매수 제한

대주주(총발생주식의 10% 이상을 소유한 주주)는 신규로 상장된 당시의 지분비율을, 기타 주주들은 총 발행주식의 10%를 초과하여 소유하지 못하게 함으로써(증권거래법 제200조 1항) 기존 대주주의 경영권을 보호하고 있다.(단 97년 1월부터 폐지)

경영권 획득이나 유지 강화를 목적으로 공개적으로 불특정 다수인으로부터 특정 상장법인의 유가증권을 대량으로 매수하고자 하는 자는 증권관리위원회에 신고서를 제출해야 하며, 그 효력이 발생한 후가 아니면 공개매수를 할 수 없고 이 경우 증권관리위원회는 이를 공시함과 더불어 필요시 감시·조정하며 공개매수 대상 회사의 의견발표 절차 등을 명시하도록 함으로써 기존의 경영권자가 사전에 매수에 대비하도록 하고 있어 사실상 대주주의 경영권이 보호되어 왔다.

② 의결권 대리행사 권리의 제한

누구든지 타인에게 상장주식의 의결권 위임을 권유하려면 증권관리위원회가 정하는 서식에 의해 참고서류를 피권유자에게 제공할 것을 의무화하고 있으며(제199조), 동 규정은 소요되는 인력, 비용을 고려할 때 소액주주의 의결권 대리행사 권리의 행사를 실질적으로 무력화시킴으로써 경영권 보호에 긍정적인 효과를 가져다 주고 있는 것으로 평가된다.

③ 주요주주의 주식 변동사항 공시제도

상장법인의 임원 및 주요주주와 사실상 지배주주는 주식소유 및 변동사항을 증권관리위원회와 거래소에 보고하여 공시해야 하며(188조), 상장주식의 일정지분 이상 소유자는 자신뿐 아니라 부부, 직계존속, 자회사 등의 소유분까지 그 소유 상황과 변동내용을 보고하도록 하고 있는 바 이는 주식 소유변동으로 인한 주식소유자 현황을 신속하게 파악할 수 있도록 함으로써 경영권 보호효과를 가져온다.

④ 증권예탁원의 의결권 행사제도

실질주주가 주총 소집통지를 받고도 주총 일정기간 이전까지 참석여부에 대한 아무런 의사표시가 없는 경우, 주총 특별안건과 해당법인이 회망하지 않는 경우를 제외하고는 증권예탁원이 그 의결권을 행사할 수 있도록 하고 있는 바(174조의 6), 이는 상장법인의 주총에서의 사표를 방지하게 함으로써 역시 경영권 안정에 기여하고 있다.

2) 주식소유분산 촉진정책

경제력 집중 억제정책의 일환으로 추진되어온 주식소유분산 촉진정책을 역사적으로 간략히 정리하면 다음과 같다.

① 기업공개 및 주식소유분산의 촉진

자본시장육성법이 1968년에 제정되어 공개법인에 대해 법인세율우대, 특별상각인정 등의 유인책을 통해 기업공개와 이를 통한 재무구조 개선을 적극 유도하였다. 다시 1972년에는 기업공개 촉진법을 제정하여 기업공개를 명령하고 불이행시 세법상 및 금융상의 불이익을 부과하는 등 강력한 기업공개 및 유상증자 촉진책이 시행되어 왔다. 이 기간중 기업재무구조개선을 위한 직접금융의 확충과 더불어 주식인구의 저변확대가 주요 증권정책 목표가 되었다.

② 상호출자 규제

상호출자 규제가 시작된 1980년대 중반 대기업집단의 계열기업간 출자는 30대 집단 평균 총자본금의 약 49%에 이르는 막대한 것이었다. 즉 계열기업 자기자본의 절반이 기업

간 출자에 의한 것이고 상호출자를 통해 재벌의 문어발식 확장이 가능했고 자본금을 가공적으로 확대 증식시켜 재무구조를 양호한 것으로 나타나게 하여 차입 등 자금조달에서 유리한 입지를 가질 수 있었다는 점에서 비판의 대상이 되었다.

기업집단의 상호출자를 축소하기 위해 공정거래법에서는 동법의 규제를 받는 기업집단의 계열기업은 순자기자본의 40%를 초과하여 타법인의 주식을 보유하지 못하도록 규정하고 있다.⁽³⁵⁾

③ 국민주 보급

민영화 정책의 일환으로 포철과 한전의 주식이 1988년과 1989년에 국민주방식에 의해 매각되었다. 이러한 광범위한 주식분산 정책은 주식의 저가 매각을 통해 저소득 계층에게 부의 재분배 효과를 달성하고, 또 주식분산을 통해 전략산업분야의 거대 공기업이 재벌 대주주 지배하에 놓이는 것을 방지하며, 소유·경영의 분리를 통해 전문경영체제를 확립하자는 복합적인 목표를 가지고 있었다.⁽³⁶⁾

④ 종업원 지주제

주식분산정책과 아울러 종업원이 주식저가 공급에 따른 혜택을 얻도록 하고, 또 종업원을 주주화함으로써 생산성 향상을 촉진시키기 위해 기업공개나 유상증자시 공모주식의 일정비율을 종업원에게 배정하도록 규정하였다.⁽³⁷⁾

V. 새로운 기업경영체제의 모색

각국에서 진행되고 있는 경영체제 개편에 관한 논의의 초점은 자국 기업의 국제경쟁력을 제고하기 위한 효율적인 경영체제를 모색하는데에 있다. 우리 나라도 기업의 경영효율성 및 경쟁력 제고 차원에서 경영체제 개편의 필요성을 인식하고 장기적인 관점에서의 제도적 개선이 도모되어야 한다. 본 장에서는 우리 나라의 기업 경영체제가 가지고 있는 문제점을 발전적으로 극복할 수 있는 바람직한 기업 경영체제의 기본방향을 제시하고자 한다.

(35) 국민주 방식의 민영화는 소기의 목표달성을보다는 소액투자가에 의한 중시부양요구로 인한 정치·경제적인 부담이 되어왔으며 통화증발에 의한 중시안정화대책은 거시경제운용에 커다란 애곡과 부담을 초래한 것으로 평가되고 있다.(이영기, 1996)

(36) 종업원지주제는 경영진의 감시기능이나 혹은 외부의 기업인수기도에 대한 방어수단으로 작용될 수 있어 기업인수시장이 활성화될 경우 한국의 기업지배구조 변화에 중요한 역할을 수행할 것으로 전망되고 있다.

(37) 사외이사중심의 이사회제도 모델 정립에 연구로서 조동성 등(1995)을 참조바람.

1. 내부통제제도의 개선

내부통제제도의 핵심은 이사회에 있다. 본 절에서는 이사회제도를 중심으로 내부통제제도의 개선방안을 제시하고자 한다.

1) 이사회 제도⁽³⁸⁾

현재의 이사회는, 업무를 집행하는 임원이 이사회를 구성하여 자신들의 경영활동을 스스로 평가해야 하는 구조적 문제점을 가지고 있어, 경영감시기능을 원활히 수행하기 어렵다. 이와 관련하여 얼마전 국무총리 산하 세계화추진위원회에서는 기업의 경영감시 기능을 담당할 기구로서 사외이사 또는 사외감사제도 도입을 검토한 바 있다.

감시기구로서의 사외이사제도는 영미의 감사위원회 방식을 채택하려는 것으로서, 이 경우 별도의 감사기구는 두지 않는 것이므로 한편으로는 현행 감사제도의 폐지를 의미한다고 볼 수 있다. 구체적으로는, 상장법인에 한하여 사외이사를 도입하되 도입에 따른 부작용을 감안, 단계적으로 추진하여 궁극적으로 감사의 기능을 축소하고 감사기능을 이사회로 이관시키는 것을 의미한다.

사외이사제도가 도입되어도 기업의 내부정보가 제한되어 상세한 내용에 관한 심의가 곤란하므로 효과적인 경영감시를 기대하기 어렵다는 문제가 있을 수 있다. 특히, 우리나라 기업은 소유경영자를 중심으로 폐쇄적인 정보구조를 가지고 있어 사외이사가 제기능을 발휘하기 어려울 것이라는 진단도 있다. 일본에서 미국의 사외이사제도 도입 요구에 대하여 재계에 미치는 충격을 감안, 사외이사제도 대신 사외감사제도를 도입한 것도 이러한 맥락에서 해석될 수 있다. 또한 사외이사 중심의 이사회제도가 정착된 미국의 경우도, 사외이사의 상당수가 다른 기업의 최고경영자로 구성되어 경영 감시기능보다 내부거래에 치중하는 등 부작용이 지적되고 있다.

문제의 본질은 대주주 경영자를 견제할 수 있는 기업내부의 통제메커니즘이 필요하다는 데 있다. 물론 기업인수시장이 비효율적 경영자에 대한 감시기능을 수행할 수 있지만 이는 사후적 감시기능에 제한되므로, 문제의 발생을 예방하거나 또는 이를 조기에 발견하여 적절한 조치를 취할 수 있는 사전적인 감시기구로서 내부통제 메커니즘의 필요성이 요구된다.

따라서, 사외이사제도 도입에 따른 부작용 등이 있다 하더라도 이를 보다 효과적으로 도입, 활용하는 방안을 고려해야 할 것이다. 사외이사의 독립성은 자격 요건의 강화를 통해 어느 정도 해결할 수 있으며 사외이사의 정보비대칭성의 문제점은 원활한 정보교환장

치를 마련함으로써 해결할 수 있을 것이다. 또한 여타 예상되는 부작용들은 사외이사제도가 도입된 국가들의 사례 연구를 참조할 경우 상당부분 예방할 수 있을 것이다.

기업 입장에서도 경영권 간섭이라는 부정적 인식보다는, 소액주주, 채권자 등 기업의 주요 이해관계자를 대표하는 사외이사를 도입함으로써 이해관계자와의 신뢰기반을 구축하고 이를 바탕으로 자본조달의 원활화와 자본비용절감을 꾀하고 나아가 기업의 경쟁력을 향상시킬 수 있다는 긍정적 인식을 바탕으로 사외이사 제도를 적극 활용하는 방안을 강구할 필요가 있다.

2) 소수주주권 보호 등 내부 통제장치의 개선

기타 중요한 내부 통제장치로서 외부감사제도와 소수주주권 보호제도를 들 수 있다. 외부감사제도는 증권거래법 제182조에 의거한 회계감사규정 및 주식회사의 외부감사에 관한 법률(외감법)에 근거를 두고 있다. 기업의 공개 및 상장시 투자자를 보호하기 위해 기업 재무구조를 공시해야 하는데, 이 때 상법상의 감사에 의한 내부감사만으로는 객관성과 정확성을 얻을 수 없다는 데 외감법의 의의가 있다. 내부감사의 경영감시 기능이 한계를 가질 수밖에 없는 현실에서, 특히 회계와 관련된 업무감사에 있어서, 내부감사와 함께 외감법에 의한 외부감사가 병행되어야 하는 점을 감안하여 앞으로 양 감사가 효율적으로 연계 운용될 수 있는 방안을 마련해야 할 것이다. 이를 위해서 내부감사에게 외부감사 선임권을 부여하는 방안 등의 제도적 개선을 추진하고 공인회계사의 부실 감사를 방지하기 위한 여건을 조성해 나가야 할 것이다.

소수주주들의 주주권 보호 문제는, 대주주 1인의 소유지분은 점차 감소하는 반면 소수주주들의 지분은 계속 증가하고 있으며 이들의 기업경영 및 기업가치에 대한 관심이 높아짐에 따라 그 중요성이 점차 부각되고 있다. 또한 소수주주권 보호 문제는 대주주 경영자의 전횡에 대한 견제 수단으로서도 중시되어야 할 사항이다. 이를 위해 현행 소수주주권 행사지분 하한선을 인하하는 방안과, 상장법인의 장부열람 제한(자본시장육성에 관한 법률 24조)을 폐지하는 방안을 검토할 필요가 있다. 또한 이사의 선임과 관련하여 서면투표제도의 도입과, 80년대 후반 이후 미국에서 크게 증가하고 있는 주주제안제도의 도입을 검토하여 소수주주들이 주주권을 발휘할 수 있는 기회를 확대할 필요가 있다.

3) 경영자 인센티브 시스템의 구축

소유와 경영이 분리된 거대기업에 있어서, 대리비용 등의 문제를 완화하기 위해 경영자에 대한 감시와 견제장치를 마련하는 것도 중요하나, 미국기업의 경우처럼 경영자에게 성과에 따라 자사주를 보너스로 지급하는 등 경영자를 주주화함으로써 경영자와 주주의 이

익을 일치시키는 방안 등도 고려해야 할 것이다.

앞으로 점차 소유분산의 진전과 더불어 전문경영자의 역할이나 비중이 증대될 것으로 예상되므로, 이들에 대한 감시와 견제체제의 정비와 더불어 경영자의 인센티브를 강화할 수 있는 방안이 강구되어야 할 것이다. 즉, 경영자에게 주식형 보너스 지급이 가능하도록 자사주 취득에 대한 제한을 완화하거나 경영자 보상에 대해 세제상 혜택을 부여하는 등의 제도적 장려책을 통해, 경영자의 기업가 정신을 촉진하고 자생적인 전문경영체제의 조기 정착을 유도할 수 있을 것이다.

2. 외부통제시스템

1) 기관투자가의 육성 및 역할 강화

국내외를 막론하고 소유구조에 있어서의 가장 큰 변화는, 기관투자가들의 비중이 지속적으로 증가하고 있으며 이들의 역할과 기능에 대한 논의가 활발해지고 있다는 점이다. 우리 나라의 경우, 증권시장의 기관화 추이에 따라 은행, 증권, 투신, 보험, 단자, 종금, 상호신용금고 등 기관투자가들의 상장주식 보유비중은 94년말 현재 33.4%에 달하고 있고 그 비중은 앞으로도 계속 증가할 것으로 예상된다.

기관투자가들은 장기적이고 안정적인 주요주주로서 그들이 보유하고 있는 지분의 행사를 통해 불합리한 목적에서의 기업인수 시도를 방어하고 비효율적 경영자에 대한 감시기능을 수행하는 등 내부통제기능의 결합을 보완할 수 있다.

우리 나라처럼 내부통제기능이 체계화되어 있지 않은 상황에서는 기관투자가들에게 기대되는 역할이 매우 크며, 금년부터 허용된 기업인수시장이 활성화되면서 이들의 역할은 더욱 강조될 것으로 예상된다. 따라서 안정적이고 장기적인 주주로서의, 그리고 경영에 대한 건전한 감시자로서의 기관투자가를 육성하기 위한 방안이 다각도로 검토되어야 한다. 같은 맥락에서, 현재 자산운용의 건전성 및 공익성 유지 차원에서 부과되고 있는 유가증권 투자한도에 대한 규제 등을 규제의 본 취지를 해치지 않는 범위 내에서 개정이 이루어질 수 있을 것이다. 미국을 중심으로 논의가 이루어지고 있는 기관투자가들의 관계투자 개념은 한국의 기관투자가들이 나아가야 할 기본적 방향과 부합한다고 할 수 있다.

2) 기업인수시장의 활성화

증권거래법 200조1항의 금년부터 폐지됨으로써 증권시장에서 기업인수활동이 활성화되고 이에 따른 주식매입이나 공개매수, 또는 위임장 경쟁을 통한 경영권 경쟁이 활발해질 것으로 예상된다. 앞으로 기업인수(M&A)시장의 활성화는, 내부통제기구의 기업경영권

감시기능이 한계를 가질 수 밖에 없는 우리 나라의 기업 풍토하에서, 보다 객관적이고 공정한 통제기능을 수행함으로써 기업 지배구조의 개선을 가져올 것으로 기대된다. 기업인 수시장은 경영권 이전, 또는 위협을 통하여 경영효율성 향상을 가져오고 기업조직의 개편과 산업구조의 재편성을 유도할 수 있다.

그러나 한편으로 부실기업에 의한 우수기업의 인수 또는 경영의 불안정 등 다른 나라에서 나타난 부작용이 발생할 가능성도 있기 때문에 이들의 선례를 면밀히 검토하여 이를 사전에 예방할 수 있는 대책을 강구해야 할 것이다. 이를 위해 자본시장의 깊이와 넓이를 확충하는 한편, 효과적인 공시제도를 통하여 기업과 투자자들 사이의 정보 비대칭성을 해소하고 투자저변을 확대하여 유동성 및 가격탄력성을 제고해야 할 것이다.

참 고 문 헌

- 소일섭, 경제력집중억제시책과 기업지배구조 개선방안, 한국경제연구원, 1996.
- 이영기, 글로벌 경쟁시대의 한국 기업소유지배구조, 한국개발연구원, 1996.
- 임웅기, 상장회사의 소유구조와 경영권 보호문제, 상장회사 협의회, 1989.
- 정갑영 · 정구현 · 임웅기 · 염구호, 민영화와 기업구조, 나남출판, 1996.
- 정광선, 21세기 한국기업의 통합체제, 서울대학교 증권금융연구소, 1996.
- 정광선, 기업경쟁력과 지배구조, 한국금융연구원, 1994.
- 조동성 · 이동기 외, 한국통신 경영진단 후속연구, 서울대학교, 1995.
- Berle, A.D., and G.C., Meam, *The Morden Corporation and Private property*, NY: Macmilliam, 1932
- Chandler, A.D., "The United States ; Seedbed of Managerial Capitalism," *Managerial Hierachies*, Cambridge, Mass: Harvard University Press, 1980.
- Charkham, J.P., *Keeping Good Company*, Clarendon Press · Oxford, 1994
- Demsetz, H and K. Lehn, "the Structure of Corporate Ownership: Causes and Consequences," *Journal of Political Economy*, 1985.
- Fama, E.F., "Agency Problem and the Theory of Firm," *Journal of Political Economy*, 1980.
- Fama, E.F., and M.C., Jensen, "Seperation of Ownership and Control," *Journal of Law and Economics*, 1983.

- Gilson, R.J. and M.J. Roe, "Understanding the Japanese Keiretsu: Overlap Between Corporate Governance and Industrial Organization," *Yale Law Journal*, 1993.
- Herman, E.S. *Corporate Control and Corporate Power*, Cambridge: Cambridge University Press, 1981.
- Hoshi, T., A. Kashyap, and D. Scharfstein, "Corporate Structure, Liquidity, and Investment: Evidence From Japanese Industrial Groups," *Quarterly Journal of Economics*, 1991.
- Jensen, M.C., and W. Meckling, "The Theory of Firm : Managerial Behavior, Agency Cost and Capital Structure," *Journal of Financial Economics*, 1976.
- Kang, J.K. and A. Shivdasani, "Firm Performance, Corporate Governance, and Top Executive Turnover in Japan," *Journal of Financial Economics*, 1995.
- Larner, R. "Ownership and Control in the 200 Largest Nonfinancial Corporations, 1929-1963, *American Economic Review*, 1966.
- Manne, H.G. "Merger and the Market for Corporate Control," *Journal of Political Economy*, 1965.
- Monks, A. G. and N. Minow, *Corporate Governance*, Blackwell Business, 1995.
- Porter, M., "Capital Disadvantage: American Failing Capital Investment System, *Harvard Business Review*, 1992.
- Roe, M.J., "Political and Legal Restraints on the Ownership and Control of Public Company," *Journal of Financial Economics*, 1990.
- Roe, M.J., "Some Differences in Corporate Structure in German, Japan and United states," *Yale law Journal*, 1993.
- Schleifer, A and R. Visiny, "Large Shareholders and Corporate Control," *Journal of Political Economy*, 1986.
- Williamson, O.E., "Managerial Discretion and Business Behavior," *American Economic Review*, 1963.
- Williamson, O.E., "Corporate Governance," *Yale Law Journal*, 1984.