# 우리나라 기업지배구조의 새로운 패러다임 모색

1999.11

한국경제연구원

**< 연 구 진 >**

총괄 및 집필: 황인학 연구위원
집 필: 이인실 연구위원
이인권 연구위원
서정환 연구위원
이병기 전문위원
전인우 선임연구원
위정범 교수(경희대)

자료문의: 전화 3771-0026

# <목 차>

요약 ····· 1

제1장 기업지배구조의 논의배경 ····· 35

제2장 재벌지배구조의 특징과 개선과제 ····· 49

제3장 주요국의 소유지배구조 ····· 69

제4장 주요국 기업지배보고서 비교평가 ····· 92

제5장 기업지배구조 이슈별 정책 대안 ····· 119

제5-1장 공시제도 ····· 120
제5-2장 주주권 강화 및 지배주주의 책임 ····· 133
제5-3장 이사회의 기능과 구성: 사외이사제도를 중심으로 ·· 150
제5-4장 내부감사제도: 감사위원회를 중심으로 ····· 163
제5-5장 기관투자가로서의 금융기관의 역할 ····· 170

# 요약

1. 기업지배구조의 개념과 논의배경 / 2
2. 한국 대기업의 지배구조 특징과 과제 / 4
3. 주요국의 소유지배구조 비교 / 9
4. 주요국 기업지배보고서 비교평가 / 13
5. 기업지배구조 정책의 특징과 개선방향 / 17
6. 정책부문별 개선과제 / 21
(1) 공시제도 / 21
(2) 주주권 강화 및 지배주주의 책임 / 24
(3) 이사회의 기능과 구성: 사외이사제도를 중심으로 / 27
(4) 내부감사제도: 감사위원회를 중심으로 / 29
(5) 기관투자가로서의 금융기관의 역할 / 31

# 1. 기업지배구조의 개념과 논의배경

## (1) 기업지배구조의 개념

○ 기업지배구조의 정의

- 지배(governance)란 '航海를 위한 操舵'라는 뜻의 희랍어에서 유래하며, 기업지배구조란 기업의 방향 및 목표를 설정하고 경영진을 견제·감독하는 법적, 제도적 메카니즘을 총칭

- 경영(management)은 정해진 방향으로 나아가기 위한 수단을 선택하고 내부조직을 가동하여 주어진 목표를 달성하는 과정

○ 경영규율수단에 따른 구분: 內部統制 對 市場規律

- 경영규율수단은 크게 이사회에 의한 내부통제방식과 자본·금융·상품·노동시장에 의한 외부규율 또는 시장규율방식으로 대분

- 각종 시장이 비교적 제 역할을 하고 있는 선진국에서는 이사회의 구조 및 기능 등 내부통제방식을 중심으로 기업지배구조 논의가 진행

- 그러나 廣義의 기업지배구조는 내부통제방식과 시장규율방식을 포괄함.

○ 기업지배의 주체에 따른 구분: 株主主義, 利害關係者主義, 經營者主義

- 株主主義(shareholderism): 기업을 株主의 재산으로 보는 관점에서 기업경영의 목적은 주주가치의 극대화에 있음을 강조

- 利害關係者主義(stakeholderism): 기업을 社會的 公器로 보며, 전 이해관계자의 이익창출(total wealth creation)을 강조

- 經營者 資本主義(managerialism): 경영자의 경영권 전횡에 따른 문제점을 강조

### (2) 기업지배구조 논의의 확산 배경

○ 학문적 논의 배경

- 1932년 Berle & Means가 소유와 경영의 분리에 따른 주식회사의 문제점을 지적한 이후 대리이론, 거래비용이론 등 학문적 연구가 성행

○ 80년대 미국 경제의 구조조정 여파 등으로 기업지배구조에 대한 정책적, 사회적 관심 고조

- 美日 생산성 역전으로 지배구조를 경쟁력 결정요인으로 인식
- 적대적 M&A 및 구조조정에 따른 이해관계자 사이의 갈등 증폭
- 경영자의 경영권 남용에 대한 주주의 반발 ⇒ 株主行動主義 확산
- CalPERS를 비롯한 기관투자자의 적극적인 경영감시 참여
- 구 사회주의권의 붕괴와 '자본주의 시스템간의 경쟁' 심화

○ 최근의 논의 확산 배경

- OECD의 기업지배구조 국제규범 제정 노력(1996~1999.5)
- 아시아 경제위기에 따른 기업 및 금융기관 지배구조 논의

### (3) 우리나라에서의 논의 과정

○ 뒤늦은 중요성 인식

- 1995년 5월 「世推委」에서 발표한 '경영감시체제 세계화 방안'을 계기로 지배구조에 대한 관심이 고조되기 시작했으나 제도화되지 못함.

○ 경제위기와 급속한 제도개혁의 추진의 여파

- 1997년 말 경제위기 이후 재벌지배구조에 대한 비판이 확산되고, 정부의 급속한 제도개혁 추진과정에서 사회적 관심이 증폭됨.

## 2. 한국 대기업의 지배구조 특징과 과제

### (1) 기업지배구조의 한국적 특징

○ 한국의 기업지배구조는 '所有經營者主義(owner-managerialism)'

– ①대주주의 경영참여, ②피라미드 통제(control pyramid), ③경영자에 대한 견제기능의 미흡으로 구성되는 '所有經營者主義'의 특징을 보임.

– '所有經營者主義'는 대주주의 경영참여를 뜻하는 '所有經營者'와 경영자에 대한 견제기능의 미흡을 뜻하는 '經營者主義'를 합성한 개념

– 피라미드 통제란 대주주가 중핵기업의 경영권을 확보하고, 중핵기업은 다른 회사들의 지배주주가 되는 연쇄적 소유구조를 통해 적은 자본으로 많은 계열사를 통제하는 수단을 의미

○ 한국과 주요국의 기업지배구조 비교

– 한국 기업은 소유경영자주의 아래 기업성장을 우선했다는 점에서 주주가치를 우선하는 미국의 株主主義나 종업원 이익을 중시하는 일본의 利害關係者主義와 차별됨.

<table>
<tr><th>구 분</th><th>미국·영국</th><th>독일</th><th>일본</th><th>한국</th></tr>
<tr><td rowspan="2">소유구조</td><td>유동성 중시</td><td colspan="2">장기안정적 소유관계</td><td>단기매매패턴</td></tr>
<tr><td>연기금 등<br>기관투자자 비중</td><td>금융기관 비중</td><td>系列出資와<br>주거래은행</td><td>계열사간<br>상호출자</td></tr>
<tr><td>외부통제</td><td>시장에 의한 규율<br>• Wallstreet Rule<br>• 기업지배권 시장</td><td>은행에 의한 규율<br>• 이사회 참여<br>• 주요정책 간여</td><td>집단상호견제<br>• 계열간 묵시 담합<br>• 주거래은행 감시</td><td rowspan="3">그룹의 본부조직에서 계열사 통제<br>• 시장규율 부재<br>• 거수기 이사회</td></tr>
<tr><td>이사회</td><td>일원적 이사회<br>• 사외이사제도<br>• 각종 내부위원회 운영<br>(감사위원회 등)</td><td>이원적 이사회<br>• 감독이사회<br>(勞資共同決定)<br>• 경영이사회</td><td>일원적 이사회<br>• 이사회 기능 취약<br>• 이사회-감사회 분리</td></tr>
<tr><td>기업-금융</td><td>은행-산업분리</td><td>금융의 산업지배</td><td>産金간 긴밀한 협조</td></tr>
<tr><td>경영목표</td><td>주주가치 중시<br>단기업적주의</td><td colspan="2">종업원 이익 배려<br>장기전략투자</td><td>소유경영자주의<br>기업제국 지향</td></tr>
</table>

### (2) 소유경영자주의 평가

○ '소유경영자주의'는 과거의 고도성장기에 기업의 성장과 경제발전에 기여

- 일부 실패사례도 있었지만 소유경영자주의는 ▶신속과감한 의사결정, ▶장기투자전략의 수행, ▶내부거래를 통한 사업간 시너지 도출 및 유망업종 육성을 통해 기업의 성장과 경제발전에 기여함.

○ 특히 '피라미드 통제'는 산업기반의 확충과 기업가 정신의 확산에 기여

- 피라미드 통제를 이용하여 사업을 다각화하고 기업집단을 형성하는 것은 英美系의 국가를 제외하고는 다른 나라에서도 널리 관찰되는 현상임 (Mork et al, 1998; Ghemawat & Khanna, 1998).

- 투자자본과 기업가 정신이 희소한 경제발전 단계에서 피라미드 통제는 적은 자본으로 산업기반을 확충하고 기업가 정신의 사회적 확산에 크게 기여한 요인으로 평가됨.

○ 전환기에 처한 소유경영자주의

- 고도성장기, 정부의 산업보호기에서 시장성숙기, 열린 경쟁의 시대로 경제환경이 바뀜에 따라 외부 투자자의 기업감시유인도 높아지면서 소유경영자주의는 새로운 변화의 전환점에 처하게 됨.

- 최근의 금융위기 속에서 많은 그룹들이 부실화된 사례에서 보듯이 소유경영자주의 하에서 지속되어온 외형중심의 성장전략과 톱-다운식 의사결정은 자칫 그룹 전체의 존폐에 직접적인 영향을 미치는 위험을 내포

### (3) 기업지배구조 개혁을 요구하는 환경변화 요인

○ 위험수위를 넘어선 반재벌 정서의 확산

– 재벌해체론에서 보듯이 반재벌 정서는 이미 위험수위를 넘고 있음.

– 그룹전체 자산에 대한 기여율이 평균 3%(실효지분 15%, 자기자본율 20% 가정) 미만에 불과한 대주주가 지배권을 독점하고 경영권을 세습하고 있다는 소위 '3% 미만 論'이 반재벌 정서의 핵심임.

○ 정부-기업관계의 근본적인 변화의 진행

– 기업지배구조 관련 제도는 이미 상당한 변화가 있었으나 앞으로도 정부의 기업정책은 '규제와 지원'으로 점철된 과거의 관행에서 벗어나 '투자자재산권 보호'와 '경쟁환경 조성'의 방향으로 재편될 수밖에 없는 추세

○ 투자자의 권리의식 제고 및 株主行動主義 확산

– 주주 행동주의는 세계적인 추세. 특히 우리는 최근의 제도개혁과 투자자의 권리의식 제고에 힘입어 경영권 견제기능이 빠르게 증가할 전망

○ 자본시장의 개방과 외국인 투자자의 역할 증가

– 1999년 4월 현재 우리나라의 외국인 투자자 비중은 약 20%로 일본(13.4%), 대만(8.7%), 영국(16.3%), 미국(6.8%)보다 높아 향후 이들의 경영감시기능이 주요 이슈로 부각될 전망임.

○ 정보기술의 발달과 利害關係者 行動主義(stakeholder activism)

– 주주, 채권자 이외에도 소득수준 향상에 따른 가치관의 변화, 환경 및 소비자 단체를 비롯한 각종 NGO 활동이 증가하면서 생산, 판매, A/S에 이르는 기업의 전반적인 활동에 대한 이해관계자의 견제도 점증할 전망

– 특히 정보통신수단의 일반적인 보급에 힘입어 Cyber Space 상에서의 이해관계자 행동주의가 빠르고 폭넓게 증가할 전망임.

### (4) 자율적 개선방향

○ 기본방향: 경쟁력 있는, 새로운 기업지배구조의 모색

– 소유경영자주의가 지속되기 어려운 새로운 환경변화 속에서 기업은 정부정책에 單純順應하는 소극적 성향을 넘어 자율개혁을 지향해야 함.

– 모든 기업에 합당한 보편적인 지배구조는 없기 때문에, 기업은 저마다 자사의 특성(사업구조, 소유구조, 이해관계자 분포 등)과 선진사례, 제도적 환경적합성을 감안하여 경쟁력 있는 지배구조를 모색해야 함.

– 최근의 환경변화 추세에 비추어 볼 때 다음의 네 가지는 새로운 기업지배구조의 모색과정에서 공통적으로 감안되어야 할 사항으로 보임.

- 경영권 안정화 방안
- 투자자의 신뢰를 증진할 수 있는 경영책임 제고방안
- 경영효율, 기업의 장기적 경쟁력 제고방안
- 한국적 기업관의 특성을 감안, 기업활동의 사회적 共感性 증진방안

○ 주주가치 중시로 경영목표 선회와 '기업지배헌장'의 제정 및 운용

– 대기업의 경우, 경영의 목적이 기업과 전체 주주의 가치 증진에 있음을 천명하는 기업지배헌장을 제정하는 한편, 실행의지를 담보하기 위해 good governance checklist를 자율적으로 운용하도록 함.

○ 이사회 재편(board restructuring)을 통한 경영효율 증진

– 이사회는 경영책임과 경영효율의 균형적 증진을 위해 기능해야 하며, 사외이사 비율의 확대추세에 맞추어 경영감독을 주업무인 '이사회'와 실질적인 경영업무를 담당하는 '집행임원회'로 이원화하는 방안 검토

○ 경영투명성의 강화로 전문경영인의 사익 추구가능성에 대비

– 기업경영에 대한 외부 투자자의 신뢰를 얻는 한편, 경영세대가 2대, 3대로 바뀌면서 점차 소유와 경영이 분리될 것에 대비하기 위해서도 경영투명성의 제고는 반드시 필요함.

○ IR(Investor Relation)의 확대 등을 통한 우호세력의 결집

– 평상시의 적극적인 IR 활동은 투자자와의 신뢰기반을 형성하여 경영권 분쟁시 유리한 입장에 설 수 있으며, 투자자와 불필요한 마찰을 사전에 예방함으로써 경영효율 개선에 기여

○ 기타 이해관계자에 대한 배려로 기업활동에 대한 사회적 공감 형성

– 기업경영의 1차 목표는 '주주가치의 극대화'이지만 시장의 불완전성, 반재벌 정서, 기업을 사회적 公器로 보는 일반적 성향을 감안할 때, 기업은 공평·공정한 이해조정을 위해 노력하고, 소비자보호·근로자안전·환경보호 관련 사항 등을 적극적으로 公示해나가는 것이 바람직함.

○ 지배구조의 변화는 필연적으로 기업조직형태, 사업구조의 변화를 수반

– 아직 경제활동을 뒷받침하는 제도적 기반이 미흡하고, 개별기업 단위에서 세계적인 경쟁우위를 갖지 못한 우리의 여건에 비추어 볼 때, 당분간 기업집단조직은 유지될 필요성이 있음.

– 그러나 지금의 경영구조로는 계열사마다 다른 투자자와 불필요한 마찰을 피할 수 없으므로 이를 보완하는 방안으로 다음의 대안을 검토하도록 함.

- 계열사 통합 및 합병을 통해 '사업부제 복합대기업'으로 전환
- 계열사를 자회사로 하는 지주회사형 기업집단 형성
- 계열기업에 폭넓은 권한위임을 통해 수평적 network로 전환

## 3. 주요국의 소유지배구조 비교

### (1) 미국

○ 소유구조

– 1970년 이후 기관투자자, 특히 연기금의 주식소유비율이 급증

**미국 기업의 소유자별 주식분포**

(단위: %)

| 연도 | 기관투자자 | 연금 | 외국인 투자자 | 개인 및 비영리단체 | 기 타 |
|---|---|---|---|---|---|
| 1950 | 6.1 | 0.8 | 2.0 | 91.3 | 0.6 |
| 1970 | 27.3 | 9.2 | 3.2 | 68.1 | 1.4 |
| 1990 | 42.7 | 25.2 | 6.9 | 49.8 | 0.6 |
| 1996.9 | 45.6 | 22.4 | 6.1 | 47.7 | 0.6 |

○ 주주권

– 주주제안: 1천달러 이상 또는 발행주식 총수의 1% 이상을 1년 이상 보유한 주주는 SEC 규칙 14a-8에 의해 주주제안을 청구할 수 있음.

– 대표소송: 대표의 공정성 여부, 경영판단원칙 등에 의해 기각 가능

○ 이사회: 점진적 자율적 과정을 거쳐 사외이사 중심형 이사회 구조 형성

– NYSE는 60년대 중반 신규 상장기업에 대해 2명 이상의 사외이사 선임을 요구, 1979년에 독립적인 사외이사로 구성되는 감사위원회의 설치를 상장요건으로 규정, 1992년에 보수위원회의 도입 의무화

– 사외이사가 참여한 이사회 결정사안은 '경영판단의 원칙'을 폭넓게 인정받기 때문에 기업은 점차 사외이사 중심의 이사회 구조를 형성

○ 이사회 의장과 CEO

– 대기업에서 CEO가 이사회 의장을 겸임하는 비율은 76%에 이름.

– 이사 선임은 형식적으로 지명위원회의 추천을 거쳐야 하나 실질적으로 80% 이상의 이사선임이 이사회 의장에 의해 결정(Ferry, 1993)

○ 예시: GE의 이사회 구성과 역할

| 위원회 | 회의개최수 | 위원수 | 주요 업무 |
|---|---|---|---|
| 감사위원회 | 4 | 5 | – 전원 사외이사로 구성<br>– 회사의 재무보고, 내부 재무통제 및 주요 GE정책과 적용법규 준수 조사 |
| 재정위원회 | 4 | 5 | – GE의 연금조합, 퇴직계획, 외환문제 등 조사<br>– GE자금 사용과 관련된 기타 문제조사 |
| 경영개발·보수위원회 | 9 | 5 | – 전원 사외이사로 구성<br>– 모든 간부임원 보수(compensation)의 계획, 정책, 실행<br>– 간부임원의 임명, 책임 그리고 주요 직책의 연장 |
| 지명위원회 | 3 | 5 | – 이사 후보 심사/ 이사회 위원회 멤버 추천 |
| 운영위원회 | 4 | 13 | – 회사의 운영계획 및 여러가지 운영상의 문제 |
| 사회책임위원회 | 2 | 13 | – 환경문제 및 기타 공공책임 문제 |
| 기술과학위원회 | 1 | 6 | – GE Medical System의 제품과 서비스 심사 |

## (2) 독일

○ 소유구조

– 은행과 법인의 비중이 크고 소유집중도가 높으며, 독일 기업의 상위 5대 주주 집중도는 41.5%로 미국(25.4%), 영국(20.9%), 일본(33.1%)에 비해 높음(Prowse, 1994).

**독일 기업의 소유자별 주식분포**

(1991년 자료, 단위: %)

| 기관투자자 | | 개인 | 기업 | 정부 | 해외투자자 |
|---|---|---|---|---|---|
| | 장기고정적 | | | | |
| 30 | 27 | 4 | 41 | 6 | 19 |

○ 이원적 이사회 구성

– 이사회는 경영진으로 구성된 경영이사회(Vorstand)와 주주 및 종업원 대표로 구성되는 감독이사회(Aufsichtsrat)로 이원화

– 주식회사는 반드시 감독이사회를 설치해야 하나 종업원 500인 이하의 유한회사는 감독이사회 의무규정이 적용되지 않음.

○ 기업규모 및 형태에 따른 勞資共同決定

– 종업원 2천명 이상의 주식회사나 유한회사는 감독이사의 1/2을, 종업원 2천명 이하의 주식회사나 종업원 5백명~2천명 이하의 유한회사는 감독이사의 1/3을 종업원 대표로 충원

## (3) 일본

○ 소유구조

– 상호출자의 성행으로 법인에 의한 분산적 소유형태가 보편화되어 있고 금융기관의 주식보유비중이 약 42.8%로 높으며, 회사와 관계있는 안정주주의 지분율은 60%에 이름(Monks and Minow, 1995).

**일본 기업의 소유자별 주식분포**

(1995년 자료, 단위: %)

| 정부 | 금융기관 | 사업법인 | 개인 | 외국인 |
|---|---|---|---|---|
| 0.6 | 42.8 | 23.6 | 23.6 | 9.4 |

○ 주주권

– 6개월 전부터 1/100 이상에 해당하는 주식 또는 300주 이상의 주식을 보유하고 있는 주주 또는 주주그룹에 대해 주주제안권 부여

– 6개월 전부터 계속 주식을 보유한 주주는 이사 등의 책임을 추궁하는 소송을 제기하도록 회사에 청구 가능

○ 이사회 및 감사제도

– 사내이사 중심형 이사회 구조를 가지며, 사외이사의 경우에도 80% 이상이 관계회사나 은행에서 파견되어 독립성이 약함.

– 사외감사제도 역시 유명무실한 것이 현실

## (4) 주요국별 기업지배구조 비교

| 항목 | 미국 | 독일 | 일본 |
|---|---|---|---|
| 주주권 | – 주주제안<br>• 자격: 시가 1,000달러 이상 또는 발행주식총수 1% 보유 주주<br>• 범위: 주주제안의 위임장 내 기재에 대한 회사비용 처리 가능 등(단, 이사선임에 대해서는 회사가 거부 가능)<br><br>– 대표소송<br>• 자격: 단독주주도 가능하나 대표의 공정성이 문제시되는 경우 재판소는 소송을 기각<br>• 절차: 1)원칙적으로 회사에 소송을 요구해야 하나 이사회의 독립 및 공정성이 문제되는 경우에 직접 소송 가능, 2)경영판단원칙 적용, 3)소송취하가 최선이라는 판단이 서면 회사는 재판소에 대표소송 기각 신청 가능 | – 주주제안<br>• 자격: 모든 주주<br>• 범위: 1)감사후보자, 2)의사일정에 포함되지 않은 의결을 목적으로 하는 사항에 대한 청구<br>(단, 2의 자격요건은 자본의 5% 이상 또는 액면가 100만마르크 이상의 주식 보유 주주 또는 주주그룹)<br><br>– 대표소송<br>• 주총 의결, 발행주식총수 1/10 이상의 소수주주 요구시 이사, 감사에 대한 손해배상청구권 행사<br>• 회사가 손해배상청구권을 행사하지 않는 경우 주주가 대표소송을 제기할 수 있는 제도는 없음. | – 주주제안<br>• 자격: 6개월 전부터 발행주식총수 1/100 이상 또는 300주 이상 주식을 소유한 자<br>• 범위: 1)一定사항의 주총에서 의제화, 2)의제가 되는 사항에 대해 주주가 바라는 의안 및 요령의 주주소집통지내 기재에 대한 회사비용 처리, 3)이사선임 등<br><br>– 대표소송<br>• 자격: 6개월 전부터 계속 주식을 보유한 주주<br>• 절차: 1)회사에 청구했으나 30일 이내에 소송이 제기되지 않거나, 2)30일 경과로 재산상의 회복불가능한 손해발생이 우려되는 경우 직접 제기 가능 |
| 이사회 | – 사외이사 지배적<br>• 이사회내 위원회체제 | – 이원적 이사회<br>• 경영이사회, 감독이사회 | – 사내이사 지배적 |
| 감사제도 | – 이사회내 감사위원회 | – 감독이사회 | – 사외감사제: 대기업 |
| 기관투자자 | – 임원경질에 관여하기 시작 | – 안정주주, 자금대부자 | – 안정주주, 자금대부자 |
| 지주회사 규제 | – 은행지주회사법<br>– 공익사업지주회사법 | – 직접적 규제없음.<br>• 모자회사간 직접상호주 보유 규제를 통한 간접규제 | – 1997년 제한적 허용 |

## 4. 주요국 기업지배보고서 비교평가

### (1) 비교대상 보고서 개요

○ 비교대상 보고서

- 한국: "기업지배구조 모범규준(안)"(1999.8)
- OECD: "OECD Principles of Corporate Governance"(1999.4)
- 일본: "일본의 기업지배구조원칙"(1998.5), 經團聯 Report(1997.9)
- 미국: CalPERS Guidelines(1998.4), GM Guidelines(1997.6)
- 영국: Hampel Report(1998.1)
- 독일: DSW Guidelines(1998.6)
- 프랑스: Vienot Report(1995.7)

○ 비교대상 보고서의 성격 및 제정경위

| | | 성격 | 제정경위 |
|---|---|---|---|
| OECD(99.5) | | - OECD 회원국 정부의 의견 반영<br>- 상장회사 대상<br>- 비구속 원칙 | - OECD 각료이사회에서 발의, 민간자문기구 BSAG 에서 작성<br>- 소요기간 1년 |
| 일본 | 위원회 | - 재계지도자들의 발의로 시작<br>- 규준의 채택여부는 주주가 결정<br>- 증권거래소의 상장기준으로 권고 | - 기업·금융·학계·언론·법조계의 인사들로 위원회 구성<br>- 2년6개월 |
| | 경단련 | - 경영환경변화에 적절한 대응 | - N/A |
| 영국 (Hampel: 98.6) | | - Cadbury/Greenbury 보고서에 대한 평가 및 새로운 원칙 제정 | - 기업, 금융, 컨설팅회사의 인사들로 위원회 구성 |
| 미국 | GM | - GM社 지배구조를 개선하기 위한 자발적인 노력의 표현 | - 1994년 제정 이후 정기적 개정 |
| | CalPERS (98.4) | - 기관투자자의 입장에서 작성 | - 주요국의 기업지배구조원칙을 검토하고 지속적으로 개선 |
| 독일(98.6) | | - 독일의 대표적인 주주협회 | - N/A |
| 프랑스 (Vienot: 95.7) | | - 기업은 동 보고서의 채택여부를 공시할 의무 없음. | - 2개 고용자단체에서 위원회 설립<br>- 1년4개월 |

※ N/A: Not Available

## (2) 주요 항목별 비교

○ 주주의 권한

– 한국의 모범규준

- 1주1의결권 원칙, 그러나 법률이 정하는 의결권 제약(voting cap) 인정
- 서면 및 전자통신에 의한 투표제도 도입 촉구( Ⅰ-1.5)
- 한국은 특히 지배주주를 견제할 필요성을 강조하는 특징이 있음.

– 외국의 모범규준

- 1주 1의결권: 독일을 제외하고는 채택을 유보하거나(OECD) 언급 없음.
- 대리투표, 서면 및 전자투표: 대리투표는 대부분 인정하고 있으나, 서면 및 전자투표에 대해서는 언급이 없음.
- 지배주주: OECD와 프랑스는 지배주주에 대한 사항을 공시할 것을 권고하고, 영국은 지배주주의 이사후보추천이 적절할 수 있음을 인정

| | 1주 1투표권 | 대리투표,<br>서면·전자투표 | 지배주주/대주주 |
|---|---|---|---|
| OECD | – 유보적 표현 | – 허용(Ⅰ-C.3) | – 특정주주에게 주식소유비율과 다른 지배권을 허용하는 자본구조 약정은 공시(Ⅰ-D) |
| 일본<br>(위원회) | – 언급없음 | – 언급없음 | – 대주주에 대해서는 별도의 설명회 개최 |
| 영국<br>(Hampel) | – 언급없음 | – 대리투표: 허용<br>– 서면·전자투표: 언급없음 | – 지배주주(major shareholder)의 이사후보추천이 적절할 수 있음을 인정(3.20) |
| 미국<br>(CalPERS) | – 언급없음 | – 대리투표: 허용<br>– 서면·전자투표: 언급없음 | – 언급없음 |
| 독일<br>(DSW) | – 채택<br>– 기타 투표권 제한 규정은 제거 | – N/A | – N/A |
| 프랑스<br>(Vienot Committee) | – N/A | – N/A | – 지배주주(majority shareholder)에 의해 통제되는 이사회는 모든 이해관계에 대한 고려와 공시의 투명성을 보장해야 함. |

○ 사외이사제도

– 한국의 모범규준

- 사외이사의 독립성: 경영진과 지배주주로부터 독립하고, 기업・경영진・지배주주와의 사이에 중립성을 저해할 우려가 없어야 함(Ⅱ-4.1).
- 금융기관과 대규모 공개기업은 사외이사 비율: 1/2 이상(Ⅱ-2.2)

– 외국의 모범규준

- 사외이사 자격: 기업으로부터 독립(OECD, GM, CalPERS), 경영진으로부터 독립(영국), 또는 순수하게 주주의 관점을 유지할 것(일본).
- 사외이사 역할: 기본적으로 감사 및 보수위원회에서 중요한 역할 수행
- 사외이사 비중: 미국은 1/2 이상, 영국은 1/6 이상, 프랑스는 2인 이상을 권고하고 있으며, 일본은 장기적으로 1/2 이상을 지향

| | | 사외이사의 독립성 | 사외이사의 역할 | 사외이사의 비율 |
|---|---|---|---|---|
| OECD | | – 기업과 고용관계에 있거나 경제적, 가족적 혹은 여타의 밀접한 관계가 없는 경우(V-E 해설) | – 경영진, 기업, 주주 사이의 이해상충 조율(V-E)<br>– 임원의 보수, 승계계획, 경영권 변경과 방어, 감사 등에서 중요한 역할(V-E) | – 이해충돌 가능성이 있는 중요업무에 대하여 독립적 판단을 할 수 있는 충분한 수(V-E) |
| 일본 (위원회) | | – 순수하게 주주의 관점에 서고, 기타 이해관계자관점에서 독립(4-4.1) | – 사외이사를 중심으로 감독기능 확립(2.7)<br>– 경영진의 보수제도 결정(2.7) | – 장기적으로 1/2 이상을 지향 |
| 영국 (Hampel) | | – 경영진으로부터 독립(3.9)<br>– 독립적 판단을 저해하는 사업상 또는 여타 관계가 없을 것(3.9)<br>– 이사회가 독립성 여부 판단(3.9) | – 보수위원회의 전부(4.11)<br>– 감사위원회는 2인 이상 | – 1/6 이상 |
| 미국 | GM | – 해당회사 및 계열사와 직・간접적으로 이해관계가 없을 것<br>– 사외이사들의 정기적인 모임 | – 감사, 자본, 이사선임, 집행위원회의 전원을 차지 | – 1/2 이상 |
| | CalPERS | – 해당회사 및 계열사와 직・간접적인 이해관계가 없을 것<br>– 1년에 한번 이상 사외이사들의 정기적임 모임 필요(CP, A2) | – 감사, 이사선임, 평가 및 지배, 보수, 윤리위원회의 전원을 차지(C, A4) | – 1/2 이상 |
| 독일(DSW) | | – N/A | – N/A | – N/A |
| 프랑스 (Vienot) | | – N/A | – 각 위원회에 1인 이상 | – 2인 이상 |

○ 감사제도

– 한국의 모범규준

- 금융기관 및 대규모 공개기업에 대해 감사위원회의 설치 권고
- 감사위원회에 업무집행의 적법성 감사와 타당성 감사권 부여(Ⅲ-1.3)
- 외부감사: ①감사대상기업, 경영자 및 지배주주로부터 실질적 독립 및 외견상 독립(Ⅲ-2.1), ②대상기업의 존속가능성에 대한 의견표명(Ⅲ-2.5), ③감사결과와 공시내용의 일치여부 확인(Ⅲ-2.3)

– 외국의 모범규준

- 감사위원회: 대부분의 보고서가 사외이사 중심의 감사위원회 설치를 권고하고 있음. 단, 일본의 보고서에서는 장기적인 검토과제로 설정
- 타당성 감사: 일본의 보고서에서만 현행 이사회-감사의 이원체제하에서 타당성 감사를 권고하고 있으며, 기타 보고서에서는 언급이 없음.

| | | |
|---|---|---|
| OECD | | – 정기감사는 독립적인 감사에 의해 수행(Ⅳ-C)<br>– 타당성 감사: not covered |
| 일본 | 위원회 | – 감사위원회(원칙 13B)<br>• 장기적으로 사외이사가 이사회의 다수를 차지하게 된 시점에 설치할 수 있음.<br>– 현행 이사회-감사회의 이원체제하에서<br>• 독립적인 사외감사 활용(4.2 해설)<br>• 외부감사와 내부감사의 적절한 역할 분담(원칙 11A)<br>• 위법성과 타당성(이사가 의사결정에 관여한 행위) 감사(원칙 12A) |
| | 경단련 | – 현행 이사회-감사의 이원체제하에서<br>• 감사의 자격 강화 및 과반수 이상의 외부감사 도입<br>• CPA 감사와 여타 감사간의 coordination 확대, CPA rotation 및 Peer Review 등 |
| 영국 (Hampel) | | – 감사위원회(6.3) : 3인 이상의 비집행이사, 그중 2인 이상은 독립이사<br>• 감사위원회가 없는 기업은 동 위원회의 설치를 고려해야 함(6.14)<br>• 타당성 감사: not covered<br>– 외부감사인: 기업통제시스템에 대한 감사결과를 이사들에게 보고(6.6) |
| 미 국 GM/CalPERS | | – 감사위원회: 독립적인 사외이사로 구성<br>– 타당성 감사: N/A |
| 독일(DSW) | | – 감사의 독립성 강화: 감사와 자문을 동시에 수행해서는 안됨.<br>– 타당성 감사: N/A |
| 프랑스(Vienot) | | – N/A |

## 5. 기업지배구조 정책의 특징과 개선방향

### (1) 최근의 정책동향

○ 경제위기 이후 최근까지의 제도개혁 내용

– 기업지배구조의 중요성에 대한 인식은 늦었으나 경제위기 이후 들어선 김대중 행정부는 단기간 내에 기업지배구조 관련 제도를 대폭 손질함.

– 제도개혁 내용: ▶경영투명성의 제고, ▶M&A 시장허용, ▶지배주주의 책임 강화, ▶소액주주의 권한 확충, ▶사외이사제도 도입 등(표 참조)

| 정책구분 | 정책내용 |
|---|---|
| 경영투명성 | – 2000년부터 결합재무제표 작성 의무화<br>– '외부감사인 선임위원회' 설치 의무화<br>– 예측정보 공시제도 및 공시위반에 대한 처벌강화 |
| 지배권 시장 활성화 | – 의무공개매수제도 폐지<br>– 적대적 M&A 허용<br>• 외국인 주식취득시 이사회 동의 요건 완화: 10% ⇒ 1/3 이상<br>– 출자총액한도 및 자사주 취득한도 폐지 |
| 지배주주의 책임 강화 | – 이사의 충실의무 신설<br>– 업무집행 관여자(사실상의 이사)의 책임규정 신설 |
| 주주권 강화 | – 소액주주의 권한 강화<br>• 대표소송 제기권 등 소액주주의 권한을 대폭 강화<br>• 이사 선임시 집중투표제 도입<br>– 기관투자가의 shadow voting 폐지<br>• 신탁재산(투신과 은행의 신탁계정)의 의결권 부여<br>• 지배목적의 의결권 행사 제한 |
| 사외이사제도 도입 | – 상장법인의 사외이사 선임 의무화(1999년부터 1/4 이상)<br>– 사외이사 미선임 기업은 주권상장 폐지 |

* 출자총액제한제도는 1998년 4월에 폐지되었으나 2000년 4월부터 부활 예정

○ 「기업지배구조 모범규준」을 토대로 추가적인 제도개혁의 추진

– 정부는 대규모 공개기업(자산총액 2조원 이상)을 대상으로 다음의 사항을 입법예고 하는 등 추가적인 제도개혁을 추진

- 사외이사 비율 확대:
  현재 1/4 ⇒ 2000년 최소 3인 이상 ⇒ 2001년 1/2 이상
- 이사회 내부에 감사위원회 설치 의무화:
  사외이사 비율 2/3 이상, 2000년부터 설치 의무화
- 이사후보추천위원회 설치 의무화:
  사외이사 비율 1/2 이상, 사내이사 후보추천은 제외

○ 제2금융권 지배구조 개선 추진

– 김대중 대통령은 99년 8월 15일 기존의 企業構造調整方案 5個項 외에 ①재벌의 금융지배 방지, ②순환출자와 부당 내부거래 억제, ③변칙상속의 차단 등 3個項을 추가한 재벌개혁 방안 발표

– 이에 따라 정부는 제2금융권이 재벌의 사금고화되는 것을 방지하기 위해 상장 여부에 관계없이 대규모 증권회사(자산총액 2조원 이상)와 투신사(총수탁고 2조원 이상)를 대상으로 다음의 제도개혁을 추진

- 2000년부터 이사회 총원의 사외이사 선임 의무화
- 사외이사 선임시 이사후보추천위원회 추천 필요
- 이사회 내부에 감사위원회 설치 의무화
- 소수주주권 행사요건을 상장법인의 1/2로 완화
- 비상장 증권사에 대해서도 분기보고서 발간 의무화

– 이 밖에 국민회의에서 발의한 '주주 집단소송제도'는 국회에 계류 중

### (2) 정책의 특징과 문제점

○ 기업지배구조 관련 제도개혁은 일단 올바른 정책방향으로 평가됨.

– 재벌문제를 기업지배구조의 문제로 인식하고, 제도개혁을 통해 문제를 접근하는 것은 과거에 비해 진일보하고 올바른 정책방향으로 평가됨.

○ 그러나 정책추진과정에서 앞으로 보완되어야 할 문제점이 적지 않음.

– 특히 정부정책은 기업지배구조를 재벌개혁의 수단으로 활용하고, 기업의 경쟁력에 미치는 영향보다 경영책임을 강조하는 등의 문제점이 있음.

– 이 밖에 정책추진과정에서 나타나는 문제점들을 적시하면 다음과 같음.

- 기업지배구조 개혁의 궁극적인 지향점이 株主主義인지, 利害關係者主義인지, 아니면 또 다른 代案인지 불분명
- 시장규율기능의 개선보다는 내부통제구조에 지나친 정부개입
- 사외이사 비율 1/2 이상 등 Global Standard를 상회하는 규제 부과

### (3) 바람직한 정책추진 방향

○ 기업지배구조 개혁의 본래 목적에 좀더 충실할 필요가 있음.

– 기업지배구조는 한 나라 자본주의 시스템의 경쟁력을 결정하는 중요한 제도이며, 경영책임뿐만 아니라 기업의 경쟁력을 함께 증진시키는 방향으로 제도개혁이 이루어져야 함.

**한국형 기업지배구조의 모색**

| 구 분 | 현재의 접근방식 | 바람직한 접근방식 |
|---|---|---|
| 지배구조의 기능 | 재벌개혁, 경영책임의 담보 | 책임과 효율의 균형적 접근 |
| 접근방식 | Global Standard의 강조<br>외국 사례의 선별적 취합 | 우리나라 환경의 특수성, 제도의 경로의존성, Global Standard를 모두 감안하여 경쟁력 있는 韓國型 企業支配構造 모색 |
| Time Horizon | 단기처방 중심<br>(위기극복과 재벌개혁) | 중장기 비젼 제시<br>(위기극복 이후에도 적용가능해야) |

○ 경쟁력있는 한국형 모형을 찾기 위한 정부-기업의 공동 노력이 필요

– 한국적 환경 적합성과 Global Standard를 감안하여 경쟁력 있는 모델을

모색해야 하며, 이를 위해 정부와 기업은 개혁주체와 개혁대상이라는 對立的 構圖에서 벗어나, 變化의 同伴者 關係로 전환되어야 함.

○ 시장감시기능을 향상시키기 위한 시장제도 정비에 우선적인 노력

– 선진국과 달리 우리나라는 시장규율기능이 지극히 불완전하므로 자본시장, 금융시장, 상품시장에서 효과적인 경영감시가 이루어지고 비효율적인 기업 또는 경영자가 퇴출될 수 있도록 하는 시장제도의 정비가 긴요

○ 내부지배구조(이사회)는 최소한의 원칙을 제시하는 선에서 그쳐야 함.

– 내부지배구조(이사회)에 대해 지나치고 획일적인 규제는 바람직하지 못하며, 시장압력에 따라 개별기업의 특성에 적합한 지배구조의 설계가 가능하도록 여지를 주어야 함.

○ 지주회사 제한규정을 완화하여 자유로운 기업조직의 선택을 보장해야 함.

– 지금의 선단식 조직을 부정하기에 앞서 다양한 기업조직의 실험 속에서 경쟁력있는 대안을 찾을 수 있도록 지주회사설립을 폭넓게 허용해야 함.

○ 政策順應費用의 최소화로 경영환경의 안정에 기여해야 함.

– 단기의 가시적인 성과보다는 장기적인 관점에서 정책을 입안하고 일관된 제도의 집행(enforcing)으로 정책의 예측가능성을 높여나가야 함.

○ 지배구조 개혁은 기업외적 영역에서도 시급한 과제임.

– 금융기관, 정부 산하의 각종 연기금, 비영리재단의 지배구조는 기업보다 훨씬 심각한 문제가 있기 때문에 이들 조직의 지배구조 개혁이 시급

## 6. 정책부문별 개선과제

### (1) 공시제도

#### 가. 공시제도 관련 최근의 정책동향

○ 공시대상의 확대

- 미래의 수익이나 경영전망 등에 관한 예측정보 공시제도 도입(증권거래법 제8조 2)

- 경영의 투명성 및 공시의 적시성 제고를 위해 분기보고서 제도 도입(증권거래법 제186조 3)

- 결합재무제표의 작성 및 제출(증권거래법 제186조 2의 5항)

- 법규상 공시사항 외 이해관계자 의사결정에 중대한 영향을 미치는 사항의 공시 권고(「기업지배구조 모범규준」(안))

○ 공시의무 불이행시 책임 및 처벌 강화

- 공시의무를 위반하거나 허위기재를 한 경우, 금감위가 최고 5억원까지 과징금을 부과할 수 있는 처벌 근거 마련(증권거래법 206조 11)

- 「기업지배구조 모범규준」(안): 불성실 공시내역과 그에 따른 제재 내용을 사업보고서에 기재하도록 하는 한편, 공시책임자를 지정할 것을 권고

- 분식회계, 부실감사, 허위공시와 관련하여 집단소송제도의 도입을 검토

○ 공시내용의 이해가능성, 이용가능성을 증대시키는 방안

– 전자공시제도 도입(증권거래법 제 194조 2)

- 1998.12.31 이후 종료되는 주권상장법인의 사업보고서 및 반기보고서 등의 공시서류에 대하여 『전자문서에 의한 신고 등에 관한 규정』에 의한 전자공시 시행
- 단계적 전자공시제도 시행으로 2001.3.1일부터는 모든 서면 공시서류의 제출 면제 예정

– 「기업지배구조 모범규준」(안)에서는 전자공시와 함께 다수의 외국인 참가기업에 대해서는 영문 공시의 병행을 권고

## 나. 평가 및 정책대안

○ 공시대상의 확대에 따른 문제점과 대안

– 이해관계자에게 기업내용과 관련한 신뢰할 수 있는 정보를 정기 및 수시로 신속하게 공시하도록 제도를 강화하는 정책방향은 원칙적으로 바람직

– 그러나 사업상 비밀유지의 필요성이 있는 경우에도 절대적인 공시의무를 부과할 경우 기업에게 허위공시를 유인하는 결과를 초래할 수도 있음.

– 따라서 미국의 경우처럼 법인 및 투자자 손실이 예상되는 경우에 일정기간 내부정보를 통제한 가운데 공시유보를 할 수 있도록 공시유보의 적용범위 조정 필요

○ 불성실공시에 대한 책임 강화에 대한 평가

– 불성실공시에 대한 과징금(금감위 제재)과 형사벌칙 부과와 더불어 집단소송제의 도입이 추진되면 소송남용 등에 따른 기업의 이중적 부담으로 정상적인 기업활동에 차질을 줄 가능성

– 건전한 소송문화 정착시까지 과징금 증액 등의 제도적 규제로서 부실공시를 방지하는 것이 바람직함(현행 거래법 193조, 206조).

– 장기적으로 불성실공시는 증권거래소 중심의 자율규제로 전환하고, 금감위 등 감독기관은 내부자거래 규제기능으로 전환

○ 공시방법의 문제점과 대안

– 대차대조표에 국한된 신문공고의 공시효과는 비용·편익의 측면에서 비효율적임.

– 신문공고시 요약식 대차대조표 및 요약식 손익계산서를 공고토록 하며 감사보고서 특기사항 중 중요한 사항을 함께 공고토록 하여 공시에 따른 이해가능성 및 이용가능성을 증대시킬 필요

– 장기적으로는 전자공시제도(DART system)의 확대로 공시대상기업은 1회의 온라인상 제출로 공시의무를 완료하고 투자자는 인터넷을 통하여 모든 공시서류 열람 가능

○ 회계기준의 통일(재무제표 신뢰성 제고)

– 국제적 회계기준과의 지속적인 조화노력으로 타국 거래소 상장시 등에 따르는 추가비용을 절감할 수 있음.

• 1998년 기업회계기준의 전면개정으로 국제회계기준과 차이 미미

– 감사인 수임한도제의 폐지 및 감사보수 자율화 등을 통하여 완전자유경쟁체제를 도입함과 동시에 외부감사의 질적 하락을 방지하기 위하여 감리제도를 강화함으로써 효과적인 외부감사 제도를 구축

• 부실감사에 대한 감사인 처벌 강화 및 정기적인 감사인 평가제도 실시 고려

## (2) 주주권 강화 및 지배주주의 책임

### 가. 최근의 정책동향

○ 주주의 권리

– 주주권과 관련하여 최근 부각되고 있는 이슈는 집단소송제도, 대표소송제도, 집중투표제도, 주주제안권 등이 있음(표 참조).

| 주주권 | 정책추진현황 |
|---|---|
| 집단소송제도 | - 국회에 「증권관련집단소송에 관한 법률」안이 계류 중<br>- 제정이유: 분식회계, 부실감사, 허위공시 등의 각종 불법행위로 인하여 투자자의 재산권 침해가 발생한 경우, 증권분쟁에 있어서 보다 용이하게 피해구제를 받을 수 있도록 하기 위해 제정 고려<br>- 소송청구요건: 구성원 20인<br>- 대표당사자 요건: 최근 3년간 5건 이상의 증권관련 집단소송의 대표당사자가 아니었던 사람 |
| 대표소송제도 | - 상법 제403조 1항 및 증권거래법에 대표소송제기권 명시<br>- 소송제기요건: 상법적용을 받는 비상장기업은 1%, 상장기업은 0.01%<br>- 대표소송의 소송대상: 이사뿐만 아니라 발기인, 감사, 청산인, 불공정한 가액으로 주식을 인수한 자, 주주권의 행사와 관련하여 이익을 공여받은 자, 내부거래자 등 |
| 집중투표제 | - 집중투표제 채택: 상법 제382조의 2<br>- 집중투표제를 원칙으로 하되 특별결의가 있으면 배제가능 |
| 주주제안권 | - 상법과 증권거래법 개정을 통해 주주제안권 부여<br>- 상법 제363조의 2: 의결권 주식의 3/100 이상을 보유한 자<br>- 증권거래법 제194조의 14: 의결권 발행주식의 1% 이상을 보유한 자 |

○ 지배주주의 책임 강화

– 지배주주는 상법 제401조의 2에 업무집행지시자의 책임을 부과하도록 하는 조항 신설

– 업무집행관여자는 이사의 책임 및 대표소송 규정의 적용에 있어 이사로 간주

– 상법상 이사로 보는 업무집행지시자는 이사의 선관주의의무(제382조) 및 충실의무(제382조의3)에 준하여 행동하도록 규정

## 나. 평가 및 정책대안

○ 집단소송제도의 도입 유보

– 집단소송제도의 도입시 집단소송 브로커의 양산, 남소로 인한 기업활동의 위축 초래

– 전면적인 구조조정 단계에 있는 기업현실을 감안하여 집단소송제도 도입 논의는 유보하는 것이 바람직함.

– 이미 허위, 불성실 공시를 제재할 수 있는 제도를 마련하였기 때문에 지금으로서는 이러한 제도의 엄정하고 일관된 집행이 중요한 단계임.

○ 기업가치에 미치는 득실을 감안, 주주권 행사요건의 적정 한계 설정

– 주주권 확대는 바람직하나 소액주주의 무임승차 성향, 濫訴의 가능성을 감안할 때 단독주주권의 도입은 得보다 失이 많을 것으로 보임.

– 주주권 행사 요건에 일정한 제한을 두되 위임장 대결 절차를 합리화, 간소화함으로써 소액주주의 권리를 보호하는 방안 검토

○ 대표소송에 대한 경영판단원칙의 확립

– 濫訴 위협으로부터 경영의 자율성을 보호하고 법원이 간여하기 힘든 경영의 전문영역을 존중하기 위해서 경영판단의 원칙을 인정할 필요

– 사후적 경영실패에 대한 손해배상책임을 배제하고 경영진이 실익이 없는 소송에 휘말리지 않도록 독립적 인사로 구성된 특별소송위원회에 대표소송 기각 청구권 부여하는 방안 검토

○ 대주주의 사외이사 자격을 허용하여 '소유와 경영이 분리'될 수 있는 길을 열어 놓아야 함.

– 경영에 참여하지 않는 대주주 및 특수관계인에 대해서도 사외이사의 자격을 배제하는 것은 과점주주에 비해 대주주를 逆差別하는 문제를 초래

– 기업의 경영세대가 2대, 3대로 바뀜에 따라 전문경영인 체제가 정착되어야 하나 대주주의 사외이사 자격배제로 대주주의 경영관여가 계속될 수 밖에 없어 소유와 경영의 분리에 장애요인이 될 수 있음.

• 대주주는 사외이사로서 주주를 대표하여 이사회 의장을 맡고, 전문경영인이 경영업무를 담당하게 되면 자연스레 소유와 경영이 분리될 것임.

– 경영에 참여하지 않는 대주주의 사외이사 자격배제는 global standard가 아님(표 참조).

**독립적인 사외이사의 자격 비교**

| 한국의 사외이사 자격제한<br>(상장법인 관리규정) | 미국 SEC의 사외이사 독립성 판단기준 |
|---|---|
| – 경영, 경제, 법률 등에 전문지식을 가진 자<br>– 당해 법인을 퇴직한 지 2년 이상 경과한 자<br>– 3개 이상의 타 법인에서 사외이사로 선임되지 않은 자<br>– 당해 회사와 거래관계 또는 경쟁관계에 있는 회사의 경영진이 아닌 자<br>– **대주주 또는 대주주와 특수관계에 있지 않은 자** | – 현 종업원이거나 또는 과거 2년 내에 그 회사에 고용되었던 자<br>– 현 경영진 또는 과거 2년 내 핵심경영진의 가족 일원인 자<br>– 과거 2년 내 회사로부터 20만달러 이상의 대가를 지급받았거나 또는 그 회사의 다른 사업체에 상당한 의결권을 갖고 있는 자<br>– 회사가 투자하여 설립한 다른 사업체의 長이거나 또는 그 사업체로부터 20만달러 이상(또는 그에 상응하는 대가)을 지급받은 자<br>– 현재 그 회사의 법류자문을 하고 있거나 또는 과거 2년 내에 담당했던 자 |

### (3) 이사회의 기능과 구성: 사외이사제도를 중심으로

#### 가. 최근의 정책동향

○ 현재 시행중인 사외이사제도 내용

| 구분 | 내용 |
|---|---|
| 법적 근거 | – 증권거래소의 「유가증권상장규정」<br>– 증권거래소는 유가증권시장에 상장되어 있는 유가증권의 관리를 위하여 「유가증권상장규정」을 정하여야 하며, 동 상장규정에는 유가증권의 상장과 상장폐지에 관한 사항이 포함 |
| 사외이사 비율 | – 모든 주권상장법인은 1998년 결산 주주총회까지는 최소 1인 이상, 그 이후에는 총 이사수의 1/4 (최소 1인) 이상의 사외이사를 선임<br>– 선임된 사외이사가 포함된 법인 등기부등본상의 이사수가 총 이사수의 기준이 됨. |
| 사외이사의 자격 | – 경영, 경제, 회계, 법률 또는 관련기술 등에 관한 전문지식이나 경험이 풍부한 자<br>– 다만, 당해 법인 및 당해 법인의 최대주주, 사외이사가 아닌 이사의 배우자 및 직계존비속, 당해 법인의 임직원 등은 제외 |
| 제재조치 | – 사외이사를 선임하지 않으면 주권상장 폐지요건에 해당<br>– 사외이사 미선임법인은 관리종목으로 지정(사업보고서 제출마감일 익일), 상장폐지유예기간은 2년 |

○ 최근의 사외이사제도 확대 방안

– 사외이사 의무비율의 확대: 자산규모 2조원 이상 상장사와 금융기관에 대해 50% 이상의 사외이사 비율을 의무화하는 법개정 추진

– 사외이사의 역할 강화: 사외이사가 중심이 되는 감사위원회 및 이사후보 추천위원회 구성 의무화 추진

#### 나. 평가 및 정책대안

○ 사외이사 과반수 규제는 기업경영의 자율성에 상당한 영향을 미칠 전망

– 자산 총액 2조원 이상의 사외이사 과반수 규제대상 기업 수는 1998년 기준으로 92개임.

– 92개 대기업이 주식시장 시가총액에서 점하는 비중이 약 70%에 달하여 사외이사 과반수 규제는 기업활동에 커다란 영향을 미칠 것으로 전망됨.

○ 사외이사제도는 필요하지만 1/2 이상 의무화는 지나친 규제로 평가됨.

– 경영진에 복속된 사내이사로만 구성되어 있었기 때문에 형해화되었다는 지적은 부분적으로 타당성이 있으며, 사외이사제도의 도입은 바람직한 측면이 있음.

– 특히 1/2 이상 의무화는 경영진과 투자자들이 서로 이해조율을 통해 개별기업에 적합한 최적의 이사회 구성을 어렵게 하는 문제점이 있음.

○ 경영감시자로서 사외이사의 역할을 과신할 이유는 없음.

– 사외이사 비율이 70%를 넘는 미국에서 사외이사의 실효성에 대한 논란이 일고 있음에서 보듯이 사외이사는 모든 문제의 해결책일 수 없음.

– 특히 우리의 경우 시장에서 투자자들의 이사회 평가·감시기능이 개선되지 않는 한, 사외이사의 양적 확대에도 불구하고 이사회의 정상화를 기대할 수 없다는 사실을 감안해야 함.

○ 이사회에 대한 정부개입은 '글로발 스탠다드'를 따르는 것이 바람직함.

– 사외이사 과반수 규제는 글로발 스탠다드일 수 없음. Hampel(영국), Vienot(프랑스) 보고서는 사외이사의 수를 각각 1/6, 2인 이상으로 권고

– 미국의 경우 각종 모범규준에서는 1/2 이상의 사외이사 비율을 권고하고 있으나, 정책적으로는 3인 이상의 사외이사로 구성된 감사위원회 설

치를 상장요건으로 하는 것이 전부임.

- 따라서 우리도 미국과 같이 3인 이상의 사외이사로 구성된 감사위원회 설치를 상장요건으로 두고, 과반수 규제는 철회하는 것이 바람직할 듯

○ 직접적인 규제보다는 유인제공을 통해 사외이사제도의 자율적인 확대를 유도해야 함.

- 사외이사 1/2 이상을 의무화하는 직접적인 규제를 지양하고, 사외이사 비율이 높은 기업에게 '경영판단의 원칙'을 폭넓게 인정하는 등의 인센티브 제공을 통해 기업 스스로 사외이사제도를 확대하도록 유도해야 함.

- 이 밖에 사외이사제도를 실질적으로 정착시키기 위한 노력이 긴요하며, 이를 위해 사외이사에 대한 평가 및 보상시스템(예: 스톡옵션, 임원책임보험 등), 사외이사의 책임과 의무를 분명히 할 필요가 있음.

## (4) 내부감사제도: 감사위원회를 중심으로

### 가. 최근의 정책동향

○ 대규모 공개기업과 금융기관에 대해 감사위원회 설치를 의무화

- 정부는 「기업지배구조 모범규준」을 토대로 자산총액 2조원 이상의 대규모 공개기업과 금융기관에 대해 이사회 내에 감사위원회의 설치를 의무화하기 위한 관계법령 개정을 추진(입법예고)

- 감사위원회의 구성: 3인 이상의 이사로 구성하되 위원장을 포함하여 2/3 이상이 사외이사이어야 함.

- 기타 상장회사 및 비상장회사는 기존 감사제도와 감사위원회 중 선택하도록 함.

## 나. 평가 및 정책대안

○ 감사위원회 설치의 의의와 한계

– 감사위원회의 설치는 사외이사들에게 일정한 역할을 부여하고 이사회 기능의 활성화에 기여할 수 있다는 점에서 바람직한 측면이 있음.

– 그러나 한편으로 감사제도의 급격한 변화에 따른 문제점도 적지 않을 것으로 보임.

- 현행 감사제도는 경영진, 이사회, 감사의 3권 분립을 전제한 日獨法體系에 기초하고 있는데 비해 감사위원회는 英美法體系의 소산임. 양자는 권한과 기능이 다르기 때문에 제도간 상충문제가 발생할 수 있음.
- 사외이사의 전문성 및 독립성 미흡으로 사외이사제도가 정착되지 않은 상황에서 사외이사 중심의 감사위원회가 어느 정도 실효성을 가질지도 의문

○ 장기적으로 감사위원회 제도를 지향하되 과도기적으로 감사회를 운용하는 방안을 검토

– 급격한 제도변화의 충격을 줄이는 한편, 현행 1인 감사제도의 문제점을 개선하기 위해 과도기적으로 사외감사가 주축이 되는 감사회를 운영하는 방안을 검토할 수 있을 것임.

– 일본에서도 '미・일 구조조정 회의'에서 감사위원회가 논의되었으나 법체계가 미국과 다른 점을 들어 사외감사가 중심이 되는 감사회를 설치하는 방안으로 절충한 바 있음.

○ 또 다른 대안으로서 감사위원회제도를 단계적으로 도입하는 방안을 검토

– 민간기업에 대한 규제에 앞서 정부산하 연기금, 공기업, 금융기관에 한하여 일정기간 실험적으로 실시하고, 그 운영결과를 검토하여 적용기업의 규모 및 시기를 조정

○ 감사위원회 제도를 도입하는 경우에도 위원회의 권한 조정이 있어야 함.

- 감사위원회로 권한이 집중되는 것을 방지하기 위해 영미법 체계에서와 같이 감사위원회는 적법성 감사를 주로 하되, 업무집행의 타당성 감사는 현저한 불법행위가 있는 경우로 제한해야 할 것임.

### (5) 기관투자가로서의 금융기관의 역할

#### 가. 기관투자가에 대한 정책동향

○ IMF위기 이후 기관투자가의 역할에 대한 인식의 변화

- 우리나라는 IMF위기 이후 자본시장이 급격한 변화를 겪으면서 기관투자가의 역할에 대한 인식의 전환이 이루어지고 있음.

- 정부는 지배주주 및 경영자의 책임을 강화하는 일환으로 기관투자가의 견제기능을 강화하고 있으며 1998년 9월 증권투자신탁업법을 개정, 기관투자가도 보유주식에 대해 직접 의결권을 행사하도록 하였음.

○ 기관투자가에 대해서는 다음과 같은 법적·제도적 제약이 존재

- 금융기관의 주식소유제한
- 금융기관의 동일종목 보유한도
- 동일인 및 동일계열 기업군에 대한 대출 및 투자의 제한
- 금융기관 자기계열 집단에 대한 투자 및 대출의 제한
- 주식의 대량소유 보고의무, 상호출자의 제한
- 금융기관의 의결권 제한

#### 나. 외국의 기관투자가의 역할

○ 미국의 경우

- 金産 複合化를 우려하는 전통 속에서 금융기관이 일반기업의 대주주가 되어 기업지배에 영향력을 행사하지 못하도록 규제해 왔음.

- 80년대 들어 기관투자가들의 비중이 커져서 기업경영에 불만이 있어도 자본손실 없이는 보유주식의 현금화가 어렵게 됨에 따라 연기금을 중심으로 적극적인 기업경영감시에 참여하기 시작함.

○ 영국의 경우

- 영국 기관투자가의 기업감시활동은 뒤에서 은밀하게 이루어지는 경향이 있으며, 과거에는 기업이 경영위기에 봉착하였을 때만 적극적으로 간여하였으나 최근에는 경영자 교체 등 경영에 대한 개입이 늘고 있음.

○ 독일의 경우

- 독일 은행들은 일본을 제외하고 가장 많은 주식을 소유하고 있으며, 대부분의 일반 투자자들은 대부분 주식을 직접 보유하지 않고 은행에 예탁하고 은행이 이들의 의결권을 대리행사하고 있음.

○ 일본의 경우

- 제2차 세계대전 이후 일본을 점령한 미군사령부는 재벌을 해체하고 1947년 獨禁法을 제정하여 금융기관의 기업주식소유를 기업당 5%로 제한

- 일본 기업의 여러 기관투자가 중에서 은행의 역할은 가장 주목할 만한데 대개의 산업기업은 가장 큰 채권자인 동시에 대주주의 하나인 소위 주거래은행을 가지고 있음.

### 다. 바람직한 기관투자가의 역할과 정책대안

○ 우리 기업의 자금조달구조를 감안할 때, 금융기관은 기업지배구조의 개선에 중요한 역할을 수행할 수 있는 잠재력이 있음.

- IMF위기 이후 정부는 각종 제도를 개혁하는 중이며, 이에 따라 우리나라의 기업지배구조는 시장중심제도로 변화해 가고 있음.

- 그러나 이러한 전환은 상당한 시일이 요구되며, 아직까지 기업들이 은행의 자금의존도가 높다는 점을 감안할 때 금융기관의 기업규율기능을 활용할 필요가 있음.

- 특히 기업구조조정 과정에서 출자전환 등을 통해 은행의 기업주식소유가 불가피하게 되었으므로 주거래은행의 경우 일정 범위 내에서 기업경영에 직접 참여하도록 하는 여건을 마련할 필요가 있음.

○ 금융기관은 적극적인 기업경영감시 참여에 앞서 먼저 자체의 지배구조 문제를 개선해야 함.

- 우리나라 은행은 외국에 비해 소유집중도가 높음에도 불구하고 정부가 산업정책을 수행하는 과정에서 도구로 이용되었기 때문에 책임경영체제가 이루어지지 못하였음.

- 은행의 경영효율 제고를 위해서는 현재 지배주주의 역할을 하고 있는 정부와 최고경영자의 독점경영을 통제할 지배구조 개선이 시급함.

- 외국의 예에 비추어 은행법상 동일인 주식소유는 유지되어야 하지만 외국인과의 형평성을 고려하여 일부 조정이 필요한 것도 사실임.

○ 기관투자가의 의결권 행사를 적극적으로 유도

- 우리나라에서도 주식소유의 기관화 현상과 더불어 소득수준 향상 및 인구고령화 진전으로 연금 및 연금성 신탁이 크게 증가하는 추세임.

- 또한 이들 기관투자가는 개인투자자에 비해 장기투자의 경향이 있어 기업의 감시역할을 자임할 가능성이 더 많음.

– 따라서 기관투자가에 대해서도 일반투자자와 마찬가지로 주주권을 적극적으로 행사할 수 있도록 여건을 마련해주는 것이 바람직함.

# 제1장
# 기업지배구조의 논의배경

1. 기업지배구조의 개념 / 36
2. 기업지배의 수단과 변천과정 / 39
3. 기업지배구조 논의의 확산 배경 / 41
(1) 학문적 논의 배경 / 41
(2) 80년대 이후 정책적 논의의 확산 배경 / 42
(3) 최근의 논의 배경과 각국 모범규준의 제정 확산 / 44
4. 우리나라에서의 기업지배구조 논의 배경 / 47

## 1. 기업지배구조의 개념

○ 기업지배의 정의

– 기업지배란 일반적으로 기업의 방향을 결정하고 경영의사결정을 견제·감독하는 법적, 제도적 메카니즘을 이름.

– 각국별로 기업의 발전단계가 다르고 기업이 성장해온 역사적·제도적 맥락이 다르기 때문에 기업지배의 구체적인 개념은 論者마다 차이를 보임.

<기업지배의 다양한 개념>

– OECD Principle(1999): 기업지배구조는 경제적 효율성을 증진시키는 중요한 요소로서 경영진, 이사회, 주주, 기타 이해관계자 사이의 모든 관계를 규정함.
– 일본의 기업지배구조 원칙(1998): 기업지배구조란 통치권을 가진 주주를 대신하여 이사회가 경영방침과 전략에 관한 의사결정을 하고 장기적인 주주이익의 추구를 위해 경영자의 경영권 행사를 감독하는 행위임.
– Shleifer & Vishney(1996): 기업지배란 기업에 자금을 제공한 투자자들이 투자에 대한 수익을 보장받기 위해 경영진의 자원배분에 대한 의사결정을 감독하고 통제하는 방법을 의미함.
– Blair(1995): 기업지배란 소유가 분산된 기업에서 누가 기업을 통치하고, 기업활동에서 발생하는 수익과 위험을 어떻게 배분할 것인가를 규정하는 법적·제도적·문화적 메카니즘을 일컬음.
– Tricker(1994): 기업지배란 기업의 방향에 대한 지배권을 형성하고, 경영자의 행동을 감독하며, 법률제도에 의해 정해진 책임을 수행해나가는 것을 의미함.

○ 支配(governance)와 經營(management)의 차이

– Governance는 航海를 위한 操舵라는 뜻의 희랍어에 語源을 두고 있으며, 操舵는 풍향, 조류, 파도 등의 외부환경변화를 감안하여 航路를 결정하는 행위라는 점에서 支配는 기업의 나아갈 방향 및 목표를 설정하는 행위로 유추, 해석됨.

– 반면에 Management는 정해진 방향으로 나아가기 위한 수단을 선택하고 내부조직을 가동하여 주어진 목표를 달성하는 과정임.

– 따라서 Governance는 외부지향적, 전략지향적이라면 Management는 내부지향적, 과업지향적인 개념으로 구분할 수 있음.

<지배와 경영의 구분: Kenneth N. Dayton, Dayton Hudson Corp. 이사>
By **corporate governance**, I mean the process, structures, and relationship through which the board of directors oversees what its executives do. By **corporate management**, I mean what the executives do to define and achieve the objectives of the company(1984).

○ 기업지배의 이슈: 株主主義 對 利害關係者主義

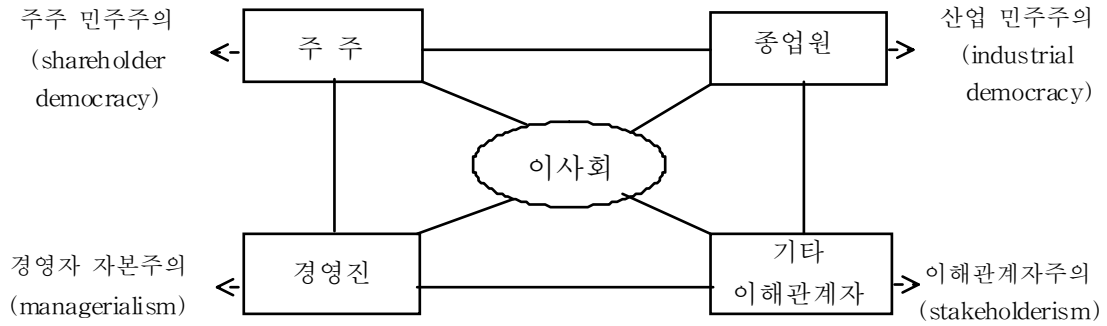
– 기업 주변에 포진해 있는 다양한 이해관계자 중에서 기업지배의 주체를 누구로 보느냐에 따라서 기업지배구조 논의는 株主主義와 利害關係者主義로 대분

- 넓은 의미에서의 이해관계자는 주주・채권자・종업원・고객・협력업체・지역사회 등이 있음.
- 株主主義(shareholderism): 기업의 주인은 株主라고 하는 재산권적 관점을 견지하며, 기업경영의 목적은 주주가치의 극대화에 있음을 강조
- 利害關係者主義(stakeholderism): 기업을 社會的 公器로 보아 기업행위의 적법성, 윤리성, 사회적 책임을 강조하며, 기업경영의 목적은 '전체적 富의 創出(total wealth creation)' 또는 전체 이해관계자의 이익 증진에 있음을 강조

– 기타 기업지배 이슈(그림 참조)

- 經營者 資本主義(managerialism): 경영자가 외부의 적절한 견제없이 경영권을 행사하면서 발생하는 문제점을 강조
- 産業 民主主義(industrial democracy): 노사관계의 안정성, 종업원의 경영참여 등을 강조

## 기업지배의 이슈




○ 주요국의 기업지배구조 성격

– 미국·영국의 앵글로색슨 국가는 대체로 株主主義 성향을, 일본은 종업원의 이익을 중시하는 利害關係者主義 성향을, 그리고 독일과 프랑스 등은 중간적 입장을 취하고 있음(표 참조).

- 한 설문조사 결과에 따르면 미국과 영국에서는 주주이익을 우선해야 한다는 의견이 70.5~75.8%에 이르며, 기타 이해관계자 중에서 특히 종업원의 이익을 우선해야 한다는 의견은 약 11%에 불과
- 일본에서는 주주보다 이해관계자를 중시하며, 특히 종업원의 이익을 우선해야 한다는 의견은 97%로 절대적
- 독일과 프랑스 등 유럽대륙 국가에서는 주주이익을 중시해야 한다는 의견은 20% 내외로 이해관계자주의 성향을 보이지만 주주와 종업원의 이익을 조화시키려 한다는 점에서 일본과 구분되는 특징을 보임.

### 각국의 기업가에 대한 설문조사결과

| 구분 | 미국 | 영국 | 일본 | 독일 | 프랑스 |
|---|---|---|---|---|---|
| ■ 설문 1: 기업은 누구의 이익을 위해 활동해야 하는가? | | | | | |
| 주주 | 75.8 | 70.5 | 2.9 | 17.8 | 22.0 |
| 전체 이해관계자 | 24.2 | 29.5 | 97.1 | 82.1 | 78.0 |
| ■ 설문 2: 주주배당과 고용유지 어느 쪽이 더 중요한가? | | | | | |
| 주주배당 | 89.2 | 89.3 | 2.9 | 40.9 | 39.6 |
| 고용유지 | 10.8 | 10.7 | 97.1 | 59.1 | 60.4 |

자료: 東洋經濟新報社, 『日歐美 の 經濟・社會 システム』, 1995

– 우리나라 기업지배구조 특징은 '所有經營者 資本主義(owner- managerialsm)'로 요약될 수 있음.

• 所有經營者 資本主義(owner-managerialsm)는 대주주의 경영참여를 뜻하는 '所有經營者(owner-manager)'와 경영자의 경영권 행사에 대한 적절한 견제장치가 없음을 의미하는 '經營者 資本主義(managerialsm)'를 합성한 개념임.

## 2. 기업지배의 수단과 변천과정

○ 기업지배수단의 구분: 外部規律 對 內部統制

– 기업지배의 수단은 크게 외부규율방식(external discipline)과 내부통제방식(internal control)이 있음.

– 외부통제방식은 기업조직의 외부, 즉 시장에서 경영진을 규율·견제하는 수단을 의미하며, 시장규율방식(market discipline)으로 불리기도 함.

– 외부규율기능이 발현되는 경로는 시장의 구분에 따라 ▶주식시장, ▶부채시장, ▶상품시장, ▶노동시장으로 나누어 살펴볼 수 있음.

• 주식시장: 의결권 행사, 주주제안, 대표소송, 주식양도 등 다양한 주주권 행사와 M&A를 통해 기업경영이 주주의 이익에 합치되도록 경영진을 견제함.
• 부채시장: 금융기관 또는 채권자가 부실대출의 위험을 피하기 위해 행하는 신용평가 및 대출심사과정, 또는 대출자금의 원활한 상환을 위해 행하는 사후감독과정을 통해 경영진을 감독·견제하는 기능을 수행
• 상품시장: 상품시장은 동종기업간 경쟁, 기업의 생산제품에 대한 소비자의 평가를 통해 경쟁력 상실기업을 퇴출시키는 가장 궁극적인 기업규율기능을 담당
• 노동시장: 전문경영인시장이 활성화될 경우, 전문경영인은 재고용과 잠

재적 경쟁자에 의한 대체가능성을 염두에 두고 책임경영을 하게 됨 (Fama, 1980).

- 내부통제방식은 주주를 위시한 기업의 주요 이해관계자들의 대표로 구성된 이사회에서 직접적으로 기업의 방향과 경영성과를 감독하는 기능을 의미

  • 내부통제방식은 이사회의 구성(사내이사 대 사외이사) 및 독립성 확보를 강조하는 제도론적 접근과 '스톡옵션'과 같이 경영진에 대한 명시적인 인센티브 보수계약을 강조하는 대리이론적 접근방식이 있음.

○ 俠義와 廣義의 기업지배 개념

- 좁은 의미에서의 기업지배 개념은 흔히 내부통제방식인 이사회와 관련된 내용을 대상으로 하고 있음.

  • 특히 미국과 영국 같이 생산요소시장과 생산물시장이 잘 발달되고 자원배분 메카니즘의 정상적인 기능을 담당하는 선진국의 경우에는 이사회의 역할을 강조하는 경향이 있음.

- 넓은 의미의 기업지배 개념은 내부통제방식과 외부규율방식을 포괄

  • 우리나라와 같이 경제활동을 뒷받침하는 시장제도가 제대로 갖추어지지 않은 신흥시장(emerging market)에서의 기업지배 논의는 이사회뿐만 아니라 시장규율방식까지 기업지배 논의의 주요 부분으로 포함시키는 것이 일반적임.

○ 기업지배 논의의 변천과정

- 기업지배의 여러 수단 중 어느 것을 좀더 중시하는가는 국가별로 시대별로 상이함.

– 미국의 경우를 예로 들면 기업지배 논의는 80년대 이후 세 단계의 변천 과정을 겪은 바 있음.

- 80년대: 구조조정의 주요수단으로서 M&A가 급격히 활성화되면서 기업지배권 시장의 역할이 강조됨. 특히 이 시기는 미국의 생산성이 일본에 뒤지던 때로 지나친 株主主義와 M&A의 압력에 둘러싸인 미국 기업경영자들의 近視經營性向과 反引受裝置의 남용이 주요 이슈로 부각되었음.
- 90년대 초: 이사회 개편 등 내부통제수단의 개선이 주요 관심사항으로 부각됨(사외이사의 독립성 확보 및 역할 부여, 이원적 이사회 구조, 감사위원회 등 내부위원회 활성화 방안 등).
- 90년대 초반 이후: 미국기업의 경쟁력 회복과 함께 미국식의 株主主義의 우월성을 신뢰하는 한편, 기관투자자의 역할 등 주주의 적극적 역할을 중시(shareholder activism, relationship investing, proxy contest 등).

## 3. 기업지배구조 논의의 확산 배경

### (1) 학문적 논의 배경

○ 30년대: 소유와 경영의 분리에 따른 문제 제기

– 기업지배에 대한 관심은 1932년 Berle & Means(The Modern Corporation and Private Property)가 근대적 기업형태인 주식회사에서 소유와 경영의 분리에 따른 문제점을 강조한 것에서부터 출발

– Berle & Means는 소유와 경영의 분리로 전문경영인의 재량권이 확대되면서 경영인의 사익추구성향 때문에 주주의 이익이 침해될 위험성이 높게 됨을 경고

○ 대리이론으로 발전

– Berle & Means의 지적은 代理人인 경영자의 행동을 기업의 주인인 株

主의 이익에 부합시키는 방안을 연구하는 「代理理論(agency theory)」으로 이어짐.

- 80년대 이후 去來費用, 制度的 관점에서 국가간·기업간 지배구조의 차이를 분석하고 각각의 장단점을 평가하는 비교제도연구가 성행

### (2) 80년대 이후 정책적 논의의 확산 배경

○ 지배구조를 경쟁력 결정요인으로 인식하기 시작함.

- 80년대 중반 일본, 독일의 생산성이 미국과 영국의 생산성을 앞지름에 따라 英美式 지배구조의 단점(예: management myopia)과 日獨式 지배구조의 장점을 비교평가하기 시작함.

- 90년대 초반 미국의 생산성이 다시 일본을 앞지르면서 각국은 자국 기업의 지배구조 개선을 통한 경쟁력 증진을 위해 서로의 장점에 대한 학습과 제도개혁 노력을 기울임.

- 특히 80년대 후반 사회주의권의 붕괴와 더불어 '자본주의 시스템간의 경쟁'이라는 용어가 등장하며, 기업의 경쟁력은 물론이고 각국의 자본주의 체제의 건실성을 결정하는 요인으로서 기업지배구조의 중요성을 인식하게 됨.

○ M&A의 영향

- 80년대 적대적 M&A의 열풍 속에서 경영권 보호를 위한 여러 가지 반인수장치(anti-takeover device)가 성행함에 따라 지배구조의 논의가 확산됨.

- 1989년 「사건 및 미디어 협회(Conference on Issues and Media)」에서는 기업지배를 미국의 10대 이슈로 선정한 바 있음.

○ 경영권 남용에 대한 주주의 반발 → 株主行動主義의 확산

– 경영진의 재량권 남용 및 과다한 보수, 탈법적인 경영사례(예: Maxwell 사건 등)가 증가하면서 주주가 경영자를 좀더 적극적으로 통제할 필요성이 인식

**<주주-경영진의 이해상충 사례>**

– UA(United Airline) 사례: 同社의 CEO인 울프(Stephen Wolf)는 1990년~93년 기간 중 1,700만달러의 보수를 받은 반면, 동 기간 중 주주는 연평균 26%의 주식가치 손실을 입음.

– 기관투자자의 역할 증대: 미국 최대의 연기금인 CalPERS가 80년대 중반에 위임장 경쟁(proxy voting)을 주도하면서 기존에 지수투자전략(indexed strategy)에 의존하던 기관투자자들의 적극적인 경영감시 역할이 강조되기 시작함.

• 한 연구에 따르면 1987년~92년 사이에 CalPERS에서 집중적인 관심을 기울인 42개 기업의 평균주가는 CalPERS의 개입 이전에 S&P 지수보다 66% 낮았으나 개입 이후, S&P 지수보다 41% 높아짐(Nesbitt, 1994).

– 소액주주운동의 확산: T. Boone Pickens는 주주권 활성화를 위해 비영리단체인 「소액주주협회(USA: United Shareholder Association)」를 조직, 1986년~93년 기간의 한시적인 활동을 통해 주주 행동주의를 확산시킴.

• USA는 비용절약적인 주주제안운동에 초점을 맞추었으며, 한 연구에 따르면 USA와 협상을 체결했던 53개 기업의 시가총액이 산업평균보다 0.9%(13억달러) 증가(Strickland-Wiles-Zenner, 1996)

○ 구조조정(restructuring, downsizing)과 이해관계자 사이의 갈등

– 80년대에 성행한 미국 기업의 대폭적인 구조조정은 주주의 가치를 제고

한 반면, 대량 실업을 유발함으로써 주주-경영진-종업원 사이의 이해상충문제를 야기

- 1980년 1월~1993년 12월 기간 중 미국의 9개 대기업(Exxon, Ford, GE, GM, IBM, Mobil, Sears, USX, Westinghouse)에서 총 1백만명 해고
- 1993년 말까지 한 해 동안 Amex, Borden, GM, IBM, Kodak, Westinghouse의 CEO는 구조조정과 비용절감 노력이 미흡하다는 이유로 이사회에서 해임됨.

**<주주-경영진-종업원의 이해상충 사례>**

- GD(General Dynamics)의 사례: 同社의 CEO 앤더스(W.A. Anders)는 1990년~93년 기간 중 7만 3천명의 종업원을 해직시킨 반면, 총 3,700만달러의 보수를 받음.
- 웰스파고의 인터스테이트 은행합병 사례(1996. 1): 미국서부 13개 주에 지점을 둔 Interstate 은행의 인수를 둘러싸고 First Bank System of Minneapolis와 Wells Fargo가 경합. 이때 월街에서는 종업원 대량해고가 가능한 後者를 지지함으로써 '누가 더 많이 해고할 수 있는가'가 M&A 판단의 근간이 된 첫 번째 주요사례가 됨.

○ 사회주의 경제권의 붕괴에 따른 영향

- 80년대 말 구소련·동구의 사회주의 체제의 붕괴와 더불어 '자본주의 시스템간의 경쟁'이 본격화되면서 세계 각국은 자국의 주요한 경제제도로서 기업지배구조를 재점검하는 계기를 갖게 됨.

- 구 사회주의 국가들이 시장경제체제로 원활하게 전환될 수 있도록 국영기업의 민영화 방안 등 제도적 인프라를 지원하는 과정에서 기업지배구조의 중요성이 더욱 부각됨.

### (3) 최근의 논의 배경과 각국 모범규준의 제정 확산

○ 아시아 경제위기에 따른 기업지배 논의 확산

- 1997년 태국, 말레이, 한국 등 아시아에서 확산된 금융위기의 원인에 대

해 OECD 등에서는 기업 및 금융기관의 지배구조 부실을 주요 원인으로 지적함.

- 이에 따라 아시아권의 기업지배구조의 문제점과 개선방향에 대한 국제적 관심이 증가

○ 각국의 모범규준 제정 사례 급증

- 90년대에 들어와 기업지배구조의 중요성에 대한 인식이 널리 확산되면서 세계 각국은 선·후진국을 막론하고 경쟁력 있는 기업지배구조의 정립을 위한 모범규준(Best Practice) 작성 사례가 급증

- 각국의 모범규준은 정부차원, 사회 및 민간차원, 투자자 차원 등 다양한 관점에서 작성되고 있음(주요 국가의 모범규준 제정 사례 참조).

○ 국제적 공동규범의 제정으로 확대

- 자본시장 개방이 확대되는 90년대 중반 이후 기업지배구조 논의는 개별 국가의 차원을 넘어 國際規準을 제정하려는 움직임으로 발전

- 특히 OECD에서는 기업활동의 국제화, 자본의 국제적 이동이 증가함에 따라 國籍에 관계없이 투자자의 권리를 보호한다는 취지 하에 1999년 5월에 OECD 공동원칙을 제정, 발표한 바 있음.

**<OECD 기업지배원칙 제정 과정>**

- 1996년: OECD 산하에 기업지배구조에 관한 민간자문기구 결성
  (BSAG: Business Sector Advisory Group, 회장: Ira Millstein)
- 1998년 4월: BSAG, OECD에 보고서 제출
  "Corporate Governance: Improving Competitiveness and Access to Capital in Global Market"
- 1998년 4월: OECD 각료 이사회에서 OECD 차원의 기업지배원칙을 제정하기 위한 Task Force 팀 구성
- 1999년 5월: "OECD Principles of Corporate Governance" 각료 이사회 통과

## 각국의 기업지배구조 모범규준 사례

| 국가 | 주관기관 | 規約名 | 연도 |
|---|---|---|---|
| 미국 | 기관투자자협의회 | Core Policies of Corporate Governance, Shareholder Bill of Rights/Definition of an Independent Director | 1991 |
| | 미국 법률협회(ALI) | Principles of Corporate Governance : Analysis and Recommendations | 1992 |
| | 미국 변호사협회(ABA) | Corporate Directors Guidebook(revised) | 1994 |
| | GM이사회 | GM Board of Directors Corporate Governance Guidelines on Significant Corporate Governance Issues(revised) | |
| | 기업이사협회(NACD) | Report of the NACD Commission on Director Professionalism | 1997<br>1996 |
| | 교원보험 및 퇴직기금(TIAA-CREF) | TIAA-CREF on Corporate Governance | 1996 |
| | 캘리포니아 연기금(CalPERS) | Corporate Governance Core Principle and Guidelines | 1998 |
| | 기업원탁회의(BR) | Statement on Corporate Governance | 1997 |
| 영국 | 기업지배 재무측면위원회 | Report of the Committee on the Financial Aspects of Corporate Governance(**Cadbury Report**) | 1992 |
| | 기업지배 최종보고서위원회 | Report of the Committee on Corporate Governance Final Report(**Hampel Report**) | 1998 |
| 일본 | 일본 경제단체연합회 | Urgent Recommendations Concerning Corporate Governance | 1997 |
| | 일본 기업지배포럼 | Corporate Governance Principles - A Japanese View | 1998 |
| 독일 | 독일 주주연합 | DSW Guidelines | 1998 |
| 프랑스 | 프랑스 고용주 및 민간기업 협의회 (CNPF-AFEP) | The Boards of Directors of Listed Companies in France(**Vienot Report**) | 1995 |
| 캐나다 | 토론토 증권거래위원회 | Guidelines for Improved Corporate Governance in Canada(**Dey Report**) | 1994 |
| 이탈리아 | 상장 및 증권거래위원회 | New Guidelines of CONSOB<br>CONSOB(National Commission for Listed Companies and the Stock Exchange) | 1995 |
| 벨기에 | 브뤼셀 증권거래소 | Report of the Belgian Commission on Corporate Governance(**Cardon Report**) | 1998 |
| | 벨기에 기업연합 | Corporate Governance Principles | 1998 |
| 네덜란드 | 기업지배위원회 | Corporate Governance in the Netherlands - Forty Recommendations(**Peters Report**) | 1997 |
| 아일랜드 | 아일랜드 투자관리자협회 | Statement of Best Practice on the Role and Responsibilities of Directors of Public Limited Companies(revised) | 1993 |
| 브라질 | 브라질 기업이사협회 | Brazilian Code of Best Practices(preliminary) | 1997 |
| 호주 | 회계 및 증권 유관단체 공동<br>호주 투자관리자협회 | Corporate Practices and Conduct(**Bosch Report**)<br>A Guide for Investment Managers and A Statement of Recommended Corporate Practice | 1995<br>1995 |
| 남아共 | 남아공 이사협회 | The King Report on Corporate Governance (**King Report**) | 1994 |
| 인도 | 인도 산업연합 | Desirable Corporate Governance in India - A Code | 1998 |
| 홍콩 | 홍콩 증권거래소 | Code of Best Practice(revised) | 1996 |
| 키르키즈共 | 기업지배작업반 | Handbook on Best Practice Corporate Governance in the Kyrgyz Republic | 1997 |

## 4. 우리나라에서의 기업지배구조 논의 배경

○ 뒤늦은 중요성 인식

– 우리나라 대기업 문제는 사실상 넓은 의미에서의 기업지배구조 결함에서 비롯된 것이었으나 정부정책 및 여론은 전통적으로 '경제력집중의 문제'와 같이 대기업 문제의 原因이 아닌 結果的 側面에 관심을 기울이는 오류를 범함.

– 우리나라에서는 경쟁국에 비해 매우 뒤늦은 1995년 5월 「世界化推進委員會」에서 발표한 '경영감시체제 세계화 방안'을 계기로 기업지배구조의 중요성에 대한 인식이 확산되기 시작함.

– 「世推委」 이후에도 정부차원에서 기업지배구조 개선방안을 계속 검토하였으나 1997년 11월 IMF Bailout 이전까지 구체적인 정책 변화로 반영되지 않음.

- 1996년 4월: 재경원 주관 하에 '기업경영의 투명성 제고방안' 발표
- 1997년 8월: 21세기 국가과제의 일환으로 '기업경영의 투명성 제고 및 기업지배구조의 선진화방안' 발표
- 1997년 11월: 산자부-KIET 주관 하에 '기업지배 및 투명성 관련제도의 개선방안' 발표

○ 경제위기 이후 재벌지배구조에 대한 문제의식 증폭

– 우리 경제가 위기를 맞게 된 것은 한국경제의 건실성(fundamental)에 대한 誤判, 환율 및 외환보유고 운용정책의 실책, 한보·기아 등의 처리 지연 등 복합적인 정책오류에 기인하는 측면이 있음.

– 한편으로 대기업의 과잉투자와 책임경영의 실종, 불투명 경영을 부추긴 재벌지배구조의 문제점 또한 IMF Bailout을 초래한 주범이라는 인식이

확산되면서 재벌개혁 차원에서 기업지배구조에 대한 사회적 관심이 높아짐.

○ IMF Bailout 이후 급속한 지배구조 개혁을 둘러싼 논란

– 김대중 행정부는 1998년 취임 직후부터 국제기구(IMF, IBRD)의 요구에 부응하는 한편, 재벌개혁의 연장선상에서 기업지배구조 관련 제도를 대폭 손질함.

• 정부는 재벌의 사업·재무·지배구조에 대해 동시적인 개혁을 추진해 왔으며, 지배구조와 관해서는 ▶경영투명성 제고, ▶지배권 시장(M&A) 활성화, ▶지배주주 책임 강화, ▶대표소송 등 주주권 확대, ▶사외이사제 도입 등을 포함

– 정부주도의 급속한 제도개혁 추진과정에서 정부개입의 대상 및 범위, 정책수위를 둘러싸고 기업지배구조의 각종 이슈에 대한 정부와 재계의 갈등이 표면화되면서 기업지배구조의 사회 일반의 관심은 더욱 확산됨.

○ 기업지배구조 모범규준의 제정

– OECD 기업지배원칙이 제정·공표된 이후, 우리나라 실정에 적합한 모범규준을 제정할 필요성이 높아짐에 따라서 정부는 형식상의 민간기구인 「기업지배구조개선위원회」를 구성(1999년 3월 18일)

– 「기업지배구조개선위원회」는 약 6개월의 짧은 준비 끝에 '모범규준 초안'을 발표(1999년 8월 24일) 하였으며, 1차례의 공청회(9월 8일)를 거쳐 9월말에 최종내용을 확정할 예정임.

# 제2장
# 재벌지배구조의 특징과 개선과제


1. 재벌지배구조의 특징 / 50
(1) 재벌지배구조의 특징 / 50
(2) 외국과의 비교 / 53
2. 자율개혁의 필요성과 과제 / 55
(1) 전환기의 재벌지배구조 / 55
(2) 자율개혁의 필요성 / 57
(3) 자율적 개선방향 / 59
3. 정부의 정책동향과 개선과제 / 62
(1) 기업지배구조 정책동향 / 62
(2) 정책방향의 특징과 문제점 / 64
(3) 정부정책의 개선과제 / 66

# 1. 재벌지배구조의 특징

## (1) 재벌지배구조의 특징

○ '所有經營者 資本主義(owner-managerialism)'

– 우리나라 대기업(재벌) 지배구조는 다음의 세 가지 특징으로 구성되어 있음.

- 대주주의 경영참여
- 통제 피라미드(control pyramid)에 기초한 권한집중형 위계구조
- 경영자에 대한 내부 및 외부규율기능의 不在

– 위의 세 가지를 한 마디로 요약하면 '所有經營者 資本主義'로 부를 수 있음.

- '所有經營者 資本主義'는 대주주가 경영에 참여하고 있다는 뜻에서의 '所有經營者(owner-manager)'와 경영자의 경영권 행사에 대한 적절한 견제장치가 없음을 의미하는 '經營者 資本主義(managerialism)'를 합성한 개념

○ 대주주의 경영참여: 소유와 경영의 일치

– 대기업(집단)은 '지주회사적 성격'을 갖는 중핵기업을 중심으로 법률적으로 독립된 수많은 계열사들이 상호출자 등으로 연결된 일종의 Network 형태의 기업조직

– 대주주(또는 가족 구성원)는 중핵기업의 대표이사 지위를 갖는 한편, 기획조정실, 구조조정본부 등 그룹본부조직을 통해 전체 계열사의 주요 의사결정에 깊이 관여하고 있음.

– 대주주의 경영참여는 흔히 '소유와 경영의 일치'로 불리우기도 하며, 대주주 경영은 전근대적인 경영형태이기 때문에 지양되어야 하고 전문경영인 체제를 도입해야 한다는 주장이 있음.

– 그러나 소유경영자 모형보다 전문경영인 모형이 우월하다는 주장은 代理理論에 어긋날 뿐 아니라 經營者 資本主義의 가능성이 존재하는 우리의 현실에서 전혀 근거가 없는 臆說임.

○ 통제 피라미드에 기초한 권한집중형 위계구조

– 제조업, 금융업, 서비스업 등 거의 모든 산업에서 사업을 영위하고 있는 대기업은 전체 사업을 효과적으로 통합·조정하기 위해 중앙집권적인 위계구조를 형성하고 있음.

– 그룹 전체에 대한 대주주 또는 그 가족의 직접적인 지분율은 평균 5.4%(표 참조)에 불과하나 피라미드 통제체제(control pyramid system)를 이용하여 적은 자기자본으로 많은 계열사를 효과적으로 통제

30대 재벌의 소유구조 변화추이

(단위: %)

| 구 분 | 1987.4 | 1991.4 | 1995.4 | 1998.4 | 1999.4 |
|---|---|---|---|---|---|
| 대주주 및 특수관계인 | 15.1 | 13.9 | 10.5 | 7.9 | 5.4 |
| 계열사간 상호출자 | 41.1 | 33.0 | 32.8 | 36.6 | 45.1 |
| 총내부지분율 | 56.2 | 46.9 | 43.3 | 44.5 | 50.5 |

- '통제 피라미드'란 특정 대주주가 중핵기업의 경영권을 확보하고 이 중핵기업은 다시 다른 회사의 지배주주가 되는 연쇄적 소유구조를 통해 적은 재산으로 여러 회사의 많은 자산을 통제하는 레버리지(leverage) 효과를 의미
- 통제 피라미드의 활용은 미국과 영국 등의 앵글로색슨 국가를 제외한 많은 나라에서 관찰되는 현상이며, 우리만의 특유한 현상은 아님(Mork, et al. 1998; Ghemawat & Khanna, 1998).

○ 경영자에 대한 외부규율기능의 부재

– 기업내부에서 뿐만 아니라 시장에서 기업의 경영을 효과적으로 규율할 수 있는 메카니즘의 부재로 인해 대주주가 경영권뿐만 아니라 그룹 전체의 지배권을 100% 독점함으로써 (所有) 經營者 資本主義를 배태시킴.

– 자본시장의 경영자 규율기능 미흡

- M&A는 가장 효과적인 경영규율장치의 하나이지만 정부는 1997년에 주식의 대량소유제한(증권거래법 200조), 그리고 1998년에 주식의 공개매수의무비율(동법 21조)을 폐지하기까지 M&A를 억제하고 경영권 보호정책을 지속해 왔음.
- 기업이 고도성장국면에 있었던 과거에 일반 투자자는 기업경영을 적극 감시할 誘因이 낮았으며, 주식의 장기보유 배당투자보다는 단기거래차익 투자에 치중

– 금융시장의 역할 부재

- IMF 이전인 1996년 30대재벌의 부채비율은 386.7%로서 기업의 금융시장 의존도가 높았기 때문에 금융기관이 중요한 기업감독기능을 담당할 수도 있었으나 뿌리깊은 관치금융의 전통과 금융기법의 낙후로 제 역할을 하지 못함.

– 상품시장의 기업규율기능 미흡: 진입 및 퇴출규제

- 과당경쟁 및 과잉·중복투자논리에 입각한 진입규제 정책으로 기업간 활발한 경쟁을 원천적으로 제한하는 한편,
- 부실 대기업의 퇴출에 따른 정치적 부담을 우려하여 오히려 부실기업을 지원하는 등의 산업정책을 운용함으로써 정부는 기업경영자로 하여금 大馬不死의 '도덕적 해이(moral hazard)'를 조장함.

○ 내부통제수단으로서 이사회 기능의 형해화

– 가장 중요한 경영감독기능을 수행해야 하는 이사회는 전원이 내부 승진자로 구성되었을 뿐 아니라 이사회 활동에 대한 외부 투자자의 평가와 감독기능이 존재하지 않음으로써 경영진에 종속된 擧手機(rubber stamp)로 전락

## (2) 외국과의 비교

○ 수렴화 추세 속에서 국가별 특징의 유지

– 다국적 기업의 증가, 자본의 국제이동 증가, 기업지배구조의 국제규준 제정 노력 등에 힘입어 각국의 기업지배구조는 점진적으로 상호수렴되는 경향이 있음.

– 그러나 한편으로 나라마다 독특한 역사적, 문화적 배경을 반영하고 있는 국가별 기업지배구조는 '제도의 역사적 경로의존성(historical path-dependancy)'으로 인해 여전히 뚜렷한 차이점을 보이고 있음(표 참조).

**주요국의 소유지배구조와 한국의 비교**

| 구 분 | 미국·영국 | 독 일 | 일 본 | 한 국 |
|---|---|---|---|---|
| 소유구조 | 유동성 중시<br>연기금 등<br>기관투자자 비중 | 장기안정적 소유관계<br>금융기관 비중 | 系列出資와<br>주거래은행 | 단기매매패턴<br>계열사간<br>상호출자 |
| 외부통제 | 시장에 의한 규율<br>· Wallstreet Rule<br>· 기업지배권 시장 | 은행에 의한 규율<br>· 이사회 참여<br>· 주요정책 간여 | 집단상호견제<br>· 계열간 묵시 담합<br>· 주거래은행 감시 | 그룹의 본부조직에서 계열사 통제<br>· 시장규율 부재<br>· 거수기 이사회 |
| 이사회 | 일원적 이사회<br>· 사외이사제도<br>· 각종 내부위원회 운영<br>(감사위원회 등) | 이원적 이사회<br>· 감독이사회<br>(勞資共同決定)<br>· 경영이사회 | 일원적 이사회<br>· 이사회 기능 취약<br>· 이사회-감사회 분리 | |
| 기업-금융 | 은행-산업분리 | 금융의 산업지배 | 産金간 긴밀한 협조 | |
| 경영목표 | 주주가치 중시<br>단기업적주의 | 종업원 이익 배려<br>장기전략투자 | | 소유경영자주의<br>기업제국 지향 |

○ 英美의 주주 자본주의

- 예를 들면 英美의 앵글로색슨 국가들은 시장의 기업규율기능이 제대로 작동하며, 기관투자자의 적극적인 경영감시 참여 속에서 주주가치 중시 경영이 이루어지고 있음.

- 株主 資本主義에 대해 경영자들이 지나치게 주주의 눈치를 살피며 투자 회임기간이 긴 장기투자를 회피하고 단기업적을 지향하는 '近視經營(management myopia)' 행태를 보인다는 비판이 있음.

○ 日獨의 이해관계자 자본주의

- 독일 기업의 이사회는 '감독이사회'와 '경영이사회'로 이원화되고, 감독이사회는 주주와 노동자 대표로 구성된 '勞資共同決定(co-determination)' 구조를 가지고 있다는 점에서 다른 나라와 큰 차이점이 있음.

- 이사회 구성의 특징에 보듯이 독일 기업은 주주와 종업원의 이익을 조화시키려는 측면이 있는 반면에 일본 기업은 좀더 적극적인 의미에서 종업원의 이익을 우선하는 경향이 있음.

○ 한국의 소유경영자 자본주의와 기업제국의 건설

- 우리나라 대기업의 소유경영자는 외부 투자자의 무견제 속에서 끊임없이 사업을 확장하고 기업제국의 건설(corporate empire building)을 추구했다는 점에서 다른 나라의 지배구조와 명확히 구분되는 특징이 있음.

- 특히 대주주 및 그 가족의 지분율은 10% 미만임에도 불구하고 경영권과 지배권을 100% 독점함으로써 잔여청구권과 잔여통제권이 현격한 괴리가 발생하여 대주주 경영자는 더욱 적극적으로 사업을 확장하려는 誘因을 갖게 됨.

## 2. 자율개혁의 필요성과 과제

### (1) 전환기의 재벌지배구조

○ 과거의 고도성장기에 소유경영자 자본주의는 기업발전을 견인

– 대주주의 경영권 및 지배권 독점은 몇몇 실패사례가 있었지만 전반적으로 보면 ▶신속과감한 의사결정, ▶장기투자전략, ▶내부거래를 통한 사업간 시너지 도출, ▶유망업종에의 집중투자를 가능하게 함으로써 기업의 성장과 경제발전에 기여함.

– 특히 자본이 부족하고 기업가 정신을 구비한 경영자가 부족하던 우리나라의 경제발전 단계에서 '통제 피라미드' 시스템은 적은 자본으로 많은 산업을 일으키고 기업가 정신을 확산시키는 순기능을 발휘함(Khanna & Palepu, 1998).

○ 새로운 경제환경 하에서 소유경영자 주의는 지속되기 어려움.

– 소유경영자 주의는 시장 발아기, 고도경제성장기, 정부의 산업보호기에 상당한 성과를 이루었으나 시장성숙기, 열린 경쟁의 시대에서는 得보다 많은 失을 초래할 것으로 전망됨.

- 대주주 경영자의 지배권 독점에 대한 투자자로부터의 저항 증가
- 무견제의 경영권 행사에 따른 위험요인 증가

– 경영여건의 불확실성 증가에 따라 과거의 고도성장기에 침묵을 지키던 투자자들이 적극적으로 경영감시에 참여하면서 대주주 경영자가 경영권 확보에 필요한 최소한의 지분만으로 여러 계열사를 일사분란하게 통합·조정하기 어려움.

– 투자자의 권리를 충분히 보호하지 않는 기업은 외부자금 조달에 상당한

애로에 직면할 뿐 아니라 거스를 수 없는 주주행동주의의 추세 속에서 투자자로부터 끊임없는 도전에 시달릴 것임.

– 또한 기업의 규모와 사업범위가 크게 확대된 오늘날에 투자자와 이사회의 견제없는 경영재량권의 행사, 톱-다운식 의사결정은 1997년 재벌그룹의 연쇄부도 사례에서 보듯이 그룹 전체의 흥망에 직접 영향을 미치는 위험이 있음.

• 1997년 연쇄부도 사례: 한보(1월), 삼미(3월), 진로(4월), 대농(5월), 기아(7월), 뉴코아(11월), 한라(12월), 청구(12월)

○ 지배구조의 변화는 필연적으로 기업조직과 사업구조의 변화를 초래할 전망

– 기업간 경쟁의 심화, 자본시장의 경영감시기능 향상, 정부-기업관계의 변화 등 기업지배구조의 변혁을 요구하는 환경요인들은 현재의 선단식 기업조직과 사업구조를 동시에 변화시키는 힘으로 작용

– 과거와 달리 선단식 경영을 지속하기에는 계열기업별로 상이한 외부주주들의 반발이 예상되며, 선단식 경영의 장점인 내부거래 및 내부자본시장의 활용이 어렵게 됨.

– 투자자와 소모적인 거래비용을 줄이고 기업의 경쟁력을 유지하기 위해서 재벌조직은 지금의 수직적 network에서 다음의 형태로 전환될 것으로 전망됨.

• 계열사를 통합 합병하여 미국의 대기업처럼 '사업부제 복합대기업'으로 전환
• 계열사를 자회사로 하는 지주회사로의 전환
• 계열기업의 경영자율성을 폭넓게 부여함으로써 수평적 network조직으로 전환

### (2) 자율개혁의 필요성

○ '3% 論'에 기초한 총수체제에 대한 부정적 시각의 확산

- 90년대 들어와 所有經營者主義는 내실보다 외형을 중시하여 기업제국의 건설을 추진하고 책임경영을 실종시키는 등 장점보다 폐해가 많은 것으로 비판되어왔음.

- 최근 들어서 그룹 자산에 대한 대주주의 청구권은 3%(실효지분율 15%, 자기자본비율 20% 가정) 미만임에도 불구하고 투자자의 무견제 속에서 지배권을 독점하고 경영권을 세습한다는 소위 '3% 論'은 총수경영체제에 대한 사회적 비판의 핵심을 이루고 있음.

○ 정부-기업관계의 근본적인 변화

- IMF Bailout 이후 정부는 재벌의 책임경영 실종과 과잉투자 때문에 경제위기가 초래되었다는 인식 하에 재벌의 지배구조는 물론, 사업구조, 재무구조, 기업형태 등 전 부문에 걸친 개혁을 독려하고 있음.

- 정부는 특히 지나치게 획일적인 정부개입이라는 비판에도 불구하고 기업지배구조 관련 제도를 계속 개혁해나감으로써 과거 정부가 앞장서 경영권 보호에 나섰던 것과 정반대의 방향으로 정부-기업관계가 재편될 전망

○ 투자자의 권리의식 향상 및 주주 행동주의(shareholder activism)의 확산

- 주주 행동주의의 확산은 전 세계적인 추세이며, 특히 우리나라에서는 주주권 강화와 기업경영환경의 불확실성 증가에 따라 경영권에 대한 투자자의 견제가 전례없이 증가하고 있는 추세임.

- 이미 참여연대와 외국인 투자자들을 중심으로 대규모 기업집단의 내부

거래와 구조조정에 대한 이의제기가 이어지고 있음.

- 향후 「기업지배구조개선위원회」의 모범규준(안)에서 권고하고 있는 서면투표제나 전자투표제가 도입될 경우 '위임장 경쟁(Proxy Contest)'을 통한 외부주주의 경영권 견제가 더욱 확산될 전망

**<주주 행동주의의 최근 사례>**

- **삼성전자 사례**: 참여연대는 삼성전자가 제30기 정기주총에서 정관변경을 일괄처리한 것과 관련하여 주총결의 취소청구소송을 제기함(1999년 6월 12일).
- **SK 텔레콤 사례**: SK 텔레콤은 투자자 압력에 의해 국내 기업으로는 처음으로 '감사협의회'를 구성하였으나(1999년 5월 12일), 이사회의 유상증자 결의(6월 12일)에 대하여 외국인 투자자(타이거 펀드)가 임시주총을 소집하는 등 반대함으로써 진통을 겪은 바 있음.
- **대우증권 사례**: 대우증권은 최대 주주인 영국계 연기금 허미스 펀드의 요구에 따라 외국인 사외이사를 임명할 계획

○ 자본시장의 개방과 외국인 투자자의 역할 증가

- 자본시장 개방 이후 외국 자본의 국내 주식시장 유입이 급증한 결과 현재 외국인 투자자 비중은 약 20%로 일본의 13.4%, 대만의 8.7%, 영국의 16.3%, 미국의 6.8%에 비해 높은 상태(표 참조)

**국가별 주식소유 분포(시가기준)**

| 구 분 | 한국 | 미국 | 일본 | 대만 | 영국 |
|---|---|---|---|---|---|
| 기관투자자 | 13.6% | 47.7% | 42.8% | 4.2% | 54.5% |
| 개인투자자 | 28.9% | 44.2% | 19.0% | 56.3% | 20.3% |
| 외국인 | 18.0% | 6.8% | 13.4% | 8.7% | 16.3% |

자료: 증권거래소, 「주식」, 1999.4

- 외국인 기관투자자는 주주권 행사에 적극적임을 감안할 때, 앞으로 이들의 경영감시기능이 활발할 것으로 예상되는 한편, 외국인 투자자의 비중이 높은 기업은 경영권 안정과 구조조정 추진에 상당한 어려움을 겪게 될 전망임.

○ 정보통신기술의 발달과 이해관계자 행동주의(stakeholder activism)의 대두

- 소득수준의 향상에 따른 가치관의 변화, 환경 및 소비자 단체를 비롯한 각종 NGO 활동이 증가하면서 생산, 판매, A/S에 이르는 기업의 전반적인 활동에 대한 이해관계자의 견제도 점증할 전망

- Global Competition 속에서 기업이 경쟁력을 유지하기 위해서는 끊임없는 구조조정이 불가피하나 이 과정에서 공장폐쇄 및 해고를 둘러싸고 주주-경영진-종업원-지역사회의 갈등이 불거질 것임(예: 빅딜을 둘러싼 노사갈등 사례).

- 정보통신수단의 일반적인 보급에 힘입어 주주를 제외한 기타 이해관계자(종업원, 협력업체, 환경 및 소비단체, 지역사회 등)는 Cyber Space 상에서 즉시적인 '목소리'의 결집을 통해 경영의사결정에 압력을 행사하는 빈도가 증가할 것임.

### (3) 자율적 개선방향

○ 지배구조 개혁은 정부의 정책과제에 앞서 기업의 당면과제로 받아들여야 함.

- 지배구조의 개선은 정부가 정책적으로 접근해야 할 과제이기에 앞서 불가피한 환경변화의 추세 속에서 기업 스스로 생존과 경쟁력 제고를 위하여 기업 스스로의 당면과제임.

- 따라서 기업은 정부정책에 소극적으로 順應하거나 回避하려는 성향에서 벗어나 기업의 특성, 환경변화추세, Global Standard를 모두 감안하여 경쟁력 있는 기업지배구조를 적극적으로 모색하려는 전향적 자세가 필요함.

  • 누가 고양이 목에 방울을 달겠는가: 지배구조는 총수의 권한 및 지위변동과 직·간접적으로 관련되어 있어서 조직내부에서 苦言을 듣기 어렵기 때문에 지배구조 개혁의 필요성에 대한 총수의 인식변화가 선행되어야 함.

○ 자율적인 지배구조 개혁에서 고려해야 할 사항 네 가지

– 경영권 안정화 방안
– 경영책임의 제고를 통한 투자자 신뢰증진방안
– 경영효율, 기업의 장기적 경쟁력 제고방안
– 한국적 기업관의 특성을 감안하여 기업활동의 사회적 共感 증진방안

○ 주주가치 중시로의 경영목표 선회와 기업지배헌장의 제정

– 주주 행동주의가 확산되는 추세에서 주주가치를 경시하는 기업은 투자자로부터 외면당할 것이므로 기업경영의 목표를 전체 주주의 이익 극대화로 선회하는 것은 불가피함.

– 실행의지를 천명하기 위해 그룹 차원에서 '기업지배헌장'을 제정, 공포하고 각 계열사 특성을 감안하여 good governance check list를 운용하는 방안을 검토

• 自社의 특성에 적합한 기업지배원칙을 운용하는 선진기업의 사례(GM): GM Board of Directors Corporate Guidelines on Significant Corporate Governance Issues

○ 이사회 재편(board restructuring)을 통한 경영효율 증진

– 이사회는 주주에 대한 경영책임을 확보하기 위해 경영감독기능을 수행해야 할 뿐 아니라 이사간 상호교류를 통한 시너지 도출, 경영전략방향에 대한 의사결정과 감독을 통해 경영효율 증진에 기여할 수 있도록 해야 함.

– 이를 위해 각 이사는 전문성에 부합되는 역할을 담당함과 아울러 이사의 역할에 대한 평가방식과 보상체계를 설계할 필요가 있음.

– 장기적으로는 새로운 형태의 이사회 구조를 모색할 필요가 있으며, 사외

이사 의무비율 50%가 적용되는 대규모 기업부터 '이사회'와 '집행임원회'의 기능을 이원화하는 방안을 검토할 수 있을 것임.

- 이해관계자의 대표로 구성되는 이사회는 경영감독기능을 수행하고 집행임원회에는 실질적인 경영업무를 담당하도록 함.

○ 경영투명성의 강화로 전문경영인의 사적 이익 추구가능성에 대비

– 경영투명성의 결여는 경영자의 私的 利益 추구를 가능하게 하는 직접적인 원인이며, 이 때문에 경영권 프리미엄을 높이고 대주주가 경영권에 집착하고 경영권 세습을 선호하는 주된 이유가 되고 있음.

– 대주주가 경영에 직접 간여하지 않으면서도 지분에 상응한 충분한 권리와 보상을 누리기 위해서 경영투명성의 제고는 반드시 이루어져야 하며, 전문경영인의 비중과 역할이 증대될 수밖에 없는 앞으로의 추세에서 대주주의 이익을 보호하는 방법이기도 함.

○ IR(Investor Relation)의 확대 등을 통한 경영권 안정 노력

– 평상시의 적극적인 IR 활동은 일반투자자와의 신뢰기반을 형성함으로써 경영권 분쟁시 유리한 입장에 서도록 기여하며, 투자자와의 불필요한 마찰을 사전에 예방함으로써 경영효율 개선에도 기여함.

– 기관투자자가 주 대상인 기업설명회뿐만 아니라 自社의 Home Page를 이용하여 많은 투자자에게 정보를 제공하는 한편, 일반적으로 제공되는 재무정보 외에도 내부지배구조(이사회 구성과 기능, 활동내용 등) 운용과정에 대한 질적인 정보를 제공하도록 함.

○ 기타 이해관계자에 대한 배려로 기업활동의 사회적 공감대 형성

– 기업경영의 1차 목표는 Global Standard로 자리잡고 있는 '주주가치의

극대화'에 두어야 하지만 유럽대륙이나 일본에서와 같이 기업을 사회적 公器로 보는 우리나라 企業觀의 특성상 기타 이해관계자에 대한 배려도 중요한 과제임.

- 전문가 그룹에 대한 여론조사 결과 기업경영의 목표는 주주의 이익이나 기업의 발전에 있다는 견해가 86.5%로 압도적인 반면, 일반의의 경우 주주이익(3.1%)보다는 종업원과 사회이익을 강조하는 견해(51.4%)가 더 많음(표 참조).

  • 이 결과는 예를 들면 주주가치 극대화를 위해 구조조정을 단행할 경우 근로자, 협력업체, 지역사회 등으로부터의 저항이 적지 않을 것임을 시사

**기업경영 목표에 대한 설문조사**

| 설문대상 | 주주이익 | 종업원 복지 | 사회이익 | 기업성장과 발전 |
|---|---|---|---|---|
| 일반인 (800명) | 3.1% | 20.0% | 31.4% | 45.5% |
| 전문인 (200명) | 28.5% | 1.0% | 12.5% | 58.0% |

자료: CFE, 「기업, 기업인 및 경제현안에 대한 국민의식조사 보고서」, 1998. 9

- 이해관계자 사이의 이해상충 문제는 원칙적으로 市場原理를 존중하여 조정되어야 함. 그러나 시장의 불완전성을 감안하여 기업은 공평·공정한 이해조정을 위해 노력하고 기업경영에서 이해관계자 관련 사항을 적극적으로 공시해나가야 할 것임.

  • 예를 들어 경영자는 自社의 소비자보호정책, 근로자작업장안전기준, 환경보호정책 등을 사업보고서와 自社의 Home Page에 公示하는 방안을 강구

## 3. 정부의 정책동향과 개선과제

### (1) 기업지배구조 정책동향

○ 김대중 행정부의 취임 이후 제도개혁

– 김대중 행정부는 1998년 취임 이후 국제기구(IMF, IBRD)의 요구에 부응하는 한편, 재벌개혁의 일환으로 기업지배구조 관련 제도를 대폭 손질함.

• 1998년 1월 13일 대통령 당선자와 4대재벌 총수가 합의한 '企業構造調整方案 5個項'을 바탕으로 ▶재벌의 사업구조, ▶재무구조, ▶지배구조 개혁을 동시적으로 추진
• 企業構造調整方案 5個項: ①기업경영투명성의 제고 ②상호지급보증의 해소 ③재무구조의 획기적 개선 ④핵심부문 설정과 중소기업 협력강화 ⑤지배주주 및 경영진 책임강화

– 기업지배구조 관련 제도의 개혁은 ▶경영투명성의 제고, ▶지배권 시장(M&A)의 활성화, ▶지배주주의 책임 강화, ▶대표소송 등 소액주주의 권한 확충, ▶사외이사제 도입 등을 포함(표 참조)

기업지배제도 개혁내용 요약

| 정책구분 | 정책내용 |
|---|---|
| 경영투명성 | – 2000년부터 결합재무제표 작성 의무화<br>– '외부감사인 선임위원회' 설치 의무화<br>– 예측정보 공시제도 및 공시위반에 대한 처벌강화 |
| 지배권 시장 활성화 | – 의무공개매수제도 폐지<br>– 적대적 M&A 허용<br>• 외국인 주식취득시 이사회 동의 요건 완화: 10% ⇒ 1/3 이상<br>– 출자총액한도 및 자사주 취득한도 폐지 |
| 지배주주의 책임 강화 | – 이사의 충실의무 신설<br>– 업무집행 관여자(사실상의 이사)의 책임규정 신설 |
| 주주권 강화 | – 소액주주의 권한 강화<br>• 대표소송 제기권 등 소액주주의 권한을 대폭 강화<br>• 이사 선임시 집중투표제 도입<br>– 기관투자가의 shadow voting 폐지<br>• 신탁재산(투신과 은행의 신탁계정)의 의결권 부여<br>• 지배목적의 의결권 행사 제한 |
| 사외이사제 도입 | – 상장법인의 사외이사 선임 의무화(1999년부터 1/4 이상)<br>– 사외이사 미선임 기업은 주권상장 폐지 |

○ 기업지배구조 모범규준을 토대로 한 추가적인 제도개혁의 추진

– 정부는 그 동안의 많은 제도개혁에도 불구하고 재벌지배구조의 실질적

인 변화는 여전히 미흡한 것으로 판단

– 이에 따라 정부는 「企業支配構造改善委員會」를 통해 기업지배구조 모범규준을 마련하는 한편, 이를 바탕으로 추가적인 제도개혁을 추진 중에 있음.

- 대규모 공개기업 및 금융기관에 대해 사외이사 의무비율 확대: 1/4 → 1/2
- 이사회 내에 사외이사 중심의 감사위원회, 이사후보추천위원회 등 내부위원회 설치 의무화
- 집중투표제 도입여부의 공시의무
- 서면투표 및 전자투표제의 도입 등

– 기업지배구조 모범규준의 내용과 별도로 주주 집단소송제도와 단독 주주권 제도 도입은 계속적인 검토사항으로 남아있음.

○ '5 + 3' 財閥改革方案의 발표

– 김대중 대통령은 1999년 8월 15일 경축사에서 기존의 企業構造調整方案 5個項에 새로 3個項을 추가한 재벌개혁 방안을 발표

- 플러스 3個項: ①재벌의 금융지배 방지 ②순환적 상호출자 및 부당한 내부거래의 억제 ③변칙상속의 차단

### (2) 정책방향의 특징과 문제점

○ 경영효율성의 개선보다 경영책임을 중시

– 재벌문제를 기업지배구조의 문제로 인식하여 정책적 접근을 시도하는 것은 과거에 비해 훨씬 진일보한 것이며 올바른 정책방향으로 평가됨.

– 그러나 총수중심의 경영체제에 대한 문제의식을 지나치게 강조한 나머

지 기업지배구조 정책은 경영책임의 우선적인 확보에 치우침으로써 책임과 효율의 균형적 증진이라는 개혁의 근본적인 취지가 탈색

○ 지배주주-사외이사의 대립구도 실정에 따른 문제점 발생

– 지배주주는 경영의 투명성과 효율을 저해하는 주범으로, 사외이사는 해결책으로 보는 대립적 구도 위에서 개혁을 추진하고 있기 때문에 좀더 미래지향적인 관점에서 경쟁력 있는 한국형 기업지배구조 모델을 제시하지 못함.

○ 自生的 秩序의 否定과 Global Standard의 강조

– 所有經營者主義에 대한 거부감으로 현존의 기업조직과 경영구조를 근본적으로 부정하려는 성향이 있으며, Global Standard라는 이름으로 여러 나라에 偏在하는 각종의 파격적인 제도들을 모자이크 형식으로 도입하는 경향

– 우리나라 특유의 제도적·역사적·정책적 여건에서 적응, 진화해온 기업조직과 경영구조를 부정하고 Global Standard를 강조하는 경향은 자국의 자생적 질서를 존중하는 가운데 외국의 선진사례를 접목시키려는 일본의 노력과 대조적

**<일본의 기업지배구조 원칙>**

글로벌 경쟁과정에서 명백히 밝혀진 경쟁의 한 측면은 日歐 對 英美의 기업시스템의 효율경쟁이라는 점이다. 다시 말하면 이 경쟁은 주주이익이라는 '단일목적'의 조직과 노사이익이라는 '복수목적'의 조직과의 경쟁임.

○ Global Standard를 넘는 기준의 산재

– 사외이사 비율 50% 이상 의무화, 감사위원회의 업무타당성 감사 허용, 대주주의 사외이사 자격 배제 등 핵심적인 정책기준은 국제기준을 넘어서고 있음.

– 이처럼 Global Standard에서 벗어난 획일적인 기준은 국내기업뿐만 아니라 국내투자 외국기업에게도 적용됨으로써 경영상의 애로요인으로 작용할 수 있으며, 외자유치 정책과도 상충되는 문제점을 발생

○ 原則과 方向의 불투명에 따른 불확실성 가중

– 정부는 기업구조조정이 미진하다며 재촉하지만 다른 한편으로는 생산라인의 조정, 실업유발 등 구조조정의 부정적 측면에 대한 정치적 부담을 피하기 위해 정책의 우선순위를 분명하게 하지 않는 이중적 태도를 보임.

– 기업지배구조 모범규준을 보면 기업지배구조의 궁극적인 지향점이 株主主義인지, 利害關係者主義인지, 아니면 또 다른 代案인지 일관상이 없기 때문에 기업과 투자자에 대한 指針書(guideline)가 되기 어려움.

### (3) 정부정책의 개선과제

○ 장기적 관점에서 기업경영의 책임과 효율의 균형적 증진을 지향해야 함.

– 기업지배구조는 한 나라의 자본주의 시스템의 경쟁력을 결정하는 중요한 제도이므로 단순히 재벌개혁의 수단으로서가 아니라 장기적인 안목에서 기업의 경쟁력과 경영책임을 함께 증진시키기 위한 지배구조 개선방안을 논의해야 함.

– 이를 위해 정부와 기업은 개혁의 주체와 개혁의 대상이라고 하는 소모적 對立關係에서 벗어나 상호신뢰를 바탕으로 기업의 경쟁력과 한국경제의 발전을 위한 代案을 함께 고민하는 改革의 同伴者로 협력할 필요가 있음.

○ Global Standard와 환경적합성을 감안한 한국형 기업지배구조를 모색해야 함.

– 모든 여건, 모든 기업에 보편타당한 唯一無二의 기업지배구조는 존재하

지 않는다는 점은 OECD 기업지배원칙에서도 누누이 강조되고 있는 사항임.

- 우리의 기업관, 소유구조, 기업발전단계, 이해관계자 분포(예: 노사관계) 등의 한국적 특성과 Global Standard, 제도의 경로의존성 등을 감안한 경쟁력 있는 한국형 기업지배구조를 모색하기 위한 논의가 필요한 시점임.

**한국형 기업지배구조의 모색**

| 구 분 | 현재의 접근방식 | 바람직한 접근방식 |
|---|---|---|
| 지배구조의 기능 | - 재벌개혁, 경영책임의 담보 | - 책임과 효율의 균형적 접근 |
| 접근방식 | - Global Standard의 강조<br>- 외국 사례의 선별적 취합 | - 우리나라 환경의 특수성, 제도의 경로의존성, Global Standard를 모두 감안하여 경쟁력 있는 韓國型 企業支配構造 모색 |
| Time Horizon | - 단기처방 중심<br>(위기극복과 재벌개혁) | - 중장기 비전 제시<br>(위기극복 이후에도 적용가능해야) |

○ 정부와 시장의 역할 분업, 정부개입의 적정 한계를 설정해야 함.

- 시장이 불완전한 것은 사실이나 이미 주식시장에서 시가총액 기준 외국인 지분이 20%에 이르고 주주행동주의가 나타나는 등 變化의 動因을 응축하고 있으며, 시장의 압력에 의해 기업 또한 바뀌고 있는 추세임.

- 따라서 정부는 이사회의 구성 등 내부지배구조의 세부적인 사항까지 획일적이고 과도한 기준을 강제하기보다는 최소한의 원칙을 제시하는 선에서 그치고  나머지는 시장압력에 따라 기업특성에 적합한 지배구조의 설계가 가능하도록 여지를 두는 것이 바람직함.

○ 政策順應費用의 최소화로 경영환경의 안정에 기여해야 함.

- 정부의 잦은 정책안 변경과 부처별 정책혼선 때문에 기업은 시장동향보다는 정부의 정책동향에 더 많은 관심을 기울여야 하는 상황이 계속되고 있음.

– 정부는 기업들이 예측가능한 환경 속에서 경쟁력 제고에 최대한의 노력을 기울이도록 거시 및 미시의 경제환경을 안정시킬 의무가 있으며, 오히려 정부의 정책운용이 경영환경의 불확실성을 加重시키는 일은 絶對止揚되어야 함.

– 이를 위해 정부는 지배구조 개혁의 목표와 지향점을 분명히 해야 하며, 단기간내의 가시적인 개혁성과에 조급하기보다는 장기적인 관점에서 정책을 입안하고 집행(enforcing)의 일관성을 유지, 정책의 예측가능성을 높여나가야 할 것임.

○ 지배구조의 문제를 모든 경제조직의 문제로 확장해서 보는 시각이 필요

– 지배구조를 '감시자에 대한 감시(who monitors monitor?)'의 문제로 보는 것은 경영진을 감시하는 이사회에 대한 감독의 필요성을 강조하는 것임.

– 그러나 기업 감시자의 역할을 수행해야 하는 기관투자자인 금융기관, 연기금, 비영리 재단 등은 경영투명성을 위시하여 심각한 문제점을 안고 있기 때문에 이들 경제조직의 지배구조 개혁이 시급한 과제임.

# 제3장
# 주요국의 소유지배구조

1. 주요국별 소유지배구조의 특징 / 70
(1) 미국 / 70
(2) 독일 / 77
(3) 일본 / 83
2. 소유지배구조의 국제비교 / 90

# 1. 주요국별 소유지배구조의 특징

## (1) 미국

### 가. 소유구조와 투자자 행동패턴

○ 소유구조

– 광범위하게 소유분산이 이루어져 있으며, 기관투자자의 비중이 증가하는 특징을 보이고 있음.

**미국 기업의 소유자별 주식분포**

(단위: %)

| 연도 | 기관투자자 | 연금 | 외국인 투자자 | 개인 및 비영리단체 | 기 타 |
|---|---|---|---|---|---|
| 1950 | 6.1 | 0.8 | 2.0 | 91.3 | 0.6 |
| 1970 | 27.3 | 9.2 | 3.2 | 68.1 | 1.4 |
| 1990 | 42.7 | 25.2 | 6.9 | 49.8 | 0.6 |
| 1996.9 | 45.6 | 22.4 | 6.1 | 47.7 | 0.6 |

자료: NYSE

○ 투자자의 행동패턴

– 주주는 기업의 지배권보다는 이익배당이나 주가상승에 따른 시세차익 등의 경제적 동기에서 주식을 소유

### 나. 주주권

○ 의결권

– 회사는 의결권 정도가 다른 여러 종류의 주식발행이 가능함.

• 공개회사의 경우 일반적으로 의결권이 제한된 이익배당 우선주 발행이 이루어지고 있음.

○ 주주제안

– 시가 1천달러 이상에 상당하는 주식 또는 발행주식총수 1% 이상의 주식을 1년 이상 보유한 주주는 미국 증권관리위원회(Securities and Exchanges Commission: SEC) 규칙 14a-8에 의해 회사비용으로 주주제안을 위임장에 기재하도록 청구할 수 있음.

• 그러나 이사선임에 대해 회사는 주주가 위임장설명서에 게재하도록 제안한 것을 거부할 수 있음.

– 주주행동주의를 뒷받침하기 위해 미국 증권관리위원회는 1992년 10월 10명 이상의 주주가 주주총회 등 지배권 행사와 관련된 사항을 협의하고자 할 경우 사전에 SEC에 신고하도록 하던 종전의 규정을 개정하여 주주간의 협의를 용이하도록 함.

• 발행주식 총수의 5% 미만을 소유한 주주가 논의된 의제와 특별한 이해관계가 없으며 의결권 위임을 청구하지 않는 경우에는 다른 주주와 자유롭게 의견을 교환할 수 있도록 허용함.

○ 대표소송

– 이사 등이 회사에 손해를 끼치는 등의 행위를 한 시점부터 계속 주주였던 자(단독주주 포함)는 회사를 위해 이사 등의 책임을 추궁하는 소송을 제기할 수 있음.

• 단, 재판소에 의해 원고가 된 주주가 여타 주주의 이익을 공정하면서 적절하게 대표할 수 없다는 판단이 내려지면 소송이 기각됨.
• 대표소송을 제기하기 위해서는 원칙적으로 먼저 이사회에 소송요구를

할 필요가 있으나 「경영판단의 원칙」에 의해 소송제기가 인정되지 않을 수 있음.

- 이사회의 독립과 공정성이 문제가 되는 경우 주주는 소송요구 없이 바로 대표소송을 제기할 수 있으나 이해관계 없는 이사로 구성된 소송이사회에서 소송을 제기하지 않는 것이 최선의 이익이라는 결론이 나오면 이사회는 재판소에 대표소송을 기각하도록 신청할 수 있음.

| * 「경영판단의 원칙」: 경영상 부적절한 결정이 이루어졌더라도 중대한 과실이 있는 경우를 제외하고는 경영진에게 재판상의 책임을 묻지 않는다는 원칙 |
|---|

※ 책임원리

– 통상적인 경영에 필요한 액수에 비해 회사자본이 매우 적고, 고용자 보수 및 거래채무 또는 불법행위채무를 변제할 수 없는 경우에 지배주주에 대해서는 주주의 유한책임 원리가 적용되지 않는 경우가 있음(深尾光洋・森田泰子(1997), p. 170).

다. 이사회 및 감사제도

○ 구성

– 이사회의 독립성과 자율성 보장을 위해 사외이사제가 널리 채택

- 뉴욕증권거래소는 60년대 중반 이후 새로이 상장되는 기업에 대해 2명 이상의 사외이사(outside director)를 두도록 요구하였고, 1979년부터 경영자로부터 독립된 사외이사만으로 구성된 감사위원회를 설치할 것을 상장요건으로 규정하였으며, 1992년에는 상장기업에 대해 보상위원회(compensation committee)의 도입을 의무화함.
- 미국 공인회계사협회도 1972년부터 공개기업에 대해 사외이사로 구성된 감사위원회를 설치하도록 권고함.
- 1992년 미국법률협회(ALI)는 「기업지배의 원리 : 분석과 권고」의 공표를 통해 감사위원회는 최소한 3인으로 구성되고 동시에 회사에 고용되

어 있지 않거나 과거 2년간 고용관계에 있지 않았던 이사로만 구성하되, 그중 적어도 과반수는 상급집행위원과 중요한 관계를 갖지 않은 자여야 한다고 규정함.

- 1993년 현재 통계를 보면 100대 기업의 50%가 13명 이하의 이사를 갖고 있으며 그중 사외이사수는 평균 10명임.

  • 1977년 현재 뉴욕증권거래소 상장기업 142개사의 자료를 보면 총이사 평균수는 13명이고 이중 45.4%가 사외이사
  • 1980년 현재 총 367개 상장기업중 사외이사 비중이 60% 이상(사외이사 지배형)인 기업수는 128개로 35%, 사외이사 비중이 40% 이하(사내이사 지배형)인 기업수는 약 25%, 사외이사 비중이 40~60%인 경우(혼합형)는 40%의 비중을 차지함.

- Monks and Minow(1995)에 따르면 미국 대기업중 76%는 CEO가 이사회 회장을 겸임하고 있음.

- 이사의 임기는 1~3년이나 공개회사중 57%가 이사임기를 3년으로 하고 매년 1/3씩 선임하는 방식을 취하고 있음.

○ 기능

- 사외이사들은 경영자인 임원의 행동과 이사회의 의결과정을 감시하고 기업의 성과와 자금배분 과정을 감독하는 역할을 하고 있음.

  • 일례로 GE의 경우를 살펴보면 다음과 같음.

GE의 이사회 구성과 역할

| 위원회 | 회의개최수 | 위원수 | 주요 업무 |
|---|---|---|---|
| 감사위원회 | 4 | 5 | - 전원 사외이사로 구성<br>- GE내 내부감사원의 활동과 독립성 조사<br>- 회사의 재무보고, 내부 재무통제 및 주요 GE정책과 적용법규 준수 조사 |
| 재정위원회 | 4 | 5 | - GE의 연금조합, 퇴직계획, 외환문제 등 조사<br>- 항공산업 자금조달 및 GE자금 사용과 관련된 기타 문제조사 |
| 경영개발·보수위원회 | 9 | 5 | - 전원 사외이사로 구성<br>- 모든 간부임원 보수(compensation)의 계획, 정책, 실행<br>- 간부임원의 임명, 책임 그리고 주요 직책의 연장 |
| 지명위원회 | 3 | 5 | - 이사회 구성원 후보의 심사<br>- 익년의 이사회 위원회의 구성과 구성원의 추천 |
| 운영위원회 | 4 | 13 | - 회사의 운영계획 및 여러 가지 운영상의 문제 |
| 사회책임위원회 | 2 | 13 | - 환경문제 및 기타 공공책임 문제<br>- GE자금의 활성화 |
| 기술과학위원회 | 1 | 6 | - GE Medical System의 제품과 서비스 심사 |

○ 평가

- 사외이사제의 실제 운용에 있어서는 최고경영자의 영향력이 강하여 실효성 있는 견제기능이 미흡한 것으로 평가됨.

  • 경영자에 호의적인 성향을 가진 자들이 사외이사로 선임되거나, 대부분의 사외이사들은 전문분야에 대한 의사결정에 전념할 수 있는 충분한 시간을 갖지 못함.

- 1993년의 Korn Ferry 조사에 따르면 미국의 대기업중 95%가 지명위원회에서 추천된 이사를 이사회가 승인하고 주주총회에서 이사를 선임하는 형태를 취하고 있으나, 80% 이상의 이사선임이 이사회 회장의 추천에 의해 이루어지는 것으로 나타나고 있음.

  • 최고경영자와 이사회 회장이 겸임하는 경우에는 최고경영자가 이사를 선임하게 되는 한계를 갖고 있음.

– 1989년 Korn Ferry 조사에 의하면 대기업의 86%가 다른 기업의 CEO를 사외이사로 선임하고 있으며 사외이사의 65%가 2개 이상 회사의 이사로 재임하고 있을 뿐만 아니라, 사내이사의 89%가 타 회사의 사외이사로 선임되고 있음.

라. 기관투자자의 동향

○ 기관투자자와 기업의 관계

– 과거 기관투자자는 많은 경우 현 경영진을 지지하는 침묵의 동반자(silent partner)로서 역할을 해 왔으며, 기업성과에 불만이 있는 경우 보유주식을 매각하는 것으로 해당 기업과의 관계를 청산해 왔었음.

• 기관투자자들의 경영감시 활동이 저조했던 것은 각종 법률상의 규제와도 관련되어 있음.

– 경영자의 대리인 문제가 심화되고, 적대적 기업인수의 확대됨에 따라 기관투자자의 행태에 변화가 일어나게 됨.

• 점차 비은행 기관투자자 특히 연금기금의 주식보유 비중이 높아지는 추세이고, 주식을 매각하기보다는 경영진에 책임을 묻고 효율적 경영을 촉구하는 주주행동주의(shareholder activism)가 확산되고 있음.
• 캘리포니아 공무원퇴직연금기금(California Public Employees Retirement System: CalPERS)은 80년대 중반 이후 위임장 경쟁을 주도하고 경영실적이 저조한 기업에 대해 대주주 자격으로 이사를 파견하기 시작함.

○ 주주행동주의와 관계투자

– 점차 주주행동주의가 대두되면서 기관투자자의 경영감시가 강화되고 최고경영자에 대한 보수공개를 요구하고 관계투자를 강화하고 있음.

• CalPERS의 경우 자신이 최대주주인 기업 중에서 협조가 가능한 기관

투자자 지분이 60% 이상에 이르는 경우 관계투자 대상기업으로 선정하고 있음.

* 「관계투자」: 일정 지분을 가진 기관투자자가 해당 기업의 경영진과 장기적으로 비공식적인 관계를 유지하면서 기업경영에 영향력을 행사하기 위해 해당 기업의 주식을 보유하는 행위를 의미함.

- 공적연금기금(public pension fund)은 기업에 대해 사외이사 확대, CEO와 이사회 회장의 분리 등에 적극적이나 보험회사나 기업연금 등은 투자대상 기업과의 거래관계 유지를 위해 이사회 기능 강화에 소극적임.

마. 기타 관련 법률제도

○ 금융기관의 주식소유 규제

- 금융의 산업지배에 대한 엄격한 규제로 인해 기업지배와 관련된 금융기관의 역할은 매우 제한적임.

  • 1929년의 대공황 이후 은행경영의 건전성 확보 및 겸업으로 인한 이해상충의 문제를 방지하기 위해 1933년 Glass-Steagall법을 제정하여 은행업과 증권업을 분리하고, 은행의 증권신탁부를 통해 고객의 자산을 증권부문에 운영할 수 있는 것을 제외하고는 은행의 증권인수 및 중개업무를 금지시킴.
  • 1956년 은행지주회사법이 제정되어 은행지주회사는 비은행기업 의결권 주식의 5%까지 보유하는 것이 허용되었으나 기업경영에 실질적으로 개입하는 경우에 기업도산시 은행채권변제 우선순위가 후퇴하고 기업에 대한 법적 의무(채무상환 등)까지 져야하므로 적극적으로 주식을 보유하거나 주주권 행사를 하지 않음.
  • 연금기금, 상호기금 등 기관투자자가 분산투자 요건을 충족시키지 못하는 경우에 세제상의 면세혜택이 박탈됨(강종만 · 최은경(1998), p. 50).

미국에 있어서의 금융기관의 기업지배 제한 관련 법규

| 구분 | 법규 내용 |
|---|---|
| 은 행 | – 주식소유: 은행은 금지, 은행지주회사는 Fed의 사전허가 필요 (Glass-Steagall법과 은행지주회사법) |
| 생명보험회사 | – 개별회사 증권에 대한 투자한도: 자산의 2%<br>– 총주식투자한도: 자산의 20%(뉴욕보험법) |
| 기타 보험회사 | – 비보험기업의 지배금지(뉴욕보험법) |
| 상호기금 | – 개별 회사주식의 10% 이상 보유시 과세 및 제재조치(투자회사법, 내국세법) |
| 연금기금 | – 투자선 다변화 의무(고용퇴직소득증권법) |
| 기 타 | – 5% 이상 소유권 취득시 증권거래위원회에 통지 의무<br>– 대주주의 보유주식 단기거래 제한(내부자거래법)<br>– 기업지배에 영향력을 행사하는 채권은 후순위채권으로 분류(파산판례법) |

자료: 강종만・최은경(1998)

○ 상호주식보유

– 독점금지법에 의해 경쟁을 실질적으로 제한하게 되는 경우에 타사 주식을 취득하는 것이 금지되어 있음.

○ 회계감사인의 선임

– 회사법에서 회계감사인의 선임을 정하는 주는 거의 없으나, 증권법(Securities Act of 1933)과 증권거래법(Securities Exchange Act of 1934) 등이 독립된 공인회계사에 의한 재무서류 감사를 요구하고 있음.

### (2) 독일

가. 소유구조와 투자자 행동패턴

○ 소유구조

– 자본시장 미발달로 기업공개가 저조하며, 50대 기업이 상장주식의 85% 정도를 차지하고 있음(이영기(1996), p. 71).

– Prowse(1994)에 따르면 미국, 영국, 일본 등에 비해 주식의 집중도가 높음.

• 독일 기업의 상위 5대 주주 주식보유율은 41.5%(미국 25.4%, 영국 20.9%, 일본 33.1%)

– 법인과 은행의 기업주식 보유가 높음.

• 독일의 경우 상호지분은 적지만 법인이 여타 기업의 안정대주주인 경우를 많이 볼 수 있음(深尾光洋・森田泰子(1994), p. 22).
• Aoki and Kim(1995)에 의하면 1990년 중 은행이 보유하는 주식 및 위탁받은 주식의 의결권 비중이 50% 이상인 경우가 조사대상 57개 대기업중 26개로 45.6%이고, 의결권 비중이 75% 이상인 경우는 29.8%임.

**독일 기업의 소유자별 주식분포**

(단위: %)

| 기관투자자 | 장기고정적 | 개인 | 기업 | 정부 | 해외투자자 |
|---|---|---|---|---|---|
| 30 | 27 | 4 | 41 | 6 | 19 |

주: 장기고정적에는 은행에 기탁된 개인주식으로 은행이 투표권을 행사하는 부분(14%)을 포함
자료: Deutche Bundesbank(1991)

나. 주주권

○ 의결권

– 주식회사는 의결권이 없는 우선주를 의결권이 있는 주식의 액면총액과 동일하게 발행할 수 있으나, Mannesmann, BASF 등은 개별주주의 의결권 한도를 5%로 제한하고 있음(深尾光洋・森田泰子(1997), pp. 176-177).

• 그러나 개인들이 위탁한 은행의 대리의결권 행사는 제한하지 않음(강종만・최은경(1998), p. 64).

○ 주주제안

– 주주(단독주주 포함)는 감사후보자를 제안하고 그것을 다른 주주에게 통지하도록 회사에 청구할 수 있으며, 자본의 5% 이상 또는 액면으로 100만마르크 이상의 주식을 보유하는 주주 또는 주주그룹은 의사일정에 포함되지 않은 의결을 목적으로 하는 사항에 대해 공고하도록 회사에 청구할 수 있음.

○ 대표소송

– 주주총회에서 의결된 경우나 주식총수의 1/10 이상의 소수주주의 요구가 있는 경우에 회사는 이사, 감사에 대한 손해배상청구권을 행사해야 하지만, 회사가 손해배상청구권을 행사하지 않을 때 주주가 대표소송을 제기할 수 있는 제도는 마련되어 있지 않음.

다. 이사회 및 감사제도

○ 구성

– 이사회는 경영진으로 구성된 경영이사회(Vorstand)와 주주 및 종업원 대표로 구성되는 감독이사회(Aufsichtsrat)로 이원화되어 있음.

– 경영이사회는 최소한 1명 이상의 이사로 구성하고 종업원이 2,000명 이상인 경우 이사 중 1명은 인력 및 노무담당이사(labor director)이어야 함.

  • 업무상 이해상충의 문제를 방지하기 위해 경영이사는 감독이사를 겸임할 수 없음.
  • 임기는 5년 이하이나 5년인 경우가 많음.

– 감독이사회는 주주와 종업원, 채권자, 기업대표, 학자 등 폭넓은 이해관계자로 구성되어 있으며, 기업의 종업원 규모 및 기업형태에 따라 감독이사회의 구성기준이 다름.

- 주주총회에서 선출된 감독이사와 종업원들이 선출한 감독이사로 구성되며, 통상 감독이사의 임기는 4년 이하임.
- 주식회사는 반드시 감독이사회를 설치해야 하며, 종업원 500인 이하의 유한회사에 대해서는 감독이사회 의무규정이 적용되지 않음.
- 종업원이 2,000명을 넘는 주식회사나 유한회사는 감독이사의 1/2를, 종업원이 2,000명 이하인 주식회사나 종업원이 500~2,000명 이하인 유한회사는 감독이사의 1/3을 종업원 대표로 두어야 함.

– 회사법상의 임원겸직 제한 규정

- 1인이 1개 이상의 이사회 임원을 겸임할 수 있으나 자기회사 감독이사가 다른 회사의 경영이사를 겸임하는 경우에 자기회사의 경영이사가 다른 회사의 감독이사를 겸직하는 직접적인 교차임원 교류는 금지됨.
- 감사직을 10개사 이상 겸임할 수 없음.

○ 기능

– 경영이사회는 일상적인 경영활동을 책임지며 경영정책과 방침, 실적 등을 감독이사회에 정기적으로 보고함.

– 감독이사회는 주주를 대신한 경영이사의 선임 및 해임, 경영진의 보수결정, 경영감시의 기능을 담당함.

- 그러나 5년 임기 초임의 경영이사는 해임하지 못함. 감독이사회에 결원이 생기는 경우에 경영이사회가 그 일부를 선임함.
- 감독이사회는 경영활동이나 성과에 대한 정보접근권은 가지나 정관규정이나 내부적으로 합의된 경우를 제외하고는 일반적인 경영에 대한 결정권은 갖지 못함.

○ 평가

– 감독이사들은 회사경영에 관한 정보를 회사 또는 경영이사로부터 취득하고 있고, 감독이사회 모임도 독일 기업의 80% 이상이 법률상 최저한도인 1년에 2회 정도 갖는 것으로 조사되고 있음.

– 독일식 집단적 합의제도가 변화하는 경제환경에 적응할 수 있는 기업의 대응능력을 저하시킨다는 비판이 제기되고 있음.

– 종업원의 대표가 감독이사회에 참여함으로써 기업의 의사결정에 영향력을 행사하고 있으나 그 영향력은 제한적임.

• 감독이사회의 결정은 다수결주의에 따르나 가부동수인 경우 주주대표인 감독이사회 회장이 결정권을 가짐으로써 종업원 대표가 참여하여 공동의사결정하는 체제가 유지된다고 하더라도 주주의 우위가 확보되고 있음.
• 주주총회의 의결사항은 감독이사회를 거치지 않고 직접 경영이사회에 회부될 수 있으므로 종업원 대표가 1/2 참여한다고 하더라도 회사경영이 노조나 종업원에 의해 지배되기는 어려움.

라. 기관투자자의 동향

○ 기관투자자와 기업의 관계

– 연기금 등 기관투자자의 역할은 미약하나 은행은 자금의 공급자로서 그리고 안정주주로서 역할을 수행하고 있음.

• 과거 산업화 과정에서 기업자금 부족분을 출자를 통해 공급하거나 부실기업 구제과정에서 부채를 주식으로 전환해준 데 따라 은행의 기업주식 보유비중이 높아짐.
• 은행은 기업사정과 경제상황에 정통한 전문가를 자기들의 대표들을 선임하여 기업의 감독이사회에 파견하고 있음.
• 은행은 개인투자자가 위탁한 증권의 위탁매매 업무도 병행함으로써 위탁주식에 대한 대리의결권을 행사함.

– 그러나 70년대 이후 독일 기업의 은행에 대한 대출의존도가 낮아지고 기업들이 다수의 은행과 거래하게 되면서 은행의 산업지배는 제한적으로 이루어지고 있다고 평가할 수 있음.

– 한편 점차 금융부문의 경쟁격화로 은행이 저수익 주식을 장기 보유해 온 관행이 변화되고 있으며, 미국 기관투자자의 독일 기업 주식보유 증가로 배당압력과 투명한 회계처리 요구에 직면하고 있음.

마. 기타 관련 법률제도

○ 은행의 보유주식 한도 규제

– 은행자본의 충실화 차원에서 특정 기업 주식보유 한도가 은행 자기자본의 50%를 초과할 수 없고, 은행의 보유주식 및 비유동성자산의 총규모가 은행의 자기자본을 초과할 수 없도록 하고 있음(강종만・최은경(1998), p. 65).

– 그러나 이러한 제한내에서 자유롭게 기업주식의 보유가 가능함.

**독일에 있어서의 금융기관의 기업지배 제한 관련 법규**

| 구분 | 법규 내용 |
|---|---|
| 은행 | – 일부 구속력이 약한 권고적 성격의 규칙외에 특별한 제약없음 |
| 생명보험회사 | – 주식투자한도: 총자산의 20% |
| 기타 보험회사 | – 제약없음 |
| 상호기금 | – 제약없음 |
| 연금기금 | – 제약없음 |
| 기 타 | – 25% 이상 소유권 취득시 통지의무 |

자료: 강종만・최은경(1998)

○ 상호주식보유

– 모회사가 주식의 과반수를 보유하는 자회사는 모회사 주식을 보유할 수 없음.

• 모자회사간의 직접상호주의 금지는 지주회사를 규제하는 효과가 있음.
• 즉, 독일의 경우 기업지배구조에 영향을 미치는 지주회사에 대한 직접적인 규제는 없지만 지주회사 설립시 개인 및 기관투자자의 출자에 의존해야 하므로 지주회사 설립재원 마련에 제한을 받게 됨.

– 주식의 상호보유는 가능하지만 타사의 25%를 초과하는 주식을 보유하더라도 그 의결권은 25%로 제한 받음.

○ 회계감사인의 선임

– 주식회사에 대해서는 소기업을 제외하고 연차결산서, 영업보고서에 대해서 회계감사인에 의한 감사를 의무화하고 있음.

• 회계감사인은 주주총회에서 선임되며, 회계감사인이 될 수 있는 자는 공인회계사 및 공인회계법인으로 한정하고 있음.

### (3) 일본

가. 소유구조와 투자자 행동패턴

○ 소유구조

– 자본자유화 과정에서 경영권 방어를 위해 상호출자가 성행함으로써 법인에 의한 분산적 소유형태가 보편화되어 있고, 금융기관의 주식보유 비중이 높음.

– 주요 대기업의 대부분이 시장에 유통되지 않는 안정지분을 보유하고 있음.

• Monks and Minow(1995)에 따르면 회사와 관련된 안정주주가 60% 이상의 지분을 소유하고 있음.

일본 기업의 소유자별 주식분포

(단위: %)

| 연도 | 정부 | 금융기관 | 사업법인 | 개인 | 외국인 |
|---|---|---|---|---|---|
| 1990 | 0.6 | 46.9 | 25.2 | 23.1 | 4.2 |
| 1992 | 0.6 | 45.7 | 24.3 | 23.9 | 5.5 |
| 1994 | 0.7 | 44.6 | 23.8 | 23.5 | 7.4 |
| 1995 | 0.6 | 42.8 | 23.6 | 23.6 | 9.4 |

자료: 동경증권거래소

○ 투자자의 행동패턴

– 주주들은 단기의 경영성과에 따른 배당수입보다 기업의 장기성장과 이에 따른 자본이득을 선호함.

• 일본의 주주는 특별한 중대사안이 없으면 주주총회에 참석하지 않음(이영기(1996), p. 55).

나. 주주권

○ 의결권

– 의결권이 없는 주식총수는 발행주식 총수의 1/3을 초과할 수 없으며, 이익배당 우선주는 세제상 불리하기 때문에 거의 발행된 적이 없음(深尾光洋・森田泰子(1997), p. 176).

○ 주주제안

– 일정자격을 갖는 주주에 대해 의제에 대한 청구권을 부여하고 있음.

• 6개월 전부터 발행주식총수의 1/100 이상에 해당하는 주식 또는 300주 이상의 주식을 보유하고 있는 주주 또는 주주그룹은 회사가 소집하는 총회에서 일정한 사항을 의제로 할 것을 청구할 수 있으며, 회의목적이 되는 사항에 대해 원하는 의안과 요령을 회사비용으로 주주소집 통지

에 기재할 것을 청구할 수 있음(상법 232조의2 1항, 2항).

- 이사선임에 대해서도 의제를 제출할 수 있고, 회사가 제안한 의제와 동등하게 취급받음.

○ 대표소송

– 6개월 전부터 계속 주식을 보유한 주주(단독주주 포함)는 이사 등의 회사에 대한 책임을 추궁하는 소송을 제기하도록 회사에 청구할 수 있음(상법 267조 1항).

- 회사가 청구일로부터 30일 이내에 소송을 제기하지 않을 경우에는 청구를 한 주주가 소송을 제기할 수 있음(상법 267조 2항).
- 또한 30일간의 경과로 회사재산에 회복불가능한 손해가 발생할 우려가 있을 경우에는 소송제기를 회사에 청구하는 절차를 취하지 않고 바로 대표소송을 제기할 수 있음(상법 267조 3항).

※ 法人格 否認의 法理

– 독립된 법인격을 갖는 주식회사도 법인격이 形骸化된 경우, 법률 적용을 회피하기 위해 법인격이 남용되는 경우에는 회사의 행위를 주주개인의 행위와 동일시하거나 주주의 유한책임원리를 적용하지 않는 경우가 있음(深尾光洋・森田泰子(1997), pp. 168-169).

- 법인격이 형해화된 경우나 남용되고 있는 경우는 예를 들면 영세한 개인기업이 주식회사 조직을 취하는 경우 및 대기업이 자회사를 자사의 일부분으로 경영하는 경우와 같이 각각의 회사를 독립된 법인으로 취급하는 것이 부적당한 경우임.
- 소규모 기업에 대해서는 「법인격 부인의 법리」가 적용되는 경우가 있지만, 대기업에 대해서는 재판소가 주주의 유한책임원리를 적용하지 않는 경우는 거의 없음(深尾光洋・森田泰子(1994), p. 36).

다. 이사회 및 감사제도

○ 구성

– 주주총회에서 선임되어 이사회를 구성하는 이사는 대부분이 사내이사이며, 사외이사의 경우 80% 이상이 관계회사나 은행에서 파견됨.

• Tokyo Keizai(1991)에 따르면 1989년 현재 상장기업중 사외이사의 비율은 24.4%임.
• 이사의 임기는 원칙적으로 2년을 초과할 수 없으며, 2년으로 정한 회사가 많음.

– 감사도 주주총회에서 선임되며, 감사의 독립성을 확보하기 위해 그 회사나 자회사의 이사나 종업원을 겸임할 수 없음(상법 280조 1항 및 254조 1항, 상법 276조).

• 감사 기능을 제고시키기 위해 1993년 법개정을 통해 대기업(자본금 5억엔 또는 기말부채총액 200억엔 이상의 기업)에 대해 감사회 설치를 의무화하고 감사의 수를 종전 2인 이상에서 3인 이상으로 늘리되 감사중 1인은 사외감사로 선임하도록 하였으며, 감사의 임기는 종전의 2년에서 3년으로 연장함(주식회사의 감사 등에 관한 상법특례에 관한 법률(이하 상법특례법) 18조, 상법 273조 1항).

○ 기능

– 이사회는 최고경영자인 대표이사를 선임하며, 기업경영에 관한 중요사항을 결정하고 이사의 업무집행을 감독함.

– 감사는 기업의 회계와 경영을 담당하는 이상의 업무집행을 감독하여 회계감사와 업무감사를 수행함.

○ 평가

– 업무집행의 책임과 감시를 동일인인 이사에게 부여하고 있고, 대개의 경우 이사회 회장을 겸직하는 최고경영자가 인사권을 갖는 종업원중에서 이사를 선임함으로써 이사회 기능은 유명무실한 것으로 평가됨.

– 감사의 경우에도 실질적으로 최고경영자가 선임하고 예전에 이사 등 임원이었던 자를 감사로 선임함으로써 감시기능이 작동되지 않고 있음.

• 일본감사협회 조사에 따르면 1993년 상법개정 이후 사외감사가 51%(3,288명→4,983명) 증가하는 효과가 있었으나, 사내출신자(846명)와 이들을 포함한 소속 기업그룹(독립계 및 6대 기업집단) 출신이 대부분인 것으로 나타남.

라. 기관투자자의 동향

○ 기관투자자와 기업의 관계

– 대주주로서 기업과 지속적인 거래관계를 형성하고 있는 주거래은행은 채권자와 주주의 입장에서 임원파견을 통해 기업의 경영에 관여하고 있음.

• 주거래은행은 평상시 기업경영의 감시자로서 활동하기보다는 협조자로서 활동하나, 위기시 경영에 적극적으로 참여하여 기업을 소생 또는 청산하고 경영자 교체 등 경영진에 책임을 물림.

– 80년대 이후 경제의 거품화에 따라 금융기관이 보유주식을 매각함으로써 점차 기업과 은행관계가 약화되고 계열법인주주도 자기자본에 대한 투자수익률을 중시하게 됨.

마. 기타 관련 법률제도

○ 금융기관의 주식소유 규제

– 사전에 공정거래위원회의 인가를 받은 경우 외에 담보권 행사에 의해 주식을 취득한 경우 등의 예외를 제외하고는 금융업을 하는 회사는 국내회사 발행주식 총수의 5%(보험업 10%)를 넘지 못하도록 하고 있음.

• 1987년 이후 은행에 의한 기업주식의 보유한도가 종전의 발행주식 총수 10%에서 5%를 축소됨.

**일본에 있어서의 금융기관의 기업지배 제한 관련 법규**

| 구분 | 법규 내용 |
|---|---|
| 은 행 | – 1987년 이전: 개별기업 주식의 10%까지 보유가능<br>– 1987년 이후: 5%까지 가능(독점금지법) |
| 생명보험회사 | – 개별 회사주식 보유한도: 10%(독점금지법) |
| 기타 보험회사 | – 개별 회사주식 보유한도: 10%(독점금지법) |
| 상호기금 | – 제약없음 |
| 연금기금 | – 제약없음 |

자료: 강종만・최은경(1998)

○ 상호주식보유

– 모회사가 주식의 과반수를 보유하는 자회사는 모회사 주식을 취득할 수 없음(상법 211조의2).

– 어느 회사가 타사 발행주식총수의 1/4를 넘는 주식을 보유하는 경우 등과 같이 주식보유를 통해 지배관계가 있을 경우에 피지배회사는 지배회사의 주식에 대해 의결권을 가질 수 없음(상법 241조 3항).

– 일정한 거래분야의 경쟁을 실질적으로 제한하게 되는 경우 다른 국내회사의 주식을 취득 또는 소유해서는 안됨(독점금지법 10조 1항).

– 금융업 이외의 사업을 하는 주식회사중 대규모 회사는 그 자본액(350억엔) 또는 순자산액(1,400억엔)중 많은 금액을 초과하여 국내회사의 주식을 취득할 수 없음(독점금지법 9조의2).

• 지주회사 금지제도의 해제와 더불어 동 규정 폐지에 대한 요구가 있었으나 존속시킴.

**<일본의 지주회사 설립허용과 규제>**

– 1997년 독점금지법 개정을 통해 지주회사에 대한 규제 완화
– 지주회사 금지 요건
• 지주회사그룹이 총자산 합계 15조엔 이상, 5개 이상의 주요사업, 각사 총자산 3,000억엔 이상인 경우
• 총자산 15조엔 이상인 금융사, 총자산 3,000억엔 이상의 금융 관련업무를 영위하는 회사를 가진 경우
• 상호관련 5개 이상의 주요사업 각각에 있어 시장점유율 10% 이상 또는 순위 3위 이내인 회사를 가진 경우
• 상기 요건에 해당하더라도 순수분사화, 벤쳐캐피탈, 금융사의 상호진입 등의 경우에는 허용

○ 회계감사인의 선임

– 대기업은 그 계산서류 및 부속명세서에 대해 감사 외에 회계감사인의 감사를 받을 필요가 있음(상법특례법 2조).

• 회계감사인은 주주총회를 통해 공인회계사 또는 감사법인 중에서 선임됨(상법특례법 3조 1항, 4조 1항).
• 세무상담이나 경영상담 등 감사 이외의 업무로 그 회사나 자회사 등에서 계속 보수를 받고 있던 자는 회계감사인이 될 수 없음(상법특례법 4조 2항).
• 회계감사인의 직무는 회계감사로 한정되지만 이사의 부정행위를 발견했을 경우에는 감사회에 보고하게 되어 있음(상법특례법 8조 1항).

– 증권거래법에 따르면 상장회사나 店頭 등록회사가 대장성 장관에 제출

하는 재무제표에 대해서는 그 회사와 특별한 이해관계가 없는 공인회계사 또는 감사법인의 감사증명을 받아야 함.

## 2. 소유지배구조의 국제비교

○ 각국의 기업지배구조는 국가별 정치·사회·문화적 여건과 경제구조, 정부정책 등의 다양한 요인을 반영하기 때문에 상이한 형태를 유지하고 있으며 나름대로의 장단점이 있음.

– 미국의 경우 사외이사제가 제대로 작동되지 않고 있으며, 객관적이고 효율적이라는 평가를 받는 시장규율도 경영자들로 하여금 단기업적에 치중하도록 하는 결과를 낳고 있음.

• 그러나 과거와 달리 기관투자자가 기업의 경영감시에 적극적으로 나서게 됨으로써 미국 기업의 지배구조에 새로운 변화가 나타나고 있음.

– 독일의 기업지배구조는 종업원을 포함한 여러 이해관계자의 이익을 존중하는 시스템이나, 이러한 집단적 합의제도가 기업의 경제환경 대응능력을 저하시킨다는 비판이 제기되고 있음.

– 일본의 경우 상호신뢰와 묵시적 계약에 바탕을 두고 이해당사자간에 안정적인 관계를 유지하고 있으나, 기관투자자의 역할이 미흡하고 이사회 구성원 대부분이 내부이사로 구성됨으로써 효율적인 경영감시가 이루어지지 않고 있음.

• 새로 도입된 사외감사제도 실질적인 효력을 발휘하는 데 문제가 있는 것으로 평가되고 있음.

## 미국·독일·일본 기업의 지배구조에 대한 주요 특징별 비교

| 항목 | | 미국 | 독일 | 일본 |
|---|---|---|---|---|
| 경영 목표 | | – 주주 이익의 극대화 | – 주주 및 종업원 등의 이익을 함께 고려 | – 모든 이해관계자의 이익을 고려 |
| 경영 규율 방식 | | – 사외이사 및 시장에 의한 규율 | – 감독이사회(은행, 종업원 대표 등)에 의한 규율 | – 집단 상호 견제<br>– 주거래은행에 의한 감시 |
| 주주권 | 허용범위 및 행사방식 | – 주주제안<br>• 자격: 시가 1,000달러 이상 또는 발행주식총수 1% 보유주주<br>• 범위: 주주제안의 위임장 내 기재에 대한 회사비용 처리 가능 등(단, 이사선임에 대해서는 회사가 거부 가능)<br>– 대표소송<br>• 자격: 단독주주도 가능하나 대표의 공정성이 문제시 되는 경우 재판소는 소송을 기각<br>• 절차: 1)원칙적으로 회사에 소송요구 해야 하나 이사회의 독립 및 공정성이 문제되는 경우에 직접 소송 가능, 2)경영판단의 원칙 적용, 3)소송취하가 최선이라는 판단이 서면 회사는 재판소에 대표소송 기각 신청 가능 | – 주주제안<br>• 자격: 모든 주주<br>• 범위: 1)감사후보자, 2)의사일정에 포함되지 않은 의결을 목적으로 하는 사항에 대한 청구(단, 2)의 자격요건은 자본의 5% 이상 또는 액면가 100만 마르크 이상의 주식보유 주주 또는 주주그룹)<br>– 대표소송<br>• 주주총회 의결, 발행주식총수 1/10 이상의 소수주주 요구시 이사, 감사에 대한 손해배상청구권 행사<br>• 회사가 손해배상청구권 행사하지 않는 경우 주주가 대표소송을 제기할 수 있는 제도는 없음. | – 주주제안<br>• 자격: 6개월 전부터 지속적으로 발행주식총수 1/100 이상 또는 300주 이상 주식을 소유한 자<br>• 범위: 1)一定사항의 총회에서의 의제화, 2)의제가 되는 사항에 대해 주주가 바라는 의안 및 요령의 주주소집 통지 내 기재에 대한 회사비용처리, 3)이사선임 등<br>– 대표소송<br>• 자격: 6개월 전부터 계속 주식을 보유한 주주<br>• 절차: 1)회사에 청구했으나 30일 이내에 소송이 제기되지 않거나, 2) 30일 경과로 재산상의 회복불가능한 손해발생이 우려되는 경우 직접 제기 가능 |
| 이사회 | 구성 | – 사외이사제 채택<br>• 이사회내 위원회체제 | – 이원적 이사회<br>• 경영이사회, 감독이사회 | – 사내이사가 지배적 |
| 감사제도 | | – 이사회내 감사위원회 | – 감독이사회 | – 사외감사제: 대기업 |
| 기관투자자 역할 | | – 임원경질에 관여하기 시작 | – 안정주주, 자금대부자 | – 안정주주, 자금대부자 |
| 은행과의 관계 | | – 은행과 산업의 분리 | – 은행에 의한 산업지배 | – 은행과 산업간의 긴밀한 협조관계 |
| 지주회사 규제 | | – 은행지주회사법<br>– 공익사업지주회사법 | – 직접적 규제없음<br>• 모자회사간 직접상호주 보유 규제를 통한 간접규제 | – 1997년 제한적 허용 |

# 제4장
# 주요국 기업지배보고서 비교평가


1. 비교대상보고서 개요 / 93
2. 기업지배구조 원칙제정의 배경과 목적 / 96
(1) 배경 / 96
(2) 목적 / 97
3. 비교기준 / 97
4. 항목별 비교 / 98
(1) 기업지배구조의 정의 / 98
(2) 모범적 기업지배구조의 정의 / 99
(3) 공시제도 / 99
(4) 주주권 / 102
(5) 이사회 / 105
(6) 감사제도 / 113
(7) 경영진 / 115
(8) 이해관계자 / 117
(9) 경영권시장 / 117

# 1. 비교대상보고서 개요

○ 한국 기업지배구조개선위원회의 "**기업지배구조 모범규준(안)**"(1999.8.), OECD의 "**OECD Principles of Corporate Governance**"(1999.4), 일본 기업지배구조원칙제정위원회의 "**일본의 기업지배구조 원칙**"(1998.5), 일본 경제단체연합의 "**Urgent Recommendations Concerning Corporate Governance**"(1997.9), 미국 California Public Employees Retirement System의 "**Corporate Governance: Core Principles and Guidelines**"(1998.4), 미국 GM사의 "**GM Board of Directors Corporate Guidelines on Significant Corporate Governance Issues**"(1997.6: 인용본), 영국 Committee on Corporate Governance의 "**Hampel Report**"(1998.1), 프랑스의 기업지배위원회의 "**Vienot Report**"(1995.7: 요약본), 독일 Deutsche Schutzvereinigung fur Wertpapiervesitz의 "**DSW Guidlines**"(1998.6: 요약본)

○ 보고서의 성격

– 한국

- 민간위원회에서 작성, 기간은 5개월 남짓
- 금융기관 및 신용평가기관이 기업의 신용을 평가할 때 그 지배구조의 질적 수준과 효율성을 평가할 것을 권고(권고사항 3)
- 상장기업을 비롯한 공개기업이 적용대상(전문)
- 개별기업의 지배구조의 기본(전문)

| | | |
|---|---|---|
| OECD (99.4) | | – 성격<br>• 정부차원의 기업지배구조원칙으로서 비구속적 원칙<br>• 상장회사를 대상으로<br>– OECD 각료이사회에서 발의<br>– OECD 회원국의 공통된 의견 반영 |
| 일본 (98.5) | 위원회 | – 성격<br>• 재계지도자들의 발의로 시작<br>• 원칙의 선택여부는 주주가 결정<br>• 증권거래소의 상장기준으로 권고<br>– 위원회 구성: 기업, 금융계, 학계, 연구소, 언론, 법조계 인사들로 구성된 위원회 구성<br>• 위원장: 메루샨(주) 사장<br>• 부원장: 오릭스(주) 사장<br>• 위원(교수 5): (주)野村總合研究所 고문, 신일본제철(주) 상임감사, 興銀NW아셋매네지먼트(주) 상담역, 일본생명보험상호회사 전무, 논설위원(2), 변호사(1)<br>• 고문: 日本興業銀行(주) 고문<br>• 사무국장: 에피화니 대표 |
| | 경단련 | – 성격<br>• 대표적인 기업단체인 경제단체연합회에서 경영환경에 대한 대응으로 작성<br>※ Keidanren(Japan Federation of Economic Organization)<br>• 1946년 설립된 전국적인 business 기구<br>• 1,009개의 회사(62개의 외국기업과 120개의 business group 포함)<br>• 일본 및 외국에서 기업이 직면하는 문제의 해결과 일본 및 세계경제의 건전한 발전에 기여하는 것이 목적 |
| 영국 (Hampel: 98.6) | | – 성격<br>• 과거의 지배구조원칙(cadbury와 Greenbury 보고서)에 대한 평가 및 새로운 원칙 제정<br>• 252단체와 개인에 대한 설문과 응답을 기초로 작성<br>• public company 114, 기관투자가 14, professional partnership 12, 대표기관 24, 기타 단체 29, 개인 59<br>– 위원회 구성<br>• 기업, 금융계, 컨설팅회사의 인사들로 구성된 위원회에서 작성<br>• 위원장: ICI plc 사장<br>• 위원: Airsprung Furniture Group plc: chairman, Coopers & Lybrand: chairman, Rexam plc: 재정이사, Henderson Crosthwaite Ltd.: 이사, the Equitible Life Assurance Society: 이사겸 genral manager, Rentokill Initial plc: CEO, Slaughter and May: Senior Partner, Slough Estate plc: executive chairman, Aon Consulting Ltd.: Principal and Actuary |
| 미국 | GM | – 성격<br>• GM이사회가 GM의 지배구조를 개선하기 위한 자발적인 노력의 표현 |
| | CalPERs (98.4) | – 성격<br>• 미국내 가장 큰 public pension fund에서 과거의 경험을 바탕으로 작성<br>※ CalPERs: California Employees Retirement System<br>• 미국내 가장 큰 public pension fund<br>• 자산 US$1,000억달러(1996년)<br>• 미국내 1,600개 이상의 기업에 투자<br>• 회원들의 퇴직후 복지(benefit)보장과 California의 공기업(and thus to California's taxpayers)들의 종업원 복지비용을 최소화가 목적<br>• 미국 및 외국의 기업지배구조 검토 |
| 독일 (98.6) | | – 성격<br>• 독일의 대표적인 주주협회 |
| 프랑스 (Vienot: 95.7) | | – 성격<br>• 프랑스의 두 개의 대표적인 고용자단체에서 위원회 설립<br>• 기업의 이 보고서 채택여부를 공시할 의무 없음 |

※ 영국(Hampel)의 후원자: London Stock Exchange, Confederation of British Industry, Institute of Directors, Consultative Committee of Accountancy Bodies, National Association of Pension Funds, Association of British Insurers

○ 제정경위

– 한국: 위원회(1993.3 발족, 무역협회장 외 10인으로 구성, 증권연구원장외 11인의 자문위원)에서 작성, 기간은 5개월 남짓

| | | |
|---|---|---|
| OECD (99.4) | | – 96.: OECD산하 기업지배구조에 관한 민간자문기구(BSAG) 설립<br>– 97.6: BSGA 첫 회의<br>– 98.4: OECD 각료이사회에서 정부차원의 기업지배구조원칙 제정을 결정하고 task force팀 구성<br>– 98.7: 1차 초안 발표<br>– 98.10: 2차안 발표<br>– 99.1: 3차안 발표<br>– 99.4: 4차안 발표 및 OECD각료이사회 통과<br>– 기간: 1년 |
| 일본 (98.5) | 위원회 | – 94.초: 中村金夫(일본흥업은행 상담역)씨를 중심으로 13인의 재계지도자들이 기업지배구조에 관한 토론회 개최<br>– 92.11: “일본 기업지배구조 포럼” 결성<br>– 96.12: 기업지배구조원칙 제정위원회 구성(17인)<br>– 97.1~97.10: 위원회 개최(10회)<br>– 97.10: 중간보고 발표<br>– 97.11~98.4: 위원회 개최(12회)<br>– 98.5: 최종보고 발표<br>※“위원회”는 해산하지 않고 제언내용에 대한 실행상황을 정기적으로 검토할 예정<br>– 기간: 2년6개월 |
| | 경단련 | – N/A |
| 영국 (Hampel: 98.6) | | – 95.11: Sir Sydney Lipworth(Financial Reporting Council의 chair)의 발기로 기업지배구조위원회 설립(Cadbury위원회와 Greenbury 위원회의 권고)<br>– 98.6: Hampel Report 발표<br>– 기간: 8개월 |
| 미국 | GM | – 94년에 제정하고 정기적으로 개정 |
| | CalPERs (98.4) | – 84~87년: CalPERs 기업지배구조는 대응적(reactionary: 경영진의 anti-takeover에 대한 대응)<br>– 80. 후반~90. 초반: CalPERs는 “Rule of Game”을 배우는 시기(경영진에 영향을 주는 방법, 여타 주주의 support를 얻는 방법, 주주와 경영진간의 communication의 어느 부분이 현실과 괴리가 있는가)<br>– 93. 이후: poor performance를 보인 회사에 초점을 둠 |
| 독일(98.6) | | – N/A |
| 프랑스 (Vienot: 95.7) | | – 95.3: 프랑스의 두 개의 대표적인 고용자단체(employer bodies)인 Conseil National du Patronat Fran?is와 Association Fran?is des Enterprises Priv?s가 기업지배구조위원회 결성<br>– 95.7: Vienot Report 발표<br>– 기간: 1년4개월 |

## 2. 기업지배구조 원칙제정의 배경과 목적

### (1) 배경

○ 한국(전문)

– 세계화된 자본시장에서 모범적 지배구조의 중요성 증대

– 우리 기업의 안정적 장기자금 조달을 위해 신뢰할 수 있고 국제적으로 통용될 수 있는 지배구조 필요

| | | |
|---|---|---|
| OECD | | – 자본의 국제적 흐름 증대<br>•세계자본시장의 활용<br>– 자금조달의 안정적 재원<br>•투자자들의 신뢰 제고<br>•자본비용 낮춤<br>– 이해관계자들의 역할 증대<br>•기관투자가들의 기업지배구조에 대한 목소리를 높이고 있음.<br>•개인주주들은 경영층이나 지배주주로부터 공정한 대우에 관심<br>•채권자들은 외부모니터링의 잠재력 소유<br>•피고용자와 여타 이해관계자는 기업의 성과에 중요한 역할<br>•정부는 기업지배구조에 대한 제도적, 법적 틀을 구축(서문) |
| 일본 | 위원회 | – 현행 지배구조의 문제점<br>– 이사(통치자)와 경영자(경영집행자)의 역할 미분리(전문 1-3)<br>•이사회가 제 기능을 못함.<br>– 통치와 경영의 시스템이 일원화되어 있지 않음(전문 1-3, 2-5).<br>•현행 일본의 지배구조는 전략적 의사결정과 그 집행을 담당할 이사회와 경영감시를 담당하는 감사위원회의 이원구조<br>•이사회에는 사내이사가 다수를 차지<br>•이사회 상층에 설치된 經營會議나 常務會가 이사회 역할을 대체<br>•감사제도의 유명무실화<br>•감사는 위법성여부만 판단(전문 2-7)<br>– 경영자시장의 미형성(전문2-7)<br>– 경영자의 적절한 의사결정에 필요한 정보를 제공해 주는 staff(예: 미국 기업의 executive committee)를 확보하고, 이사회의 감시, 감독기능을 활용하는 것이 바람직<br>– 주주이익을 중시하는 사고방식의 부재(전문2-7)<br>•주식회사는 주주의 소유이고, 회사의 목적은 이익을 추구하는 것이라는 인식의 공유가 필요 |
| | 경단련 | – mega-competition의 시대에 경쟁력 유지<br>– 세계화된 경쟁시장<br>– 기업에 대한 사회적 요구 증대<br>•기업은 주주의 이익에 많은 우선권을 주는 것뿐만 아니라 기업윤리와 건전한 경영을 확립하는 데 유효한 지배구조를 달성할 것을 요구받고 있음. |
| 영국(Hampel) | | –기존 원칙의 실행정도 파악과 문제점 |
| 미국 | GM | – GM 이사회의 기업지배구조를 개선하기 위한 자발적인 노력<br>※정기적으로 개정됨. |
| | CalPERs | – 적극적인 소유권(주주권)의 행사는 경영진으로 하여금 보다 accountable 하게 하고 성과에 집중하게 함. |
| 프랑스 (Viendt committee) | | – 현행 이사회는 informality로 인해 주주의 scrutiny에서 벗어나 있어 주주들에게 불확실성과 혼동을 발생시키고 있음. |

### (2) 목적

○ 한국(전문)

– 미래지향적인 관점에서 우리 기업의 투명성과 효율성을 제고함으로써 기업가치의 극대화

| | | |
|---|---|---|
| OECD | | – 바람직한 기업지배구조를 위한 가이드라인<br>– 소유와 감독의 분리에서 야기되는 지배구조관련문제에 초점 (서문) |
| 일본 | 위원회 | – 주주와 이사에 축을 둔 기업통치시스템을 통해서, 모든 이해관계자의 편익을 도모하기 위한 기업통치시스템의 틀을 구체적으로 제시(1-7) |
| | 경단련 | – 감사의 기능강화 및 주주의 대표소송에 대한 검토 |
| 영국 (Hampel) | | – 투자자보호의 관점에서 기업지배구조의 높은 기준(high standard)을 추구<br>– 상장기업의 위치를 유지, 발전(preservation and enhancement)<br>– Cadbury 및 Greenbuty 보고서들의 내용을 포괄하는 원칙 및 규정을 제시<br>– 기업에 대한 규제부담을 제한하고, 원칙으로 세세한 규정을 대체하는 것을 염두에 두고 작업(1.6) |
| 미국 | GM | – GM사의 지배구조 개선 |
| | CalPERs | – Core Principle(CP)과 Guideline(G)으로 구성<br>• CP: 경영자와 주주간 accountability의 기초<br>• G: 양자간의 관계를 발전시키는 원칙(Ⅱ. Purpose) |
| 독일(DSW) | | – 민간투자자들의 이익을 대변 |
| 프랑스 (Vienot committee) | | – 이사회의 주주에 대한 accountability를 강화함으로써 경영진으로 하여금 장기성과의 개선과 회사실패의 위험을 감소시키도록 하는데 중점<br>– 투자자로 하여금 투자대상 기업의 지배기관(이사회)에 대한 신뢰를 확고히 하기 위해서 Vienot의 권고안을 실행하는 것이 필요 |

## 3. 비교기준

○ 기업지배구조의 정의를 통해 원칙적용의 대상을 파악

○ 투표권, 대리투표, 지배주주/대주주의 권한 및 책임 등에 대한 주주의 권한을 비교

○ 이사회의 임무, 경영진과의 독립성, 내부위원회 등을 비교

○ 사외이사의 독립성 정도, 이사회 내의 비중, 역할 및 책임 등을 비교

○ 감사기구의 형태, 독립성, 감사범위 등을 비교

## 4. 항목별 비교[1)]

### (1) 기업지배구조의 정의

○ 한국: 명시되어 있지 않음.

○ 비교

| OECD | 일본 | | 영국 (Hampel) | 미국 | | 독일 (DSW) | 프랑스 (Vienot committee) |
|---|---|---|---|---|---|---|---|
| | 위원회 | 경단련 | | GM | CalPERs | | |
| – 경영층, 이사회, 주주 및 기타 이해관계자간의 모든 관계를 규정<br>• 기업의 목표를 설정하고, 그 목적을 달성하며 성과를 모니터링하는 방법들을 결정하는 구조를 제시 (서문) | – 통치권을 가진 주주를 대리하여 선임된 이사들로 구성된 이사회가 경영방침과 전략에 관한 의사결정을 하고, 경영자가 사람·재화·자금 등을 활용하여 기업을 경영하는 것 -Management-을 하는 행위<br>• 본 원칙에서는 주주의 대리인인 이사가, 주주의 대리인인 집행이사를 감독한다고 하는 기업시스템을 전제로 하고 있음(전문). | – 언급 없음 | – 기업의 방침이 설정(directed) 통제되는 시스템(1.15) | N/A | – 기업의 방침과 성과를 결정하는 에 있어서 여러 참여자들 간의 관계<br>• 주요참가자들은 주주, 경영진, 이사회 (Introduction의 주) | N/A | N/A |

* N/A: Not Available

1) 미국 CalPERs의 보고서는 Core Principle(CP)과 Guidline(G)으로 구성되어 있음. Core Principle(CP)은 경영자와 주주간의 accountability의 기초가 되는 항목들이며, Guidline(G)은 양자간의 관계를 발전시키는 원칙을 의미함(보고서 p3). 일본 기업지배구조원칙제정위원회의 보고서는 원칙A와 원칙B로 구성되어 있음. 원칙A는 가급적 신속하게 실행해야 할 원칙들이며, 원칙B는 21세기에서 빠른 단계의 실현을 목표로 하되, 세계의 시장환경변화에 따라 수정을 가할 필요가 있는 원칙, 또는 대폭적인 법률개정을 필요로 하는 원칙을 의미함(보고서 표지).

## (2) 모범적 기업지배구조의 정의

○ 한국: 명시되어 있지 않음.

○ 비교

| OECD | 일본 | | 영국 (Hampel) | 미국 | | 독일 (DSW) | 프랑스 (Vienot committee) |
|---|---|---|---|---|---|---|---|
| | 위원회 | 경단련 | | GM | CalPERs | | |
| – 기업에 있어 좋은 기업지배구조란 이사회와 경영층으로 하여금 그 기업이나 주주의 이익을 위한 목표를 추구하게 하는 적절한 인센티브를 제공하게 해야 하며, 효율적인 감시기능을 촉진하여 기업이 자원을 보다 효율적으로 사용하도록 유도할 수 있어야 함(전문). | – 언급 없음 | N/A | – 모범적 기업지배구조는 이해관계자들의 이해가 완전히 고려되고 있음을 보장함(1.2).<br>• 또한 모범적 기업지배구조는 잘못된 행위(malpractice)와 사기(fraud)를 방지하는 데 크게 기여할 수 있음<br>– 모범적 기업지배구조의 진정한 보호장치는 경험있고 자격있는 개인들(집행 및 비집행이사, 주주, 감사)의 독립되고, 정보화된 판단이 적용될 수 있는데 있음(1.14). | N/A | – 모범적 기업지배구조란 accountable한 지배구조 (Introduction) | N/A | N/A |

## (3) 공시제도

○ 한국

– **기업은 주주 등 이해관계자에게** 기업내용과 관련된 신뢰할 수 있는 정보를 성실하고 신속하며 정직하게 공시(V-2)

– **공개기업은** 사업보고서상에 **자신의 기업지배구조와 본 모범규준과의 차이 및 그 이유**를 설명함(V-2.3).

• 집중투표제의 채택여부, 이사회의 구성 및 현황, 사외이사의 현황과 사외이사의 독립성에 관계된 자료, 이사회 내의 위원회 구성 현황과 그 권한 및 활동, 이사 및 이사회의 활동상황 등

- 기업은 사업보고서 이외에 반기보고서 작성・공시(V-2.4)

- 기업의 **적시보고사항**(V-2.5)

- 기업은 실질적 **지배주주(법인주주 포함) 및 그 특수관계인의 주식소유 현황**을 구체적으로 공시(V-2.9)

- 회사설명회를 통해 제공된 정보는 모든 주주 및 일반투자자들에게도 공시(I-2.2)

- 이사회의 활동 및 평가내용은 공시(II-9.3)

- 내부감사기구의 활동내역(III-1), 감사위원회는 소속위원의 경력 및 주요 활동내역을 주주총회에 보고하고 대표이사는 사업보고서를 통해 이를 공시(III-1.8)

- 기업은 주주, 채권자 등 이해관계자에 대하여 그들의 의사결정에 중요한 영향을 미치는 사항을 적극적으로 공시(V)

- 기업이 보다 양호한 지배구조를 갖추기 위해서는 자신의 지배구조를 적극적으로 공시하여 주주 등 이해관계자들의 평가를 받을 수 있도록 하여야 함(V).

- 공시감독은 이사회(II-1.1)

○ 비교

– 공시내용

| | | |
|---|---|---|
| OECD | | – 재무상태, 성과, 소유구조, 기업지배 등 기업의 중요사안을 적시에 정확히 공시(IV)<br>– 주주의 기업에 대한 영향력을 재분산시키는 메카니즘이 있을 때, 모든 그와 같은 자본구조와 조치들(I-D)<br>– 정시공시기간 및 그 사이에 발생하는 모든 중요사항(IV)<br>– 기업의 목적(IV-2)<br>• 기업윤리, 환경, 기타 사회에 대한 공헌 등과 관련된 정책 포함<br>– 기업의 소유구조와 타소유권자에 비교한 개별 주주의 권리(IV-3)<br>– 이사 및 주요임원, 그리고 그들에 대한 보수(IV-4)<br>– 예측가능한 중요위험요소(IV-5)<br>– 모든 주주들에게 동시에 공시(IV)<br>– 투자자들이 투자하기 전에 그들의 의결권에 관한 정보(II-A.1) |
| 일본 | 위원회 | – 이사회<br>• 내부관리에 기초한 정보시스템의 구축<br>• 주주이익에 중대한 영향을 미치는 정보의 공개(부정적인 것을 포함)(원칙2A)<br>• 국제회계기준에 근거한 결산보고(원칙3A)<br>• 가능한 빨리 분기별 결산 도입(원칙3A)<br>• stakeholder에게 각각의 관심에 따른 정보를 적극적으로 공시(원칙4A)<br>• 적극적 자발적으로 정보제공(3장 해설)<br>– 경영자<br>• 현재 및 잠재적 이해관계자에게 정보제공(3-2)<br>• 영업보고서(기존주주 대상)와 유가증권보고서(투자가 대상)은 구별(3-3) |
| | 경단련 | – 추후검토 |
| 영국 (Hampel) | | – 사업보고서에 독립이사가 누구인지 명시(3.9)<br>– 이사들의 보수체계(4.16)<br>– 이사회는 주주에게 기업내부통제구조에 대한 보고(6.12) |
| 미국 | GM | – N/A |
| | CalPERs | – 언급없음 |
| 독일(DSW) | | – 주주 및 자본시장에 명확하고 진실된 현재의 정보 공개<br>– annual report(G, B)<br>• 포괄적인 (extensive) 부문별 report<br>• financial statement/순익-손실계정의 변화<br>• derivative에 대한 보고<br>• 현금흐름<br>• 분기별 보고 |
| 프랑스 (Vienot committee) | | – 기업은 의사결정조직을 매년 공시 |

## (4) 주주권

○ 한국

– 권한

- **기업의 소유자**로서의 기본적인 권리(I-1.1): 이익분배 참여권, 주주총회의 참석과 의결권 행사, 정기적이고 시의 적절하게 정보를 제공받을 권리 등
- 주주는 자신의 의결권을 직접 또는 간접적인 방법에 의해 최대한 용이하게 행사할 수 있어야 함: **대리투표, 서면투표 및 전자통신에 의한 투표** 허용(I-1.5)
- 이사선임시 집중투표제 권고(II-3.2)
- **1주1의결권**(특정주주에 대한 의결권 제한은 법률이 정하는 바에 따름: I-2.1)
- 기업설명회에서 제공된 정보는 모든 주주 및 일반투자자들에게도 공시(I-2.2)
- 감사위원회의 회의록과 감사록 열람(III-1.6)
- 소액주주권의 행사요건 완화하고, 남소방지 대책도 마련되어야 함(권고사항 4).
- 기관투자가는 기업에 대해 적극적으로 주주권을 행사하고 경영에 대해 감시(권고사항 5), 단 이해관계에 있는 특정기업에 대한 기관투자가의 주주권 행사는 법령에 의해 구체적으로 제한되어야 함(권고사항 5.3).
- 기관투자가는 주주권을 행사하는 데 있어 신탁재산 보호를 위해 주주권 행사의 내부원칙을 공표하고, 신의성실 원칙에 따라 적극적으로 신중하게 행사(권고사항 5.1), 기관투자가는 공정한 주주권 행사가 가능한 내부통제체제를 갖추어야 함(권고사항 5.4).

– 책임

- 주주는 **기업발전**을 위하여 주주권 행사(I-3.1)

– 지배주주의 책임

• **기업과 모든 주주의 이익**을 위하여 행동, 그에 반하는 행동에 대한 책임(I-3.2)

○ 비교

– 권한

(1주1투표권, 서면・전자투표, 대리투표, 지배주주/대주주)

| | | 1주 1투표권 | 대리투표, 서면・전자투표 | 지배주주/대주주 |
|---|---|---|---|---|
| OECD | | – 유보적 표현(II-A.1) | – 허용(I-C.3) | – 특정주주에게 주식소유비율과 다른 지배권을 허용하는 자본구조의 약정은 공시(I-D) |
| 일본 | 위원회 | – 언급없음 | – 언급없음 | – 대주주를 대상으로 별도의 상세한 설명회 개최(15A) |
| | 경단련 | – 언급없음 | – 언급없음 | – 언급없음 |
| 영국 (Hampel) | | – 언급없음 | – 대리투표: 허용 (5.14)<br>– 서면・전자투표: 언급없음 | – 대주주(major shareholder)와 기업이 밀접한 관계에 있을 때 대주주의 이사후보 추천이 적절할 수 있음을 인정(3.20) |
| 미국 | GM | – N/A | – N/A | – N/A |
| | CalPERs | – 언급없음 | – 대리투표: 허용(G, D.7)<br>– 서면・전자투표: 언급없음 | – 언급없음 |
| 독일(DSW) | | – 채택<br>• 그 외의 투표권행사규정(multiple voting rights, voting rights limitation)은 제거 | – N/A | – N/A |
| 프랑스 (Vienot committee) | | – N/A | – N/A | – 대주주(majority shareholder)에 의해 통제되는 이사회는 모든 이해관계에 대한 고려와 공시의 투명성을 보장해야 함. |

| | | |
|---|---|---|
| OECD | | – 기본권리(I-A)<br>• 이익배분 참여, 이사선임, 주주총회 참석 및 의결, 기업정보의 적시 및 정기적인 획득, 주식의 위탁 및 양도, 소유권 등록방법의 확보<br>– 기업의 중대한 변화에 관한 결정에 대한 정보제공 받고 참여(I-B)<br>– 직접 또는 궐석으로 투표권 행사(효과는 동일)<br>– 의결권에 대한 어떠한 변화도 주주의 투표를 거쳐야 함(II-A.1).<br>– 총회에 의제를 제출(I-C.2)<br>• 일정한 수의 주주의 지지가 있는 것은 바람직 |
| 일본 | 위원회 | – 주주총회의 결산사항은 경영의 근간에 관계하는 것에 한정(원칙16B)<br>• 이익처분안과 이사와 감사의 보수결정은 이사회 사항으로 함.<br>• 특별한 보고사항의 테마를 한정하지 않고 폭 넓게(4.3 해설)<br>• 대주주의 범위는 기업의 판단에 따르나 상위 20~30위까지를 목표로 함. |
| | 경단련 | – 추후검토 |
| 영국 (Hampel) | | – 의제의 bundling 금지(5.17)<br>• 내규의 개정은 bundling<br>– 분리된 사안별 투표(5.17)<br>• report, account, 배당<br>• 내규의 개정은 bundling<br>– 주주총회에는 지명, 보수, 감사위원회의 장들이 참가(5.19)<br>– 이사회 의장은 당장 대답할 수 없는 사항은 서면으로 답변(5.18)<br>– annual report와 account에 관한 사항은 반드시 의제로(5.20)<br>– 총회기간과 report는 최소한 20일 이전에 발송<br>– 회사가 안건을 작성할 수 있음(5.22). 단, 주주의 요청에 의해 available해야 함.<br>– 경영진과 기관투자자와의 관계(5.10, 5.11)<br>• 정기적이고 체계적인 contact<br>• 전략, 업적, 이사회 멤버쉽, 경영진의 quality에 관한 의견교환<br>• report, account, 배당<br>– 소액주주도 기관투자가와 동일한 정보접근이 가능해야 함(5.24). |
| 미국 | GM | – N/A |
| | CalPERs | – 과반수 이상의 주주는(G, D1,2,3)<br>• 내규를 개정할 수 있어야 함.<br>• 특별총회를 소집할 수 있어야 함.<br>• 문서를 통해 act할 수 있어야 함(G, D2).<br>– 이사회는 주주의 동의없이는 poison pill을 제정하거나 개정할 수 없음(G, D5).<br>– 중개기관의 행사하지 않은 표는 정족수목적(quorum purpose)으로만 사용되어야 함(G, D.8).<br>– 과반수 이상의 대리투표를 통한 제안은 이사회에 의해 집행되거나 집행되지 않은 자세한 이유가 명시되어야 함(G, D9).<br>– 대리투표는 주주의 허가가 없는 한 기업으로부터 비밀(G, D.5)<br>– 주주는 이사선임절차에 효과적으로 access할 수 있어야 함(G, D10).<br>– 기업은 greenmail을 금지해야 함(G, D.4).<br>– 이사는 매년 선임되어야 함(G, D.6). |
| 독일(DSW) | | – 1주1투표권<br>• 투표권의 제한이나 multiple 투표권은 제거<br>• 투표권 없는 주식의 발행은 금지되어야 함.<br>– 증자시 주주의 선점권이 배제되어서는 안됨.<br>– 증자시 주주들의 선점권(pre-emptive rights) |
| 프랑스 (Vienot committee) | | – N/A |

## (5) 이사회

○ 한국

– 역할

- 이사회는 **기업과 주주의 이익**을 위하여 직무수행, **기업의 사회적 책임**을 다하고 **이해관계자의 이익을 고려**(II, II-7.2)
- 이사회는 기업의 기본적인 경영방침을 결정하고, 이사 및 경영진의 활동을 감시(II)
- 선량한 관리자의 주의의무, 기업 및 자신의 법령위반 여부 검토(II-7.1)

– 구성

- 대규모 공개기업(자산총액 1조원 이상)의 경우 8인 이상(II-2.1)
- 사외이사의 선임: 금융기관과 대규모 공개기업의 경우 **전체이사의 1/2 이상**(II-2.2)

– 사외이사

- 독립의 의미: **경영진과 지배주주로부터 독립**, 기업·경영진·지배주주와의 사이에 중립성을 저해할 우려가 있는 이해관계가 없음(II-4.1). 사외이사는 취임당시 기업·경영진·지배주주와 이해관계가 없다는 확인서 또는 중립성은 해치지 않지만 이해관계가 있는 경우 그 내역을 기업에 제출하고 기업은 이를 공시(II-4.1)
- 권한: 경영진에 직무수행에 필요한 정보를 신속하게 제공하도록 요청, 단 기업의 중요한 기밀사항은 **사외이사 과반수의 요청**에 의하여 제공(II-4.2), 사외이사는 상근이사와 동일한 권한과 책임이 있음. 단, 실제로 수행가능한 업무범위에 비례하여 책임을 부담(권고사항 6)
- 사외이사들만의 회의 및 사외이사의 대표 선임(II-4.5)
- 사외이사는 필요한 경우 적정한 절차를 거쳐 외부자문 받을 수 있음. 이에 대해 기업은 합리적인 범위 내에서 비용부담(II-4.4)

- 사외이사와 경영진은 경영사안에 대해 정기적으로 협의할 기회를 가짐(II-4.5).

– 이사의 선임

- 이사회내의 지명위원회 또는 주주위원회(주식보유순위를 기준으로 주주들로 구성)(II-3.1)
- 집중투표제 권고 및 채택여부 공시(II-3.2)
- 이사후보는 주주총회 3일 전까지는 공시(II-3.4)

– 운영

- 분기별로 1회 이상 개최(II-5.1)
- 이사와 감사전원의 동의가 있을 경우 언제든지 회의 개최(II-5.1)

– 위원회

- 설치권고 위원회: 지명위원회(이사후보추천: II-3.1), 감사, 운영, 보상위원회(II-6.1)
- 지명위원회: 사외이사를 중심으로 구성(II-3.1)
- 이사회로부터 위임된 사항에 대한 위원회의 결의는 이사회의 결의와 동일한 효력을 가지며, 결의된 사항을 이사회에 보고(II-6.2)

– 이사의 책임

- 기업이나 제3자에 대한 손해배상책임(II-8.1), 이사의 경영판단 존중(**기업에** 최선의 이익이 되도록 임무수행: II-8.2)
- 기업의 비용으로 손해배상책임보험 가입(II-8.3)

– 이사회 및 이사에 대한 평가

- 이사회 활동 및 평가의 공시(II-9.3)

• 사외이사: 활동 및 평가내용 공시(II-9.2)

○ 비교

– 역할

| | | |
|---|---|---|
| OECD | | – 기업의 최선의 이익을 위하여 행동(V-A)<br>– 경영진으로부터 독립하여 기업문제에 대해 객관적 판단을 내릴 수 있어야 함(V-E).<br>• 적절한 주의의무<br>– 기업전략 제시(V의 설명)<br>• 이익충돌 방지, 기업에 대한 경쟁적 요구를 조정, 경영자의 경영성과를 감독, 주주에게 적절한 수익배분<br>• 기업행동의 합법성 준수토록 함(세법, 공정거래, 노동, 환경, 동등기회, 보건, 안정 등)(V의 설명).<br>• 여타 이해관계자들을 적절하고 공정하게 대우<br>– 공시 및 의사소통에 대한 감독(V-D.7)<br>– 이사회는 경영진으로부터 독립하여 기업문제에 대해 객관적 판단을 내릴 수 있어야 함(V-E). |
| 일본 | 위원회 | – 보수 등을 이용하여 경영자에게 동기 부여하거나 감사·보고 등을 통해 경영집행을 감시하는 등의 감독을 통해 경영자가 장기적 주주이익의 추구를 통해 기업가치의 최대화를 실현하도록 경영자를 지배(1.3)<br>– 경영자에게 주주 및 이사회에 대한 accountability의 자각과 실천을 요구(원칙1A)<br>– 철저한 리스크 관리 및 주주의 이익에 중요하다고 판단되는 정보를 공표(원칙1A)<br>– 주주이익을 대표하는 동시에 각 이해관계자의 이해를 조정하는 사명과 책임(원칙4A)<br>– 이사회 의장과 경영진의 분리(원칙 7A) |
| | 경단련 | – 추후검토 |
| 영국 (Hampel) | | – 주주투자의 가치유지 및 가능한 최대한의 증식(enhancement)(1.16)<br>• 이사회의 의무는 현재 및 미래의 주주들에 대한 것(1.18)<br>• 이해관계자와의 관계(relationship)를 통해서 주주에 대한 의무와 장기적인 주주가치를 추구할 수 있음(1.18).<br>– 적절한 정책을 허가(approval)하고 그 정책실행에 있어서 경영자의 성과 감시(1.16)<br>– 주주에 대해서 accountable하고, 이해관계자와의 관계에 대해서 책임이 있음(1.17).<br>– 이사회 의장과 경영진의 분리(3.17) |
| 미국 | GM | – 기업을 계속하는 데 있어서 소유자들의 이익을 대표<br>– 경영정책 및 결정, 전략 실행의 유효성을 정기적으로 감시<br>– 성공적 사업을 위한 여타이해관계자들에 대한 책임<br>• 고객, 피고용자, 공급자, 회사가 위치한 지역사회<br>– 이사회 의장과 경영진의 분리여부는 이사회가 선택 |
| | CalPERs | – 이사들, 경영자, 주주들은 이사회의 독립성에 대한 일률적인 (uniform)정의에 합의해야 함(G, A.1).<br>– 이사회 의장과 CEO가 경임일 때 lead 독립이사 선임(CP, A3). |
| 독일(DSW) | | – 주주가치에 초점을 둔 경영<br>• 각 부분에 대한 명화하고, 투명하며 포괄적인 목표 설정<br>• joint venture, 직장폐쇄, 사업의 매각 등에 대한 포괄적인 전략<br>– 이윤지향적인 배당<br>• 경쟁사와 비교한 적절한 주가성과 (Guideline A)<br>– 이사회 의장과 경영진의 분리 |
| 프랑스 (Vienot committee) | | – 이사회는 주주를 대표하고, 항상 기업의 이익에 최우선을 두어야 함.<br>• 지배주주(manority shareholder)들에 의해 통제되는 이사회는 특히 이해충돌의 회피에 관심을 가져야 하며, 모든 이해를 고려해야 하며, 시장에 제공되는 정보의 투명성을 보장해야 함.<br>– 기업에 전략적으로 중요한 의사결정에 참여 |

※ 독일의 이사회 구조

- 경영진으로 구성된 경영이사회와 주주 및 종업원 대표로 구성된 감독이사회의 이원구조
- 따라서 주주를 제외한 이해관계자들의 이익은 이미 독일의 사회주의 시장경제에서 고려되고 있음(DSW newsletter ed. No. 1, Jan. 1998).
- 본 비교에서의 이사회란 감독이사회를 말함.

– 구성

| | | |
|---|---|---|
| OECD | | – 이해충돌의 가능성이 있는 중요업무(재무보고, 지명, 보수 등)에 대하여 독립적 판단을 할 수 있는 충분한 수의 비집행(독립)이사(V-E.1) |
| 일본 | 위원회 | – 일원화된 이사회 추구<br>• 이사회에 의사결정기능과 감사감독기능을 일원적으로 위임하는 것이야 말로 신속한 판단과 엄격한 체크라고 하는 상반되기 쉬운 직무를 양립(2.9)<br>– 사외이사가 1/2 이상(원칙8b) |
| | 경단련 | – 언급없음 |
| 영국 (Hampel) | | – 일원화된 이사회(3.12)<br>– 1/3 이상이 비집행이사(3.14)<br>– 비집행이사의 1/2 이상이 독립이사(3.9)<br>– senior independent 비집행이사의 선임(3.18)<br>• 이사장이나 최고경영자를 거치지 않고 이사회에 관심사 전달 |
| 미국 | GM | – 독립이사가 과반수<br>– CEO를 포함한 경영진을 이사로 받고자 함(willing to).<br>※현재 이사가 아닌 경영진도 이사회 회의에 정기적으로 참여<br>– 기업지배구조에 관한 사항에 대한 이사회의 결정은 독립이사에 의해서 결정된다고 가정 |
| | CalPERs | – 이사회는 규모를 정기적으로 검토(GG, B3)<br>– 과반수 이상(substantial majority)이 독립이사(C, A.1)<br>– 이사장과 CEO가 겸임일 때 lead 독립이사 선임(CP, A3) |
| 독일(DSW) | | – N/A |
| 프랑스 (Vienot committee) | | – 2인 이상의 독립이사<br>– 너무 많은 수의 상호이사(reciprocal director)는 자제<br>• 상호주식보유는 가급적 빨리 제거되어야 함.<br>– 이사들은 상당한 양의 해당회사주식을 소유<br>– 집행이사는 6개 이상의 위원회에 참여해서는 안됨. |

※ 프랑스의 상호주식보유(cross-shareholding)

- reciprocal management 또는 reciprocal directors가 존재

– 사외이사

| | OECD | 일본 | | 영국 (Hampel) | 미국 | |
|---|---|---|---|---|---|---|
| | | 위원회 | 경단련 | | GM | Ca |
| 사외이사의 독립성 | –기업과 고용관계에 있거나 경제적, 가족적 혹은 여타의 밀접한 관계가 없는 경우(V-E 해설) | –순수하게 주주의 관점에 서서 그 외의 이해관계자 관점으로부터 독립(4-4.1) | –추후 검토 | –경영진으로부터 독립(3.9)<br>–경영상의 독립적 판단을 방해(interfere)할 수 있는 사업상 또는 여타 관계가 없는 경우(3.9)<br>–이사회가 독립성 여부 판단(3.9) | –해당회사 및 계열사와 직·간접적으로 이해관계가 없음.<br>–사외이사들만의 정기적인 모임을 가져야 함. | –해당회 열사와 적으로 가 없음<br>–사외이 년 한 정기적 가져야 A2). |
| 사외이사의 역할 | –경영진, 기업, 주주의 이익이 상충되는 영역에서 중요한 역할(V-E)<br>–임원의 보수, 승계계획, 경영권의 변경과 방어, 대규모 인수, 감사 등에서 중요한 역할(V-E) | –사외이사를 중심으로 감독기능을 확립(2.7)<br>–경영진의 보수제도 결정(2.7)<br>–장기적으로 각 위원회의 1/2 이상 차지(원칙9B) | – 추후 검토 | –보수위원회의 전부(4.11)<br>–감사위원회에서 2인 이상(6.3) | –감사, 자본, 이사, 집행위원회의 전원을 차지 | –감사, 평가 및 수, 윤 전원을 A4) |
| 사외이사의 비중 | –이해충돌의 가능성이 있는 중요업무(재무보고, 지명, 보수 등)에 대하여 독립적 판단을 할 수 있는 충분한 수(V-E) | –장기적으로 1/2 이상 | – 추후 검토 | –1/6 이상 | –1/2 이상 | – 1/2 이 |

(사외이사 독립성의 정의)

| OECD | 일본 | | 영국 (Hampel) | 미국 | |
|---|---|---|---|---|---|
| | 위원회 | 경단련 | | GM | CalPER |
| – 독립성의 정의 (V-E 해설)<br>• 기업과 고용관계에 있거나 경제적, 가족적 혹은 여타의 밀접한 관계가 없는 경우 | – 독립성의 정의 (4-4.1)<br>• 순수하게 주주의 관점에 서서 그 외의 이해관계자 관점으로부터 독립<br>– 선임(4-4.1)<br>• 사회 각계각층의 다양한 관점을 수용하고 반영시키기 위해 특정한 배경이나 그룹 등의 인물에 편중됨이 없이 균형된 구성이 되어야 함.<br>• 사외이사 도입의 경과조치로 “경영자문위원회” 설치 | – N/A | – 독립성의 정의 (3.9)<br>• 경영진으로부터 독립<br>• 경영상의 독립적 판단을 방해(interfere)할 수 있는 사업상 또는 여타 관계가 없는 경우<br>• 이사회가 판단 | – 독립성의 정의: 해당 회사나 계열사의<br>• 선임투표 당시를 기준으로 5년 내에 경영진에 참여하지 않은 자<br>• 주요한 자문이나 고문(consultant or advisory)이 아닌 자<br>• 주요고객이나 공급자가 아닌 자<br>• 개인적인 서비스 계약관계가 있지 않은 자<br>• subsidy를 받는 면세단체(tax-exempt entity)에 관여하지 않은 자<br>• 위의 사항에 해당하는 자의 배우자, 부모, 친척, 자식이 아닌 자<br>– 현행 독립이사들이 위의 사항에 적용되는지 이사위원회는 매년 검토<br>– 독립이사는 매년 정기적인 모임(Executive Session) 가짐.<br>• 장은 집행위원회의 장<br>– CEO와의 토론이 포함됨. | – 독립성의 정의: 해당<br>• 선임투표 당시를 기<br>경영진에 참여하지<br>• 주요한 자문이나 고<br>(advisory)이 아닌 자<br>• 주요고객이나 공급자<br>• 개인적인 서비스<br>않은 자<br>• subsidy를 받는 면세<br>entity)에 관여하지<br>• 해당 회사의 CEO가<br>공기업의 피고용자가<br>• 위의 사항에 해당하<br>부모, 친척, 자식이<br>– 독립이사들은 1년에<br>기적인 모임을 가짐<br>– lead director는 기업<br>pliance에 대해 이<br>확인해야 하며, 개<br>임이 있음.<br>* Independent chair는<br>compliance에 대해<br>에 확인해야 하며,<br>책임이 있음. |

– 이사의 선임

| OECD | 일본 | | 영국 (Hampel) | 미국 | |
|---|---|---|---|---|---|
| | 위원회 | 경단련 | | GM | CalPERs |
| – 지명위원회 | – 지명위원회 | – 추후 검토 | – 지명위원회를 통해(3.19)<br>• 주주들이 지명위원회에 추천 가능(3.20)<br>– 적어도 3년 주기로 재선임(3.21) | – 이사위원회(committee of director affairs)와 이사회는 매년 당시의 필요에 기반을 둔 자격요건 검토<br>– 업무의 분담(G2)<br>• screening은 이사위원회가 담당<br>• 이사회 의장과 CEO가 input 제공<br>– 이사위원회는 CEO의 자문을 받아 매 5년마다 이사의 계속여부를 검토 | – 주주들이 이사의 선임절차에 효과적으로<br>(effective access)할 수 있어야 함(G, D1(<br>• 자격요건이 주주들에게 공개되어야 함(G<br>– 자문이나 기타 서비스의 공급자가 아닌 자<br>– 해당 회사에서 retire한 CEO는 이사가 될<br>음(G, C-3).<br>– 이사회는 이사후보가 여러 회사의 이사를<br>는 경우에 대한 competing time commitm<br>설정하고 매년 발표(CP, C1)<br>– 성과에 근거한 재선임(G, C2)<br>– 모든 이사 임기 1년(G, D6)<br>– 이사회의 개방성을 유지하기 위해 tenur<br>속여부를 고려(G, A2) |

– 이사회 운영

| OECD | 일본 | | 영국(Hampel) | 미국 | |
|---|---|---|---|---|---|
| | 위원회 | 경단련 | | GM | CalPERs |
| – 이사회는 경영진으로부터 독립하여 기업문제에 대해 객관적 판단을 내릴 수 있어야 함(V-E). | – 이사회(의사결정기관)와 집행이사회(업무집행기관)를 분리(원칙7A)<br>– 이사회의장과 최고경영자(집행이사의 주재자)는 구별(원칙 10B) | – 언급 없음 | – 이사회 의장과 최고경영자의 역할 분리(3.17)<br>• 이사회의장의 역할은 이사회운영, 이사회구성의 균형유지, 모든 이사들이 업무를 수행할 수 있도록 보장 (3.16) | – 이사회 의장과 최고경영자의 분리는 이사회가 선택 | – 이사장과<br>가 겸임일<br>lead 독립<br>선임<br>• 독립이사들<br>coordination<br>A3) |

– 위원회

| OECD | 일본 | | 영국 (Hampel) | 미국 | |
|---|---|---|---|---|---|
| | 위원회 | 경단련 | | GM | CalPE |
| – 이사회는 이익이 상충될 가능성이 있는 영역에 있어서 특별위원회를 구성할 수 있음(V-E.1)<br>• 재무보고, 보수, 지명 등 | – 설치권고 위원회(원칙9B)<br>• 지명, 경영자 보수<br>– 각 위원회는 사외이사가 1/2 이상이 되도록, 단 대표이사(사장)의 보수는 사외이사만으로 결정(원칙 9B) | – 언급 없음 | – 설치권고 위원회<br>• 지명, 보수, 감사<br>– 보수위원회(4.11)<br>• 독립이사로 구성<br>• 집행이사 및 경영진의 보수정책 개발<br>– 감사위원회(6.3)<br>• 3인 이상의 비집행이사, 그중 2인 이상은 독립이사 | – 감사위원회, 자본위원회(capital stock), 이사위원회, 집행위원회, 집행보수위원회, 투자자금 및 공공정책위원회(Investment Fund and public policy)<br>• 투자기금 및 공공정책위원회를 제외하고는 모두 독립이사로만 구성<br>– 집행위원회<br>• 각 위원회의 장으로 구성(단, 집행위원회 장은 다른 위원회의 장이 될 수 없음)<br>• 집행위원회의 장은 독립이사로서 designated director이고, 의제 개발과 독립이사들의 정기모임 주도<br>– 이사위원회가 CEO와 개별 이사의 요구를 고려하여 이사회 배정<br>• 약 5년 간격으로 순환<br>– 위원회 frequency는 위원회 member와 상의<br>– 회의의제는 경영진 및 staff의 자문<br>– 매년 초에 일정 및 의제를 발간 | – 감사, 이사선<br>지배(board<br>and govern<br>윤리(compli<br>ethics)위원<br>독립이사로<br>A4)<br>– lead directo<br>에게 위원<br>추천<br>• independent<br>사회에 위<br>추천<br>– lead directo<br>에게 일정<br>추천<br>• independent<br>정 및 안건<br>• CEO 및 다<br>위원회 의<br>거침. |

– 이사 및 이사회에 대한 평가

| | | |
|---|---|---|
| OECD | | – 언급없음 |
| 일본 | 위원회 | – 보수위원회 |
| | 경단련 | – 언급없음 |
| 영국 (Hampel) | | – 이사회는 이사회 전체 및 개별이사를 평가하는 절차를 마련해야 함(3.13).<br>– 집행이사의 보수는 보수위원회에서 결정(4.11)<br>– 비집행이사에 대한 보수는 이사회 전체에서 결정(4.13)<br>• 회사주식을 보수의 일부로 주는 것에 반대하지는 않으나 그것을 universal practice로 권고하지는 않음(4.8).<br>– 새로운 보수체계는 주주총회의 허가가 필요(4.20)<br>– 이사보수의 기업간 비교는 신중하게 함(4.4). |
| 미국 | GM | – 이사위원회가 매년 이사회에 보고<br>• 이사회에서 토론<br>• 이사개개인이 아니라 이사위원회 전체의 효율성을 평가(G15)<br>– 이사보수의 meaningful한 부분은 common stock units로 함.<br>– 회사의 staff는 매년 이사위원회에서 여타 미국 기업과 비교한 이사의 보수수준을 보고 |
| | CalPERs | – 이사회가 평가기준을 설정하고 업적을 정기적으로 검토(CP, B-3)<br>• 기준은 이사회 전체 및 이사개개인에 관계되는 사항을 공히 설정<br>• 참석여부, 준비정도, 공평무사(candor)<br>• 재선임의 기준(G, C2)<br>– 현금과 stock의 혼합<br>• stock은 보수의 상당한 부분(significant portion)이 되도록 함.(C, A.6) |
| 독일(DSW) | | – N/A |
| 프랑스 (Vienot committee) | | – N/A |

## (6) 감사제도

○ 한국

– 내부감사기구(감사위원회 또는 감사)

- 대규모 공개기업, 정부투자기관, 금융기관 등 기업경영에 공익성이 강조되는 기업에 권고(III-1.1)
- 성격: **경영자 및 지배주주 등 기업의 이해관계자로부터 독립**(III-1)

- 감사위원회 구성: 3인 이상, 2/3 이상이 사외이사(위원장 포함), 위원중 1인은 전문가(III-1.2)
- 감사위원회의 독립성: 감사위원회의 권한을 감사와 대등하게 하거나 지배주주 등이 감사위원회 위원을 자의적으로 해임하지 못하도록 하는 법적 장치 마련(III-1.2)
- 감사: 감사 중 1인은 상근(III-1.2)
- 기능: 감사위원회가 있는 경우 업무집행의 타당성(적법성은 물론), 내부감사부서 책임자의 임면에 대한 동의(내부감사기구의 독립성 확보), 외부감사인 후보자의 추천 기능을 포함(III-1.3)
- 운영: 분기에 1회 이상 회의 개최, 필요한 경우 경영진, 재무담당임원, 내부감사부서의 장 및 외부감사인의 참석 요청(III-1.4)

– 외부감사인

- 독립성: **감사대상기업과 그 경영자 및 지배주주 등으로부터 실질적 및 외견상 독립**(III-2.1)
- 선임: 감사위원회 또는 감사인선위원회가 주주총회에 외부감사인 후보를 추천(III-1.3), 부채의존도가 높은 기업의 경우 감사후보 추천시 채권자의 의견 반영(III-1.3)
- 책임: 정보이용자에 대한 손해배상책임(III-2.3)
- 기능: 대상기업의 계속기업으로서의 존속가능성에 대해 의견표명 포함(III-2.5), 감사결과와 공시내용의 배치여부 확인(III-2.3)

○ 비교

– 감사기구

| | | |
|---|---|---|
| OECD | | – 정기감사는 독립적인 감사에 의해 수행(Ⅳ-C)<br>– 타당성 감사: 언급없음 |
| 일본 | 위원회 | – 감사위원회(원칙 13B)<br>• 사외이사가 이사회의 다수를 차지하게 된 시점에 설치하는 장기과제<br>– 현행 이사회-감사의 이원체제하에서<br>• 사외이사에 의한 감시를 위한 조건이 충족될 때까지 외부의 독립된 감사를 활용(4.2 해설)<br>• 복수의 독립된 감사(외부감사)를 등용하고 내부감사와 적절히 활동을 분담(원칙 11A)<br>• 감사의 보고나 조사내용에는 위법성과 타당성(이사가 의사결정에 관여한 행위)이 모두 포함 |
| | 경단련 | – 현행 이사회-감사의 이원체제하에서<br>• 감사의 자격 강화 및 과반수 이상의 외부감사 도입<br>• CPA 감사와 여타 감사간의 coordination 확대, CPA들의 rotation, 다른 CPA에 의한 peer review |
| 영국 (Hampel) | | – 감사위원회(6.3)<br>• 3인 이상의 비집행이사, 그중 2인 이상은 독립이사<br>– 감사위원회가 없는 기업은 동 위원회의 설치를 고려해야 함(6.14).<br>– 외부감사인<br>• 사업보고서와 감사내용의 불일치 여부 확인 포함<br>• 기업통제시스템에 대한 감사결과를 이사들에게 보고(6.6)<br>※이사회가 계속기업에 관해 의견표명(statement)하고 감사가 이에 대해 보고(report)(6.17)<br>– 타당성 감사: 언급없음 |
| 미국 | GM | – 감사위원회<br>• 독립이사로만 구성<br>– 타당성 감사: N/A |
| | CalPERs | – 감사위원회(CP, A4)<br>• 독립이사로만 구성<br>– 타당성 감사: N/A |
| 독일(DSW) | | – 감사의 독립성은 강화되어야 함.<br>– 타당성 감사: N/A |
| 프랑스 (Vienot committee) | | – N/A |

## (7) 경영진

○ 한국

– 책임

• 기업경영의 책임은 해당 기업의 이사 및 경영진에게 있음(I-3.2).
• 내부통제시스템을 설계하고 운영하는 것은 경영진의 책임이지만, 그 적

정성을 평가하고 개선점을 모색하는 것은 감사위원회 또는 감사의 의무(III-1.3)

- 주주권과 경영: 주주는 다른 주주의 부당한 내부자거래 및 자기거래로부터 보호되어야 함(I-2.3). 자기거래는 경영자의 충실의무에 위배되지 않도록 합리적인 범위 내에서 행해져야 함(I-2.3).

- 보수: 경영진의 보수는 주주총회에서 승인된 범위 내에서 이사회가 결정(이사회 내에 사외이사가 중심이 된 위원회가 있는 경우 그 위원회가 결정할 수 있음: II-9.1), stock option(II-9.1)

○ 비교

| | | |
|---|---|---|
| OECD | | – 일반적으로 기업전략과 경영에 관한 책임은 이사회화 경영층에 주어짐(I).<br>– 내부자거래 및 과도한 자기거래는 금지되어야 함(II). |
| 일본 | 위원회 | – 시장을 통하여 각 이해관계자의 이익을 조정하고 주주의 이익을 추구<br>– 수탁자의 책임<br>• 경영자는 주주재산의 수탁자로서 충실의무와 선관주의의무하에 재산을 증식하여 장기적 주주이익을 추구(전문 1-2)<br>• 이에 반한 경우 손해배상책임(전문 2-8)<br>– 이사회의 감시를 받고 설명책임(accountability)(전문 1-5, 전문 2-8)<br>– 시장원리의 보완(시장실패, 정부규제)(전문1-4)<br>• 공평, 공정한 이해조정을 위해 노력<br>• 스스로의 행동을 모든 이해관계자에게 적극적으로 공시 |
| | 경단련 | – 언급없음 |
| 영국 (Hampel) | | – 경영진은 이해관계자와 관련된 정책을 개발해야 함(1.16).<br>– 경영진은 이사회에 적절한 정보를 적시에 제공할 의무가 있음(3.4). |
| 미국 | GM | – 평가는 객관적 기준으로<br>• 사업성과, 장기적, 전략적 성과, 경영발전 등<br>– 이사회 전체 또는 독립이사 전체에 의해 평가<br>– 집행이사가 CEO에 평가결과 전달 |
| | CalPERs | – 독립이사들이 평가 및 보수 기준을 설정하고 정기적으로 평가(C, B.4)<br>• lead director가 보수위원회/이사회와 함께 평가하고, CEO와 함께 평가결과를 토론<br>• independent chair가 보수위원회/이사회와 함께 평가하고, CEO와 함께 평가결과를 토론<br>– 기준<br>• 주주의 장기이익과 일치(alligned) 여부, peer 그룹과 비교, CEO의 총보수의 상당부분이 at risk 인가 등 |
| 독일(DSW) | | – N/A |
| 프랑스 (Vienot committee) | | – N/A |

## (8) 이해관계자

○ 한국(기업이 주체)

– 채권자 보호: 채권자의 지위에 중대한 영향을 미치는 사항에 대해서는 채권자보호절차 준수(IV-1.1)

– 채권자의 경영감시 참여(IV-2.1)

○ 비교

| OECD | 일본 | | 영국 (Hampel) | 미국 | | 독일 (DSW) | 프랑스 (Vienot committee) |
|---|---|---|---|---|---|---|---|
| | 위원회 | 경단련 | | GM | CalPERs | | |
| – 이해관계자<br>• 투자자, 종업원, 채권자 및 공급자 등 다양한 자원제공자(III)<br>– 이해관계자가 지배구조에 참여하는 경우 관련정보를 입수할 수 있어야 함(III-D). | – 노사간 협조도 중요(2.2- 2.4) | – 언급 없음 | – 경영진은 피고용자, 고객, 공급자, 자금제공자(credit provider), 지역사회 및 정부와의 관계에 관한 정책을 개발하고, 이사회는 해당 정책에 동의/부동의 하고 실행성과를 감시(1.16) | – 경영진이 GM을 대표해서 발언<br>– 이사들도 경영진의 요청에 의해 가능 | – 언급 없음 | –N/A | –N/A |

## (9) 경영권시장

○ 한국

– 기업경영권의 변동을 초래하는 행위는 투명하고 공정한 절차에 의함(V-1.1).

– 기업의 중요한 구조변경(합병, 분할, 영업의 양수도 등)에 즈음하여 주주의 주식매수청구권 허용(V-1.3)

○ 비교

| OECD | 일본 | | 영국 (Hampel) | 미국 | | 독일 (DSW) | 프랑스 (Vienot committee) |
|---|---|---|---|---|---|---|---|
| | 위원회 | 경단련 | | GM | CalPERs | | |
| - 기업지배권시장은 효율적으로 투명하게 기능할 수 있어야 함(I-E).<br>• 경영권 보호장치는 경영층 회피수단으로 사용되어서는 안됨(I-E). | - 언급 없음 | - 언급 없음 | - 언급 없음 | - N/A | - green mail 금지(G, D4) | - N/A | - N/A |

# 제5장
# 기업지배구조 이슈별 정책 대안

제5-1장 공시제도 / 120
제5-2장 주주권 강화 및 지배주주의 책임 / 133
제5-3장 이사회의 기능과 구성
: 사외이사제도를 중심으로 / 150
제5-4장 내부감사제도: 감사위원회를 중심으로 / 163
제5-5장 기관투자가로서의 금융기관의 역할 / 170

# 제5-1장
# 공시제도

1. 공시제도의 의의 / 121
2. 우리나라의 공시제도 현황 및 정부정책 동향 / 122
(1) 공시제도의 관련 법규 및 주요내용 / 122
(2) 정부정책 동향 / 126
3. 외국제도와의 비교 / 128
4. 정부정책의 문제점 및 정책대안 / 130

# 1. 공시제도의 의의

○ 공시제도의 목적

– 유가증권의 발행인, 상장 또는 등록법인이 회사의 과거, 현재, 미래의 경영 및 재무에 관한 사항, 향후 사업계획 등 중요 기업내용을 투자자에게 신속·정확하게 알려줌으로써 투자자가 합리적인 판단을 하고 증권시장에서 공정한 거래질서가 형성되도록 하기 위한 제도임.

○ 공시제도의 필요성

– 이해관계자들에게 기업 관련 정보를 전달하여 의사결정에 필요한 자료를 제공

– 공정한 주가 형성에 기여하여 선의의 투자자를 보호하고 자본시장의 신뢰를 유지

– 기업에게 양질의 자금을 조달할 수 있는 기회를 제공하는 제도적 장치

○ 공시제도의 일반 원칙

– 신속성: 모든 공시내용을 적시에 공표
– 정확성: 공시내용은 실제사실을 왜곡하거나 누락해서는 안됨.
– 이해가능성: 정보의 이용자가 용이하게 기업내용을 파악하도록 작성
– 공평성: 공시자료를 모든 투자자에게 공평하게 전달
– 효율성: 공시비용은 공시로 인한 편익을 초과하지 않아야 함.

○ 기업의 지배구조와 공시의 관계

– 기업의 건전한 지배구조를 확립시키기 위해 재무상태, 경영성과, 소유 및 지배구조 등 중요사안을 적시에 정확히 공시하게 함으로써 시장의 경영견제 기능 활성화

– 공시제도는 시장에 의한 기업감시의 중추적 형태이며, 주주의 적절한 의결권 행사를 위해 필수적인 제도임.

– 공시제도는 기업이 자본시장에서 신뢰를 유지하고 자본을 조달하는데 기여함.

○ 공시제도의 구분

– 발행시장 공시: 유가증권의 발행시에 이루어지는 공시

– 유통시장 공시: 유가증권의 매매과정에서 적정한 가격이 형성되도록 기업내용에 대해 계속적으로 공시

• 정기공시: 사업보고서, 반기보고서 등 정기적으로 이루어지는 공시
• 적시공시: 유가증권 투자자의 판단에 중요한 영향을 미치는 사실이 발생하는 경우 수시로 이루어지는 공시

## 2. 우리나라의 공시제도 현황 및 정부정책 동향

### (1) 공시제도의 관련 법규 및 주요내용

○ 우리나라의 공시제도는 기본적으로 기업내용을 완전히 공개하고 투자자의 자유로운 판단과 책임 하에 투자를 결정하도록 하는 공시주의(disclosure philosophy)원칙에 규제주의(regulatory philosophy)를 가미

– 공시주의: 유가증권의 발행인으로 하여금 투자의사 결정에 중요한 정보를 완전히 공시하도록 하여 투자자에게 판단자료로 제공

– 규제주의: 규제기관에 의한 정보의 공시 규제

○ 상법의 공시제도

– 상업등기
– 주주에 대한 직접공시: 주주총회 소집의 통지와 공고
– 주주에 대한 간접공시

• 재무제표 등의 비치
• 정관, 주주명부, 주주총회와 이사회 의사록의 비치
• 대차대조표의 공고

※ 소수주주의 회계장부 열람권(상법 및 자본시장의 육성에 관한 법률)

○ 증권거래법의 공시제도

– 발행시장 공시

• 유가증권 신고제도
• 등록법인제도

– 유통시장 공시: 아래와 같이 정기공시, 적시공시, 특수한 공시장치, 조회공시, 예측정보 공시 등으로 구성

○ 정기공시: 증권거래법 규정에 의한 사업보고서와 반기보고서

– 사업보고서: 각 사업년도 경과 후 90일 이내 외부감사보고서 첨부 제출공시

※ 결합재무제표 작성 대상 기업집단은 1999.4월부터 사업년도 종료 후 6개월 내에 결합재무제표 제출

– 반기보고서: 반기종료 후 45일 이내 감사인의 검토의견 표시와 함께 제출

– 분기보고서: 2000.1월부터 분기종료 후 45일 이내 제출

○ 적시공시: 증권거래법 제186조의 규정에 의하여 투자자의 투자판단에 중요한 공시사항이 발생했을 때 거래소의 조회요구에 의하여 다른 법령, 천

재지변, 기타 이에 준하는 사유가 없는 한 즉시 신고·공시

○ 특수한 공시장치

- 공개매수 신고서
- 주식 대량소유 상황 보고서(5% rule)
- 위임장 설명서(의결권 대리행사 권유의 규제) 등
- 합병/양수도 신고서

○ 조회공시

- 증권거래소는 유가증권의 공정한 거래와 투자자 보호를 위하여 필요한 경우 상장법인에 관한 풍문 및 보도의 사실여부 확인을 요구할 수 있음.

- 상장법인이 발행한 유가증권의 가격이나 거래량에 현저한 변동이 있는 경우 중요한 정보의 유무에 대한 공시를 요구할 수 있음.

- 해당 법인은 다른 법령·천재지변 기타 이에 준하는 사유로 공시하기가 곤란한 경우 외에는 지체없이 요구에 응해야 함.

○ 예측정보 공시

- 취지: 유가증권시장의 투명성과 공정성 제고, 투자자 보호

- 증권거래법 규정에 의해 상장법인이 유가증권 신고서, 적시공시 사항 등의 공시내용에 미래의 재무상태나 영업실적 등에 대한 예측 또는 전망에 관한 사항을 기재

- 예측정보의 속성을 고려하여 예측정보라는 사실, 예측 등과 관련된 가정 또는 판단근거 및 실제 결과치가 다를 수 있음을 나타내는 주의 문구를 반드시 기재하여 손해배상에 대한 면책 인정의 근거를 마련하고 투자자의 신중한 판단을 유도하도록 하고 있음.

○ 공시의 방법

– 직접공시: 상장법인이 직접 증권거래소의 공시방송망을 통하여 당해 기업의 내용을 공시하거나 증권거래소에 전화로 통보한 기업내용을 증권거래소가 녹음하여 동 방송망을 통하여 공시
예) 부도발생, 증자, 합병, 분할, 자기주식 취득 등

– 간접공시: 상장법인이 증권거래소에 신고한 기업내용을 증권거래소가 당해 상장법인을 대신하여 공시
예) 시설투자, 타법인 출자, 지배주주 등과의 거래내역, 장래계획에 관한 신고공시 사항 등

○ 공시의무 위반시의 제재

– 형사 벌칙: 증권거래법에 의한 1년 이하의 징역 또는 500만원 이하의 벌금

– 금감위 조치: 상장 또는 증권협회 등록법인이 법규를 위반한 경우 해당 법인의 주총에 대하여 임원의 해임을 권고, 일정기간 유가증권의 발행, 최고 5억원 이내의 과징금 부과 등의 조치를 취할 수 있음.

– 거래소 조치: 불성실 공시(상장법인 공시규정상 공시불이행, 공시번복, 공시변경)시 당해 상장법인 발행주권에 대한 매매거래 정지, 내부자거래 등 불공정거래 조사를 위한 매매심리 착수, 불성실 공시사실의 공표 및 금감위 통보

○ 매매거래 정지: 주요내용 공시 또는 불성실 공시시 통상 당일 매매종료시까지 매매거래를 정지하는 제도

○ 공시유보제도: 상장법인이 공시의무 사유가 발생하였으나 기업비밀 보호 등을 위해 '정당한 사유가 있을 때' 공시의무를 일정기간 면제하는 제도

– 군사기밀

– 다른 법령, 천재지변, 기타 불가피한 경우로 금감위 승인 사항

## (2) 정부정책 동향

### 가. 최근의 공시제도 관련 개정 규정 및 정부정책 방향

| 구 분 | 내 용 |
|---|---|
| 최근 개정 규정 | – 예측정보공시 제도 도입(거래법 8조 2항)<br>• 유가증권신고서 등에 예측정보를 공시할 수 있는 근거 마련<br>• 법에 따라 공시하면 허위기재 등에 따른 손해배상책임 면제<br>– 거래소의 관계기관에 대한 정보 제공·교환 요청(거래법 186조 5 신설)<br>• 대상정보 : 부도, 법정관리, 소송제기, 해산 등<br>– 기업집단결합재무제표의 제출(거래법 186조 2의 5항)<br>• 2000년 7월말 최초 제출(이후 연도부터 6월말 제출)<br>– 분기보고서제도 도입(거래법 186조 3)<br>• 사업년도 개시후 3월간 및 9월간의 실적 보고<br>• 2000년 5월 15일 최초 제출<br>– 직접 공시사항 추가 등<br>• 공개매수를 통한 자기주식 취득의 경우 직접공시의무<br>• 간이합병, 소규모합병, 기업분할 및 분할합병시 직접 공시의무<br>– 사외이사 활동 공시<br>– 거래소가 조회요구 사실 공표<br>– 조회공시 요구방법 개선(전화에 의한 조회원칙 ⇒ 문서발송 병행)<br>– 공시의무 위반에 대한 최고 5억원 이내의 과징금 부과 근거 마련 (거래법 206조 11)<br>– 전자공시제도 도입(거래법 194조 2) |
| 추가정책 검토사항 | – 불성실 공시시 책임강화(집단소송제 도입)<br>– 공시대상의 확대 |

## 나. 기업지배구조 모범규준(안)

| | |
|---|---|
| 기본 취지 | – 이해관계자에게 기업내용과 관련한 신뢰할 수 있는 정보의 정기·수시 신속공시 |
| 주요 내용 | – 법규상 공시사항 외 이해관계자 의사결정에 중대한 영향을 미치는 사항을 공시하도록 공시범위를 확대<br>– 사업보고서의 내용(*표시 항목은 OECD 원칙과 동일)<br>• 기업의 경영목표 및 전략에 관련된 사항*<br>• 기업의 재무상태와 경영성과에 관한 사항*<br>• 주주의 현황 및 주요주주권의 행사에 관한 사항*<br>• 기업간의 상호 주식보유 현황 및 상호보증 현황<br>• 사업년도 중 자금조달내역 및 구체적인 사용처에 관한 사항<br>• 영업환경과 위험요소(리스크)에 관한 사항*<br>• 임원, 직원, 기타 기업의 업무를 행하는 자에 관한 주요 사항*<br>• 이사, 감사 및 주요 종업원의 보수체계*<br>• 외부감사인, 신용평가기관 등의 평가에 관한 사항<br>• 불성실 공시 내역과 그에 따른 제재 내용<br>– 사업보고서에 자신의 기업지배구조와 모범규준과의 차이 및 이유 설명<br>• 집중투표제의 채택 여부<br>• 이사회의 구성 현황, 상근이사 및 사외이사의 현황과 사외이사의 독립성 유무를 판단할 만한 자료<br>• 이사회 내의 위원회 구성현황과 그 권한 및 활동<br>• 이사 및 이사회의 활동상황<br>• 이사 및 경영진의 보수액과 지급근거<br>• 주총에서의 주주의 의견수렴 절차와 의견처리 방법<br>• 감사위원회 위원의 명단, 주요경력 및 활동 등<br>– 반기보고서, 분기보고서 작성 공시 및 실질적 지배·종속관계에 있는 기업의 연결재무제표 또는 결합재무제표의 추가 공시<br>– 적시공시의 내용<br>• 기업의 재무구조나 영업에 중대한 영향을 미칠 수 있는 사항<br>• 주식의 발행에 관한 사항<br>• 기업의 재산·영업·경영환경에 중대한 변화를 초래하는 사항<br>• 채권채무관계에 중대한 변동을 초래하는 사항<br>• 중요한 투자 및 출자와 관련한 사항<br>• 손익구조에 중대한 변화를 초래하는 사항<br>• 기업의 경영권 및 관리구조에 변경을 가져오는 사항<br>• 배당의 규모와 방법에 관한 사항<br>– 공시내용의 이해가능성, 이용가능성을 높이기 위해 1998.12.31 이후 종료되는 주권상장법인의 사업보고서 및 반기보고서 등의 공시서류에 대하여 「전자문서에 의한 신고 등에 관한 규정」에 의한 전자공시 시행<br>– 다수의 외국인 참가기업의 경우 영문 공시 병행이 바람직함.<br>– 공시책임자의 지정과 중요정보에 관한 내부 정보전달체계 확립<br>– 실질적 지배주주 및 특수관계인의 주식소유현황 공시<br>– 권고사항<br>• 증권관련기관은 정보통신기술의 발전단계에 부합하는 적정한 공시체제 유지<br>• 공시의무사항 결정에 있어서 공시에 따른 효익, 비용간의 형평 고려<br>• 공시책임자, 불성실 공시의 유형, 불성실공시에 대한 제재, 손해배상청구권 행사절차 등의 성문화 |

## 3. 외국제도와의 비교

○ 우리나라의 공시관련 법규체계와 유사하며 크게 다음과 같이 구성됨.

– 증권관련 법규에 의해 작성이 의무화되어 있는 유가증권 신고서, 사업설명서, 사업보고서, 반기 또는 분기 및 임시보고서로 이루어지는 법률에 의한 공시

– 증권거래소의 요구에 의한 적시공시(timely disclosure)

**주요국의 발행시장 공시제도**

| 구분 | 미국 | 일본 | 영국 | 한국 |
|---|---|---|---|---|
| 관련 근거 | – 33년 증권법<br>– 34년 증권거래법 | – 증권거래법<br>– 기업내용 공시에 관한 대장성령 | – 회사법<br>– 사기투자방지법<br>– 자금조달법<br>– 증권거래소 상장규칙 및 상장인가 규정 | – 증권거래법<br>– 금감위 규정: 유가증권 신고규정 |
| 제출 자료 | – 유가증권 신고서<br>– 사업설명서<br>– 예비사업설명서 | – 유가증권신고서<br>– 발행등록제도<br>– 사업설명서 | – 상장명세서 | – 유가증권신고서<br>– 사업설명서<br>– 유가증권 발행실적 보고서 |
| 제출 대상 | – 일정규모 이상의 공모<br>– 신주발행시 | – 주권, 신주인수권 증서<br>– 회사채<br>– 외국증권 | – 사모 이외의 방법으로 유가증권 발행시 | – 일정규모 이상 유가증권의 모집, 매출 |
| 제출처 | – SEC | – 대장대신 | – 증권거래소 | – 금감위 |
| 공시 방법 | – 열람실 등 비치 | – 좌동 | – 좌동 | – 좌동 |

## 주요국의 유통시장 공시제도

| 구분 | | 미국 | 일본 | 영국 | 한국 |
|---|---|---|---|---|---|
| 법률에 의한 공시 | 근거 | - 34년 증권거래법 | - 증권거래법 | - 회사법 | - 증권거래법 |
| | 제출서류 | - 연차보고서*<br>- 분기보고서**<br>- 임시보고서 | - 유가증권보고서<br>- 반기보고서<br>- 임시보고서 | - 연차계산서<br>- 반기보고서 | - 사업보고서<br>- 반기보고서<br>- 분기보고서(신설) |
| | 공시자료 제출처 | - SEC<br>- 증권거래소 | - 대장성<br>- 증권거래소<br>- 증권업협회 | - 증권거래소 | - 금감위<br>- 증권거래소 |
| | 공시방법 | - 상기 기관에 비치 | - 좌동 | - 좌동 | - 금감위와 거래소 열람실에 비치 |
| | 위반에 대한 벌칙 | - 5년 이하 징역 또는 10만달러 이하 벌금<br>- 집단소송제<br>- 거래소: 상장폐지 | - 300만엔 이하 벌금<br>- 거래소: 상장폐지 | - 손해배상청구 소송<br>- 거래소: 상장폐지 | - 1년 이하 징역 또는 500만원 이하 벌금<br>- 최고 5억원 이내 과징금 부과<br>- 거래소: 상장폐지 |
| 거래소에 의한 공시 | 근거 | - 거래소 상장계약서 및 상장회사 편람 | - 거래소 상장규정 및 통고규칙, 상장계약서 | - 거래소 상장규정 및 상장계약서 | - 거래법 186<br>- 거래소 공시규정 |
| | 공시시기 | - 사유발생후 지체없이 | - 사유발생후 지체없이 | - 사유발생후 지체없이 | - 직접공시: 사유발생 당일<br>- 간접공시: 사유발생 2일내<br>- 조회공시: 익일까지 |
| | 매매거래정지 | - 중요내용공시 또는 공시내용이 불확실한 경우 | - 좌동 | - 거래소가 필요하다고 인정하는 경우 | - 중요내용 공시시<br>- 불성실 공시 |
| | 공시유보제도 | - 내부정보로 비밀이 유지되고 공시할 경우 법인 및 투자자 손실발생시<br>- 단, 풍문 발생시 즉시 공시 | - 명문규정 없음 | - 기업의 적법한 이익에 손실을 끼칠 경우 신청에 의하여 인정 | - 군사기밀<br>- 다른 법령, 천재지변, 기타 불가피한 경우 |
| | 공시사항 | - 부도, 정리절차 신청, 영업특성의 변경 등 투자판단에 중요한 사항 | - 결정사항<br>- 발생사항<br>- 결산내용<br>- 기타정보 | - 주요 자산취득·처분 등 투자판단에 중요한 사항 | - 직접공시: 부도발생 등<br>- 간접공시: 사업목적변경 등 |
| 거래소에 의한 공시 | 조회공시 근거 | - 상장계약 | - 좌동 | - 좌동 | - 증권거래법 |
| | 불성실공시에 대한 제재 | - 매매거래정지<br>- 상장폐지<br>- 집단소송제 | - 매매거래정지<br>- 상장폐지 | - 매매거래정지<br>- 상장폐지 | - 형사벌칙: 500만원 이하 벌금<br>- 금감위 조치: 임원 해임권고, 유가증권 발행 제한, 과징금 부과<br>- 거래소 조치: 공표, 매매거래정지, 매매심리, 상장폐지 등 |

주: *) 배부되지 않을 경우 즉시공시정책(immediate release policy)에 따라 전국적인 뉴스매체에 재무제표를 공시해야 함.

**) 공시대상 기업은 원칙적으로 분기보고서를 제출할 의무가 있으나, 회사의 존립근거가 장기계약에 의존하거나 성격상 분기보고서 공표가 오히려 오해를 불러일으킬 우려가 있는 회사는 작성이 배제됨.

## 4. 정부정책의 문제점 및 정책대안

○ 공시대상의 확대와 공시유보

- 이해관계자에게 기업내용과 관련한 신뢰할 수 있는 정보를 정기 및 수시로 신속하게 공시하도록 제도를 강화하는 정책방향은 원칙적으로 바람직

- 사업상 비밀유지의 필요성이 있는 경우에도 절대적인 공시의무를 부과할 경우 기업에게 허위공시를 유인하는 결과를 초래할 수도 있음.

- 따라서, 미국의 경우처럼 법인 및 투자자 손실이 예상되는 경우에 일정기간 내부정보를 통제한 가운데 공시유보를 할 수 있도록 공시유보의 적용범위 조정 필요

- 공시유보범위의 확대 이전에 내부자거래에 대한 철저한 감시체제와 관리수단의 정비 필요

○ 불성실공시에 대한 책임 강화

- 불성실공시에 대한 과징금(금감위 제재)과 형사벌칙 부과와 더불어 집단소송제의 도입이 추진되면 소송남용 등에 따른 기업의 이중적 부담으로 정상적인 기업활동에 차질 가능성

- 건전한 소송문화 정착시까지는 과징금 증액 등의 법적 혹은 제도적 규제로서 부실공시를 방지하는 것이 바람직함(현행 거래법 193조, 206조).

- 이후 성실·자율공시가 정착되면 점차 규제를 완화하고 투자자 보호를 위하여 집단소송제 등의 도입을 고려하여 거래소 중심의 자율규제로 전환하고, 금감위 등 규제기관에 의한 제재는 내부자거래 규제 중심으로 전환

○ 공시방법상의 대안

– 대차대조표에 국한된 신문공고의 공시효과는 비용·효익의 측면에서 비효율적

– 신문공고시 요약식 대차대조표 및 요약식 손익계산서를 공고토록 하며 감사보고서 특기사항 중 중요한 사항을 함께 공고토록 하여 공시에 따른 이해가능성 및 이용가능성 증대 필요

– 장기적으로는 전자공시제도(DART system)의 확대로 공시대상기업은 1회의 온라인상 제출로 공시의무 완료하고 투자자는 인터넷을 통하여 모든 공시서류 열람 가능

※ 단계적 전자공시제도 시행으로 2001.3.1부터는 모든 서면 공시서류의 제출을 면제할 예정임.

○ 회계기준의 통일(재무제표 신뢰성 제고)

– 상법상 계산규정의 보수적인 측면의 완화 혹은 기업회계기준의 준용으로 기업회계기준과의 차이를 해소함으로써 기업실무에 있어서의 적용상 불편 제거

– 국제적 회계기준과의 지속적인 조화노력으로 타국 거래소 상장시 등에 따르는 추가비용 절감

※ 1998년 기업회계기준의 전면개정으로 국제회계기준과의 차이 미미

– 감사인 수임한도제의 폐지 및 감사보수 자율화 등을 통하여 완전자유경쟁 체제를 도입함과 동시에 외부감사의 질적 하락을 방지하기 위하여 감리제도를 강화함으로써 효과적인 외부감사 제도의 구축

– 소수주주에게 일정요건을 갖추어 회계감사인을 선정하여 장부열람권을 행사할 수 있도록 (실질적인 회계감사에 해당) 권한을 부여하거나 감사위원회를 도입하여 외부 감사인을 선정하게 함으로써 신뢰성 있는 회계

감사를 유도하는 정책도 신중히 고려

※ 현행 상장법인에 대한 3년 감사계약 조건은 외부감사인의 독립성이 충분히 확보되면 폐지

– 부실감사에 대한 감사인 처벌 강화 및 정기적인 감사인 평가제도 실시 고려

# 제5-2장
# 주주권 강화 및 지배주주의 책임


1. 문제 제기 / 134
2. 정부정책 동향 / 135
(1) 모범규준(안)의 주주의 권리와 책임 / 135
(2) 주주의 권리와 관련된 제도 / 136
(3) 지배주주의 책임관련 제도 / 139
3. 외국의 추진사례 및 정부정책의 문제점 / 142
(1) 주주권 관련 외국제도 및 정부정책의 문제점 / 142
(2) 지배주주 책임관련 외국제도 / 147
4. 정책 대안 / 148


## 1. 문제 제기

○ 기업경영에 대한 감시증대

- 민간부문의 확대에 따라 기업경영에 관계가 많은 주주, 채권자 등 이해관계자의 기업경영에 대한 감시증대

- M&A시장, 기관투자가, 소액주주권 등 외부감시제도의 역할도 증가

○ 소액주주권 보호

- 소액주주권의 보호가 갖는 의미는 개별상장기업의 대주주와 경영진의 독단적인 경영으로부터 소액주주들의 권익을 보호하는 것

- 반면 소액주주권이 남용되거나 정도를 지나치면 회사의 정상적인 운영을 저해

○ 소액주주권 강화는 주주권리의 강화와 지배주주의 책임으로 나누어 검토할 수 있음.

- 소액주주(minority shareholder)란 기업이 발행한 주식의 약 1%에 미달하는 주식을 가지고 있는 주주를 의미함. 모든 주주들과 마찬가지로 소액주주들도 이익배당을 청구할 수 있으며 기업파산후 잔여배분에 대한 요구와 신주인수의 권리를 가짐.

○ 소액주주권 강화를 골자로 하는 상법 및 증권거래법 개정

- 집단소송제도, 주주대표소송, 집중투표제, 주주제안권 등 일부의 행사요건 완화를 통해 소액주주권 강화

○ 향후 새로운 기업지배구조를 모색하는 과정에서 주주권의 강화와 지배주주의 책임에 관한 정책방향 모색필요

**<소액주주와 지배주주>**

- **소액주주**: 당해회사의 총발행주식수의 100분의 1에 미달하는 주식을 보유한 주주. 다만 1%에 미달하는 주식을 보유한 주주라 하더라도 그가 대주주인 경우에는 소액주주로 보지 않음(유가증권 상장규정 제2조 6항).
- **최대주주**: 발행인의 주주로서 본인 및 그 특수관계인(증권거래법 시행령 제10조의 3 제2항)의 규정에 의한 특수관계인)이 소유하는 주식수가 가장 많은 경우 당해 본인
- **사실상의 지배주주**: 당해 법인의 의결권 있는 발행주식 총수 또는 출자총액의 100분의 10 이상을 소유하고 있지 아니한 주주라 하더라도 임원의 임면 등 당해법인의 주요경영사항에 대하여 사실상 영향력을 행사하고 있는 주주(증권거래법 시행령 제83조의 4)

## 2. 정부정책 동향

### (1) 모범규준(안)의 주주의 권리와 책임

○ 주주는 회사에 대하여 여러 가지 구체적이고 개별적인 권리를 갖는데 상법이 인정하는 여러 가지 개개의 권리를 주주의 권리라 함.

○ 「기업지배구조 모범규준」(안)의 내용

– 주주의 권리와 책임을 포괄적으로 정리

– 주주의 권리와 책임문제를 포괄적으로 다루고 있는 모범규준(안)의 내용

주주의 권리와 지배주주의 책임

| 주주의 권리 | 지배주주의 책임 |
|---|---|
| – 주주는 적절한 절차에 의해 자신의 권리를 행사할 수 있어야 함.<br>– 주주는 기업의 소유자로서 기본적인 권리를 가짐: 이익분배참여권, 주주총회 참석과 의결권 행사, 정기적이고 시의적절하게 정보를 제공받을 권리<br>– 주주는 이사회에 주주총회의 의안을 제안할 수 있어야 함.<br>– 주주는 자신의 의결권을 직·간접적인 방법으로 최대한 행사할 수 있어야 함.<br>– 주주는 보유주식의 종류 및 수에 따라 공평하게 대우받아야 함: 1주 1의결권<br>– 부당한 내부자거래 및 자기거래로부터의 보호 | – 지배주주가 보유주식에 대한 의결권 행사 이외에 기업경영에 영향력을 행사하는 경우 그에 상응하는 책임을 짐.<br>– 주주는 기업발전을 위해 주주권을 행사하도록 노력<br>– 주주는 기업에 손해를 초래하는 경우 그에 상응하는 책임을 짐. |

## (2) 주주의 권리와 관련된 제도

### 가. 집단소송제도

○ 집단소송제도는 일반적으로 1명의 주주라도 기업을 대상으로 손해배상청구소송을 청구했을 때 다른 주주들은 별도의 재판없이 똑같이 배상을 받을 수 있는 제도

○ 이 제도는 다수의 증권투자자들의 경우 분식회계, 부실감사, 허위공시 등의 각종 불법행위로 인하여 그 재산권의 침해가 발생한 경우, 증권분쟁에 있어서 보다 용이하게 피해구제를 받을 수 있도록 하기 위한 제도

○ 국회상정중인 「증권관련집단소송에 관한 법률」안의 주요내용

증권관련 집단소송제도(안)의 주요내용

| 주요항목 | 주요내용 |
|---|---|
| 목적 | - 증권거래법상 손해배상의 특측에 규정된 위법행위로 인하여 공통의 이익을 가진 다수인에게 피해가 발생한 경우 그 다수인을 위하여 그 중 1인 또는 수인이 대표당사자가 되어 피해에 대한 손해배상을 구하는 소송을 수행함으로써 증권투자와 관련한 집단적인 피해를 효율적으로 구제하는데 있음. |
| 소송청구 요건 | - 소송사건은 구성원이 20인이어야 하고 허가신청서의 기재사항 및 첨부서류에 흠결이 없어야 함. |
| 대표당사자 요건 | - 최근 3년간 5건 이상의 증권관련집단소송의 대표당사자가 아니었던 사람 |

나. 대표소송제도

○ 대표소송제(derivative litigation)는 회사의 경영자인 이사가 의무를 위반하였을 때 일부주주가 회사를 대신해서 문제가 되는 이사를 상대로 개인적인 손해배상을 청구하는 제도임.

○ 대표소송의 청구요건

- 우리나라 회사법에서도 대표소송을 허용해 오고 있었으나 소송의 청구요건이 엄격하였기 때문에 실질적으로 사문화된 상태였음. 최근 상법 및 증권거래법의 개정으로 대표소송의 청구요건이 완화됨.

- 대표소송을 제기할 수 있는 소수주주권의 행사요건은 회사의 형태가 상장기업인가의 여부에 따라 다름.

주주대표소송의 제기요건

| 구분 | 내용 |
|---|---|
| 비상장기업 | - 상법 적용<br>- 주주대표소송을 제기할 수 있는 소수주주권의 행사요건은 발행주식 총수의 5/100였으나 1998년 12월 28일 상법이 개정되면서 1/100 이상으로 개정됨(상법 제403조 제1항). |
| 상장기업 | - 상장기업의 주주가 대표소송을 제기하고자 하는 경우 증권거래법 적용<br>- 증권거래법이 규정하는 소수주주의 요건은 1/10000임. 6개월 전부터 소수주주의 요건을 갖춘 자만이 소송을 제기할 수 있으며 원고인 주주가 주주의 권익이 침해되었거나 또는 침해의 우려가 있음을 소명해야 함. |

○ 대표소송의 소송대상

– 이사뿐만 아니라 발기인, 감사, 청산인, 불공정한 가액으로 주식을 인수한 자, 주주권의 행사와 관련하여 이익을 공여받은 자, 내부거래를 한 자 등

○ 주주대표소송의 제기요건 완화로 대표소송 급증

**각국의 대표소송의 발생추이**

| |
|---|
| – 미국: 상장사의 20%, 대표소송 경험 |
| – 일본: 1993년 소송인지대 하향균일화 이후 급증<br>31건('92) → 84건('93) → 188건('96) |
| – 한국: IMF 이후 크게 증가<br>1건('94) → 4건('96) → 11건('98) |

자료: 상공회의소

다. 집중투표제

○ 집중투표제는 선출될 이사전원을 한번의 투표로 결정하는 제도로 최대주주가 아니더라도 소액주주가 선출하는 사람을 이사로 선출할 가능성이 커짐.

– 집중투표제는 단순투표(straight voting)와 대비되는 주식회사의 이사선출방식임.

○ 상법에 집중투표제 채택: 상법 382조의 2

○ 상법상의 집중투표제는 강행규정이 아니라 집중투표제를 원칙으로 하되 주주총회의 특별결의가 있으면 배제가능하도록 하였음.

| |
|---|
| * 집중투표제: cumulative voting의 번역어로 원래 누적투표제로 통용되어 왔으나 상법개정시 집중투표제로 명기 |

라. 주주제안권

○ 상법상의 주주제안권

- 1998년 상법개정안 제363조의 2에서 의결권 있는 발행주식총수의 100분의 3 이상에 해당하는 주식을 보유한 자

- 이사에 대하여 회일의 6주간 전에 서면으로 일정한 사항을 주주총회의 목적사항으로 할 것을 제안할 수 있도록 규정

○ 종래의 상법제도하에서 주주가 주주총회에서 의제나 의안을 제안할 기회는 거의 없었음.

- 종래에 주주가 회사와는 별도로 총회의 의제나 의안을 제출하기 위해서는 발행주식총수의 5% 이상에 해당하는 주식을 보유한 주주가 총회소집청구권을 행사하여야 했음.

○ 증권거래법상의 주주제안권 규정

- 의결권 있는 발행주식 총수의 1%(발행주식총수가 2,000만주 이상인 법인의 경우 0.5%) 이상을 보유한 자에게 주주제안권을 부여(1997년 4월 개정된 개정증권거래법 제194조의 14의 규정)

## (3) 지배주주의 책임관련 제도

가. 업무집행 관여자의 책임

○ 금번 상법개정시 제401조의 2를 신설하여 업무집행관여자의 책임을 부과하도록 하는 조항을 신설

○ 개정상법상 회사 또는 제3자에 대하여 책임을 지는 업무집행관여자의 세 가지 유형(상법 제401조의 21항)

– 회사에 대한 자신의 영향력을 이용하여 이사에게 업무집행을 지시한 자

– 이사의 이름으로 직접 업무를 집행한 자

– 이사가 아니면서 명예회장, 회장, 사장, 부사장, 전무, 상무, 이사 기타 회사의 업무를 집행할 권한이 있는 것으로 인정될 만한 명칭을 사용하여 업무를 집행한 자

○ 업무집행관여자의 법적용 효과

– 이사의 책임규정(상법 제399조와 제401조) 및 대표소송규정(제403조)의 적용에 있어 이사로 간주

– 업무집행관여자는 이사가 아니지만 법령위반이나 임무해태를 이유로 회사 또는 제3자에 대해 손해배상책임을 질 수 있고 소수주주는 대표소송을 통해 책임을 추궁

나. 이사의 충실의무와 선관의무

○ 이사는 회사의 선관주의의무를 지지만 충실의무도 지는지에 대해 논란이 있음.

○ 상법 개정시 충실의무에 관한 규정을 둠으로써 이사가 회사에 대하여 책임을 지는 범위가 대폭 확대됨.

○ 충실의무

– 이사가 회사의 업무를 수행함에 있어서 이사 자신의 이익이 아니라 회사의 이익을 극대화하는 방식으로 의사 결정해야 함.

– 상법상 이사로 보는 업무집행자(제401조의 2)

• 상법에 규정된 이사의 선관주의의무(제382조)와 충실의무(제382조의 3)에 준하여 행동하도록 규정

– 상법 제382조의 3에 이사의 충실의무가 규정

• 이사는 법령과 정관의 규정에 따라 회사를 위하여 그 직무를 수행할 의무를 짐.

– 충실의무에 관련되는 상법의 개별규정

• 겸업금지의무(상법 제397조)
• 이사의 자기거래제한(상법 제398조)
• 이사의 보수결정(상법 제388조)
• 신주발행의 개시의무(상법 제280조의2, 제2항의 4)
• 증권거래법상의 내부자거래금지(증권거래법 제188조)

**<충실의무 위반의 유형>**

– 회사기회의 이용금지: 회사가 제3자와 거래하여 이익을 얻을 수 있는 영업상의 기회를 이사가 그 지위의 이점상 그 기회를 이용하여 이사개인이 이익을 취하는 것을 금지
– 비밀이득의 금지: 이사가 업무를 집행함에 있어서 그 지위를 이용하여 회사의 승낙없이 회사가 거래한 매매, 임대차, 금전대차 등에 관련되어 커미션이나 증여 또는 이익을 취하지 못하며 영업상 비밀리에 타인이 이익을 얻도록 하는 것을 금지

○ 선관주의의무(제382조)

– 이사들이 경영판단을 함에 있어서 충분한 주의와 신중함으로 함.

* 충실의무와 주의의무: 우리나라 회사법이 규정하고 있는 충실의무는 미국 회사법상의 duty of loyalty에 해당한다고 볼 수 있음. 미국 법조계는 fiduciary duty를 충실의무(duty of loyalty)와 주의의무(duty of care)로 구분하고 있음. 이 두 가지를 모두 포함하는 개념이 바로 신인의무(fiduciary duty)임.

## 3. 외국의 추진사례 및 정부정책의 문제점

### (1) 주주권 관련 외국제도 및 정부정책의 문제점

가. 집단소송제도

○ 외국의 사례

– 집단소송을 제도적으로 보장하는 예로는 미국의 class action이나 단체소송제도를 도입하고 있는 독일의 경우를 들 수 있음.

– 이들 제도들은 나름대로 경제적인 측면에서 긍정과 부정적인 효과를 동시에 갖고 있으나 대표당사자나 단체의 기회주의적 행동이 문제점으로 지적되고 있음.

미국과 독일의 집단소송제도

| 국가 | 집단소송제도의 내용 | 효과 | |
|---|---|---|---|
| | | 긍정 | 부정 |
| 미국 | – 미국의 집단소송(Class Action)은 공통의 원인관계를 갖는 다수인의 집단 중에서 1인 또는 수인이 그 집단의 전원을 소송에 참가시키지 아니하고 스스로 집단에 속하는 전원의 대표자로서 소송을 수행하고 그 판결의 효과가 집단에 속하는 전원에게 미치도록 하는 소송형태<br>– 미국에서 증권관련 집단소송은 전체 집단소송의 약 10%를 점유함. | – 소송제기가 용이함 | – 소송남용<br>– 대표당사자의 기회주의적인 행동 |
| 독일 | – 독일의 단체소송(Verbandsklage)은 피해집단과 관련이 있는 단체에게 당사자 적격을 인정하여 구성원이나 공공의 이익을 위하여 소송을 수행하도록 하는 소송형태 | – 전문적인 지식이나 자료 확보 용이 | – 소송의 어려움<br>– 단체의 기회주의적인 행동 |

○ 집단소송제도 도입의 효과

– 기업경영의 투명성 제고 및 소액다수의 피해구제

• 법률상 감사뿐만 아니라 소액주주들도 감시자로서의 역할을 함으로써

기업경영의 투명성 제고

- 당사자 적격이 개인이든 단체든 간에 피해자 전체의 피해를 동시에 구제할 수 있는 유효한 수단 제공

– 반면에, 대표당사자나 단체의 기회주의적인 행동에 따른 비효율 발생

- 변호사, 대표당사자, 단체, 집단구성원의 이해관계가 각기 다른 상황에서 변호사의 기회주의적 행동이 가능하고 또 기회주의적인 남소를 가능케 함으로써 오히려 기업가치를 하락시키고 전체 주주에게 피해를 줄 가능성이 있음.
- 개인의 소송이 가능해지는 경우, 제소가 용이해지는 측면이 있기는 하지만 소송이 남용되는 문제점이 발생

나. 주주대표소송제도

○ 주주대표소송제도의 국가간 비교

– 미국이나 일본 등은 1주식 보유자라 하더라도 권한을 행사할 수 있는 單獨株主權을 허용

– 우리나라의 경우 6개월 이상 0.01% 이상의 주식보유자에 한해서 주주대표소송권을 부여

**주요국의 주주대표소송 비교**

| | 한국 | 일본(1993년 법) | 미국 |
|---|---|---|---|
| 자격 | – 6개월 이상 0.01% 보유 | – 6개월 이상 1주식 소유자 | – 1주식소유자 |
| 소송비용 | – 별도규정 없음 | – 8,200엔 균일화 | – 연방법원: 120달러<br>– 주법원: 약 100달러 |
| 변호사 보수 | – 별도규정 없음 | – 승소시, 변호사 비용 등 포함 소송수행비용 청구가능 | – 승소시 승소액에 따라 청구가능<br>– 승소액 100만달러 이하<br>: 승소액의 20~30%<br>– 승소액 100만달러 이하<br>: 승소액의 15~20% |
| 사전제소 청구 | – 회사에 대해 서면으로 소제기 청구, 30일 내 직접 소제기 | | – 원칙적 불요, 회사에 대해 사전제소청구권 없이도 가능 |

자료: 자유기업센터

○ 이사의 책임한계와 대표소송제도의 기능

– 이사책임의 한계

- 대표소송은 회사에 대한 이사의 책임을 추궁하는 것
- 우선적으로 이사의 책임을 어디까지로 보아야 하는가를 정하는 것이 대표소송의 가장 중요한 부분

– 경영판단의 원칙(business judgement rule)

- 미국의 법원은 「경영판단의 원칙」에 의해 주의의무의 위반에 대한 소송은 거의 인정하지 않고 있음.
- 영국 법원은 경영자의 정직한 사업실패에 대해서는 최선의 이익의 원칙이든 주의의무든 개입하지 않음을 원칙으로 하고 있음.

– 주주대표소송권을 반드시 단독주주권으로 해야 하느냐 하는 문제가 제기되고 있음.

- 단독주주권으로 할 경우 제기되는 문제는 주주의 소송남용으로 인해 회사의 비용이 초래된다는 점임.

**<주주대표소송의 사례: GE의 경우>**

– 사건개요: 1990년 11월 GE엔진제조부문 사원과 이스라엘 공군준장이 공모해 대이스라엘 군사원조자금을 연방정부로부터 끌어들여 이를 불법적으로 전용한 사건. 이 사건으로 GE는 손해배상금 5,950달러와 벌금 950만달러를 미연방정부에 지불

– 주주대표소송제기: 주주들은 GE의 거액손해를 본 사건에 대해 회사법 규정에 입각하여 전현직 임원에 대해 주주대표소송을 제기. 직장상사의 감독소홀, 위법행위 저지를 위한 유효한 사내체계의 미비를 지적, 즉 GE의 임원은 회사에 대한 선관주의의무를 위반한 것이고, 주주들은 피해에 대해 배상할 것을 요구

– 사건의 처리: 미국의 경우 원고와 피고사이에 화해안이 성립되면 재판소는 이를 공청회에 붙여 다른 주주의 의견을 청취함. 미국의 민사소송은 판결까지 가는 경우는 드물고 거의 대부분 도중에 화해로 해결. 이번 사건도 화해가 확정되어 해결됨.

다. 집중투표제

○ 집중투표제를 강행 규정화하고 있는 국가는 그리 많지 않음.

– 러시아, 멕시코, 칠레 등 일부국가만이 집중투표제를 채택하고 있고 미국의 일부 주에서 채택

**집중투표제 강행규정화 여부의 국제비교**

| | |
|---|---|
| 채택국가 | 러시아, 멕시코, 칠레 |
| 미채택국가 | 나이지리아, 남아프리카, 독일, 말레이시아, 멕시코, 브라질, 아르헨티나, 영국, 이집트, 인도, 인도네시아, 일본, 중국, 체코슬로바키아, 터키, 폴란드, 헝가리, |
| 일부채택국가 | 미국* |

주: 미국의 경우 6개주만 집중투표제를 채택하고 있음.
자료: 김정호

○ 집중투표제의 기능

– 우리나라 상법에 집중투표제가 도입된 이유는 대기업의 구조조정과 소액주주의 보호 측면이 강함.

– 집중투표제는 ▶소액주주의 의견을 이사회에 반영하고, ▶소액주주의 대표자가 다수파를 대표하는 이사들의 활동을 감시하는 역할을 함.

– 반면 집중투표제의 도입에 따라 이사회의 구성이 이질화되고 기업의사결정의 비일관성이 초래될 가능성이 증가

- 한번 투표에서 가결된 안건이 다음의 투표에서는 부결될 가능성 증대로 기업의사결정의 비일관성 증가
- 이사회 운영에 대한 비합리적인 비판을 통하여 영업상의 위험을 초래할 가능성 증가

라. 주주제안권

○ 외국의 입법 예

- 미국은 1934년에 위임장 규칙에서 주주제안권을 인정하였으나 1948년과 1954년에 주주제안권의 남용에 대한 방지를 목적으로 법 개정을 하였으며, 1983년에는 이사회의 권한 확대와 함께 주주제안을 거절할 수 있는 가능성을 확대

- 일본은 1948년에 주주가 반대의견을 제시할 수 있도록 하였고 1981년에 주주제안권을 신설

- 선진국은 주주제안제도를 도입할 당시 소액주주의 경영참여 확대 차원에서 입법하였으나 주주제안제도의 남용과 관련하여 이를 보완하는 차원에서 수 차례 법개정하였음.

○ 주주제안제도의 기능

- 소액주주의 제안권은 이사회가 의안제출을 독점함으로써 야기되는 주주총회의 형식화를 방지하고 주주에게 의사결정에서의 주도권을 부여하는 취지에서 인정되는 것임.

- 주주제안제도는 소액주주들이 자신의 의견을 표출할 기회를 부여함으로써 경영진이 주주의 관심에 민감하게 되고 업무집행에 대한 건전한 간접적인 영향을 미침.

- 반면 주주제안제도를 실시하고 있는 미국과 일본에서 소액주주들이 주주제안권을 행사한다고 하더라도 주주총회에서 다수의 지지를 받는 경우는 거의 없는 실정

### (2) 지배주주 책임관련 외국제도

○ 이사의 충실의무와 관련된 외국의 입법 예

- 대륙법계 국가인 유럽에서는 일반적으로 충실의무규정을 성문화하지 않고 단지 이사는 회사에 대하여 위임관계에 따른 선관주의의무를 진다는 것을 전제

- 일본은 1950년 상법개정시 일본상법 제254조의 3을 신설하여 이사의 충실의무 조항을 신설, 이후 일본에서는 이러한 이사의 충실의무가 선관주의의무와 동일하다는 전제하에 충실의무조항은 단지 주의적 규정에 불과하다는 견해와 충실의무조항은 독립된 법원칙으로서 효력을 갖는다는 견해가 대립

○ 영·미 법계에서는 판사의 결정에 따라 경영판단의 원칙에 따를 것이냐라는 문제로 남지만 우리나라처럼 충실의무가 법조문에 포함된 경우 경영판단의 원칙 이전에 위법행위

- 충실의무 위반의 경우 당연히 손해배상의 책임대상이 되며, 따라서 개인주주에 의한 소송의 발생가능성이 매우 높음.

○ 지배주주의 책임의 한계

- 주주총회에서의 의결권 행사의 방법으로 지배주주가 이사의 업무집행에 영향력을 행사하는 경우에도 업무집행관여자로서 이사와 동일한 책임을 부담해야 하는가가 쟁점사항의 하나임.

- 독일 주식법 제117조에서 고의적으로 이사, 감사, 지배인, 기타 사용인이 그의 영향력으로 회사의 주주에게 손해가 발생하도록 지시한 경우 손해배상책임을 지도록 규정

  • 독일은 지배계약, 즉 콘체른 관계가 존재하는 경우에는 의결권 행사의

형태로 영향력을 행사하더라도 업무집행관여자는 책임을 지게 됨.

- 반면에 지배관계없는 단순한 개인으로서 의결권행사의 형태로 영향력을 행사한 경우에는 책임을 배제하는 명문규정을 두고 있음.

○ 업무집행관여자가 주주총회에서 의결권을 통하여 영향력을 행사하는 경우에 책임을 배제하는 규정을 도입하는 것이 바람직함.

– 우리나라 상법에는 이러한 규정이 없어 업무집행관여자의 책임문제가 복잡해질 수 있고 남소 유발의 원인이 될 수 있음.

## 4. 정책 대안

○ 집단소송제도의 도입 유보

– 집단소송제도의 도입시 집단소송 브로커의 양산, 남소로 인한 기업활동의 위축 초래

– 전면적인 구조조정 단계에 있는 기업현실을 감안하여 집단소송제도 도입 논의는 당분간 유보하는 것이 바람직

– 이미 허위, 불성실 공시를 제재할 수 있는 제도적 장치를 마련하였기 때문에 이의 엄격한 집행이 중요한 단계임.

○ 주주권 행사요건의 적정한계 설정

– 주주권 확대는 바람직하나 소액주주의 기본적인 무임승차 성향, 남소에 의한 부작용 등을 감안할 때 단독주주권의 도입은 득보다 실을 초래할 가능성이 큼.

○ 경영판단원칙 확립

– 대표소송으로부터 경영안정장치가 마련되어 있지 않으면 기업의 정상적인 경영이 위축되고 유능한 인사의 이사직 취임기피현상이 초래될 가능성 증가

– 소송남발로부터 경영판단의 자율적인 책임을 보장하고 법원이 간여하기 힘든 경영자의 전문적인 영역을 존중하기 위해서는 판례를 통해 경영판단의 원칙을 분명히 할 필요가 있음.

○ 특별소송위원회 도입

– 주주대표소송 제기시 이해관계가 없는 이사들로 위원회 구성

– 사후적 경영실패에 대한 손해배상책임을 배제하고 경영진이 실익이 없는 소송에 휘말리지 않도록 사외이사로 구성된 특별소송위원회에 대표소송 기각 청구권 부여

○ 주주제안제도의 합리적인 운용

– 주주제안제도는 소수주주가 회사경영에 적극 참여할 수 있는 토대를 마련함으로써 주주들이 회사에 대한 주인의식을 갖고 회사의 이익증대에 기여

○ 의결권행사에 의한 업무집행의 책임배제

– 업무집행관여자가 주주총회에서 의결권 행사하는 형태로 업무집행에 관여하는 경우에는 이사의 책임을 배제

# 제5-3장
# 이사회의 기능과 구성
# : 사외이사제도를 중심으로


1. 문제 제기 / 151
 (1) 이사회의 기본적인 역할과 구성원칙 / 151
 (2) 사외이사제도 도입배경 및 기대효과 / 152
2. 이사회 제도 관련 정책동향/사외이사 중심으로 / 153
 (1) 지배주주의 책임강화 / 153
 (2) 사외이사제도 주요내용 / 153
 (3) 최근 정책동향 / 154
3. 주요국의 사외이사제도 / 155
 (1) 미국 / 155
 (2) 일본 / 156
4. 모범규준(안) 및 정부정책의 문제점 / 157
5. 정책 대안 / 159


## 1. 문제 제기

### (1) 이사회의 기본적인 역할과 구성원칙

○ OECD 기업지배구조 원칙에 따르면 이사회의 역할은 기업과 주주의 이익을 위하여 기업의 기본경영방침을 결정하고, 이사 및 경영진을 효과적으로 감독하는데 있음.

**OECD 기업지배구조 원칙상의 이사회 주요기능**

| |
|---|
| – 경영목표 및 경영전략의 설정<br>– 사업계획 및 예산의 점검 및 승인<br>– 사업실행 및 경영성과의 감독 및 평가<br>– 주요 경영진의 선임 및 보수의 심의 및 결정<br>– 주요 자본지출과 인수·합병의 감독<br>– 경영진, 이사 및 주주간의 잠재적 이익 상충 조정<br>– 회계 및 재무보고체제의 통일성 확보 및 감독<br>– 위험관리 및 재무통제의 감독<br>– 기업지배관행의 효율성 감시 및 개선<br>– 정보공시의 감독 |

○ Good Board의 추가적 요건은 다음과 같음.

– 법령 및 정관 준수

– 적시에 정확하고 적절한 정보 확보

– 경영진으로부터 독립하여 기업문제에 대하여 객관적인 시각 유지

– 이사회의 결의가 주주에게 각기 다른 영향을 미치는 경우, 모든 주주를 공정하게 대우

○ 이사회는 효율적으로 의사를 결정하고 경영진을 감독할 수 있도록 구성

– 이사회의 규모는 기업에 따라 이사회에서 효과적인 토의가 가능하고, 적절하고 신속하며 동시에 신중한 의사결정이 가능한 수준에서 결정

○ 일반적으로 이사는 임직원직을 겸하는 여부에 따라, 임직원직을 겸하는 사

내이사(inside director)와 겸하지 않는 사외이사(outside director)로 구분

- 이사회 내에 경영진으로부터 독립적인 기능을 수행할 수 있는 최소한의 사외이사를 둠.

### (2) 사외이사제도 도입배경 및 기대효과

○ 경영진의 의사결정을 형식적으로 승인하는 거수기(rubber-stmap) 역할에서 탈피하여, 이사회의 기능 정상화를 위해 80년대 후반부터 사외이사제도의 도입여부 논의 시작

○ 소유경영자가 이사의 선임에 상당한 권한을 행사하여 이사들이 대주주의 영향하에서 독립성을 확보하기 어려웠고, 이사회의 경영진에 대한 견제기능이 상대적으로 미약

○ 내부경영에 참여하는 이사로 구성된 이사회가 업무집행과 업무감시를 동시에 담당하여 감시기구로서의 기능이 제약

- 이사회가 사장, 부사장, 전무, 상무 등 사내이사로 구성되고, 이사들간에 상하관계가 존재하여 감독기능을 기대하기 어려움.

○ 사외이사제도의 핵심은 기업의 이사회에 외부인사를 영입하여 기업경영에 대한 외부로부터의 객관적인 감독기능을 제고하는 것임.

○ 사외이사제도 도입의 기대효과로는,

- 기업 회계정보의 투명화
- 경영자, 주주, 채권단간 이해관계자간의 정보 비대칭성 축소
- 민주적 토론을 통한 의사결정과정의 합리화
- 대리인 비용의 최소화를 통한 경영의 효율성 제고
- 특정 분야의 전문가 활용으로 경영의 전문성 보완
- 투자자의 기업에 대한 신뢰도 제고

## 2. 이사회 제도 관련 정책동향/사외이사 중심으로

### (1) 지배주주의 책임강화

○ 이사의 충실의무(fiduciary duty) 신설(상법 제382조의 3)

○ 업무집행 관여자(사실상의 이사) 책임규정 신설(상법 제401조의 2)

○ 이사선임시 집중투표제 도입규정 신설(상법 제382조의 2)

○ 주권상장법인에 한하여 사외이사선임을 의무화(증권거래법 제88조, 「유가증권상장규정」)

### (2) 사외이사제도 주요내용

| 구분 | 내용 |
|---|---|
| 법적 근거 | – 증권거래소의 「유가증권상장규정」<br>– 증권거래법 제88조 2항에 근거하여 증권거래소는 유가증권시장에 상장되어 있는 유가증권의 관리를 위하여 「유가증권상장규정」을 정하여야 하며, 동 상장규정에는 유가증권의 상장과 상장폐지에 관한 사항이 포함 |
| 규정상의 사외이사 개념 | – 현행 거래소규정에서는 사외이사를 상무에 종사하지 않는 자로 정의하여(유가증권상장규정 2조 12항), 원칙적으로 고용관계만 없으면 사외이사에 해당 |
| 사외이사 비율 | – 모든 주권상장법인은 1998년 결산 주주총회까지는 최소 1인 이상, 그 이후에는 총이사수의 1/4(최소 1인) 이상의 사외이사를 선임<br>– 선임된 사외이사가 포함된 법인 등기부등본상의 이사수가 총이사수의 기준이 됨. |
| 사외이사의 자격 | – 경영, 경제, 회계, 법률 또는 관련기술 등에 관한 전문지식이나 경험이 풍부한 자<br>– 다만, 당해 법인 및 당해 법인의 최대주주, 사외이사가 아닌 이사의 배우자 및 직계존비속, 당해 법인의 임직원, 최근 2년 이내에 임직원이었던 자 등은 제외 |
| 제재조치 | – 사외이사를 선임하지 않으면 주권상장 폐지요건에 해당<br>– 사외이사 미선임법인은 관리종목으로 지정(사업보고서 제출마감일 익일)<br>– 상장폐지 유예기간은 2년 |

### (3) 최근 정책동향

○ 사외이사제도 강화의 배경

– 사외이사들이 주요 안건 처리에 적극적인 의견을 제시하는 경우도 있으나, 대부분 사외이사들의 역할은 조언을 하는 수준에 머물고 있음.

• 현재의 사외이사제도는 경영진을 감시하고 견제하는 역할 미흡

– 사외이사들은 중립적인 입장에서 오너의 독단적인 경영에 제동을 걸어줄 것을 요구하는 소액주주들의 기대감과 기업 경영진의 협조요청을 거부하기 힘든 현실적 한계를 극복하지 못하고 있음.

○ 지배구조개선위원회의 「기업지배구조 모범규준」(안)은 금융기관과 대규모 공개기업의 경우에는 전체 이사의 1/2 이상을 사외이사로 유지할 것을 권고

– 대부분 국가의 지배구조가이드라인도 사외이사수를 이사회의 과반수 이상(majority)으로 유지할 것을 권고

– 사외이사의 수는 이사회가 실질적으로 독립성을 유지할 수 있는 규모이어야 한다는 것임.

○ 「기업지배구조 모범규준」(안)은 지배주주가 아닌 주주의 의견도 기업경영에 반영될 수 있도록 집중투표제 채택 권고

– 집중투표제는 제2, 3대 대주주 및 소액주주가 사외이사를 선임할 수 있는 유효한 수단

○ 정부는 자산규모 2조원 이상 상장사와 모든 금융기관에 대하여 사외이사의 비율을 최소 50% 유지토록 의무화 검토
– 오너의 독단경영과 대기업의 제2금융권 지배를 견제한다는 취지

## 3. 주요국의 사외이사제도

## (1) 미국

○ 도입배경

– 1964년에 뉴욕증권거래소(NYSE)가 투자자에 대한 충실한 정보공시를 위해서 그 업무를 담당하는 2인 이상의 사외이사를 두도록 요청

– 70년대 들어 Gulf사 및 Lock-heed사와 같은 대기업들의 위법한 정치헌금 및 부정지출사건이 드러나면서, 그 대책으로써 1978년에 NYSE는 모든 상장회사에 대하여 사외이사만으로 구성되는 감사위원회를 설치하도록 의무화

• 미국법조협회(ABA: American Bar Association)도 이사의 과반수를 사외이사로 선임하도록 제안
• 단, NYSE를 제외하고는 다른 공적기관에서 사외이사의 선임을 강제하지는 않음.

○ 사외이사의 권한 및 독립성

– 사외이사는 감사위원회에 참여하여 경영을 감독하고, 임원의 임면과 평가, 기본적인 경영정책의 결정, CEO의 보수심사, 이해충돌의 조정 등의 역할 수행

– 미국법률협회는 사외이사를 최고경영자와 “중대한 관계”(significant relationship)를 갖지 않는 독립된 자로 규정

• 중대한 관계에 있는 자와 한국의 사외이사 비적격자의 개념이 유사하나, 미국의 경우 지배대주주의 이해관계자에 대한 사외이사 배제 조항은 없음.

주요 대기업의 사외이사 현황(1997년)

| 회사명 | 이사(Director) | | 임원(Officer) |
|---|---|---|---|
| | 총이사수 | 사외이사수 | |
| GM | 16 | 14 | 54 |
| GE | 14 | 10 | 26 |
| Merck | 13 | 12 | 27 |
| IBM | 11 | 9 | 24 |
| AT&T | 10 | 8 | 24 |
| Du Pont | 13 | 9 | 22 |
| Citicorp | 14 | 10 | 109 |
| Int.Paper | 14 | 12 | 51 |
| P&G | 17 | 13 | 36 |
| W-Mart | 13 | 9 | 42 |
| Exxon | 10 | 7 | 20 |
| E.Kodak | 11 | 10 | 49 |

○ 전체 이사의 70~80%를 비상근 사외이사로 채우고, 이들은 주로 전·현직 기업경영인, 재무나 법률전문가, 소액주주대표임.

– 1989년의 조사보고서에 의하면 사외이사의 근속년수는 제조업, 금융업, 서비스업의 경우 8~9년임.

## (2) 일본

○ 사외이사제도의 도입논의

– 일본의 경우 90년대 초 금융·증권에서 뇌물공여 등의 비리문제가 발생하자 사외이사제도의 도입논란이 있었음.

• 이러한 문제를 해결하기 위하여 일부 기업 사외이사제도 도입

○ 자민당은 일본 기업의 경영감시기능 강화의 일환으로, 경영진의 독단을 막고 일반주주의 보호를 위해 주식회사의 사외이사제도 도입 검토

○ 사외이사제도의 도입사례

– 일본은 아직 제도적으로 사외이사제도를 도입하지 않고 있으며, 다만 일부 기업에서 자율적으로 사외이사제도 도입

• Sony사는 미국형 이사회제도를 도입하여 이사수를 38명에서 10명으로 대폭 줄이고 그 중에서 3명은 사외이사로 구성되었으며, 의사결정과 집행을 분리하여 이사회는 의사결정을, 집행임원은 사업추진을 담당하도록 함.

– 90년 초 사외이사제도가 본격적으로 논의되기 이전인 90년까지 일본 상장기업의 사외이사비율은 25% 수준을 유지해 왔음.

## 4. 모범규준(안) 및 정부정책의 문제점

○ 사외이사의 숫자를 전체 이사의 1/2 이상으로 증대시키는 정부의 안은 기업의 효율성과 현실성을 감안한 것이 아님.

– 현재의 사외이사제도가 재대로 정착되지 않는 것은 사외이사의 숫자가 적은 데서 비롯된 것이 아님.

• 사외이사비율이 70%를 넘는 미국에서도 사외이사의 실효성에 대한 논란이 있는 상황에서 사외이사를 모든 문제의 해결책으로 보는 시각은 문제

– 문제의 초점은 사외이사의 투명한 선임과정과 이사회의 민주적인 운영절차 등에 있음.

○ 사외이사 비율 확대시 자산규모 2조원 이상인 상장회사와 금융기관에서 추가적으로 필요한 양질의 사외이사 확보가 어려움.

– 사외이사시장과 경영자시장이 제대로 발달되지 못한 현 여건에서 양질의 전문적인 인력을 확보하기가 쉽지 않을 것임.

– 정보 및 지식이 주요 경영자산인 기업에서 경영상황을 제대로 파악하지

못하고 상대적으로 책임감이 적은 사외이사의 경영참여는 투자 등 주요 의사결정과정에서 오판을 초래할 소지가 있음.

• 최근 선임된 6백67명의 사외이사 중 70%가 경영실무를 잘 모르는 비전문가(증권연구원 자료)

– 기업들은 사외이사 선임시 적임자 선정과 대우, 책임, 권한 등을 규정하는데 어려움을 겪고 있으며, 이사회의 의사결정 지연, 경비부담의 증가, 기업정보의 대외유출 등을 우려하고 있음.

○ 사외이사수가 총 이사의 1/2에 미달하는 경우에는 이사회 의장과 최고경영자의 분리를 해야 한다는 논의가 있으나, 의사결정 및 감독과 의사결정의 집행기능의 통일성을 유지한다는 측면에서 겸직이 합리적일 수 있음.

– Monks and Minow(1995)에 따르면 미국 대기업의 76%가 CEO가 이사회 의장을 겸임

○ 사외이사 중심의 이사후보추천위원회 구성이 필요하다는 주장이 있으나 사외이사가 CEO 만큼 해당 기업에 적합하고 능력있는 전문인력을 추천하기가 어려움.

– 1991년 Korn Ferry 조사에 의하면 80% 이상의 이사선임이 이사회 의장(대부분 CEO가 겸직)의 추천에 의해 이루어지고 있음.

○ 정부안에 따른 일률적인 규제는 기업경영의 자율성과 기업조직의 다양성을 훼손

– 특히 위험이 예상되는 투자결정을 의도적으로 회피할 가능성이 커서 경영효율이 저하될 수도 있음.

○ 현행제도상의 대주주 및 특수관계인의 사외이사 자격배제는 주주의 기업

지배권을 제한함으로써 '기업경영의 목적은 주주가치의 실현에 있다'고 하는 기업지배의 기본원리에 위배되는 조항임.

- 대주주 등의 사외이사 자격배제는 우리나라에만 있는 권리제한 규정임.

- 사외이사 자격배제로 경영에 참여하지 않는 대주주는 주총에서의 의결권 행사에 그쳐야 하는 반면에, 과점주주나 기관투자가는 사외이사 선임에 개입하는 등 충분히 지배권을 행사할 수 있어 대주주가 역차별되는 문제를 야기함.

**韓美간 사외이사 자격제한요건 비교**

| 한국(상장규정) | 미국 SEC - 배제의 경우 |
|---|---|
| - 경영, 경제, 법률 등에 전문지식을 가진 자<br>- 당해 법인을 퇴직한 지 2년 이상 경과한 자<br>- 3개 이상의 타 법인에서 사외이사로 선임되지 않은 자<br>- **당해 회사와 거래관계 또는 경쟁관계에 있는 회사의 경영진이 아닌 자**<br>- **대주주 또는 대주주와 특수관계에 있지 않은 자** | - 현 종업원이거나 또는 과거 2년 내에 그 회사에 고용되었던 자<br>- 현 경영진 또는 과거 2년 내 핵심경영진의 가족 일원인 자<br>- 과거 2년 내 회사로부터 20만달러 이상의 대가를 지급받았거나 또는 그 회사의 다른 사업체에 상당한 의결권을 갖고 있는 자<br>- 회사가 투자하여 설립한 다른 사업체의 長이거나 또는 그 사업체로부터 20만달러 이상을 지급받은 자<br>- 현재 그 회사의 법률자문을 하고 있거나 또는 과거 2년 내에 담당했던 자 |

## 5. 정책 대안

○ 정책의 기본방향을 현행 25% 사외이사제도 정착 후 사외이사비율의 단계적인 확대에 둠.

- 50% 사외이사제도 도입안은 경영자시장 등 여건이 성숙할 때까지 논의를 연기하고, 현행 25% 사외이사제도의 정착을 위한 방안 모색

  • 사외이사 비율이 높은 기업에게 인센티브를 제공함으로써 사외이사 비

율의 점진적 확대를 유도

- 미국 기업의 경우 사외이사 중심형 이사회 구조를 갖게 된 까닭은 정부규제가 아니라 사외이사 비율이 높은 기업에 '경영판단의 원칙(business judgement rule)'을 폭넓게 허용하는 등 유인책 때문임.

○ 「기업지배구조 모범규준」(안)은 사외이사 중심의 이사후보추천위원회 구성을 권고하고 있으나 이 제도는 현행 사외이사제도가 정착된 후에 점진적으로 검토하는 것이 바람직

○ 대주주 등의 사외이사 자격을 허용

– 대주주 등의 사외이사 자격을 허용함으로써 대주주가 주주대표로서 이사회 의장을 맡고, 전문경영인이 대표이사를 맡아 점진적으로 소유와 경영이 분리될 수 있는 길을 열어놓아야 함.

– 대주주의 권리 남용에 대해서는 내부자거래 및 자기거래에 대한 공시 및 처벌강화, 경영투명성 제고, 이사의 경영책임을 통해 해소하는 것이 바람직함.

○ 사외이사의 독립성 확보

– 주주, 사외이사, 채권단 추천인사, 공익대표가 참여하는 추천위원회의 추천을 거쳐 주총에서 선임하는 안을 검토

- 기관투자가의 shadow voting제도 폐지 추세에 따라 기관투자가가 사외이사선임에 적극 관여
- 캘리포니아 공무원연금(CalPERS)과 같은 높은 지분율을 유지하는 기관투자가는 경영진이 제안한 안건에 반대하기도 하고 기업지배에 관한 제안 등 기업경영에 관여

○ 사외이사의 전문성 확보

– 지배주주나 경영진으로부터 중립적인 인사로서 경영, 경제, 회계, 법률, 또는 관련 기술 등에 전문지식이나 경험이 풍부한 사람을 원칙적으로 선임

– 사외이사제도의 도입으로 인한 비용을 고려하여 사외이사의 전문지식을 통한 기업경영에의 기여 유도

- 기업경영의 기여도에 따라 사외이사들의 보수를 차등 지급
- 사외이사의 주식보유를 권장하여 사외이사의 이익과 주주의 이익을 일치시켜 경영감시 기능을 제고

– 회사의 경영정보를 최대한 제공하고, 이사회를 정기적(예: 분기별)으로 개최하여 사외이사가 경영실태를 제대로 파악하도록 함.

- 기업이 사외이사의 전문성을 최대한 활용하기 위해서는 정보의 내용이나 제공시기를 통제하지 말고 적기에 충분히 제공

○ 사외이사의 책임경영 확보

– 사외이사제도의 실효성을 확보하기 위해서는 경영판단의 원칙을 철저히 존중하고, 사외이사의 행위로 인해 발생한 손해에 대해 그 책임을 추궁
- 미국도 사외이사에 대하여 적극적인 불법행위는 물론 소극적인 임무해태의 경우에도 연방증권법, 주회사법, SEC 등이 엄격한 법적 책임을 묻고 있으며, 책임추궁소송도 증가

– 현행법의 테두리 내에서 개별기업의 실정에 맞게 사외이사운영규정을 제정하여 이들의 권한과 책임을 명확히 함으로써 분쟁의 소지를 사전에 예방

- 현실적으로 사외이사는 사내이사처럼 기업내용을 구체적으로 알기 어려운 상황을 고려

– 업무수행과 관련하여 소송비용이나 손해배상금이 지출된 경우에 한하여 회사가 이를 보전해주는 보상(indemnification)제도와 회사의 비용으로 임원책임보험을 구입

  • 미국 기업의 81% 정도는 사외이사의 업무상 배상책임과 관련된 보험에 가입

– 사외이사의 충실의무, 겸업피지의무, 기업비밀준수의무, 자기거래 제한의무, 이사회출석의무 등을 엄격하게 감독

# 제5-4장
# 내부감사제도: 감사위원회를 중심으로


1. 문제 제기 / 164
2. 감사기구 관련 최근 정책동향 / 164
(1) 현행제도 / 164
(2) 최근의 논의동향 / 165
3. 주요국의 감사제도 / 166
(1) 미국 / 166
(2) 독일 / 166
(3) 일본 / 167
4. 모범규준(안) 및 정부정책의 문제점 / 167
5. 정책 대안 / 168

## 1. 문제 제기

○ 감사(혹은 감사위원회)의 기본적 기능은 경영자의 업무집행이 법령과 정관에 따라 적법하게 이루어졌는가를 감사

감사의 주요기능

| |
|---|
| – 기업 재무활동의 건전성 및 재무보고의 정확성 검토 |
| – 중요한 회계처리기준이나 회계추정 변경의 적정성 검토 |
| – 내부통제시스템의 적합성 검토 |
| – 외부감사인 후보자의 추천 |
| – 외부감사인의 감사활동에 대한 평가 |
| – 감사결과에 의한 시정사항에 대한 처리 확인 |

○ 우리나라 감사제도는 감사의 독립성이 결여되어 경영감시기능이 제대로 발휘되지 않고 있음.

– 감사는 상법에 의한 기관으로서 경영자의 업무집행과 회계를 감사할 권한을 포괄적으로 갖고 있으나, 최고경영자에 의해서 기업경영에 관여하던 이사 중에서 선임되고 있는 실정임.

## 2. 감사기구 관련 최근 정책동향

### (1) 현행제도

○ 현재 감사위원회의 규정은 없음.

○ 내부감사는 주주총회에서 선임(상법 제409조)

○ 외부감사인의 선임(외감법 제4조)

○ 상장법인과 결합재무제표를 작성하는 기업집단의 계열사의 외부감사인 선임은 감사인선임위원회의 제청에 의함(외감법 제4조 2항).

– 감사인선임위원회의 구성은 해당 법인의 감사 2명 이내, 법인의 사외이사 2명 이내, 최대채권자 2명 및 제2, 3대주주 각 1명씩 등 최대 8명으로 구성

### (2) 최근의 논의동향

○ 「기업지배구조 모범규준」(안)은 대규모 공개기업, 정부투자기관, 금융기관의 이사회는 내부기관으로서 감사위원회를 설치토록 권고

– 감사위원회에 경영진의 업무집행에 대한 적법성 외에 타당성 감사도 할 수 있는 권한 부여토록 권고

– 감사위원회는 3인 이상의 이사로 구성하며, 위원장을 포함하여 2/3 이상은 사외이사이어야 하고, 위원 중 1인은 감사업무에 관하여 전문적 식견을 가진 자를 임명토록 함.

– 상법상의 감사권한(업무 및 회계감사권, 보고요구권, 조사권 등) 승계

– 상장법인과 결합재무제표를 작성하는 기업집단의 계열사의 외부감사인 선임권한을 감사위원회로 대체하고 감사인선정위원회는 폐지

○ 정부는 대규모 공개기업과 금융기관, 정부투자기관에 감사위원회 설치 의무화 검토

– 모범규준(안)과 같이 감사위원회는 위원장을 포함하여 2/3 이상은 사외이사이어야 한다는 것임.

– 기타 상장회사 및 비상장회사는 기존 감사제도와 감사위원회 중 선택하도록 함.

## 3. 주요국의 감사제도

### (1) 미국

○ 미국의 내부감사제도는 감사위원회가 주축

○ 감사위원회는 외부감사인 선임, 회사내부의 감사책임자의 임명 및 효과적인 내부통제장치를 구축할 권한을 가짐.

- 감사위원회의 권한이 회계감사 관련업무에 한정됨.

○ 1978년 뉴욕증권거래소는 독립된 사외이사만으로 구성된 감사위원회 설치를 상장요건으로 규정

- 증권거래위원회(SEC), AMEX 및 NASDAQ도 대다수가 사외이사로 구성된 감사위원회 설치를 상장회사에 요구

- 상장회사들은 예외 없이 감사위원회를 설치하였고, 이러한 경향은 비상장회사로까지 점차 확산되는 추세

### (2) 독일

○ 이사회와 감사회의 이원적 구조

- 독일의 기업지배구조는 업무집행기관인 이사회와 업무감사기관인 감사회로 구성

- 감사회는 주주에 의해 선임되는 감사로 구성되며, 업무집행기관에 대한 감독을 하고 이사회를 구성하는 이사를 선임

○ 감사회와 이사회는 엄격히 분리되어 동일인의 이사와 감사 겸직은 금지됨.

- 1976년의 공동결정법에 따라 감사회는 주주뿐만 아니라, 근로자, 채권자, 기업대표, 학자, 공익대표 등 폭넓은 이해관계자로 구성

- 연 2~4회 주기적으로 개최

○ 미국과 비교하여 업무집행을 감독하기 위한 독립된 기관으로서 감사회가 존재한다는 점에서 형식적인 차이가 있음.

- 그러나 독일이나 미국 모두 임원의 선임 및 감독권한을 가지는 조직과 경영을 집행하는 조직이 서로 분리되어 있다는 점에서 기능적인 유사성이 있음.

### (3) 일본

○ 일본의 기업지배구조도 독일과 같이 이사회와 감사회로 구성되는 이원적 구조임.

○ 1993년에 상법을 개정하여 감사의 수를 3인으로 늘리고 감사 중 1인은 기업으로부터 독립된 사외감사를 선임하도록 함.

○ 감사의 기능을 제고하기 위해 사외감사는 기업의 업무와 관련이 없는 독립된 자로서 사내감사와 함께 감사회를 구성하여 기업의 업무집행과 회계업무를 감독

## 4. 모범규준(안) 및 정부정책의 문제점

○ 모범규준(안)은 감사위원회에 영미법 체계에서 인정되는 적법성 및 재무평가 이외에 대륙법 체계에서 인정되는 타당성평가를 포함하는 상당한 권한을 줌으로써 이사회는 물론 경영전반을 통제할 수 있는 권한을 주도록 권고하고 있는데, 이 경우 누가 감사위원회를 감독하는가에 대한 의문이 제기됨.

○ 일본의 경우 '미·일 구조조정 회의'에서 감사위원회가 논의되었으나 일본은 법체계가 미국과 다른 점을 들어 사외감사가 중심이 되는 감사회를 설치하는 방안으로 절충한 바 있음.

○ 감사위원회가 상법상의 감사권한을 승계하며 일정규모 이상의 상장기업에 의무적으로 도입되는 경우, 이러한 획일적 규제는 기업의 특수성 및 자율성을 훼손하여 경영효율을 떨어드릴 수 있음.

○ 사외이사의 전문성 및 독립성이 확보되어 사외이사제도가 정착되지 않은 상황에서 사외이사 중심의 감사위원회 설치의무화는 실효성이 적음.

- 우리나라는 혈연, 지연, 그리고 학연으로 이루어진 네트워크형 사회로 감사위원회제도가 한국의 풍토와 기업 현실에 적응하기 위해서는 기업 경영환경이 근본적으로 바꾸어야 하는데 이는 긴 시간이 필요함.

## 5. 정책 대안

○ 감사위원회 설치의 강제보다는 기업이 자발적으로 감사위원회 설치를 결정할 수 있도록 시장환경을 조성하는 것이 선결과제

- 자본시장에서 자금을 조달해야 하는 기업으로서는 자금조달비용을 낮추기 위하여 투자자의 신뢰를 얻어야 하는데, 감사위원회 설치는 이를 위한 유효한 수단임.

- 감사위원회제도가 정착된 미국도 뉴욕증권거래소의 상장규정으로 강제되기 전에 투자자의 신뢰를 얻기 위하여 기업이 자발적으로 도입한 제도로서 기업실무에서 널리 채용됨.

- 최근 SK는 총수의 독자적 결정을 제도적으로 보완하기 위하여 외부인사가 참여하는 감사협의회 구성을 검토하고 있음.

• 상법 등 제도가 정비되면 이를 감사위원회로 확대시켜 계열사 독립경영을 강화한다는 방침을 세움.

○ 정부안에서 제시된 감사위원회의 대안으로 상임감사와 사외감사로 감사위원회(또는 감사회)를 구성하여 감사의 경영감시기능을 활성화하는 방안 고려

– 현행 감사제도의 미비점을 보완하고, 제도의 급변에 따른 혼란을 예방하기 위해 과도기적으로 사외감사가 주축이 되는 감사회를 설치, 운용하고 감사위원회로의 전환은 장기적으로 추진

• 일본의 기업지배구조 원칙(13B): 독립된 사외이사가 이사회의 다수를 차지하게 된 시점에서 이사회의 내부기관으로 감사위원회를 설치함.

– 감사기능의 독립성과 전문성을 제고하기 위하여 상임감사 외에 사외감사제도의 도입 및 확대

– 감사의 독립성을 강화하기 위하여 감사의 자격요건을 강화하여 기업과 일정한 관계를 갖고 있던 이해관계자나 상임이사의 사외감사 선임을 금지

○ 정부가 이사회 산하에 감사위원회 설치를 의무화한다면, 민간기업에 대한 획일적 규제에 앞서 정부산하 연기금, 공기업, 금융기관에 한하여 일정기간 실험적으로 실시하고, 그 운영의 결과를 검토하여 적용기업의 규모 및 시기를 조정

– 감사위원회 설치 강제시, 감사와 이사회의 역할 및 권한 배분에 대한 명확한 재조정 필요

# 제5-5장
# 기관투자가로서의 금융기관의 역할

1. 문제 제기 / 171
2. 우리나라의 기관투자가에 대한 정책동향 및 현황 / 173
3. 외국의 기관투자가의 역할 / 179
(1) 미국 / 179
(2) 영국 / 180
(3) 독일 / 182
(4) 일본 / 183
4. 바람직한 기관투자가의 역할과 정책적 대안 / 185

## 1. 문제 제기

○ 우리나라는 IMF위기 이후 자본시장이 급격한 변화를 겪으면서 기관투자가의 역할에 대한 시각의 전환이 이루어지고 있음.

- 우리나라에서는 법인세법 시행령 제23조에 의해 기관투자가를 은행, 투자신탁, 증권회사, 보험회사, 종합금융회사, 상호신용금고, 정부관리 연기금, 민간기금, 각종 공제회 등으로 규정하고 있음.

○ 기관투자가는 분산되어 있는 영세자금을 저축 또는 기타의 방법으로 모아 이를 주식이나 채권 등에 투자하여 수익을 얻는 법인 형태의 투자가를 말함.

- 기관투자가의 기본업무는 금융시장에서 수탁자금과 자신의 자금으로 기업이 발행하는 채권이나 주식의 취득 및 취득의 중개업무를 수행하는 것임.

- 기관투자가로서의 금융기관은 금융시장에서 중개기관과 투자기관으로서의 역할을 동시에 수행하게 됨.

○ 최근에는 기관투자가들의 주식보유규모가 커지고 투자전략이 단기매매보다는 장기투자로 이루어짐에 따라 기관투자가가 기업의 감시인으로서의 역할이 확대되는 추세임.

- 기관투자가의 주식보유비중이 높아짐에 따라 매각에 대응되는 규모의 적절한 수요자를 찾기가 힘들어져 유동성확보에 어려움을 겪게 되었음.

- 또한, 포트폴리오상 개별기업의 비중이 커짐에 따라 포트폴리오를 재구성하는데 따르는 추가비용도 커지게 되었음.

- 이러한 기관투자가 자신의 기업 감시요인의 증가뿐만 아니라 소액투자자를 대신하여 개별기업을 감시해 줄 기관투자가에 대한 사회적 기대도 증가하고 있음.

○ 기관투자가는 기업경영 감시자로서의 자신의 이익을 위해 적극적으로 기업경영에 참여하고자 하는 유인을 가짐.

– 뿐만 아니라 정보수집 및 분석능력이 뛰어나기 때문에 기관투자가의 경영참여는 주주와 경영자간의 정보 비대칭성 문제를 완화

○ 최근에는 기관투자가가 기업의 외부 대주주로 부각되고 이들의 영향력이 확대되고 있어 기업의 기관투자가에 대한 IR활동이 활발해지고 있음.

– 기업의 적극적인 IR활동뿐만 아니라 기관투자가들도 개별기업 분석을 위래 주체적인 정보 수집노력도 늘어나고 있음.

– 기관투자가에 의해 수집·분석된 정보는 기관투자가들이 수탁자금을 유도하기 위해 시장에 더욱 적극적으로 공개하기 때문에 개별기업에 대한 양질의 정보공급도 늘어나게 되어 경영의 투명성이 높아짐.

○ IMF위기 이후 기업 M&A가 활성화되면서 기관투자가의 연대의결권 행사 등 투자이익과 직접 관련된 사항에 기관투자가가 적극적으로 참여

– 특히 우리나라의 기관투자가는 그 동안 안정주주로서 기업의 경영진과 정보교환, 감시 및 조언기능을 수행하여 왔음.

– 그러나, 최근에는 경영진과 협조하면서도 경영진의 안주를 허용하지 않고 극단적인 경우 경영자의 경질도 유도할 수 있는 시장시스템이 더 효율적이라는 인식이 확산

○ IMF위기 이후 시장이 실질적으로 대폭 개방되었기 때문에 외국의 기관투자가들이 순응할 수 있는 기업경영구조가 모색되어야 할 것임.

– 세계화된 무한경쟁 시대에 기업의 경쟁력을 제고할 수 있는 방향으로 기관투자가의 역할이 정립되어야 할 것임.
– 그러나 우리나라는 재벌이라는 특수한 존재로 인해 금융위기 이후 구조조정과정에서 제2금융권은 5대재벌의 영향력이 확대됨에 따라 역으로 제

2금융권 금융기관에 대해서는 제재를 가하려는 논의가 진행중

## 2. 우리나라의 기관투자가에 대한 정책동향 및 현황

○ 앞에서 설명한 바와 같이 우리나라에서의 기관투자가는 그 동안 기관투자가의 계열기업화 및 의결권 제한 등으로 현 경영진의 안정주주로서의 역할이 부각되어 왔음.

- 최근 정부는 이와 같은 지배주주에 의한 기업지배의 구조적인 문제점을 해소한다는 취지 하에 지배주주 및 경영자의 책임을 강화하는 일환으로 기관투자가의 견제기능 강화하기로 하였음.

- 이에 따라 정부는 지난 1998년 9월 「증권투자신탁업법」을 개정하여 기관투자가도 보유주식에 대해 직접 의결권을 행사하도록 하였음.

○ 이러한 법 개정 등 기관투자가에 대한 인식의 변화는 우리나라에서도 주식소유의 기관화 현상이 가속화되고 있는데 기인

- 법적인 개념에 의한 기관투자가의 주식보유 비중은 80년대 이후 90년대 중반에 이르기까지 꾸준히 증가해 왔음.

- 그러나 IMF금융위기 이후 구조조정 과정에서 은행을 중심으로 한 금융기관이 보유주식을 대량 매각함에 따라 기관투자가의 주식소유비중은 1998년 말 현재 13.6%에 불과

- 기관투자가의 대비개념인 개인투자자의 주식보유 비중은 주식수 기준으로 1990년 45.8%에서 1998년에는 38.8%로 줄었음.[2)]
- 기관투자가의 비중은 구조조정과정에서 줄었으나 주식의 기관화 현상은 높아지고 있다고 볼 수 있음.

2) 주식수 기준으로 1998년 말 개인투자자의 비중은 38.8%이나 시가총액기준으로는 28.9%에 불과한 실정임.

### 투자자 유형별 주식소유분포 변화추이

(단위: %)

| | 1990 | 1991 | 1992 | 1993 | 1994 | 1995 | 1996 | 1997 | 1998 |
|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|
| 개인 | 45.8 | 44.5 | 39.9 | 37.6 | 36.9 | 36.4 | 34.3 | 39.8 | 38.8 |
| 기관투자가[1)] | 34.1 | 33.2 | 33.8 | 33.5 | 31.3 | 32.0 | 31.2 | 26.0 | 13.6 |
| 일반법인 | 7.8 | 7.5 | 13.0 | 11.6 | 14.1 | 13.4 | 15.5 | 18.5 | 19.9 |
| 정부 | 10.2 | 10.0 | 9.2 | 8.6 | 8.6 | 8.0 | 7.4 | 6.6 | 17.3 |
| 외국인 | 1.7 | 2.5 | 4.1 | 8.7 | 9.1 | 10.1 | 11.6 | 9.1 | 10.4 |

주: 1) 기관투자가는 증권, 보험, 투자신탁, 은행, 투자금융, 종합금융, 상호신용금고, 연기금 포함
2) 정부는 정부관리기업 포함
자료: 「주식」 각호, 한국증권거래소

○ 특히 기관투자가의 주식보유 비중을 기관별로 살펴보면 구조조정의 강조가 가장 심했던 은행의 주식보유비중 하락이 가장 커서 1996년 10.5%에서 1998년에는 3.6%로 하락

### 유형별 기관투자가의 주식소유분포 변화추이

(단위: %)

| | 1990 | 1991 | 1992 | 1993 | 1994 | 1995 | 1996 | 1997 | 1998 |
|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|
| 증권회사 | 4.7 | 4.9 | 5.2 | 4.7 | 3.6 | 2.9 | 2.2 | 2.1 | 1.3 |
| 보험회사 | 5.5 | 5.5 | 5.9 | 5.8 | 5.4 | 5.7 | 6.5 | 6.3 | 3.6 |
| 투자신탁 | 8.1 | 7.7 | 7.5 | 6.2 | 6.9 | 6.3 | 5.8 | 2.7 | 2.0 |
| 은 행 | 7.3 | 8.9 | 8.7 | 10.7 | 10.5 | 11.2 | 10.5 | 9.4 | 3.6 |
| 종합금융 | 0.1 | 0.1 | 0.1 | 0.1 | 0.2 | 0.7 | 1.0 | 1.0 | 0.6 |
| 상호신용금고 | 0.1 | 0.0 | 0.1 | 0.1 | 0.1 | 0.1 | 0.1 | 0.1 | 0.1 |
| 기금·공제회 | 7.7 | 5.6 | 5.8 | 5.6 | 4.1 | 5.3 | 5.1 | 4.4 | 2.4 |
| 기타 | 0.6 | 0.4 | 0.5 | 0.4 | 0.6 | 0.0 | 0.0 | 0.0 | 0.0 |
| 합 계 | 34.1 | 33.2 | 33.8 | 33.5 | 31.3 | 32.0 | 31.2 | 26.0 | 13.6 |

주: 기관투자가는 증권, 보험, 투자신탁, 은행, 투자금융, 종합금융, 상호신용금고, 연기금 포함
자료: 「주식」 각호, 한국증권거래소

○ 그러나 이러한 기관투자가의 비중감소는 정부와 일반 법인의 비중 증대로 이어졌기 때문에 개인의 영향력이 증대된 것은 아님.

– 오히려 외국인 주식보유비중 확대와 더불어 기관투자가의 기업 경영에 대한 영향력은 커지고 있는 추세임.

– 또한 기관투자가들이 수탁한 신탁자산의 가치를 극대화하는 것은 곧 기업의 경영구조 개선과 밀접한 관련이 있다는 인식도 확대되고 있는 추세임.

○ 우리나라에서 기관투자가에 대해 제도적 및 법적 제약을 두는 근거는 개인투자자 보호와 기관의 건전성 유지를 위한 것임.

– 기관투자가는 자산의 관리자로서 자산의 운용을 맡긴 개인의 이익을 보호할 의무가 있으며 국가경제에서 기관투자가가 차지하는 비중이 높기 때문에 기관경영의 건전성이 유지되어야 하는 것임.

○ 우리나라에서 기관투자가에 대한 법적·제도적 제약은 다음과 같음.

– 금융기관의 주식소유제한
– 금융기관의 동일종목 보유한도
– 동일인 및 동일계열 기업군에 대한 대출 및 투자의 제한
– 금융기관의 자기계열 집단에 대한 투자 및 대출의 제한
– 주식의 대량소유 보고의무, 상호출자의 제한
– 금융기관의 의결권 제한

○ 이러한 제약은 주로 기관투자를 담당하고 있는 금융기관의 설립근거법 또는 자산운용준칙 규정에 의해 제한되고 있음.

– 이러한 제한의 주된 목적은 고객의 이익보호와 자산운용의 효율적 배분을 통한 경영의 건전성 도모임.

○ 기관투자를 담당하고 있는 기관은 아래의 표에서와 같이 주식투자의 총규모가 제한되고 있음.

우리나라 기관투자가의 주식소유 제한

| 기관투자가 | | 주식 소유한도의 제한 내용 | 근거규정 |
|---|---|---|---|
| 상업은행 | 은행계정 | - 자기자본의 100% 이내<br>(주식과 만기 3년 초과 사채 포함) | - 은행법 제22조 |
| | 신탁계정 | - 전월 신탁계정 평잔의 25% 이내 | |
| 보험사 | | - 총자산대비 30% 이내 | - 보험회사 자산운용준칙 제7조 제1항1호 |
| 증권사 | | - 자기자본의 65% 이내 | - 증권회사 자산운용준칙 제5조 |
| 투자신탁사 | 고유계정 | - 자기자본의 50% 이내 | - 투자신탁회사 자산운용준칙 제9조 |
| | 신탁계정 | - 없음 | |

○ 금융기관이 주식에 투자할 때 아래 표에서와 같이 집중투자로 자산운용의 건전성 악화와 경제력집중을 막기 위해 동일종목 보유한도를 규제하고 있음.

- 금융기관이 동일종목에 집중 투자하는 경우 금융의 산업지배 혹은 금융자본과 산업자본의 결합가능성이 있고 이로 인한 경제력집중이 우려되기 때문임.

**우리나라 기관투자가의 동일종목 보유한도 제한**

| 기관투자가 | | 동일종목 보유의 제한 내용 | 근거규정 |
|---|---|---|---|
| 상업은행 | 은행계정 | - 당해 기업 발행 총주식의 10% 이내 | - 은행법 제27조 제10항 |
| | 신탁계정 | - 당해 기업 발행 총주식의 10% 이내 | - 신탁업무운용요강 제10조 제2항 |
| 보험사 | | - 당해 기업 발행 총주식의 10% 이내<br>단, 계열기업군 소속보험사의 경우 비계열사의 의결권 있는 주식소유는 5% 이내[1)] | - 보험회사 재산운용준칙 제7조 제2항 |
| 증권사 | | - 당해 기업 발행 총주식의 5%와 증권사 자기자본의 6% 중 작은 금액 이내<br>단, 주식배당, 전환사채전환, 신주인수권 행사에 의한 취득의 경우 3개월간 유예 가능 | - 증권회사 자산운용준칙 제6조 |
| 투자신탁사 | 고유계정 | - 당해 기업 발행 총주식의 20%와 각 신탁재산의 10% 중 작은 금액 이내 | - 증권투자신탁업법 제33조 |
| | 신탁계정 | - 당해 기업 발행 총주식의 5% 이내 | - 투자신탁회사 자산운용준칙 제9호 |

주: 1) 1993년 삼성생명의 기아자동차 주식 매집과 관련하여 강화

○ 계열기업군에 속한 제2금융권 중 보험사에 대해서는 동일종목 보유한도가

축소되어 있는데 이는 대규모 기업집단이 계열금융기관의 기관투자를 경영권 인수전략으로 사용하는 것을 방지하고자 만든 규제임.

- 보험사의 자본공급규모에 비추어 볼 때 이러한 규제는 오히려 자본 공급의 효율성을 왜곡할 수 있고 또 보험사의 보험자산이 투신사의 신탁계정과 유사한 성격을 가지고 있음에 비추어 형평상에도 문제가 있음.

- 계열기업군에 속하는 보험회사의 기업지배에 참여행태를 소유구조의 제한을 통해 풀려는 것은 효율적인 방안이 아님.

- 오히려 동일계열에 속한 금융기관 전체가 공조체제를 취하는 경우 이를 동일인으로 취급하여 행태에 대한 규제를 강화하는 것이 더 바람직할 것임.

○ 동일인 및 동일계열 기업군에 대해서도 과도한 대출 및 투자가 자산운용의 위험성을 높이고 효율성을 저해할 우려가 있으므로 아래의 표에서와 같이 제한하고 있음.

**동일인 및 동일계열기업군에 대한 대출 및 투자제한**

| 기관투자가 | | 대출 및 투자에 대한 제한 내용 | 근거규정 |
|---|---|---|---|
| 상업은행 | 은행계정 | - 여신관리규제 | - 은행법 제30조 제2항 |
| | 신탁계정 | - 없음 | |
| 보험사 | | - 동일인에 대한 대출 및 투자는 보험사 총자산의 5% 이내<br>- 동일계열기업군에 대한 대출 총자산의 5% 이내<br>- 동일계열기업군에 대한 투자 총자산의 5% 이내 | - 보험회사 재산운용준칙 제7조 제1항 |
| 증권사 | | - 없음 | |
| 투자신탁사 | 고유계정 | - 각 신탁재산의 5% 이내<br>- 총신탁재산의 10% 이내 | - 증권투자신탁업법 시행령 제16조제3항 |
| | 신탁계정 | - 없음 | |

○ 기업집단에 소속되어 있는 금융기관이 자기계열집단에 대해 과도한 투자

와 대출을 하는 것을 막기 위해 아래와 같은 제한을 두고 있음.

**금융기관의 자기계열집단애 대한 투자 및 대출의 제한**

| 기관투자가 | | 투자 및 대출 제한 내용 | 근거규정 |
|---|---|---|---|
| 상업 은행 | 은행계정 | - 자기자본의 10% 이내 | - 은행법 제27조 제10항 |
| | 신탁계정 | - 없음 | |
| 보험사 | | - 자기계열에 대한 투자는 총자산의 2% 이내<br>- 자기계열대출은 총자산의 2% 이내 | - 보험회사 재산운용준칙 제7조 제1항 |
| 증권사 | | - 자기자본 250억원까지는 자기자본의 8% 이내<br>- 250억원 초과부분에 대해서는 2% 이내 | |
| 투자 신탁사 | 고유계정 | - 없음 | |
| | 신탁계정 | - 없음 | |

- 최근 5대재벌의 제2금융권에 대한 지배력이 확대되는 것을 우려하여 정부는 추가적인 제재를 고려하고 있음.

- 예를 들어 보험사의 경우 자기계열집단에 대해 대출 및 투자가 보험사 총자산의 3% 이내로 한정되어 있던 것을 총자산의 2% 이내로 더욱 제한하였음.

- 이는 동일계열 및 동일인에 대한 투자제한인 총자산의 5%보다 더 제한적이며 형평을 결여한 것이라고 할 수 있음.

- 또한 계열집단 소속 보험사의 최적 포트폴리오 구성에 어려움은 물론 당해 보험사 고객의 이익을 침해하는 것임.

○ 증권거래법 제200조의2는 주식투자자가 상장법인의 의결권 있는 주식을 발행주식의 5% 이상 보유하거나 또는 5% 지분 이상에서 1%를 초과하는 변동은 그날부터 5일 이내에 증권관리위원회와 증권거래소에 보고하도록 하고 있음.

- 그 밖에도 상호출자에 대한 제한이 다시 부활되어 존재

## 3. 외국의 기관투자가의 역할

### (1) 미국

○ 미국은 전통적으로 여러 종류의 법과 규제를 통하여 대형 금융기관이 산업기업의 대주주가 되어 개별적으로나 그룹의 일환으로나 기업의 지배에 관해 어떤 영향력도 행사하는 것을 금지시켜 왔음.

- 1933년에 제정된 글래스 스티걸법은 은행이 직·간접적으로 타회사 주식을 소유하는 것을 금지

- 1956년에 제정된 은행지주회사법은 은행이 비은행회사의 의결권 주식을 5% 이상 소유하는 것을 금지

- 연기금과 상호기금(Mutual Fund) 등도 유리한 세율을 적용 받으려면 대주주의 권리를 행사하는 것을 자제해야 함.

○ 미국의 금융기관들이 기관투자가로서 기업에 대해 영향력을 행사하는 방법은 대개 세 가지임.[3)]

- 기업의 이사회에 대표를 파견하는 것
- 경영자들에게 비공식적인 압력을 행사하는 것
- 주주총회에서 경영자들이 제안한 안건에 대해 반대표를 던지는 것

○ 이중에서 이사회에 대표를 파견하는 것은 소유가 10% 이상이 되는 예외적인 경우만 겨우 사용될 정도로 흔하지 않음.

- 이는 금융기관들은 여러 가지 법적인 제한과 금융자본의 산업지배에 대한 비판적인 여론을 기피하기 때문이거나 이사회의 기능이 수동적인데 기인함.
- 미국의 금융기관들은 이사회에 대표를 파견하는 것보다 비공식적으로

3) Kota, D., 1978 Bank Control of Large Corporations in the United States, University of California Press: Berkeley California

자기들이 원하는 정책방향을 기업의 경영자에게 제시하는 것을 선호함.

○ 80년대 들어 미국의 기관투자가들의 보유지분은 너무 커져서 유동성 제약을 받게 됨에 따라 경영진과 의견대립이 있을 때 팔고 퇴출하는 소위 '월가의 법칙(Wall Street Rule)'이 지켜지기 어렵게 되었음.

- 따라서 최근에는 '싫으면 팔고 나가라'에서 '싫으면 경영진에 대항하여 싸워 권익을 찾아라'로 패러다임이 전화하고 있음.

- 최근 미국에서는 주주의 권익에 위배되는 정관변경 등은 기관투자가의 소유비중이 높은 기업에서는 통과되기 어려운 실정임.

- 예를 들어 캘리포니아 공무원 연금(CalPERS), CREF, Wisconsin Investment Board 등의 공공연기금은 경영진이 제안한 안건에 대해 반대 의사표시 뿐만 아니라 스스로 기업지배에 대한 제안도 하는 등 매우 활발한 기업지배활동을 하고 있음.

### (2) 영국

○ 영국의 기업법에 따른 의결권 행사에 관한 규칙, 의결권 행사의 대상 등은 미국과 비슷하나 기업활동은 법보다는 관례라든가 기관투자가의 의지 등에 의해 제한되고 있음.

- 예를 들면 poison pill의 도입, dual class voting shares의 발행 등은 법으로 금지되어 있지 않으나 기관투자가들의 반대로 기업들은 실행에 옮기지 못하고 있음.

○ 공시에 관한 규제가 1980년 기업의 M&A가 확대됨에 따라 강화되었으나 주주간 공조체제에 대한 제약이 없는 등 공시규제가 엄격하게 시행되지는 않고 있음.

- 기업인수에 관한 법규에 있어 경영자들이 기업인수에 대한 방어책을 세

우기가 어렵게 되었으며 기업인수를 시도하는 측이 기업주식의 30%를 매수하면 나머지도 동일한 가격에 매수가 가능하도록 하는 규정이 있어 투자자가 기업인수의 성패를 결정하게 하고 있음.

○ 영국의 기관투자가의 기업의 감시활동은 뒤에서 은밀하게 이루어지는 경향이 있으며 과거에는 기업이 경영위기에 봉착하였을 때만 적극적인 모습을 보여왔는데 최근에는 경영자 교체 등 경영에 대한 개입이 늘어나고 있음.

– 영국에서는 위임장 경쟁(proxy fight)이 어렵기 때문에 신주 인수권 발행시에 인수거부 등을 통해 영향력을 행사하기도 함.

– 기관투자가간의 공조체제는 적절한 비용분담 메커니즘이 없어 잘 이루어지지 않는 편이나 때에 따라서는 공조를 이루어 이사회를 개편하거나 CEO를 교체하기도 함.

○ 영국에서 대규모 기관투자가는 보험사과 시중은행의 연금관리자임.

– 영국의 보험회사의 주식투자 비중은 20%를 상회하고 있으며 연금 및 기금 업무도 동시에 취급하고 있어 보험산업의 집중도가 높은 편이며 대부분 장기투자를 하기 때문에 기업의 영구적 감시자로 알려져 있음.

○ 은행의 경우에는 주식소유의 비중이 매우 낮으며 신탁계정도 거의 없으며 시중은행의 자회사들이 연금기금을 관리하고 있음.

– 투자은행의 경우는 개인투자자의 의결권을 대리행사하고 상호기금과 연금관리 등을 하지만 자기계정으로 주식을 보유하지는 않음.

○ 금융업종별 협회를 통한 기업에 대한 영향력 행사가 이루어지기도 하는데 예를 들어 보험협회(ABI: Association of British Insurers) 등이 그 예임.
○ 특기할 만한 것은 기관투자가 위원회(The Institutional Shareholders'

Committee: ISC)가 있어 다른 많은 협회를 총괄하는 우산조직이 있음.

- 이들 조직은 개별기업의 사안에 대해서는 영향력을 행사하지 않으나 전체 기업과 관련된 사안에 대해서는 적극적으로 영향력을 행사하고 있음.

○ Cadbury위원회의 권장사항은 ①이사회장과 CEO의 분리, ②3인 이상의 비상임이사의 선임, ③감사위원회의 사외이사 구성 등임.

- 사외이사선임 추진위원회(PRO NED)에서는 사외이사를 선임하려는 기업을 지원하기도 함.

### (3) 독일

○ 독일의 은행들은 일본을 제외하고 가장 많은 주식을 소유하고 있으나 이것만으로 기업에 영향력을 행사할 수 있을 정도는 아님.

○ 독일에는 주식예탁제도가 있어 대부분의 주주들이 주식을 직접 보유하지 않고 은행에 예탁하고 있으며 은행이 개인투자자의 의결권을 대리행사하고 있음.

- 은행은 대신에 주식을 예탁하고 있는 투자자들에게 주주총회에 관한 정보를 제공하여야 하며 주주가 원하는 방향으로 의결권을 행사해야 함.

- 은행에 예탁된 주식과 은행이 자체 보유하고 있는 주식의 의결권까지 합쳐서 은행이 독일 기업지배에 차지하는 비중은 매우 높음.

- 특히 이러한 은행의 막강한 의결권이 대형은행 중에서도 3대 초대형은행인 도이취은행, 드레즈너은행, 코메르쯔은행에 집중되어 있음.

○ 독일의 은행은 기업에 대해 다음과 같은 영향력을 행사함.
- 감독이사회 선출에 절대적 영향력을 행사

– 정관변경은 은행의 의사를 거역하고는 불가능
– 3/4 이상의 의결권을 가진 은행은 기업의 정관변경을 주도하기도 함.

○ 독일의 은행이 의결권 대리행사제도에 의해 자위적으로 의결권을 대리행사할 수 있기 때문에 과연 은행이 주주의 권익 추구차원에서 제대로 의결권을 행사하는지에 대한 문제가 발생

– 독일의 은행은 기업과의 관계에 있어 자문역할, 채권자의 역할, 주주의 역할 그리고 의결권 대리행사자로서의 역할을 수행하기 때문에 이해상충의 가능성이 매우 높음.

– 더구나 은행도 주식회사이고 은행의 경영자는 은행주주의 대리인으로서 타회사의 경영자에 대한 견제와 감시를 수행하게되는 데서 발생하는 協調的 背任均衡(cooperative shirking equilibrium)에 이르러 은행의 주식예탁자는 물론 은행의 주주에 대한 권익을 추구하지 못하게 될 가능성도 상존함.

### (4) 일본

○ 제2차 세계대전 종결후 일본을 점령한 미군사령부는 재벌해체를 추진하고 1947년 독점금지법을 제정하여 산업기업이 타기업의 주식을 소유하는 것을 금지하고 금융기관의 기업주식소유를 기업당 5%로 제한하였음.

– 그러나 일본의 전통적이고 특수한 정치·경제적 환경에 의해 재벌은 해체되었지만 오너가 없는 그룹인 계열(keirets) 또는 기업집단(kigyo shudan)이 특히 은행을 중심으로 하여 등장하게 되었음.

– 현재 일본은 금융기관의 기업 주식소유비중이 세계에서 가장 높은 나라임.

○ 일본 기업의 여러 기관투자가 중에서 은행의 역할은 가장 주목할 만 한데 대개의 산업기업은 가장 큰 채권자인 동시에 대주주의 하나인 소위 주거

래은행을 가지고 있음.

- 주거래은행은 기업집단 또는 계열을 형성하는 주요 요소가 되어 있음.

- 일본에서의 기업과 주거래은행과의 관계는 법적인 계약관계가 아닌 묵시적인 관계로 그룹의 금융기관들은 그룹소속 기업체의 주요 채권자일 뿐만 아니라 주요 주주임.

○ 일반 기업들은 다른 기업에 이사를 파견하기도 하지만 금융기관에는 파견하지 않고 금융기관에서 일반기업으로 이사를 파견하는 일방적인 형태로 이루어지고 있음.

○ 주거래은행은 기업의 업무에 깊이 관여하여 기업의 전략과 투자계획에 대해 자주 상세한 정보를 요구하며 드물게는 기업의 계획안에 대해 수정을 요구하기도 함.

- 이러한 요구를 거절하면 자본 공급에 차질이 생길 수도 있음.

- 주거래은행은 기업의 구조조정이나 노사대립 등의 분쟁해결, 경영자의 승계 갈등, 신규사업에의 참여 등에서 주도적 역할을 수행함.

○ 일본에서 주거래은행이 기업에 주는 가장 큰 이점은 기업의 재무위험을 낮추는 것임.

- 또한 주거래은행은 채권단의 이해를 조정하여 채권단간의 무임승차 문제를 해소시켜 주고 기업과 채권자간의 정보비대칭문제를 완화시켜 자본의 공급자와 자본의 수요자간의 신뢰관계를 유지시켜 주어 안정주주의 역할을 함.

## 4. 바람직한 기관투자가의 역할과 정책적 대안

○ 미국과 영국에서는 자유경쟁시장 체제를 바탕으로 기업지배체제가 발달해 왔고 기관투자가의 소유와 기업지배활동이 그 동안 제한되어 왔으나 최근 들어 활발한 의결권 행사가 이루어지고 있음.

– 반면에 독일과 일본에서는 영미국가보다 금융기관들이 기업과 밀접한 관계를 맺고 있으나 시장체제에 의한 것이 아니라 장기적이고 안정적이며 기타 이해관계자를 포함하는 포괄적인 관계를 지향하고 있음.

○ 현재 우리나라의 주주와 경영자간의 대리인문제를 해결하는 방식이 영미식과 일독식 중 어느 한 쪽이라고 단정짓기 어려움.

– 우리나라의 재벌은 일본의 계열과 비슷하지만 소속기업간에 계약에 의한 지배보다는 재벌소유주의 1인 통치를 하고 있다는 비난을 받고 있음.

– 또한 재벌 소속기업들이 적극적인 상호감시를 할 수 있는 독자적인 시스템도 갖추고 있지 못하며 일본처럼 주거래은행이 중심적인 역할을 맡아 기업의 경영을 감시하고 평가하고 있지도 않음.

○ 우리나라의 기업들은 주로 은행차입금에 의존하여 자금을 조달해 왔음에도 불구하고 은행의 기업지배에 있어서는 독일의 은행처럼 절대적 권한을 가지고 있지 못함.

– 그렇다고 해서 영미식으로 주식시장을 통해 기관투자가들이 활발한 기업 감시 및 통제활동을 하고 있는 것도 아님.

○ IMF금융위기 이후 정부는 각종 제도 변화를 유도하고 있으며 이에 따라 우리나라의 기업지배구조가 시장중심제도로 변화해 가고 있으나 앞으로도 상당한 시일이 요할 것으로 판단됨.

– 이러한 상황에서 기업지배구조 측면에서 기관투자가 중 특히 은행의 역할 정립이 시급함.

– 이는 다음 표에서와 같이 기업들이 자금조달을 은행에 의존하고 있는 비율이 아직도 높기 때문에 현 단계에서는 은행중심구조하의 기업지배구조를 일부 활용할 필요가 있다고 판단되기 때문임.

### 주요국 기업의 금융부채구조

(단위: %)

| | 독일 | 일본 | 미국 | 영국 | 한국 |
|---|---|---|---|---|---|
| 차입금 | 61.0 | 44.9 | 11.2 | 11.3 | 33.4 |
| 유가증권 | 24.7 | 27.2 | 64.0 | 69.5 | 41.1 |
| (주식) | 23.2 | 19.9 | 53.8 | ·· | 11.6 |
| (채권) | 1.4 | 7.3 | 10.3 | ·· | 29.5 |
| 기타[1)] | 14.3 | 27.9 | 24.8 | 19.2 | 25.5 |
| 계 | 100.0 | 100.0 | 100.0 | 100.0 | 100.0 |

주: 1) 기업간 신용 등
2) 1997년 말 현재이며 한국은 1998년 말임.
자료: 일본은행 국제국, 「국제비교통계」, 1998
한국은행, 「자금순환동향」, 1999

– 우리나라의 은행에 대한 동일인 여신한도의 규제 내용도 일독식과 영미식의 중간정도임.

### 주요국 은행의 동일인 여신한도 규제내용

(단위: 자기자본 대비비율 %)

| | 독일 | 일본 | 미국 | 영국 | 한국 |
|---|---|---|---|---|---|
| 동일인 | 25 | 30 | 15 | 10 | 20 |
| 동일계열 | 25 | 40 | 15 | 10 | 25 |

자료: 한국은행 해외(프랑크프루트, 동경, 뉴욕, 런던)사무소

○ 우리나라의 은행은 다른 나라에 비해 소유권 집중도가 높고 산업자본의 지분율 또한 높은 수준임에도 불구하고 그 동안 책임경영이 이루어지지 못한 것은 정부가 산업정책을 수행하는 과정에서 은행이 도구로 이용되었기 때문임.

– 경영진의 선임 등 은행 내부경영에 정부가 지나치게 개입하여 주주의 역할인 은행경영에 대한 견제·감시기능이 제대로 수행되지 못했음.

– 은행의 경영효율 제고를 위해서는 소유구조의 개선보다는 현재 지배주주 역할을 하고 있는 정부와 최고경영자의 독점경영을 통제할 수 있는 지배구조의 개선에 중점이 두어져야 함.

**우리나라와 주요국의 은행 소유구조 집중도 비교**

| | 한 국[1] | | | 미 국[2] | 독 일[2] | 일 본[2] |
|---|---|---|---|---|---|---|
| | 시중은행 | 지방은행 | 평 균 | | | |
| 최대주주의 지분율 평균(%) | 17.9 | 17.1 | 17.5 | 4.8 | 10.1 | 5.0 |
| 지분율 5% 이상 평균 | | | | | | |
| 은행당 주주수(개) | 2.1 | 1.9 | 2.0 | 0.2 | 1.3 | 1.5 |
| 은행당 지분율 합계(%) | 32.4 | 22.9 | 27.3 | 1.3 | 16.2 | 3.8 |
| 지분율 1% 이상 평균 | | | | | | |
| 은행당 주주수(개) | 10.7 | 6.8 | 8.6 | 12.3 | 3.0 | 14.8 |
| 은행당 지분율 합계(%) | 51.2 | 33.7 | 41.9 | 25.4 | 19.5 | 30.3 |

주: 1) 한국은 정부 및 예금보험공사의 지분율이 90%를 넘는 4개 시중은행을 제외한 7개 시중은행 및 8개 지방은행 등 15개 일반은행을 대상으로 함(1998년 말 기준).
2) 미국, 독일, 일본은 본고 「II.주요국 은행의 소유 및 지배구조」에서 예시한 은행(미국은 1998년 말 기준 6개 은행지주회사, 독일은 1998년 말 기준 3개 은행, 일본은 1995년 3월말 기준 6개 은행)을 대상으로 함.

○ 우선은 은행의 기업정보생산 및 관리능력을 제고하여 은행에 의한 기업감시 및 통제가 효과적으로 이루어질 수 있도록 함.

– 은행은 기업의 결제계정을 보유하고 있으므로 제2금융권이나 직접금융시장이 수집할 수 없는 중요한 기업정보를 생산할 수 있으며 재무제표 분석에만 의존하는 여타 기관의 정보보다도 정확한 정보를 얻을 수 있음.

– 은행, 금융기관, 직접금융시장간에 정보생산과 사후감시 기능의 계층구조를 구축하고 기업정보에 관해 가장 유리한 위치에 있는 은행이 제2금융권 금융기관과 직접금융시장간 계층구조의 기반이 되도록 할 필요가 있음.

– 기업구조조정 과정에서 출자전환 등을 통해 은행의 기업주식소유가 불가피하게 되었으므로 주거래은행의 경우 기업의 주식을 보유하고 의결권

을 행사하게 함으로써 일정한 범위 내에서 기업경영에 직접 참여하도록 하는 여건을 마련

○ 산업자본의 은행지배를 억제하기 위해서는 시장규율과 이사회의 경영감시 기능 강화장치들이 제대로 작동할 수 있도록 하여야 함.

– 주요국 모두 산업자본의 은행주식 소유에 대해서는 엄격한 규제를 명시하고 있다는 점에 비추어 은행법상의 동일인 주식소유한도는 유지할 필요가 있음.

– 그러나 외국인과의 형평성이나 같은 은행간에서도 형평성을 고려할 때 조정이 필요한 것은 사실임.

**우리나라의 동일인 은행주식 소유에 대한 규제 추이**

| | 1982.12 | 1992.5 | 1994.12 | 1998.1 |
|---|---|---|---|---|
| 시중은행 | – 8% 이내 | – 좌동 | – 4% 이내 | – 좌동 |
| 지방은행 | – 적용 제외 | – 15% 이내 | – 좌동 | – 좌동 |
| 비고 | | – 동일인의 범주에 대규모 기업집단 소속 기업체를 추가 | | – 전환은행: 8% 이내<br>합작은행 등: 설립시 승인한도 이내<br>– 정부·예금보험공사: 제한 없음<br>– 외국인의 기존 주식 취득시 10%까지는 금감위 신고, 10%, 25%, 33% 초과시 금감위의 승인 필요 |

○ IMF금융위기 이후 금융 및 기업 시장이 대부분 개방되었기 때문에 외국의 기관투자가들이 순응할 수 있는 기업지배체제가 모색되어야 할 것임.

– 같은 맥락에서 우리 기업의 경쟁력을 높여줄 수 있는 바람직한 기업지배구조하에서의 기관투자가의 역할이 모색되어야 함.

○ 전문적인 지식과 경험을 가지고 있는 기관투자가는 기존의 전문경영인에 대한 평가 및 통제기관으로써 전문경영체제의 경쟁을 유도하게 됨.

– 사외이사의 선임과정에서도 기관투자가는 정보능력을 바탕으로 기업이 제시한 사외이사에 대한 보다 정확한 판단이 가능하며 전문적인 사외이

사의 선임으로 경영인을 감시·견제하는 효율성을 높임.

- 이는 전문경영체제하에서 대리인문제를 완화시키게 됨.

○ 전문경영체제하에서의 대리인문제를 완화하는 차원에서 우리나라에서 기관투자가 역시 개인투자자와 마찬가지로 주주권을 적극적으로 행사할 수 있도록 여건을 마련해야 할 것이며 그 이유는 다음과 같음.

- 첫째, 한국에서도 주식소유의 기관화 현상이 가속화되고 있는데 향후 소득 수준의 향상과 인구 고령화 진전으로 연금 및 연금성 신탁이 크게 증가할 전망임.

- 또한 파생금융상품의 발달로 투자기법이 고도화하고 전문화하기 때문에 기관투자가가 개인보다 투자에 있어 훨씬 유리하기 할 것임.

- 둘째, 표에서와 같이 우리나라의 기관투자가는 개인투자자에 비해 장기투자를 하고 있어 기관투자가가 기업의 감시 역할을 할 가능성이 더 큼.

**투자자별 소유분포와 거래량 점유율 분포 변화추이**

(단위: %)

| | 1996 | | | 1997 | | | 1998 | | |
|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|
| | 소유지분 | 매도구성비 | 매수구성비 | 소유지분 | 매도구성비 | 매수구성비 | 소유지분 | 매도구성비 | 매수구성비 |
| 개인 | 34.3 | 75.7 | 75.1 | 39.8 | 76.6 | 81.4 | 38.8 | 85.9 | 88.8 |
| 기관투자가 | 46.7 | 22.3 | 18.0 | 44.5 | 16.3 | 13.3 | 33.5 | 10.6 | 7.4 |
| 외국인 | 11.6 | 5.2 | 6.9 | 9.1 | 7.1 | 5.3 | 10.4 | 3.5 | 3.8 |

자료: 「주식」 각호, 한국증권거래소

**투자자별 거래량 회전율[1)]**

(단위: %)

| | 1996 | 1997 | 1998 |
|---|---|---|---|
| 개인 | 207.0 | 295.0 | 625.5 |
| 기관투자가 | 51.4 | 63.6 | 103.0 |
| 외국인 | 53.8 | 83.4 | 104.0 |

주: 1) 회전율=(연간 매수량+연간매도량)/(연초 주식보유수+연말 주식보유수)
자료: 「주식」 각호, 한국증권거래소