

기업지배구조의 문제점과 개선방향: 주주의 권한 강화를 중심으로

나현승

고려대학교 경영학과 교수

2024년 6월 12일

차례

- 대리인 문제
- 지배구조 개선방향
- 기업지배구조
 - 내부지배구조 I: 이사회
 - 내부지배구조 II: 경영자 및 임원 보상 체계
 - 외부지배구조 I: 주주의 기업 관여
 - 외부지배구조 II: 경영권 시장
- 요약 및 결론

대리인 문제

대리인 문제(Agency problem): 위임자인 주체와 피위임자인 대리인 간의 이해상충으로 인해 발생하는 제반 문제.



대리인 비용(Agency cost): 대리인 문제로 인해 발생하는 모든 비용.

- 대리인은 위임자 이익 극대화의 선관의무를 지는 반면, 때로 자신의 이익 극대화를 위한 의사결정을 하여 이해상충으로 인한 비용이 발생.

대리인 문제의 유형:

- 유형1(Type 1): 경영자와 주주 간의 대리인 문제
- 유형2(Type 2): 지배주주와 소수주주 간의 대리인 문제
- 유형3: 주주와 채권자 간의 대리인 문제

국내 기업들의 주요 대리인 문제

국내 기업들의 경우 유형 2(type 2)인 지배주주와 소수주주 간의 이해상충이 가장 핵심적인 문제로 대두.

- 소유와 지배의 괴리: 지배주주가 낮은 보유지분으로도 계열사 및 비영리법인 등의 지분을 이용하여 모든 계열사에 절대적 지배권을 행사.

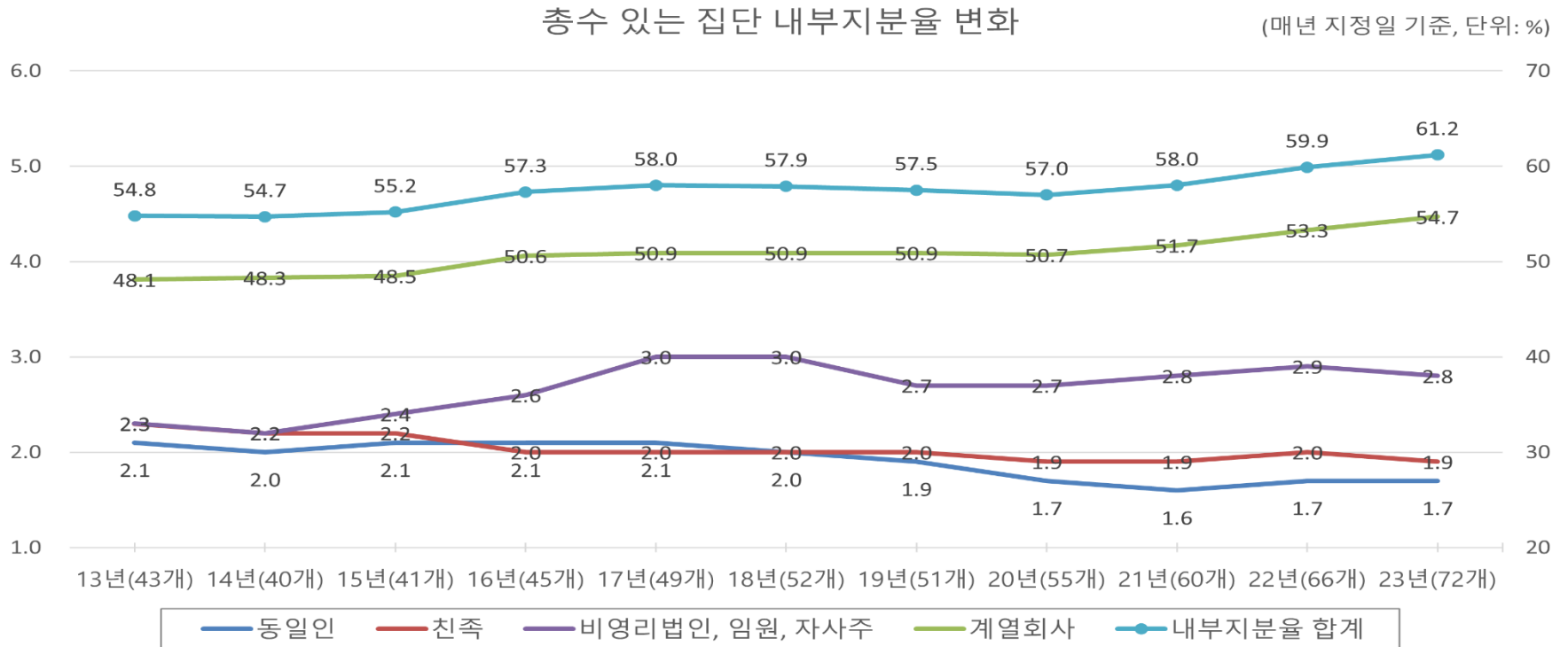
<표1> 총수 있는 집단의 내부지분율 변화

구 분	총수일가			총수일가 이외			내부지분율 합계
	동일인	친족	소계	계열회사	기타*	소계	
'19년 (51개)	1.9	2.0	3.9	50.9	2.7	53.6	57.5
'20년 (55개)	1.7	1.9	3.6	50.7	2.7	53.4	57.0
'21년 (60개)	1.6	1.9	3.5	51.7	2.8	54.5	58.0
'22년 (66개)	1.7	2.0	3.7	53.3	2.9	56.2	59.9
'23년 (72개)	1.7	1.9	3.6	54.7	2.8	57.5	61.2

출처: 2023 공시대상기업집단 주식소유현황 - 공정거래위원회

소유와 지배의 괴리: 2013-2023년 추이

<그림 1> 총수가 있는 기업집단의 내부지분율 변화



출처: 2023 공시대상기업집단 주식소유현황 - 공정거래위원회

지배주주 소유권 추정의 이슈

- 공정위의 총수일가 지분율은 측정 시 계열사 간 출자금액을 중복 계상하여 지배주주 지분율을 과소평가 (김우진, 이은정, 2022).
 - 계열사를 통한 간접보유지분을 포함하고 배당권과 의결권이 없는 자사주를 배제하면 지배주주 실질 지분율은 2021년 기준 21.5%.
- 추정 방식에 따른 차이를 감안해도 소유와 지배의 괴리는 매우 크며, 기업집단에 대한 과거의 정책적 대응에도 불구하고 추세적 감소가 전혀 관측되지 않고 있음.

지배주주와 소수주주 간 대리인문제

지배주주는 높은 지배권을 기반으로 다양한 방식을 통해 자신의 이익을 추구하고 소수주주의 이익을 침해 - 지배주주와 소수주주 간 이해 상충으로 인해 소수주주로부터 지배주주로 부의 이전 발생.

- 지배주주 지배권 강화와 경영권 가족 승계를 위해 일감 몰아주기, 계열사 간의 합병, 인적분할 시 자사주의 마법, 물적분할 후 자회사의 동시상장 등을 진행.
- 시장은 지배주주와 소수주주 간 이해상충과 소수주주 이익침해로 인한 가치의 저하를 가격에 반영하여 기업가치와 주가를 저평가 - 코리아 디스카운트의 핵심적 요인.

지배주주-소수주주 이해상충과 기업(주주)가치: 국내연구

다수의 연구가 국내 기업들의 지배주주와 소수주주 간 대리인문제가 다양한 경로를 통해 기업가치 및 주주가치에 부정적 영향을 미침을 실증.

- Bae, Kang, and Kim (2002), Bae and Kim (2021): 계열사 간 합병 시 지배주주의 사익 추구로 인한 주주가치 저하.
- Baek, Kang, and Park (2004): 외환위기 기간 동안 대규모 기업집단 내 지배주주와 소수주주 간 이해상충으로 인한 주주가치 저하 발생.
- Baek, Kang, and Lee (2006): 전환사채와 신주인수권부 사채 사모 발행 시 지배주주의 사익 추구로 인한 주주가치 저하.
- Kang et al. (2014): 지배주주와 소수주주 간 이해상충으로 인한 계열사 간 거래와 기업가치 저하,
- Goh, Lee, and Cho (2016): 지배주주와 소수주주 간 이해상충이 기업의 과잉투자에 부정적 영향.

지배주주-소수주주 이해상충과 기업(주주)가치: 해외연구

국내 뿐 아니라 해외에서도 소유와 지배의 괴리는 대리인 문제를 증가시켜서 기업가치와 주주가치에 부정적 영향을 미침이 광범위하게 입증됨.

- 동아시아 경제위기 당시 아시아 기업들의 주가 급락 시 지배권과 현금흐름권의 괴리가 클수록 주가가 더욱 심하게 하락: Mitton (2002), Classens et al. (2002), Lemmon and Lins (2003).
- 아시아 국가들 대상으로 지배권과 현금흐름권의 괴리가 클수록 부채비용이 증가함을 발견: Lin, Ma, Malatesta, and Xuan (2011).
- 미국 기업 대상으로 복수의결권(dual class stock)에 의한 소유지배괴리가 기업가치에 미치는 영향 분석 (Gompers, Ishii, and Metrick, 2009):
 - 약 6%의 미국 기업들이 복수의결권을 사용하며, 이 경우 지배주주의 현금흐름권은 약 40%이고 지배권은 약 60%.
 - 지배주주의 현금흐름권이 증가할수록 기업가치 증가, 지배권이 증가할수록 기업가치 감소.

기업지배구조

기업의 대리인 관계에서 발생하는 이해관계자들 간 이해 상충을 최소화하고 투자의 적정 수익을 보장함으로써 기업가치 극대화에 기여하는 제반 장치.

- *Corporate governance deals with the ways in which suppliers of finance to corporations assure themselves of getting a return on their investment.* – Shleifer and Vishny (1997)
- 기업의 자본조달과 성장을 위해 효율적 기업지배구조가 필수적.
- 경제와 시장 발전의 정도, 역사, 문화, 사회적 가치 등에 따라 국가 별로 고유한 기업지배구조가 구축. 성숙한 경제체제를 갖춘 국가에는 고유의 시스템에 부합하는 발달된 기업지배구조가 정착 (Shleifer and Vishny, 1997).
- 편의상 내부지배구조와 외부지배구조로 구분해 논의.

지배구조 개선방향: 주주의 권한 강화

주주의 권한을 강화하여 일반주주들이 스스로 자신의 이익을 보호하고 주장하며 관철시킬 수 있는 능력을 부여.

- 기업의 다양한 특성과 처한 상황을 고려하여 주주들이 개별 기업에 맞는 최선의 방식과 결과를 요구하고 관철할 수 있도록 정책 방향 설정 – 정보 접근, 주주제안, 독립적 이사 선임, 법적 소송권 등의 권한 강화가 필수적.
- 최근의 국내 행동주의 펀드 증가와 소수주주의 지배구조에 관한 관심 증가 및 결집 등은 기업지배구조 개선을 위한 고무적 변화 – 구체적 성과로 이어질 수 있도록 제도의 개선이 시급한 상황.
- 해외 사례: 캘리포니아주가 여성 이사를 선임하도록 했던 규제 정책은 기업의 주가 저하로 이어지는 등 성공적이지 못 했으나(tokenism), 대형 뮤추얼펀드들이 2017-2019년에 진행한 여성이사 선임 캠페인은 여성이사 비중 확대, 여성 후보자 저변 확대, 주주의 압도적 지지 등의 성과 (Hwang, Shivdasani, and Simintzi, 2021; Gormley et al., 2023).

내부지배구조 I: 이사회

이사회는 주주를 대표해 경영진을 통제 및 보완하여 내부지배구조의 중심적 역할 수행. 경영진과 지배주주로부터의 이사회 독립성이 이사회 기능 수행의 핵심.

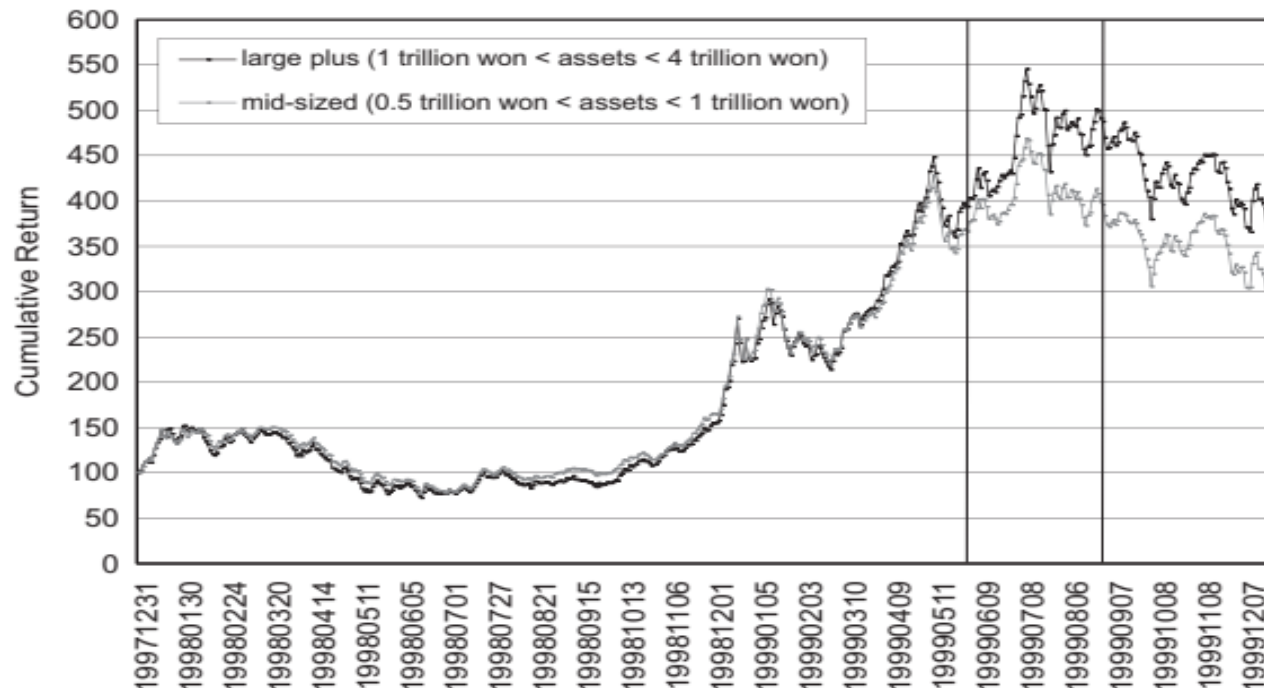
- 이사회는 효율성은 그 독립성 여부에 의해 좌우되고, 이사회는 독립성은 경영자와 이사들의 협상력(bargaining power) 대결에 의해 결정됨 (Hermaline and Weisbach, 1998).
- 경영진이 사외이사 선임에 영향력 행사하면, 독립적 사외이사 선임 빈도 감소, 이사 선임에 부정적 주가 반응 (Shivdasani and Yermack, 1999).
- 경영자와 이사들의 사회적 연고(social ties)가 적을수록 경영자 교체 및 경영자 보상이 기업의 최근 성과에 긴밀히 연관 (Hwang and Kim, 2009).

이사회 독립성을 강화하는 과거정책에 대한 시장 반응

1999-2001년에 자산 규모 2조원 이상 기업에 사외이사 비중 50% 이상(2조 미만 기업은 25% 이상), 감사위원회, 사외이사 추천위원회 의무화.

- 동기간 자산 규모 2조 이상 기업의 주가가 2조 미만 기업에 비해 15% 이상 상승 (Black and Kim, 2012).

<그림 2> 이사회 독립성 강화 기대에 대한 시장반응



출처: Black and Kim (2012)₃

이사회 관련 국내 현황

<표 2> 최근 5년간 기업집단 소속 상장사의 사외이사 현황 비교

(단위: 명, %)

구분	'19년	'20년	'21년	'22년	'23년
상장사수(집단수)	250(56)	266(58)	274(62)	288(67)	309(72)
상장사 전체 이사수	1,578	1,696	1,745	1,846	1,958
사외이사수	810	864	890	954	1,008
회사당 평균 사외이사수	3.24	3.25	3.25	3.31	3.26
사외이사 비중	51.3	50.9	51.0	51.7	51.5

출처: 2023년 공시대상기업집단 지배구조 현황 분석공개, 공정거래위원회

<표 3> 최근 5년간 사외이사 참석률 및 원안대로 통과되지 않은 안건 비율

(단위: %)

구분	'19년	'20년	'21년	'22년	'23년
사외이사 참석률	95.0	96.5	97.9	97.8	96.6
원안대로 통과되지 않은 안건 비율	0.36 (24건/6,722건)	0.49 (31건/6,271건)	0.38 (26건/6,898건)	0.69 (55건/8,027건)	0.70 (55건/7,837건)

출처: 2023년 공시대상기업집단 지배구조 현황 분석공개, 공정거래위원회

이사회 독립성 관련 국내 연구

국내의 실증연구 결과는 이사회 독립성과 기능의 강화, 이를 위한 정책적 대응이 기업가치와 주가 향상으로 이어짐을 보여줌.

- 이사회 독립성이 높을수록: 현금성자산 보유의 감소, 현금성자산의 효율적 배분, 현금성자산의 시장가치 증가 (강윤식, 국찬표, 윤진수, 2015).
- 이사회 내 감시위원회(감사위원회, 사외이사추천위원회, 보상위원회)의 사외이사 비중 상승은 기업가치에 긍정적 효과 (이지혜, 변희섭, 2017).
- 사외이사 장기 재직(6년, 계열사 합산 9년)을 금하는 상법 시행령 개정:
 - 장기재직 사외이사가 있던 기업의 주가 상승과 사외이사의 이사회 안건 반대 비율 증가로 귀결 (Kim, Kim, and Kim, 2023).

이사회 독립성을 높이는 정책에 주식시장은 호의적 반응: 취약한 지배구조가 기업가치 저하 원인이며 이사회 독립성 확보가 기업가치 상승에 중요함 시사.

개선방향 1: 이사의 충실의무 대상에 주주 포함

상법 제382조의 3(이사의 충실의무): 이사는 회사를 위하여 그 직무를 충실하게 수행해야 함. 즉, 주주에 대한 이사의 충실의무가 명시되지 않음.

- 다수의 과거 판례는 회사의 법인격과 주주를 구분하여 이사의 충실의무를 회사에 한정(예: 에버랜드 전환사채 저가발행 대법원 판례).
- 지배주주와 소수주주 간 이해 상충 및 소수주주 이익 침해의 심각성을 고려할 때, 주주의 비례적 이익을 이사의 충실의무 대상으로 추가하여 이사회가 주주 이익 보호의 책임을 지도록 개선 필요.
- 이사의 주주 충실 의무가 모험투자를 감소시킬 수 있다는 우려: 회사와 주주 간 혹은 지배주주와 소수주주 간의 이해 상충의 경우에만 관련되므로 모험투자 감소로 귀결되기 어려움.
 - 위험회피도 차이가 이해 상충의 원인이 될 수는 있지만, 자산 분산도가 낮고 경영권 승계를 원하는 지배주주의 회피 성향이 더 높음 (Faccio, Marchica, and Mura, 2011; Anderson, Mansi, and Reeb, 2003).

개선방향 2: 감사위원회 위원 분리선임 확대

2020년에 도입된 감사위원회 위원의 분리선임은 대주주 의결권을 3%로 제한하여 이사회 독립성을 높이고 감시 기능을 강화하는 반면, 감사위원 1인만 분리선출 대상인 점에서 지나치게 제한적.

- 개선방안: 이사회 독립성과 소수주주의 권한 강화를 위해 감사위원회 위원 전원을 분리선출 대상으로 확대.

감사위원회 위원 분리선임 시 최대주주 의결권 제한을 강화하여 소수주주의 이사 선임 권한을 강화.

- 개선방안: 현재 대주주 의결권이 개별 3%로 제한돼 있으나, 감사위원 선임 시 대주주 영향력 감소와 이사회 독립성 강화라는 취지를 살려 최대주주 의결권을 특수관계인 의결권 합산 3%로 개정.

개선방향 3: 이사 선임 시 집중투표제 도입 확대

집중투표제는 이사 선임 시 소수주주의 의견을 보다 잘 반영하여 이사회 독립성을 높일 수 있는 제도 - 일반주주가 원할 경우 도입이 용이하도록 제도 개선.

- 집중투표제를 채택한 기업은 2023년 기준 자산 1조원 이상 상장기업의 3.9% ('23년 기업지배구조보고서 공시 점검 및 분석 결과, 한국거래소).
 - 공시대상 기업집단 계열사 중 집중투표제를 실시한 경우는 올해 최초로 1개사 (2023년 공시대상기업집단 지배구조 현황 분석, 공정거래위)
- 상법 제382조의 2(집중투표): 2인 이상의 이사 선임 시 3% 이상의 주식을 보유한 주주가 집중투표를 청구할 수 있지만, 정관으로 집중투표제 배제 가능.
- 개선 방안: 집중투표제 관련 정관 변경 시 자산 2조원 이상의 기업에 적용되는 대주주 의결권 개별 3% 제한을 자산 2조원 미만 상장사까지 확대하고 대주주 의결권 제한을 대주주와 특수관계인 합산 3%로 제한.

내부지배구조 II: 경영자 및 임원 보상체계

경영자 및 임원 보상을 기업 성과와 연동시켜 경영자가 최선의 자원배분과 경영효율을 통해 기업가치를 극대화 할 인센티브를 제공.

- 미국 등 해외 주요국에서는 경영자와 임원에게 스톡옵션(stock option)이나 성과기반 주식(performance-based equity) 제도 등을 통해 주주가치 극대화의 유인을 제공하는 것이 일반적.
- 해외 기업들을 대상으로 한 실증연구들은 경영자 보상체계를 통한 인센티브 제공이 광범위하게 이루어지고 보상이 기업 성과와 연동되어 있음을 보여줌,
- 국내 기업의 경우 주주에게 주어지는 경영자 및 임원 보수에 대한 정보가 매우 제한적이고 주주가 임원 보수에 대해 갖는 권한 또한 지나치게 제한적: 정보 공개를 확대하고 주주의 통제 권한을 강화할 필요성.

경영자 및 임원 보상체계 관련 국내기업 현황

- 2013년 이후 개별 임원보수 정보가 제한적으로 공개됨:
 - 임원 보수를 공개하는 기업의 수는 증가 추세이지만, 2022년 기준으로 상장기업의 37%만 공개.
 - 개별보수 공시 임원 비율은 2022년 기준 16.8% (2021-2022년 임원보수 공시 현황 분석, 경제개혁연구소).
- 국내 기업집단은 총수 가족 경영자에게 전문경영인 대비 60% 더 높은 보상을 제공. 이러한 차이는 성과에 기인하지 않으며 경영자의 능력이나 보유 지분 등으로 설명되지 않음(Kim and Han, 2018).
- 총수가 있는 기업집단 내 임원의 현금 보상이 소속 기업의 성과 뿐 아니라 계열사 성과에도 연동됨. 분석 결과는 경영자들이 소속 기업에게 비용을 부담시켜 지배주주를 이롭게 하는 것에 대한 보상 때문이라는 가설과 일치(Kim and Kim, 2020).

개선방향 4: 임원 보수 정보 공개 확대

경영자 및 임원 보수에 관련한 정보의 공개를 확대하여 적정 수준의 임원 보수가 성과와 연계되어 지급되고 있는지를 판단할 수 있도록 제도 개선.

- 현재 보수 정보 공개 대상: 연간 보수총액이 5억원 이상인 임원과 임원 외에 보수 총액이 5억원 이상이고 상위 5인에 해당되는 경우.
- 개선 방안:
 - 임원 보수 공개 대상의 범위를 모든 등기임원으로 확대하거나, 공개 의무가 있는 보수 금액 기준을 하향 조정.
 - 겸직을 통해 타계열사에서 받는 보수를 포함한 세부정보도 추가 공개.

개선방향 5: 임원 보수정책에 대한 주주 의결권 강화

임원 보수 정책과 개별 보수에 대한 주주의 의결권 행사를 점진적으로 도입하여 임원 보수 결정에 관련한 주주의 권한을 강화.

- 상법 제388조(이사의 보수)는 정관에 금액을 정하지 아니한 경우 주주총회의 의결로 이사의 보수를 정한다고 규정.
 - 하지만 현재 국내기업들의 주주총회는 전체이사의 보수 총액 한도만 의결하는 것이 현실.
- 해외 주요 국가들의 경우 임원의 보수 정책과 보수보고서를 주주총회에서 의결하는 세이 온 페이(Say on Pay) 제도를 운영.
 - 영국: 최소 3년마다 보수정책에 대한 주총 의결
매해 임원 보수보고서에 대한 권고적 의결
 - 프랑스: 매해 보수정책과 보수보고서 모두를 주총에서 의결.
 - 호주: 매해 보수정책을 포함한 보수보고서를 권고적 의결.

개선방향 5: 임원 보수정책에 대한 주주 의결권 강화(계속)

- 미국의 경우 세이 온 페이 제도 도입을 위한 권고적 주주제안의 통과가 주주의 의견을 표현하는 수단으로 작용하여 주가 상승과 영업성과 향상으로 이어진 반면, 경영자 보상의 수준에는 영향 없었음 (Cunat, Gine, and Guadalupe, 2016).
- 개선 방안:
 - 상법의 취지를 살려 기업의 보수정책에 대해 특정 기간마다 구속력을 가진 주주총회 의결을, 해마다 임원 보수보고서에 대해 주주총회의 권고적 의결을 점진적으로 도입하는 것을 검토.

외부지배구조 1: 주주의 기업 관여

일반주주가 기업관여(engagement)를 통해 경영자와 지배주주를 감시 견제.

- 특히 기관투자자 등의 외부대주주는 기업감시의 충분한 유인과 권한을 동시에 가짐 (Grossman and Hart, 1980; Shleifer and Vishny, 1986).

해외 기관투자자들은 유형에 따라 다양한 주주활동을 수행.

- 행동주의 펀드(Activist funds) – 고비용 주주활동으로 기업 정책 및 구조 변화를 통한 가치 향상과 수익 추구, 경영권 획득을 목적으로 하지 않는 것이 일반적 (Gillan and Starks, 2007).
 - 행동주의 펀드의 주주활동은 긍정적 시장반응, 제3자에 의한 인수합병 시도 증가 등으로 귀결 (Brav et al., 2008; Greenwood and Schor, 2009; Boyson, Gantchev, and Shivdasani, 2017).
 - 단기수익에 집중?: 행동주의 펀드의 주주활동 이후 사업장 단위 장기적 생산성 증가, 기술혁신 증가 등이 나타남 (Brav, Jiang, and Kim, 2015; Brav et al., 2018).

외부지배구조 I: 주주의 기업 관여 (계속)

- 능동적 펀드(Active funds) – 기업의 경영성과에 불만족 시 보유 지분을 처분하면 기업에 압박으로 작용 (Admati and Pfleiderer, 2009; Edmans, 2009).
 - 성과에 불만족한 기관투자자들의 지분 대량 매도가 경영자 교체와 성과 개선으로 연결 – “Voting with their feet” (Parrino, Sias, and Starks, 2003).
- 수동적 펀드(Passive funds) – 벤치마크를 추종하여 주식을 장기보유, 보유한 대규모 지분과 의결권 행사를 통해 저비용 주주활동.
 - 기업의 이사회 독립성 향상, 여성 이사 증가, 경영권 방어장치 감소, 차등의결권 감소 등의 성과 (Appel, Gormley, and Keim, 2016; Gormley, Gupta, Masta, Mortal, and Yang, 2023).

해외의 기관투자자들은 유형 별로 각기 다른 방식의 주주활동을 수행하여 기업가치 증가에 다양하게 기여하며 기업지배구조의 중요한 역할을 담당.

주주의 기업 관여 관련 국내 현황

국내의 주주활동은 전반적으로 매우 미흡한 상황이었으나 최근 들어 긍정적 변화의 움직임이 관측됨.

- 국민연금: 기업과의 사업관계로부터 자유롭고 다수 기업의 외부대주주로서 그 역할이 중요. 스튜어드십 코드 가입 이후 적극적 주주활동이 기대보다 저조.
 - 주주제안 2건과 공개서한 3건 외의 가시적 성과 부재.
- 기관투자자: 전반적으로 주주활동에 소극적 경향. 특히 기업과 사업관계가 있을 경우 적극적 주주활동을 기대하기 어려움.
 - 외국인 투자자가 5% 이상의 지분 매입과 주주활동 의사 밝힌 경우 주가 상승 (Kim, Sung, and Wei, 2017; 방민지, 김경현, 나현승, 2021).

주주의 기업 관여 관련 국내 현황(계속)

- 행동주의 펀드: 국내 행동주의 펀드 증가 추세. 적극적 주주활동을 시도해 일부 성과를 달성 중이지만, 규모가 작고 자금력이 부족해 현재까지의 영향력은 아직 제한적.
- 일반 투자자(소수주주): 주주연합을 구성하여 여러 기업의 물적 분할을 저지하고 감사 선임과 소송 등에 나서는 등 기업관여 증가 추세.

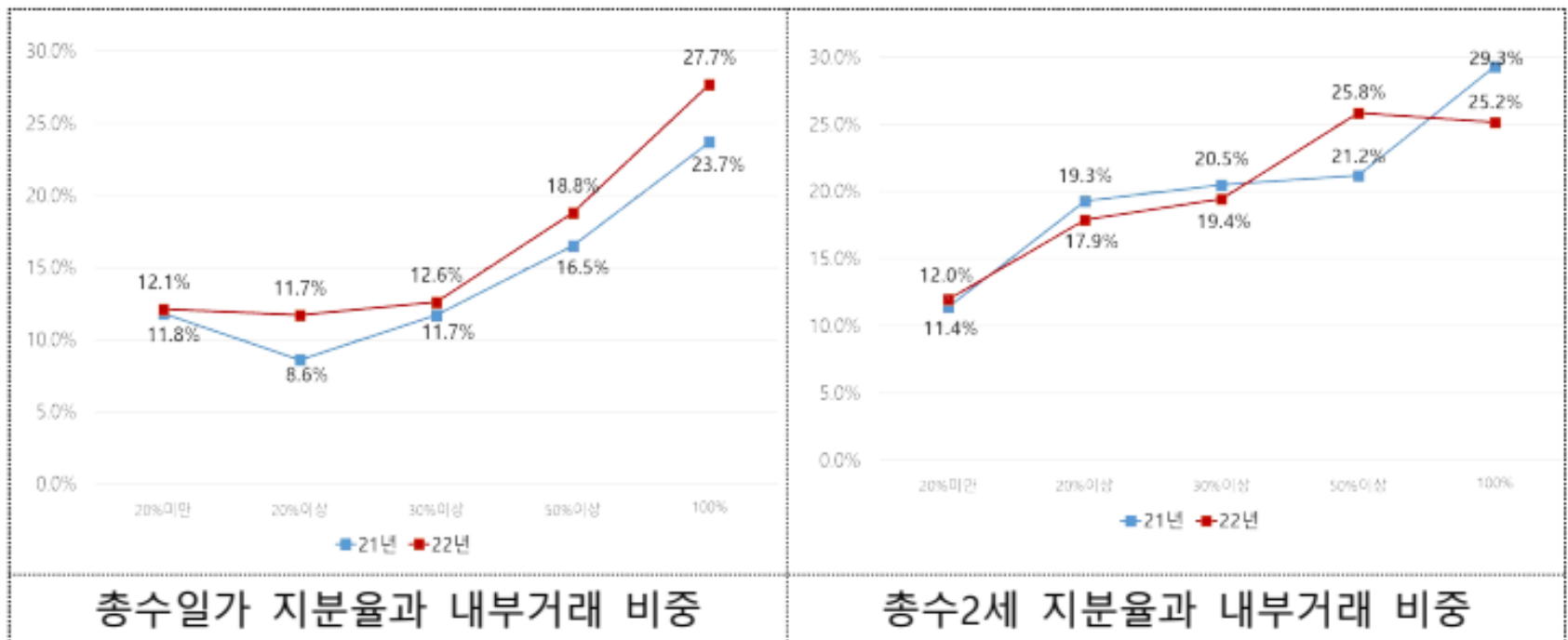
개선방향 6: 내부거래의 정보 공개 및 주주 통제 강화

지배주주 사익 편취의 주요 수단들 중에 특수관계인 간 내부거래에서 이루어지는 일감 몰아주기가 있음을 고려하여 이와 관련한 주주의 통제 권한 및 정보 접근성을 강화.

- 공시대상기업집단의 국내외 계열사 전체 내부거래 비중은 33.4% – 국내계열사: 12.2%, 국외계열사: 21.2% (2023년 공시대상기업집단 내부거래 현황 정보 분석, 공정거래위).
- 총수일가 또는 총수2세 지분율이 높을수록 내부거래 비중이 높은 경향 지속.
- 내부거래 관련 수의계약 비중이 큼: 규제대상 회사의 국내계열사 간 거래 중 90.8%가 수의계약에 의함.

개선방향 6: 내부거래의 정보 공개 및 주주 통제 강화(계속)

<그림 3> 총수일가 또는 총수2세 지분율에 따른 내부거래 비중



<출처: 2023년 공시대상기업집단 내부거래 현황 정보 분석, 공정거래위>

개선방향 6: 내부거래의 정보 공개 및 주주 통제 강화(계속)

- 현재 일정 규모 이상의 특수관계인 간 내부거래는 이사회 승인과 공시가 필요.
 - 상법 제542조의 9(주요주주 등 이해관계자와의 거래) 제3항: 상장회사의 내부거래 시 단일거래 규모가 일정규모(자산총액 1% 또는 매출총액 1%) 이상일 경우, 또는 사업연도 거래총액이 일정 규모(자산총액 5% 또는 매출총액 5%) 이상일 경우, 이사회 승인을 받아야 함.
 - 공정거래법 제26조(대규모내부거래의 이사회 의결 및 공시) 제1항: 공시대상기업집단 소속 회사는 일정 규모(100억원 또는 자본총계와 자본금 중 큰 금액의 5%) 이상의 내부거래 시 이사회 의결 후 공시 의무.

개선방향 6: 내부거래의 정보 공개 및 주주 통제 강화(계속)

- 정보 공개 관련 문제점:
 - 내부거래 공시 요건은 공시대상기업집단(자산 총액 5조원 이상) 소속 회사에만 적용. 즉, 절대 다수의 회사에는 공시 요건 미적용.
 - 100억원 미만 또는 자본총계나 자본금 중 큰 금액의 5% 미만인 내부거래는 공시 요건 미적용.
 - 계약의 세부내용이 공시되지 않아 구체적인 내부거래 파악이 어려움.
- 주주 통제 관련 문제점:
 - 일감 몰아주기 관련 내부거래가 지배주주와 소수주주 간 이해상충의 주요 요인이 됨을 고려할 때 주주의 통제 권한을 강화할 필요성.
- 개선방안:
 - 내부거래 공시 대상을 상장기업으로 확대하고 공시 대상 거래 요건을 완화하며 공시 기준을 강화하는 방향으로 제도 개선.
 - 일정 규모 이상의 내부거래를 주주총회 승인 사항으로 변경.

개선방향 7: 행동주의 펀드 활성화

국내 행동주의 펀드가 활성화해서 기업에 대한 관여와 감시가 증가할 수 있도록 정책적 지원이 필요함.

- 국민연금 등의 국내연기금이 행동주의 펀드에 자금을 위탁하고 의결권을 위임하여 행동주의 펀드의 적극적 주주활동을 지원할 필요성.
 - 행동주의 펀드의 적극적 주주활동으로 기업들의 지배구조가 개선되고 주가수익률이 상승하면 국민연금의 수익성도 동시에 향상.
- 연기금이 투자를 위탁 시 의결권을 행동주의 펀드에 위임할 수 있도록 제도를 개선하거나 적절한 위탁 방식을 채택해서 그 취지를 살려야.
 - 투자일임 계약 시에는 지분의 소유권이 국민연금에 귀속되어 행동주의 펀드의 의결권 행사에 제약 발생.

개선방향 8: 권고적 주주제안 도입

직접적 구속력이 없는 권고적 성격의 주주제안을 도입하여 주총 승인사항 외의 주제에 대해서도 주주들의 의견을 수렴하고 반영할 수 있도록 제도 개선.

- 현재의 주주제안 제도는 구속력을 갖는 반면, 주주총회의 결의사항에 한정되어 제안의 범위가 협소하다는 한계가 존재.
 - 주주총회 결의사항 이외의 이슈들, 특히 환경(E)과 사회(S) 분야 이슈에 대해서도 권고적 주주제안을 할 수 있게 하여 주주들의 다양한 의견을 수렴하고 소통을 개선할 필요.
- 미국 기업들을 대상으로 한 환경과 사회 관련 권고적 주주제안이 기업의 주가 상승과 회계적 이익 향상으로 이어짐 (Flammer, 2015).
- 개선방안: 주주총회 결의사항 이외의 사안들에 대한 권고적 주주제안을 도입하여 기업과 주주 간 소통을 강화하고 주주의 기업 관여 활동을 촉진.

외부지배구조 II: 경영권 시장(Market for Corporate Control)

효율적인 인수합병(M&A) 시장은 가치가 저하된 기업의 경영권을 인수하여 대리인문제 감소와 기업가치 증가를 촉진 - 외부 지배구조로서 매우 중요,

- 대리인 비용이 내부 지배구조에 의해 통제되지 않으면 기업의 주가 하락.
 - 다른 기업이나 사모펀드 등이 가치가 저하된 기업을 저가에 인수하여 경영자를 교체하고 대리인 문제를 감소시켜 기업가치 증가.
 - 가치극대화가 되지 않으면 언제든지 피인수의 대상이 될 수 있다는 위협이 경영자의 주식 가치 극대화 유인으로 작용.
 - 미국 시장 내의 일반기업, 헤지펀드, 사모펀드 등의 다양한 경제주체들에 의한 활발한 인수합병, LBO, 적대적 인수 시도 등은 중요한 지배구조로 기능.

경영권 시장 관련 국내 현황

국내 인수합병의 빈도는 점진적 증가 추세를 보이는 반면, 규율적(disciplinary) 혹은 적대적(hostile) 인수 시도는 극도로 제한적.

- 지배주주의 지분이 낮음에도 불구하고 계열사 및 비영리법인의 지분을 활용하여 안정적 소유구조 구축.
- 기업의 자금으로 매입한 자사주의 보유와 매각을 활용하여 적대적 인수 시도를 사전적, 사후적으로 차단.
 - 자사주 매입 시보다 소각 시에 주가반응 긍정적, 자사주 보유가 많을수록 기업가치 저하 (김우진, 임지은, 2022)
 - 지배구조가 좋을수록 자사주를 보유하지 않고 소각, 자사주 매각 규모 감소 (김우진, 임지은, 2017).
- 계열사의 인수합병을 지배주주의 지배권 강화와 경영권 가족 승계의 수단으로 활용.
 - 지배주주의 기업집단 지배권 증가를 위한 합병에 의해 피합병기업 및 합병-피합병기업 포트폴리오의 가치가 저하 (Bae and Kim, 2021).

경영권 시장 관련 국내 현황(계속)

국내 경영권 시장의 부재와 계열사 인수합병을 활용한 지배주주의 지배권 강화는 여러 측면에서 경제 성장과 기업가치 개선의 장애 요인으로 작용.

- 투자자의 기업 관여와 적대적 인수 시도로부터 지나친 보호를 받는 경영진 및 지배주주의 안주현상(entrenchment)과 그로 인한 기업 성장의 저하.
- 지배주주와 소수주주의 이해상충 심화로 인한 기업가치 저평가.
- 인수합병을 통한 선제적 구조조정 시장의 미비 (박경서, 정찬식, 김선민, 2017):
 - 규율형 인수합병의 부재로 인해 자본시장 중심의 선제적인 구조조정 기능이 미미.
 - 기업이 극도로 부실화 되어 자본잠식이 된 후 진행되는 은행 중심의 사후적 부채 구조조정에만 의존.

개선방향 9: 자기주식 관련 제도 개선

기업의 자사주 매각 시 신주 발행과 동일하게 기존 주주들이 자사주 인수권을 행사할 수 있도록 제도 개선.

- 자사주를 활용한 경영권 방어:
 - 자사주 재매입은 일반적으로 주가 상승과 유통 주식수 감소, 지배주주 지분율 증가를 통해 경영권 방어에 기여.
 - 특히 국내에서는 기업이 자사주를 보유하다가 적대적 인수 시도 시 또는 중요한 사안 의결 시 제3자에게 매각해 우호 지분 확보 가능 – 효율적인 경영권 방어 장치로 기능.
 - 상법 제342조(자기주식의 처분): 자사주 처분 시 처분방법과 처분가액 등을 정관에 정하거나, 정관 규정이 없는 경우 이사회가 결정.
 - 또한 인적분할 시에도 분할 전 보유한 자사주에 신설회사의 신주가 배정되어 신설회사에 대한 지배력이 강화됨(자사주의 마법).

개선방향 9: 자기주식 관련 제도 개선(계속)

- 자사주 매각에 의한 지배주주와 소수주주 간 이해상충:
 - 회사 자금으로 매입한 자사주가 지배주주의 경영권 방어 수단으로 활용.
 - 신주 발행 시에는 기존 주주가 신주인수권을 갖는데 반해, 자사주 처분 시는 기존주주의 인수권을 인정하지 않아 의결권이 감소 – 주주평등주의 원칙 훼손.
- 영국, 독일, 일본 등은 자사주 처분 시 기존주주의 인수권 인정.
 - 미국은 명문화된 규정이 없지만, 이사회의 주주 충실의무 적용.
- 개선방안:
 - 주주의 권한 보호를 위해 자사주 매각 시 신주 발행과 동일하게 모든 주주의 인수권이 보장되도록 상법 개정.
 - 인적 분할 시 자사주에 신설회사의 신주를 배정할 수 없도록 하여 자사주의 마법을 금하도록 제도 개선 필요.

개선방향 10: 기업 인수 시 의무공개매수제 도입

기업 인수 시에 피인수기업 전체 지분에 대한 의무공개매수제를 도입하여 인수 프리미엄이 모든 주주에게 분배되도록 제도 개선.

- 기업 인수에 필요한 최소지분의 제한이 없어서 일부 지분만을 인수해 기업을 지배하는 경우가 빈번. 즉, 피인수기업의 지배주주만 경영권 프리미엄을 수령 - 소수주주의 인수 프리미엄 수혜 배제는 국내 기업 저평가의 중요한 원인 (박경서, 정찬식, 김선민, 2017).

<표 4> 국가별 인수지분과 인수 프리미엄 비교

	한국	미국	독일	싱가폴
평균 인수지분(%)	47.5	94.9	71.3	58.3
20~50% 인수 시 프리미엄(%)	74.2	26.0	30.3	44.3
50~100% 인수 시 프리미엄(%)	40.6	40.0	38.0	38.4
20~100% 인수 시 프리미엄(%)	53.2	39.7	36.9	39.5

출처: 김석봉 (2015)

개선방향 10: 기업 인수 시 의무공개매수제 도입(계속)

- 경영권과 이에 수반되는 가치는 회사의 것이므로 경영권 프리미엄은 전체 주주가 공유하는 것이 합리적 (Adolph and Berle, 1958; 박경서, 정찬식, 김선민, 2017).
- 의무공개매수제 도입의 장점:
 - 소수주주의 인수 프리미엄 공유: 지배주주와 소수주주 간 이해상충 완화.
 - 적은 소유지분으로 기업을 지배하는 문제를 개선.
- 영국 등의 EU 국가들과 일본 등에서 시행 중. 미국은 지배주주 주식매각에 엄격한 이사 충실의무 적용 (김화진, 2012), 한국은 1997년에 도입했으나 외환위기 직후 구조조정 촉진을 위해 폐지.
- 개선방안: 기업 인수 시 50%+1주 혹은 100%에 대해 의무공개매수제를 도입하는 방안들이 제기됨.
 - 소액주주의 인수 프리미엄 공유와 지배구조 개선 효과 극대화를 위해 100% 지분에 대한 의무공개매수제 도입 검토.

개선방향 10: 기업 인수 시 의무공개매수제 도입(계속)

- 의무공개매수제 도입에 관한 우려사항들:
 - 긴급하고 필수적인 구조조정이 지연되거나 불가능해질 가능성:
구조조정에 필수적인 기업 인수의 경우 예외조항 고려.
 - 인수비용이 증가하여 기업 인수 시장을 위축할 가능성:
의무공개매수제를 도입하면 경영권 프리미엄이 감소 (김부식, 김우찬, 이용준, 2023; 김석봉, 2015).

요약 및 결론

- 국내의 주요 대리인문제는 지배주주와 소수주주 간의 이해 상충 – 소유와 지배의 괴리에 기인.
- 지배주주의 지분이 적음에도 계열사 및 비영리법인 지분을 활용하여 절대적 지배권을 행사: 지배주주의 사익 편취와 소수주주의 이익 침해, 그로 인한 기업의 저평가 현상 심각 – 코리아 디스카운트의 주요 원인.
- 일반주주의 권한과 정보 접근성을 강화하여 각 기업의 상황에 맞춰 스스로의 이익을 주장하고 관철할 수 있게 해야 – 기울어진 운동장을 평평하게.
 - 주주 권한 강화: 집중투표제, 감사위원 분리선임 확대, 임원보수와 내부거래 주주통제 강화, 행동주의 펀드 활성화, 권고적 주주제안
 - 주주 보호 강화: 이사의 주주 충실 의무, 자사주 관련 제도 개선, 기업 인수 시 의무공개매수제 도입
 - 주주의 정보 접근성 강화: 임원보수와 내부거래 정보 공개 확대
- 기업이 지배주주와 소수주주, 경영자, 이해관계자들의 상호 견제와 긴장의 균형 위에 있을 때 가치가 극대화 되고 가치의 분배도 공정할 수 있을 것. 42