

# 금융지주회사의 지배구조 현황과 개선방안

2018년 12월 14일

박경서(고려대학교 경영학과)

## 1. 서론

- 소유가 분산되어 지배주주가 없는 금융지주회사의 지배구조에 대한 논란이 지속되고 있음
  - 정부주도의 경제성장체제 하에서 금융회사의 건전성 감독과는 거리가 있는 외부세력의 인사개입 논란
  - 이사회 독립성이 훼손된 상황 하에서 CEO의 셀프연임 논란
  - 사외이사 중심의 이사회 구조 하에서 사외이사의 자기권력화와 사익추구 사례
  - 종업원지주제도에 따라 주주가 된 근로자의 이사회후보추천 등 노조의 경영참여 논란
- 국내 금융지주회사의 지배구조, 특히 이사회의 운영과 관련된 핵심 논점은 주주 이외의 이해관계자들이 회사경영의 주요한 사안인 CEO승계 등에 있어 부적절한 개입이 있다는 점임
  - 2008년 서브프라임 사태를 계기로 국내에도 금융회사 지배구조에 관한 모범규준과 법이 도입됐으나 근본적 문제의 해결에는 한계가 있음
  - 이사회의 전문성과 독립성 강화를 통해 '위험관리기능' 등은 다소 강화되었으나 승계문제 등 '기업지배구조'의 핵심문제 해결에는 한계를 보임
- 본 연구에서는 국내 은행지주회사를 중심으로 금융회사의 기업지배구조 현황에 대한 분석을 통해 이사회의 구성과 운영방안에 대한 개선 방안을 제시함
  - 이사회는 기업지배구조의 핵심적 감시장치로서 이의 책임과 역할을 제고하기 위한 방안을 검토하며, 이사회 운영을 지원할 수 있는 '이사회운영 핸드북'을 도입방안을 제시함

## 2. 금융회사의 기업지배구조 - 개관

### 2.1. 법제도 환경과 기업지배구조

- 기업지배구조 관련제도는 법제도 등 기업경영을 둘러싼 경영환경과 제도차이에 따라 국가별로 상이한 형태로 발전해 옴
  - 대표적으로 상법이나 회사법 등을 통해 기업지배구조의 기본적 틀이 제시되는 바 대륙법과 영미법 국가 간 주요한 차이가 관찰됨
  - 영미법의 경우 사례법(case law)의 틀 하에서 경제성장과 함께 회사의 규모와 업무범위 등이 확대됨에 따라 자연스럽게 이를 규율할 수 있는 제도를 유연하게 도입하였으며 이의 핵심은 소수주주권(minority shareholder rights)의 강화, 이사에게 요구되는 엄격한 선관의무 등으로 대표됨
  - 반면에 대륙법은 성문법의 전통에 따라 법에 의하지 않는 한 회사경영과 관련된 새로운 유형의 사익추구행위 (경영진의 내부거래, 자기거래 등)에 대해 비교적 온건한 태도를 견지해 옴
- 영미법과 대륙법 간의 차이는 자연스럽게 기업경영의 목표로 누구의 이익을 극대화할 것인가에 대한 관점의 차이가 발생함
  - 영미법국가의 경우 주주자본주의(shareholder capitalism)하에 주주가치의 극대화를 경영의 목표로 설정하고 이사의 선관의무도 회사가치와 주주가치의 극대화에 초점을 맞춤
  - 반면에 대륙법 국가의 경우 이해관계자자본주의(stakeholder capitalism) 전통이 정착되어 주주 이외에 근로자에 대한 배려를 중요한 경영의 목표로 받아들임
- 법제도의 차이와 주식회사제도의 차이는 자연스럽게 기업의 금융환경에도 영향을 미쳐 영미법국가의 경우 은행 등을 통한 간접금융과 함께 주식시장 등과 같은 직접금융시장이 상대적으로 발전하였고 이는 신사업에 대한 모험자본의 공급을 용이하게 하는 강점을 나타냄
  - 반면에 대륙법국가의 경우 소수주주권 보호를 위한 법제화가 비교적 늦게 진행되어 (독일, 프랑스 등의 경우 1990년대 중반부터 소수주주권을 강화) 직접금융시장의 발달이 상대적으로 더디게 진행되었고, 기업은 주로 은행을 통한 간접금융에 의존함

- 법제도와 경영환경의 차이는 기업의 소유구조에도 영향을 미쳐 영미법국가의 기업들은 주식거래소 상장과 함께 지배주주지분율이 낮아지거나 아예 전문경영체제로 전환하는 사례가 증가함
  - 소수주주권의 강화에 따라 지배주주가 과거에 향유하던 사적 이익과 경영권혜택이 축소되었으며, 능력이 부족한 자식을 후계자로 임명하여 회사 가치를 떨어뜨리는 경제적 손실을 회피하게 됨
  - 반면에 대륙법 국가의 경우 경영권혜택을 누리는 장점과 함께 자본시장의 미발달로 주식이 저평가되고 지배주주 지분의 매각이 어려움에 따라 오너경영의 사례가 많음<sup>1)</sup>
  - 또한 Roe(1994, 2003)에 따르면 유럽국가의 경우 근로자의 이해가 중요시 되고 주주의 권리가 상대적으로 취약함에 따라 힘의 균형상 지배주주가 존재할 수밖에 없었다는 해석도 있음<sup>2)</sup>
- 한국은 대륙법체계와 이해관계자 자본주의(stakeholder capitalism)가 주된 제도적 환경으로 작용함
  - 전통적으로 유교문화 등의 영향으로 평등주의사상이 강하게 정착되어 왔고, 타인에 대한 신뢰부족, 강력한 정부와 노조의 존재, 은행중심의 자본 공급구조, 취약한 소수주주권 보호, 정부주도의 경제발전 정책 등이 가족 경영 중심의 지배구조형태를 선호하는 결과를 가져옴(박경서(2016)<sup>3)</sup>)
- 특히 대륙법 전통 하에서 소수주주권 보호가 미흡하여 기업의 내부자들은 경영권으로부터 발생하는 다양한 사적 혜택을 누릴 수 있어 가족승계와 경영을 절대적으로 선호하는 경제적 유인을 제공함 (Morck et al.(1990), La Porta et al.(2002)<sup>4)</sup>, Claessens et al.(2000)<sup>5)</sup>, Mitton(2002)<sup>6)</sup> )

1) 상장기업중 지배주주가 존재하는 회사의 비율은 영국의 경우 10% 내외, 미국은 30% 내외인 반면 유럽국가의 경우 동 수치가 70% 수준 (OECD Corporate Governance Factbook)

2) Roe, M.J.(2003), Political Determinants of Corporate Governance: Political Context, Corporate Impact. Oxford University Press, New York

3) 박경서(2016), "국내기업의 지배구조와 경쟁력", 한국경영학회 미래경영아카데미.

4) La Porta, R., Lopez-De-Silanes, F., Shleifer, A., and Vishny, R.(2002), "Investor protection and Corporate Valuation," Journal of Finance 57, pp.1147-1170,

5) Claessens, S., Djankov, S., Lang, L.H.P.(2000). The separation of ownership and control in East Asian corporations. Journal of Financial Economics 58, 81-112.

6) Mitton, T.(2002), A cross-firm analysis of the impact of corporate governance on the East Asian financial crisis. Journal of Financial Economics 64, 215-241.

- 경영자의 사익추구에 대한 형사상/민사상 처벌이 느슨한 법제도와 관행 ('유전무죄, 무전유죄(Kang et al.(2012)), 경영권방어에 계열사지분의 이용이 가능하며 (강형철 등(2006a, 2006b, 2008)<sup>7)</sup>, 적대적 M&A와 같은 규율형 M&A시장이 미발달한 것도 상장기업의 약 95%에 있어 가족경영이 자리 잡은 배경이 됨
- 반면에 은행의 경우 금산분리원칙에 따라 최대주주 지분을 제한의 소유규제는 분산소유구조를 가져왔고, 이를 보완할 수 있는 기관투자자 주주의 경영참여는 미흡하여 지배구조상 근본적으로 취약한 형태를 갖게 됨
- 주주권이 부재하거나 보호되지 않는 가운데 근로자, 정부와 감독당국, 전문경영자 등이 기업가치 극대화 이외의 목표를 갖고 사익을 추구하는 상황이 반복되고 있음

## 2.2 금융회사의 지배구조관련 규제와 감독

- 일반적으로 금융회사에는 일반회사보다 강한 지배구조요건이 부과되고 있음
  - 시스템리스크 방지를 위한 건전성 규제와 위험관리 등의 감독기능
  - 대주주와 이사의 자격 강화
  - 이사회 내 위원회의 의무설치 및 내부통제기능 강화
- 이는 일반 제조업 회사와 상이한 금융회사의 경영상 특성으로 인해 회사법 (corporate law) 등으로 대표되는 일반적인 법체계와 시장규율에 의한 금융회사의 규율이 실패할 수 있기 때문임<sup>8)</sup>
  - 특히 금융회사는 부실화시 시스템리스크라는 외부효과(externality)가 큰 사업이라는 점에서 전통적인 주주중심의 기업지배구조 관점을 적용하는 것이 적절치 않다는 주장이 제기됨<sup>9)</sup>

7) 강형철, 박경서, 장하성(2006a), "기업집단의 구조에 관한 연구", 재무연구 (제 19권 1호), 한국재무학회.

강형철, 박경서, 장하성(2006b) "한국상장기업에 있어 지배주주 지분율의 결정요인: 기업가치와 통제권간의 선택," 증권학회지, 제 35권 6호, 2006년, 한국증권학회.

강형철, 박경서, 장하성(2008) "한국의 기업집단에 있어서 피라미드 내 계열사 위치의 결정요인, 한국경제의 분석 14권 3호, 한국금융연구원.

8) Basel Committee on Banking Supervision, Enhancing Corporate Governance for Banking Organizations (Sept. 1999). L. Laeven & R. Levine, *Bank Governance, Regulation, and Risk Taking*, 93 J. Fin. Econ. 259 (2009).

- 2008년 미국의 서브프라임 모기지의 대규모 부실화로 시작된 글로벌 금융위기는 일반 제조업 회사와는 상이한 금융회사의 기업지배구조상의 문제점을 다시 한번 드러낸 계기가 됨
  - 금융기관 경영자의 성과보상체계가 단기업적과 고위험 추구의 주요 배경이 됨 (Basel Committee(2009), Dodd-Frank Act(2010))
  - 주식은 콜옵션(call option)이라는 점에서 주주 중심의 기업지배구조가 고위험을 추구하는 배경이 될 수 있음 ((Howson(2009), Erkens, Hung and Matos(2012)<sup>10)</sup>, 박경서 등(2015))<sup>11)</sup>
  - 고위험-고수익 전략은 부채가치를 낮추고 주식의 가치를 높인다는 점에서 주주를 중심으로 설정된 기업지배구조에 의해서는 규율되기 힘든 대리인 문제임
  
- 특히 금융업의 특성상 높은 부채의존도 하에서 나타나는 고위험-고수익 경영전략의 선호현상은 금융시스템 뿐만 아니라 국가경제를 흔들 수 있는 사태로 확산될 수 있다는 점에서 건전성 규제의 대상이 됨
  - 금산분리의 원칙에 따라 대부분의 주주는 분산투자자라는 점도 은행의 고위험추구 전략을 선호하는 배경이 됨
  - 또한 금융업의 특성상 운용자산의 가격하락과 대출자산의 부실화 등에 따른 손실은 거래 당시보다는 상당한 기간 후에 실현된다는 점에서 전문경영자는 단기간 내에 미실현이익을 기초로 높은 성과급을 받으려는 유인을 갖게 됨
  
- 글로벌 금융위기 후 유사 사태의 재발방지를 위해 OECD, FSB 등 국제기구를 중심으로 금융회사의 지배구조 개선을 위한 제도개편이 진행되어 옴
  - 선진국의 경우 OECD 주도로 '사외이사 전문성 제고 및 성과보수체계 정비'가 이루어졌으며 FSB의 'Guidance on Supervisory Interactions with

9) Klaus J Hopt(2012), *Corporate Governance of Banks after the Financial Crisis*, in Financial Regulation and Supervision: A Post-Crisis Analysis 337, 337-339, Eddy Wymeersch et al. eds.

10) Erkens, Hung and Matos(2012), Corporate governance in the 2007-2008 financial crisis: Evidence from financial institutions worldwide, *Journal of Corporate Finance*, 2012, vol. 18, issue 2, 389-411, *Journal of Corporate Finance*, 2012, vol. 18, issue 2, 389-411

11) 박경서-정찬식(2015), 지배주주 지분율이 저축은행의 고위험 추구 행태에 미치는 영향에 관한 연구", *증권학회지* 44권 5호, 한국증권학회

Financial Institution on Risk Culture', BCBS의 '은행 지배구조 원칙」 등이 제안됨

- 국내의 경우 금융당국은 금융회사 지배구조 모범규준('14년) 및 금융회사 지배구조법('16년)을 도입하고, 2015년에는 지배구조 모범규준 이행실태 점검 및 사외이사 면담 등을 통해 자율적인 지배구조 개선을 유도한 바 있음

**<참고 1> 금융회사의 지배구조에 관한 법률(2015) 주요내용**

- 이사의 자격요건 강화 등 경영감시기능 강화
    - 사외이사 3인 이상/과반수 요건 도입, 이사의 자격요건 강화, 과반수 사외이사로 구성된 이사회추천위원회, 소수주주권 강화, 준법감시인 신분보장, 업무집행자 책임강화
    - 동태적 자격심사제도를 도입하여 금융회사 대주주 자격요건 강화
  - 경영승계제도의 투명성 강화
    - 경영승계원칙과 절차에 관한 지배구조 내부규범 의무화 (법 제 14조)
    - 이사회에 경영승계 등 지배구조정책 수립 (법 제15조 제1항 제6호, 시행령 제13조 제1항 제4호)
  - 장기지향적 보수체계, 위험관리기능 강화 등 내부통제제도의 강화
    - 위험관리위원회 등 설치 의무화
- 
- 하지만 모범규준과 관련법 도입이 금융회사의 건전성 강화에 얼마나 도움이 될 것인 가에는 의문이 남음
    - 제한된 시간을 투입하고, 내부정보 접근상 제약이 있으며, 경우에 따라 위험관리관련 전문성이나 근무경험이 취약한 사외이사중심의 위원회가 과연 작동할 것인가에 대한 의문이 여전히 존재함
  - 보다 근본적으로 지배주주가 없는 가운데 발생하는 지배구조상 문제점 해결에는 결정적 한계가 있는 것으로 판단됨
    - 경영진에 대한 규율 --> 사외이사의 전문성과 시간투입이 필요조건이며 경영진에 포획되지 않아야 함

- 사외이사에 대한 규율 --> 국내조직문화상 거의 작동 불가능함
  - 후계자 승계프로그램 --> 관련 법규정과 가이드라인에도 불구하고 실질적으로는 작동하지 않을 수 있음
  - 무엇보다도 낙하산 문제/외부경영개입 문제의 해결에 한계가 있음!
- 금융감독원은 2018년 1월 9개 금융지주회사의 지배구조 관련 리스크를 서면으로 점검·평가한 결과에서도 국내 금융그룹은 여전히 지배구조상 취약부분이 노출됨
- 외형적으로 국내 금융회사들은 금융회사 지배구조법에 제시된 요건들을 대부분 갖추고 있으나, 실질적으로는 과거부터 지적되어왔던 지배구조 문제점이 해소되지 않고 있는 것으로 판단됨
  - 특히 이사회 구성, 사외이사 선임 및 평가절차의 투명성, 최고경영자 경영승계계획 운영 및 경영진 성과보수체계 등에 있어 선진국 수준에는 못 미치는 한계가 있는 것으로 판단됨

## 2.3. 최근의 이슈 - 종업원주주의 경영참여

### 가. 종업원주주의 사외이사 추천제도

- KB금융지주 주주총회에서의 ESOP 사외이사추천 주주제안(2017.11) 등으로 금융회사의 종업원주주를 대표한 노조 등이 사외이사를 추천하는 사례가 관찰됨
  - 또한 금융위원회 산하 금융행정혁신위원회는 '근로자추천이사제'를 제안한 바 있음 (2017.12)
- 이는 근로자의 감독이사회 참여가 법적으로 보장된 독일식의 지배구조와 비교되는 형태로, 전통적으로 주주중심의 기업지배구조를 유지해 온 한국 경제에 있어 회사의 경영권은 누구에게 귀속되는 것이 적절한가에 대한 근본적 질문으로 해석될 수 있음
- 고전적 이론에 따르면 위험부담자(residual claimer)인 주주가 최선의 주인임 (Berle and Means(1932)<sup>12</sup>, Coase(1937)<sup>13</sup>, Alchian and Demsetz(1972)<sup>14</sup>, Jensen and Meckling(1976) 등)<sup>15</sup>

12) Berle, A. and G. Means(1932), The modern corporation and private property, Commerce Clearing House, New York.

13) Coase, R (1937), "The nature of the firm", Econometrica 4, 386-,

- 채권자, 근로자 등은 고정적 이자와 임금 등의 비중이 큼에 따라 과도히 보수적인 경영행태를 보일 수 있고 회사가치보다는 자신의 고정적 이익을 극대화하려는 유인을 가진다는 점에서 주주와 이해상충이 발생함
- 최근의 연구에서는 기업의 사회책임활동과 다양한 이해관계자에 대한 배려가 기업가치 제고에 도움이 된다는 주장이 대두되고 있으며 이는 근로자의 경영참여의 배경이 될 수 있음 (Dowell, Hart, and Yeung (2000)<sup>16</sup>, Renneboog, Horst, and Zhang (2008)<sup>17</sup>, Deng, Kang, and Low (2013)<sup>18</sup>, Mayer(2018)<sup>19</sup>)
- 다만 기업의 사회적 책임 이행 또한 주주중심의 기업지배구조를 갖춘 기업에서 기업가치제고를 위한 전략적 수단의 일부로 활용될 때 긍정적으로 작용한다는 주장이 있음(Kruger (2015), Ferrell, Liang, and Renneboog (2016) 등)<sup>20</sup>

#### **<참고 2> 자본주의의 두 관점**

- 주주자본주의 (shareholder capitalism)
  - 주로 영미법 국가에서 관찰되며 주주통제가 최선이라는 이론적 배경을 바탕으로 주주이익 극대화에 초점을 맞춤
  - 주주권 보호를 통해 자본시장 중심의 금융구조가 발달하며 사전적 규제는 최소화하고 사후적 규율과 처벌을 강조함

14) Alchian, A. and H. Demsetz(1972), "Production, information costs and economic organization" American Economic Review 62, 777-,

15) Jensen, M and W. Meckling(1976), "Theory of the firm: managerial behavior, agency costs and ownership structure", JFE, 305-.

16) Glen Dowell, Stuart Hart, Bernard Yeung(2000), Do Corporate Global Environmental Standards Create or Destroy Market Value?, Management Science, Vol.46, No.8

17) Renneboog, Luc, Ter Horst, Jenke and Zhang, Chendi (2008) Socially responsible investments : institutional aspects, performance, and investor behavior. Journal of Banking & Finance, Vol.32 (No.9). pp. 1723-1742

18) Deng, Kang, and Low (2013), Corporate Social Responsibility and Stakeholder Value Maximization: Evidence from Mergers, Journal of Financial Economics, 2013, vol. 110, issue 1, 87-109

19) Colin Mayer(2018), The Future of the Corporation: Towards Humane Business, draft for the British Academy Future of the Corporation Programme,

20) Ferrell, A., Liang, H., Renneboog, L.(2016), Socially responsible firms. J. Financial Economics, 122, 585-606.

- 이해관계자 자본주의 (stakeholder capitalism)
  - 주로 대륙법 국가에서 관찰되며 주주 이외 근로자, 고객, 지역사회 등  
에 대한 배려를 강조함
  - 이해관계자 자본주의의 이론적 근거는 회사의 공익성 이론에 근거하  
며, 주주의 유한책임(limited liability)에 따른 파산옵션의 향유, 인건비/  
이자 등의 비용처리에 따른 세제상 혜택, 생산활동의 부정적인 외부효  
과(negative externality) 등을 반영함
  - 통상 주주권보호가 취약하여 자본시장 발달이 지연되고 은행중심의 금  
융구조가 형성되며, 사전적 규제가 강하고 국가와 감독기관의 역할이  
중요하게 대두됨

- 주주가치극대화 vs. 이해관계자가치 극대화 중 어느 것이 최선인가는 지극  
히 실증적 이슈로 판단됨
  - 재무적 성과가 좋고 재무제약이 적은 기업들이 사회적 책임을 활발히 수  
행한다는 역인과관계(reversed causality) 논란 (Krüger(2015)<sup>21)</sup>, Hong,  
Kubik, and Scheinkman (2015)<sup>22)</sup> 등)
  - 기업지배구조가 좋지 않은 경우 사회적 책임활동은 기업가치를 손상한다  
는 연구 (Ferrell, Liang, and Renneboog (2016), Byun, Lee and  
Park(2018)<sup>23)</sup> 등)
  - 유럽식의 이해관계자에 대한 배려는 가족경영(상장기업의 70%), 비상장회  
사, 유한회사 등의 사업구조를 선호하게 만드는 결과를 낳았고 자본시장  
의 발달을 지연하는 부정적 효과도 관찰됨 (Roe(1994))
- 기존 국내외 연구들이 시사하는 바는 이해관계자에 대한 배려가 긍정적으  
로 작동하기 위해서는 주주권 보호와 좋은 기업지배구조가 선결 요건이  
라는 점임
  - 국내 기업의 경영에 있어 아직까지 소수주주권을 보호하기 위한 기업지

21) Philipp Krüger(2015), Corporate goodness and shareholder wealth, Journal of Financial Economics, Volume 115, Issue 2, February 2015, Pages 304-329

22) Harrison Hong, Jeffrey D. Kubik, Jose A. Scheinkman(2012), Financial Constraints on Corporate Goodness, NBER Working Paper No. 18476, October 2012

23) Byun, H. Jihye Lee, and K. Park(2018), "Product market competition and corporate social responsibility activities: Perspectives from an emerging economy," Pacific Basin Finance Journal, Vol. 49, June 2018

배구조체제가 정착되지 않은 상태에서 기업의 사회적 책임이행을 포함하여 근로자 등 이해관계자의 영향력이 과도히 작용할 경우 국내 기업의 경쟁력에 장애요인으로 작동할 가능성이 있음

#### 나. 외국의 노동이사제와 시사점

- 독일, 프랑스, 스웨덴 등 대륙국가들의 경우 공공기관 및 민간회사에 있어 근로자의 이사회 참여권을 법적으로 보장함
  - 대표적으로 독일의 주식회사는 기업규모와 종업원 수에 따라 종업원이 감독이사회의 1/3에서 1/2까지 참여함
  - 다만 근로자의 이사회참여제도를 도입한 대부분의 국가는 이사회가 감독 이사회와 경영이사회로 분리된 2원화 구조로서 근로자의 경영참여는 기업의 주요한 의사결정이 적합한지를 감시하는 기능으로 제한되어 있음을 참고할 필요가 있음(Conchon et al.(2015)<sup>24)</sup>)
- 국내에 있어서 노동이사제의 기대효과는 첫째, 경영진 감시기능 강화, 둘째, 근로자의 권익보호, 셋째, 외부자에 의한 부적절한 경영개입에 대한 견제역할 (whistle blower) 등임
  - 우선, 기업지배구조측면에서 일감몰아주기 등 지배주주의 사익추구문제가 없는 금융회사에 있어 근로자에 의한 경영감시기능의 효과성에 대한 의문이 제기됨
  - 특히 금융회사 경영에는 이미 감독기관의 강력한 건전성 규제와 감시가 존재하여 경영자의 사익추구 문제는 제한적임
  - 또한 금융회사의 경우 이미 근로자의 고임금 논란이 있는 국내적 상황에서 근로자 권익보호의 기능도 큰 의미가 없는 것으로 판단됨
- 결국 근로자추천 사외이사의 주된 긍정적 역할은 외부세력의 경영간섭을 억제하는 효과로 대변될 수 있음
  - 하지만 노조가 자신의 경제적 이익 등을 위해 외부의 정치적 세력 등과 연결될 경우 오히려 더 부정적 상황을 유발할 수 있음
  - 노조가 외부세력의 개입을 억제할 만큼의 영향력을 가지는 경우에도 지배주주 부재 하에서 CEO가 주주보다는 노조의 눈치를 더 보는 등 금융

24) Aline Conchon, Norbert Kluge and Michael Stollt(2015), Worker board-level participation in the 31 European Economic Area countries, European Trade Union Institute

회사경영이 노조에 의해 상당한 영향을 받을 가능성이 있음

- 회사이론에 따르면 회사의 경쟁력은 서열(hierarchy)에 따른 권위(authority)와 이에 기초한 내부자간 이해충돌의 조정기능(coordination)에 의존함 (Coase(1937)<sup>25</sup>, Chandler(1977)<sup>26</sup>, Williamson(1985)<sup>27</sup> 등)
  - 금융그룹의 경우 금융지주회사와 산하의 자회사들이 다단계 조직을 형성하고 있는데 주식회사제도 하에서 계열사 간 hierarchy는 주식보유를 통한 주주권에 의해 유지됨
  - 반면에 노조의 권한 강화는 지주회사와 자회사간 서열에 의해 조정될 수 있는 협업관계와 시너지 창출에 부정적 영향을 미칠 수 있음
- 국내외 연구에서도 지배주주가 존재하지 않는 회사에 있어 이해관계자간 힘의 균형이 주주보다는 전문경영자와 근로자로 더욱 기울어질 수 있다는 결과가 제시됨 (변희섭 등(2009)<sup>28</sup>, 박경서 등(2010)<sup>29</sup>)
  - 특히 보유지분이 적은 전문경영자는 경영권유지를 위해 노조와 타협하고 그 결과로 임금수준이 높아진다는 연구결과가 있음(Pagano and Volpin(2001)<sup>30</sup>)
  - 무엇보다도 한국의 이사회는 독일 등과 달리 집행기능이 있는 1원화 구조라는 점에서 근로자대표 이사와 여타 이사 간의 이해상충문제가 기업의 생산, 고용, 투자 등의 의사결정에 왜곡을 가져올 가능성이 있음

### 3. 금융회사의 경영적 특성과 기업지배구조

- 본 장에서는 금융지주회사 이사회의 책임과 역할에 관한 개선방향 도출을 위해 금융지주회사가 갖는 기업지배구조상의 특징을 살펴 봄
  - 이를 위해 금융지주회사가 금융업을 수행하는 금융회사로서 갖는 지배구조상의 특징과 금융자회사들을 포함하는 금융그룹으로서 갖는 지배구조

25) Coase, R.(1937), "The nature of the firm", *Econometrica* 4, 386-

26) Chandler, D.(1977), "The visible hand: the managerial revolution in American business", Harvard University Press

27) Williamson, O.(1985), *The Economic Institutions of Capitalism*, The Free Press.

28) 변희섭, 이은정, 박경서(2009), 지배주주(controlling shareholder)의 존재가 기업경영에 미치는 영향 - 소유구조와 임금의 관계", *재무연구* 22권 4호, 2009년 11월, 한국재무학회

29) 박경서, 정찬식(2010), 종업원지주제도(ESOP) 도입을 통한 종업원의 영향력 강화가 기업경영과 기업가치에 미치는 영향", *한국금융연구* 제24권 1호, 2010년 1월, 한국금융학회

30) Pagano, M. and Volpin, P.F.(2005), 'Managers, workers, and corporate control', *The Journal of Finance*, 60(2), pp.841-868

## 상의 특징을 살펴봄

### 3.1. 금융회사 기업지배구조의 특성

- 금융회사는 사업의 성격과 재무구조의 특성상 제조업과 다른 경영상의 특성을 보유함

#### 가. 자금조달상의 특성

- 금융회사는 자금중개라는 사업의 특성상 자금조달에 있어 저비용 자금인 부채의존도가 매우 높은 특성을 가짐
  - 우량 은행의 경우에도 부채비율이 2,000% 내외에 달하여 일반 제조업 기업에 비해 매우 높은 부채의존도를 보임
- 반면에 예금보호 등으로 채권자의 시장규율기능은 상대적으로 취약함
  - 일정한 건전성을 유지하는 한 금융회사의 부도가능성에 별 차이가 없고 예금보호로 일정액 이하는 손실위험이 없어 고객은 금융회사의 선택에 있어 차별을 할 유인이 거의 없음
  - 따라서 주주 또는 경영자가 다소 무능력하거나 수익성이 떨어지더라도 자금조달에 있어 시장규율기능이 작동하지 않는 현상이 관찰됨
- 높은 부채의존도와 시장규율의 미작동은 주주로 하여금 고위험-고수익 전략을 추진할 유인을 갖게 함(국내 2000년대 저축은행 사태가 대표적 사건임 (박경서 등(2015))
  - 따라서 통상적인 제조업 기업의 지배구조와 달리 주주의 고위험 추구유인을 견제할 제도적 장치가 도입될 필요가 있음

#### 나. 자산의 특성

- 금융회사는 대부분의 자산을 유동성이 높은 자산에 운용하는 특징을 가짐
  - 은행의 경우 대출자산이 고정화되는 특성을 가지나 계약상으로는 1년 내 회수가 가능하다는 점에서 제조업 기업이 보유한 고정자산에 비하면 매우 유동성이 높은 자산임
  - 자산의 유동성이 높고 현금화가 용이한 자산이 많다는 것은 내부자에 의

한 회사자산의 유용이 보다 용이함을 시사함 (현실적으로 매년 내부임직원에 의한 수백 건의 크고 작은 금융사고가 발생하고 있음)

- 자산의 유동성이 높은 사업특성상 무능력한 경영자가 시장에 의해 잘 규율되지 않는 문제가 발생함
  - 제조업 회사의 경우 경영실패로 인한 부실화시 외부자금조달이 어려워질 뿐만 아니라 보유하고 있는 자산의 유동화를 통한 현금부족 문제의 해결이 쉽지 않은 반면 금융회사는 보유 유동자산의 현금화를 통해 부실화에 대응할 수 있음
- 높은 유동성은 고위험-고수익 경영을 선택할 수 있는 주요한 배경이 되기도 함
  - 일반 제조업 회사의 경우 새로운 위험사업에의 투자를 위해서는 유상증자나 대출 등 신규자금의 조달과정에서 시장과 투자자에 의해 규율될 수 있으나 금융회사는 기존에 보유하고 있는 유동성자산을 고위험자산으로 쉽게 전환이 가능함 (예를 들면, 고위험 차입자에 대한 은행의 대출확대 전략)
- 결론적으로 금융회사의 높은 자산유동성은 경영자가 고위험추구 경영 또는 사익추구 유인을 높이며 무능한 경영이 시의적절하게 규율되지 않는 결과를 유발함

#### 다. 정보비대칭의 문제

- 금융거래는 일반 제조업 상품과 달리 정보비대칭의 문제가 보다 심각하다는 특징을 가짐
  - 통상 금융회사는 고객과의 거래 또는 중개에 있어 해당 금융상품의 수익성과 위험성 등에 대해 보다 우월한 정보를 보유하게 되며, 이는 경우에 따라 약탈적 금융(predatory financing)을 유발하기도 함 (대표적으로 서브프라임모기지대출, KIKO사태, ELW시장의 개인투자자 피해, FX마진거래 등)
- 특히 경영진은 발생가능성은 작으나 실제 발생할 경우 금융회사와 시장에 큰 충격을 가져올 수 있는 예외적 위험(tail risk)을 무시하고 공격적 경영전

락을 선호하는 성향이 있음

- 이는 특히 소유와 경영이 분리된 상황 하에서 장기적인 건전성에 소홀하게 되는 전문경영자에게서 관찰될 수 있는 현상임

#### 라. 수익구조상의 특성

- 통상 제조업은 제품의 제조를 위한 투자와 비용을 지출한 후 완성된 상품과 서비스의 판매를 통해 사후적으로 수익이 발생하기 때문에 손익이 확정되는 특성을 가짐
- 반면에 금융업은 예대업무, 지급보증 등에서와 같이 선수익-후비용 발생의 역전된 수익구조의 특징을 가짐
- 따라서 경영진에 대한 성과보상도 아직 미실현된 수익을 근거로 지급된다는 점에서 경영진은 단기수익의 극대화를 위해 과도한 위험을 택하는 유인을 가짐

#### 마. 소유관련규제와 전문경영체제

- 은행과 같이 금산분리가 적용되어 최대소유지분에 대한 규제가 있을 경우 지배주주의 부재로 경영자에 대한 감시기능 및 책임경영이 취약한 특징을 가짐
- 낙하산 관행으로 경영자의 능력이나 성과와 상관없이 나눠먹기식 승계관행이 정착될 경우 경영진은 단기성과에 치중하거나 모험경영을 시도할 수 있음
- 또한 전문경영자 입장에서 취약한 입지를 보호하기 위해 노조나 외부의 정치세력 등과 담합 내지 협조하는 현상도 관찰됨 (박경서(2009))

#### 바. 독과점적 산업의 특성

- 금융산업은 진입규제로 경쟁이 완화되고 이에 따라 경영에 대한 규율이 약해지는 환경을 제공함 (Schmidt(1997)<sup>31)</sup>, Griffith(2001)<sup>32)</sup>, 박경서-변희섭

31) Schmidt, M.(1997). Managerial incentives and product market competition. Rev. Econ. Stud. 64, 191-213.

32) Griffith, R.(2001). Product market competition, efficiency and agency cost: An

(2010))

- 경쟁완화로 시장규율이 적절히 작동하지 않음에 따라 불필요한 자산의 보유 등으로 보유자산의 운영효율성이 하락할 수 있음
- 독과점구조하에서 경제적 초과이익(economic rent)이 발생할 경우 경영자의 사익 (private benefit of control) 추구가 용이해짐
- 경영자는 초과수익을 자신이나 노조, 외부세력 등 자신에게 우호적인 집단의 형성을 위해 사용할 가능성이 증가함
- 감독기능을 가진 규제기관도 은퇴 후 낙하산취임 등을 통해 이러한 사적 이익에 참여하게 되므로 이를 묵인하는 현상이 나타날 수 있음
- 경쟁이 미흡할 경우 금융회사가 제공하는 정보의 양과 질이 떨어져 자금조달비용이 증가하는 경향도 관찰됨 (Holmstrom(1982)<sup>33)</sup>, Hart(1983) 등)

### 3.2. 금융그룹 지배구조의 특성

- 금융그룹은 통상 지주회사 또는 모회사 산하에 자회사를 거느리고 있다는 점에서 지배구조상 단독기업과는 상이한 특성을 보임
- 이를 분석하기 위한 접근법으로 회사이론(firm theory)의 방법론에 따라 기업의 경영활동을 회사내부에서 생산요소를 조달하는 '회사적(firm) 거래(in-housing)'와 회사 외부에서 생산요소를 조달하는 '시장적(market) 거래(outsourcing)'로 분류함
- 예를 들면 금융업에 있어 유럽식의 본체내 겸업방식(universal banking system)에서는 은행, 증권, 보험의 업무와 상품을 모두 한 회사 내에서 조달하는 방식임
- 반면에 과거 한국과 같은 전업체제 또는 금융지주회사 체제에서는 다양한 금융상품과 서비스를 그룹 외부 또는 그룹내 여타 계열사에서 조달하는 시장적 거래라는 차이가 발생함
- 회사이론의 관점에서 금융지주회사는 흥미로운 사업의 형태로 그룹 내에 '회사적 거래'와 '시장적 거래'가 공존하는 특징을 가짐

---

empirical analysis, Working paper, Institute for Fiscal Studies.

33) Holmstrom, B.(1982), "Moral hazard in teams" Bell Journal of Economics, Vol.13, No.2, 324-40.

- 계열사들은 동일한 지배주주 하에 금융그룹의 일원으로서 공동의 목표를 추구한다는 점에서 하나의 '회사'로 이해할 수 있음
  - 반면에 각 계열사들은 독립된 법인격을 가진 주체로서 어느 정도는 자기 이익을 추구 하는 가운데 여타 계열사와 거래하게 됨
  - 따라서 금융그룹 또는 지주회사는 회사적 거래와 시장적 거래의 장단점을 모두 보유하는 특징을 가짐
- 아래에서는 회사적 거래와 시장적 거래의 특성 및 장단점을 파악함으로써 금융지주회사의 지배구조가 갖는 특징을 파악함

#### 가. 목표의 동질성 정도

- 고전적 이론에 따르면 회사의 구성원들은 공동의 목적추구에 따라 협조적 관계가 강화됨 (Adam Smith(1776)<sup>34)</sup>, Coase(1937)<sup>35)</sup>, Holmstrom and Tirole(1989)<sup>36)</sup> 등)
  - 회사내 임직원간 상호 신뢰성 증가로 회사의 특성에 맞는 전문성 고양과 자기계발과 같은 사전적 투자가 증가하는 장점이 있음
  - 반면에 회사는 다수가 공동으로 작업하는 'team'의 특성상 노력과 성과(input-output)간 관계가 모호해져 구성원에 의한 무임승차(free riding) 문제가 발생함(Holmstrom(1982))
- 반면에 시장적 거래에서는 각 회사의 단위별 성과가 명확하여 이에 따른 보상과 규율이 명확하다는 장점이 있음
- 다만 회사간 경쟁관계로 인해 hold-up 문제 발생할 수 있으며 양자간 신뢰부족으로 생산의 효율성을 높일 수 있는 사전적 투자가 감소할 수 있음

#### 나. 경제주체간 서열(hierarchy)의 정도

- 회사내부 거래에서는 직원간 상하서열이 있어 이해나 의견의 충돌이 발생할 경우 상위직급자에 의한 조정(coordination) 능력이 상대적으로 우수

34) Adam Smith(1776), "Wealth of Nations"

35) Coase, R.(1937), "The nature of the firm", Econometrica 4, 386-,

36) Holmstrom, B. and J. Tirole(1989), "The theory of the firm", in Handbook of Industrial Organization, edited by R. Schmalensee and R. Willig, North-Holland, 63-.

함 (Williamson(1985)<sup>37)</sup>, Chandler(1977), Hart and Holmstrom(1987)<sup>38)</sup>)

- 반면에 조직의 다단계화에 따른 보고단계의 증가와 대리인문제 등 비효율성이 증가하는 단점이 있음
- 시장적 거래에서는 거래자간 대등한 관계가 성립되나 갈등발생시 외부적인 법절차 등에 의존할 수밖에 없어 조정과 해결에 시간과 비용이 많이 드는 단점이 있음

#### 다. 계약관계의 장단기성

- 회사는 구성원 간 장기적 거래 관계(long memory)를 통해 정보를 축적함으로써 효율성 추구가 가능함 (F. Hayek, Fama(1980)<sup>39)</sup>, J. Tirole)
- 반면에 회사는 오랜 친분 등을 이용한 안주현상(entrenchment)이 나타나고 퇴출 등의 규율이 취약함
- 시장적 거래는 단기적 계약의 성격을 가진다는 점에서 제품과 서비스가 불만족스러울 경우 상대적으로 엄격한 규율(market discipline)이 작동하는 장점이 있음
- 다만 거래가 반복된다는 확신이 있지 않는 한 단기적 이익추구, hold-up 문제 등이 발생하는 단점이 있음

#### 라. 계약의 명시성

- 회사는 장기적 관계와 명성(reputation)에 기초한 비명시적 계약을 통해 상호간 거래비용을 줄이는 효율성이 있음 (대표적인 예로 보상과 승진 등을 명시화하지 않은 정규직 고용계약)(Hart and Moore(1990)<sup>40)</sup>, Williamson(1985), Harris and Raviv(1979)<sup>41)</sup>)
- 반면에 회사는 구성원 간 계약의 모호성을 악용한 도덕적 해이가 발생할

---

37) Williamson, O.(1985), The Economic Institutions of Capitalism, The Free Press.

38) Hart, O. and B. Holmstrom(1987) "The theory of contracts", in Advances in Economic Theory, edited by T. Bewley, Cambridge University Press

39) Fama, E.(1980), "Agency problems and the theory of the firm", J. of Political Economy, 88, 288-307

40) Hart and Moore(1990), "Property rights and the nature of the firm" JPE 98, 1119-.

41) Harris and Raviv(1979), "Optimal Incentive Contracts with Imperfect Information", Journal of Economic Theory, Vol.20, No.2, 231-.

수 있음

- 반면에 시장적 거래는 매우 상세하고도 명시적인 계약을 통해 계약의 이행을 담보할 수 있으나 동시에 계약관련 거래비용이 증가하는 단점이 있음

마. 여유자원(buffer/surplus)의 정도

- 회사는 기존사업에서 발생한 수익을 이용하여 고위험의 신사업진출이 용이하다는 단점이 있음 (삼성그룹의 반도체 사업 개발사례 등)
  - 반면에 부실기업에 지속적인 자금지원 등이 일어날 경우 자원활용의 비효율성이 증가하는 단점이 있음 (아시아금융위기와 재벌기업들의 부실화)
- 시장적 거래는 주주가 상이한 회사간에는 장기모험투자를 위한 잉여자원의 제공이 불가능하여 좋은 사업아이디어가 있다고 하더라도 신사업 진출이 어려울 수 있음

### 3.3. 금융그룹의 지배구조 이슈

- 금융지주회사의 지배구조 측면에서 위에서의 논의를 적용하면 회사적 거래와 시장적 거래의 양면적 특징을 갖는 금융지주회사는 다음과 같은 지배구조상의 취약점을 나타낼 수 있음

가. 주주권의 약화

- 경영의 다단계화로 지주회사의 주주는 실질적으로 자회사의 자산을 소유하나 지배력이 약화됨
  - 지주회사의 경영진도 자회사의 경영진과 마찬가지로 대리인(agent)이라는 점에서 지주회사의 주주들은 지주회사와 자회사 모두에 대해 지배권이 약화되는 문제가 발생함
  - 특히 지주회사와 자회사는 독립된 법인격을 갖게 되므로 이들 간 시장적 거래의 특성이 부각될 경우 지주회사는 자회사의 지배주주임에도 불구하고 자회사 경영에 대한 영향력이 약화되는 문제가 있음
- 현실적으로 금융지주회사의 주주는 자회사 임원의 임명, 자회사의 배당, 임

금, 자본구조 및 조달 등의 이슈에 있어 실질적 영향력이 없고 지주회사 또는 자회사 임원과 이해충돌의 가능성이 있음

- 자회사 임시주주총회의 소집권, 주주제안권, 자회사 이사의 위법행위유지 청구권, 대표소송제기권, 회계장부열람권 등도 행사할 수 없는 문제도 제기됨

#### 나. 경영구조의 중복성

- 금융그룹은 소유구조의 다단계화에 따라 지주회사와 자회사간 경영구조의 중복이 발생할 수 있음
- 자회사임에도 불구하고 개별법 등에 의해 자회사 이사회의 역할 및 권한이 적용되어 별도의 이사회를 유지하는 사례가 발생함
- 경우에 따라서는 지주회사와 자회사의 이사회간 경영목적과 선관의무의 대상 등이 달라지는 이해상충현상이 나타남 (자회사의 지주회사에 대한 배당 등)

#### 다. 조정기능의 약화

- 금융지주회사가 자회사에 대한 강력한 경영권을 확보하지 못할 경우 금융그룹내 계열사간 조정기능과 시너지가 약화됨
- 자회사는 상호협조하기 보다는 독립된 법인으로서 각자 동등한 위치에서 거래하려는 유인을 가짐
- 이에 따라 시장적 거래에서 나타나는 다양한 거래비용 발생과 거래거부(hold-up)현상도 발생할 수 있음
- 특히 자회사가 지주회사의 100% 자회사가 아닌 경우 고객, 비용 공유 등에 있어 이해상충과 소수주주보호 등의 문제가 발생할 수 있음 (극단적인 경우 배임의 문제도 발생)

#### 라. 대리인 문제의 심화

- 금융그룹에 있어 경영구조의 다단계화는 특히 자회사의 대리인 문제를 심화할 수 있음
- 국내법 및 판례상 법인격부인(piercing-the-corporate-veil) 제도가 적용되

지 않아 자회사 경영자의 배임행위 등에 대해 지주회사의 주주가 책임을 물을 수 없는 구조임

- 자회사의 이사가 배임 등의 위법행위를 하여 지주회사의 가치가 손상된다고 하더라도 다중대표소송 등이 도입되지 않는 한 금융지주회사의 주주들이 자회사 이사에 대해 손해배상을 구할 수는 없는 상황임
- 반대로 지주회사의 경영진이 자회사 경영에 대한 책임을 자회사 경영자에게 전가하고 회피할 가능성도 있음

### 3.4. 국내 금융지주회사의 지배구조 현황 및 평가

- 다음에는 금융지주회사를 중심으로 국내 금융회사 지배구조현황을 정리함

#### 가. 위원회 겸직 현황

- 이사와 경영진의 업무를 감독하는 감사위원회 위원이 업무 의사결정·집행을 담당하는 위험관리위원회 위원 등 평균 2.6개 위원을 겸직하고 있어 독립적인 감사기능 수행에 한계가 있음
- 무엇보다도 감사위원의 경우 여타 위원회 위원에 비해 상당한 시간의 투입과 감사관련 전문성이 요구되는 직책이라는 점에서 기존 위원들의 일부에 있어 업무수행에 한계가 있는 것으로 판단됨

<표 1> 금융지주회사 감사위원의 여타 위원회 겸직 현황

구분	감사위	겸직 위원회			합계	평균 겸직 수
		임추위	위험관리위	보수위		
위원 수(명)	30	20	12	17	79	2.6

자료: 금융지주회사 지배구조 운영실태 점검결과 및 향후 계획, 금융감독원, 2018

- 감사위원회 제도는 경영진과의 독립성이 강화된다는 장점은 있으나 비상근 감사위원의 투입시간과 정보접근성, 전문성 등에 심각한 한계가 있을 수밖에 없는 제도라는 점에서 한계가 있음
- 동 제도는 근본적으로 감사위원회의 구성과 운영이 경영진으로부터 독립적일 수 있도록 보장된 전통을 가진 미국식 제도라는 점에서 대륙법 전

통 하에 감사기능이 경영의 일부 기능으로 작동해 온 국내기업의 경영문화에 동 제도가 접목되는데는 상당한 시간이 소요될 것으로 평가됨

#### 나. 이사회 지원과 활동

- 일부 금융지주회사는 이사회 지원을 위해 별도의 사무국을 운영하고 있는 반면, 대부분은 경영지원부서 소속 직원이 이사회 일정·안전관리 등을 담당하고 있어 이사회업무 지원기능이 미흡한 것으로 평가됨
  - 금융지주회사들은 사외이사에게 경영정보 등을 분기당 약 1회 제공하고 있으나 경영전략, 위험관리 등 중요 의사결정에 필요한 정보는 내부보안 등을 이유로 매우 제한적으로 제공되고 있음
  - 사외이사에게 제공되는 정보는 이사회 개최시 안전의 의결과 이에 부속되는 자료 등이 주된 것으로 경영진이 보고받는 내용에 비해 매우 제한적임
- 특히 안전별로 다양한 대안과 이의 장단점 및 잠재적 경영위험요소 등에 관한 사항은 주로 경영진에 대한 내부보고 시에만 제공되고 이사회에서는 안전 의결을 위해 경영진이 최종적으로 선택한 대안만이 보고되는 한계를 가짐
  - 따라서 금융회사 업무에 정통하지 못한 사외이사의 경우 제시된 안전에만 기초하여 승인 여부를 결정하는 역할에 한정됨
- 사외이사는 사내이사와 동등한 책임과 권한을 가지고 있음에도 불구하고, 사외이사 역할에 대한 인식과 권한에 상응하는 책임성은 낮은 수준임
  - 최근 2년간 직무수행에 필요한 외부자문을 요청한 사례가 적고, 중요 경영현안 관련 자료나 자문을 적극적으로 요청하지 않고 있음
  - 이러한 소극적 참여의 문제를 개선하기 위해서는 이사회의 활동내역이 의사록 등에 의해 상세히 보고될 필요가 있으나 대부분의 이사회가 축약된 의사록을 유지하고 있음

#### 다. 사외이사 선임

- 상당수 금융지주회사가 사외이사 후보군 추천 시 주주 및 외부전문기관을 활용하지 않거나 사례가 미미한 등 후보추천경로의 다양성이 부족함

- 금융지주회사의 경우 일정 지분 이상을 가진 기관투자자 주주가 다수 존재함에도 불구하고 이들의 의견을 구하거나 사외이사후보 추천에 반영되는 경우가 거의 없음
- 사외이사 후보 선출을 위한 임원후보추천위원회에 최고경영자가 참여하는 등 절차의 투명성이 부족함 (참고로 HSBC, Citigroup, Barclays 등 글로벌 금융회사들은 CEO가 사추위에 미참여)

#### 라. 사외이사 평가

- 이사회 평가란 이사회의 활동 및 운영에 관한 객관적·정기적 평가로 이사회가 그 역할과 책임을 충실히 수행하고 있는지 평가하고 이사회 운영의 효율성을 제고하기 위한 개선방안을 지속적으로 모색하는 일련의 프로세스임
- 국내 대부분의 금융지주회사에서 사외이사 평가제도를 도입하고 있음
- 하지만 형식적이고 관대한 평가 등으로 거의 모든 사외이사들이 최고 평가 등급을 받고 있는 등 평가결과의 변별력이 거의 없고 활용도가 떨어짐
- 사외이사 평가의 참여자도 주로 이사로 제한되어 상호 이해가 충돌되는 측면이 있으며 보다 다양한 측면에서의 평가정보가 활용되지 못함
- 사외이사 평가결과를 연임, 교육 등에 활용하지 않고 있음

#### 마. 최고경영자 경영승계프로그램

- 일부 금융지주회사는 최고경영자 후보군에 대한 육성프로그램이 없거나 일반 경영진 육성프로그램과 별 차별성이 없이 운영함
- 모범규준 등에 따르면 임추위는 경영 연속성을 보장하고 우수인재를 발탁하기 위하여 잠재적 CEO후보군 선정과 경력개발, 교육, 평가 등 체계적 육성프로그램을 상시적으로 운영해야 하나 세부절차 마련, 이사회에 대한 운영실적 보고 등이 미흡한 것으로 평가됨
- 참고로 국내 금융지주회사의 최고경영자 경영승계절차는 평균적으로 임기 만료 40일전에 개시되고 있으나, 글로벌 금융회사는 장기간 연속된 검증(정기평가 및 이사회 소통 등)을 통해 최적합자를 선임하는 것으로 평가됨
- 글로벌 금융회사는 CEO교체시 체계적 경력개발 경로를 거치면서 육성

된 내부인재를 short list로 선정하고, 내·외부경쟁과 평가 등을 통해 재검증하여 CEO를 최종 선정함

#### 바. 성과보수체계

- 금융지주회사의 성과보수체계는 통상 기본급, 단기성과급, 장기성과급으로 구분되어 있고, 성과급의 이연지급, 손실발생시 환수방안을 포함한 성과급 제도에 대한 비교적 상세한 기준이 공개되어 상당한 투명성을 확보하고 있음
- o 다만 일부 금융지주회사는 회계오류 등 특정사유 발생 시 기지급 성과보수에 대한 구체적인 환수조건, 절차 등 조정 규정이 미흡하여 실제 사유 발생 시 지급된 성과금의 환수에 어려움이 있을 수 있음

### 4. 금융지주회사 이사회 운영 개선방안

- 국내 금융회사가 직면하고 있는 지배구조문제의 핵심은 주주의 권한과 역할 부재 문제임
- o 이는 지배주주가 없는 여타 민영화 기업의 지배구조 문제와 유사함 (POSCO, KT, KT&G 등도 외부세력에 의한 경영개입과 경영진 흔들기의 동일한 문제)
- 선진국의 경우 지배주주가 없는 다수의 소유분산기업(전문경영기업)이 존재하나 주주중심의 지배구조가 작동함으로써 이러한 문제를 완화하고 있음
- o 선진국과 국내상황의 주된 차이는 일정 지분을 가진 기관투자자 중심의 경영감시 기능이 작동하고, 이사회는 경영자 또는 여타 이해관계자들의 이해보다 주주의 이익을 우선시하는 선관의무에 충실하며, 이를 위반할 경우 주주대표소송 등에 의해 엄격히 규율되는 상황으로 판단됨

#### 가. 이사회의 주주대표성 강화

- 은행에 대한 소유규제가 있어 지배주주의 확보가 불가능하고, 대륙법체계 하에서 증거개시제도(discovery) 미도입 등으로 승소가능성이 낮은 주주대표소송 등 민사적 규율이 작동하기 어렵다는 점에서 '**이사회의 주주대표성**

**확보를 통한 이사회 경영감시기능 강화**가 최선의 대안인 것으로 판단됨

- 이사회 주주대표성 강화는 현재 금융지주회사 지배구조의 대표적 문제점으로 지적된 이사회 포획(capture)을 통한 CEO의 셀프연임 문제, 사외이사의 자기권력화 문제, 외부세력에 의한 경영개입문제를 모두 해결할 수 있는 대안임
- 스웨덴을 필두로 유럽대륙 국가들에서는 2000년대 초반부터 경영진에 의한 이사회 포획문제를 해결하기 위하여 지분을 상위 순으로 주주대표가 추천하는 5명의 위원이 이사추천위원회(Nomination Committee)를 구성하고, 동 위원회가 주주총회에 이사후보를 추천하는 제도를 도입하여 상당히 긍정적인 평가를 받고 있음<sup>42)</sup>
- 국내의 경우 그 성격은 다소 상이하나 우리은행의 경우 민영화 과정에서 민간자본의 유치를 위해 일정 지분 이상을 가진 투자자들에게 사외이사를 추천할 수 있는 권한을 제공하여 긍정적인 효과를 도출하고 있는 것으로 평가됨

#### **<참고 3> 우리은행 민영화 사례**

- 2016년 우리은행은 민영화 과정에서 4% 내외의 지분을 가진 5대 주주가 5명의 사외이사후보를 추천함
  - 이는 스웨덴의 이사추천위원회(nomination committee) 사례 등 북유럽의 기업지배구조 유형과 유사함
  - 이후 우리은행은 이후 채용비리로 인한 행장사퇴라는 극단적 상황에도 불구하고 외부개입 등의 큰 논란 없이 후임행장의 순조로운 선임에 성공함
- 일부 금융회사 주주의 경우 은행과의 전략적 제휴나 거래를 통한 이익추구의 가능성이 존재하나 이는 전략적 제휴 또는 conglomerate 구조 하에서는 상존하는 이슈로, 경쟁경쟁 구조 또는 주주 간 상호견제로 특정 주주의 심각한 사익추구문제는 통제가 가능한 것으로 판단됨

42) George W. Dent Jr.(2012), Corporate Governance: The Swedish Solution, Case Western University School of Law, [george.dent@case.edu](mailto:george.dent@case.edu),

#### <참고 4> 북유럽 국가의 이사추천위원회

- 스웨덴의 경우 2004년 주주로 구성된 이사추천위원회 제도를 도입하여 지배구조 모범규정에 포함함으로써 상당한 집행력을 확보함
  - 독일 Henkel 社の 경우 정관에 주주위원회(Shareholders' Committee) 제도를 도입하여 주주총회에서 참여 주주를 선임하며 이는 이사의 선임 및 해임 뿐만 아니라 경영 전반에 대한 권한과 책임을 담당함
- 위원 추천에 참여하는 주주의 지분 총합은 대개 15~20% 수준임
  - 일부 회사의 경우 소수주주 대표 1인이 이사지명위원회에 참여함
- 일례로 스웨덴 최대 은행인 Swedbank는 지분율 상위 4인의 주주를 대표하는 4인과 이사회 의장이 이사추천위원회의 위원으로 참여함
  - 만약 이사추천위원회의 위원 중 결원이 발생하는 경우에는 위원회가 해당 위원을 대체할 위원을 선임함
  - 대체할 위원은 동일한 주주를 대표하는 다른 위원이 될 수도 있고, 지분율 상 차(次) 순위의 주주를 대표하는 위원이 될 수도 있음
  - 이사회 의장은 동 이사추천위원회의 위원장이 될 수 없으며, 나머지 위원 4인 중 1인을 위원장으로 선임함

**<표 2> Swedbank 이사추천위원회의 구성**

위원	지명 주주	주주 지분율(%)
Lennart Anderberg (이사추천위원회 위원장)	Föreningen Sparbanksintressenter	8.55
Ramsay Brufer	Alecta	4.15
Jens Henriksson	Folksam	9.27
Johan Sidenmark	AMF Försäkring och Fonder	4.39
Anders Sundström (Swedbank 이사회 의장)		

출처 : Swedbank 홈페이지(www.swedbank.com)

주 : 지분율은 2014년 12월 기준

- 국내에서도 북유럽국가들의 사례와 유사하게 정관상 1% 이상의 지분을 가

진 주주들이 참여하는 주주위원회(shareholder committee) 제도를 도입할 수 있을 것임

- 금융지주회사의 정관에 동 제도의 도입을 명시하거나 금융회사 지배구조 모범규준 등에서의 권고사항으로 제도활용의 근거를 마련할 수 있을 것임
  - 동 위원회는 이사후보를 추천하고 이사회는 가능한 이를 수용하거나 별도의 후보군과 함께 평가하여 최종후보를 선임함 (최근 현대자동차 그룹은 사외이사 선임 시 주주추천 후보를 공모한다는 계획을 발표하고 실제로 주주추천 사외이사를 선임한 사례가 있음)
- 이사회는 주주대표성을 강화하는 보다 소극적인 방안으로 보다 광범위한 범위의 주주를 대상으로 '이사후보 주주추천제도'를 활용할 수 있음
- 국내의 경우 KB금융지주회사에서 사용하는 방안으로 이의 장점은 보유지분과 상관없이 다수 주주에게 이사후보의 추천기회가 제공된다는 점임
  - 다만 경우에 따라 자격이 부족한 후보가 추천되고 검토과정을 거쳐야 하는 문제점과 함께, 주주추천 후보가 이사로 선임될 경우 동 이사는 누구에게 책임을 지는 가(accountable to whom?)라는 점이 모호하여 주주대표성이 과연 확보될 것인가라는 의문이 제기됨
- 이사회는 주주대표성 확보를 위해서는 경영자와 이사회는 책임과 역할이 중요함
- 장기적으로 소유가 분산된 금융회사의 경영진 및 이사회는 1% 이상 지분을 가진 (핵심)주주군을 형성하기 위한 노력을 경주할 필요가 있음
  - 필요시 자사주 매입, 제3자배정 유상증자 등을 통해 투자자를 유치함
  - 핵심주주에게는 이사추천권, 협력적 사업기회 등과 같은 당근을 제공하고, 핵심주주는 경영감시역할 뿐만 아니라 후계자 승계 등의 과정에서 금융회사를 외부세력의 부당한 개입으로부터 보호하는 기능을 수행함
  - 특히 지배구조의 취약성, 규제위험 등에 기인하여 상대적으로 매우 낮은 PBR (금융지주회사의 경우 평균 0.5 내외)을 보여주고 있는 국내 금융회사는 지배구조 개선으로 주가상승시의 자본이득 가능성이 중요한 유인책이 될 수 있을 것임
- 핵심주주에 의한 사외이사 추천에 있어 가장 중요한 역할을 수행할 주체는 바로 국내외 기관투자자임

- 하지만 국내 연기금의 경우 감독당국 등의 영향 하에 있다는 자체의 지배구조 문제가 있다는 점에서 이사후보 추천에 논란이 있을 수 있음
  - 적극적인 주주권 행사를 통해 수탁자 선관의무를 이행하는 스튜어드십 코드의 도입 배경하에서 연기금 주주의 경우 직접 추천권을 행사하기 보다는 1) 외부전문가로 구성된 주주권행사위원회(가칭)을 구성하여, 2) 동 위원회가 지배구조상 문제가 있다고 판단되는 금융회사의 경우에 한하여 이사후보를 추천함으로써 논란을 완화할 필요가 있을 것임
- 주어진 한국적 기업경영문화와 법제도 환경 등을 고려할 때 정관에서 주요 주주로 구성된 '주주위원회'의 구성을 규정하고 이를 통한 사외이사후보 추천제도를 이사회의 이사후보추천제도와 병행함으로써 이사회의 주주대표성을 강화할 수 있을 것으로 평가됨
- 다른 대안으로는 주요주주에게 이사후보를 추천하도록 적극적으로 권유하는 제도를 활용할 수 있을 것임
- 제도적으로는 거래소의 상장규정이나 지배구조가이드라인, 지배구조 모범규준 등을 통하여 '주주위원회' 구성을 권고함으로써 제도실행의 기반을 제공할 필요가 있음
- 기업지배구조의 중요한 문제는 회사가 회사의 주인인 주주의 뜻과는 다르게 경영된다는 '대리인 문제'라는 점에서 회사경영에 있어 주주대표성 확보는 가장 핵심적인 지배구조 개선방안임
  - 소유가 분산된 금융회사의 경우 가장 심각한 지배구조 문제도 바로 주주대표성이 취약하다는 것으로 지배주주가 없는 금융회사의 경우 '주주대표성' 확보는 이사회를 통해 구현될 수 있으며, 이사회가 주주의 이익에 충실할 수 있도록 이사회를 구성하는 것임
  - 이사회의 주주대표성을 확보하게 될 경우 정부나 규제당국이 다양한 경로를 통하여 금융지주회사의 지배구조에 개입한다는 시장의 의심을 최소화하는 효과를 가짐

<표 3> 주요 금융회사의 5% 이상 주주 현황\*

금융회사	5% 이상 주주
우리은행	예금보험공사(18.52%), 국민연금(9.45%), 노비스1호유한회사(6.0%)
신한지주	국민연금(9.55%), BlackRock Fund Advisors(5.13%)

하나금융지주	국민연금(9.64%)
KB금융지주	국민연금(9.79%), JP Morgan Chase Bank(6.65%)
BNK금융지주	국민연금(12.52%), 롯데제과(주)외 특수관계인(11.33%), (주)파크랜드외 특수관계인(6.30%), Harris Associates L.P.(5.03%)
DGB금융지주	국민연금(8.13%), 삼성생명보험(6.95%)
JB금융지주	Jubilee Asia B.V.(8.43%), 삼양바이오팜(8.39%), 수당장학회(0.57%), Singwand Holding Pte Ltd.(6.67%)

\* 출처: 2017년 9월 30일 기준 분기보고서(dart.fss.or.kr). 관련 규정상 현재 5% 이상 주주만 보고의무

- 또한 사외이사후보 추천 등 외부주주의 적극적인 경영참여를 유도하기 위해서는 5% 이상 주식보유시 단순투자가 아닌 경영참여목적으로 지분을 보유할 경우 강화되는 공시의무의 완화가 절대적으로 필요함
- 동 5% 공시률은 적대적 M&A가 빈발하는 미국의 경우 도입된 제도로 유럽의 대부분의 국가는 존재하지 않거나 경영참여행위를 하더라도 추가적인 공시의무가 부여되지 않는 제도임
- 무엇보다도 국내에서는 배당요구를 제외하고 이사후보추천 등 거의 모든 주주권행사 행위가 경영참여행위로 정의됨으로써 기관투자자의 주주권 행사에 심각한 장애요인으로 작용하고 있음
- 적대적 M&A를 통한 경영권 탈취사례가 거의 전무한 한국적 상황에서 경영참여에 따른 5% 공시의무의 추가적 부담은 과도한 경영권보호의 수단으로 판단됨

#### 나. 이사회 성다양성(gender diversity) 제고

- 국내기업은 여전히 매우 소수의 여성임원이 존재하고 이사회 경우도 성다양성이 부족한 것으로 평가됨
- 국내 상장기업의 이사회 여성이사 비율은 2.4%에 불과하고 KOSPI200 기업의 경우 불과 22사만이 여성이사를 선임함
- 성다양성을 주요한 국가정책으로 추진해 온 유럽국가의 경우 상장기업 이사회 32%가 여성으로 구성되어 있으며, 미국의 경우는 14%가 여성으로 구성됨<sup>43)</sup>

43) 미국의 캘리포니아 주(州), 메사추세츠 주(州), 일리노이 주(州), 펜실베이니아 주(州)는 최근 여성임원 의무 할당 방안이 담긴 임의규정(nonbinding measures)을 통과시킴

- 최근의 연구결과에 따르면 지배구조가 좋은 국가의 경우 이사회 여성이사 비율과 기업 성과 간에 통계적으로 유의한 양의 관계에 관찰됨(Post and Byron(2015))<sup>44)</sup>
  - 미국 주요기업의 임원들에 대한 PWC조사결과에 따르면 설문 응답자들은 성다양성을 가장 중요한 요소로 판단함<sup>45)</sup>
- 해외의 경우 성다양성은 기업지배구조 모범규준 뿐만 아니라 법제화 등을 통하여 진행되고 있음
  - 유럽연합(EU)의 경우 법제화에 의해 이사회 여성할당제가 도입됨
  - 미국 등 영미법 국가의 경우는 모범규준에서의 권고 등 시장의 자율적 기능을 통해 성다양성을 추진하는 경향을 보임
  - 일본은 기업지배구조 모범규준에서 이사회 성다양성 내용을 포함시키는 등 상장기업의 여성임원 확대 방안을 모색하고 있는 가운데 2017년 일본 경제산업성(Ministry of Economy, Trade and Industry, METI)은 「The Diversity 2.0 Action Guidelines」을 발표한 바 있으며, 2020년까지 여성임원 비율을 10%로 확대해나갈 예정임
- 연기금 등의 기관투자자, 의결권 자문기관 및 행동주의 기관투자자들도 투자대상기업의 이사회에 대해 성다양성을 요구하는 추세임<sup>46)</sup>
  - 미국의 경우 연기금을 중심으로 여성임원 비율이 높은 기업에 투자하도록 권고하거나 여성임원 비율이 낮은 기업에 이사회 성 다양성을 요구하고 있음
  - 일본의 연기금 등은 이사회 다양성 지수에 대한 투자를 확대하고 있으며, 일본은행(Bank of Japan), 일본공적연기금(GPIF) 등의 경우 MSCI Japan Empowering Women Select 지수에 대한 투자비중을 확대하는 추세임
- ISS보고서에 따르면 여성임원의무할당제를 도입한 국가의 이사회 내 여성임원 비율은 그렇지 않은 국가보다 높은 것으로 나타남<sup>47)</sup>
  - 다만 미국과 영국은 이사회 내 여성임원 의무할당제를 도입하지 않은 국

44) Post, Corinne and Kris Byron(2015), "Women on board and firm financial performance: A meta-analysis", The Academy of Management Journal, 58(5), October 2015

45) "The governance divide, Boards and investors in a shifting world", PWC's 2017 Annual Corporate Directors Survey

46) <https://corpgov.law.harvard.edu/2018/06/04/the-hypocrisy-of-hedge-fund-activists/>

47) Gender Diversity on Boards, 2014.09.25., ISS

가임에도 불구하고 기업지배구조 모범규준에서의 권고, 기관투자자의 적극적인 요구, 캠페인 등을 통해 여성임원 비율을 확대하려는 노력을 경주하고 있음

- 영국의 경우 “30% Club” 주도로 2010년부터 여성임원 비율을 30%까지 높이자는 캠페인을 시작한 바 있음

<표 4> 해외의 이사회 여성이사할당제 및 여성임원비율 현황

국가	미국	영국	호주	독일 <sup>1)</sup>	벨기에	프랑스, 노르웨이	인도
최소여성 이사비율	no quotas	no quotas	30%	30%	1/3	40%	1명이상
근거규정	-	-	모범규준 <sup>2)</sup>	법	법	법	법
여성이사 비율현황	14.2%	20.3%	20.4%	19.5%	27.6%	42%	12.4%

<sup>1)</sup> 감독이사회 기준

<sup>2)</sup> Australian Securities Exchange, Corporate Governance Principles and Recommendations

\* 출처: Women in the boardroom 'A global perspective', 2017, Deloitte,

- 주요 선진국의 경우 이사회의 여성이사 비율이 평균 20%를 상회하는 가운데 국내 금융지주회사에서도 여성이사의 비중을 높이는 방안을 추진할 필요가 있음
- 여성이사의 경우 상대적으로 규율성(discipline), 기업의 사회적 책임, 모험 경영보다는 안정적 경영에 대한 선호 등의 장점을 갖는 것으로 판단됨
- 여성이사의 확대를 위해서는 단기적으로 금융회사지배구조 모범규준 등에서 성다양성에 대한 보다 강력한 권고사항으로 포함할 수 있을 것이며 장기적으로는 경성규범화를 검토할 필요가 있음

#### 다. 이사회 평가제도 개선

- 다소 형식적으로 이루어지고 있는 이사회 평가를 보다 효과성 있는 제도로 개선할 필요가 있음
- 평가의 주체 확대

- 경영진, 사외이사 뿐만 아니라 이사회를 지원하는 사무국임직원도 평가에 참여할 필요가 있음
- 평가절차의 객관성 확보를 위하여 외부의 전문기관이 평가를 주도할 것을 권고함

- 평가의 대상

- 기본적으로 이사회 및 이사회의 위원회의 구성과 운영에 대해 평가하며 개별 이사에 대한 평가도 필요함
- CEO승계, 임원의 성과평가 및 보수의 결정 등과 같이 핵심적인 이사회 활동에 대한 평가도 필요함

- 평가절차 및 평가결과의 공개

- 이사회 및 위원회에 대한 평가모형, 평가절차 및 평가 결과를 공개함으로써 주주 및 투자자들이 이사회 운영 현황을 파악하는데 도움을 줄 수 있을 것임
- 평가결과가 외부에 공개될 경우 이사회 활동 개선에 대한 압박으로 작용하여 이사회 활동을 개선하는 효과가 기대됨
- 평가결과의 공개는 연차보고서의 '기업지배구조현황 CEO보고' 등의 부분에서 비교적 상세히 논의하고 개선방안을 언급할 수 있을 것임

라. CEO 승계의 투명성과 독립성 확보 (핸드북 참조)

## 5. 결론

- 한국기업지배구조원 등 외부평가기관의 지배구조평가에 따르면 국내 금융지주회사의 지배구조는 여타 일반기업에 비해 우월하다고 평가됨
- 높은 사외이사비중, 독립적인 내부감사제도, 감독당국 등에 의한 건전성 규제와 외부감사, 엄격한 공시시스템 등이 상대적으로 잘 정착되어 있음
- 또한 지배주주가 존재하는 회사에서 흔히 관찰되는 일감몰아주기, 친인척 고용, 부적절한 보상 등 오너경영자의 사익추구 문제는 거의 관찰되지 않음
- 국내 금융지주회사는 기업지배구조에 있어서 뿐만 아니라 근로자 권익 보호 등 사회적 책임경영 등에 있어서도 일반회사에 비해 우월하다는 평가를 받음

- 소유가 분산된 금융지주회사 지배구조상 핵심문제는 경영권 승계와 임원선임으로 평가됨
  - 형식적으로는 이사회와 주주총회의 승인과정을 거치고 있지만 후보추천과정에서 외부세력에 의한 경영자선임 과정에의 개입에 대한 의혹이 끊임없이 제기됨
  - 기업경영에 있어 외부세력의 개입은 조직효율성의 핵심인 조직내 서열(hierarchy)을 붕괴함으로써 특히, 다단계화 되어 있는 금융지주그룹의 경영에 심각한 비효율을 초래함
  - 금융지주회사 회장과 은행 등 자회사간의 관계에 있어 겸임여부의 논란이 끊임없이 제기되는 것도 결국은 금융지주그룹 내 서열구조가 취약하기 때문임
  
- 이러한 지배구조 평가결과는 현재까지 추진되어 온 지배구조개선방안의 작동에는 한계가 있음을 시사함
  - 지배구조이론에서 제시되듯이 금융회사의 지배구조문제는 결국 주주의 부재 문제에 기인하며 핵심개선의 방향은 주주권 강화임
  
- 본 보고서에서는 은행 등에 적용되는 소유규제 하에서 이사회와 주주대표성 강화만이 유효한 대안임을 제안하고 있음
  - 미국 등 지배구조 선진국에서는 지배주주 부재에 따른 지배구조문제를 기관투자자 주주에 의한 경영참여, 주주제안 등에 의한 이사후보의 추천, 이사의 선관의무 불이행시 민사소송 등 엄격한 법적책임 부여를 통해 해결하고 있음
  - 국내 제도상 기관투자자가 주주로서 적극적인 경영참여활동을 수행하기까지는 상당히 오랜 시간이 걸릴 것이며, 이사에 대한 책임추궁에 있어 주주소송 등 민사구제의 활성화도 법제도의 개편 등 시간이 많이 소요될 사안으로 예상됨
  - 스웨덴 등 북구의 유럽국가에서 지배구조 문제를 해결하기 위한 수단으로서 핵심주주들로 구성된 '주주위원회' 또는 '이사추천위원회'를 통해 이사후보를 추천함으로써 상당한 성과를 보이고 있는 것도 유사한 법제도 환경을 가진 한국에 많은 시사점을 제공함
  
- 제도적으로는 거래소의 상장규정이나 지배구조가이드라인, (금융회사) 지배

구조 모범규준 등을 통하여 '주주위원회' 구성을 권고함으로써 제도실행의 기반을 제공할 필요가 있으며, 장기적으로는 유럽식으로 경성규범화 할 필요가 있음

- 또한 외부주주의 적극적인 경영참여를 유도하기 위해서는 5% 이상 주식 보유시 단순투자가 아닌 경영참여목적으로 지분을 보유할 경우 공시의무가 강화되는 현행규제의 완화가 절대적으로 필요함