

신 회사법 시리즈 12

자생적 기업지배구조와 글로벌 스탠더드

김정호 지음



목 차

1. 들어가는 글	11
2. 자생적 질서의 효율성과 비효율성	12
3. 자생적 질서와 황금률	14
4. 정부 개입의 필요성과 한계	17
5. 인간의 굴레와 경쟁의 한계	19
6. 통상 행동, 기회주의적 행동, 이중 잣대	20
7. 불안정한 한국의 시장	24
8. 상장회사의 위치와 규제의 우선순위	27
9. 글로벌 스탠더드와 자생적 패턴 사이의 갈등	29
사외 이사 제도	29
투명성	31
소송기회의 확대	35
소위 자기집행적 모델	36
10. 발견절차의 글로벌 스탠더드	37
11. 요약 및 결론	40
참고문헌	42

발간사

신회사법 시리즈의 발간을 시작한지 2년이 가까워온다. 그 동안 <주주대표소송의 경제학>을 시작으로 해서 <지주회사 규제의 경제학적 검토>까지 모두 11권이 발표되었다. 그 동안의 실적을 평가해서 잘한 것은 더욱 발전시키고 잘못된 점은 고쳐나가는 것이 자유기업원의 제2대 원장으로서 본인에게 주어진 책무라고 생각한다.

신회사법 시리즈가 이 사회에 기여한 바가 있다면 그것은 소액주주운동이라는 거대한 압력을 맹목적으로 받아들이지 않았다는 사실일 것이다. 외환위기 이후 소액주주운동은 거부하기 어려운 흐름이었다. 이 운동이 우리 기업들의 잘못된 경영 관행을 밝혀내고 바람직한 방향으로 유도하는 데에 많은 기여를 한 것이 사실이다. 하지만 무엇이든 지나치면 없느니만 못할 수 있음 또한 사실이다.

지배주주나 경영자의 기회주의적 행동이 문제인 것처럼 소액주주주의 기회주의적 행동 역시 경계의 대상이어야 한다. 소액주주운동이란 법률이나 정치의 개입을 통해서 기업의 지배구조상 문제를 해결하려는 시도이다. 다른 모든 정치적, 또는 법률적 시도가 그렇듯이 거기에는 실패의 가능성이 상존하고 있다. 따라서 지배구조 문제에 대해서도 시장주의적 해결법이 있다면 법률이나 정치의 개입보다는 그것을 택하는 것이 실수의 가능성을 줄일 수 있다.

그러나 소액주주권 확립이라는 명분이 워낙 강하다보니 이 운동의 문제를 지적하고 시장주의적 대안과 비교하는 일을 부도덕한 것으로 간주해버리는 사례들이 많았다. 신회사법 시리즈는 소액주주운동에 대한 비판을 금기시하는 최근 우리나라의 풍토에 도전해 왔다는 점에서 기여를 인정받을 수 있을 것이다.

그러나 반성할 점 역시 적지 않다. 가장 큰 잘못은 주제의 구성에서 발견할 수 있다. 지금까지의 주제들은 대개 기존 지배주주나 경영자에게 유리한 내용들로 구성되어 온 것을 부인하기 어렵다. 물론 각각의 주제들에 대해서 전개된 논리가 특별히 잘못되었다고 보기는 어렵다. 각각의 권들을 개별적으로 살펴본다면 소액주주 권리강화책으로 제안되고 있는 제도개선안들의 문제를 분석하고 대안을 제시하고 있다. 문제는 큰 그림이 빠져 있다는 것이다. 건전한 시장경제라면 소비자의 요구에 제대로 부응하는 기업은 흥하고 그렇지 못한 기업은 도태의 길을 걷게 될 것이다. 지금까지의 발표된 내용들은 주로 전반부에 해당하는 것들이었으며 그것은 기존 경영진의 이익과 일치하는 것들이기도 했다. 그러나 실패한 기업들의 퇴출과정을 빼놓고 시장경제원리를 말할 수는 없다. 워크아웃이나 화의, 법정관리 등 시장원리에서 벗어난 제도들이 많음에도 신회사법 시리즈는 이들 제도들에 대한 논의를 등한시해왔다.

앞으로는 이 부분의 논의를 강화함으로써 주제 구성의 균형을 잡아가야 할 것이다. 또 다른 문제는 논의의 현실성이 그리 높지 않다는 것이다. 회사법이 궁극적으로 다루는 것은 피와 살을 가진 사람들이다. 제도의 변화는 살아 숨쉬는 기업 관계자들의 행동을 바꾸게 될 것이다. 따라서 기업지배구조에 대한 논의에서도 현실 속에서 기업 관계자들과 투자자들, 그리고 제도를 만드는 공무원, 정치인들이 서로 다른 인센티브에 대해 어떻게 반응하는지를 구체적으로 보여주는 데에 더 많은 노력을 기울여야 할 필요가 있다. 그러기 위해서는 연구자 스스로가 기업에 속한 사람들과 투자자들, 공무원들, 정치인들과의 많은 대화를 통해서 그들의 마음을 읽고 행동을 예측해 내는 데에 더 많은 투자를 해야 할 것이다.

지금까지의 연구결과물에 대한 평가를 내렸지만 그것으로부터의 교훈을 실천하는 일은 이 시리즈를 꾸려 가야 할 본인의 책무이다. 여론에 굴하지 않는 논조의 유지, 균형 잡힌 주제의 구성, 그리고 논의의 현실성 제고, 이 세 가지의 목표에 충실하리라 다짐해 본다.

2000년 11월
자유기업원 원장 민병균

<신 회사법 시리즈>를 내면서

소액주주운동이 활성화되면서 회사법에 대한 관심도 늘어가고 있다. 주주대표소송이나 주주제안권, 회계장부열람권, 누적투표제 등 소액주주권의 행사요건 완화를 내용으로 하는 상법 개정안이 상정되어 있다. 또 시민단체를 중심으로 현행법에서 허용되고 있는 소액주주권을 최대한 활용하려는 움직임이 활발히 전개되고 있다. 이 같은 움직임에 대해 여론은 매우 호의적인 반응을 보여 왔다. 그 동안 무시되어 왔던 소액주주들의 권익이 회복되는 계기가 마련되었다는 반응들이다.

모든 학문이 그렇지만 경제학도 직관적으로는 이해하기 힘들다. 일반인이 경제현상을 이해한다는 것이 정신적으로 묘기를 부리는 것과 같다고 뛰어난 경제학자 슘페터는 말한 적이 있다. 곰곰이 생각해 보지 않고는 일상에서 일어나는 경제현상을 이해할 수가 없다는 뜻이다. 각자가 자신의 사익을 추구하다보면 보이지 않는 손에 의해서 공공의 선이 달성된다고 하는 아담 스미스의 말도 직관적으로는 이해하기 힘들다. 수요와 공급의 법칙, 각 경제 주체들의 자발적인 적응, 제도의 자생적 진화 같은 개념들을 이해할 때에야 비로소 우리 주변의 세상이 왜 그렇게 돌아가는 지를 어렵풋이나마 이해할 수가 있다.

인간은 수많은 약점들을 가지고 있다. 잘 이해하지 못하는 것에 대해서 모른다는 사실을 인정하지 않고, 안다고 자만하는 속성도 치명적 약점 가운데 하나이다. 그런 잘 못된 지식들에 근거해서 판단을 내리고 제도를 만들고, 스스로 나락의 구렁으로 빠져들곤 했던 것이 인간이다. 그나마 치열한 경쟁과 도태가 이루어지는 시장에서는 사정이 좀 낫다. 자만하는 자는 도태의 운명을 면하기 어렵기 때문이다. 정치 영역에서의 자만은 고쳐질 길이 없다.

정치논리가 경제를 지배해서는 안 된다고 주장하는 것은 그 때문이다. 회사법 분야에서도 사정은 마찬가지이다. 회사는 우리 생활의 불가피한 일부분이다. 회사는 우리에게 우리가 필요로 하는 물건과 서비스들을 공급해주며, 우리에게 그 물건을 사기 위한 월급을 주며, 주주에게 배당을 해준다. 회사는 이런 일들을 하기 위해서 수많은 행동규범들을 만들어 낸다. 우리는 회사가 저마다 가지고 있는 수많은 규범들이 구체적으로 어떤 역할을 하고 있는지 확실히 알지 못한다. 다만 한 가지, 무엇이 좋은 것이고 무엇이 나쁜 것인지 확실히 구별할 수는 없지만, 어찌면 영원히 알 수 없을지 모르지만, 나쁜 것보다는 좋은 것이 많았기에 다른 회사들과의 경쟁에서 살아남았을 것이라는 막연한 추측을 해 볼 수는 있을 뿐이다. 회사 문제에 대한 우리의 지식은 그런 정도이다. 이런 상태에서 회사의 행동규범에 대해 외부적인 제약을 가한다는 것은 지극히 위험한 일이 아닐 수 없다.

물론 회사의 행동과 내부 규율에 대해 제3자의 개입이 전혀 불필요한 것은 아닐 것이다. 마치 도둑질과 거짓말을 금하는 규칙이 영원한 가치를 가졌듯이 회사의 행동 중에서도 금지되어야 하는 것들이 분명 있을 것이다. 하지만 어떤 것이 그 대상이어야 하는지에 대해서는 신중한 판단이 앞서야 할 것이다. 무엇보다도 먼저 왜 회사들이 현재와 같은 규칙을 가지게 되었는지, 그리고 인위적으로 그것을 금지하거나 교정할 경우 지금보다 더 나은 결과가 올 것인지를 판단해야 한다. 단순히 직관적으로 마음에 안 든다는 것은 이유가 될 수 없다. 개인들의 사적 이윤추구가 마음에 안 든다고 해서 그것을 금지할 수는 없는 것과 마찬가지로의 원리이다.

이 시리즈는 회사의 행동규범과 시장원리가 어떤 관계에 있으며, 제3자인 정부가 회사의 내부문제에 대해서 개입해야 한다면 어느 정도까지여야 하는가의 문제를 다루는데 목적이 있다. 경제학과 법학간의 접목인 셈이다. 회사법은 전통적으로 법학자들만의 고유한 영역으로 여겨져 왔다. 그러나 그들은 시장의 작동원리에 대한 이해가 충분치 않다. 비교적 시장의 작동원리를 잘 이해하고 있는 경제학자들은 법조문에 대한 두려움으로 회사법에 대한 심층연구를 멀리해 왔다. 물론 이런 현상이 우리나라만의 것은 아니다.

학문의 선진국이라고 일컬어지는 미국에서도 법학과 경제학의 융합이 시작된 것은 그리 오래 전의 일이 아니다. 시카고 법대 코우스(R. Coase) 교수의 기업이론이 학계에서 인정받기 전까지 회사법에 대한 논의에 있어 시장원리가 융합되어 들어갈 수 없었다. 소액주주의 무력함, 경영자의 전횡, 주주민주주의의 필요성 등 케어리(Cary) 및 아이젠버그(Eisenberg) 교수를 중심으로 제기되었던 개념들은 대개 시장의 작동원리에 대한 무지에서 비롯되었다고 보더라도 큰 무리는 없을 것이다. 그러나 최근 미국에서의 회사법 논의에는 시장원리에 대한 이해가 많이 깔려 있으며, 시장주의적 입장에 서있는 법학자들의 발언권이 날로 강해지고 있다. 새로운 회사법의 논리가 영향력을 넓혀올 수 있었던 이유는 그것이 전통적 견해에 비해 현실을 더 잘 설명할 수 있었기 때문일 것이다.

회사법에 대한 우리나라의 논의 수준은 아직 과거의 미국이 그랬던 것처럼 케어리와 아이젠버그 시대를 벗어나지 못하고 있다. 현실 속의 회사는 분명히 여러 종류의 시장들 속에서 활동을 하고 있음에도 불구하고 회사법이 다루고 있는 회사는 진공 속에 놓여 있는 것이다.

앞으로 이 시리즈를 통해서 발간되는 글들이 기존의 논의들과는 달리 시장의 역할을 강조할 것이라는 의미에서 시리즈의 이름을 <신 회사법 시리즈>라고 붙였다. 새로운 시리즈물을 만들어 감에 있어 많은 어려움이 있을 것 같다. 국내에 그런 글을 써 줄

만한 학자들이 많지 않다는 사실이 가장 큰 문제다.

당분간은 이 공백을 외국 학자들의 글로 채울 수밖에 없을 것 같다. 다행히도 외국에서는 미국을 중심으로 법학과 경제학간의 접목이 활발히 이루어지고 있다. 회사법 분야에서도 시장과 법의 경계선이 어디인가에 대해 많은 저서와 논문들이 발표되고 있다. 자존심이 상하는 일이지는 하지만 당분간은 그런 논문들의 번역판이 이 시리즈의 큰 부분을 차지할 것이다. 언젠가는 국내 학자들의 논문이 이 시리즈의 대부분을 차지하게 될 날을 기대하면서 첫 걸음을 내딛는다.

1999년 2월
자유기업원 원장 공병호

훑어보기

우리나라 상장기업의 지배구조에 글로벌 스탠더드를 강제로라도 도입해야 한다는 주장이 강하게 제기되어 왔다. 사외이사제나 집중투표제의 강행규정화, 공시기준의 강화를 통한 기업투명성의 제고, 대표소송의 요건 완화나 집단소송제의 도입 등 경영자를 상대로 한 소송 요건의 완화 같은 주장들은 모두 이런 맥락에 서 있다.

이런 주장들은 모두 지금까지 자생적으로 형성되어온 우리나라 기업의 지배구조에 대한 회의에서 비롯된다. 자생적으로 형성된 행동 패턴 대신에 새로운 질서를 강요하려면 그것에 합당한 이유가 있어야 할 것이다. 또 그 이유를 찾기 위해서는 기존의 행동들이 왜 만들어져 왔는지도 생각해 보아야 할 것이다. 그러나 새로운 제도를 도입해야 한다는 주장은 무성하고 강력하지만, 기존의 행동들이 지금과 같이 형성되어 온 이유가 무엇인지를 밝히는 노력은 찾아보기 어렵다.

이 논문에서는 자생적 질서가 어떤 의미를 가지는지, 그리고 자생적 질서의 하나인 우리나라 상장기업의 전통적 지배구조를 어떤 관점에서 바라보아야 하는지, 글로벌 스탠더드의 강요는 자생적 행동 패턴과 어떤 마찰을 빚는지, 그리고 마지막으로 이 시점에서 우리가 취해야 할 행동은 무엇인지 등에 대해서 살펴보았다.

우리가 작은 정부와 규제완화를 부르짖는 이유는 자생적 질서의 효율성을 믿기 때문이다. 물론 모든 자생적 질서가 효율적인 것은 아니다. 자생적 질서의 효율성은 소비자의 선택이 보장됨과 동시에 공급자간의 경쟁이 존재하는 경우, 또 당사자들 간의 계속적 거래관계에 있는 경우이다. 이럴 때에 당사자들 간에 형성되는 자생적 관계는 황금률을 담고 있는 경우가 많기 때문에 도덕적으로도 정당하다. 그러나 위와 같은 조건이 성립되지 않는 상태에서 형성된 자생적 질서는 효율적일 보장도 없고, 또 황금률을 담고 있을 가능성도 그리 높지않다.

우리나라 상장기업이 활동해온 여러 시장들 중에는 경쟁적인 것도 있지만 그렇지 않은 것들도 있었다. 경쟁적인 시장으로는 상품시장과 주식시장이 있었고, 제도권 대출시장과 퇴출시장, 노동시장은 덜 경쟁적이었다. 그런 상황에서 형성된 지배구조도 상당히 불완전한 것일 가능성이 높다. 이럴 경우 자생적 질서에 대한 정부 개입의 필요성이 대두된다. 그러나 개입은 신중해야 한다. 가장 이상적인 방법은 상장 기업을 둘러싸고 있는 시장이 모두 경쟁적이라고 가정했을 때 형성되었을 지배구조를 기업에 요구하는 것이다. 그러나 구체적으로 어떤 지배구조가 그런 요건을 충족하는지는 알아내기가 매우 어렵다. 선진국의 기업들이 채택하고 있는 행동, 즉 글로벌 스탠더드를 강요하는 것은 해답이 아닐 가능성이 높다.

그것보다는 기업을 둘러싸고 있는 시장들에 대한 규제를 폐지함으로써 새로운 자생적 지배구조가 형성되도록 하는 것이 더 옳은 대안이다. 글로벌 스탠더드의 강요는 기존 질서와의 사이에 여러 가지의 갈등을 빚어낸다. 공과 사의 구별을 분명히 하는 것이 글로벌 스탠더드일 것이다.

그러나 많이 달라지고는 있지만 한국인들은 여전히 공과 사의 구별을 분명히 하지 않는다. 시장에서 경쟁하는 기업들의 경우도 상황은 그리 다르지 않다. 따라서 그것을 부정한다면 시장의 자율 자체를 부정하는 것이 되어 버린다. 지배주주가 회사의 공적 재산을 사적 용도로 사용하는 문제도 그렇다. 이것은 한국의 지배주주들의 행동에 대해서 종종 문제로 지적되어 온 현상이다. 적대적 M&A 시장이 정착되어 있지 않은 상황에서 지배주주의 경영 참여는 필연적 결과이다. 문제는 일반주주들에 비해서 우리나라의 지배주주는 특별한 비용을 부담하고 있음에도 불구하고 공식적으로 그에 대한 대가를 받기가 쉽지 않다는 것이다. 특별히 부담하는 비용이란 주식의 집중투자에 따른 위험의 증가, 그리고 회사의 대출에 대해 개인적 보증을 서게 됨으로써 지게 되는 무한책임이다.

이런 비용들을 부담함에도 불구하고 지배주주가 공식적으로 특별한 보상을 받을 수 있는 사회적 분위기가 형성되어 있지 않다. 어떤 식으로든 보상이 없다면 지배주주도 출연하지 않을 것이고 상장의 인센티브는 상당히 작았을 것이다. 한국에서는 공과 사의 구분이 명확치 않았고 그 결과 지배주주는 비공식적으로 보상을 받을 수 있었는데 그것이 회사의 재산을 사적인 용도로 사용하는 관행일 가능성이 높다.

지배구조 문제와 직접 관련되어 있지는 않지만 연공서열제 역시 그렇다. 글로벌 스탠더드는 성과에 따라 보수가 결정되는 방식일 것이다. 연공서열제는 성과가 좋은 사람의 몫을 성과가 나쁜 사람이 가져가는 것이다. 그 결과 근로의욕은 떨어지게 될 것이다. 다른 조건이 같다면 성과급제가 연공서열제보다 우월하다. 그러나 다른 조건은 동일하지 않다. 많은 보수를 받는 사람에 대한 질투와 따돌리기를 극복하지 못하는 한 성과급제가 생산적 제도라고 말하기 쉽지 않다.

상장기업의 숫자가 늘면 주식시장의 유동성이 증가하고 그 결과 모든 투자자들이 이익을 본다. 즉 기업의 상장 행위는 외부경제를 창출하는 행위이며 장려되어야 할 일이다. 글로벌 스탠더드의 강요는 주로 상장기업을 대상으로 하고 있는 것이며, 그 결과 상장의 인센티브가 줄어들 가능성이 높다. 만약 그것이 사실이라면 상장사에 대한 글로벌 스탠더드의 강요는 장기적으로 투자자들에게 손해이다. 그러나 글로벌 스탠더드라는 행동 패턴 자체가 문제라고 말하는 것은 아니다. 만약 기업의 대주주가 된 외국투자자들이 개별 기업에 대해 주주로서 글로벌 스탠더드에 입각한 경영을 요구한다

면 글로벌 스탠더드는 자연스럽게 자생적 지배구조의 일부로 편입되어 갈 수 있다.

문제는 정부개입에 의한 강요이다. 그렇게 되면 아직 준비가 안 되어 있거나 또는 한국적 지배구조를 고수하는 것이 더 유리한 기업조차도 억지로 지배구조를 바꾸어 경영성과가 떨어지는 일이 발생할 수 있다. 자생적으로 형성된 기존의 기업지배구조가 최선은 아닐지 모른다. 하지만 우리에게 적합한 지배구조가 무엇인지는 알 수 없다. 좋은 지배구조가 출현할 수 있는 여건을 만들어준 후 지배구조가 자생적으로 진화해 가도록 하는 것이 우리가 할 수 있는 최선이다.

첫째는 적대적 M&A가 활발히 일어날 수 있는 여건이 갖추어져야 한다. 지금의 상황에서 여기에 가장 큰 장애는 노동시장의 경직성이다. 둘째는 퇴출제도의 확립이다. 지배주주가 경영권을 뺏긴다는 것 외에 실질적으로 퇴출은 이루어지지 않는다. 보조금에 의한 기업 회생이 아니라 진정한 퇴출이 이루어지도록 퇴출제도가 정비되어야 한다. 셋째는 금융기관의 자율화이다. 정부가 소유한 금융기관의 지분을 조속히 매각하고 금융기관의 운영과 설립에 대한 정부 개입을 포기해야 한다. 넷째는 회사법의 경쟁이다. 글로벌 스탠더드로서 우리가 택할 것은 이것이다. 중앙정부의 회사법을 폐지하는 대신 광역자치단체로 하여금 회사 조례제정권을 갖게 하여 회사법 경쟁을 유도할 필요가 있다. 마지막으로 증권거래소 설립 및 운영의 자율화이다. 중앙정부나 사법부의 역할은 증권거래소의 상장 규칙이나 회사조례, 또는 기업이 스스로 제정한 정관을 위반한 기업에 대한 규제에 국한되어야 한다.

I. 들어가는 글¹⁾

기업지배구조 논의에 있어 글로벌 스탠더드라는 말이 자주 등장한다. 이 말이 정확히 무엇을 의미하는지는 분명치 않다. 어떤 때는 미국에서 하고 있는 것을 도입하자는 것으로 들리기도 하고 어떤 때는 외국 기관들이나 외국 언론, 외국 투자자들의 권고나 요구를 받아들여자는 것으로 들리기도 한다.²⁾ 필자의 판단으로는 지배주주를 견제하고 외부의 주식투자자를 보호함에 있어 외국의 여러 나라들이 시행하고 있는 가장 강력한 장치를 택하는 것을 글로벌 스탠더드라는 이름으로 정당화하는 것 같다. 사외이사제나 집중투표제, 공시요건의 강화를 통한 투명성의 강화, 대표소송 요건의 완화 및 집단소송제의 도입 등은 모두 그런 맥락에서 있는 것으로 보인다.³⁾

정부가 도입하고자 하는 제도들의 이름을 무엇으로 부르던 간에, 글로벌 스탠더드라는 이름으로 제안된 많은 제도들은 이미 법제화되었거나 또는 조만간 강제력을 갖는 법의 옷을 입을 것이고, 기업들의 행동에 많은 영향을 미치게 될 것이다. 개혁론자들은 당연히 그 제도들로 인해 국민 전체의 삶이 보다 윤택해질 것이라고 주장하지만 정말 그런지는 따져 보아야 할 일이다. 경제성장이란 진화의 결과이며, 진화는 우리가 깨닫지 못하는 수많은 요소들이 뒤얽혀서 상호작용하는 과정이다. 그 중에 눈에 보이는 규칙들을 몇 개 고치는 것이 과연 우리의 삶을 더욱 윤택하게 할지는 판단하기 쉽지 않은 문제이다.

자생적 질서의 변경이 이로울 수도 있지만 그렇지 않은 경우도 많다. 이것을 평가하기 위해서는 우리가 처한 현실의 정확한 파악이 필요하지만, 이 문제에 대한 논의는 진공 속에서 이루어지는 느낌을 받는다. 논의에서 피와 살을 가진 한국인이 빠진 것이다. 한국 상장기업의 전통적 지배구조가 오랜 기간 동안의 진화의 결과였음에는 이론의 여지가 없다. 소위 글로벌 스탠더드라는 것은 이 같은 진화의 산물을 부정하는 효과를 가진다. 이같은 요구가 어느 정도나 정당화될 수 있는 것인가? 그것은 전통적

1) 이 글은 [기업지배구조의 글로벌 스탠더드와 한국의 상황]이라는 제목으로 두 번의 발표를 가졌던 원고를 수정 보완한 것이다. 처음은 2000년 10월 16일 연세대학교 동서문제연구원 주최 제2차 동서정책포럼(회의 제목: 기업지배구조와 사외이사제: 어떻게 보완할 것인가)에서 발표되었고, 두 번째는 2000년 10월 법경제연구회 월례발표회에서였다. 필자의 발표를 듣고 논평해주신 많은 분들께 감사드린다.

2) 유승민은 기업지배구조의 글로벌 스탠더드라는 것이 존재하기도 어렵고, OECD 등 국제기관이 제시한 지배구조 원칙이 한국기업에 적합하다고 보기 어렵다고 말한다. 그럼에도 글로벌 스탠더드라는 용어가 자주 사용되는 배경에는 미국식 소위 Anglo-American식 주주 자본주의를 글로벌 스탠더드화하려는 의도가 깔려있다고 한다. 유승민(2000: p321).

3) 세계 각국의 기업지배구조 개선안 내용을 보려면 European Corporate Governance Network의 홈페이지를 참조할 것. www.ecgn.ulb.be.

지배구조가 왜 그렇게 형성되어 왔는지를 이해한 바탕 위에서만 제대로 평가될 수 있을 것이다.

그러나 이 글이 추구하는 바는 전통적 지배구조의 형성과정에 대한 해석이 아니다. 답이 무엇인지를 안다는 것은 매우 어려운 과제임을 밝힌 후, 구체적 답을 찾기보다는 자생적으로 답이 출현할 수 있는 환경을 만드는 것이 더 합리적인 접근임을 보이려는 것이 이 글의 목적이다.

이 책은 서론을 포함하여 모두 11장으로 구성된다. 제2장과 제3장은 자생적 질서의 일반적 특성에 대한 소개이다. 제2장에서 민간의 자율적 상호작용에 의해 형성된 자생적 질서가 효율적인 경우도 있고 그렇지 않은 경우도 있음을 설명한 후, 제3장에서는 효율적인 자생적 질서는 황금률에 입각해 있기 때문에 도덕적으로도 정당화될 수 있음을 설명한다. 제4장에서는 자생적 질서가 비효율적일 경우 정부개입의 필요성이 인정되지만 개입은 조심스럽게 이루어져야 함을 말한다. 제5장과 제6장에서는 현실적으로 나타나는 행동만을 보고 그것이 통상의 효율적인 행위인지 기회주의적 행위인지를 파악하기 쉽지 않다는 사실을 설명한다. 제7장과 제8장에서는 우리나라의 상장기업을 둘러싸고 있는 시장들이 상당히 불완전하기 때문에 지배구조도 많은 흠을 가질 수 있음을 설명한 후, 그래도 우리나라의 여러 조직 중 상장기업은 가장 나은 축에 속하는 조직이기 때문에 상장기업만을 대상으로 한 규제는 상장을 억제하여 오히려 더 나쁜 결과를 가져올 수 있음에 대해서 말한다. 제9장은 사외이사제, 투명 경영, 소송기회의 확대, 자기집행적 모형 등 글로벌 스탠더드의 이름으로 요구되는 여러 가지의 것들이 여타의 자생적 행동 패턴들과 어떤 갈등을 빚는지를 보인다. 제10장에서는 이 시점에서 우리가 선택해야 할 것이 무엇인지를 밝힌다. 글로벌 스탠더드라는 이름으로 구체적 행동을 강요하기보다는 효율적인 지배구조가 자생적으로 형성되어 갈 수 있도록 발견절차를 만들어야 한다는 내용이다. 마지막으로 제11장은 결론이다.

II. 자생적 질서의 효율성과 비효율성

자생적(自生的: Spontaneous) 질서란 정부의 개입이 없는 상태에서 민간인들의 상호작용에 의해 자발적으로 형성된 질서를 말한다. 제3자인 정부에 의해 강요된 질서 또는 외생적(外生的: Exogenous) 질서와 반대되는 개념이다. 우리나라 상장기업의 전통적 지배구조는 자생적 질서의 일종이며, 개혁론자들이 기업들에게 강요하려고 하는 글로벌 스탠더드라는 것은 외생적 질서라고 할 수 있다.

기업들에 대한 외생적 질서의 강요가 정당화되려면 두 가지를 보여야 할 것이다. 하나는 그동안 우리나라 상장기업들이 택해온 자생적 질서인 전통적 지배구조가 좋지

않다는 것이고 또 다른 하나는 외생적 질서의 강요가 전통적 지배구조를 그대로 유지하는 것보다 더 좋은 결과를 가져온다는 사실이다. 이 장에서는 전자의 논리가 옳은 것인지, 다시 말해서 자생적 질서가 잘못된 것이었는지에 대해서 살펴볼 것이다.

인간은 대개 자신의 이익을 위해 행동을 하지만 그렇다고 해서 제멋대로 행동하는 것은 아니다. 인간은 타인들로부터 특정한 행동을 취하도록 기대 받기 마련이며, 대개의 인간은 타인으로부터의 그 같은 기대를 상당 부분 충족시키며 살아간다. 자생적 질서는 이처럼 자신의 이익 추구하고 타인으로부터의 기대의 충족이라는 두 가지 요소가 어우러져 형성된다.

자생적 질서의 중요성을 가장 강조한 학자는 하이에크⁴⁾이다. 그는 정부의 개입이 없는 자생적 질서와 자유를 동일한 것으로 보았다. 따라서 그에게 있어 자유의 소중함은 자생적 질서의 소중함과 같은 것이었다. 그러나 최소한 경제학적 관점에서 보면 그의 주장이 반드시 맞는 것은 아니다. 자생적 질서의 바람직함에 동의할 수 있는 경우가 많은 것은 사실이지만, 그렇지 않은 경우도 그리 어렵지 않게 발견할 수 있다. 비오는 날 교통신호가 고장난 교차로에서 나타나는 행동 패턴은 질서가 아니라 무질서에 가까우며 제3자인 교통경찰의 간단한 노력만으로도 바람직한 질서로 이행할 수 있음을 관찰할 수 있다. 자발적 질서가 반드시 효율적인 것은 아닌 것이다.⁵⁾ 따라서 어떤 경우에 효율적인 자발적 질서가 형성되고 어떤 경우에 비효율적 질서가 형성되는지를 구별할 필요가 생겨난다.

소비자의 자발적 선택이 보장되고 또 공급자간의 경쟁이 치열할 경우에 형성되는 공급자의 소비자에 대한 행동은 효율적일 가능성이 높다. 비효율적으로 행동하는 공급자가 있다면 소비자는 효율적으로 행동하는 다른 공급자를 선택할 것이기 때문이다. 여기서의 공급자란 1인 기업을 뜻하는 것은 아니다. 공급자는 기업일 경우가 많으며 기업은 여러 사람들이 하나의 의사결정 단위로 묶여 있는 조직이다. 따라서 공급자가 효율적이라는 것은 한 기업 내에 속하는 여러 이해관계자들 사이의 관계가 효율성이 높아지는 방향으로 조정되어 있음을 뜻하기도 한다.

그러나 선택의 자유와 경쟁만이 자생적 질서의 효율성을 가져다주는 것은 아니다. 장기적이고 계속적인 거래⁶⁾관계로 묶여 있는 사람들 간에 형성되는 질서(또는 행동패

4) Hayek(1988: pp83-84).

5) 진화의 결과인 자생적 질서가 비효율적일 수 있음에 대해서는 Schlicht(1998: pp67-68) 참조. 그는 비효율적 진화의 예로서 중국의 纏足, 히브리족의 유년기 남아 割禮, 아프리카 부족들의 여성 割禮 같은 것을 들고 있다. 동물의 진화사에서도 이런 것이 보이는데, 오스트레일리아, 뉴질랜드, 뉴기니, 마다가스카르 등지에 딱다구리가 진화하지 않은 것을 그 예로 들고 있다.

턴)도 효율적일 가능성이 높다. 혈연으로 맺어져 오랫동안 보고 살아야 하는 친척들 사이에 형성되는 관계, 한 회사에 근무하는 직원들 사이의 관계 같은 것들이 여기에 속한다. 이런 관계가 효율적일 수 있는 것은 보복의 가능성 때문이다. 사람들은 대개 기대를 배신한 사람에게 복수를 하거나 또는 관계를 끊으려는 성향을 가진다. 배신은 배신자 자신에게도 손해인 것이다. 따라서 지속적인 거래관계를 가진 사람들 사이의 관계는 상대방의 기대를 충족시키기 위해 노력을 하게 되고, 그것은 효율적 관계로 수렴하려는 성향을 나타내게 된다.

이런 관계들과는 대조적으로 경쟁도 없고 또 계속 거래관계 하에 놓여 있지도 않은 사람들 사이의 관계는 비효율적인 경우가 많다. 예를 들자면 도로 위의 운전자들 사이의 관계이다. 평소에는 점잖은 사람이 운전대만 잡으면 난폭해지는 경우를 많이 본다. 점잖아지려면 자신의 감정을 자제해야 하며 그것은 나름대로의 에너지를 투입해야 하는 일이다. 따라서 자제에 따른 이익이 있을 때에 비로소 그렇게 한다. 도로 위에서 스쳐가는 다른 운전자들에게 점잖게 대한다고 해서 다음에 이익이 돌아오지 않기 때문에 점잖아지기 위한 노력을 하지 않게 되는 것이다. 지속적인 거래관계에 있지도 또 상대방을 자신의 의사대로 선택할 수도 없는 상황에서 형성된 질서 또는 행동 패턴은 효율성을 보장받을 수 없다. 이런 경우는 당사자가 아닌 제3자, 즉 정부의 개입이 정당화될 수 있다. 정부에 의한 신호등 설치, 교통경찰제의 운영, 사기에 대한 처벌, 계약 불이행자에 대한 소송제도의 운영 같은 것들은 모두 제3자인 정부의 자생적 질서에 대한 개입이라고 할 수 있다.

Ⅲ. 자생적 질서와 황금률

황금률(黃金律: Golden Rule)이라는 것이 있다.⁷⁾ 네 이웃을 네 몸처럼 사랑하라는 성경의 말씀, 또는 네가 대접받고 싶은 대로 남을 대접하라는 공자님의 말씀은 모두 황금률을 설파하고 있는 것이다. 황금률은 인류 최고의 도덕률로서 자생적으로 형성되는 인간의 행동 패턴이 황금률을 체화하고 있다면 도덕적으로도 정당하다. 그런데

6) 여기서의 거래란 반드시 상업적인 거래를 말하는 것은 아니다. 상업적이 아니더라도 무엇인가 주고받는 관계에 있는 경우라면 거래관계가 있는 것으로 본다. 예를 들어 한 사람이 다른 사람에게 온정을 베풀었다면 베풀을 받은 사람은 언젠가는 그에 대한 보답을 하려고 하는데 이것도 일종의 거래관계가 있는 것으로 간주하는 것이다. 오는 것이 있으면 가는 것이 있어야 한다 는 의미에서 본다면 친구 사이이건 친척 사이이건 모두 거래관계 하에 놓여 있다고 말할 수 있다.

7) 정갑영은 세대간의 부의 분배문제에 있어서 황금률을 인용하고 있다. 정갑영(2000: p23) 참조. 황금률의 일반적 경제학적 의미 및 토지규제에서 응용에 대해서는 Fischel(1995: pp351-353) 및 Ellickson(1993: pp1315-1400)을 참조할 것.

황금률은 도덕적으로 정당할 뿐 아니라 경제학적으로 효율적이기도 하다. 황금률이 도덕적이라는 사실에 대해서는 이견이 없을 것이지만 황금률의 효율성은 직관적으로 이해하기 쉽지 않을 것 같다.

경제학에서의 효율성은 대개 비용과 편익의 비교를 통해서 정의된다. 어떤 행동이 이 사회에(행위자 자신을 포함해서) 끼치는 비용이 이익보다 작다면 그런 행동은 효율성을 높이는 행동이라고 경제학은 본다. 한 사람의 행동이 다른 사람에게 이익도 피해도 주지 않는다면 그 사람의 자발적 행동은 항상 사회적으로 효율적인 행동이 된다. 자신의 행동에 따른 이득과 비용은 모두 자신에게 돌아가는데, 이익이 비용보다 크지 않다면 자발적으로 그 행동을 하지 않았을 것이기 때문이다. 하지만 한 사람의 행동이 자신뿐만이 아니라 다른 사람에게도 손해나 이익을 준다면 문제는 달라진다. 특히 문제가 되는 것은 손해를 끼칠 경우이다.

경제학에서는 한 사람의 행동에 의해 타인이 손해를 봄에도 불구하고 그것에 대한 대가를 지불하지 않는 경우를 외부불경제(外部不經濟: External Diseconomy)가 있다고 한다. 흔히 환경오염을 외부불경제의 대표적인 사례로 들곤 하지만 사실은 도둑질이나 사기 같은 것들도 모두 외부불경제의 범주에 속한다. 대가 없이 남에게 피해를 주는 것이기 때문이다. 외부 불경제가 있으면 자발적 행동의 효율성이 보장되지 않는다. 자신에게 돌아오는 이익이 영(零)보다 크기만 하다면 타인에게 귀속되는 손해의 크기가 얼마가 되든 간에 행동은 이루어질 것이다. 따라서 사회 전체적으로는 이익과 손해의 합이 영(零)보다 작을 가능성이 높다.

외부불경제가 통제되지 않는다면 비효율적 행동이 초래될 가능성이 높아지는 것이다. 경제학에서는 여러 가지 방법을 통해 외부불경제의 내부화(內部化: Internalization)를 시도한다. 벌금이나 손해배상 같은 것들이 여기에 속한다. 가해자에게 인위적으로 비용을 부과해서 타인에게 입힌(또는 입히게 될) 손해만큼을 가해자로 하여금 자신의 비용으로 인식하게 만드는 방법들이다. 그런데 황금률이라는 것은 바로 외부불경제의 내부화를 달성하는 중요한 수단이다. 타인을 자신과 같이 대우한다는 것은 자신의 행동에 의해서 타인이 입게 될 피해를 스스로 자신의 것으로 여김을 뜻하기 때문이다.

이처럼 황금률은 한 사회 내에 존재하는 자원⁸⁾이 보다 효율적인 용도로 이전되도록 만든다. 그뿐 아니다. 황금률이 잘 지켜질수록 남을 더 신뢰할 수 있기 때문에 더 많은 경쟁자들 중에서 계약 상대방을 고를 수 있다.⁹⁾ 경쟁이 더욱 치열해지는 것이다.

8) 자원이란 인간이 귀중하게 여기는 모든 것을 지칭한다. 석유나 석탄 같은 것 뿐 아니라 인간의 능력, 시간, 노력 등이 모두 자원이다.

9) 낯선 이들 사이에 황금률이 지켜지지 않는다면 거래는 주로 잘 아는 사람들 사이에만 국한될 것이다. 이에 대해서는 뒤이어 논의할 것이다.

또 잠재적 거래의 상대방이 늘어나기 때문에 분업이 촉진되어 생산성은 더욱 향상될 수 있다. 황금률의 준수는 도덕적임과 동시에 효율적이기도 한 것이다.

인간은 본래 같은 집단 내의 사람에게는 황금률에 따라 행동하지만 집단 외부의 사람, 낯선 사람에게는 그렇지 않게 행동하도록 태어난다. 외부인을 적으로 여기는 것은 인간의 본성이다. 원시부족들에 대한 인류학적 관찰 결과는 이런 사실을 여실히 보여 준다.¹⁰⁾ 인간이 자발적으로 황금률을 지키는 것은 계속적인 거래관계에 있는 사람들에게 대해서이다. 자주 보는 사람에 대해서는 감정이입이 되는 경우가 많기 때문이고 또 배신에 대한 대가가 돌아오기 때문이다. 이럴 경우에 인간은 자연스럽게 황금률에 입각해서 타인을 대하는 성향을 나타낸다.

감정의 움직임은 없지만 계산에 의해서 황금률이 준수되는 경우도 있다. 소비자들의 자발적인 선택과 공급자들 간의 경쟁이 보장될 때이다. 인간은 누구나 어떤 행동을 할 때 그 행동으로 인해 자신에게 돌아오는 이익이 비용¹¹⁾보다 클 것인지를 계산한다. 그런데 공급자가 어떤 제품을 만듦으로 인해 발생하는 비용은 궁극적으로 모두가 가격에 전가되는 경향이 있다. 공급자가 소비자를 대함에 있어 황금률에 따라 행동한다는 것은 가격에 비해서 소비자가 누리는 이익이 가장 큰 것을 공급한다는 말이다. 선택의 자유가 보장되어 있는 한 소비자들은 질에 비해서 값이 가장 싼 제품을 선택할 것이다. 그것을 알고 있는 공급자들은 다른 공급자들과의 경쟁에서 승리하기 위해 소비자들이 원하는 것을 공급할 수밖에 없다. 선택의 자유가 있고 공급자간의 경쟁이 치열한 시장에서는 공급자들이 황금률에 기초해서 소비자를 대하게 되는 것이다.

황금률에 따른 행동은 장기적으로 거래 쌍방 모두에게 이익이 되기 때문에, 사람들은 황금률이 자생적으로 형성되어 가는 인간관계를 형성해 가려는 성향을 가지게 된다. 친인척들, 학교 동창들, 동향 사람들이 서로 모이려고 하는 데에는 장기적 관계의 구축성을 강화하고자 하는 의도가 상당히 작용하고 있을 것이다. 그것만이 아니다. 기업들이 여러 가지의 방법으로 직원들에게 우리는 한 가족이라는 관념을 심어주는 것도 회사와 직원들의 관계가 장기적임을 암시하는 것이다. 하나의 기업이 여러 분야에 진출하는 이유 중에는 계열사끼리의 장기적 관계 유지를 통해서 황금률에 입각한 행동을 유도하려는 의도가 상당히 깔려있다.

이처럼 효율적인 자생적 질서는 대개 황금률을 담고 있기 때문에 도덕적으로도 정당하다. 또 장기적으로 보면 황금률은 효율적이기 때문에 시장에서 확산되는 경향을 나타내게 된다.

10) 원시인들이 자기 종족으로 부르는 이름은 모두 인간이다. 뒤집어 말하면 자기 종족이 아닌 사람은 인간이 아닌 것으로 본다. 것이다.

11) 여기서의 이익과 비용이란 눈에 보이는 것뿐 아니라 심리적인 것까지를 포함한다.

IV. 정부 개입의 필요성과 한계

하지만 무조건적 방임이 항상 좋은 결과를 가져다주는 것은 아니다. 같은 사회에 속한 모든 사람들끼리, 아니 인간이라면 누구에게든 황금률에 입각해서 행동하는 것이 좋지만, 시장의 힘에만 의지한 황금률의 확산에는 한계가 있다.

먼저, 경쟁시장에 속한 공급자가 항상 소비자의 이익만을 위해 행동하는 것은 아니다. 한 번의 배신으로 앞으로 계속 거래관계에서도 얻을 수 있는 것보다 더 큰 이익을 얻을 수 있다면 공급자는 기꺼이 배신을 택할 것이다. 주식시장을 예로 들어보자. 주식시장은 자금의 수요자인 상장회사의 경영자로 하여금 외부의 투자자의 이익에 기여하도록 만든다. 투자자의 이익을 해친다면 투자의 매력이 떨어질 것이고, 주가는 낮아질 것이다. 그 결과 자금조달 비용이 높아져 회사의 이익은 줄 것이고, 지배주주라면 자신의 주식가치가 낮아질 것이다. 그러나 한 번의 배신으로 인한 직접적 이익이 주식가치의 하락분보다 또는 황금률을 지킴으로써 거두어들일 수 있는 미래 이익의 현재 가치보다 크다면 공급자는 기꺼이 황금률을 버리고 배신이라는 기회주의적 행동을 택할 수 있다.

계속적 거래관계를 가진 사람들 사이에서도 황금률이 지켜지지 않을 수 있다. 계속 거래관계에서 황금률이 지켜질 수 있는 것은 미래의 거래관계로부터 이익을 얻을 수 있기 때문이다. 현재 기회주의적 행동을 하게 되면 배신을 당한 사람은 배신자와의 거래관계를 끊으려고 할 것이고, 그렇게 되면 배신자는 미래의 이익을 모두 잃게 된다. 따라서 계속 거래관계에 있는 사람 사이에서는 황금률이 지켜지는 경향이 나타난다. 그러나 앞서와 마찬가지로 한 번의 배신으로 인한 이득이 황금률을 지켜서 앞으로 거두어들일 수 있는 이익의 현재가치보다 크다면 기회주의적 행동은 얼마든지 나타나게 된다. 친척이나 직원, 또는 회사의 돈을 떼어먹고 도망가는 것은 좋은 사례가 된다.

더욱 문제인 것은 계속 거래관계에 있지 않은 사람들 사이에서 나타나는 행동 패턴이다. 스쳐 지나가는 사람들 사이의 관계가 비효율적이며, 황금률에 기초해 있지 않음은 운전자의 사례를 가지고 설명한 바 있다. 실제의 사회에서는 많은 사람들 사이의 관계가 여기에 속한다. 물론 시장은 이런 현상에 대해서도 해결책을 만들어 가는 경향이 있다. 앞에서 설명했듯이 조직의 크기를 키우고 한 조직에 속한 사람은 가족이라는 관념을 심어주는 경영전략도 하나의 방법이고, 다각화에서와 같이 같은 조직 내에 상호거래를 필요로 하는 여러 업종을 포함시키는 방법도 여기에 속한다. 하지만 이런 시장의 해결책들에도 한계가 있다. 집단의 크기가 커질수록 단순히 같은 집단에 속한 사람이라고 해서 황금률에 따라 행동할 가능성은 줄어든다.

큰 집단일수록 다른 구성원의 익명성은 강해지며 그 만큼 같은 집단 내의 타인에게 감정이입이 되는 정도도 낮아진다. 거래의 빈도가 떨어지기 때문에 장기간 같은 집단에 속한다는 것만으로 계속 거래관계가 보장되는 것도 아니다. 이런 문제들 때문에 집단의 크기가 무한히 커질 수 없다. 즉 하나의 사회에 속한 모든 사람들 간의 관계를 계속 거래관계에 놓인 사람들 간의 관계로 변화시킬 수 없다는 것이다.

따라서 사회의 모든 구성원들이 다른 구성원들에게 자발적으로 황금률에 따라 행동하기를 기대하기는 쉽지 않다. 여기에서 제3자의 개입 필요성이 등장한다. 황금률을 따르도록 강요하는 것이다. 세 가지의 방법이 있다. 황금률에 기초한 행동 규칙을 사전에 강요하는 방법, 황금률을 직접적으로 벌을 가하는 방법, 황금률을 어겼다는 정보를 타인들에게도 알리는 방법이다. 사전적인 규제는 첫 번째의 방법에 속하고 손해배상을 명하거나 또는 벌금을 부과하는 것, 감옥에 가두는 것 등은 두 번째에 속한다. 세 번째의 방법에는 전과기록이나 신용기록을 유지하고 모든 사람들이 그것을 열람할 수 있게 하는 등의 방법이 속한다.

그러나 위의 방법들을 사용함에 있어서는 각별한 조심이 필요하다. 사람마다 취향이 다르기 때문에 자신을 위해서 선택하는 것도 다르다. 황금률이 요구하는 것은 타인을 자신처럼 대하는 것이다. 자신을 위해서 하는 행동이 사람마다 다르다면 황금률에 입각한 타인을 위한 행동 또한 다를 것이다. 위에서 제시한 개입의 주체는 제3자이며 그들은 당사자들의 취향을 정확히 알 수 없다. 때문에 황금률에 입각한 행동이 무엇일지도 정확히 알 수 없다. 정확하지 않은 정보에 기초한 개입은 실수를 불러올 가능성이 높다. 따라서 제3자, 즉 정부에 의한 개입은 황금률이 어겨지고 있다는 명백한 증거가 있는 경우에만 조심스럽게 이루어져야 한다. 당사자가 계속적인 거래관계에 놓여 있거나 또는 선택의 자유가 보장된 경쟁 시장에서라면 가능한 개입을 하지 않는 것이 좋다. 이 문제는 이미 여러 가지의 문헌¹²⁾에서 다루어져 왔기 때문에 더 이상의 논급은 생략하기로 한다.

이 책은 또 다른 문제에 더 큰 관심을 가지고 있다. 주로 후진국에서 나타날 수 있는 문제로서 제3자인 정부(법원을 포함)가 좋은 행동과 나쁜 행동을 가르치는 기준이 황금률에서 벗어나 이상주의에 빠질 수 있다는 문제이다. 즉 선진국에서 나타나는 행동패턴을 좋은 것으로 간주하여 이것에서 벗어나는 행동은 규제나 처벌의 대상으로 삼는 일이 나타날 수 있다는 것이다. 기업지배구조에 대해서 강요되는 글로벌 스탠더드라는 것도 이런 경우에 해당할 수 있다.

12) 정보 부족의 문제는 자유시장경제나 자유의 필요성을 주장하는 수많은 논문들에서 다루어져 왔다. 대표적인 것으로는 Hayek(1945)를 참조할 것.

V. 인간의 굴레와 경쟁의 한계

소비자의 선택권 보장과 경쟁, 그리고 지속적인 거래관계 같은 것들이 당사자들로 하여금 황금률에 기초한 행동을 하도록 유도한다는 것을 설명했다. 하지만 경쟁을 통한 황금률의 정착이 완벽할 수는 없다. 인간의 합리성에 한계가 있고, 또 한탕 크게 해서 도망가겠다는 사람이 있을 경우도 시장의 규율은 작동하지 않는다.

아무리 경쟁이 있다고 하더라도 인간의 배타적 본성을 완벽하게 개조할 수는 없다. 본성의 극복에는 많은 에너지의 투입이 필요하기 때문이다. 손님의 기분을 맞추어 줄수록 수입이 많아지는 술집아가씨들도 자신의 기분을 심하게 건드리는 손님에게는 대 들고 만다. 더 참으면 더 많은 돈을 벌 수 있음에도 그렇다. 본성 또는 습관의 극복에는 비용이 든다. 돈을 더 버는 것보다는 기분 상하는 정도가 더 크다면, 절제보다는 감정의 표출을 택한다.

비용보다 이익이 크다고 여겨질 때에 비로소 인간은 본성을 극복하는 데에 투자를 한다. 그래서 경쟁이 있음에도 불구하고 외부인들에 대해서 부정직하고 배타적인 태도는 여전히 남는다. 외부인에 대한 배타적 태도가 이런 원인에서 아직 극복되지 못한 채로 남아 있는 것이라면 그것을 벌하는 것은 비효율적이다. 최선을 다했음에도 불구하고 그렇게 된 것이기 때문이다.

이런 한계는 어느 사회이든 인간이면 누구나 가지는 한계이다. 하지만 각자가 처한 환경에 따라 정도의 차이는 있을 수 있다. 경쟁이 있는 곳이 그렇지 않은 곳보다, 또 공정한 제3자의 심판이 있고, 기회주의적 행동을 한 사람에 대한 정보가 잘 유통되는 사회가 그렇지 않은 사회보다 황금률이 더 잘 정착되어 있을 것이다. 그래서 한국 내에서는 가장 투명한 조직이더라도 미국의 것들에 비하면 평균에도 미치지 못하는 경우가 생길 수 있다.

하지만 외부인에 대한 차별이 의도적으로 이루어지는 경우도 있다. 지속적인 거래를 통해서 얻을 이익보다 앞으로 아예 시장을 떠나더라도 현재의 기회주의적 행동을 통해서 얻을 이익이 크다면 인간은 그렇게 하려고 할 것이다. 사기나 횡령 같은 행동은 이 범주에 속한다. 그렇게 되면 사람들 사이의 신뢰는 사라지고 협동은 불가능해진다. 의도적으로 이루어지는 행동이기 때문에 그것을 막음에 따라 나타나는 부작용도 그리 크지 않다. 큰 사기나 횡령 같은 사건이 의도적으로 이루어졌다는 것은 누구나 다 안다. 문제는 외부인의 눈으로 보기에 기회주의적으로 보이지만 본인은 별 죄책감 없이 저지른 일일 경우이다. 전자는 벌을 받아야 하지만 후자는 그렇지 않다. 그런데 둘을 가려내기가 쉽지 않다.

VI. 통상의 행동, 기회주의적 행동, 이중 잣대

후진국의 지배구조에 대한 논의에서 가장 중요하게 등장하는 것은 경영자가 회사 재산을 사적인 용도로 이용(이하 사용私用이라고 부르기로 한다)하는 경우가 많다는 문제의식이다. 선진국의 학자들¹³⁾은 후진국의 상장기업에서 이런 일이 빈발하고 있다고 보고 있으며, 후진국의 학자들¹⁴⁾ 스스로도 그런 견해에 동조하고 있다. 회사의 재산을 사용하는 것이 도덕적으로 좋지 않을 뿐 아니라 경제학적 기준으로 보더라도 비효율적임은 분명하다.

하지만 분명치 않은 것이 있다. 사용인지 아닌지를 가르는 기준이 분명치 않다는 것이다. 서양인들에게는 이상하게 보이지만 한국인들에게는 당연하게 여겨지는 것들이 많다. 예를 들어 지위가 높아지면 업무추진비라는 것이 나오고, 많은 경우 그것을 개인적 용도로 사용하는 것이 인정된다. 기밀비라는 것도 있고, 자동차도 나온다. 물론 그렇게 하는 것이 회사의 이윤극대화와 직접적 관계를 가지는 경우도 많겠지만 안 그런 경우도 많다. 왜 회사가 그런 것을 지위가 높아질수록 제공해야 할까? 몇 가지의 이유를 생각해 볼 수 있다.

첫째는 위로 올라갈수록 개인적 지출의 압력을 많이 받는다는 것이다.윗사람에게는 아랫사람에게 베풀어야 할 비공식적 책무가 있다. 밥을 먹어도 그렇고, 경조사가 있어도 그렇다. 하지만 그 돈이 순전히 개인적 용도이냐 하면 그것만도 아니다. 업무추진비나 기밀비 같은 것들이 나온 이유는 그렇다. 즉 윗사람이 되면 지출이 많은 것이다. 그런 비용을 개인비용으로 한다면 월급이 올라야 할 것이다. 하지만 내놓고 월급을 올리는 일 또한 쉬운 일이 아니다. 평등주의적 사고 때문이다. 그래서 그런 비용을 인정하고 그것의 용도에 대해서는 불문에 붙이는 것이 일반적인 관행이 되어 왔다. 문제는 그것이 잘못 사용될 가능성이 높다는 것이다.

하지만 그것조차 불가피한 것 아닐까? 만약 그것을 인정하지 않는다면 어떻게 될까? 윗사람이 되거나 진급을 하려는 인센티브가 그만큼 줄어들 가능성이 높다. 그 결과 무능력한 사람이 윗자리에 앉는 사례가 늘어날 것이다. 둘째는 권위이다. 윗사람은 특별하다는 시그널이 필요하다. 군대의 장교는 왜 사병과 다른 식당에서 밥을 먹는가? 그런 것이 없는 것이 좋지만 위계질서(pecking order)를 따지는 것은 인간의 본성이고, 그것을 극복하는 데에는 시간과 비용이 필요하다. 아예 그런 것을 인정하지 않는다면 어떻게 될까? 이런 문제는 월급 인상으로 해결되지 않는다. 그렇게 되면 아랫사람에게 베풀지 않으려고 할 텐데, 그런 사회에서 윗사람의 권위가 유지될 수 있을까?

13) 예를 들어 La Porta et. al(2000), Black(2000), Macey(1998), Zingales(1994) 등 참조.

14) 예를 들어 Zhuang et. al(2000) 참조.

한국인은 아직까지 개인적 충성을 중요한 행동원리로 하고 있다. 정책과 관계없이 지역에 따라 지지정당이 달라지는 것은 좋은 사례일 것이다. 뒷사람의 권위가 사라진 상황에서 조직은 유지될 수 있을까? 이런 것들은 하루아침에 없어지지 않는다.

지배주주가 회사 재산을 사용(私用)하는 행동도 비슷한 설명이 가능하다. 여러 가지의 이유들로 한국에서는 적대적 M&A 시장이 작동하지 않고 있고, 그런 상황에서 지배주주가 회사의 경영을 직접 챙기는 일은 당연한 귀결이다.¹⁵⁾ 그런데 주식시장에서의 다른 투자자들과는 달리 지배주주는 특별한 보상을 필요로 한다. 일반 투자자들은 주식의 분산투자를 통해서 위험을 분산하고 있다. 반면 지배주주라는 사람들은 한 기업에 집중투자하고 있는 사람이다. 그 만큼 투자에 따른 위험이 높기 때문에 특별한 보상이 있어야만 지배주주 체제는 유지될 수 있다. 지배주주가 부담하는 특별한 비용은 그것만이 아니다.

주식회사는 유한책임을 원칙으로 한다. 다시 말해서 회사에 자본을 투자한 주주들은 회사의 채무에 대해서 자기가 투자한 금액만큼만 책임을 지는 것이다. 그러나 우리나라에서는 지배주주이든 고용된 임원이든 주식회사를 경영함에 있어 중요한 결정을 내리는 경영자들은 회사의 대출에 대해서 개인재산으로 보증을 서는 것이 일반적 관행이 되어 있다. 대출자인 은행이 그것을 요구하고 있기 때문이다. 결과적으로 일반 주주들과는 달리 주식회사의 지배주주는 무한책임을 지고 있는 셈이다. 이것 또한 지배주주에 대한 특별한 보상이 요구되는 이유 가운데 하나이다.

보상의 방법으로 지배주주가 회사의 주식가치에 기여한 만큼을 급여로 주는 방법이 가장 간단할 것이다. 그 금액은 막대한 것이다. 그런데 한국의 상황에서 지배주주가 막대한 금액을 월급으로 가져가는 일은 용인되기 힘들 것이다. 사회 전체에 퍼져 있는 평등주의적 태도가 아마도 가장 큰 원인일 것이다. 지배주주는 일반 주주들과 비교해 볼 때 자신만이 부담하게 되는 특별한 비용에 대한 대가를 공식적으로 인정받기 어렵게 되어 있는 것이다. 이런 상황에서 진화된 행동패턴이 회사의 재산을 공식적이 아니라 비공식적으로 사적인 용도에 사용하는 관행이었을 거라고 추론해 볼 수 있다.

그러나 위의 논의는 조심스럽게 받아들일 필요가 있다. 회사의 재산을 지배주주가 사적인 용도로 사용한다는 것이 자신만이 특별히 부담하는 비용에 상응하는 만큼이면 회사 재산의 사용이 정당한 보상의 범주에 속하겠지만 그것을 넘어서면 다른 주주들의 재산을 횡령하는 셈이 되기 때문이다. 문제는 어느 정도의 금액이 적당한 선인지를 알기 어렵다는 것이다.

15) Easterbrook(1997).

아직까지 한국의 대부분 직장에서 통용되고 있는 연공서열제(年功序列制)도 그런 측면을 가지고 있다. 연공서열제 하에서는 오래 근무한 자가 높은 보수를 받는다. 아마도 이것은 글로벌 스탠더드, 또는 최소한 아메리칸 스탠더드와는 상반되는 제도이다. 오래 근무했다고 반드시 생산성이 높으리라는 보장이 없다. 오래 근무한 사람이라 하더라도 생산성이 낮을 수 있고 갓 들어온 사람도 높은 생산성을 낼 수 있다. 하지만 연공서열제 하에서는 오래 근무한 사람일수록 더 많은 보수를 받는다. 생산성과 보수가 직접 관련되어 있지 않기 때문에 각자의 생산성을 높이려는 인센티브가 작아지고 조직 전체의 생산성은 상대적으로 낮아질 것이다.

또 성과급제의 관점에서 보았을 때 생산성과 보수 간의 관련이 약하다는 것은 높은 생산성을 기록한 사람의 몫을 생산성 낮은 사람이 차지하는 것이기 때문에 부당한 것으로 비추어질 수도 있다. 이 설명이 옳다면 시장에서 경쟁하는 기업들 중에서 성과급제를 택한 기업은 연공서열제를 택한 기업에 비해 높은 생산성을 유지할 수 있을 것이고, 그 결과 더 싸고 좋은 제품을 만들어 시장을 석권하게 될 것이다. 따라서 시장에서 성공하고 있는 기업은 대부분 성과급제를 택하고 있어야 한다. 그런데 현실은 그렇지 못하다. 성과급제는 영업직과 같은 일부 직종에서만 채택되고 있을 뿐 대부분의 회사는 연공서열제를 택해 오고 있었다. 이유는 어디에 있을까?

아마도 이유는 한국인의 질투 성향에 있을 듯하다. 선배가 후배보다 낮은 보수를 받게 될 때 선배는 어떤 반응을 나타낼까? 당장 나타나는 반응은 질투와 창피함일 것이다. 바람직하기로는 그런 감정을 자신의 노력으로 승화시키는 것이다. 그렇게 된다면 그 사람의 생산성은 높아질 것이고 보수도 높아질 것이다. 그러면 성과급제는 생산성의 향상으로 나타날 수 있다. 하지만 질투나 창피함 같은 감정이 아랫사람의 생산성 향상을 방해하는 행동으로 나타날 가능성이 높고, 연봉제로 이행한 회사들이 실제로 겪고 있는 문제이기도 하다. 인사권자에게 후배에 대한 잘못된 정보를 보고한다든가, 뒤에서 다른 일들에 관해 불평을 해서 직장의 화합분위기를 깨는 등의 행동 등이다.¹⁶⁾

이런 현상이 심하게 나타난다면 직원들 사이의 화합이 깨져 의사소통이 잘 이루어지지 않을 것이고 궁극적으로는 생산성 자체가 낮아질 수 있을 것이다. 이런 관점에서 본다면 한국 기업의 연공서열제 관행은 효율적인 것이며, 성과급제를 글로벌 스탠더드라고 할 경우 글로벌 스탠더드의 강요는 비효율적 결과를 가져올 가능성이 높다. 특히 그것이 경쟁시장에서 활동하는 기업들이 택한 것이라면 더욱 그러하다. 또 다른 어려움은 실패의 책임을 가려내는 작업에서도 발견된다. 어떤 실패가 인간의 한계 때문이고 어떤 것이 기회주의적 행동으로 인한 것인가? 미래가 불확실한 상황에서 경영 판단을 해야 할 경우 일반적으로 기대 이윤 극대화를 하게 하는 것이 가장 좋은 것으

16) 연봉제의 부작용에 대해서는 동의대의 박섭(1996) 교수가 설득력 있게 설명했다.

로 알려져 있다.¹⁷⁾

그런데 기대 이윤 극대화를 한다는 것은 실패의 가능성을 안고 결정을 한다는 것이다. 그래서 사후적으로는 늘 실패가 나타날 수 있다. 이런 상황에서 사후적으로 나타난 실패의 원인을 무엇으로 보아야 하는가? 경영자가 정보의 수집에 게을렀던 것일까? 그 게으름은 우리 사회의 통상적인 인간들이 보이는 정도의 수준이었을까? 아니면 기대 이윤 극대화를 택한 결과 불가피하게 나타난 실패인가? 어쩌면 이것은 본인이 아니면 판단할 수 없는 문제일 수 있다.

이런 이유들로 인해 회사에서의 지출이라 할지라도 공적인 지출과 사적인 지출을 구분하기가 쉽지 않다. 개인이 회사의 재산을 사용할 힘을 가지고 있을 때 어디까지를 사용으로 보고 어디까지를 공적인 용도로 보아야 하는가? 미리 계약을 맺어 공과 사의 구분이 어디인지를 분명히 하면 좋겠지만, 그런 것들을 일일이 계약서에 명문화할 능력은 누구에게도 없다. 무엇이 좋은지를 사전에 알 수 없으려니와 설령 안다고 하더라도 문자로 기록해 내기가 쉽지 않다.¹⁸⁾

이럴 때에 가장 좋은 방법은 사회통념상의 행동을 인정하는 것이다. 여기서 통념상의 행동이란 일반적으로 하는 행동 모두를 말하는 것이 아니라 경쟁이 치열한 분야에서 일반적으로 하는 행동이거나 또는 계속적으로 주고 받는 관계를 가지고 있는 사람들 사이에서 나타나는 일반적 행동을 말한다. 앞에서 설명한 효율적 자생적 질서 또는 황금률이 체화된 행동 패턴과 같은 의미이다.

예를 들어 소비자들의 마음을 사기 위해 경쟁하는 기업들이 소비자들과의 관계에서 일반적으로 취하는 행동, 그리고 직원들 사이에서, 또 가족구성원들 사이에서 통용되는 행동 같은 것을 말한다. 그런 범주에 속하는 행동이라면 황금률을 체화하고 있을 가능성도, 그리고 효율적인 내생적 행동 패턴일 가능성도 높다. 불행히도 이런 행동들 중 많은 것들이 글로벌 스탠더드나 아메리칸 스탠더드와 같등을 빚는다.

이런 여러 가지의 사실들에도 불구하고 우리는 남들의 행동에 대해서 이중의 잣대를 들이대는 경우를 많이 본다. 자신의 행동은 관습으로 정당화하고 남들의 행동은 선진

17) 위험기피적인 인간에게 있어 단순한 기대 이윤 극대화는 올바른 전략이 아니다. 그러나 증권시장에서는 다르다. 위험의 회피는 주주들의 몫으로 하고 경영자는 기대 이윤 극대화를 하는 것이 더 이익이다. Easterbrook and Fischel(1995). 그러나 파산의 비용이 높을 경우는 결론이 달라질 수도 있다. 이에 대해서는 Macey and Miller(1992) 참조.

18) 행동에 관한 지식은 대개 암묵적 지식(tacit knowledge)의 형태를 띤다. 행동을 할 줄은 알지만 스스로 그런 행동을 한다는 사실을 인식하지 못하는 경우도 많고 또 인식하더라도 설명하거나 묘사하기는 어려운 경우를 말한다. 암묵적 지식에 대해서는 Polanyi(1959), Hayek(1962) 참조.

국 국민의 행동, 즉 글로벌 스탠더드에 비교하는 것이다. 그런데 자신의 행동에 대한 판단은 남들이 하게 될 테니 누구나 범법자가 된다. 이것은 매우 해로운 결과를 가져온다. 통상적으로 행동을 하면 누구나 다 범법자가 되어 버리는 것이다. 털어 먼지 안 나는 사람 있을까 라는 말의 뜻은 그런 상황을 빗댄 것이라는 생각이 든다.

결국 어떤 행동의 잘잘못 여부가 그것이 통상의 행동의 범주에 속하는 지의 여부가 아니라 다른 이상적인 잣대(주로 글로벌 스탠더드이다)를 기준으로 하는 한 검찰이나 경찰은 마음만 먹으면 누구든 감옥에 잡아넣을 수 있는 힘을 가지게 되는 것이다. 검찰이나 경찰에 영향력을 행사할 수 있는 사람들은 이 같은 힘을 얼마든지 악용할 수 있을 것이다. 모든 사람을 다 잡아 가둘 수 있는 힘은 자신들이 제거하고 싶은 사람들만 선택적으로 잡아 가둘 수 있는 힘을 뜻하기도 한다. 한국에서 힘 좀 쓴다는 사람, 잘 나가는 기업들이 언론이나 경찰, 검찰을 그토록 무서워하는 이유는 이 같은 이중 잣대의 적용에 있지 않을까?

VII. 불안정한 한국의 시장

모든 기업은 여러 가지의 시장들 가운데에서 활동한다. 상품시장 뿐만이 아니라 원료 시장이 있고 자신의 인력을 조달하는 노동력시장이 있다. 경영권이 거래되는 경영권 시장, 자금시장도 있다. 이런 시장들이 경쟁적이라면 제3자가 기업의 지배구조에 대해서 관여할 이유가 없다. 그런데 우리나라에서는 이런 시장 들 중에서 제대로 작동 하지 않는 것들이 많다.

상품시장에서의 경쟁은 이제 상당히 치열한 상태에 있다. 아직도 수입에 대한 관세 비관세장벽들이 있기는 하지만 외국 제품들과의 경쟁은 상당히 치열한 편이다. 원료 시장도 상당히 경쟁적이다. 원료란 그것을 공급하는 기업에게는 상품이기에 때문에 상품시장이 경쟁적이라는 것은 원료시장도 경쟁적임을 뜻한다.

자금시장은 경쟁적인 측면과 그렇지 않은 측면을 동시에 가지고 있다. 경쟁적인 곳은 증권시장이다. 증권시장에서 기업들은 투자자들의 돈을 끌어들이기 위해 매우 경쟁적으로 행동한다. 재벌 기업의 부채비율을 200% 이내로 제한한 후 증권시장에서의 자금수요자들 간의 경쟁은 더욱 치열해졌다고 보아야 할 것이다. 대출시장에서도 비제도권의 대출자(사채업자) 그리고 자금 수요자들 간에는 상당한 경쟁이 존재한다. 경쟁적이지 않은 곳은 제도권에 들어 있는 금융기관들과 관련된 부문이다.

은행 등 금융기관의 설립은 자유롭지 못하다. 또 일단 제도권으로 들어간 금융기관은 운영도 자유롭지 못하다. 새로운 금융상품을 도입하려면 당국의 승인을 받아야 한다.

특히 문제가 되는 것은 돈 빌려간 기업이 만기 시에 자금을 상환하지 못할 경우이다. 정부의 개입이 없다면 부도 당시의 회사의 재산은 채권자의 수중으로 넘어가게 되지만, 우리나라 대기업 부도의 경우 상황은 그렇지 못하다. 예전부터 대마불사(大馬不死)의 신화가 있어 왔다. 다시 말해서 부도가 난 기업이 사회적 파장이 클 것 같은 대기업일 경우 정부의 개입을 통해서 부도를 막아 왔다. 그 수단은 만기된 채권의 연장이거나 원금 및 이자의 탕감 같은 것들이다. 법정관리는 퇴출되는 상장기업의 종착역이라고 할 수 있다. 그런데 달라지는 것은 지배주주가 경영권을 잃는다는 것 뿐, 당해 기업은 경영자를 바꾸어 그 노동력 그대로, 그래서 비효율적인 상태로 존속한다. 이윤을 내지 못한다면 청산을 하거나 또는 이윤을 낼 수 있는 경영자에게로 경영권이 넘어가도록 하는 것, 그것이 진정한 의미의 퇴출일 것이다.

그런 관점에서 본다면 우리나라 상장기업의 퇴출제도는 절름발이라고 밖에 말할 수 없다. 채권자의 희생을 바탕으로 해서 채무자를 살려온 것이다. 그 대신 은행에 대해서도 정부가 부실채권을 어떤 식으로든 해결해 주어 왔다. 과거 정권 하에서의 한은 특융(韓銀特融)이라는 것이 그랬고, 이번 정권에서 본격화되기 시작한 공적자금(公的資金)의 투입이라는 것도 그렇다. 은행을 비롯한 제도권 금융기관의 도산을 정부가 막아주어 온 것이다. 이런 상태에서 이루어지는 은행 간의 경쟁은 매우 제한적일 수밖에 없다.

노동시장도 경쟁적이지 못하기는 마찬가지이다. 고위직의 경우 옮겨가는 직장의 배타적 분위기 때문에 적응하기가 쉽지 않다. 그래서 경영자 시장이 형성되기 어렵다. 하위직의 경우 고위직에 비해서 옮겨간 직장으로부터의 배척은 비교적 작지만, 다른 문제가 개재되어 있다. 노조의 저항 때문에 해고가 쉽지 않다는 것이다. 따라서 직장 외부로부터의 새로운 인력이 직장 내부의 기득권을 가진 사람을 대체하기 쉽지 않다. 노동시장의 경쟁성을 떨어뜨리는 요인들이다.

경영권시장은 그것의 중요함에 비추어 가장 불완전한 시장 가운데 하나이다. 경영권 시장의 경쟁성은 무능한 경영자가 적대적 M&A에 의해서 교체될 수 있는 가능성에 의해서 판단될 수 있을 것이다. 그러나 한국에서는 적대적 M&A가 매우 드문 현상이다. 많은 사람들이 한국에서 적대적 M&A가 이루어지지 않는 이유가 정부의 경영권 보호에 있다고 말해왔다. 증권거래법 제200조(주식의 대량소유의 제한 등)¹⁹⁾라는 것

19) 1997년 4월 1일 개정 이전 창업자의 경영권 보호를 위한 증권거래법 제200조의 제한 내용은 다음과 같았다. (1) 상장 당시 10% 이상 지분율을 가진 주주는 추후에 상장 당시 자기지분율까지 그 상장 주식을 취득할 수 있다. (2) 그 외 사람은 공개매수, 상장 당시 10% 이상 지분율을 가진 주주로부터 직접 취득 등의 방법 이외로는 10% 이상 취득이 제한되었다. 이에 대해서는 원봉희(1990: pp201-202) 참조. 이 규정을 보면 공개매수에 의하는 한 적대적 인수합병이 불가능한 것은 아니었다. 실제로 미국 Nike의 (주)삼나스포르츠

이 있어 주식시장에서의 적대적 M&A를 통한 경영권 이전을 명시적으로 막아왔기 때문이다. 그런데 1997년 4월 이 규제가 폐지되었음에도 불구하고 여전히 적대적 M&A는 잘 작동하지 않고 있다.

새로이 드러나고 있는 이유는 기업의 불투명성²⁰⁾과 근로자의 승계 문제이다. 불투명성이 주로 문제되는 것은 인수대상 기업의 자산이나 부채가 얼마나 되는지를 인수자가 사전에 확실히 알 수 없다는 것이다. 따라서 인수의 위험이 크므로 M&A의 매력이 그만큼 줄어든다. 왜 한국에서 불투명한 기업이 살아남았는가에 대해서는 뒤에서 설명하겠지만, 이유가 무엇이었던 불투명성은 기업뿐 아니라 한국인들의 생활 전반에 있어서 지배적인 생활양식이며 당분간은 불가피하게 받아들여야 할지 모른다.

근로자의 문제도 그렇다. 적대적 인수합병이 성공하기 위해서는 인수 후의 인력 조정이 쉽게 이루어질 수 있어야 한다. 과거의 경영방식을 바꾸기 위해서는 인력의 조정이 필수적이기 때문이다. 그런데 한국의 노동관련법은 인수자에 의한 인력 조정을 어렵게 만들어 놓고 있다.²¹⁾ 즉 경영상의 긴박한 사유가 있다고 객관적으로 판단되지 않으면 해고를 할 수 없게 되어 있는 것이다. 새로운 인수자가 해고를 하려 할 경우 긴박하다고 여겨지지 않을 가능성이 높을 것이다. 그러한 상태에서는 적대적 인수를 통한 이익의 폭이 작기 때문에 인수의 인센티브 역시 작아지기 마련이다.

노동조합의 저항문제도 그렇다. 노동조합은 적대적 M&A 뿐만 아니라 우호적인 M&A에 대해서도 저항하는 성향을 보여왔다. 대우자동차나 기아자동차의 해외 매각에 대한 당해 회사노조의 대응은 좋은 사례일 것이다. M&A의 적대성 유무는 기존 경영자에 대한 적대성 여부가 아니라 근로자에 대한 적대성 여부에 달려 있는 셈이다. 예를 들어 법정관리 기업 중에는 정상적 기업이 인수함으로써 경영성과를 높일 수 있는 기업이 상당수 있다고 한다.

그럼에도 불구하고 대다수의 기업이 인수되지 못하고 법정관리의 상태로 장기간 머물러 경영성과가 낮은 상태로 머물러 있다. 그 주된 원인은 근로자에게 있다. 법정관리에 들어가면 지배주주는 주식이 소각되어 대개 경영권을 잃기 때문에 지배주주의 저항은 별로 문제가 되지 않는다.

인수(1994년), 한솔제지(주)의 동해종합금융 인수(1994년)는 상기의 규제 하에서도 이루어진 적대적 M&A의 사례였다. 그러나 규정의 애매함이 적대적 M&A를 어렵게 했다. 이에 대해서는 제해진 (1997: pp17-21 및 pp161-163) 참조.

20) 이것에 대해서는 김영규/손상현(1999) 참조.

21) 우리 법원은 당연 승계의 입장을 견지하고 있다. 경영권 이전시 고용 승계의 문제에 대해서는 이종훈(2000)을 참조할 것.

노동시장의 유연성이 높아진다면 노조로 인해 발생하는 적대적 M&A의 문제도 상당 부분 해결될 수 있을지 모른다. 그러나 노동조합 문제가 단시간 내에 해결될 것이라고 기대할 수 있는 사람은 누구도 없을 것이다. 이런 이유들로 인해 적대적 M&A에 대한 직접적 제한이 제거되었음에도 불구하고 우리나라의 경영권시장은 상당히 불안정한 상태로 남아있다.

기업의 적응은 주어진 제도 하에서 이루어진다. 제도의 변화까지를 고려한다면 기존의 제도에 적응한 기업 내부인의 행태는 비효율적일 수 있다. 하지만 그것을 기업의 책임으로 볼 수는 없다. 제도의 정비는 어디까지나 정부의 책임이다. 지배주주들의 행태에도 그런 측면이 있다. 아직도 한국에는 적대적 M&A 시장이 제대로 작동하지 않고 있으며 부실기업의 퇴출도 원활히 이루어지지 않고 있다.

이런 상황에서 형성된 관행은 적대적 M&A와 퇴출이 원활한 상황에서 형성되었을 관행에 비해 비효율적일 것이다. 그러나 그것에 대한 해법은 기업의 적응방식에 대한 규제나 소위 글로벌 스탠더드의 강요가 아니라 작동하지 않는 시장을 작동하게 하는 일이다. 위에서 제시한 시장의 불완전함들 중 대다수는 정부의 개입을 통해서 만들어진 것이기 때문이다.

Ⅷ. 상장회사의 위치와 규제의 우선순위

최근의 한국에 있어서 글로벌 스탠더드의 채택 요구는 주식시장에서 주식이 거래되는 상장회사에 집중되어 있다. 우리나라의 상장회사를 둘러싸고 있는 시장들이 불완전하기 때문에 상장회사의 의사결정구조인 지배구조도 완벽하게 합리적이거나 또는 효율적이라고 말할 수는 없을 것이다. 하지만 이들에 대한 글로벌 스탠더드의 강요는 한국 사회 전반의 문제라는 관점에서 바라볼 필요가 있다.

활동무대가 되는 시장이 경쟁적일수록 그 속에서 생존하고 있는 기업의 구조나 행동은 효율적일 가능성이 높다. 상장기업은 가장 치열한 경쟁에 노출되어 있는 조직 가운데 하나이다. 대기업인 상장기업은 다른 기업들과 치열하게 경쟁하고 있으며 또 대개 외국기업 상품과의 경쟁에 노출되어 있다. 그래서 상장회사는 이 사회에서 가장 나은 조직일 가능성이 높다. 종교집단, 교육기관, 관공서, 의회, 자영업자들, 비상장회사들, 공기업 등 어떤 조직들과 비교해보더라도 투명성이나 외부인에 대한 동등한 대우 면에서 상장회사는 가장 좋은 편에 속한다. 비록 완전하지는 않지만 소비자들과 투자자들의 마음을 사기 위한 경쟁이 그들을 그렇게 만든 것이다.

하지만 지배구조 논의의 화살은 모두 상장회사로 집중되고 있다. 그래도 이사회에서

는 가장 나은 조직을 선진국의 그것에 비해 못하거나 또는 완벽하지 못하다고 해서 별책을 가해야 하는가? 외부투자자를 보호한다는 것은 비용이 드는 일이다. 그 비용 중에는 외부투자자의 기회주의적 행동 때문에 생기는 것도 있을 것이고, 기업 내부의 운영방식을 바꾸어야 함에 따른 비용도 있을 수 있고, 또 지배주주 자신의 마음을 추스려야 하기 때문에 발생할 수도 있다. 그렇게 하는 것의 이득이 비용보다 높을 때에 기업가들은 스스로 그렇게 하려고 할 것이다.

이들에 대한 글로벌 스탠더드의 강요는 기업의 상장 인센티브를 줄일 수 있다. 이것은 투자자 자신들에게 손해이다. 한 회사의 상장은 주식시장에 나와 있는 주식 전체의 유동성(Liquidity)을 높인다. 그 결과 당해 회사뿐 아니라 모든 기업과 주식투자자들에게 이익을 준다. 상장회사에 대한 규제는 그것이 기업의 상장을 더 많이 하도록 유도하는 방향에서 이루어질 때에 비로소 정당화될 수 있다. 현재 우리나라의 상장기업들에게 가해지는 글로벌 스탠더드의 강요가 더 많은 기업들로 하여금 상장하도록 유도하는 역할을 하고 있는 것일까? 여기에 대해서 자신 있는 답변을 하기는 어려울 것이다.

연례행사처럼 이루어지는 음식점에 대한 위생검사에서 이런 사례를 목격한다. 대장균 검사의 대상은 호텔음식점을 비롯한 대형음식점들이다. 누구나 생각해 보더라도 이런 음식점들은 우리나라에서 가장 깨끗한 곳이다. 하지만 완벽할 리는 없다. 깨끗이 한다고 해도 여전히 대장균은 나올 것이다. 그들의 음식에서 그런 대장균이 나온다면 다른 음식점들은 말할 필요도 없다. 이럴 때 벌을 주어야 한다면 누구에게 주어야 하는가? 분명 가장 더러운 곳이 대상이어야 한다. 그것이 정치적으로 어렵다면 최소한 가장 깨끗한 곳을 완벽하지 않다고 벌해서는 안 된다. 그렇게 되면 대형음식점이 되려는 인센티브가 그만큼 줄 것이고, 그것은 식당의 평균적 청결도가 상대적으로 낮아지도록 유도하는 것이나 다름이 없다. 그럼에도 불구하고 대형음식점만을 대상으로 검사를 계속하는 것은 규제자들의 사적비용이 제일 낮은 대상이기 때문일 것이다.

글로벌 스탠더드의 강요는 일종의 규제이다. 기업에 대한 규제는 가장 투명하지 못한 곳, 가장 비효율적인 곳, 황금률이 가장 지켜지지 않는 곳부터 이루어져야 할 것이다. 상장기업보다는 비상장기업이, 그리고 경쟁에 노출되어 있는 상장기업보다는 독점권을 인정받고 있는 공기업이 더 규제의 대상이 되어야 한다. 반복하지만 기업의 상장은 장려될 일이며 상장을 하는 것이 비상장인 채로 남아 있는 것보다 유리할 때에 기업들은 상장의 인센티브를 가지게 된다. 글로벌 스탠더드의 강요가 비상장기업들에게 상장의 인센티브를 더 강하게 만들지는 다시 한 번 생각해 볼 필요가 있다.

외국투자자들의 요구 자체를 나쁜 것으로 보는 것은 아니다. 자본시장의 개방과 더불어 외국 자본이 한국 주식시장에서 거래되는 자금의 큰 부분을 차지하게 되었다. 많

은 상장회사들에 있어 외국자본이 소유한 지분율도 상당히 중요한 위치에 이르게 되었다. 이들은 대주주로서 자신들이 원하는 바를 기존의 지배주주를 포함한 경영진에게 요구할 권리가 있다.

그들이 주주로서 요구하는 것이 글로벌 스탠더드이든 아메리칸 스탠더드이든 그것은 그들의 당연한 권리이다. 효율성의 측면에서 보더라도 투자자가 자신의 기준을 경영자에게 요구하는 것은 얼마든지 정당화될 수 있다. 행동이란 수많은 비공식적 행동준칙들의 지배를 받으며²²⁾ 한 사회에 속해 사는 사람은 타인들의 일거수일투족으로부터 그 사람이 따르고 있는 행동 준칙을 유추해낸다. 즉 각자의 행동은 타인들에게 자신의 행동 원칙에 대한 신호이기도 한 셈이다. 투자자는 경영자나 기타 그 회사가 내보내는 신호들을 해석해서 투자여부를 결정하게 된다. 그리고 그런 신호들 중에 많은 수는 비공식적인 형태를 취하게 된다.

그런데 다른 사회에 속한 사람은 행위자가 통상적으로 내보내는 신호의 의미를 이해하지 못할 가능성이 높다. 그렇다는 사실은 투자를 받아들이는 측에서도 알 것이기 때문에 상대방이 이해하지 못하는 신호를 이용해서 속이는 것도 가능해진다. 이런 가능성을 염두에 두고 있는 투자자라면 투자의 조건으로 경영자 또는 기업의 내부인에게 자신이 이해할 수 있는 신호를 내보내거나 이해할 수 있는 행동을 하라고 요구할 수 있다. 그런 과정을 거쳐서 개별 기업들이 글로벌 스탠더드를 채택한다면 그것은 필자가 주장하는 자생적 지배구조와 하등의 마찰도 빚지 않는다. 그것이 새로운 자생적 지배구조이기 때문이다. 문제는 법으로 강요하는 것이다. 기업들 중에는 글로벌 스탠더드의 채택이 생산성 향상에 도움이 되는 곳도 있고 그렇지 않은 곳들도 있을 것이다. 후자의 기업들에 대한 글로벌 스탠더드의 강요는 생산성의 하락으로 이어질 수 있다.

IX. 글로벌 스탠더드와 자생적 행동 패턴 사이의 갈등

사외 이사 제도

사외이사를 예로 들어보자. 사외이사제는 외부투자자의 보호수단이 될 수 있다. 이사회가 내부투자자만으로 운영될 경우 지배주주가 회사의 재산을 잠탈하더라도 막아낼 방법이 없다. 사외이사들이 그것을 막아낼 가능성이 있다. 회사의 중요한 거래들이 이 사회의 결의를 거쳐야 하고 그것을 사외이사가 검토한다면 지배주주의 사익을 챙기기 위한 거래나 투자의 상당부분을 막아낼 수 있을지 모른다.

22) 비공식적 행동의 중요성 및 의미에 대해서는 Schlicht(1998) 참조.

하지만 그렇게 좋은 점만 있는 것이 아니다. 사외이사도 사람이다. 회사의 이익과 자신의 이익을 일치시키는 장치가 없는 한 회사의 이익보다는 자신의 이익을 우선하려 할 것이다. 찬성하면 책임을 질 가능성이 있는 상황에서는 일단 반대를 하고 볼 가능성도 배제할 수 없다. 이사회를 열기 위해 시급을 요하는 결정이 지연될 수 있고 사외이사를 통해서 회사의 영업비밀이 유출될 수 있다. 또 다른 문제는 한국인의 행태로부터 비롯될 수도 있다. 토론이 얼마나 어려운지 우리는 이미 알고 있다.

우리는 집단 외부의 사람에게 폐쇄적이고 외부인은 내부인과의 대화에서 경직된다. 국회가 계속 파행을 보이고 있는 것은 토론에 익숙하지 않은, 그리고 규칙을 받아들이는 데에 익숙하지 않은 우리 사회의 전반적 태도를 잘 보여주고 있다. 그래서 토론은 합의나 타협보다는 대립과 거부로 결론 나기 십상이다.

태도를 바꾸는 데에는 시간이 많이 걸린다. 삼성 코닝의 CEO 박영구 회장 인터뷰 기사(매경 2000. 9. 28일자 11면)는 인상적이다. 그는 소위 지식경영이라는 것을 하기 위해 직장 내의 문화개조에 힘을 기울였다. 장애는 부서 할거주의, 하위자와 상사간, 그리고 조직 구성원과 경영층간 대화단절, 관료적 조직 분위기 같은 것들이었다. 그 자리에 속도, 고객가치, 지식상품, 사업재구축, 현금흐름-고배당 같은 미국식 가치를 이식하려고 했다. 하지만 쉬운 일이 아니었다. 최소한 3년은 걸리지 않겠느냐고 그는 말한다. 그의 이런 노력은 성공할 수도 있고 실패할 수도 있을 것이다. 회사에 따라 사정이 다를 것이고, 실패의 가능성이 높다면 오히려 시도하지 않음만 못할 수 있다. 많이 달라지고는 있지만 여전히 우리는 토론에 익숙하지 못하다. 그것보다는 아랫사람의 건의와 윗사람의 지시, 그리고 안 보는 데에서의 불평을 더 편하게 생각한다. 이런 상태에서 토론을 강제한다는 것은 많은 비용을 초래하는 일일 수 있다.

기업들이 자신의 이익에 부합되는 사람만을 사외이사에 앉힌다 하여 문제된 적이 있다. 이것을 나쁜 것으로만 볼 것인가? 사외이사의 선임에 관한 권한이 지배주주에 있는 한 자신에게 유리한 방향으로 사외이사를 택하려 할 것이다. 그것은 지배주주의 이익을 위해서일 수도 있지만 회사 전체의 이익을 위해서일 수도 있다. 예를 들어 전 직관료를 사외이사로 앉히는 것을 비난한다. 다 그런 것은 아니겠지만 정책결정자들과의 관계를 부드럽게 하기 위함일 것이다. 이것이 회사의 이익을 위해, 투자자의 이익을 위해 나쁜 일인가? 오히려 그 반대일 가능성이 높다.

진정으로 독립된 사외이사가 선임된다면 오히려 회사의 이익은 더 침해될 수 있다. 로비를 하는 것이 회사의 이익에 도움이 될 때, 사외이사가 그것을 안다면 가만히 있을까? 만약 독립성을 기업의 이윤극대화가 아닌 것으로 여긴다면 독립은 투자자에게 손해이다. 기업의 사회적 책임을 강조한다든가, 돈 잘 버는 기업보다는 보기 좋은 기업을 만들기 위해 노력한다든가 하는 등의 현상일 것이다. 그렇게 된다면 사외이사제

의 강행규정화가 기업의 상장을 억제할 것이다. 상장기업이 비상장기업에 비해 투명하다는 것은 긴 설명이 필요 없을 것이다. 따라서 상장이 억제된다면 (상장기업과 비상장기업 모두를 포함한) 기업의 평균적 투명성은 떨어지고 기회주의적 행동의 여지는 더욱 커질 가능성이 있다.

투명성

투명성은 지배구조개선안의 중심을 이룬다. 사외이사제나 집중투표제가 같은 것도 결국은 투명성을 확보하기 위한 수단이다. 기업의 경영이 투명해지면 외부의 투자자들이 경영진을 쉽게 감시할 수 있다는 이점이 있다. 따라서 다른 조건이 동일하다면 투명한 기업은 주가가 높아져 자본비용이 낮아질 것이고, 원가도 낮아질 것이다. 그 결과 상품시장에서의 경쟁에서 유리한 위치를 점하게 될 것이다. 결과적으로 시장에서 지배적인 위치를 점하는 기업들은 투명경영을 하고 있을 것이다.

그러나 현실은 그렇지 못하다. 오히려 투명하지 못한 기업들이 시장에서 지배적인 지위를 점해왔던 것이다. 어떤 힘이 작용해서 이런 현상이 생겼을까? 최소한 미국에 비한다면 한국인들은 전반적으로 투명하지 못하다. 다른 나라의 연구소들은 대개 예산 규모를 밝히는데 우리나라의 연구소들은 그러지 않는 이유가 무엇인가? 왜 우리는 남에게 자신의 봉급이 알려지는 것을 그리도 싫어하는가? 무언가 알려짐에 따른 불이익이 있기 때문일 것이다. 첫 번째의 가능성은 집적거리는 사람이 많아진다는 것이고, 두 번째의 가능성은 세금, 마지막으로 로비자금의 필요성 때문이라고 생각된다.

투명할수록 세금을 많이 낸다면 당연히 불투명하려는 인센티브가 있을 것이다. 투명한 사람(기업)과 불투명한 사람(기업)간에 세 부담의 격차가 존재하는 한 불투명은 매력적인 대안이 된다. 불투명 경영을 촉진하는 더욱 중요한 원인은 로비자금일 것이다. 그것은 특혜를 받아내기 위해서이기도 하지만, 또 불이익을 받지 않기 위해서이기도 할 것이다. 노벨경제학상 수상자인 더글러스 노스(Douglas North)는 재미있는 말을 했다. 재산권이 불안정한 사회에서 대규모의 장기투자를 하려면 뇌물 같은 것을 통해서 정부의 보호 아래에 들어갈 수밖에 없다는 것이다.²³⁾

재산권을 보장해 주어야 할 정부가 함부로 재산권을 침해하는 상황에서, 재산권을 보장 받으려면 정치인과 관료들을 공범으로 만들어야만 하는 것이다. 그런데 받는 사람도 주는 사람도 뇌물은 밝힐 수 없는 것이다. 그래서 정부의 권한이 강하고 그 권한이 재량적으로 사용되는 한 투명경영은 불리한 전략이 되어 버린다.

내부거래에 대한 사회적 적대감이 높은 상황에서 투명성의 요구는 우리나라의 일반적

23) North(1990: p67).

기업구조인 재벌의 존립 자체를 부정하는 것일 수 있다. 재벌이란 내부거래를 기반으로 해서 존립하는 것이기 때문이다. 경제의 성장이란 생산성 향상이며, 그것을 위해서는 분업의 심화와 장기 투자가 필요하다. 이것은 재산권의 보장이 전제임을 뜻한다. 어느 나라든 이 문제를 해결하지 않고는 경제성장을 이룰 수 없으며 장기간 동안 성장을 지속했다는 것은 이 문제를 어떤 식으로든 해결했다는 말이 된다. 한국도 예외는 아닐 것이다. 어떤 식으로든 투자에 대한 안전보장과 분업의 방식과 결과물에 대한 계약의 보호가 이루어지지 않았다면 세계가 경탄해 마지않던 성장은 불가능했을 것이다. 어떤 식으로였을까? 수많은 식이 있었을 것이다.

하지만 그 중에서도 가장 눈에 띄는 부분이 바로 기업집단의 형성이다. 약속을 지키는 것은 힘든 일이다. 약속은 대개 왜 안 지켰느냐고 따질 수 있는 사람이 있을 때, 또는 약속을 지키지 않음에 대한 벌칙이 가해질 때에 지켜진다고 보아야 한다. 서양에서는 그 역할을 법원과 신용정보 시스템이 맡아 왔다. 그러나 한국을 비롯한 후진국은 그런 시스템이 제대로 작동하지 않아 왔다. 그 대신 윗사람이 그 역할을 맡아 왔다. 약속을 지키지 않는 사람에 대해서 윗사람이 권위로서 혼을 내주는 것이다. 이것은 한국만의 독특한 현상이 아니다. 어느 사회건 그런 역할이 원로들의 역할이었음을 인류학의 문헌들은 보여주고 있다. 또 벌이 가해질 때인데, 벌은 인위적으로 줄 수도 있지만 약속을 어기는 사람과 관계를 단절함에 의해서도 주어질 수도 있다. 그런 벌이 있으면 약속은 잘 지켜진다.

재벌이란 그런 속성을 갖고 있다. 하나의 재벌에 속한 사람들끼리는 서로 한 약속을 어기고 달아나기가 쉽지 않다. 재벌은 그런 관계로 연결된 사람들의 숫자를 극대화해서 대규모의 분업과 협동을 가능하게 만든 조직이라고 해석할 수 있다. 그래서 기본적으로 재벌 내부의 거래는 시장거래와 다르다. 친구 사이의 관계가 서로 알음알음으로 주고받는 관계이듯이 재벌 내부의 거래관계도 그럴 수밖에 없다.²⁴⁾

보엣케(Boettke)²⁵⁾는 문화에 의해서 형성되는 일반인들의 태도가 경제의 논리와 일치할 때에 경제가 성장할 수 있다고 했다. 외부인들에 대해서 적대적이고 폐쇄적인 태도, 윗사람으로 올라갈수록 권위적이 되고 아랫사람은 윗사람으로부터 무언가 개인적인 배려를 기대하는 태도, 우리의 이런 태도들은 외관상 분명 경제논리와는 거리가 멀다. 그럼에도 불구하고 우리는 경이적인 성장을 이루었다. 그가 간과하고 있는 것은 기업가의 역할이다. 기업가들은 그 자체만으로는 불합리한 사람들의 태도까지 이용해

24) Khanna and Palepu(1997)는 시장이 제대로 발달되어 있지 않을 경우 다각화된 기업이 경쟁력을 가지게 된다고 말하고 있는데 이것도 결국은 필자의 설명과 같은 맥락에 서 있다.

25) Boettke, Why Culture Matters: Economics, Politics and the Imprint of History, <http://www.gmu.edu/departments/economics/pboettke/culture.htm>.

서 성장을 이루어낸다. 그것이 재벌구조이다.

기업집단의 형성에 기여한 또 다른 요인은 신용의 부재이다. 후진사회에서 신용을 가진 사람은 희소한 자원이다. 사업의 성공여부가 불확실한 상황에서 사업만을 보고 돈을 빌려 줄 수는 없다. 이미 사업을 해서 성공한 사람은 그런 신용을 가지고 있는 셈이다. 그래서 그들만이 새로운 사업에 진출할 수 있는 거 아닐까? 그런데 기존의 성공한 기업의 신용으로 돈을 조달해서 신규기업에 출자하면 내부거래가 된다. 재벌이 필연적으로 내부거래 위에 서게 되는 또 다른 이유이다.

관료들과 지식인들이 내부거래에 대해 적대적인 상황에서 투명을 요구한다면 모든 내부거래가 드러나게 된다. 그것이 시장거래의 조건과 다르다고 별책을 가한다면 당연히 재벌은 존속할 수 없다. 내부거래란 시장거래를 하지 않기 위해 만들어진 수단이기 때문이다. 그렇게 되면 기존의 재벌 계열사들은 통합되어 사업부제로 바뀌거나 또는 독립기업의 형태로 나가게 될 것이다. 그리고 그것은 다각화된 기업이 경쟁에서 승리하도록 만든 제반 사회적 여건이 바뀌지 않는 한 기업 생산성의 저하로 연결될 것이다.

다시 말하지만 다른 조건이 동일하다면 투명한 것이 좋지만, 투명한 기업에 대한 재산권 침해 가능성이 기업으로 하여금 불투명 경영을 택하도록 유도했다는 것이다. 그리고 그런 여건이 지속되는 한 불투명 경영을 하는 기업은 시장에서 경쟁력을 유지할 수 있을 것이다. 여기서 한 가지의 의문이 제기된다. 한국의 기업들이 그토록 불투명한데 은행은 어떻게 기업에게 돈을 대출해 주었고 투자자들은 무얼 믿고 불투명한 기업에 투자를 해 왔을까 라는 질문이다.

불투명할수록 기회주의적 행동의 가능성이 높아지고 그 결과 돈을 빌려주거나 투자를 함에 따른 위험성도 높아진다. 그럼에도 불구하고 기업들에 대해 대출과 투자가 이루어져 왔다는 것은 불투명성에 따른 기회주의적 행동을 극복할 수 있는 어떤 장치가 있었음을 뜻한다. 대출시장의 경우 그 역할을 담보와 경영자 개인의 연대보증²⁶⁾이 맡아왔었다. 대출금액을 초과하는 담보를 잡고 있는 한 채무자의 투명성 여부는 중요하지 않다. 돈을 못 갚을 경우 담보를 처분하면 그만이기 때문이다. 은행은 또 경영자에게 회사 채무의 보전을 위한 개인적 포괄근보증²⁷⁾을 요구하는 것이 관행이다.

26) 정부의 권유에 따라 은행은 신용대출 비율을 많이 늘렸다. 그런데 신용보증 시에도 신용보증서가 필요하다. 신용보증기관은 연대보증을 요구한다. 기술신용보증기금의 경우 기업의 경영에 실질적으로 영향을 주는 사람을 모두 필수 입보의 대상으로 삼고 있다.

27) 보증의 종류에는 특정채무보증, 특정근보증, 한정근보증, 포괄근보증이 있다. 경영자들에게 주로 요구되는 것은 포괄근보증으로서 그것의 특성은 다음과 같다. - 채무자가 은행에 대하여 부담하는 현재 발생되어 있거나 앞으로 발생할 모든 채무(여신거래로 인한 채무

한국 기업 경영자들의 개인 재산은 대부분 회사를 위해 담보로 잡히고 있다고 보는 것이 옳을 것이다. 이런 상황에서는 회사의 도산이 경영자 자신의 도산으로 이어지게 되기 때문에 경영자는 회사의 경영성과를 높이기 위해 노력을 하려는 인센티브를 가지게 된다. 은행들은 이렇게 함으로써 불투명성에도 불구하고 채무자의 책임 있는 행동을 유도해 왔었다고 해석해 볼 수 있다. 시장은 자신의 불완전함을 극복해 가는 힘을 가지고 있음에 대한 증거가 될 수 있을 것이다.

기업의 종류	필수 입보대상
개인기업	1. 공동경영자 및 경영실권자 2. 대표자의 배우자 (공동경영자 및 경영실권자의 배우자 포함) 다만, 배우자 명의로 거주주택 또는 사업장을 소유하고 있거나 기타 부동산을 소유하고 있음을 제시한 경우에 한함. 3. 대표자 (공동경영자, 경영실권자 포함)의 배우자 및 직계존비속으로서 기업경영에 직접 참여하는 자
법인기업	1. 대표이사 (각자 대표이사인 외국인 및 고용임원 제외) 2. 과점주주인 이사 (외국인 제외) 및 무한책임사원 3. 경영실권자 4. 대표이사 (고용임원 제외), 과점주주인 이사, 무한책임사원 및 경영실권자의 배우자 또는 직계존비속으로서 기업경영에 직접 참여하는 자 5. 본인소유주식 또는 출자액이 그 법인의 발행주식 총액 또는 출자총액의 50%를 초과하는 자

증권시장의 경우에도 불투명성을 극복하기 위한 여러 가지의 장치들이 있을 것이다. 그러나 아직까지 그것이 무엇인지가 확실히 파악되어 있지는 않다. 지금까지 필자의 눈에 들어온 장치로는 차등배당의 관행이다.²⁸⁾ 즉 지배주주가 배당을 하면서 자신에게는 전혀 배당을 하지 않거나 또는 소액만을 해온 관행이다. 이렇게 함으로써 지배주주는 자신이 소액주주의 이익을 중시하고 있다는 사실을 알리고 있는 것인지도 모른다. 시장의 불완전함을 보완하기 위해 새로운 제도를 도입하기 전에 그 불완전함을 극복하기 위한 다른 장치들이 이미 자생적으로 마련되어 있지는 않는지를 살펴볼 필요가 있음을 보여주는 현상들이다.

뿐만 아니라 기타 다른 형태의 채무를 포함함을 보증. - 회사 재직시 회사를 위하여 연대 보증하고 퇴직할 경우에는 해당 금융기관 영업점에 퇴직 사실과 보증 해지의사를 서면으로 통보하여 보증 해지. - 보통 법인의 경우 실제 사주가 회사를 위하여 보증.

28) 차등배당의 관행에 대해서는 송자(1990), 이수한(1991), 배상도(2000) 참조. 1990년의 경우 배당을 실시한 441개 사 중 차등배당을 실시한 회사는 33%인 146개 사에 이른다. 그 이후로 차츰 줄어드는 추세에 있다고 한다.

소송 기회의 확대

경영자를 상대로 한 소송은 주주대표소송²⁹⁾, 집단소송³⁰⁾ 등이 있다. 소송요건의 완화를 통해서 소송 기회를 확대하라는 요구가 강력히 제기되고 있다. 이 제도들도 글로벌 스탠더드의 일부로 여겨지고 있다. 주주대표소송의 경우 이미 요건이 상당히 완화되었음에도 불구하고 단독주주 소송권을 인정하라는 요구가 제기되고 있다. 또 논란 끝에 폐기된 집단소송제의 경우에도 도입을 촉구하는 서명운동이 전개되고 있는 실정이다.

소송 기회의 확대는 양날의 칼이다. 경영자의 기회주의적 행동을 억제할 수 있는 장점이 있는 반면, 소액주주의 기회주의적 행동을 불러 올 수 있다. 어느 쪽이 더 염려스러운가? 이것은 각 측의 행위에 대한 사회적 기억에 의존할 것이다. 기회주의적 행동이 잘 발각되고 잘 기억되는 사람일수록 기회주의적 행동의 인센티브는 작다. 이렇게 본다면 기회주의적 행동의 가능성은 지배주주 쪽이 더 작다. 그들의 행동은 늘 사회적 관심의 대상이고, 또 시장의 견제를 받기 때문이다. 그리고 일단 밝혀졌을 경우에 사람들의 기억에 오래 남게 된다.

반면 소액주주의 경우 재판이 이루어지더라도 대다수의 사람들은 당사자가 누군지를 기억할 수 없을 것이고 따라서 기회주의적 소송의 가능성은 상대적으로 높을 것이다. 비록 미국과 같은 신용기록제도는 없지만, 유명인들은 예외이다. 그들의 신용기록은 모든 사람들의 머릿속에 각인된 채로 남게 되는 것이다.

무고(誣告) 사건만 없으면 검찰의 일이 반으로 줄 것이라는 어느 검찰간부의 말을 들은 적이 있다. 여기서 무고란 기회주의적 소송과 일맥상통한다. 일반인들이 그렇게 하는 이유는 그것이 이익이 되기 때문이다. 그것을 제어하기 위해서는 개인의 기회주의적 행동에 관한 정보가 사회에 신속하게 전파될 수 있어야 하는데 일반인들의 신용을 기억할 사회적 장치는 아직 마련되어 있지 않다. 경영자 상대의 소송을 쉽게 만드는 일은 이런 상황을 고려해야 한다.

코우스의 정리(Coase Theorem)라는 것이 있다. 거래비용이 낮은 상황에서는 누구에게 재산권을 주더라도 그것을 가장 효율적으로 사용할 사람에게로 가게 마련이라는 것이다.³¹⁾ 그는 이 말을 해서 노벨상을 받았고 많은 사람들이 이 말이 옳다고 생각하

29) 주주대표소송의 득과 실에 대한 상세한 논의에 대해서는 김정호(1999) 참조.

30) 증권집단소송제의 득과 실에 대한 상세를 논의를 보려면 김정호/박양균(2000)을 참조할 것.

31) Coase(1960).

고 있다. 가장 거래비용이 낮은 곳이 경쟁적 시장이다. 거래 상대방이 밀고 당기고 할 필요도 없이 그저 마음에 드는 것을 골라 사면 그만이기 때문이다. 공급자들은 소비자들의 욕구에 따르기 마련이다. 주식시장에서 투자자들이 원하는 것은 자신들이 투자한 주식의 가치가 높아지는 것이다.

사외이사제, 투명성, 집중투표제, 주식매수청구권 같은 소액주주보호장치들이 주식이치를 높일 수 있다면 투자자들은 그런 것을 갖추고 있는 기업의 주식을 택할 것이고, 그들의 돈을 끌어들이야 하는 기업들은 그런 장치들을 갖출 것이다. 물론 소액주주보호장치들 중에는 시장에 의해서 공급되지 못하는 것들도 있다. 이 문제에 대해서는 뒤이어 논의할 것이다. 하지만 대부분의 장치들은 시장이 해결할 수 있다.

소위 자기집행적 모델(Self-Enforcing Model)

우리나라 기업의 지배구조 개혁 움직임에 중요한 역할을 했던 것으로 알려진 스탠포드 대학의 블랙(Black) 교수³²⁾는 자기집행적 모델³³⁾이라는 것을 제안했다. 시장이 잘 작동한다면 시장이 외부투자자의 권리를 보호하겠지만, 그렇지 못한 상황이라면 외부투자자가 스스로 기업의 약속이행 여부를 감시하게 해야 한다는 제안이다. 그러기 위해서 집중투표제, 주식선매권, 주식매수청구권 등의 권리가 비록 미국의 기업들에게는 선택사항이지만, 시장이 작동하지 않는 나라에서는 강행규정이 되어야 한다고 주장한다.

첫 번째의 의문은 우리나라의 주식시장이 작동하지 않는가의 문제이다. 만약 지배주주가 회사의 이익보다는 자신의 사익만을 추구했다면 주식시장 자체가 존립할 수 없었을 것이다. 실제로 그런 일이 벌어졌던 체코에서는 주식시장이 붕괴했다.³⁴⁾ 우리나라의 주식시장 규모가 전반적 경제성장속도보다 빨리 성장해 왔다는 것은 주식시장이 제대로 작동하고 있음을 보여주는 증거가 아닐까?

또 지배주주들이 외부의 투자자들에게는 배당을 하고 스스로에게는 배당을 하지 않아 온 것을 어떻게 보아야 하는가? Black 교수가 이 모형을 제안한 것은 그야말로 시장

32) World Bank는 외환위기 당시 제공된 차관의 부대조건으로 기업지배구조에 관한 용역을 할 것을 요구했다. 이 용역은 우리나라의 법무부가 주관했는데, 실제의 연구는 법무법인 세종, Coudert Brothers, International Development Law Institute 및 Black 교수로 구성된 컨소시엄에 의해 수행되었다. Black 교수는 여기에서 매우 중요한 역할을 했던 것으로 알려져있다. 이 용역보고서는 Journal of Corporation Law에 수록될 예정이다. 법무법인 세종, Coudert Brothers, International Development Law Institute 및 Black, 국제경쟁력 강화를 위한 한국의 기업지배구조, 법무부.

33) Black and Kraakman(1996).

34) La Porta et. al.(1999), p27.

이 갖추어지지 않은, 또 시장의 경험을 가지고 있지 않은 러시아를 대상으로 해서였다. 최소한 50년 이상의 시장의 역사를 가진 한국을 러시아와 같은 수준으로 보았던 것은 아닐까?

설령 시장이 작동하지 않는다고 하더라도 자기집행적 모델이 최선의 대안이라는 보장이 없다. 이미 설명했듯이 외부투자자, 또는 소액주주의 기회주의적 행동 가능성 때문이다. 그것을 막는 장치가 같이 마련되지 않는다면, 자기집행모형은 내부자인 지배주주의 기회주의적 행동과 외부투자자의 기회주의적 행동 간의 대결장이 될 것이고, 앞에서 설명했듯이 전자의 위험이 후자의 위험보다 작을 가능성이 높다. 설령 시장이 존재하지 않는 경우라 하더라도 조금이라도 더 지분율이 높은 지배주주에게 경영을 맡기는 것이 더 낫다는 것이다.

X. 발견 절차의 글로벌 스탠더드

지금까지 필자가 장황하게 설명했던 것은 무엇이 좋은 지배구조인지를 제3자가 알 수 없다는 사실이었다. 우리가 할 수 있는 일은 효율적 지배구조가 출현할 수 있는 여건을 형성해 주는 일일 것이다. 가장 급선무는 상장기업을 둘러싸고 있는 시장들에서 경쟁의 여건을 만드는 것이다. 적대적 M&A를 막고 있는 해고 제한 관련 규정의 폐지, 부실기업에 대한 진정한 퇴출 조치, 은행에 대한 지원 및 규제의 자제 같은 것들이 여기에 속한다. 이런 조치들은 기업으로 하여금 생산성을 높이는 방향으로 지배구조를 조정해가도록 유도할 것이다. 그렇지 않으면 경쟁시장에서 도태될 것이기 때문이다.

더욱 관심을 기울여야 할 부분은 외부의 주식투자자와 직접 관련된 부분이다. 상장기업의 외부투자자들을 보호하는 장치들 중 많은 것들이 주식시장에서의 경쟁을 통해서 공급될 수 있다. 하지만 모든 것이 그렇지는 않다. 그것은 투자자들이 기업을 믿을 수 있을 때에나 가능하다. 만약 약속을 해 놓고도 번복하는 것이 가능하다면 주식시장에서의 경쟁에도 불구하고 투자자가 원하는 장치들이 기업에 의해 스스로 공급되지 않을 수 있다.

외부투자자 보호에 관한 기업의 약속은 대개 정관에 들어간다. 기업이 이것을 어길 리는 없다. 문제는 정관을 개정할 경우이다. 비록 주주총회의 특별결의라는 요건이 필요하기는 하지만 정관을 개정할 수 있는 길은 열려 있다. 기업이 기회주의적으로 정관을 개정하는 일을 일삼는다면 당초의 약속을 번복하는 것이 될 수도 있다. 그렇다고 정관개정을 금지할 수도 없다. 정관을 개정하는 것이 대다수의 주주에게 좋을 경우도 있기 때문이다. 그래서 외부투자자 보호장치 중 어느 정도는 강행규정으로 하는

것이 좋을 수도 있다. 즉 기업 스스로 외부의 힘을 빌린 강행규정을 원할 수도 있다는 것이다. 그러나 정부로서는 어떤 것이 그런 범주에 속하는지 알지 못한다.

이미 장황하게 설명했듯이 미국 기업들이 현재 하고 있는 것을 빌려오는 것은 답이 되기 어렵다. 답은 오히려 그들이 택해 온 발견의 절차에 있을 것 같다. 지금까지 우리가 알고 있는 가장 좋은 발견의 절차는 바로 시장에서의 경쟁이다. 좋은 답을 제공하는 공급자는 번영하고 좋지 못한 답을 제공하는 공급자는 도태되게 만드는 제도이다.

미국은 그런 절차를 택해왔다. 회사법 간에 경쟁을 하게 하는 것이다. 규제완화가 유행처럼 되어 마치 규제라면 무조건 나쁜 것이라는 인상을 가지게 되었지만 사실 규제 그 자체가 나쁜 것은 아니다. 문제는 지나친 규제일 뿐이다. 지난 300년 동안 세계사를 돌이켜 볼 때 가장 부유한 국가들은 연방주의적 구조를 가지고 있었다.³⁵⁾ 연방주의의 핵심은 규칙(즉 규제)간의 경쟁이다. 즉 연방 내 어느 체제의 규칙이 맘에 들지 않을 경우 구성원들이 그것을 떠날 수 있고, 그 결과 연방을 구성하는 각각의 정치체제는 사람들의 마음을 사기 위한 규칙(규제)을 택하게 된다. 지배구조에 관한 규칙도 마찬가지이다. 투자자들의 마음을 사기 위한 규칙공급자들 간의 경쟁이 치열하게 전개된다면 투자자들의 이익을 최대화하는 규칙이 형성되어갈 것이다.

문제는 우리나라의 규칙공급자가 독점적 지위를 가지고 있다는 것이다. 여기서 가장 선진화되어 있다고 여겨지는 미국의 회사법 형성과정을 이해할 필요가 있다. 미국은 주마다 저마다의 회사법을 가지고 있으며, 이들 간의 회사법 경쟁을 통해서 현재의 회사법이 형성되어 온 것으로 알려져 있다. 주간 회사법 경쟁의 성격이 투자자의 이익을 위한 경쟁(race to the top)인가 아니면 경영자만의 이익을 위한 경쟁(race to the bottom)인가에 대한 논쟁이 있었는데 전자가 옳다는 쪽으로 결론이 나 있다.³⁶⁾ 즉 투자자의 가치를 극대화하는 회사법을 가진 주에 기업과 투자자가 몰리게 되고, 각 주들은 회사를 끌어들이기 위해 경쟁하는 것이다. 그 과정에서 투자자의 이익을 극대화하는 방향으로 회사법이 진화해갔다.

우리도 그런 식으로 가자면 국회가 관장하는 회사법을 폐지하고 그 자리를 광역자치단체의 (가칭) 회사조례가 차지하도록 해야 한다. 그것과 더불어 명목소재지의 원칙³⁷⁾

35) Weingast(1995).

36) 이것에 대해서는 Romano(1993) 참조.

37) Domicile Rule의 번역어이다. 기업의 주 영업지와는 무관하게 자신이 원하는 주에 소재지를 선택할 수 있다는 원칙이다. 즉 캘리포니아주에서 영업을 하는 기업이 영업기반은 그대로 둔 채 델라웨어에 조그마한 사무실을 얻어 소재지로 삼을 수 있다. 그러면 델라웨어의 주회사법을 적용받는다. 미국은 이 원칙을 택하고 있다. 반면 유럽연합의 경우 실질

에 의해 기업의 사무소를 설치할 수 있도록 해야 한다. 물론 이것은 정치적으로 쉽지 않은 일일 것이다. 보다 온건한 방법은 증권거래소의 설립을 자율화하고 나름대로의 상장규칙을 갖도록 하는 것이 좋은 방법이다. 상장기업의 숫자와 주식발행량이 늘어나고 상장기업의 주가가 높아지면 증권거래소의 이윤도 높아진다.³⁸⁾

그것을 위해 거래소가 택할 수 있는 수단은 상장규칙의 운영 및 거래의 공정성 감시이다. 따라서 증권거래소의 설립이 자유화되고 거래소간의 경쟁이 도입된다면 각 거래소들은 주가를 높이고 상장기업의 수를 늘리는 데에 도움이 될 상장규칙을 공급하게 될 것이다. 상장규칙 중에는 강행규정이 포함될 수 있다. 만약 강행규정이 있어 회사의 가치를 높인다면 투자자들은 높은 가격을 지불할 의사를 가질 것이고, 주가의 상승이 외부투자자 보호의 비용을 초과하는 한 기업은 그런 규칙을 요구하는 거래소에 상장할 것이다.

우리나라의 증권거래서비스는 독점되어 있다. 거래소간의 경쟁을 만듦으로서 어떤 것이 좋은 외부투자자 보호장치인지를 발견해 나갈 수 있을 것이다. 마치 동대문 시장의 대형 쇼핑몰들이 입점업체들의 대고객관계를 규제하듯이 말이다. 거래소간의 경쟁은 규제간의 경쟁을 촉진한다. 물론 증권거래소간의 통합이 세계적인 추세인 것은 사실이다. 따라서 증권거래소의 숫자가 하나라는 사실만으로 거래소간의 경쟁이 없다고 말할 수는 없다. 하지만 증권거래소의 자유로운 설립이 허용되어 있는 상황에서 경쟁의 결과 하나의 증권거래소가 남게 되는 것과 진입 자체가 법적으로 금지되고 있는 상황에서 하나의 증권거래소가 있다는 것은 전혀 다른 의미를 가진다.

전자의 증권거래소는 비록 1개라는 숫자에도 불구하고 잠재적 경쟁을 두려워 한 나머지 경쟁적으로 행동을 하겠지만 후자로부터 그런 식의 경쟁적 행동을 기대하기는 어렵다. 또 설령 국내의 증권거래소 설립이 규제된다고 하더라도 우리나라의 증권거래소가 외국의 거래소와 치열한 경쟁관계에 있다면 그리 큰 문제는 아닐 것이다. 국내의 거래소가 마음에 들지 않으면 외국의 거래소에 상장을 하면 그만이기 때문이다. 그러나 언어장벽이나 기업관행의 차이 등으로 인해 우리 기업의 해외 상장은 상당한 비용을 요하는 일이다.

수많은 외국의 거래소들이 한국기업의 상장을 허용하고 있음에도 불구하고 실제로 상장을 한 기업은 전체 상장기업의 극히 일부에 불과하다.³⁹⁾ 이것은 한국기업의 상장을

소재지의 원칙(Real Seat Principle)을 택하고 있다. 회사의 주영업지를 옮기지 않고는 적용받는 회사법을 바꿀 수 없다는 것이다. 즉 프랑스의 기업이 독일의 회사법을 적용받으려면 주 영업지를 독일로 옮겨야만 한다. 실질소재지의 원칙 하에서는 회사법 경쟁이 이루어지기 어렵다. Romano(1993).

38) 증권거래소의 경제적 기능에 대해서는 Macey and Kanda(1990) 참조.

놓고 한국의 거래소와 외국의 거래소가 경쟁관계에 있지 않음(또는 아주 약한 경쟁관계만 있음)을 보여주는 현상일 것이다. 그리고 증권거래소의 설립과 운영에 규모의 경제가 있다면 설립을 자유화하더라도 증권거래소는 만들어지지 않을 것이다. 우리나라의 거래소가 다른 증권거래소와 경쟁관계에 있는가? 외국인 투자자들만을 본다면 그렇지만 대다수를 점하는 한국인 투자자들에게 외국의 거래소는 선택의 대안이 되기 어렵다.

XI. 요약 및 결론

이 사회는 글로벌 스탠더드라는 포장으로 지배구조와 관련된 수많은 규제들을 강행규정으로 만들려고 한다. 그것이 바람직한 것인지의 여부는 그것을 통해 기업의 주식시장 상장이 촉진될 수 있는지를 기준으로 판단하는 것이 좋다.

기업의 상장은 여러 가지 면에서 사회에 이롭다. 많은 기업이 상장할수록 주식시장의 규모는 커지고, 주식의 유동성은 높아진다. 시장에 의한 경영 감시도 자동적으로 이루어질 수 있다. 결과적으로 투자자들도 이익을 본다. 상장 규칙은 기업이 이윤극대화를 위해 통상적으로 취하는 행동에 바탕을 두고 있어야 한다. 그러나 지금 지식인들이나 정부가 기업에 요구하는 지배구조개선안이라는 것은 우리나라 사람들의 행동에 바탕을 두고 있지 않다.

시장이 작동하는 것에 대해서는 시장에 맡기고 그렇지 않은 것만을 규제해야 한다. 시장이 작동하는 것이란 외부투자자 보호에 관한 기업의 약속인 정관을 보고 선택할 수 있는 것들을 말한다. 사외이사제나 주식매수청구권, 장부열람권 등 대부분의 보호장치가 여기에 속한다. 이런 것들은 강행규정이 아니라 임의규정으로 전환해서 기업과 투자자의 선택의 대상이 되도록 해야 한다. 특히 이 문제와 관련된 정관개정 가능성이 높지 않을 경우는 더욱 그렇다. 제3자인 정부나 법원의 개입은 사기나 횡령 등 명백한 기회주의적 행동으로 제한할 필요가 있다.

39) 한국기업의 해외 거래소 상장은 주로 주식예탁증서(Depository Receipts: DR)의 상장이라는 방법을 통하고 있다. 1990년 삼성이 Luxemburg Stock Exchange(LSE)에 상장한 이후 1997년 말 현재 모두 21개의 한국 기업이 총 28개의 DR을 상장하고 있다. 거래소 별로 보면 다음과 같다. NYSE(New York Stock Exchange): 포항제철, 한국전력. London Stock Exchange: 한국유리, SK Telecom, 만도기계, LG 화학, 국민은행, 하나은행, 조흥은행, 주택은행. Luxemburg Stock Exchange: 삼성, 삼성전자, 기아자동차, 현대자동차, 한솔제지, 동아건설, 대한통운, LG 전자, 유공, 현대건설, 아남. 김재명/안희준(1999: pp4-6) 참조.

물론 기회주의적 정관개정의 가능성을 전면 배제할 수는 없다. 하지만 정관개정의 가능성 때문에 어떤 규칙을 어느 정도나 강행규정화하는 것이 좋은지 사전적으로 알기 어렵다. 좋은 답을 발견하기 위해 강행규정간의 경쟁을 글로벌 스탠더드로 도입하는 것이 좋다. 한 가지 방법은 광역자치단체가 자신들의 자율로 회사조례를 만들고 기업이 그것을 택하게 하는 것이다. 미국의 주들이 저마다 회사법을 가지고 경쟁하는 것과 같은 시스템이다. 또 다른 대안은 증권거래소의 설립을 자유화하여 경쟁체제로 가져가는 것이다. 증권거래소간의 상장규칙 경쟁을 통해서 합리적 지배구조 규칙이 발견되어 질 수 있을 것이다.

참고문헌

- 김영규/손상현, 부실기업에 대한 M&A 시의 채권금융기관의 역할에 관한 실증연구, 재무관리연구 제16권 제1호, 1999. 6, pp33-59.
- 김재명/안희준, 해외증시 상장이 주식의 국내가격에 미치는 영향, 증권금융연구 제5권 제1호(1999. 7), pp1-25.
- 김정호, 주주대표소송제도의 경제학, 신회사법 시리즈 1, 자유기업원, 1999.
- 김정호/박양균, 증권집단소송제의 경제학적 검토, 증권법연구 제1권 제1호, 2000, pp171-195.
- 박섭, 연봉제와 경쟁의 득실, 박섭 교수의 경제사 연구실 게재 평론, <http://todori.inje.ac.kr/~parksub/home.htm>, 1996.
- 배상도, 차등배당의 정보효과에 관한 실증적 연구, 조선대학교 경영학과 석사학위 논문, 조선대학교, 2000.
- 송자, 우선배당, 차등배당, 일할배당의 합리적 개선방안, 상장협 제21호, 1990(추계호).
- 원봉희, 기업매수합병(M&A)법, 상사법연구 제8집, 1990, pp175-202.
- 유승민, 위기 이후를 대비하는 재벌정책의 과제, 『한국재벌 미래는 있는가』, 매일경제신문, 2000.
- 이수한, 우리나라 배당 제도에 대한 고찰, 상장협, 1991. 8, pp9-33.
- 이종훈, 구조조정 관련 노동문제의 본질과 경제적 의미, <http://wh.myongji.ac.kr/~rhee/ilr-9.htm>, pp10-14.
- 정갑영, 시장경제의 바른 이해, 자유기업원 하계교사에코데이아 강의 자료, 2000.
- 제해진, (알기 쉬운) M&A와 주식투자, 한국경제신문사, 1997.
- 법무법인 세종, Coudert Brothers, International Development Law Institute Black, 국제경쟁력 강화를 위한 한국의 기업 지배구조, 법무부.
- B. Black and R. Kraakman, A Self-Enforcing Model of Corporate Law, Harvard Law Review, vol. 109, pp.1911-1982, 1996
- B. Black, The Legal and Institutional Preconditions for Strong Stock Market, Stanford Law School, Ohlin Program in Law and Economics Working Paper, no. 179, 2000.
- P.Boettke, Why Culture Matters: Economics, Politics and The Imprint of History, <http://www.gmu.edu/departments/economics/pboettke/culture.htm>.
- R. Coase, The Problem of Social Cost, Journal of Law and Economics, vol. 3, 1960, pp1-44.
- F. Easterbrook, International Corporate Differences: Markets or Law, Journal of Applied Corporate Finance, vol. 9, no. 4, Winter 1997, pp23-.

- F. Easterbrook and D. Fischel, *The Economic Structure of Corporate Law*, Harvard University Press, 1991.
- R. Ellickson, *Property in Land*, *Yale Law Journal*, vol 102, 1993, pp1315-1400.
- W. Fischel, *Regulatory Takings: Law, Economics and Politics*, Harvard University Press, 1995.
- F. Fukuyama, *Asian Values in the Wake of the Asian Crisis*, 2000.
http://www.democracy-market.org/program/participant/Francis_Fukuyama_e_paper.html.
- F. Hayek, *The Use of Knowledge in Society*, *American Economic Review*, vol 35, no. 4, 1945, pp519-530.
- F. Hayek, *Rules, Perception and Intelligibility*, *Proceedings of the British Academy*, XLVIII, 1962.
- F. Hayek, *Fatal Conceit*, University of Chicago Press, 1988.
- T. Khanna and K. Palepu, *Why Focused Strategies May Be Wrong for Emerging Markets*, *Harvard Business Review*, July-August, 1997, p41-.
- J. Macey, *Italian Corporate Governance: One Americans' Perspective*, *Columbia Business Law Review*, 1988, pp121-.
- J. Macey and H. Kanda, *The Stock Exchange As a Firm: The Emergence of Close Substitutes for the New York and Tokyo Stock Exchanges*, 75, *Cornell Law Review* 1007.
- J. Macey and G. Miller, *Banking Law and Regulation*, Little, Brown and Company, 1992.
- D. North, *Institutions, Institutional Change and Economic Performance*, Cambridge University Press, 1990.
- D. North, *Big-Bang Transformation of Economic System: An Introductory Note*, *Journal of Institutional and Theoretical Economics*, Vol. 156(2000), p3-8.
- M. Polanyi, *Personal Knowledge: Towards a Post-Critical Philosophy*, London, 1959.
- La Porta, R., Lopez-de-Silanes, F., Shleifer, A., Vishny, R., *Investor Protection and Corporate Governance*, *Journal of Financial Economics*, 2000.
- R. Romano, *The Genius of American Corporate Law*, AEI, 1993.
- E. Schlicht, *On Custom in the Economy*, Clarendon Press, 1998.
- A. Sen, *Human Rights and Asian Values: What Lee Kuan Yew and Le Peng Don't Understand about Asia*, *The New Republic*, July 14, 1997, vol 217 no.2-3, 민주주의와 시장경제 국제회의(International Conference on Democracy, Market Economy and Development: 2000. 2. 26-27) 발표

자료,

<http://www.democracy-market.org/program/participant/asian-values.html>.

Weingast, The Economic Role of Political Institutions: Market Preserving Federalism and Economic Development, 11 Journal of Law, Economics and Organization, vol 1, no.3(1995).

J. Zhuang, D. Edwards, D. Webbs and Ma. Capulong, Corporate Governance and Finance in East Asia, ADB, 2000.

L. Zingales, The Value of the Voting Right: A Study of the Milan Stock Exchange Experience, Review of Financial Studies, vol 7, 1994, pp125-.

자생적 기업지배구조와 글로벌 스탠더드

2001년 2월 9일 1판 1쇄 발행

2020년 1월 16일 1판 2쇄 발행

저자_김정호

발행자_최승노

발행처_자유기업원

주소_서울특별시 영등포구 국회대로62길 9

전화_02-3774-5000

팩스_0502-797-5058

비매품
