

기업지배구조의 정치경제학: 적대적 기업인수와 종업원 경영참여를 중심으로*

박상용
연세대학교 경영대학 교수
(spark311@yonsei.ac.kr)

이 논문은 최근 한국기업들이 새롭게 직면하고 있는 기업지배구조 상의 환경변화인 외국인에 의한 적대적 기업인수 위협과 종업원의 경영참여 요구를 정치경제학적 접근방법을 통해 분석하고, 대응방안을 제시한다. 적대적 기업인수와 종업원 경영참여는 정치이념이 영향을 미치는 제도들이다. 단순하게 구분하면, 사회민주주의의 전통이 강한 유럽에서는 적대적 기업인수는 어렵지만 근로자의 경영참여는 광범위하게 용인되며, 자유민주주의에 기초한 미국에서는 적대적 기업인수는 수월하지만 종업원의 경영참여는 희귀하다. 한국에서는 최근 사회민주주의를 선호하는 국민이 증가하고 있지만 한국경제의 구조적 특징을 감안하면 유럽모델보다는 미국모델이 더 적합하다는 판단이다. 한국은 아직 기업지배구조와 제품시장의 경쟁이 취약하고, 기업가치의 저평가 현상이 극심하기 때문에 적대적 기업인수시장을 '경합가능시장'(contestable market)으로 만들어 외국계 금융투자자의 잠재적인 경영권 위협이 기업을 규율하는 강력한 동인(動因)으로 작용토록 하는 것이 바람직하다. 그러므로 재계가 요구하는 경영권 방어 장치는 신중하고 선별적으로 도입하는 것이 바람직하다. 한편, 외환위기 이후 높아진 종업원의 고용위험 문제는 원칙적으로는 종업원의 경영참여나 종업원의 소득위험 축소를 통해 해결할 수 있을 것이다. 그러나 한국에서 종업원의 경영참여는 제한적으로만 수용하는 것이 바람직하며, 한국에 적합한 종업원의 경영참여 방안은 독일이나 일본의 모형보다는 "근로자참여및협력증진에관한법률"에 의한 노사협의회를 활성화하는 것이라 판단한다. 아울러 종업원의 소득위험을 축소하기 위해서 가치 '보장형 우리사주제도'와 '퇴직보상기금'의 신규도입을 제안한다. 마지막으로 한국경제의 최대 현안인 기업지배구조와 노사관계는 정치를 통해 서로 연결되는 문제이므로 앞으로 경영학, 경제학, 법학, 정치학 등 사회과학의 여러 학제 간 활발한 연구가 필요하다.

한글색인어: 기업지배구조, 기업경영권, 외국인, 적대적 기업인수, 근로자, 경영참여

I. 머리말

하고 있다. 재계의 관점에서 경영권 환경의 가장 커다란 변화는 경영권의 불안정이다.¹⁾ 경영권이 불안정한 것은 무엇보다도 적대적 기업인수 위협과 노조의 경영권 개입이 증가하고 있기 때문이

논문접수일: 2004. 9 게재확정일: 2005. 2

* 이 논문은 2004년도 8월 18일 경영학 관련 통합 학술대회의 통합세션에서 "기업경영권의 환경변화와 대응방안"이라는 제목으로 발표한 글을 수정·보완한 논문이며, 이 논문의 준비과정에서 자료 정리와 유익한 조언으로 도움을 준 한국증권연구원의 신보성 박사와 빈기범 박사께 감사의 말씀을 전한다. 아울러 경영학회에서 토론을 통해 도움 말씀을 주신 김우찬 교수(KDI 국제정책대학원), 김영준 변호사(Milbank 법무법인), 김화진 변호사(법무법인 율촌), 이상민 박사(한국노동연구원), 왕윤중 박사(SK경영경제연구소), 정광선 교수(중앙대학교)께도 감사의 말씀을 전한다. 익명의 논평자 두 분이 제기한 날카로운 비판에 대해서도 심심한 사의를 표한다. 참고로, 이 논문은 경영학, 경제학, 법학, 정치학 등 여러 분야의 독자를 염두에 두고 작성하였기 때문에, 독자들의 이해를 돕기 위하여 각주를 자유롭게 많이 달았음을 밝힌다.

1) '경영권의 불안정'이라는 표현을 하려면 경영권에 대한 개념을 명확하게 정의할 필요가 있다. 그러나 경영권은 노동권과는 달리 법적으로

다.²⁾ 적대적 기업인수 위협은 주식시장에서 외국자본의 비중이 급격히 증가하는 가운데, 외국투자자가 재벌 대기업의 경영권을 공격하는 사건이 일어나면서 한껏 고조되었다. 노조의 경영권 개입은 노동계가 외환위기 이후 구조조정의 일환으로 진행된 기업의 인수합병(이하에서는 M&A라 함)을 적극 반대하는 한편 최근에는 종업원의 공식적인 경영참여를 강하게 요구하면서 점차 현실화되고 있다.³⁾

우리나라에서는 과거에 원천적으로 불가능했던 적대적 기업인수가 1997년 증권거래법 개정으로 가능해졌다.⁴⁾ 그 후 적대적 기업인수 시도가 실제로 일어나면서 적대적 인수를 보는 시각은 반전을 거듭했다. 경제위기 전후에 적대적 인수가 가능토록 법규가 개정되는 분위기 속에서 1997년에는 세간의 주목을 받는 적대적 인수 시도가 몇 건 발생했다. 국내기업이 미도파와 한화중금을 인수하려 한 시도가 대표적인 예이다. '활발한 구조조정만이 우리 경

제의 살길'이라는 화두가 보편적이었던 기간에는 공정거래위원회와 재정경제부 등의 정부 부처는 물론 언론에서도 적대적 기업인수를 선(善)으로 보는 시각이 지배적이었다. 예컨대, 어느 경제지는 "적대적 M&A 촉진이 필요"라는 제하의 사실을 통해 "우리 경제는 지금 실물과 금융 양면에 걸쳐 그야말로 시장주도에 의한 구조조정 체제의 작동을 질실히 필요로 하고 있으며, 그런 역량을 가진 시장을 육성하기 위해서는 무엇보다도 적대적 기업 매수와 합병이 활성화되어야 한다. 따라서 정부는 적대적 M&A를 가로막고 있는 지분 5% 이상 보유 시 신고의무 등 제반 제도를 적극적으로 개선하기 바란다."라고 주장하였다.⁵⁾

그러나 외국자본이 국내 굴지의 대기업의 경영권을 위협하면서 적대적 기업인수에 대한 여론은 바뀌기 시작했다. 특히 2003년에 KCC가 현대엘리베이터의 인수를 시도하는 과정에 외국자본이 관여

로는 정확하게 정의되지 않고 있다. "경영권은 회사의 경영을 위한 각종 권능을 행사하는 현상을 사회학적으로 본 것에 불과하고 일정한 수 이상의 주식을 소유함으로써 발생되는 반사적 이익이며 그 자체가 어떤 법률적인 지위를 창설하는 권리나 권능은 아니다." [장상균(2004)를 김화진(2004)에서 재인용] 이 논문에서는 '경영권 불안정'의 원인이 적대적 기업인수 위협이면 경영권의 주체를 현재의 지배주주로 인식하고, 종업원의 경영참여 요구이면 경영권의 주체를 주주그룹으로 인식하는 단순한 사회통념을 따르기로 한다. 다시 말해서 이 논문에서의 경영권의 개념은 현재 경영권 측면에서 기득권을 갖고 있는 지배주주 또는 주주그룹의 경영권이 천부적 권리는 아니라는 주장에 반드시 반하는 것은 아니다.

- 2) 흔히 언론에서는 적대적 인수합병이라는 의미의 '적대적 M&A'라는 표현을 사용한다. 그러나 기업을 적대적으로 인수(acquisition)하는 경우는 빈번하지만 적대적으로 합병(merger)하는 경우는 희귀하기 때문에, 적대적 인수합병 또는 적대적 M&A보다는 적대적 기업인수(hostile takeover)가 더 정확한 표현이다.
- 3) 경영참여와 관련한 논의에서 참여의 주체를 '근로자(worker)로 표현할 것인가, 아니면 '종업원(employee)으로 표현할 것인가. 두 가지 용어에는 미묘한 차이가 있다. 근로자는 사용자에 대비되는 개념으로 각 법률에 명확하게 정의되고 있다. 근로기준법상 근로자는 "사업 또는 사업장에서 임금을 목적으로 근로를 제공하는 자"이므로 사용자에게 고용되어 있는 취업자만 포함된다. 그러나 노동조합및노사관계조정법상의 근로자의 개념에는 사용자에게 고용되어 있는 취업자뿐만 아니라 실업자 및 해고자 등의 미취업자도 포함된다. [이상운(2003) 99쪽 참조] 종업원이라는 용어는 증권거래법 등의 여러 법령에 등장하지만 국내의 어떤 법률에도 명시적인 정의가 없다. 그러나 기업지배구조 및 회사법과 관련한 국내외의 연구문헌에서는 회사의 주요 이해관계자를 주주, 경영자, 종업원, 채권자로 구분한다. 이 논문은 광의의 기업지배구조의 문제를 다루고 있으므로, 법률적으로 명확하게 근로자로 표현되거나 문맥상 근로자가 더 적합한 경우가 아니면 종업원이라는 용어를 사용하기로 한다.
- 4) 우리나라는 1974년 기업공개촉진법을 제정하여 정부가 기업을 사실상 반강제적으로 공개토록 하였다. 그러나 기업공개에 따른 경영권 불안을 해소하기 위하여 정부는 적대적 기업인수를 사실상 불가능하게 만들었다. 경영권 보호를 위한 가장 대표적인 법규는 증권거래법에서 타 회사 주식의 10% 이상 취득을 금지하는 것이었는데, 이 법조항이 1997년 4월에 철폐됨으로써 적대적 기업인수가 가능하게 되었다. 아울러 1998년 5월에는 외국인의 주식투자한도를 완전 폐지하였고, 동시에 경영권 방어를 용이하게 하기 위하여 사자주 취득한도(10%)를 철폐하였다.
- 5) 매일경제 사설, "적대적 M&A 촉진이 필요," 2000년 5월 29일.

하고, 2004년 3월에는 영국계 투자펀드인 소버린이 SK(주)의 인수를 시도하면서 외국자본의 적대적 기업인수를 악(惡)으로 보는 시각이 등장하기 시작했다. 예컨대, 2004년 4월 한 경제지는 “적대적 M&A 정부가 조장해서야”라는 제하의 사설에서 “우리나라의 대표 기업인 삼성전자가 외국자본의 M&A 공격에 무방비로 노출돼 있다는 것은 몹시 충격적인 일이라 하지 않을 수 없다. … 만에 하나 삼성전자가 외국자본에 의해 적대적 M&A를 당할 경우 국가경제에 어떤 파장을 가져올지 공경위는 한번쯤 생각해 보았는지 묻고 싶다.”라고 정부에 경고했다.⁶⁾

한편, 종업원의 경영참여 문제는 외환위기 이후의 혹독한 구조조정 과정에서 노동계가 단지 참여의 당위성을 언급하는 정도에 불과했다.⁷⁾ 그러나 2003년 현대자동차에서 본격적으로 시작된 종업원의 경영참여 요구가 2004년에는 여러 업종으로 광범위하게 확산되었다.⁸⁾ 자동차업체 노조는 단체협상에서 노조간부의 이사회 참여보장, 노사동수의 징계위원회 구성, 분기별 사업계획의 노사위원회 통보 등을 요구했고, 매각이 진행 중이던 쌍용자동차 노조는 해외공장 설립, 합작, 아웃소싱의 경우 노조에 사전통보토록 하고 이를 무시해 경제적 손실이 발생하면 이사진이 모두 퇴진해야 한다는 ‘특별

협약’을 요구하기도 했다. 인사와 전략적 의사결정에 속하는 영역에 대한 노조의 참여 요구는 금융업을 비롯한 다른 업종에까지 확산되었다. 1987년 민주화가 시작된 이후 임금인상을 주요 목표로 활동하던 노동계가 종업원의 경영참여를 가장 중요한 활동 목표의 하나로 설정했다고 해도 과언이 아닐 정도로 노조는 경영참여를 강력하게 요구하고 있다.⁹⁾

이 논문은 적대적 기업인수 위협의 증가와 종업원의 경영참여 요구 각각에 대한 배경을 분석하고 사회적 대응책을 제시한다. 유기적 연관성이 없는 듯이 보이는 두 가지 주제인 적대적 기업인수와 근로자 경영참여를 하나의 논문에서 다루는 이유는 두 가지 사안이 한국기업의 지배구조 상의 중요한 현안일 뿐만 아니라 사실 서로 밀접하게 연결되어 있기 때문이다. 적대적 기업인수와 종업원 경영참여는 지배주주와 소수주주, 주주와 경영자, 주주와 종업원 등 이해가 상충되는 이해관계자 간의 정치적 담합 또는 경쟁을 통해서 제도의 내용이 결정되는 정치경제학적인 문제이다. 제2절에서는 먼저 정치가 적대적 기업인수와 근로자 경영참여를 포함하는 기업구조의 여러 현상에 공통적으로 영향을 미친다는 Roe(2003)의 이론을 개관하고, 이어서 기업지배구조의 미국모델과 유럽모델을 비교한 후 한국에 적합한 모델의 방향을 논의한다. 제3절에서는

6) 한국경제 사설, “적대적 M&A 정부가 조장해서야,” 2004년 4월 30일 언론에서 적대적 M&A를 다루는 빈도를 알아보기 위해 정보검색 사이트인 NAVER.COM을 검색한 결과, 제목에 ‘적대적 M&A’가 포함된 뉴스의 건수가 1997년 1월~2002년 12월의 6년간은 총 168건에 불과했으나, 2003년에는 130건, 그리고 2004년에는 660건에 달했다.

7) 민주노총은 구조조정 정책을 비판하는 1998년의 보고서에서 대응방안을 논의하면서 노조의 경영참여에 대해서는 다음과 같이 짧막하게 언급하고 있다. “경영구조의 민주적 재편을 위해서는 노동조합의 경영참가나 통제가 있어야 하고 이를 위한 제도가 마련되어야 한다. 이는 소유의 민주화와 함께 현재와 같은 위기의 재발가능성을 줄이고 위기가 다시 발생할 경우 문제를 국가적 사회적 연대의 원칙 하에 해결할 수 있도록 할 것이다.” 전국민주노동조합총연맹(1998a) 참조.

8) 현대자동차는 2003년 8월 노사분규의 진통 끝에 노조의 요구를 받아들여 ‘노사 공동결정 없이 국내공장의 축소·폐쇄나 정리해고·희망퇴직을 하지 않는다’고 합의했다. [그렇지만 대법원은 현대자동차 노사가 합의한 단체협약 내용 중 경영권 참여 부분은 대법원 판례를 기준으로 볼 때 법적 효력이 없는 것으로 해석된다고 밝힌 바 있다. (해럴드경제, 2004년 8월 3일)]

9) 현대증권은 2004년 5월의 주주총회에서 노조와 우리사주조합이 소수주주와 연대하여 추천한 사외이사를 선임함으로써 노조가 사외이사 선임에 참여하는 첫 기록을 남겼다.

외국인의 적대적 기업인수 위협의 원인을 분석하고 재계가 요구하는 경영권 방어제도의 도입 타당성 여부를 논의한 후 재계와 정책당국의 대응방안과 기관투자자의 바람직한 역할을 제시한다. 제4절에서는 노동계의 경영참여 요구에 대한 배경을 분석하고, 주요국에서 종업원이 경영에 참여하는 메커니즘을 비교한 후에 노사 간의 상생(相生)을 위한 경영참여 방안과 종업원의 소득상실 위험을 낮출 수 있는 방안을 제시한다. 제5절은 요약과 결론을 담고 있다.

II. 기업지배구조의 미국모델과 유럽모델

우리나라는 경제위기 이후 기업지배구조를 크게 개선했다. 기업지배구조의 개선은 주로 대주주의 전횡에 맞서 소수주주를 보호하기 위하여 기업의 내부통제장치를 구축하는 것이었다. 그러나 기업지배구조에 관한 논의는 두 가지 측면에서 비교적 제한적이었다. 첫째, 기업지배구조의 개선이 주로 이사회와 회계투명성과 같은 내부통제장치의 강화에 초점을 맞추어 진행되어 왔기 때문에, 적대적 기업

인수와 제품시장의 경쟁과 같은 외부통제장치에 관한 논의는 활발하지 못했다. 둘째, 기업지배구조의 개선에 관한 논의에 등장하는 이해관계를 주로 지배주주와 소수주주 간의 관계에 한정하여 왔다.¹⁰⁾ 그 결과 기업시스템의 3대 축인 소유·경영·고용 각각의 이해당사자인 주주, 경영자, 종업원 중에서 종업원은 배제된 틀 속에서 기업지배구조가 논의되어 왔다. 다수의 국민이 한국사회에서 최대의 문제로 노사관계를 지적하고 있지만 정작 기업지배구조의 담론에서는 종업원이 중요한 이해관계자로 포함되지 않았다는 사실은 아이러니가 아닐 수 없다는 판단이다.¹¹⁾ 이제 노동계가 종업원의 경영참여를 정식으로 제기하는 차제에 재계, 노동계, 학계, 정책당국은 “종업원과 기업지배구조”의 문제를 보다 체계적으로 다룰 필요가 있다고 본다.¹²⁾

하버드 법대의 Roe(2003)의 연구는 노사평화를 달성하는 방법이 기업지배구조에 미치는 영향을 국가 간의 비교를 통해 명쾌하게 분석하고 있다.¹³⁾ Roe 교수의 이론은 적대적 기업인수와 종업원 경영참여의 문제를 중요한 요소로 분석하고 있으므로 우선 Roe의 이론을 소개한 후 우리나라에 중요한 시사점을 논의하기로 한다.¹⁴⁾

-
- 10) Kraakman et al.(2004)에 따르면 회사법은 회사형태를 통한 경제활동이 필연적으로 야기하는 세 가지 종류의 이해관계 (즉, 주주와 경영자, 지배주주와 소수주주, 주주와 주주 이외의 주요 이해관계자인 종업원 및 채권자)에서 발생하는 이해상충과 대리인 문제를 해결하려는 제도이다. 그런데 각국에서 특별히 중시되는 이해관계의 내용에는 다소 차이가 있다. 미국의 대기업은 소유가 분산되어 있기 때문에 미국에서 먼저 발전한 기업지배구조 이론은 주주와 경영자 간의 이해상충 문제에 초점을 맞추고 있다. 소유가 집중되어 있고 지배주주가 경영을 하는 한국의 대기업의 경우에는 지배주주와 소수주주 간의 이해상충이 기업지배구조 문제의 핵심이다. 그러나 유럽에서는, 곧 자세히 논의하겠지만, 주주와 종업원 간의 이해상충이 기업지배구조 문제의 핵심이다.
- 11) 지배구조와 노사관계는 한국경제의 중요한 현안이고, 정치경제학적 관점에서 보면 양자는 밀접하게 연관되어 있지만, 지배구조를 연구하는 학자와 노동문제를 연구하는 학자 간의 학제적 연구는 부족하였다.
- 12) 종업원이 기업지배구조에서 중요한 이해관계자로 포함되어야 한다는 전제하에 노동과 지배구조의 연관된 문제들을 연구한 훌륭한 논문들은 Blair and Roe(1999) 참조
- 13) 최근 La Porta et al.(1997, 1998, 1999, 2000) 및 다수의 재무학자들은 각국의 법제도의 차이를 기업지배구조와 금융시스템의 차이를 가져오는 근본적인 원인으로 파악하는 연구를 진행하여 왔으나, 흥미롭게도 법학자인 Roe(1994, 2003)는 법제도보다는 정치가 기업지배구조와 금융시스템의 차이를 조려하는 근본적인 동인(動因)이라는 소수의견을 매우 설득력 있게 개진하여 왔다.
- 14) 적대적 기업인수와 종업원의 경영참여는 결국 기업지배구조의 문제인데, 특히 2004년 4월 총선 이후 정치권력의 축이 유럽식 사회민주주의를 선호하는 진보적인 그룹으로 이행하고 있는 상황에서 기업지배구조를 정치경제학적인 시각에서 접근할 필요성이 한층 커졌다.

2.1 미국모델과 유럽모델의 비교

기업구조를 단순하게 구분하면 미국모델과 유럽모델이 있다. Roe교수에 의하면 두 모델 간의 여러 가지 차이는 사회평화(social peace), 특히 노사평화(labor peace)를 달성하는 방법의 차이에 연유한다. 활발한 생산활동의 필요조건은 노사평화인데, 정치철학이 다른 미국과 유럽은 노사평화를 달성하는 방법의 측면에서도 서로 다르다. 유럽에서는 사회민주주의가 지배적이고, 미국에서는 자유민주주의가 지배적이다.¹⁵⁾ 정치철학의 차이는 소유경영·고용을 축으로 하는 기업지배구조에 뚜렷한 차이를 가져오고, 제품시장의 경쟁구조와 증권시장의 발전에도 지대한 영향을 미친다.¹⁶⁾ 유럽에서는 주주, 경영자, 종업원 중에서 종업원의 이해를 가장 중시함으로써 노사평화를 달성한다. 예컨대, 독일에서는 종업원의 경영참여를 통해 종업원의 이해를 보호한다. 미국에서는 주주의 이해를 가장 중시하지만, 지배적인 집단의 등장을 억제하고,¹⁷⁾ 공적 사회안전망과 사적 연금제도 및 종업원과의 이익공유제도를 통해 노사평화를 유지한다.

미국과 독일을 자세히 비교함으로써 정치가 기업 구조에 어떻게 영향을 미치는지 살펴본다. 우선 독

일의 경우를 보자. 종업원은 이사선임에 참여함으로써 종업원의 이익을 보호한다. 그러나 법에 의해 종업원이 선임하는 이사가 절반을 차지하는 감독이사회는 활발한 정보교환과 토론이 부재하여 그 기능이 취약하다.¹⁸⁾ 경영자와 주주의 이해를 일치시키는 제도적 장치도 발전하지 못했다. 경영자 보상이 약하고, 적대적 기업인수가 어려우며, 투명성도 낮다.¹⁹⁾ 이로 인해 경영자는 확대지향, 위험회피, 구조조정기피의 성향을 보인다. 이러한 이유로 경영자의 대리인 비용(managerial agency cost)이 높아 소유분산체제로는 효율성을 높일 수 없어 대주주가 존재하는 소유집중체제를 갖고 있다.²⁰⁾ 그 결과 공개기업의 수가 작고, 증권시장의 발전도 미약하다. 빈번한 구조조정을 불가피하게 하는 시장 경쟁은 억제되는 경향이 있다. <표 1>에서 볼 수 있듯이, 이 모든 기업구조의 측면에서 미국은 독일과는 정반대의 경향을 보인다.

Roe는 정치철학이 심오한 영향을 미치는 기업지배구조의 여러 요소들 간의 연관성을 특히 중시한다. 이들 연관성은 중요한 정책적 시사점을 제공하는데, 기업지배구조의 제도적 개선을 위한 정책에는 일관성이 있어야 한다는 것이다. 예컨대, 노동유연성은

- 15) 물론 각국의 보편적인 정치이념에는 대단히 복잡하고 다양한 변수와 전통의 굴곡이 존재해 있으므로 '유럽은 사회민주주의, 미국은 자유민주주의'라는 획일적인 등식은 다소 무리한 구분일 수 있다. 그러나 이러한 단순한 이분법적 분석은 정치가 기업제도에 미치는 영향의 큰 흐름을 이해하는데 유용할 수 있다.
- 16) Roe(2003)는 정치가 노사관계를 통해 기업지배구조와 시장의 경쟁 등 기업시스템의 여러 요인에 영향을 미치는 현상을 달(月)이 조류에 영향을 미치는 현상에 비유하고 있다.
- 17) Roe(1994)는 미국기업의 소유·지배구조의 특징인 소유분산 및 소유와 경영의 분리는 거대한 금융자본이 출현하여 산업자본을 지배하는 것을 막으려는(예컨대, 1980년대까지 은행의 타주(他州) 점포설치가 법적으로 금지되어 거대 은행의 출현이 불가능했음) 미국 국민의 독특한 정치철학을 배경으로 하고 있다는 신선한 주장을 한 바 있다.
- 18) 이른바 공동결정(codetermination)이라 불리는 독일의 종업원 경영참여 방법에 대한 자세한 논의는 제4절에서 다룬다.
- 19) 노조가 적대적 기업인수를 거부하는 가장 중요한 이유는 새로운 지배주주가 등장하면서 기존의 묵시적인 장기고용계약을 파기하여 해고 등 종업원에게 불리한 인사정책을 펼칠 가능성이 높아지기 때문이다. 기업인수합병(M&A)의 보다 자세한 내용은 제4절에서 다룬다. Shleifer and Summers(1988)는 기업의 인수자가 얻는 진정한 이득의 원천은 대부분 피인수기업의 주주 외의 이해관계자들, 특히 종업원들로부터 자신들에게 부(富)를 이전하는 것이라고 주장한다.
- 20) 주식을 분산하면 뚜렷한 '주인'이 없게 되는데, 종업원의 영향력이 큰 기업에서 주인이 없으면 전문경영자의 대리인 비용이 높아진다. 이러한 상황에서는 주식을 분산매각하면 제값을 받을 수 없기 때문에 기업공개를 하더라도 반드시 지배주주의 지분을 유지하며, 지배주주가 지분을 매각할 때도 분산매각보다는 집중매각을 하는 경향이 있다. 그 결과 유럽 기업의 소유는 소수 대주주에게 집중되는 경향이 강하다.

〈표 1〉 정치가 기업지배구조에 미치는 영향

	미국	유럽
정치철학	자유민주주의	사회민주주의
종업원 경영참여	없음	활발
노동시장	유연	경직
경영자 규율	강함	약함
-보상제도	강함	약함
-적대적 기업인수	수월함	어려움
-투명성	높음	낮음
경영목표	주주가치 극대화	기업가치 극대화*
소유구조	분산	집중
기업공개	활발	위축
증권시장	발달	취약
제품시장경쟁	높음	낮음

*기업가치 극대화에서는 이해관계자, 특히 종업원의 가치를 중시함.

자료: Roe (2003) 이론을 필자가 요약

유럽의 수준으로 낮으면서 제품시장의 경쟁과 적대적 기업인수의 용이성은 미국의 수준으로 높도록 하는 것은 서로 부합할 수 없기 때문에, 사회평화를 달성하고 기업효율성을 증진하기가 어렵다는 것이다.

2.2 한국에 적합한 모델은?

이제 적대적 기업인수와 종업원 경영참여로 논의를 좁혀 보자. 미국식 자본주의에서는 적대적 기업

인수가 자유롭게 허용되는 반면에 종업원의 경영참여는 지극히 제한된다. 그러나 독일과 같은 유럽식 자본주의에서는 적대적 기업인수가 지극히 어렵지만 종업원의 경영참여는 광범위하게 허용되고 있다. 한국의 제제는 우호적 기업인수는 찬성하지만, 적대적 기업인수와 종업원의 경영참여는 반대한다.²¹⁾ 노동계는 적대적 기업인수는 물론 우호적 기업인수도 반대하는 경향이 있고,²²⁾ 내국인보다는 외국인에 의한 기업인수를 더 적극 반대한다.²³⁾ 종

- 21) 최근 M&A와 관련한 정책 건의를 가장 활발히 하고 있는 경제단체는 대한상공회의소이다. 대한상공회의소(2004a)는 "2003년도 국내 기업 간 M&A 건수는 3년 연속 감소하면서 2000년 대비 19.7% 줄어든 473건에 그쳤으며, 대기업에 대한 출자총액규제와 반재벌 정서의 완화, 벤처기업 간 M&A에 걸림돌로 작용하고 있는 주식매수청구권 제도의 개선 등 M&A 활성화 대책을 촉구했다. 한편, 대한상공회의소(2003d)는 "구미 선진국에서는 적대적 M&A에 대한 다양한 방어수단을 인정하고 있는 반면 우리는 오히려 최소한의 방어행위마저 규제하고 있으므로, 기업들이 본연의 경쟁력 제고활동에 전념할 수 있도록 경영권 방어제도를 개선해야 한다"라고 주장하였다.
- 22) 노동계는 M&A를 적대적인 경우와 우호적인 경우로 구분하지 않고 "한마디로 경영권을 생탈함으로써 기업을 인수합병하여 이윤을 획득하는 과정이 곧 M&A라고 할 수 있다"라고 정의하고 있으며, "M&A당하는 사업장의 경우 노동조합이 할 수 있는 대응"에 있어 가장 중요한 것은 "고용, 단협, 노조의 승계여부이다."라고 기술하고 있다. 전국민주노동조합총연맹(2000) 참조.
- 23) 노동계는 외자유치를 비판하면서, "외자유치로 일자리가 창출될까? 여기에 대한 답은 역시 부정적이다. 왜냐하면 인수합병 중심의 직접투자에는 구조조정이 반드시 있게 되고, 현재 자본에게 구조조정은 곧 대량해고를 의미하기 때문이다. 이런 문제제기가 있을 수 있겠다. 완전히 없어질 기업을 외자유치를 해 구조조정을 하면 일자리 중 일부라도 살리는 게 아닌가? 일리가 있어 보인다. 그러나 외자유치의 명목으로 초긴축정책을 실시하여 도리어 흑자기업을 죽이고 있는 게 더 문제가 아닐까? 병 주고 약(그것도 효능이 확실하지 않은 약!) 주는 사람에게 약을 준다고 고마워할 수는 없다."라고 기술하고 있다. 전국민주노동조합총연맹(1998b) 참조.

〈표 2〉 재계와 노동계 입장의 비교

	적대적 기업인수	종업원 경영참여
재계	반대(유럽모델)	반대(미국모델)
노동계	반대(유럽모델)	찬성(유럽모델)

업원의 경영참여는 당연히 찬성한다. 다시 말해서, 〈표 2〉에 요약하였듯이, 노동계는 유럽모델을 선호하고 있는데 반하여, 재계는 기업인수와 관련해서는 유럽모델을, 종업원의 경영참여와 관련해서는 미국모델을 선호하고 있다.²⁴⁾ Roe교수의 이론에 의하면 재계의 입장에는 일관성이 없고, 노동계의 입장에는 일관성이 있다. 그러나 노동계가 선호하는 유럽모델이 과연 한국의 경제환경에 적합한지에 대해서는 의문이 든다.

2004년 4월에 치른 총선 이후 유럽식 사회민주주의 모델에 대한 동경심이 증가하고 있지만, 한국에는 네 가지 이유로 인해서 유럽모델보다는 미국 모델이 더 적합하다는 판단이다. 첫째, 우리나라는 이미 미국식 지배구조장치를 다수 도입하였다. 사외이사, 감사위원회, 적대적 기업인수, 경영자 보상, 회계 투명성, 집단소송 등은 모두 미국식 지배구조의 장치들이다. 둘째, 한국은 경제구조상 유연한 구조조정이 가능한 미국식 시장경제체제를 지향할 수밖에 없다. 한국은 수출입의 규모가 GDP의 80%에 달할 정도로 대외의존도가 높기 때문에 외

부충격에 종종 크게 노출된다.²⁵⁾ 따라서 M&A와 노동유연성을 포함하는 구조조정 장치가 제대로 작동하지 않는다면 한국은 외부충격을 흡수하기 어렵다. 셋째, 한국은 기술집약적인 신성장산업을 육성해야 하는데, 이러한 산업의 육성과 발전의 측면에서 보면 유럽보다는 미국의 시장경제모델이 우월하다. 실제로 최근 정부가 선정한 10대 차세대 신성장동력산업은 OECD 국가들 중에서 유럽식 지배구조와 은행중심의 금융시스템을 유지하는 국가보다는 영미식 지배구조와 자본시장 중심의 금융시스템을 유지하는 국가에서 더 빨리 성장하고 있는 것이 실증적으로 관찰되고 있다.²⁶⁾ 넷째, 1980년대까지는 어느 모델이 더 우월하다고 단정할 수 없었지만, 1980년대 이후의 환경변화는 미국모델을 더 우월하게 만들고 있다. 일반적으로 효율만 고려하면 미국모델이 더 우월하지만, 1980년대까지 유럽 국민들은 효율보다는 장기적인 사회평화를 더 선호했다. 그러나 유럽통합과 세계화의 진전으로 치열한 경쟁에 직면하게 된 유럽 각국은 싫고 느리지만 미국모델을 모방하고 있다.²⁷⁾

24) 재계와 노동계는 모두 적대적 기업인수를 반대하므로, 공동의 정치적 노력을 통해 적대적 기업인수가 어렵도록 제도를 바꿀 가능성이 있다.
 25) 한국은행 통계에 의하면 GDP 대비 수출입 규모의 비중 (2001년 기준)이 미국과 일본은 각각 23.4%와 21.0%에 불과하고, OECD 국가 중에서 대외의존도가 높은 독일도 69.2%로 70% 이하지만, 한국의 경우에는 83.4%에 달한다.
 26) OECD 국가를 유럽식 기업지배구조와 은행중심의 금융시스템을 유지하는 국가와 영미식 기업지배구조와 자본시장중심의 금융시스템을 유지하는 국가로 구분했을 때, 한국 정부가 선정한 10대 차세대 신성장 동력산업은 모두 영미식 기업지배구조와 자본시장중심의 국가에서 빠르게 성장하고 있다. 실질부가가치 기준으로 1991년~2001년 기간 중 10대 산업의 평균 성장률을 보면, 은행중심 국가에서는 1.2%에 불과하지만 자본시장중심 국가에서는 3.0%에 달했다. 자세한 내용은 신보성·빈기범·김재철(2004) 참조.
 27) 최근 한국의 이해관계자 그룹들은 자신들의 주장을 뒷받침하기 위해서 유럽식 모델의 특정부분을 예로 드는 경향이 있다. 예컨대 노동계와 진보적인 인사들은 네덜란드의 종업원 경영참여 모델을 예로 들고, 재계와 보수적인 인사들은 스웨덴의 소유집중과 가족경영을 예로 든다. 유럽 각국의 이러한 제도들은, 비록 오랫동안 성공적으로 유지되어 왔으나, 국제경쟁이 치열해지면서 전통적인 사회보장과 지배구조를 유지하기가 어려워진 1990년대부터는 서서히 바뀌고 있음을 주목할 필요가 있다.

미국모델을 그대로 따른다면 적대적 기업인수를 광범위하게 허용하고, 종업원의 경영참여는 지극히 제한하는 것이 마땅할 것이다. 그러나 나라마다 특수한 상황이 있기 때문에 어느 나라의 모델을 그대로 모방하면 부작용이 있을 수 있다. 그러므로 비록 미국모델이 한국에 더 적합하다고 조심스럽게 판단하지만, 한국의 특수한 현실을 고려하여 적대적 기업인수와 종업원 경영참여라는 두 가지 문제에 대한 해법을 모색해야 할 것이다. 적대적 기업인수와 종업원 경영참여의 문제와 관련이 있는 한국의 특수한 상황이란, 재벌중심의 경제구조 하에서 기업지배구조와 제품시장의 경쟁이 아직 취약하고, 주식시장에서 외국인이 차지하는 비중이 매우 높으며, 사회안 전망이 취약하고 노사관계도 지극히 불안정한 과도기에 있다는 것이다. 그렇다면 미국모델을 기본적으로 따르면서 한국적 현실이 고려된 적대적 기업인수와 종업원의 경영참여 문제에 대한 해법은 무엇일까.

III. 외국인에 의한 적대적 기업인수의 배경과 대응방안

한국의 기업지배구조는 지난 몇 년간 크게 개선되었음에도 불구하고, 여전히 취약한 실정이다. 예컨대, 스위스의 IMD가 2004년에 각국의 기업지배구조를 평가한 바에 의하면 한국은 60개 국가 중에서 51위에 불과하고, 2003년도 World Economic Forum의 평가에 의하면 한국은 49개 국가 중에

서 33위에 불과하다.²⁸⁾ 한국의 기업지배구조는 아직도 대만, 말레이시아, 태국 등 아시아 국가의 지배구조에 비해서도 취약한 한 것으로 평가되고 있다. 특히 IMD는 한국이 기업지배구조의 측면에서 중국보다도 뒤떨어지는 것으로 평가하고 있다.

흔히 지배구조라고 하면 투자자보호와 기업효율성을 높이기 위한 내부 및 외부의 통제장치를 의미하며, 여기에는 이사회 구성 및 운영 등을 포함하는 내부통제장치, 그리고 적대적 기업인수라는 외부통제장치가 포함된다. 그런데 이러한 전통적인 지배구조의 개념에 더해 최근에는 제품시장의 경쟁구조도 중요한 통제장치가 될 수 있다는 주장이 제기되고 있다.

3.1 경쟁구조와 기업성과

실제로 펜실베이니아 대학의 Franklin Allen 교수는 제품시장의 경쟁은 내부통제장치나 적대적 기업인수 못지않게 기업성과의 강력한 유인을 제공한다고 주장한다. Allen(2000)은 독일, 프랑스, 일본 기업의 경우 전통적인 의미의 기업지배구조는 취약함에도 불구하고 미국이나 영국 기업보다 더 나은 성과를 거두고 있는 기업이 많다는 사실을 목격하였다. 그러므로 기업지배구조가 반드시 기업성과의 필요조건은 아니라고 주장한다. 아울러 전통적인 의미로 볼 때 취약한 지배구조를 가진 비영리기업 중에서도 영리기업과 경쟁하는 경우에는 높은 성과를 보이는 기업이 많다는 사실도 증거로 들고 있다.²⁹⁾ 그리고 토요타와 같은 기업은 사외이사가 전혀 없

28) 자세한 통계는 박상용·장하성 (2004)참조

29) 비영리법인의 지배구조가 일반적으로 취약한 이유는 경영권과 배당권을 모두 갖는 이른바 '주인'이 없고, 이사회는 스스로 이사를 선임하는 자기영속적(self-perpetuating) 기관이며, 따라서 비리나 범위반이 있어 감독당국이 개입하는 경우를 제외하면 외부통제를 받지 않기 때문이다.

는 등 미국식 기준으로 보면 지배구조가 매우 취약한 기업이지만 우수한 성과를 보이고 있다는 점에 주목하면서, 세계시장에서의 치열한 경쟁이 토요타가 가진 전통적인 의미에서의 지배구조의 취약성을 보완하고 있다고 주장한다. 요컨대 Allen은 대리인 이론에 입각한 전통적인 지배구조이론의 한계를 지적하면서 제품시장과 요소시장의 역동적인 경쟁환경 조성이 기업성과의 향상을 유인하는 제도적 대안임을 밝히고 있는 것이다.

한국의 경쟁환경은 어떠한가. 1990년대에 이른바 세계화 시대가 도래하면서 국내시장의 독과점구조가 경쟁구조로 바뀌어 가고 있다. 경쟁구조의 변화추이를 산업집중도를 기준으로 살펴보자.³⁰⁾ 1990년에는 197개의 제조업에서 상위 4개사의 시장점유율(CR4)이 50%를 초과하는 업종의 수가 169개로 전체 업종의 85.9%를 차지했고, CR4가 70%를 초과하는 업종의 수는 126개로 전체 업종의 64.1%에 달했다. 반면 2001년에는 CR4>50%인 업종이 66.7%, 그리고 CR4>70%인 업종은 45.4% 수준이었다. 이 통계는 지난 10여 년간 한국의 제품시장에서 경쟁이 비교적 큰 폭으로 제고되었음에도 불구하고 여전히 집중도가 높고, 그만큼 경쟁이 취약하다는 사실을 보여 주고 있다.

3.2 적대적 기업인수로 한국주식의 저평가(Korea Discount) 해소?

결국 한국은 내부통제장치와 제품시장의 경쟁구조가 취약하기 때문에, 외부통제장치인 적대적 기

업인수가 효과적으로 작동될 필요가 있다. 물론 한국의 다수 기업들이 치열한 세계경쟁에 노출되어 있고, 국제적인 일류기업들도 일부 있기 때문에 내부통제장치와 적대적 기업인수 제도의 필요성이 높지 않다는 주장을 할 수도 있을 것이다. 그러나 한국기업의 저평가 현상을 일컫는 이른바 'Korea Discount' 문제는 어떻게 할 것인가. 주가수익비율(PER)을 기준으로 보면, 한국은 선진국은 물론 아시아 국가들 중에서도 언제나 가장 낮은 수준이다.³¹⁾ 예컨대, 2004년 2월 현재 일본을 제외한 아시아 국가들의 평균 PER은 13.6이지만, 한국기업의 평균 PER은 12.9에 불과하다. 한국의 대표적인 우량기업인 삼성전자의 2004년 2월 현재 PER은 9.8로 인텔사의 24.2는 물론이고, 부실기업으로 적자 상태에 있는 Micron Technology社를 제외한 대부분의 글로벌 반도체회사의 PER보다 낮은 수준에 머물고 있다. 요컨대, 한국기업들은 기업지배구조와 국내경쟁구조의 취약함으로 인해서 잠재력을 최대한 실현하지도 못하고, 시장에서 제대로 평가받지도 못하고 있으므로, 적대적 기업인수 제도를 보완적인 수단으로 이용하여 기업의 성과 향상을 촉진할 필요가 있다는 판단이다.

최근 적대적 기업인수와 관련된 논란의 핵심은 내국인보다는 외국인에 의한 기업인수 위협이다. 그 배경에는 외국인의 주식보유 비중이 급격히 증가하는 와중에 소버린펀드와 SK(주) 간의 드라마와 같은 경영권 다툼이 자리하고 있다. 외국인의 상장주식 보유비중은 1997년에는 불과 14.6%에 불과했으나, 2003년 말에는 이미 40%를 초과했다.³²⁾ 한

30) 이하의 통계는 이인범·홍재형 (2004) 참조.

31) 이하의 통계는 박상용·장하성 (2004) 참조.

32) 2003년 말 기준으로, 시가총액 상위 20개 종목의 외국인 보유비중은 49.6%이고, 외국인 지분율이 10% 이상인 회사는 129개사로 전체 상장사 684개사의 18.9%이었으며, 외국인 단독으로 5% 이상 투자한 회사도 124개사에 달한다(공정거래위원회 (2004a) 참조).

편, 2003년 4월 이후 소버린과 SK(주) 간의 '전투준비' 상황은 언론에 자주 보도되었으며, 2004년 3월의 주총대결은 많은 국민에게 중요한 관심사였다.³³⁾ 외국투자자 비중의 급격한 증가와 'SK 사건'이 겹치면서 언론은 외국인의 적대적 기업인수 위협을 경고하기 시작했고, 재계는 여론에 편승하여 적대적 기업인수의 폐해를 다소 과장하면서 경영권 방어장치의 제도적인 보완을 요구하는 일종의 '캠페인'을 벌이고 있다는 판단이다. 재계에서 외국인의 적대적 기업인수를 두려워하는 가장 중요한 이유는 외국인에게는 재계의 막강한 정치적 영향력을 행사할 수 없기 때문일 것이다.

3.3 적대적 기업인수의 부작용과 재계주장의 허실

아직 외국인의 적대적 기업인수가 성공한 사례는 없지만, 재계는 다음의 세 가지 부작용을 우려하여 외국인의 적대적 기업인수를 차단해야 한다고 주장한다. 첫째는 외국인들의 요구에 따라 현금흐름과 배당에만 치중할 경우 미래 성장을 위한 투자가 소홀해 질 가능성이 있다는 것이다. 예컨대, 대한상공회의소는 "자사주 매입이나 배당확대 등 현금투입형 경영권 방어대책은 단기적으로는 주가안정과 주주중시경영에 기여하는 긍정적인 측면도 있으나, 비생산적인 M&A방어에 과도한 현금이 소요돼 그

만큼 투자여력을 감소시키고 결국 성장잠재력이 위축되는 부작용을 낳는다"라고 주장한다.³⁴⁾ 둘째는 적대적 기업인수를 우려하는 기업들이 경영권 보호를 위해 자사주 매입이나 계열사 간 순환출자를 확대함으로써 소유구조 왜곡이 오히려 심화될 가능성이 있다는 것이다. 실제로 일부 대기업집단의 경우 적대적 기업인수에 대응하기 위해 계열사 간 출자를 확대하고 있는 것으로 알려져 있다.³⁵⁾ 셋째는 주식매입 경쟁, 역(逆)공개매수, 그린메일 수락 등을 통해 경영권을 방어하는 과정에서 자금사정이 악화될 가능성이 있다는 것이다.³⁶⁾

우선 재계의 첫 번째 주장, 즉 외국인의 적대적 기업인수에 대한 방어수단으로 배당을 늘림으로써 현금을 '비생산적인' 용도에 낭비한다거나 외국인의 배당압력으로 '국부가 유출'된다는 주장은 아직 뚜렷한 증거도 없고 논리적 타당성도 약하다. 증권거래소 상장기업을 대상으로 한 실증분석에 의하면 외국인 주식보유 비중의 증대에 따라 기업의 배당수준이 급격히 높아졌다는 증거는 없다.³⁷⁾ 우선 2003년도 외국인에게 지급된 배당금이 전체 상장기업 배당금에서 차지하는 비중은 37.4%로, 2003년 말 외국인 주식보유비중 40.1%와 비슷한 수준이다. 아울러 배당성향과 외국인 주식보유비중 간에는 연관성도 없는 것으로 나타났다.

최근 배당이 증가하고 있는 것은 한편으로는 기

33) NAVER.COM에 의하면 2003년 4월 ~ 2005년 3월의 기간 중 뉴스의 제목에 소버린과 SK가 들어있는 건수는 무려 1,295건이 있다. 빈번한 뉴스보도에 접한 국민들은 일종의 심리학적인 현상인 이른바 'Hubris' 현상에 빠져서, 앞으로 소버린과 같은 외국의 금융투자자가 한국의 대기업을 공격할 가능성이 실제보다 훨씬 더 높다고 믿고 있을 것으로 추측된다.

34) 대한상공회의소 (2004c)

35) 공정거래위원회 (2004a)

36) 그린메일이란 주식매집으로 적대적 기업인수 위협을 가한 후 상대회사에 비싼 값에 매입할 것을 요구하는 행위이다. 아울러, 1997년 신동방그룹이 외국계자본과 연계하여 대농그룹 미도파에 대한 적대적 사업인수 시도 시 대농은 우호지분 매입, 사모CB·BW 발행으로 경영권 방어에는 성공했지만 자금난 가중으로 결국 그룹이 해체되었다. [공정거래위원회(2004a) 참조]

37) 구체적인 결과는 김재철·빈기범·신보성·오승현·조성훈 (2004) 참조. 사실 외국인지분과 배당성향이 서로 정(正)의 상관관계를 갖는다 하더라도, 외국투자자의 영향으로 배당이 증가했다고 할 수는 없다. 그 이유는 외국인은 주로 우량 대기업의 주식을 많이 보유하고 있는데, 다수의 우량 대기업들은 대체로 이익과 현금은 풍부하지만 투자기회는 부족한 상황에 놓여 있기 때문이다.

업의 투자기회가 부족하고, 또 다른 한편으로는 정부가 시가배당률의 공시를 의무화하고 증권거래소가 배당지수를 개발하는 등 고(高)배당을 독려하고 있기 때문이다. 투자기회가 부족하여 쌓인 잉여현금은 배당을 늘리거나 자사주를 매입하여 소각하는 방법으로 주주에게 배분해야 주주가치가 높아진다. 미국의 많은 대기업들이 1980년대 중반까지 잉여현금을 주주에게 배분하는 대신에 수익성이 없는 사업에 투자하다가 실패한 경험을 잘 알고 있는 외국인 투자자들이 잉여현금이 많은 기업에게 고배당 압력을 행사하고 있는 것은 사실이지만,³⁸⁾ 풍부한 투자기회가 있는데도 불구하고 배당압력을 하는 경우는 흔치 않을 것이다.³⁹⁾

다음으로 경영권 보호를 위해 자사주를 매입하거나 순환출자를 늘리는 것이 불가피하다는 주장에 대해 살펴보자. 경영권 방어를 위한 자사주 매입규모는 정확히 파악되지 않고 있으나, 최근 자사주 매입규모가 증가하고 있음에 비추어 볼 때, 실제로 일부 대기업들은 경영권 방어를 위한 목적으로 자사주를 매입하고 있는 것으로 추측된다. 경영권 방어를 최대의 현안으로 간주하는 대기업들이 "비생산적인 적대적 M&A 방어에 과도한 현금을 투입함으로써 투자여력이 감소되고, 그 결과 성장잠재력이 위축되는 부작용이 초래된다"는 대한상공회의소

의 주장이 사실이라고 하자. 그러나 기업들이 경영권 방어를 위하여 양질의 투자기회가 있음에도 불구하고 현금을 자사주 매입에 투입하거나, 혹은 보유현금을 기업가치를 하락시키는 계열사 간 순환출자에 투입한다면, '누구를 위한 경영권 방어인가'라는 질문이 대두될 것이다. 이러한 기업의 행위는 불과 1.5%의 지분을 갖고 있는 재벌총수의 이익을 보호하기 위하여 98.5%를 소유한 여타 주주의 부를 훼손시키는 것이고,⁴⁰⁾ 또 상법상 이해상충이 있는 자기거래(self dealing)를 금지하는 이사의 충실의무(duty of loyalty)를 위반하는 것이라는 의문도 제기될 수 있을 것이다.⁴¹⁾

3.4 출자회사 할인이 적대적 기업인수 위협의 촉발원인

외국인의 적대적 기업인수에 가장 적나라하게 노출되어 있고, 따라서 경영권 방어가 최대 현안인 기업들은 재벌의 중간지주회사 역할을 하는 대기업들이다. 특히 지배-소유 간의 괴리도가 큰 재벌의 경우 경영권 공격에 노출되어 있다.⁴²⁾ 사실 한국의 이른바 '재벌문제'의 핵심은 지배-소유 괴리도가 매우 크고, 그 결과 '경영권의 사적이익'(private benefit of control)도 매우 크다는 것이다. 경영권의 사적이익의 일반적인 척도는 지배주식(controlling

38) 미국기업들이 수익성이 있는 사업에 투자하고 남은 잉여현금흐름(free cash flow)을 핵심역량과 는 관계가 없는 사업에 경영자가 '제국건설(empire building)을 목적으로 투자하는 성향이 미국 병의 핵심이라고 지적하면서 잉여현금흐름을 주주에게 과감하게 배분할 것을 제안한 고전적인 논문은 Jensen (1986)이다.

39) 세계에서는 외국인이 대주주로 있는 일부 증권회사 등에서 이익의 몇 배에 해당하는 배당금을 지급하거나 유상감자를 하는 경우를 외국인 기업인수의 폐해가 나타나는 예로 들고 있다. 그러나 이러한 기업들은 주로 과당경쟁이 심하고 수익성이 저조한 업종에 속해 있어서 퇴출(exit)을 하고 싶으나 노조반발 등의 이유로 원만한 퇴출이 어렵게 때문에 고배당이나 유상감자의 방법을 통해서 점진적인 퇴각을 추진하고 있는 것으로 추정되며, 따라서 예외적인 경우에 속한다 하겠다.

40) 2004년 4월 현재 10대 재벌의 총수지분, 특수관계인 지분, 계열회사 지분은 각각 1.5%, 2.5%, 40.8%이며, 이들을 모두 합친 내부지분율은 44.8%이다. [공정거래위원회 (2004b) 참조]

41) 경영자가 사적 이익인 경영권방어를 위해 회사재산을 사용하는 것은 회사의 이익에 반하므로 임무배임행위라는 대법원 판결의 예는 각주 86를 참조.

42) 지배-소유 괴리도란 재벌 총수가 통제하는 의결권 지분과 재벌 총수에게 귀속되는 현금흐름 지분의 차이를 지칭하는데, SK그룹의 경우 2003년도에 지배권은 34.3%고 소유권은 5.0%이어서 괴리도는 29.3%이다. 한국개발연구원 (2003) 참조

shares)의 매도가격과 시가의 차이인 소위 '경영권 프리미엄'이다. 경영권 프리미엄은 통계자료가 없으므로, 경영권의 사적이익 규모를 간접적으로 추정하기 위해서 무의결권 주식과 의결권 주식의 가격 차이인 의결권 프리미엄을 이용할 수 있다. 예컨대 2004년 8월 5일 현재 삼성전자의 보통주와 무의결권 우선주의 가격은 각각 423,000원, 295,000원으로, 의결권 프리미엄은 43%(금액기준 129,000원)에 달한다. 그러나 유한양행의 의결권 프리미엄은 7%에 불과하다.⁴³⁾ Bebchuk et al.(2000)에 의하면 지배-소유 괴리가 심할수록 소수지배주주(controlling minority shareholders)에 의한 다양한 도덕적 해이가 나타날 가능성이 커지는데, 이로 인해 세계 각국의 정부들은 피라미드식 소유구조(stock pyramid), 상호출자(cross-ownership), 차등의결권 주식(dual class equity)을 통한 지배-소유 괴리 현상들을 새롭게 규제하기 시작했다.

우리나라에서 적대적 기업인수를 시도할 외국인 은 장기간의 경영을 목적으로 하는 전략적 투자자 보다는 소버린과 같이 단기간의 시세차익을 목적으로 하는 금융투자자일 가능성이 높다. 그 이유는 대립적인 노사관계, 국민정서, 정부규제, 퇴각(exit)

의 어려움 등을 고려할 때 외국인이 한국기업을 적대적인 방법으로 인수하더라도 성공적으로 장기경영을 하기는 어려울 것이기 때문이다. 또한 인수 후 경영에 실패하는 경우에는 회수할 수 없는 고정비(외국기업의 입장에서 현지기업을 인수·경영하는데 수반되는 추가비용)를 부담해야 하는 문제도 도사리고 있다.⁴⁴⁾ 그러나 지극히 저평가된 기업을 인수하여 커다란 고정비의 부담 없이 저평가 요인을 단기간에 해소할 수 있다면 소버린과 같은 펀드들이 적대적 기업인수를 시도할 가능성은 높을 것이다.

지극히 저평가되었고, 저평가 요인을 단기간에 해소할 수 있는 기업들은 어떠한 기업들인가. 이는 출자회사 할인이 심한 기업들로, 대표적인 예가 SK(주)와 삼성물산이다. 출자회사 할인이란 출자사의 시가총액이 출자사가 보유한 피출자사의 지분 가치에도 못 미치는 현상을 일컫는다.⁴⁵⁾ 대표적인 예로, 삼성그룹과 SK그룹 내에서 계열사지분을 많이 보유하고 있어 소유구조상 중핵회사 역할을 담당하는 삼성물산과 SK(주)의 경우를 살펴보자. <그림 1>에서 볼 수 있듯이, 2003년 4월 1일 현재 삼성물산의 시가총액은 자신이 보유하고 있는 삼성전자 지분(3.8%) 가치의 약 55%에 불과하며,

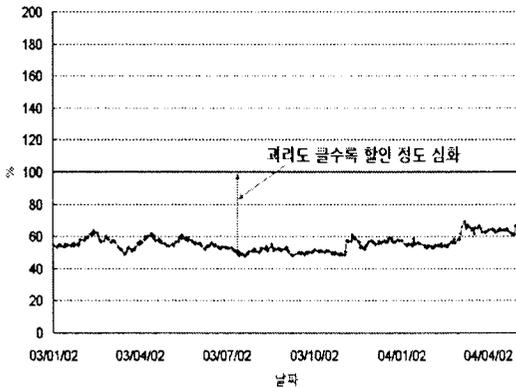
43) 단순히 관찰해도 지배권(의결권)-소유권(현금흐름권) 간 괴리도가 큰 기업집단일수록 의결권 프리미엄이 크고, 따라서 경영권의 사적이익의 규모가 크다는 추측이 가능하다. KDI 연구에서 지배-소유 간 괴리도가 가장 큰 것으로 조사된 그룹들의 몇 개 회사의 의결권 프리미엄(2004년 8월 5일 현재)을 보면, (주)한화는 100%, (주)두산은 188%, (주)SK는 111%, 현대자동차는 85%, (주)LG는 67%, 삼성물산은 94%이다. 물론 의결권만이 보통주와 우선주간의 유일한 차이는 아니기 때문에 가격차이를 전적으로 의결권프리미엄으로만 볼 수는 없다. 예컨대 보통주 대비 우선주의 낮은 유동성은 우선주의 상대가격을 낮추는 경향이 있지만, 보통주 대비 우선주의 1% 추가배당은 우선주의 상대가격을 높이는 작용을 한다.

44) 외국인이 우리나라 기업에서 손을 떼려고 할 경우 취할 수 있는 방법에는 대량지분매각(block sale)과 다수 투자자에게 분산매각의 두 가지가 있다. 그런데 우리나라의 경우, 대규모 투자자가 부재한 관계로 block sale이 사실상 불가능하며, 따라서 시장에서 분산매각하는 방법을 택할 수밖에 없다. 하지만 우리나라에서는 소유가 집중된 상태에서 지배주주가 존재하는 경우가 대부분이기 때문에 분산매각시에는 상당한 가격손실을 각오해야 할 것으로 보인다. Roe(2003)는 소유집중이 이루어진 나라에서 기업공개(IPO)가 어려운 원인을 분산매각에 따른 가격손실에서 찾고 있다.

45) 출자회사 할인 (또는 모회사 할인) 현상에 대한 외국의 연구로는 Cornell and Liu (2001) 및 Mitchell, Pulvino and Stafford (2002) 참조. '출자회사 할인'은 출자회사의 시가총액이 출자회사가 보유한 피출자회사 지분의 시가총액보다 작은 현상을 일컫는데, 만약 출자회사의 자기자본이 부채에 비하여 지극히 작으면 저평가 현상이 아닐 수도 있다. 따라서 출자회사 할인을 기존의 문헌에서와 같이 단순히 측정하는 것은 기업의 재무구조가 극도로 취약하지 않은 경우에만 가능하다.

〈그림 1〉 출자회사 할인의 예

(a) 출자사 삼성물산-피출자사 삼성전자



(b) 출자사 SK(주)-피출자사 SK텔레콤



* 출자회사 할인 = $[(\text{출자회사 시가총액} / (\text{피출자회사 시가총액} \times \text{출자지분})) \times 100]$

SK(주)의 시가총액 또한 자신이 보유한 SK텔레콤 지분(20.85%) 가치의 40%에 지나지 않는다. 그런데 이처럼 출자회사 할인현상이 심할 경우에는, 적은 돈으로 출자회사의 지분을 매입한 다음, 출자회사가 보유하고 있는 주식을 처분함으로써 손쉽게 차익거래를 행할 수 있다.

소버린이 SK(주)를 과감히 공격한 이유는 무엇인가. 다음 세 가지로 추측된다. 첫째, 우선 SK(주)는 2003년 말 현재 내부지분율이 18.2%에 불과하여 소유구조가 취약하므로 공격이 용이하다.⁴⁶⁾ 둘째, 저평가의 정도가 지극히 심하다. 셋째, 저평가를 해소하는 방법이 회사를 장기간 경영하여 성과를 향상시키는 어려운 방법이 아니라, SK(주)를 그룹으로부터 분리하여 보유한 SK텔레콤 주식을 매각 가능한 주식으로 만드는 비교적 수월한 방법

이다. 다시 말해서, 소버린은 일종의 '지배구조 차익거래'(governance arbitrage) 이익을 추구할 목적으로 SK(주)에 대한 공격을 시도한 것으로 추측된다.⁴⁷⁾ 출자회사 할인은 일반적인 주식의 저평가와는 달리 차익거래를 가능케 하는 명백한 저평가이다. 한국주식의 일반적인 저평가 현상을 칭하는 Korea Discount의 배경에는 지배구조의 취약성, 북한의 핵문제, 단기투자 성향, 높은 주가변동성 등 여러 가지 원인이 있다. 그러나 여러 가지 요인으로 발생하는 Korea Discount는 차익거래 기회를 제공하지 못한다. 반면에 출자회사 할인은 소유-지배구조 상의 특정 요인으로 인해서 발생하는 명백한 저평가이기 때문에 차익거래의 기회를 제공한다.

SK(주)의 사례는 적대적 기업인수 위협의 위력

46) 내부지분율이란 재벌 총수 및 특수관계인의 지분과 계열사 지분 및 자사주 지분을 합한 것으로, 계산을 위한 자료의 출처는 금융감독원의 전자공시시스템이다.

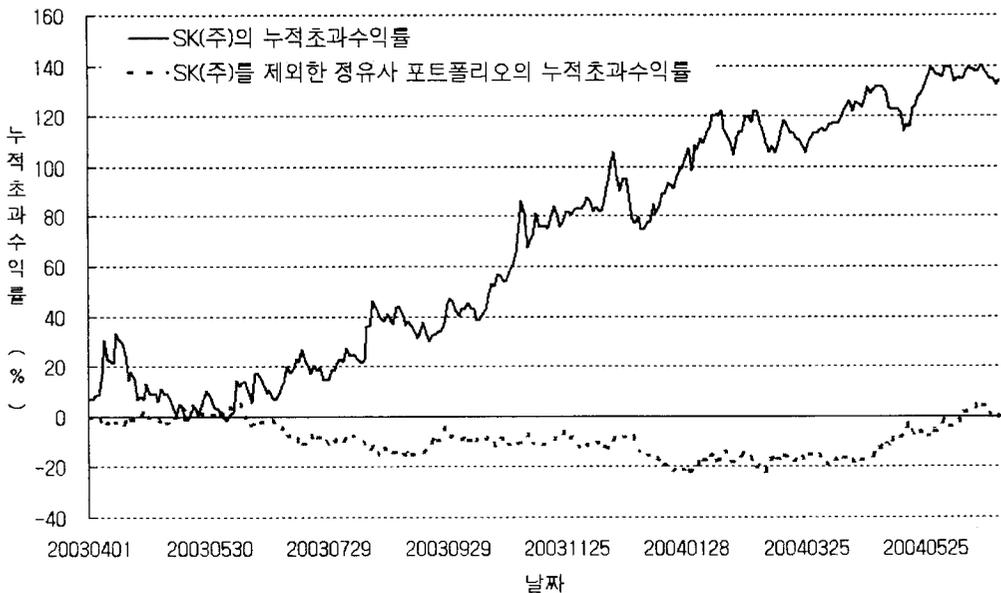
47) 어느 시장에서 일물일가(一物一價의) 법칙이 깨지면 싼 것은 매입하고 비싼 것은 매도하여 가격차이 만큼 이익을 얻을 수 있다. 이러한 거래를 차익거래(差益去來, arbitrage transaction)라 하는데, 차익거래 기회는 부재(不在)는 시장균형의 필요조건이다.

이 어느 정도이며, 또한 기업지배구조의 취약성으로 인한 Korea Discount의 규모가 어느 정도인지를 가늠해볼 수 있는 소중한 기회를 제공하고 있다. 소버린이 SK(주)의 주식을 매집하기 시작한 2003년 3월말에는 SK(주)의 시가총액은 자신이 보유하고 있던 SK Telecom 지분(20.85%) 가치의 40%에 불과하였으나, 소버린이 SK(주)를 실제로 '점령'할 수도 있다는 기대가 최고조에 달했던 2004년 2월 13일에는 150%까지 상승하였다. <그림 2>에서 알 수 있듯이, 2003.4.1~2004.3.31의 1년 동안 SK(주)를 제외한 상장 정유회사의 주가상승률은 주가지수상승률에도 미치지 못하였으므로, 주가지수상승률을 초과하는 SK(주)의 주가

상승은 전적으로 적대적 기업인수 위협에 기인한다고 할 수 있다. 2003년 4월 1일 현재 SK(주)의 시가총액은 1조 1,180억 원이고, 1년간 종합주가지수 상승률을 차감한 SK(주)의 누적초과수익률은 113%이었으므로, 같은 기간 중 순전히 적대적 기업인수 위협으로 인한 SK(주)의 시가총액 상승분은 무려 1조 2,670억 원에 달하는 것이다!

외국인에 의한 적대적 기업인수의 대상이 될 수 있는 기업들은 소유구조가 취약하고 출자회사 할인이 심한 대기업들이다. 이러한 기업들은 일부 예외적인 소수인가, 아니면 다수인가. 불행하게도 답은 다수이다. 출자회사 할인을 결정변수에 대한 박상용·빈기범(2004)의 회귀분석을 이용한 연구결과에

<그림 2> SK(주) 및 정유사 포트폴리오의 KOSPI대비 누적초과수익률(%)*



* 일별 초과수익률 및 이를 누적한 누적초과수익률은 다음과 같이 계산함

- SK(주): SK(주) 일별 수익률 - KOSPI 일별 수익률
- 여타 4개 정유사: 동일가중 정유사 포트폴리오 일별 수익률 - KOSPI 일별 수익률
- 누적초과수익률은 2003년 4월 1일부터 일별 초과수익률을 해당 날짜까지 합산한 수익률

의하면, 그룹의 지배-소유 괴리도가 클수록, 특히 특정 계열사를 지배하기 위한 목적으로 출자를 많이 한 중핵회사일수록, 그리고 지배대상 피출자회사의 규모가 출자회사의 규모에 비해서 클수록 출자회사 할인은 심화되는 것으로 나타났다. 결국 우리나라에서는 취약한 소유구조로 인한 일부 대기업 가치의 저평가현상이 광범위하게 목격되고 있으며, 이러한 저평가 현상을 차익거래의 기회로 포착하려는 적대적기업인수의 위력은 막강하다고 하겠다.

3.5 경합가능한(contestable) 적대적 기업인수시장의 순기능

재계는 경영권방어제도의 역차별 현상을 시정해야 한다고 주장한다. 우선 경영권 방어를 어렵게 만드는 규제 가운데, 우리나라에만 존재하는 사안들에 대해서는 적극적인 규제완화를 요구하고 있다. 경영권 방어에 장애가 되는 규제란 출자총액제한, 계열금융기관 의결권 제한, M&A에 대항한 신주발행 금지(이상 도입입 사안), 금융기관 계열분리 청구제 및 출자총액규제와 연계한 계열사 의결권 행사 규제(이상 도입검토 중인 사안) 등이다. 이와 함께 외국에서 채택하고 있는 경영권 방어 제도들의 조속한 도입도 요구하고 있다. 예컨대, 차등의결권 주식발행, M&A시 저가의 신주매수선택권 부여, 임시주총 소집제한, 법인 간 주식의 상호보유 허용 등의 제도 도입을 희망하고 있다.⁴⁸⁾

그러나 경영권 방어제도의 역차별 현상이 존재하는 원인을 생각해 보면 재계의 요구는 매우 신중하게 검토할 필요가 있다. '역차별'이라고 주장되는 대부분 제도들은 지배-소유 괴리 현상, 그리고 지배-소유 괴리가 초래하는 도덕적 해이와 자원의 비효율적 활용을 억제하기 위해서 존재하기 때문이다. 만약 재계의 주장을 받아들여 이른바 역차별 현상을 성급하게 시정하게 되면, 재벌의 폐해는 지금보다 더 심각해질 가능성이 있다. 아울러 역차별 현상을 해소하면, 예컨대 출자총액제한을 완화하면, 경영권 방어는 수월하겠지만, 지배-소유 괴리가 확대되어 기업가치의 저평가현상이 심화될 수 있고, 외국인의 적대적 기업인수에 더 쉽게 노출될 가능성도 있다. 적대적 기업인수 공격을 받을 가능성이 증가하지만 경영권방어 또한 수월해진다면 재벌의 행태가 어떠한 방향으로 변화할지는 예측하기 어렵다.⁴⁹⁾

외국의 장기·전략적 투자자가 국내 대기업을 적대적인 방법으로 인수하는 것은 현실적으로 어렵다. 그러나 소비린과 같은 외국의 단기·금융 투자자에 의한 경영권 공격은 앞으로도 일어날 수 있을 것으로 보인다. 그렇다고 해서 외국인에 의한 적대적 기업인수의 길을 봉쇄하는 것은 바람직하지 않다. 외국의 금융투자자에 의한 적대적 기업인수 위협은 기업경영권 시장을 "경합가능시장" (contestable market for hostile takeover)으로 만들어 기업지배구조를 개선시키는 긍정적인 측면이 있기 때문

48) 재계에서 도입을 요구하는 경영권방어 제도(대한상공회의소(2003d) 참조)는 주로 유럽의 제도들이다. Roe(2003)에 의하면 유럽의 경영권 방어제도는 근로자의 경영참여와 상호 연관되어 있다. 한국의 재계는 이점을 주목할 필요가 있다. 아울러 국제경쟁이 치열해지면서 유럽은 경영권방어 제도를 점파 철폐해 나가고 있다.

49) 경영권방어 수단이 없는 것은 아니다. 자사주 매입, 다양한 우호세력과의 의결권 행사계약, 정관상 경영권 변동과 직결되는 사항에 대한 초다수의결제(super majority voting requirements) 도입, 적대적 기업인수로 임원들이 미자발적으로 퇴직하게 되는 경우 받게 될 퇴직금을 상당히 높게 책정하여 인수기업의 부담을 증가시키는 황금낙하산(golden parachute) 규정의 신설, 한도 내에서 계열사 간 출자확대 등. 물론 이러한 수단은 한국의 현실에서 도입하기 어려운 것도 있고, 경영권방어에 충분치 않을 수 있다. 그러나 경영권방어가 너무 수월하면 도덕적 해이가 일어날 수 있기 때문에 경영권방어의 용이성은 적절한 수준을 유지하는 것이 바람직하다.

이다.⁵⁰⁾ 경합가능시장 이론을 적대적 기업인수시장에 적용할 수 있는 이유는 소버린과 같은 금융투자자는 장기경영을 전제로 하지 않기 때문에 커다란 고정비 부담 없이 기업을 인수한 후, 취약한 지배구조의 핵심 고리를 끊고, 주가가 오르면 다양한 방법으로 퇴각을 하는 'hit and run' 방식을 활용할 수 있기 때문이다.⁵¹⁾ 재계와 언론은 적대적 기업인수를 시도하는 외국의 금융투자자를 정체가 불분명한 단기·투기성 자본이라 비난하지만, 사실 그들로부터의 잠재적인 위협이 기업을 규율하는 강력한 유인으로 작용할 수 있음에 주목할 필요가 있다.⁵²⁾

3.6 대응방안

그러면 어떻게 할 것인가. 재벌을 위시한 수많은 대기업의 경영권이 외국의 금융투자자 손에 넘어가도록 방지하여도 좋은가. 그렇지 않다. 그 이유는 재벌체제가 급속히 와해될 경우 우리 경제에는 심각한 영향이 가해질 수 있기 때문이다. 만약 소버린이 SK(주)를 인수한다면, SK텔레콤 주식을 매각하

고 SK(주)를 그룹으로부터 분리함으로써 SK그룹은 빠르게 해체될 가능성이 높다. 물론 그룹이 해체되더라도 법적으로 독립적인 계열사들은 그대로 존속할 것이며, 구(舊)대우그룹의 일부 계열사의 경우처럼 더 발전할 수도 있을 것이다. 그러나 급속한 해체의 과정에서 혼란이 일어나고 결국 막대한 비용이 따를 것으로 예상된다. 우리나라의 특수한 환경에서 40년 이상 진화를 거듭해온 재벌체제가 한순간에 해체될 경우, 어떤 종류의 부작용이 수반될지는 어느 누구도 장담하기 어렵다. 만약 급격한 해체가 여러 그룹에서 동시다발적으로 일어난다면 한국경제는 커다란 혼란에 빠질 수 있을 것이다.⁵³⁾

그렇다면 외국인의 적대적 기업인수 위협에 대하여 대기업과 정부 및 투자자는 어떻게 대응해야 하는가. 대기업은 주식의 저평가를 해소하기 위해 필요한 모든 조치를 강구해야 한다. 저평가를 해소하려면 지배-소유 괴리를 축소하고, 기업지배구조를 과감하게 개선해야 한다. 경영권방어에 뾰족한 묘수나 지름길은 없다. 지배구조 개선을 위한 보다 적극적인 노력은 외국인의 적대적 기업인수가 잦아

-
- 50) 산업조직론에 나오는 '경합가능시장' 개념은 비록 독과점시장에서도 경쟁자가 비교적 쉽게 진입할 수 있으면 독점기업도 효율적으로 경영을 할 것이고, 특별한 우위가 없는 한 독점이윤을 계속 취할 수 없기 때문에 결국은 경쟁시장에서와 같은 바람직한 결과가 나타난다는 이론이다. 이 이론의 중요한 가정은 신규진입에 매몰원가성 고정비가 수반되지 않는다는 것이다. 고정비가 있으면 신규진입자는 비용을 회수할 수 있을 정도로 장기간 수익을 창출하여야 하지만, 고정비가 없으면 신규진입자는 'hit and run' 방식으로 진입해서 이익을 취할 수 있다. 그러므로 비록 독점사업자라 할지라도 매몰원가성 고정비가 없는 신규진입자의 'hit and run' 방식을 사전에 차단하기 위해서 낮은 원가와 낮은 가격을 유지한다는 것이다. 경합가능시장의 이론에 대해서는 Tirole(1990) 제8장을 참조.
- 51) 장기경영을 전제하는 전략적 투자자가 기업을 적대적으로 인수하는 경우에는 대립적인 노조, 정부규제, 국민정서, 퇴각(exit)의 어려움 등으로 인하여 상당한 고정비를 부담해야 하지만, 단기·금융투자자는 이러한 비용을 별로 부담하지 않는다. 이러한 이유로 한국에서 적대적 기업인수를 시도할 외국인은 장기경영을 할 전략적 투자자이기보다는 'hit and run' 방식을 선호하는, 소버린과 같은 금융투자자일 가능성이 높다.
- 52) Rajan and Zingales(2003)에 의하면 어느 나라에서나 재계와 노동계의 기득권 그룹은 정치적 영향력을 행사하여 경쟁과 시장방향을 억압하려는 경향이 있다. 그러나 이러한 기득권 그룹이 정치적 영향력을 행사하기 어려운 외국인에게 시장을 개방하면 경쟁과 시장방향이 가속화될 수 있으며, 이러한 가설은 많은 나라의 경제역사가 실증적으로 입증하고 있다.
- 53) 재벌은 군사독재정권이 고도성장을 위하여 만든 체제이다. 이제는 재벌을 필요로 하고, 또 가능케 했던 대부분의 정치·경제적 조건들이 사라졌다. 아울러 Morck and Yeung (2003)의 실증연구에 의하면 정치적 지대추구(political rent-seeking) 활동에 비교우위를 갖고 있는 소수의 가족지배 기업집단의 비중이 크면 경제성장이 저해되는 경향이 있다. 그러므로 한국은 정치적, 법적 인프라를 꾸준히 개선하여 재벌보다 더 좋은 대안의 기업시스템이 작동할 수 있도록 할 필요가 있다. 그러나 Bebchuck and Roe (1999)에 의하면 기업의 소유-지배구조는 경로의존적(path dependent)이기 때문에 원래 쉽게 바뀌지 않는 경향이 있다. 그러므로 지나친 충격요법으로 재벌의 소유-지배구조를 바꾸려 하는 것은 바람직하지 않다.

명분을 약화시킨다는 점에서, 경영권을 지킬 수 있는 가장 강력하고도 효과적인 수단인 것이다. 물론 지배-소유 괴리를 축소하고 기업지배구조를 개선하는 것이 단시간 내에 이루어질 수 있는 것은 아니기 때문에 일정한 시간이 필요한 것이 사실이다. 따라서 대기업은 평소에 기관투자자들을 대상으로 활발한 IR(Investors Relations) 활동을 벌여 우호적인 투자자를 많이 확보해야 할 것이다.

정부의 노력도 필요하다. 정부는 우선 적대적 기업인수시장이 공정하고 투명하게 작동하도록 '게임의 룰'을 강화해야 한다. 이를 위하여 가장 중요한 것은 불투명한 적대적 기업인수를 가장 효과적으로 억제할 수 있는 지분공시제도(5% Rule)를 강화하고 위반에 대해서는 엄격하게 제재해야 한다.⁵⁴⁾ 특히 5% 이상 지분 취득자가 지금까지처럼 형식적이고 단순한 내용만을 공시토록 할 것이 아니라, 미국의 증권거래법에서 요구하는 수준으로 취득목적, 향후 계획, 취득목적이 경영권인 경우에는 경영진 변경계획, 자본 및 배당에 관한 계획, 기타 지배구조상의 중요한 계획 등을 자세하게 공시토록 의무화할 필요가 있다.⁵⁵⁾

아울러 정부는 외국인 주식보유 비중이 자연스

럽게 하락할 수 있도록 기관투자자를 육성할 필요가 있다. 외국자본은 순기능이 있지만 잠재적인 부작용도 있기 때문에 외국인의 주식보유 비중이 40%를 넘는 상태가 지속되는 것은 바람직하지 않다고 판단한다.⁵⁶⁾ 이를 위해서는 국내 기관투자자를 적극적으로 육성토록 정책적 배려를 해야 한다. 연금의 주식투자를 확대하고 사모주식펀드(private equity fund)를 적극 육성하는 것은 기관투자자 육성의 첫 걸음이다. 장기·계약형 저축기관의 가장 대표적인 연금이 주식투자를 확대하지 않으면 선진국에 비해서 2배나 높은 주가변동성을 줄일 수 없으며, 개인 투자자를 주식시장으로 유인할 수도 없다.⁵⁷⁾ 아울러 기업의 퇴직연금을 조속히 도입하고, 사모주식펀드와 같은 새로운 투자기구를 활성화해야 대규모 부동(浮動)자금을 조직하여 주식시장으로 흘러들어가게 할 수 있다. 외환위기 이후 금융기관을 포함한 다수 업종의 대기업들이 외국인에게 매각된 것은 국내에는 주식을 대량매입할 수 있는 주체가 없었기 때문이다.⁵⁸⁾ 사모주식펀드는 일정기간(5~7년) 동안의 경영을 전제로 주식을 대량매입하기 위한 대규모의 자본을 조직하는 전문기관이므로 대기업의 인수가

54) 이른바 5% Rule이란 "본인과 특별관계자가 합하여 상장·등록법인의 주식을 총발행주식의 5% 이상 보유하게 되거나, 보유주식 비율이 1% 이상 변동되는 경우에는 금융감독위원회와 증권거래소 또는 증권업협회에 보고할 것을 요구하는 증권거래법 제도이다. 이 제도의 쟁점에 관한 자세한 논의는 강희철·김성진·강원도(2004) 참조.

55) 여기에 대한 상세한 논의는 김화진(2004) 참조. 이 논문을 2004년 8월의 경영학회에서 발표한 이후인 2005년 3월에 정부는 금융감독위원회의 관련 규정을 개정하여 5% Rule을 대폭 강화하였다.

56) 과도한 외국인의 주식보유가 초래할 수 있는 잠재적인 부작용에 대해서는 김재철 외(2004) 참조.

57) 주식투자 확대를 위한 기금관리기본법의 개정을 반대했던 사람들은 공적연금을 주가변동성이 높고, 따라서 위험이 높은 주식에 투자하는 것은 매우 위험스럽다고 지적하였다. 이러한 지적은 타당하다. 한국은 OECD국가에 비해서 주가변동성이 대체로 2배 정도 높기 때문이다(예컨대, 2000.1 ~ 2004.6 기간 중 연률로 환산한 월간 수익률의 표준편차로 측정한 주가지수변동성이 미국은 17%이고 한국은 31%이다). 그러나 OECD 국가들의 주가변동성이 낮은 것은 기관투자자, 특히 연금의 주식투자 비중이 높기 때문이다. OECD 국가를 표본으로 한 신보성 외(2004)의 조사에 의하면 주가변동성과 기관투자자 비중의 상관관계는 -0.5이다. 따라서 연금의 주식투자 확대 자체가 시장변동성을 축소시킬 수 있을 것이므로, 현재의 주가변동성을 기준으로 연금의 주식투자 위험에 대한 판단을 하면 오류를 범할 수 있다.

58) 한국의 소유구조는 분산구조가 아닌 집중구조이어서 뚜렷한 주체에게 대량매각을 해야 제값을 받을 수 있다. 한국에서 주식을 분산 매각하면 제값을 받을 수 없는 이유는 한국의 기업지배구조가 그만큼 취약하다는 증거일 것이다. Roe(2003)에 의하면 주식을 분산 하면 뚜렷한 '주인'이 없게 되는데, 근로자의 영향력이 큰 기업에서 주인이 없으면 전문경영자의 대리인비용이 높아지기 때문에, 소유가 집중되는 경향이 있다(각주20 참조).

가능하다. 요컨대, 연금과 사모주식펀드의 주식투자를 확대하지 않으면 외국인의 주식보유 비중을 낮추기 어려우므로, 정부의 적극적인 대응이 필요하다고 하겠다. 국내 기관투자자의 적극적 역할도 필요하다. 우선 기관투자자들은 상장기업에 대한 감시(monitoring)를 강화하고, 적극적으로 주주권을 행사해야 한다. 평소에 기관투자자가 역할을 제대로 하였다면 외국인의 주식보유 비중이 이토록 높고 외국인의 적대적 기업인수 위협이 최근처럼 고조되지는 않았을 것이다.⁵⁹⁾ 그러므로 기관투자자들은 상장·등록기업을 대상으로 장기적인 관계투자(relationship investment)를 확대하고, 투자대상 기업이 지배구조의 개선을 진정으로 모색하는 와중에 외국인의 적대적 기업인수 위협으로 경영권 공격을 받는다면 방어에 협조하는 것이 바람직하다는 판단이다.

IV. 종업원의 경영참여 및 소득위험 축소 방안

최근 노동계는 종업원의 경영참여를 요구하고 있

다. 종업원의 경영참여는 기업지배구조의 일대 혁명적 변화이다. 노동계가 경영참여를 본격적으로 요구하는 배경을 이해하기 위해서는 한국 노동의 최근 역사와 노동시장의 작동원리를 간단히 기술할 필요가 있다.⁶⁰⁾ 1987년 일어났던 '노동자 대투쟁' 이후 근로자의 임금은 큰 폭으로 현실화되었고 노조활동이 보장되었다. 1987~1996 기간 중에는 노동운동의 대폭발과 노사관계에 지각변동이 일어나면서, 노사관계의 주요 쟁점은 임금인상과 기업단위의 노조활동 보장이었으며, 대립적인 노사관계가 고착되었다. 그러나 1997년의 환란 이후 구조조정의 와중에서 노사관계의 최대 쟁점은 고용보장과 비정규직 근로자 문제로 전환되었다. 1998년 외환위기 극복이 한국사회의 절체절명이 되면서, 사회협약의 기구로서 노사정위원회가 출범하여 노동유연성(정리해고 등)과 고용보험 및 노동기본권을 교환하는 사회협약을 맺었다. 그러나 2002년 이후 다시 경기가 침체하면서 청년실업, 장년실업이 증가하고, 비정규직 근로자가 급증하면서 노사관계는 악화되었다.⁶¹⁾

노조가 경영참여를 요구하는 배경에는 여러 가지 요인이 있지만, 가장 직접적인 요인은 고용불안인 것으로 판단된다.⁶²⁾ 그리고 지난 총선 이후 정치적

59) 2003년 말 현재 상장 제조회사를 대상으로 외국투자자와 국내 기관투자자 간의 차이를 비교하여 보았다. 제조회사를 외국투자자 보유비중이 높은 그룹과 낮은 그룹으로 양분하여 기업전체의 시가/장부가 비율(Market to Book Ratio, 또는 일종의 Tobin's q)의 평균을 비교한 결과, 상위그룹과 하위그룹은 각각 0.94와 0.75로 그 차이는 통계적으로 매우 유의적인 것으로 나타났다.(p값=0.0000) 그러나 국내 기관투자자의 보유비중을 기준으로 양분하는 경우 상위그룹과 하위그룹은 각각 0.86과 0.82로 차이가 미미하였고 통계적 유의성도 없었다(p값=0.14). 이러한 결과는 외국투자자가 국내 기관투자자에 비해서 종목선택 능력이 뛰어나거나 지배구조 감시를 통한 성과향상의 촉매역할을 더 잘 한 결과로 해석할 수 있다.

60) 1987년 이후의 노사관계 개관은 이성희 (2004) 참조

61) 한국 노동의 최대 현안 중의 하나인 비정규직 근로자에 대해서는 정의가 분분하여 그 규모를 가늠하기가 어렵다. 전체 임금근로자에서 차지하는 비정규직 근로자의 비중이 전국경제인연합회의 정의에 의하면 22.3% (316만 명), 노동계의 정의에 의하면 55.4% (784만 명), 노사정위원회가 합의한 기준에 따르면 2003년 8월 현재 32.6%이다. (서울경제, 2004년 6월 30일)

62) 한국의 고용보호 수준은 어느 정도인가. "한국노동연구원에 따르면 정규·비정규직의 고용보호 정도와 집단해고규제 수준 등을 기준으로 볼 때 한국의 고용보호는 OECD 27개국 중 8번째로 높은 것으로 조사됐다. 우리나라는 정규 근로자의 고용보호 정도는 9번째로 높은 반면 임시직 근로자의 고용보호는 15번째로 중하위였다. 특히 집단해고를 막는 정도에 관한 등위는 다른 16개국과 공동으로 10위를 차지했다."(파이낸셜뉴스, 2003년 8월 31일.) 이러한 고용보호 수준을 계계는 지나치게 높다고 평가하고, 노동계는 너무 낮다고 평가하는 듯하다.

력의 축이 사회민주주의에 바탕을 둔 유럽식 사회 지배(social governance)구조를 선호하는 진보적인 그룹으로 이동하였다는 사실도 간접적인 배경일 것이다. 고용이 불안하면 종업원이 부담하는 위험이 높아진다. 고용불안에 따라 종업원이 부담하는 위험의 속성을 이해하려면 기업특수적 인적자본(firm-specific human capital)과 내부노동시장(internal labor market)의 원리를 먼저 이해할 필요가 있다.

4.1 인적자본 투자와 종업원의 위험부담

종업원의 생산성은 종업원의 기본적인 지능과 종업원이 사용하는 물적자본뿐만 아니라 인적자본의 함수이다. 종업원이 작업을 수행하기 위해 필요한 기술과 지식을 획득하기 위해서는 시간과 자원의 '투자'가 필요하다. 1964년 Gary Becker가 만든 용어인 인적자본은 기업특수적 인적자본과 일반목적의 인적자본(general purpose human capital)으로 구분된다. 기업특수적 인적자본은 어느 특정 기업에서만 활용할 수 있고 다른 기업에서는 활용하기 어려운 기술과 지식이다. 기업특수적 인적자본의 예로는 특정기업에서 사용하는 기계에 대한 기술이나 회계관행, 특정기업의 고객, 영업방법, 문화, 인적 네트워크 등을 들 수 있다. 일반목적의 인적자본은 범용성이 높아 다른 기업에서도 활용할 수 있는 기술과 지식이다. 일반목적의 인적자본의 예로는 기계공학, 회계지식, 경영학 용어, 마케팅의 일반지식 등을 들 수 있다. 인적자본을 개발하려면 회사와 종업원이 교육·훈련을 위해 자원과 시

간을 같이 투자해야 한다. 그런데 투자 대상과 관련하여 회사와 종업원은 이해가 엇갈릴 수 있다. 회사는 기업특수적 인적자본에는 투자할 유인이 강하지만, 일반목적의 인적자본에는 투자할 유인이 약하다. 반면에 종업원은 일반목적의 인적자본에는 투자할 유인이 강하지만, 기업특수적 인적자본에는 투자할 유인이 약하다.

장기고용관계는 바로 회사와 종업원 간의 인적자본을 위한 투자의 이해관계를 일치시키는 제도이다. Becker에 의하면 노사가 장기고용관계를 유지할 유인을 갖도록 하려면 인적자본을 위한 투자의 비용과 수익을 회사와 종업원이 공유하는 것이 바람직하다. 이 경우 통상 종업원은 고용초기에는 기회비용보다 낮은 임금을 받는 대신에, 고용후기에는 기회비용 이상의 임금을 받게 된다. 그 결과 임금-근속연수 단면(wage-tenure profile)의 기울기는 우상향하는 경향이 있다.⁶³⁾ 장기고용관계를 전제로 한 이러한 임금구조 하에서는 노동이동률이 낮고, 낮은 노동이동률은 다시 회사와 종업원이 기업특수적 인적자본에 투자할 유인을 강화한다. 암묵적 장기고용관계 하에서는 연공서열이 보편적인데, 연공서열의 폐해를 줄이기 위해서 기업은 다단계 내부승진 제도를 통해 근로자의 동기를 유발한다. 이와 같은 고용구조 하에서는 기업이 외부노동시장과는 단절되는 대신에 이른바 내부노동시장을 활발하게 활용한다.

노동경제학자들에 의하면 장기고용관계를 전제로 작동하는 내부노동시장은 한국에도 존재한다.⁶⁴⁾ 그런데 외환위기 이후 조기퇴직으로 장년실업이 증가하면서, 즉 장기고용관계의 유지가 어려워지고, 내

63) 임금-근속연수 단면의 기울기가 우상향하는 현상을 설명하는 또 다른 이론은 '효율임금'(efficiency wage)이론이다. 인적자본이 고용관행과 내부노동시장에 미치는 영향에 대해서는 Milgrom and Roberts(1990) 및 Blair(1999b) 참조.

64) 이승렬(2004) 참조.

부노동시장도 훼손된 것으로 보인다.⁶⁵⁾ 종업원이 실직을 하는 경우 노동시장에 재진입하기도 쉽지 않을 뿐만 아니라 재진입을 하더라도 하향취업을 하는 경우가 많기 때문에 임금이 감소한다. 미국의 경우 비자발적인 실직자가 다음 직장에서 받는 임금은 원래 직장에서 임금에 비해서 대략 15%~25% 정도 낮은 것으로 알려져 있다.⁶⁶⁾ 임금하락의 규모가 이토록 크다는 것은 기업특수적 인적자본(이하에서는 간단히 인적자본이하 함) 투자의 수익이 상당히 크다는 것을 의미한다. 외환위기 전에는 사실상 종신고용이 보편적이었고, 따라서 인적자본에 대한 투자가 활발했을 것이기 때문에, 정확한 통계는 없으나 한국의 근로자가 경험하는 임금하락의 폭은 미국의 경우보다 더욱 클 것으로 추측된다. 외환위기 이후 금융기관을 비롯한 일부 기업이 인력구조조정을 하면서 퇴직자에게 지급한 이른바 명예퇴직금은 일종의 인적자본 투자에 대한 일시적 보상금이라 할 수 있다. 명예퇴직금은 통상 1~2년간의 보수에 해당하는 규모이므로 인적자본의 총 규모는 상당히 큰 것으로 유추할 수 있다.⁶⁷⁾

종업원이 실직으로 인적자본에 대한 투자수익의 기회를 잃을 수 있다는 것은 종업원도 위험을 부담한다는 것을 의미한다. 아울러 재취업 직장에서 임금이 감소하는 규모나 명예퇴직금의 규모로 추정하여 보면 종업원이 부담하는 위험은 상당히 큰 듯하

다. 재무경제학에서는 종업원은 매년 고정급을 받으므로 위험부담이 적지만 주주는 잔여청구권자(residual claimholder)로서 사업위험의 대부분을 부담한다고 보는 시각이 지배적이다. 결국 주주가 대부분의 위험을 부담하므로, 주주가 중요한 의사결정을 하는 경영권을 갖는다는 것이다.⁶⁸⁾ 일반적으로 종업원의 노동이동성은 주주의 자본이동성에 비해서 지극히 낮기 때문에 국가는 근로자를 법적으로 특별히 보호한다. 그러나 인적자본을 중시하는 노동경제학 이론에 의하면 종업원이 회사와 맺은 장기고용계약은 묵시적인 계약에 불과하기 때문에 법적으로 보호를 받지 못할 수 있고, 이미 지적인 바와 같이 장기재직 후 실직을 하면 재취업을 하더라도 임금 희생이 불가피하다. 그러므로 노동경제학의 인적자본이론을 재무경제학의 기업지배구조이론에 접목하여 보면 주주뿐만 아니라 종업원도 상당한 위험을 부담한다는 사실을 쉽게 이해할 수 있다.⁶⁹⁾

종업원의 위험부담 문제를 해결하기 위한 방안은 두 가지 방향에서 생각해 볼 수 있다. 첫째는 종업원도 주주와 함께 중요한 의사결정에 참여하여 종업원이 부담하는 고용위험 자체를 줄이는 것이다. 여기서 고용위험이란 해고, 임금감소, 근로조건악화를 포함한다. 이러한 각도에서만 보면 종업원의 경영참여 요구에는 일정한 명분이 있다고 할 수

65) 외환위기 이후 야간 경영학 석사과정의 경쟁률이 높아진 이유는 내부노동시장이 약화되면서 (white collar 직장인들의) 일반목적의 인적자본 투자수요가 급증한 것으로 해석할 수 있다.

66) Blair(1999) 61쪽 참조.

67) 물론 명예퇴직금은 일부 기업에서 한시적으로만 시행했으므로 대부분의 종업원에게는 해당되지 않으며, 부실기업의 경우에는 법정 퇴직금도 받지 못하고 실직하는 경우가 빈번하다.

68) 회사법에서는 두 가지 이유에서 주주가 주식회사의 소유자로서 주요 의사결정을 하는 것이 효율적이라고 본다. 첫째, 근로자는 노동관계법 및 단체협약을 통해 보호를 받지만 주주는 잔여청구권의 성격상 계약을 통해 보호받기가 어렵다. 둘째, 기업의 여러 이해관계자 그룹 중에서 주주가 그룹 내 구성원의 이해가 가장 동질적(homogeneous)인 이해관계자이기 때문에 기업지배의 공유에서 발생하는 이해상충을 최소화할 수 있다. Kraakman et al.(2004) 14쪽.

69) 종업원의 위험부담을 기업지배구조의 관점에서 제기한 연구로는 Blair (1995, 1999) 참조.

도 있다. 둘째는 금전적 보상을 통해 종업원의 소득위험(earnings risk)을 줄이는 것이다. 이하에 서는 이 두 가지 방안을 각각 논의한다.

4.2 바람직한 경영참여 형태의 모색

우선 종업원의 경영참여 가능성부터 보기로 하자. 한국에 적합한 종업원의 경영참여 방안을 모색하기 위해 다른 나라의 종업원 경영참여 유형을 살펴본다. Charny(1999)에 의하면 종업원의 경영참여 유형(regime)에는 하드형(型), 소프트형, 비참가형의 세 가지가 있다. 하드형은 종업원의 경영참여가 법적으로 강제되고 규제되는 경우로, 독일이 대표적이다. 소프트형은 비법률적이고 노사 간의 합의하에 종업원이 경영에 참여하는 경우로, 일본이 대표적이다. 비참가형은 종업원 집단이 대주주인 종업원 소유회사를 제외하면 일반적으로 종업원이 경영에 참여하지 않는 경우로, 미국이 대표적이다.⁷⁰⁾

종업원의 경영참여 수단과 수준에도 세 가지 유형이 있다. 첫째는 이사회와 같은 최고 의사결정 기구에 공식적으로 참여하여 투자, 제품과 시장의 범위, 자본조달, 노사관계 등 회사의 전략적 의사결정에 참여하는 것이다.⁷¹⁾ 둘째는 노조가 단체협약을 통해 노사관계와 근로조건뿐만 아니라 투자, 아웃소싱 등의 경영사안에 대한 의사결정에 참여하는 것이다.

셋째는 노사협의회(works council)와 같은 기구를 통해서 생산방법의 변경, 품질개선(QC circle), 성과배분, 정보교환 등 작업장 수준에서 결정할 수 있는 의사결정에 참여하는 것이다. 종업원이 높은 수준의 경영참여를 할 수 있으려면 종업원들 간의 이해상충을 해소하는 방안과 노사 간의 신뢰(credible commitment) 구축 방안이 전제되어야 한다. 아울러 종업원의 경영참여는 기업이 환경변화에 신속하게 적응(adaptation)할 수 있도록 설계되어야 한다.

독일의 종업원 경영참여제도는 어떻게 운영되는가. 독일은 공동결정법(Codetermination Act)에 의하여 종업원이 2천명 이상인 대기업의 경우 종업원이 감독이사회의 절반을 선임함으로써 전략적 의사결정에 참여한다.⁷²⁾ 아울러 작업장 차원에서는 노사협의회(works council)가 구성되어 있다. 노사협의회는 법적으로 의무화되어 있지는 않지만, 종업원이 요구하는 경우에 회사는 반드시 설치해야 한다. 독일의 공동결정은 흔히 독일식 기업지배구조의 장치로 인식하고 있지만, Pistor(1999)에 의하면 공동결정은 일종의 사회지배(social governance) 장치이고 사회평화(social peace)의 도구이다.⁷³⁾ 이러한 인식은 감독이사회가 기업지배구조 자체와는 거리가 멀다는 것을 시사한다. 하나의 예를 보자. 독일은 1965년 개정 상법에서 외부감사인은 감사보고서를 집행간부들의 기관인 경영이사회에 제출토록

70) 물론 지극히 노동집약적이고, 종업원의 대부분이 전문가(professional)인 법무법인, 회계법인, 컨설팅법인 등과 같은 유한회사(limited partnership)는 종업원 소유가 보편적이지만, 대규모 자본을 필요로 하는 주식회사의 경우에 종업원 소유는 지극히 예외적(occasional exotica)이다. 이러한 관점에서 종업원 집단이 대주주인 미국의 United Airline 항공사의 생존 여부는 중요한 실험으로 여겨지고 있다. Hansmann(1996) 참조.

71) 유럽 대기업의 이사회에 종업원 대표가 참여하는 제도는 2차 대전 후 기업지배구조의 획기적인 실험이다. 유럽에서는 포르투갈, 벨기에, 이태리, 영국을 제외한 모든 나라에서 종업원들이 이사 선임권을 갖고 있다. Kraakman et al.(2004) 62쪽 참조.

72) 독일 대기업의 이사회는 감독이사회와 경영이사회로 이원화되어 있는데, 독일의 경영이사회는 집행간부의 회의체이지만 한국에서와 달리 법정 기구이다.

73) Pistor(1999)에 의하면 공동결정제도는 19세기 말 산업화 과정에서 “노동의 과실로부터 소외되는 노동자”를 보호하기 위한 사회평등 정책의 일환으로 태동하였고, 주주와 경영자, 지배주주와 소수주주의 이해상충에 초점을 맞추는 미국식 기업지배구조의 문제는 독일에서는 1980년대 이전에는 중요하게 인식되지 않았다.

했다. 최근에는 다시 법을 개정하여 외부감사인이 감독이사회에 감사보고를 하게 되어 있으나, 통상 감사보고서를 회의 중에 배포하고 회의가 끝난 후 즉시 회수하는 이른바 테이블보고(Tischvorlage)로 가름한다는 것이다. Roe(2003)가 지적하였듯이 종업원의 영향력이 강한 공동결정제도 하에서는 이사회가 제대로 작동하기 어렵고, 적대적 기업인수와 같은 경영자 규율장치가 작동할 수 없으므로 경영자의 대리인 비용이 높으며, 결과적으로 소유분산이 어렵다. 그러나 독일기업이 공동결정제도를 갖고 있음에도 노사 간에 커다란 마찰 없이 작동할 수 있는 것은, 사회보장제도가 잘 발달되어 있기 때문에 노조가 회사를 상대로 과도한 요구를 행하지 않기 때문인 것으로 보인다.

그러면 독일식의 경영참여제도를 우리나라에 도입할 수 있는 가능성은 어느 정도인가. 결론부터 말하면 우리나라에서는 유럽식 사회민주주의에 대한 국민의 공감대가 없는 상황에서 독일의 공동결정제도와 유사한 유럽식 사회지배구조 장치를 도입할 명분을 찾기 어렵다는 판단이다. 우선 독일의 감독이사회는 기업지배구조장치로서는 제대로 기능을 하지 못하고 있다. 그리고 산업별 노조가 있는 상황에서 종업원이 최고경영에 참여하는 경우 종업원 그룹들 간의 이해상충이 첨예하게 나타날 수도 있다. 아울러 지금과 같이 노사관계가 대립적인 상황에서 노사 간의 신뢰를 신속하게 구축하기도 쉽지 않을 것으로 전망된다. 물론 종업원의 경영참여

로 노사관계가 개선될 수도 있겠지만, 아직도 독과점적인 산업이 많기 때문에 노사관계의 회복은 쉽지 않을 것으로 보인다.⁷⁴⁾ 뿐만 아니라 독일에 비해 사회보장제도가 취약한 한국에서 종업원이 최고경영에 참여하는 경우 정부가 부담해야 할 부분까지도 회사가 부담하도록 압박을 가함으로써 기업의 수익성이 악화될 가능성도 있다. 이러한 이유로 종업원이 최고경영에 참여하는 유럽식의 경영참여 방안은 한국에 적합하지 않다고 판단한다.

다음으로 일본의 경영참여제도에 대해 살펴보자. 일본의 종업원은 노사협의회를 통해 작업장 수준의 제반 경영사안에 대한 의사결정에 참여한다. 일본의 노사협의회는 법적 기구가 아니며, 노사협의에 의한 자발적 기구이다. 노사협의회는 일본기업의 생산성을 높이는데 커다란 기여를 하고 있는 것으로 알려져 있다. 노사협의회를 통해 회사 내의 유연한 노동관행을 유지하고 있으며, 일본기업의 유명한 품질관리(QC) 서클도 노사협의회 활동의 일환이다. 일본의 종업원이 법적근거가 없는, 단순히 노사 간 자율협약에 근거한 노사협의회를 통한 경영참여에 만족하는 것은 암묵적인 종신고용 관행이 있기 때문이다. 다시 말해서 종신고용제도 하에서는 일본기업의 종업원이 부담하는 위험 수준이 매우 낮기 때문에, 종업원이 높은 수준의 경영참여를 해야 할 필요가 별로 없다는 것이다.⁷⁵⁾ 이러한 측면에서 볼 때, 종신고용을 전제로 하고 있는 일본의 경영참여 방식 역시 우리나라에는 적합하지 않

74) 독과점 산업에서는 독과점 이익의 분배를 놓고 노사 간의 다툼이 심하게 나타나는 경향이 있다. 이는 한국의 대표적인 공기업들의 노조가 강성인 이유이기도 하다.

75) 일본의 기업지배구조와 노사관계에 영향을 미치는 핵심적인 제도는 종신고용제도이다. 2차 세계대전 후 일본경제가 극도로 파멸해지면서 전국적으로 대량해고가 일어났다. 대량해고는 대파업을 초래하고 사회주의 혁명을 주장하는 정당과 강성노조의 대중적 입지를 강화시켰다. 일본의 대기업과 보수정당은 대기업의 잔류 종업원에게 종신고용을 보장함으로써 해고된 종업원들과의 연대를 끊고, 사회주의 정당의 힘을 약화시켰다. 이렇듯 '역사적 우연'으로 시작된 종신고용제는 일본 대기업의 기업별 노조와 연공서열 제도를 낳았고, 일본기업의 생산성을 높이는 결정적인 촉매역할을 하여 왔다. 그러나 경기의 장기침체와 국제경쟁의 심화에 따라 일본의 종신고용제도 심각한 도전을 받고 있다. 자세한 내용은 Roe(2003)와 Gilson and Roe(1999) 참조.

다고 하겠다. 즉, 우리나라처럼 종신고용이 전제되지 않은 상태에서는 일본이 채택하고 있는 느슨한 노사협의회 수준의 경영참여만으로는 한국기업의 종업원이 직면하고 있는 고용불안을 해소하기에 부족하다는 것이다.

외국의 종업원 경영참여제도의 개관을 통해서 내릴 수 있는 조심스러운 결론은 한국에서 종업원의 경영참여는 기존의 노사협의회를 통해 종업원의 협력적 참여유인을 높이는 정도의 방안이 바람직하다는 것이다. 우리나라는 “근로자참여및협력증진에 관한 법률”에 의해서 근로자가 30인 이상의 사업장에 노사협의회를 의무적으로 설치하도록 되어 있다.⁷⁶⁾ 노사동수로 구성되는 노사협의회가 다루는 내용은 협의사항, 의결사항, 보고사항으로 구분된다. 협의사항은 14개로서, 생산성 향상과 성과배분, 근로자의 채용·배치 및 교육훈련, 경영상 또는 기술상의 사정으로 인한 인력의 배치전환·재훈련·해고 등 고용조정의 일반원칙, 임금의 지불방법·체계·구조 등의 제도개선, 신기계·기술의 도입 또는 작업공정의 개선, 종업원지주제와 기타 근로자의 재산형성에 관한 사항 등을 포함하고 있다. 의결사항은 5개로서, 근로자의 교육훈련 및 능력개발 기본계획의 수립, 복지시설의 설치와 관리, 사내복지기금의 설치 등을 포함하고 있다. 보고사항은 4개로서, 경영계획 전반 및 실적에 관한 사항, 분기별 생산계획과 실적에 관한 사항, 인력계획에 관한 사항, 기

업의 경제적·재정적 상황이다. 이와 같이 법률에서 규정한 사항들은 매우 광범위하기 때문에, 제대로만 운영된다면 종업원의 경영참여 수단으로서 효과적인 수단이 될 수 있을 것이다.⁷⁷⁾

Kato et al.(2004)의 조사에 의하면 우리나라 상장기업의 93%가 노사협의회를 설치하고 있다. 그러나 노사협의회를 효과적으로 운영하고 있는 회사는 67%에 불과하다. 아울러 Kato et al.의 연구방법론은 회사를 대상으로 실시한 설문조사이기 때문에 효과성은 실제보다 다소 과장되었을 수도 있다. 만약 노사협의회의 운영이 법의 취지대로 운영되지 못하고 있다면 법 위반에 대한 제재를 강화해서, 노사협의회가 종업원 경영참여의 효과적인 수단으로 작동되도록 할 필요가 있다.⁷⁸⁾

4.3 종업원의 소득위험 축소 방안

한국에서 종업원의 경영참여는 노사협의회 수준으로 제한하는 것이 바람직하지만, 노사협의회 수준의 경영참여로는 고용위험을 줄이기 어렵다. 따라서 종업원의 제한적인 경영참여의 한계를 보완하기 위해서 종업원이 부담하는 위험을 줄이는 두 가지 방안을 제안한다. 첫째는 종업원이 위험을 부담하지 않으면서 우리사주제도를 통하여 재산형성을 할 수 있는 가치 ‘보장형 우리사주제도’이고, 둘째는 실적에 따른 소득상실 위험을 줄일 수 있는 가

76) 원래 노사협의회는 1980년에 제정된 “노사협의회법”에 의해서 설치되었는데, 노사협의회법은 노동조합의 힘을 약화시키는 대표적인 악법으로 지목되어 왔다. 이 법은 민주화 이후 몇 차례 개정을 거치면서 많이 개선되다가, 1996년에는 법의 명칭도 바뀌고 내용도 대폭 수정되었다. 노동관계법의 개관은 문무기(2004) 참조.

77) 노사협의회의 유용성은 노동계에서도 인정하는 듯하다. 노동계는 우호적인 M&A에 대한 노조의 대응방안을 논의하면서, 우호적인 인수의 사전 “예측을 위한 또 하나 필요한 노력은 경영진과의 수준 높은 경영에 대한 논의가 일상적으로 필요하다는 것이다. 이런 과정 속에 우호적인 경영진과 함께 기업의 미래를 공동으로 고민하는 과정은 인수의 사전 파악에 도움을 줄 것이다. 이런 경우 근로자 참여 및 협력증진에 관한 법률을 활용하여 경영진에게 회사경영상태의 공개와 노동조합의 경영참여를 끊임없이 요구해야 한다.”라고 기술하고 있다. 전국민주노동조합총연맹 (2000) 참조.

78) 이 법의 벌칙조항을 보면 사용자가 노사협의회의 설치를 거부하더라도 벌금은 최대 1천만 원에 불과하다.

칭 '퇴직보상기금'제도이다. 이하에서는 두 가지 방안을 자세히 논의한다.⁷⁹⁾

우리나라에서 '우리사주제도'라 불리는 종업원지주제도(ESOP: Employee Stock Ownership Plan)는 종업원의 생산성을 높이고 종업원과 주주의 이해를 일치시킬 수 있는 훌륭한 제도이다.⁸⁰⁾ 그러나 ESOP은 활성화되지 못하고 있다는 것이 필자의 판단이다. 2003년 말 현재 우리사주조합은 상장회사 발행주식의 불과 1%정도를 소유하고 있을 뿐이다. ESOP이 크게 활성화되지 못하는 이유는 이 제도에 내재한 근본적인 맹점 때문이다. ESOP의 맹점은 종업원이 부담하는 위험이 지나치게 크다는 것이다. 종업원이 저축을 자사주에 투자했다가 회사가 망하면 저축도 잃고 직장도 잃게 된다. 위험관리의 기본은 위험을 분산시키는 것인데, ESOP은 종업원의 금융저축과 인적자본을 기업부실이라는 동일한 위험에 노출시킴으로써 위험을 집중시키는 결과를 초래한다. 아울러 회사의 지원으로 종업원이 자사주를 매입하는 경우에는 1년 이상의 의무보유기간 동안 주식을 매각할 수 없는데, 한국의 주가변동성이 매우 높기 때문에 의무보유기간 중의 주가하락위험 또한 대단히 높다. 요컨대 종업원의 위험부담을 가중시킨다는 사실이 바로 전통적인 ESOP의 한계이고, 한국에서는 주가변동성이 높기 때문에 종업원이 부담하는 ESOP 위험도 더 크다고 하겠다.

필자가 제안하는 보장형 우리사주제도는 종업원이 주가하락으로 인한 손실의 위험을 부담하지 않으면서 재산을 형성할 수 있는 제도이다.⁸¹⁾ 보장형 우리사주제도란 종업원이 주가하락위험을 부담하지 않고 주식을 장기간 보유할 수 있는 제도로서, 불란서의 화학회사인 롱프랭(Rhone Poulenc)사(社)가 1993년 민영화를 하면서 최초로 도입한 이후 다수의 불란서 공기업이 민영화를 하면서 시행하고 있다.⁸²⁾ 이하에서는 보장형 우리사주제도의 일반적인 구조와 롱프랭의 사례(괄호에 표시)를 살펴본다.

- 1) 회사는 종업원에게 주식을 할인가격에 매각한다.
(정부는 시가 150프랑의 주식을 20% 할인한 120프랑에 매각)
- 2) 종업원은 주식을 장기간 의무적으로 보유한다. (4.5년)
- 3) 투자은행은 종업원에게 투자원금과 최소한의 수익률을 보장한다.
(Bankers Trust (BT)는 4.5년 후 150프랑을 보장.)
- 4) 투자은행은 자본이득의 일정부분을 지급받는다.
(4.5년 후 주가가 150프랑을 초과하면 초과분의 1/3은 BT에 귀속)
- 5) 종업원은 주식매입자금의 상당부분을 은행으로부터 차입하고, 투자은행은 차입원리금의

79) 보장형 우리사주제도는 유럽, 특히 불란서에서 활발하게 운영되는 제도이다. 그러나 보장형 우리사주제도는 종업원이 부담하는 위험을 줄이는 혁신적인 금융기법에 불과하기 때문에 필자가 한국에는 유럽식 지배구조모델보다는 미국식 지배구조모델이 더 적합하다고 앞서 지적한 바와 상충되는 것은 아니다.

80) ESOP의 제도 및 역사와 ESOP이 자본주의의 혜택을 골고루 누리게 할 수 있는 훌륭한 제도라는 주장에 관해서는 Gates(1998) 참조.

81) 필자는 노사정위원회가 2004년 6월 30일 발표한 이른바 스톡옵션형 ESOP의 문제점을 지적하면서, 그 대안으로 보장형 ESOP의 도입을 이미 언론기고를 통해 제안한 바 있다. 박상용(2004b, 2004c) 참조.

82) Rhone-Poulenc社의 보장형 ESOP에 대한 자세한 내용과 금융공학적인 분석에 관해서는 각각 Harvard Business School(1997) 사례와 Tufano(1996) 참조.

상환을 보증하는 대신에 차입금으로 매입한 주식에 대해서도 자본이득을 취한다.⁸³⁾

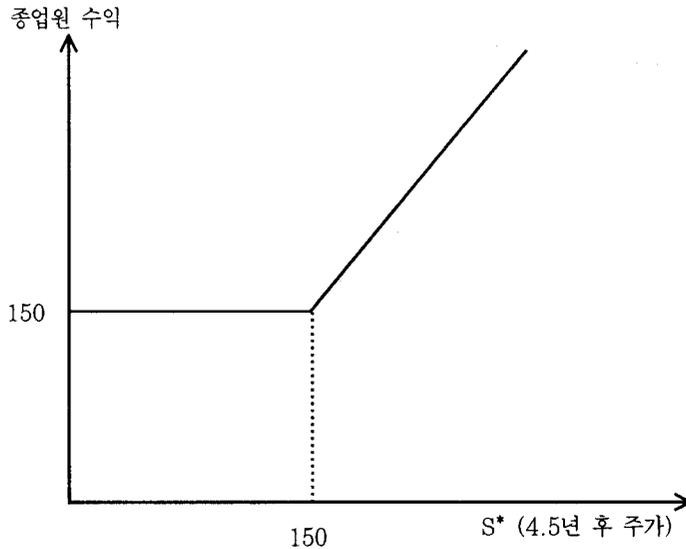
(90%를 차입, 자기자금 10%와 차입금 90%를 합하여 총10주를 매입하는 경우, 4.5년 후 근로자는 자기자금으로 매입한 1주에 대해 150프랑을 받고, 주가가 상승한 경우 10주의 2/3인 6.67주에 대한 자본이득을 취함.)

이와 같이 보장형 우리사주제도 하에서는 종업원이 자기자금으로 N주에 투자를 하고 투자원금과 최소한의 수익을 보장받으면서 자본이득의 일부분은 10N주 전체로부터 취하게 된다. 다시 말해서

보장형 우리사주제도는 종업원이 적은 금액의 투자로 위험부담 없이 재산증식을 할 수 있는 제도이다. <그림 3>은 종업원의 수익과 미래 주가와의 관계를 보여 주고 있다.⁸⁴⁾

보장형 우리사주제도의 경제적 타당성(economic feasibility)의 원천은 두 가지이다. 첫째는 종업원이 시가보다 할인된 가격으로 주식을 매입하는 것이다. 종업원과 헤징서비스를 제공하는 투자은행에게 돌아가는 이득의 원천은 바로 가격할인이다. 한국에서는 유상증자 시에 주식을 통상 20%~30% 할인된 가격으로 발행하므로 이 제도의 도입이 가능하다. 2002년부터 가능해진 이른바 신우리사주

<그림 3> 보장형 우리사주제도에서 종업원의 수익
(1993년 Rhone Poulenc社의 예)



$$\begin{aligned} * \text{ 종업원 수익 (4.5년 후)} &= 150 + 6.67 \times \text{Max}[S^* - 150, 0] \\ \text{총 10주를 매입} &= \text{자기자금으로 1주} + \text{차입금으로 9주} \end{aligned}$$

83) 투자은행 업계에서는 Rhone-Poulenc社가 시작한 ESOP을 통상 'Structured ESOP', 또는 'Leveraged ESOP'이라 칭하지만, 필자는 한국에서 ESOP가 활성화되지 않는 근본적인 이유가 높은 주가변동위험임에 착안하여 '보장형 ESOP'이라 표현했다.

84) 보장형 우리사주제도 하에서 종업원이 기대하는 현금흐름은 2002년부터 한국에서 유행하는 은행의 주가지수연동예금(ELD)과 증권회사의 주가지수연동증권(ELS) 및 자산운용사의 주가지수연동펀드(ELF)의 현금흐름과 그 패턴이 유사하다.

제도 하에서는 회사가 자사주를 매입하여 우리사주 조합에 출연할 수 있으므로, 회사는 유상증자 이외의 경우에도 근로자에게 주식을 사실상 저가로 매각할 수 있다.⁸⁵⁾ 아울러 정부가 민영화될 공기업의 근로자에게 할인가격으로 주식을 매각하는 경우에도 이 제도의 시행이 가능하다. 둘째는 투자은행의 위험헤지 능력과 위험헤지를 위한 주식의 대차(貸借)거래 가능성 여부이다. 이미 장외파생상품의 거래가 활발하기 때문에 투자은행의 위험헤지능력에는 별 문제가 없다. 아울러 우리사주조합의 장외파생상품 거래와 관련한 근로자복지기본법 및 동 시행령상의 몇 가지 결림돌이 몇 가지 있으나, 법의 의도하는 본래의 취지를 훼손하지 않으면서 이 제도를 도입할 수 있도록 동 법령을 개정할 수 있다는 판단이다.⁸⁶⁾

지금까지 노사협의회를 통한 경영참여 활성화 및 보장형 우리사주제도의 도입의 필요성을 논하였다. 그러나 이것만으로 종업원의 고용불안과 실직에 따른 소득상실 위험을 해소하기에는 충분하지 않다.

한국의 경제구조상 상시적인 구조조정이 불가피하기 때문에 기업이 노력을 하더라도 고용안정에는 한계가 있다는 판단이다. 그러므로 회사가 고용을 안정시키겠다는 약속의 증거로서, 그리고 회사가 명예퇴직금과 같은 역할을 할 수 있는 재원으로서 가칭 퇴직보상기금의 설치를 제안한다.⁸⁷⁾

퇴직보상기금은 호황기에 통상 주주의 몫인 이익의 일부를 사외에 설치된 기금에 적립했다가 불황기에 인력구조조정 과정에서 해고되는 퇴직자에게 분배하는 제도이다. 이 제도는 종업원과 이익공유제의 일종이지만, 위험의 측면에서 보면 종업원이 부담하는 소득상실 위험의 일부를 주주에게 전가하는 위험공유제(risk sharing)라 할 수 있다.⁸⁸⁾ 주주의 입장에서는 이익이 충분한 경우에만 적립을 하는 것이므로 큰 부담이 없다. 또한 퇴직보상기금은 해고로 퇴직하는 종업원에게만 분배하는 기금이므로, 현행 퇴직금과도 차이가 있다. 물론 기업들이 이 제도를 적극적으로 수용할 수 있다면 노동유연성도 높아져야 할 것이고, 정부는 기

85) 2002년 1월부터 시행된 “근로자복지기본법” 제36조에 따라 “우리사주제도를 시행하고 있는 기업의 사업주, 대주주 등은 우리사주조합에 자사주 또는 금품을 출연하거나, 자사주 구입자금에 대한 융자 또는 융자보증 등의 지원을 할 수 있다.” 우리사주조합이 자사주를 시가로 매입하는 것을 조건으로 회사가 자사주 또는 현금을 무상으로 출연하는 경우에는 회사가 종업원에게 주식을 저가로 매각하는 것과 같은 효과가 있다.

86) 한편, 이 제도 운영의 기술적인 요인 (투자은행은 위험헤지를 위하여 주식을 차입하여 시장에서 매각해야 하는데, 헤지비용을 최소화하려면 우리사주조합으로부터 주식을 차입하는 것이 유리함) 때문에 근로자가 이 제도를 통해 매입한 주식 중에서 투자은행에 대여한 주식에 대해서는 의결권을 행사할 수 없다. 따라서 노사정위원회가 발표한 스톡옵션형 우리사주의 경우와는 달리 보장형 우리사주는 지배주주의 경영권 방어에 ‘동원’될 수 없을 것이다. 우리사주제도를 이용한 경영권방어는 매우 복잡하고 미묘한 문제를 야기할 수 있다. 우리나라 대법원에서는 회사가 우리사주조합에 자금을 지원하여 종업원이 자사주를 매입하고, 우리사주의 주식이 경영권방어에 이용된 경우, “경영자의 자금지원의 주된 목적이 종업원의 재산형성을 통한 복리증진보다는 안정주주를 확보함으로써 경영자의 회사에 대한 경영권을 계속 유지하고자 하는데 있다면, 그 자금지원은 경영자의 이익을 위하여 회사재산을 사용하는 것이 되어 회사의 이익에 반하므로 회사에 대한 관계에서 임무위배행위가 된다.”고 판시한 바 있다. (대법원 2002도996, 2004년 2월 13일), 김화진(2004)에서 재인용.

87) 필자는 박상용(2004a)를 통해 이 제도의 도입을 제안했는데, 제안의 배경은 다음과 같다. “최근 근로자 불안이 한 없이 증폭되면서 소비도 위축되고 노사관계도 악화되고 있다. 고용이 불안하고, 조기퇴직과 수명연장으로 퇴직 후 삶의 기간은 늘어났으나, 과도한 주거비와 사교육비 때문에 저축을 하기도 어렵고, 저축을 해도 금리는 고작 3%에 불과하다. 도시화와 핵가족화는 전통적인 사적 안전망을 이미 붕괴시켰고, 공적 안전망도 아직은 빈약한 수준이다. 그러므로 근로자를 위한 사회정책은 근로자의 경제적 불안감을 줄이는데 초점을 맞추는 것이 바람직하다.”

88) 퇴직보상기금은 개별 기업차원에서 시행하는 일종의 사적 실업보험이라 볼 수도 있다. 공적 실업보험은 위험 pooling의 장점이 있지만, 사용자의 도덕적 해이라는 단점이 있다. 여하간, 우리나라에서는 공적 실업보험이 아직은 초기 단계에 있고, 따라서 충분치 못하다.

금의 적립금을 경비로 인정하는 등의 세제혜택을 부여해야 할 것이다. 아울러 이 제도를 모든 기업에 획일적으로 강요하기보다는 선택적으로 도입할 수 있도록 하는 것도 중요하다. 이 제도를 통해 종업원은 소득상실 위험을 줄일 수 있고, 동시에 기업은 높은 노동유연성을 바탕으로 구조조정을 쉽게 할 수 있다면 결국 주주와 정부 모두에게도 이익이 될 것이다. 한편, 이 제도를 노사 간에 상생(win-win)의 제도로 운영하려면 기금의 적립금이 일정 수준에 도달할 경우 초과분은 주주에게 다시 돌려 줄 수 있도록 해야 한다. 그래야만 기업의 입장에서 인력조정을 가능한 한 자제할 유인이 발생하기 때문이다. 이렇게 운영한다면 퇴직보상기금은 주주가 종업원에게 고용안정을 약속하는 동시에, 이러한 약속이행을 담보(bonding)하기 위한 증거금을 적립하는 제도라고 할 수 있다.⁸⁹⁾

요약컨대, 고용이 불안하면 종업원도 주주와 마찬가지로 기업의 위험을 부담하므로 기업의 최고경영에 참여하든지, 실업에 따른 소득상실 위험에 대한 보상을 받을 수 있어야 한다. 그러나 종업원의 경영참여는 유럽기업에서와 같이 종업원이 이사를 선임하여 최고의사결정에 참여하는 것보다는 기존의 노사협의회를 활용하는 것이 바람직 할 것이다. 다만 원만한 노사관계를 정립하고 종업원의 재산형성을 지원하기 위해서 보장형 우리사주제도를 도입할 필요가 있다. 아울러 종업원의 소득상실 위험을 줄이는 방법으로는 퇴직보상기금제도의 도입을 검토할 필요가 있다.

V. 맺는말

외국인의 적대적 기업인수 위협과 노조의 경영참여 요구로 한국 대기업의 경영권 환경은 중대한 전기를 맞이하고 있다. 세계는 우호적 M&A는 찬성하지만, 적대적 기업인수와 종업원의 경영참여는 반대한다. 노동계는 적대적 기업인수는 적극 반대하고 우호적M&A도 반대하는 경향이 있다. M&A로 경영진이 바뀌면 종업원과의 암묵적인 장기고용 계약을 파기하는 경향이 있기 때문이다. 적대적 기업인수와 종업원 경영참여 문제는 이해관계자들 간의 이해가 첨예하게 엇갈리고 있기 때문에 결국 경제시장보다는 정치시장에서 각 제도의 틀이 결정될 것이다. 따라서 적대적 기업인수와 종업원 경영참여에 대한 바람직한 제도를 설계하기 위해서는 정치경제학적 접근이 필요하다. 특히 Roe(2003)가 강조하였듯이, 각국의 정치철학에 따라 다르게 나타나는 노사평화의 달성방법은 '마치 멀리 떨어진 달이 조류(潮流)에 영향을 미치듯이' 적대적 기업인수와 근로자 경영참여를 포함하는 기업시스템 전반에 일관성 있게 영향을 미치기 때문에 정치경제학적 접근은 매우 중요하다.

기업의 주요 이해관계자 집단에 주주와 경영자뿐만 아니라 종업원도 포함되는 광의의 기업지배구조에는 미국모델과 유럽모델이 있다. 자유민주주의를 추구하는 미국에서는 주주가치를 중시하기 때문에 적대적 기업인수가 광범위하게 허용되는 반면, 종업원의 경영참여는 허용되지 않고 있으며 노동유연

89) 필자는 여기서 제안하는 퇴직보상기금과 핵심적인 구조가 유사한 외국의 사례를 아직은 발견하지 못했지만, 유럽에는 유사한 사례가 있을 법하다. 미국에서 연방 사회보장제도가 시행되기 이전인 1920년대에 위스콘신주에서 州法에 따라 시행한 실업보험은 개별기업 수준의 보험이고, 사용자가 보험준비금을 적립하고 (따라서 종업원의 위험을 주주에게 전가하고), 사용자가 적립하는 준비금의 규모를 종업원의 해고율에 연동하는 (따라서 사용자가 쉽게 해고를 하지 않을 유인을 제공하는) 제도이므로 퇴직보상기금과 유사한 측면이 있다. 미국의 사회보장제도의 역사적 발전과정을 다룬 연구는 Moss(2002) 제7장 참조.

성 또한 높은 수준을 유지하고 있다. 사회민주주의를 추구하는 유럽에서는 종업원가치를 중시하기 때문에 적대적 기업인수가 어렵고, 종업원의 최고경영참여가 광범위하게 허용되고 있으며 노동유연성도 낮다. 한국은 이미 미국식 지배구조장치를 다수 도입했고, 대외의존도가 높아 상시적인 구조조정이 필요하며, 신성장동력산업의 발전에 필수적인 시장 중심의 금융시스템을 구축할 필요가 있다는 관점에서 보면 유럽모델보다는 미국모델이 더 바람직하다. 아울러 1980년대까지는 미국모델과 유럽모델 중에서 어느 모델이 더 우월하다고 단정할 수 없었지만, 세계화와 유럽통합으로 국가 간 경쟁이 치열해지면서 유럽 국가들도 싫지만 서서히 미국모델을 모방하고 있다는 사실도 간과해선 안 된다.

우리나라의 경우 기업지배의 내부통제장치인 이사회와 기능과 외부통제장치인 제품시장의 경쟁이 취약하며, 아울러 기업가치의 저평가 현상 또한 극심하다. 따라서 기업규율의 강력한 효과가 있는 적대적 기업인수를 보완적인 수단으로 활용하여 기업의 성과향상을 촉진하고 저평가 현상을 극복할 필요가 있다. 세계에서는 이른바 역차별적인 경영권 방어제도의 시정을 촉구하고 있다. 그러나 경영권 방어를 어렵게 하는 규제는 극심한 지배-소유 괴리가 야기하는 이른바 '재벌의 폐해'를 방지하기 위한 제도이므로, 관련 규제의 완화에 대해서는 대기업의 기업지배구조가 획기적으로 개선될 때까지는 매우 신중하게 접근할 필요가 있다.

한국에서 적대적 기업인수의 대상이 될 수 있는 기업은 그룹 내에서 지배를 목적으로 계열사 지분을 많이 보유한 중핵회사 가운데, 저평가가 심하고 내부지분율이 낮은 기업들이다. 그리고 적대적 기업인수를 시도할 외국인은 장기·전략적 투자자이기보다는 단기·금융 투자자일 가능성이 높다. 적

대적 기업인수시장을 "경합가능시장" (contestable market for hostile takeover)으로 만들어 이러한 투자자에 의한 적대적 기업인수 위협이 기업을 규율하는 강력한 유인으로 작용할 수 있음에 주목할 필요가 있다.

그러나 재벌을 위시한 수많은 대기업의 경영권이 외국자본에 넘어가면, 재벌체제가 급속도로 와해되어 경제가 커다란 혼란에 빠질 수 있으므로 외국인의 적대적 기업인수 위협에 대하여 지혜롭게 대응할 필요가 있다. 대응의 커다란 방향은 '거문고 줄의 이치'를 이용하는 것이다. 거문고 줄의 이치란 너무 느슨하면 소리가 떠나 버리고 너무 팽팽하면 끊어진다는 것이다. 우선 재벌은 적대적 기업인수의 가장 큰 요인인 기업가치의 저평가 현상을 적극적으로 해소해야 하고, 이를 위해서는 지배-소유 괴리를 축소하고 지배구조를 개선해야 한다. 아울러 기관투자자들을 대상으로 활발한 IR활동을 전개하여 우호적인 관계투자자를 많이 확보할 필요가 있다. 한편, 정부는 불투명한 적대적 기업인수를 억제하기 위해서 지분공시제도(5% Rule)를 엄격히 운영하고, 주식시장에서 국내투자자의 비중 확대를 통해 외국인의 비중이 자연스럽게 감소할 수 있도록 연금의 주식투자를 과감하게 확대하며, 기업연금과 사모주식펀드를 조속하게 도입할 필요가 있다. 아울러 국내 기관투자자는 기업에 대한 감시활동을 높이고 주주권을 적극적으로 행사하는 관계투자자의 역할을 수행할 필요가 있고, 투자기업이 지배구조를 진정으로 개선하는 와중에 외국인에 의한 경영권 공격을 받는 경우에는 경영권방어에 적극 협조할 필요가 있다.

노동계가 종업원의 경영참여를 요구하는 직접적인 배경은 고용불안이고, 간접적인 배경은 유럽의 사회지배구조를 선호하는 정치세력의 전면 등장으

로 추측된다. 노동경제학의 인적자본 이론을 재무경제학의 기업지배구조 이론에 접목하여 보면 종업원도 주주처럼 위험을 부담한다는 것을 알 수 있다. 특히 고용안정 시대에서 고용불안 시대로 이행하는 과도기에는 과거의 기대와 현실 간의 괴리가 가장 큰 장년층 근로자에게 위험부담이 집중되기 마련이다. 종업원의 위험부담 문제를 해결하려면 근로자가 경영에 참여하여 실업위험 자체를 통제할 수 있도록 하거나, 소득상실 위험에 대한 안전장치를 마련하는 것이 바람직하다.

종업원의 경영참여 형태로 유럽에서처럼 근로자가 이사회를 통해 최고경영에 참여하는 것은 우리 현실에 맞지 않고, 일본에서처럼 종신고용을 전제로 종업원이 법률에 의해 보장되지 않는 노사 간의 자율적 기구인 노사협의회를 통해 경영참여를 하는 것도 부적합한 측면이 있다. 우리에게 적합한 대안은 유럽과 일본의 중간적인 형태가 바람직한데, 구체적으로는 “근로자참여및협력증진에관한법률”에 의한 노사협의회를 강화하여 경영참여를 보다 활성화시킬 필요가 있다. 이와 함께 노사협의회를 통한 종업원의 제한적인 경영참여를 보완하기 위해서 종업원에게 위험부담이 없고, 경영권에도 영향을 미치지 않으면서, 종업원의 재산형성과 노사관계에 도움이 되는 이른바 ‘보장형 우리사주제도’의 도입을 적극 검토할 필요가 있다.

한편, 노사협의회를 통한 제한적인 경영참여와 보장형 우리사주제도를 통한 노사관계의 개선만으로는 종업원의 고용불안과 소득상실위험을 해소하기에는 부족한 측면이 있으므로, 가칭 퇴직보상기금의 설치를 검토할 필요가 있다. 종업원이 부담하는 위험의 일부를 주주에게 전가하는 퇴직보상기금을 도입하면서, 동시에 노동유연성도 높이는 것은 노사 간의 상생을 가능케 할 수 있는 방안이라 생

각한다.

마지막으로, 각국의 정치철학에 따라 다르게 나타나는 노사평화의 달성방법은 ‘마치 멀리 떨어진 달이 조류(潮流)에 영향을 미치듯이’ 적대적 기업인수와 근로자의 경영참여를 포함하는 기업시스템 전반에 일관성 있게 영향을 미치기 때문에 정치경제학적 접근은 매우 중요하다는 점을 다시 한 번 강조하고 싶다. 아울러 한국경제의 최대 화두인 기업지배구조와 노사관계의 문제가 지금까지는 별도로 분리되어 논의되었으나, 앞으로는 경영학, 경제학, 법학, 정치학을 아우르는 여러 학제(學制) 간의 활발한 연구가 필요하다는 점도 강조하고 싶다.

참고문헌

- 강희철 (2004), “주식 등의 대량보유 보고의무 위반과 관련된 법적 쟁점,” *Business Finance Law*, 제6호, 71-84.
- 공정거래위원회 (2004a), “외국인의 국내 주식투자 증가에 따른 적대적M&A 가능성 및 평가,” 정례브리핑 자료.
- _____, (2004b), “2004년 출자총액제한 기업집단 주식소유 현황분석,” 보도자료.
- 김재철, 빈기범, 신보성, 오승현, 조성훈 (2004), *외국인 주식보유비중의 증대를 둘러싼 논의에 대한 검토*, Issue Paper 04-02, 한국증권연구원.
- 김학현 (2004), “외국인의 국내 주식투자 증가에 따른 적대적 M&A 가능성 및 평가,” *Business Finance Law*, 제6호, 63-70.
- 김화진 (2004), “M&A 시장의 최근 현황과 정책 및 법적 과제,” *Business Finance Law*, 제6호, 31-62.
- 대한상공회의소 (2003a), “주주권 행사 및 경영권 안정 실태 조사”.

- _____. (2003b), "독일의 근로자 경영참여제도 분석: 공동결정제도를 중심으로".
- _____. (2003c), "주식소유구조의 국별 실태 및 정책시사점."
- _____. (2003d), "경영권 방어제도 역차별 현황과 정책시사점."
- _____. (2004a), "최근 국내외 M&A 동향과 정책시사점."
- _____. (2004b), "국내기업의 경영권 불안 및 대응실태 조사."
- _____. (2004c), "M&A 방어환경의 국제비교와 정책시사점."
- 박상용 (2004a), "왜 '미국식 기업'인가," 중앙일보 시론 (5월 21일)
- _____. (2004b), "스톡옵션 우리나라제도 허점 많다." 매일경제, 분석과 전망 (7월 9일)
- _____. (2004c), "퇴직보상기금이 더 낫다." 동아일보 시론 (7월 13일).
- _____. 빈기범 (2004), "출자회사 할인현상에 대한 연구," 미발표 Discussion Paper, 한국증권연구원.
- _____. 장하성 (2004), "The Political Economy of Finance in Korea," 한국증권연구원 개원 7주년 기념 심포지엄: **한국경제의 재도약을 위한 새로운 금융패러다임**.
- 배기홍 · 임찬우 (2003), "기업집단의 상호지원과 기업집단 소속 기업의 주가수익률 특성: 조건부 왜도 (conditional skewness)에 관한 실증적 연구," **재무연구**, 제16권 제1호.
- 신보성 · 빈기범 · 김재철 (2004), "우리나라 자본시장과 은행의 균형적 발전 필요성," 한국증권연구원 개원 7주년 기념 심포지엄: **한국경제의 재도약을 위한 새로운 금융패러다임**.
- 왕윤중 (2004), "해외자본과 적대적 M&A," 바른사회를 위한 시민회의 정책토론회.
- 이상운 (2003), **노동법**, 제5판, 법문사, 99쪽.
- 이성희 (2004), "노사관계 개관," **한국의 노동 1987~2002**, 한국노동연구원, 27-53.
- 이원덕 (2004), "역사의 과도기를 돌아보며 미래를 설계한다." **한국의 노동 1987~2002**, 한국노동연구원, 1-23.
- 이인범 · 홍재형 (2004), **한국기업의 진입, 퇴출 및 경제적 성과에 관한 연구**, 한국경제연구원 연구보고서.
- 장상균 (2004), "지배주식의 매도에 대한 증권거래법상 단기매매차익 반환조항의 적용," **Business Finance Law**, 제5호, 87-106.
- 전국민주노동조합총연맹 (1998a), "경제현황, 구조조정, 그리고 노동조합의 대응," 정책자료 98-14.
- _____. (1998b), "경제회생을 위한 외자유치론에 대한 비판," 정책자료 98-7.
- _____. (2000), "합병, 영업양도 등 대응방안," (금속산업연맹자료를 민주노동당의 정책자료 사이트에서 발췌, http://cham3.jinbo.net/maybbs/pds/kctuinfor2/pds_3/고용불안대응자료.hwp), 3월.
- 한국개발연구원 (2003), **시장개혁 추진을 위한 평가지표 개발 및 측정**, 공정거래위원회 용역보고서.
- 한국증권연구원 (2004), "출자회사 할인의 개념과 사례," **계간 자본시장 포럼**, 제1권 제1호.
- Allen, Franklin and Douglas Gale (2000), "Corporate Governance and Competition," in Xavier Vives (ed), *Corporate Governance: Theoretical and Empirical Perspectives*, Cambridge University Press, 23-94.
- Bebchuk, Lucian Arye, Reinier Kraakman and George G. Triantis (2000), "Stock Pyramids, Cross-Ownership, and Dual Class Equity: The Mechanisms and Agency Costs of Separating Control from Cash-Flow Rights," in Randall Morck (ed), *Concentrated Corporate Ownership*, National Bureau of Economic Research, 295-318.
- _____. and Mark Roe (1999), "A Theory of Path Dependence in Corporate Ownership and Governance," *Stanford Law Review* 52.
- Blair, Margaret M. (1995), *Ownership and Control: Rethinking Corporate Governance for the Twenty-First Century*, Brookings Institution.

- _____ (1999), "Firm-Specific Human Capital and Theories of The Firm," in Blair and Roe (eds), *Employees and Corporate Governance*, Brookings Institution, 58-90.
- Charny, David (1999), "Workers and Corporate Governance: The Role of Political Culture," in Blair and Roe (eds), *Employees and Corporate Governance*, Brookings Institution, 91-120.
- Cornell, Bradford and Qiao Liu (2001), "The Parent Company Puzzle: When is the Whole Worth Less than One of the Parts," *Journal of Corporate Finance* 7
- Dixit, Avinash (1996), *The Making of Economic Policy: A Transaction-Cost Politics Perspectives*, Munich Lecture Series in Economics, The MIT Press.
- Gates, Jeff (1998), *The Ownership Solution: Toward a Shared Capitalism for the 21st Century*, Perseus Books.
- Gilson, Ronald and Mark Roe (1999), "The Political Economy of Japanese Lifetime Employment," in Blair and Roe (eds), *Employees and Corporate Governance*, Brookings Institution, 239-74.
- Hansmann, Henry (1996), *The Ownership of Enterprise*, The Belknap Press of Harvard University Press.
- Harvard Business School (1997), "The Privatization of Rhone-Poulenc, 1993," Case 9-295-049.
- Hellwig, Martin (2000), "On the Economics and Politics of Corporate Finance and Corporate Control," in Xavier Vives (ed), *Corporate Governance: Theoretical and Empirical Perspectives*, Cambridge University Press, 95-136.
- La Porta, Rafael, Florencio Lopez-de-Silanes, and Andrei Schleifer (1999), "Corporate Ownership around the World," *Journal of Finance* 54.
- _____ and Robert Vishny (2000), "Investor Protection and Corporate Governance," *Journal of Financial Economics* 58.
- _____ (1998), "Law and Finance," *Journal of Political Economy* 106.
- _____ (1997), "Legal Determinants of External Finance," *Journal of Finance* 52.
- Kato, Takao, Ju Ho Lee, Kang-Sung Lee, and Jang-Soo Ryu (2004), "Employee Participation and Involvement in Korea: Evidence from a New Survey and Field Research," International Conference on Flexibility and Performance: International Perspectives on Labor Market Institutions, KLI, KDI School, PCPP, KIEA.
- Khanna, Tarun and Krishna Palepu (2000), "Emerging Market Business Groups, Foreign Intermediaries, and Corporate Governance," in Randall Morck (ed), *Concentrated Corporate Ownership*, National Bureau of Economic Research, 265-294.
- Kraakman, Renier, P. Davies, H. Hansmann, G. Hertig, K. Hopt, H. Kanda, and E. Rock (2004), *The Anatomy of Corporate Law: A Comparative and Functional Approach*, Oxford University Press.
- Moss, David (2002), *When All Else Fails: Government as the Ultimate Risk Manager*, Harvard University Press.
- Milgrom, Paul and John Roberts (1992), *Economics, Organization and Management*, Prentice Hall.
- Morck, Randall and Bernard Yeung (2003), "Family Control and Rent-Seeking Society," William Davidson Institute Working Papers Series.

- Morck, Randall K., David A. Stangeland, and Bernard Yeung (2000), "Inherited Wealth, Corporate Control, and Economic Growth: The Canadian Disease?," in Randall Morck (ed), *Concentrated Corporate Ownership*, National Bureau of Economic Research, 319-371.
- Pistor, Katharina (1999), "Codetermination: A Sociopolitical Model with Governance Externalities," in Blair and Roe (eds), *Employees and Corporate Governance*, Brookings Institution, 163-193.
- Rajan, Raghuram G. and Luigi Zingales (2003), *Saving Capitalism from the Capitalists*, Crown Business.
- Rock, Edward B. and Michael L. Wachter (1999), "Tailored Claims and Governance: The Fit between Employees and Shareholders," in Blair and Roe (eds), *Employees and Corporate Governance*, Brookings Institution, 121-159.
- Roe, Mark J. (1994), *Strong Managers, Weak Owners: The Political Roots of American Corporate Finance*, Princeton University Press.
- , (1999), "Codetermination and German Securities Markets," in Blair and Roe (eds), *Employees and Corporate Governance*, Brookings Institution, 194-205.
- , (2003), *Political Determinants of Corporate Governance*, Oxford University Press.
- Shleifer, Andrei and Lawrence Summers (1988), "Breach of Trust in Hostile Takeovers," in Alan Auerbach (ed.), *Corporate Takeovers: Causes and Consequences*, University of Chicago Press.
- Tirole, Jean (1990), *The Theory of Industrial Organization*, Ch.8, The MIT Press.
- Tufano, Peter (1996), "How Financial Engineering Can Advance Corporate Strategy," *Harvard Business Review*.

The Political Economy of Corporate Governance: Hostile Takeover and Labor's Participation in Management

Sang Yong Park*

Abstract

Large Korean firms are facing a new corporate control environment as potential hostile takeover threats by foreign investors are rising and labor's demand for managerial participation is intensifying. These two control related new phenomena in Korea are analyzed in the context of the political economy. Mark Roe's theoretical framework in which a political ideology affects a corporate governance system serves as the basis for the analysis in this paper. Although the political wind in Korea is blowing toward social democracy common in continental Europe, the Korea specific economic considerations render the American model based on liberal democracy more appropriate for Korea. The American model allows active markets for hostile takeover but disallows employees' participation in management.

Various governance mechanisms which tend to be substitutes to some extent are not satisfactorily effective in Korea. Governance evaluations by international agencies show the Korean firm's internal control system based on board of directors, transparent accounting, disclosure and the like is ranked at the lower end. Since the Korean product market is still not very competitive, corporate performance is not pushed by competitive forces from domestic markets. Although a number of Korean companies are competing successfully in the global markets, even those companies are suffering from 'Korea discounts,' a phenomenon for deep undervaluation of Korean stocks. Some firms such as SK exhibiting a deep 'parent company discount,' became a takeover target by foreign investors like Sovereign Fund. In the absence of effective internal control mechanism and strong product market competition, an effective market for corporate control should play a strong disciplinary role for large *chaebol* companies. Therefore Korean government should be cautious at adopting institutional tools of control defense demanded by

* Professor of Finance, Yonsei University.

large companies and also try to keep the market for corporate control 'contestable.'

Labor's recent demand for participating in the top management decisions could be attributed to general employment uncertainty which had increased substantially since the 1997 financial crisis. Although financial economists tend to think that only shareholders are the major stakeholder group to bear residual risk, the theory of firm-specific human capital from labor economics implies that employees might also bear substantial risk, i.e., unexpected layoff and the resulting loss of earnings over and above the opportunity wage. The earnings risk stemming from an unexpected layoff could be managed either by employees' active participation in the management decisions and/or by providing schemes of profit sharing and risk sharing at the firm level.

As to labor's participation in management, neither the hard type German model of codetermination based on social governance nor the soft type Japanese model of 'works council' workable due to lifetime employment is appropriate for Korean companies. A more suitable model for Korean companies seems to be a model softer than the German model but harder than the Japanese model. It is proposed that Korea strengthens the enforcement of an existing law for labor-management council, 'Act Concerning the Promotion of Worker Participation and Cooperation.' Regarding profits and risk sharing schemes, two suggestions are presented. The first is an ESOP with downside protection, commonly known as the leveraged ESOP and most popular in France. The second is 'Layoff Insurance Fund.' Firms could reserve a fraction of net profits in good years and withdraw cash to compensate workers being forced to leave in bad years. With such a risk sharing scheme, labor flexibility could be enhanced.

Key words: political economy, corporate governance, foreign investor, hostile takeover, labor's participation in management