기업소유지배구조의 역사적 영향요인 분석 및 시사점 연구

| 김현종 |

keri
한국경제연구원

연구 | 13－07

기업소유지배구조의 역사적 영향요인 분석 및 시사점 연구

김현종

keri
한국경제연구원

기업소유지배구조의 역사적 영향요인 분석 및 시사점 연구

1판1쇄 인쇄/ 2014년 1월 8일
1판1쇄 발행/ 2014년 1월 10일
발행처/ 한국경제연구원
발행인/ 최병일
편집인/ 최병일
등록번호/ 제318-1982-000003호

(150-881) 서울특별시 영등포구 여의대로 24 전경련회관 45층
전화 3771-0001(대표), 3771-0048(직통) / 팩스 785-0270
http://www.keri.org

ⓒ 한국경제연구원, 2014

한국경제연구원에서 발간한 간행물은
전국 대형서점에서 구입하실 수 있습니다.
(구입문의) 3771-0048

ISBN 978-89-8031-671-1 12,000원
CIP제어번호 2014000555

* 제작대행 : (주)FKI미디어

발간사

역사적으로 한 국가의 정치적 환경변화는 해당국가의 기업과 기업집단에 지속적으로 영향을 미치게 되는데, 현재 한국의 기업집단은 한국 사회로부터 구조적 전환을 요구받고 있는 상황에 놓여 있다. 금융위기, 소득불평등도 등 기업 및 기업집단의 지배구조와는 직접적 관련성이 낮은 정치적 쟁점들이 기업집단에 대한 반감으로 작용하고 있다. 또한 정치권은 국민적 갈등을 기업지배구조에 대한 정책을 통해 정치적 지지를 획득하려는 성향을 이전보다 더 많이 표명하고 있다. 그런데 기업집단구조의 재단을 통한 해법을 선택하려는 정치권의 성향은 비단 한국에서만 나타나는 현상이 아니며, 역사적으로 세계 각국에서 나타났고 이에 대한 국가별 해법의 선택은 다양했다. 역사적으로 갈등해소를 위해 어떠한 정치적 해결방안이 선택됐는지 여부에 따라 해당국가의 정부 역할과 향후 기업집단 구조가 결정되는 특성을 보여주었다. 정치적 결정은 내생변수이므로 정치권을 적극적으로 설득하는 과정도 중요하지만, 외생적으로 결정되는 제도에 대한 대응도 모색되어야 한다.

현재 한국의 정치권에서는 선진국에서 50~100여 년 전 도입했던 대기업집단 정책·제도의 도입을 거론하는 등, 한국에서 현재 논의되고 있는 대기업집단 비판은 선진국에서 50~100여 년

전에 나타났던 논쟁과 유사한 부분이 많다. 당시 외국 정부가 도입했던 대응방안을 참고하여 한국 기업집단의 미래구조에 대한 유용한 연구자료로서 활용·검토할 수 있다. 본 보고서는 선진국 기업지배구조의 역사적 선례를 분석하여 국가별로 정치적 경제적 환경변화에 대해 어떻게 대응했으며 그러한 선택이 초래한 결과를 분석함으로써 적절한 기업지배구조를 모색하는 데 있어서 중요한 요인을 도출해보고자 했다. 그리고 이러한 분석을 기반으로 정치적 환경변화에 따른 한국 기업집단이 당면하게 될 과제를 예상하고 대응방안에 대한 시사점을 모색하는 데 본 보고서의 목적이 있다.

이러한 목적 수행을 위해 먼저 본 보고서는 주주권의 보호제도, 경쟁정책, 조세제도, 경영권보호와 글로벌화와 같은 제도적 요인과 정치적 성향, 노동자 권한 등 정치적 요인에 따라 국제적으로 기업소유구조가 어떤 형태를 가지고 있는지에 대해 비교한 선행 연구를 통해 분석과제를 도출했다. 이러한 분석과제의 도출과정이 국제비교라는 횡단면 분석이었다고 한다면 본 연구는 국가별 역사적 변천과정을 비교 분석한다는 측면에서 패널자료를 분석하는 의미를 가진다. 본 보고서는 이러한 분석을 위해 기업소유구조의 역사상 급격한 변화를 나타냈던 독일, 스웨덴, 일본 및 캐나다를 선택했으며, 추가로 일률적인 변화(소유분산)만 나타났던 미국과 영국의 사례도 분석에 포함시켰다.

본 연구보고서의 저자인 김현종 연구위원은 연구에 도움을

준 연세대학교 신현한 교수 및 익명의 검토자에게 감사를 표하고 있다. 끝으로 본 보고서의 연구내용은 저자의 개인적 견해이며 본원의 공식견해와는 무관함을 밝혀두는 바이다.

2014년 1월
한국경제연구원
원장 최병일

목 차

요 약 ····· 9
제Ⅰ장 서 론 ····· 25
1. 연구배경과 목적 ····· 27
2. 연구방법론과 구성 ····· 30
제Ⅱ장 소유지배구조의 영향요인 국제비교 ····· 33
1. 기업지배구조 연구에 대한 정치경제학적 관점 ····· 35
2. 기업지배구조에 대한 결정 요인 국제비교 ····· 37
3. 기업지배구조와 정치적 연계 ····· 49
제Ⅲ장 소유지배구조에 대한 역사적 변천과정 고찰 ····· 61
1. 소유분산의 시대 ····· 63
2. 소유집중과 피라미드 기업집단의 확장 시대 ····· 109
제Ⅳ장 소유지배구조에 대한 역사적 변화요인 분석 ····· 143
1. 구조적 요인의 역사적 변화와 영향 ····· 145
2. 정치적 요인의 역사적 영향 ····· 184
제Ⅴ장 한국에 대한 시사점 ····· 211
1. 분석결과의 주요 유의사항 ····· 214
2. 한국에 대한 정책과제 ····· 229
참고문헌 ····· 240
영문초록 ····· 247

표 목차

〈표 1〉 국가별 중화학공업의 마진율(1970~1992년) ……41
〈표 2〉 국가별 협조지수(Coordination Index) ……42
〈표 3〉 국가별 역사와 금융시장간 관계 ……47
〈표 4〉 정치적 성향 관련 지표와 소유구조 지표 ……50
〈표 5〉 소유분산수준에 대한 영향요인 회귀분석 결과 ……53
〈표 6〉 고용규제와 주식공시 규제 간 반비례관계(OECD국가) ….55
〈표 7〉 소유구조에 대한 고용보호 규제의 영향(노동자 영향력↑, 소유분산↓) ……56
〈표 8〉 유형별 이중이사회 비중(1895~1912년) ……70
〈표 9〉 영국기업의 소유-지배 괴리에 대한 역사적 추이 ……82
〈표 10〉 일본 3대 대규모 기업집단의 주식소유비율 변화 추이 ‥102
〈표 11〉 독일기업의 주식소유구조(1960~1998년) ……114
〈표 12〉 스웨덴 100대 기업(고용 기준) 주주의 소유지분 분포도 ·124
〈표 13〉 주요기업의 타 회사 주식소유 상황 추이 ……130
〈표 14〉 주요 기업집단의 주식소유 상황 ……131
〈표 15〉 일본기업에 대한 기관 유형별 주식소유 비율 추이 ……132
〈표 16〉 국가별 시장자본화비율 추이 비교(1975~1999년) …166
〈표 17〉 스웨덴 상장기업에 대한 소유구조 변화 추이 ……169
〈표 18〉 유럽 사회민주당의 우익화 추이 ……189
〈표 19〉 한국 국민의 정치적 성향 추이 ……236

그림 목차

〈그림 1〉 소유분산수준과 마진율의 관계 ·····41
〈그림 2〉 협조지수와 소유집중도 ·····43
〈그림 3〉 협조지수와 소액주주 보호 ·····43
〈그림 4〉 20세기 중반 경제 붕괴와 소유분산도 간 관계 ····48
〈그림 5〉 소유분산도와 정치적 성향 간 관계 ·····51
〈그림 6〉 지니계수와 소유분산수준의 관계 ·····52
〈그림 7〉 고용보호규제와 소유분산도의 관계 ·····57
〈그림 8〉 20세기 체제붕괴와 노동자 영향력 간 관계 ·····58
〈그림 9〉 정부지출 비율과 소유분산수준의 관계 ·····60
〈그림 10〉 1902~1910년간 캐나다 기업 소유구조의 변화 ·····93
〈그림 11〉 2차대전 전후 일본 기업지배구조의 변화 ·····102
〈그림 12〉 독일기업의 소유 구조추이 도표 ·····117
〈그림 13〉 일본기업 주식소유구조의 추이 ·····129
〈그림 14〉 캐나다국내민간기업 지배구조의 변화추이 ·····135
〈그림 15〉 이탈리아 기업소유구조 유형별 비중 변화 추이 150
〈그림 16〉 이탈리아 평균 피라미드 지수의 변화 추이 ·····162
〈그림 17〉 주주가치와 종업원의 임금 유인 체계 간 관계 202
〈그림 18〉 독일의 주식회사와 상장회사 수의 변화 추이 ····237

요 약

1. 연구 목적과 방법론

(1) 연구의 배경

현재 한국의 기업집단은 한국 사회로부터 구조적 전환을 요구받고 있는 상황에 놓여 있다. 금융위기, 소득불평등도 등 기업 및 기업집단의 지배구조와는 직접적 관련성이 낮은 정치적 쟁점들이 기업집단에 대한 반감으로 작용하고 있다. 또한 정치권은 국민적 갈등을 기업지배구조에 대한 정책을 통해 정치적 지지를 획득하려는 성향을 이전보다 더 많이 표명하고 있다. 그런데 기업집단구조의 재단을 통한 해법을 선택하려는 정치권의 성향은 비단 한국에서만 나타나는 현상이 아니며, 역사적으로 세계 각국에서 나타났고 이에 대한 국가별 해법의 선택은 다양했다. 역사적으로 갈등해소를 위해 어떠한 정치적 해결방안이 선택됐는지 여부에 따라 해당국가의 정부 역할과 향후 기업집단 구조가 결정되는 특성을 보여주었다. 정치적 결정은 내생변수이므로 정치권을 적극적으로 설득하는 과정도 중요하지만, 외생적으로 결정되는 제도에 대한 대응도 모색되어야 한다.

현재 한국의 정치권에서는 선진국에서 50~100여 년 전 도입했던 대기업집단 정책·제도의 도입을 거론하는 등, 한국에서 현재 논의되고 있는 대기업집단 비판은 선진국에서 50~100여 년 전에 나타났던 논쟁과 유사한 부분이 많다. 당시 외국 정부가

도입했던 대응방안을 참고하여 한국 기업집단의 미래구조에 대한 유용한 연구자료로서 활용·검토할 수 있다. 본 연구는 선진국 기업지배구조의 역사적 선례를 분석하여 국가별로 정치적 경제적 환경변화에 대해 어떻게 대응했으며 그러한 선택이 초래한 결과를 분석함으로써 적절한 기업지배구조를 모색하는 데 있어서 중요한 요인을 도출해보고자 한다. 그리고 이러한 분석을 기반으로 정치적 환경변화에 따른 한국 기업집단이 당면하게 될 과제를 예상하고 대응방안에 대한 시사점을 모색하는 데 본 연구의 목적이 있다.

(2) 연구의 방법론

본 연구는 먼저 기존 연구문헌에서 기업지배구조의 주요 변화요인들로 언급되어온 사항들이 역사적으로 국가별 기업지배구조 형성과 변화에 어떻게 영향을 주었는지를 고찰하고자 한다. 먼저 본 연구는 주주권의 보호제도, 경쟁정책, 조세제도, 경영권보호와 글로벌화와 같은 제도적 요인과 정치적 성향, 노동자 권한 등 정치적 요인에 따라 국제적으로 기업소유구조가 어떤 형태를 가지고 있는지에 대해 비교한 선행 연구를 통해 분석과제를 도출했다. 이러한 분석과제의 도출과정이 국제비교라는 횡단면 분석이었다고 한다면 본 연구는 국가별 역사적 변천과정을 비교 분석한다는 측면에서 패널자료를 분석하는 의미를 가진다. 본 연구는 이러한 분석을 위해 기업소유구조의 역사상 급격한 변화를 나타냈던 독일, 스웨덴, 일본 및 캐나다를 선택했으며, 추가로 일률적인 변화(소유분산)만 나타났던 미국과 영

국의 사례도 분석에 포함시켰다.

2. 역사적 변천과정

(1) 독일

독일의 유한주식회사들은 19세기 후반과 20세기 초반 동안 소유집중, 산업 내 협력(카르텔), 그리고 급속한 규모의 확장의 과정을 거쳤다. 그러나 바이마르 공화국시절에 들어서면서 점진적 소유경영 분리의 성향이 강화되었다. 대주주에 의한 주식의 소유는 집중돼 있었지만, 점차 거대기업에서부터 전문경영인들은 경영자로서의 역할을 대주주로부터 인수받기 시작했고 1930년대에 들어서 전문경영인에 의한 기업지배 현상은 지속되어져 대주주 가문과 관련 없는 인물들이 기업경영을 담당하게 됐다. 대주주 및 창업자가족들은 감독이사회(supervisory board)의 구성원으로 역할이 변했다.

바이마르공화국 이후 수립된 나치정부는 1937년 주주법 개정을 통해 경영권 보호장치를 폐지하여 주주권을 강화하는 대신 경영이사회가 더 이상 주주가치를 위한 경영판단을 할 필요는 없도록 규정해버렸다. 그 대신 경영자들이 기업관련 이해관계자들의 이익을 고려하여 의사결정을 하도록 만들었다. 이러한 규율에 의해 경영자는 주주뿐 아니라 이해관계자의 이익도 함께 책임지게 됐으며, 종업원 대표는 주식회사의 감독이사회 구성원으로 참석하게 됐다. 한편, 은행은 경영의 감독자이자 채권자로서의 영향력이 증대되었다.

(2) 스웨덴

스웨덴은 1860년대에 기업설립의 자유와 외국과의 무역자유화를 포함하는 경제개혁을 실시한 이후 1870년대부터 1913년까지 유럽 최고의 생산성 증가를 기록하면서 산업화를 진행시켜 나아갔었다. 1920년대부터 스웨덴의 은행들은 주요 상장회사의 상당수준의 주식을 소유하였고 또한 대주주로서 지배권을 행사할 수 있었던 반면, 창업자 가족들은 사업가는 아니었기 때문에 1920년대 초 경기불황으로 인해 경영권을 상실했거나 혹은 소유지분이 상당수준 희석되어져 가고 있었고 때로는 전문기술자에 의해 승계되어지고 있었다. 기업들에 대한 은행의 소유지분은 점차 증가되어 갔지만 은행 자체적으로는 기업경영에 있어서 경쟁력이 낮았기 때문에 은행은 기업의 경영자를 선임-감독하는 방식으로 기업에 영향력을 발휘해 나아갔다. 즉, 1910년대부터 1920년대 동안 자본시장을 통한 재원조달이 증가하여 기업들의 주식소유구조가 점차 희석(분산화)되어지자 상대적으로 대지분을 가진 은행이 경영자를 통해 지배권을 행사하게 된 것이었다. 1925년에는 스웨덴의 25개 대기업의 대부분이 창업자가 아닌 전문CEO에 의해 경영되었다고 한다. 이와 같이 19세기 후반부터 급격한 경제성장을 경험했던 스웨덴 경제는 20세기 초부터 자본시장의 발전과 은행의 역할증대로 소유분산과 소유경영의 분리를 경험하는 과정을 거치게 된다. 그러나 이러한 소유지배구조상의 추세는 1930년대 대공황을 맞이하면서 급격한 제도변화와 더불어 큰 구조전환에 직면하게 된다.

1932년 스웨덴의 사회민주당 정부가 들어선 이후 1938년에는

스웨덴 고용자연합과 노동단체 간에 해고 시 절차와 규정에 대한 협정이 체결됐다. 이러한 협정은 조합주의적 관점에서 독특한 것이었는데, 이러한 협정은 1976년 노동자단체가 협정을 포기하기까지 유지됐다. 사회민주당 정부는 1938년에 법인세 개정을 통해 기계와 중장비에 대한 자유로운 감가상각 적용을 허용했고 은행의 산업계열사 주식소유를 금지하되 은행의 주주들이 은행소유 주식을 해당 지주회사격인 CEIF(closed-end investment funds)에 양도하는 것을 허용함으로써 지배가족은 CEIF를 통해 계열사에 대한 소유를 유지할 수 있게 됐다.

(3) 캐나다

19세기 후반의 경제성장기 동안 기존 부유가족들과 철도기업가들이 새로운 산업분야로 벤처투자하면서 기업집단 구조가 형성됐다. 금융시장의 성장이 부족했던 캐나다에서는 대부분의 인수기업들은 한 기업을 인수한 이후 거기서 나오는 수익을 바탕으로 다른 기업을 인수해야만 했다. 따라서 지배권을 확보할 수 있는 최소한의 지분만을 매입했다. 이후 주식시장이 상당한 수준으로 발전되면서 외부주주들은 자본제공처로서 중요한 요인이었으므로, 벤처투자를 위해 소액주주들에게 주식을 판매하는 것은 일반적인 현상이었다. 지배가족들은 계열사에 대한 통제권을 이용해 실제로 소유하고 있는 재원보다 더 많은 자본을 조달할 수 있게 됐다. 지배가족의 다각화는 다시 기업집단의 규모를 거대화시켰으며 다시 새로운 분야로의 벤처투자를 가능하도록 만들어 줬다. 벤처투자를 대부분의 캐나다 대기업들은 가족 혹

은 비상장기업을 정점으로 하는 피라미드 구조를 형성하고 있던 기업집단에 속해있었다. 캐나다에서 지배가족이 통제하는 피라미드 기업집단이 전체 기업구조유형에서 점유하는 비중은 1910년에 최고 수준인 40%를 기록했지만 1960년대에는 10%에 이를 정도로 감소하게 됐다.

캐나다에서 소유분산된 단독기업의 경우 1960년대 이후 급속히 감소하기 시작했던 반면, 가족지배형 피라미드 기업집단 비중이 증가했다. 즉, 캐나다 역사에서 20세기 후반기에 들어서 1985년은 가족지배형 피라미드 기업집단이 가장 큰 비중을 점유하게 됐던 시기였다. 종합해보면, 지배가족 통제하에 있던 피라미드 구조를 형성했던 캐나다 기업집단의 비중은 1960년대부터 1985년까지 지속적으로 증가하였던 반면, 소유분산된 기업과 기업집단은 1960년대부터 1985년까지 감소하는 양상을 나타냈다고 할 수 있다.

(4) 일본

2차대전 이후 일본에 대한 미군점령기에 해당하는 1945년부터 1952년 동안 SCAP(the Supreme Commander of the Allied Powers)였던 맥아더 장군은 일본의 피라미드 구조 기업집단에 대한 해체작업을 추진했다. SCAP는 금융기관의 타주식 소유가 5% 이내로 제한함으로써 금융기관이 피라미드 기업집단의 맨 꼭대기에 금융기관이 들어설 수 없도록 만들었다. 또한 SCAP는 미국 루즈벨트 대통령이 뉴딜정책을 통해 추진했던 거대 피라미드 기업집단의 분해를 추진했다. 즉 맥아더 군정은 지배가족

의 소유지분을 몰수하고, 상호출자는 해체시켰으며, 자이바츠 기업집단의 임원들을 해고시켰다.

재벌 해체로 주식시장의 혼란이 초래된 가운데, 기업사냥꾼들에 의한 적대적 인수합병활동이 활발하게 나타났다. 해체된 계열사의 경영자들은 그룹차원에서 과거 계열사였던 기업의 경영권 위기 시 백기사(white knight)와 백지주(white squire)의 역할을 자처하면서 경영권 방어에 나섰다. 이러한 경영권 방식은 계열방어로 불렸는데, 1950년대의 계열방어는 주로 미츠이, 미츠비시, 스미토모와 같은 오랜 전통을 지닌 기존 자이바츠 소속 계열사 간에 이뤄졌었고 이후 1960년대에는 은행이 중심이 되어 고객기업을 적대적 인수합병으로부터 보호하기 위한 목적에서 새로운 형태의 계열화가 이뤄졌다.

3. 역사적 영향요인 분석

(1) 주주권 보호제도

영미국가처럼 금융자본가와 금융기관이 영향력을 갖고 있는 국가와 달리 그렇지 못한 국가에서는 주주권의 보호제도의 확립보다는 정부의 자유시장주의 채택이 보다 중요한 사항이다. 자유시장주의에서 벗어나 정부가 규제와 법제도를 통해 기업활동에 적극적으로 개입하게 되면 해당 사회 내에 지대추구(Rent-Seeking) 유인이 증가하게 된다. 이러한 지대추구로 인해 금융시장에 투자된 자본들이 효율적인 투자처로 투자되어도 높은 수익을 획득하는 것이 어려워진다. 정부개입성향이 높아지면

정부규제를 우회할 수 있거나 정부를 설득할 수 있는 능력을 가진 기업들이 지대추구의 혜택을 획득할 수 있기 때문에 이러한 우회 혹은 설득능력을 가진 사업가의 능력이 더욱 중요해진다. 따라서 개입성향이 높은 정부를 상대로 중앙집중화된 권력에 상대적으로 적은 비용으로 접근하는 것이 가능해지는 것은 규모가 거대한 기업집단이며 장기적이고 보호적인 관계를 유지할 수 있는 데 유리한 측면에서 지배가족이 중요해진다. 따라서 정부의 정책개입이 높아지고 중앙집권적 권력이 향상되면 자본가들은 금융시장에 투자하기보다는 직접적으로 거대 피라미드 기업집단을 운영하거나 이에 투자하는 것이 더 유리해진다. 따라서 금융기관이 영향력을 갖고 있을 정도의 국가가 아닌 이상, 소유분산을 위해서는 주주권의 보호보다는 정부개입성향의 감소와 자유시장원칙의 수용이 보다 더 중요해진다. 이러한 자유시장정책에 따라 자본시장 자체가 성장하고 활성화됨으로써 투자자들이 금융시장을 신뢰하고 소유분산된 기업이 성장할 수 있는 환경이 조성된다.

(2) 경쟁정책

경쟁법의 존재 유무가 기업의 소유지배구조에 직접적 영향을 미치는 것은 아닌 것으로 파악됐다. 스웨덴 1930년 이전 상황, 캐나다 1960년대 이전상황 등 경쟁법이 1990년대에 이르러 제정된 국가임을 고려할 때 20세기 초반의 소유분산구조의 진행은 경쟁법과 소유지배구조간 직접적 관계가 유의미하지 않다는 사실을 보여준다. 또한 체계적인 경쟁법을 도입한 독일의 경우

에도 1970년대까지 지속적으로 소유집중이 나타났던 사실을 보면 경쟁법의 존재 자체가 소유구조와의 직접적 관련성이 낮은 것으로 나타났다.

그러나 경쟁법의 유무보다는 경쟁법의 개념을 적용하는 경쟁정책이나 혹은 국내 경쟁상황이 기업 소유지배구조에 큰 영향을 미치게 된다. 스웨덴의 1930년 이전의 상황은 유럽내 최고의 생산성을 달성한 기업의 국제경쟁력을 바탕으로 수출증가와 경제성장으로 시장이 확대되고 자본시장도 더불어 발전하면서 19세기 후반 부족했던 금융재원이 기업의 수요에 부응하여 조달될 수 있는 상황으로 변경된다. 경쟁상황이 초래된다는 사실은 곧 정부의 개입성향에 관계없이 기업의 소유지배구조에 영향을 미친다. 정부가 비록 중앙집권적 개입성향일 경우에서도 다양한 기업이 경쟁하는 상황에서는 정부권력이 소수의 기업에 집중적으로 편향되지 않으며 경쟁상황 속에서 정부의 투명성을 기업들이 요구하게 된다. 비록 경쟁법이 마련되어 있지 않더라도 국가의 선택에 있어서 자유시장주의 철학에 입각하여 경쟁촉진정책을 추진한다면 이는 곧 기업의 소유지배구조에 대한 영향으로 나타난다.

(3) 조세제도

스웨덴과 일본의 역사적 경험은 배당소득에 대한 과세가 기업구조에 영향을 주는 것으로 보인다. 1930년대 이후 스웨덴에서는 재투자된 자본소득과 법인 간 배당소득은 실질적으로 비과세 대상이었는데, 이러한 세제혜택은 자본가들이 해외로의 자

본이동을 고려하지 않게 됐던 반대급부에 해당하기도 했다. 한편, 1937년과 1938년에 추진했던 일본의 이중과세제도는 일본 자이바츠 지주회사의 구조를 합명회사(partnership)에서 합자회사로 변경시키는 결과를 초래했다. 배당소득에 대한 과세는 이중과세의 문제를 일으키는데, 당시 일본에서는 합명회사의 기업소득에 대한 세율보다 지배가족이 수취하는 배당에 대한 세율이 현저하게 높았기 때문에 이중과세를 회피하기 위해 일본의 주요 거대 자이바츠의 지주회사는 1940년까지 모두 합명회사에서 합자회사로 전환하였으며 1940년에는 세제개정으로 법인세가 도입됐다. 이러한 합명회사에서 합자회사로의 변화는 일본 거대 자이바츠의 지배가족의 지배권을 상대적으로 약화시키는 결과를 초래했다.

그러나 Bank & Cheffins(2010)는 뉴딜정책이 법인 간 배당세를 부과함으로써 미국의 피라미드 기업집단이 사라졌다는 인식은 사실(fact)이라기보다는 우화(fable)에 가깝다고 비판한 바 있다. 이 연구는 에너지분야(utility sector)를 제외하고는 20세기 초반 미국에서 피라미드 기업집단은 이미 거의 없었다고 발표하면서, 에너지분야의 지주회사가 와해된 원인은 배당에 대한 이중과세가 아니라 전력지주회사법이라고 지적했다. 한편, 캐나다에서 배당세는 이중과세를 방지하기 위한 목적에서 20세기 초반부터 부과되지 않았으며 캐나다에서 가족지배형 피라미드 기업집단은 1910년 이후 1960년대까지 지속적으로 감소하는 경향을 나타냈다. 그리고 이태리에서는 1955년부터 법인 간 배당소득에 대해 평균 18% 수준의 소득세가 도입되어 부과되기 시

작했으며, 이후 1974년에는 다시 수직계열화 계열사 간 배당소득에 대해서는 배당소득세를 25%로 상향시키는 조치를 단행했다. 그럼에도 불구하고 이태리의 이러한 일련의 법인 간 배당소득세 제도의 변천에도 불구하고 이태리 기업집단의 피라미드 단계는 현저한 영향을 받지 않은 것으로 나타났다.

(4) 글로벌화

Rajan & Zingales(2003)는 많은 선진 국가에서 금융시스템은 한 세기 이전보다 발전하지 못한 형태를 가지고 있다고 지적한 바 있다. 이들의 연구는 국내 권력과 영향력을 가진 세력이 금융시스템을 약화시킴으로써 경쟁세력이 될 경쟁자들의 재원형성을 억제해 왔기 때문이라고 해석하고 있다. 그러나 대외적 개방정책을 지향한 국가일수록 국내 권력 소유자들의 지배력이 감축되어져 이러한 의도적인 금융시스템의 약화 현상이 덜 나타난다고 설명한 바 있다. 역사적 사례의 검토를 통해 외국인 투자자에 대한 소유규제가 Rajan & Zingales(2003)가 지적한 금융시스템 약화로 이어진다는 사실을 확인할 수 있다. 외국인에 대한 소유규제가 강화될 경우 상대적으로 소유집중현상이 나타나고 지배가족형 피라미드 기업집단의 비중이 증가됐다.

(5) 경제위기와 사회신뢰성

경기변동이 실제로 보다 많은 영향을 줄 수 있는 분야는 국민들의 정치적 성향이다. 경기악화 시 국민들은 경제적 생존을 보호해준다고 강조하는 사회주의를 선호하는 성향을 나타내고

사회주의적 정책이 포퓰리즘으로 자리 잡는 계기가 된다. 반대로 경기호황 시에는 자유시장주의를 선호하게 된다. 그런데 기업집단 소유구조에 미치는 영향을 살펴보면 경기변동 그 자체보다는 경기변동에 따른 국민들의 성향변화에 대해 정부가 어떤 방향을 선택하여 정책을 추진하는지가 보다 중요한 관건이 된다. 따라서 경기변동은 국민의 정치적 성향변화에 민감한 영향을 줄 수 있으나 기업집단 소유구조에 더 중요한 영향요인은 정부가 어떤 정책을 실제로 추진하는지 여부가 보다 중요한 문제라고 보인다.

(6) 포퓰리즘과 정치적 거래

19세기 서구 선진사회는 자유시장원칙과 이를 보완하는 제도를 통해 기업의 성장을 유도하여 경제적으로 부강해지는 과정을 경험하게 됐다. 따라서 전술한 역사적 사례 검토과정에서 확인된 바와 같이 20세기 초까지 선진국 기업지배구조는 정도에 있어서는 차이가 소유분산이 추진되는 과정에 있었다. 이러한 역사적 흐름이 단절되고 국가별로 독특한 형태의 기업소유지배구조를 갖추게 되는 계기는 1930년대 대공황과 그 여파이다. 1930년대 대공황의 위기를 어떤 이념과 경제정책으로 극복해 갔는지 그리고 그 과정에서 어떤 포퓰리즘이 포함되어졌는지에 따라 해당 국가의 기업 소유지배구조는 변천됐다. 그리고 대공황이후 제2차 세계대전, 그리고 1960년대에 나타난 저항운동, 1970년대의 오일쇼크, 1980년대의 레이거노믹스와 대처리즘 및 1990년대의 공산국가 체제붕괴가 1930년대 대공황 이후 갈라져

나간 국가별 기업소유지배구조의 다양성을 한층 더 복잡하게 만들었다.

(7) 노동자 정책

기업 소유지배구조에 대한 노동자의 영향력은 국가별로 차이가 있지만 역사적 사례를 살펴보면 유의미한 효과를 발휘한 것으로 나타났다. 독일이나 네덜란드와 같이 직접적으로 노동자 대표가 이사회의 구성원이 됐던 사례나 스웨덴처럼 이사회구성원은 아니지만 고용안정성을 정부차원에서 강조했던 사례에서나, 혹은 1960년대 이후 노동자가 점차 강력한 정치력으로 부상했던 캐나다의 사례나 모두 노동자의 영향력과 고용보호정책은 기업의 소유지배구조에 상당한 영향을 미친 것으로 나타났다.

4. 한국에 대한 정책과제

(1) 급격한 인위적 구조변화는 배제

기업집단이 형성하고 있는 복잡한 출자구조에 대한 우려로 인해 이러한 출자구조를 인위적으로 파괴시키기 위한 다양한 정책이 제안되고 있다. 그러나 복잡한 출자구조의 형성은 국내뿐 아니라 외국 기업집단에서도 나타나는 현상으로 피라미드 구조는 의결권 강화를 목적으로만 형성된 것이 아니라 기업집단의 내부금융시장 역할을 수행하면서 형성된 것이다. 따라서 이를 인위적으로 폐지시키는 것은 더 큰 문제를 유발시킬 우려가 있다.

(2) 경쟁정책

선진국 기업지배구조에 있어서 가장 효과적 역사적 영향요인은 정부정책이며 특히 경쟁정책은 그중 하나이다. 여기서 경쟁정책이란 단순히 경쟁법의 조항을 의미하는 것이 아니라 경제 내 경쟁을 촉진시키는 다양한 정책을 포함한 것이다. 역사적 사례를 살펴보면 이러한 경쟁정책에 있어서 중요한 사안들은 민영화, 규제완화 및 개방화였다. 개방화는 외국투자자의 소유지분을 증가시켰고 이에 따라 국내기업의 지배구조에 대한 견제력 증가로 이어지는 효과를 양산했다. 민영화와 규제완화는 투자자의 수익성을 제고시키는 방향으로 작용하여 결과적으로 자본시장의 성장과 주주가치 향상에 기여하게 된다.

(3) 주주권 보호제도보다 중요한 정부 영향력의 축소

역사적 사례는 주주권 보호조항의 신설이나 강화보다는 정부의 정책적 이념이 더 중요하다는 사실을 보여줬다. 주주권의 강화제도가 도입되어도 정부가 전체주의나 사회민주주의적 정책목표를 가지고 있으면 자본시장의 발전이나 주주권 강화는 이뤄지기 곤란해진다. 신설된 법제도는 자본시장에 대한 전시용에 불과해지고 사회민주주의적 목표를 수행하기 위해 오히려 주주가치를 훼손시키는 정책을 추진할 수 있다. 따라서 정부가 추진하는 정책의 목표와 결과에 대한 투명성을 확보하는 것이 중요하다.

(4) 포퓰리즘에 대한 경계

대중영합주의가 증가하고 노동자 운동이 거세지면서 정치권의 성향이 주주가치 추구에 대한 저항 혹은 반대로 나타날 경우 주주가치 극대화를 위한 법제정을 위해 보다 소유집중현상이 나타난다는 사실은 스웨덴, 캐나다 및 독일의 역사적 사례에서 밝혀졌다. 특히 주주가치 반대세력과 정치권이 중앙집권적 개입 성향이 높을 경우 기업집단의 지배가족은 정부·정치권과의 협상에서 더 유리한 상황이 되므로 창구일원화를 통한 직접적인 협상을 위해 소유집중 현상은 심화될 수 있다.

제Ⅰ장 서론

1. 연구배경과 목적

(1) 연구의 배경

역사적으로 한 국가의 정치적 환경변화는 해당국가의 기업과 기업집단에 지속적으로 영향을 미치게 되는데, 현재 한국의 기업집단은 한국 사회로부터 구조적 전환을 요구받고 있는 상황에 놓여있다. 금융위기, 소득불평등도 등 기업 및 기업집단의 지배구조와는 직접적 관련성이 낮은 정치적 쟁점들이 기업집단에 대한 반감으로 작용하고 있다. 또한 정치권은 국민적 갈등을 기업지배구조에 대한 정책을 통해 정치적 지지를 획득하려는 성향을 이전보다 더 많이 표명하고 있다. 그런데 기업집단구조의 재단을 통한 해법을 선택하려는 정치권의 성향은 비단 한국에서만 나타나는 현상이 아니며, 역사적으로 세계 각국에서 나타났고 이에 대한 국가별 해법의 선택은 다양했다.

정치적 결정이 기업을 둘러싼 제도의 개정을 가져오며 기업집단 구조와 경영전략의 전환을 유발하기 때문에 기업집단으로서는 중점적으로 유의해야할 대상이다. 역사적으로 갈등해소를 위해 어떠한 정치적 해결방안이 선택됐는지 여부에 따라 해당국가의 정부 역할과 향후 기업집단 구조가 결정되는 특성을 보여주었다. 정치적 결정은 내생변수이므로 정치권을 적극적으로 설득하는 과정도 중요하지만, 외생적으로 결정되는 제도에 대한 대응도 모색되어야 한다. 역사상 갈등단계에서 외국 기업집단들은 투자자뿐 아니라 정치권, 소비자, 노동자 등을 설득할 수 있

는 방안을 모색하기도 했지만,[1] 이러한 과정은 일종의 타협의 산물로서 기업지배구조를 더욱 복잡하게 만들었거나 경우에 따라서는 악화시키는 특징을 보여줬다.

기업과 기업집단에 대한 정치권의 견제, 국민 인식의 악화, 법제도의 변화요구로 인해 정작 필요한 신성장동력을 모색하기 위한 기업집단의 신규 사업으로의 진출이 좌절될 수 있다는 우려에서 본 보고서는 과거 선진국 지배구조 변화의 역사로부터 적절한 대응을 위한 해답을 찾고자 한다. 지난 40여 년간 지속해온 제조업중심의 산업구조를 기반으로 하는 한국경제에서 새로운 성장동력의 모색이 필요한 것이 사실이다. 독일, 일본처럼 지속적으로 제조업 경쟁력을 향상시키면서 신흥공업국과의 경쟁에 대응하게 될 경우 준비해야할 견고한 사회기반도 필요하다. 신성장 동력을 모색하기 위해서는 산업간 융합의 중요성이 제기되고 있어 경제구조의 지속성을 위한 사고의 전환이 필요한 상황이다. 경제력집중에 대한 사회적 견제가 높은 상황에서는 이러한 신성장산업에 대한 대기업의 진출에 대해 정치적 반감이 증대되어 사업진행이 곤란할 가능성이 높기 때문이다.

1) 외국기업들이 모색했던 사례들을 보면 재단설립, 기업의 상장, 기초적인 사회공헌 등으로서 현재로서는 전통적인 수단이 된 경우가 상당수였다.

(2) 연구의 목적

정치권에서는 선진국에서 50~100여 년 전 도입했던 대기업집단 정책·제도(계열분할, 재벌세, 기업해체, 노사정대타협 등)의 도입을 거론하는 등, 한국에서 현재 논의되고 있는 대기업집단 비판은 선진국에서 50~100여 년 전에 나타났던 논쟁과 유사한 부분이 많다. 당시 외국 정부가 도입했던 대응방안을 참고하여 한국 기업집단의 미래구조에 대한 유용한 연구자료로서 활용, 검토할 수 있다.

본 연구는 선진국 기업지배구조의 역사적 선례를 분석하여 국가별로 정치적 경제적 환경변화에 대해 어떻게 대응했으며 그러한 선택이 초래한 결과를 분석함으로써 적절한 기업지배구조를 모색하는데 있어서 중요한 요인을 도출해보고자 한다. 그리고 이러한 분석을 기반으로 정치적 환경변화에 따른 한국 기업집단이 당면하게 될 과제를 예상하고 대응방안에 대한 시사점을 모색하는데 본 연구의 목적이 있다.

2. 연구의 방법론과 구성

본 연구는 먼저 기존 연구문헌에서 기업지배구조의 주요 변화요인들로 언급되어온 사항들이 역사적으로 국가별 기업지배구조 형성과 변화에 어떻게 영향을 주었는지를 고찰하고자 한다. 먼저 국제비교 즉, 국가별 횡단면 분석을 통해 논의가 되고 있는 이슈에 대해 설명한다. 최근의 기업 소유지배구조 논쟁은 단순한 기업 내외부 견제시스템에 대한 논의에서 벗어나 법제도와 정치경제학적 쟁점을 다루고 있다. 그러한 관점에서 본 연구는 법률기원과 주주보호, 경쟁정책과 산업보호, 경영권보호와 글로벌화, 조세제도와 같은 요인이 국제적으로 어떻게 비교되는지에 대해 선행 연구를 통해 설명했다. 그리고 정치적 요인이 되는 국가별 정치적 성향과 노동규제가 각국의 소유지배구조에 영향을 미치는지에 대한 선행연구 문헌을 설명했다.

본 연구는 이러한 기존 연구문헌이 국제비교를 통해 제시한 문제를 시계열적으로 혹은 다른 국가들의 역사를 통해 패널분석식 연구를 진행하고자 한다.[2] 이를 위해 기업지배구조의 역사상 급격한 변화를 나타냈던 국가와 역사적 연대를 분류하였다. 급격한 지배구조상의 변화, 특히 소유구조상의 전환이 나타났던 국가로서는 독일, 스웨덴, 일본 및 캐나다를 선택했다. 이들 국가의 소유구조 변화가 현저하게 나타났으며 이에 대한 연

2) 제2장이 국제비교라는 횡단면 분석이며, 한 국가의 역사적 경험 연구가 시계열 연구라고 한다면 이와 비교하여 본 연구는 다양한 국가의 역사적 경험을 연구한다는 의미에서 패널데이터 분석이라고 설명한 것이다.

구자들의 통계도 확인되었기에 이들 국가를 분석의 대상으로 삼았다. 본 연구는 이들 국가의 소유구조 분산시기와 집중시기를 분류하여 비교검토해보고자 한다. 즉, 소유분산 시기에 나타난 국가별 공통적인 요인을 분석하여 소유분산에 영향을 미치는 요인을 검증하도록 하겠다. 마찬가지로 소유분산에 미치는 국가별 공통요인을 고찰하도록 하겠다. 최근의 기업지배구조에 대한 비교제도 연구는 국가별 횡단면(cross sectional) 분석이 주류를 이루고 있는데, 본 연구의 분석방식은 국가별 시대별 분석으로서 일종의 패널데이터(panel data) 분석의 성격을 가지고 있다고 평가할 수 있다.

본 연구는 다음과 같은 구성을 가지고 있다. 먼저 제2장에서는 기존 연구문헌에서 제기하고 있는 기업지배구조에 영향을 미치는 요인에 대해 살펴봤다. 국제비교를 통해 요인별로 미치는 효과를 검토하기 위한 목적에서이다. 제3장에서는 선택된 연구대상 국가별로 소유분산 시기와 소유집중 시기에 어떤 역사적 경험을 가지고 있었는지를 고찰했다. 여기서는 제2장에서 중요한 영향을 미치는 것으로 제기돼온 요인들이 실제로 역사적 변화과정에서 어떤 영향을 미쳤는지를 검증하고자 하는 목적에서 살펴본 것이다. 제4장에서는 제2장에서 지배구조에 대한 영향요인으로 알려졌던 정책변수 중 제3장의 역사적 사실로부터 확인된 중요한 요인이 무엇이었는지를 확인, 검증했다. 이 과정에서 주요한 요인이라고 제기됐지만 실제로는 유의미한 영향을 보여주지 못했던 사항들이 나타났으며, 반대로 중요한 요인으로서는 평가절하됐던 사항들이 실제로는 현저한 효과를 가졌다는

사실도 확인됐다. 제5장에서는 제4장에서 확인된 지배구조의 주요 요인을 기반으로 한국에 대한 정책과제를 도출했다.

제Ⅱ장 소유지배구조의 영향요인 국제비교

1. 기업지배구조 연구에 대한 정치경제학적 관점

(1) 정치경제학적 분석 framework의 필요성

Morck, Wolfenzon & Yeung(2005)은 기업지배구조 연구에서 정치경제학적 분석방식은 비교적 최근 들어 연구주제로서 부상했다고 지적했다. 이 연구는 경제사적 연구가 심층적으로 이루어진다면 제도와 기업지배구조 간 내생적 상호작용을 분석할 수 있다고 설명했다.[3] 법제도가 금융기관과 경제주체에 어떻게 영향을 주는지를 분석하는 작업, 즉, 기업 내외부견제시스템에서 지배력 배분의 문제, 사회 기관, 정치 기구, 법률 기관, 교육기관 등에 어떤 영향을 주는지에 대한 연구가 필요하다고 지적했다.

(2) 정치경제학적 관점에서 자본주의·시장경제에 대한 분류방식

Morck, Wolfenzon & Yeung(2005)은 정치경제학적으로 자본주의를 분산자본주의(diffuse capitalism)와 과두제 자본주의(oligarch capitalism)라는 두 가지 유형으로 분류한 바 있다. Morck, Wolfenzon & Yeung(2005)은 과두제 자본주의라고 해서 열악한 경제적 결과만을 양산하는 것은 아니며 경제환경에 따라 즉, 지도층이 건전한 법제도를 유지하려 할 경우 결과가 달

3) Morck, Wolfenzon & Yeung (2005), p.712 참조.

라질 수 있다고 지적했다. 또한 Morck, Stangeland & Yeung(2000)은 과두제 자본주의에서는 장기적으로 열악한 거시경제적 성과가 나타났다고 보고했다. 이 연구는 과두제 자본주의, 열악한 법제도, 안정적이지만 파레토열위적인 낮은 성장률을 일컬어 경제적 참호(economic entrenchment)라고 명명했다. 한편, 조성봉(2005)은 정부 역할에 따라 관리경제, 개혁경제, 자유경제라는 세 가지 유형으로 분류했다. 이 연구는 직접적인 언급은 하지 않고 있지만, 관리경제는 조합주의(corporatism)를, 개혁경제는 브랜다이스식 관점(Brandeisian)을 의미하고 있다.

2. 기업지배구조에 대한 결정 요인 국제비교

(1) 주주권 보호 법제도

Wurgler(2000)는 건전한 주주의 법적 권리를 존중하는 금융기관과 자본시장이 존재하면 피라미드구조를 형성하고 내부거래로 인해 발생하는 자본의 비효율적 배분을 감시할 수 있다고 주장했다. 이에 따라 대주주의 권한을 감시 못하는 금융기관이 한국 자본시장과 경제의 문제점이라고 지적했다. 하버드 대학교의 Rafael La Porta 교수, Florencio Lopez-de-Silanes 교수, Andrei Shlifer 교수와 시카고 대학교의 Robert Vishny 교수 (이하 LLSV)는 전 세계 소유지배구조에 대해 실증적으로 연구한 결과, 회사법이 소유분산 여부, 지배구조 형성 등에 중요한 결정요인이 된다고 주장하면서, 기업지배구조에 있어서 법률체계의 중요성을 강조했다. LLSV(1997)는 49개국의 자본시장과 채권시장을 대상으로 투자자보호 법률체계의 수준 및 법률이행 정도를 검토한 결과, 관습법(common law) 국가와 비교할 때 프랑스식 대륙법(civil law) 국가에서는 투자자보호가 미약하고 자본시장이 발달하지 못했다고 지적했다. La Porta, Lopez-de-Silanes & Shlifer(1999)는 27개 선진국의 대규모 기업을 대상으로 소유구조를 분석한 결과, Berle & Means(1932)의 소유경영분리 주장과는 달리 주주보호가 적절한 국가를 제외하고는 소유와 경영이 분리된 경우는 매우 드물다고 언급한 바 있다. 소유가 집중된 기업은 대개의 경우 가족이나 정부에 의해 지배되고 있으며 금융기관이

주식소유를 통해 지배하는 것과는 거리가 멀다고 지적했다. 이러한 지배주주는 피라미드와 경영참여를 통해 현금흐름권 이상의 지배력을 보유하는 것으로 나타났다고 밝혔다.

한편, Djankov, La Porta, Lopez-de-Silanes & Shleifer (2002)는 경제성장을 하지 못하는 국가에서 기업가들은 안전, 건강, 고용, 환경을 명분으로 하는 잦은 정부조사와 조세, 각종 비용에 시달린다고 언급했다.[4] Johnson, La Porta, Lopez-De-Silanes and Shleifer(2000)는 관습법 국가보다는 성문법 국가에서 턴널링이 더 잘 나타난다는 지적했다. 이 연구는 그 원인에 대해 일반적으로 이사들에게 요구되는 주의의무(Duty of Care)와 충실의무(Duty of Loyalty)중에서 특히 성문법 국가에서는 충실의무를 비사업목적으로 좁게 해석하여 터널링의 적용대상을 줄이고 있기 때문이며, 이해상충(Conflict of Interest)이 있음을 보이려면 보다 확실한 증거를 제시하여야 하고 주주보다는 관련 당사자(Stakeholder)의 이해를 많이 고려하며 자사주 거래에 있어서 포괄적인 의미의 공평성보다는 법규에 대한 경직된 자구적 해석에 치중하기 때문이라고 설명했다. LLSV(2000, JFE)는 최근의 연구들은 전 세계 상장기업에 대한 소유구조를 분석한 결과, 자본시장의 수준, 배당정책, 외부자금조달의 접근성 등에서 다양한 차이가 발생하는 것으로 나타났는데, 이러한 차이는 법률체계가 경영자와 지배주주의 권한 남용으로부터 얼마나 투자자(주주와 채권자)를 보호할 수 있는지 여부에 달려있다고 주장했다. 이

4) 이 연구는 국가별 기업활동에 소용되는 시간과 비용을 해당국 정부의 부패 수준에 대해 실증분석한 결과, 정의 상관관계가 있음을 보였다.

연구는 전 세계적으로 법률체계의 차이와 그 집행 효력 상의 차이를 설명하고, 법률적 기원에 대해 검토한 후, 결론적으로 기업지배구조가 잠재적으로 접근해야 할 개혁방향에 대해 언급했다. 즉, 저자들은 이러한 법률체계를 기준으로 분석하는 연구방식이 기존의 은행 중심(bank-centered) 금융체제와 시장중심(market-centered) 금융체제 간 비교방식보다 기업지배구조와 그 개혁방향을 보다 적절하게 설명한다고 강조한 바 있다.

(2) 경쟁정책과 진입규제

한 사회 내 경쟁이 활발하게 전개되고 있는지 여부는 소비자의 입장에서 관심의 대상이 되는데, 소비자가 전체 국민의 대부분이라는 측면에서 한 국가나 시장경쟁의 수준이 국가별 기업지배구조에 대한 평가에 영향을 미칠 수 있게 된다. 경쟁이 제한되는 규제산업이 여러 산업에 걸쳐 전반적으로 나타나는 현상이거나 무역장벽으로 수입이 제한될 경우, 혹은 자유로운 진입이 제한되고 혁신적 기업 활동이 어려운 경제 환경에서는 사회적으로 기업의 이윤추구에 대해 부정적인 시각으로 바라보게 되며 따라서 주주중심적인 지배구조 모형에 대해 비판적인 인식이 증가된다. 즉, 국가별 시장경쟁의 수준이 다를 경우 지배구조모형도 달라질 수 있는 것이다. 더 나아가 기업의 시장경쟁뿐 아니라 교육체계, 가격·임금 결정의 유연성, 금융시장구조, 소득불평등도 등 다양한 요인이 복합적으로 영향을 미칠 경우 주주가치의 극대화에 대한 사회적 인식은 국가별로 당연히 다

르게 나타난다. 따라서 이러한 요인이 내재되어있는 상황에서 회사법상의 주주보호조항이 도입되고 강화된다고 해서 주주의 이익이 온전하게 보호되는 것은 아니다. 이러한 관점은 Gourevitch & Shinn(2005), Dyck & Zingales (2004), Roe(2001a), Roe(2001b), Roe(2003) 등에 의해 제기되었으며, 소유구조와 주주보호제도에 대한 이들의 실증적인 연구결과를 통해 확인되었다.

먼저 Roe(2001a)는 주주중심 원칙은 산업조직론적 시장경쟁과 관련이 있다는 점에 주목하여 시장경쟁과의 관계를 집중적으로 연구했다. 이 연구는 시장경쟁이 활성화되어 있을 경우 주주이익 극대화는 사회후생극대화와 일치하지만, 시장경쟁이 감소하고 독점화되어 있을 경우 주주들은 경영자에게 생산을 감소시켜 이익을 취할 것을 요구하게 되어 사회후생을 감소시킨다는 점에 착안했다. 따라서 미국과 같이 시장경쟁이 활성화된 국가에서는 주주이익 극대화 모형이 사회적으로 수용되는 반면, 유럽국가와 같이 시장경쟁이 상대적으로 취약한 국가에서는 주주이익 중심의 규범이 수용되기 어려웠다고 설명했다. Roe(2003)는 Roe(2001a)의 주장을 실증적으로 검증했는데 시장경쟁을 대변하는 대리변수로 OECD에서 발표한 국가별 중화학공업부문의 마진비율을 이용했다.[5)]

5) 마진율은 기업 간 협조적 행위 등 경쟁이 제한적인 경우 상승할 수 있으나, 고정비용이 높거나 혁신적 제품으로 인한 브랜드 파워가 높을 경우 마진율이 높아지는 현상도 나타나기 때문에 마진율을 시장경쟁의 수준으로 이용하는 데에는 한계가 있다. Roe(2003)는 중화학공업의 경우 국가별로 진입규제, 수입규제 등 다양한 경쟁에 대한 규제가 존재할 수 있다는 점을 고려하여 마진율을 경쟁수준의 대리변수로 사용한 것으로 판단된다.

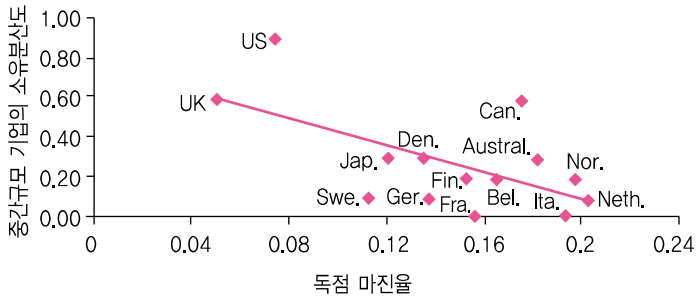
<표 1> 국가별 중화학공업의 마진율(1970~1992년)

국가	금속제품	기계장비	철강제품	석유정제	운송기기	산술평균-1	중간규모 기업의 소유분산도
영국	1.03			1.07		0.050	0.60
미국	1.09	1.06	1.10	1.03	1.09	0.074	0.90
스웨덴	1.13	1.07	1.10		1.15	0.113	0.10
일본	1.11	1.09	1.19	1.04	1.17	0.120	0.30
덴마크	1.15	1.12				0.135	0.30
독일	1.20	1.06	1.14		1.15	0.138	0.10
핀란드	1.19	1.14	1.18	1.11	1.14	0.152	0.20
프랑스	1.18	1.12	1.16	1.19	1.13	0.156	0.00
벨기에	1.08		1.25			0.165	0.20
캐나다	1.16	1.15	1.25		1.14	0.175	0.60
호주	1.17	1.17	1.14	1.35	1.08	0.182	0.30
이탈리아	1.39	1.19	1.17		1.02	0.193	0.00
노르웨이	1.15	1.10	1.33		1.21	0.198	0.20
네델란드	1.13	1.16	1.40		1.12	0.203	0.10

주: OECE자료를 인용했는데, 몇 몇 자료는 명기되지 않아 빈 칸으로 남아 있음.
자료: Roe(2003), p149의 〈표 20.1〉 인용

국가별 중화학공업의 마진율과 소유분산수준 간에는 역의 상관관계가 있다는 사실을 Roe(2003)가 보여주었다. 이는 국가별로 시장 내 경쟁수준이 높을수록 주주이익보호에 대한 인식이 공감대를 획득하여 주주의 소유지분이 분산될 수 있다는 의미로 해석할 수 있다.

<그림 1> 소유분산수준과 마진율의 관계



자료: Roe(2003), p149의 그림 [20.1]인용

따라서 Roe(2001a)는 유럽통합의 과정을 통해 시장경쟁이 활성화되면 주주이익 극대화 규범이 사회적으로 수용될 수 있을 것이라고 언급했다. 이 연구는 해당국가의 시장경쟁도가 국가별 지배구조에 미치는 영향을 지적한 것이다. 이 연구는 다시 Roe(2001b)에서 Rent Seeking이론과 접목된 연구로 발전했다.

Gourevitch & Shinn(2005)는 Roe(2001a)의 관점에서 보다 시각을 넓혀 사회전체적인 경쟁의식에 대해 살펴보고 한 사회의 경쟁 인식이 기업지배구조에 영향을 미칠 수 있다고 판단했다. 이 연구는 기업의 시장경쟁뿐 아니라 교육체계, 가격·임금 결정의 유연성, 금융시장구조, 소득불평등도 등 다양한 요인이 고려되어야한다고 판단했다. 이 연구는 Hall & Gingerich(2001)이 작성한 협조지수(Coordination Index)를 분석에 이용했는데, 이 지수는 (i) 주주의 영향력, (ii) 지배권의 분산도, (iii) 경제 내 자본시장의 비중, (iv) 협조적 임금결정 정도, (v) 임금조건 수준, (vi) 노동 전환율 등으로 구성되어있다.

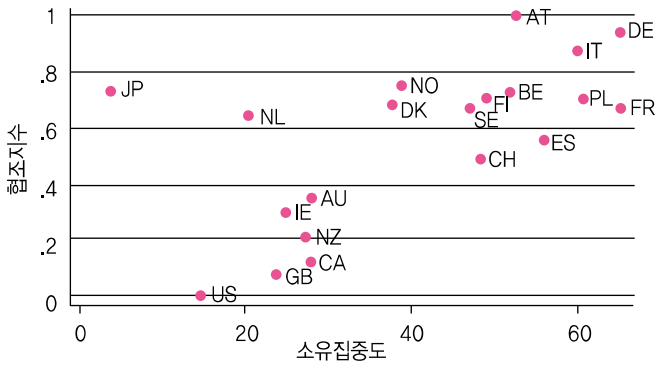
<표 2> 국가별 협조지수(Coordination Index)

국가	협조지수	국가	협조지수
오스트리아	1	스웨덴	0.69
독일	0.95	네덜란드	0.66
이탈리아	0.87	스페인	0.57
노르웨이	0.76	스위스	0.51
벨기에	0.74	호주	0.36
일본	0.74	아일랜드	0.29
핀란드	0.72	뉴질랜드	0.21
포르투갈	0.72	캐나다	0.13
덴마크	0.7	영국	0.07
프랑스	0.69	미국	0

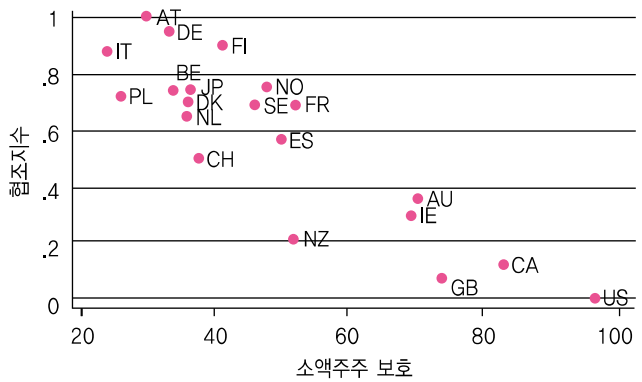
자료: Gourevitch & Shinn (2005), p53의 〈표 3.2〉 인용

이러한 협조지수(Coordination Index)가 높을수록 국가별 시장의 경직성이 높아진다는 의미로 해석하여 Gourevitch & Shinn(2005)은 협조지수와 소유집중도 및 소액주주보호제도의 관계에 대해 검토했다. 이 연구는 협조지수가 높을수록 소유집중도가 높아지며, 소액주주보호 제도는 미약해진다는 결과를 제시했다.

<그림 2> 협조지수와 소유집중도



<그림 3> 협조지수와 소액주주 보호



자료: Gourevitch & Shinn (2005), p55의 〈그림 3.4〉 인용
자료: Gourevitch & Shinn (2005), p56의 〈그림 3.5〉 인용

(3) 조세제도

기업집단 내 계열사들은 출자관계를 통해 피라미드 구조를 형성하고 있는데, 배당지급에 대해 이중과세가 부과될 경우 배당지급유인이 감소되며 출자구조를 변환시키려는 유인이 형성된다는 주장이 제기됐다. Roe(1994) 및 Morck(2005)는 1935년 이후 시작된 미국 기업집단체제의 붕괴 및 지배구조의 단순화는 출자관계에 있는 계열사 간 배당수익에 대한 미국식 이중과세 제도에서 비롯하였다고 주장했다. 즉, 이들 연구는 피라미드 지배구조를 형성하고 있는 다른 국가들의 기업집단과 달리 미국의 기업집단은 단순한 구조를 형성하고 있는데, 그 원인이 미국식 세제에 있다는 설명이다.

그러나 Bank & Cheffins(2010)는 뉴딜정책이 법인 간 배당세를 부과함으로써 미국의 피라미드 기업집단이 사라졌다는 인식은 사실(fact)이라기보다는 우화(fable)에 가깝다고 비판한 바 있다. 이 연구는 에너지분야(utility sector)를 제외하고는 20세기 초반 미국에서 피라미드 기업집단은 이미 거의 없었다고 발표했다. 그리고 에너지분야의 지주회사가 와해된 원인은 배당에 대한 이중과세가 아니라 PUHCA(Public Utilities Holding Company Act)라고 지적했다.

(4) 글로벌화

Morck, Wolfenzon & Yeung(2005)은 글로벌화(globalization)가 저성장 경제로 유도하는 열악한 지배구조를 억제한다는 이

론을 소개한 바 있다. 개방이 진행되면, 국내 산업의 독과점 구조는 개선되며, 외국의 혁신적 기술이 국내 기존 자본의 비효율성을 개선시키고, 국내 정치적 유대를 약화시킨다고 주장했다. 그러나 글로벌화와 정치적 유대에 대한 논의는 여전히 결정되지 않았다. Mitton(2003)은 아시아 금융위기 시 말레이시아정부는 자본유출을 통제했는데 이는 정치적 유대가 높은 기업가치를 높인 대신 그렇지 못한 기업의 가치는 감소시켰다고 보고했다. 그리고 Siegel(2004)는 한국의 경우 외환위기 이후 개방정책을 고수했는데 정치적 유대성이 높은 기업이 더 성장하고 강화됐다고 지적했다.

그러나 금융개방에 대해서는 신중해야한다는 입장도 제기되고 있는 현실이다. Bhagwati(1998)는 자본시장의 개방은 금융위기를 초래할 우려가 있다고 지적했으며, Forbes & Rigobon (2002)는 금융개방으로 인해 시장의 불안정성이 상승한다고 언급한 바 있다.

(5) 사회의 신뢰수준

Roe(2006)는 자본시장의 비중이 국가별로 시기별로도 달랐다는 사실로부터 자본시장의 발전이 소유지배구조에 영향을 미친다는 의견을 제시했다. Roe(2006)는 유럽 대륙국가들은 2차 세계대전을 전후로 전쟁, 점령, 내전 등 극심한 정치적, 사회적 혼란을 경험했고 이러한 혼란이 자본시장 발전에 장애가 됐다고 설명했다.[6] Roe(2006)는 대륙법과 관습법이라는 법률적 기원으

로 국가별 회사법과 기업지배구조의 성격을 분류하는 방식은 국가별 역사적 경험을 도외시하는 것이라고 생각한다. 실제로 대륙법 국가들은 관습법국가에 비해 2차 세계대전 이후 외국에 의해 점령당했던 경험이 상대적으로 많았으며, 체제붕괴를 경험한 국가에서는 재산권에 대한 보호가 취약해질 수밖에 없었다. 따라서 군사적 점령이나 쿠데타 등 정치적 불안을 경험한 국가에서는 소유구조의 분산이나 소유경영의 분리와 같은 현상이 상대적으로 적게 나타나는 성향을 보여주게 되는 것이다.

6) Roe(2006)는 세계2차 대전 이전인 1913년부터 1999년까지 동안 국가별로 GDP대비 주식시장의 비율을 시계열적으로 검토했는데, 대륙법 국가 중 벨기에, 프랑스, 독일, 스웨덴의 경우에는 관습법 국가인 미국보다 주식시장 자본화비율이 더 높았으나 세계 2차 대전 대륙법 국가의 주식시장 자본화 비율은 관습법국가에 비해 현저하게 감소했다고 지적했다.

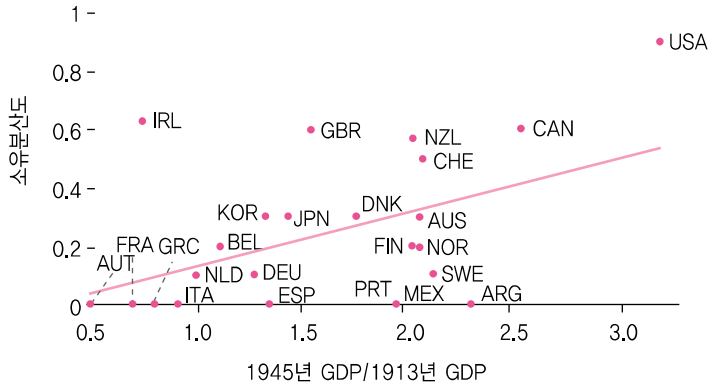
<표 3> 국가별 역사와 금융시장 간 관계

소유분산도가 큰 국가			소유분산도가 약한 국가		
국가	소유분산도	군사적 점령	국가	소유분산도	군사적 점령
미국	0.90	안정	네덜란드	0.10	점령
아일랜드	0.63	안정	독일	0.10	점령
캐나다	0.60	안정	스웨덴	0.10	안정
영국	0.60	안정	이스라엘	0.10	불안정
뉴질랜드	0.57	안정	홍콩	0.00	점령
스위스	0.50	안정	스페인	0.00	내전
싱가폴	0.40	점령	프랑스	0.00	점령
호주	0.30	안정	멕시코	0.00	내전
일본	0.30	점령	그리스	0.00	점령
덴마크	0.30	점령	이탈리아	0.00	점령
한국	0.30	점령	아르헨티나	0.00	불안정
노르웨이	0.20	점령	오스트리아	0.00	점령
벨기에	0.20	점령	포르투갈	0.00	쿠데타
핀란드	0.20	점령			
평균	0.49	14개국 중 7개국 안정	평균	0.03	13개국 중 1개국만 안정

자료: Roe(2006)〈표8〉, p500 인용.

제2차 세계대전 이후 정치적으로는 좌파와 우파 간 이념적 대립이 심각하게 발생했으며, 경제적 붕괴를 경험한 국가에서는 보호할만한 사유재산이 줄어들어 있던 상황이었다. 이후 전개된 냉전체제는 1970년대까지 이어졌는데, 경제적 붕괴를 경험한 국가별로 소유분산 수준의 차이가 분명해졌다고 주장했다.

<그림 4> 20세기 중반 경제 붕괴와 소유분산도 간 관계



자료: Roe(2006)〈그림4〉, p.499 인용.

또한 Roe & Siegel(2011)은 국가별 금융발전의 차이를 통제하는 실증분석을 통해 정치적 불안정성이 금융발전에 장애가 될 수 있다는 주장을 제시했다. 이 연구는 불평등도를 지속시키는 조건들은 정치적 불안정성으로 연결되기 때문에 금융발전을 도모하는 세계은행 등 국제기구들에게 있어 큰 장애요인이 될 수 있음을 지적했다. 이 연구는 Engerman & Sokoloff(2002)가 개발한 장기 불평등성을 유발하는 구조적 조건들이 정치적 불안정성을 외생적으로 결정한다는 실증적 사실을 밝혔는데, 외생적으로 결정된 정치적 불안정성은 다시 금융발전을 억제시키는 역할을 수행했다고 밝혔다. 한편, Fukuyama(1995)는 신뢰수준이 중요한 사회적 자본을 형성하는데, 신뢰수준이 높은 국가들은 그렇지 못한 국가에 비해 상대적으로 중앙집권적 전통이 약했다고 언급한 바 있다.

3. 기업지배구조와 정치적 연계

(1) 대중영합주의(Populism)

Roe(2003)는 대중영합주의(populism)가 국가별로 어떻게 구현됐는지 여부에 따라 기업구조가 결정되었다고 주장했다.[7] 이 연구는 미국식 대중영합주의는 주주를 존중하여 산업자본에 대항할 수 있는 금융기관에 견제력을 주는 방향으로 작용했다고 지적했다. 금융기관이 영향력을 갖게 되면 주주와 경영자 간 유대가 약화되고 주식소유가 분산된다고 설명한다. 미국은 역사적으로 금융기관이 영향력을 갖도록 발전해왔으며 이로써 미국 최고 부자도 장기적으로 대규모 지분을 유지하기 어려울 정도로 기업이 성장하게 만들었다고 언급했다.

반면에 유럽 대륙국가식 populism은 법·규범·고용규제를 통해 자본의 영향력을 제한시켰고 따라서 주주들이 lay-off하기 어렵게 만들어 직장의 개념을 바꿔놨다고 지적했다. 일단 노동자의 권한이 보호되기 시작하면 자본은 노동자에게 부정적인 행위를 금지하도록 제한받게 되며 주주가치를 위한 경영자의 노력이 폄하되면, 소유가 분산된 기업은 거의 나타나지 않게 된다는 설명이다. 유럽대륙 국가들의 사회민주주의 정책은 투자자본을 제한하고 소유분산을 유도하는 금융기관의 성장을 제한해왔기 때문에 가족지배 기업의 확산을 초래했다고 주장했다.

Roe(2003)는 Cusack(1997)이 분류한 국가별 정치적 성향지수

7) Roe(2003), 제27장, pp.199-200 참조.

를 이용했는데, 이 지수는 2에서 4까지의 구간에 국가의 정치적 성향을 수치로 나타낸 지표였다.[8] 좌파적 정치성향이면 2에 근접한 수치로 계산되었고 반대로 우파적 성향일수록 지수가 4에 가까워졌다. 한편 Roe(2003)는 LLSV(1999)가 사용한 국가별 소유구조 지표(1995년 기준)를 이용하여 비교했다.[9] 이 연구는 정치적 성향을 나타내는 대리변수로서 추가적으로 국가별 고용보호에 대한 규제수준과 소득분포를 나타내는 지니계수를 이용했다.

<표 4> 정치적 성향 관련 지표와 소유구조 지표

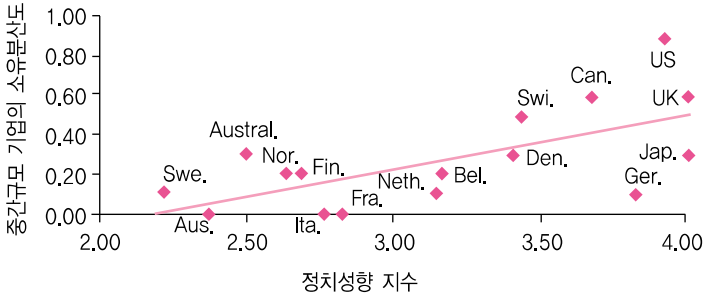
국가	정치적 성향	지니계수	고용보호 규제수준	GDP대비 정부지출 비율 (1996년)	중간규모 기업의 소유분산도
호주	2.50	30.9	4	0.348	0.30
오스트리아	2.37	22.7	16	0.472	0.00
벨기에	3.16	23.0	17	0.499	0.20
캐나다	3.67	28.6	3	0.428	0.60
덴마크	3.40	24.3	5	0.596	0.30
핀란드	2.68	22.3	10	0.562	0.20
프랑스	2.83	29.9	14	0.516	0.00
독일	3.82	25.0	15	0.458	0.10
이태리	2.76	25.5	21	0.494	0.00
일본	4.00		8	0.284	0.30
네덜란드	3.14	27.6	9	0.499	0.10
노르웨이	2.63	23.3	11	0.424	0.20
스웨덴	2.22	23.3	13	0.629	0.10
스위스	3.43	32.9	6	0.339	0.50
영국(UK)	4.00	30.9	7	0.414	0.60
미국(US)	3.92	34.3	1	0.337	0.90

자료: Roe(2003), p60의 〈표 6.5〉와 〈표 6.6〉을 편집하여 인용

8) Roe(2003)에 이용된 정치적 성향지표는 1980~1991년간의 국가별 지수였다.
9) Roe(2003)는 소유구조지표로서 중간수준 기업의 소유분산도를 이용했는데, 이는 주식소유가 20% 이상인 주주가 없는 기업의 비중을 계산한 것이다.

Roe(2003)는 정치성향과 소유구조 간 비교분석을 통해 좌파적 정치성향이 강한 국가일수록 소유구조가 집중되는 반면, 우파적 정치적 성향의 국가에서는 소유분산이 증가된다는 사실을 보여주었다.[10]

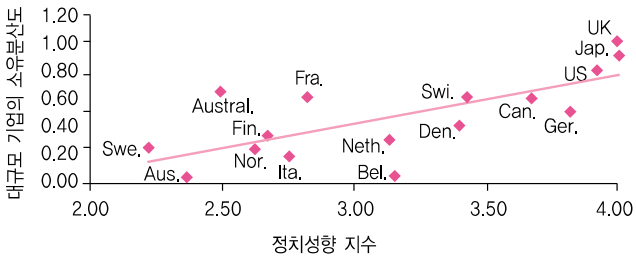
<그림 5> 소유분산도와 정치적 성향 간 관계



자료: Roe(2003), p51의 〈그림 6.1〉 인용

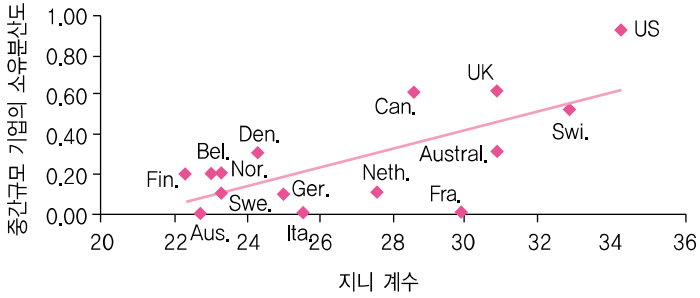
10) Roe(2003)는 비교분석을 위해 일반적으로 중간규모기업의 소유분산도를 이용했는데, 대규모 기업의 소유분산도를 이용하여 정치적 성향과의 관계를 살펴봐도 아래의 그림과 같이 동일한 역의 관계가 나타났다고 밝혔다.

대규모기업의 소유분산과 정치적 성향 간 관계



추가적으로 Roe(2003)는 소득불평등에 대한 사회의 수용성을 나타내는 대리지표로 지니계수를 이용했는데, 지니계수가 낮을 경우 주식의 소유 집중은 심화되는 반면, 지니계수가 높으면 소유분산도가 증가된다는 분석결과도 제시했다.

<그림 6> 지니계수와 소유분산수준의 관계



자료: Roe(2003), p54의 〈그림 6.3〉 인용

회귀분석을 통해 Roe(2003)는 국가별 회사법의 주주보호수준 못지않게 정치적 성향 지표가 소유구조에 중요한 영향을 미친다는 사실을 제시했다. 즉, LLSV(1998)의 회사법 품질지수가 증가하면 소유분산도가 증가하지만 정치적 성향지수와 지니계수가 증가할수록 그리고 고용보호규제가 완화될수록 소유분산수준이 증가된다는 의미이다.

<표 5> 소유분산수준에 대한 영향요인 회귀분석 결과

	(1)	(2)	(3)	(4)
회사법 지수+	0.14(3.69***)	0.10(2.92***)	0.11(3.60***)	0.03(0.57)
지니계수		0.03(2.60**)		
정치적 성향지수			0.23(3.30***)	
고용보호				-0.03(-2.62***)
R^2	0.52	0.71	0.76	0.71

자료: Roe(2002), p268의 〈표5〉의 인용
주: + : 여기서 회사법 지수는 LLSV(1998,JPE)의 회사법 품질지수 이용
***: 1% 유의수준에서 통계적으로 유의(statistically significant)
**: 5% 유의수준에서 통계적으로 유의(statistically significant)

(2) 고용보호와 조합주의(corporatism)

1) 노동자의 영향력

Botero, Djankov, La-Porta, Lopez-de-Silanes & Shleifer (2004)는 85개국을 대상으로 실업, 집합연계성 및 복지 등 노동시장 규제를 연구한 결과, 좌파의 정치력이 강할수록 노동규제가 강해지며 복지혜택이 더 증가한다는 사실을 입증한 바 있다. 사회주의 국가인 프랑스와 북구의 법률제도 국가들은 판례법(common law) 국가들보다 노동보호규제 수준이 높았다고 지적했다. 강한 노동규제는 낮은 노동참여와 높은 실업률, 특히 높은 청년실업률과 실증적으로 연관됐다고 보고했다.

Roe(2006)는 노동자의 영향력이 강한 국가에서는 기업 가치를 극대화하고 주주이익을 증진시키는 성향이 낮으며, 따라서 주주들은 기업이 자신들의 이익을 보호할 수 있는 방안을 모색하게 된다고 주장했다. 이 연구는 유럽대륙국가에서 정치적 요인에 의해 주주보다 노동자가 더 존중되는 사회에서는 주주권

한 보호가 등한시되기 때문에 고용보호를 강화시키는 규제가 있는 국가에서는 주주보호를 목적으로 하는 공시규제는 상대적으로 취약하게 된다고 설명했다. 대륙법 국가들은 자본시장에 대한 규제를 강화하는 성향이 있다고 법률기원론을 지지하는 연구들이 주장하고 있는데, 대륙법국가들은 자본시장뿐 아니라 고용시장에 대해서도 규제를 강화하고 있는 특징이 있다. 즉, 유럽대륙국가에서 강한 고용보호제도와 임금결정의 경직성은 이러한 성향을 대변하는 것이다. 정치적 요인에 의해 주주보다 노동자가 더 존중되는 사회에서는 주주권한 보호가 등한시되기 때문에 고용보호를 강화시키는 규제가 있는 국가에서는 주주보호를 목적으로 하는 공시규제는 상대적으로 취약하게 된다. 노동자의 영향력이 강한 국가에서는 기업 가치를 극대화하고 주주이익을 증진시키는 성향이 낮으며, 따라서 주주들은 기업이 자신들의 이익을 보호할 수 있는 방안을 모색하게 된다. 주주입장에서는 산발적으로 소액의 주식을 소유하는 것 보다는 기업에 대해 적극적으로 영향력을 발휘하여 자신의 재산을 보호할 수 있도록 대규모 지분을 보유하려는 유인이 발생한다. 결과적으로 국가별로 비교분석할 경우 고용보호규제와 소유집중도 간에는 정의 상관관계가 나타나게 된다고 지적했다.

<표 6> 고용규제와 주식공시 규제 간 반비례관계(OECD국가)

주주권한이 높은 국가			주주권한이 낮은 국가		
국가	공시규제강도	고용규제	국가	공시규제강도	고용규제
미국	6.0	0.48	노르웨이	3.5	1.33
캐나다	5.5	0.46	스웨덴	3.5	1.28
영국	5.0	0.47	멕시코	3.5	1.17
프랑스	4.5	1.41	덴마크	3.5	0.99
한국	4.5	0.99	스페인	3.0	1.33
일본	4.5	0.79	네덜란드	3.0	1.19
호주	4.5	0.72	핀란드	3.0	1.06
이탈리아	4.0	1.28	터키	3.0	0.88
스위스	4.0	0.87	포르투갈	2.5	1.46
아일랜드	4.0	0.81	독일	2.5	1.31
뉴질랜드	4.0	0.41	벨기에	2.5	0.94
			그리스	2.0	1.00
			오스트리아	1.5	0.86
공시규제가 강한 국가 평균	4.6	0.79	공시규제가 약한 국가 평균	2.8	1.14
			전체평균	3.6	0.98

자료: Roe(2006)의 〈표4〉, p489 인용.

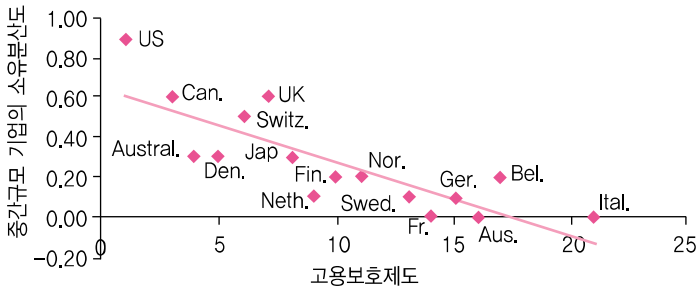
<표 7> 소유구조에 대한 고용보호 규제의 영향(노동자 영향력↑, 소유분산↓)

노동자권한이 큰 국가			노동자권한이 약한 국가		
국가	노동자 권한	소유분산도	국가	노동자 권한	소유분산도
포르투갈	1.46	0.00	벨기에	0.94	0.20
프랑스	1.41	0.00	아르헨티나	0.92	0.00
노르웨이	1.33	0.20	스위스	0.87	0.50
스페인	1.33	0.00	오스트리아	0.86	0.00
독일	1.31	0.10	아일랜드	0.81	0.63
스웨덴	1.28	0.10	일본	0.79	0.30
이탈리아	1.28	0.00	호주	0.72	0.30
네덜란드	1.19	0.10	싱가폴	0.65	0.40
멕시코	1.17	0.00	홍콩	0.63	0.00
핀란드	1.06	0.20	이스라엘	0.60	0.10
그리스	1.00	0.00	미국	0.48	0.90
덴마크	0.99	0.30	영국	0.47	0.60
한국	0.99	0.30	캐나다	0.46	0.60
			뉴질랜드	0.41	0.57
노동자권한이 큰 국가	1.22	0.10	노동자권한이 약한 국가	0.69	0.36
			전체평균	0.91	0.23

자료: Roe(2006)〈표7〉, p497 인용.

또한 Roe(2003)는 정치적으로 노동자의 영향이 클 경우 고용보호가 과도해지는데 이 경우 기업의 소유 집중 심화된다는 사실도 보였다.

<그림 7> 고용보호규제와 소유분산도의 관계



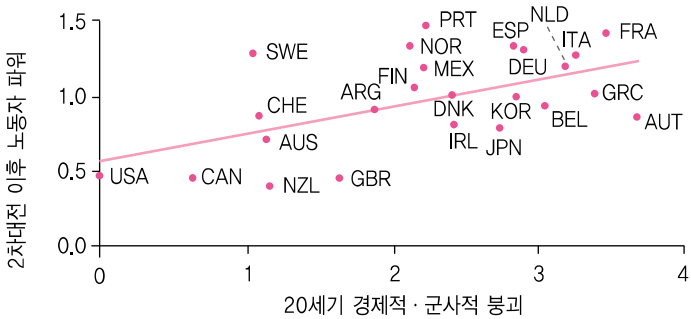
2) 노동규제와 조합주의 간 관계

Fehn & Meier(2000)는 네덜란드나 독일은 노동시장이 유연성을 강화하기보다 정부개입을 통한 기존 일자리의 배분을 통해 실업률을 낮추는 노력을 하고 있다는 문제를 제기했다. 영국과 뉴질랜드는 급진적 노동시장 개혁을 통해 미국과 같은 노동시장의 유연성을 확보한 바 있다. Fehn & Meier(2000)는 노동조합과 자본시장의 내부자들 간 합의는 조합주의적(corporatist) 거래일 가능성이 높으며 따라서 양 시장 내 경쟁을 제한한다고 지적했다. 이 연구는 영미식 - 유럽대륙식 자본시장의 차이는 두 방식의 노동시장 차이만큼이나 크다고 언급했다. 영미식 자본주의의 보급에도 불구하고 노동시장의 변화, 국제적 수렴이 나타나지 않는 것은 정치경제학적으로만 설명된다고 지적했다. Fehn & Meier(2000)는 실증적인 분석을 통해 고용보호가 강한 국가일수록 주주권익이 보호받지 못한다는 결과를 제시했다.

Roe(2006)는 대공황과 제2차 세계대전으로 인한 경제붕괴를 경험한 국가에서 조합주의 성향이 강하게 나타났으며 이러한

조합주의가 노동운동의 강화로 연계됐다고 실증적으로 보였다. 제2차 세계대전이후 정치적으로는 좌파와 우파 간 이념적 대립이 심각하게 발생했으며, 경제적 붕괴를 경험한 국가에서는 보호할만한 사유재산이 줄어들어 있던 상황이었다. 이후 전개된 냉전체제는 1970년대까지 이어졌는데, 경제적 붕괴를 경험한 국가들에서 노동운동 세력이 강화됐다.

<그림 8> 20세기 체제붕괴와 노동자 영향력 간 관계



주: 붕괴지수는 GDP대비비율로서 점령여부를 감안하여 계산
자료: Roe(2006), p.504의 〈그림 5〉 인용

3) 조합주의와 제한적 금융발전

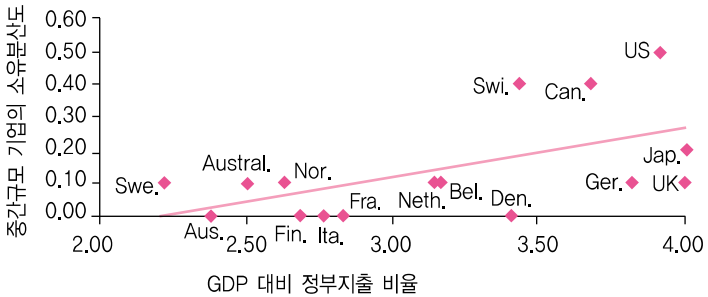
Perotti & von Thadden(2006)은 민주주의에서 정치적 다수가 기업지배구조와 휴먼캐피탈 및 금융자본 수익에 영향을 미친다고 지적했다. 이 연구는 금융자산이 집중될 경우 고용 지대(rents)를 높게 형성토록 하고 은행 혹은 대규모 투자자의 통제력이 높이도록 하는 정치적 기반이 있다고 언급했다. 또한 이 연구는 금융이 발전한 몇몇 국가에서 금융적으로 취약한 중산

층이 자유시장 경제체제 내 임금소득의 불안정성을 우려하며 조합주의(corporatism)적인 금융체제를 지지하게 된다고 설명했다.

그리고 Morck & Yeoung(2010)은 19세기 후반에 나타난 조합주의(corporatism)가 자유주의(liberalism)와 사회주의(socialism)를 모두 당황케 만들었다고 지적했다. 이 연구는 조합주의가 인간은 선천적으로 불평등하며 합법적 권위하에서 안식처(secure places)가 필요하다고 강조했으며, 조합주의는 합법적 공동운영체(corporation)를 위해 국가경찰력을 부여하고, 산업 내 엘리트들이 임금, 가격, 고용, 물량제한, 진입규제, 수입제한 등을 결정할 권한을 가지고 통제할 수 있게 했다고 설명했다. 이 연구는 정부가 노동자에게는 적정한 일자리와 임금을 보장해주었고, 보충성의 원칙(principle of subsidiarity)에 따라 전통적 권력을 대신함으로써 계급 간 투쟁을 종식시켰다고 주장한다. Morck & Yeoung(2010)에 따르면 (로마가톨릭 국가 혹은 프랑스식 엘리트 교육 국가 등) 조합주의를 채택한 국가들은 금융발전상의 중대한 어려움을 경험했으며 조합주의적 제도·기구가 전통으로 남아 있어 금융발전과 성장을 제한시키고 있다고 한다.

한편, Roe(2003)는 정치적 성향에 대한 대리지표로서 추가적으로 정부지출 비율도 이용했다. 국가가 공공목적을 위해 활발하게 지출하는 것은 정부의 정치적 성향과 관련이 있다고 평가했기 때문이다. 정치적 성향지표와 마찬가지로 GDP대비 정부지출비율이 증가할수록 소유분산도가 낮아지는 관계가 나타났다.

<그림 9> 정부지출 비율과 소유분산수준의 관계



자료: Roe(2003), p.58의 〈그림 6.7〉 인용

정치는 주주와 기업 간의 사이에 끼어들기 쉬우며 때로는 주주와 기업을 분리하는 역할을 수행하기도 한다. Roe(2003)는 미국의 포퓰리즘이 주주의 확산 특히 기관투자자의 영향을 제한하는 방향으로 전개되기도 했으며, 유럽대륙에서는 사회적 규율규범과 노동자의 영향력이 주주의 영향력을 제한하기도 했다고 설명한다. 주주와 기업 간에는 이렇게 정치적 개입방식이 국가적으로 다르기 때문에 소유구조의 양상도 영향을 받아 국가별로 다르게 전개될 수 있는 것이다.

제Ⅲ장 소유지배구조에 대한 역사적 변천과정 고찰

1. 소유분산의 시대

(1) 유럽대륙국가의 역사적 사례

1) 독일(19세기부터 바이마르 공화국까지)

독일 기업지배구조는 바이마르 공화국시절까지 크고 작은 경기변동 경험과 세계대전 규모의 전쟁 경험을 통해 사회불안요인을 내재적으로 해소하는 방향으로 발전됐다. 19세기 중반부터 경험한 경기침체 경험은 독일 회사법과 자본시장의 발전과정에서 대주주의 권한을 영미국가와 비교하여 보다 더 강화시키는 방향으로 전개되어졌다. 즉, 경기침체에 따른 영업곤란과 파산위험을 감소시키기 위한 목적으로 대주주의 지배권을 강화할 수 있는 장치들(후술할 다수의결권 주식, 의결권 상한제, 우선주 등)이 독일 자본시장에 들어서게 된 것이다. 또한 독일의 겸업은행(unversal bank)은 비금융기업의 주식을 소유하는 것이 허용되고 있었으며, 대주주 가족의 재원조달이 은행에 크게 의존하고 있었기 때문에 대출자이자 출자자인 은행과 차용자이자 피출자자인 독일 주식회사 간 상호 연관성이 높아져 있었다. 겸업은행은 투자자로서보다는 대출자로서의 역할이 더 컸지만 독일 금융시장에서 기업 지배구조를 견제할 수 있는 주요 감시자로서 고려됐기에 일정규모 이하의 주식지분만을 보유하고 있었으나 이보다 더 큰 지배권한이 주어지게 됐다. 은행의 감독이사회 참여와 주주들의 대리투표 대행이 그러한 권한강화의 수단

이었다. 결과적으로 독일 기업지배구조는 경영권 보호장치를 가진 독일 기업가와 소유지분보다 더 많은 감독기능을 부여 받은 은행에 의해 영향을 받게 됐다. 이러한 독일 지배구조의 역사는 독일 기업지배구조에서 왜 1주1표의 원칙이 제한적으로 적용하게 되었는지를 설명하는 중요한 배경이 됐다고 평가된다. 그러나 중요한 사실은 이러한 배경에도 불구하고 독일 기업지배구조역사에 있어서 19세기 후반부터 바이마르 공화국 시절까지 제한적이기는 했지만 소유와 경영의 분산현상이 진행되고 있었다는 사실이다.

가. 19세기 말 20세기 초 독일 주식회사의 특징

1887년까지 거대기업 중 80%가 유한주식회사(AG: Aktiengesellschaft) 형태를 가지고 있었다.[11] 경영자 임명은 대주주의 권한이었으며, 대주주는 기업의 대표역할과 함께 임원의 수장으로서의 역할을 수행했다.[12] 대주주와 그들의 대변인들은 우선적 지배권을 가지고 있었으며, 경영자는 종업원의 수장으로서의 역할을 가지고 있었으나 권한에 있어서 한계가 있었다. 따라서 독일 기업 지배구조 역사에서 중화학산업 시기동안 기업의 창업과 확장 및 경쟁력 강화를 담당했던 대주주는 극단적인 권한을 보유하고 있었다. 이 시기의 대표적 기업이었던 Krupp, Thyssen, Stinnes, Wolff, Stumm, Klockner, Siemens, Bosch 등은 모두 대주주의 소유와 경영이 함께 이루어지고 있던 기업들이었다. 예

11) Siegrist(1980) p.88 참조.
12) 19세기 동안 독일에서 경영자 지배 기업은 거의 전무했다고 한다.

외적인 경우에 한하여 주주가 아니었던 엘리트들이 경영자로 들어왔을 정도로 대주주의 권한이 막강하였던 시대였다.[13]

한편, 기업성장과 더불어 독일 기업들은 기업 간 협력이 급증하게 됐는데, 이를 통해 생산과 유통을 목적으로 하는 카르텔을 형성하게 된다.[14] 이러한 카르텔은 19세기 후반에서 시작되어 20세기 초까지 급격한 증가를 나타내게 된다.[15] 1870년까지 500개 수준에 머물었던 유한주식회사들이 증가하여 1902년에는 5,000여 개에 달할 정도로 급속히 증가하게 됐다. 그러나 이러한 유한주식회사의 급증에도 불구하고 대주주 가족들이 기업과 관련된 거의 대부분의 의사결정을 수행했으며, 전문경영인들이 그러한 업무를 인계받는 것은 1907년에도 어려웠다고 알려져 있다.[16] 이러한 소유지배구조를 유지하면서 독일의 유한주식회사 규모의 급성장으로 기업 간 격차가 크게 벌어지는 현상이 나타났다.[17] 이러한 현상을 정리하자면, 19세기 후반과 20세기 초반동안 독일의 유한주식회사들은 소유집중, 산업 내 협력(카르텔), 그리고 급속한 규모의 확장의 과정이라고 정리할 수 있다.

---

13) 이러한 시대의 엘리트로서 경영자가 된 인물들로는 AEG의 Emil Rathenau, Siemnes의 Georgvon Siemns, Gelsenkirchen의 Emil Kirdorf들로서 주주가 아닌 경영전문 종업원으로서 역할을 수행했었다.

14) 1887년에는 100대 기업 중 20 미만의 기업들이 시작한 것이었으나, 이후인 1888년부터 1891년 동안 대부분의 카르텔이 형성됐다.

15) 1885년까지 90개였던 카르텔 수는 1890년에 210개, 그리고 1905년에 이르러 366개 산업 카르텔로 증가했다고 한다. Fohlin(2006) p.227 재인용 참조.

16) Ziegler(2000) 참조.

17) 1904년에는 전체 독일 유한주식회사의 상위 1%에 해당하는 기업의 주식가치가 주식시장의 1/4에 해당했으며, 상위10% 기업들의 경우 전체 주식시장의 2/3를 점유했다고 한다. Pross(1965) 참조.

나. 바이마르 공화국시절에 나타난 소유경영 분리의 성향

1차 세계대전 이후 산업구조의 집중도가 이전보다 증가했다. 급격한 인플레이션이 진행됐던 1919년부터 1923년까지의 기간 동안 유한주식회사의 수는 보다 급격한 성장을 보여 1923년에는 16,000여 개에 이르렀다. 주식시장에는 소규모 가족기업들이 대다수였는데, 전체 기업 중 90%에 이르는 기업들이 소규모이자 연계되지 않았던 기업들이었다고 한다.[18] 이 시기에 들어서면서 시장과 카르텔을 조정하고 통솔력 있는 조직을 구성하며 여러 생산공장과 중간간부들을 통제하고 공격적 판매전략을 수립하기 위해 경영자들의 존재가 중요하게 부각되기 시작했다. 여전히 대주주에 의한 주식의 소유는 집중돼 있었던 것은 사실이었지만, 점차 거대기업에서부터 전문경영인들은 경영자로서의 역할을 대주주로부터 인수받기 시작했던 단계에 해당됐다.

산업별로 살펴보면 제1차 세계대전 이후 중공업 산업부문 중 화학산업이 수직적 통합을 주도해 나아갔다.[19] 이러한 주도는 기업의 거대화와 집중도를 증가시키는 요인이 됐으며, 자본시장의 집중도를 증가시켰다.[20] 1930년에 이르러서는 전체 유한주식회사 중 상위 2% 기업들의 가치는 전체 자본시장 규모의 절반을 넘게 됐다. 이런 산업의 거대화와 집중화에 따라 광산업,

18) Gommel(1992), p.32 재인용

19) 당시 Thyssen, Rheinische Stahlwerke, GHH, Krupp, Hoesch 등이 이러한 추세를 적극적으로 따라갔던 기업들이었다고 한다. Fohlin(2006), p.230 참조.

20) 1926년에는 12,392개의 유한주식회사 중 상위 2000 미만의 기업들(정확히 1,967개 AG들)이 전체 주식시장 가치의 65%를 점유하고 있었으며, 1927년에는 69%의 가치로 증가했고, 1930년에 이르러서는 그 비율이 75%에 이르렀었다고 한다.

철강금속산업 및 화학산업에서 전문경영인에 의한 기업지배 현상이 급속히 전개되어 나아갔다. 이 시기에 10대 독일 주식회사 중 2개사(Krupp과 Siemens)를 제외하고는 모두 전문경영인에 의해 운영되는 형태를 갖추게 됐다. 1930년대에 들어서 전문경영인에 의한 기업지배 현상은 지속되어져 대주주 가문과 관련 없는 인물들이 기업경영을 담당하게 됐으며, 대주주 및 창업자 가족들은 감독이사회(supervisory board)의 구성원으로 역할이 변했다.

다. 은행역할 증대요인

독일에서는 의결권을 양도하도록 하는 대리투표(proxy voting)로 인해 소유권은 종종 직접적인 지배권과 분리돼 있었다. 독일 기업 주주들은 의결권을 금융기관에 대리투표의 형태로 맡기고 있으며, 그러한 대리투표권을 행사하는 은행들이 기업들을 감독하는 역할자로서 중요한 위치에 존재해 왔다. 독일에서는 이미 19세기 후반부터 은행의 역할이 거대했기 때문에 9대 은행들이 금융기관으로서의 영향력보다 감독이사회를 통한 영향력이 더 막강하다는 지적을 받아왔었다.[21] 은행은 대출금에 대한 불확실성을 감소시키며 도덕적해이의 위험성과 잘못된 경영판단을 줄일 수 있었기 때문에 이러한 감독기능의 연계는 장기적으로 지속적인 자금 공급원의 역할을 수행할 수 있었다. 이러한 관점에서 보면 독일 은행들은 기업과 일치된 이해관계를 가지고 있었기 때문에 차용자-대출자 간 문제를 해소하는 기구를 내재적

21) Jeidels(1905) 주장에 대한 Fohlin(2006)의 번역내용 p.238 참조.

으로 가지고 있었던 것이다. 그러나 이러한 구도 속에서 은행이 자신들의 위치를 이용하여 기업경영 결정을 은행에 유리한 방향으로 유도하는 부정적 부분도 남아 있었던 점도 사실이다.

a. 제1차 세계대전 이전까지 미미한 은행 및 금융기관의 주식소유 지분율

1차 세계대전 이전까지 독일 은행들이 소유하고 있던 기업 주식의 가치는 저평가되고 있었다고 전해지는 것으로 봐서 1차 대전이전부터 은행소유로 인한 기업의 도덕적 해이(은행위주로의 경영지시 문제)와 같은 문제가 존재한 것으로 알려져 있다.[22] 그러나 당시 독일은행들은 사기업들이 발행한 주식을 소유하던 비율은 10%에 못 미치는 수준이었던 것으로 알려져 있다.[23] 반면 비은행금융기관들이 보유했던 주식비율은 현저하게 낮은 것으로 나타나고 있다.[24]

b. 은행의 감독역할을 확장시킨 수단들

1차 세계대전부터 독일의 겸업은행은 감독자로서의 기능이 부여해짐과 동시에 주주들의 대리인으로서의 역할을 담당하면서 실제로 소유하고 있던 지분율보다 많은 의결권과 영향력을

---

22) Riesser(1911) 재인용.

23) Fohlin(2006)의 〈그림 4.6〉에 따르면 은행들이 소유했던 비정부기업 주식비율은 1884년부터 1912년 동안 대개의 경우 전체 주식 중 10% 미만이었으며, 20세기에 들어서면서 11% 정도에 이르는 수준이었다고 한다.

24) 보험회사의 경우 독일 기업 주식 중 1.8% 정도만을 보유하고 있었는데, 대주주 가족들이 평균적으로 20.5%, 독일 내 다른 기업들이 27.5%를 보유하고 있었던 사실과 비교해도 매우 미미한 수준이었음을 확인할 수 있다. Franks & Mayer(2011) 참조.

행사할 수 있는 위치에 있었다.

(i) 이중구조의 이사회와 회사법상의 의무규정

별도 규정이 없었음에도 불구하고 1850년경부터 감독이사회는 존재해 왔었는데, 특별히 1884년 회사법의 경우 감독이사회를 설립하도록 규정하면서 기업과 은행 간 관계를 공식화시키는 역할을 수행했다. 경영이사회와 감독이사회 간 연계성은 독일 기업지배구조에서 중요한 역할을 수행했으며, 일반기업과 은행 간 감독기능은 은행중심이라는 일방적인 방향으로 수행됐다. 아래의 표에서 파악할 수 있는 바와 같이 은행은 감독이사회를 통해 상당수의 비금융기업 경영에 지배권을 행사할 수 있었던 반면, 일반 비금융기업들의 경우 소수에 한해 은행 감독이사회에 참여할 수가 있었다.[25]

25) 한편, 대형은행들의 경우 대형기업의 감독이사회에 참석할 개연성이 높았으며, 중소기업의 경우 지방은행의 임원이 감독이사회의 구성원이 됐을 개연성이 높았던 것으로 평가되고 있다.

<표 8> 유형별 이중이사회 비중(1895~1912년)

유 형	표본 수	전체표본 중 비중
1. 은행임원이 기업 감독이사회 구성원인 경우	2,684	52.56
2. 거대은행 임원이 기업 감독이사회 구성원인 경우	612	11.98
3. 공동으로 은행과 기업의 감독이사회 구성원이 있는 경우	2,268	44.41
4. 공동 감독이사회 구성원이 있으나 1번이 아닌 경우 (둘 이상 감독이사회 참여 임원이 있으나, 은행임원이 기업 감독이사회 구성원이 아닌 경우)	584	11.40
5. 기업임원이 은행의 감독이사회 구성원인 경우	265	5.19
6. 기업임원이 은행임원인 경우	107	2.10
7. 위의 모두에 해당하는 경우	3,347	67.07

출처: Fohlin(2005)
주: 패널데이터(기업-연도) 전체 표본의 수는 5,107개임

(ii) 대리투표(Proxy voting) 제도

독일 기업지배구조 역사에서 상대적으로 적은 지분을 보유하고 있던 은행의 역할을 강화시킨 또 다른 사항은 대리투표이다. 투자자들 입장에서 은행의 대리투표 행사는 은행의 감독기능을 통한 주주권을 강화시킬 수 있는 은행의 좋은 서비스로 생각됐다. 대리투표를 위해서는 주주는 자신의 주식을 은행에 신탁해야했었는데, 주주들에게 있어서 쉽게 잃어버리거나 도난당할 수 있는 주식을 은행이 안전한 금고에 보관해준다는 서비스 또한 유용해 보였기 때문에 이러한 대리투표 기능이 자율적으로 강화된 측면이 있었다. 이러한 이유로 주주들의 의결권을 대신하여 기업에 대해 대리투표권을 행사할 수 있게 된 은행들은 주식 소유지분율보다는 더 큰 영향력을 행사할 수 있게 됐다.[26]

라. 자본시장제도 개선의 전개

독일에서 회사법상 초기 주주권의 보호개선 과정은 두 번에 걸쳐 나타났던 경기침체와 관련이 있다. 독일에서는 주식회사가 1850년 이전부터 설립되었지만 정부로 강력한 규제를 받고 있었기 때문에 그 설립이 적극적이지 못했다. 이로 인해 주식회사에 대한 규제완화와 더불어 정보비대칭과 주주권리 행사 문제와 관련하여 소액주주에 대한 문제를 고려하여 개정된 1870년 회사법 이후 주식회사의 설립이 급속도로 진행됐다.[27] 그러나 1873년부터 1879년 기간 동안 경기침체를 경험하면서 주식회사 제도에 대한 개선이 요구되면서 1884년에 새로이 회사법 개정이 실행됐다. 1884년 회사법은 신규기업의 공모시점 주식발행 안내서를 제출의무, 주주총회 참석자의 일정비율기준, 및 동일 기업 내, 감사이사회와 경영이사회의 겸직을 금지 등을 주주권 보호와 관련된 중요 사항으로 요구하고 있었다. 또한 1890년대 초 나타났던 두 번째 경기침체는 주식의 발행과 상장에 대한 주식시장법을 1896년에 제정케 했고, 1897년 회사법은 상당한 추가 조치를 포함하도록 개정됐다. 이러한 법개정은 주식의 발행과 상장을 이전보다 까다롭게 만들었다. 이는 한편으로 기업들에게 투자재원을 마련하기 위해 은행에 더 많이 의존하도록 만들었기 때문에 독일 기업들에게 있어서 겸업은행의 역할을 더

---

26) 그러나 Fohlin(2006)은 제1차대전 이전에 대리투표권을 통한 은행의 지배력 강화에 대한 실증적 검증은 자료부족으로 인해 실증적 검증이 어렵다고 한계를 언급한 바 있다.

27) 1870년 회사법은 자유로운 법인 설립의 보장과 회사의 회계, 공시, 관리의 통일성을 요구하였다.

욱 강조시키는 계기가 됐다.[28]

그러나 1차 세계대전 이후 1920년대에 나타난 하이퍼인플레이션과 1930년대에 나타난 대공황의 여파는 독일 기업들의 줄도산과 더불어 법개정의 필요성을 대두시켰다. 바이마르 공화국은 대주주 가족기업에 대한 적대적 인수위협과 더불어 자본시장을 통한 재원조달을 용이하게 하도록 제도를 개정했는데, 다수 의결권 주식(multiple-vote shares), 예비주(depot share)와 우선주, 의결권 제한 등은 당시 대주주들이 지배권을 유지하면서 자본을 조달하기 위해 전반적으로 사용됐던 수단들이었다.

먼저 다수 의결권 주식(multiple-vote shares)이란 소수의 주식에 상대적으로 더 많은 의결권을 부여하는 것으로서 1차 세계대전 이후 자본시장을 통한 재원 조달 시 유용하게 이용됐다.[29] 다수 의결권은 일반 주식에 비해 20배에서 250배 이상의 의결권을 가졌던 것으로 알려져 있다. 다수 의결권 주식은 주식회사 전체 자본금의 매우 소량의 비중만을 점유하고 있었으나, 전체 주주총회에서 의결권을 주도할 수 있는 수준에 있었다고 알려져 있다.[30] 이러한 다수 의결권 주식은 감독이사회 구성원 및 대주주의 지시를 따르는 은행들에 배당됐다. 다음으로, 예비

28) 이러한 이유로 인해 Rober Liefmann(1921)은 독일 겸업은행들이 주식회사법 규제강화에 공헌하였다고 언급했다고 한다.

29) 1925년의 경우 1,595개 주식회사 중 842개사가 그리고 1934년의 경우 913개 주식회사 중 약 40% 정도가 다수 의결권 주식을 채택하고 있었다고 한다. Pross(1965), p.84 재인용

30) 1925년에 388개 기업을 대상으로 분석한 경우 다수 의결권 주식의 10%가 주주총회 전체 의결권의 40%를 능가했다고 한다. 주주총회 참석율이 현저하게 낮았기 때문에 전체의결권의 40%로도 주요 의사결정을 수행할 수 있었다.

주(depot share)는 주주들의 동의 없이 발행할 수 있는 주식이었는데, 대주주들이 경영권 유지를 위해 대규모 자본투자 없이 기존 다수의결권 주식에 추가하여 사용됐다고 한다. 우선주(preferential share)는 배당권만을 허용하고 있어 지배권을 유지하면서 재원을 동원할 수 있는 수단이 됐다. 셋째로 의결권 상한제(maximum voting rights)란 주주들이 의결권을 행사할 수 있는 주식의 수를 제한하여 소유한 지분율보다 낮은 비율로 의결권을 행사하도록 하는 것인데, 주요주주들보다 낮은 의결권을 행사토록 하거나 일정 주식지분 이상의 소유를 제한하는 형태로 이뤄졌다. 의결권 상한제는 19세기 초부터 다수의 독일 기업들이 채택하고 있어 왔던 역사적으로 오래된 전통이기도 했는데, 이러한 의결권 제한은 경영권 인수위협으로부터 보호할 수 있는 장치의 역할을 수행했다.

대주주들은 이러한 수단들을 통해 피라미드의 형성없이 지배권을 유지하면서 자본시장을 통해 재원을 조달하는 것이 가능했다. 즉, 독일의 경우 20세기 초에 들어서면서 소유-경영의 분리성향이 나타났으나 경영권 위협에 대한 보호도구의 협조를 얻어 지배권을 상당수준 유지할 수 있었다.[31] 따라서 1937년 이전까지 독일에서 나타난 소유지배구조상의 분리성향은 영미식 소유분산보다는 제한된 형태로 나타났다고 평가된다.

---

31) 또한 비록 겸업은행이 채권자이자 주주들의 대리로서 기업경영에 관여 하는 위치에 있었으나, 다수 의결권 주식을 은행에도 분배하는 등 독일 대주주들에게 있어서 은행과의 관계가 대립적이지만은 않았다.

2) 스웨덴(1860~1930년대 대공황 이전)

가. 경제개발 초기상황과 산업화의 추진

스웨덴은 19세기 중반부터 목재, 광산, 수력 등 자원이 풍부한 국가였으나 이러한 자원을 개발하기 위해서는 대규모의 자본이 필요했다. 국내자본의 부족으로 인해 스웨덴 초기 경제개발의 투자재원은 예금은행에 맡겨진 개인들의 저축금과 해외에 채권을 발행하여 동원하는 차입금의 두 가지 유형뿐이었다. 당시 북미대륙으로의 이민열풍은 가난했던 스웨덴을 현대화시켜야한다는 정치적 압력으로 작용하고 있다. 스웨덴 경제발전을 위해 효율적 금융시스템의 구축과 금융수요에 부응할 수 있는 제도에 대한 논의와 구상이 끊임없이 이어졌다. 스웨덴은 정치적 개혁을 통해 스콧트랜드식 은행시스템을 채택했으며 사회간접설비를 확충하기 위한 재원을 프랑스, 독일, 영국 등 외국에 채권판매를 통해 마련했다.

스웨덴은 1860년대에 기업설립의 자유와 외국과의 무역자유화를 포함하는 경제개혁을 실시한 이후 1870년대부터 1913년까지 유럽 최고의 생산성 증가를 기록하면서 산업화를 진행시켜 나아갔었다.[32] 목재 및 광물에 대한 서유럽의 수요증가와 더불어 원자재 수출중심 부문에서의 성장이 급격하게 이뤄졌다. 이어서 스웨덴 경제의 첫 번째 혁신은 기계공학부문 및 제조부문을 중심으로 하는 기업들에 의해 이뤄졌다.[33] 1914년 이전까지

32) 19세기 말, 20세기 초에 세계 최고였던 스웨덴의 생산성은 100년 후인 1970년에 이르러서는 유럽국가중 최하 2위로 전락해버렸다. Högfeldt (2006) 재인용.

33) 이 당시 스웨덴 경제의 중심이 되는 중공업 기업들이 설립됐다. 1873년에

보면 새로이 창립된 신규기업들이 스웨덴 기계공업부문의 절반을 담당하고 있었을 정도였다. 이러한 1914년까지의 급속한 산업화는 평균 15% 정도였던 무역장벽에 기인하는 것이었다. 그리고 스웨덴 경제 내 두 번째 혁신은 국제경쟁력 기업이 소비재 부분 등 내수경제로 목표를 전환하면서 나타나게 됐다.[34]

1870년대부터 1914년까지 스웨덴은 전형적인 수출주도형 경제성장 모형을 성공적으로 이뤄냈으며, 이 과정에서 스웨덴 사회는 급격한 변화를 경험하게 됐다. 공공부문은 국채발행을 통해 상당한 규모의 재원을 동원하여 철도, 항만, 도시 및 주택 건설 등 사회간접설비를 확충해 나아갔다.

나. 금융시스템과 자본시장 여건

이러한 여건이 조성되자 스웨덴 내에서는 제1차 대전 기간 동안 대출자금이 급증했으며, 구조개혁의 일환으로 은행시스템은 예금은행과 같은 스콧트랜드 모형을 따르고 있는 등 금융부문에서도 경제성장에 호의적인 상황에 놓여있었다. 또한 기업들은 투자재원으로서 기업이익, 무역신용, 단기신용, 장기대출 등을 이용하였다.

1870년대부터 이자율 규제가 폐지되자 상업은행의 신속한 성장이 나타났으나 1900년대까지 은행은 산업화를 위한 주요 재원지원 역할을 수행하지는 못했다. 1900년 이후 수출주도형 산

는 Altas Copco, 1876년에 Ericsson, 1993년에 Alfa-Laval, 1883년에 ASEA, 1904년에 AGA, 그리고 1907년에 SKF가 설립됐다.

34) 이러한 내수경제를 겨냥한 2차 혁신과정에서 창립된 기업으로는 Electrolux, Scania-Vabis 및 SAAB 등이 있다.

업이 급속도로 성장하면서 상대적으로 자본시장의 발전이 필요해졌기 때문에 1901년에 스톡홀름 주식거래소가 개장하자 주식시장이 기존의 채권시장을 대체하기 시작했다. 또한 자본수요가 급증하자 은행으로부터의 대출도 급격히 증가하였기 때문에 1900년 이후 기업의 투자재원 형성에 있어서 은행의 중요성이 높아졌다. 이러한 스웨덴 내 금융시스템의 발전은 새로운 규제와 변화여건을 직면하는 상황에 놓이게 됐다.

1900년 이후 스웨덴에서는 투자재원 제공을 위한 자본시장의 역할이 중요해졌으나 당시의 형성된 자본은 은행시스템으로 흘러들어가고 있었다. 이에 은행기관들은 영향력이 커지자 로비를 통해 은행의 주식소유와 투자은행 역할을 허용하는 1911년 은행법이 제정되도록 만들었다. 당시 독일경제의 성장 및 그 성장의 원동력이 됐던 독일식 은행제도를 따라 스웨덴에서 독일식 겸업은행(universal bank) 제도가 들어서게 된 것이었다. 즉, 기존까지의 영국식 은행을 독일식 투자은행으로 역할변경시키는 1911년 은행법은 이후 스웨덴 기업지배구조에서 은행이 중요한 영향력을 갖도록 만든 구조적 전환이 됐다. 이후 1930년대 대공황 이전까지 은행은 상장기업의 상당수 지분을 소유하였고 실질적인 지배권을 행사하는 위치에 오르게 됐다.

다. 은행의 지배권 행사 및 소유·경영의 분리

1920년대부터 스웨덴 은행은 주요 상장회사의 상당수준의 주식을 소유하였고 또한 대주주로서 지배권을 행사할 수 있었다. 반면에 창업자 가족들은 사업가는 아니었기 때문에 1920년대

초 경기불황으로 인해 경영권을 상실했거나 혹은 소유지분이 상당수준 희석되어져 가고 있었고 때로는 전문기술자에 의해 승계되어지고 있었다. 기업들에 대한 은행의 소유지분은 점차 증가되어 갔지만 은행 자체적으로는 기업경영에 있어서 경쟁력이 낮았기 때문에 은행은 기업의 경영자를 선임-감독하는 방식으로 기업에 영향력을 발휘해 나아갔다. 즉, 1910년대부터 1920년대 동안 자본시장을 통한 재원조달이 증가하여 기업들의 주식소유구조가 점차 희석(분산화)되어지자 상대적으로 대지분을 가진 은행이 경영자를 통해 지배권을 행사하게 됐다. 1925년에는 스웨덴의 25개 대기업의 대부분이 창업자가 아닌 전문CEO에 의해 경영되었다고 한다. 또한 1945년까지 주식의 소유분산으로 스웨덴 기업의 CEO들은 주식을 전혀 보유하지 않았지만 소액주주들의 지지받는 위치에 있었다고 한다.[35] 이와 같이 19세기 후반부터 급격한 경제성장을 경험했던 스웨덴 경제는 20세기 초부터 자본시장의 발전과 은행의 역할증대로 소유분산과 소유경영의 분리를 경험하는 과정을 거치게 된다. 그러나 이러한 소유지배구조상의 추세는 1930년대 대공황을 맞이하면서 급격한 제도변화와 더불어 큰 변화에 직면하게 된다.

35) 심지어 주식을 보유하지 않았던 Laurin가문의 경우 3세대에 걸쳐 PLM의 CEO자리를 승계했던 사례도 있다.

(2) 대표적 소유분산의 역사적 사례

1) 영국

가. 주식시장에서의 기업 인수합병과 경영권 거래

영국 기업의 소유분산 과정은 지배가족의 지분이 매각되면서 분산된 것은 아니라 20세기 동안 급증한 기업인수 활동으로 나타난 결과이다. 영국에서 가족지분이 감소한 이유는 주식매각으로 이루어진 것이 아니라 재원확보를 위한 주식발행으로 인해 희석되면서 감소된 것이다.[36] 특히 기업인수를 위해 주식이 발행되면서 지배가족 소유지분이 감소됐는데 1900-1950년 동안 전체 희석지분 61.6%의 절반에 이르는 36.2%가 기업인수에 의한 것이었다고 한다. 영국 기업은 적극적인 기업인수합병 활동을 위해 주식을 발행하면서도 피라미드를 형성하지 않은 채 성장하는 과정을 밟고 있었다. 또한 이러한 과정은 강력한 규제나 주주보호 장치가 없는 당시의 영국자본시장에서 이루어졌다.

세계 제2차 대전이후 영국의 1940년대 및 1950년대에 나타난 특징은 세 가지로 분류된다. 2차 세계 대전이 끝난 1945년 이후 사회주의 성향으로 인해 영국사회는 노동당의 당수였던 Clement Attlee를 수상으로 선출했으며, Attlee 수상은 거대 기업을 국영화하는데 앞장섰다.[37] 첫 번째 특징은 당시 몇몇 주식시장의 스캔들이 발생했으며 이러한 상황에서 1940년대 말에는

36) 그러나 이러한 영국 기업 소유구조의 분산에 대해 Eichengreen(2006)은 영국에서는 오너집안의 3세대에 이르면 기업보다 정치나 부동산에 더 관심을 갖는 현상이 나타나 19세기동안 살아남아 있던 많은 기업들이 다른 오너기업에게 팔려갔기 때문이라고 지적하기도 했다.

37) 이 당시 국영화된 공기업은 대처수상이 집권한 이후 민영화되었다.

소액주주보호를 위해 주식시장의 규율이 강화됐다는 점이다. 그리고 이 시기에 공시제도 향상, 회계조항의 도입 등이 이뤄졌다. 두 번째로 이 시기에 금융기관들의 주식소유가 증가했는데 Frank, Mayer & Rossi(2005)의 자료에 따르면 1960년까지 금융기관들이 영국 기업 중 1/3의 최대주주였다고 한다. 세 번째 특징으로는 경영권시장의 대두를 들 수 있다. 이 시기는 소유권이 주식시장에서 거래됐으며 지배권이 기업과는 관련이 없지만 주식을 구입한 이들에게 이전되기 시작한 시대였다.

나. 산업자본과 금융자본의 충돌

영국에서는 대부분의 나라에서 실시되고 있던 차등의결권 제도가 존재하지 않았으면서도 기업인수 시장이 잘 발달되어진 상황이었다. 특히 기관투자자에 의한 적대적 기업인수와 이에 대한 기업 측의 대응 전략이 현재 영국의 기업지배구조가 형성되는 데 있어서 큰 영향을 미쳤다. 전술한 세 가지 특징 즉, 1) 자본시장 규율의 강화, 2) 기관투자자의 대두, 3) 적대적 기업인수 활성화로 인해 영국에서도 기업 소유구조에 변화가 나타나기 시작했다.

기업들은 인수합병 위협에 대항하기위해 자신과 소액주주들을 보호하기 위한 시도를 하기 시작했다. 이 과정에서 기업들은 차등의결권 주식(dual class shares)을 발행하였으며, 부분 기업인수(전체주식 인수의 비용이 높아 부분만 인수)와 전략적 주식의 대규모 지분확보 등이 2차 대전 이후 기업 측에서부터 나타나기 시작했다. 즉, 2차 대전이전부터 대륙국가에서 보편화됐던

방식이었던 차등의결권, 피라미드구조 등이 2차 세계대전 이후에 가서야 영국에서는 나타나기 시작한 것이었다.

그러나 차등의결권과 피라미드구조가 형성되는 변화의 추세를 단절시킨 것은 영국의 금융기관들이었다. 금융기관들은 1950년대와 1960년대 주식 시장에 있어서 더욱 영향력 있는 위치를 확보함에 따라 기업들이 자본 시장에 접근하는 것을 저지하는 협정을 맺었고, 이 결과 기업들의 방어책은 더 이상 효과가 없게 되었으며, 1980년대 그 방어책들은 실질적으로 사라지게 되었다. 그 결과 차등의결권과 피라미드 구조와 같은 기업들의 방어책이 더 이상 효과가 없게 되었으며, 1980년대 그 방어책들은 실질적으로 사라지게 되었다.

따라서 영국에서는 20세기 초반인 1900~1950년 동안에는 가족이 낮은 소유에도 불구하고 경영지배가 가능했으나 20세기 후반부에는 기관투자자의 역할이 증대하면서 경영전문가의 입지가 중요한 위치를 점유하게 됐다.[38] 그 대신 금융기관의 입지가 증가되면서 가족 경영자를 대체할 기업경영이 보다 전문화됐다.

다. 영국식 소유-지배 괴리 확대 현상

20세기 초반, 지배가족의 소유지분은 크게 감소하는 현상이 나타났으나, 소유지분의 감소에도 불구하고 이사회에서 가족이 점유하는 비율은 감소된 소유지분에 비해 더 많은 수준이었다.

38) Chandler가 지적했던 바와 같이 20세기 후반에는 가족에 의한 경영은 명백히 감소해버렸다. Frank, Mayer & Rossi(2006) 참조.

Frank, Mayer & Rossi(2006)는 가족지분은 감소한 대신 금융기관의 최대주주 비율은 증가했다고 지적하면서 이러한 과정을 통해 이사회구성원에서 점유하는 외부인사의 비중은 증가한 대신 가족비율은 감소해갔다.

흥미로운 사실은 영국에서 20세기 동안 가족지분이 감소하는 속도에 비해 이사회구성원에서 점유하는 가족의 비중은 상대적으로 높아졌다는 사실이다. Frank, Mayer & Rossi(2006)는 가족의 소유지분 대비 이사회구성원에서 가족이 점유하는 비율 간 괴리를 소유지배괴리의 지표로 고려하여 계산한 결과 1900년에는 이사회점유비율에 비해 오히려 높은 소유지분을 가지고 있었으나(음의 값), 1940년에 이르기까지 점차 괴리도가 증가했다고 지적했다. 이러한 현상은 1960년대를 시작으로 하는 표본을 대상으로 한 분석에서도 동일한 경향이 나타났다.

<표 9> 영국기업의 소유-지배 괴리에 대한 역사적 추이

패널 A: 소유-지배 괴리 추세 (1900년 기준 표본)

	평균값	중간값	표본수
1900	-4.58	0	25
1910	3.53	0	25
1920	-7.25	0	25
1930	6.33	0	25
1940	12.79	8.21	25
1950	10.41	7.40	24
1960	12.45	0	23
1970	12.60	0	22
1980	11.13	0	21
1990	8.71	0	21
2000	6.69	0	20
평균	6.62		

패널 B: 소유-지배 괴리 추세 (1960년 기준 표본)

	Mean	Median	n.obs
1960	1.15	0	25
1970	4.23	0	25
1980	6.09	0	23
1990	9.55	0	22
2000	11.94	0	20
Mean	6.59		

출처: Frank et al.(2005)의 p.592 〈표 10.5〉

위와 같이 영국의 지배가족은 주식발행을 통해 자본을 확충하면서 한때 소유한 지분권보다 더 많은 이사직을 수행하는 양상을 보여줬는데, 이후 자본시장 법제도의 변화(주주권보호), 적대적 M&A에 의한 기업 인수로 인한 자본시장 내 경영권 경쟁 가속화 등으로 경영에서 분리되는 상황에 처하게 됐다는 것이

Frank, Mayer & Rossi (2006)의 주장이다. 이 연구는 이러한 소유와 경영의 분리가 Chandler가 기술한바와 같이 기업운영의 효율성 기반을 약화시켰다고 지적했다.[39]

라. 주식의 동일가격 원칙

Frank, Mayer & Rossi(2006)는 영국의 소유분산과정이 주식발행이 비공식적이고 자본시장에 대한 규율이 부족했던 주식시장에서 이뤄지고 있었다는 사실이 흥미로운 점이라고 지적하면서 소유분산의 한 요인으로 주식의 동일가격 원칙을 들었다. 자본시장에 대한 규율이 부족한 시대였지만 영국 주주들은 이사회와 동일한 주식가격 원리가 지켜지리라고 신뢰하고 있었다고 한다. 당시에는 현재 많은 국가에서 기업인수 시 나타나는 부분인수 지분매각이나 주식가격차별과 같은 현상이 없었기 때문이다. 왜 당시의 이사회가 동일가격 원칙을 준수했는지 소액주주에게는 왜 좀 더 낮은 주식가격을 제시하지 않았는지에 대해서는 명쾌한 결론이 나와 있지는 않다. 다만 한 가지 추측할 수 있는 사실은 영국의 대기업은 재원조달을 위해 자본시장에 크게 의존하고 있었다는 점이라고 주장했다. 즉, 다른 국가에서는 지역은행시스템이 존재하였고 은행과의 긴밀한 관계를 통해 기업은 지속적으로 대출을 유지할 수 있었지만, 영국에서는 이러한 지역 은행시스템이 부재하여 자본시장에 의존할 수밖에 없었다는 것이 Frank, Mayer & Rossi(2006)의 주장이다. 따라서 주식시장에 접근하기 위해서는 영국기업들은 신규 주식발행에

39) Franks, Mayer & Rossi(2006), p.605 참조

대한 주주들의 신뢰를 획득해야 했으며 신주에 대해서도 동일한 대우를 취해주었다는 것이다. 가격차별적 주식발행제안은 부분인수 비용을 낮추지만 대량주식매입을 통한 기업인수시에는 매입비용이 크게 높아진다. 즉, 주식가격의 차별화를 금지하는 규율은 존재하지 않았어도 이사회가 주주와의 공정한 거래를 인식시켜주기 위한 스스로의 유인으로 동일가격 원칙이 지켜졌다고 판단했다. 기업인수 시 이러한 비차별적 주식가격 방식을 유지한 것이 영국에서 피라미드가 나타나지 않았던 또 하나의 요인으로 설명될 수 있다.[40] 주식가격에 차별이 없었기 때문에 인수자는 피라미드를 형성하기 위해 주식의 일부만을 구매하지 않아도 되었기 때문이다. 따라서 피인수기업은 출자기업에 흡수되었고 별도의 상장사로 존재하지 않게 됐다.

주식의 동일가격원칙이라는 이사회와 주주 간 협조적 관계가 깨어지게 된 것은 20세기 중반에 직면하게 된 적대적 기업인수였다고 한다. 기업인수자는 피인수기업 이사회도 모르게 직접적으로 지배주주에게 접근할 수 있었기 때문에 피인수기업의 이사회는 더 이상 동일주식가격원칙을 유지할 수 있는 입장에 있지 않게 됐다. 피인수기업의 이사회는 스스로와 소액주주를 보호하기 위해 초기에는 인수방어를 세웠었다. 잠시 동안이었으나, 영국에서는 유럽대륙처럼 차등의결권, 피라미드구조 및 가격차별적 주식인수가 이뤄졌었다. 그러나 이러한 인수방어행위는 기관투자자들의 분노를 촉발했고 이리하여 인수방어에 대한 공격이 성공하는 경우가 증가하였으며 기업인수가 이뤄질 수

40) Franks, Mayer & Rossi(2006), p.606 참조

있도록 주식시장의 규율을 재창안하도록 됐다고 지적되고 있다.

Frank, Mayer & Rossi(2006)는 결과적으로 유럽대륙과 달리 주식시장 주주이익에 의해 결정되는 영국 기업의 발전과정을 만들었다고 설명했다. 낙관적인 관점에서 보자면 영국기업의 독특한 역사는 시작부터 성숙하고 효율적이었던 주식시장과 금융기관의 지배가 유럽대륙 국가들의 방식을 따르지 않도록 만들었다고 판단했다. 이는 동시에 20세기동안 나타났던 영국의 중앙집권적 은행시스템과 자본시장에 대한 비정상적 의존도가 초래한 결과이기도 했다고 설명했다.

2) 미국

가. 미국식 소유분산 과정의 요인

Becht & DeLong(2006)은 미국식 지배구조의 특징인 소유지배의 분리현상은 Berl & Means가 지적한 소유경영의 분리 및 전문경영자의 등장 주장시기보다 이전에 시작됐다고 지적했다. 즉, 1930년대 이전에 상당한 소유권의 분산이 미국 기업에서 나타났다는 설명인데, 이는 한 가지 원인에 기인한 것이 아니라 다수의 역사적 사건이 결합하여 나타난 결과로 해석될 수 있다. 먼저 그러한 원인의 한 가지로 분류할 수 있는 것이 반트러스법으로 대변되는 미국식 포퓰리즘이다. 그러나 포퓰리즘 정책만이 지배가족의 소유주식을 분산시키는 요인으로 작용했다고 보는 시각은 다른 국가에서 나타났던 반대 사례와 비교해 봐도 설득력이 약하다. 따라서 Becht & DeLong(2006)은 결론적으로 1)

미국의 포퓰리즘과 진보주의가 대규모 지분소유를 불가능하게 했을 수도 있지만, 2) 미국 대륙의 규모가 기업을 거대하게 만들었으나 대규모 지분소유는 분산화를 희생시키기에는 너무 큰 비용이 들었을 수 있으며, 3) 소액주주에 대한 강력한 보호와 연계된 미국 경영자계급의 경쟁이 대규모 주식소유의 혜택을 감소시켰을 수도 있고, 4) 주식소유에 대한 미국인의 독특한 취향이 다른 나라와 비교하여 소유분산의 혜택을 상대적으로 높게 만들었다고 볼 수 있다고 설명했다.

나. 미국식 포퓰리즘

a. 반트러스트법과 법원의 판결

미국에서는 지주회사형태의 트러스트를 방지하기 위한 목적으로 1890년 Federal Sherman 법이 제정됐다. 1892년에 오하이오주 법원은 스탠다드오일을 위법으로 판결했고 같은 해에 스탠다드 오일은 해산을 발표했다. 반면에 1888년부터 1893년 동안 뉴저지주는 법개정을 통해 타주에 있는 회사의 주식소유를 허용하게 됐는데, 이는 트러스트들의 뉴저지주 회사를 지주회사로 전환시키는 계기가 됐다.[41] 그러나 다시 1904년에 대법원은 J. P. Morgan이 추진 중이던 한 지주회사의 철도회사 인수합병을 반트러스트법 위반으로 판결하였으며, 설상가상으로 1911년 대법원은 American Tobacco Comapny도 반트러스트 위반으로 판결했다. 1911년 대법원은 스탠더드 오일의 분할을 명령했으며, 1912년 푸조위원회는 Money Trust를 조사하기 시작했고

41) 이 당시 나타난 지주회사로는 Eastman Kodak, US Steel, Dupont 등이 있다.

1914년 Brandeis는 Money Trust를 맹렬히 비난하고 나섰다. 또한 1914년 제정된 Clayton법의 제7조는 경쟁기업의 주식 중 지배력을 행사할 수 있는 수준의 규모이상으로 구입할 수 없도록 규정했다. Roe(1994)는 1900년부터 1920년까지 동안 미국의 거대기업집단들은 정치적 공격대상이었다고 서술하고 있다. 이 연구는 민주당 정치가였던 William Jennings Bryan이나 Woodrow Wilson대통령이 진보주의를 기치로 내세워 거대 트러스트들을 공격하고 있었고, Theodore 루즈벨트 대통령도 마찬가지로 진보주의를 표명하면서 국부성장의 장애요인으로 규정하여 공격했다고 언급했다.

b. 대공황 이후의 법제도 개정

대공황 이후에도 거대기업의 소유분산을 초래하는 정책이 지속됐다. 1933년 The Glass-Steagall 법은 상업은행과 투자은행을 분리시키도록 규제했다. 그리고 1935년에는 PUCHA(the Public utility company holding act)가 전력회사(public utility company)의 피라미드 구조를 해체시키는 역할을 수행했다. 2차 대전 이후였던 1948년에도 GM를 분해시키려는 시도가 있었으나 연방정부는 이를 피하고 싶어 했으나, GM의 대주주로 남아 있던 DuPont의 소유주식을 제거하기 위한 소규모 작업반이 형성됐다.

Roe(1994)는 이 당시 행하여진 각종 규제가 미국 금융의 발전을 제한시켰다고 지적했다. 다른 주에 은행 지점을 개설할 수 없었기 때문에 미국에서 시중은행은 발전에 한계를 가지고 있었다. 초기 은행들 및 연방준비 시스템은 주식을 소유할 수 없

도록 규제됐다.[42] 규제 회피를 목적으로 뮤추얼 펀드가 발전하였으나, 5% 주식소유 제한 등으로 규제됐다. 연기금이 발전했을 때에는 미국의 은행들이 각종 규제를 이리저리 회피하면서 거대하고 영향력 있는 기관으로 성장할수록 지속적인 법규제에 의해 방해받아야만 했다. Roe(1994)는 현대 은행법에 해당하는 McFadden법, Glass-Steagall법, FDIC법 및 은행지주회사법 등은 은행제도를 퇴화시키는 요인으로 볼 수는 없지만, 하나의 법이 다른 하나의 법의 기능을 차단해버리게 됐다고 지적했다. 즉, 각각의 법들이 강력하고 영향력 있는 주식소유 금융기관을 형성하지 못하게 한 것은 아니지만, 해당 법들이 서로의 기능을 차단하면서 결과적으로 경영자에게 대적할 수 있는 영향력 있는 중계주체를 형성-발전시키지 못하게 만들었다고 지적했다.

결론적으로 Mark Roe(1994)는 미국식 기업분해와 소유분산 과정은 정치적 승리의 결과였다고 평가했다. 포퓰리스트, 진보주의자 및 그의 추종자들은 미국 거대기업 가족들이 경제권력을 개인적으로 행사하는 사실을 공격하는데 있어서 깊은 공감을 가지고 있었다. 이들은 법제도를 통해 주주들의 이익을 추구했으나, 그 방식은 분산된 주주들이 지배주주의 이익만을 쫓는 경영자를 감시 감독할 수 있도록 하는 모든 방법을 차단시키는 과정을 통해 이루어졌다고 평가했다. 그리고 이러한 정부의 반

42) Becht & DeLong(2006)는 당시 뉴욕의 시티은행과 First National 은행은 다른 주에 은행지점을 소유할 수 있었는데, 이는 은행이 주식을 소유할 수는 없지만 주식 계열사(security affiliates)는 주식을 소유할 수 있었는데, 실질적으로 주식계열사나 은행이나 소유주와 경영진이 동일했기 때문에 사실상 타주에도 은행지점을 보유하고 있었다고 지적했다. p.639 각주 37번 참조.

트러스트 정책에 의해 거대기업이었던 Havemeyer, Rockefeller, Du Pont의 지배가족들은 소유지분을 매각해야 했다.

다. 주식시장에서 대규모 지분확보의 비용증대

Becht & DeLong(2006)은 전술한 바와 같이 정치적 행동으로 거대기업을 분해시키기는 했지만 그러한 정책이 주주의 영향력을 모으는데 목적이 있지 않았다는 Roe(1994)의 견해에 대해 동의했다. 그러나 이 연구는 미국에서 나타났던 주식의 분산이 포퓰리즘과 정치적 영향력에 의한 것만은 아니었다고 봤다. 지배가족이 소유주식을 매각했던 원인에는 지배권 확보를 위한 대규모 주식소유비용이 상대적으로 상승했기 때문이라는 시각이다. 즉, Becht & DeLong(2006)은 주주의 입장에서 보면 주주의 수가 지속적으로 증가하므로 지배권을 확보하기가 더욱 어려워져 갔기 때문에 지배권 확보를 위해 주식을 보유하고 있기보다는 주식을 매각하는 것이 비용이 덜 드는 행위였다고 평가했다. 대주주의 소유지분의 감소와 더불어 주주 수가 증가가 동시에 나타나게 됐는데, 이는 정치와는 관계없는 부분이라는 설명이다. 따라서 Becht & DeLong(2006)은 단순히 주주의 수가 증가하여 지배권을 확보하기가 어려워졌기 때문에 주주의 영향력은 감소하고 대신 경영자의 영향력이 증가했을 가능성을 하나의 원인으로 지적했다. 이들의 주장은 정치뿐 아니라 단순히 경제적 유인에 의해 소유분산의 가속화와 주주권의 감소가 이뤄졌다는 생각인 것이다.

라. 수용가능한 중간 매개자의 존재

정치적 요인 및 지배권확보 지분의 비용상승 외에 지배가족이 주식을 매각했던 또 다른 원인으로서 Becht & DeLong(2006)은 매각주식을 적정한 가격에 인수할 수 있으며 주식매각이후에도 소유했던 기업의 경영권을 유지할 수 있는 환경이 조성되어 있었기 때문이라고 지적했다. 즉, 소유분산과정에 J.P.Morgan같은 투자은행의 역할이었기 때문이라는 설명이다. J.P. Morgan은 Venderbilt, Carnegie, Guggenheims 등 대규모 가족기업의 대규모 주식지분을 다른 투자자들에게 매각하는데 성공할 수 있도록 하는 역할을 수행했기 때문에 가능했다는 설명이다. Becht & DeLong(2006)은 Vanderbilt가족과 Guggenheims가족이 소유와 지배권 분리를 희망했다고 주장했는데, 이는 이들 가족경영자들이 주식매각이후에도 이사회에 여전히 영향력을 행사할 수 있을 것으로 생각하여 실질적인 지배권은 유지한 채 매각한 주식대금으로 새로운 사업분야로 진출할 수 있다고 판단했기 때문으로 풀이했다.[43] 그러한 예로서 William Vanderbilt가 유산으로 물려받았던 주식중 지배권이 걸린 일정규모의 주식지분을 매각하면서도 모든 주식을 보유하기 보다는 다수에게 나눠주는 것이 더 낫다는 평가를 했다고 한다. Vanderbilt가족이 이렇게 당대 잘 나가는 회사의 주식을 매각하고도 경영권 위협을 받지 않았던 것은 모건 집안의 역할이 컸기 때문이다고 지적했다. 모건 가족이 미국철도주식을 주요 고객인 영국투자자들에게 매각했었는데, 영국에 살고 있던 J.S 모건은 철도주식을 매각하면서 주주대

43) 예를 들어, Guggenheims는 ASARCO의 주요 지배권 지분을 매각한 이후에도 당시 유명했던 변호사와 은행가들로부터 자문을 받았으며, 향후 50년간을 그렇게 유지했다.

리인(Proxies)으로 아들인 J.P.모건을 지명하도록 유도했다는 설명이다. 결론적으로 Vanderbilt가족이나 Carnegie가족 모두 거절할 수 없을 정도로 매력적인 구매 제의를 받았기에 팔았으며, Gugenheims가족은 이사회에서의 지배권은 유지한 채 지분을 매각했다.

(3) 독특한 특성 국가의 역사적 사례

1) 캐나다 (1910년부터 1960년대까지의 기간)

가. 초기 피라미드 기업집단의 형성과 소유구조

캐나다 Hudson's Bay Company의 경우 기업을 주도하는 경영자가 있고 주식거래는 이루어지지 않았지만 일정 수준이상의 지분을 소유한 대주주가 없이 주식이 분산 소유돼 있었다. 그리고 Canadian Pacific과 Bell Canada라는 캐나다 기업은 20세기 초에 주식이 분산 소유되고 있던 대표적 기업이었다. 그러나 이러한 사례는 예외적인 경우에 해당했으며 대부분의 캐나다 대기업들은 가족 혹은 비상장기업을 정점으로 하는 피라미드 구조를 형성하고 있던 기업집단에 속해있었다.[44] 당시 피라미드 구조는 오늘날과 같은 복잡한 형태는 아니었으며 겨우 몇 단계 정도에 이르는 수준이었다고 한다. 19세기 후반의 경제성장기 동안 기존 부유가족들과 철도기업가들이 새로운 산업분야로 벤처투자하면서 이러한 기업집단 구조가 형성됐다. 주식시장은 상

44) 초기 피라미드구조의 대표적 사례는 1899년에 설립된 Cox가문의 기업집단이었다고 한다. Morck(2006), p.97 참조.

당한 수준으로 발전돼 있었고 외부주주들은 자본제공처로서 중요한 요인이었으므로, 벤처투자를 위해 소액주주들에게 주식을 판매하는 것은 일반적인 현상이었다. 지배가족들은 계열사에 대한 통제권을 이용해 실제로 소유하고 있는 재원보다 더 많은 자본을 조달할 수 있게 됐다. 지배가족의 다각화는 다시 기업집단의 규모를 거대화시켰으며 다시 새로운 분야로의 벤처투자를 가능하도록 만들어 줬다.

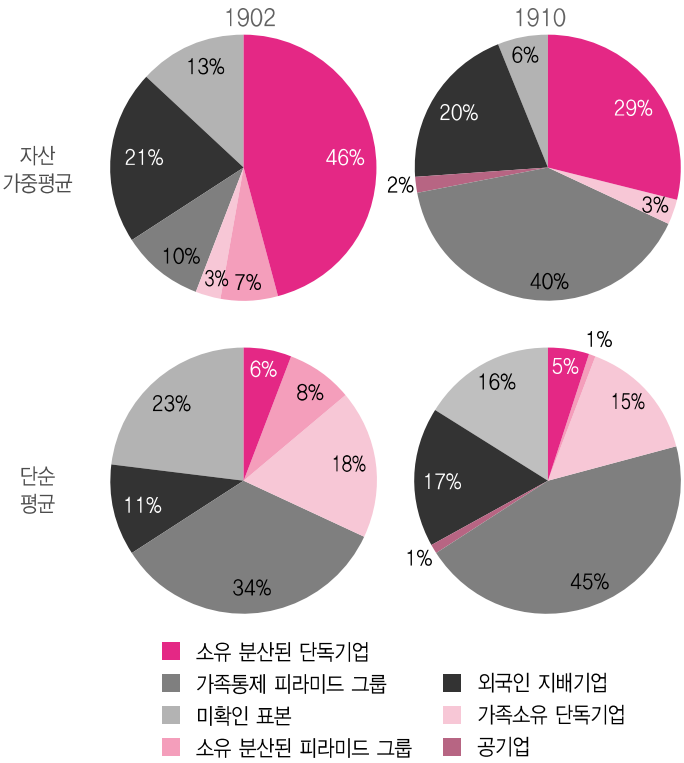
이렇게 형성된 기업집단들은 종종 기업인수 위협에 직면하게 됐다. 1902년부터 1912년까지 동안 캐나다의 275개 대기업들은 58개 기업으로 통합됐다.[45] 이후 더욱 거대한 기업집단들은 금융위기 기간 동안 이뤄졌다. 이 시기에 가장 적극적인 기업인수를 통해 캐나다 최대 피라미드 기업집단을 형성했던 인물은 런던 금융시장에 접근할 수 있었던 Max Aitken이었다고 한다. 그러나 런던시장에 채권을 판매할 수 있었던 Aitken과 달리 대부분의 캐나다의 인수자들은 한 기업을 인수한 이후 거기서 나오는 수익을 바탕으로 다른 기업을 인수해야만 했다. 따라서 지배권을 확보할 수 있는 최소한의 지분만을 매입하는 것이 명확한 사례였다.

이 기간 동안의 변화를 통계적으로 살펴보면, 1902년에 거대기업의 자산중 46%가 분산된 형태로 소유되어 있었으나, 1910

45) Aitken은 대규모 채권을 런던시장에 발행하고 조달한 자금을 이용하여 철강회사, 시멘트기업, 전력회사 등 캐나다 대기업을 인수했다. 이를 통해 Aitken이 소유했던 캐나다 철강회사들은, Montreal Roliing Mills, Hamilton Steel and Iron, Canada Screw, Canada Bolt 등이었다고 한다. 또한 그는 13개 Portland 시멘트제조사 중 12개 기업을 소유했다고 한다. Morck(2006), p.97 참조.

년에는 그 수준이 29%로 감소했다. 자산규모를 기준으로 보면 1902년에 겨우 10%에 이르는 수준의 기업들만이 지배가족이 통제하는 피라미드 기업집단에 속해있었으나 1910년에는 전체 자산규모 중 40%에 해당하는 대기업들이 피라미드 기업집단에 속하게 됐다. 한편, 자산규모를 기준하여 보면 외국인 소유지분은 1902년과 1910년 모두 약 20% 정도에 머물러 있었다.

<그림 10> 1902~1910년간 캐나다 기업 소유구조의 변화



출처: Morck et al(2006), 〈그림 1.5〉.

나. 가족지배형 피라미드 기업집단의 감소(1910년부터 1960년대까지)

1960년까지 10년 주기로 이후에는 5년 소유구조 비율을 조사한 Morck et al(2006)에 의하면 1930년 이후 캐나다에서는 지배가족이 통제하는 피라미드 구조의 기업집단은 1960년대 까지 지속적으로 감소하는 양상을 보여준다. 자산규모로 볼 때 지배가족이 통제하는 피라미드 기업집단의 비중은 1910년에는 최고조인 40%를 기록했지만 1960년대에는 10% 정도에 이르렀다. 기업수를 기준으로 봐도 가족통제 피라미드 기업집단의 비중은 1910년에 45% 수준이었지만 1960년대에는 약 15% 수준으로 감소했다. 이러한 경향은 외국인 소유기업과 국유기업을 제외하여 비교해보면 뚜렷하게 알 수 있는데, 이 경우 자산규모 기준으로 보면 지배가족 소유 피라미드 기업집단의 비중은 1910년에 60% 가까이 이르렀으나 1950년에는 20% 수준으로 감소했다.

총수가족이 지배하는 피라미드 기업집단이 1960년대까지 지속적으로 감소한 추세와 달리 소유분산된 기업의 비중은 반대로 점차 증가하는 양상을 나타냈다. 먼저, 소유가 분산된 단독적인 형태의 기업들은 1960년대까지 지속적으로 증가하는 양상을 나타냈다. 자산규모로 보면 서서히 증가하는 것으로 나타났으나 기업 수를 기준으로 보면 1902년에 10% 미만이었던 비중이 1960년대에는 30%에 이를 정도로 급격히 증가한 비중을 나타냈다. 이러한 경향은 외국인 소유기업과 국유기업을 제외하여 비교해보면 보다 더 현저하게 나타나는데, 이 경우 소유분산된 단독기업의 비중은 자산규모를 기준으로 1910년에 40% 수준이

었으나 1950년에는 전체의 70% 수준으로 증가했다.

이와 더불어 소유가 분산되었지만 피라미드 구조를 형성하고 있었던 기업집단들의 비중도 1960년대까지 증가하는 양상을 보여준다. 소유분산된 피라미드 구조 기업집단의 경우 기업 수를 기준으로 보면 1910년대 1~2%의 수준이었으나 1960년대에는 10% 정도의 수준으로 성장했다.[46]

한편, 당시 외국인 소유의 기업 즉, 다국적 기업의 소유비중을 살펴보면, 1902년 당시 기업수를 기준으로 10%, 자산규모를 기준으로는 20% 정도에 머물러 있었으나 이후 30%에 이를 정도로 증가했다. 기업수를 기준으로 보면 외국인 지배기업의 비중이 1910년에는 5% 미만이었으나 1970년대에는 최고조에 이르렀다.[47]

종합해보면, 지배가족 통제하에 있던 피라미드 구조를 형성했던 캐나다 기업집단의 비중은 1910년까지 최고조에 이르렀으나 이후 1960년대까지 지속적으로 감소한 반면, 소유분산된 기업과 기업집단은 1960년대까지 증가하는 양상을 나타냈다고 할 수 있다. 또한 이러한 소유분산 기업의 증가와 더불어 외국인 지배하에 있던 기업들도 증가했다고 정리된다.

다. 경기변동과 기업인수 정책

캐나다는 Laureir 수상이 통치했던 1896년부터 1911년의 기간

46) 이들 분산된 소유의 피라미드 기업집단은 자산규모를 기준으로 보면 1910년부터 1960년대까지에 걸쳐 전체적으로 10%에도 못 미치는 미미한 수준이었다.

47) 약 40% 가까이 이르렀던 것으로 보인다.

동안 가족지배 피라미드 기업집단은 신규 성장산업에 속한 기업을 인수합병하면서 성장했다. 1920년대에도 새로운 기술산업, 즉 자동차, 제지, 금속, 영화, 사무자동화 등의 분야가 새로이 부상하게 됐다. 1920년대에는 이들 산업에 속한 기업을 적극적으로 인수하는 성향이 나타났지만 이전과 달랐던 점은 기업들은 이전보다 자본시장에 재원조달을 더 의지하고 있었으며, 따라서 주식은 더 분산되어졌다. 즉, 기업인수가 소유하던 지배지분율이 더 감소됐음을 의미했다. 이후 1930년대 대공황으로 인해 상당수의 가족지배형 피라미드 기업집단은 파산하고 말았으며, 이들 기업집단의 자산은 다른 부유가족에 매각됐다. 이러한 요인들이 대공황이후 가족지배형 피라미드 기업집단의 비중이 감소되는 요인이 됐다. 또한 대공황기에는 금은 등 귀금속은 안전자산으로서 투자대상이었기 때문에 당시 제련 기업이었으면서도 소유가 분산되어있던 Noranda사와 Cominco사가 성장하면서 소유분산 기업의 비중을 높이기도 했다.

라. 자유주의정책의 추진

자유당(Liberal party)의 King 수상정권은 제2차 세계대전 동안 소련과의 동맹을 맺었으며,[48] 전시동안 계획경제를 실행했었는데, 그 영향으로 캐나다 내에서는 급진적 사회주의자의 연합체인 CCF(Cooperative Commonwealth Federation)가 발족됐

48) 캐나다에서 자유당(Liberal party)은 보수노선이 아니라 사회자유주의 노선을 추구하는 온건적 좌파성향의 정당에 해당하며, 보수주의 정책을 표방하는 정당으로서는 토리당(Tories)으로 불리는 보수당(Conservative party)이 별도로 존재한다.

다. 급진적 사회주의 단체인 CCF가 상당한 정치적 세력을 형성하여 자유당과 보수당을 모두 압도하는 현상이 나타나기도 했기 때문에 King수상 정부와 자유당은 보다 좌파성향으로 정책노선을 변경해 온건적 사회주의자들을 수용하는 정책을 표방했었다.[49] 그러나 King 수상 정부는 제2차 세계대전 이후에는 캐나다 경제정책을 자유화시키는 방향으로 선회하게 된다. 제2차 세계대전으로 말미암아 유럽국가와 일본의 생산시설이 파괴되어져 몇몇 통계자료에 따르면 제2차 세계대전 직후 당시 캐나다가 세계 3위의 경제국으로 부상했었다고도 알려져 있었다. 급진적 사회주의자 세력인 CCF와 제계를 구성하고 있던 기업집단들은 2차 대전 이전처럼 카르텔 유지를 바라면서 반대했지만, 2차 대전 이후 민영화를 비롯한 경제자유화 정책이 추진됐다.[50] 경제자유화 과정에서 민영화된 기업의 소유가 분산되어져 소유분산 기업들의 비중이 증가하는데 일조하게 됐다. King 수상의 뒤를 이어받은 자유당의 Laurent 수상은 대형 파이프라인 등 대형 건설 프로젝트와 국가기업 설립 등을 추진했다. King 수상정부와 Laurent 수상정부기간동안 임명됐던 Howe장관은 1950년대에 기업소유구조의 분산화를 추진한 인물이기도 했다.[51] 이

49) 1944년 King 수상정부는 캐나다 노동자의 노조결성과 협상권을 허용하는 등 좌파성향의 정책을 강화했다.

50) 2차 대전 이후 이러한 캐나다정부의 경제자유화 정책에 가장 큰 공헌을 한 인물은 Clarence Decateur Howe였다. 학자이자 사업가출신인 Howe는 2차 대전 이후 King 수상정부의 부흥과 공급 부장관(minister of reconstruction and supply)이었는데 민영화 등 자유화정책을 주도했다. 그는 King 수상 이후 Laurent수상 시기에도 국유항공기업, 캐나다 고속도로, 우주항공 프로그램, 유류파이프라인 건설 등 대규모 주요 프로젝트를 주도하고 추진한 인물이기도 하다.

러한 결과로 1950년대에는 분산소유구조가 높은 비중을 점유하게 됐다.[52]

Laurent 수상의 대규모 프로젝트는 과도한 비용지출로 이어져 선거에서 패배함으로써 1957년에는 보수당의 Diefenbaker 수상 정부를 낳게 되는 계기가 됐다. Saskatchewan 시골출신의 변호사였던 Diefenbaker는 대규모 건설프로젝트나 재계의 경제적 로비를 멀리했던 인물이었다. 이리하여 제2차 세계대전 이후 약 15년 정도의 기간은 캐나다에서 자유시장 철학이 가장 확고히 정착한 시기가 됐다.

마. 조세정책의 영향

19세기 말 캐나다의 주요 세원은 수입대체정책으로 부과했던 관세였으나 1916년부터 전쟁재원조달을 목적으로 제조업체에 6%의 판매세를 부과하고 1917년에는 법인세와 개인소득세를 급격히 높였다. 그러나 캐나다에서 배당세는 이중과세를 방지하기 위한 목적에서 20세기 초반부터 부과되지 않았다. 1926년에는 개인의 배당소득에 대해서는 배당세를 부과했지만, 법인 간 배당소득에 대해서는 부과하지 않고 있었다. 이러한 배당에 대한 이중과세방지제도는 피라미드 구조를 형성한 기업집단의 유지

51) Howe장관은 Killam그룹의 창업자가 1950년대 중반에 사망하자 Algoma 그룹을 분산소유하도록 결정했고 이후 Killam그룹은 분할 매각되어졌다.

52) 분할 매각은 됐지만 실제소유는 Mannesmann에 의해 인수된 Algoma철강과 Phillips 정유에 의해 인수된 Westcoast Transmission은 분산된 소유구조를 유지했다. 한편, 석유가스산업의 성장과 더불어 캐나다 서부의 경제성장이 두드러졌는데, 이를 계기로 성장했던 Alberta Gas Trunk Lines, Dome petroleum, Hudson's Bay Oil and Gas 등이 분산된 소유구조를 형성하고 있었다.

를 가능케 해주는 요인으로 작용하고 있었다.

한편, 캐나다 온타리오주에서는 19세기부터 상속세가 적용되고 있었는데, 세율은 5~10% 수준이었다. 그러나 1930년대에 들어서면서 최고 30%에 이르는 수준으로 증가되어졌다. 그리고 연방정부가 전시재원 마련을 목적으로 1941년에 상속세를 연방 전국에 임시로 적용하였으며, 전후에도 상속세는 지속되어졌다. 연방정부가 부과하는 상속세율은 매우 급격하게 증가하여 1947년에는 54%로 급격히 높여졌다.

이러한 세제는 기업집단 지배가족들에게 지속적 유지에 있어 큰 장애요인으로 작용했다. 상속세 납부를 위해 주식을 매각해야 했으므로 소유분산형 기업의 비중이 높아지게 만드는 계기가 됐다. 한 예로 1950년대에 Killam 그룹의 대주주가 사망하자 상속세를 납부하기 위해 그의 자산은 분해되어야만 했다.

바. 회사법상 주주보호 조항의 미비

캐나다에서는 1910년까지 연방정부 차원의 회사법이 존재하지 않았으며 1910년에 제정된 회사법도 2년마다 주주총회를 개최하도록 규정하고 있었다. 1917년 회사법에서 비로소 매년 주주총회 개최 의무규정을 포함시켰으나, 여전히 소액주주의 권리보호와 임원의 신뢰의무에 대한 규정은 없었다. 이해갈등의 문제 또한 법원의 고려대상이 되지 못했으며 주주들은 법률상 기업장부를 조사할 수 있는 권한도 갖지 못했다. 이러한 여건에도 불구하고 캐나다에서는 1920년대에 주식소유비율이 비약적으로 증가하고 있었다. 미국에서는 1930년대에 상장회사 주주의 권

한을 보호하는 조항들이 증가됐으나 캐나다 정부는 그러한 조항을 과도한 수준으로 평가했다. 당시 캐나다의 공시제도는 미약했으며 내부자간 거래도 합법적이었다. Morck et al(2000)은 1950년대 캐나다 주식시장을 1920년대의 미국 주식시장 수준으로 평가하기도 했다. 그럼에도 불구하고 1910년부터 1950년까지 캐나다의 자본시장은 착실히 성장했으며 금융재원조달 기능을 수행하였다.

2) 미군정치하의 일본(1945~1952년)

가. 일본 피라미드 기업집단의 해체

2차 대전 이후 일본에 대한 미군점령기에 해당하는 1945년부터 1952년까지 SCAP(the Supreme Commander of the Allied Powers)였던 맥아더 장군은 뉴딜정책에 관여했던 인물들을 SCAP 조직에 참여시켜 2차 대전 이전까지 소위 자이바츠(財閥)로 불렸던 일본의 피라미드 구조 기업집단에 대한 해체작업을 추진했다. 자이바츠에 대한 평가는 이후의 연구에 따라 다양한 견해를 보여주고 있으나, 당시 SCAP는 자이바츠에 대해 전시동안 시장지배력을 확장해온 동시에 일본 육본의 전쟁물자를 지원한 역할자로 인식하고 있었다. 이러한 SCAP의 판단에 따라 추진된 작업은 은행과 기업집단에 대한 개혁작업이었다. 먼저 은행에 대해서는 1933년 Glass-Steagall법에 따라 주식을 소유할 수 없도록 추진하려 했다. 그러나 결과적으로 금융기관은 타주식 소유가 5% 이내로 제한됐다. 이러한 소유규제는 금융기관이 피라미드 기업집단의 맨 꼭대기에 금융기관이 들어설 수 없도

록 하는 효과를 지녔다. 둘째로 SCAP는 미국 루즈벨트 대통령이 뉴딜정책을 통해 추진했던 거대 피라미드 기업집단의 분해를 추진했다. 즉 맥아더 군정은 지배가족의 소유지분을 몰수하고, 상호출자는 해체시켰으며, 자이바츠 기업집단의 임원들을 해고시켰다.

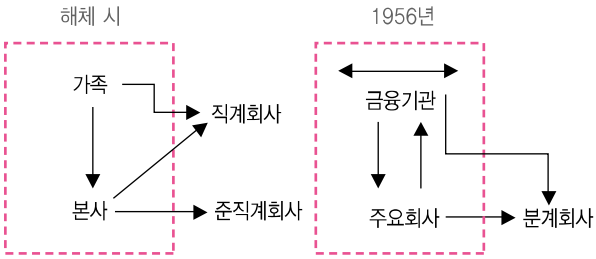
a. 해체로 인한 소유지분의 변화

맥아더 장군의 명령에 따라 일본정부는 지주회사청산위원회인 HCLC(Hoding Company Liquidation Comission)을 설립했는데, HCLC의 목적은 해체대상이 되는 10대 기업집단과 83개 지주회사를 선정하는데 있었다. 지배가족과 친족은 소유지분을 강제적으로 10년 만기 국채로 교환해야했다. 전후 심각한 인플레이션으로 인해 국채로의 전환은 적절한 보상이 아니었기에 지배가족은 아무런 보상 없이 소유지분을 박탈당한 것이었다. 일본 전체 자산 중 40%가 지배가족에서 주식시장으로 매각됐다.

일본의 자이바츠의 경우 가족이 주력기업인 본사의 주식을 대부분 소유하고 본사가 직계 계열사와 준 직계 계열사를 보유하며 다시 직계 계열사가 다른 준 직계계열사를 소유하는 형태로 구성돼 있었다. 이러한 지배가족의 지분이 강제로 박탈되었고 본사-계열사 간 출자가 금지되자 전후 일본 기업집단 계열사들간 출자구성은 은행과 주요계열사 간 소규모 상호출자 및 이들의 방계 계열사에 대한 소규모 출자형태로 이루어졌다. 이에 따라 해체직전 26~54%에 달하였던 3대 그룹의 계열사 간 소유지분 비율이 해체이후 10~20% 수준으로 감소하는 결과를 초래

하게 됐다. 2차 대전 이후 일본 경제는 영미식 소유가 분산된 기업들로 구성된 영미식 경제에 가까워져 있었다.

<그림 11> 2차 대전 전후 일본 기업지배구조의 변화



출처: 正木久司(1969), p.87의 〈그림1〉 인용

<표 10> 일본 3대 대규모 기업집단의 주식소유비율 변화 추이(비율: %)

	해체 시		1953.10	1954. 9	1957. 3		1958. 3
미츠이 계열	53.5	직55.2 준47.4	9.55	9.9	11.4	주요9.6 분계15.5	12.2
미츠비시계열	29.9	직32.1 준18.4	10.50	17.1	16.4	주요16.5 분계35.0	20.2
스비토모계열	26.2	직29.0 준13.1	13.40	16.4	21.2	주요17.5 분계34.6	19.8

출처: 正木久司(1969), p.84의 〈표 1〉 인용

b. 임원의 해임과 정부 관료의 부상

SCAP에 의한 거대 기업집단의 해체와 더불어 고위급 임원들이 해고되면서 1950년대에 들어서 일본에서는 능력 있는 경영자 부족현상을 경험하게 된다. 그리고 기업집단 해체 후 독립된 기업들의 성과는 이전의 성과에 비해 확연하게 열악해졌다.[53]

53) Yefeh(1995) 및 Miyajima(1994)는 임원해고가 나타난 자이바츠 계열사의

이러한 이유로 1952년 미군 점령기간이 끝나자 기업집단에서 해고됐던 임원들은 다시 적정한 자리로 돌아오는 것이 가능해졌다. 한편, 대기업집단 임원의 대량해고 사태에 비해 2차 대전 후 상대적으로 일본의 경제관료들이 부상되는 계기가 됐다. 일본 공무원 21,000명(내무부 직원 2,000명 포함)이 전후에 해고됐으나, 일본 재무성 직원은 겨우 9명만 해직됐다. 이는 2차 대전 이후 일본 재무성은 SCAP의 명령을 충실하게 이행하는 역할자로서 중요한 위치에 있었기 때문이었다. 결과적으로 일본의 대기업집단을 해체한 SCAP는 아이러니하게도 일본 경제관료에게 기존 대규모 기업집단의 대체할 신규 기업집단을 형성케 할 유인과 더불어 경제개입의 재량권을 부여하게 됐다. 일본 경제관료는 이러한 권한을 위임받아 재량적 판단에 따라 기업집단의 해체 프로그램을 진행해 나아갔다.

가. SCAP의 자이바츠 해체목적과 일본의 경쟁상황

a. 자이바츠 해체의 목적

SCAP가 거대 기업집단을 해체 시킨 주된 목적은 시장지배력 제거에 있다고 알려져 있다.[54] 자이바츠가 은행과 금융기관

성과하락과 기업가치 하락 현상을 지적한 바 있다.

54) Morck & Nakamura(2006)는 1946년에 미국 국무부 및 전쟁부(the War Department)가 작성한 보고서에서 "자이바트는 은행과 금융기관에 대한 지배를 통해 재무조달이 긴요한 독립 기업을 방해하고, 경제전반의 유통질서를 장악하여 독립 기업이 필요로 하는 원자재의 공급을 조절-통제하며, 소기업의 핵심인력과 숙련공을 빼앗아가고 있어 일본에서 유의한 경쟁(meaningful competition)을 제한하고 있다"고 언급했음을 지적하면서 SCAP가 추진한 자이바츠 해체목적은 경쟁제고에 있었다고 지적했다.

을 소유하고 이를 통해 경제 전반에 걸쳐 기업의 재무조달에 영향을 미치고 있으며, 기업집단 내부에서 전체 생산공정과 절차가 이루어질 수 있도록 시스템화돼 있어 경제 전반적으로 경쟁이 심각하게 훼손됐다고 판단한 것이다. Hadley(1970)는 해체 프로그램의 목적은 사적으로 집단화된 조건에서 선택되는 양상을 배제시키고, 일본 경제 내에 새로운 경쟁여건을 부여하는데 있었다고 지적한 바 있다.[55]

2차 대전까지 일본에서 거대 기업집단의 산업집중화가 위험한 수준에 이르렀었는지에 대한 공방은 학술적으로 다양하지만, 한편으로 그러한 집중화현상이 자유로운 경쟁의 결과였다고 보는 시각도 반박되기는 쉽지 않다. Morck & Nakamura(2006)는 1930년대와 1940년대의 일본 경제는 전시상황이었기 때문에 경제가 통제되어있었기는 했지만, 일부 산업부문에서는 자유시장 원칙이 적용되어 산업으로의 진입이 개방돼 있었기에 경쟁이 매우 치열했다고 지적했다. 이 연구는 1940년대 들어서면서 소수의 기업집단으로 산업의 집중화 수준이 높아진 원인은 금융기관을 보유하지 못했던 스즈키 그룹이 20세기 초반의 경제위기를 넘기지 못하고 도산했기 때문으로 평가했다. 즉, 실제로는 경쟁의 결과로 자이바츠의 거대화와 산업집중화가 나타났을 가능성이 있음을 지적한 것이다. 그 대신 이들의 연구는 2차 대전 이전까지 중앙집권 체제를 유지했던 육본으로서는 신규진입한 다양한 기업을 상대하기 보다는 소수의 거래상대를 선호했을 가능성이 높았기 때문에 오히려 육본의 영향이 기업집단의 거

55) Hadley(1970), p.19. Morck & Nakamura(2006) 재인용.

대화를 촉진했을 것으로 추측했다.

b. 해체대상 기준의 모호성 논의

전술한 바와 같이 전후 일본 내 경제관료의 재량권이 커지면서 그 위상이 높아졌는데, SCAP의 명령에 따라 경제관료들이 해체대상이 되는 대상을 선정했다. SCAP가 고려했던 기업집단 해체목적은 시장점유율이 높은 시장지배력을 약화시키기 위한 데 있었는데, 이러한 시장점유율이나 시장지배력이 경쟁에 미치는 영향력에 대한 연구가 당시로서는 충분히 고려되지 못하였기 때문에 해체대상 기준이 모호하게 결정된 부분이 나타나기도 했다. 먼저, "자이바츠(財閥)"란 단어에 대한 정의는 다양하게 존재해왔기 때문에 경쟁촉진이라는 원래의 취지대로 검토하기가 용이하지 않았다. 따라서 HCLC는 보다 명확한 비교가 가능한 기업집단의 규모와 기업의 시장점유율을 판단기준으로 삼았다. 따라서 소규모 기업집단이었던 일본질소비료 그룹의 경우 해체기준에서 제외되기도 했다.[56]

한편, 시장점유율 기준에 따른 해체대상 선정은 보다 복잡한 문제를 가지고 있었다. 은행산업의 경우 현저하게 높은 점유율을 가진 은행이 없었기 때문에 해체대상에서 제외되었고 다만 비금융기업에 대한 소유주식의 5% 초과분을 양도하도록 정해졌다. 또한 HCLC의 판단에 따라 생존하게 된 기업집단도 나타났는데, 이들 기업집단은 이후 자본 계열(keiretsu)로 불리웠던 수

56) 일본질소비료그룹의 경우 창업주가 이미 1944년에 사망했기에 자이바츠의 형태를 가지고 있지 않았던 것도 해체 제외대상이 된 이유가 됐다.

직계열화된 기업집단이 됐다. 원래 기업집단의 규모와 시장점유율을 기준으로 해체 대상을 판단하려 했었지만 2차 대전이후 급박해진 냉전상황과 소련의 부상으로 미국의 정치권은 군사적 방어목적상 일본의 신속한 재건을 필요로 했으며 이러한 뜻을 따라 HCLC도 재량적으로 판단하게 됐던 것이었다.

다. 법제도의 설립과 개정

a. 경쟁법의 제정과 개정과정

1947년 독점금지법이 제정됐는데, 이 법은 전체자산의 25%이상이 주식인 지주회사의 설립을 금지시켰기 때문에 반(反)피라미드 법으로도 여겨지고 있었다. 이법에 따라 제조업 기업의 타회사 주식소유는 제한을 받았고 또 금융기관들은 5%이하의 주식만 소유할 수 있는 규제하에 놓이게 됐다. 그러나 이러한 법제도는 기업 측의 설득과 정부의 수용에 의해 이후 수정되는 과정을 거치게 된다. 1949년 법개정을 통해 타회사 주식을 보유한 제조업체들이 수직 계열을 구성하는 것이 허용됐고, 이에 따라 거대 기업이 타회사의 주식을 소유할 수 있게 됐다. 1953년 개정에서는 산업기업에 대한 은행의 주식소유 제한을 5%에서 10%로 상향조정 됐다.[57] 이러한 은행의 주식소유제한이 존재했음에도 불구하고, 은행은 출자하고 있는 보험회사나 신용기업 등 금융계열사를 통해 추가적 의결권을 행사할 수 있었기 때문에 은행의 소유지분제한 규제는 실질적으로 기업에 대한 은행

57) 이렇게 상향조정된 10%기준은 1987년에 다시 5%로 감축되기 까지 34년간 유지된다.

의 영향력을 차단하는 데 역할을 수행하기 어려웠다.

b. 주주권 보호제도

1948년에는 소액주주 보호를 위한 주식거래법과 감사체제가 설립되었다. 이어서 1950년에는 기업회계원리가 정해졌으며 1951년에는 새로운 감가 상각법이 제정되었다. 일본에서는 감가상각에 대한 규정이 존재하지 않았기 때문에 자유로운 감가상각방식으로 인한 주주권의 침훼가능성을 방지할 제도가 없었기 때문에 전후 감가상각법의 도입은 주주권 보호에 중요한 의미를 가졌다. 1950년에 일본의 상법은 주주에 대한 의무를 정립하기 위한 목적으로 소액주주들로 하여금 기업의 장부와 기록에 접근할 수 있는 권리를 부여했다.[58]

라. 일본 자이바츠 해체로 인한 주식시장의 붕괴

자이바츠 해체과정에서 SCAP는 거대 기업집단 본사의 소유지분과 그룹 내 상호출자 지분 주식들을 종업원 혹은 지정된 투자자들에게 저렴한 가격으로 매매했으며, 이러한 과정으로 인한 주식물량의 증대는 주가 폭락으로 이어졌다. 더구나 상호출자의 해소는 계열사의 실질자산가치 하락을 가져왔다. 상호출자 고리가 끊어지자 서로에 출자했던 주식가치가 상쇄되면서 주식가치가 하락하게 됐던 것이다. 더구나 전쟁으로 인한 자산 손실을 복구하기 위해 기업들이 주식들을 추가로 발행시키자 주식 가

58) 소액주주에 대한 정의를 최소 전체 지분의 5% 이상을 가진 이로 규정하였다.

치의 희석화로 주가는 더욱 크게 하락하였다. 이로 인해 1945년 9월부터 폐장됐다가 1949년 5월에 재개장됐던 주식시장에서 평균주식가격은 1951년까지 연속적으로 하락하게 됐다.

대규모 기업집단 해체로 인한 주식가치 폭락현상은 해체대상 계열사 주식에만 해당되는 것이 아니라 해체대상이 아니었던 기업의 주식도 동반하락시키는 효과를 가져왔다. 해체대상이 아니었던 기업의 주식은 소유가 유지됐고 추가적 주식발행으로 인한 희석화가 이뤄지지 않았음에도 불구하고 전체 시장 내 주식발행 수의 증대로 동반하락 현상이 나타났던 것이다. 이러한 주식시장의 사정으로 인해 1950년부터 1954년까지 일본 기업의 외부금융조달에서 신규발행은 20% 미만의 비중을 점유하게 됐다. 그 대신 이후 일본 기업에게 있어서 단기 은행차입이 기업금융의 중요 재원으로 부상하게 됐다.

2. 소유집중과 피라미드 기업집단의 확장 시대

(1) 전체주의 사회: 독일

1) 나치정권의 자본시장 관련 정책과 법개정

현대 독일 기업지배구조가 갖는 고유한 특성은 나치정권에 의해 형성됐다고 평가받고 있다. 그러나 나치정권의 중요 개혁 정책이었던 1937년 주주법 개정내용을 보면 일면 주주권을 강화시키는 사항도 있었다. 나치정권은 1937년 주주법 개정을 통해 다수 의결권 주식제도를 폐지했으며, 예비주(depot share)도 폐지했다. 또한 1937년 개혁에서는 우선주 소유자의 피해가능성을 줄이기 위해 우선주를 전체 기업 주식자본의 50% 이하로 한정시킴과 동시에 의결권을 제외한 다른 모든 권한은 유지하도록 했다. 그리고 우선주에 대한 배당지불이 1년 이상 늦어질 경우 의결권을 회복하도록 규정하기도 했다. 한편으로 1937년 주주법 개정은 주식회사의 공시제도를 강화하는 방향으로 개선됐다. 기술적인 측면에서 본다면 이와 같이 주주권과 관련한 사항들은 나치정권에서 개선됐다고 할 수 있을 것이다.

그러나 나치정권이 1937년 개혁과정에서 독일 기업지배구조에 큰 변화를 가져왔다고 보는 이유는 단순한 주주에 대한 보호조항과 관련된 것이 아니다. 나치정부는 독일 기업지배구조를 구성하는 주체들의 기능을 정치적 목적에 맞게 변경하여 이용했다는 점이다. 그 대표적 정책이 바로 은행의 역할강화와 이해

관계자 모형의 수립이다.

가. 은행의 역할 강화

나치정권은 소액주주들의 대리투표 참여를 제한하는 형태를 통해 기업에 대한 은행의 영향력을 강화시켰다. 즉, 1937년 법 개정에서 주주들이 우편을 통해 의결권을 행사하는 것은 금지됐다. 대신 은행을 통한 대리투표는 허용됐는데, 이는 소액주주들의 직접적 영향력 행사를 차단하는 결과를 초래했다. 주식은 당연히 소유자 이름으로 등록되는 것이 기본이었지만 당시 주식은 상호 거래를 통해 익명으로 소유되고 있었다. 새로운 법제도는 대리투표에 있어서 은행이 주주의 신변사항을 파악하고 주주명의로 투표할 수 있도록 규정했기 때문에[59] 등록된 명의의 소유자 외에 익명으로 소유하던 주주들은 대리투표에 참여하기 어렵게 된 것이었다. 이러한 변화는 은행의 대리투표 행사력을 집중, 강화시키는 방향으로 작용했다. 또한 거래를 통해 주식을 소유한 주주들은 우편을 통해 주주총회에서 투표하는 것이 어려워졌고 유일한 투표 대리인이 은행이었는데, 이 또한 명의를 밝혀야했기 때문에 익명성 유지를 원하는 주주들의 권한은 이중적으로 침해됐다.

59) 주주들은 최대 15개월 동안 은행에 투표권을 맡기는 것이 가능했으며, 맡긴 대리투표권을 언제든지 철회할 수 있도록 만들었다.

나. 이사회 목적 변경

나치정부는 1937년 주주법 개정을 통해 경영이사회가 더 이상 주주가치를 위한 경영판단을 할 필요는 없도록 규정해주었다. 그 대신 경영자들이 기업관련 이해관계자들의 이익을 고려하여 의사결정을 하도록 만들었다. 이해관계자의 이익을 고려하는 독일 기업지배구조의 독특한 특성은 공동결정제(codetermination)라고 불린다. 공동결정제 규율에 의해 경영자는 주주뿐 아니라 이해관계자의 이익도 함께 책임져야한다. 종업원들의 대표는 주식회사의 감독이사회 구성원으로 참석하도록 규정됐으며, 따라서 상대적으로 주주의 권한은 약화됐다. 주식을 소유하지 않은 노동자에게 기업지배권을 분할해 주었기 때문에 이러한 제도는 당연히 1 주 1의결권 원칙에 어긋나는 것이었다. 주주들은 노동자 영향력에 대한 반대세력이었으며, 경영자와 노동자간 결탁으로 인한 피해를 미연에 방지하려 했기 때문에, 결과적으로 노동자의 경영참여는 소유권 분산을 억제시키는 역할을 수행하게 됐다.[60] 즉, 대주주는 지분을 매각하지 않고 일정지분을 유지하면서 지배권을 보호함으로써 경영자에 대한 노동자의 영향력을 차단하는 한편, 감독자인 은행이 채권자로서의 영향력 남용 가능성을 견제하는 역할도 수행해야만 했다.

---

60) Roe(2000)는 독일 기업지배구조상의 공동결정제로 인해 감독이사회는 외형상의 기구로 전락했으며 실제로는 대주주와 경영자가 외부에서 잦은 회동을 통해 공동결정제 규정을 우회했을 것으로 의문을 제기한 바 있다. Roe(2000)은 이러한 공동결정제 때문에 대주주가 자기지분을 주식시장에 분산매각할 경우 기업가치 일부가 노동자에게 귀속되어질 우려가 있어 주식시장에서 제 값에 구입하지 않아 결과적으로 분산매각은 불가능하다고 지적했다. 이에 대한 구체적 설명은 후술 내용 참조.

2) 1965년 개정

나치정권이 추진했던 은행의 대리권한 강화와 이해관계자 중심의 경영목표는 이후 1965년 주주법 개정을 통해 완화되는 국면을 맞이하게 된다. 1965년 주주법(AktG)은 은행의 대리투표권 행사를 제한하도록 개정됐다. 전술한 바와 같이 기존 법률은 은행이 주주의 실명으로 투표권을 대리행사하도록 했었는데, 이 규정을 폐지하여 주주들은 익명으로 투표할 수 있게 됐다. 또한 은행은 의결권을 신탁-의뢰하는 주주들에게 투표관련 정보안내와 더불어 은행이 어떤 방향으로 대리투표권을 행사할지에 대해서도 설명하도록 규정했다. 한편, 1965년 개정법은 경영이사회가 보다 주주의 이익을 위한 기구로 전환할 수 있는 계기를 마련하고자 했으며 주주권 향상과 정보공개 강화 등을 내용으로 하는 제도를 도입했다. 즉, 총통 전권주의(Führerprinzip)를 폐지시켰으며, 여전히 경영이사회의 권한을 부여하고 있었으나 경영이사회가 의결권에 따른 다수결 원칙을 수용하도록 하고 있었다. 이 개정법의 또 다른 주요 사항은 기업의 실제 수익을 공개하지 않았던 “비공개 예치금(silent reserves)”의 관행을 금지시켜 주주들이 주주총회를 통해 더 많은 정보를 취득할 수 있도록 유도했다. 이러한 개정방향은 나치정권이 구축한 제도를 폐지하는 데 목적이 있었던 것은 아니며 2차 세계 대전이후 주주권 강화와 소유지배 집중도 약화를 희망하고 있던 미국 투자자들은 독일 기업부문의 개혁을 유도했던 것이 가장 중요한 원인이기도 했다. 1937년 주주법이 큰 문제가 있었던 것은 아니었지만 1965년의 법개정은 주주권 보호와 주식시장을 기반으로 하

는 제도를 바라는 염원이 반영된 것으로 평가된다. 그러나 1965년 주주법(AktG)은 대주주에게 유리한 의결권 상한제를 여전히 허용하고 있었다. 또한 1937년 법에서 금지했던 다수 의결권 주식도 예외적인 경우에 국한해서였지만 허용하기도 했다.

3) 2차대전 이후 은행과 금융기관의 역할

은행과 보험회사의 소유주식비율은 2차 세계대전 이후에도 이러한 성향을 상당기간 유지했었다. 그러나 2차 세계대전 이후 은행과 보험회사의 주식소유 지분율은 미약하지만 지속적으로 성장하여 1990년까지 증가하는 경향을 나타냈다. 특히 보험회사들의 경우 독일 기업 주식의 소유비율을 상당한 수준으로 증가시키는 방향으로 전개해 왔으나,[61] 투자자로서는 소유지분율이 현저하게 낮은 수준으로 평가된다. 따라서 독일 은행들은 2차세계대전 이후 소유지분율에 맞는 영향력을 행사했다기보다는 대출자로서 차용자의 경영에 관여했던 역할이 더 컸음을 확인할 수 있다.

현대 독일 기업에 대한 대리투표권을 통한 은행의 영향력도 여전히 유효한 것으로 알려져 있다. 독일에서는 주주들이 직접 주주총회에 참석하는 비율은 현저히 낮으며 여전히 금융기관에 투표권의 대리행사를 의탁하는 성향이 높다. 1986년도 소유가 분산된 32개 주식회사를 대상으로 분석한 Gottschalk(1988)에 따르면 평균적으로 64.5%의 주식이 대리투표대상으로 주총에

61) 은행의 경우 10% 정도의 소유지분율을 유지했으며, 보험회사의 경우 5% 미만의 지분율이 1990년대 말에는 10%를 넘겨 은행지분율 수준이거나 이를 넘어서는 수준으로 증가시켰다.

참여된다고 한다. 또한 1개 은행이 전체 주주총회를 주도하는 경우는 희박하지만, 3대 은행의 대리투표권이 뭉치면 주주총회를 좌지우지할 수 있는 45%에 이르게 된 사례도 있다고 한다.[62]

<표 11> 독일기업의 주식소유구조(1960~1998년) (단위: %)

서독 (1960~1992)							
연도	은행	보험회사	비금융기업	가계	공공기관	외국인	
1960	8.0	3.4	40.7	30.3	12.0	5.6	
1965	7.5	3.7	39.3	30.6	10.0	8.9	
1970	9.1	4.2	37.4	31.3	9.5	8.5	
1975	9.7	4.2	42.1	25.1	8.9	9.9	
1980	11.7	4.8	42.8	21.2	8.5	11.1	
1985	11.0	5.8	38.8	22.5	7.5	14.4	
1990	14.1	7.8	39.0	19.9	4.4	14.8	
1992	14.9	9.0	41.4	17.6	3.9	13.2	
통일독일 (1990~1998)							
	은행	투자 펀드	보험회사	비금융기업	민간 (가계, 기관)	공공 기관	외국인
1990	10.29	4.33	9.81	41.68	17.23	3.71	12.95
1991	10.27	4.84	10.32	41.36	16.65	3.67	12.89
1992	10.23	5.42	10.41	42.90	15.99	3.66	11.40
1993	9.78	7.27	12.22	38.72	16.66	3.17	12.18
1994	9.40	7.57	11.82	40.87	15.76	3.53	11.04
1995	10.12	7.45	10.93	41.46	15.35	4.39	10.30
1996	11.05	8.96	10.79	37.54	16.00	3.75	11.91
1997	10.93	11.28	14.50	30.46	16.61	2.86	13.35
1998	10.32	12.94	13.74	30.50	14.96	1.91	15.64

출처: Fohlin (2006) p.233의 〈표4.2〉

62) 3대 은행이

4) 주식회사와 소유지배구조의 변천

나치정권 수립이후 주식은 대주주에 의해 소유되는 경향이 높아졌으며 기업의 지배권도 집중되어 나아갔다. 나치정권은 독일 지배구조의 역사에서 일시적인 정책과 제도관행을 도입했던 시기였으나 이후 지속적인 파문과 영향을 미친 사례가 됐다.

가. 주식회사 감소와 상장폐지 현상

나치정권이 들어서면서 나타난 가장 중요한 현상은 주식회사 수의 감소였다. 정부는 새로운 법제도를 통해 유인책을 제시했지만, 주식회사는 급속히 상장폐지되거나 유한회사로 전환되는 등 사유화되어 가는 성향을 나타냈다. 나치정권이 수립되기 이전인 바이마르 공화국시절 10,000개 이상됐던 독일 주식회사의 수가 1938년에는 1차 대전이전의 수준인 5,500개 정도로 감소했다. 나치정권은 이전까지 주식회사의 증가와 더불어 나타나던 소유분산의 과정을 송두리 채 바꾸는 계기로 작용했다. 그리고 1960년에 이르러서 독일 주식회사의 수는 2,627개사로 감소됐는데, 이는 1880년대 후반의 수준에 해당한다. 2차 세계대전 이후 독일 경제는 지속적으로 성장했음에도 불구하고 상장기업은 오히려 지속적으로 감소했다는 사실은 독일기업의 소유구조에 있어서 매우 독특한 현상에 해당한다.

독일 주식회사 수의 감소와 더불어 2차 대전 이후 주식회사의 소유구조를 분류해보면 개인과 주정부의 지분율이 감소되는 현상이 나타났다.[63] 반면에 기업, 특히 비금융기업이 다른 기업

63) 1950년의 경우 46%의 가계에서 주식을 소유하고 있었으나, 2000년에는

의 주식을 소유하는 비율은 증가하는 성향을 나타냈다. 1950년에 주식회사 전체 주식의 18%를 소유하고 있었던 독일 비금융기업들은 1996년에 이르러서는 41%를 소유하는 수준으로 지분율을 높였다. 금융기업과 외국투자자도 마찬가지로 소유지분율을 증가 성향을 보였다.[64]

1990년대 독일 100대기업을 대상으로 조사한 결과, 상위기업에서 주식소유는 여전히 안정적으로 집중화돼 있는 것으로 나타났다.[65] 즉, 세계 2차 대전이후에도 소유집중현상은 지속돼 왔음을 의미한다. 이러한 소유집중 성향은 대규모 기업일수록 그리고 상장된 기업일수록 현저하게 나타났는데, 이는 가족의 지배권은 기업의 성장과 더불어 감소하였음에도 불구하고 여전히 가족이 대주주로서 소유구조상 중요한 영향력을 가지고 있음 알려준다. 가족의 소유권은 점차 비중이 낮아지는 경향을 나타낸 반면, 다른 기업 즉 비금융기업에 의한 지분율은 점차 증가하는 성향을 나타냈다. 독일 기업의 상당수는 대주주가 주식의 50%이상을 점유하여 대규모 지분을 가지는 성향이 있는데, 그 대주주의 소유 지분율이 점차 증가하는 성향도 함께 나타나

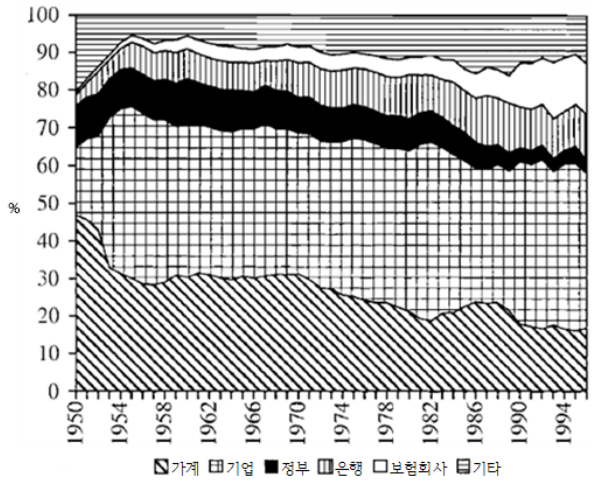
약 8%만이 주주였다고 알려져 있다. 주정부도 1960년에 주식회사 주식의 12% 정도를 소유하고 있었으나, 1992년에는 3.9%만 소유하고 있었다고 한다.

64) 금융기업과 외국인투자자는 1960년대에 독일 주식회사 주식의 17%를 소유하고 있었으나, 1992년에는 37.1%까지 보유하게 됐다.

65) 100대 기업의 절반이상은 단일 대주주에 의해 소유되고 있으며, 16-21% 정도는 대주주는 없었으나 주식의 절반이하 수준만 분산되어 있었기 때문에 일정수준정도는 소유의 집중이 나타났었다고 한다. 단일 대주주가 없는 기업의 경우 최대주주는 대개의 경우 외국인투자자, 공공기관, 가족 혹은 개인 등이었다. Brickwell(2001) 재인용.

고 있다.[66] 따라서 독일기업의 소유집중도는 지속적으로 심화되는 경향을 유지하고 있다.

<그림 12> 독일기업의 소유 구조추이 도표



출처: Fohlin (2006) p.235의 〈그림4.4〉 인용

나. 피라미드 구조의 변화

독일 거대 주식회사에서 대주주 가족의 지분은 감소하는 반면 다른 비금융기업의 소유지분이 증가하고 있다는 사실은 곧 독일 기업집단에서 피라미드 구조가 강화되고 있다는 점을 시사한다. 독일 기업 소유구조에 대한 연구자의 자료와 분석결과에 따라 다르지만,[67] 소유구조상 피라미드 구조가 강화되고 있는 것으로 판단된다. Fohlin(2006)은 여러 자료를 통해 살펴보

66) 즉, 기업에 의한 다른 기업 소유지분율이 50%에서 점차 증가하는 성향을 보여준다.

67) Koke(2002), Gorton & Schmid(2000), Faccio & Lang(2000) 참조.

면 다양한 결과가 나타나지만, 단언할 수 있는 사실은 20세기 후반기에 전개되고 있는 피라미드 구조의 활용은 그 이전 시기보다 일반화되고 확장국면에 있다고 평가한 바 있다.[68]

결론적으로 독일에서 소유분산과정은 나치정권 이전까지 나타났었으며, 나치정권 이후 1980년까지는 소유집중의 과정이었다고 설명된다. 1980년대 이후 소유분산의 조짐이 나타나고 있다고 평가받았다.

(2) 사회민주주의 국가: 스웨덴

1) 사회민주주의 체제로의 전환

가. 노사정 협정의 체결

1932년 스웨덴의 사회민주당 정부가 들어선 이후 1938년에는 스웨덴 고용자연합인 SAF(Swedish Confederation of Emplyers)와 노동단체 LO간에 살트쉐바드 협약(Saltsjöbadsavtalet)이 체결됐다. 이 협정은 해고시 절차와 규정에 대한 사항들을 포함하고 있었는데, SAF와 LO 간 협정은 SAF가 LO를 노동자 대표로서 인정하는 것이었던 동시에 LO가 노동자 간 동일한 노동부과권리를 획득 받는 것이었다. 이러한 협정은 조합주의적 관점에서 독특한 것이었는데, 이러한 협정은 1976년 LO가 협정을 포기하기까지 유지됐다.[69]

---

68) Fohlin(2006), p.237 참조.

69) 1950년대 이후 SAF가 노동인력 부족에 직면하자 개별 부문별로 통합된 임금협상을 시도하기 시작했다.

나. 감가상각 회계처리의 자유성 (세제혜택) 부여

한편, 사회민주당 정부는 1938년에 법인세 개정을 통해 기계와 중장비에 대한 자유로운 감가상각 적용을 허용했다. 이는 거대하고 이익률이 높으며 자본집중적 산업에 속한 기업들에게 큰 혜택을 제공하는 조치였다. 이러한 법제도는 국제적 기준으로 봐도 유례없는 특혜였으므로 당시 선도적 대기업의 전문경영인들이 갖고 있던 사회민주당에 대한 저항심을 가라앉히도록 하는데 일조했다.[70] 1958년 법인세제는 기계와 중장비에 대해 세전이익의 최대 40%까지를 감가상각으로 인정해주는 가속감가상각(accelerated depreciation) 규정을 포함하고 있었다. 이러한 감가상각상의 세제혜택 조치는 기업이 투자재원을 세제혜택을 받는 기업 이익에 편향적으로 의존하도록 만들었다.

2) 은행법의 전환과 소유지배구조의 변화

가. 은행법 개정의 효과

스웨덴판 Glass-Steagall법으로 불리는 1934년 개정 은행법은 은행의 직접적 주식소유를 금지시켰다. 그러나 몇 년 후 은행의 주주들이 지주회사의 주식을 배정받게 된다면 은행소유 주식을 해당 지주회사에 양도하는 것을 허용하는 조치를 단행했다. 이를 통해 기존 은행을 통해 기업을 소유하고 있던 지배가족은 CEIF(closed-end investment funds)를 통해 계열사에 대한 소유

70) 당시 5대 기업으로 불리웠던 ASEA, Electrolux, Ericsson, Alfa Laval 및 SKF는 1953년까지 정치적 압력단체로서 존재하였는데, 세제상의 혜택조치는 이들의 저항을 약화시키는 데 일조했다고 한다. Högfeldt(2006), p.541 참조.

를 유지할 수 있게 됐다. 즉, 1934년 개정 은행법은 스웨덴 소유지배구조를 지배가족-CEIF-계열사로 이어지는 세 단계 피라미드 구조를 형성하도록 만들었다. 이는 현재의 전형적인 스웨덴 가족지배형 기업집단의 구조로서 Wallenberg가의 경우 계열사를 Investor라는 CEIF가 소유하고 있으며 Investor는 면세혜택을 받고있는 Wallenberg재단에 의해 소유되고 있다.

전술한 바와 같이 겸업은행을 허용하는 1911년 은행법으로 인해 스웨덴 은행들은 이미 1920년대에 때로는 대주주로서 때로는 채권자로서 기업 지배구조상 중대한 영향력을 행사하고 있었다. 1930년대 대공황으로 주식시장이 붕괴한 이후 1934년 은행법은 금융자본(financial capital)을 압도적 금융재원으로 만들어버렸으므로 당시까지 주식 없이 확고한 위치에 머물러 있던 CEO들조차 지도자의 지위를 은행가들에게 넘겨줘야 했다. 즉. 대공황 이전까지 은행은 자본제공자이자 소액주주를 대변하는 역할을 수행하고 있었고 전문CEO들이 기업경영을 수행하는 소유-경영 분리현상이 진행되고 있었으나, 대공황 이후 스웨덴에서는 은행들이 기업을 소유-경영하는 양상으로 지배구조가 변경되어졌다.

나. 은행의 영향력 확장

스웨덴 기업소유구조에 큰 변화를 가져온 1911년과 1934년의 은행법은 모두 사회민주당의 지지를 받았다.[71] 사회민주당

71) 1905년 Marcus Wallenberg는 스웨덴은 풍성한 자원, 유능한 공학자, 훌륭한 노동자를 보유하고 있으나 기업가가 부족하다고 보고 경영전문대학과 은행의 주식소유가 중요하다고 판단했다. 그는 1909년에 Stockholm's

은 은행의 역할을 중시하여 1920년에 소수정당으로서 집권했을 당시 SEB은행의 법무담당 책임자를 재무부 장관으로 임명한 바 있었다. 이러한 사회민주당은 1932년 집권한 이후 1934년 은행법 개정을 추진했다. 집권세력인 사회민주당과 자본가의 정치력으로 말미암아 스웨덴 기업들은 투자재원을 기존의 자본시장이 아닌 자사의 기업이익에 의존하는 고전적 형태로 회귀하게 됐고, 은행은 매우 한정적인 신규주식발행에 대해서만 대출해줬다. 자본시장의 붕괴와 은행 영향력의 증대로 대기업은 채권제공자인 주거래 은행과의 관계가 긴밀해지기 시작하면서 예속되는 현상이 나타나게 됐다.[72] 스웨덴 기업들은 주거래 은행과의 채무계약을 체결하면서 기업-은행 간 관계가 보다 긴밀해졌다. 이러한 영향으로 인해 스웨덴 은행들은 기업 이사회 구성원으로서 경영에 참여하게 됐으며, 스웨덴 기업의 지배가족이나 전문경영인들조차 은행 이사회 측을 대변하는 경우도 자주 나타나게 됐다.

3) 차등의결권을 통한 피라미드 구조의 지배승수 확장

스웨덴 기업주식 중 소유되고 있는 대부분의 주식은 B-주식에 해당한다. 창업자 가족들은 차등의결권의 효율적 운영을 통

School of Economics를 설립한 한편, 은행의 주식소유 허용을 법제화시키기위해 노력했다고 한다. 그의 주장은 보수정권의 반대에 부딪혔지만 사회민주당의 지지를 받아 1911년에 채택됐다고 알려져 있다. Högfeldt (2006) p.527 각주 5번 참조.

72) 1916년과 1947년간 기업과 은행 간 채무계약을 분석한 연구에 따르면 50대 스웨덴 비금융 상장기업 중 46개사가 최소 5년 이내에 주거래 은행과 채무계약을 체결했다고 한다. 또한 스웨덴 기업의 30%는 대출, 주식소유, 예금 및 채권발행 계약을 한 은행하고만 계약했다고 한다.

해 B-주식 이외의 의결권을 행사하면서 기업을 지배했다. 그러나 2000년대 들어서면서 기관투자자들의 주식소유지분이 증대하면서 지배대주주는 아니지만 재원제공자로서의 역할을 수행하려는 움직임이 나타나고 있다.

1934년도 스웨덴의 은행법 개정으로 은행이 소유하고 있던 지분을 양도받은 투자기관과 투자펀드의 경우 비록 피라미드 구조는 상대적으로 미약한 상황이지만 높은 지배승수(control multiplier) 효과를 창출하는 차등의결권을 통해 강한 지배권을 행사할 수 있다. 스웨덴 기업집단에 있어서 지주회사역할을 담당하는 투자기관펀드인 CEIF에 대해 분석한 연구를 살펴보면, SEK사에 대한 CEIF의 지분은 전체 스톡홀름 거래소 상장기업 가치의 2.6%에 지나지 않지만 CEIF가 실질적으로 통제하는 기업들의 시장가치 총합은 스톡홀름 거래소 상장기업 가치의 57%에 이르고 있기 때문에 실제로 CEIF는 2.6%의 주식소유만으로 57%의 주식가치를 통제하고 있어 그 지배승수 효과가 22배에 이른다고 한다. 또한 이러한 지배승수는 시간이 갈수록 점차 증가하고 있는 경향을 나타내고 있다고 한다. 특히 2000년 기준으로 CEIF는 스웨덴 GDP의 38%를 창출하는 기업들을 지배하고 있기 때문에 피라미드 구조 내 결정은 스웨덴 전체 경제에 미치는 영향력이 절대적으로 높다. 피라미드 구조내 소유와 지배가 분리되는 것이 일반적인 국제적 현상이기는 하지만, CEIF의 월등히 높은 지배승수는 스웨덴 소유지배구조의 한 특징으로 분류된다.

4) 소유구조의 변화

가. 소유집중 추세

1945년 스웨덴 주식소유자료를 분석한 Lindgren(1953)에 따르면 당시 6~7%의 주주들이 스웨덴 주식가치의 65~70%를 소유했으며, 종업원 500인 이상의 대기업의 60%가 단독 주주에 의해 소유되고 있었다고 한다. 즉, 1945년에도 이미 소수 주주에 의한 기업소유가 진행되고 있었던 것으로 파악할 수 있다.

지배가족들은 자본조달이 필요할 때마다 차등의결권 구조를 자주 변경하면서 지배권의 희석화를 방어하고 있었다. 그러나 1950년대와 60년대 동안 선도적 위치에 있던 대기업들은 1967년에 이르러 급성장하였고 해외로의 사업확장을 수행하면서 지배가족은 기존의 차등의결권 구조변경으로도 필요재원을 조달하는 것이 어려워져 결과적으로 지배권이 희석되는 상황에 놓이게 됐다. 따라서 지배권 유지를 위해서는 차등의결권의 구조조정이 아니라 직접적으로 지배지분을 확보하는 것이 중요해졌다. 고용인 기준 100대 기업에 대한 주식소유지분율을 정리한 자료를 1950년, 1963년, 1978년 및 1985년별로 분류하여 살펴보면, 소규모 지분율 보유현상은 감소하고 점차 대규모 지분확보 성향이 나타나게 됐음을 확인할 수 있다. 이러한 추세는 점차 소유의 분산에서 대규모 지분소유로 집중화되었음을 의미한다.

<표 12> 스웨덴 100대기업(고용기준) 주주의 소유지분 분포도
(1950, 1963, 1978, 1985년 비교)

(단위: 주주의 수)

	<2.0	2.0-5.0	5.0-10.0	10.0-25.0	25.0-50.0	50.0-100
1950년						
1-25위 기업	347	34	13	5	5	2
26-50위 기업	149	48	14	23	6	4
51-75위 기업	128	25	14	19	8	9
76-100위 기업	70	33	15	7	8	12
1963년						
1-25위 기업	388	63	21	5	7	3
26-50위 기업	336	67	19	9	6	1
51-75위 기업	169	77	24	16	6	7
76-100위 기업	140	66	23	18	4	11
1978년						
1-25위 기업	10	89	18	16	5	2
26-50위 기업	14	81	35	17	4	3
51-75위 기업	1	43	31	15	10	7
76-100위 기업	2	53	11	9	12	11
1985년						
1-25위 기업	28	89	39	21	9	3
26-50위 기업	14	81	44	17	10	4
51-75위 기업	14	51	32	21	14	9
76-100위 기업	4	57	17	17	17	8

원 자료: Studieförbundet Naringsliv och Samhälle (SNS) Ownership Project(1988).
출처: Högfelt(2006), p.533의 〈표 9.4〉 인용

나. 가계, 기업 및 외국인의 주식 소유성향의 변화

스웨덴 가계는 1950년대에 주식의 75%를 소유하고 있었으나 1990년에 이르러서는 가계의 주식소유비중이 25%로 감소돼 있었다. 반면에 1950년에 경우 스웨덴 기업주식의 20%만을 소유하고 있던 기관투자자들은 1990년에 이르러 스웨덴 주식의 70%를 소유하는 수준으로 소유비중을 높였다. 그리고 외국인 투자자는 1993년까지 지속됐던 소유제한으로 인해 10%미만의 주식소유 비중을 기록하고 있었으나 소유제한 폐지와 더불어 2000년대 들어 35%까지 스웨덴 주식소유비중이 증가했다고 알려졌다.

5) 스웨덴식 소유지배구조의 형성 배경

스웨덴의 기업지배구조 모형은 사회민주주의를 추구하는 노동자세력과 자본가간 합의에 의해 형성됐다고 봐야한다. 사회민주당은 대기업들로부터 해외로 이주하지 않고 지속적으로 투자한다는 암묵적 보장을 받는 대신 지배가족의 소유권과 복잡한 지배권을 인정한 것이 스웨덴 모형의 배경이 됐다. 노동자세력과 자본가가 합의하여 만들어진 소유-지배의 분리는 기업의 재무재원을 구성하는데 있어서 정치적 요소가 섞여버린 새로운 자금조달순서 이론(pecking order theory)이 적용되도록 만들었다.

자본가들은 지속적인 지배권을 유지하기 위해 주식발행을 통한 지배권 희석화보다는 계열사 이익을 재투자를 위한 재원으로 이용하는 방식을 선호했으며 이러한 재원조달방식은 세제상의 혜택도 받게 됐기 때문에 주요 재원조달방식이 될 수밖에 없었다. 따라서 상장 기업의 투자에 있어서 자본시장의 역할은 미약한 처지에 놓이게 됐다. 더구나 금융시스템의 중요 구성원이었던 거대 은행들이 이러한 방식을 지원하고 있었다. 그리고 지배가족들은 주식발행을 통한 자본조달이 필요할 경우에는 소유-지배의 괴리 구조 및 차등의결권을 활용하였기 때문에 이러한 자본조달방식에 대해 정치적으로 지원하고 있었다. 따라서 이러한 방식이 스웨덴 경제 내 질서로서 자리 잡고 있었기 때문에 사회민주당 정부가 집권하는 기간 동안 지배가족의 피라미드 기업집단 소유구조는 보다 집중되어갔으며 분산은 나타나지 않게 된 것이다.

(3) 국가적 회복노력: 일본

1) 경영권 방어와 계열화

자이바츠의 해체로 주식시장의 혼란이 초래된 가운데, 기업지배권 시장에서는 적대적 인수합병을 통해 적극적인 활동이 나타나고 있었다. 해체과정에서 적절한 목표기업을 인수함으로써 상당한 차액을 이익으로 실현시킬 수 있었기 때문에 전후 일본에서는 기업사냥꾼들에 의한 적대적 인수합병활동이 활발하게 나타났던 것이다. 지배가족은 소유지분과 지배권을 박탈당했기 때문에 이러한 적대적 인수합병에 방어할 수 있는 위치에 있지 못했으나, 해체된 계열사의 경영자들은 그룹차원에서 과거 계열사였던 기업의 경영권 위기 시 백기사(white knight)와 백지주(white squire)의 역할을 자처하면서 경영권 방어에 나섰다. 경영권 방어방식은 1947년 독점금지법을 회피하기 위해 과거 계열사들이 소규모 일정 지분을 소유하는 형태로 이뤄졌다. 이러한 경영권 방식은 계열방어(keiretsu defense)로 불렸다.

1950년대의 계열방어는 주로 미츠이, 미츠비시, 스미토모와 같은 오랜 전통을 지닌 기존 자이바츠 소속 계열사간에 이뤄졌던 사례였던 것에 비해, 1960년대에는 은행이 중심이 되어 고객기업을 적대적 인수합병으로부터 보호하기 위한 목적에서 새로운 형태의 계열화가 이뤄졌다. 후지(富士)은행은 후요(芙蓉)계열, 산와(三和)은행은 산와계열, 다이이치 간교(第一勸業)은행은 다이이치은행계열을 형성했는데, 이러한 형태의 계열화는 수평계열이라고 칭해졌다. 수평계열은 소속 계열사 간 보유하고 있는 지분을 수평계열의 네트워크 차원에서 조정함으로써 형성됐다.

가. 수평 계열

지배주주 가족의 역할이 사라지고 기존 자이바츠의 계열사들은 분산된 소유형태로 분해되어 자유로운 경영판단을 할 수 있었던 한편, 적대적 인수합병을 우려해야했던 위치에 놓였었다. 그러나 계열사들의 주식은 계열방어과정에서 백기사·백지주 역할을 자처한 계열사나 안정적 투자자, 혹은 계열 내 경영자들에 의해 소유됐기 때문에 기업사냥꾼의 적대적 인수합병, 주주총회에서의 대리투표권 행사 및 기관투자자의 압력에서 벗어날 수 있었다. 따라서 계열사의 경영자들은 분산된 소유구조였음에도 불구하고 주주가치, 기업이익, 배당금에 대한 염려없이 경영활동을 지속할 수 있었다. 또한 미군점령의 철수이후 핵심 계열사가 정상적 위치에서 새로운 형태의 피라미드 기업집단을 재탄생시키는 과정을 거치게 됐다. 이렇게 나타난 기업집단은 소유분산된 자이바츠로서 기존의 핵심계열사간 클러스터 효과를 유지할 수 있는 수단이 됐다. 핵심 계열사가 그룹 내 상호출자 네트워크 차원에서 보유지분을 조정하는 역할을 담당했다.

나. 수직 계열

히타치(日立)나 도시바(東芝)의 전신인 시바우라(芝浦)는 기존 자이바츠인 닛산과 미츠비시에 소속해 있다가 분사화된 이후 독자적인 계열화를 형성한 사례이다. 이들 계열들은 전후 자동차 산업, 전기기계 산업의 신장과 더불어 분리된 제작단계의 기업들에 대해 백지주(white squire) 역할자로 주식을 소유하면서 형성됐다. 수직 계열은 수평 계열보다 구조적인 측면에서 보다

피라미드 구조에 근접한 형태를 지녔다. 지배권을 보유한 기업을 최정상에 두고 그 아래에 핵심 공급자들이 포진해 있는 형태를 지니고 있었으며, 핵심 공급자들은 다시 하급 공급자들의 지분을 보유하는 구조였다. 그러나 기존 자이바츠와 달리 수평계열처럼 수직계열소속 기업 간에도 상호출자관계가 존재했다고 한다.[73] 수직 계열이 기존 자이바츠와 차별되는 부분은 기존 자이바츠에서는 지주회사가 피라미드 구조 내 모든 계열사에 대해 직접적인 명령을 하달하였던 반면에 제품 공정상 바로 윗공정 회사 및 아래 공정회사의 의사결정에만 관여했다.

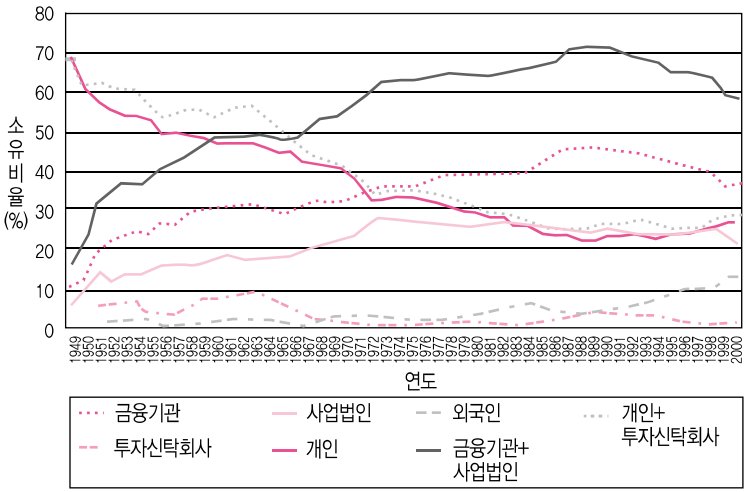
2) 소유구조의 변화추세

경영권 방어를 목적으로 진행된 계열화 과정으로 일본 기업들의 소유지배구조는 전후 분산화된 구조에서 점차 집중화되는 과정을 거치게 된다. 2차 대전 이후 주식시장이 재개장한 1949년의 경우 개인투자자들의 주식소유비중은 70%에 이르렀으나 지속적으로 하락하여, 1980년대에 들어서서는 25~30%수준을 유지하는 수준에 머물고 있다. 반면에 일본 금융기관과 사업법인의 소유지분이 1980년대까지 지속적으로 증가하는 양상을 보여준다. 금융기관의 경우 주식소유비중이 전후 급증했는데 1949년에 5~6% 수준이었던 일본 금융기관의 주식소유비중은 지속적으로 증가하여 1980년대 말에 이르러 45% 수준에 이르렀다. 이

73) 토요타 그룹의 경우 토요타자동차는 핵심 공급기업의 주식을 15~30%보유하고 있었으나, 다른 토요타 계열사들이 상호출자로 주식을 보유하고 있었기 때문에 핵심 공급기업의 주식은 소수만이 주식시장에서 거래됐다고 한다. Morck & Nakamura(2006) p.437 참조.

러한 금융기관의 소유비중 증가는 경영권 방어자이자 수평 계열의 핵심으로서 은행의 역할이 증대되면서 나타난 현상이며 이로써 일본 기업에 대한 은행의 영향력이 증대하는 결과로 이어지게 된다.

<그림 13> 일본기업 주식소유구조의 추이



출처: 宮島英昭·原村健二·江南喜成(2003), p.206의 〈그림 1〉 인용

사업법인의 경우 1949년에 10% 수준에 머물러 있었으나 1970년대부터는 20~30% 수준을 유지하고 있다. 이러한 사업법인의 소유지분 증가는 계열화가 진행되면서 계열 소속 법인에 대한 다른 계열사의 소유지분이 증가된 것이 원인으로 작용했다. 경영권 방어목적으로 상호출자가 증가됨에 따라 주식소유비율도 증가했는데, 1949년에 타회사의 주식을 1% 미만으로 가진 기업이 75.1%였으나, 1960년에는 21.6%로 감소한다. 반면에 5-9.99% 수준의 주식을 소유한 기업비중은 1949년의 3.4%에서

1960년의 16.8%로 증가한다. 그리고 50% 이상의 지분을 보유한 기업 비중도 1949년에는 0.6%에 불과했으나 1960년에는 1%로 증가되는 경험을 하게 된다.

<표 13> 주요기업의 타 회사 주식 소유 상황 추이

주식비율	1949.4	1955	1957	1960 (하반기)	1956 (하반기)	1966 (하반기)
1 % 未滿	355(75.1)	1,077(36.0)	1,080(35.2)	294(21.6)	18(9.1)	5(2.5)
1~4.99	84(17.8)	1,614(53.9)	1,515(49.4)	711(52.3)	127(64.1)	78(39.0)
5~9.99	16(3.4)	202(6.8)	327(10.7)	228(16.8)	44(22.2)	78(39.0)
10~24.99	10(2.1)	72(2.4)	100(3.3)	94(6.9)	9(4.6)	39(19.5)
25~49.99	5(1.1)	19(0.6)	25(0.8)	20(1.5)	-	-
50% 以上	3(0.6)	10(0.3)	22(0.7)	13(1.0)	-	-
計	473(100.0)	2,994(100.0)	3,069(100.0)	1,360(100.0)	198(100.0)	200(100.0)

주1 숫자는 기업 수, 괄호 안은 백분율(%) 의미
3 1949년 4월부터 1960(하반기)까지는 총자산 1억 엔 이상 기업 대상으로 조사
4 1956(하반기)과 1966(하반기)는 200대 기업만을 대상으로 조사
출처: 正木久司(1969), p.112의 〈표 17〉 인용

그리고 계열 내 보유지분의 증가도 명백해져 6개 수평계열의 상호주식소유비율이 1962년에 13.2%였으나 1967년에는 14.24%로 증가하는 양상이 나타났다. 금융기관 계열사를 제외하여도 이 기간 동안 상호주식보유비율이 증가된 사실을 확인할 수 있다.

<표 14> 주요 기업집단의 주식소유 상황

(단위: 백만 주, %)

	기업수		소유주식수 (A)		금융기관 제외 주식수 (B)		발행주식 총수 (C)		$\frac{A}{C}$		$\frac{B}{C}$	
	'62 (上)	'67 (上)	'62 (上)	'67 (上)	'62 (上)	'67 (上)	'62 (上)	'67 (上)	'62 (上)	'67 (上)	'62 (上)	'67 (上)
미츠이系	46	52	470	968	207	429	5,348	8.368	8.80	11.58	3.88	5.13
미츠비시系	51	52	1,016	1,475	295	525	5,876	8,713	17.30	16.94	5.02	6.02
스미토모系	44	51	1,183	1,731	428	790	5,877	9,095	20.13	19.03	7.30	8.68
후지系	49	49	376	704	119	239	3,588	5,713	10.48	12.33	3.32	4.18
다이이치系	42	30	457	686	262	333	4,513	5,440	10.14	12.62	5.58	6.13
산와系	43	39	267	515	150	234	3,537	5,366	7.57	9.61	4.24	4.37
합계	275	273	3,772	6,082	1,463	2,552	28,742	42,698				
평균									13.12	14.24	5.09	5.97

원자료: 経済調査協會, 『年報系列の研究』, 1963年판, 1968年판.
출처: 正木久司(1969), p.114의 〈표 18〉 인용

2차 대전직후 미군정 기간이었던 1945년부터 1952년까지 소유분산 형태의 영미식 소유지배구조를 갖췄던 일본 기업들은 1960년대 말에 들어서자 더 이상 개별 주주에게 분산소유되는 형태를 갖지 않게 되었다. 이후 영미식 지배구조는 사라지고 일본 고유의 지배구조를 갖추게 됐다.

<표 15> 일본기업에 대한 기관 유형별 주식소유 비율 추이(%)

	1949	1988	1990	1993	1994	1995	1996
금융기관	9.9	42.5	41.6	41.6	40.9	39.3	39.3
사업법인	5.6	24.9	25.2	25.2	23.8	23.6	23.8
개인(가계)	69.1	22.4	23.1	23.1	23.5	23.6	23.6
외국인	n,a,	4.0	4.2	4.2	7.4	9.4	9.8
투자기관	n.a.	3.1	3.6	3.6	2.6	2.1	2.0
증권회사	12.6	2.5	1.7	1.7	1.1	1.4	1.1
정부	2.8	0.6	0.6	0.6	0.7	0.6	0.5

원자료: Study on Share distribution, 1991 & 1996 by the Association of Stock Exchanges in Japan.
출처: Sakuma(2001), p.140의 〈표 12.1〉 인용

3) 금융기관의 영향력 부상

시장점유율이 현저하게 두드러졌던 은행이 없었기 때문에 은행은 자이바츠 해체과정에서 제외됐으나 은행을 소유했던 지배가족의 주식지분은 박탈당해 소유분산된 형태로 남게 됐다. SCAP는 은행을 전략적으로 중요한 기업에게 대출을 지원해주는 도구로 이용했으며 1940년대에 기업별로 할당된 은행들은 1950년대에 들어서면서 "주거래 은행(main bank)"으로서 자리 잡게 된다. SCAP의 원래 입장은 금융기관의 장기신용을 부정적이었기 때문에 은행의 채권발행은 금지돼 있었다. 그러나 1952년에 미군정이 철수하고 동시에 자금수요가 급증하자 일본정부는 장기신용은행을 설립하고 채권발행을 허용했다.[74]

74) 일본 산업은행, 일본 장기신용은행 및 니혼신용은행만이 장기시용은행으로서 채권발행의 역할을 담당했으며, 그밖에 은행들은 일반 예금은행으로서의 기능만 수행했다. Morck & Nakamura(2006), p.439 참조.

일본 기업의 입장에서는 주거래 은행이 필요했고 과거 자이바츠 그룹소속 은행과의 거래가 유지되었으며, 자이바츠 해체 이후 기업-은행 간 관계의 주도권은 은행으로 넘어가게 됐다. 은행의 영향력 증대는 일본 기업의 기업지배구조에 변화를 가져왔다. 일본에서 은행은 기업이 주식가치보다는 대출금가치를 극대화시키는 방향으로 의사결정하도록 영향을 미쳤다고 한다. 또한 일본 거대 은행들은 금융시장에서 막강한 영향력을 발휘하고 있었는데, 그러한 영향력을 이용하여 기업채권의 발행을 금지시키고 있었다. 은행의 대출과 기업채권은 경쟁관계에 있었기 때문에 기업에 대한 예금은행의 영향력을 유지하기 위해서는 기업채권시장을 금지시킬 필요가 있었기 때문이다. SCAP는 주식시장활성화를 희망했지만 전시 인플레이션으로 채권시장이 무너져 있었기에 채권에 대한 부정적 생각을 가지고 있었다. 또한 미군정은 중앙집권적 통제를 위해 은행역할을 강조하는 입장에 있었기 때문에 상대적으로 채권발행에 부정적이었다. 이에 따라 일본 기업들은 1990년대에 들어서야 기업채권을 발행하는 것이 가능해졌다.

(4) 국수주의로의 회귀: 캐나다

1) 지배가족의 피라미드 기업집단 증가 (1960년대 말-1980년대 말)

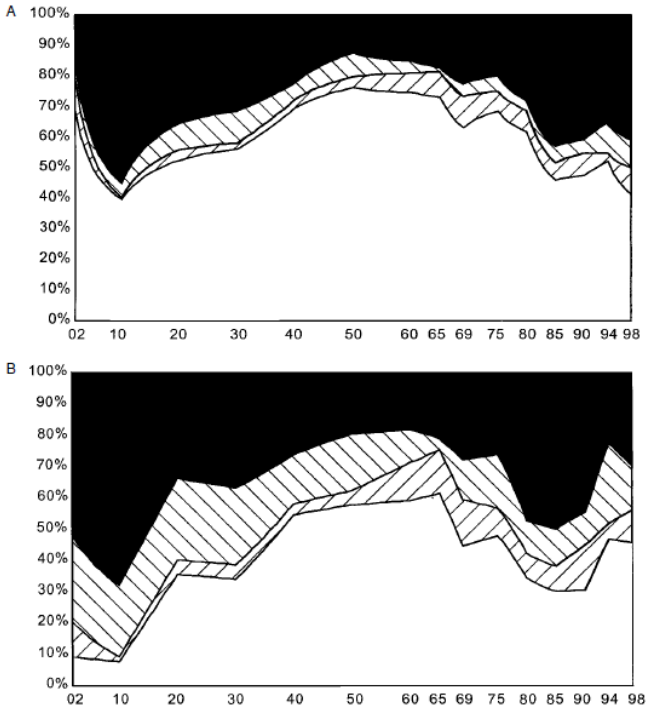
1960년 이후 5년 주기로 소유구조 비율을 조사한 Morck et al (2006)에 의하면 소유분산된 단독 기업의 경우 1960년대 이후

급속히 감소하는 것으로 나타났다. 자산규모로 볼 때 1960년대에 30%를 넘었던 비중이 20세기 말에는 20%정도에 이르렀으며, 기업 수를 기준으로 1960년대에 30%수준이었으나 1980년대에는 10-20%에 이르는 수준으로 감소했다. 반면 가족지배형 피라미드 기업집단의 경우 자산규모로 보면 1960년에 10%수준에 머물러 있었으나 1980년대에는 20%수준으로 증가했다. 외국인 소유 기업들과 국가소유 기업을 제외하고 살펴보면 가족지배형 기업집단의 변화 추세를 보다 명확히 확인할 수 있다. 외국인 소유기업과 국유기업을 제외할 경우 가족지배형 피라미드 기업집단의 비중은 기업수를 기준으로 보면 1960년에 30%정도 이었으나 1985년에는 50% 가까이 이르게 된다. 자산규모를 기준으로봐도 1960년에 20% 수준이었던 지배가족의 피라미드 구조 기업집단 비중은 1985년에 40% 수준으로 급증했다. 즉, 캐나다 역사에서 20세기 후반기에 들어서 1985년은 가족지배형 피라미드 기업집단이 가장 큰 비중을 점유하게 됐던 시기였다. 이 시기에 현존하는 캐나다 최대 기업집단인 Edper 그룹이 약진하는 성과를 나타냈다.

종합해보면, 지배가족 통제하에 있던 피라미드 구조를 형성했던 캐나다 기업집단의 비중은 1960년대부터 1985년까지 지속적으로 증가하였던 반면, 소유분산된 기업과 기업집단은 1960년대부터 1985년까지 감소하는 양상을 나타냈다고 할 수 있다.

<그림 14> 캐나다국내민간기업 지배구조의 변화추이

(A: 자산가중평균, B: 단순평균)



출처: Morck et al(2006) p.102의 〈그림 1.7〉 인용

2) 사회주의로의 정책선회 (1960년대 말 1980년대)

1963년 자유당의 Pearson수상이 정권을 인수하면서 국가건강보험(National Health Care)을 포함한 다양한 사회주의 정책을 도입하기 시작했다. Pearson수상 정부가 표방하는 정책노선은 기존 Diefenbaker수상의 자유주의 정책과 큰 차이는 없었으나 소수정당이었기 때문에 정치적으로 사회주의자들을 의지해야만

했던 것이 경제정책에 다수의 사회주의 정책을 포함시킨 원인이 됐다. 외국기업의 비중이 성장하자 외국기업의 캐나다 은행 소유를 제한하기 위한 목적의 일환으로서 1967년에 은행법을 개정했는데, 이는 어떤 단독 주주도 캐나다 은행 지분을 10%이상소유하지 못하도록 하는 조항이 포함돼 있었다.

이러한 사회주의 정책을 보다 강력히 추진한 인물은 Pearson 수상을 이어 1968년에 수상이 된 자유당의 Trudeau였다.[75] 자유당의 Trudeau수상 정부는 사회주의를 표방하고 시장을 불신하는 정책노선을 분명히 했다. 그는 에너지부문과 미디어부문을 전략적 산업으로 분류하여 연방정부가 경영에 관여하도록 산업정책을 이끌었다. 또한 기업과 지역에 따라 소득 재분배 기능을 수행하는 복잡한 형태의 세금과 보조금 제도를 도입했다. 또한 은행의 타기업 주식소유를 금하는 정책을 유지함으로써 금융기관의 성장을 제한하고 있었다. Trudeau수상 정부의 이러한 경제정책은 1980년대 중반까지 캐나다 경제를 혼란스럽게 만들었으며 캐나다 서부 및 퀘백주의 분노를 초래하기까지 했다.

3) 외국인 기업과 국유화-민영화의 영향

캐나다 기업소유구조에서 외국인 소유지분율과 정부통제기업의 비중은 중요한 의미를 가진다. 정부소유의 기업들은 제1차 세계대전이후 시작하여 1990년까지 그 비중이 꾸준히 성장하는

75) 법학자이자 대학교수 출신이었던 Trudeau는 경제에 대해 관심이 부족했지만 하버드대학의 Galbraith교수에 대해서는 초청강연에 참석하는 등 관심을 보였던 인물이었다.

양상을 나타낸다. 특히 정부소유 기업의 경우 수적으로는 적은 비중에 불과했으나 상대적으로 거대기업이 많아 자산규모로 비교해보면 피라미드 구조의 기업집단의 계열사 소유지분을 월등히 앞서기까지 했다.

전술한 바와 같이 외국인 소유의 기업 즉, 다국적 기업의 소유비중은 1902년 당시 기업수를 기준으로 10%, 자산규모를 기준으로는 20%정도에 머물러 있었으나 이후 30%에 이를 정도로 증가했다. 기업수를 기준으로 1970년대에는 외국인 지배기업의 비중이 최고조에 이르렀으며,[76] 이러한 현상은 이후 1970년대 Trudeau 수상정부가 대량의 기업을 국유화시키는 정책으로 이어지게 됐다. 따라서 정부소유의 기업들은 1970년대에 급속히 증가하는 현상을 나타냈는데 이는 Trudeau 수상이 이끌었던 민주당 정부와 다수의 국가주의자가 추진했던 정책때문이었다. Trudeau 수상의 국유화정책으로 인해 1980년대에는 외국인 소유기업들의 수가 급속히 감소하여 1970년대 최고조였을 때에는 약 40%에 이르렀던 것으로 보였던 외국인 소유기업들은 1980년대 말에는 상대적으로 30% 정도의 비중으로 감소했다.

1990년대에는 Mulroney 수상이 이끄는 토리당 정부가 추진했던 민영화로 인해 캐나다 정부소유 거대기업들의 비중이 급속히 감소했다.[77] 1990년대에는 이러한 민영화 과정과 더불어 외국인 소유비중도 함께 급속히 증가하게 된다.[78] 캐나다기업 소

76) 약 40%가까이 이르렀던 것으로 보인다.

77) 1990년대 민영화과정에서 Air Canada, Canadian National Railways, PetroCanada 등이 민영화됐다고 한다.

78) 이 시기에 캐나다 통신회사 Telus의 지배권 지분율을 미국의 Verizon이 인수했으며, 캐나다 주류기업 Labatt's Breweries는 벨기에의 Interbrew에

유 외국인의 국적을 살펴보면 20세기 초에는 주로 영국계였으나, 20세기 말에는 미국계가 주류를 이뤘다.

4) 자유시장 정책으로의 변화 시도 (1980년대 중반 1990년대 중반)

1985년 보수당의 Mulroney 수상이 집권한 이후 1960년대 이후 중단됐던 자유시장주의 정책이 다시 도입돼 추진되기 시작했다. Mulroney정부는 1987년 은행의 주식소유를 허용하여 금융기관의 성장을 도모했으며, 1989년에는 미국과의 자유무역협정(FTA)에 서명했다. 그러나 Mulroney 수상의 정권동안에도 Trudeau 정부의 정책이 유지되기도 했는데, 이는 산업 및 지역별 개발자금, 세제혜택, 기업보조금제도 등은 정치적으로 해결하기 난해한 문제였기 때문이다.

Mulroney 수상정부는 1980년대에 대대적인 민영화를 단행했는데 이 당시 Air Canada, CNR, PetroCanada, Polysar Chemical and Energy, Westcoast Energy 등 다수의 거대 국유기업들이 민영화대상이 됐다. 이러한 민영화 과정을 통해 공기업이었던 거대기업들이 소유분산된 형태로 남겨지게 됐다. 한편, Mulroney 수상 정부는 대중에게 인기 없는 소비세를 도입했다. 이러한 조세제도 개혁은 훗날 자유당에 패배하는 원인으로 작용하였다. 그리고 1993년 이후 집권한 자유당의 Chretien수상과 Martin 수상은 정부정책을 다시 국가주의로 회귀시키는 정책을 추진해 갔다.

의해 인수됐다.

5) 조세정책

전술한 바와 같이 캐나다에서 배당세는 이중과세를 방지하기 위한 목적에서 20세기 초반부터 법인에게는 부과되지 않았다. 1940년대부터 과중한 수준으로 인상된 상속세로 인해 가족지배형 피라미드 기업집단의 유지가 어려워져 있었다. 이러한 20세기 초부터 실행되어왔던 캐나다의 이중과세방지제도와 과도한 상속세제는 Trudeau 수상의 자유당 정부가 들어서면서 1972년에 전면적으로 폐지되는 변화를 겪게 된다. 그 상속세 폐지 배경에는 지방정부의 실효 상속세율 인하경쟁이 있었다. 연방정부가 주주로부터 납부 받은 상속세 세수의 절반을 해당 지방정부에 분배했었는데, 지방정부가 투자유치를 목적으로 정부로부터 분배받은 상속세수를 다시 납부자에게 돌려주는 정책을 수행하기 시작했다. 이러한 지방정부의 실질적인 상속세 인하정책은 Alberta주를 시작으로 하여 지방정부간 경쟁이 치열해지자 자유당의 Trudeau 수상이 집권하면서 연방 상속세를 전면적으로 폐지하는 계기로 이어지게 된 것이다.

Trudeau정부는 상속세를 폐지하는 대신 자본이득세를 신설하였다. 그러나 이러한 세제는 2세대로 자본 이득세를 연기하는 방식으로 사실상 지배가족들에게 자산의 상속을 허락하는 등의 맹점을 가지고 있었기 때문에 가족지배형 피라미드 구조의 기업집단의 비중을 감소시키는 역할을 수행하지 못했다.

6) 자본시장과 금융기관의 역할

가. 자본시장의 역할

자본시장의 성장이 소유구조에 미치는 영향은 캐나다의 자료를 통해 명확히 나타난다.[79] 캐나다의 시장자본화비율(GDP대비 자본시장의 규모)은 1910년에 75% 수준이었으나 1930년까지 150%로 성장했으며 이러한 성장과 더불어 캐나다의 가족지배형 피라미드 기업집단의 비중은 감소하고 소유분산된 기업 비중은 증가하는 경향이 나타났었다. 대공황과 2차 대전으로 인해 축소됐던 캐나다의 시장자본화비율은 1950년에 50~60% 수준이었으나, 1970년에는 175% 정도로 다시 증가한다. 이러한 1950-1960년대 자본시장의 성장은 1960년대까지의 소유분산기업의 비중 증가에 영향을 미쳤다. 그러나 오일쇼크로 인해 1980년에는 시장자본화비율이 다시 50%수준으로 감소하였으며 이 과정에서 캐나다내 가족지배형 피라미드 기업집단의 비중이 다시 증가했다. 그리고 1980년대 중반부터 자유주의 정책을 추진하면서 그 비율이 1990년에는 125%로 회복되어졌으며 이와 더불어 다시 가족지배형 피라미드 기업집단의 비중이 감소하고 분산소유기업의 비중이 증가하게 됐다.

나. 금융기관의 역할

캐나다에서는 1960년대 말부터 Trudeau 수상이 추진해 왔던 사회통합적 정책이 이행되고 있었다. 이러한 정책은 국가적 목

79) 통계자료는 Rajan & Zingales(2003) 참조.

표수행을 지향하고 대신 시장의 기능을 경시하는 정책이었기 때문에 은행 및 금융기관의 영향력이 억제되는 역효과를 불러왔다. 그러나 1985년에 보수당의 Mulroney 수상이 집권한 이후 정책노선을 자유시장정책으로 다시 선회하는 행보를 보였다. 이 과정에서 은행의 타기업 주식소유를 허용하였고 이를 통해 트러스트기업, 투자은행 및 금융기관을 소유하는 거대한 금융전문 기업집단이 성장할 수 있게 됐다. 이러한 금융전문 기업집단의 성장과 더불어 캐나다에서는 1985년 이후 지배가족의 피라미드 기업집단이 감소하는 경향이 나타났다. 금융기관의 영향력 증대는 지배구조상 중요한 의미를 가지게 되는데, 이러한 변화로 인해 1990년대 초에는 Rechman그룹은 자산의 상당한 부분을 채권자에게 넘겨야 했으며, Edper그룹도 John Labatt & Co를 분할하여 분산된 기업형태로 매각해야했다. 한편, 이러한 금융기관의 역할로 1980년대에 추진됐던 캐나다의 거대공기업의 민영화는 소유분산 구조로 나타날 수 있게 됐다. Mulroney수상 시절 추진된 거대 국유기업의 민영화에서 공기업의 주식을 소유분산된 형태로 자본시장이 인수할 수 있게 된 배경에는 금융기관의 성장과 자본시장의 성장이 가능했기 때문이다.

Mulroney수상은 이러한 자유주의 정책을 추진했으나, 1993년부터 집권한 민주당의 Chretien 수상 정부와 Martin 수상 정부는 Mulroney 수상과 보수당이 추진해온 정책노선을 다시 급선회시켰다. 이러한 영향으로 캐나다의 지배가족의 피라미드 기업집단 비중은 1990년대 중반부터 다시 증가하는 양상을 보여줬다.

제Ⅳ장 소유지배구조에 대한 역사적 변화요인 분석

1. 구조적 요인의 역사적 변화와 영향

(1) 주주권 보호와 경영권 보호

1) 주주권 보호제도

LLSV 연구자들이 주주권 보호제도를 강조한 반면, Roe(2000)는 소액주주 보호제도의 효과에 대한 의문을 제기해왔다. Roe(2000)는 역사적으로 볼 때 세계 사회민주주의가 확산되기 이전인 1차 대전 이전까지를 살펴보면 주식시장이 상대적으로 제대로 작동하고 있었으며 다수의 소액주주들이 존재했었다고 지적했다.[80] 이러한 논의와 관련하여 역사적 사례들을 살펴보면 Roe(2000)의 주장이 더 설득력이 있음을 확인할 수 있다.

가. 독일의 아이러니한 역사적 사례

독일의 경우 바이마르 공화국시절, 회사법과 주주법은 주주권 보호와는 거리가 멀었다. 역사적 사례 검토에서 살펴본 바와 같이 세계 1차 대전이후 1920년대에 나타난 하이퍼인플레이션과 1930년대에 나타난 대공황의 여파는 독일 기업들의 줄도산과 더불어 법개정의 필요성을 대두시켰다. 바이마르 공화국은 대주주 가족기업에 대한 적대적 인수위협과 더불어 자본시장을 통한 재원조달을 용이하게 하도록 제도를 개정했는데, 다수 의결권 주식(multiple-vote shares), 예비주(depot share)와 우선주,

80) Roe(2000), p.588 참조.

의결권 상한제 등은 당시 대주주들이 지배권을 유지하면서 자본을 조달하기 위해 전반적으로 사용됐던 수단들이었다. 지배가족들은 이러한 수단들을 통해 피라미드의 형성 없이 지배권을 유지하면서 자본시장을 통해 재원을 조달하는 것이 가능했다. 흥미로운 사실은 이러한 바이마르 공화국의 정책은 주주권을 약화시키는 조치였음에도 불구하고 이 시기동안 독일 기업은 소유-경영의 분리성향을 나타냈었다.

반면에 나치정권이 추진했던 1937년 주주법 개정내용을 보면 일면 주주권을 강화시키는 사항이 포함돼 있었다. 나치정권은 1937년 주주법 개정을 통해 다수 의결권 주식제도를 폐지했으며, 예비주(depot share)도 폐지했다. 또한 1937년 개혁에서는 우선주 소유자의 피해가능성을 줄이기 위해 우선주를 전체 기업 주식자본의 50% 이하로 한정시킴과 동시에 의결권을 제외한 다른 모든 권한은 유지하도록 했다. 그리고 우선주에 대한 배당지불이 1년 이상 늦어질 경우 의결권을 회복하도록 규정하기도 했다. 한편으로 1937년 주주법 개정은 주식회사의 공시제도를 강화하는 방향으로 개선됐다. 기술적인 측면에서 본다면 이와 같이 주주권과 관련한 사항들은 나치정권에서 개선됐다고 할 수 있을 것이다. 그러나 전술한 바와 같이 나치정권이후 독일 주식회사는 상장폐지와 유한회사로의 전환을 통해 그 수가 절반이하 수준으로 감소하고 소유구조는 집중화되었다.

나. 스웨덴 사례

스웨덴에서 소유가 더 집중되지 않은 것은 소액주주 보호가 미약했기 때문이지만 원래 소유-지배 괴리가 가능했기 때문이다. 사회민주당 정부가 차등의결권을 인정해줬기 때문에 지분의 완전소유 즉 소유집중이 절대적으로 필요하진 않았다. 이에 대해 Högfeldt(2006)는 주주권의 보호보다 정치적 지원이 보다 더 중요한 설명력을 갖는다고 지적했다. 주주권 보호가 약해서 소유지배 괴리를 만드는 것이 아니라 그 괴리를 정부가 지원해주고 대신 노동자에 대한 보상을 요구하는 환경에서 나타나는 것이다. 이런 측면에서 주주권 보호의 영향력이 정치적 관점에서 미약하다는 사실을 파악할 수 있다. Högfeldt(2006)는 주주권보호 부족으로 소유분산이 이뤄지지 못했다는 말은 사익편취가 없었던 스웨덴의 정치적 역사를 고려하면 적용하기 어렵다고 지적했다. 즉, Dyck & Zingales(2004)에 따르면 스웨덴에서 경영권 프리미엄이 소액주주보호가 우수한 영미국가와 동일한 수준으로 나타났다고 밝혔는데, 이는 소유집중과 경영권 프리미엄 간 상관관계가 없다는 사실을 의미한다고 지적했다. 또한 Holmen & Högfeldt(2004)는 스웨덴 피라미드 기업집단에서 턴널링이 존재하지 않는다는 사실을 입증한 바 있다고도 지적했다. 따라서 스웨덴의 경우 경영권 프리미엄은 비상장기업보다 상장된 기업에서 더 크다고 보는 것이 적절한 해석이다. 스웨덴의 경우 2차대전 이후 설립된 IKEA와 Tetra Laval은 지배권의 희석을 우려하여 상장하지 않았으며, H&M은 상장을 통한 자본조달을 공식적으로 후회한다고 밝힌 바 있다.

다. 캐나다 사례

캐나다 사례는 이러한 주주권 보호제도와 피라미드 기업집단의 양상은 전혀 다르다는 사실을 시사한다.[81] 캐나다에서는 1910년까지 연방정부 차원의 회사법이 존재하지 않았으며 1910년에 제정된 회사법도 2년마다 주주총회를 개최하도록 규정하고 있었다. 1917년 회사법에서 비로소 매년 주주총회 개최 의무규정을 포함시켰으나, 여전히 소액주주의 권리보호와 임원의 신뢰의무에 대한 규정은 없었다. 이해갈등의 문제 또한 법원의 고려대상이 되지 못했으며 주주들은 법률상 기업장부를 조사할 수 있는 권한도 갖지 못했다. 이러한 여건에도 불구하고 캐나다에서는 1920년대에 주식소유비율이 비약적으로 증가하고 있었다. 미국에서는 1930년대에 상장회사 주주의 권한을 보호하는 조항들이 증가됐으나 캐나다 정부는 그러한 조항을 과도한 수준으로 평가했다. 당시 캐나다의 공시제도는 미약했으며 내부자간 거래도 합법적이었다. Morck et al(2000)은 1950년대 캐나다 주식시장을 1920년대의 미국 주식시장 수준으로 평가하기도 했다. 그럼에도 불구하고 1910년부터 1950년까지 캐나다의 자본시장은 착실히 성장했으며 금융재원조달 기능을 수행하였으며, 명백한 사실은 이 기간 동안 캐나다의 가족지배형 피라미드 기업집단이 감소했었다는 것이다.

반면에 캐나다는 미국의 압력으로 인해 1960년대부터 주주권 보호를 강화하는 조치를 취하게 된다. 온타리오주 정부는 온타리오 증권위원회를 발족하여 기준공시를 강제하고 내부거래를

81) Morck et al (2006) 참조.

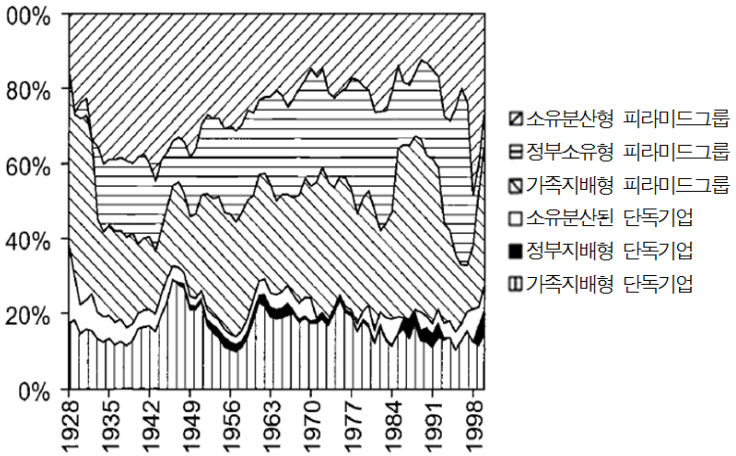
중지토록 규정했다. 또한 캐나다 정부는 주주권 보호를 강화하기 위한 목적으로 Canada Business Corporations Act에 차별보상제도(oppression remedy)를 포함시켰는데, 이는 소액주주가 대주주 등 내부자들을 대상으로 소송할 수 있도록 제도였다. 이러한 차별보상제도는 전문경영자가 아닌 실제 지배력을 가진 대주주를 겨냥할 수 있어 소액주주에게 있어 강력한 무기가 됐다. 이후 1990년대에는 비록 미국의 공시제도에는 못 미치는 수준이기는 했으나, 이전보다 강력한 주주권 보호를 위한 개혁을 추진했다. 1960년 이후의 이러한 캐나다 정부의 주주권 보호 노력에도 불구하고 실제로 캐나다에서 나타났던 사실은 1970년대와 80년대에 가족지배형 피라미드 기업집단의 비중이 더 증가되는 경향을 나타냈다는 사실은 아이러니한 결과에 해당한다.

라. 이태리의 사례

Aganin & Volpin(2006)은 1942년부터 1973년까지 이태리의 파시스트 정권이 초기에 도입한 상장회사와 금융시장 관련법은 주주권을 보호하는 제도였다고 설명한다. 은행법, 시민법과 상법, 파산법 등이 그러한 법제도였는데, 이들 법제도를 통해 주주권 보호가 향상됐다고 지적했다. 이 과정에서 주주에 대한 기업의 업무수행 연간보고서 작성의무가 부여됐다. 상호주식보유를 억제하기 위해서, 지배권에 속한 기업에 대해서는 더 이상 지주회사가 소유하고 있는 주식의 의결권을 행사할 수 없도록 하고 있었다. 파산법은 겸업은행을 금지함으로써 비금융기업에 대한 은행의 소유를 제한시켰다. 법제도의 개정방향만으로 판단

하면 파시스트 정권은 주주권 보호를 강화시켰다고 평가할 수 있다. 그러나 파시스트 정부는 자본시장의 역할을 제한시키는 정책을 표명하고 있었기 때문에 실효적인 주주권 보호는 없었으며 오히려 주주권의 약화와 소유집중 현상이 현저히 나타나는 결과로 이어졌다.

<그림 15> 이탈리아 기업소유구조 유형별 비중 변화 추이



출처: Aganin & Volpin (2006) p.348의 [그림 6.6] 인용

마. 영국의 사례

Frank, Mayer & Rossi(2006)는 영국의 소유분산과정을 살펴보면, 주주권 보호제도가 확보되어 이뤄졌던 것이 아니라고 지적했다. 20세기 영국 기업의 소유분산 과정은 지배가족의 지분이 매각되면서 분산된 것은 아니라 20세기 동안 급증한 기업인수 활동으로 나타난 결과인데, 영국에서 가족지분이 감소한 이유는 주식매각으로 이루어진 것이 아니라 재원확보를 위한 주식발행

으로 인해 희석되면서 감소된 것이라고 설명했다. 영국 기업은 적극적인 기업인수합병 활동을 위해 주식을 발행하면서도 피라미드를 형성하지 않은 채 성장하는 과정을 밟고 있었는데, Frank, Mayer & Rossi(2006)는 이러한 과정이 강력한 규제나 주주보호 장치가 없는 당시의 영국자본시장에서 이루어졌다고 강조했다.

바. 소결

영미국가처럼 금융자본가와 금융기관이 영향력을 갖고 있는 국가와 달리 그렇지 못한 국가에서는 주주권의 보호제도의 확립보다는 정부의 자유시장주의 채택이 보다 중요한 사항이다. 자유시장주의에서 벗어나 정부가 규제와 법제도를 통해 기업활동에 적극적으로 개입하게 되면 해당 사회 내에 지대추구(Rent-Seeking) 유인이 증가하게 된다. 이러한 지대추구로 인해 금융시장에 투자된 자본들이 효율적인 투자처로 투자되어도 높은 수익을 획득하는 것이 어려워진다. 정부개입성향이 높아지면 정부규제를 우회할 수 있거나 정부를 설득할 수 있는 능력을 가진 기업들이 지대추구의 혜택을 획득할 수 있기 때문에 이러한 우회 혹은 설득능력을 가진 사업가의 능력이 더욱 중요해진다. 따라서 개입성향이 높은 정부를 상대로 중앙집중화된 권력에 상대적으로 적은 비용으로 접근하는 것이 가능해지는 것은 규모가 거대한 기업집단이며 장기적이고 보호적인 관계를 유지할 수 있는 데 유리한 측면에서 지배가족이 중요해진다. 따라서 정부의 정책개입이 높아지고 중앙집권적 권력이 향상되면 자본가

들은 금융시장에 투자하기보다는 직접적으로 거대 피라미드 기업집단을 운영하거나 이에 투자하는 것이 더 유리해진다.

따라서 금융기관이 영향력을 갖고 있을 정도의 국가가 아닌 이상, 소유분산을 위해서는 주주권의 보호보다는 정부개입성향의 감소와 자유시장원칙의 수용이 보다 더 중요해진다. 이러한 자유시장정책에 따라 자본시장 자체가 성장하고 활성화됨으로써 투자자들이 금융시장을 신뢰하고 소유분산된 기업이 성장할 수 있는 환경이 조성된다.

2) 경영권 방어제도

독일과 스웨덴을 비롯하여 네덜란드와 이태리 등 유럽대륙국가들은 다양한 경영권 방어수단을 발전시켜왔다.[82] 이러한 수단들로 인해 적대적 인수합병이 성공하기 어려웠고 따라서 지배가족에 의한 폐쇄적 소유가 유지될 수 있었다고 지적되기 한다. 그러나 역사적 사례들을 살펴보면 이러한 평가와는 달리 다양한 경영권 방어수단이 존재했음에도 불구하고 기업 소유구조는 오히려 분산되는 추세를 역사적으로 경험한 바 있다. 독일에서는 바이마르 공화국시대부터 다양한 경영권 방어수단이 존재했고, 캐나다에서는 20세기 초부터 피라미드 구조의 기업집단이 존재해왔으나 전술한 바와 같이 역사상 이 기간 동안 소유분산 과정이 나타났다. 이러한 사실을 고려해본다면 피라미드 구조나 경영권 방어수단의 존재가 소유집중의 절대적 영향요인으로 보기는 어렵다고 판단된다.

---

82) de Jong & Roell (2006), p.484 및 Högfeldt (2006), p.509 참조.

가. 독일 경영권 보호 제도와 소유분산

바이마르 공화국은 대주주 가족기업에 대한 적대적 인수위협과 더불어 자본시장을 통한 재원조달을 용이하게 하도록 제도를 개정했는데, 다수 의결권 주식(multiple-vote shares), 예비주(depot share)와 우선주, 의결권 제한 등은 당시 대주주들이 지배권을 유지하면서 자본을 조달하기 위해 전반적으로 사용됐던 수단들이었다. 대주주들은 이러한 수단들을 통해 피라미드의 형성없이 지배권을 유지하면서 자본시장을 통해 재원을 조달하는 것이 가능했다. 즉, 독일의 경우 20세기 초에 들어서면서 소유-경영의 분리성향이 나타났으나 경영권 위협에 대한 보호도구의 협조를 얻어 지배권을 상당수준 유지할 수 있었다. 비록 1937년 이전까지 독일 바이마르 공화국에서 나타난 소유지배구조상의 분리성향은 영미식 소유분산보다는 제한된 형태였지만, 이러한 경영권 방어장치의 존재에도 불구하고 독일 기업의 소유분산 추세가 지속됐던 것이다.

나. 피라미드출자 규제 없이 비중이 감소했던 캐나다의 사례

20세기 초에 분산소유된 기업은 예외적인 경우에 해당했으며 대부분의 캐나다 대기업들은 가족 혹은 비상장기업을 정점으로 하는 피라미드 구조를 형성하고 있던 기업집단에 속해있었다.[83] 당시 피라미드 구조는 오늘날과 같은 복잡한 형태는 아니었으며 겨우 몇 단계정도에 이르는 수준이었다고 한다. 1902

83) 초기 피라미드구조의 대표적 사례는 1899년에 설립된 Cox가문의 기업집단이었다고 한다. Morck(2006), p.97 참조.

년부터 1912년까지 캐나다의 275개 대기업들은 58개 기업으로 통합되면서 대형화가 진행했다. 이후 더욱 거대한 기업집단들은 금융위기을 경험하면서 진행되어졌다. 대개의 경우 캐나다의 기업인수자들은 한 기업을 인수한 이후 거기서 나오는 수익을 바탕으로 다른 기업을 인수하는 방식을 취했고, 따라서 지배권을 확보할 수 있는 최소한의 지분만을 매입했다. 그러나 이러한 캐나다의 피라미드 기업집단은 1910년대를 정점으로 점차 감소하는 경향을 보여줬다. 즉, 지배가족 통제하에 있던 피라미드 구조를 형성했던 캐나다 기업집단의 비중은 1910년까지 최고조에 이르렀으나 이후 1960년대까지 지속적으로 감소한 반면, 소유분산된 기업과 기업집단은 1960년대까지 증가하는 양상을 나타냈다. 이러한 지배가족형 피라미드 기업집단에 대해 캐나다 정부가 피라미드 와해정책을 추진하지 않았음에도 불구하고 1910년대부터 1960년대까지 캐나다의 피라미드 기업집단은 감소된 것이다.

(2) 경쟁정책

Roe(2000)는 지배구조상의 메카니즘이 제대로 작동하기 위해 필요한 중요 견제장치들이 있는데 적대적 인수, 좋은 이사회, 대규모 지분 보유자 및 경쟁정책이라고 지적하면서 기업지배구조에 있어서 경쟁정책의 중요성을 강조한 바 있다. 또한 Demsetz & Lehn(1985)은 생산물시장과 요소시장에서의 경쟁압력이 부적절한 소유구조를 가진 기업을 제외시킨다고 언급했다.

이러한 관점에서 보면 경쟁법의 도입과 기업 소유지배구조는 매우 긴밀한 관계를 가질 것으로 예측할 수 있다. 그러나 현실적인 역사적 사례들을 살펴보면 경쟁법의 도입이 기업 소유지배구조에 미치는 영향은 일률적이지 않다는 점이 나타난다.

1) 경쟁법 도입시기와 기업 소유지배구조

캐나다는 1989년, 이태리는 1991년, 스웨덴은 1993년에 경쟁법을 각각 도입했는데, 이들 국가의 기업 소유지배구조 특성은 경쟁법이 존재하지 않았음에도 불구하고 소유분산과 소유집중의 역사를 경험했다. 이러한 점은 경쟁법이 가지는 영향력이 유의미한 수준이 아니라고 평가하게 만들 수 있을 것이다. 그러나 경쟁법의 도입시기보다 파악해야 할 역사적 사례는 실효 경쟁의 존재 여부에 대한 것이다. 독일에 경우 정식적인 경쟁법은 제2차 대전이후에 도입했지만, 제1차 대전이후 카르텔을 규제하기 위해 바이마르 공화국은 1923년에 '경제력남용방지령(經濟力濫用防止令)'을 도입했다. 스웨덴에서도 이와 유사한 규정이 1925년에 도입됐다. 독일과 스웨덴 모두 1930년 대공황이전에 카르텔을 제한하는 규제가 이미 도입돼 있었으며 이 시기동안 독일과 스웨덴의 기업 소유구조는 분산 과정에 있었다.

2) 시장경쟁정책을 추진했던 캐나다의 역사적 사례

Morck et al(2006)은 경쟁법 영향과 관련하여 보다 정확한 역사적 사실의 해석을 제시하고 있다. Morck et al(2006)은 Roe(2000)의 주장과 달리 경쟁법이 소유구조에 미치는 영향은

미약할 수 있다고 지적했다.[84] 이 연구는 캐나다는 실질적인 반독점법이 없었으며 단지 1889년에 MacDonnald 정부에서 제정한 Anti-Combines Law만이 존재했다고 언급했다. 이 법은 "과도하게(unduly) 혹은 비정상적으로(unreasonably)" 경쟁을 제한하는 경우에 대해서만 법위반행위로 규정하고 있었다. 따라서 1891년에 결성된 캐나다 은행연합회가 이자율과 은행수수료를 동일한 수준으로 유지했었는데 이 또한 정책적 이유로 정당화되고 있었다. 캐나다에서 본격적으로 독점금지법이 도입된 것은 보수당의 Mulroney 수상이 집권했던 1989년의 일이었다. 즉, Anti-Combines Law가 제정됐던 1889년부터 독점금지법이 제정된 1989년의 100년 기간 동안 실질적인 경쟁법이 존재하지 못해 경쟁압력이 낮았음에도 불구하고 캐나다 기업들의 소유구조는 급격한 변화를 보여주었다.

이러한 점에서 볼 때 Morck et al(2006)은 경쟁압력이 소유구조에 주는 영향력은 상대적으로 낮다고 평가했다. 그러나 경쟁압력은 법제도적 요인보다는 정책적 요인에서 두드러지게 나타났다고 설명한다. 즉, 1930년대 대공황기에 약탈적 가격설정으로 인한 문제로 카르텔 형성을 용인하는 National Product Marketing Act를 1934년에 설립했다. 1935년에 정권을 이어받았던 King 수상은 이러한 정책을 폐지했지만 이를 대신하는 지자체의 법안이 나타났다. 2차 대전 기간 동안 임금과 가격이 철저하게 통제되어 있었으나 전후 King수상의 정부는 카르텔의 형성과 유지하려는 유인을 버리고 자유시장주의 정책을 추진했다.

84) Morck et al(2006), p.116 참조.

즉, 20세기 초 대공황과 2차 대전으로 인해 경쟁정책을 적극적으로 추진하지는 못했지만 1950년대에는 적극적인 자유시장경쟁이 이뤄졌으며 이러한 정책은 소유분산 기업의 비중 증가와 관련되어 있다고 보여진다.

반면에 1968년에 집권한 Trudeau 수상은 국유화정책을 추진, 확장하면서 1970년대와 1980년대 동안 경쟁을 제한하는 결과를 초래했다. Trudeau 수상은 세금과 보조금제도를 통해 인위적으로 석유와 가스 생산을 통제하려 했는데 이로 인해 경쟁이 크게 훼손되는 결과를 초래했다. 그리고 전술한 바와 같이 Trudeau 수상이 집권하였던 기간 동안 가족지배형 피라미드 기업집단의 비중이 증가하였고 소유분산형 단독기업의 비중은 감소하는 결과로 이어졌다. 그리고 1980년대 중반부터 Mulroney 수상의 자유시장정책의 일환으로 1989년에 캐나다의 반독점법이 제정됐으며 그의 집권 기간 동안 산업집중도와 진입규제가 감소하는 결과를 낳았다. 그리고 이 기간 동안 소유구조가 분산되는 비중이 높아졌다. 따라서 경쟁법의 설립 유무가 영향력을 가지는 것이 아니라 시장경쟁체제를 촉진시키는 정책의 유무가 소유지배구조에 영향을 미친다는 사실을 확인할 수 있다.[85]

85) Morck et al(2006)은 20세기 동안 경쟁정책과 함께 나타났던 캐나다 기업의 소유구조 변화를 비교할 때 비록 분명한 패턴은 나타나지 않았지만, 경쟁압력이 높아질수록 부적절한 소유구조가 제거된다는 Demsetz & Lehn(1985)의 주장이 잘못되었다고 볼 수 없다고 지적했다.

3) 유효경쟁의 활성화

경쟁법의 존재 유무가 기업의 소유지배구조에 직접적 영향을 미치는 것은 아닌 것으로 보인다. 스웨덴 1930년 이전 상황, 캐나다 1960년대 이전상황 등 경쟁법이 1990년대에 이르러 제정된 국가임을 고려할 때 20세기 초반의 소유분산구조의 진행은 경쟁법과 소유지배구조 간 직접적 관계가 유의미하지 않다는 사실을 보여준다. 또한 체계적인 경쟁법을 도입한 독일의 경우에도 1970년대까지 지속적으로 소유집중이 나타났던 사실을 보면 경쟁법의 존재 자체가 소유구조와의 직접적 관련성이 낮은 것으로 보인다.

그러나 경쟁법의 유무보다는 경쟁법의 개념을 적용하는 경쟁정책이나 혹은 국내 경쟁상황이 기업 소유지배구조에 큰 영향을 미치게 된다. 스웨덴의 1930년 이전의 상황은 유럽 내 최고의 생산성을 달성한 기업의 국제경쟁력을 바탕으로 수출증가와 경제성장으로 시장이 확대되고 자본시장도 더불어 발전하면서 19세기 후반 부족했던 금융재원이 기업의 수요에 부응하여 조달될 수 있는 상황으로 변경된다. 경쟁상황이 초래된다는 사실은 곧 정부의 개입성향에 관계없이 기업의 소유지배구조에 영향을 미친다. 정부가 비록 중앙집권적 개입성향일 경우에서도 다양한 기업이 경쟁하는 상황에서는 정부권력이 소수의 기업에 집중적으로 편향되지 않으며 경쟁상황속에서 정부의 투명성을 기업들이 요구하게 된다. 비록 경쟁법이 마련되어 있지 않더라도 국가의 선택에 있어서 자유시장주의 철학에 입각하여 경쟁촉진정책을 추진한다면 이는 곧 기업의 소유지배구조에 대한

영향으로 나타난다.

만약 경쟁법이 존재하지만 법규나 그 운영이 소규모 기업보호 등 경쟁상 약자를 위한 보호조항으로서 반경쟁적인 측면을 가진다면 오히려 기업지배구조에 대한 영향력은 감소하게 될 것이다.

(3) 조세제도

1) 배당소득세의 이중과세 효과

가. 역사적 증거 사례

기업집단 내 계열사들은 출자관계를 통해 피라미드 구조를 형성하고 있는데, 배당지급에 대해 이중과세가 부과될 경우 배당지급유인이 감소되며 출자구조를 변환시키려는 유인이 형성된다는 주장이 제기되었다. Roe(1994) 및 Morck(2005)는 1935년 이후 시작된 미국 기업집단체제의 붕괴 및 지배구조의 단순화는 출자관계에 있는 계열사 간 배당수익에 대한 미국식 이중과세 제도에서 비롯하였다고 주장한다. 즉, 이들 연구는 피라미드 지배구조를 형성하고 있는 다른 국가들의 기업집단과 달리 미국의 기업집단은 단순한 구조를 형성하고 있는데, 그 원인이 미국식 세제에 있다는 설명이다.

또한 스웨덴의 역사적 사례를 보면, 배당소득에 대한 과세는 소유구조의 집중화와 관련 있는 것으로 보인다. 1930년대 이후 스웨덴에서는 재투자된 자본소득과 법인 간 배당소득은 실질적

으로 비과세 대상이었다. 법인 간 배당소득 비과세 정책은 스웨덴 내 거대 상장기업을 소유했던 지배가족에 대한 세제혜택 효과를 가졌다. 이러한 세제혜택은 자본가들이 해외로의 자본이동을 고려하지 않게 됐던 반대급부에 해당하기도 했다.

한편, 일본의 역사적 사례는 이중과세가 거대 자이바츠 지배가족의 지배권을 약화시키는 역할을 수행했던 사실을 발견할 수 있다.[86] 일본 육본이 의도적으로 추진한 정책의 결과였는지는 확실하지 않지만, 1937년과 1938년에 추진했던 이중과세제도는 일본 자이바츠 지주회사의 구조를 합명회사(partnership)에서 합자회사(Joint-stock company)로 변경시키는 결과를 초래했다. 배당소득에 대한 과세는 이중과세의 문제를 일으키는데, 당시 일본에서는 합명회사의 기업소득에 대한 세율보다 지배가족이 수취하는 배당에 대한 세율이 현저하게 높았다. 일본에서는 1940년 세제개정에 가서야 법인세가 도입됐기 때문에 그 이전까지는 합명회사에서 합자회사로 변경하면 이중과세를 회피할 수 있었다. 이러한 이유로 일본의 주요 거대 자이바츠의 지주회사는 1940년까지 모두 합명회사에서 합자회사로 전환하였다. 이러한 합명회사에서 합자회사로의 변화는 일본 거대 자이바츠의 지배가족의 지배권을 상대적으로 약화시키는 결과를 초래했다.

나. 역사적 반증 사례

Bank & Cheffins(2010)는 뉴딜정책이 법인 간 배당세를 부과

86) Morck & Nakamura(2006), p.421 참조.

함으로써 미국의 피라미드 기업집단이 사라졌다는 인식은 사실(fact)이라기보다는 우화(fable)에 가깝다고 비판한 바 있다. 이 연구는 에너지분야(utility sector)를 제외하고는 20세기 초반 미국에서 피라미드 기업집단은 이미 거의 없었다고 발표했다. 그리고 에너지분야의 지주회사가 와해된 원인은 배당에 대한 이중과세가 아니라 PUHCA(Public Utilities Holding Company Act)라고 지적했다.

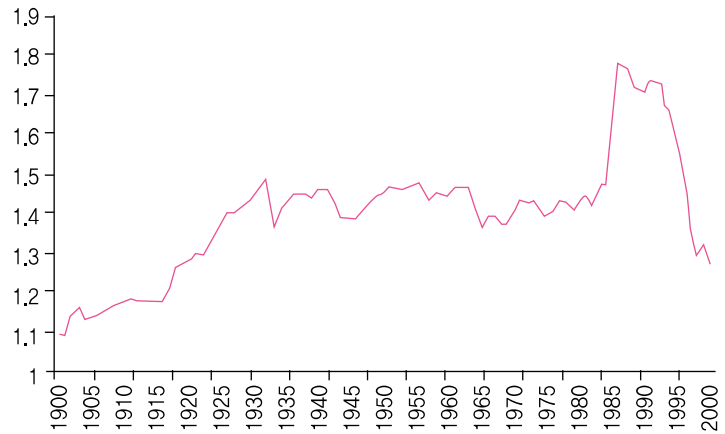
캐나다의 역사적 사례를 살펴보면 법인간 배당소득에 대한 소득세적용이 피라미드 구조를 변화시키는데 영향력이 낮다는 사실을 파악할 수 있다.[87] 캐나다에서 배당세는 이중과세를 방지하기 위한 목적에서 20세기 초반부터 부과되지 않았으며, 1926년에는 개인의 배당소득에 대해서는 배당세를 부과했지만, 법인간 배당소득에 대해서는 여전히 부과하지 않았다. 이러한 배당에 대한 이중과세방지제도는 피라미드 구조를 형성한 기업집단의 유지에 이점으로 작용했을 수 있었지만 캐나다에서 가족지배형 피라미드 기업집단은 1910년 이후 1960년대 까지 지속적으로 감소하는 경향을 나타냈다. 이러한 점에서 법인 간 배당소득 비과세가 피라미드 구조의 형성 및 유지에 직접적이고 중대한 요인으로 작용한다고 보기는 어렵다고 판단된다.

한편, Aganin & Volpin(2006)은 1900년부터 2000년까지의 이태리 피라미드 기업집단의 피라미드 단계를 수치화시킨 통계자료를 이용하여 법인 간 배당소득 과세가 피라미드 구조에 대해 유의미한 영향력을 갖지 못한다고 주장했다.[88] 이태리에서는

87) Morck et al (2006), p.113

1955년까지 법인 간 이중과세가 부과되지 않았으나, 1955년부터 법인 간 배당소득에 대해 평균 18% 수준의 소득세가 부과되기 시작했다. 그리고 1974년에는 다시 수직계열화 계열사 간 배당소득에 대해서는 배당소득세를 25%로 상향시키는 조치를 단행했다.[89] 그러나 1977년에는 다시 이중과세를 방지하기 위해 세액공제를 부여하도록 조세정책이 변경됐다. 이태리의 이러한 일련의 법인 간 배당소득세 제도의 변천에도 불구하고 이태리 기업집단의 피라미드 단계는 현저한 영향을 받지 않은 것으로 나타난다.

<그림 16> 이탈리아 평균 피라미드 지수의 변화 추이



출처: Aganin & Volpin (2006) p.348의 〈그림 6.6〉 인용

88) Aganin & Volpin(2006), p.348-350 참조.

89) 1974년 이태리의 법인세 개정에서 순수 지주회사에 대해서는 배당소득에 대해 7.5%만을 부과했다.

배당소득세와 기업집단 구조 간 연관성이 낮게 나타난 사실에 대해 Aganin & Volpin(2006)은 주주권에 대한 보호장치가 부족하였기 때문이라고 언급했다. 이 연구는 이중과세보다 주식시장의 호황기가 이태리 기업집단의 피라미드 구조를 보다 더 잘 설명할 수 있다고 주장했다. 즉, 이태리에서는 금융개혁으로 인해 투자자들의 시장에 대한 신뢰가 회복되어졌고 따라서 1970년을 시작으로 1980년대에 주식시장이 큰 호황에 직면했는데 그 투자자본이 기업집단 피라미드 구조를 확장시키는 데 동원됐다는 주장이다.

2) 상속세의 영향

전술한 배당소득세로 인한 이중과세가 기업 지배구조에 미치는 영향이 역사적 사례들을 통해 일률적이지 않다는 사실을 확인할 수 있었다. 반면에 상속세는 역사적 사례를 통해 중요한 영향요인이라는 사실을 확인할 수 있다. 먼저, 프랑스 상속세 개정의 경우 프랑스식 기업지배구조를 형성하는 하나의 요인으로 작용했다. 나폴레옹은 Civil Code규정을 도입하면서 상속법에서 장자상속권이 아닌 모든 자녀에 대해 동일한 상속권을 부여했다. 이 규정은 영국과 비교하여 특이한 사항은 유언자가 자기 재산을 자선단체에 기부할 수 없고 그 재산에 대해 지분을 주장할 수 있는 자녀들에게 모두 상속시켜야한다는 점이다. 이러한 영향이 프랑스 기업의 소유권이 가족지배 형태로 이어져 내려오는 계기가 되기도 했다.

두 번째로 캐나다에서는 상속세를 적용했던 기간인 1960년대

까지의 기간 동안 가족지배형 피라미드 구조의 기업집단이 감소하는 효과를 유발했다. 반면에 Trudeau수상이 1972년부터 상속세를 폐지하고 대신 도입한 자본이득세는 그러한 효과를 갖지 못했다. 오히려 1970년대 이후 캐나다에서는 가족지배형 피라미드 구조의 기업집단비중이 더 증가하는 결과가 나타났다. Morck et al(2006)은 이러한 점을 두고 자본이득세보다는 상속세가 피라미드 기업집단의 가족 지배를 차단하는 직접적 효과가 보다 크다고 지적했다.[90]

(4) 글로벌화

Rajan & Zingales(2003)는 많은 선진 국가에서 금융시스템은 한 세기 이전보다 발전하지 못한 형태를 가지고 있다고 지적한 바 있다. 이들의 연구는 국내 권력과 영향력을 가진 세력이 금융시스템을 약화시킴으로써 경쟁세력이 될 경쟁자들의 재원형성을 억제해 왔기 때문이라고 해석하고 있다. 그러나 대외적 개방정책을 지향한 국가일수록 국내 권력 소유자들의 지배력이 감축되어져 이러한 의도적인 금융시스템의 약화 현상이 덜 나타난다고 설명한 바 있다. 역사적 사례의 검토를 통해 외국인 투자자에 대한 소유규제가 Rajan & Zingales(2003)가 지적한 금융시스템 약화로 이어진다는 사실을 확인할 수 있다. 외국인에 대한 소유규제가 강화될 경우 상대적으로 소유집중현상이 나타나고 지배가족형 피라미드 기업집단의 비중이 증가됐다.

---

90) Morck et al(2006), p.115 참조.

1) 캐나다의 국수주의정책과 피라미드 기업집단의 확장 사례

1968년 집권한 캐나다의 Trudeau 수상은 당시 미국의 소유기업이 증가하자 국유기업 육성 등 국수주의적 정책을 다양하게 추진했다.[91] 그러한 일환으로서 외국의 기업인수로부터 캐나다 기업을 방어하기 위한 목적으로 1971년에 CDC(Canada Development Corporate)가 창립됐다. CDC는 외국의 적대적 기업인수에 대항하는 백기사 역할을 수행하였다. 한편, Trudeau 수상은 1973년에는 외국기업의 인수합병을 조사하기 위한 기구로서 FIRA (Foreign Investment Review Agency)를 설립했는데, FIRA는 에너지산업 분야의 기업인수를 방어하는 역할을 수행했다. 이렇게 Trudeau수상이 추진한 외국기업의 인수합병을 방지하는 정책으로 인해 캐나다 내 기업은 외국에 매각되지 않고 정부소유 기업집단이나 혹은 민간 기업집단에 매각되어졌다. 따라서 외국기업의 인수합병을 방지하는 정책은 오히려 가족지배형 피라미드 기업집단을 거대화시키는 요인으로 작용했다.

2) 외국인 투자와 경영권 보호제도가 공존하는 스위스의 사례

스위스는 스위스는 의결권 상한(ceilling for voting rights)제도 등 경영권 방어기제가 여전히 존재하는 국가이다. 이러한 스위가 금융시장을 성장시키는 전략적 정책을 선택하면서 기업지배구조상의 변화를 가져왔다. 스위스는 시장자본화비율이 높은 국가로서 영국 수준에 이르고 있다. 그럼에도 불구하고 스위스

91) Morck et al(2006), p.127 참조.

의 소유집중도는 여전히 높은 수준이다. 이는 국제적 경쟁력을 갖춘 기업이 존재하게 될 경우 외국인의 투자유입으로 자본화 비율이 높아진다는 사실을 의미한다.[92]

<표 16> 국가별 시장자본화비율 추이 비교(1975~1999년)

	1975	1980	1985	1990	1995	1996	1997	1998	1999
스웨덴	3	10	37	40	75	95	116	123	156
스위스	30	42	91	69	130	136	225	260	268
독일	12	9	29	22	24	28	39	51	68
영국	37	38	77	87	122	142	156	175	198
미국	48	50	57	56	98	114	137	157	181

원자료: OECD Financial Market Trends (various issues).
출처: David & Mach (2003), p.233의 〈표9.6〉 인용.

스위스는 외국인 투자증가로 스위스의 시장자본화비율이 높아졌기 때문에 당연히 외국인 주주의 도전도 맞이하게 됐다. 그래서 스위스의 대표기업인 네슬레처럼 크게 소유분산되는 기업사례가 나타났다. 그리고 스위스의 기업들은 1990년대 이후 외국계 금융에 의해 급속히 인수당했다.[93] 스위스 국내에서도 기업간 인수합병이 급속하게 나타났다.[94] 또한 M&A를 통한 스위스 다국적기업의 성장이 급격하게 나타났으며, 다양한 구조조정이 일어났다.

한편, 스위스에서의 변화는 기업인수합병뿐 아니라 주식시장

92) David & Mach(2003), p.233-235 참조.
93) 1999년에는 신발제조업체인 Bally는 Texas Pacific Group에게로, 그리고 Tag Heuer, Ebel, Zenith 등은 프랑스의 LVMH(Louis Vuitton-Moet-Hennessy)에게로 인수됐다.
94) CIBA와 Sandoz가 Novartis로 합병됐고, UBS와 SBS간 합병이 나타났으며, Credit Suisse와 Winthertur 보험회사가 합병했다.

에서도 나타났다. 스위스 기업에 대한 외국의 압력이 거세졌고 이에 따라 스위스 기업의 주식구조에도 변화가 나타났다. 다양한 방어기제가 존재하는 스위스에서 차등의결권이 없는 단일주식(single share)체제를 가진 기업은 1989년만 해도 스위스 주식시장의 13.1%에 지나지 않았다. 그러나 이후 단일 주식체제를 갖춘 기업의 비중은 지속적으로 증가하여 2001년에 이르러서는 70.7%에 이르게 됐다. 그러나 중요한 사실은 이러한 변화가 지배가족의 지배권 상실을 의미하지는 않았다는 점이다. 단일주식으로의 변화가 70% 이상의 기업에서 나타났지만, 의결권 상한을 주총에서 재조정한다든지 개인별 주식소유제한을 도입한다든지 하는 조치를 통해 여전히 스위스 기업은 소유구조를 변화시킬 수 있는 방식을 가지고 있다.

결론적으로, 스위스 기업지배구조는 외국인 투자의 증가와 더불어 기존의 대출자역할에서 유니버설 은행으로 거듭난 은행의 역할로 인해 보다 수익추구 위주로 전환됐다. 즉, 스위스 기업들은 보다 주식시장의 평가압력과 기관투자자들의 비판적 평가에 민감해졌으며 이로써 주주가치 향상에 이어질 수 있게 됐다. 둘째로 소유집중구조 및 금융역할상의 변화가 기존 상호출자와 상호연계 이사회구조에 대한 의문을 제기하도록 만들었다. 스위스의 개혁은 이러한 방향으로 추진돼 왔다. 그러나 이러한 스위스의 규제변화는 영미식 법규제로의 전환을 의미한 것은 아니다. 선호, 전략, 경제주체의 역할 등에서 나타난 변화가 보다 시장중심적인 기업지배구조로 개선해왔다는 의미이다.

3) 외국인 소유 허용한 스웨덴의 사례

스웨덴에서는 19세기부터 외국인의 국내기업 투자에 대한 제한을 두고 있었다. 스웨덴에서 가장 먼저 외국인 소유를 제한한 부문은 부동산과 광산으로서 이 분야에 대한 외국인의 소유를 이미 19세기부터 규제하기 시작했다. 이후 1916년에는 스웨덴의 천연자원 소유기업에 대한 외국인 투자자의 의결권을 20% 이하로 제한하는 규제를 추가했다. 1930년대에는 상장기업의 경우 외국인은 최대 의결권이 20%에 한정되는 무제한주(unrestricted share)만을 소유할 수 있도록 한정시키는 강력한 조치를 단행했다. 이러한 영향으로 1990년까지 스웨덴 기업주식에 대한 외국인의 소유비중은 10%에도 못 미치는 수준에 머물러 있어야 했다.[95]

외국인 투자자에 대한 소유제한 규제는 1993년에 이르러서야 폐지되어 진다. 외국인에 대한 소유제한 폐지 및 스웨덴 기업주식 소유허용은 EU가입 과정에서 단행된 조치였다. 1990년대 이후 시작된 외국인 투자자의 직접적 주식소유허용 정책은 다수의 스웨덴 지배가족들은 1980년대에 이미 차등의결권을 사용하기 시작했었고 1990년대 초에는 대부분의 지배가족들이 차등의결권을 활용하였던 상황이었기 때문에 도입 초반기에는 스웨덴 주식시장에서 상대적으로 그 영향력이 약했었다. 그러나 외국인 주식소유제한이 폐지된 1993년 이후 외국인의 소유비중은 지속

95) 1990년 스웨덴 기관투자자들은 스웨덴 기업주식의 70%를 소유하고 있었으며, 스웨덴 가계는 25%를 소유하고 있었던 사실과 비교해보면 외국인 투자자의 소유비중이 현저하게 낮았음을 알 수 있다.

적으로 증가하여 2000년대에 이르러 35% 정도로 급증하기에 이르렀다.

<표 17> 스웨덴 상장기업에 대한 소유구조 변화 추이

	비금융기관	금융기관	투자회사	정부	개인	비영리법인	외국인
2006	9	25	5	5	14	5	37
2003	9	27	6	6	14	5	33
2000	7	25	6	5	13	5	39
1998	7	27	6	3	15	7	35
1993	17	28	7	4	17	7	21
1988	21	27	11	5	20	9	7
1983	16	18	16	1	30	11	8

자료: Jonnergard & Larsson(2007), p.14의 〈표 2〉 인용

(5) 경제위기와 사회신뢰성

경기변동에 따라 총수가 있는 피라미드형 기업집단이 증가, 감소하는지에 대한 논의가 있다. 일반적으로 경기가 하락하면 이윤하락과 경기불안으로 인한 위험요인을 회피하지 못하는 소규모 혹은 단독기업의 파산비율이 높아진다. 반면, 거대 기업집단들은 계열사 간 위험분산을 통해 경제위기를 극복할 수 있는 체력이 상대적으로 우월한 장점으로 작용하여 생존 확률이 높아지기 때문이다. 물론 이는 가족지배형 기업집단이나 소유분산된 기업집단이나 모두 다수의 계열사에 위험을 분산할 수 있어 마찬가지일 수 있다. 그러나 경제위기시에는 정부가 추진하는 정책노선에 부합하는 것이 중요한데, 지배가족이 있는 경우 정경유착이나 경제적 로비 등을 통해 정부의 경제위기 극복정책

에 관여하거나 수혜를 획득하기 용이하다고 볼 수 있다. 이러한 이유로 경기침체기에 가족지배형 대규모 기업집단은 생존율이 높아져 경제주체 내 비중이 높아진다는 설명이다.

그러나 이러한 주장은 캐나다의 사례를 살펴보면 적절하지 않다는 사실을 확인할 수 있다. 캐나다는 1930년대와 1970년대의 경제위기를 경험하였으나 이 시기에 가족지배형 피라미드 기업집단의 비중은 상반된 양상을 보여줬다. 즉, 1930년대 대공황에도 불구하고 가족지배형 피라미드 기업집단 구조의 비중은 오히려 감소했던 반면, 1970년대 경제위기에는 소유구조유형별로 비교해보면 그러한 기업집단의 비중이 증가했다. 따라서 경기변동에 따라 기업 소유구조가 일정방향으로 변경된다고 보기는 어렵다.

경기변동이 실제로 보다 많은 영향을 줄 수 있는 분야는 국민들의 정치적 성향이다. 경기악화 시 국민들은 경제적 생존을 보호해준다고 강조하는 사회주의를 선호하는 성향을 나타내고 사회주의적 정책이 포퓰리즘으로 자리 잡는 계기가 된다. 반대로 경기호황 시에는 자유시장주의를 선호하게 된다. 그런데 기업집단 소유구조에 미치는 영향을 살펴보면 경기변동 그 자체보다는 경기변동에 따른 국민들의 성향변화에 대해 정부가 어떤 방향을 선택하여 정책을 추진하는지가 보다 중요한 관건이 된다. 캐나다에서는 2차 대전 기간 동안 시작된 국민들의 사회주의 선호성향에도 불구하고 2차 대전 이후 King수상정권은 자유시장정책을 고수하였고 자본시장의 영향력 증대와 더불어 가족지배형 피라미드 기업집단의 비중 감소를 초래하는 결과로

이어졌다. 반대로 외국기업의 증가에 따른 우려로 Trudeau 수상 정부는 1970년대 이후 국수주의 정책에 부합함으로써 사회주의 정책을 추진했고 이것이 자본시장의 영향력 약화와 더불어 지배가족의 기업집단 비중을 증대시키는 요인이 됐다. 따라서 경기변동은 국민의 정치적 성향변화에 민감한 영향을 줄 수 있으나 기업집단 소유구조에 더 중요한 영향요인은 정부가 어떤 정책을 실제로 추진하는지 여부가 보다 중요한 문제라고 보인다. 이러한 견해에 대해 Morck et al(2006)도 동의하고 있는데, 이 연구는 경기변동에 따라 기업 인수합병 활동이 활발해지거나 줄어들거나 하는데 이것이 소유구조를 변경시킨다는 데 대해 어떤 현저한 패턴을 제시하지 않는다고 서술하고 있다.[96]

(6) 자본·금융시장

1) 소유구조와 자본시장

제3장에서 살펴본 바와 같이 기업의 소유구조가 집중적으로 변화되는 역사적 경험을 가진 국가들이었던 독일, 스웨덴, 일본의 경우 자본시장이 위축되어져 있었으며 상대적으로 은행의 역할이 증대해 있었다. 이러한 연유로 자본시장의 발전이 위축되면 기업의 소유구조가 집중화되며 지배구조에 대한 자본시장의 역할이 낮아진다는 사실과 상관관계가 있는 것으로 보여진다. 실제로 경제성장으로 금융수요가 급증하지만 자본이 부족한 국가에서는 이를 충족시키지 못하기 때문에 외부 금융시장과의

96) Morck et al (2006), p.110 참조.

연계 및 금융시스템의 발전이 긴요해진다. 만약 해외 투자처와 연결되는 재원조달방식을 가졌다면 공급부족의 문제없이 기업의 자본조달이 원활하게 진행된다. 실제로 역사적으로 보면 금융시장에 대한 접근성은 해당국가의 기업성장에 중요한 의미를 가졌으며 소유분산과도 긴밀한 관계를 갖는다.

미국 자본시장과 기업의 소유지배구조의 형성과정에서 J.P. Morgan의 역할은 미국 철도회사가 발행한 채권을 영국투자자에게 판매하는 중개자로서 유럽투자자들이 미국시장으로 접근하는데 문지기의 역할을 수행했다는 점이다. 캐나다의 경우 J.P. Morgan과 같은 명성 있는 자본조달가, 즉 금융전문가가 없었기 때문에 산업자본가가 금융조달가의 역할을 수행해야했다는 점이 미국의 기업금융 시스템과의 큰 차이라 하겠다. 캐나다에서도 Aitken처럼 런던금융시장에 접근이 가능한 기업가도 있었으며, 이러한 능력으로 인해 Aitken은 캐나다기업의 지분을 적극적으로 인수하는 것이 가능했다. 그러나 Aitken을 제외한 대부분의 캐나다 가족기업가들에게는 한기업의 수익을 인수재원으로 이용해야했으며, 따라서 인수 시 필요한 최소한의 지분만을 소유하는 형태 즉, 일정비율이하의 계열사 출자만이 재원조달의 수단이 됐다.

투자재원조달에는 은행, 채권시장, 자본시장 기업내부이익 등 다양한 수단이 있는데 이러한 금융시장이 균형적인 발전을 이룩하지 못하고 비정상적인 방향으로 발전하게 될 경우 기업은 투자재원조달의 위험을 회피하기 위해 기업내부에 자체적인 금융시스템을 갖추려는 유인이 발생한다. 이러한 유인에 따라 기

업은 지주회사를 필두로 계열사를 소유하는 기업집단의 형태로 발전하며 동시에 피라미드 구조도 확장되어진다.

이러한 의미에서 지배세력이 20세기 중후반 동안 금융시장을 약화시키고 자본력을 독점화하려 했다는 Rajan & Zingales(2003)의 주장은 일면 타당한 측면을 가진다. 나치정권 이후 독일의 겸업은행들은 기업 견제-감시자 역할을 남용하여 기업이 주주가치 극대화가 아닌 대출금가치 극대화를 위해 경영판단하도록 유도하여 자본시장의 발전을 늦췄다. 일본에서도 은행들은 자체적으로 수평 계열화를 추진하면서 동시에 기업의 채권발행을 금지하도록 영향력을 발휘하여 은행의 영향력을 높이는 방향으로 활동했다. 또한 캐나다에서는 1960년대 이후 국유화, 외국인 투자제한을 추진하여 주식시장의 위축을 초래됐으며, 1930년대 이후 스웨덴기업들은 자본시장에 의존하지 않고 기업내부 자본에 과도하게 의존하는 경향이 나타났다. 이러한 일련의 국가들에서 소유집중이 나타났던 역사적 기간 동안 경제주체들의 행동은 자본시장의 발전을 저해하는 행동양상을 보인 것이 사실이다.

그러나 이 기간 동안 은행과 기업들의 행태는 결과적으로 정부정책이 원인이었음을 역사적 검토를 통해 확인할 수 있었다. 독일과 일본에서 각각 나치정권과 SCAP는 은행을 통제기구로 이용하기 위해 법규제를 통해 은행들이 기존에 행사하던 역할보다 과도한 수준으로 기업지배구조에 개입할 수 있는 여지를 높여 주었다. 이렇게 권한이 증대된 은행들이 이후 독일과 일본 경제에서 기업 지배구조에 대한 영향력을 남용하여 자본시장

성장을 제약하게 되는 것은 필연적인 결과로 볼 수도 있다. 스웨덴과 캐나다에서는 기업이 아니라 오히려 정부가 정책적으로 자본시장을 위축시켰다. 세제혜택을 통해 기업으로 하여금 내부자본에 의존하도록 유도함으로써 상대적으로 자본시장에 대한 의존성을 감축시킨 것이다. 또한 캐나다에서 Trudeau정부는 외국투자자에 대한 소유제한을 통해 자본시장을 위축시키는 결과를 초래했다. 이로 인해 캐나다 자본시장이 위축되자 내부자본시장을 갖춘 거대 피라미드 기업집단이 캐나다 역사상 가장 급성장할 수 있는 환경이 마련되어진 것이다. 따라서 독일, 일본, 스웨덴, 캐나다 모두 소유가 집중되는 기업과 기업집단이 나타났던 역사적 기간 동안 자본시장의 위축이 동시에 나타났던 이유는 정부정책이 자본시장을 위축시키고 소유집중현상이 나타나도록 유도했던 데 원인이 있다고 평가된다.

영국과 미국에서 자본시장이 성장하고 기업지배구조에서 중요한 역할을 수행하게 된 원인은 자본시장의 발전을 왜곡시키는 정부정책이 특별히 없었다는 점이다. Roe(2003)의 주장대로 미국식 포퓰리즘과 정책은 주주를 존중하여 산업자본에 대항할 수 있는 금융기관에 견제력을 주는 방향으로 작용했다. 따라서 이후 금융기관이 영향력을 갖게 되면서 주주와 경영자간 유대가 약화되고 주식소유가 분산됐다는 주장이 설득력을 갖는다. 미국의 정책적 결과로 자본시장의 성장과 더불어 미국 역사상 금융기관이 영향력을 갖고 발전해왔기 때문에 지배가족도 장기적으로는 대규모 지분을 유지하는 것이 비용이 과도하게 지불되는 수준으로 높아져 기업의 소유분산이 진행됐다는 지적이

타당하다고 할 수 있다.

2) 은행의 주식소유

금산분리와 관련된 논의에서 자주 거론되는 것이 금융기관의 비금융기업 소유 및 비금융기업의 금융기관 소유의 제한여부에 대한 것이다. 비금융 자본가가 은행을 소유하고 다시 은행이 기업을 소유하게 되는 금산융합에 대해 금융시장과 기업지배구조 모두에게 부정적인 결과를 초래하게 될 수 있다는 우려를 주장하는 이들로부터 이러한 논의가 제기되었다. 이러한 논의의 연장선상에서 은행의 비금융기업 주식 소유를 금지하는 동시에 금융기관에 대한 비금융기업의 주식소유도 금지해야한다는 논의가 기업지배구조와 관련하여 제기되고 있다. 은행이 기업의 주식을 소유할 경우 은행의 사적 목적을 위해 지분이상으로 권한을 남용할 가능성이 있기 때문이라는 관점에서 나온 우려일 수 있다. 만약 은행이 이러한 남용행위를 기업에 적용할 경우 주주가치 극대화라는 기업의 목표는 흔들리게 되며 따라서 주식시장의 성장에 장애요인이 될 수 있다.

가. 독일, 일본 및 미국 은행의 역사적 증거

은행의 주식소유에 대한 우려는 독일과 일본의 역사적 경험을 통해서 이미 검증된 바 있다. 먼저 독일의 역사적 경험을 살펴보면, 기업의 주식소유가 허용됐던 독일의 경업은행은 기업의 감독이사회 구성원으로 참여하면서 기업 지배구조에 상당한 영향력을 행사할 수 있었다. 그리고 나치정부 이후 대리투표는 은

행을 통해서만 허용됐기 때문에 은행의 영향력은 더욱 신장된 데 비해 소액주주들의 직접적 주주권 행사력은 훼손됐다. 은행은 대리투표권을 독점하게 됨으로써 기업지배구조에서 경쟁자에 해당하는 주주의 영향력을 배제시킬 수 있게 됐기 때문이다. 따라서 감독이사회의 구성원이자 채권자로서 그리고 주주의 대리자로써 권한을 갖게 된 은행이 독일 기업지배구조에서 강력한 영향력을 발휘할 수 있게 된 것은 당연한 일이었다.

또한 나치정권이후 1960년대에 이르기까지 은행과 금융기관은 지속적으로 기업에 대한 소유지분을 증가시켜왔다. 더구나 제3장에서 살펴본 바와 같이 소유했던 지분보다 감독이사회의 구성원으로서 보다 더 많은 지배력을 독일 기업에 행사하였다. 이러한 은행의 과도한 영향력은 지배가족과 자본가에게 지배권 유지를 위해 소유권을 집중시키는 유인으로 작용했다. 현대 독일 기업에 대한 대리투표권을 통한 은행의 영향력도 여전히 유효한 것으로 알려져 있다. 독일에서는 주주들이 직접 주주총회에 참석하는 비율은 현저히 낮으며 여전히 금융기관에 투표권의 대리행사를 의탁하는 성향이 높다. 결과적으로 독일에서는 은행이 기업경영자에게 대출금 가치 극대화를 위한 의사결정을 유도하는 시스템으로 발전해왔기 때문에 주주가치 극대화는 소외됐으며 주식시장은 상대적으로 위축되는 경험을 겪어야 했다.

일본의 역사적 경험을 살펴보면, 은행이 기업집단을 구성하는 주체였던 사례가 있다. 1960년대에 거대 은행들은 고객기업을 적대적 인수합병으로부터 보호하기 위한 목적에서 기업집단화를 추진했다. 전술한 바와 같이 후지(富士)은행은 후요(芙蓉)계

열, 산와(三和)은행은 산와계열, 다이이치 간교(第一勸業)은행은 다이이치은행계열을 형성했다. 은행들이 주축이 되어 소속 계열사간 보유하고 있는 지분을 수평계열의 네트워크 차원에서 조정한 것이다. 기업집단내 계열사들의 주식은 계열 방어과정에서 백기사·백지주 역할을 자처한 계열사나 안정적 투자자, 혹은 계열내 경영자들에 의해 소유됐기 때문에 기업사냥꾼의 적대적 인수합병, 주주총회에서의 대리투표권 행사 및 기관투자자의 압력에서 벗어날 수 있었다. 따라서 계열사의 경영자들은 분산된 소유구조였음에도 불구하고 주주가치, 기업이익, 배당금에 대한 염려없이 경영활동을 지속할 수 있었다고 한다.

일본 은행의 계열화 네트워크 구성은 계열사의 경영권 방어를 통한 안정적 기업경영을 유도하는 순기능도 있었지만, 반대로 역기능도 가지고 있었다. 계열화를 통해 기업집단 네트워크를 형성한 거대 일본은행들은 금융시장에서 막강한 영향력을 발휘하고 있었는데, 그러한 영향력을 이용하여 기업채권의 발행을 금지시키기도 했다. 은행의 대출과 기업채권은 경쟁관계에 있었기 때문에 기업에 대한 예금은행의 영향력을 유지하기 위해서는 기업채권시장을 금지시킬 필요가 있었기 때문이다. 이에 따라 일본 기업들은 1990년대에 들어서야 기업채권을 발행하는 것이 가능해졌다. 그러므로 미군정이 철수한 이후 일본 은행의 역사적 사례를 종합적으로 살펴보면 분산된 소유구조의 기업들을 주도적으로 계열화를 추진하고 상호출자 네트워크를 형성하는 주체가 되었다. 또한 은행의 영향력을 이용하여 채권시장의 발전을 억제시키는 등 금융시장의 발전을 저해하는 요인으로

작용하기도 한 것이다.

한편, 미국의 1933년 The Glass-Steagall 법을 위시한 다양한 법규제는 금융기관의 비금융기업 주식소유를 제한하면서 상대적으로 주식시장의 발전으로 이어질 수 있었다는 평가를 받고 있기도 하다. Roe(1994)는 이 당시 행하여진 각종 규제가 미국 금융의 발전을 제한시켰다고 지적했다. 다른 주에 은행 지점을 개설할 수 없었기 때문에 미국에서 시중은행은 발전에 한계를 가지고 있었다. 초기 은행들 및 연방준비 시스템은 주식을 소유할 수 없도록 규제됐다.[97] 규제 회피를 목적으로 뮤추얼 펀드가 발전하였으나, 5% 주식소유 제한 등으로 규제됐다. 연기금이 발전했을 때에는 미국의 은행들이 각종 규제를 이리저리 회피하면서 거대하고 영향력 있는 기관으로 성장할수록 지속적인 법규제에 의해 방해받아야각종했다. Roe(1994)는 현대 은행법에 해당하는 McFadden법, Glass-Steagall법, FDIC법 및 은행지주회사법 등은 은행제도를 퇴화시켰던 직접적인 요인으로 볼 수는 없지만, 하나의 법이 다른 하나의 법의 기능을 차단해 버리게 만들었다고 지적했다. 즉, 각각의 법들이 강력하고 영향력 있는 주식소유 금융기관을 형성하지 못하게 한 것은 아니지만, 해당 법들이 서로의 기능을 차단하면서 금융기관의 영향력을 약화시켰기 때문에 미국 거대기업의 소유구조는 분산되고

97) Becht & DeLong(2006)는 당시 뉴욕의 시티은행과 First National 은행은 다른 주에 은행지점을 소유할 수 있었는데, 이는 은행이 주식을 소유할 수는 없지만 주식 계열사(security affiliates)는 주식을 소유할 수 있었는데, 실질적으로 주식계열사나 은행이나 소유주와 경영진이 동일했기 때문에 사실상 타주에도 은행지점을 보유하고 있었다고 지적했다. p.639 각주 37번 참조.

자본시장의 성장이 지속될 수 있었다고 보는 것이다.

나. 독일, 일본 및 미국 은행과 관련된 인과관계와 반론

주식소유가 가능했던 독일과 일본 은행의 영향력이 기업의 소유집중과 자본시장의 위축을 가져왔던 반면, 미국 은행의 주식소유금지가 기업의 소유분산과 자본시장 성장을 초래했다는 사실은 명확한 역사적 사례이지만, 이에 대해서 보다 구체적 원인과 과정을 파악해야하며 그러한 결과로 나타난 문제에 대해서도 검토해야 할 필요가 있다. 먼저 독일의 경우 은행이 대리투표권 행사를 독점적으로 수행하였고, 현재에도 여전히 대리투표권 행사에 있어 큰 영향력을 발휘하고 있는데, 이러한 독점적 대리투표권을 행사하게 된 원인에는 나치정부의 정책이 그 배경에 있다. 나치정부는 주주의 권한을 인위적으로 박탈하고 기업이 전체주의적 정부정책을 추종할 수 있는 대상이 되기를 희망했다. 이러한 정책목적으로 나치정권은 1937년 주주법 개정을 통해 경영이사회가 더 이상 주주가치를 위한 경영판단을 할 필요는 없도록 규정했다. 그 대신 경영자들이 기업관련 이해관계자들의 이익을 고려하여 의사결정을 하도록 만들었다. 또한 나치정부는 종업원들의 대표가 주식회사의 감독이사회 구성원으로 참석하도록 개정했다. 이러한 제도는 당연히 1주 1의결권 원칙에 어긋나는 것이었으며, 따라서 상대적으로 주주의 권한은 약화됐고 자본시장의 성장도 위축되어졌다. 따라서 근본적인 인과관계를 살펴보면 독일의 은행이 자본가의 소유집중과 자본시장의 위축을 가져왔다고 평가하기 보다는 나치정부의 정책과

이후 그 정책이 유지된 독일의 법제도가 독일 기업의 소유집중 현상과 자본시장 위축을 가져왔다고 평가하는 것이 보다 적절하다고 생각한다.

일본의 사례도 인과관계를 고려하여 살펴보면, 일본 은행이 경제 내 중요한 영향력을 갖게 된 원인은 정부가 은행을 통해 경제 주체들에 대한 통제력을 강화하려했던데 있다. 미군정의 SCAP는 은행을 전략적으로 중요한 기업에게 대출을 지원해주는 도구로 이용했으며 1940년대에 기업별로 할당된 은행들은 1950년대에 들어서면서 "주거래 은행(main bank)"으로서 자리 잡게 된다. 1952년에 미군정이 철수한 이후에도 일본정부는 경제에 대한 통제력을 유지하기 위해 은행의 영향력을 유지시키는 방향으로 법제도를 운영했다. 따라서 역사적 인과관계를 살펴보면, 미군정과 일본정부가 경제에 대한 통제력 유지를 위해 활용한 은행이 경제 내 영향력을 가지게 되면서 기업집단의 형성·확장과 금융시장의 상대적 위축이 초래됐다고 보는 것이 보다 타당한 설명이 된다.

한편, 미국의 경우 역사적으로 법제도로 인해 금융기관이 약화되어 기업지배구조에 대한 영향력이 독일이나 일본과 달리 미미해졌지만, 과연 금융기관의 영향력이 미약해졌다는 사실이 주주에게 긍정적으로 비춰지는지에 대해서는 재고되어야 할 사항이다. Mark Roe(1994)는 미국식 기업분해와 소유분산 과정은 금산분리정책의 결과라기보다는 정치적 승리의 결과였다고 평가하고 있다. 포퓰리스트, 진보주의자 및 그의 추종자들은 미국 거대기업 가족들이 경제권력을 개인적으로 행사하는 사실을 공

격하는데 있어서 깊은 공감을 가지고 있었지만, 이들의 방식은 오히려 기업지배구조상 영향력 있는 견제자 역할을 수행할 주체를 제거하는 결과를 초래했다는 평가를 받았다. 소유금지와 같은 법제도를 통해 주주들의 이익을 추구하려 했으나, 그 방식은 분산된 주주들이 경영자를 감시 감독할 수 있도록 하는 모든 방법을 차단시키는 결과를 가져왔다는 비판에 직면해야 했다.

다. 스웨덴과 캐나다의 역사적 반증

독일과 일본의 역사적 사례를 살펴보면 은행의 주식소유허용이 소유구조의 집중화현상 및 주식시장의 위축과 연계되는 것으로 나타났지만, 스웨덴과 캐나다의 역사적 사례는 정반대의 관계를 보여준다. 먼저, 스웨덴의 경우 1911년 이후 독일식 겸업은행 제도가 들어섰지만 소유구조와 주식시장에 대한 영향은 정반대의 결과로 이어졌다. 전술한 바와 같이 1900년 이후 스웨덴에서는 경제 내에서 축적된 자본이 은행시스템으로 유입되었으며, 은행기관들은 영향력이 커지자 로비를 통해 은행의 주식소유와 투자은행 역할을 허용하는 1911년 은행법이 제정되는 결과를 회득했다. 이후 1930년대 대공황 이전까지 은행은 상장기업의 상당수 지분을 소유하였고 실질적인 지배권을 행사하는 위치에 오르게 됐다. 1920년대부터 스웨덴 은행은 주요 상장회사의 상당수준의 주식을 소유하였고 또한 대주주로서 지배권을 행사할 수 있었다. 반면에 창업자 가족들은 사업가는 아니었기 때문에 1920년대 초 경기불황으로 인해 경영권을 상실했거나 혹은 소유지분이 상당수준 희석되어져 가고 있었고 때로는 전

문기술자에 의해 승계되어지고 있었다. 기업들에 대한 은행의 소유지분은 점차 증가되어 갔지만 은행 자체적으로는 기업경영에 있어서 경쟁력이 낮았기 때문에 은행은 기업의 경영자를 선임-감독하는 방식으로 기업에 영향력을 발휘해 나아갔다. 즉, 1910년대부터 1920년대 동안 자본시장을 통한 재원조달이 증가하여 기업들의 주식소유구조가 점차 희석(분산화)되어지자 상대적으로 대지분을 가진 은행은 경영자를 지지하는 지배권을 행사할 수 있게 됐다. 이와 같이 스웨덴에서는 1911년 은행법 개정이후 자본시장의 발전과 은행의 역할증대로 소유분산과 소유경영의 분리를 경험하는 과정을 거치게 된다.

또한 캐나다의 역사적 사례도 금융기관의 주식소유 허용이 자본시장 성장에 기여한 사실을 보여준다. Morck et al(2006)이 작성한 통계자료는 금융기관의 영향력을 키워주는 정책이 소유구조 양상에 어떤 영향을 미치지를 잘 알려주는 사례이다.[98] 전술한 바와 같이 캐나다에서는 1960년대 말부터 Trudeau 수상이 추진해 왔던 사회통합적 정책이 이행되고 있었다. Trudeaou 정부는 국유화와 더불어 은행의 주식소유를 전면 금지시켰다. 이러한 정책은 국가적 목표수행을 지향하고 대신 시장의 기능을 경시하는 정책이었기 때문에 은행 및 금융기관의 영향력이 억제되는 역효과를 불러왔다. 그러나 1985년에 보수당의 Mulroney 수상이 집권한 이후 정책노선을 자유시장정책으로 다시 선회하는 행보를 보였다. 이 과정에서 은행의 타기업 주식소유를 허용하였고 이를 계기로 트러스트기업, 투자은행 및 금융기관을 소

98) Morck et al(2006), p.98-103 및 p.109의 설명 참조.

유하는 거대한 금융전문 기업집단이 성장할 수 있게 됐다. 이러한 금융전문 기업집단의 성장과 더불어 캐나다에서는 1985년 이후 지배가족의 피라미드 기업집단이 감소하는 경향이 나타났다. 이러한 금융기관의 역할로 1980년대에 추진됐던 캐나다의 거대공기업의 민영화는 소유분산 구조로 이어질 수 있었다. 그러나 1993년부터 집권한 민주당의 Chretien 수상 정부와 Martin 수상 정부는 Mulroney 수상과 보수당이 추진해온 정책노선을 다시 선회시켰으며, 이러한 영향으로 캐나다의 지배가족의 피라미드 기업집단 비중은 1990년대 중반부터 다시 증가하는 양상을 보여줬다.

2. 정치적 요인의 역사적 영향

(1) 조합주의 정권의 정치적 거래와 포퓰리즘 정책

1) 포퓰리즘과 정치적 거래

19세기 서구 선진사회는 자유시장원칙과 이를 보완하는 제도를 통해 기업의 성장을 유도하여 경제적으로 부강해지는 과정을 경험하게 됐다. 따라서 전술한 역사적 사례 검토과정에서 확인된 바와 같이 20세기 초까지 선진국 기업지배구조는 정도에 있어서는 차이가 소유분산이 추진되는 과정에 있었다. 이러한 역사적 흐름이 단절되고 국가별로 독특한 형태의 기업소유지배구조를 갖추게 되는 계기는 1930년대 대공황과 그 여파이다. 1930년대 대공황의 위기를 어떤 이념과 경제정책으로 극복해 갔는지 그리고 그 과정에서 어떤 포퓰리즘이 포함되어졌는지에 따라 해당 국가의 기업 소유지배구조는 변천됐다. 그리고 대공황이후 제2차 세계대전, 그리고 1960년대에 나타난 저항운동, 1970년대의 오일쇼크, 1980년대의 레이거노믹스와 대처리즘 및 1990년대의 공산국가 체제붕괴가 1930년대 대공황 이후 갈라져 나간 국가별 기업소유지배구조의 다양성을 한층 더 복잡하게 만들었다.

가. 경제사상과 포퓰리즘의 대립: 경제민주화의 모호성

자유시장주의에 대항하여 사회주의 사상이 20세기 이후 확산

되어져 서구 사회에 영향력을 형성해 나아갔다. 자유시장주의에 입각하여 성장해온 경제가 사회주의의 도전을 받고 있는 상황이었다. 국가별로 사회전반에 걸쳐 나타나는 정치적 이념이 경제원칙과 다른 형태의 제도를 양산했다. 경제민주화는 1원이 1투표권의 성격을 갖고 효율적으로 운영되는 경제체제에 1명이 1투표권을 갖는 정치적 요인이 영향력을 미치게 되는 과정이라고 설명할 수 있다. 그런데 이러한 정치적 요인이 영향을 미쳐 나타난 전혀 다른 결과에 대해 모두 경제민주화로 판단하는 이중적인 시각이 존재한다. 그러한 예로써, Morck et al(2006)은 미국식 경제민주화란 소유의 분산과정이며 캐나다에서는 1910년이후 1960년대까지 이러한 과정을 경험했다고 설명하고 있다. 그러나 정반대의 의미로서 경제민주화가 언급되기도 한다. 즉, Högfeldt(2006)은 스웨덴에서 경제민주화란 소유집중된 기업을 국익을 위한 사회적 기업으로 기능하도록 변화시키는 과정이라고 설명한다. 두 경우 모두 경제민주화가 전혀 이념과 다른 결과를 초래하고 있다.

나. 정치적 거래의 역사적 사례

포퓰리즘은 정치력과 연계되기 때문에 현실적 경제상황과 타협하는 형태로 발전하는 한계를 가질 수밖에 없다. 포퓰리즘도 사회 전반적인 지지를 받지 못하면 지속가능한 정치력을 상실하므로 포퓰리즘을 표방하는 어느 정부도 정치적 반대세력에 대한 포용정책을 동반하려 하기 때문에 현실적 해결방안을 모색하게 된다. 역사적 사실을 살펴보면, 정치적 거래와 포퓰리즘

을 쫓아 실행되지만 정치적 거래는 중앙집권화, 포퓰리즘은 주주가치를 하락시켜 기업소유지배구조를 더 악화시키는 방향으로 작용했다.

전술한 국가별 역사적 사례를 살펴보면 기업의 소유집중 과정에서 조합주의가 어떻게 경제주체들에게 이익을 부여하면서 정치력을 유지했는지를 확인할 수 있다. 전체주의 성격이 강한 정부를 가진 독일과 일본에서 정치적 거래의 승자는 개입성향이 높은 정부 자체였다. 독일의 경우 조합주의의 결과 정부, 지배주주, 노동자 및 은행이 수혜를 입은 반면, 일반 주주들의 권익은 배제됐다. 일본의 경우에는 가장 큰 수혜자는 관료였으며, 그 다음으로 전문경영자와 은행이 수혜자였다. 반면 일본의 소유구조 변화에서 주주들이 정치적 거래에서 배제됐으며 특히 기존 자이바츠의 지배가족은 적정한 보상 없이 재산을 박탈당하는 수모를 견뎌야 했다. 스웨덴의 사회민주주의 정부는 정치적 거래를 통해 지배주주에게 수혜를 주었으며 독일과 네덜란드 수준은 아니었으나 노동자에게 고용안정성이라는 혜택을 부여했다. 이 과정에서 스웨덴의 주주들은 가치훼손을 경험하고 이해관계에서 배제됐다. 캐나다에서는 1960년대 이후 진보성향의 Trudeau 수상 정부는 국유기업 및 노동자에게 수혜를 주었던 반면 외국인투자자와 독립기업의 주주와 경영자 그리고 소액주주를 배제시켰다. 이러한 거래과정으로 인해 결과적으로 이 시기동안 캐나다의 지배가족은 수혜를 입게 됐다. 미국의 포퓰리즘은 주식시장 성장을 초래한 것으로 알려져 있으나 결론적으로 최대 수혜자는 주주가 아닌 경영자였다. 미국에서는 오히

려 카네기, 밴더빌트처럼 소유지분을 적정한 가격으로 매각할 수 있었던 지배가족이 수혜의 대상이 되기도 했다. 흥미로운 사실은 미국의 포퓰리즘 과정에서는 노동자가 수혜대상이 되지 않았다는 사실이다.

다. 정치적 영향력과 글로벌화

말레이시아, 한국과 같은 아시아국가뿐 아니라 독일, 이태리 등 유럽국가에서도 영향력을 가진 지배가족이 정치적 로비력을 갖게 되는 것이 사실이다. 그러나 유독히 이러한 국가에서만 나타나는 것은 아니며 미국이나 일본처럼 소유분산된 국가에서도 경영자가 영향력을 이용하여 로비에 나서는 것 또한 사실이다. 미국의 Cargil이나 일본의 계열 기업집단의 경영자 등이 그러한 사례이다. 그리고 영국에서는 금융기관이, 미국에서는 월가의 투자기관 등이 정치적 로비력을 갖고 법제도에 영향을 미치는 사례 또한 있다.

로비력을 유효하게 만드는 이유는 국가 권력이 더 집중되고 강력한 개입력을 가질 경우이다. 따라서 이러한 로비력을 약화시키는 방향은 재산권의 보호, 규제완화, 개방화라 할 수 있다. 한국에서 개방화정책이 이뤄졌는데 더 로비력이 있는 기업집단이 살아남았다는 지적은 적절한 평가가 아니다. 외환위기 이후 대우그룹과 같이 로비력이 높았던 기업집단이 살아남지 못했던 사례가 있다. 국제화, 글로벌화는 경제주체들의 정치적 로비력을 오히려 약화시키는 방안중 하나가 된다. 그리고 역사적 사례를 통해서나 현실적으로나 개방화는 외국 특히 영미권 투자기

관의 영향력 증대를 의미한다. 주식시장이 약화, 퇴화돼있던 국가에 새로운 재원조달시장이자 정치적 영향력으로 부상했다. 이러한 외국의 투자기관의 영향력에 대해 어떻게 대항하는지가 곧 해당국가의 기업지배구조에 영향을 미쳤던 것이 역사적 사실이다.

2) 정치적 거래와 포퓰리즘 정책의 한계와 정치성향의 변화 추세

조합주의 정부는 중앙집권화된 권력을 통해 경제주체를 통제하며 자유시장주의에 의한 발전모형이 아니므로 경제주체들의 자발적 참여를 유도하는 것이 어려워 경제성장에 있어서 한계를 들어낸다. 조합주의 정권은 중앙집중화된 권력을 통해 거대기업의 소유-지배권을 보유한 소수의 자본가와 거래를 시도하며 한편으로 국민적 공감을 유발할 수 있는 포퓰리즘 정책을 입안하여 추진하려는 정책성향을 갖게 된다.

이렇게 포퓰리즘 정책이 갖는 한계로 인해 문제들이 심화되자 전통적으로 사회주의 성향이 강했던 유럽국가에서 정치성향이 변화되는 과정이 나타났다. 그리고 이러한 정치적 성향변화가 결과적으로 1990년대 이후 유럽대륙국가들의 시장개방과 주식시장발전, 시장자본화비율 증가로 연결됐다.

<표 18> 유럽 사회민주당의 우익화 추이

국가	1984	1995
호주	3.00	4.80
벨기에	2.50	4.20
덴마크	3.80	4.20
핀란드	3.00	4.40
프랑스	2.60	4.10
독일	3.30	3.80
이탈리아	3.10	3.50
네덜란드	2.60	4.20
스웨덴	2.90	4.10
영국	2.30	4.40

주: 수치가 낮을수록 좌익성향, 높을수록 우익성향 의미
출처: Roe(2000), p.579의 〈표 4〉 재인용

3) 스웨덴의 사회민주주의가 기업지배구조에 미친 사례

스웨덴에 있어서 사회민주주의는 조합주의 정신(corporatist sprit)에서 시작하여 조합주의 혁명으로 이어져 스웨덴 고유의 노동시장 모형으로 발전하는 과정을 경험하게 된다. 이러한 과정을 통해 탄생한 결과를 스웨덴 모형이라고 부른다. 사회주의 이념에 근거한 급진적인 정책을 추진하여 경제민주화(economic democracy)를 유도하였으나, 50년 넘는 기간 동안의 제도운영 결과, 사회민주당에 의해 1980년대에 선택된 정책은 아이러니하게도 보다 규제완화, 개방화, 민영화정책이라는 정 반대의 방향이었다.

가. 스웨덴 사회민주주의의 출현 배경

스웨덴 노동운동(SAP와 LO)는 독일로부터 이론적 영향을 받았지만, 추진력에 있어서는 영국노동운동의 영향을 받으면서 성

장했다. 사회민주당(Social Democrats)은 자유당(Liberal Party)과 더불어 동등한 참정권을 위한 정책에 있어서 국왕, 교회, 군인, 사회지도층 및 대농장주의 지지를 받았던 구 우파(Old Right)와의 대항에서 승리했다. 우파들은 영미식 자본주의와 가치를 업신여겼고 루터주의, 국가주의(nationalism) 및 전통주의를 위한 왕정과 사회질서를 강조했었다. 따라서 스웨덴 지배구조상의 정치적 특징은 독일처럼 구 우파(Old Right)가 1차 대전 이후 대두되지 못했다는 점으로 평가받고 있다. 1930년대 대공황으로 인한 혼돈과 사회문제를 사회민주당이 정치적 해결책으로 나섰는데, 사회민주당은 단순히 완전고용에 초점을 맞춘 정책성향뿐 아니라 평등주의적 가치(egalitarian values)를 강조하는 민주주의적 현대성(democratic modernity)으로 인해 지지됐다고 한다.[99]

나. 사회민주당의 정책아젠다

Högfeldt(2006)는 스웨덴의 사회민주당의 역사적 아젠다는 크게 세 가지로 분류된다고 설명한다.[100] 첫 번째 단계가 정치적 민주주의를 위한 투쟁이며, 두 번째가 입법 영향력을 통해 (이타주의적 복지국가를 목적으로) 사회민주주의 법제도를 제정하는 것이며, 마지막 세 번째가 경제민주화(economy democracy)를 추진하는 것이라 한다. 여기서 경제민주화란 기업이 사적 합리성에 기반하지 않고 기업과 관련된 이해관계자들과 사회를

99) Högfeldt(2006), p.574 참조.
100) Högfeldt(2006), p.538-541 참조.

위한 보다 큰 사회이익을 위해 경제적 판단을 해야 한다는 것으로 해석하고 있다. 1932년 스웨덴에 새로이 수립된 사회민주주의 정부는 사회주의가 표방하는 직접적 산업의 국유화정책을 추진하기 보다는 대신 사회주의적 이해관계자 모형을 중요시했다. 사회주의보다는 사회주의적 이해관계자 모형이 실업이나 경기변동처럼 완벽한 예측을 수행하기 어렵고 근시안적인 시장이 초래할 수 있는 문제를 합리적 경제계획을 통해 제거할 수 있다고 생각하여 더 효율적인 것으로 판단했다. 근로자들이 수용할 수 있다면 이러한 방식이 경제적 변화를 보다 신속하고 효율적으로 만들어줄 수 있다고 봤던 것이다. 즉, 사회주의적 이해관계자 모형은 공산주의적 사고방식과 경제적 효율성이 동시에 모순 없이 추구될 수 있다는 생각에서 비롯한 것이었다.

스웨덴의 이상주의 모형은 노동자들도 자본과 마찬가지로 존중되어야 한다는 점에서 비롯했으며 노동자와 자본간 대립적 관계는 노동자가 이사회에 참여하지 않아도 존중될 수 있다는 생각이 바탕이 됐다. 고용, 연금, 교육과 주택 등 기업 외의 사회적 관심도 증세와 재분배를 통한 사회민주주의 정책으로 보호받을 수 있다고 생각했다. 따라서 산업간 투자와 구조조정뿐 아니라 근로지 이동을 통해 성장과 완전고용을 달성할 수 있다는 목표를 가지고 있었다. 따라서 경제성장이 곧 임금상승뿐 아니라 사회복지 상승으로 이어질 수 있다고 믿었다.

이러한 생각으로부터 자본가는 인정하지 않는 대신 자본주의적 기업만을 고려하는 조합주의적(corporatistic) 사회비전이 스웨덴 사회에 나타난 것이었다. 기업의 자본은 기업 내에 재투자

되며 기업의 이익은 과중한 세원의 대상이 된다는 관점이었다.

다. 스웨덴 사회민주당의 인정을 받은 피라미드 구조와 차등의결권

스웨덴의 기업지배구조 모형은 사회민주주의를 추구하는 노동자세력과 자본가간 합의에 의해 형성됐다고 평가받고 있다. 사회민주당은 대기업들로부터 해외로 이주하지 않고 지속적으로 투자한다는 암묵적 보장을 받는 대신 지배가족의 소유권과 복잡한 지배권을 인정한 것이 스웨덴 모형의 배경이 됐다.

스웨덴에서는 1920년대 초에 경기침체를 경험하자 스웨덴 노동운동세력의 양대 축인 SAP와 LO가 정책방향을 안정된 고용과 고임금으로 선회하게 됐다. 노동과 자본은 자본주의 경제내 대립적인 관계에 놓여있었기 때문에 스웨덴 자본가 그룹은 사회민주주의에 대한 반감을 가지고 있었지만, 스웨덴 사회민주당 정부는 기존 사회민주주의 이념과 달리 스웨덴 자본가들의 소유권은 물론 차등의결권과 피라미드구조를 활용한 지배권도 인정하고 수용했기 때문에 정치적 지원자로 돌아서게 됐다. 자본가들은 해외로의 자본이동이나 투자거부를 실행에 옮기지 않게 됐고 노동조합과 정부가 형성한 협조적 사회에 일원으로서 참가하게 됐다. 이후 주인 없는 사회적 기업이라는 목표는 정부의 지원 속에 이해갈등 당사자인 자본가와 노동자의 협상을 통해 부분적으로 혹은 단계적으로 이뤄져 갔다.

라. 사회민주당이 자본가 가족의 소유권과 지배권을 인정한 이유

사회민주당 정부가 사회주의 이념대로 국유화를 진행시키지 않고 거대 기업집단의 지배가족 소유권과 그 지배유형인 피라미드 구조와 차등의결권을 인정한 이유에 대해 Högfeldt(2006)는 사회민주당이 실리적인 측면을 중요시했기 때문이라고 해석하고 있다. 비록 사회민주당의 이념 및 경제정책은 상장기업에 대한 실질적인 영향력이었지 사적 소유권의 폐지가 아니었다는 주장이다. 이러한 시각에서 Högfeldt(2006)는 다음과 같이 세 가지 이유를 지적했다. 첫째로 사회민주당은 상장기업이 지속적으로 투자하도록 하는 것이 정치적 목표였기 때문에 소유권 박탈보다는 투자유도에 필요한 실질적인 방식을 채택했다는 것이다. 둘째 이유로는 기존 지배가족의 영향력과 자본이 기업 내에 남아있었지만 투자에 대한 세제혜택을 부여함으로써 기업의 투자행위와 경영목표가 사적이익추구에서 사회적 목적으로 전향될 수 있다는 생각에서 비롯하였기 때문으로 풀이했다. 즉, 은행, 기업 모두 정부의 정책적 혜택지원을 받았기 때문에 기업 내 남아있는 사적 소유와 자본가의 영향력은 중요한 문제가 되지 않는다고 판단한 것으로 보는 견해이다. 실제로 스웨덴 경제 내에서 신규설립된 기업은 주식발행이 제한되어져 있으며 성장하는데 있어서 조세제도와 각종 규제의 영향을 받기 때문에 성장하는 데에도 한계가 크기 때문에 결과적으로 부의 분포가 극단적으로 넓혀지지 않게 되기 때문에 국민들 간 위화감이 커지지 않았다. 그리고 세 번째 이유로는 스웨덴 사회민주당 정부의 궁극적 목적은 스웨덴 내 거대기업의 지배권을 획득하는 것이

아니라 경제 내 자원의 재분배를 위한 개혁과 정책을 실현하고 지속적인 정치력을 지원받는데 있었기 때문이라고 지적했다. 경제민주화를 위한 급진적 정책은 이상적이었을 뿐, 대중의 지지를 받기는 어려웠다. 사회민주당은 정책적 이념 외에 수권정당으로서 그리고 행정부로서 평가받아야했기 때문에 지속적 정권유지와 이를 위해 필요한 선거전략으로서 안정적 방식의 금융개혁을 실현하는 경제운영을 선택한 것이다.

마. 시작은 소유지배권 인정이었으나 궁극적 목적은 주인 없는 사회적 기업

비록 지배가족이 상장기업의 소유자로서 존재했으나 대기업들이 기업이윤을 이용하여 지속적으로 투자하였기 때문에 장기적으로 시각의 투자와 더불어 R&D형성에 유리하다고 판단했던 것이다. 이것이 바로 사회민주당 정부가 가졌던 "자본가 없는 자본주의 기업과 함께하는 조합주의 사회(corporate society with capitalistic firms without capitalists)" 개념의 실체였다. 실제로 세제혜택과 더불어 기업의 내부자본은 지속적으로 기업으로 재투자되는 결과로 이어졌다. 이를 두고 스웨덴에서는 실질적으로 주인 없는 사회적 기업을 달성할 수 있었다고 평가하기도 했다. 주인 없는 사회적 기업의 이념은 통합된 정책에 의해 구성된 계획경제를 기반으로 하고 있다. 세제혜택정책은 기업투자를 유발하고, 가계의 저축은 사회적 목적의 연금에 맡겨지며, 연금은 주택, 시설, 교육 등 사회간접자본에 투자하는 사회를 의미한다. 혁신유발과 노동이동성을 통해 스웨덴 경제성장을 촉

진시키는 프로그램들이 정책적으로 채택, 실현되는 사회를 의미했다.

바. 스웨덴 소유지배구조에 대한 사회민주주의의 영향

스웨덴 가족지배형 피라미드 기업집단의 소유구조가 독일처럼 극단적으로 소유집중되지 않고 일정 수준 소유권과 지배권이 분리되는 양상이 나타난 것은 스웨덴의 사회민주당 정권이 지배가족의 소유권과 지배권을 인정했기 때문이다. 더구나 집권당이었던 사회민주당의 기업정책 목표는 독일 나치정권처럼 이해관계자의 이익극대화가 아닌 기업이익 극대화와 국제경쟁력 강화에 있었기 때문에 자본가가족은 허용 받은 소유와 지배권 내에서 경영활동을 수행할 수 있었다. 그러나 1970년대 경제침체로 난관에 부딪혔고 사회민주당의 정책노선이 기업 이윤과 경쟁력과 강화가 아닌 고용안정성으로 옮겨갔고 또한 소유권을 임금근로자기금으로 이전할 것을 강요당하자 지배가족을 비롯한 자본가들은 지배권을 사수하기 위해 소유지분을 증가시켜 결과적으로 1970년대 이후 스웨덴의 소유구조는 이전보다 집중화됐다. 이는 전술한 스웨덴 대기업의 소유구조변화 추세도표에서도 확인할 수 있다. 1970~1980년대의 소유구조가 1950~1960년대에 비해 현저하게 집중되는 방향으로 변화되었음을 파악할 수 있다. 이를 통해 노동운동 세력의 급진적 고용보호 정책이나 소유-지배권 약탈 정책이 기업소유구조의 집중화를 초래했다.

사. 사회주의정책과의 단절을 선언한 스웨덴 사회민주당

1980대들어 이전보다 스웨덴 경제에 대한 개입성향과 정치적 통제력을 높이는 경제민주화 정책은 난항을 거듭하게 된다. Högfeldt(2006)는 1976년 실권이후 1982년에 재집권한 사회민주당이 선택한 정책은 아이러니하게도 과거 정책의 청산과 정반대 방향 정책으로의 선회였다고 지적했다. 즉, 은행시스템의 규제완화, 자본이동에 대한 통제해제, 국유기업의 민영화, 시장경쟁 촉진정책, 주식시장의 활성화 및 외국인 소유권에 대한 제한 폐지 등 과거 역사 속에서 추진됐던 사회주의 정책을 거스르는 정책을 채택하게 됐다.

사회주의 정권이 진보주의 정책을 파기하는 사례는 스웨덴 이외에 프랑스에서도 나타나는데, 스웨덴과 프랑스 정부는 모두 중앙집권적 성향을 가져왔다는 공통점이 있다. Högfeldt(2006)는 이러한 측면에서 Rajan & Zingales(2003)가 주장했던 내부 정치권의 금융장악이라는 정치경제학적 이론에 부합된다고 볼 수도 있지만, 한편으로는 스웨덴이 갖고 있는 실용적인 포용성이 크게 작용한 것으로 본다고도 설명했다. 수십 년간 중첩적으로 쌓여져왔던 정부의존적 관계에서 벗어난다는 것은 현실적으로 매우 곤란한 과제이지만 선거에서 승리하기 위한 주요목표에 집중하여 실용성을 수용할 줄 아는 스웨덴 특유의 유연성이 작용했다는 의미이다. 그리고 그러한 정치적 승리는 다시 과거와의 단절을 의미했지만 경제 내 질서를 재편하고 경제성장을 촉진시키는 역할을 하게 됐다.

4) 미국 반트러스트정책의 결과

정부의 반트러스트 정책에 의해 거대기업이었던 Havemeyer, Rockefeller, Du Pont의 지배가족들은 소유지분을 매각해야했지만, J. P. Morgan의 존재로 Venderbilt, Carnegie, Guggenheims 등 대규모 가족기업의 대규모 주식지분을 다른 투자자들에게 적정가격으로 매각하는데 성공할 수 있었다. 미국식 포퓰리즘이 성공할 수 있었는 데에는 J. P. Morgan같은 금융중개자가 존재했기 때문이며 한편으로 독일과 네덜란드와 달리 노동자의 영향력이 낮았기 때문이다. 그러나 이러한 미국의 소유분산과정을 유도한 반트러스트 정책은 인위적으로 거대기업의 경영자를 견제할 수 있는 시스템을 붕괴시켰다는 지적을 받아왔다. Du Pont에 대한 Roe(1994)의 지적은 그러한 대표적 사례이다.

제1차 세계대전 이후 화학기업이었던 듀퐁은 장차 자사의 섬유, 페인트, 플라스틱제품을 판매할 시장으로서 판단하여 GM에 투자하면서 두 회사 간 관계가 시작됐다. 긴밀해진 관계와 더불어 1920년에는 Pierre S. du Pont이 GM 사장으로 취임했으며 이후 듀퐁은 GM의 주식 1/3을 소유하게 됐다. 두 회사는 더불어 기술적으로는 냉각수와 휘발유 가성성을 발전시켜나아갔던 한편, 듀퐁은 기업경영에 있어서는 알프레드 슬론이 생각하던 기업구조조정을 단행하도록 지원해 GM이 세계적인 기업으로 성장할 수 있도록 만들었다. 1940년대에 들어서 포퓰리스트와 진보주의자들이 GM을 해체시킬 것을 주장했으며, 대법원은 당시 한 번도 사용되지 않았던 클레이튼법 제7조를 들어 듀퐁이 GM의 주식을 소유하지 못하도록 만들었다. 수직적 거래배제

즉 듀퐁이 경쟁자가 GM에 판매하는 것을 제한할 수 있다는 이유로 듀퐁과 GM의 기업결합관계를 끊어버렸다. Becht & DeLong(2006)은 이러한 GM의 사례야 말로 Roe(1994)가 언급한 바와 같이 경영자를 견제할 수 있는 강력한 주주를 제거해버린 결과였다고 지적했다.

(2) 노동자 정책

기업 소유지배구조에 대한 노동자의 영향력은 국가별로 차이가 있지만 역사적 사례를 살펴보면 유의미한 효과를 발휘한 것으로 나타났다. 독일이나 네덜란드와 같이 직접적으로 노동자 대표가 이사회의 구성원이 됐던 사례나 스웨덴처럼 이사회구성원은 아니지만 고용안정성을 정부차원에서 강조했던 사례에서나, 혹은 1960년대 이후 노동자가 점차 강력한 정치력으로 부상했던 캐나다의 사례나 모두 노동자의 영향력과 고용보호정책은 기업의 소유지배구조에 상당한 영향을 미친 것으로 나타났다.

1) 독일의 사례

나치정부는 1937년 주주법 개정을 통해 노동자 대표가 감독이사회 구성원으로 참석하도록 규정하면서 1주 1의결권 원칙에 어긋나는 제도를 도입했다. 이러한 조치는 결과적으로 노동자의 경영참여는 소유권 분산을 억제시키는 역할을 수행하게 됐다. 이에 대항하기 위해 대주주는 지분을 매각하지 않고 일정지분을 유지하면서 지배권을 보호함으로써 경영자에 대한 노동자의 영향력을 차단하는 한편, 감독자인 은행이 채권자로서의 영향력 남용 가능성을 견제하는 역할도 수행해야만 했다. De Jong & Roell(2006)은 네덜란드에서도 1970년 개혁으로 인해 노동자가 경영참여하기 시작했고 독일처럼 노동자 지배권이 강화됐다고 설명했다.[101] 이런 정책을 가리켜 네덜란드의 Structured

101) De Jong & Roell(2006) p.472-474 및 p.488-489 참조.

Regime이라고 일컬었는데, 이로 인해 네덜란드에서는 방만한 경영자의 보호가 오히려 더 심각해졌다고 지적했다.

Roe(2000)는 노동자가 참여한 감독이사회를 통해 독일의 지배구조시스템이 운영됐다고 여겨지고 있지만, 실제로는 노동자 참여 감독이사회의 영향은 낮았다고 평가절하 했다. 1년에 2번 정규적으로 모였던 감독이사회는 형식적이었고 보고서도 반년별로 작성됐기에 기업경영에 대한 적절한 감독기능을 하기는 어려웠을 것으로 평가한 것이다. 즉, 감독이사회는 형식적 기구로서 감시자로서의 영향력은 낮았을 것으로 지적한 것이다. 대신 오히려 대주주들의 경우 경영진에 직접 참여해 있었기 때문에 많은 정보를 경험하면서 중요 경영결정에 참여할 수 있었고, 대주주가 경영진이 아니었어도 비정규적으로 경영진과 면담하면서 기업의 중요한 의사결정을 지시했을 것으로 판단했다. 따라서 대주주의 경영감시 역할이 오히려 더 중요했으며, 대주주들은 경영진과의 논의된 정보들을 감독이사회에 참여한 노동자 대표와 공유하는 것을 선호하지 않았을 것으로 해석했다.[102] 이러한 사실은 실증분석으로도 확인됐다. Becht, Bolton, and Roell(2003), Benelli, Loderer, and Lys(1987), 및 Baums and Frick(1999) 등은 노동자의 감독이사회 참여 및 공동결정제의 영향력은 유의미하지 못했다는 결과를 보여줬다.[103]

Roe(2000)는 대주주가 자신의 주식을 팔고 나가려해도 주식시장에서는 적절한 감시자였던 대주주가 물러나고 집중됐던 주

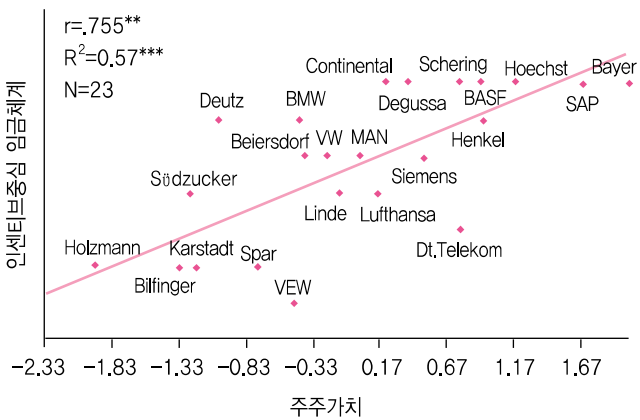
102) Roe(2000), p.548 참조
103) Fohlin(2006), p.264 참조.

식이 분산 매각된다면 이후 기업가치가 감소할 것으로 평가하기 때문에, 대주주가 생각하는 주식가치보다 주식시장에서 구매하려는 가격은 낮아 거래가 성사되기 어려울 것이라고 설명했다. 이를 극복하기 위해 법제도를 개선해 감독이사회의 권한을 강화하여 주주권 보호를 높이는데 성공한다면, 대주주의 주식지분은 시장에서 대주주가 고려하는 가격에 부합될 수 있어 대주주의 매각은 성공할 수 있다. 그러나 Roe(2000)는 그러한 감독이사회 감시기능의 증가를 통해 향상된 대주주 주식지분의 시장가치분은 고스란히 노동자의 몫으로 돌아갈 것이라고 우려했다. 이는 실증적으로 확인됐는데, FitzRoy & Kraft(1993)는 1976년 공동결정법(Codetermination Act)에 의해 1/3이었던 감독이사회 내 노동자 대표의 비중이 1/2로 증가되자 기업가치가 10~12% 감소됐다고 보고한 바 있다.

따라서 Roe(2000)는 독일에서 대주주는 기업가치가 떨어지지 않게 하기 위해 감시비용을 지불할 수 없는 주식시장에는 매각하지 않으며 따라서 자신의 주식을 물려받을 수 있는 후계자에게 양도하거나 혹은 대주주 지분을 고스란히 인수할 수 있는 주주들을 찾게 된다고 언급했다. 실제로 Franks & Myaer(1999)는 독일의 경우 그러한 대규모 지분의 매매가 일상적으로 일어나고 있다고 지적하고 있다. 따라서 Roe(2000)는 주식의 발행이 주식분산으로 인해 곧 기업가치를 약화시킬 수 있어 주식시장이 발달하지 못했던 원인으로 남게 됐다고 평가했다. 즉, 독일식 사회민주주의가 이해관계자 모형으로 기업지배구조를 장악하게 됐기 때문에 기업은 공개하기보다는 개인소유의 형태로

남아있으며 이를 통해 노동자 요구사항에 대항해야하는 비용을 내재화 시키고 있다고 평가했다. 이 때문에 이해관계자로 구성된 감독이사회로 대표되는 사회민주주의가 기업상장에는 매우 부정적인 역할을 수행하고 있다고 지적했다.[104] 따라서 독일에서 노동자의 경영참여에 대응하기 위해 지배권을 잃지 않는 것이 중요해졌으며 따라서 지분증대, 소유의 집중, 상장폐지, 주식회사의 유한회사로의 전환 등이 나타나게 됐다. 소유가 분산되면 기업이 노동자를 포함한 사회적 이해관계를 해소하는 도구로서 영향을 받게 될 가능성이 높아지므로 소유집중화가 이뤄졌다.

<그림 17> 주주가치와 종업원의 임금 유인 체계 간 관계



원자료: Date bank of the 100 largest German companies, MPIfG.
출처: Jeckson et al(2005), p.109 [그림 4.3] 인용

104) Roe(2000), p.550 참조.

2) 스웨덴 사례

가. 스웨덴 노동시장 모형 및 그 결과

스웨덴 노동운동단체인 LO는 Rehn & Meidner 모형을 근간으로 하는 노동시장정책을 제시했다. 이 정책은 인플레이션 없이 완전고용을 유지하기 위해 자원과 고용의 재배치를 통해 성장가능성이 높은 산업의 생산성을 향상시킨다는 취지의 것이었다. 이 정책에 따라 국제경쟁력이 높은 수출부문의 임금수준을 억제시켜 임금차별을 배제시키는 연대임금정책이 실시됐다. 또한 생산성이 낮은 산업의 기업을 신속히 폐쇄시키는 한편, 경쟁력을 갖춘 산업의 기업들이 자본집약도를 높이는 방향으로 투자하도록 정책을 추진했다. 요약하여 설명하자면, Rehn & Meidner 모형은 높은 생산성을 갖춘 기업이 고이윤을 생성하도록 유도하는 동시에 상대적으로 해당기업의 근로자에게는 성과에 비해 낮은 임금을 지불하는 체제였다. 이러한 체제는 노동자들에게 직장이동(근로지 이동)에 따른 소득손실과 소요비용을 보상해주는 노동시장정책을 통해 과도한 인플레이션 압력 없이 경제내 동태적 효율성을 유도하는 것이었다. 이러한 체제에서 정부의 역할은 근로자의 이동성을 제고시키기 위해 지원하고 보조하는 것이었다. 이러한 노동시장정책은 국제 경쟁력, 높은 경제성장율 및 고임금을 유지하기 위해 구조조정을 지속적으로 활성화시키도록 하는 평등주의의 야심작으로 평가받았다.

그러나 높은 근로자 이동성으로 인해 나타나는 부정적 효과들 즉, 지역 내 실업, 지역경제 발전과 실업 간 이질성, 대기업 공장이 있는 지역으로 편중된 직장 등의 문제로 인해 1970년대

에 이르러서는 노동시장정책의 사회적 운영비용이 감당하기 어려운 수준으로 증가되어 버렸다. 더구나 1970년대에는 국제경쟁이 보다 치열해지면서 스웨덴 내 전반적 실업률이 상승했기 때문에, 이후 스웨덴의 노동시장정책은 근로자의 이동성을 강조하기 보다는 고용안정성을 강조하는 방향으로 선회하게 됐다.

나. 스웨덴 노동시장모형의 급진적 변화

스웨덴 노동시장정책이 초래한 문제에 대해 사회민주당과 노동운동단체 LO의 반발도 거세졌다. 이들 단체들은 소득과 고용기회의 재배분 및 국제적으로 최고세율을 적용하도록 하는 급진적 평등주의 정책을 제안하기에 이르렀다. 즉, 소득의 절반이상을 세금으로 납부하는 대신 가계, 특히 자녀, 학생, 연금생활자들은 상당한 수준의 직접적 보상을 받으며 또한 소비시 간접적인 보조도 받도록 하는 정책이었다. 1975년 Olof Palme 총리는 경제민주화란 이름으로 해당 정책을 추진했으나, 1970년대 오일쇼크이후 국제 경제상황의 악화에 직면해 있었으며 국제경제질서는 브래튼우드체제의 붕괴이후 자유시장체제로 변화되고 있었기 때문에 스웨덴의 선택은 자국 경제를 더욱 악화시키는 결과를 초래했다.

노동시장에 정부가 개입하지 않겠다는 기본원칙은 LO의 요구로 인해 도입된 1974년 고용안정법(LAS)으로 인해 포기됐다. 스웨덴의 고용안정법은 노동자에게 정교한 고용보호장치를 제공해줬고 해고 시 나중에 취업한 자를 우선으로 해고하는 LIFO(last in - first out)규정을 포함하고 있었다. LIFO규정은 안

정적 근로여건을 위해 제안된 것이었지만 실제 노동숙련도와 성취도에 관계없이 장기근로자에게 유리한 조항이었기 때문에 노동의 수요공급간 불일치 비용을 증대시켰고 노사 양측의 불만요인이 됐으며 노동자들을 개별기업에 예속하도록 하여 근로자이동성이 감소하는 원인이 됐다. 또한 고용안정법은 소규모 기업에게는 거대한 비용상승 요인으로 작용하였기 때문에 1997년에 이르러 보다 유연성을 갖춘 규정으로 바뀌게 된다. 한편, 1976년 공동결정법(Codetermination Act)에 의해 노동자 대표가 이사회의 구성원으로 참여하게 됐다.

다. 노동운동세력의 기업지배권 양수

이상과 같이 1970년대에 이르러 근로자 이동성에 기반한 스웨덴 전통의 노동시장정책(Rehn & Meidner 모형)이 실패한 사실을 확인하게 되자, 사회민주당 정부는 후속으로 장기적 고용안정성을 보장하는 고용안정법을 도입했지만, 이 또한 노동시장의 불균형을 야기하는 문제를 초래했다. 이로 인해 사회민주당은 1976년에 실권하게 됐다. 1932년 집권이후 44년만의 일이었다. 그러나 이러한 실정에도 불구하고 스웨덴의 사회민주당과 노동단체들은 1970년대에 들어서면서 보다 급진적인 정책을 제안하게 된다.

1970년대에 들어서서 스웨덴 기업지배구조에 심각한 영향을 미친 정책은 1938년 협정 이후 암묵적으로 인정해왔던 자본가의 소유권과 지배권을 처음으로 침해하는 제안이었다. 1976년 노동조합단체 LO는 Ernst Wigforss가 제안한 “주인 없는 사회적

기업(social firm without owners)"을 기치로 하는 급진적 정책을 제안하게 된다. 즉, 50인 이상의 종업원을 가진 기업들은 소유권을 임금근로자기금(wage-earner funds)에 단계적으로 양도하도록 하며, 노조와 기업의 이해관계자들이 이 기금을 운영하며 의결권을 행사한다는 것이었다. 실제로 기업의 연간 이익의 20%에 해당하는 주식이 기금으로 양도돼야 한다고 제안됐다. 이에 따르면 기업이윤이 높을수록 지배권의 양도가 빨라지는 현상이 나타난다.[105]

이론적으로 보면 기금의 자본은 기업 내에 잔존해 있으며 외부로 유출되지 않는다. 따라서 노동시장규정과 더불어 임금근로자기금은 자본과 노동자를 기업 내에 고정시키는 결과를 초래한다.

이러한 임금근로자기금 제안은 사회민주당의 지도부의 지지를 받았으며 노조단체들을 결속시키는 촉매제로 작용했다. 1976년 실권이후 1982년 재집권에 성공한 사회민주당은 처음 제안됐던 사안을 완화하여 수용하는 수준의 법제도를 1984년에 입법화시키기에 이르렀다. 그러나 이러한 급진적 정책은 1992년 집권한 중도우파정부에 의해 폐기됐으며 이후 사회민주당이 재집권한 기간동안에도 재도입되지는 않았다.

라. 기업지배구조에 대한 스웨덴 노동정책의 영향 평가

Högfeldt(2006)는 1970년대 이전까지의 스웨덴 노동시장정책은 기업의 이익극대화에 초점이 맞춰진 정책이었기 때문에 노

105) 한 예로 기업이익의 10%를 매년 기금에 양도할 경우 기금이 지배권을 행사할 수 있는 지분을 확보하기 까지 35년이 소요되는 것으로 예측됐다.

동운동세력이 기업가치 극대화의 장애요인이 되지는 않았다고 주장했다.[106] 즉, 스웨덴의 전통적 노동시장모형은 높은 기업이익과 이를 기반으로 하는 재투자였기 때문에 유럽대륙의 노동조합이 주장했던 고용안정성 등 이해관계자 중심개념과 달리 자본가가 추구하는 기업가치 극대화 개념과 상충되지 않았다는 설명이다. 특히 1970년대 이전까지 스웨덴 기업 이사회에는 노동자대표가 참석하지 않았기 때문에 노조가 개별 기업의 경영활동에 감독·개입할 여지는 낮았다. 즉 1970년 이전까지의 노동시장정책을 검토해보면 Högfeldt(2006)의 주장은 설득력을 갖는다. 그러나 1970년대 이전이라고 해도 노동운동 세력은 완전고용과 같은 정치적 목표를 통해 기업경영활동에 간접적으로 영향을 미쳤기 때문에 이러한 영향에 대항하기 위해 자본가들이 소유지분을 확보하도록 만들었을 개연성이 높다.

그리고 1970년 이후 추진된 고용안정성 우선적 정책, 노동자대표의 이사회 참여, 임금근로자기금 등은 노동운동세력이 기업지배구조에 심각한 영향을 미치게 된 조치였다. 고용안정성 정책은 기업목표를 기업가치의 극대화가 아닌 이해관계자 이익극대화로 전환시키는 효과를 가졌으며, 노동자대표의 이사회 참여는 기업경영판단에 노동자의 의견이 개입될 상황으로 변화시키는 것이었기 때문이다. 그리고 임금근로자기금은 아예 기업의 소유주를 주주에서 근로자로 변환시키는 조치였기 때문이다.

전술한 스웨덴 대기업의 소유구조변화 추세도표를 살펴보면 1970~1980년대의 소유구조가 1950~960년대에 비해 현저하게

106) Högfeldt(2006), p.552-553 및 각주 19번 참조.

집중되는 방향으로 변화되었음을 파악할 수 있다. 이를 통해 노동운동 세력의 급진적 고용보호 정책이나 소유-지배권 약탈 정책이 기업소유구조의 집중화를 초래한다는 사실을 확인할 수 있다.

3) 캐나다의 사례

캐나다의 노동운동과 관련된 역사적 사례는 Roe(2000)의 주장과 반드시 일치하지는 않고 있다. 캐나다에서는 2차대전을 전후하여 King수상이 이끄는 자유당이 집권하고 있었으나, 급진적 사회주의자의 연합체인 CCF(Cooperative Commonwealth Federation)가 발족되었으며 이들의 세력이 상당한 정치적 압력으로 부상하자 King 정부는 노조의 결성을 인정하고 단체행동권을 허용하는 등 노동자의 권한을 증진시키는 정책을 도입했었다. 그러나 2차대전 이후 자유시장주의적 정책이 표방되면서 노동운동 세력은 약화된 채 유지되고 있었다. 그러나 1945년에 법원이 노조원 여부에 관계없이 모든 노동자들은 노동조합비를 지급해야 한다는 판결을 내림으로써 노동조합이 법률전문가, 로비스트 및 홍보전문가를 고용할 수 있는 재원을 마련할 수 있게 됐다. 1961년부터는 급진적 사회주의자의 연합체인 CCF가 NDP(New Democratic Party)로 개명하면서 정치적 영향력을 높여갔다. NDP는 소수정당이었던 자유당 정부를 지원하는 한편, 1960년대에는 불법파업을 주도하면서 사회적 영향력도 높여 나아갔다. 1960년대까지 고조됐던 노동자운동은 1970년대 말에 들어서면서 시민들의 공감을 얻기 어려워졌으며

1980년대에는 노조이탈자가 증가됐다. 노조가 결성된 기업과 산업은 규모가 축소되거나 파산하였고 신규기업과 산업들은 노조를 회피하기위한 별도 방안을 도입하고 있었다. 그러나 공기업의 경우 노조의 영향력은 보다 막강해져 있었으며 조합원 비율도 증가경향을 나타냈다. 그리고 일부지역에서 노조의 영향력은 유지되고 있었고 지방정부가 노동자를 보호하는 법제도를 강화하고 있었다.

이러한 사실에 입각하여 비교해보면 캐나다에서 노동자 운동과 영향력이 강력해진 1960년대 이후 분산소유된 단독기업의 비중이 감소하고 가족지배형 피라미드 기업집단 비중이 증가한 사실로부터 Roe(2000)의 주장이 지지된다고 볼 수 있다. 그러나 반면에 2차 대전을 거쳐 노동자들은 노조의 결성과 단체협상이 허용되기 시작됐고 점차적으로 1960년대까지 영향력을 증대해 나아갔던 사실과 비교해보면 이 시기에 지배가족형 기업집단이 감소했던 사실과 반대된 결과를 보여준다. 이러한 점에서 Morck et al (2006)은 노동자의 영향력과 소유구조 간 관계는 일부 설득력이 있지만 완전한 것은 아니다라고 그 설명력의 한계를 지적하고 있다.[107]

그러나 캐나다의 사례는 노동자 세력이 증가하는 단계와 정치적 영향력을 완전히 확보하고 기존 정치기구를 통해 법규제를 제정할 능력 있는 정치단체로 성장한 이후와의 차이를 간과한 것으로 보인다. 캐나다에서 1950년대 이전 노동운동은 대공황과 2차 세계대전 기간 동안 발단되어 성장했으나 2차 대전

107) Morck et al(2006), p.117-120 참조.

이후 추진된 자유시장주의 정책에서 도외시되고 있었다. 캐나다에서 본격적인 노동자 운동이 격화되었던 것은 1950년대 이후이며 70,80년대를 거치면서 공공부문과 퀘백 등 일부지역에서 그 세력이 아직도 유지되고 있다. 따라서 1950년대 이전까지 노동자 운동세력의 성장과정은 자유시장주의에 의해 제약되고 있었기 때문에 기업집단 소유지배구조에 대한 영향력이 상대적으로 미약했다고 판명된다.

제Ⅴ장 한국에 대한 시사점

본 장에서는 기업소유구조에 대한 역사적 영향요인을 분석한 결과를 종합하여 정리하고 이를 통해 한국에 대한 시사점을 도출하고자 한다. 먼저 제1절에서는 분석결과로부터 영향요인들 간 영향력에 차이에 대해 정리하였다. 그리고 기존 문헌에서 영향력이 있다고 알려져 있었지만 역사적 검토를 통해 영향력 측면에서 차이가 나타난 원인이 어디에 있는지에 대해 설명하도록 하겠다. 이러한 설명을 위해 요인 간 내생성 및 요인의 영향력에 대해 역사적 사실과 연계하여 포함시켰다. 제2절에서는 영향요인의 영향력 차이와 그 원인을 바탕으로 한국에 대해 시사하는 과제들을 도출했다.

1. 분석결과의 주요 유의사항

(1) 영향요인의 중요도

본 연구는 제4장에서 선진국 기업지배구조상 소유구조를 역사상 변화시킨 주요 요인에 대해 검토하였다. 이를 위해 산업자본과 금융자본과의 관계, 외국인투자규제, 경영권 위협과 방어제도, 조세제도와 주주권 보호제도, 경쟁정책, 대중영합주의 및 노동운동이 미치는 영향력에 대해 살펴봤다. 그 결과를 여기서 종합하자면 실질적으로 소유구조에 미치는 영향력이 가장 낮은 것으로 평가된 요인은 주주권 보호를 위한 법규정이었다. 이는 역사적 변화과정을 검토할 때 LLSV식 법률기원설의 설득력이 미약하였다는 점이 입증된 것이다.[108] 주주권 보호제도와 더불어 역사적 검증을 통해 지배구조에 대한 영향력이 낮은 것으로 나타난 것은 이중과세를 초래하는 배당세제였다. 배당세제의 영향력은 다양한 국가의 역사적 사례를 통해 그 영향력이 유의하지 않다는 다수의 증거가 나타났다.

한편, 국민의 정치적 성향이나 노조의 사회주의 운동의 경우 소유구조에 미치는 영향은 일정부분 인정됐다. 좌파적 정치성향을 가진 국가의 기업지배구조는 집중된 소유구조 형태로 진화했으며 이를 통해 지배주주는 정치권과 사회에 대한 접속창구를 일원화시켰다.[109] 또한 독일과 스웨덴의 경우 노동자의 영

108) 즉, 역사적 사례는 Roe(2006)의 주장을 지지했다.
109) 그렇게 강제적으로 추진된 지배구조의 변화는 기업 수의 급감을 가져온 것도 사실이다.

향력이 증대될수록 지배주주는 주주로서 이러한 영향력을 견제하기 위해 소유권을 집중시키는 경향을 나타냈다. 그러나 캐나다의 경우 제2차 대전 이후 노동자의 영향력이 증대되어져 1960년대 최고조에 이르렀으나 이 기간 동안은 캐나다 지배구조 역사상 가족 지배형 피라미드 기업집단이 급속히 감소하던 시기였기 때문에 노동자의 영향력에 대한 회의적 반증으로 나타나 노조의 영향력은 한계적일 수 있음을 시사했다.

역사적 과정에서 지배구조에 가장 현저한 영향을 미치는 요인은 각국 정부정책의 철학, 즉 자유시장주의와 개방정책, 그리고 경쟁정책인 것으로 나타났다. 개입성향을 자제하고 자유시장경제를 위한 정책을 추진한 정부기간동안에는 집중된 소유구조가 완화되는 현상이 현저하게 나타났다. 캐나다에서는 2차 대전 이후 사회민주주의를 표방하는 자유당의 King수상이 추진했던 정책은 실제로는 시장경제에 입각한 자유주의적 정책과 개방정책이었는데, 이 기간 동안 캐나다 내 가족 지배형 기업집단의 비중은 급속히 감소하는 현상을 보여줬다. 이는 정부가 표면적으로 표방하는 정치적 노선은 연관성이 낮으며 오히려 추진하는 실질적 정책이 중요한 영향요인이라는 사실을 시사해줬다. 이러한 자유시장주의와 개방정책, 경쟁정책이 동시에 추진될 경우 해당 기간 국내 금융시장과 자본시장이 성장할 수 있는 기회를 부여하여 소유구조의 분산을 유도하게 됐던 것이다.

따라서 종합해 보면 기업소유구조상 가장 중요한 역사적 영향요인은 정부의 정책철학이 자유시장경제에 입각하고 있는지 여부 및 개방정책과 경쟁정책에 대한 의지라고 할 수 있다. 이는 정부정책이 국민성향과 노동운동으로 얼마나 독립적으로 추

진될 수 있는지와도 관련된다고 할 수 있다. 전술한 바와 같이 캐나다에서는 2차 대전 이후 사회민주주의를 표방하는 King수상의 집권기간 동안 노조의 활동이 강화됐지만 이 기간 동안 실제로는 자유시장정책이 추진되어져 소유집중 기업집단이 감소되는 현상이 나타나게 됐던 것이다. 그러므로 기업지배구조에 대한 변화를 요구하는 정책은 자유시장주의의 관점에서 접근하는 것이 우선되어져야 한다는 사실을 우선시해야 할 것이다.[110]

(2) 영향요인의 내생적 관계

전술한 바와 같이 소유구조에 대한 영향요인 간에는 중요도에서 차이가 발생하는데 그러한 원인에 대해 역사적 경험을 토대로 살펴봐야 할 필요가 있다. 이러한 중요도의 차이는 기업소유구조에 영향을 미치는 요인들 간에 존재하는 상호 연관성, 즉 내생성을 고려함으로써 그 인과관계를 도출할 수 있다.

1) 자본가, 은행 및 자본시장의 내생적 관계와 정부정책

먼저, 기업의 금융재원이 되는 자본가, 은행 및 자본시장간 관계에 대해 고려해보자. 영국과 미국처럼 은행의 발전이 제한적이었던 국가에서 기업의 투자재원을 지원하는 기구로서 자본

110) 이러한 사실에서 주주권 보호제도나 조세제도는 그 자체로서 중요한 정책요인이라기보다는 여타의 요인이 함께 존재한다는 전제하에서 영향력을 발휘할 수 있어 필요조건적 요인으로 보기 어렵다. 대신 경제개방, 글로벌금융, 규제완화, 자유시장주의, 정부의 투명성확보 등의 필수 전제조건이 확립되어질 경우 영향력을 발휘할 수 있는 요건에 해당한다고 판단된다.

시장이 상대적으로 발전한 반면, 대형은행이 존재하는 환경의 국가에서는 자본시장보다 은행의 재원조달자로서의 역할이 상대적으로 중요했다. 이러한 차이가 국가별로 존재하기는 했지만, 20세기 초의 영미국가와 유럽대륙국가의 자본시장 규모를 비교해보면 결코 유럽국가들에서 절대로 적은 규모는 아니었다.

국가별 금융자본시장의 성장과 더불어 당시 은행은 기업소유구조에 대해 양면적인 역할을 수행하고 있었다. 자본가인 지배주주와 은행, 자본시장은 금융재원으로서 각기 공조와 견제의 대상자였는데, 은행은 지배주주에 대한 견제자로서 기업경영을 감시하면서 주주에 대항하여 경영자를 지원하는 역할도 수행했다. 이러한 역할이 긍정적 효과를 발휘한 경우에는 경영프리미엄을 감소시켜 소유분산을 유도하는 결과로 이어졌다. 스웨덴의 사례에서처럼 결론적으로 은행의 역할이 자본시장을 발전시키는 순기능으로 연결되었다. 반면에 은행이 기업지배구조에 대해 과도한 영향력을 행사할 경우 기업의 경영방향이 은행을 위한 채권극대화로 바뀌며 주주는 은행의 영향력을 견제하기 위해 소유지분을 증대시키게 됐다. 결과적으로 기업의 소유집중 현상이 발생하고 상장기업이 감소하여 은행이 갖고 있던 자본시장에 대한 순기능이 감소하게 된다. 즉, 은행의 역할은 양면적인 특성을 가졌다.

주어진 환경에서 주주의 주식소유형태, 은행의 역할, 자본시장은 각기 균형을 유지하고 있었으며, 그러한 균형점의 차이는 20세기초 영미국가와 유럽대륙국가 간 차이로 나타나있었다. 그런데 이러한 균형은 종종 은행에 대한 정부정책으로 와해되어

졌다. 미국의 경우 정부정책은 은행의 역할을 더욱 약화시키는 방향으로 추진된 반면, 독일과 일본에서는 경제위기인 대공황이후 은행에 대한 정부의 역할강화 정책이 추진됐다. 2차 대전 이후 대주주가 사라진 일본경제에서 은행은 지배주주의 견제 없이 영향력을 행사할 수 있는 존재로서 자본시장의 발전을 저해하는 역할이 좀 더 강했다. 양면적 역할을 수행하던 은행에 대해 정부가 기업에 대한 영향력을 제도적으로 강화시켜 줄 경우 자본시장 발전에 대한 부정적 역할기능이 강화됐다. 이는 전술한 바와 같이 독일과 일본의 사례에서 찾아볼 수 있다.

그러나 은행의 역할 강화정책이 자본시장의 성장 악화의 필수조건이 되는 것은 아니었다. 정부는 세제상의 공제혜택을 통해 기업내부이익을 투자재원으로 활용하도록 정책을 추진할 경우 은행의 역할에 관계없이 자본시장의 역할은 축소되어진다. 대공항 이후 자본시장이 발전하지 못한 스웨덴에서는 세제상의 수혜로 내부이익을 투자재원으로 활용하는 재무경영 성향이 현저해졌던 것이 그러한 사례로 설명할 수 있다.

종합적으로 설명하자면 투자재원으로서 기업내부금융, 자본시장, 은행은 상호 유기적 관계를 가지면서 국가별로 주어진 환경에 따라 균형을 형성·유지하고 있었는데, 여기에 정부정책이 도입되면서 내생적으로 유지되던 기존 균형이 깨지고 새로운 형태로 전환됐다. 중요한 사실은 정부가 정책적으로 은행의 역할을 증대시켰지만 그 영향이 자본시장의 성장으로 이어지지 않았고 오히려 자본시장의 역할을 약화시키는 방향으로 작용하였다는 점이다. 이러한 점에서 은행에 대한 정부의 개입정책은

자본시장 성장에 부정적인 관계를 가지고 있으며 결과적으로는 소유구조의 집중화에도 영향을 미치는 요인이 될 수 있음을 알 수 있다.

2) 주주권 보호와 경영권 보호

주주권의 보호는 투자자의 투자실패를 방지하기 위해 중요한 요소로서 자본시장 형성에 중요한 요인이 된다. 그런데, 경제가 급성장하고 자본시장이 활황기인 국가에서 주식투자의 실패는 상대적 이익규모에서 차이가 발생하지만 투자자들 모두에게 손해가 발생하는 것은 아니다. 투자자 간 수익의 차이는 지속되지만 주주의 투자확대도 유지되어 자본시장의 활황은 계속될 수 있다. 그러나 경기침체 시에는 주주들 대부분의 손실이 현실화되면서 주주권 보호가 정치적으로 중요한 요인으로서 주목받게 된다. 대공황이후 주주권 보호장치가 급증한 독일의 경우가 그러한 사례이다.

한편, 지배주주는 경영권에 대한 보장이 없으면 기업의 성장이나 상장에 대해 회의적이 된다. 성장하는 기업도 상장하는 기업도 없으면 역설적으로 주식시장은 성장하기 어려워진다. 이 때문에 경제성장기에 국민과 정부는 경영권 보호를 인정하려하거나 혹은 그 관심이 감소하지만, 경기침체 시에는 주주가치의 하락원인을 과도한 경영권 보호로 공격하는 성향이 증가한다. 따라서 역사적 경험을 살펴보면 주주권보호와 경영권 보호는 경기변동과 더불어 지속적인 논쟁이 되어 왔음을 알 수 있다. 주주권 보호정책은 자본시장의 중요성을 인지하고 이를 활성화

시키기 위한 정책에서 비롯해야 실질적인 효과를 가지나, 정치적으로 자본시장보다 은행의 역할강화 등 다른 정치적 목적을 중요시 하는 정부에서 주주권 보호는 실효성이 약할 수밖에 없다. 독일 나치정부의 주주권 보호 제도가 그러한 사례이며, 이 때문에 주주권보호는 독일 자본시장의 성장이나 독일 기업소유구조의 분산을 유도하지 못했다.

3) 미약한 이중과세 영향의 원인

배당은 자본시장이 발전한 국가에서 기업이 우수한 경영성과를 주주에게 보여 줄 수 있는 지표인데, 자본시장이 발전하지 않은 국가에서 주주의 영향력은 상대적으로 약하다. 따라서 전술한 바와 같이 자본시장이 발전하지 않은 국가에서 기업은 재원조달을 은행차입에 의존하거나 혹은 기업이익으로 다른 기업에 출자하는 형태로 운영한다. 즉, 이러한 국가에서 기업은 배당보다 내부유보금을 투자에 더 활용하는 형식으로 발전하게 된다. 따라서 배당에 대한 과세 같은 조세정책은 기업구조를 전환시킬만한 유인이 되지 못하게 된다. 자본시장이 발전한 국가에서는 배당에 대한 이중과세가 부과되면 기업은 자사주 소각 등의 방식으로 우회적으로 주주가치를 증대시키는 기법을 활용하게 되며 이를 방지하기 위해 정부는 다시 조정하는 과세를 부과하게 된다. 미국의 유보금에 대한 과세가 그러한 사례이다.

자본시장이 발전한 국가에서는 금융재원을 자본시장에서 직접 조달하는 비용이 낮아지기 때문에 이익금으로 출자하는 형태가 아니라 자본증자를 통해 사업부형태로 인수하는 것이 가능해

진다. 여기에 경영권프리미엄도 적어 소유분산이 이뤄지는 것이지 배당금에 대한 이중과세가 중요한 유인이 되지는 못한다.

4) 경쟁정책과 글로벌화 vs 사민주의와 노동자 권한

한 국가의 사회적 안정성은 표면적으로는 기업소유구조와 무관해 보이지만 국민의 정치성향과 정부정책이라는 경로를 통해 영향을 미치게 된다. 대공황 같은 경기침체는 사회적 안정을 위협하는 요인이며 국민의 정치성향을 변화시킨다. 국민들은 경기침체의 극복방안으로서 정치적으로 사민주의를 선택하고 노동권을 강화하는 정책을 선택하게 된다. 그리고 어느 수준의 사회주의 성향과 노동자 영향력 강화를 선택하는지에 따라 투자자와 기업소유구조에 영향을 미치게 된다. 캐나다의 경우 경기침체에도 불구하고 대공황과 2차 세계대전 이후 경제성장정책과 글로벌화를 추진하였기 때문에 오히려 주주권보호가 미약한 수준이었음에도 불구하고 자본시장의 성장을 가져왔으며 가족지배형 피라미드 기업집단을 감소시키는 결과를 가져왔다.

(3) 소유지배구조 유형별 문제점 및 한국과의 비교

Roe(2000)는 지배구조상의 메카니즘이 제대로 작동하기 위해 필요한 중요 견제장치들이 있는데 적대적 인수, 좋은 이사회, 대규모 지분 보유자 및 경쟁정책이라고 설명하고 있다.[111] 이러한 요소들은 기업지배구조상 최상의 조합이라고 설명할 수

111) Roe(2000) 및 Fohlin(2006), p.265 참조.

있는데, 이러한 조합을 국가별로 추구하기 위한 정책노력도 역사적으로 나타난 바 있었으나, 의도와 달리 역사상 정치적 과정을 거치면서 변형된 과정을 경험하게 되었고 이에 따라 국가별 지배구조 유형은 고유의 문제점을 내포하게 됐다.

1) 산업 고령화와 역동성 부족을 초래하는 독일·스웨덴 모형

독일이나 스웨덴 모형을 살펴보면 산업구조의 변화가 미미하게 나타난다는 사실을 파악할 수 있다. 즉, 산업의 고령화가 심각해지고 있으며, 산업구조의 역동성이 부족해졌다는 문제가 제기되고 있다. 이러한 현상은 특히 스웨덴경제에서 현저하게 나타나는 문제이다.[112] Högfeldt(2006)는 스웨덴의 지배구조 모형이 초래한 문제에 대해 다음과 같이 세 가지 주요 문제를 지적하고 있다. 즉, 첫 번째 문제는 스웨덴의 산업구조가 고정화되어 있어 기업 간 순위에 변동이 약한 경제구조를 형성하게 됐다는 점이고, 두 번째 문제는 지배권유지 목적으로 소유-지배 괴리가 발생하여 기본 자본이 감소되고 대리인비용과 비효율성이 증가되고 있다는 것이다. 셋째로는 스웨덴 기업집단의 지배구조는 지배력 확보를 목적으로 하기 때문에 주식시장을 통한 자본조달이 낮아져 거대화될 수 있는 기업이 소수에 머물게 된다는 것이다.

여기서 Högfeldt(2006)가 지적하는 두 번째와 세 번째 문제는 한국 기업지배구조에서 항상 지적돼온 사항이므로 여기서는 첫

112) Högfeldt(2006), pp.559-570 및 p.575 참조.

번째로 지적된 문제점에 대해 한국의 지배구조에서 나타나는 현상과 대비하여 비교해보도록 하자. Högfeldt(2006)가 지적하는 스웨덴의 지배구조 모형 첫 번째 문제는 산업구조가 고정화되어 있어 기업 간 순위에 변동이 약한 경제구조를 형성하게 됐다는 점이다. 이는 기업 간 산업간 생산성의 변화가 크지 않다는 의미로서 스웨덴 경제 내 역동성이 부족해 졌다는 의미이다. 스웨덴 경제 내 산업구조는 기존 경쟁력 우위에 있던 산업이 지속적인 투자를 거듭하여 생산성제고가 이뤄지고 있으며 이러한 산업의 국제경쟁력은 지속적으로 유지되고 있다. 그러나 IT산업 등 신규 산업으로의 변화가 상대적으로 적게 나타나며 여전히 대표적 글로벌 기업은 전통적으로 경쟁력을 가졌던 중공업분야에 속해있다는 점이다. 이는 스웨덴뿐 아니라 독일 모형의 경우에도 해당하는 사례라 할 수 있다.

그렇다면, 한국에서도 이러한 스웨덴식 독일식 모형의 첫 번째 문제점, 즉 산업구조의 고령화와 역동성 부족문제가 발생하고 있는지 살펴보자. 한국에서는 일단 출자의 수익성 확보가 중요하고 아직 전통적 중공업분야에서 확고한 국제적 경쟁력 우위를 확보하는 것이 중요하므로 기존 산업에 대한 의존성이 높아진다는 독일과 스웨덴의 문제는 한국에는 시기상조적인 문제일 수 있다. 조선, 자동차, 철강은 아직 한국에게는 보다 중요한 산업이므로 지나친 기존 산업 위주라는 점은 우려의 대상이 되기 어렵다고 판단된다. 즉, 1970년대 시작하여 현재에 이르러서 일정수준의 국제경쟁력을 가진 이들 산업에 대한 의존이 큰 문제가 아닌 것으로 판단된다. IT산업, 자동차부품 산업 등 한국

은 여전히 역동성 있게 산업구조의 변화가 나타나고 있어 현재의 지배구조가 산업의 고령화를 고착화시키는 구조라고 보기는 어렵다. 이러한 측면에서 스웨덴식 혹은 독일식 지배구조의 문제점은 상대적으로 한국에서는 문제되지 않는다고 평가된다. 다만, 민간 10대그룹 순위의 변화가 과거에 비해 미약해졌으며, 최상위 기업 간 순위변화가 점차 줄어들고 있어 그러한 우려에서 완전히 벗어나 있다고 보기는 어렵다.

산업의 고령화와 역동성 부족의 문제는 스웨덴 기업의 재원조달방식에서 비롯한다고 볼 수 있는데, 이는 정부의 조세정책과도 관련이 깊다. 독일이나 스웨덴의 경우 기업 내 재투자에 대한 세제상의 혜택을 부여함으로써 기업의 지속적 투자활성화를 유도하고 고용을 창출하도록 하는 정책을 추진해왔다. 특히 스웨덴의 경우, 전술한 바와 같이 사회민주당 정부는 1938년에 법인세 개정을 통해 기계와 중장비에 대한 자유로운 감가상각 적용을 허용했으며, 1958년 법인세제는 기계와 중장비에 대해 세전이익의 최대 40%까지를 감가상각으로 인정해주는 규정을 포함하고 있는 등 국제적으로 비교해도 유례를 찾기 어려울 정도의 재투자에 대한 세제혜택을 부여하는 제도였다. 이러한 세제혜택은 자본시장 내 다른 투자처 수익률보다 기업 내 재투자의 수익률을 향상시켰기 때문에 스웨덴 기업에서 창출된 수익이 자본시장으로 투자되지 못하고 다시 기업내부로 재투자되도록 촉진시켰다. 따라서 스웨덴 특유의 세제혜택은 내부자본시장의 기능을 외부 자본시장과 더욱 크게 왜곡시킴으로써 결과적으로 상대적으로 발전이 늦었던 스웨덴 자본시장의 기능을 더

욱 약화시키는 방향으로 작용하기도 했다.

스웨덴과 독일식 Conglomerate과 달리 피라미드 지배구조의 문제는 그룹 내 내부자본시장을 비효율적으로 만드는 것이 아니라 계열사 간 직접적 자본이동이 불가능하다는 점이다. 너무 많은 자본이 분리되어 있는 계열사에 묶여 있고 다른 계열사로 재분배되기 어렵다는 사실이 피라미드구조의 가장 큰 문제점이라는 지적이다. 왜냐면 외부자본은 내부자본보다 월등히 가격이 높기 때문에, 피라미드 지배체계 내에 구조적으로 내부자본비용 순위(enhanced political pecking order)가 발생하는데, 이렇게 상대적으로 저렴한 내부자본이 과도하게 계열사에 투자하게 되는 문제가 발생하기 때문이다. 이러한 이유로 피라미드 구조 내 계열사들은 외부의 자본시장에서 동원할 때보다 상대적으로 저렴한 내부자본을 적절한 수준이상으로 과도하게 투자하며, 대개 고정자산이나 R&D분야에 과도한 투자를 이루게 된다. 이러한 이유로 이익률이 낮아지는 문제를 발생시킨다. 만약 상대적으로 저렴한 내부자본을 기존 계열사 산업에 재투자시키지 않고 신성장 산업을 육성할 수 있는 외부 자본시장으로 이동시킬 수 있다면 이는 경제성장으로 이어질 수 있다. 그러나 상대적으로 저렴한 내부자본은 기존 계열사의 산업에 재투자되므로 기존산업에 적정수준이상의 과투자가 이뤄진다는 문제가 발생하며 이것이 스웨덴에서 피라미드 구조 기업집단이 갖는 전형적인 문제가 되고 있다.[113]

한국의 기업집단들의 경우, 다양한 산업부문을 영업 분야로서

113) Högfeldt(2006), p.568 참조.

가지고 있으며, 최근 전문분야로 특화하는 현상이 나타나는데, 이러한 특화현상이 일정수준 지속되고 기존산업이 하향화단계에 진입하게 될 경우 내부자본시장의 과투자문제를 해결해야 할 상황에 이를 수 있다. 이 때문에 과거 효율적 기능을 수행하던 기업집단 내 내부금융시장 즉 계열사 출자의 역할에 대한 회의가 제기 되고 있는 것이다. 그러나 한국을 스웨덴에 비교하여 현 단계에서는 아직 전문화가 보다 시급하고 과투자의 문제가 오히려 일어나야할 만큼 투자재원의 확보가 중요한 상황이라는 인식도 여전히 유지되고 있다. 특히 외국인 자본에 휩쓸리지 말고 안정적인 투자재원을 확보해야 한다는 점에서 기업 내 재투자에 대해 심각한 문제로 보는 관점은 대두되지 않고 있다. 스웨덴의 경우 동일기업 내 재투자가 지속되는 문제가 심각했던 것과 달리 한국대규모 기업집단의 경우 기업집단 내 계열사로의 출자가 이뤄져 하나의 계열사 내로 자본이 갇혀서 외부로 나오지 못하는 문제는 덜 심각하다. 다만, 현재의 논의는 효율적 기능을 수행했던 내부금융시장에 대해 자본시장을 위축시키는 요인으로 인식되고 있다는 점은 한국 기업지배구조 쟁점에서 주요 관심의 대상이 되고 있는 부분일 수밖에 없다.

2) 경영자 견제에 실패한 미국·일본 모형

소유가 분산되어 지배주주가 존재하지 않는 미국식 지배구조의 단점은 경영자에 대한 견제장치를 마련하는 데 과도한 비용이 발생한다는 점이며, 그러한 지출에도 불구하고 적절한 효과가 나타나기 어렵다는 점이다. 스톡옵션 등 보너스체계, 사외이

사 등 이사회 및 주주권 보호 소송제도 등 경영자에 대한 다양한 유인체계와 견제장치를 운영하기 위해서는 상당한 비용지출을 감당해야한다는 점은 Roe(1994)의 지적을 인용하지 않더라도 익히 잘 알려져 있는 사항이다. 교황선출식 최고경영자 선출방식은 기업내부인(inner circle members)의 정치적 행동을 유도하여 기업구조의 효율성마저 위축시킨다고 오랜 기간 동안 문제점으로 지적돼왔다. 주주소송은 과도한 사회적 지출을 초래하는 문제로 지적됐다. 더구나 외부견제시스템으로 운영되고 있는 적대적 인수합병위협으로 인해 장기적 기업가치보다는 최고경영자의 임기 내 단기실적을 더 우선시하도록 부추기는 경향이 강하다.

이러한 소유분산된 기업집단에서 나타나는 지배구조상의 문제는 일본의 경우 추가적으로 더 심각한 문제에 직면하게 되는데 바로 정치권과 관료의 영향력이다. 일본에서는 세계 2차 대전이후 미군정부터 기업에 대해 은행을 통한 지배력을 강화해왔으며, 이러한 지배력은 미군정 철수이후에도 일본정부에 의해 계속되어졌다. 은행이 속한 금융산업은 규제기관의 영향력하에 있어 금융규제기관과의 관계 형성이 중요하며 유연한 관계의 지속을 목적으로 관료의 기업 임원화가 오랜 관행으로 정착되어왔다는 문제점까지 노정하고 있다.

정치권이나 관료출신을 기업 임원으로 채용하는 관행은 지배주주가 존재하는 한국의 기업집단에서도 나타나는 현상이다. 그러나 총수가 있는 한국 기업집단의 경우 그러한 현상은 기업 내 평임원 선임에 한정되며 최고경영자나 이사회의장으로 선임되

는 경우는 거의 찾아보기 힘들다. 그러나 민영화된 대규모 공기업집단에서 흔히 찾아볼 수 있는 사항이다. 정부의 소유지분이 전혀 없음에도 불구하고 POSCO, KT 등 민영화된 대규모 기업집단의 최고경영자 선임은 정치권과 밀접하게 관련되어 있어 기업의 시장가치 극대화와 관련이 낮게 나타나는 경향이 나타난다.

미국의 기업지배구조 역사에서 소유권 분산이 추진되면서도 정치권 인사나 관료가 최고경영자로 선임되는 사례가 극히 드물었던 이유는 미국에서는 정부의 개입성향이 낮았으며, J.P.모건처럼 자본시장에서 주주가치 극대화가 중요한 가치로 존중하는 성향이 유지되고 있었기 때문이다.

2. 한국에 대한 정책과제

전술한 바와 같이 각국이 가지고 있는 기업지배구조 시스템은 고유의 문제점을 가지고 있으며, 그러한 문제는 해당국가가 역사적 선택을 통해 형성된 것이다. 각국이 가지고 있는 고유한 문제란 곧 지배구조 시스템상의 견제와 균형이 조화를 이루지 못하고 편향성이 과도해져 직면하게 된 극단적 결과에 해당한다. 따라서 본 연구가 제시해야할 정책적 과제는 지배구조 시스템상에서 견제와 균형을 형성하고 이를 지속가능하도록 할 수 있는 방향으로 제도를 개선시키는 정책과제를 제시하는데 있다.

본 연구에서 견제와 균형이라고 하는 의미는 대주주가 제 역할을 수행할 수 있으며 외부주주는 이러한 대주주의 역할을 견제할 수 있으며, 법제도는 이러한 역할과 견제를 활성화시켜주는 방향으로 발전되어져야 할 것이다. 이러한 견제와 균형의 발전은 곧 한국 금융자본시장의 성장으로 연계되어져 주주가치를 중요시하는 시장경제기능이 제고되도록 기여할 것이다. 외부의 기업인수 시장이나 소송제도는 그러한 견제의 일부를 담당하고 있어 그 활성화가 중요한 이슈인데, 한편으로 자본시장의 성장과는 별개로 – 예를 들어, 정치적 목적에서 - 이러한 견제장치가 대주주의 역할을 과도하게 제약하는 방식으로 제도개정이 이뤄질 경우 자본시장의 성장으로 연계되지도 못하고 대주주의 순기능만 감소시키는 결과를 초래하게 될 것이다.

현재, 한국의 기업집단 지배구조에서 주요 역할을 수행하고

있는 지배주주와 규제권한을 가진 정부, 그리고 실질적인 자본시장 세력이라고 할 수 있는 외국인투자자가 대척하는 상황에 놓여있다. 여기에 국민성향을 대변하는 정치권이 개입하면서 지배구조 시스템을 바라보는 관점이 다양해지고 쟁점도 복잡해지고 있다. 본 연구는 이러한 현실에서 지배구조 시스템을 발전시킬 수 있는 대안을 제안하고자 한다.

(1) 급격한 인위적 구조변화는 배제

기업집단이 형성하고 있는 복잡한 출자구조에 대한 우려로 인해 이러한 출자구조를 인위적으로 파괴시키기 위한 다양한 정책이 제안되고 있다. 그러나 복잡한 출자구조의 형성은 국내뿐 아니라 외국 기업집단에서도 나타나는 현상으로 피라미드 구조는 의결권 강화를 목적으로만 형성된 것이 아니라 기업집단의 내부금융시장 역할을 수행하면서 형성된 것이다. 따라서 이를 인위적으로 폐지시키는 것은 더 큰 문제를 유발시킬 우려가 있다.

전술한 바와 같이 선진국의 역사적 경험을 살펴보면 인위적인 구조변화는 오히려 기업지배구조를 악화시키는 방향으로 작용했었다. 일본의 경우 강제적으로 소유구조를 분산시켰었으나 기업경쟁력의 위축으로 인해 과거 기업집단별로 계열화가 재결성되는 상황이 전개됐다. 반면, 선진국의 역사적 사례를 검토하면 기업집단의 출자구조는 외국인 소유지분의 증대, 주식시장의 압력, 세대에 걸친 지배주주가족의 지분감소 등을 통해 점차 와

해되는 양상이 나타났다. 자본시장의 기능제고와 더불어 경제의 성숙과 더불어 기업집단의 출자구조는 변화에 직면하게 됐던 것이다.

한국의 경우 4대 그룹 등 상위 기업집단의 지배권은 세대를 거치면서 상당한 수준 이하로 감소돼 가고 있는 와중에 있으며, 이렇게 약화된 지배권을 보완하기 위해 우수한 기업성과를 보여줌으로써 외부 주주들의 지지를 받고 있는 실정에 있다. 극단적 처방은 결과적으로 기업활동을 위축시키고 경쟁력을 급감시킴으로써 경제적 위기를 초래할 우려가 있다. 선진국의 역사적 사례에서처럼 기업집단과 지배주주에 대한 극단적인 정책으로 인해 경제적 위기를 초래했고 이를 정치적으로 극복하기 위해 다시 정부가 지배주주에게 혜택과 보호를 수여함으로써 기업지배구조를 한층 더 악화시킬 수 있다는 점을 주시해야할 것이다.

(2) 투자세액공제 제도의 개선 및 출자 수익성의 제고

정치적 목적에서 기업투자를 활성화시키기 위해 투자에 대한 세제상의 혜택을 부여하는 정책이 추진된다. 그런데 이러한 투자세액공제 제도는 기업지배구조상 자본시장의 성장에 영향을 미치는 정책이다. 투자세액공제는 기업의 투자를 유도하는데 있어 매우 중요한 제도이며 기업으로서도 내부이익을 활용하여 투자하는데 중요한 의미를 가진다. 그러나 투자세액공제로 인해 기업은 공제혜택이 없는 수준보다 과도하게 기업 내 투자를 증진시키므로 해당투자의 한계수익성은 자본시장의 한계수익성보

다 낮아진다. 즉 투자세액공제는 기업의 투자수익률을 외부 자본시장보다 악화시키기 때문에 투자의 효율성측면에서 재고되어야할 문제점을 가지고 있다.

특히 이러한 투자세액공제 제도가 정치적 포퓰리즘과 결합될 경우 오히려 정부와의 거래대상이 되고 사회적 기업으로서의 요구를 받게되는 원인으로 작용할 수 있다. 스웨덴은 이러한 투자세액공제 혜택으로 인해 기업투자가 기업 내에 과도하게 이뤄져 투자수익성은 악화되고 신성장산업으로 전환되지 못하게 된 원인이 됐다. 최근에 도입된 "고용창출투자세액공제"는 이러한 관점에서 대표적인 포퓰리즘 정책의 일환이라 할 수 있으며, 이러한 세액공제제도는 기업의 투자왜곡뿐 아니라 자본시장의 성장을 발전시킬 우려가 크다.

투자세액공제보다는 법인세 감소 등의 방식이 보다 투자효율성을 악화시키지 않는 합리적인 개선방안으로 판단된다. 법인세 감소는 기업의 투자재원이 되는 수익규모를 증대시키며 이렇게 증대된 기업이익을 수익률에 따라 투자할 수 있도록 개선시켜준다. 법인세 감소는 투자세액공제의 과투자 문제뿐 아니라 그룹차원의 신성장동력 모색의 장애요인이 되지도 않는다.

(3) 경쟁정책

전술한 바와 같이 선진국 기업지배구조에 있어서 가장 효과적 역사적 영향요인은 정부정책이며 특히 경쟁정책은 그중 하나이다. 여기서 경쟁정책이란 단순히 경쟁법의 조항을 의미하는

것이 아니라 경제 내 경쟁을 촉진시키는 다양한 정책을 포함한 것이다. 역사적 사례를 살펴보면 이러한 경쟁정책에 있어서 중요한 사안들은 민영화, 규제완화 및 개방화였다. 개방화는 외국투자자의 소유지분을 증가시켰고 이에 따라 국내기업의 지배구조에 대한 견제력 증가로 이어지는 효과를 양산했다. 민영화와 규제완화는 투자자의 수익성을 제고시키는 방향으로 작용하여 결과적으로 자본시장의 성장과 주주가치 향상에 기여하게 된다.

주의해야 할 사실은 경쟁정책이 경쟁촉진이 아니라 공정성을 이유로 경쟁자보호나 약자보호에 집착하게 될 경우 진정한 경쟁정책의 효과는 나타나기 어렵게 된다. 이는 오히려 정치적 포퓰리즘을 양산하는 결과를 가져오게 되며 주주가치의 실현에서 이탈하도록 만든다.

(4) 주주권 보호 법제도보다 정부 영향력의 축소가 중요

역사적 사례를 통해 주주권의 강화를 위한 입법은 중요한 의미를 가지지는 않는다는 사실을 확인했다. 오히려 그러한 입법화과정은 포퓰리즘적 요소를 가지고 특정 기업의 지배구조를 제한할 목적으로 이뤄지는 경우도 나타날 수 있음을 확인했다. 보다 진정성 있는 주주권의 강화는 다양한 법원의 판결을 통해 판례를 축적하여 주주권 확장의 진전을 이루는 것이다. 현행 법률 체제에서도 법원의 판결을 통해 주주권의 보호가 이뤄질 수 있는데 정치적 관심과 포퓰리즘에 따라 지속적인 입법활동이 이어지는 경향이 나타나고 있다. 따라서 보다 합리적인 정책과

제는 법원의 판결 등 제도운영에 소요되는 운영비용을 어떤 방식으로 감소시켜줄 수 있는지 여부에 대한 것이라 하겠다. 소송비용의 절감을 위한 효과적 대안이 중요한 정책과제로 판단되는 이유이다.

역사적 사례는 주주권 보호조항의 신설이나 강화보다는 정부의 정책적 이념이 더 중요하다는 사실을 보여줬다. 주주권의 강화제도가 도입되어도 정부가 전체주의나 사회민주주의적 정책목표를 가지고 있으면 자본시장의 발전이나 주주권 강화는 이뤄지기 곤란해진다. 신설된 법제도는 자본시장에 대한 전시용에 불과해지고 사회민주주의적 목표를 수행하기 위해 오히려 주주가치를 훼손시키는 정책을 추진할 수 있다. 따라서 정부가 추진하는 정책의 목표와 결과에 대한 투명성을 확보하는 것이 중요하다.

한국에서는 주주권의 보호제도를 제약하는 요인 중 하나는 자본시장의 기능을 위축시키는 정부와 정치권의 압력이라고 할 수 있다. 대주주의 전횡을 지적하면서 주주권의 보호를 제기하고 있지만 정작 정부와 정치권의 영향력으로부터 주주권을 보호하는데 대해서는 쟁점화되지 못하고 있다는 사실은 의아스럽기까지 하다. 왜 소유권보다 더 높은 지배권을 발휘하고 그러한 소유-지배 괴리가 왜 시장에서 일정부분 인정받고 있는지 여부에 대한 논의는 결과적으로 소유분산될 경우 경영자가 시장가치를 증대시키는 인물로 선임되는 것이 아니라 정치적 영향력과 관료와의 관계로 결정되어지는 성향이 높기 때문이다. 이러한 특성은 선임될 경영자의 기업규모가 클수록 현저하게 나타나는데, 대표적인 사례가 POSCO나 KT와 같은 민영화된 대규모

기업집단의 경우이다. 이러한 기업집단의 지배구조는 외형상 최고경영자를 포함하는 이사회 구성원이 사장추천위원회를 선임하고 사장추천위원회가 다시 최고경영자를 선임하는 추기경선출방식(콩클라베 형식)을 채택하고 있어 미국식 소유분산된 기업의 고질적 문제를 가지고 있기도 하다. 그러나 한국에서 이러한 구조는 이사회 구성원 등 내부구성원(inner circle members)이 기업 이익을 장악하고 있다는 미국적 문제를 가지고 있는 것뿐만 아니라 이사회 구성원이 정치권과 정부기관 관료의 의중을 함께 고려한다는 더 심각한 문제를 내포하고 있다. 정부의 소유지분이 전혀 없음에도 불구하고 이들 민영화된 대규모 기업집단의 최고경영자 임기가 정권의 임기와 유사하다는 사실은 소유권이 분산될 경우 기대했던 주주이익 가치 증대와는 오히려 관련이 낮게 나타날 것이라는 의구심을 높게 만든다.

(5) 포퓰리즘과 노동자 영향력에 대한 경계

대중영합주의가 증가하고 노동자 운동이 거세지면서 정치권의 성향이 주주가치 추구에 대한 저항 혹은 반대로 나타날 경우 주주가치 극대화를 위한 법제정을 위해 보다 소유집중현상이 나타난다는 사실은 스웨덴, 캐나다 및 독일의 역사적 사례에서 밝혀졌다. 특히 주주가치 반대세력과 정치권이 중앙집권적 개입성향이 높을 경우 기업집단의 지배가족은 정부·정치권과의 협상에서 더 유리한 상황이 되므로 창구일원화를 통한 직접적인 협상을 위해 소유집중 현상은 심화된다.

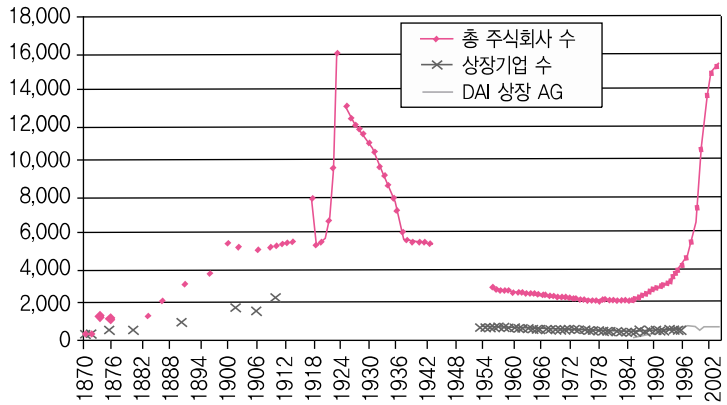
<표 19> 한국 국민의 정치적 성향 추이

연도	매우 진보적	다소 진보적	중도	다소 보수적	매우 보수적	모르겠다/ 무응답	진보 합계	보수 합계
2003	4.1	24.6	25.4	32.2	5.9	7.8	28.7	38.1
2004	3.9	27.9	27.7	31.5	3.0	6.0	31.8	34.5
2005	2.1	26.0	30.4	29.6	3.3	8.5	28.1	32.9
2006	3.2	25.2	32.5	30.5	4.1	4.6	28.4	34.6
2007	3.2	25.6	35.7	28.0	3.6	3.9	28.8	31.6
2008	3.7	23.3	34.7	30.2	5.4	2.6	27.0	35.6
2009	4.4	29.0	30.2	27.8	4.6	4.1	33.4	32.4

출처: 한국종합사회조사(KGSS)

또한 노동자의 요구와 진보정치권의 압력에 대항하기 위해 흩어져 있는 주주들이 구심점을 찾아야하며 그 구심점으로 지배가족이 등장하게 된다. 노동운동이 약한 국가에서는 소유분산이 되도 주주를 위한 정치적 구심점 확보할 필요가 없었다. 반면, 독일의 경우 노동자 이사회 참여를 우회하기 위해 지배가족은 소유권을 집중시켰고 이에 따라 영향력도 증대됐다. 경제민주화는 경제학적 개념이 아니라 포퓰리즘 혹은 조합주의가 혼합된 정치적 개념인데, 재벌해체와 재벌의 사회적 기업화라는 양분된 이념의 대립하면서 지속적인 지배구조상의 혼란요인으로 작용할 경우 기업활동의 위축과 더불어 상장폐지나 주식회사의 감소로 이어질 수 있음을 주의해야 한다.

<그림 18> 독일의 주식회사와 상장회사 수의 변화 추이



출처: Fohlin(2006), p.225의 〈그림4.1〉 재인용

독일의 경우 나치정권이 조합주의를 반영하여 주주법을 개정하면서 1920년대 1만 6,000개에 달하던 독일의 주식회사 수는 6,000개 이하로 감소하였다. 이후 독일 역사상 1990년까지 주식회사의 수는 5,000개에 못 미쳤던 경험을 가지고 있다. 조합주의와 노동운동을 지원하는 사회민주주의적 정책은 기업지배구조를 발전시키는데 있어서 순기능을 발휘하기 어렵게 하기 때문이다.[114]

114) Roe(2000)는 사회민주주의적 관점의 경제민주화 방식에 대해 비난하고 있다.이 연구는 기업지배구조가 혁신과 경쟁향상, 생산효율성을 제고시키고 사회복지를 추구하는 사회제도라고 한다면 사회민주주의적 지배구조는 부정적으로 평가받을 수는 없다고 본다. 그러나 사회민주주의에 기반을 둔 경제민주화식 기업지배구조의 핵심은 사회와 정치적 연계라는 점이라고 지적했다. Roe(2000)은 사회민주주의 국가에서 혁신이 필요할 경우 이는 기업지배구조의 변화가 아니라 정치적 제도의 변화를 요구하기 때문에 혁신이 진행되기 어려워진다는 문제를 갖게 된다고 밝혔다. 이러한 지적은 기업지배구조상의 혁신이 시장경제내 제도적 변화와 달리

(6) 지배주주가 존재하는 국내 금융 기업집단의 육성

금산분리 논쟁은 지배구조 정책아젠다로서 편협한 주제이자 소모적 논의의 대상일 뿐이다. 전술한 바와 같이 금융기관이 산업자본을 소유하거나 산업자본이 금융기관을 소유하여 자본시장이 성장한 역사적 사례는 다수 존재한다.[115] 한국에서는 금산분리를 실천한다고 해서 금융기관이 주주가치를 존중하는 지배구조로 근접한다고 보기도 어렵다. 일례로 우리나라 금융지주회사의 경우 금산분리적 관점에서 비금융 계열사를 소유하고 있지 않지만 금융지주회사의 최고경영자의 임기는 기업성과의 등락보다는 정권의 임기와 유사한 관련성을 보여준다.

한국에서는 금산분리가 중요한 쟁점이 아니라 산업특성상 과다한 규제의 적용을 받는 금융기관이 어떤 식으로 주주가치 극대화 방향으로 기업목표를 전환토록 할 것인지 여부이다. 이러한 관점에서 정부와 정치권의 과도한 개입으로부터 주주가치를 보호하도록 조정하기 위해서는 지배주주가 존재하는 금융 기업집단이 필요하다고 판단한다. 금융기업집단은 지배가족이 있는 산업자본 기업집단에서 성장한 이후 금융기업집단으로 분리될 수 있는 방안이 고려해야할 것이다. 연방은행이 존재하지 않았던 미국에서 자본시장이 성장하고 지배구조의 견제자로서 역할을 수행할 수 있었던 것은 J.P.모건을 비롯한 지배주주가 소유

정치 사회적 변화를 수반해야하기 때문에 변화에 한계에 직면한다는 경고이기도 하다. Roe(2000), pp.72-73 참조.

115) 국가별 소유지배구조의 역사적 경험을 분석하면서 Rajan & Zingales(2003)의 설명처럼 금융기관을 정부가 기업에 대한 통제기구로 활용하였기 때문에 자본시장의 발전이 제한되었다는 사실을 확인할 수 있었다. 제4장 제1절 참조.

한 금융기관이 존재했기 때문이다. 지배주주가 존재하는 금융전문 기업집단은 정부 관료와 정치권의 개입으로부터 주주가치를 보호할 수 있는 한편, 수익성을 위해 투자대상에 대한 지배구조 견제자로서의 중요한 역할을 수행하게 될 것이다.

참고문헌

- 김용기, 『각국 기업지배구조의 결정요인 비교』, 한국경제연구원, 2006.
- 김현종, 『기업지배구조에 대한 다면적 분석 고찰 및 시사점 연구』, 한국경제연구원 연구 10-08, 2010.
- 김현종, 『한국 기업집단 소유지배구조에 대한 역사적 영향요인 고찰 및 시사점 연구』, 한국경제연구원 연구, 2012.
- 김화진, 『기업지배구조와 기업금융』, 박영사, 2009.
- 조성봉, 『정부의 역할, 그 새로운 도전』, 한국경제연구원, 2005.
- 좌승희·이인실, 『금융기업 겸업화의 국제비교분석과 시사점』, 한국경제연구원, 2001.

- 菊地浩之, "1950年代における旧財閥系企業の株式所有構造," Seikeiken Research Paper Series No.18, 財団法人 政治経済研究所, 2011. 8.
- 宮島英昭·原村健二·江南喜成, "戦後日本企業の株式所有構," 財務省財務総合政策研究所「フィナンシャル・レビュー」, 2003, 12.
- 正木久司, "戦後における株式会社の所有と支配," 同志社大学商学会, ISSN: 03872858, NCID: AN00165609, 1969. 6. 25, pp.80-132.
- Acemoglu, D.; Johnson, S and Robinson, J. A., "The Colonial Origins of Comparative Development: An Empirical Investigation," American Economic Review, Vol.91, 2001, pp.1369-1401.
- Bank, Steven A. and Brian R. Cheffins, "The Corporate Pyramid Fable," Business History Review 84(3), 2010, pp.435-458.
- Becht Marco and Bradford DeLong."Why Has There Been So Little

Block Holding in America?", A History of corporate governance around the world, (ed by Mork), 2006 : pp613 - 666.

- Belcredi, Massimo and Silvia Rigamonti, "Ownership and Board Structure in Italy (1978-2003)", 2008.
- Bhagwati, Jagdish, "The Capital Myth: The Difference between Trade in Widgets and Dollars", Foreign Affairs, 77(3), 1998, pp.7-12.
- Bohren, Øyvind and Øyvind Norl, "Determinants of Intercorporate Shareholdings," European Finance Review, no.1, 1997, pp.265-287
- Brickwell, Daniel M. Zu den Einflusspotenzialen der Groβ banken. PhD diss., Freie Universität Berlin, 2001.
- De Jong, Abe, "Corporate Governance and Performance: The Netherlands," Corporate Governance and Performance, edited by Gugler, Klaus, Oxford University Press, 2001.
- Dyck, A. and L. Zingales. "Private Benefits of Control: An International Comparison." Journal of Finance (forthcoming 2002.
- FitzRoy, Feliz R. and Kornelius Kraft, "Economic Effects of Codetermination," Scandianvian Journal of Economics, 1993.
- Fohlin, Caroline. Financial empire: New perspectives on finance, governance, and performance in the German industrialization. New York: Cambridge university Press, forthcoming, 2006.
- Fohlin, Caroline. "The History of Corporate Ownership and control in Germany", A History of corporate governance around the world, (ed by Mork), 2006. pp223 - 281
- Forbes, Kristin J., and Roberto Rigobon, "No Contagion,O nly Interdependence:M easuringS tock Market Comovements." Journal

of Finance, 57(5), 2002, pp.2223-2261.

- Franks, Julian and Colin Mayer, "Ownership, Control and the Performance of German Corporations," 1999.
- Franks, Julian and Colin Mayer. Ownership and control of German corporations. Review of Financial Studies 14 (4), 2011 : 943-77
- Franks Julians, Colin Mayer and Stefano Rossi, Spending Less Time with the Family: The Decline of family Ownership in the UK. 2004
- Fukuyama, Francis, Trust, Free Press., 1995
- Gömmel, Rainer. Entstehung und Entwicklung der Effektenbörse im 19. Jahrhundert bis 1914. in ed. H. Pohl, Deutsche Börsengeschichte, 1992. 133-207. Frankfurt: Knapp.
- Gorton & Schmid (2000)

  Gorton, Gray, and Frank A. Schmid. Universal banking and the performance of German firms. Journal of Financial Economics 58, 2000 : 29-80.
- Gourevitch, Peter A. and James Shinn, "Political Power & Corporate Control", Princeton University Press, 2005.
- Gugler, Klaus, "Corporate Governance and Performance: The Research Questions", Corporate Governance and Performance, edited by Gugler, Klaus, Oxford University Press, 2001.
- Hadely, Eleanor. Antitrust in Japan. Princeton, NJ : Princeton Unversity Press, 1970.
- Hall, Perer A., and Daniel W.Gingerich, "Varieties of Capitalism and Institutional Complementarities in the Macroeconomy: An Empirical Analysis", Paper Presentede to the Annual Meetings of the American

Political Science Association, August, San Francisco, 2001

- Högfeldt, Peter. "The History and Politics of Corportate Ownership in Sweden", A History of corporate governance around the world, (ed by Mork), 2006 : pp517 - 580.
- Jeckson, Gregory, Martin Hopner, and Antje Kurdelbusch, "Corporate Governance and Employees in Germany: Changing Linkages, Complementaries, and Tensions," Corporate Governance and Labour Management: An International Comparison, edited by Howard Gospel & Andrew Pendleton, Oxford University Press, 2005.
- Jeidels, Otto. Das Verhältnis der Deutschen Groβ banken zur Industrie. Leipzig : Duncker und Humblot, 1905.
- Jonnergard & Larsson (2007), "Conceptions of Ownership structures and the Unresponsive regulation: the case of Swedish corporate governance reform"
- Köke, Jens. Determinants of acquisition and failure: Evidence from corporate Germany. Structural Change and Economic Dynamics 13, 2002: 457-84
- LaPorta, R., F. Lopez-de-Silanes, A. Shleifer, and R.W. Vishny. "Investor Protection and Corporate Governance." Journal of Financial Economics, 58 (2000), 3-27.
- LaPorta, R., F. Lopez-de-Silanes, A. Shleifer, and R.W. Vishny. "Investor Protection and Corporate Valuation." Journal of Finance, 57 (2002), 1147-1170.
- Liefmann, Robert. Beteiligungs und finanzierungsgesellschaften. Jena: Gustav Fisher Verlag, 1921.

- Mitton, T. "A Cross-Firm Analysis of the Impact of Corporate Governance on the East Asian Financial Crisis." Journal of Financial Economics, 64 (2002), 215-242.
- Miyajima, Hideaki. Transformation of zaibatsu to postwar corporate groups: From hierarchically integrated groups to horizontally integrated groups. Journal of the japanese and international Economics 8, 1994 : 293-328
- Morck, Randall, "How to Eliminate Pyramidal Business Gruops: The Double Taxation of Intercorporate Dividence and Other Incisive Uses of Tax Policy," NBER Working Papers No.10944, 2004.
- Morck, Randall and Masao Nakamura. "A Frog in a Well Knows Nothing of the Ocean", A History of corporate governance around the world, (ed by Mork), 2006 : pp367 - 465
- Morck, Randall, Michael Percy, Gloria Y. Tian and Bernard Yeung. "The Rise and Fall of the Widely Held Firm", A History of corporate governance around the world, (ed by Mork), 2006 : pp65 - 147
- Morck, Randall, Daniel Wolfenzon, and Bernard Yeung, "Corporate Governance, Economic Entrenchment, and Growth," Journal of Economic Literature, vol.43, no.3, 2005, pp.655-720.
- Pross, Helge. Manager und Aktionäre in Deutschland: Untersuchungen zum Verhältnis von Eigentum und Verfügungsmacht. Frankfuter Beiträge zur Soziologie 15. Frankfurt: Europäische Verlagsanstait, 1965.
- Rajan, Raghuram, and Luigi Zingales. The great reversals: The politics of financial development in the twentieth century. Journal of

Financial Economics 69(1), 2003: 5-50.

- Riesser, Jakob. Die deutschen Groβ banken und ihre Konzentration[The German great banks and their concentration]. Washington, DC: National Monetary Commission, 1911. (Orig. pub. 1910)
- Roe, Mark J., "German 'Populism' and the Large Public Corporation", International Review of Law and Economics, Vol.14, 1994, pp.187-202.
- Roe, Mark J., "The Shareholder Wealth Maximization Norm And Industrial Organization", University Of Pennsylvania Law Review, Vol.53, 2001a.
- Roe, Mark J., "Rents and their Corporate Consequences" Stanford Law Review, Vol.53, 2001b. pp.1463-1494.
- Roe, Mark J., "Delaware's Competition", Harvard Law Review, Vol..117, 2003.
- Roe, Mark J., "Legal Origins, Politics And Modern Stock Markets" Harvard Law Review, Vol.120, 2006
- Roe, Mark J. and Jordan I. Siegel, "Political instability: Effects on financial development, roots in the severity of economic inequality", Journal of Comparative Economics, 2011
- Sakuma, Kyoko, "Corporate Governance and Performance: Japan," Corporate Governance and Performance, edited by Gugler, Klaus, Oxford University Press, 2001.
- Siegel, Jordan, "Is Political Connectedness a Paramount Investment after Liberalization? The Successful Leveraging of Contingent Social

Capital and the Formation of Cross-Border Strategic Alliances Involving Korean Firms and their Global Partners (1987-2000)" Harvard Business School, 2004

- Shimotani, Masahiro, "Recent Changes in Inter-Firm Relations in Japan: the Six Largest Corporation Complexes," The Development of Corporate Governance in Japan and Britain, edited by Robert Fitzgerald and Etsuo Abe, Ashgate Publishing Company, 2004
- Siegrist, Hans. Deutsche Groβ unternehmen vom späten 19: Jahrhundert bis zur Weimarer Republik. Geschichte und Gesellschaft 6, 1980. 60-120
- Yafeh Yishay. Corporate ownership, profitability, and bank-firm ties: Evidence from the American occupation reforms in Japan. Journal of the Japanese and International Economics 9, 1995 : 195-73.
- Ziegler, Dieter. Die wirtschaftsbürgerliche Elite im 20. Jahrhundert: Eine Bilanz. In Groβ bürger und Unternehmer: Die deutche Wirtschaftselite im 20. Jahrhundert, ed. D. Ziegler, 2000. 7-29. Göttingen: Vandenhoeck und Ruprecht.

Abstract

A Historical Review on the Ownership Structure and the Corporate Governance of Developed Countries

Hyun Jong Kim

This study reviews how historical factors affect the ownership structure and the corporate governance of developed countries. From the starting points of the economic development, corporate governance had been affected by institutional system in the own country. This study provides a history of corporate governance in each country, beginning as early as necessarily explain how that country came to its current state. Inevitably, great mercantile families, politics, and institutional development interact. Despite business groups were already established earlier 20th, there was no agency problems between controlling shareholders and outside investors, because almost all affiliates of business groups were not listed that time. This policy incubated the agency problems between stockholders, but the corporate governance has not been seriously concerned, because the government worked as the guardian of the controlling shareholders of business groups.

JEL Classification: G30, G38, G28
Keywords: Corporate Governance, Historical Approach