체코, 폴란드, 헝가리에서의 사유화 방식과 그 결과*

임 경 훈**

I. 서론

여타의 탈공산주의 국가들과 비교할 때, 체코, 폴란드, 헝가리에서의 시장경제로의 이행은 비교적 순조롭게 진행된 편이다. 1997년을 전후하여 국내 총생산에서 민영부문이 차지하는 비중도 폴란드에서는 2/3, 체코와 헝가리에서는 3/4에 이르게 되었다. 이러한 이행 결과는 광범하게 이루어진 사유화 및 각종 시장지향적 개혁조치들 덕분이다.

그런데, 이러한 성공적 이행 결과의 이면에는 이들 사회가 어떠한 모습의 시장경제 체제로 전환되었고 또 장차 어떠한 방향으로 나아갈 것인가라는 매우 중요한 의문들이 여전히 남아있다. 즉, 이들 사회들이 자본주의 체제 내에 이미 존재하는 시장경제 모델들 중 하나와 유사하게 될 것인지 또는 새로운 형태의 시장사회를 창출할 것인지 여부, 그리고 이들 사회들이 서로 얼마나 유사하거나 다른 경로로 이행할 것인가의 문제가 아직 남아 있는 것이다. 자본주의 세계에 하나만의 시장경제만이 존재하는 것이 아니라 다양한 시장경제들이 병존하여 왔다는 점을 상기하면, 이러한 의문들은 당연한 것이기도 하다.

탈공산주의 사회들에서 실시된 사유화에 대한 연구는 이러한 의문들을 푸는 중요한 단초들을 제공하고 있다. 그 이유는 특정한 사유화 정책의 선택이 그 사회의 정치, 경제, 역사적 특질을 반영하는 한편, 그 결과는 새로이 구성되는 시장경제의 제도적 특질에 중대한 영향을 미치기 때문이다. 이런 점에서

---

* 이 연구는 1998학년도 '서울대학교 발전기금 농협 학술연구비'의 지원을 받아 수행되었다. 필자는 이 기회를 빌어 다시 한번 감사의 뜻을 표하고자 한다.

** 서울대학교 정치학과 교수

이 연구는 체코, 폴란드, 헝가리에서의 중·대 규모 기업들에 적용된 대표적 사유화 방식과 그 결과를 살펴 봄으로써 이들 사회에서 형성되고 있는 시장 제도들의 성격을 포착하고자 한다.

[표 1] 각국별 중. 대형 기업의 사유화 방식과 정책상의 우선 순위

	사유화 진척도	외부자에 매각	바우처 사유화		종업원 매입	기타 (자산매각 등)
			기회균등	내부자우대		
폴란드	지체	3	2		1	
헝가리	보통	1	-	-	-	2
체코	빠름	2	1		-	-
러시아	빠름	2		1	3	

출처: EBRD(1997), p. 90.

[표 2] 사유화 방식별 장단점 비교

방법 \ 목적	기업 지배 구조	속도와 실행가능성	자본과 기술 조달	재정 수입	공평성
외부자에 매각	+	-	+	+	-
내부자 구매	-	+	-	-	-
바우처 사유화	?	+	-	-	+
자생적 사유화	?	?	-	-	-

자료: World Bank(1996), p. 8.

체코, 폴란드, 헝가리에서의 사유화는 서로 매우 다른 방식으로 진행되어 왔다. 물론 이들 각국에서 특정한 하나의 기법만 사용된 것은 아니다.[1] 각국 내에서도 다양한 사유화 기법들이 혼용되었고, 그에 따라 한 경제 내에서도 다양한 기업소유 및 지배구조들이 등장하였다. 동시에, 이들 중부유럽 각국은 나름대로 특징적인 사유화 방식을 구사하였는데, 체코에서의 바우처 사유화, 폴란드에서의 매각과 청산 후 종업원 매입, 헝가리에서의 개별적 매각과 외국인 전략적 투자자 유치 등은 그 대표적 예이다(표 1 참조). 다른 조건들이 동

1) 이들 나라 모두에서 소규모 기업들에 대해서는 경매 방식이 사용되었고, 가급적으로 전략적 투자자에게 국영기업들을 매각하려고 하였다. 공산화 이후의 몰수된 자산에 대한 보상, 지방정부나 사회보장 기구 등에로의 이관 등의 방식도 세부 내용에서는 다르지만 공통적으로 사용되었다.

일하다면, 이러한 다양한 사유화 기법들은 사유화의 속도, 사회적 형평성, 자본시장의 성격, 기업 소유 및 지배 구조 등의 측면에서 서로 다른 장단점들을 지닌다(표 2 참조).

그러면 탈공산사회들이 서로 다른 사유화 방식을 선택하는 이유는 무엇인가? 이 문제에 대하여 가장 널리 알려진 설명은 신제도주의의 '경로의존'의 관점에 기초한 스타크(David Stark, 1994)의 설명이다. 그러나 스타크의 설명은 과거로부터의 다양한 유산들이 탈출경로와 사유화 패턴 모두를 구성하는 것으로 설명함으로써, 사실상 포괄적인 구조적 결정론으로 흐르고 있다. 그 결과, 스타크는 '경로형성' 전략인 바우처 사유화 자체, 특히 사실상 가장 덜 경로의존적이었던 체코의 바우처 사유화마저도 '경로의존'의 결과로 선택되었다는 모순된 논리를 전개하고 있다. 아울러, 스타크의 설명은 과거의 원인과 사후의 결과를 구체적으로 연결시키지 못하는 점, 탈공산국가들간의 차이점들을 지나치게 강조한 나머지 이들 사이에 존재하는 공통의 제약조건을 간과하고 있다(보다 자세한 비판은 임경훈 1997 참조). 이런 점에 유의하여 이 연구는 체코, 헝가리, 폴란드에서 서로 다른 사유화 방식이 선택되는 매개과정을 강조하고, 사유화의 상이한 결과들뿐만 아니라 이들 사회가 지닌 공통적 제약 조건을 설명하고자 한다.

II. 체코: 바우처 사유화와 금융기관간 연결망에 의한 기업지배

체코에서의 사유화는 기업들의 지방정부에로의 이전, 원소유주 또는 후손에 대한 배상(restitution), 협동조합의 사유화 등을 포함하여 여러 가지 방식으로 진행되었다. 체코에서는 사유화의 '속도'가 중시되었기 때문에 사유화 이전 단계에서의 구조조정은 매우 제한된 범위에서만 이루어졌다. 체코는 주로 경매방식에 의해 1993년 말까지 소규모 기업들의 사유화를 종결하고, 중·대규모 기업에 대해서도 1994년말까지 바우처 사유화 프로그램을 완료함으로써, 동구국가들 중 가장 빠른 사유화 진척도를 보여주었다.

바우처 사유화란, 대량의 국영 대기업들의 소유권을 다수의, 다양한 사적 구매자에게 급진적으로 이전하기 위하여 국민 일반을 대상으로 사유화증서

(voucher)를 무상 또는 명목적 가격으로 배분하고 이들 증서를 경매 등을 통하여 국영기업 주식과 교환토록 하는 방식이다. 이러한 바우처 사유화는 과거로부터 물려받은 정치적, 제도적 조건들에 의해 제약되는 정도—특히, 자생적 사유화(spontaneous privatization) 및 기업 내부자들의 저항 정도—에 따라 나라들마다 상당히 다른 패턴을 보여 주었다. 체코슬로바키아의 경우, 사회세력의 원심적 저항에 크게 구애됨이 없이 바우처 사유화가 실시되어 '외부자 지배형'의 기업소유 및 지배 구조가 등장하였다(자세한 내용은 임경훈 1997 참조).

공산주의의 붕괴 과정에서 자생적 사유화가 진행되기는 어느 나라나 마찬가지였고, 이를 방치할 경우 국가재산 탈취가 노골화되곤 하였다. 이를 봉쇄하기 위해서는 일단 모든 재산이 국가의 소유임을 분명히 하고 국가 주도하에 사유화를 진행하는 것이 필요하였다. 체코에서 중앙집권적 방식의 바우처 사유화가 비교적 순조롭게 진행된 이유는 헝가리, 폴란드, 소련 등과 달리 공산주의 체제하에서 부분적 경제개혁(partial reforms)이 거의 없었고 각 산업성이 사실상의 소유권을 행사하는 중앙집권적 통제 경제가 공산 체제 붕괴 때까지 그대로 보전되어 기업 내부자들의 입지가 상대적으로 약했기 때문이다.[2] 1987년 체코슬로바키아 정부는 신국영기업법을 제정하여 종업원위원회가 지배인 선출권 등의 자치권을 보유하도록 하였다. 그러나 실제로는 공산당 조직이 종업원위원회를 장악하여 위원회의 구성이나 지배인 지명 문제 등을 감독하였다. 또한 1989년 6월 탈공산주의 이행이 시작되기 직전에 국가계획에 관한 법이 새로이 제정되어 경제에 대한 국가의 통제가 더욱 강화되었고, 이에 따라 내부자들이 기업 청산이나 매각에 대한 권한을 보유하지 못하였다.

이러한 배경에서 체코 기업 내부자들은 국가 주도의 바우처 사유화 문제에 있어서 러시아나 폴란드의 기업 내부자들과는 매우 다른 반응을 보이게 되었다. 폴란드의 경우에는 바우처 사유화가 기업 내부자들의 기득권을 침해하는 것으로 이해된 데 반해, 체코 기업의 내부자, 특히 지배인들은 바우처 사유화를 통해 국가 간섭으로부터 벗어나 오히려 자신들의 자율성이 증대될 수 있을 것으로 판단하였다. 또한 이들은 비교적 강력하고 중앙집권화된 산업연합

2) 체코슬로바키아 기업들이 자율성을 결여한 것은 사실이지만 나름대로 자신들의 이익을 표출할 연결망까지 없었던 것은 아니다. 다만, 기업들의 연결망이 기업 상호간에 형성되기보다는 중간 수준, 즉, 산업별, 지역별 산업연합(Industrial Association) 수준에서 이루어져 있었다.

(Industry Association), 정부 부처들과의 연계 등을 통해서도 사유화 과정에 정치적 영향력을 발휘할 수 있었다. 체코 정부도 국가의 법령에 따라 주식회사화(corporatization)[3]한 후 바우처 사유화를 실시하는 '위로부터의 사유화'와 기업 내부자 또는 매수 희망자들에게 스스로 사유화 계획서를 제출할 권리를 부여하는 '아래로부터의 사유화'를 결합한 방식으로 사유화를 진행하였다. 즉, 사유화성(Ministry of Privatization)에 의해 사유화 기업으로 선정되면 기업 지배인들이 해당 부처에 사유화 계획서를 제출할 수 있었다. 이와 같이, 체코에서의 바우처 사유화는 기업 내부자들의 입지를 과거에 비해 더욱 약화시키는 것만은 아니었다.

그러나 사유화 계획의 제출 과정에서 외국 투자자들도 자유로이 경쟁할 수 있었고, 기업 내부자들에 대한 별도의 우대 조치는 없었다. 그리고 바우처의 경매도 여러 차례로 나누어 실시하여 기업 내부자들의 정보력 우위를 제한하고 적절한 기업 가격이 시장에서 발견되도록 하였다. 이로 인해 1, 2차 사유화를 통틀어 내부자 지분은 낮게 나타났다.

사유화성이 사유화 계획을 최종 승인하면 기업은 국가재산기금(National Property Fund: NPF)으로 이관되었다. 이 과정에서 바우처 사유화 이외의 다양한 방식, 즉 수의매각, 경매, 지방정부나 보건, 퇴직 연금에로의 소유권 이전 등이 허용되었고, 일부는 일시적 또는 장기적으로 NPF 소관으로 남게 되었으며, 기업주식의 3퍼센트는 추후 배상 용도로 별도 관리되었다. 아울러, 국내외 투자가가 나타난 기업의 지분은 바우처 사유화에서 제외되었다. 결과적으로 바우처 사유화는 주식회사화한 기업의 절반 정도에 적용되었다. 제 1차 사유화시 2,700여 개의 사유화 기업 중 약 1,500개의 기업이(체코 지역만 계산하면, 약 970여 개), 제 2차시에는 약 2,000개 대상 기업 중 860여 개의 기업이 바우처 사유화를 통해 사유화되었다(Lieberman et al.; Palda; Jezek).[4]

---

3) 사유화 과정은 보통 국가가 지분을 소유하고 기업을 회사화(corporatization)하는 단계, 기업이 이전의 국영기업과 달리 이익을 추구하게끔 만드는 상업화(commercialization)하는 단계, 그리고 궁극적으로 사유화하는 단계로 나누어 살펴볼 수 있다. 체코의 경우 사유화하기 이전에 회사화하였고, 헝가리에서는 회사화 이전에 상업화되었는데, 폴란드에서는 지배인과 종업원들의 저항으로 인해 회사화가 지체되었을 뿐 아니라 1997년까지는 궁극적으로 사유화를 하지 않고 회사화하는 경우가 많았다.

4) 바우처 사유화는 1991년 후반부터 1993년 중반까지, 그리고 1994년 초부터 1994년 10월까지 두 차례에 걸쳐 총 11회의 경매를 통하여 이루어졌다(슬로바키아는 연방

러시아에서와 마찬가지로 체코에서도 바우처 사유화가 지니는 자본조달의 어려움이나 주식분산 및 그에 따른 기업지배구조 상의 문제들을 완화하기 위하여 투자펀드가 기업 외부의 주요 대주주로서 기업구조조정에 중요한 역할을 하도록 고안되었다. 바우처 사유화 그 자체는 소유권의 광범한 분산 효과를 지닌 것이었으나, 사유화 이후 자유로운 소유이전을 통하여 소유를 집중시키고, 이 과정에서 은행보다는 바우처 펀드들이 마치 뮤츄얼 펀드들처럼 경영진에 대한 감독과 견제 역할을 수행하도록 한 것이다. 이와 같이 투자 펀드들은 자신들의 주주들에게 전문성과 다각화된 포트폴리오를 제공하는 한편, 기업의 이사회나 내부감사제를 통한 내부적 통제 기구가 적절히 작동하지 않는 상황에서 주식 분산으로 야기되는 문제점을 극복할 기업 외부의 핵심적 투자자로서 작동하도록 기대되었다.

폴란드의 경우 국가 주도하에 투자 펀드들이 설립되었지만, 체코와 러시아에서는 자생적으로 설립되어 이들이 바우처를 수집하여 경매에 참여하였다. 체코의 투자 사유화 펀드(Investment Privatization Funds: IPF)는 개인, 국내외 은행, 기업들을 후원자로 하였는데, 그 대부분은 국내은행에 의해 설립되었고, 사실 하나의 은행이 여러 펀드들을 설립하는 것이 관례였다. 이는 상업은행과 투자기관간의 장벽을 구축한 미국의 글래스-스티걸 법(Glass-Steagall Act)을 모방하여 은행들이 바우처 펀드를 설립하는 것을 금지한 러시아의 경우와 대비된다. 그리고 엄격한 의미에서 IPF는 서구의 뮤추얼 펀드와 다른데, IPF 투자자들은 펀드의 주주가 아니라 투자 대상 기업의 주주가 된다. 1차 사유화 시에는 260여 개, 2차 사유화 시에는 약 350개의 펀드들이 적극적으로 마케팅을 펼치며 바우처 경매에 참여하였고, 현재 약 400여 개가 활동 중이다. 이들 투자펀드는 특정 기업 주식의 20퍼센트까지만 취득하는 것이 허용되었고, 자신의 운용자산 대비 10퍼센트까지만 특정 기업에 대하여 투자하도록 규정되었다(러시아, 체코, 폴란드의 바우처 사유화 프로그램 비교에 대해서는

분리 후 제 2차 사유화를 시행하지 않았음). 모든 18세 이상의 성인은 명목적으로 1,000코루나(약 35불)를 지불하고, 100포인트짜리의 바우처 10장을 구매할 수 있었다. 인플레이션 상승 효과를 약화시키기 위하여 바우처는 화폐 단위가 아닌 점수로 표시되었고 매매가 허용되지 않았다. 바우처 소지자는 경매를 통하여 바우처의 일부 또는 전부를 특정기업들의 주식으로 전환하거나 투자 사유화 펀드(Investment Privatization Funds)에 투자함으로써 자신의 포트폴리오를 다각화할 수 있었다. 약 천만 명의 인구 중 1차시에는 595만 명, 2차시에는 616만 명이 참여하였다.

Lieberman et al., pp. 59-66 참조).

성공적인 사유화 진척에도 불구하고 체코 정부는 NPF를 통해 기업지분의 상당 부분을 여전히 소유하게 되었다. NPF는 약 50개의 전략적 기업 중 46개에서 30퍼센트 이상의 주식을 소유하고 있다. 1995년 3월 1일 바우처 사유화 종결 이후 NPF는 보유 주식을 직접매각, 공개입찰, 공모 등에 의해 처분해 왔다. 이들 지분은 바우처 사유화나 경매 이후에도 처분하지 못한 기업들에 대한 것도 있지만, 철도, 체신 등을 제외한 전기, 가스, 정유화학, 석탄, 제철, 항공, 정보통신, 제약, 은행 등의 소위 전략적 기업들 지분도 포함된다. 전략적 기업들에 대해서 국가는 45-100퍼센트의 지분을 가지고 있는데, 정부는 가격, 투자, 고용 면에서 좋은 조건으로 외국 합작을 포함한 매수자에게 공개매각할 계획이다(OECD, *Economic Surveys of The Czech Republic 1995-1996*, p. 68).

NPF는 공식적으로는 기업 운영에 중립적이겠다고 천명하여 왔지만, 반드시 그렇지만은 않다. NPF는 기업의 경영위원회나 감독위원회에 대표를 파견하는데, NPF 자체로서는 전문인력이 불충분하기 때문에 다른 경제부처로부터 충원하여 파견한다. 이런 점에서 과거의 산업성의 영향력이 어느 정도 남아 있다고도 할 수 있다. NPF는 주로 다수 또는 중립의 입장에서 투표권을 행사하는 경향이 있으며, 낮은 배당률을 선호하고 대량해고 발생을 회피하는 경향이 있다. 그러나 NPF의 기업경영에 대한 개입이 반드시 비효율적 경영으로 이어진다고는 할 수 없으며, 그 역할은 중요하지만 점차 축소되고 있는 추세이다.

체코에서의 바우처 사유화가 초래한 기업소유구조 상의 가장 큰 특징은 소유 분산으로 인해 기업지배구조 상의 문제가 발생될 것이라는 초기 우려와 달리 금융기관 및 투자펀드로 소유권이 집중되는 결과를 낳았다는 점이다. 이는 의도된 것은 아니었지만, 국가가 여전히 대주주로 남아 있는 주요 은행들이 투자 펀드를 설립하는 것을 허용했기 때문이다. 사유화 결과, 체코에서는 기업에 대한 소유권이 소수의 투자 펀드로 집중되었다. 1차 사유화에서는 74퍼센트의 투자 포인트, 2차 사유화 시에는 64퍼센트의 투자 포인트가 이들 펀드들에게 위탁되었다. 그리고 400여 개의 투자 펀드 중 상위 7개의 펀드들이 1차 사유화 시 투자 펀드에 투자된 바우처의 64퍼센트, 총 바우처 포인트의 46퍼센트를 취득하였다(Pistor and Turkewitz). 이들 펀드들은 NPF가 대주주인 은행, 보험회사 등에 종속되어 있으며, 법적으로는 금지되어 있지만 이들 금융기관들이 자회사들을 통해 서로의 주식을 교차소유하고 있다. 사유화 종

료 이후 은행들이 투자 포인트의 60퍼센트까지 직·간접적으로 지배하고 있는 것으로 추정된다(Berglof, p. 63). 이러한 현상과 관련하여 일반 산업부문에서는 기업에 대한 통제력을 유지하지 못한 노멘클라투라들이 금융부문에서는 성공적으로 자신들의 지위를 고수한 셈이라고 평가되기도 한다(Frydman, Murphy, and Rapaczynski, 1996).

이러한 소유집중은 사유화 이후의 주식거래 — 소위 '제 3의 사유화 물결' — 에 의해 더욱 강화되었다. 1995년 말까지 약 600만 개인 주주들 중 1/3이 주식을 처분한 것으로 보이며, 이를 주로 IPF가 취득하여 기업 소유권을 공고화하는 하는 양상을 보였다. 바우처 사유화로 인해 소유권이 다수의 주주들 사이에 분산되었기 때문에 IPF들은 특정 기업 주식의 20퍼센트까지로의 투자제한에도 불구하고 기업 통제권을 장악할 수 있었다. 펀드 중 일부는 투자제한을 회피하기 위하여 지주회사로 전환하였다. 또한 IPF들이 대규모 지분을 소유하여 자신들의 가치를 높이려고 보다 적은 수의 기업에 투자하게 됨으로써 특정 기업들에 대한 소유권은 더욱 집중화되고 있다.[5)]

이러한 소유집중은 분산된 소유구조 문제를 극복하고 기업들의 구조 조정에 긍정적 결과를 낳을 것으로 기대되었다(Ernst, Alexeev and Marer, Ch. 5). 그러나, 사유화 속도가 느린 헝가리나 폴란드와 비교할 때, 체코 기업들은 자본확충, 생산성, 구조조정의 측면에서 오히려 뒤떨어져 있고(Bartlett; Estrin, Gelb, and Singh), 기업수익률 저하와 기업간 채무 증가 현상을 보이고 있다. 1991년 파산법을 제정하기는 하였으나 그 실시를 두 번이나 연기한 끝에 1993년 4월에서야 시행되었다. 그 결과 파산 기업의 수는 극히 미미하였고 정치적, 사회적 이유로 실업률은 5퍼센트 미만을 유지하였다.

체코에서의 기업구조조정이 부진한 이유 중 하나로서 사유화 이후의 자본시장 및 기업지배구조상의 문제점들이 지적된다. 체코 기업들에는 독일식 감독위원회와 경영위원회가 설치되어 있다. 일부 기업에서는 전자가 후자를 선임하기도 하지만 일반적으로 양자 모두 주주총회에서 선임된다. 감독위원회는 1/3의 위원을 종업원 대표로 선임하게끔 되어 있다. 이들 종업원 대표들은 기

5) 이와 동시에 정반대의 현상도 나타났다. 펀드들이 수익성 있는 기업들의 주식을 경쟁적으로 취득하였으나 이런 기업의 수는 매우 제한되었기 때문에 사실상 펀드들로서는 광범한 범위에 걸쳐 썩 좋지 않은 기업들의 소액 지분들을 갖게 되었다. 펀드들 자산의 2/3가 5퍼센트 미만의 특정 기업 주식들로 구성되어 있다(OECD, *Economic Surveys of The Czech Republic 1997-1998*, p. 53).

업 경영진들의 영향하에 선임되는 것이 일반적이다. 이러한 구도 아래에서는 개인주주들이 적극적으로 주주이익을 관철할 힘이나 인센티브를 가지지 못하며, 기업 경영진은 정부나 노동자들로부터의 간섭으로부터 뿐만 아니라 외부 감독으로부터도 상당히 자유롭다. 기업 경영진이나 감독자들에 대한 보수가 기업 실적이나 주가와는 크게 상관이 없어서 절반 정도의 지배인들만 기업 수익 극대화에 동기화되어 있다(OECD, *Economic Surveys of The Czech Republic 1995-1996*, pp. 72-73).

기업구조조정과 관련하여 투자 펀드들은 아직 뚜렷한 실적을 보이지 못하고 있다. IPF들은 기업의 자본대비 수익률에 별 영향을 미치지 못하고 있으며, 펀드가 소액 지분을 가진 기업과 지배적 지분을 가진 기업 사이에 큰 차이도 없다(OECD, *Economic Surveys of The Czech Republic 1997-1998*, pp. 65-66). 그러나 IPF에 의해 관리되는 기업이 국영, 소규모 투자자, 종업원, 경영진에 의한 기업보다 양호한 것은 사실이다. 특히 특정 투자 펀드에로의 소유집중이 되어 있을수록 기업 운영이익이나 주가가 높게 형성되고 있고, 은행이 간접적으로 통제하는 펀드들이 관리하는 기업의 수익률이 양호하다는 보고도 있다(Claessens, Djankov and Pohl). 그러나 이러한 긍정적 효과가 반드시 펀드가 구조조정을 적절히 감독했다기보다는 이미 양호한 기업의 주식에 펀드가 투자했기 때문일 수 있다(소위 selection bias의 문제). 그리고 투자 펀드들이 지배하는 기업들보다 외국인과 같은 전략적 투자자들이 지배하는 기업들이 상대적으로 우월한 실적을 보이고 있다.

투자 펀드들은 여러 가지 이유로 적극적인 기업구조조정 추진자가 되지 못하고 있는 것으로 보인다(Coffee; Mertlik). 펀드가 관리하는 기업들은 다양한데 반해 펀드의 전문인력과 경험은 매우 부족한 형편이며, 설혹 펀드가 경영진을 교체하고자 하여도 경영진 시장이 결여되어 있다. 또한 IPF 자체의 자본부족과 특정기업 주식의 20퍼센트까지로의 투자 한도로 인해 인센티브 구조의 측면에서도 전략적 투자가로서의 역할을 수행할 수도 없다(Coffee, p. 155). IPF 경영진은 기업수익보다 장외거래나 포트폴리오 다각화에 보다 초점을 맞추고 있다.

투자 펀드들이 기업감독이나 구조조정에 적극적이지 않은 가장 큰 원인은 펀드와 은행 등의 금융기관들 자신이 기업지배구조 상의 문제점을 지니고 있기 때문이다. 투자 펀드의 운용은 별도의 투자회사들에게 계약에 의해 맡겨지는데, 통상 하나의 투자회사가 여러 펀드들을 운용한다. 이들 투자회사들은

주로 은행 소유로서, 가장 규모가 큰 펀드들은 4대 은행(Commerce Bank, Investment and Postal Bank, Czech Savings Bank, Czechoslovak Trade Bank)에 의해 지배되고 있다. 은행들은 IPF 펀드 운영자나 대표를 사실상 임명하여, 이들은 펀드의 주주보다는 사실상 은행의 이익을 대표하게 된다. 즉, 은행이 펀드를 소유하지 않으면서 펀드에 대한 사실상의 소유권을 행사하고 있는 셈이다. 동시에, 투자회사들이 운용하는 대부분의 IPF가 모은행의 주식을 보유한다. 이들 대형 은행들의 대주주는 재무성, 중앙은행, 국가재산기금 등이다. 이러한 연결 고리는 국가와 기업간의 정치적 채널을 구성한다(Rona-Tas). 이와 달리, 비금융계열 기업이 모기업의 주식을 소유하는 투자회사를 설립하고, 후자가 자신이 운용하는 펀드로 하여금 모기업의 주식을 소유케 하는 경우들도 있다.

투자회사는 단지 IPF 주식을 통제할 뿐 소유하는 것은 아니다. 로나-타스(Rona-Tas)의 지적처럼, 이로 인해 국가-은행-투자회사-IPF-기업 사이의 관계는 단순한 직접소유나 교차소유가 아니라 일종의 끊겨진 루프 형태의 소유관계이다. 이러한 순환 구조하에서는 국가가 기업 운영에 영향을 미칠 수 있지만 기업으로서도 국가에 대해 로비가 가능하다. 특히 중간 금융기관이 적절히 운영되지 못하고 주식시장이 불량기업을 적절히 제거하지 못하며 국가가 금융기관 운영에 깊숙이 개입되었을 때, 이러한 위험은 더욱 증대된다. '제 3의 사유화 물결' 당시, 비은행 계열의 펀드는 이런 소유 순환구조 상의 단절을 이용하여 IPF의 소액 주주들을 모집하여 IPF들을 인수하고 그리고 이를 기반으로 기업들을 인수하였다(Motoinvest의 사례). 이들 펀드들은 그동안 펀드 운용자들만 치부할 뿐, IPF들의 실적이 미미하다는 주주들의 불만과 IPF 주식 가격이 실제 포트폴리오 가격보다 낮다는 점을 이용하여 대형 은행들이 간접 통제하던 IPF들을 공격적으로 인수하였다. 이러한 소동과 관련하여 중앙은행은 대형은행들의 이해를 대변하였으나 정부는 중립적인 태도를 취하였다. 이후 은행들이 적극적으로 소유권을 행사하고 더 이상 제 3의 물결과 같은 경우를 회피하기 위해 IPF 지분을 증가시킴에 따라 1920-30년대의 대형 겸업은행들이 재등장하는 추세를 보이고 있다(Rona-Tas).

다른 한편, 체코 주식시장은 다른 중부 유럽 국가들보다 낮은 실적을 보이고 있고 외국인 투자도 적은 편이다. 체코 주식시장은 상장주식회사의 수는 많으나, 실제 주식의 유동성이나 거래의 투명성은 매우 저조하며, 주식의 2/3가 장외에서 거래되고 있다. 이로 인해 IPF의 주식 가격이 실제 그 포트폴리

오 가치보다 낮게 형성되어 있다. 소액주주 보호 장치도 미흡하고, 내부자거래 등에 대해서도 규제가 느슨하며, 시장에서 주주들도 수동적이다. 이러한 점들은 주식시장을 통한 자본의 직접조달과 기업지배구조 개선이라는 애초의 목표 달성에 부정적 영향을 미치고 있고 외국인 투자 유치에도 큰 장애가 되고 있다.

결국, 체코 금융시장은 주식시장에서 핵심역할을 하도록 고안된 투자 펀드가 아니라 은행 중심의 독일형 자본시장으로 전개되고 있고, 기업들은 주식시장이 아니라 은행 대부을 통해 자본조달을 하고 있다. 체코 은행들은 과거의 중앙은행에서 상업은행 기능을 분리하고 이를 바우처 사유화를 통해 사유화된 것들이다. 수신 및 여신은 소수의 대형은행에 집중되어 있어서 5대 은행이 은행부문 자본의 약 절반, 자산의 2/3을 차지한다. 국가는 주로 NPF, 재무성, 중앙은행을 통해 이들 소수 시중 대형은행의 지배주주로 여전히 남아 있으며 은행 운영에 직·간접적으로 영향력을 행사한다. 요컨대, 이들 대형 은행들은 동일 주주에 의해 지배되고 있으며, 투자 펀드를 통한 교차소유로 인해 상호경쟁이 제한되는 경향을 보이고 있다.

체코 은행들은 비공식적 관계를 통해서 뿐만 아니라 법적으로도 기업 주식을 소유할 수 있다. 대체로 은행은 임직원을 기업에 직접 파견하기보다는 IPF를 통해 감독위원회나 이사회에 자신의 대표를 파견하는데, 감독위원회 위원의 약 30퍼센트, 이사회 의장의 40퍼센트 정도를 이들이 차지하고 있다. 이러한 관계로 인해 은행들은 기업 채권자로서의 역할과 기업 소유권자로서의 역할 사이의 이해상충 상황에 봉착하곤 한다. 이에 따라 은행이 IPF 주주의 이익을 희생시키면서 자신의 고유업무 영역에서의 이익을 추구할지 모른다는 우려를 낳고 있다. 더구나 은행-기업간의 밀착관계 때문에 은행들은 시장에서 기업에 관한 정확한 정보 전달을 하지 않으며, 부실 기업에 대해 파산조치를 취하기보다 채무자의 포로가 되어 대출연장을 해주는 등, 일종의 연성 예산제약 현상이 지속되고 있다. 은행들은 손실을 벌충하기 위해서 은행이나 IPF들이 지배하는 건전한 기업에 오히려 높은 이자율을 적용하는 경향마저 있다. 체코 기업들의 파산이 적은 데에는 바로 이러한 은행-투자 펀드-기업간의 유착관계가 형성되어 있기 때문이다.[6)]

---

6) 이와 달리, 펀드가 은행을 후원자로 하는 경우에 기대되는 긍정적 효과, 예를 들어, 기업감독 및 정보획득 비용 절감에 대해서는 Egerer(1995) 참조.

더구나 클라우스 정부는 한편으로는 바우처 사유화를 원활히 진행하기 위하여, 다른 한편으로는 누적된 기업간 상호부채 및 과두적 대기업들간의 생산의 상호 연결성 문제, 그리고 고용안정을 위해 부실 기업들에 대해 사실상 반파산정책을 써왔다. 파산법의 미비와 함께, 국가가 부분적으로 주식을 소유하고 있는 대은행들에게 파산과 관련한 주도권이 부여되어 있어서 중소 규모 채권자에 의한 파산 신청이 어려우며, 또 파산 실행도 정부 입김에 의해 방해받는 것으로 보인다. 현재 금융기관의 부실 대출금 중 70퍼센트 정도가 상위 4개 은행에 의한 것이다(Palda, p. 91). 체코 정부는 은행부문의 부실채권 문제 해결을 위해 공적자금을 투입하여 왔으나, 은행들의 도덕적 해이를 해소하지 못하고 1995-96년에 은행 부문 위기에 봉착하였다(Anderson and Kegels).

1997년 봄 이후 은행들의 이해상충 상황을 개선하고 은행이 채무자의 포로가 될 가능성을 축소하기 위하여, 체코 정부는 은행의 정부지분 매각을 가속화하고 은행의 비금융권 기업에 대한 주식 소유를 제한하며 여신업무와 투자업무를 분리시키는 방향으로 법, 제도를 정비하고 있다.[7] 1997년 11월에는 투자 회사 및 투자 펀드에 관한 법(Act on Investment Companies and Investment Funds)을 개정하기로 하였는데, 이에 따르면 특정 기업에 대한 IPF의 지분을 종전 20퍼센트에서 주총 소집 요구 최소한선인 11퍼센트로 축소키로 하였고, 주주 3/4 이상의 동의에 의해서만 지주회사로의 전환을 가능케 함으로써 상대적으로 소액주주의 입지를 강화하였다(OECD, *Economic Surveys of The Czech Republic 1997-1998*, p. 70). 그러나 은행들이 여전히 여러 IPF의 투자운용회사를 소유하고, 따라서 여러 펀드를 동원하여 기업통제권을 장악할 가능성은 상존한다. 또한, 은행이 자신의 대리자로서 직원을 파견하지는 못하지만 이에 대한 지명권은 계속 보유할 수 있으므로 여전히 은행이 투자자와 대부자라는 이중 역할을 수행하는데서 발생하는 이행충돌 상황이 근본

7) 1998년 1월에 수정된 은행법은 은행이 금융업무 이외의 기업에 대하여 통제지분을 소유하는 것을 금지함과 아울러, 이들 기업에 대해서 은행 자기자본의 60%, 특정 투자 당 15% 한도를 넘지 못하게 하였다. 아울러, 투자 초과분에 대해서는 3년 이내에 처분토록 규정하였다. 이러한 규정들은 은행의 상업업무와 투자업무를 분리하여 주식 소유로 인한 부실여신 가능성을 제한하고, 은행 직원이 기업의 경영위나 감독위에 취임 못하게 하며, 은행 고유계정과 고객계정에 의한 주식거래에 대한 규제를 강화하는 것이었다(OECD, *Economic Surveys of The Czech Republic 1997-1998*, pp. 68-71).

적으로 해소된 것은 아니다.

요약하자면, 체코에서는 광범하고 신속한 바우처 사유화에도 불구하고 자본시장의 불투명성과 취약성, 은행부문 사유화의 지연, 기업지배구조 상의 문제들로 인해 기업구조조정이 지체되었고 생산성 증가와 외자유치가 어려워졌다.

III. 폴란드: 기업 내부자 지배의 사유화

폴란드에서는 처음부터 다양한 사유화 방식이 동시에 사용되었으며, 그 결과 다양한 기업지배구조가 병존하게 되었다. 폴란드에서는 이행초기에 강력한 충격요법이 실시되었고 사유화 논의도 가장 먼저 본격화되었으나, 막상 사유화의 속도나 범위는 체코나 헝가리와 비교할 때 상대적으로 매우 더디게 진행되었다.[8] 초기에 논의되었던 대중 사유화 프로그램(NIP)도 대중적 지지를 받지 못하고 정치적 기회를 상실한 채 표류하다가 1995년 말부터 제한된 범위에서 실시되었다. 그리고 사유화 이전에 구조조정이 우선시되었고 은행권 구조조정과 병행해서 사유화가 진행되었다. 이러한 상황에서 폴란드에서의 시장경제로의 이행은 국영대기업의 사유화보다는 중소규모 기업의 사유화와 새로운 사적영역 확대에 힘입은 것이었고, 대규모 기업은 여전히 국가 소유로 남아, 여러 정치, 경제적 문제들을 야기하여 왔다.

폴란드에서 사유화가 느리게 진행된 이유로는 이해당사자들 사이의 첨예한 갈등, 자발적인 사유화 과정에 의해 기업내부자들이 사유화와 관련하여 비토권을 갖게된 점, 그리고 기업을 헐값에 팔지 않기 위하여 사유화보다 기업구조조정을 우선시했던 정책 등이 지적된다. 특히, 대중 사유화가 지체된 이유에 대한 설명은 공산시절의 유산인 주로 강한 내부자 권한에 초점이 맞추어져 왔다. 그러나, 이러한 관찰은 지나친 단순화일 수 있다.[9] 왜냐 하면, 중요

---

8) 1990년 7월 사유화 작업에 착수한 8,853개 중간, 대규모 기업들 중에서 1996년 말까지 3,937개 정도만이 사유화되었다. 이들은 직접사유화(1,712개), 상업화(1,226개), 지분매각(183개), 대중 사유화(512개) 등에 의해 사유화되었다.

9) 솔리대러티 운동에 대한 양보로서 허용된 노동자위원회는 지배인을 고용, 감독, 해임할 수 있었고, 기업의 생산계획을 승인하는 일종의 공동결정 기구였지만, 실제로 그 영향력은 제한되어 노동집단의 사회복지, 고용이나 주택 문제에 치중하였고 기업 운영이나 임금 결정에는 큰 영향력을 행사하지 못하였다. 복지 문제들은 주로

한 점은 공산시절의 강한 내부자 권한이 어떠한 방식으로 탈공산 이행기에도 유지되는가의 문제인데, 폴란드 기업 내부자들의 사유화에 대한 비토권 행사는 이행기 선거제도의 효과에 의해 힘입은 바 크기 때문이다. 즉, 폴란드에서는 선거제도(대선거구제 및 비례대표제, 5퍼센트 진입장벽 부재)로 인한 정당 편린화 및 약한 정당 규율, 정치적 불안정이라는 조건하에서 연정 세력 내에 강한 비토 세력이 존재할 수 있었다. 그리하여, 체코의 경우에는 기업지배인들이 주로 산업성이나 산업연맹 등을 통하여서만 사유화 과정에 영향력을 행사할 수 있었으나, 폴란드 내부자들은 노동자 총회, 지배인, 해당 산업성, 내각, 의회에 이르는 일련의 비토 관문들을 이용할 수 있었다(Keefer and Shirley).

이러한 배경에서 폴란드에서 진행된 국영기업 사유화 프로그램들은 사유화 방식에 따라 차이가 있기는 하지만 전반적으로 기업 내부자의 권한을 인정할 수밖에 없었다. 1990년의 사유화 법에 따라 사유화 프로그램에의 참여 여부는 기업이 자발적으로 결정하였으며, 기업 지배인과 종업원들의 동의를 얻어야만 했다. 또한 다양한 사유화 계획들은 종업원들에게 일정한 특혜를 부여했는데, 청산에 의한 종업원 매입의 경우는 물론, 대중 사유화의 경우에도 주식의 15퍼센트를 무상으로, 자본 사유화(capital privatization)의 경우, 주식의 20퍼센트까지 50퍼센트 할인가격으로 배분하였다. 그 결과, 자본 사유화의 경우에도 종업원들은 이사회에 자신들의 대표를 파견하기도 한다. 다만, 종업원들은 경영진 또는 외부투자가들에게 자신들의 지분을 급속히 매각하는 경향을 보이고 있다.

폴란드에서 사용된 다양한 사유화 경로는 크게 나누어서 회사화 이후 사유화하는 방식과 청산에 의한 것으로 나눌 수 있다(Anderson and Kegels, p. 155). 후자는 중소규모 기업을 대상으로 하는 직접적 사유화 또는 청산을 의미한다. 전자의 경우에는 국영기업을 회사화(주식회사 또는 유한책임 회사로 전환)하고 사유화성 장관이 정부대표 2/3, 해당 기업 대표 1/3로 구성되는 감독위원회를 지명하여 사유화하는 방식으로, 회사화한 이후 2년 이내에 사유화되도록 규정되었다. 회사화 이후 사유화는 개별적 사유화와 대중 사유화로 나뉘어진다. 개별적 사유화로는 대기업 지분의 공개적 매각 또는 전략적 외부투자가를 유치하는 간접적 또는 자본 사유화(capital privatization) 방식 등이 사용되었

당과 공식 노조에 의해 처리되었고, 지배인들이 사실상 노동자위원회를 장악하였다.

다. 그리고 국영기업을 주식회사화하지만 사유화하지는 않는 상업화(commercialization) 등의 방식도 허용되었다. 그 외 소규모 기업에 대한 별도의 프로그램은 없었는데, 체코에서는 주로 경매에 의해 최고 입찰자에게 매각한데 반해 폴란드에서는 주로 지방정부에 이관하였고, 협동조합들도 지방정부로 이관하여 종업원들에게 매각 또는 임대되도록 하였다(이러한 다양한 방식들에 대한 설명은 OECD, *Economic Surveys of Poland 1996-97*, pp. 65-73; *1997-1998*, pp. 46-62 참조).

폴란드 대중 사유화 프로그램은 기업 외부자에로의 집중된 소유권을 창출하기 위한 "위로부터의" 사유화의 의도를 지닌 것이었다. 그러나 폴란드에서의 대중 사유화 방식은 체코에서보다 매우 제한된 범위인 500여 개의 대기업에 국한되어 진행되었다. 시민들은 약간의 요금을 지불하고 양도 가능한 증명서를 구입하였다. 폴란드에서는 체코에서와 같이 기업들이 자발적으로 사유화 계획을 스스로 작성하여 국가의 심의를 받는 방식이 배제되었다. 그리고 폴란드 정부는 체코식 바우처 사유화 프로그램으로는 핵심적 투자가를 창출하지 못할 것이라고 판단하여, 바우처를 기업 주식과 직접 교환하지 못하도록 하고 그 대신 국가가 직접 설립한 15개의 투자 펀드(National Investment Fund)의 주식과만 교환토록 하였다. 그리고 바우처를 주식으로 전환하는데 18개월 이상 소요되도록 규정하였다. 펀드는 일년마다 주주들에게 이익배당을 하고, 추후에는 펀드의 주식을 주식시장에서 거래되도록 하였다. 그리고 이들 펀드의 운용은 국제적 공모에 의해 외국계 운용회사를 포함한 민간회사에 위임하였다. 그리고 각 펀드는 추첨에 의해 자신이 기업지배에 적극적으로 개입할 기업을 할당받았는데, 이를 위해 특정기업 주식의 33퍼센트는 추첨에 의해 특정 펀드에 우선 할당되고 나머지 주식들이 여타의 펀드들과 국가, 종업원 등에게 분배되었다.

소위 자본 사유화 방식[10]은 비교적 재정적으로 건전한 대형 기업들에 적용되었는데, 국영기업을 우선 상업화하고 그 가치를 평가하여 주식의 일부 또는 전부를 국내외 투자자에게 주로 공모를 통해 매각하는 방식이었다. 종업원들은 50퍼센트 할인가격으로 주식의 20퍼센트까지와 전년도 임금 총액 중에서 작은 쪽 기준으로 주식을 구입할 수 있었다. 이 방식은 비교적 적은 수였지만

10) 1995년 말까지 159개 기업이 이러한 방식에 의해 사유화되었다. 그 중 133개 기업이 적극적 투자자들에게 매각되었는데, 이 중 73개 기업은 외국인 투자자에게 매각되었다.

국가재정에 주요 원천이 되기 때문에 정부가 선호하는 방식이었다. 또한 이 방식은 외국인을 포함한 전략적 투자자에게 소유를 집중시킬 수 있는 방식이었다. 대체로 기업외부자들은 임금 및 고용에서 일정 조건을 보장해야 했다. 이와 같은 방식은 잘 기능하는 주식시장을 필요로 하며, 그렇지 못할 경우 기업의 가치평가가 어렵고 사유화 속도가 느려지는 문제를 초래한다. 사실 폴란드에서도 1995말까지 930여 개 기업을 상업화하였고 이 중 160개 정도가 완전히 사유화되었으나 단지 27개만 주식공모에 의해 매각되었다. 이에 따라 폴란드 정부도 더 이상 이 방식을 사유화의 주요 방법으로 간주하지 않게 되었고, 그보다는 직접 매각 방식을 주된 수단으로 삼게 되었다.

수적으로 볼 때에 가장 성공적이었던 방식은 청산에 의한 직접적 사유화이다. 직접적 사유화는 다시 두 종류로 나누어지는데, 첫째는 부실 대기업을 1981년의 국영기업법에 따라 청산하여, 자산을 주로 사적 기업가(또는 승계기업)에게 매각 또는 이전하는 것이다. 둘째는 1981년 법 상의 청산과는 다른 것으로서, 재정상태가 비교적 양호한 기업들에 대하여 1990년의 사유화법을 적용하여 자산과 부채를 내부자들에게 임대하고, 궁극적으로는 종업원 소유기업으로 전환하는 것이었다(1,039개 대상 기업 중 748개 기업이 이러한 방식을 택함). 이 방식은 정치적, 사회적으로 수용 가능하였고, 단순성, 속도, 비용절감 면에서도 인기있는 방식이었다. 이 방식은 주로 기업 경영진이나 간혹 산업 부처가 주도하고, 노동자위원회 동의를 얻어 추진하였다. 매각이나 합작이 혼용되기도 하였으나 주로 청산 후 임차 방식이 사용되었다. 해당 회사 종업원의 과반수 이상이 주주로 참여하고 설립자본금이 청산 기업 평가액의 20퍼센트 이상일 경우, 청산기업을 5-10년간 임차할 수 있었으며, 소유권은 할부금 완납 후 이전되었다. 종업원 매입에는 세금공제와 저리의 이자율이 적용되었다. 임차 방식으로 인해 이미 사유화에 대한 비토권을 가진 종업원들은 더욱 자신들에게 소유권을 집중시킬 수 있었다(Anderson and Kegels, p. 155).

이와 같은 여러 종류의 사유화 방식이 기업지배구조와 기업구조조정에 미치는 영향을 평가하는 문제는 단순하지 않다. 기업지배구조나 구조조정은 단순히 사유화 패턴뿐만 아니라 상품시장, 노동시장, 금융시장의 특성에 따라 다르게 나타난다. 더구나, 사유화 방식이 기업지배구조와 기업구조조정에 미치는 영향을 평가하는 일은 샘플의 문제(예를 들어, selection bias)를 감안하여야 한다. 그러나 이런 점을 감안하더라도, 가장 실적이 좋은 경우는 투자자

가 장래 이득을 위해 동기화되어 있는 자본 사유화, 특히 외국인 투자에 의한 사유화 경우이다(OECD, *Economic Surveys of Poland 1996-1997*, p. 68).

그런데 폴란드에서는 소규모 기업의 사유화, 청산 및 임차 등으로 종업원 소유 기업의 수가 급속히 증가하였고, 자본 사유화와 대중사유화의 경우에도 지분의 일부를 할인 가격이나 무상으로 종업원들에게 배분하였기 때문에 체코와 달리 사유화 이후 기업 내부자들의 역할 문제에 대한 논란이 계속되었다.[11] 여기에서는 1995년 말 현재 1,200여 개에 달하게 된 종업원 소유기업들에 국한하여 살펴본다.

일반적으로, 노동자 경영 기업(이른바 Benjamin Ward가 말한 Illyrian firm)에서와 같이 기업 내부자들의 통제권이 강할 경우, 과잉고용 현상, 신규자본 유치 및 기술 개발의 어려움, 투자와 미래 이익 극대화보다 현재 소비와 임금의 증가를 선호하는 경향 등의 문제들이 나타난다. 그러나, 이러한 부작용은 만일 소유권이 명확히 규정되고 잔여이득에 대한 노동자의 권리가 보장된다면 교정될 수도 있다. 즉, 원론적으로, 기업외부에 주요 주주는 있으나 지배주주는 없고, 내부자가 기업에 대한 통제권을 보유하며, 이들의 임금 및 사적 이익에 대한 이해가 배당에 대한 이해보다 클 때에는 내부자들에 의한 이익전유 현상이 초래될 수 있겠으나, 만일 내부자에게 소유가 더욱 집중되어 있다면 이러한 부작용을 줄일 수도 있다는 것이다. 폴란드에서의 종업원 소유기업들은 워드가 그 부작용을 갈파한 노동자 경영 기업이라기보다는 비교적 소유권이 명확하고, 종업원 잔여청구권의 매각, 양도가 가능하며 다른 기업들과 시장에서 경쟁하는 후자의 경우에 근접한 것이라고 할 수도 있다(Hashi). 그러나, 보다 엄밀한 의미에서 종업원 소유 기업이란 기업통제권과 잔여청구권 모두를 실질적으로 종업원들이 소유해야 하는데, 러시아에서는 물론, 폴란드에서도 종업원들은 사실상 수동적이고 경영진에 의해 실질적으로 지배되는 것으로 보인다(Kalmi). 다만, 실질적인 기업통제권을 가지지는 못하더라도, 폴란드에서와 같은 종업원지주제는 일종의 이익균배를 위한 틀로서 생산성 향상에 기여할 수도 있을 것이다. 이러한 사유화는 노멘클라투라나 지배인들에 의한 자산탈취를 방지하고 사유화의 속도를 빠르게 하는 효과가 있으며, 종업원의 견제를 통해 경영진에 대한 감독 비용을 줄인다는 장점을 지닌다.

---

11) 탈공산주의 경제 일반에서 나타나는 내부자 통제 및 그에 따른 기업지배구조 상의 문제에 관하여는 Aoki and Kim(1995) 참조.

사유화 방식이 실제 기업 실적에 미치는 영향에 대한 조사들은 매우 상반된 결과들을 보고하고 있다. 또한 이러한 조사들은 표본 상의 문제(selection bias)를 지니고 있다. 대체로 사유화된 기업들은 국영 기업들보다는 양호한 실적을 보이며, 특히 외국인 지배 기업인 경우가 가장 우월한 실적을 보이고 있다. 그런데 일반적인 추측과는 달리 외부자 지배형 기업이 내부자 지배형 기업보다 반드시 우월한 실적을 보이는 것만은 아니다(Frydman, Gray, and Rapaczynski). 일반적으로는 내부자 지배형의 기업의 경우에는 고용 조정이 늦어지고, 원가 절감 면에서 국영기업보다도 저조하다. 특히, 내부자 지배 기업 중 종업원 소유기업이 가장 큰 문제인 것으로 나타난 연구 결과도 있다(Frydman, Gray, Hessel and Rapaczynski).[12] 이들 기업은 신규투자나 자본조달에 어려움을 겪고 있으며, 아직 임차기업이기 때문에 임차금 지불부담과 은행 대출시 담보설정 문제로 어려움을 겪고 있다. 임금은 사유화 이후 단기적으로 인상된 후 다시 낮아지는 추세를 보이고 있다. 그리고 이들 기업들은 고용감축보다 임금 조정을 통하여 기업 내 갈등을 완화하는 방향으로 고용조정 문제를 해결하고 있다. 그러나, 다른 한편, 폴란드에서 종업원 소유 기업으로 전환된 중소규모 기업들의 실적이 국영기업들보다 양호하며 자본사유화나 대중사유화 기업과 큰 차이가 없다는 연구 결과도 있다. 다만, 이와 같이 비교적 양호한 기업이라 할지라도, 반드시 노동자들이 더 나은 소유주라기보다는 이미 사유화 이전에 기업 상태가 좋았기 때문에 내부자들이 매입한 것이라고도 할 수 있으며(EBRD, p. 75) 국가의 금융지원 덕분일 수도 있다. 그리고 임차 기업들은 앞으로 부실하게 운영될 경우 다시 국영화될 우려가 남아 있다.

종업원 소유 기업의 지분은 여전히 내부자들 사이에 분산되어 있기는 하지만, 점차 지배인을 포함한 경영진에게 집중되는 경향을 보이고 있다. 실적이

---

12) 프리드만 등(Frydman, Gray, Hessel and Rapaczynski)의 조사에 따르면, 새로이 사유화된 기업들이 원가절감, 이익창출, 고용창출 등에서 국영 기업보다 실적이 좋다. 국영 기업에서는 대규모 정리해고에도 불구하고 노동생산성이 계속 저하되는 경향을 보인다. 그리고 일반적으로 사유화된 기업 중에서도 외부자가 지배하는 기업이 내부자 지배형보다 실적이 우월하다. 외국인 투자자들이 반드시 내국인 외부자들보다 구조조정에 더욱 성공적인 것은 아니다. 내부자 지배 기업 중 경영진 지배하의 기업은 수익면에서 종업원 소유 기업보다 양호하나 고용면에서는 종업원 지배형과 유사한 것으로 조사되었다.

양호한 기업에서는 사무직 근로자들의 지분이 늘고 있고 지분 분산도도 상대적으로 높은 편이다. 가장 중요한 기업 외부자는 주로 해고 또는 퇴직 노동자들이기 때문에 실질적인 기업 외부자들은 매우 제한되어 있다. 이는 주식이 사실상 내부자들 사이로 제한되어 거래되고 있고 또 거래시 내부자들의 승인이 필요하기 때문이다. 지배인들에게로의 지분집중도 노동자들의 지분 매각보다는 정리해고로 인해 발생한 것이다. 이러한 현상은 사유화 직후의 소유권 배분이 효율적이지 못하더라도 추후 주식시장에 의해 시정될 것이라는 애초의 기대와는 어긋나는 것이다.

사유화 기업에서는 노동자 위원회가 폐지되기 때문에 지배인들은 주식회사화 또는 직접적 사유화를 종업원의 영향력을 공식적으로 축소시키는 수단으로 파악하는 경향이 있다. 기업 내에서의 지배인의 권한은 그들의 소유 지분과는 큰 상관관계가 없이 강한 편이다. 따라서 효과적 기업지배구조가 없을 경우 이들이 자산탈취와 같은 파괴적 전략을 구사할 가능성이 있다. 그러나, 다른 한편, 지배인들의 지분 증가는 그들에게 이익 극대화 동기를 부여할 수도 있을 것으로도 보인다. 실제로 내부자 우위의 기업지배일 경우, 경영진 매입에 의한 사유화 방식이 구조조정면에서 종업원 매입 기업보다 상대적으로 우월한 편이다(Djankov).

내부자들의 권한이 강하고, 여전히 국가로부터의 임차 또는 일종의 국가와의 합작 형태로 사유화가 실시되었음에도 불구하고, 폴란드에서의 기업구조조정은 비교적 빠른 속도로 이루어져 왔다. 이러한 현상의 원인으로는 여러 가지 점들이 지적될 수 있는데, 우선, 체코의 경우와 비교할 때, 폴란드에서는 거시경제의 불균형과 그에 따른 인플레이션 문제가 매우 심각했기 때문에 이행 초기 기업 내부자들이 보다 강도 높은 구조조정과 안정화 정책을 수용할 수밖에 없었다. 그리고 정파간 거래에서 농업 부문에 대한 정부 보조금 지속과 국영기업 구조조정이 맞교환되었다. 가장 중요하게는, 폴란드에서는 은행과 기업구조조정이 동시에 진행되어 양 부문에서 괄목할만한 성과를 보았다.

폴란드에서 기업구조조정 압력은 기업 경영권 시장(주식시장)으로부터 온 것이 아니다. 앞서 지적한대로 폴란드에서는 주로 종업원 또는 내부자에게로 사유화가 이루어졌고, 사유화 과정이 전반적으로 지체되어 주식시장이 경영권 시장으로서 발달하지 못하였다. 이러한 상황이 대중 사유화의 종결 이후 바뀔 가능성도 있으나, 투자 펀드들이 자신들의 지분을 적극적으로 매매할지는 의문이고, 그럴 경우에도 펀드들 사이에서의 대지분 교환에 머무를 가능성이 농

후할 뿐, 펀드들이 적극적으로 기업 경영진을 통제하려 할 가능성은 적다. 이렇게 볼 때, 다른 탈공산주의 사회와 마찬가지로, 폴란드에서도 은행이 채권자로서 적극적 역할을 할 수 있도록 만드는 일이 기업구조조정에 특히 중요하였다.

보통 주식시장이 발달하지 못한 조건하에서는 대출심사를 통해 기업지배가 가장 잘 확보될 수 있으며, 은행들은 단기대출 및 대출연장 심사를 통해 성급한 청산의 위험을 최소화할 수 있다(Baer and Gray). 인력, 기술, 정치적 문제 등으로 인해 정부가 중앙집권적인 방식으로 은행의 출자전환이나 화의를 강제하는 것이 여러 가지 무리를 초래할 수 있는데 반해, 은행들은 기업감독을 통해 확보된 은행의 정보력을 바탕으로 부채-주식 스왑이 수익성 있는지를 판단할 수 있으며, 또 이러한 비중앙집권적 방식이 은행 자체의 도덕적 해이를 방지하는 데도 필요하다.

폴란드에서는 사유화가 지체된 국영기업들도 1992년 정부가 은행이 부실기업에 대출해주는 것을 금지한 이후 경성 예산제약에 봉착하여 비교적 적극적으로 (주로 정리해고를 통해서) 구조조정을 하였다. 그리고 폴란드에서는 소위 '기업 및 은행 구조조정 프로그램(Enterprise and Bank Restructuring Program)'이 비교적 성공적으로 실시되었는데, 이 프로그램은 궁극적으로는 은행들의 완전한 사유화를 목표로 하는 한편, 우선은 은행의 자본확충과 구조조정을 통하여 기업구조조정과 관련하여 은행이 핵심적 역할을 수행하도록 한 것이다(Montes-Negret and Papi).[13]

체코에서는 특수은행이 부실 채권 문제를 전담토록 하는 중앙집권적 방식이 사용되었으나, 폴란드에서는 정부기관이 아닌 은행을 통하여 비교적 분권적인 방식으로 은행의 부실채권 해소와 자본 확충이 이루어졌다. 공적자금 투입을 통해 국영은행, 특히 지방은행들과 특수은행의 자본/자산 비율을 12퍼센트까지 확충하였고, 부실채권으로 지정된 것은 정부나 중앙은행이 인수하지 않고 매각토록 하였다. 은행들은 주로 부채-주식의 교환이나 화의의 방식으로 기업구조조정에 착수하였는데 전자보다는 후자가 보다 많이 적용되었다. 파산은 폴란드에서 상대적으로 적게 이용되어 왔는데, 이는 파산절차의 미비와 함

13) 탈공산국가들에서 은행제도의 발전은 크게 두 경로—즉, 1) 기존 국영은행들의 건전성회복(rehabilitation)이나 2) 기존 국영은행들의 분할 및 새로운 은행들의 진입—를 통해 이루어졌다. 후자의 대표적 예가 러시아라면, 폴란드는 전자의 대표적 경우이다(Claessens).

께 채무 변제시 조세납부가 우선되는 등, 은행들에게 큰 매력이 없기 때문이다. 폴란드 은행들은 주식-부채 스왑도 꺼려하는데, 여기에는 절차의 복잡성과 조세정책 상의 문제, 전문인력의 부족, 노동자들과 직접 대결해야 할지도 모를 정치적, 사회적 부담, 아직도 소유권이 불명확한 점(토지 소유권 등) 등의 문제가 많기 때문이다.[14] 폴란드에서는 이러한 수단들 대신 법정화의 절차를 수정한 은행주도의 화의제도가 주로 활용되었다(Anderson and Kegels, p. 158).

'기업 및 은행 구조조정 프로그램'을 통해 폴란드 은행들의 무수익 여신과 부실채권의 비중은 급격히 축소되었다. 물론, 이것만으로 충분한 것은 아니어서 장래에 다시 정부가 은행들을 구제해야 될 가능성이 완전히 사라진 것은 아니다. 은행 주도의 화의 절차가 적용된 기업이 청산이나 파산 기업보다 이익률 및 고용에 있어서 효과가 있는 것으로 조사되기도 하지만, 여기에는 표본 샘플 상의 문제가 있을 수 있고, 일시적 부채 면제로 인한 재정상태 호전이 장기적으로 이어지지 못할 수도 있다. 그러나 전반적으로 볼 때, 이 프로그램은 은행의 적극적 감독자로서의 역할을 향상시켰고, 경제성장 재개와 새로운 사적부문의 성장에 분명히 기여한 것으로 평가된다. 이러한 폴란드에서의 경험은 정부 주도의 점진적 구조조정이나 파산제도의 급진적 적용보다 상업은행과 기업들의 병행 구조조정 및 상업은행 주도의 기업구조조정 방식이 탈공산사회에서 보다 성공적일 수 있음을 보여준다(Van Wijnbergen).

요약하자면, 폴란드에서는 다양한 사유화 방식을 사용한 결과, 다양한 기업지배구조들이 병존하게 되었는데, 가장 특징적인 결과는 종업원 소유기업 및 부분적 종업원지주제의 등장이라고 할 수 있다. 아울러 사유화 이후에도 국가

---

14) 기대와 달리, 탈공산주의 경제에서 은행들은 기업 주식을 취득하거나 주주로서 행동하는데 소극적이다(Dittus). 은행의 입장에서는 제한된 전문성과 인력, 투입될 시간 등을 고려할 때, 기업지배의 비용이 그 편익보다 크다고 판단하고 있다. 또한, 기업 주식을 확보함으로써 나타날 이해 상충의 문제도 심각하다. 은행들은 기업과의 관계를 고객과의 거래로 제한하여, 다수의 기업들에 걸쳐 소수의 지분만을 갖으려 한다. 이러한 이유로 체코에서는 은행으로의 소유집중이 일어났지만 이것이 효과적인 기업 지배로 연결되고 있지는 못하다(Coffee; Berglof, pp. 61-62). 또한 은행들은 주식과 부채의 스왑도 꺼려한다. 은행들은 이러한 스왑이 담보 상실을 초래할 뿐, 부실 대출을 부실 주식으로 바꾸는 것에 불과하다고 판단하고 있다. 이러한 이유들로 탈공산사회들에서 일본식 또는 독일식 기업 지배 구조가 등장할 것인가에 대해 회의가 제기되기도 한다(Dittus; Dittus and Prowse).

가 주주로서 또는 자산의 소유자로서 기업소유에 여전히 개입되어 있는 상태이다. 그리고 주식시장에서 펀드에 의한 기업감독은 미미하며, 그 대신 은행들이 비교적 성공적으로 회복되어 적극적 기업 감독자로서의 역할을 증대하여 왔다. 폴란드에서의 생산성 및 경제성장률 증가는 국영기업의 사유화와 구조조정보다는 역동적인 민영부문의 확대와 은행부문 회복에 힘입은 바 크다(Anderson and Kegels, p. 160-161).

Ⅳ. 헝가리: 개별적 매각에 의한 전략적 투자자 유치

사유화 초기부터 헝가리에서 사용된 가장 대표적인 사유화 방식은 국가재산청(State Property Agency: SPA)에 의한 매각이다.[15] 일반적으로, 매각은 자본주의 사회에서는 민영화의 대표적 방식이지만 탈공산주의 경제에서 실행하기에는 많은 어려움이 따른다. 이들 나라들에서는 자본 시장이 없는 상태에서 사유화를 진행하기 때문에 기업에 대한 객관적 자산평가(valuation)가 사실상 불가능하다. 이러한 여건 하에서는 매매당사자들간의 "정보의 불균형 문제"(소위 "lemon problem of asymmetric information")가 불가피하여, 매각가격이 아주 저렴하지 않는 한 매매가 성립되지 않는다. 더구나, 빠른 시일내에 대규모 사유화를 종결시켜야 하는 정부로서는 매수자에 비해 전략적으로 취약한 입장에 설 수밖에 없으므로, 매각 가격은 더욱 낮아지게 된다. 국내 자본이 극히 취약한 상황임(이는 경제 개혁 초기의 인플레이션에 의해 가계 저축이 고갈되었기 때문이기도 하다)을 고려하면, 매각에 의한 사유화는 결국 과거의 노멘클라투라나 외국 자본에 매우 저렴한 가격으로 국가 기업을 넘겨주는 결과를 초래할 수밖에 없다. 뿐만 아니라 매각에 의한 사유화 방식으로는 결국 가장 상태가 좋은 소수의 기업들만 매각될 것이기 때문에, 나머지 대부분의 기업들은 여전히 정부의 수중에 남게 된다. 오히려 좋은 기업들의 매각은 잠재적 세원을 포기하는 것이기에 장기적 관점에서는 정부 재정수입 증가에 역행하는 일이 될 수도 있다. 따라서 탈공산 사회에서 매각에 의한

15) 1,857개의 기업에 대한 소유권이 SPA로 이전되었다. 이 중 1,698개 주식회사가 사유화 대상이 되었다. 1997년 5월 말 현재 1,489개 기업들에서 국가 지분이 50% 미만이다. 987개 기업은 매각되었고, 144개 기업은 청산되었으며, 63개 기업이 지방정부나 정부 부처로 소유권이 이전되었다.

사유화는 대규모로 실행될 수 없고, 재정 수입의 증가에도 큰 도움이 되지 않을 뿐 아니라 정치적으로도 위험하다. 매각방식이 지니는 이러한 단점으로 인해 헝가리에서는 사유화 담당기관이나 정책 집행의 스타일이 자주 변경되어 왔다.

헝가리에서 초기의 매각 방식은 국가재산청에 의해 중앙집권적으로 실시되었는데, 기업의 개별적 매각, 경쟁입찰, 현금 재정수익, 점진주의적 접근 방식으로 특징지어진다. 이러한 접근 방식은 헝가리가 다른 공산국가들보다 상대적으로 보다 개방적이어서 서방 기업들과의 교류가 많았기 때문에 가능했다. 그리고 헝가리에서는 공산주의 시절에 이루어진 부분적인 시장지향적 경제개혁으로 인하여 기업 (지배인들의) 자율성이 높은 편이었다. 특히 1988년에 제정된 회사법 및 외국인 투자법은 기업 지배인들이 유한회사 설립이나 외국인과의 합작회사 설립을 통해 자생적 사유화를 추진하는 것을 쉽게 만들었다. 이에 헝가리 정부는 자생적 사유화의 확산을 막기 위하여 부채를 제외하고 자산만 이전하는 것을 금지하는 기업전환법(Transformation Act)을 1989년 제정하였다. 그리고 1990년에는 국가재산청을 창설하여 중앙집권적으로 사유화 전반을 집행, 감독하도록 했고, 자산보호법(Act on Asset Protection)을 제정하여 일정한 가치 이상의 자산을 개인이나 기업에 매각할 때에는 SPA의 승인을 얻도록 하였다.

일반적으로 SPA가 기업들을 사유화하는 과정은 두 단계로 나누어졌다. 첫 단계는 전환 또는 상업화(transformation 또는 commercialization) 과정으로서 이는 더 이상의 자생적 사유화나 자산탈취를 막기 위하여 소유권을 명확히 하고 기업을 하나의 독립적 개체로 확정(주로 유한 또는 주식회사로 전환)하는 단계이다. 두 번째 단계는 기업 통제권을 매각함으로써 사유화를 종결짓는 단계이다. 두 단계 모두에서 서방 컨설팅 회사들이 중요한 역할을 수행하였다.

사유화 과정에서 헝가리 정부는 한편으로는 기업을 적극적으로 경영하고 신규자본을 투하할 구매자에게 기업의 일부 지분보다는 기업 전체 또는 경영권을 매각하려 하였고 소규모 기업들을 경매에 의해 처분하는 것을 제외하고는 가능한 한 공개매수자에게 매각하였다. SPA가 처분한 기업의 90퍼센트 이상이 이러한 방식으로 사유화되었다. 헝가리 정부는 특히 전략적 외국 투자를 유치하고자 노력하였는데, 이는 새로운 기술, 자본, 경영 및 마케팅 기법을 도입하기 위한 것이기도 하였지만, 무엇보다도 심각한 대외 부채 문제를 해결하기 위하여 재정수익, 특히 외화수입의 증대가 필요하였기 때문이다. 그러나,

국가재산을 헐값에 외국에 넘긴다는 비판을 의식하여 헝가리 정부는 부분적으로는 매각 가격을 극대화하려 하였고, 이를 위해 사유화 초기 단계에서는 가급적 사유화 이전에 기업구조조정을 함으로써 기업 가치를 높이려 하였다.

그러나 엄격한 규칙에 의해 매수자가 선정되기보다는 사업계획, 투자계획 등을 평가하여 인수자가 선정되기 때문에 자의적 판단이 개입할 여지가 많았고, 이로 인해 투명성이 결여되었다고 비판받아 왔다. 또한 이러한 방식은 객관적인 기업 평가가 어렵고, 매각이 지연될 경우에는 기회비용 증가, 기술개발 지체, 자산가치 감소 등의 문제를 야기한다. 사실, 사유화 초기에 SPA는 가장 양호한 20개의 대기업 각각마다 컨설팅 회사를 선정하여 외국인 투자자에게 매각하려 하였으나, 이 중에서 6개만을 사유화할 수 있었고, 5개는 파산에 이르렀다. 그리고 SPA에 의한 중앙집권적 사유화는 인력이나 정보 상의 많은 문제점들을 야기했다.

이러한 초기의 사유화 방식은 그 속도가 늦고, 부실 기업들은 계속 국가의 수중에 남게 하는 문제가 있었다. 결국, 가장 매력적 기업은 매각되거나 또는 국가지주회사(State Holding Company: HSHC)로 이관되고, SPA에는 형편이 어려운 기업만 남게 되었다. 이러한 부진 속에서 헝가리 정부는 사유화를 보다 신속히 추진하기 위해 보다 분권적인 방식을 도입하였다. 첫째, 투자자 주도 방식을 도입하였는데, 이는 소규모 기업이나 상점들을 주로 경매에 의해 내국인에게 매각하는 것이었다. 둘째, 1991년에는 소위 자체적 사유화(self-privatization)에 의해 일정 규모 이하 기업에 대한 사유화를 기업 스스로가 추진토록 하였다. 그러나 이 방식은 SPA의 잦은 개입과 간섭으로 별 성과를 보지는 못하였다. 사유화 초기 단계인 1993년 2월까지 사유화 대상 약 2200개 기업 중 약 690개가 사유화되었는데, 대부분은 기업 또는 투자자 주도형이었고, 64개 기업에서만 SPA가 주도적 역할을 수행하였다.

사유화의 부진 속에서 1993년부터 헝가리 정부는 사유화 대상 기업들을 주로 외국자본에 매각한 초기 정책으로부터 점차 내국인, 특히 기업 지배인과 종업원들에게도 매각하는 방식으로 전환하였다. 국내 자본 부족 문제를 해결하기 위해 내국인 구매자들에 대한 지원책도 강구되었다. 이러한 대책 중 하나가 배상증서 발급이다. 이는 1991년에 제정된 배상법(Indemnification Act)에 따라 1939년 이후 국유화된 재산에 대하여 배상증서를 발급하고, 이를 SPA가 주관하는 기업 또는 토지 지분과 교환하거나 주식시장에서 거래토록 한 것이다. 또 다른 하나는 국영기업 구매자에게 중앙은행이 상업은행을 통해

서 특별 할인율을 적용하여 대출해 주는 제도(이른바 "E-loan" facility)이다. 그리고 헝가리 정부는 종업원지주제(Employee Stock Ownership Plan)를 도입하여, 6개월 이상 근무자로서 종업원 중 25퍼센트 이상이 참여하면 기업 주식을 시장가격으로 이전하되 E-loan의 혜택을 부여하고, 국영기업 매각 시 종업원들이 경쟁입찰에 참여하는 경우 호의적인 결정을 내렸다. 그리고 1994년에는 소액 투자자 주식취득 장려 프로그램을 도입하였다. 이와 같이 1993-94년 시기에는 현금 매각과 비현금 방식의 균형, 사유화 단계 이전에 기업에 대한 재정적 지원, 내국인에게의 매각 등이 강조되었다. 이러한 정책들의 결과로 사유화의 속도는 빨라졌으나, 매각에 의한 외화 획득과 현금 수입은 급격히 줄어들었다(Anderson and Kegels, p. 118-119). 다른 한편, 이상과 같은 다양한 사유화에도 불구하고 국가 지주회사가 광범한 기업들에 대한 통제권은 아니더라도 일정한 소유지분을 여전히 갖게 되었다.

이러한 정책기조는 1994년 새 정부가 들어선 이후 다시 변하게 되는데, 1995년부터는 다시 개별 현금 매각과 경쟁입찰을 강조하였고 사유화 이전에 기업구조조정을 먼저 추진하는 방식을 지양하였으며, 둘로 나뉘었던 사유화 관련기관, 즉 국가재산청과 국가지주회사를 사유화 및 국가지주회사(HPSHC)로 통합하였다.[16] 이에 따라 사유화가 다시 급속히 진행되었고 외국인 직접투자도 빠르게 증가하였다. 새로운 정책 기조는 1995년 새로운 사유화법의 제정을 통해 보다 확실하게 자리잡았다. 약 50개의 기업(철도, 체신 등)은 완전히 국영으로 남기고, 정보통신, 가스배급, 은행 등의 사유화는 1998년까지 종결하기로 결정하였다. 이러한 계획에 따르면, HPSHC는 일부 기업(예를 들어, 전기회사)의 최대주주이거나 20개 정도의 거대 기업(에너지나 정보통신 이외에 제조, 식품가공 등)의 황금주를 보유하게 된다. 따라서 앞으로 HPSHC가 일종의 투자 펀드로서 활동할 것인지 또는 기업경영에 적극적으로 관여하는 지주회사로서의 역할을 수행할지를 결정해야 할 것으로 보인다(OECD, *Economic Surveys of Hungary 1998-1999*, p. 80). 이와는 별도로, 헝가리 정부는 국영대기업 및 소규모의 기업연합집단에 대해 '단순화된 사유화' 프로그램을

16) HPSHC는 국가가 소유한 기업지분들의 90퍼센트를 소유하고 있다. 1997년 현재 211개 기업에 대해 평균 1/3의 주식을 보유하고 있으며, 주요 기업들에 대해서는 황금주를 갖고 있다. 헝가리 정부는 에너지, 정보통신 등 전략적 산업 이외의 제조업체나 식료품업체들에 대해서도 지분을 갖고 있다(OECD, *Economic Surveys of Hungary 1996-1997*, p. 63).

실시하였다. 이에 따르면, 입찰 60일 이내에 매각 계약이 이루어지지 않으면, 기업 경영진이 사유화를 계속 추진할 것인지 또는 경영진 스스로 비현금 결제 옵션으로 매입할 것인지를 선택하게 된다. 그리고 한때 대중 사유화 방안이 검토되었으나 실시되지는 못했다.

1995년 이후 가속화된 헝가리의 사유화 정책은 해외의 전략적 투자자들을 유치하는데 큰 성과를 거두었다. 지난 10년간 사유화로 인한 재정 수익 110억불 중 90억불이 외국인 투자자에게 매각한 대금이다. 1989부터 1997까지 헝가리에 유입된 외국인 직접투자는 180억불 정도인데, 국민 일인당 규모로 따지면 체코의 2배, 폴란드의 9배에 이른다. 외국인 투자기업들의 실적은 헝가리 GDP의 32퍼센트, 헝가리 총수출의 72퍼센트를 차지한다. 이들 외국인 투자자들은 체코나 폴란드에서처럼 노동집약 또는 고에너지소비 산업보다는 고기술, 고부가가치 산업에 많이 진출해 있다는 점이 특징이다(OECD, *Economic Surveys of Hungary 1998-1999*, pp. 72-73).

다른 한편 헝가리에서의 사유화, 특히 개별적 매각 방식은 독특한 기업 연결망(network)을 만들어냈다. 헝가리 정부는 개별적 매각을 추진함에 있어서 자산과 부채의 측면에서 기업들 상호간에 존재하는 연결망적 속성을 심각히 고려하지 않았다. 그러나 기업들은 탈공산주의 이행 이전과 초기에 이미 상호간의 직접적인 수평적 연계를 가지게 되었고, 이를 바탕으로 중앙집권적, 국가주도적 사유화 방식에도 불구하고 기업간 상호소유 연결망을 발전시켜 왔다(Bruszt and Stark). 이러한 연결망은 첫째, 대기업들간의 직접적인 (수평적) 교차소유, 둘째, 대기업들과 이들로부터 파생되어 나온 유한책임회사 형태의 위성기업들 사이의 수직적 연계, 셋째, 대기업, 위성기업, SPA, HPSHC, 은행들 사이의 연결망의 형태를 띠고 있다. 이러한 일련의 연결망들은 국영과 민영, 위계조직(hierarchy)으로서의 기업과 시장기제라는 전통적 이분법으로는 적절히 파악되지 않는 것이다(Bruszt and Stark). 그리고 이러한 연결망은 은행들이 간혹 관련되어 있기도 하지만, 기본적으로 기업간의 네트워크이며, 은행과 투자회사들 사이의 연계는 없다. 이 점은 기업간 직접소유가 드물고 은행과 투자 펀드와 같은 중간 수준에서의 연결망에 의해 특징지어지는 체코의 기업조직과 대조를 이룬다. 헝가리에서의 연결망은 기업 수준에서 긴밀히 연계되었고 중간 수준에서는 느슨한 편에 속한다.

다른 한편, 주식시장이나 투자펀드는 헝가리에서의 기업구조조정과 관련하여 별로 중요시되지 않았다.[17] 주식시장에서의 사유화도 그리 성공적이지 못

하였는데, 사실 배상증서제도를 시행하기 전까지는 주식시장의 중요성이 별로 강조되지도 않았다. 그 대신 헝가리 정부는 중부유럽 국가들 중에서는 가장 급진적인 파산법, 회계법, 은행법의 정비를 통해 기업에 경성예산 제약을 부과하는 정책들을 실시하였다. 1992년 1월 회계법과 파산법을 새로이 제정하여 과거에는 기업 청산만을 규정하였던 것을 이제는 청산후 기업 재정비가 가능하도록 하였으며, 90일 이상 채무 불이행 시에는 '자동적'으로 파산 절차가 시행되도록 하였고, 기업 경영진이 파산선언을 하지 않을 경우 형사 처벌까지 가능하도록 하였다. 새로운 파산법의 시행 후 기업 간 부채, 조세 및 사회보험 미납 등이 뚜렷이 축소되는 효과가 나타났다. 그러나, 이러한 과격한 조치들로 인해 1992년 말까지 4,000개 이상의 기업들이 파산 신청을, 10,000개 이상의 기업이 청산 신청을 하여 은행 부문의 부실이 더욱 심해졌다.[18]

헝가리 정부는 은행들로부터 부실 채권을 매입하기보다는 은행 자본금을 우선 확충하고 이를 바탕으로 은행들이 부실채권을 직접 회수토록 하고, 은행 주도 하에 기업개선작업을 추진하도록 하였으며, 궁극적으로는 은행 부문의 완전한 사유화를 추진하였다. 초기의 은행 구조조정 프로그램은 자금 지원이 충분히 되지 않아 은행 구조조정 및 사유화가 지체되었고 무수익 여신도 급증하였으나, 1994년에는 성공적으로 실시되어 부실 채권의 상당 부분이 해결되었다. 이러한 은행구조조정 과정에서 재무성은 대형 시중은행들의 지배주주가 되었다. 그러나 1996년 말까지 은행 부문 사유화는 거의 완료되어 실질적으로 민간 투자가들이 지배하고 있다(OECD, *Economic Surveys of Hungary 1996-97*, p. 46).

그러나 30억불에 달하는 공적자금 투입은 은행이나 기업들의 유인구조를

---

17) 탈공산 사회에서 자본시장의 발전 경로는 크게 두 부류로 나눌 수 있는데, 첫째는 체코, 러시아 등에서와 같은 시장주도형으로서, 이런 경우 자본시장의 규모는 크지만 유동성이나 투명성이 낮게 나타나고 있다. 이에 비해 폴란드, 루마니아 등과 같은 정부주도형에서는 규제 및 하부구조를 구축한 후 사유화를 추진하기 때문에 한동안 주식시장이 거의 존재하지 않지만, 일단 작동하면 비교적 유동성과 투명성이 확보되는 경향을 보인다. 그러나 이러한 구별은 시간이 흐르면서 점차 약해지는 경향을 보인다.

18) 헝가리의 과격한 파산제도가 초래한 부작용에 대해서는 Mizsei(1994) 참조. 대부분의 기업들이 실제로 파산 및 청산에까지는 이르지 않았고, 1992년 여름 이후 정부도 여러 가지 보완조치를 마련하였다(Anderson and Kegels, pp. 108-111; Gray, Schlorke, and Szanyi 참조).

바꿔 놓지는 못한 것으로 보이며, 오히려 새로운 형태의 온정주의적 경제를 만들었다는 비판도 제기되고 있다(Bruszt and Stark, p. 152). 헝가리 은행들은 채권자로서의 역할을 적극적으로 수행하고 하고 있는 것으로 보이지 않는다. 은행들은 기업 파산이나 청산 신청과 관련하여 소극적이다. 이는 파산 신청의 경우 기업들이 자동적으로 하게 되어 있고, 청산 신청도 주로 해당 기업과 거래기업들이 주도하였기 때문이기도 하다. 은행들은 특히 대기업에 대한 청산이나 부채 상각을 회피하였다. 화의제도를 운영함에 있어서도 은행들은 기업구조조정보다는 SPA에 부채를 매각하는 방식을 선호하였다. 그동안 반복적으로 기업 및 은행의 채무를 국가가 중앙집권적으로 관리하게 됨으로써 도덕적 해이가 지속되고 재정악화가 초래되었다. 이 때문에 일시적으로는 금융위기 문제가 해결되었으나 장기적으로는 재정위기가 닥칠지도 모른다는 우려가 제기되기도 하였다.

그러나, 헝가리에서의 은행 부문의 부실이 여타 국가들보다 더 심각한 것인지에 대해서는 이론의 여지가 있으며, 1995년부터 은행 부문의 수익성과 건전성이 회복되고 있고, 농업은행을 제외하고는 유동성의 위기도 겪고 있지 않다. OECD는 동구국가들 중에서 헝가리 은행이 가장 건전한 편에 속하며 지속적으로 개선되고 있다고 평가하고 있다. 그리고 주식시장과 투자은행이 미발달되어 있고 법적 제한(은행 자기자본의 15퍼센트 한도 내에서 구조조정기업 주식을 6개월간만 보유)으로 인해 부채-주식 교환이 어렵기는 하지만 헝가리 은행들도 점차 겸업은행으로 발전되어 가고 있는 것으로 보인다(OECD, *Economic Surveys of Hungary 1998-1999).*

V. 결론

요약하자면, 체코, 헝가리, 폴란드에서 사용된 서로 다른 대표적 사유화 방식들은 기업지배구조, 금융시장제도, 구조조정 진척도 면에서 서로 다른 효과를 나타내었다. 체코에서의 바우처 사유화는 영미형 자본주의를 지향했던 원래 의도와는 달리 은행 중심의 독일형 금융시장을 만들어냈다. 공산주의 시절에 산업별, 지역별 산업연합(Industrial Association) 수준에서 조직되어 있던 연결망은 사유화 이후 새로운 양태의 중간 수준—즉, 은행과 투자 펀드들—에

서 재조직되었다(Bruszt and Stark, p. 164). 은행으로의 소유집중과 은행 역할의 증대가 곧 효과적인 기업 지배로 연결되지는 못하였다. 체코 시장경제는 영미형(분산된 주식), 독일형(주요 기관투자가로서의 은행), 국가 자본주의(주요 주주로서의 국가)의 혼합 형태를 보이고 있다(OECD, *Economic Surveys of The Czech Republic 1997-1998*). 체코나 헝가리에 비해 사유화 방식이 더욱 복잡하고 다양했던 폴란드는 다양한 기업지배구조들의 실험장이 되었다고 할 수 있는데, 전반적으로 내부자들의 권한이 강한 기업지배구조를 만들어냈다. 그리고 폴란드에서 비교적 신속히 진행된 기업구조조정은 국영기업의 사유화보다는 민영부문의 새로운 성장, 시장화(marketization) 압력, 은행구조조정 덕분이다. 전략적 투자자에게로의 개별 매각 방식을 중시한 헝가리는 해외직접투자 유치 측면에서 가장 큰 성과를 거두었다. 헝가리에서는 기업들을 개별 매각했음에도 불구하고 기업들이 국영과 민영의 요소가 혼재된 광범한 연결망을 구성하고 있다. 즉, 소유권의 내용은 바뀌었지만 소유관계의 연결망적 속성은 과거로부터의 계속성을 보여주고 있다(Bruszt and Stark; 이에 관한 신제도주의적 설명은 임경훈 1999 참조).

이들 사회에서 사용된 서로 다른 사유화 방식들은 금융시장 진화에 있어서 세부적으로 중요한 차이를 가져왔다. 폴란드나 헝가리에서는 개별적 처분 방식이 많이 사용되었고, 주식시장 상장을 통한 사유화 기업 수가 적었기 때문에 소수의 대기업들만 주식시장에서 거래되고 주식시장의 시가총액도 낮은 수준에 머무르고 있다. 체코에서는 투자펀드보다는 은행 중심으로 자본시장이 진화되고는 있지만, 바우처 사유화로 인해 상장 기업 수나 시가총액은 상대적으로 높은 편이다. 그러나 바우처 사유화의 또 다른 특성 상 기업들이 직접금융 조달을 하지는 못하였고, 유동성은 소수 기업주식에 국한되어 있으며, 투명성이 결여되어 있는 등, 체코의 주식시장도 아직 발육부진 상태이다. 체코 주식시장은 자본조달보다는 경영권 시장으로서의 의미가 더 크다고 할 수 있다(Anderson and Kegels, pp. 244-45).

이러한 차이들에도 불구하고 체코, 폴란드, 헝가리 모두 영미형보다는 독일형에 가까운 금융시장 형태로 진화되고 있다. 이는 신생자본 시장으로서의 취약성, 은행부문의 낮은 편린화 정도(Popov)라는 공통적 요소들이 서로 다른 사유화 방식의 효과들을 압도하기 때문인 것으로 보인다. 그러나 은행과 기업간의 관계는 나라마다 차이를 보이고 있는데, 체코의 경우에는 독일식 겸업은행이 지배적이다. 헝가리에서는 상업은행과 투자은행간의 구별이 엄격하여 상

업은행이 적극적 기업주주로서 역할하기 힘들었으나, 점차 겸업은행으로 이행할 것으로 보인다. 폴란드의 경우에는 겸업은행이 허용되고는 있으나 실제로 은행들이 주주로서 적극적으로 활동하지 않는다. 그리고 세나라 모두에서 국가는 주요 기업들뿐만 아니라 상업은행들의 주주로 남아 있다. 은행사유화가 가장 많이 진척된 체코에서도 국가는 여전히 은행 주식의 대지분들을 소유하고 있다. 폴란드 정부도 은행들을 개별적으로 매각하여 왔으나 여전히 은행자산의 2/3를 보유하고 있다. 헝가리도 은행 매각에 어려움을 겪었으나 1990년대 후반에 그 속도가 빨라졌다. 이들 나라 모두에서 기업 사유화보다 은행사유화가 더 지체되었는데, 이는 은행 사유화가 초래할지 모를 금융부문 불안 및 과점화에 대한 우려와 전략적 투자자 유치의 어려움을 반영한 것이다.

다른 한편, 이들 나라들에서 사용된 서로 다른 사유화 방식이 기업구조조정에도 일정한 차이를 가져온 것으로 보이기는 하지만 기업구조조정 상의 서로 다른 성과가 반드시 사유화 방식의 차이 때문만이라고 판단되지는 않는다. 그 이유는 이들 경제들이 서로 다른 조건들 하에 사유화를 진행시켜 왔고, 은행부문 개혁 및 파산제도의 정비에서 서로 다른 진척도를 보이고 있으며, 표본추출 상의 문제로 인해 정확한 통계학적 측정이 어렵기 때문이다. 삼국 모두의 경험은 기업 사유화만으로는 기업구조조정을 달성할 수 없으며 신속한 은행부문의 사유화 및 부실채권 처리, 은행의 채권자 또는 투자자로서의 역할 정립이 매우 중요하다는 점을 상기시킨다.

마지막으로, 이들 나라들은 왜 서로 다른 사유화 방식을 선택하고 그 결과 서로 다른 이행경로를 보이며, 이들 사회들이 각기 특징적인 시장경제로 진화되고 있다면 그들 사이에서 발견되는 공통점들은 어떻게 설명되어야 하는가의 문제가 남는다. 신제도주의의 '경로의존'의 관점에 기초한 스타크의 설명은 경험적 측면에서 많은 설득력을 지니고는 있지만, 다양한 변수들(바우처 사유화와 같은 경로형성 전략까지도)을 포괄적으로 '경로의존'에 귀착시키고, 경로의존을 초래하는 매개변수들—예를 들어, 정치적 과정—을 간과하고 있다. 예를 들어, 폴란드에서 사유화가 늦어진 데에는 노동자들의 저항뿐만 아니라 그러한 비토권의 행사가 가능했던 정치과정, 즉, 정당 편린화를 야기한 선거제도와 정파들간의 연합 양태가 있었기 때문이다. 또한 헝가리의 경우에도, 스타크도 공저(Bruszt and Stark)에서 지적하고 있듯이, 권력이 수상에게로 지나치게 집중된 반면 이익집단들이 전국적 수준에서 강력하지 못하여 협의에 의한 정책결정이 이루어지지 못한 결과, 정책적 오류와 그에 따른 잦은 정책

변경이 초래되었던 것이다. 그리고 스타크의 포괄적 설명은 각국들의 차이만을 부각시키고 공통적 경로의존의 측면은 간과하고 있다. 특히 금융시장의 태생적 취약성과 같은 공통적 요소들은 왜 이들 나라들에서 투자펀드가 아니라 은행들이 금융시장의 가장 중요한 행위자로 등장했고, 그 결과 각각 다르기는 하지만 공통적으로는 영·미식이 아닌 기업지배구조가 등장했는지에 대해 많은 부분을 설명해 줄 수 있다. 이런 점에서 폴란드, 헝가리, 체코의 사유화 과정과 결과에 대한 연구는 단순히 경로의존의 창을 통해서보다는 '경로형성(path-shaping)'과 '경로의존'의 동학이 복합적으로 작용하는 정치적 과정을 감안하고, 이들 사이의 차별성과 함께 공통점들에도 유의해야 할 것으로 보인다.

참 고 문 헌

임경훈(1997) "바우처 사유화의 논리: 러시아와 체코의 경우 비교", 『국제지역연구』, 제 6권, 3-4호(가을-겨울호).

_____(1999) "러시아 기업지배구조의 형성", 세종연구소 연구논문.

Aoki, Masahiko, and Hyung-Ki Kim(eds.)(1995) *Corporate Governance in Transitional Economies: Insider Control and the Role of Banks*, Washington, D. C., World Bank.

Anderson, Ronald W., and Chantal Kegels(1998) *Transition Banking: Financial Development of Central and Eastern Europe*, Oxford, Clarendon Press.

Baer, Herbert, and Cheryl W. Gray(1996) "Debt as a Control Device in Transitional Economies", in Frydman, Gray, and Rapaczynski(eds.) vol. 1, Budapest: Central European Univ. Press.

Bartlet, David(1997) "Has the East Really Become the South?: Ownership Structure and Economic Policy in Eastern Europe and Latin America", *Politics and Society*, vol. 25, no. 2, pp. 202-233.

Berglof, Erik(1996) "Corporate Governance in Transition Economies: The Theory and Its Policy Implications", in Frydman, Gray, and Rapaczynski(eds.) vol. 1.

Bruszt, Laszlo, and David Stark(1998) *Postsocialist Pathways: Transforming Politics and Property in East Central Europe*, Manuscript, Cambridge, Cambridge Univ. Press.

Claessens, Stijin(1996) "Banking Reform in Transition Countries", World Bank Working Paper.

Claessens, Stijn, Simon Djankov, and Gerhard Phol(1996) "Ownership and Corporate Governance: Evidence from the Czech Republic", World Bank Working Paper.

Coffee, Jr., John C.(1996) "Institutional Investors in Transitional Economies: Lessons from the Czech Experience", in Frydman, Gray, and Rapaczynski(eds.) vol. 1.

Dittus, Peter(1996) "Why East European Banks Don't Want Equity", *European Economic Review*, vol. 40, pp. 655-662.

Dittus, Peter, and Stephen Prowse(1996) "Corporate Control in Central Europe and Russia: Should Banks Own Shares?", in Frydman, Gray, and Rapaczynski(eds.) vol. 1.

Djankov, Simeon(1998) "Restructuring of Insider-Dominated Firms: A Comparative Analysis", World Bank Working Paper.

EBRD(1997) *Transition Report.*

Egerer, Roland(1995) "Capital Markets, Financial Intermediaries, and Corporate Governance: An Empirical Assessment of the Top Ten Voucher Funds in the Czech Republic", World Bank Working Paper.

Ernst, Maurice, Michael Alexeev and Paul Marer(1996) *Transforming the Core: Restructuring Industrial Enterprises in Russia and Central Europe*, Boulder, Westview.

Estrin, Saul, Alan Gelb, and Inderjit Singh(1995) "Shocks and Adjustment by Firms in Transition: A Comparative Study", *Journal of Comparative Economics*, vol. 21, no. 2, pp. 143-149.

Frydman, Roman, Cheryl Gray, and Andrej Rapaczynski(1997) "Private Ownership and Corporate Performance: Some Lessons from Transition Economic", New York Univ. Working Paper 9827.

Frydman, Roman, Cheryl W. Gray, and Andrej Rapaczynski(eds.)(1996) *Corporate Governance in Central Europe and Russia*, 2 vols., Budapest, Central European Univ. Press.

Frydman, Roman, Kenneth Murphy, and Andrej Rapaczynski(1996) "Capitalism with Comrades", *Transition*, January 26.

Frydman, Roman, Cheryl Gray, Marek Hessel, and Andrei Rapaczynski (1997) "Private Ownership and Corporate Performance: Some Lessons from Transition Economies", World Bank Working Paper.

Gray, Cheryl, Sabine Schlorke, and Miklos Szanyi(1995) "Hungary's Bankruptcy Experience, 1992-1993", World Bank Working Paper.

Hashi, Iraj(1998) "Employee Ownership and Enterprise Behavior", *Russian and East European Finance and Trade*, vol. 34, no. 2, pp. 58-84.

Jezek, Thomas(1997) "The Czechoslovak Experience with Privatization", *Journal of International Affairs*, vol. 50, no. 2, pp. 477-488.

Kalmi, Panu(1998) "Ownership Change in Employee-Owned Enterprises in Poland and Russia", *Russian and East European Finance and Trade*, vol. 34, no. 2, pp. 6-57.

Keefer, Philip, and Mary Shirley(출판연도미상) "Privatization in Transition Economies: Politics as Usual?", in *Political Institutions and Determinants of Public Policy*, (서지사항미상).

Liberman, Ira W. et al.(eds.)(1995) *Mass Privatization in Central and Eastern Europe and the Former Soviet Union: A Comparative Analysis*, Washington D. C., World Bank.

Mertlik, Pavel(1995) "Transformation of the Czech and Slovak Economies 1990-92: Design, Problems, Costs", in Jerzy Hausner, Bob Jessop and Klaus Nielsen(eds.) *Strategic Choice and Path-Dependency in Post-Socialism: Institutional Dynamics in Transformation Process*, Aldershot, Edward Elgar.

Mizsei, Kalman(1994) "Bankruptcies and Banking Reform in the Transition Economies of Central and Eastern Europe", in John P. Bonn and Istvan P. Szekely(eds.) *The Development and Reform of Financial Systems in Central and Eastern Europe,* Aldershot, Edward Elgar.

Montes-Negret, Fernando, and Luca Papi(1996) "The Polish Experience in Bank and Enterprise Restructuring", World Bank Working Paper.

OECD, *Economic Surveys*, Several issues.

Palda, Kristian(1997) "Czech Privatization and Corporate Governance", *Communist and Post-Communist Studies*, vol. 30, no. 1, pp. 83-93.

Pistor, Katharina, and Joel Turkewitz(1996) "Coping with Hydra — State Ownership after Privatization", in Frydman, Gray, and Rapaczynski(eds.) vol. 2.

Popov, Vladimir(1999) "The Financial System in Russia Compared to Other Transition Economies: The Anglo-American versus the German-Japanese Model", *Comparative Economic Studies*, vol. XXXXI, no. 1, pp. 1-42.

Rona-Tas, Akos(1997) "The Czech Third Wave: Privatization and the New Role of the State in the Czech Republic", *Problems of Post-Communism*, vol. 44, no. 6, pp. 53-62.

Stark, David(1994) "Path Dependence and Privatization", in Janos Matyas Kovacs(ed.) *Transition to Democracy?: The Communist Legacy in Eastern Europe*, New Brunswick, Transaction Publishers.

Van Wijnbergen, Sweder(1997) "On the Role of Banks in Enterprise Restructuring: The Polish Example", *Journal of Comparative Economics*, vol. 24, no. 1, pp. 44-64.

World Bank(1996) *World Development Report 1996: From Plan to Market*, Washington D. C., World Bank.

Abstract

Privatization Methods and Their Consequences in the Czech Republic, Hungary and Poland

Leem, Kyung Hoon

The Czech Republic, Hungary and Poland have used different methods as a way of privatizing mid- and large-size state enterprises. They are voucher privatization, sales to strategic foreign investors and employee buy-outs, respectively. This paper compares and evaluates their impacts on the emerging corporate governance, financial market institutionalization and enterprise restructuring.

While the adoption of different privatization methods reflected in part the path-dependent nature of transitions, it was the post-communist political process that linked the communist legacies and a particular privatization package. Once implemented, the different privatization packages have created different paths in the construction of market institutions. These paths often diverged from the reformers' blueprints.

Contrary to radical reformers' intention, inherited property and stakeholder networks have not been destroyed by the extensive privatization; rather, they have been reconstructed. And, the three economies have shown a common pattern of "path-dependence" in which a common inherited legacy constrains and even seems to overshadow other factors in-

cluding the effects of privatization methods; that is, weak financial market. Mainly due to infantile capital market and persisting inherited networks, these economies have evolved toward the German rather than Anglo-Saxon model of corporate governance and financial market institutions.

It is difficult to measure the effects of privatization methods on the post-privatization performance of enterprises due to the problems of national idiosyncrasies and selection bias. Still, an important lesson derived from the Central European experience is that (a particular method of) privatization alone does not solve the question of enterprise restructuring. More than anything else, bank restructuring and adequate bankruptcy policies should go hand in hand with the enterprise privatization.