



삼일회계법인

# 성장과 혁신을 위한 K-기업지배구조의 미래

Creative Owner, Dutiful Manager and Strong Board

조용두 성균관대학교 경영학과 초빙교수  
(삼일회계법인 고문)

# Contents

들어가며	01
K-기업지배구조의 두 가지 모델	03
K-기업지배구조의 경로 의존성	07
소유구조와 지배구조에 대한 해외의 논의는?	10
오너경영체제의 단점을 줄이고 장점을 살리는 노력 필요	12
“제 3의 길”, 북유럽(Nordic) 기업의 지배구조 모델	14
현재 한국의 법체제下 “북유럽기업 式” 재단 도입은 불가능	19
K-기업지배구조의 미래: 結語	21
참고문헌	23
Contacts	24

# 들어가며

## 조용두

성균관대학교 경영학과  
초빙교수 (삼일회계법인 고문)<sup>1</sup>

한국 기업의 지배구조는 1998년 “IMF 외환위기”를 겪으면서 큰 변화를 맞이하게 된다. 당시 IMF 캄드쉬 총재는 한국에 자금을 공여하는 조건 중 하나로 한국 대기업집단의 지배구조 개혁을 요구하였다. 결국 상법 개정을 통해 일정 규모 이상의 대기업은 소위 OECD 모범규준을 준수하는 지배구조를 도입하도록 법제화되었으며, 이는 당시 지난 30여 년간의 성장 모델이었던 “재벌체제”에 중요한 변화를 야기하였다. OECD 지배구조 모범규준은 대체로 영미권의 지배구조 모범사례를 중심으로 만들어진 제도적인 틀이어서 영미권 기업 지배구조가 한국 지배구조의 근간이 되었다고 볼 수 있다.

이와 같이 한국 기업 지배구조의 근본적 변화가 시작된지도 25년이 흘렀다. 그간의 변화를 크게 나누어 보면, 소위 “재벌”로 통칭되었던 오너 기업들은 정책 당국으로부터 순환출자, 상호출자 해소 압력을 강하게 받았으며<sup>2</sup>, 2000년 초반부터 상당수 지주회사 체제로 전환한 이후에도 엄격한 규제 하에서 경영권 유지를 위한 ‘줄다리기’를 하고 있는 상황이다. 오너없는 기업들 (일부 민영화 기업)은 OECD 모범규준에 근접하는 이사회 제도를 도입하여 전문경영인 체제로 운영하고 있으나, 새로운 경영진 선임 등 과정에서 다소간 진통을 겪기도 하였다.



- 1 조용두 고문은 한국개발연구원 연구원, 영국 셰필드 대학교의 한국경제담당 조교수를 거쳐 포스코 그룹에서 경영전략, 기획, 재무 분야에서 24년간 근무하며 포스코 경영진단실장, 포스코건설 경영기획본부장, 포스코경영연구원 부원장을 역임하였다.
- 2 Kim and Kim (2008)은 새로운 지배구조 도입 이후 대기업집단의 변화 단면을 상징적으로 보여주고 있다. 1997년에서 2008년까지의 공정위원회 데이터를 이용하여 분석한 결과 총수 일가의 현금흐름에 대한 권리(이익이나 배당에 대한 청구권)는 22%인 반면, 의결권 또는 통제권은 69%로서 50% 차이가 존재하는 것을 보여주었다. 이러한 차이는 시간이 흐르면서 점진적으로 축소되고 있다고 판단된다.

[그림 1] K-기업지배구조의 주요 이벤트

1996	현대그룹 포함 일부 대기업의 사외이사제도 도입
1997 IMF	POSCO의 공기업 최초 사외이사제도 채택
1999	기업지배구조 모범규준 제정
2005	증권관련 집단소송법 시행
2010	은행 사외이사 모범규준 제정
2016	스튜어드십 코드 제정
	금융회사의 지배구조에 관한 법률 제정
2018	유가증권시장 공시규정 개정 (기업지배구조 공시 단계적 의무화)

24년 현재 자산 5조 이상의 대기업집단 88개중 42개가 지주회사를 설립할 정도로 상호, 순환 출자는 상당부분 해소되었고 이사회 운영 또한 모범 규준에 상당히 근접한 것으로 평가된다. 하지만, 한국 오너 기업들의 지배구조는 여전히 코리아 디스카운트의 원인으로 지목될 정도로 비판의 대상이 되고 있는 것도 사실이다.

최근 금융감독원과 거래소를 중심으로 코리아 디스카운트를 해결하고 주가를 올리려는 밸류업 프로그램을 진행하였으나, 소기의 성과를 달성하지 못하고 있다. 일본이 기업지배 구조 개선을 통해 주가 상승을 유도한 사례에서 벤치마크한 정책이라고 할 수 있으나, 한국 시장에서는 지배주주와 일반주주간의 이해관계 차이로 실질적인 밸류업 효과가 확연히 나타났다고 보기 어렵다는 평가가 있다. 이러한 상황으로 인해, 이사의 충실의무 대상을 현행 상법이 정하고 있는 “회사”를 넘어 “주주”까지 확대하는 방향으로 개정 논의가 활발히 진행되고 있다.

# K-기업지배구조의 두 가지 모델

## 전문경영인체제(민영화기업)와 오너경영체제(대기업집단)

IMF 외환위기 직후 김대중 정부에서는 주요 공기업의 민영화를 통해 유동성을 확보하고자 하였으며, 이러한 민영화 작업은 한국기업이 새로운 형태의 기업지배구조를 도입하는 시기와도 일치한다. 철강, 통신, 은행업에서 공기업이었던 포항제철, 한국통신, 국민은행은 IMF가 요구하는 OECD 모범규준을 그대로 적용하여 민영화 초기부터 지배구조의 외형은 매우 선진화된 형태를 유지하였고 매년 발표하는 지배구조 순위에서도 높은 순위를 차지하였다. 이들 기업은 개정된 상법에 맞추어 사외이사를 50% 이상으로 유지하는 것은 물론이고, 사외이사 선임 방식 또한 독립성을 높이기 위해 이사회 외부에 별도 추천자문단을 만들어서 이사회에 3배수를 추천하는 형태를 앞다투어 도입하였다. 또한 이들 3개 기업은 당시 한국기업으로서는 유일하게 CEO와 이사회 의장을 분리하면서 지배구조 선도기업으로서의 경쟁을 하게 된다.

이들 민영화 기업들은 영미권 기업들과 마찬가지로 소유가 매우 분산되어 있고 이사회에서 선임된 전문경영인이 경영을 맡았으며 이사회는 명실상부하게 회사의 최고 의사결정기구로 기능하게 된다. 영미권에는 기업의 역사가 길어 초기에 오너가 확실했던 회사들도 소유권이 희석되면서 소유와 경영이 분리되는 회사들이 많았다. 그러나 한국의 민영화 기업들은 철강, 통신, 은행업에서 대기업집단의 적대적 인수가 가능하지 않도록 초기에 소유 제한 규정을 두어서 강제적인 소유 분산이 이루어진 경우라고 할 수 있다.

또 하나의 모델은 “재벌”이라고 불리는 대기업집단으로, 지배주주가 확실한 형태로 출발하였고, 기업들 간의 상호출자, 순환출자 구조를 통해 지배주주의 통제권을 강화하는 특이한 형태로 발전하여 왔다. 60~80년대의 경제발전 초기에는 정부와 재벌이 밀접한 관계를 유지하며 국가에 필요한 사업을 은행의 집중 지원을 통해 발전시켜 왔다. 이로 인해 이사회는 존재하였으나 형식적인 역할에 머물렀다. 또한, 주식시장을 통한 자금조달 비중이 지금과 같이 높지 않았고, 그룹 내에서 이윤창출이 잘 되는 기업들이 초기 단계의 사업을 하거나 어려움을 겪는 계열사에 자금지원을 하는 등 소위 “그룹 내 자본시장”이 작동하기도 하였다.

이러한 대기업집단의 특이한 지배구조는 IMF 외환위기 이후 비판의 대상이 될 수밖에 없는 분위기였다. 이후 상법 개정으로 대규모 상장회사는 이사회 50% 이상을 사외이사로 구성하게 된다. 그 이후 지난 25년간, 대기업집단도 글로벌 스탠다드에 맞는 이사회를 갖추고 외형적으로는 영미의 선진기업들과 유사한 지배구조를 운영하고 있다. 앞서 지적한 바와 같이, 지배주주가 확실한 대기업집단의 지배구조는 상당수 그룹들이 지주회사 제도를 도입하면서 지분율에 비해 과도한 통제권을 가졌던 과거의 문제점들은 상당 부분 해소되기도 하였다.

요컨대 외환위기 이후 국내기업의 지배구조가 진화해 오면서 현재는 지배주주가 확실한 대기업집단의 오너경영체제와 소유가 철저히 분산된 민영화 기업 위주의 전문경영인 체제로 나누어 볼 수 있다. 전문경영인 체제에 비해 오너경영체제에서는 지배주주와 일반 주주들의 이해관계가 첨예하게 대립되면서 문제가 발생하였다. 90년대 중반이후 참여연대가 주도한 소액주주 운동은 지배주주에 의한 계열사 부당지원, 부당 내부거래 등이 일반주주의 이익을 침해하는 문제를 제기하면서 대기업집단의 지배구조는 새로운 도전에 직면하고 진화를 거듭해오고 있다.

표 1 에서 같이 2000년 초반부터 거래소내에 설치된 기업지배구조개선지원센터(현재 한국ESG기준원)는 매년 대기업집단의 랭킹을 발표한다. 이에 따르면, 전문경영인 체제를 가지고 있는 기업들의 지배구조가 지난 20년동안 상위권을 유지하고 있는 반면, 오너경영체제의 기업은 일부를 제외하고 대부분 순위권 밖으로 밀려난 모습을 볼 수 있다.

[표 1] 2004~2022년 기업 지배구조 등급 점수 Top 10

순위	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014
1	케이티앤지(7)	케이티앤지(7)	케이티앤지(7)	케이티앤지(7)	케이티앤지(7)	케이티앤지(6)	POSCO 홀딩스(6)	POSCO 홀딩스(5)	POSCO 홀딩스(5)	POSCO 홀딩스(5)	POSCO 홀딩스(5)
2	POSCO 홀딩스(6)	케이티(7)	케이티(7)	케이티(7)	케이티(7)	케이티(6)	케이티앤지(6)	케이티앤지(5)	케이티앤지(5)	케이티앤지(5)	케이티앤지(5)
3	케이티(6)	POSCO 홀딩스(6)	POSCO 홀딩스(6)	POSCO 홀딩스(6)	POSCO 홀딩스(6)	SK텔레콤(6)	케이티(6)	케이티(5)	케이티(5)	케이티(5)	케이티(5)
4	SK텔레콤(5)	SK텔레콤(5)	SK텔레콤(5)	SK텔레콤(6)	SK텔레콤(6)	SK이노베이션(6)	SK텔레콤(5)	SK텔레콤(5)	두산(5)	두산(5)	SK텔레콤(5)
5	S-Oil(5)	SK(5)	풀무원(5)	풀무원(5)	풀무원(5)	POSCO 홀딩스(5)	풀무원(5)	두산(5)	현대두산인프라코어(5)	S-Oil(4)	S-Oil(5)
6	삼성전기(5)	삼성전기(5)	SK(5)	SK(5)	SK(5)	풀무원(5)	SK(5)	SK이노베이션(5)	SK하이닉스(5)	풀무원(4)	대교(5)
7	GS건설(5)	삼성전자(5)	포스코인터내셔널(5)	대교(5)	두산(5)	SK(5)	두산(5)	현대두산인프라코어(5)	S-Oil(4)	현대두산인프라코어(4)	카카오(5)
8	삼성전자(5)	삼성물산(5)	삼성전자(5)	GS건설(5)	현대두산인프라코어(5)	두산(5)	SK이노베이션(5)	SK하이닉스(5)	풀무원(4)	대교(4)	풀무원(4)
9	SK(4)	대우조선해양(5)	삼성물산(5)	포스코인터내셔널(5)	대교(5)	현대두산인프라코어(5)	현대두산인프라코어(5)	두산건설(5)	SK이노베이션(4)	삼성전기(4)	두산(4)
10	현대두산인프라코어(4)	S-Oil(4)	대우조선해양(5)	삼성전자(5)	GS건설(5)	대교(5)	대교(5)	S-Oil(4)	삼성전기(4)	GS건설(4)	현대두산인프라코어(4)

순위	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022
1	케이티앤지(5)	POSCO 홀딩스(5)	S-Oil(5)	POSCO 홀딩스(5)	POSCO 홀딩스(5)	POSCO 홀딩스(5)	POSCO 홀딩스(5)	POSCO 홀딩스(5)
2	케이티(5)	케이티앤지(5)	풀무원(5)	케이티앤지(5)	케이티앤지(5)	케이티(5)	케이티(5)	S-Oil(5)
3	POSCO 홀딩스(4)	케이티(5)	SK(5)	SK텔레콤(5)	SK텔레콤(5)	SK텔레콤(5)	S-Oil(5)	SK(5)
4	SK텔레콤(4)	S-Oil(5)	POSCO 홀딩스(4)	S-Oil(5)	S-Oil(5)	S-Oil(5)	풀무원(5)	SK이노베이션 (5)
5	S-Oil(4)	SK이노베이션 (5)	케이티앤지(4)	풀무원(5)	풀무원(5)	풀무원(5)	SK(5)	지역난방 공사(5)
6	SK(4)	삼성전기(5)	케이티(4)	SK(5)	SK 네트웍스(5)	SK(5)	SK이노베이션 (5)	케이티앤지(4)
7	두산(4)	삼성물산(5)	SK텔레콤(4)	케이티(4)	포스코인터네 셔널(5)	SK 네트웍스(5)	포스코인터네 셔널(5)	케이티(4)
8	현대두산인프 라코어(4)	SK텔레콤(4)	두산(4)	두산(4)	SK(4)	포스코인터네 셔널(5)	NAVER(5)	SK텔레콤(4)
9	대교(4)	풀무원(4)	SK이노베이션 (4)	SK이노베이션 (4)	두산(4)	NAVER(5)	케이티앤지(4)	풀무원(4)
10	삼성전기(4)	SK(4)	대교(4)	현대두산인프 라코어(4)	SK이노베이션 (4)	케이티앤지(4)	SK텔레콤(4)	삼성전기(4)

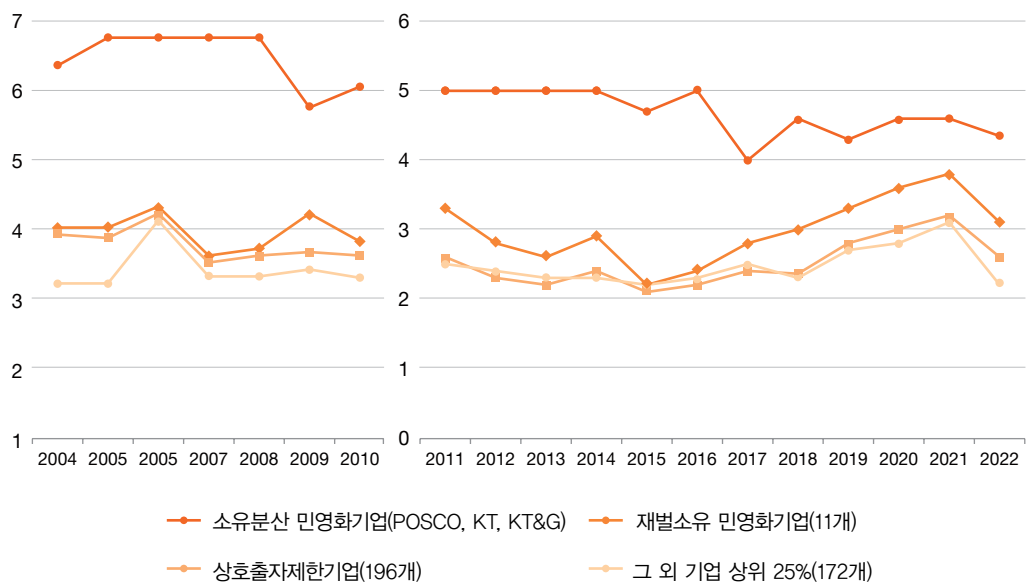
- 한국ESG기준원(舊 한국기업지배구조원) 非금융기업 지배구조 등급 기준
- 전문경영인 체제를 가진 소유분산 민영화기업 3사를 색상으로 구분
- 기업명은 비교의 편의를 위해서 2022년 기준으로 통일(괄호 안은 지배구조 등급 점수). 동점인 경우에는 2004~2022년 기간 동안 Top 10에 포함된 횟수에 따라서 순위를 부여함
- 2011년 등급체계 변경, 2015년 심화평가 도입, 2017년 정성평가 도입, 2022년 모범규준 개정

출처: 조용두, 문형구, 김도현 (2024)

그러나 영미식 기업지배구조 모범기준에 근거한 평가에서 우수한 평가를 받고 있는 “전문경영인체제”가 “오너경영체제”에 비해 우수한 지배구조라고 단정할 수는 없다고 생각된다. 글로벌 스탠다드에 부합하는 우수한 지배구조이기는 하지만, 오너경영체제에 비해 경영성과 면에서도 우수하다고 평가하기에는 무리가 있다고 할 것이기 때문이다.<sup>3</sup>

지배구조를 바라보는 관점에 따라, 전문경영인 체제를 한국기업의 미래적인 모습으로 보기도 하지만, 또 다른 관점에서는 지배주주 없는 기업에서 전문경영인 CEO의 대리인 비용이 높아지는 부정적인 측면이 부각되기도 한다. 후자의 경우, 특히 CEO 교체기에 이사회는 상당한 어려움을 겪기도 한다.<sup>4</sup>

[그림 2] 2004~2022년 기업유형별 지배구조 등급 점수 평균



- 한국ESG기준원(舊 한국기업지배구조원) 비금융기업 지배구조 등급 기준
- 2011년 등급체계 변경, 2015년 심화평가 도입, 2017년 정성평가 도입, 2022년 모범기준 개정

이상의 그림에서 보면 민영화 기업들의 지배구조 개선 노력은 적어도 재벌 소유의 민영화 기업이나 일반 대기업집단의 지배구조에도 긍정적인 효과를 주었다는 것을 알 수 있다. 소유분산 민영화 기업의 지배구조의 평가는 지속적인 선두권을 유지하고 있는 반면, 초반에는 이들 기업과 큰 격차를 보여주던 재벌소유 민영화 기업이나 일반 상호출자제한 기업은 2015년 이후 뚜렷한 상승세를 보여주고 있기 때문이다. 이는 물론 상법, 외부감사법 등 지배구조 관련 법규의 개정이 이루어 지면서 두가지 지배구조 모델간의 랭킹 차이가 서서히 줄어든 것으로 판단된다.

3 김은정 (2025)은 최재원 교수가 2000~2022년 유가증권 시장 데이터를 이용하여 기업지배구조, 주주 환원 성향과 PBR이 통계적인 관련성이 없거나 음(-)의 상관관계를 갖는다고 분석한 결과를 언급했다.

4 조용두, 문형구, 김도현 (2024)은 1998년 포항제철 민영화 이후부터 현재까지를 세개의 시기로 구분하여 각 시기 별로 내외부의 도전에 따라 포스코그룹의 지배구조가 어떻게 진화하여 왔으며 가치창출에 기여했는지 분석하고 있다.



# K-기업지배구조의 경로 의존성

세상 모든 것이 경로 의존성을 가지며, 미래 한국기업의 지배구조도 마찬가지이다. 따라서 그 경로 의존성에 영향을 미치는 요인들을 양적, 질적으로 평가할 필요가 있다.

첫 번째 요인은 한국기업 특유의 소유구조라고 할 수 있다. 한국의 경제발전 과정에서 정부와 함께 가장 중요한 역할 한 것은 기업이었다. 초기에 기업의 창업자와 정치권이 밀착하여 국가적인 프로젝트를 진행하며 ‘재벌’이라고 불리는 대기업집단으로 성장하였다. 많은 재벌기업들이 생기고 사라지기도 하였지만, 현재 10대 그룹에 속하는 삼성, 현대자동차, SK, LG, 롯데, 한화 등은 가족기업으로 시작하여 글로벌 기업으로 성장해 사업을 성공적으로 영위하고 있다. 성장 과정에서 지배주주의 과도한 영향력 행사, 불공정거래 등이 이슈로 제기되기도 했지만, 현재 한국경제에서 차지하는 비중을 생각할 때 오너경영체제의 긍정적인 면을 절대 무시할 수 없는 것이다.

둘째, 지배주주와 일반주주 간의 이해 상충 문제이다. 지배주주의 이익을 위해 일반주주의 이익이 희생되는 여러 사례가 문제시되면서 한국기업의 지배구조가 풀어야 할 중요한 과제가 되었다. 정책당국은 이러한 이해상충 문제를 해결하고자 지속적으로 노력을 기울이고 있다. 앞서 언급한 지주회사 제도 도입도 그 일환이다. 최근에는 주주행동주의가 활발해지면서 일반주주의 권익 보호 중요성이 더욱 부각되고 있으며, 이사의 주주 충실의무를 조정하는 상법 개정도 논의 중이어서 앞으로 지배주주와 일반주주 간의 이해 상충 문제는 상당 부분 완화될 것으로 예상된다.

세 번째 요인은 전문경영인이 충분하지 않다는 사실이다. 전문경영인 시장이 두텁지 않아 빠른 시간 내에 영미권 수준에 부합하는 체제로 변화하기는 어려울 것으로 보인다. 미국 마이크로소프트의 경우 빌 게이츠가 경영에서 퇴진한 이후 사티아 나델라라는 전문경영인에 의해 원활히 경영이 이루어지고 있으며, 애플도 스티브 잡스 사후 바로 CEO에 임명된 팀 쿡에 의해 지속적이고 독보적인 가치를 창출하고 있다. 한국의 대기업집단은 대체로 2~3세 경영자를 중심으로 내부에서 전문경영인을 양성하거나 외부에서 영입하기도 하지만, 아직 글로벌 수준의 전문경영인이 양성되기에는 현실적인 한계가 존재하는 것이 사실이다. 또한, 대기업집단의 내부에서 양성된 전문경영인이 해당 그룹 바깥에서도 역량을 발휘할 수 있도록 전문경영자 시장이 활성화되어 있지 않다. 이러한 전문경영인 시장의 미성숙은 비즈니스 경력을 충분히 가지고 있는 전문경영인의 사외이사 선임을 어렵게 하는 요인 중 하나로 볼 수 있다.

최근 은퇴를 결정한 워렌 버핏은 1994년 주주서한에서 기업지배구조의 핵심인 이사회는 소유구조에 따라 다른 성격을 띠 수밖에 없다고 분석하고 있다. 구체적으로 (1) 소유구조가 자신의 기업인 버크셔 해서웨이와 같이 지배주주가 있으며 경영까지 하는 경우, (2) 지배주주가 이사회에 존재하나 경영은 전문경영인이 하는 경우, (3) 소유가 분산되어 있고 전문경영인이 경영을 하는 경우, 이 3가지로 분류한다. (1)의 경우는 이사회가 지배주주의 의견을 존중할 수밖에 없으므로 지배주주의 역량이 매우 중요하며, 이사회도 지배주주의 의견에 따라 상당히 좌우될 수가 있다고 본다. (2)의 경우 지배주주인 이사의 추천으로 양질의 이사회를 구성할 수 있으며, 이사들은 지배주주만 설득하면 변화를 일으킬 수 있기 때문에 경영자를 설득한 필요 없이 지배주주 이사 한 사람에게만 바른 조언을 하면 된다. 워렌 버핏에 따르면 가장 어려운 경우가 (3)의 경우인데 전문경영인이 잘못 하더라도 이사회가 과감히 해임하는 것이 현실적으로 어렵기 때문에 부실한 경영이 지속될 위험이 있다고 보았다.

이상 워렌 버핏이 소유구조에 따라 3가지로 지배구조를 분류하였는데, 한국 기업지배구조에 주는 시사점이 매우 크다고 생각된다. 워렌 버핏은 지배주주와 오너경영의 중요성을 강조하고 있으며, 소유구조의 형태에 따라 이사회와 활동도 달라질 수밖에 없다는 경험을 전달하고 있다. 버크셔 해서웨이에서와 같이 오너와 지배주주의 역량과 성실성이 담보되어 있다는 전제로 이사회와 외형적인 모습이 꼭 중요하지 않다고 얘기하고 있지만, 2000년초 대기업들의 금융/회계 사고 이후 모범규준 자체가 표준화되고 강화된 현실은 무시할 수 없을 것이다. 이러한 맥락에서 버핏의 주주서한은 한국 기업의 지배구조를 평가할 때 각 기업의 소유구조 유형에 따라 세심하게 접근해야 한다는 중요한 시사점을 제공하고 있다.

이상에서 살펴본 것을 종합하면, 미래 한국기업의 지배구조가 보일 경로는 현재와 같은 추세가 지속되는 경우 영미권 기업들의 지배구조와 장기적으로 유사한 특징을 보이게 될 것으로 예상된다. 즉, 현재 지배주주가 확실한 대기업집단도 소유가 점차 더 분산되며 소유와 경영이 분리되는 형태를 보일 가능성이 높을 것이다. 하지만 이러한 변화의 과정에서 지배주주와 오너가 어떠한 역량과 성과를 보이며, 지배주주와 일반주주간의 원만한 관계가 새롭게 정립되는냐 여부 등에 따라 이상 변화의 속도나 방향성이 영향을 받을 것으로 판단된다.

[그림 3] 소유구조에 따른 워렌 버핏의 3가지 기업지배구조 분류

특징		예시
01 지배주주가 경영도 하는 경우	<ul style="list-style-type: none"> <li>주로 창업자 및 그 가족이 지배주주인 경우나 차등의결권이 존재하는 경우</li> <li>지배주주가 CEO로서 경영에 참여</li> <li>이사회가 주주와 경영진 사이에서 대리인 역할을 못하고 경영자에게 종속되는 경우가 많음</li> </ul>	버크셔 해서웨이 (Berkshire Hathaway)
02 이사회에 지배주주가 있는 경우	<ul style="list-style-type: none"> <li>지배주주가 이사로만 참여하는 경우로서 세가지 유형중 일류경영자 확보에 가장 효과적임</li> <li>이사들은 지배주주를 통하여 경영자에 영향</li> <li>지배주주가 없는 경우에 비해 이사회가 경영자의 실수를 바로 잡기가 용이함</li> </ul>	허쉬푸드 (Hershey Foods), 다우존스 (Dow Jones), BMW 등
03 지배주주가 없는 경우	<ul style="list-style-type: none"> <li>지배주주가 없는 이사회 속성상 문제가 있는 경영자를 교체하기가 곤란함</li> <li>이사회가 명성 위주나 다양성으로 이사를 선임하는 경우가 많음</li> <li>주기적으로 경영자를 배제하고 사외이사만의 CEO 실적에 대한 의견교환을 하는 회의 필요</li> </ul>	제너럴 일렉트릭 (General Electrics) 등

출처: 버핏, 워렌 (2022)

# 소유구조와 지배구조에 대한 해외의 논의는?

그렇다면 과연 한국 기업 지배구조의 미래 지향점이 소유가 매우 분산된 형태의 전문경영인 체제가 중심이 되는 영미식 지배구조와 비슷한 형태일까? 한편으로 생각하면 한국 기업의 지배구조가 영미기업들과 같이 선진화된다고 볼 수도 있겠으나, 오랜 역사를 지닌 영미식 지배구조의 장점과 단점을 모두 경험한 지배구조 전문가들은 다른 의견을 제시하기도 한다.

앞에서 살펴보았듯이 전설적인 투자자이자 경영자인 워렌 버핏도 지배주주가 직접 양질의 경영을 하는 것을 가장 바람직한 지배구조로 보며, 소유가 분산되는 경우 이사회에서 CEO의 성과를 제대로 평가하기가 어려워진다고 설파하고 있다.

또한 다수의 전문가들은 영미식 지배구조에서 지배주주의 존재가 약해지면서 기업의 경영자들은 배당을 늘이거나 자사주 소각을 통해 주가를 올리려는 경향성이 강해지며 기업의 본질적인 가치 창출을 위한 R&D 확대나 장기적인 투자에는 소홀히 하게 될 수 있다고 보고 있다. 최근 파이낸셜 타임즈에서는 보잉(Boeing)이나 GE 같은 미국의 전통적 제조기업의 CEO들이 분산된 소유구조로 인하여 장기 성장보다는 당장의 경영성과에 신경 쓰는 단기주의(Short-termism)에 빠지게 되는 경우가 많다는 내용의 분석 기사를 게재하기도 하였다.<sup>5</sup>

회사가 주주에게 배당금과 자사주소각으로 현금을 나누어 주는 “Downsize and Distribute” 전략 보다는 과거 2차대전 후 20년 동안 꾸준히 유지하여 온 “Retain and Reinvest” 전략으로 가야 한다고 주장하는 의견도 있다.<sup>6</sup>

하버드대학교 법대교수인 Mark Roe는 1994년 “Strong Managers, Weak Owner: The political roots of American corporate finance”라는 저서에서 미국의 정치적, 법적 환경으로 인해 기관투자자들의 지배주주 회피 현상이 생기고 이에 따라 주식 소유권이 분산됨에 따라 전문경영인이 강해지고 오너들은 약해지는 현상이 발생했으며, 이로 인해 미국의 산업이 악화되는 결과가 초래되었다고 주장한다.

5 Hill, Andrew (2025) 참조

6 Lazonick, William (2023)은 화이자(Pfizer)가 2000년대 초반 배당 증가와 자사주 매입 위주의 전략에서 전환하여 새로운 CEO Albert Bourla가 R&D 투자를 통한 가치 창출에 매진한 결과 Covid-19 백신 분야에서 큰 성과를 거둘 수 있었다고 진단했다.

한국의 기업들은 경제개발의 주역으로서 미국과는 달리 Strong Owner, Weak Manager의 지배구조로 요약할 수 있다. 오너 경영을 통해 불확실성에 맞서 장기투자를 함으로써 기업의 가치 창출을 도모했다는 점이 큰 특징이라고 할 수 있다. 물론 오너의 전횡, 소액주주의 피해 사례들이 빈발한 문제가 있지만, 이는 지난 20년간 타이트한 규제를 통해 상당부분 개선되고 있으며, 현재 논의되고 있는 주주 충실의무 도입과 자본시장법상 일반주주 보호 조치는 지배주주에 의한 부정적 측면을 줄여갈 수 있을 것으로 판단된다.

Goshen and Hamdani (2016)는 지배주주에 대한 연구에서 지배주주를 지속적으로 유지하는 이유에 대해 새로운 학설을 제시하고 있다. 기존에는 분산투자를 통한 리스크 감소 기회를 포기하는 등 많은 비용이 수반됨에도 불구하고 지배주주를 유지하는 것은 소액주주들로부터의 사익 추구 등과 연관되어 있다는 것이 통설이었다. 그러나 Goshen and Hamdani는 지배를 통한 기업가 특유의 비전(idiosyncratic Vision)을 달성하는 것을 지배주주가 되는 주요한 이유로 보아야 한다고 주장한다.<sup>7</sup>

前 옥스포스대학교 경영대학원 학장인 콜린 메이어(Colin Mayer) 교수는 현대 지배구조의 본산지인 영국은 캐드버리 보고서(Cadbury Report) 이후 철저히 소유가 분산되고 이사회와 전문경영인이 경영을 담당하는 등 지배구조를 선도해 왔는데 그 결과 많았던 훌륭한 오너 기업들이 거의 사라지고 지배주주가 없는 파편화된 주식 소유권이 주류가 되어 결과적으로 주식시장에 상장된 기업의 수, 전체적인 거래량도 줄어드는 결과를 맞았다고 진단하고 있다.<sup>8</sup> 한편, 메이어 교수는 미국도 비슷한 양상을 보이기는 하지만, 1주식 1의결권의 원칙이 철저히 지켜지는 영국과 달리 일정 조건을 충족하면 차등의결권을 인정하는 경우가 있어 미국은 영국에 비해 상황이 나은 편이라고 분석하고 있다. 이와 같은 영미식 지배구조의 문제점에 대한 인식을 가지고 본다면, 한국의 대기업집단에서 대주주가 경영을 주도하는 것은 오히려 지배구조 측면에서 장점으로 작용할 수 있으므로 이에 대한 고려가 반드시 필요하다고 판단된다.

7 Goshen and Hamdani (2016)은 Henry Ford가 1903년 포드 모터 컴퍼니(Ford Motor Company)를 설립하기 전 투자자들과 두번이나 회사를 설립하고 자동차를 설계하였으나, 투자자들의 성급한 출시 요구로 투자자들과 헤어지는 경험을 한 사례를 소개함. (Detroit Auto Company, Cadillac Auto Company) Henry Ford는 본인이 지배주주가 된 회사에서 자신이 만족할 때까지 설계와 생산에 완벽을 기하여 1908년 마침내 Model T를 출시하게 되었는데, 저자들은 이 사례를 통해 지배주주가 되려는 이유가 기업가의 본인의 비전을 제대로 성취하기 위한 것이라고 설명한다.

8 Mayer, Colin (2018), Mayer, Colin (2024) 참조

# 오너경영체제의 단점을 줄이고 장점을 살리는 노력 필요

앞서 언급한 한국 기업들의 특성과 경로 의존성, 영미권 지배구조에서의 소유분산 문제점 등을 종합해 볼 때 한국기업의 지배구조는 어떠한 변화 양상을 보여야 할 것인가? 또한 어떤 정책적 노력이나 제도 변화를 통해 좀 더 바람직한 형태의 지배구조로 나아갈 수 있을 것인가?

현재 관찰되는 가장 중요한 변화는 이사의 주주 충실의무 도입을 위한 상법 개정 논의이다. 상법이 개정되면, 지배주주와 일반주주간의 이해 충돌을 방지하고 이사회가 회사 뿐 아니라 전체 주주의 이익에 충실한 의사결정을 하려는 노력이 강화되어 소위 코리아 디스카운트가 다소 해소되는 방향으로 움직일 것으로 예상된다. 또한, 최근 폭발적 성장세를 보이고 있는 행동주의 펀드들도 이사회에 참여하여 대주주를 견제하는 강력한 역할을 할 것으로 보이기 때문에 이사들이 일반주주의 권익이 침해되지 않는 방향으로 의사결정을 하는 분위기가 형성될 가능성이 매우 높다고 예상된다.

또한 많은 시장 참여자들은 한국의 대기업 집단이 앞으로도 과감한 투자를 통해 글로벌 기업들과 경쟁하여 국익에 도움을 줄 수 있다는데 동의할 것으로 생각된다. 지난 50~60년간의 경제 발전 과정에서 나타난 많은 문제점에도 불구하고 한국 대기업 집단들이 세계시장에서 구축한 브랜드와 경쟁력에 대한 신뢰가 형성되었을 것으로 판단하기 때문이다. 그래서 향후 한국기업의 지배구조를 생각할 때 대기업 집단이 보여주는 압도적 경쟁력은 유지하면서 지속적인 지배구조 선진화 즉 이사회 독립성과 효율성을 높이는 방향으로 제도개선이 이루어지는 것이 바람직하다고 판단된다.

모두에서 언급하였듯이 지난 25년간의 영미식 지배구조를 경험하면서 한국기업은 대기업집단에서의 오너경영체제와 민영화 기업들의 전문경영인 체제로 대표되는 두 개의 모델이 존재하고 있고, 대기업집단의 지배구조는 전문경영인체제와 유사한 형태로 지속적 제도 개선이 이루어지고 있다고 판단된다. 대기업집단의 이사회는 경우 독립적인 이사 선임이 이루어지지 않고 이사들이 거수기 역할 밖에 못한다는 비판이 있었지만, 변화의 필요성에 대한 각 그룹의 성찰과 사회적 여론의 영향으로 개선의 조짐이 감지되고 있다. 또한 앞서 논의했듯이 워렌 버핏이 우리에게 제시한 것처럼 지배주주가 확실하고 경영까지 맡고 있는 경우, 이사회에서 지배주주 영향이 클 수밖에 없으며 소유가 완전히 분산된 경우의 이사회와는 다른 각도로 볼 필요가 있다고 생각된다.

따라서, 한국 기업의 지배구조를 논의하면서 오너경영과 지배주주의 역할에 대해 깊이 고찰해 보는 것이 미래 방향을 예측하는 데 매우 중요하다고 생각된다. 대기업집단 10위 안에 드는 기업들은 대부분 3세 경영을 하고 있고 향후 10~20년 내에 4세 경영으로 진입할 가능성이 높다. 시간이 갈수록 상속에 의해 총수 및 일가의 지분율은 낮아질 수밖에 없어서 점진적으로 소유가 분산되는 형태로 갈 것이다. 그룹 창립자의 기업가 정신은 후대로 내려갈수록 쇠퇴할 수밖에 없고 상속 과정에서도 수많은 법적인 논쟁과 손상이 발생할 가능성이 높다고 볼 수 있다. 오너경영의 단점을 줄여 가면서 장점을 유지하려는 지혜와 노력이 절실한 때라고 생각된다.

표 2와 같이 소유구조에 따라 각국별로 지배구조의 형태가 각양각색임을 알 수 있다. Larcker and Tayan (2008)는 세계적으로 다양한 형태의 지배구조가 왜 생겨났으며 영미권과 같은 지배구조 형태로 수렴하지 않고 고유의 형태를 유지하는 원인에 대해 분석하고 있다. 표에서 한국기업은 지배주주가 직접 경영까지 하는 H 그룹으로 분류되고 있으나 패밀리의 지배하에 있으면서 전문경영인들이 역할을 하는 C와 G 그룹 군에 속하는 기업도 늘고 있다고 할 수 있다.

[표 2] 소유구조에 따른 다양한 글로벌 지배구조 형태

소유구조	경영참여	기업집단 소속 여부	
		단일기업	기업집단
분산소유		A(미국)	E
지배주주	기타	B	F
	가문	C	G
	지배주주경영	D	H (한국, 재벌)

- A형: 전문경영인에 의해 운영되는 분산소유형 단일기업(Stand-alone)으로 GE 등 미국 기업의 대부분은 이 유형에 속함
- H형: 지배주주가 지분을 보유하면서 직접 경영에 참여하는 기업집단 소속의 기업으로 현대자동차 등 한국기업의 상당수에 해당 (타국의 경우 이탈리아의 Fiat 등)
- B형은 국유화했을 당시의 GM, C형은 지배주주인 Quandt 가문이 전문경영인을 선출하는 이사회 구성원으로만 참여하는 BMW, D형은 빌 게이츠가 일선에서 물러나기 전 MS
- E형 혹은 F형은 일본의 소위 계열(Keiretsu)이라는 느슨한 형태의 기업간 연합, 이는 미 군정에서 개인 지배주주들의 지분을 강제로 정리하도록 한데 기인, G형은 인도의 대표적인 기업집단인 타타 그룹 내 전문경영인이 CEO를 맡는 Tata Motors

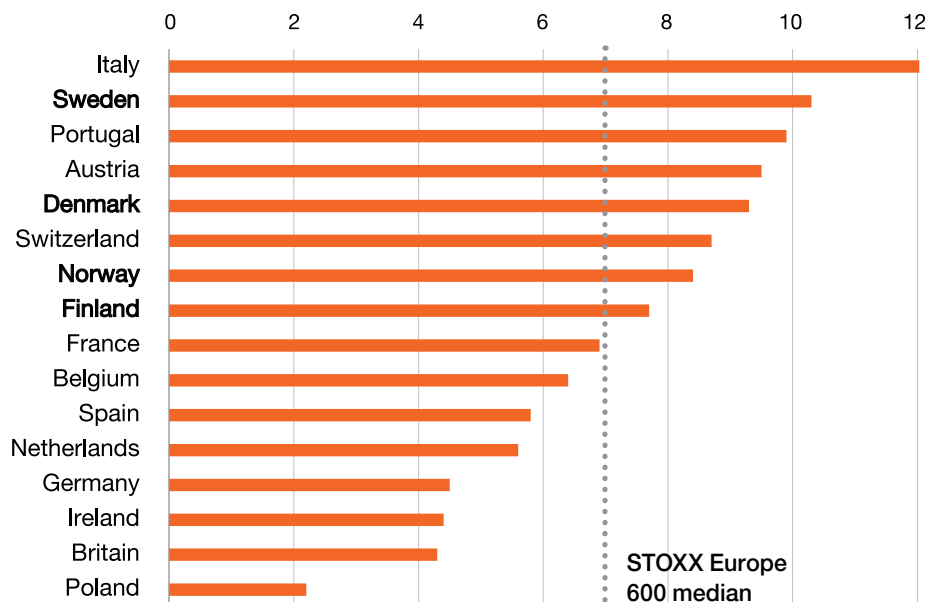
# “제 3의 길”, 북유럽(Nordic) 기업의 지배구조 모델

최근 영국 이코노미스트(Economist)는 “Why Nordic companies are so successful”라는 제목의 컬럼에서 유럽기업들 중에서도 북구 즉, 스웨덴, 덴마크, 노르웨이, 핀란드의 회사들이 타 국가들에 비해 높은 수익률을 보이고 있으며, 그러한 원인이 무엇인지에 대해 분석하고 있다. 스웨덴의 주식시장 시총의 30%를 차지하는 발렌베리(Wallenberg) 그룹, 덴마크의 세계적인 운송회사 머스크(Maersk) 그룹, 레고(Lego) 그룹, 최근 비만주사제 개발로 인해 시총이 급격히 증가한 노보 노디스크(Novo Nordisk) 그룹은 공통점이 있다. 대부분 가족경영으로 시작하여 100년 이상의 역사를 가지고 있으며, 창업정신과 기업의 목적에 부합하는 경영을 하도록 지배구조의 최상단에 있는 기업 재단(Industrial Foundation)이 지배주주로서 역할을 하고 있다.

[그림 4] 유럽국가별 주가 수익률 비교

## Scandi style

STOXX Europe 600\*, median annual returns by country of headquarters,  
Dec 2014-Dec 2024, %



\*Excluding financial firms

출처: Economist (2024)



재단 제도를 활용하여, 창업자 가족은 어느 시점에 보유 주식을 재단에 이전하며, 그 반대급부로 국가는 상속세를 대부분 감면해주고 차등의결권을 인정해준다. 이를 통해 대기업집단이 외부의 적대적 M&A로부터 보호될 수 있도록 하여 장기적인 목표를 가지고 사업을 영위할 수 있게 하는 북유럽의 독특한 기업 제도이다.<sup>9</sup>

일단 이와 같이 재단을 설립한 후에는 창업자 가족들은 재단의 이사로서 재단이 소유하고 있는 지주회사나 계열사의 이사회에 관여하여 창업이념과 재단이 지향하는 가치를 공유하고 주식이 아닌 급여를 받는 것이 일반적이다. 이렇게 재단이 만들어지면, 상속인이 경영에 관심이 없거나 자질이 부족한 경우에도 매각을 통해 기업이 개인 현금화되는 것이 아니라 기업이 사회적 자산으로 계속 남아있도록 하는 효과가 있다고 볼 수 있다.

**[표 3] 북유럽 (Nordic) 기업의 기업재단 개요**

<b>기업 재단</b>	<ul style="list-style-type: none"> <li>• 덴마크, 스웨덴 등 대부분 북유럽 국가의 경제 및 연구 환경의 기반을 형성하는 독특한 제도</li> <li>• Enterprise Foundation, Shareholding Foundation, Industrial Foundation 등으로 불림</li> <li>• 기업 재단은 “a foundation with corporate interests”으로써 하기와 같은 두가지 주 목적을 갖고 있음               <ul style="list-style-type: none"> <li>• 기업 소유 및 투자 (차등의결권 제도를 통한 지배력 유지 및 기업 승계)</li> <li>• 공익 실현 (기업의 잉여 이익을 할당하여 과학 연구 등 지원)</li> </ul> </li> </ul>
<b>제도의 이점</b>	<ul style="list-style-type: none"> <li>• 안정적인 주식 보유: 재단은 일반적으로 주식을 매각할 수 없어 소유권 문제나 적대적 인수 시도에 대한 보호를 제공함</li> <li>• 장기 전략: 안정적인 주식 보유는 재단이 고용을 유지하면서 장기적 관점에서 전략을 수립할 수 있도록 함</li> <li>• 연속성: 비교적 단기적인 이익에 집중하는 주주의 통제가 없기에, 이익을 연구 개발에 투자함으로써 기업이 사명을 계속 수행할 수 있도록 함</li> <li>• 사업 승계: 창업자의 상속인이나 승계자가 없는 경우에도 재단을 통해 사업이 다음 세대로 이어질 수 있음</li> <li>• 절세 효과: 국가별, 시대별 차이는 있지만, 재단 제도를 통한 절세 또는 비과세 혜택 기회 존재</li> </ul>
<b>재단 지배구조</b>	<ul style="list-style-type: none"> <li>• 기업 재단은 직접 재단 내에서 사업활동을 하는 경우도 있지만, 규모가 큰 기업 재단의 경우는 대부분 과반수 지분 또는 과반 의결권(차등의결권 제도 下)을 보유한 자회사를 통해 사업활동을 영위함</li> <li>• 사업활동을 하는 기업과 재단 사이에 하나 또는 다수의 지주회사를 설립하기도 함</li> <li>• 사업활동을 하는 기업이 상장사인 경우에도 기업 재단은 통상 과반 의결권을 유지함</li> </ul>

9 Economist (2024)는 맥킨지 연구를 인용하여 북구 기업의 성공은 장기투자 주주 (Patient Shareholders) 덕분이라고 분석하고 있으며, 장기 주주가 차지하는 비중이 북구기업의 경우 80%, 유럽기업은 60%, 미국기업은 20%로 집계했다.

본고에서는 스웨덴의 발렌베리 그룹과 덴마크의 노보 노디스크 그룹의 재단 도입 사례에 대해 살펴보고자 한다.

## 발렌베리 그룹

스웨덴의 발렌베리 그룹은 북구 국가의 기업들 중에서 가장 오래전 기업재단을 설립하여 운영하고 있는 사례로서 많은 북구 기업들에게 벤치마크의 역할을 하며 매우 차별적인 성과를 창출하도록 하는데 기여하고 있다.

발렌베리 재단은 인베스트로(Investor)라는 상장지주회사와 발렌베리 인베스트먼트(Wallenberg Investments)라는 비상장지주회사를 통해 다수의 상장기업과 비상장기업의 지분을 소유하고 있다. 인베스트로는 발렌베리 재단이 지분 23.3%만을 보유하지만, 차등 의결권주식을 통해 50%이상의 의결권을 확보하고 있어서 재단은 인베스트로를 통해 상장회사에 대한 절대적 영향력을 가지고 있다.

발렌베리 인베스트먼트는 발렌베리 재단의 완전자회사로 직접 투자 및 산하의 비상장 지주회사들을 통한 간접 투자를 수행하고 있으며, EQT파트너스 및 사브(Saab)와 같은 회사들에 직접 투자하고 있다. 재단자산운용회사(FAM), 비상장지주회사 나비가레(Navigare) 산하의 나비가레 벤처스(Navigare Ventures) 및 나인틴 사모자본(Nineteen Private Capital)이라는 비상장지주회사를 통한 간접적인 투자를 하기도 하는데 여기서는 주로 발렌베리 그룹의 미래 사업을 인큐베이팅하는 역할을 한다.

발렌베리 재단은 지주회사인 인베스트로 및 발렌베리 인베스트먼트를 통해 발렌베리 그룹의 기업 등에 투자하고, 지주회사로부터 배당수익을 받는데, 매년 재단으로 모이는 배당수익의 20% 정도는 재투자에 쓰이고, 나머지는 대학, 도서관, 연구기관 등 공공사업 자원에 사용된다.

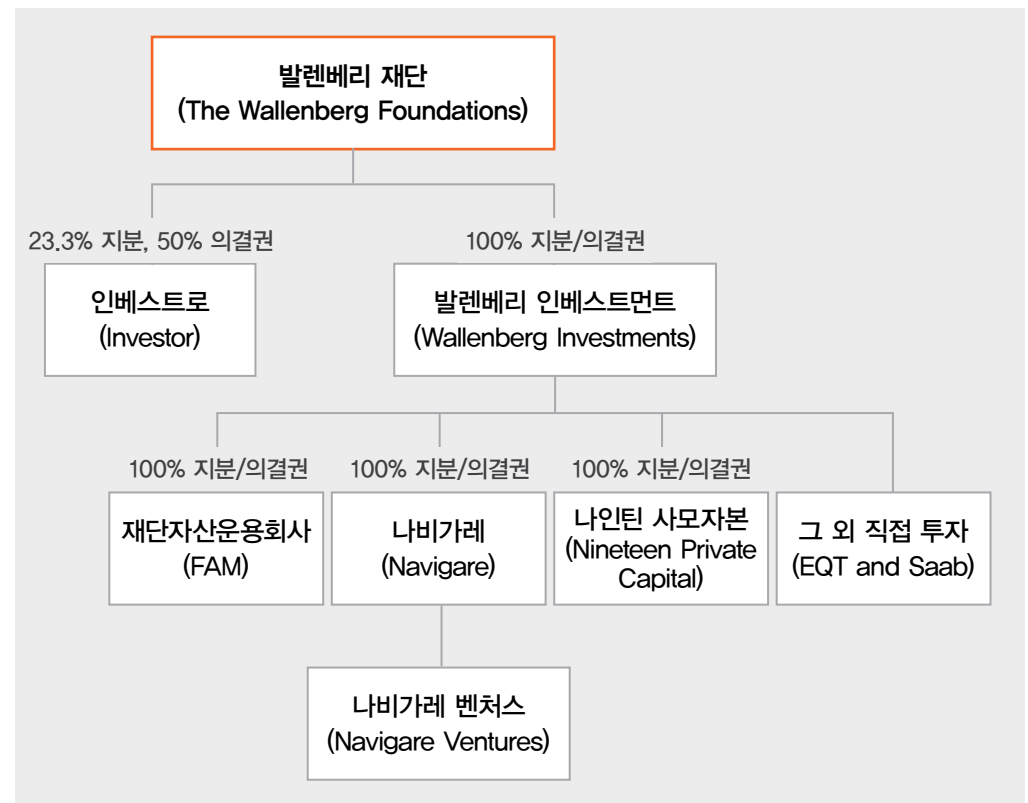
발렌베리 가문이 재단들을 통해 산하 지주회사와 계열사를 효과적으로 지배할 수 있는 것은 독특한 차등의결권이 부여되어 있기 때문이다. 1938년 스웨덴에서는 발렌베리를 중심으로 한 경영자연합과 노총, 그리고 정부가 노사정 협약의 세계적 모델이 된 살트셰바덴협약을 체결했는데, 그 핵심은 정부와 노총이 재단을 도입하는 발렌베리 그룹에 차등의결권 제도를 양보하는 대신 경영수익의 상당부분은 재단에 이전하여 사회에 기부를 하도록 한 것이다. 그 결과 발렌베리 재단들이 소유한 주식은 10배 가까운 차등의결권을 보유해 지배권이 보장되었으며, 수익은 공익재단에 이전되어 사회에서 필요한 곳으로 흘러가게 되었다. 이 제도는 이후 스웨덴은 물론 핀란드와 덴마크 기업들로 확산됐다.<sup>10</sup>

10 Economist (2016)는 발렌베리 가문이 재단에 출연한 이후 가장 큰 장점 중 하나는 세대가 내려가면서 가족들 간에 분쟁이 없어졌다는 것이며, 오히려 재단을 운영할 책임자를 후손 중에서 오랜 시간을 두고 경쟁을 통해 선발하고 있으며, 이들에 대한 보상은 급여이며 주식에 대한 소유권은 주어지지 않는다고 한다.

신동엽 (2025)은 한국 기업들의 경우 과중한 상속세 부담 때문에 기업경영을 포기하면 소중한 사회적 자산이 개인의 부로 환원돼 버리는데, 기업이 창출한 가치를 사회 전체를 위해 진보적으로 활용하는 발렌베리와 북유럽 국가들에서 교훈을 얻을 필요가 있다고 주장했다.

최근 분석기사<sup>11)</sup>에 따르면 1980년 이후 스웨덴에서 지배주주들에 대한 재산세나 상속세가 대폭 약화되거나 폐지되면서 기업재단 설립에 대한 유인이 크게 줄어들어 기업 재단 설립이 정체되고 있다고 한다.

[그림 5] 발렌베리 (Wallenberg) 그룹 지배구조 개황 (2023년 말 기준)



11 나주석 (2024) 참조

## 노보 노디스크 그룹

덴마크의 가장 큰 제약회사인 노보 노디스크는 원래 세계 최대의 당뇨병 치료제 회사로 명성이 있었는데, 최근 몇 년간 당뇨병 치료제 개발과정에서 파생된 위고비라는 비만 치료제를 생산 공급하면서, 시총이 급격히 상승한 회사이다. 1989년 덴마크 회사인 노디스크 인슐린 연구소(Nordisk Insulinlaboratorium)와 노보 테라퓨티스크 연구소(Novo Terapeutisk Laboratorium)가 합병하며 탄생하였는데, 두 회사의 합병 이전인 1920년대에 각 회사는 기업 재단을 설립하였고, 합병을 통해 1989년 두 재단도 합쳐지게 되었다. 스웨덴과 같이 덴마크도 재단에 출연한 지분에 대해 상속·증여세를 면제해 주었다.

노보 노디스크의 최대주주는 노보 노디스크 재단의 지주회사인 노보홀딩스(Novo Holdings A/S)이며 노보홀딩스는 재단의 완전자회사이다. 노보홀딩스는 시장에서 유통되는 노보 노디스크 보통주의 10배 의결권을 부여하는 차등의결권주식 전체를 보유하고 있으며 노보 노디스크의 차등의결권주식은 시장에 유통되지 않고 있다. (2024년 11월 기준, 노보홀딩스는 노보 노디스크 보통주와 차등의결권주식을 보유함으로써 28.05%의 지분율에도 불구하고 77.28%의 의결권을 확보하고 있음)

재단은 지주회사인 노보홀딩스를 통해 여러 기업을 소유하고 있으며, 이 중 가장 큰 기업이 노보 노디스크이며 노보 노디스크는 이익의 일부를 배당으로 노보홀딩스에 지급하고 있다. 노보홀딩스는 펀드를 재단으로 이동하여 생명과학 지원 등에 사용하고, 지원금으로 사용하지 않은 자본을 기업 및 증권에 재투자하고 있다.

[그림 6] 노보 노디스크 (Novo Nordisk) 그룹 지배구조 개황 (2024년 11월 기준)



# 현재 한국의 법체계下 “북유럽기업 式” 재단 도입은 불가능

이상과 같이 북유럽에서는 기업 재단이 지배구조 최상단에 위치하여 기업의 장기적인 성장을 도모함과 동시에 사회 공헌에 기여하는 결과를 얻고 있다. 창업자 가족은 국민적 저항 없이 부와 영향력을 세습할 수 있게 되었다. 이는 스웨덴에서의 노사정 간의 과감한 타협에 이어 지속적인 제도 개선이 이루어지면서 오늘에 이르고 있다. 타협의 중요한 포인트였던 차등의결권 제도는 적대적인 인수합병을 차단할 수 있어 국민경제의 큰 부분을 차지하는 그룹들이 장기적인 시각에서 투자하여 가치를 높일 수 있도록 하여 일반 투자자들의 만족도도 높다고 알려져 있다.

그러나 한국의 경우 표 4 에서와 같이 차등의결권 제도가 원천적으로 금지되어 있다. 다만, 23년 11월부터 벤처기업의 창업주들에게는 제한적으로 1주 1의결권 제도에 예외를 적용하기로 하였다. 북유럽기업과는 달리 한국기업은 재단에 주식을 출연하는 경우, 5%를 초과하는 부분에 대해서는 최대 60%의 상속세를 내야하고, 의결권을 행사하지 않거나 자선 장학 목적인 경우에만 20%까지 상속세를 줄일 수 있다. 따라서, 한국 기업이 재단을 통해 기업을 지배하는 북유럽을 벤치마킹하려면 관련 세법 개정이 선행되어야 한다. 또한, 스웨덴에서와 같이 노사정간 대타협이 있어야 가능할 것이다.

[표 4] 복구 기업 재단의 한국 적용 관련 현행 법규

**차등의결권제도  
원천적 금지**

- 각 기업의 정관에 따라 1주당 의결권을 차등 부여하는 제도
  - 보통주의 몇 배에 해당하는 의결권을 가진 차등의결권주식을 발행하여 의결권을 차등 부여함
  - 차등의결권주식을 통해 적은 지분율을 가지고도 회사 지배구조에 막강한 영향력을 행사할 수 있음
- 유럽 300대 상장기업 중 20%가 다양한 형태의 차등의결권 제도를 갖고 있음
- 미국의 경우, 델라웨어주 회사법은 정관에 별도로 규정하는 경우 차등의결권 주식구조를 채택할 수 있도록 하고 있음
  - 상장회사는 차등의결권주식을 도입 또는 발행할 수 없으나, 신규 상장회사의 기존 발행된 차등의결권주식을 금지하지 아니함
- 일본의 경우, 회사법이 1주 1의결권 원칙을 규정하면서도, '단원주 제도'와 종류주식을 조합하는 방법으로 차등의결권주식을 발행할 수 있음. 또한, 일본 거래소 상장규칙을 통하여 차등의결권주식의 상장을 허용함.
  - 단원주 제도: 일정한 수의 주식을 하나의 단원으로 묶고 각 단원에 대하여 1개의 의결권을 부여하는 제도

- 한국의 경우는, 현행 상법상 1주당 1의결권을 원칙으로 하며, 1주 1표 원칙에 어긋나는 주식 발행을 원천적으로 금지함
- » 2023.11월부터 벤처기업법상 복수의결권주식 제도가 시행되어 상법상 주식회사의 1주 1의결권 원칙에 대한 예외로 비상장 벤처기업의 창업주에 대하여 제한적으로 복수의결권 주식의 발행을 허용함

**낮은  
상속·증여세  
면세한도**

- 기업 주식을 재단에 출연하는 경우, 스위스, 덴마크 등의 유럽 국가의 경우 재단에 귀속된 지분에 대해 상속·증여세를 면제함
- 미국의 경우 지분율 20%까지 상속·증여세 를 면제해 줌
- 한국은 재단 출연 지분에 대한 상속·증여세 면제 범위가 5% 미만임
  - 5% 초과분에 대해서는 최대 60%의 상속·증여세를 납부해야 함 (의결권 행사하지 않거나 자선 장학 목적은 20% 초과분)
- » 한국은 일반 기업 승계 시 경영권 할증까지 더해 상속세가 최대 60%에 육박함
  - OECD 회원국 중 가장 높은 수준으로, 상속세 최고 세율이 한국보다 높은 국가들도 각종 공제를 통해 기업 승계 상속세율은 한국보다 낮은 수준

**공정거래법상  
과도한 의결권  
행사 제한**

- 대기업(상호출자제한기업집단) 소속 공익 재단이 계열사 주식을 갖는 경우 원칙적으로 의결권을 행사할 수 없음
- » 임원의 선·해임이나 합병 등의 경우에만 특수관계인과 합산해 15% 한도 내에서만 의결권 행사 가능

# K-기업지배구조의 미래: 結語

지난 25년간 한국기업의 지배구조는 재벌 대기업이나, 민영화 기업이나에 따라 차이가 있기는 하지만, 고유의 외적 환경변화에 따라 꾸준히 진화되어 왔다. 재벌 대기업의 경우 비록 지배주주와 일반주주간의 이해 충돌을 줄이기 위한 노력이 지속되고 있으나 아직도 일반주주가 느끼는 불안감이 완전히 해소되지는 않았다. 이는 상법 개정에 대한 요구, 행동주의 펀드의 성장세로 나타나고 있다.

오너경영체제로 인한 리스크와 부정적 측면에도 불구하고 한국경제에 있어 대기업집단의 장기적인 관점, 소위 독심있는 투자를 통하여 산업 경쟁력 면에서 상당한 혁신(Breakthrough)이 이루어졌음을 부인할 수 없다. 앞으로도 상당 기간 동안 특히 글로벌 지정학적 위험과 공급망 급변이 이루어는 시기에는 대기업의 돌파력이 무엇보다 요구된다고 생각된다. 또한 소유가 상당히 분산되어 있는 영미권 기업의 전문경영인들이 분기단위의 목표에 몰입되는 단기주의(Short-termism)에 빠진 현상을 우려하는 지배구조 전문가들의 목소리도 귀담아들어야 한다.

이미 3세 경영으로 접어들고 있는 한국 대기업들은 높은 상속세율로 인해 예상치 못한 온갖 변화에 직면할 수 있다. 상속을 위한 대비가 일반주주와의 이해상충을 일으킬 가능성이 높고 대기업들 간의 예상치 못한 분쟁을 야기할 수도 있다. 대기업들이 혁신과 장기 성장에 집중하도록 어떻게 하면 제도상 위험 요인을 줄여갈 수 있을지 지혜가 필요한 시점이라고 판단된다.

새로운 지배구조가 도입된 지 25년이 경과한 지금, 성공적이라고 평가 받는 북유럽기업들이 어떻게 기업의 창업 정신을 유지하면서 장기 성장에 몰두할 수 있는지 살펴보았다. 북유럽기업들의 재단 활용 사례는 제도를 도입한 동기와 긍정적인 결과를 고려할 때 한국 대기업집단에 적용해보면 좋겠다는 생각이 들지만, 심도 있는 법률 검토와 노사정간의 미래에 대한 합의가 선행되어야 할 문제라 판단된다.

저성장 기조가 고착되어 가는 한국경제에서 “성장”과 “혁신”이라는 키워드를 통한 체질 변화가 더욱 중요해지고 있다. 결국 정부의 리더십 하에서 기업이 그 엔진 역할을 할 수 밖에 없으며 그 핵심은 기업지배구조의 패러다임 변화라고 판단된다. 본고에서는 지난 25년간의 지배구조 진화과정과 향후 바람직한 미래에 대해 살펴보았는데 한국기업의 미래 지배구조는 Creative Owner, Dutiful Manager, Strong Board라는 핵심 키워드로 정리해볼 수 있지 않을까 생각한다.

한국에서의 오너경영은 정부와 일반주주들 사이에서 신뢰도가 많이 떨어졌으며, 과거의 창의성과 돌파력도 약화되고 있는 것이 아닌가 우려된다. Creative Owner라는 개념은 장기적인 관점에서의 실행력을 발휘할 뿐 아니라 주주의 권익 보호에 동참하며 ESG 관점에서도 지속가능한 기업을 만들어 가는 모습을 포함하고 있다. 앞으로 전문경영인은 더 많이 필요하고 늘어나고 있지만, 오너 혹은 주주의 대리인으로서 책임을 다하는 Dutiful Manager가 되어야 할 것이다. 이사회는 K-기업지배구조에서 “악한 고리”임에는 틀림없지만 경영의 감시자이자 중기적인 전략에 대한 인사이트를 제공하는 Strong Board로 거듭 나야 할 것이다.

#### 핵심 포인트

##### Creative Owner

- 글로벌 불확실성 속 장기 비전 수립, 실행
- 주주와 이해관계자 권익보호 및 가치 공유
- 지속가능경영 관점에서 환경적 사회적 문제 해결 주도

##### Dutiful Manager

- 그룹을 넘어선 전문경영인으로서의 경쟁력 극대화
- 오너와 주주에 대한 대리인 비용 최소화 (터널링 등)
- 국경과 산업을 넘어선 K-전문경영인 시장 확장

##### Strong Board

- 전문경영인 경력자를 위주로 사외이사진 확충
- 중기전략 수립과 위기 대응 위주로 CEO와 선제적 협력
- ESG 경영 관점에서 이사회에 대응력 증대

#### [그림 7] K-기업지배구조의 미래





## 참고문헌

- Economist (2016), "A Nordic Pyramid: The Wallenberg Group" Mar 12
- Economist (2024), "Why are Nordic companies so successful?" Dec 30
- Goshen, Z and A Hamdani (2016), "Corporate Control and Idiosyncratic Vision", Yale Law Journal, Vol. 125, 560-617
- Gulati, Ranjany (2022), Deep Purpose: The heart and soul of High-Performance companies, Harper Business
- Hill, Andrew (2025), "Have America's industrial giants forgotten what they are for?", Financial Times Big Read Feb 4
- Kim, E. H. and W Kim (2008), "Changes in Korean Corporate Governance: A Response to Crisis", Journal of Korean Law, Vol. 8, 23~46
- Larcker, D and B Tayan (2008), "Models of Corporate Governance: Who's the Fairest of Them All?", Harvard Business School Case, CG11-PDF-ENG
- Lazonick, William (2023), Investing in Innovation: Confronting Predatory Value Extraction in the US Corporation, Cambridge Elements
- Lazonick, W and J Shin (2019), Predatory Value Extraction, Oxford University Press
- Mayer, Colin (2018), Prosperity, Oxford University Press
- Mayer, Colin (2024), Capitalism and Crises: How to fix them, Oxford University Press
- Roe, Mark J (1994), Strong Managers, Weak Owners: The Political Roots of American Corporate Finance, Princeton University Press
- Tricker, Bob (2020), The Evolution of Corporate Governance, Cambridge Elements
- 김은정 (2025), "배당할 돈, R&D에 더 써야 기업이 성장", 조선일보 5.16
- 김은정 (2025), "1400만 개미 표심 등에 업고, 행동주의 펀드 정치 세력화", 조선일보 5.16
- 나주석 (2024), "과학강국 스웨덴을 만든 발렌베리 가문이 비결", 아시아경제 8.28
- 버핏, 워렌 (2022), 워런 버핏의 주주서한, 에프엔미디어 1장 기업지배구조
- 신동엽 (2025), "경영은 특권 아닌 책임, 가족세습에도 사랑받는 문어발 기업" 국민일보 4.1
- 조용두, 문형구, 김도현 (2024), 포스코그룹의 거버넌스 이야기: 민영화이후의 "도전과 응전", 미 발간 원고

## 삼일PwC 거버넌스센터

**장 온 균** 센터장

on-gyun.chang@pwc.com

**허 제 현** Partner

je-heon.heo@pwc.com

**하 미 혜** Managing Director

mihye.ha@pwc.com

**류 주 연** Senior-Manager

joo-yeon.ryu@pwc.com

**한 명 희** Manager

myunghee.han@pwc.com

**손 현 정** Senior-Associate

hyunjung.son@pwc.com

**이 솔 지** Senior-Associate

solji.lee@pwc.com

**조 용 두** 성균관대학교 경영학과 초빙교수 (삼일회계법인 고문)

yongdoo.cho@pwc.com

---

Contact



02-709-0709



kr\_sgc@pwc.com





삼일회계법인

삼일회계법인의 간행물은 일반적인 정보제공 및 지식전달을 위하여 제작된 것으로, 구체적인 회계이슈나 세무이슈 등에 대한 삼일회계법인의 의견이 아님을 유념하여 주시기 바랍니다. 본 간행물의 정보를 이용하여 문제가 발생하는 경우 삼일회계법인은 어떠한 법적 책임도 지지 아니하며, 본 간행물의 정보와 관련하여 의사결정이 필요한 경우에는, 반드시 삼일회계법인 전문가의 자문 또는 조언을 받으시기 바랍니다.

S/N: 2506W-RP-071