

韓國 金融危機와 産業構造 改革⁽¹⁾

金 仁 俊

본 연구는 한국 금융위기가 발생한 이유를 우리 경제의 구조적인 측면에 있다고 보고 구조적 문제가 발생한 원인과 앞으로의 구조개혁 방향을 분석하는 데 그 목적이 있다. 먼저 한국 재벌의 특징인 높은 부채-자본 비율, 피라미드 구조와 상호출자에 의한 지배 구조 현상이 나타난 원인을 분석한 뒤, 외부투자가 보호 미비에 따른 기업의 가치 문제, 횡령의 문제 등 기업지배구조 문제를 함께 다룬다. 다음으로 현재 진행되는 기업구조조정 작업의 진행 과정을 앞의 이론적인 틀에서 살펴본 뒤 기업개선작업과 재벌구조 조정의 문제점을 분석하고 개혁 방향을 제시한다.

1. 머리말

한국의 경제위기는 산업부실이 금융위기를 가져왔고 이것이 외환위기로 확대되면서 심화되었다. 그런데 외환위기의 극복은 국제유동성의 확보로 가능하나 금융위기와 산업위기는 구조적 개혁 없이는 달성할 수 없으므로 극복을 하는 데 어려움이 더욱 크다.

여기서는 기업부실의 원인과 산업구조 개혁에 관한 문제를 다루려 한다. 이 문제와 관련하여 먼저 한국 경제의 구조적 취약성 문제를 살펴본 뒤 기업부실을 야기한 한국재벌의 구조적 특징에 대해서 다룬다. 여기서는 먼저 재벌구조가 한국 경제에 끼친 공과를 다룬 뒤, 한국 재벌의 특징인 높은 부채-자본 비율, 피라미드 구조와 상호출자에 의한 지배 현상이 일어난 원인과 한국 재벌의 대리인 문제를 분석한다.

둘째로, 한국 재벌의 구조적 문제는 외부투자가 보호를 제대로 하지 않은 기업지배구조와 밀접한 관계가 있다고 보고 투자가 보호와 기업지배구조 문제를 다룬다. 여기서는 기업지배구조와 기업가치, 투자가 보호와 금융 시장 및 실물 경제, 투자가 보호를 위한 법과 제도 중심의 개혁과 시장 중심 개혁 문제, 은행 중심과 시장 중심의 기업지배 구조 문제, 그리고 투자가 보호와 금융위기 문제를 다룬다.

셋째로, 경제위기와 산업구조조정 추진 현황에 대해서 다룬다. 여기서는 정부의 산업구조조정 추진 원칙과 추진 전략을 살펴본 뒤 기업개선작업과 재벌간의 사업교환이 어떻게 추진되었는지를 살펴본다.

(1) 본 연구는 서울대학교 인문·사회계 교수 해외 연수 특별지원을 받아 수행된 연구이다.

넷째로, 산업구조조정의 문제점을 기업개선작업과 5대계열 구조조정 문제점들을 중심으로 살펴본다.

마지막으로 앞으로의 과제에 대해서 기업의 투명성 확보, 부실 기업의 퇴출, 그리고 재벌 개혁을 중심으로 간단히 언급한다.

2. 韓國經濟의 構造的 脆弱性

한국 경제위기의 원인에 대해서 두 가지 다른 견해가 있다. 하나는 한국 경제의 구조적 취약성이 그 원인이라는 견해와 다른 하나는 유동성 위기라는 견해이다.

한국 금융위기를 다룬 2000년 NBER 세미나에서 루비니(Roubini)는 한국경제 위기는 구조적인 취약성에 기인한다고 주장하면서 다음과 같은 구조적 취약점을 열거하였다.

- 첫째, 30대 재벌 중에 7개의 재벌이 도산한 점,
 - 둘째, 1996년 무역수지상의 충격, 특별히 반도체 부문의 수출이 격감한 점,
 - 셋째, 1997년에 경제가 이미 침체에 들어간 점,
 - 넷째, 전체 대출에서 부실 대출이 차지하는 비중이 높아서 실제로 많은 금융기관이 도산 상태라는 점,
 - 다섯째, 재정적자는 낮지만 정부의 금융 부문의 부실은 정부의 암묵적 지급 보증에 따라서 상당한 수준의 정부의 채무를 의미한다는 점,
 - 여섯째, 1990년대 초 과잉투자가 재벌 부문에 집중된 점,
 - 일곱째, 기업의 채무 비중이 높은 점,
 - 여덟째, 단기 외채의 비중이 높고 경상수지 적자의 규모가 크며 증가한다는 점,
 - 아홉째, 달러에 환율이 準固定(semi-fixed exchange rate)된 상태에서 실질 환율의 평가절상이 이루어지고 있는 점, 그 결과 투자자들이 평가절하의 가능성을 낮게 봄으로서 해외 자금 조달비용을 과소평가한 점,
 - 열번째, 자본 유입 가운데 직접 투자의 비중이 낮고 단기 외채의 비중이 높은 점,
 - 열번째, 투명성의 결여, 특히 단기 외채에 대한 정보가 부족한 점,
 - 열한번째, 정부의 신뢰성 문제로 확대된 정치적인 불확실성이 증가한 점
- 등을 들었다.

그런데 이와 같이 경제의 여러 가지 문제점을 나열하며 경제위기의 원인이 구조적이라고 주장하는 것은 한국 경제위기의 본질을 이해하고 분석하는 데 한계가 있을 것이다.

무엇보다도 일본의 경우 대외부문을 제외한 모든 상황이 문제라고 누가 주장한다고 해

도 틀린 이야기가 아닐 것이다. 대외부문은 한국 경제위기의 원인이 유동성 위기라고 주장하는 사람도 마찬가지로 지적하는 상황이다.

한국 경제위기는 기업 도산에서 출발하여 금융위기로 발전하고 금융위기가 외환위기를 촉발하면서 다시 산업과 금융위기를 가속화하였다. 이론적인 측면에서 볼 때는 구조적인 문제와 국제 유동성 문제 중 어느 한 편을 더욱 강조하여 주장을 펴야 하겠지만 현실적으로는 이 두 가지가 모두 원인이 된 것이 사실이다.

기업부실과 금융위기는 경제의 구조적인 측면에서 그 원인을 찾을 수 있다. 이 위기가 외환위기로 발전한 것은 자본자유화 과정에서 국제유동성을 확보하지 못하고 제대로 대처하지 못한 데 그 원인이 있다고 볼 것이다.

그렇다면 한국 경제 문제를 나열하며 구조적인 문제가 있다고 주장하기보다는 구조적 문제가 어디에서 연유하는지를 보다 분석적으로 다루는 것이 필요하다.

구조적 문제로서는 기업도산과 금융부실을 다루어야 할 것이다. 먼저 거시 경제 변수들이 비교적 건전한 상태에서 왜 기업도산이 연달아 일어나게 되었는지를 다루어야 할 것이다. 또한 금융부실이 얼마만큼 기업도산에서 연유한 것인지 그리고 금융부문 자체의 책임은 무엇인지를 분석해야 할 것이다.

실제로 일본의 경우 현재에도 금융위기가 계속되고 있다고 보는 시각도 있다. 그러나 충분한 국제유동성의 확보로 금융위기가 외환위기로 발전하지는 않고 있다.

그런데 新興經濟(emerging economies)의 경우에는 금융위기와 외환위기가 함께 발생하는 경우가 많으며 많은 경우 외환위기가 경제에 가져오는 피해가 훨씬 더 크다.

그렇다면 먼저 기업부실의 원인부터 살펴보도록 하자.

기업의 부실은 이윤을 고려하지 않은 과잉 중복 투자와 국제경쟁력 상실에 그 원인이 있다. 이런 현상이 나타난 원인은 크게 거시경제적인 문제와 구조적인 문제로 나누어 분석할 수 있을 것이다. 거시경제적 문제는 자본시장이 개방되고 원화가 절상되는 상황에서 투자에 따른 비용을 과소평가함으로써 중복 과잉 투자가 이루어지고 수익이 악화된 것이다. 미시경제적 문제는 재벌경제가 가지는 한국 경제의 구조적 취약성으로 요약될 수 있다.

여기서는 微示經濟 構造的 問題(micro-economic structural problem)에 초점을 맞추어 기업도산 및 금융부실의 원인과 앞으로의 개혁 방향에 대해서 분석하자.

3. 韓國 財閥 構造의 特徵

3.1. 財閥 構造의 功過

한국의 재벌문제를 미시경제 구조적인 측면에서 접근하면 對外投資家(outside investor)의 권익이 보장되지 않는 가운데 對內投資家(inside investor)가 경영권을 확보하기 위해 재벌이라는 독특한 기업구조를 만들고 그 권리를 독점적으로 행사하는 데에 따른 기업지배구조 문제에서 시작 한다. 여기서 대내투자가는 지배대주주를 의미하며 대외투자가는 소액주주와 채권자 모두를 포함한다.

한국 재벌은 높은 부채-자본 비율, 피라미드 구조와 상호출자, 그리고 다각화로 특징지을 수 있다. 이러한 재벌의 특징은 산업화 과정에서 어느 정도 불가피하였고 경제에 공헌한 측면도 크다.

그 동안 재벌 유용성을 옹호한 주장을 정리하면 다음과 같다. 먼저 경제성장 과정에서 외국의 대기업과 경쟁하기 위해서는 재벌 구조가 장점이 크다는 것이다. 한 산업의 규모가 좁은 국내 시장에 의해서 제약 받는 경우 범위의 경제를 달성하기 위해서는 기업 다각화가 필요하다는 시각이다. 특히 재벌 내의 일부 기업이 국제 경쟁으로 일시적인 어려움을 겪을 경우 같은 재벌 내의 타 기업과 합심하여 어려움을 타결할 수 있다는 주장이다.

또한 국내 금융시장이 비효율적이고 전근대적일 경우 재벌은 내부 자본을 활용할 수 있을 뿐만 아니라 국제금융시장에 접근하는 데 절대적으로 유리하다는 주장이다. 여기서 전근대적이라 함은 거래규모가 제약되어 있다는 의미뿐만 아니라 은행으로부터 대출을 얻는 데에 정부의 규제가 심하다든지 자본시장에서 주식과 채권을 발행하는 데 정부로부터의 과도한 간섭과 허가를 받아야 함을 의미한다.

한편 경제 개발 과정에서 상대적으로 부족한 인재를 모아서 활용하는 데 재벌 구조가 유리하다고 주장하기도 한다.

요약하면 재벌 구조는 범위의 확대를 의미하며 이러한 범위의 확대는 국내 금융시장의 규모가 작고 제대로 발전하지 못하여 기업 내부자본과 국제자본을 필요로 하고 기업이 유능한 인재를 끌어 모으려 하거나 정부로부터 도움이나 보호를 받으려 할 경우 필요하다는 것이다.

그러나 이와 같이 기존 재벌의 유용성을 옹호하는 주장은 1990년대에 들어와 한계에 부딪혔다. 재벌구조가 가지는 취약성이 산업과 금융 부실을 야기하면서 1997년 한국의 경

제위기를 가져왔기 때문이다.

법세계화 시대의 도래와 정보통신 기술의 급속한 발전에 따라 재벌구조가 가지는 이점은 사라지고 문제점은 더욱 커졌기 때문이다.

재벌구조가 갖는 가장 큰 문제 중의 하나는 한 산업에서 경쟁력 확보를 위해 규모의 경제를 누리는 것이 아니고 다각화를 통한 선단식 경영에 따라서 그 규모가 커졌다는 것이다. 외국의 대기업과 같이 핵심분야에서 경쟁력을 높이고 규모의 경제를 누리기 위해서 흡수 합병을 통해 기업이 커진 것과는 근본적으로 다르다.

경제발전 초기 정보가 불완전하고 거래비용, 對外受注費用(outsourcing cost), 유통비용이 큰 상황에서는 시장의 內在化(market internalization)를 통한 기업 다각화의 이점이 컸던 것도 사실이다. 그러나 정보통신 기술의 발전에 따라 정보의 비대칭성과 거래비용, 대외 수주 비용, 그리고 유통비용 등이 크게 줄어든 상태에서 시장의 내재화에 따른 이점은 크게 줄었다. 반면에 재벌의 다각화에 따른 규모의 확대는 재벌 자체의 관료화와 경직성을 가져왔으며 오히려 경쟁력을 저하시키는 측면이 부각되었다. 한편 우리나라의 재벌 규모는 급속히 성장해서 상위 2대 재벌의 경우 그 매출액이 각각 정부 예산을 상회할 정도로 커졌다. 그 결과 이들 재벌의 부실은 그대로 국가 경제의 부실로 연결되는 상황에 이르렀다.

그동안 재벌은 국내 시장에서 보호를 받는 상황에서 다각화에 따른 범위의 경제를 누려왔다. 그러나 지구화 시대에 기업은 이러한 보호막 없이 범세계적으로 경쟁을 해야 하며 그 규모와 상관없이 한번 경쟁력을 잃으면 회복하기 힘들게 되었다. 따라서 기업들은 核心分野(core competence)에 그 역량을 집중하여 경쟁력을 계속 유지하는 데 전력 투구를 해야 할 상황이 되었다. 이러한 상황에서 한국 재벌들이 기존의 다각화 체제를 유지하려 한다면 핵심 분야에서 경쟁력을 유지하는 데 한계가 있을 것이며 그 결과 국제 경쟁에서 살아남기 힘들 것이다.

한편 법세계화 시대의 우리 경제는 그만큼 외부 충격에 자주 노출될 것이다. 재벌체제는 이러한 외부 충격에 매우 취약하다. 부채-자본 비율이 높은 상황에서 재벌 일부 기업의 부실은 재벌 전체의 부실로 확대 해석되면서 그 재벌 전체에 대한 신뢰를 저하시키고 채무불이행과 도산을 가져올 것이다. 다각화에 따른 위험 분산 효과보다 오히려 재벌 단위로 위험을 집중시키는 결과를 가져올 것이다.

한편 재벌의 국내 금융시장에서의 독점은 그만큼 자본 분배의 효율성을 저하시키면서 국내의 한계금리를 높이는 결과를 가져왔다. 또한 재벌의 자기 신용에 의한 과도한 해외 자금 차입은 외환위기를 가져오는 한 원인이 되기도 하였다.

재벌에 인재를 집중시켜서 경제발전을 도모한다는 논리도 더 이상 성립하지 않게 되었다. 오히려 인재가 한 곳에 집중되면서 창의적이고 지식 집약적인 중소기업의 발전을 막는 측면도 있다.

동서 냉전 붕괴 후 지구화 시대 그리고 기술 정보시대라고 특징지어지는 새로운 경제질서 하에서 재벌 구조는 우리 산업의 경쟁력을 떨어뜨리고, 외부 충격에 우리 경제를 취약하게 만들고 외부투자자의 신뢰를 떨어뜨려서 경제위기를 초래한 측면이 있는 것도 사실이다.

3.2. 韓國 財閥 構造에서의 代理人 問題

Jensen and Meckling (1976)은 대리관계를 주체가 대리인에게 자신을 대신하여 의사결정을 할 수 있도록 의사결정 권한을 위임한 계약관계라고 정의하고 있다. 따라서 대리인 문제는 기본적으로는 所有(ownership)와 經營(control)이 분리되는 데에서 나타나는 문제이다. 이 경우 소유에 따른 캐시 플로권(cash flow right)과 경영에 따른 企業支配權(control right)의 차이가 크면 클수록 대리인의 문제가 심각하게 대두하는 것이 보통이다.

· 資本出資者(financier)의 경우 출자한 자본이 경영자에 의해서 橫領(expropriation)당하지 않도록 또한 이윤이 보장되지 않는 프로젝트에 사용되지 않도록 보장받기를 원할 것이다. 따라서 자본출자자와 경영자는 경영자가 자본을 어떻게 유용하게 사용할지 이윤을 어떻게 자본출자자와 경영자간에 배분할 것인가를 계약하게 될 것이다. 그런 면에서 보면 회사는 보통 시장과는 달리 캐시 플로권과 지배권에 관한 계약 관계라고 볼 수 있다.

그런데 모든 상황을 가정한 완전한 계약은 현실적으로 불가능하다. 그럴 경우 자본출자자는 계약상에 나타나지 않는 殘餘 支配權(residual right)은 자본출자자에 귀속된다는 전제 하에 자본을 출자하게 될 것이다.

그러나 예상치 못한 일이 발생할 경우 자본출자자는 그 일을 감당할 자격이 없거나 충분한 정보를 갖지 못하는 경우가 많다. 실제로 경영자를 고용한 것 자체가 그러한 일을 담당하기 위해서다. 그렇다면 실질적으로 잔여 지배권은 경영자에게 귀속되며 그 결과 대리인 문제가 발생하게 된다.

한국 재벌의 지배구조에 있어서도 代理人 問題(agency problem)가 무엇보다도 심각하다. 재벌의 경우 보통 지배대주주가 경영권을 보유하고 있다. 따라서 한국에서 대리인 문제는 주주와 경영인간의 문제라기보다는 支配大株主(controlling share holder)와 少數株主(minority share holder), 그리고 지배대주주와 債權者(creditor)간의 문제이다.

대리관계에서 발생하는 비용은 크게 자기자본의 대리비용과 부채의 대리비용으로 나눌 수 있다. 자기자본의 대리비용은 지배대주주가 소액주주의 권리를 무시하고 자기 효용을

추구하는 과정에서 발생하는 비용이다. 지배대주주가 자기 자신을 위한 특권적 소비를 한다든지 별도의 회사 등을 설립하여 회사의 부를 빼돌리는 등 자기 자신의 효용을 극대화하는 경우에 발생하는 비용이다. 이와는 달리 부채의 대리비용은 기업 소유주와 채권자간에 발생하는 비용이다. 기업소유자는 유한책임을 지므로 타인자본에 대한 의존도가 높을수록 수익률과 위험이 높은 투자를 선택할 유인이 커진다. 그 결과 채권자의 입장에서는 채권을 회수하지 못할 가능성이 높아진다는 것이다.

한편 채권자의 입장에서는 파산 위험이 높을 경우 상대적으로 높은 이자를 요구해야 할 것이나 채권자들은 정부의 암묵적 지급보증을 믿고 위험 수준을 감안한 높은 이자는 요구하지 않았다. 그 결과 재벌의 대리인 문제는 매우 심각하였다.

3.3. 높은 負債-資本 比率

경제가 고속 성장하는 가운데 산업규모는 더욱 빠른 속도로 발전하게 되었다. 이러한 상황에서 각 기업들은 사내유보금과 감가상각 충당금 등 對內貯蓄(internal saving)으로는 늘어나는 자본 수요를 충당하는 데 한계가 있었으며 그 결과 外部 資金調達(external financing)이 불가피하게 되었다. 또한 고속 성장과정에서 산업구조가 자본집약적인 산업으로 바뀌는 가운데 재벌의 경쟁적인 중화학 공업 분야 진출에 따라 금융기관에 대한 대출의존도도 심화되었다.

이렇게 재벌의 몸 불리기 경쟁이 심화되는 과정에서 지배대주주의 전체 자산에서 차지하는 자기 자본 비중이 크게 줄어들기 시작하였다. 이러한 과정에서 지배대주주는 경영권 확보를 위해 여러 가지 조치를 취하게 되었다. 그 결과 높은 부채-자본 비율 그리고 상호 출자에 의한 지분 소유와 피라미드 구조로 특징지어지는 현재의 재벌 지배구조가 나타나게 되었다.

적은 자기 자본으로 거대 기업군을 거느리기 위해서 지배대주주는 먼저 자산에서 자기의 주식 보유비율을 가능한 한 높이는 조치를 취하게 될 것이다. 이러한 조치의 결과로 첫번째 나타난 현상이 높은 부채-자본 비율이다. 자산에서 자본의 비중이 낮아야 결과적으로 지배대주주의 주식 보유비율이 높아질 수 있기 때문이다.

그런데 부채-자본 비중이 높아지게 되면 기업은 외부충격에 취약하게 되어 그만큼 債務不履行(default)과 企業倒産(bankruptcy)의 가능성이 높아진다. 높은 부채-자본 비율은 地球化 時代(globalization era)에 기업을 그만큼 외부 충격에 취약하게 만들기 때문이다. 1997년 경제위기 이후 도산한 기업들의 공통적인 특징은 부채-자본 비율이 매우 높았다는 것이다. 일부 지배대주주 들은 이윤을 고려하지 않고 기업확장에만 매달려 무리한 중복 이중투자를 감행함으로써 기업부실이 심화되었다. 결국 이익을 보지 못하는 기업은 생존

할 수 없다는 단순 논리가 입증된 것이다.

기업이 도산하게 되면 企業清算(liquidation)이나 企業構造調整(reorganization)을 통하여 정리될 것이므로 지배대주주와 금융기관 모두 손해를 볼 것이다.

그렇다면 왜 채권자나 채무자의 입장에서 기업도산의 위험이 있을 정도로 대출을 늘렸을까 하는 의문이 뒤따르게 될 것이다.

3.3.1. 暗默의 支給保障

여기에 대한 대답으로 먼저 채권자인 금융기관은 대출에 대한 정부의 암묵적인 지급 보장을 전제로 대출심사를 제대로 하지 않았다는 것이다.

채권자인 기업의 경우 부채-자본 비율이 높을 경우 그만큼 도산할 가능성이 높아지므로 스스로가 적정 부채-자본 비율을 유지하고 위험한 투자를 피하려 하겠지만 정부의 암묵적 보증이 있다고 믿을 경우에는 상대적으로 위험이 높은 프로젝트에 투자하면서 부채-자본 비율을 높일 충분한 유인이 있다.

지배대주주의 입장에서는 높은 부채-자본 비율의 유지가 회사의 지배권을 확보하는 데 유리할 뿐만 아니라 위험에 대한 걱정 없이 자기자본 예상 수익률을 높이기 때문이다.

정부의 암묵적인 지급보장은 경제발전 과정에서 정부가 중화학공업을 육성하기 위해 자금배분에 직접 관여하면서 이루어졌다. 정부 관여에 따라 투자에 따른 위험도 정부가 함께 책임을 졌기 때문이다.

그런데 그 과정에서 해당 재벌들은 관련 분야뿐만 아니라 경제 전반에 걸쳐 다각화를 시도하면서 몸 불리기를 계속하였다. 이러한 시도 뒤에는 기업의 규모가 정치적인 힘과 비례하게 되고 경제적 어려움이 발생할 경우 기업의 규모가 그 사활과 직결된다는 인식이 깔려 있었다. 기업의 규모가 커서 기업의 운명이 국가의 운명과 직결될 때 그 기업은 가장 안전하다는 생각이다. 다시 말하면 '너무 크면 무너질 수 없다(too big to fail)'는 인식이다.

그러나 재벌의 규모가 확대됨에 따라 정부의 암묵적 보증은 그 효력을 상실하게 되었다. 정부가 국가 경제를 담보로 보증을 할 능력도 없어지고 해서도 안 되는 상황에 이른 것이다. 따라서 정부의 암묵적 지급 보증을 믿고 금융기관이 대출을 해 준다는 논리는 더 이상 성립되지 않게 되었다. 그럼에도 불구하고 이를 믿고 과대한 대출을 계속한 기업과 금융기관의 책임도 크다.

3.3.2. 金融機關의 道德的 解弛

기업의 부채는 크게 두 종류가 있다. 하나는 금융기관으로부터의 차입이고 나머지 하나는 자본시장을 통해서 발행한 채권이다. 은행의 경우 대출을 행하는 과정에서 기업의 재

무구조에 관한 정확한 정보를 요구하여 위험을 분석하고 대출 심사를 행하여야 한다. 부채-자본 비율이 높을 경우 그만큼 도산할 가능성이 높아지게 되므로 금융기관은 대출에 따른 위험을 분석하고 적정 부채-자본 비율을 평가한 뒤 대출을 행해야 할 것이다.

따라서 부채-자본 비율이 과도하게 높다는 것은 금융기관이 정부의 암묵적 보증만을 기대한 채 도덕적 해이에 빠져 대출심사 등 자기의 의무를 성실히 수행하지 않은 결과이다.

자본시장을 통한 채무의 경우 일반투자가는 보통 기업의 경영 상태에 대한 정확한 정보를 갖기가 힘들다. 그런데 부채-자본 비율이 높은 기업이 높은 수익률을 제시한다면 그것은 그만큼 투자에 따른 위험이 높다는 사실을 의미하므로 금융기관과 투자가는 이를 고려해서 자산구성에 포함시켜야 할 것이다. 특히 채권투자의 경우 유의해야 할 점은 금융기관의 대출과는 달리 담보가 잡혀 있지 않은 경우가 많다는 사실이다.

한편 경제위기 이후 은행들이 동일인 혹은 동일 계열 여신 한도에 묶여 대출을 줄이는 과정에서 기업들은 채권 발행을 통해서 은행 부채를 대체하였다. 그 결과 짧은 기간 동안에 재벌의 채권 발행 규모가 급속히 증가하였고 투자신탁회사들이 자본시장에서 이를 인수·중계하였다. 따라서 재벌 부채에 대한 위험 부담의 일부가 은행에서 신탁회사로 넘겨진 것이다.

3.3.3. 適正 負債 規模의 算定 失敗

금융기관이 적정 규모의 부채를 평가하는 기준 중의 하나는 도산으로 기업이 정리될 경우 清算價値(liquidation value)가 얼마만큼 될 것인가로서 이를 고려하여 대출 규모를 결정해야 할 것이다.

일반적으로 금융기관은 기업청산의 경우 청산가치가 정상적으로 운영되는 상황에서의 內在價値(intrinsic value)에 크게 못 미친다는 사실을 염두에 두어야 할 것이다.

기업도산에 따른 비용이 무엇인가 하는 데에는 여러 가지 견해가 엇갈린다. 일반적으로 기업도산은 지배권이 주주에서 채권자에게 넘어감을 의미한다. 미국의 경우 기업 도산은 주주들이 債務不履行을 할 權利(right to default)를 행사함을 의미하는데 이 권리는 가치가 있는 것으로 인정된다. 기업에 문제가 있을 때 주주들은 모든 문제를 채권자에게 떠넘기고 떠날 수 있음을 의미하기 때문이다.

破産(bankruptcy)은 자산가치 하락으로 채무불이행이 발생할 때 채권자가 기업을 인수하게 하는 법적 메커니즘이라고 보는 것이다. 따라서 종전의 채권자가 새로운 주주가 되고 기존의 주주들은 아무것도 가지지 않고 떠남을 의미한다. 부실 경영에 따른 기업의 가치 하락을 감안할 때, 채무불이행을 하고 파산한다는 것은 무한책임을 지지 않는다는 점에서 하나의 가치 있는 특권으로 보는 것이다.

파산에 대한 기본적인 시각은 그것이 부채에 비해서 자산가치가 떨어져서 발생한 것이므로 주식 가격의 하락 등이 파산비용은 아니라는 것이다. 파산에 따른 직접적인 비용은 재판을 하거나 변호사 등 파산절차를 위해서 전문가를 고용하는 비용이라는 것이다. 그리고 이 비용은 미국의 경우 대략 기업 장부가치의 3% 정도에 해당한다는 연구가 있다.

그러나 파산에 따른 가장 큰 비용은 파산한 기업을 청산하려 할 경우 제 값을 제대로 받을 수 없다는 점이다. 한국 경제위기에서 보듯이 경제가 침체되거나 위기 시에 기업청산이 이루어지는 것이 보통이다. 이 경우 이 기업을 인수할 가능성이 높은 동종 기업들도 어려움을 겪는 경우가 많아서 기업의 구매자를 찾는 데 어려움이 많다. 그렇다면 타산업에 종사하거나 외국 기업이 구매자가 될 경우가 많은데 이들은 정보의 비대칭성이나 대리인 문제 등을 이유로 화이어 세일(fire sale) 가격으로 기업을 인수하려 할 것이다.

금융위기가 외환위기와 함께할 경우에는 외환위기에 따른 자국통화의 급격한 평가절하로 파산 기업의 달러 표시 가격은 더욱더 큰 폭으로 떨어져 외국인에 대한 화이어 세일 폭은 더욱더 커지게 된다.

대우가 파산한 후 實査(due diligence) 결과를 보면 파산 몇 달 전 대우가 보고한 자료보다 자산은 줄고 부채는 훨씬 크게 늘어 자산가치는 총부채의 2/3 수준이라는 실사 결과가 나왔다. 그런데 채권단의 손실은 이에 그치지 않고 대우 계열 기업을 매각하는 과정에서 더욱 늘어나 금융기관의 부실 규모 또한 증가하리라고 예상된다.

정부가 금융기관의 부실을 방지할 수 없다고 결정하여 공적자금을 투입하게 되면 기업 파산의 비용은 궁극적으로 국민이 지게 된다는 결론에 도달한다.

3.4. 피라미드 構造와 相互出資에 依한 支配

높은 부채-자본 비율과 함께 한국 재벌 지배구조의 또 하나의 특징은 지배대주주가 상대적으로 적은 주식으로 경영권을 공고히 하기 위해서 상호출자 방식과 피라미드 지배구조를 택하고 있다는 점이다.

이러한 재벌 지배구조가 가지는 문제점은 많다. 첫째, 기업간의 統合財務諸表(consolidated balance sheet)를 작성하기 전에는 그룹 전체의 부채-자본 비율과 경영성과를 정확하게 평가할 수가 없다는 점이다. 예를 들어 그룹내의 기업들이 주식을 발행하여 교차 보유할 경우 해당 개별 기업들의 재무구조는 부채-자본 비율이 줄어서 개선된 것처럼 보이지만 그룹 전체의 재무구조에는 아무 변화가 없다. 따라서 그룹 전체로서의 부채-자본 비율은 통합재무제표의 작성 없이는 제대로 평가하기가 힘들다. 둘째, 이 경우 그룹내 한 기업의 부실이 그 자체로 끝나지 않고 타기업으로 확대되면서 그룹 전체의 위기를 초래할 수 있다는 점이다. 셋째, 기업 경영의 투명성 부족으로 경제위기시에 기업에 대한

외부투자자의 신뢰를 크게 저하시킨다. 마지막으로 지배대주주로 하여금 소유 주식 비율을 훨씬 초과하여 절대적인 지배권을 행사하게 함으로서 횡령할 유인을 크게 하고 경영에 대한 책임을 제대로 지지 않게 만들 가능성이 커진다. 기업주들은 그룹 전체를 지배하기 전에는 어느 한 회사를 지배하기 힘들게 만들어 재벌구조를 계속 유지하려 할 것이다.

피라미드 구조와 상호출자에 의한 지배대주주의 기업지배 형태를 이해하려면 우리는 횡렬(row)에는 소유주를 종렬(column)에는 소유 기업을 나타내는 그룹 전체에 대한 매트릭스(Matrix)를 작성해 보면 된다. 이러한 매트릭스를 통해서 우리는 지배대주주의 캐시 플로권과 지배권과의 차이를 평가할 수 있다.

소유와 지배의 차이를 알기 위해서는 캐시 플로권과 투표권과의 차이를 비교 분석해보면 된다. 지배대주주는 상호출자와 피라미드 구조를 활용해서 캐시 플로권보다 훨씬 높은 투표권을 행사하고 있다. 그리고 그 차이가 크면 클수록 기업의 이해와 지배대주주의 이해가 일치하는 부분이 작아져서 지배대주주가 지배권을 이용하여 횡령할 가능성이 높아진다.

그런데 지배대주주가 개인적 목적으로 횡령을 많이 하면 할수록 기업의 가치가 떨어지는 것은 당연하다. 그렇다면 기업가치는 다른 조건이 일정한 상태에서는 캐시 플로권과 지배권의 차이가 적으면 적을수록 높아질 것이다.

한편 지배대주주가 횡령을 할 때 들킬 확률은 횡령의 규모와 이를 감시할 소액주주의 권리가 얼마나 법적·제도적으로 잘 보장되어 있는지에 달려 있다. 일반적으로 횡령의 규모가 커질 때 들킬 확률은 더 빠른 속도로 증가한다고 볼 수 있다.

4. 企業支配構造 改革과 投資家 保護

기업의 지배구조 개혁은 한국 산업구조 개혁의 핵심과제라고 할 수 있다. 또한 한국의 경우 투자가 보호 문제가 기업지배 구조 개혁의 핵심 과제다. 한국 재벌구조의 특징과 문제점은 지배구조 개혁의 문제와 직결된다고 하여도 과언이 아니다. 여기서는 기업 지배구조와 기업가치와의 관계, 투자가 보호가 금융시장 및 실물경제에 끼치는 영향, 법과 제도 중심 그리고 시장 중심의 지배구조 개혁 문제, 은행 중심과 시장 중심의 기업 지배구조 문제, 그리고 투자가 보호와 금융위기 문제를 중심으로 다룬다.

4.1. 企業 支配構造와 企業價値

기업 소유구조와 기업가치에 대한 연구는 Berle and Means(1932)로 거슬러 올라가며 Jensen and Meckling(1976)의 연구에 의해서 새로운 관심을 끌었다. 그들의 연구에 의하면

株主支配權(controlling right)의 분산은 주주와 이해관계가 일치하지 않는 경영자의 손에 막강한 파위를 주게 되었으며 그 결과 기업의 財源(resources)이 주주의 이익을 극대화하는 방향으로 활용되지 않게 되었다는 것이다. 그들은 대주주가 있는 것이 경영자를 감독하는데 효율적이므로 소유권의 집중은 기업의 가치를 높이는 데 공헌한다고 보고 있다.

그러나 이러한 소유권의 집중은 오히려 기업가치를 저해한다는 새로운 연구결과가 Ra Porta *et al.* (1999)의 실증연구에 의해서 제시되고 있다. 그들의 연구에 의하면 지배권의 집중으로 지배대주주와 소액주주간의 이해 갈등이 커지는데 특히 지배대주주가 지배권을 독점적으로 행사할 때 기업가치가 더욱 떨어진다는 것이다. 그들은 지배대주주가 소액주주들을 착취할 가능성이 커지므로 소액주주의 권리를 보호하기 위한 법적·제도적 장치가 필요하다고 주장한다.

한국 기업에서의 대리인 문제도 경영인과 주주와의 문제가 아니라 지배대주주와 소액주주와의 문제이다. 한국의 지배대주주는 경영인을 겸하고 있으므로 그 문제는 더욱 심각하다. 특히 캐시 플로권과 투표권의 차이가 크면 클수록 지배대주주와 소액주주간의 이해관계가 달라지게 되고 그 결과 소액주주에 대한 횡령이 심해진다는 사실을 Johnson, Boone, and Breach (2000) 등이 경제모형과 실증분석을 통해서 보여주고 있다.⁽¹⁾

(1) 이 모형을 간단히 요약하면 다음과 같다. 경영주가 회사의 주식을 a 만큼 소유하고 외부투자가가 $1-a$ 만큼 소유한다고 가정하자. 경영주가 기업 이윤 중에 S 만큼 횡령을 하며 이에 따른 효용을 누린다 하자. 한편 횡령에 따른 비용 $C(S) = (S^2/2k)$ 라고 하자. 횡령의 비용은 기업지배구조가 제대로 정착되지 않은 경우, 즉 k 가 클 때 작으며 횡령의 규모가 커질수록 남은 매수해야 하므로 더욱 빠른 속도로 커진다. 다시 말해서 횡령의 양이 커질수록 횡령하기가 힘들어져서 횡령의 한계가치는 떨어지게 된다. 전체 투자의 규모가 I 이며 수익률이 R 이라고 할 경우 경영주는 다음 식에서 보여주는 바와 같이 횡령 결과 자기에게 돌아가는 가치를 극대화할 것이다.

$$U(S; R, k, a) = \text{Max}\{aR(I - S) + S - (S^2/2k)\}$$

그 결과 최적 횡령 규모는 $S^*(R, k, a) = k(1 - aR)$ 이며, 경영주는 횡령에 따른 한계비용과 한계수익을 일치시킴을 알 수 있을 것이다. 지배구조가 제대로 정착되지 않은 경우 횡령의 규모는 커진다. 또한 위의 결과를 R 에 대해서 미분하면 투자에 따른 수익이 커질 경우 횡령규모가 작아짐을 알 수 있다.

한편 횡령 후 기업 가치는 $\Pi = R\{I - k(1 - aR)\}$ 가 된다.

기업 수익률 변화에 따른 기업가치의 변화율은

$$\rho_r = (\partial\Pi/\partial R)/\Pi = \{I - k(1 - aR) + Rka\}/R\{I - k(1 - aR)\}$$

과 같다. 기업지배구조와 관련, 수익률 변화에 따른 기업의 가치 변화를 보기 위해서 이를 k 에 대하여 미분하면

$$\partial\rho_r/\partial k = (Ia)/(I - k + Rka)^2 > 0.$$

즉 지배구조가 제대로 정착되지 않아서 k 의 값이 클수록 기업가치 변화율은 수익률의 변화에 더욱 민감해짐을 알 수 있다. 다시 말하면 지배구조가 제대로 정착되지 않은 경우 수익률 하락에 따른 기업가치의 하락은 더욱 큼을 의미한다.

소액주주에 대한 횡령형태는 매우 다양하다. 이윤배당을 하지 않거나 혹은 이익을 자기 가 개인적으로 소유하는 타회사로 빼돌리거나 하는 직접적인 횡령뿐만 아니라 기업 이익 극대화가 아닌 외형 팽창 등 다른 형태의 목적을 위한 프로젝트를 추진하거나 판공비를 무제한 쓰는 등 소액주주에 대한 간접적인 횡령행위도 있다.

이러한 횡령행위는 기업의 가치를 크게 떨어뜨린다. 횡령행위는 외부투자자들이 해당 기업에 대한 투자를 하는 것을 꺼리게 만들 것이며 그 결과 해당 기업의 주식은 시장에서 제값을 받지 못하게 된다.

기업가치가 떨어진다면 주주로서 지배대주주도 물론 손해를 보게 될 것이다. 그렇지만 지배대주주 입장에서 횡령에 따른 이익이 기업 가치 하락에 따른 손실보다 클 것이므로 지배대주주는 경영권을 계속 유지하는 데 집착할 것이다.

다음으로 지배대주주와 전문경영인의 차이점은 무엇인가를 생각해보자. 지배대주주는 주주라는 측면에서는 소액주주와 이해관계를 같이할 것이다. 그러나 캐시 플로우권과 지배권의 차이가 크면 클수록 소액주주와 이해관계를 같이하는 측면이 줄어들고 전문경영인처럼 횡령할 유인이 커질 것이다. 그렇지만 전문경영인과 달리 지배대주주가 피라미드 구조와 상호출자를 통해서 지배권을 공고히 한다면 소액주주에 대한 횡령을 하더라도 이들로 부터 경영권을 박탈하기는 그만큼 힘들 것이다.

반면 전문경영자의 경우에는 주주라는 측면에서는 오히려 지배대주주보다 소액주주와 이해관계가 적어 횡령할 가능성은 더 크다. 그러나 이러한 사실이 발각되면 즉각 경영권을 박탈당할 가능성이 보다 크므로 횡령을 하는 데 지배대주주에 비해서는 한계가 있을 것이다.

그렇다면 지배대주주의 횡령을 막고 기업가치를 높이기 위해서는 외부투자자에 대한 보호가 필요하다. La Porta *et al.* (1998)은 주식 소유의 집중이 심한 경우 일반적으로 외부투자자에 대한 법적 보호가 제대로 이루어지지 않고 있다는 사실을 실증 분석을 통해서 보여 주고 있다.

그런데 외부투자자의 보호 없이는 외부로부터 활발한 투자를 기대하기가 힘들다. 따라서 기업 투자의 활성화를 위해서는 외부투자자 보호가 필요하며 그것은 법적, 제도적 개혁을 통해서 이루어져야 할 것이다.

이를 위한 소액주주 권리 강화 방안으로 여러 가지 방법을 생각할 수 있다. 소수 주주권 강화(대표 소송권, 이사해임 청구권, 회계장부 열람권 등 요건 완화), 우편 투표권 허용, 임시 주총 소집 요구권 완화, 기관투자자의 의결권 행사 허용, 집중투표제 도입, 신주인수 우선권 부여 등이 그것이다. 또 다른 하나는 강제로 이익 배당을 시키는 것인데

이러한 조치는 소액주주 보호의 미비점을 보완하는 한 방법이 될 것이다. 한편 지배대주주의 횡포를 막고 시장 메커니즘에 의한 구조조정을 위해서 적대적 M&A를 허용할 수 있을 것이다.

지배대주주의 횡포는 그만큼 기업의 효율성과 가치를 감소시킬 것이다. 따라서 지배대주주가 기업경영주 역할을 할 경우에는 그에 대한 책임을 지게 하여야 할 것이다. 이를 위해서는 소액주주에 대한 법적 보호 강화와 함께 적대적 기업인수도 허용할 필요가 있다.

각국의 기업 지배구조와 자금 조달비용을 결정하는 중요 변수중의 하나가 투자자들이 제대로 법적 보호를 받고 있는가 하는 점이다. 실제로 법적 보호와 執行(enforcement)이 제대로 이루어지지 않은 국가의 경우 자금조달의 비용이 높다.

4.2. 投資家 保護와 金融市場 및 實物經濟

투자자의 보호는 금융시장의 발전을 가져올 것이다. 투자자가 지배대주주의 횡포 위험으로부터 보호되면 일반 투자자는 주식에 대해서 좀 더 높은 가격을 지불할 용의가 있을 것이며 기업도 높은 가격으로 주식을 발행할 수 있어서 증자를 통한 자금조달이 유리해질 것이다.

반면에 외부투자자들이 제대로 보호를 받지 못한다면 이들은 오직 싼 값에만 주식을 구입하려고 할 것이다. 그런데 싼 값의 주식 발행은 기업에게도 결코 매력적이지 못하므로 결국 '주식시장이 제대로 발전하지 못하게 된다.

한국의 경우 주가지수 1000을 1989년에 돌파한 이후 2000년 12월 현재 주가지수가 500선에 머무르고 있다. 물론 1997년에 경제위기를 겪기는 했지만 지난 10여년간 주식투자에 따른 평균 수익률이 채권 투자에 훨씬 못 미치고 있다. 주식 투자가 채권 투자보다 상대적으로 위험이 높다는 사실을 감안할 때 주식시장의 침체는 소액투자자에 대한 보호 미비에서 그 한 원인을 찾아 볼 수 있을 것이다.

외부투자자의 권리가 제대로 보호되면 기업의 가치가 상승하고, 기업 공개와 상장 회사의 수가 늘어나는 등 자본시장의 발전을 가져올 것이다.

은행 대출과 채권 시장의 활성화를 위해서도 채권자에 대한 법적 보호가 강화되어야 할 것이다. 자금이 금융기관 대출 혹은 채권 발행 형태로 주로 조달되느냐 여부도 이들 각기 다른 채권자에 대한 법적 보호 조치의 강도와 밀접한 관계가 있다. 은행 대출이나 채권 발행시 법적 보호가 미비한 경우 외부투자자는 투자에 따른 위험을 감안, 상대적으로 높은 수익률을 요구하게 될 것이다. 채권자에 대한 법적 보호 미비는 대출시장이나 채권시장의 발전을 저해할 것이다.

외부투자가에 대한 보호가 미흡한 나라의 경우라도 경제 전망이 밝고 계속적으로 외부로부터 자금 차입이 필요한 경우 외부투자자들은 제대로 대우를 받을 수 있을 것이다. 그렇지만 미래에 대한 전망이 어두워지면 지배대주주는 횡령을 할 유인이 커지게 되며 이 경우 외부투자자는 속수무책이 될 것이다. 법적 보호 조치가 제대로 되어 있지 않은 경우 지배대주주의 횡령 가능성과 그 수준은 경기와 밀접한 관계가 있다.

투자가 보호가 실물 경제에 미치는 경로는 두 가지로 나누어 생각해 볼 수 있다. 하나는 금융시장을 통한 효과이며 다른 하나는 실물경제에 직접적으로 미치는 효과이다.

금융시장 발전을 통해 실물 경제에 미치는 경로는 세 가지가 있다. 첫째는 저축을 증가시키는 효과이다. 둘째는 저축을 투자로 효율적으로 전환함으로써 자본형성을 돕는 것이다. 마지막으로 외부투자자가 기업가로 하여금 투자결정을 보다 효율적으로 하게 함으로써 투자의 생산성을 높이고 자본 할당의 효율성을 높이는 것이다. 금융시장이 발전한 국가의 경우 전산업에 걸쳐 성장기회에 부합하도록 투자가 이루어질 것이다. 실제로 실증분석에 의하면 금융 발전은 투자가 생산성이 높은 분야에서 이루어지게 함으로써 경제 발전에 기여하는 부분이 가장 크다.

그런데 우리의 경우 외부투자가에 대한 보호가 부족하고 금융을 산업정책의 수단으로 여겼기 때문에 산업 발전에 비해 금융 발전이 부진하였던 것이 사실이다. 그 결과 성장기회에 부합하도록 투자가 이루어지지 않고 지배대주주가 과잉 중복 투자를 함으로써 산업이 부실화되었던 것이다.

외부투자가 보호가 실물 경제에 미치는 직접적인 효과는 앞서 언급한 지배대주주의 횡령을 막고 경영에 대한 책임을 지게 함으로써 기업가치를 높이고 경제발전에 공헌하는 것이다.

4.3. 法과 制度 中心 改革과 市場 中心 改革

외부투자가 보호를 위한 개혁 조치에는 두 가지 방법이 있다. 하나는 上向式 改革(bottom-up reform)으로 시장 메커니즘에 근거한 개혁이며 다른 하나는 下向式 改革(top-down reform)으로 법적 체계 개선에 근거한 개혁이다.

시장 메커니즘에 근거한 개혁은 선진국 수준으로 기능적 수렴 범위를 확산시켜서 외부투자가를 보호하는 것이다. 예를 들어 자본자유화 조치를 채택해서 자본의 유출입을 자유롭게 할 뿐만 아니라 금융구조도 외국투자자가 받아들일 수 있게끔 선진국 수준에 수렴시켜 외부투자가를 보호하는 것이다.

또 다른 한 가지 예로는 기업들로 하여금 기업공개와 소액주주 권리 보호 요건이 요구되는 선진국 증권시장에 상장하게 함으로써 금융구조를 선진국 수준으로 끌어올려 외부투

자가를 보호하는 것이다.

그러나 시장 메커니즘에 근거한 상향식 개혁 조치는 그 집행에 따른 비용을 측정하는 것이 용이하지 않고 그것 자체가 법적 체계를 선진국 수준으로 수렴시키지는 않는다.

외부투자가를 보호하기 위해서는 법적 체계를 선진국 수준으로 개혁하고 수렴시키는 것이 필요하다. 이 경우 증권법, 회사법, 기업청산법 등이 획기적으로 개정되어야 할 것이다. 이러한 법률의 총체적인 개혁은 주주의 권리를 보호하는 데 상호보완적이기 때문이다. 예를 들어 증권법의 개정으로 중요한 정보의 공개를 의무화한다면 외부투자가는 회사법 개정에 근거해서 소송 등 권리 보호를 위한 행동을 취할 수 있을 것이다. 따라서 관련 법규의 동시 개정만이 선진국 수준으로 외부투자가를 보호할 수 있을 것이다.

그런데 외부투자가에 대한 법적 보호를 강화하는 데에는 지켜야 할 몇 가지 원칙이 있다.

첫째, 法規(legal rule) 자체를 명확히 해야 할 것이다. 예를 들어 벤처(venture) 산업을 자본시장 육성을 통해 일으키려 한다면 코스닥(KOSDAQ) 시장에는 KOSPI 시장과는 다른 법규를 적용함으로써 KOSPI 시장의 이해관계를 건드리지 않는 것이 바람직할 것이다. 이 경우 각 시장간 법규의 차이를 명확히 함으로써 KOSPK 시장 참여자의 이익을 건드리지 않은 채 KOSPI 시장을 통해서 새로운 산업을 육성하는 길을 터놓는 것이다.

둘째는 법 집행력 자체가 고려되어야 된다는 것이다. 개혁 전략은 이상적인 법규를 제정해 놓고 이것이 어떻게 집행될지를 보는 것이 아니라 기존의 집행구조 속에서 집행 가능한 법규를 제정해야 한다는 것이다. 예를 들면 기업 회계 공개에 있어서 회계 감사기관이 책임을 지게 함으로써 회계의 투명성을 높인 것 등은 집행력을 강화한 좋은 예가 될 것이다.

다른 예로 企業破産節次(bankruptcy procedure) 법규를 개정하는 경우에도 법 집행력 자체가 중요 고려 사항이 되어야 할 것이다. 기업파산 절차 법규 개정은 채권자들의 이해관계가 서로 다르기 때문에 주주 권리를 보호하는 법규 개정보다도 어려운 점이 많다. 담보를 잡거나 우선 순위가 높은 채권자는 조속한 기업청산을 바라는 반면 그렇지 않은 채권자들은 단계적인 기업 청산이나 기업구조개선을 선택하기 때문이다. 이러한 채권자들의 갈등으로 인해 많은 국가에서는 즉각적인 기업청산보다는 시간이 걸리는 기업구조조정에 초점을 맞춘 기업파산 절차를 선호하는 경우가 많다. 그러나 이는 경제위기시 구조조정을 순연하고 부실을 심화하는 결과를 가져올 수 있다.

마지막 원칙은 법원을 통한 법 집행에 기대를 걸기 힘들 경우 정부의 금융시장에 대한 신속한 규제 조치가 필요하다는 것이다. 특히 경제위기시 금융제도의 안정을 위해서 정부

의 신속한 규제 조치가 필요하다.

그런데 이러한 개혁에는 지배대주주의 저항이 따르게 마련이다. 지배대주주의 입장에서 보면 외부투자자에 대한 보호 강화는 상대적으로 횡령의 기회를 줄이고 그 비용을 높이므로 지배권의 가치 하락을 의미하게 될 것이다. 그러나 이러한 법적 개혁으로 지배대주주의 횡령 가능성과 기업 자금조달 비용이 줄어서 기업의 가치는 높아질 것이다.

4.4. 銀行 中心과 市場 中心의 企業支配構造

기존의 기업지배구조에 대한 논의는 투자자에 대한 법적 보호보다도 지배구조가 은행 중심인가 혹은 시장중심인가 하는 자금조달 방법에 초점이 맞추어져 왔다. 독일, 일본과 같은 은행 중심의 지배구조와 미국, 영국과 같은 시장 중심의 지배구조를 비교 분석하고 그 개선을 위한 정책 제안에 초점을 맞추어 왔다.

1980년대 일본 경제가 잘 나아갈 때는 은행 중심 지배구조의 장점에 대한 논의가 주류를 이루었다. 그 내용을 보면, 먼저 은행이 자본시장보다 장기적인 시각을 가지고 있으므로 기업들로 하여금 보다 장기적인 투자를 하게 한다는 것이다. 또한 은행은 일시적으로 유동성 부족을 겪는 기업에게 자금을 공급함으로써 기업들로 하여금 金融 梗塞(financial distress)을 피하게 한다는 것이다. 특히 대출받은 기업의 경영인의 실적이 저조할 경우에는 외과적 수술에 비견되는 은행의 개입으로 상대적으로 값 비싸고 보다 적대적인 기업 인수를 대체한다는 것이다.

그러나 1990년 들어와 일본의 기업들이 어려움을 겪자 시계 추는 정반대 방향으로 움직였다. 일본 은행들은 합리적인 투자 촉진자가 아니라 근본적인 구조조정이 필요한 기업에게 계속 자금을 과다공급함으로써 부실을 장기화하고 금융부실을 키웠다는 것이다. 지배구조 개선을 활성화하기보다는 은행은 기업 경영자와 결탁하여 기업 지배권에 대한 외부 위협을 막아주고 은행 대출에 따른 렌트(rent)를 챙겼다는 것이다.

경제발전 과정에서 초기에 은행 대출이 주를 이룬다 하여도 이는 어디까지나 보다 발전적인 금융구조를 향한 하나의 디딤돌로 보아야 할 것이며 은행과 자본시장의 균형적인 발전이 필요하다.

주식시장의 발전 없이는 기업이 바람직한 부채-자본 비율을 유지하여 기업의 효율성을 높이면서 바람직하지 않은 외부 충격을 최소화하는 데 한계가 있다. 주식시장의 발전은 기업에게 유리한 시기에 주식 발행을 통해 자금을 조달할 수 있는 기회를 줄 뿐만 아니라 최초의 투자자들이 필요로 할 때 보유 주식을 청산할 옵션도 준다. 주식시장의 발전은 또한 투자자에게 자산구성을 통해 주식을 다각화할 기회를 준다.

주식시장 발전은 가장 큰 자산이 성장 기회인 벤처 기업의 자금조달에 절대적으로 필요

하다. 이러한 기업들은 높은 위험과 함께 높은 수익률이 기대되므로 주식시장을 통해서 자금을 조달하고 투자가는 자기 책임하에 투자를 해야 할 것이다. 벤처 산업 육성에는 기존의 자본시장과 함께 새로운 자본시장의 육성이 무엇보다도 필요하다.

기업이 자금 조달 창구를 다양화하고 유동성을 확보하기 위해서 채권 시장의 발전이 필요하다. 은행과 자본시장은 기업 자본 조달에 있어서 대체관계가 아니고 보완관계이다. 따라서 금융시장의 발전을 위해서는 은행과 자본시장의 균형적인 발전이 필요하다. 금융제도 발전을 은행과 시장 중심으로 나누는 것은 명확한 기준이 아니며 분석에도 도움이 되지 않는다. 평균적으로 자본시장이 잘 발달된 경우 대출시장도 잘 발달되어 있다.

금융위기를 겪으면서 은행과 자본시장의 어려움이 함께 나타나는 것이 보통이다. 은행이 부실 대출로 어려움을 겪을 경우에는 자본시장도 주가 하락으로 어려움을 함께 겪는다. 그 한 예로 일본의 경우를 보더라도 금융기관의 부실이 주가의 전반적인 가격 하락을 가져오면서 주식시장을 통한 자금조달의 어려움을 가중하고 있다.

결국 보다 발전적인 금융구조를 갖기 위해서는 자금 조달이 어떤 형태로 이루어지느냐 하는 문제보다는 투자가 권리 보호가 절대적으로 중요하다. 투자가 권리 보호 여부가 금융중계기관이 제대로 발전하였는지 국가간의 차가 무엇인지를 보다 잘 설명하는 변수가 될 것이며 보다 근본적인 금융시장 발전의 원동력이 될 것이다.

4.5. 投資家 保護와 金融危機

Johnson, Boone, and Breach(2000)은 기업지배구조에 대한 법률적 보호 부족이 금융위기를 가져온 원인 중의 하나라고 분석하고 있다.

그들의 분석에 의하면 외부투자가에 대한 법적 보호가 부족한 상태에서 바람직하지 않은 외부 충격이 있을 경우 지배대주주의 횡령이 더욱 심해진다는 것이다. 그 결과 해외투자가는 자본을 거두어들리게 되어 자본 유출이 심화되면서 주식시장이 붕괴되고 환율이 크게 상승하면서 금융 외환위기로 이어진다는 것이다.

그러나 한국의 경우 바람직하지 않은 외부 충격이 있을 때 지배대주주의 횡령이 늘어나서 자본 유출이 증가했다는 실증적 자료는 없다. 그보다는 외부투자가 권리의 보호가 미흡할 때 지배대주주가 전횡을 휘두르면서 기업이 부실해지고 이것이 금융부실로 이어지면서 해외투자자들이 자금을 회수해 나갈 때 외환위기가 발생했다는 설명이 보다 타당하다. 이러한 금융부실의 부실을 이유로 외국 금융기관들이 대출 연장을 거절하면서 외화 유동성 부족이 심각해지고 결국 외환위기로 발전한 것이 한국의 현실이다.

그런데 금융위기가 발생할 때 환율이 큰 폭으로 상승하는 데에는 몇 가지 이유가 있다. 첫째, 투자에 따른 기대 수익률이 낮아질 때, 해외투자자들이 투자하는 것을 더욱더 꺼린

다는 것이다. 둘째, 금융경색 등으로 투자에 따른 수익률이 떨어질 때, 일반적으로 자금을 공급하는 측에서 펀드 매니저에게 그 나라에 대한 투자 비중을 줄일 것을 요구하므로 자본이 유출된다는 것이다. 셋째, 지배대주주가 횡령한 자금을 해외로 빼돌리는 경우가 많아진다는 것이다. 마지막으로 금융위기시에는 국내화폐로 표시된 자산에 투자하는 것이 안전하지 않아서 일반인도 자금을 해외로 빼돌리는 경우가 많다는 것이다.

그렇다면 한국의 경제위기는 한국 경제의 구조적인 문제에 기인한다 할 것이며 이는 외부투자자의 권리의 보호 부족이라는 지배구조 문제에서 출발했다고 평가할 수 있다.

5. 經濟危機와 産業構造調整 推進 現況⁽²⁾

5.1. 産業構造調整의 推進 原則

정부는 외환·금융위기 직후 다음 네 가지를 기본 원칙으로 산업구조조정 작업을 추진하였다. 그러나 대우가 1999년 9월 도산함에 따라서 이러한 원칙에 대한 수정과 변경이 불가피해졌다. 산업구조 조정의 초점은 재벌 개혁에 맞추어졌다.

첫째 원칙은 산업구조조정의 5대 과제를 설정하고 이를 충실히 이행하는 것이다. 5대 기본 과제를 보면 (1) 기업 경영의 투명성 제고 (2) 상호 지불보증 해소 (3) 재무구조의 획기적 개선 (4) 핵심 부문의 설정 (5) 지배 주주 및 경영진의 책임 강화 등이다. 결국 부채-자본 비율을 줄이고 기업의 지배구조를 개선하며 기업 다각화를 배제하고 전문화를 유도한다는 것이다. 이와 더불어 1998년 8월 15일에 3개 과제가 추가되어 재벌 개혁을 더욱 강조하였다. 3대 추가 과제는 (1) 재벌의 제2금융권 경영지배구조 개선 (2) 순환출자 억제와 부당내부거래 차단 (3) 변칙 상속 및 증여 방지 등이다.

둘째 원칙은 법적 절차를 통한 기업 정리보다도 企業改善作業(workout)을 기업구조조정의 핵심 수단으로 활용한다는 것이다. 그 결과 회생불가기업으로 분류되어 정리된 기업의 숫자는 별로 많지 않았다. 회생가능기업으로 분류되면 기업개선작업 추진으로 단기적인 회생 및 중장기적인 경쟁력 회복 방안이 모색되었다. 그런데 문제는 그 과정에서 청산이 바람직한 기업이 기업개선작업 기업으로 선정되는 것과 구조조정 과정에서 경영진과 금융기관의 '道德的 解弛'로 부실이 심화되는 것을 어떻게 막느냐 하는 점이다.

셋째는 금융기관 주도에 의한 기업구조조정을 도모한다는 것이다. 다시 말하면 추진방

(2) 산업구조조정 추진에 관한 정부 입장은 정부의 발표 자료와 서근우 박사의 "부실채권의 효율적 처리 수단으로서의 기업개선 작업과 향후 추진 방안," 및 차백인 박사의 "Financial Market Management"를 참조했음을 밝혀둔다.

식으로 런던식 推進方式(London approach)을 택한다는 것이다. 런던식 추진방식은 해당 기업과 금융기관이 자율협상에 의해 구조조정을 추진하되 영국의 중앙은행이 적극적인 중재자 역할을 한 데서 연유한다. 그런데 영국의 경우는 그 부실 정도가 우리만큼 심하지 않았을 뿐만 아니라 영란은행이 이해당사자로부터 깊은 신뢰를 받았기 때문에 가능하였다.

우리의 경우 형식은 해당 기업과 금융기관의 자율협상에 의해서 구조조정을 하는 형태를 취하였다. 그러나 은행들이 정부의 부실채권 매입과 자본출자로 대부분 국유화된 상황에서 실질적으로는 금융감독위원회 중심으로 금융기관을 통한 정부 주도의 기업구조 조정이었다. 따라서 일차적 책임은 금융기관이 지면서 정부가 직접적으로 구조조정에 관여하였다.

마지막으로 이해관계자간에 적정한 손실부담 원칙을 적용한다는 것이다. 원칙적으로 기업이 파산을 선언하면 주식의 가치는 소멸되며 기업의 주인은 채권자가 된다. 기업이 청산될 경우 채권자간에도 보통 담보를 확보한 은행 대출과 그렇지 못한 회사채간에 손실부담을 어떻게 합리적으로 할 것인가 하는 문제가 발생한다. 그런데 기업개선작업을 기업구조조정의 핵심 수단으로 삼아 기업을 살리려 할 경우 그 대상 기업과 동 기업에 여신을 제공해온 채권 금융기관간에 손실 발생 책임에 따른 비용 분담의 문제가 발생할 것이다.

5.2. 産業構造調整 推進 戰略

정부의 산업구조조정 전략은 크게 3가지로 나누어 살펴볼 수 있다. 첫째는 기업구조 개혁을 위한 법적·제도적 장치의 마련이다. 둘째는 금융감독위원회가 금융기관을 통해서 기업구조 개혁을 주도하는 것이다. 셋째는 기업들을 규모에 따라서 5대 계열, 6-64대 계열, 그리고 중소기업으로 나누어 구조조정을 추진하였다.

5.2.1. 法的·制度的 改善

법적·제도적 개선은 크게 상호채무보증의 해소와 경영 투명성을 제고하고, 지배주주 및 경영진의 책임을 강화하며, M&A 활성화와 재무구조 개선을 위해 관련제도를 정비한다는 3가지 측면에서 이루어졌다.

상호채무보증의 해소와 경영 투명성 제고를 위한 제도 개선 내용을 보면, 신규채무보증 금지 및 기존 상호채무보증 완전 해소, 결합재무제표를 1999년 회계연도부터 도입, 기업 회계기준을 국제회계기준 수준으로 개정, 상장법인에 대한 사외이사 선임 의무화 등이다.

지배주주와 경영자의 책임을 강화하기 위한 제도 개선으로는 상장회사에 대한 사외이사 선임 의무화, 상장기업의 소수 주주권 강화(대표 소송권을 1%에서 0.01%로, 이사해임 청구권을 1%에서 0.5%로, 회계장부 열람권을 3%에서 1%로 낮춤), 기관투자가의 의결

권 행사 허용, 경영권 행사 지배주주를 이사로 선임하도록 하는 책임경영제도, 소액주주도 이사를 선임할 수 있도록 하는 집중투표제 도입 등을 들 수 있다. 그런데 집중투표제는 선택 사항으로 현실적으로는 이루어지지 않고 있다.

한편 정부는 M&A 활성화와 기업들의 재무구조 개선을 위해 관련제도를 개정하였다. M&A 활성화를 위해서는 의무공개매수제도와 출자총액제한제도를 폐지하였고 적대적 M&A를 허용하였으며 외국인의 국내기업에 대한 M&A 관련 규제도 철폐하였다.

한편 정부는 기업이 자발적으로 구조조정을 추진하도록 적극 유인하기 위해서 세계상의 혜택을 부여하였다. 금융기관 부채 상환용 부동산 처분시 특별부과세가 면제되고 취득자산에 대한 취득세와 등록세도 면제되었다. 한편 과다 차입을 억제하기 위해서 자기자본의 5배를 초과하는 차입금에 대한 이자지급은 손비로 인정하지 않았다. 또한 자본시장 육성을 위해 유상증자 요건을 폐지하고 뮤추얼 펀드(mutual funds) 및 자산담보부채권의 설립 근거를 마련하였다. 그리고 금융기관 대출금의 출자 전환을 원활히 하기 위해 금융기관의 유가증권 보유제한을 완화하였다.

5.2.2. 企業 構造調整의 主體

기업의 구조조정은 IMF와의 협의에 따라 금융감독위원회의 構造改革企劃團이 주도적인 역할을 하면서 금융기관, 특히 은행을 매개로 해서 진행되었다. 정부의 출자와 부실대출 처리 과정에서 은행들은 실질적으로 국유화된 상태였으며 또한 감독 기능을 독점하고 있는 금융감독위원회의 지시 감독에 따를 수밖에 없는 상황이었다. 또한 경제위기 후 금융경색 현상을 보이고 있는 상황에서 높은 부채-자본 비율로 원리금 상환 압박에 놓여 있는 재벌들도 돈 줄을 죄고 있는 금융기관의 지시 감독에 따를 수밖에 없게 되었다.

형식은 금융기관과 기업이 자율적 협약을 맺고 구조조정을 진행하는 것으로 되어 있으나 실질적으로는 정부 주도로 이루어졌다. 이같이 정부가 직접 구조조정을 주도한 이유는 시장의 실패에서 찾을 수 있을 것이다. 그 당시 경제위기 상황을 감안하면 불가피한 측면이 있지만 정부가 주도하는 과정에서 5대 재벌의 大規模 事業 交換(Big Deal) 등 무리한 정책 채택으로 구조조정을 지연시키고 비용을 높인 것도 사실이다. 또한 대우의 파산과 이에 따른 처리 지연으로 다시 대규모의 공적 자금 투입 필요성이 커지면서 다시 제2차 금융조정을 해야 하는 상황이 발생하였다.

한편 기업개선작업 추진 과정에서 채권 금융기관간의 긴밀한 공조 체제 유지를 위해 '企業構造調整協約'이 체결되어 은행, 종금사, 보험사, 증권사, 투신사, 여신전문기관 등 총 210개 금융기관이 이 협약에 가입하였다. 한편 채권금융기관간 이견 발생시 이를 조정하기 위해서 '企業構造調整委員會'가 설치되었다. 이와는 별도로 5대 계열과 중소기업의

구조조정을 추진하기 위해서는 '5代 系列 主要 債權團 協議會 運營協約' 과 '中小企業 企業改善作業 推進 모델' 이 마련되었다.

5.2.3. 規模에 따른 差別化 戰略

정부는 기업들이 그 규모에 따라 구조조정 추진 능력이 상이하다고 보고 기업 규모별로 그 특성을 감안하여 차별적인 구조조정 전략을 적용하려 하였으나 대우가 파산한 뒤 그 계열 기업들이 구조개선작업에 들어가면서 규모에 따른 차별화 전략은 유명무실하게 되었다.

정부는 5대 계열의 경우에는 비교적 높은 신용도와 풍부한 유동성을 바탕으로 자체적으로 구조조정을 추진할 능력이 있다고 평가하고 5대 계열과 채권 금융기관간에 재무구조개선 약정을 체결하여 이를 중심으로 한 구조조정과 재벌간 대규모 사업 교환을 추진하였다.

정부는 재무구조 개선 약정과 대규모 사업 교환이 자율적으로 재계간의 합의에 의해 이루어졌다고 하나 실질적으로는 정부 주도로 이루어졌다. 그런데 후에 5대 계열 중의 하나인 대우가 도산하자 전자와 자동차 업체간의 사업 교환은 무산되었고 대우계열 기업들도 구조개선작업에 들어가게 되었다.

한편 6-64대 계열 및 중견 기업의 경우에는 자금난에 따른 부도 위험을 제거하여 회생 가능한 기업은 살린다는 입장에서 정부는 기업개선작업을 기업구조조정 수단으로 채택하였다. 기업개선작업은 기업 정리에 있어서 청산보다 기업을 계속 운영·구조조정을 하면서 구매자를 찾아 기업을 처분하는 작업이다. 그런데 대우같은 경우 계열 분리와 기업개선작업을 함께 진행하면서 구매자를 찾았으나 그 과정에서 구조조정 비용이 오히려 늘어났다.

한편 정부는 중소기업들을 우선 지원, 조건부 지원, 기타 등 3단계로 분류하였다. 그 당시 금융기관이 중소기업에 대한 대출에 소극적이었으므로 도산 위기를 넘긴 중소기업은 회생 가능성이 높은 것으로 판단하였다. 우선 지원 및 조건부 지원 기업에 대해서는 신규 자금 지원, 여신 만기 연장 및 중장기 대출 전환 등 다양한 방법으로 금융지원이 이루어졌다.

또한 정부는 고수익, 고위험이 따르는 벤처 기업을 육성하여 기존의 재벌 중심의 산업 구조를 재편하려는 정책을 함께 채택하였다. 그런데 한국의 경우 첨단 기술 수준이 미약한 상황에서 단시일 내에 벤처 기업이 급성장하는 데에는 한계가 있었다. 그럼에도 1999년 중반부터 2000년 초까지 이어진 코스닥 시장의 활황은 벤처 붐을 가져왔으나 그 후 코스닥 시장의 붕괴에 따라 벤처 기업의 도산이 이어졌다. 앞으로 벤처 기업은 정부의 육성

책에 의존하기보다는 자생력을 높여야 할 것이다. 자체의 첨단기술 개발과 함께 B2B를 중심으로 재래산업의 생산성을 높이는 방향으로 나아갈 때 자본시장을 통한 자금 조달이 용이해지고 벤처 기업은 발전할 것이다.

6. 産業構造 改善 作業의 問題點

6.1. 企業改善作業의 問題點

기업이 파산할 경우 채권단은 그 기업의 청산이나 기업구조조정 중 하나를 선택해야 할 것이다. 만약 기업구조조정을 택한다면 그 이유는 화이어 세일(fire-sale) 가격으로 기업이 청산되는 것을 막고 기업가치를 높여 처분하기 위해서일 것이다. 한편 경제위기시 정부는 대량 실업을 우려하여 채권단에게 청산 대신 기업구조조정을 요구하는 경우도 종종 있다. 그렇지만 산업 부실이 이중투자과 과잉투자의 결과라 할 경우에는 청산이 경제 전반의 효율성을 높일 것이다.

우리는 이번 경제위기와 관련된 기업구조조정을 기업개선작업이라고 부르고 있다. 기존의 法定管理(court receivership)나 和議(composition)와의 차이는 법원을 통하지 않고 재량적으로 채권단의 결정에 의해 기업구조조정을 신속히 처리한다는 것이지만 기존제도와 관계가 명확하지 않은 것도 사실이다.

기업개선작업의 취지는 일시적으로 경영상 어려움을 겪고 있지만 중장기적 관점에서 경쟁력 있는 기업을 채권금융기관들이 광범위한 수단을 동원하여 회생시킨다는 것이다.

그런데 문제는 파산에 직면한 부실기업이 기업개선작업 대상으로 선정되는 것을 어떻게 막느냐 하는 문제다. 특히 그 과정에서 정치권이 개입한다면 그러한 현상이 심화되고 개선작업의 비용도 크게 늘어날 수 있다. 그리고 기업측의 충분한 자구 노력이 수반되지 않는다면 기업개선작업은 해당 기업에게 일방적으로 특혜를 주는 결과를 가져올 것이다.

기업개선작업의 또 다른 문제점은 기업구조조정 과정에서 부실이 오히려 심화될 수 있다는 것이다. 기업의 회생이 어렵다고 느껴질 경우 경영진의 도덕적 해이는 더욱 커지기 마련이다.

기업개선작업이 은행 중심으로 이루어지는 것으로 되어 있으나 실질적으로 정부의 감독과 영향력 아래에서 이루어지고 있다. 그런데 은행이나 정부가 해당 기업의 부실 정도를 제대로 평가하거나 관리할 능력을 제대로 갖추지 못하거나 이들의 도덕적 해이가 커질 경우 오히려 부실은 심화될 것이다. 경영 능력을 갖추지 못한 퇴직 공무원이나 임원을 경영진에 임명하는 것 등은 정부나 금융기관의 도덕적 해이의 한 예가 될 것이다. 또한 정치

권이 구조개선작업을 위해 새로이 임명된 경영진을 좌지우지하게 되면 그 기업은 오히려 빠른 속도로 부실화될 것이다. 이런 상황에서 부실이 심화될 경우 해당 기업, 은행, 그리고 정부간의 책임 소재가 명확하지 않다. 이런 경우에는 제3자 매각이 빠르면 빠를수록 오히려 부실을 줄일 것이다.

한편 기업개선작업 대상으로 선정된 기업을 운영하는 데에도 여러 가지 어려움이 따르게 마련이며 이 또한 부실을 심화시키는 한 원인이 될 수 있다. 예를 들어 상대기업이 장기적으로 비즈니스를 하기를 꺼린다든지, 對고객 관계를 유지하는 데 어려움을 겪는다든지, 비즈니스 결정을 할 경우 채권단의 동의를 매번 받거나 한다든지 하는 것 등이다.

결국 기업개선작업의 성패는 그 대상 기업 선정에 있어서 얼마나 공정성을 기할 수 있으며 그 구조조정 과정에서 경영진의 도덕적 해이와 대리인 문제를 어떻게 풀며 은행, 정부, 그리고 정치권의 관여를 어떻게 배제하느냐에 달려 있다고 할 것이다. 기업구조개선작업이 제대로 이루어지지 못할 경우 결과적으로 부실 기업의 퇴출을 막게 되고 금융권의 부실을 더욱 심화시킬 것이다.

6.2. 5大系列 構造調整의 問題點

정부는 재벌 구조조정 정책의 일환으로 소위 빅딜이라는 대규모 사업 교환을 추진하였다. 이 정책은 과거 실패에 그쳤던 주력업종제도와 같은 맥락에서 채택된 정책으로 중요 산업 분야의 중복 과잉 투자를 줄이고 기업이 핵심 분야에서 경쟁력을 높이기 위해서 사업의 맞교환을 추진하였다고 한다.

5대 그룹은 정부의 주도 아래 8개 업종에 대한 사업구조조정 방안을 확정하고 이를 재무구조 개선 약정에 반영하였다. 석유화학, 항공기, 철도 차량 등은 각 그룹에서 분리하여 새로운 단일 법인을 신설하는 방향으로, 선박용 엔진과 발전 설비는 각 그룹에서 분리하여 한국중공업에 이관하는 방향으로, 정유와 반도체는 현대가 보유지분을 인수하는 방향으로, 그리고 자동차의 경우 삼성자동차와 대우전자를 맞교환하는 방향으로 사업구조조정이 추진되었다. 그런데 자동차와 전자의 경우 당사자의 이견으로 사업교환이 지연되는 상황에서 대우가 파산하면서 구조조정이 지연되었다.

대규모 사업 교환 과정에서 가장 큰 문제는 이러한 빅딜이 관련 당사자들의 자발적인 합의에 의해서 이루어진 것이 아니라는 점이다. 정부가 산업구조에 대해서 관련 기업들보다 잘 알 수 있다고 생각하는 발상 자체가 문제가 된다. 정부가 재벌들로 하여금 재무구조 개선 약정을 체결하게 한 이상 이를 통한 자발적인 구조조정이 이루어지도록 하는 것이 오히려 바람직하였다.

한편 맞교환 과정에서 중복 투자에 대한 정리가 없었다. 그렇다면 중복 과잉 시설을 폐

쇄하지 않은 채 사업 맞교환을 추진하여 어떻게 경쟁력을 높일 수 있는가 하는 문제가 대두한다. 시장 지배력 증대에 따른 가격 인상으로 경쟁력을 높인다 한다면 이것은 독과점 문제를 일으킬 뿐만 아니라 경제의 효율성을 높이는 것이 아니다.

빅딜 과정에서 정부는 재벌들로 하여금 상대방의 부실 기업을 인수할 것을 요구하였다. 삼성과 대우의 자동차와 전자의 맞교환 요구가 대표적인 예이다. 우량 기업과 부실 기업이 합병될 경우 우량기업이 될 수도 부실 기업이 될 수도 있다. 그런데 기업합병이 시장에서 해당기업에 의해서 자발적으로 이루어지지 않고 정부에 의해서 경제위기 극복 방안으로 강제될 경우 부실화의 가능성이 더욱 커질 것이다. 특히 두 부실 기업이 합쳐질 경우 문제는 더욱 심각할 것이다. 대우자동차와 삼성자동차가 합병된 경우를 가상해보자. 만약 성사가 되었다라면 지금과 같은 자동차산업의 구조조정 추진도 불가능하였을 것이다.

빅딜 논의로 인해 일부 재벌의 구조조정이 지연되면서 구조조정 비용이 증가하였다. 파산한 대우의 경우 빅딜 성사에 따른 정부의 지원책을 기대하면서 구조조정을 서두르지 않은 측면이 있다. 또한 정부도 빅딜 진행에 따라 대우문제를 신속히 처리하지 못하고 문제를 확대시킨 측면이 크다.

사업 맞교환에 의해서 새로운 단일 법인이 만들어지고 이 기업의 최고경영자로 비전문가인 정부관료 출신이 임명되어 정부의 영향권 아래에 놓인다면 과연 이 기업의 경쟁력이 향상될 수 있겠는가 하는 문제가 대두한다. 그렇다면 빅딜을 하는 의미가 무엇인지 되묻지 않을 수 없다.

6.3. 대우 그룹의 破産과 問題點

대우 그룹의 파산과 그 처리 과정에서의 문제점은 우리 재벌 구조의 문제점과 기업구조조정 과정에서의 문제점을 모두 보여주고 있다고 하여도 과언이 아니다.

대우의 기업개선작업 신청이 있기 전 1999년 6월말 현재 대우의 장부가 자산은 91조 9천억원 부채는 77조 8천억원으로 순자산 가치가 14조 천억원으로 평가되었었다. 그런데 대우의 구조개선작업 준비를 위해서 행한 1999년 11월의 중간 실사 결과에 의하면 자산 61조 2천억원, 부채 86조 8천억원으로 순자산가치가 마이너스 25조 6천억원에 이르고 있다. 다시 말하면 자본은 완전히 잠식되었고 채권자의 손실이 25조6천억원에 이른다 것이다. 실사 당시 대우 그룹 전체의 외화 차입금은 총 99억불로서 이 중 국내 은행 외화차입금을 제외한 순수 외화차입금은 69억불 수준이었다.

이 자료를 보면서 그 동안의 대우 계열에 관한 자료의 투명성에 문제가 있었다는 것을 알 수 있다. 물론 기업이 정상적으로 운영되는 상태에서의 內在資産價値(intrinsic value)

와 기업이 파산한 경우 清算價値(liquidation value or salvage value)간에는 커다란 차이가 있는 것이 사실이다. 그렇지만 장부가가격과 실사자료와의 차이가 40조원이나 된다는 것은 대우그룹 자료의 투명성에 커다란 문제가 있었다는 것을 입증하는 것으로 그 동안 실사 결과 대우가 분식 회계 등으로 손실은 줄이고 자산은 늘렸음이 밝혀졌다.

대우는 경제위기 이후 축소 경영에 나선 다른 그룹과는 달리 세계 경영을 내세우면서 투자확대를 멈추지 않았다. 이같이 확대 경영을 계속 추구한 일차적인 책임은 물론 대우에 있다. 경제위기 이후 달라진 금융 환경의 변화를 몰라도 너무나 몰랐다. 한편 정부의 빅딜도 잘못된 신호를 대우에 줄 수 있었다. 삼성과 대우간에 자동차와 전자간의 빅딜이 진행되면서 설마 정부가 대우를 파산하게 그대로 놓아둘 수 있겠는가 하고 생각할 수 있었을 것이다. 대우가 경제위기 이후 시장의 힘이 얼마나 무서운지를, 그리고 정부 정책의 한계가 있다는 점을 제대로 인식하지 못한 결과였다.

대우 그룹에 대한 구조조정의 지연은 부실 규모를 더욱 확대시켰다. 경제위기 후 1998년 들어 자금 부족 현상이 가속화되었는데 대우는 이를 회사채와 CP 등 금융차입을 통해 주로 조달하였다. 1997년말에 비해서 1998년말 은행 여신은 줄었지만 회사채와 CP 차입 규모가 각각 10조원과 8조원 증가하였다. 그런데 회사채와 CP에 의존한 대규모 자금조달은 높은 금융비용이라는 대가를 치르게 하였고 대우의 수익성을 또한 크게 악화시켰다. 신용의 악화로 대우는 더욱 높은 危險 加算金(premium)을 지불하였고 이는 다시 수익성을 악화시키는 악순환이 계속되었다. 1998년 하반기 들어 대우는 타그룹에 비해서 3-5% 높은 가산금리를 지불하게 되었다.

그렇다면 상황이 그렇게 악화될 때까지 어떻게 대우가 계속 차입을 할 수 있었는가? 그 첫째 이유는 정보의 비대칭성에서 찾을 수 있다. 대우에 대한 자료가 투명하게 공개되었다면 시장이 제대로 반응하면서 그 손실을 줄였을 것이다. 둘째는 투신과 은행 등 금융기관의 도덕적 해이다. 대우가 문제는 있다고 생각을 하면서도 대마 불사와 빅딜과 관련하여 정부의 지원책이 따를 것으로 막연히 믿은 것이다. 그 결과 위험에 대한 고려를 제대로 하지 않고 높은 금리에 현혹되어 계속 대출을 해주고 대우의 회사채와 CP를 매입하였다. 국내 부채의 경우 최대 채권자는 은행과 투자신탁회사(투자신탁 운영회사 포함)였다. 한편 정부도 대우에 대한 최종 입장이 정리되지 않은 상태에서 대우의 파산을 막기 위해 서 대우 채권의 매입을 금융기관에 권유하기도 하였다.

대우의 자본 잠식 규모가 26조원에 이른다는 것은 결국 채권단의 손실이 비슷한 규모로 증가하였다는 것을 의미한다. 그것은 대우 파산에 따른 채권단의 부실을 막기 위해서는 추가로 공적 자금 투입이 필요함을 의미한다. 기존에 조성된 공적 자금은 대우사태를 감

안하고 결정된 액수가 아니기 때문이다. 채권단 자체 해결이 가능한 부분을 제외하고 나머지 부분에 대해서는 정공법을 택해서 국민의 동의를 얻어서 빨리 공적자금을 투입하는 것이 바람직하였다.

특히 투자신탁회사들의 부실이 해결되지 않은 결과 자본시장의 중계 기능이 제대로 이루어지지 않고 자본시장이 경색되면서 기업의 채권과 주식 발행에 의한 자금조달이 어려워지고 기업부실이 심화되면서 구조조정 비용이 더욱 늘어나게 되었다.

한편 대우 그룹의 처리 지연도 그 자체 부실을 심화시키면서 금융부실을 가져 왔다. 기업개선작업으로 인해 채권단은 운전 자금을 계속 공급하였으나 구조조정의 성과는 없었다. 기업개선작업 과정에서 도덕적 해이로 인해 그 성과가 나타나지 않고 있다. 한편 대우 자동차의 기업가치는 새로운 투자가 제대로 이루어지지 않은 상태에서 청산가치에서 고철가치(scrap value)로 떨어지게 되었다.

한편 매각 협상 과정에서 정부와 채권단의 미숙함도 기업개선작업 상태에 있는 기업의 매각을 어렵게 만들고 그 손실을 확대시키고 있다. 대우자동차 처리의 경우를 보더라도 포드 자동차가 인수를 철회함에 따라 그 처리 문제가 원점으로 돌아가면서 매각이 지연되고 부실이 심화되고 있다. 인수 협상 대상자를 복수로 선정하지 않고 단일로 선정하여 협상력을 스스로 포기한 점, 일방적 협상 파기에 대비한 최소한의 위약금을 설정하지 않은 점, 포드가 포기한 후 불가능한 처리 일정을 발표하고 선인도 후정산도 가능하다고 발표한 점 등은 정부와 채권단의 부실기업 처리 능력을 의심하게 만든다.

그런데 대우 파산으로 인해 새로운 공적 자금을 투입한다는 것은 결국 산업부실을 금융기관이 떠맡고 금융부실을 정부 재정이 떠맡는다는 것을 의미한다. 대우 사태 해결을 위한 금융기관에의 공적 자금 투입은 결국 재정 부담 즉 국민 부담을 그만큼 늘리고 앞으로 구조 개혁을 위해 재정정책을 활용하는 데 그만큼 운신의 폭을 줄일 것이다.

7. 앞으로의 課題

산업구조의 개혁 목표는 우리 산업의 경쟁력을 높이고, 외부 충격이 우리 경제에 미치는 바람직하지 않은 충격을 최소화하고 외부투자자의 신뢰를 회복하는 것이다. 그리고 기존의 제조업과 새로운 정보통신산업이 합쳐져서 서로 상승 작용을 하여 시너지(synergy) 효과를 극대화하는 방향으로 산업구조가 재편되어야 할 것이다.

한국 기업구조 개혁의 성패 여부는 다음 문제들을 얼마나 제대로 해결하는가에 달려 있다. 첫째, 투명성 확보로 부실 규모를 얼마만큼 정확히 파악하고 있느냐 하는 것이다. 투

명성이 제대로 확보되지 못한 경우 계속 감춰졌던 부실이 나타날 것이다. 둘째, 기업개선작업이 얼마만큼 효율적으로 이루어지느냐 하는 것이다. 기업개선작업에 문제가 있을 경우 그 부실 규모가 확대되면서 오히려 기업청산보다 경제적 비용이 더 클 것이다. 마지막으로 재벌구조 개혁이 얼마만큼 소기의 성과를 거둘 수 있느냐 하는 것이다.

산업구조조정과 관련 가장 기본적인 이슈는 우리가 과연 부실 규모를 얼마나 정확하게 파악하고 있느냐 하는 문제다. 부실 규모를 정확히 알아야 기업도 정부도 올바른 대응을 할 수 있을 것이다. 물론 기업의 부실 규모는 경제상황에 따라서 크게 달라진다. 국내 경기 상황뿐만 아니라 대외 경제 여건에 따라 그 규모가 달라질 것이다. 그러나 기업 경영의 투명성 자체가 문제가 되어서 기업 자체도 부실 규모를 제대로 파악하지 못하거나 혹은 기업이 부실 규모를 왜곡한다거나 할 경우에는 산업구조조정 자체가 제대로 이루어지지 않을 것이다.

우리는 대우 도산시 실사 결과 나타난 부실 규모와 몇 달 전 대우 스스로가 보고한 부실 규모와는 엄청난 차이가 있었다는 사실을 알았다. 산업구조조정은 기업 경영의 투명성을 확보하는 데에서부터 시작하여야 할 것이다.

정부는 투명성 확보를 위해서 법과 제도의 정비뿐만 아니라 엄격한 집행을 하여야 한다. 또한 정부 자체가 기업의 투명성 유지와 배치될 수 있는 정책을 펴서는 안 될 것이다. 정부의 과도한 목표 추구하고 이에 꿰맞추기 위한 기업의 현실 왜곡 현상이 반복되어서는 결코 기업의 투명성을 달성할 수 없을 것이다. 기업의 투명성 바탕 위에서만 기업부실을 해결하고 기업의 구조조정을 달성할 수 있을 것이다.

투명성 확보를 위해서는 각 그룹과 회계 담당 기관은 부채-자본 비율 개선 효과가 결합 재무제표를 작성하여 얻어진 결과인지를 확실히 밝히고 그 결과에 대해서도 책임을 져야 할 것이다. 만약 그 개선 효과가 정부의 기준에 맞추기 위해서 편법을 동원한 결과라고 한다면 투명성 유지와 배치될 뿐만 아니라 그 결과를 믿고 정부가 정책을 쓸 경우 오히려 왜곡 현상이 더욱 심화될 수 있다.

자산의 가치가 부채보다 작을 경우, 그 기업이나 그룹을 청산해 버리는 것이 일반적으로 손실을 줄이는 길이다. 이 경우 주주가 모든 손실을 책임져서 주식의 가치는 0이 되어야 할 것이며 채권자는 자산이 부채보다 작으므로 채권의 일부분만 회수하게 될 것이다.

현재의 자산가치가 부채보다 작지만 경기가 회복되면 커질 가능성이 있다고 믿는다면 청산 대신 기업개선작업을 택할 수 있을 것이다. 혹은 지금 시장가격이 너무 낮아서 기업을 우선 돌아가게 한 뒤 파는 것이 바람직하다고 생각할 때 기업개선작업을 택할 수 있을 것이다. 또한 당장 기업이 청산될 경우 실업 문제가 심각해진다고 생각할 때 정부는 적당

한 구매자를 찾을 때까지 우선 기업개선작업을 택할 수도 있을 것이다.

그런데 이와 같은 기대로 기업개선작업을 택한 경우라도 문제는 경영진의 도덕적 해이와 대리인 문제, 그리고 정치권의 관여 등으로 기업개선작업 과정에서 부실이 오히려 심화되면서 일찍이 청산하는 것만 못한 결과를 가져올 수 있다. 대우 그룹의 경우도 서둘러 그룹 분리와 청산, 매각 절차를 밟지 않은 결과 대우와 관련 금융기관의 부실을 더욱더 심화시켰다.

지금 상황에서 희생 불능의 부실기업은 과감히 퇴출시키는 것이 바람직하다. 시장에서 이미 외면당한 부실대기업을 과감히 정리하고 이미 발생한 손실에 대한 분담과 책임을 명확히 해야 할 것이다. 지금과 같은 저금리와 낮은 임금 상승률에도 불구하고 살아 남기가 힘든 기업이라면 앞으로 어려워질 경제 상황에서는 그 부실 규모만 더욱 키울 것이다.

기업구조조정은 최대 한도로 해당 기업과 금융기관이 자율 협상을 통해 행하는 것이 바람직하다. 그렇지만 경제위기 상황인 점을 감안할 때 정부의 중재 역할은 필요할 것이다. 정부는 기업구조조정에 필요한 법과 제도를 정비하고 기업구조조정의 기본 추진 방향을 제시하며 구조조정의 장애요인 제거와 지원 방안 강구에 주력하는 것이 바람직하다.

재벌 구조가 갖는 문제점은 크게 둘로 나누어 생각해 볼 수 있다. 첫째, 범지구화 시대에는 재벌 제도가 외부 충격에 오히려 취약할 수 있고 외부 충격으로 재벌이 붕괴될 경우 그 충격을 우리 경제가 받아들이는 데 한계가 있다는 점이다. 둘째는 재벌 구조가 더 이상 기업의 국제 경쟁력을 높이는 데 기여하지 못하고 오히려 저하 요인으로 작용할 수 있다는 점이다.

범세계화된 시대에 외부 충격은 늘 예상되는 현상이다. 이러한 외부 충격에 직면해서 대우와 같은 문제가 발생한다면 우리 경제가 감당하기 어려울 것이다. 재벌 자체의 도산뿐만 아니라 대출시장, 채권·주식 시장 등 금융시장의 경색을 가져오고 그 결과 실물경제에 커다란 충격을 주어서 회복하는 데에도 상당 기간이 걸릴 수 있기 때문이다.

재벌의 지배대주주는 현재 5-10%의 주식을 가지고 피라미드 형태와 그룹내 기업간 상호출자를 통하여 절대적인 경영권을 행사하면서 그룹 전체를 지배하고 있다. 한국의 경우 부채-자본 비율이 높았던 점을 감안하면 자산의 극히 일부분을 소유하면서 그룹 전체가 무너지기 전까지는 책임을 지지 않고 경영권을 독점한 것이 현실이다.

이러한 전환은 몇 가지 중요한 문제를 야기한다. 외부의 견제 없이 소유 비율이 낮은 상황에서 절대적인 권한을 행사함으로써 인해 횡령과 터널링(tunneling)⁽³⁾을 심화하면서 기

(3) 터널링에 대한 논의는 Johnson, La Porta, Lopez-de-Silanes, and Shleifer (2000)을 보라.

업의 가치와 경쟁력을 크게 떨어뜨릴 수 있다는 것이다. 그리고 이러한 현상은 기업이 위험에 처할수록 더욱더 심화될 가능성이 있다. 전문경영인의 경우에는 대리인 문제가 있지만 주주에게 책임을 져야 하므로 지배대주주가 경영권을 행사하고 있는 경우와는 다르다.

다음으로 경영인으로서의 검증 없이 2세, 3세들이 지배대주주로서 경영권을 물려받은 경우이다. 최근 많은 증권 재벌들의 도산에는 이들 2세, 3세의 무능이 중요 요인이었다. 창업주의 경우에도 지금과 같은 빠른 시대 변화를 읽지 못한다면 마찬가지로 현상이 일어날 것이다.

그렇다면 재벌 문제는 어떻게 풀어야 할 것인가? 재벌 문제의 실마리를 푸는 것은 소액 주주의 권리를 법적·제도적으로 철저히 보장하고 핵심 부문의 설정·계열 분리를 단행하며 각 계열을 전문경영인 체제로 운영하는 것이다. 이 과정에서 지배대주주가 피라미드 형태와 상호출자를 통하여 그룹 전체를 좌지우지하는 고리는 끊어져야 할 것이다. 이러한 조치가 이루어지지 않을 경우 법적 보장만으로 소액주주의 권리가 실질적으로 보장되지는 않는다.

외부 충격을 흡수하거나 기업의 경쟁력을 향상시키는 데에도 지금은 핵심 부문 중심의 계열별 대응이 훨씬 효율적이다. 계열별 분리 과정에서 필요하다면 지주회사 형태를 허용하는 것도 한 방법일 것이다.

이와 더불어 계열별 대주주는 경영자에 대한 감시인 노력을 해야 한다. 소액주주에 대한 권리 또한 법적으로 철저히 보장되어야 할 것이다. 지배대주주의 감시 기능이 없고 소액주주에 대한 법적 보호가 미흡한 상태에서 전문경영인 체제는 기아 사태에서와 같은 지배구조 문제를 야기할 수 있다.

한편 대주주가 몇 명 있는 상황에서 전문경영인을 내세우며 정부가 실질적인 지배대주주의 역할을 하는 기업 지배구조의 문제점 또한 크다. 과거 몇몇 은행이나 투자신탁회사의 지배구조를 보면 서너 개 기업들이 대주주였지만 실질적인 대주주 역할은 정부가 하였다. 이들 은행이나 신탁회사의 부실을 살펴볼 때 이러한 지배구조의 병폐 또한 매우 크다 할 수 있을 것이다.

우리 경제가 성장 잠재력을 극대화하면서 성장을 계속할 수 있느냐 하는 문제는 경제위기를 극복하여 그 전 수준으로 얼마나 빨리 돌아갈 수 있느냐 하는 문제와는 전혀 다르다. 하나는 수준의 문제이고 또 다른 하나는 지속되는 성장률의 문제이다.

국제 유동성의 확보와 경기 회복을 위한 거시경제정책의 채택으로 구조적인 문제의 근본적인 해결 없이도 종전의 경제 수준으로 돌아가는 것은 가능하다. 그렇지만 경제가 다시 잠재 성장률만큼 성장할 수 있느냐의 여부는 우리가 얼마나 기업과 금융의 구조개혁을

달성하느냐에 달려 있다.

이러한 문제를 해결하는 데 실패할 경우 기업부실 금융부실은 다시 나타날 수 있다. 기업과 금융은 동전의 양면과 같아서 기업위기가 금융위기로 연결되곤 한다. 과거 경제위기를 극복했던 국가들이 다시 경제위기를 겪는 것은 이러한 문제를 근본적으로 해결하지 못했기 때문이다.

기업부실 해결과 더불어 우리의 산업구조를 새로운 경제환경에 맞게끔 발전시키는 것도 기업구조 개혁을 달성하는 중요한 열쇠가 될 것이다.

서울大學校 經濟學部 教授

151-742 서울특별시 관악구 신림동 산56-1

전화: (02)880-6389

팩시: (02)886-4231

E-mail: kimij@snu.ac.kr

參 考 文 獻

- 국가경영전략연구원(2000): “한국의 재벌정책: 문제의 본질과 향후과제,” NSI의 정책대안 Series 1.
- 서근우(1994): “부실채권의 효율적 처리수단으로서의 기업개선 작업과 향후 추진 방안,” 『부실채권의 효율적 처리 방안』, 한국금융학회.
- _____ (1999): “효율적인 부실채권 처리수단으로서의 기업개선작업과 향후 추진과제,” 한국금융학회 춘계심포지움, 4월.
- _____ (1999): “금융기관에 의한 기업구조조정, 신관치금융인가?” 경실련-한국경제학회 금융개혁 대토론회.
- 재정경제부·금융감독위원회·한국은행(1999): “대우 기업개선계획(워크아웃 플랜) 관련 금융시장안정 종합대책,” 경제정책조정회의의안건.
- 차백인(1999): “금융산업 구조조정 1년의 성과 및 평가,” 경실련-한국경제학회 금융개혁 대토론회.
- Berle, A., and G. Means(1932): *The Modern Corporation and Private Property*, New York, Macmillan.
- Cha, Baekin, Donghyun Ji, and Kunho Lee(1998): “Financial Market Management,” Korea

- Institute of Finance Mimeograph, November.
- Claessens, S., Simeon Djankov, Joseph Fan, and Larry Lang(1999): "Expropriation of Minority Shareholders in East Asia," World Bank Mimeograph.
- Graham, Edward M.(1999): *Reform of the Chaebol since the Korean Crisis*, Institute for International Economics, September.
- Hahn, Joon-Ho, and Frederic S. Mishkin(1999): "Causes of the Korean Financial Crisis: Lessons for Policy," KDI International Conference, November.
- Jensen, M.(1986): "Agency Cost of Free Cash Flow, Corporate Finance, and Takeovers," *American Economic Review*, May.
- Jensen, M., and W. Meckling(1976): "Theory of the Firm: Managerial Behavior, Agency Costs and Ownership Structure," *Journal of Financial Economics*, October.
- Johnson, S., Rafael La Porta, Florencio Lopez-de-Silanes, and Andrei Shleifer(2000): "Tunnelling," Harvard Mimeograph.
- Johnson, S., Peter Boone, and Alasdair Breach(2000): "Corporate Governance in the Asian Financial Crisis," *Journal of Financial Economics*, October.
- La Porta, R., Florencio Lopez-de-Silanes, and Andrei Shleifer(1999a): "Corporate Ownership around the World," *Journal of Finance*.
- _____ (1999b): "Government Ownership of Commercial Banks," Harvard Mimeograph.
- La Porta, R., Florencio Lopez-de-Silanes, Andrei Shleifer, and Robert Vishny(1997): "Legal Determinants of External Finance," *Journal of Finance*, July.
- _____ (1998): "Law and Finance," *Journal of Political Economy*, December.
- _____ (1999): "Investor Protection and Corporate Valuation," Harvard Mimeograph.
- _____ (2000): "Investor Protection and Corporate Governance," *Journal of Financial Economics*, October.
- Levine, R.(2000): "Bank-Based or Market-Based Financial Systems: Which is Better?," Unpublished, January.
- Ministry of Finance and Economy(Republic of Korea)(1999a): *Daewoo's Finalized Restructuring Plan*, August.
- _____ (1999b): *MOFE's Responses to Daewoo Liability*, August.
- _____ (1999c): *Progress in Korea's Corporate Reform: Q&As*, Office of Foreign Press Spokesperson, September.

- _____ (1999d): *Financial Market Stabilization Package Related to Daewoo Group Workout Plan*, Financial Supervisory Commission, November, 4.
- _____ (1999e): *The Government's Plan to Stabilize the Financial Market*, Financial Supervisory Commission, November, 4.
- _____ (2000): *Korea's Crisis Resolution & Its Policy Implications*.
- Myers, S.C.(2000): "Outside Equity," *Journal of Finance*, June.
- Rajan, R.G.(1992): "Insiders and Outsiders: The Choice between Relationship and Arms-Length Debt," *Journal of Finance*, September.
- Rajan, R.G., and Luigi Zinglas(1995): "What Do We Know about Capital Structure? Some Evidence from International Data," *Journal of Finance*, December.
- _____ (1998): "Financial Dependence on Growth," *American Economic Review*, June.
- Shleifer, A., and Robert Vishny(1986): "Large Shareholders and Corporate Control," *Journal of Political Economy*, June.
- _____ (1992): "Liquidation Values and Debt Capacity: A Market Equilibrium Approach," *Journal of Finance*, September.
- _____ (1997): "A Survey of Corporate Governance," *Journal of Finance*, June.