

## 일본의 기업지배구조 개혁

\* 이 자료는 미야지마히데아키(宮島英昭)일본 와세다대학 교수와 다나카와타루(田中亘)일본 도쿄대학 교수, 니콜라스베네슈(Nicholas E. Benes)일본 국제대학 교수가 각각 일본경제신문 경제교실: 기업통치개혁의 논점(상) : 리스크 경영('14.8.6)」, 기업지배구조 개혁의 논점(중) : 긴장감 있는 대화를 촉진('14.8.7)」, 기업지배구조 개혁의 논점(하) : 독립이사 1/3이상으로 ('14.8.8)에 기고한 내용을 요약, 정리한 것임

- 2014년 2월 투자가의 행동규범인 스튜어드쉽 코드가 책정된데 이어, 6월에는 기업지배구조 코드 책정 선언 등 일본의 기업지배구조 개혁에 결정적 계기가 될 조치들이 발표
- 이 2가지 코드는 ①주식의 장기보유, ②종업원의 경영 참여 등 일본기업의 이점을 유지, ③외부주주의 이익 중시, ④주주와 여타 이해관계자들의 이익 균형 실현에 자동차의 양륜과 같은 역할을 수행
- 그러나, 기업지배구조 코드는 앞으로 구체적인 지침을 책정해야 하는데, 사외이사제도의 운영방안이 그 핵심이며, 스튜어드쉽 코드는 그 자체에 한계도 있는 만큼 몇 가지 보완이 필요하다는 지적

- 그동안 기업지배구조와 관련된 일본의 개혁과제는 ①주식의 장기보유, ②종업원의 경영참여 등 일본기업의 이점을 유지하면서 ③외부주주의 이익을 보다 강하게 반영시켜, ④주주와 여타 이해관계자들의 이익을 균형시키는 것 등으로 집약될 수 있음
- 이 같은 개혁과제 해결에 결정적인 계기가 될 수 있는 것이 2가지 코드임

- 하나는 투자가들의 행동규범인 일본판 스튜어드쉽·코드\*(Stewardship)로서 금년 2월에 공표된데 이어, 다른 하나는 6월 24일 통과된 개정 회사법에서 기업지배구조 코드 책정을 선언한 것임

\* 스튜어드쉽 이론(Stewardship Theory) : 대리인 이론이 주주와 경영자의 대립적 관계를 설명하는데 비하여 주주와 경영자의 이해가 다르지 않는 경우에 적용하는 이론으로서, 가족경영의 경우 창업자와 경영자가 일치할 가능성이 높는데, 이 경우 장기적인 성과가 높아진다는 것을 설명

## 1. 스튜워드 쉽 코드

### □ 일본판 스튜워드 쉽·코드의 책정과 한계

- 동 코드는 투자자들이 기업과의 대화를 통하여 기업의 지속적 성장을 촉진하는 것을 추천하고 있음
  - 투자자들과 기업과의 대화는 이른바 긴장감 있는 대화로서 기업경영의 효율성을 가져다줌으로써 기업의 지속적 성장을 가능케 함
  - 긴장감 있는 대화란 투자대상기업에 대한 투자자들의 요구가 실현되지 않는 경우에 경영진과 대립된 주주권행사 가능성을 수반하는 대화를 말함
- 동 코드는 또 투자자에 대하여 이익상반의 관리나 의결권 행사, 행사결과 공표에 관한 방침을 공시할 것으로 요구하고 있는데, 6월 시점에서 약 130개 기관이 받아들여졌다는 의사를 표시
- 동 코드가 기관투자자들이 투자대상기업에 대한 감시를 강화함으로써, 주주와 여타 이해관계자들의 이익을 균형시키는 계기로 작용하나, 대화를 통한 기관투자자들의 감시강화라고 하는 점에서 본질적인 한계가 있음
  - 본래 주주가 지속적 성장에 관여하기 위해서는 장기보유 약속이 필요하기 마련이나, 투자고문의 기본적인 비즈니스모델은 분산투자에 의한 리스크 회피에 있으며 장기보유는 약속하지 않음
  - 평균 보유기간이 1년 정도로 짧은 액티브운영 중심의 기관에게, 기업의 중장기적인 성장을 고려한 대화를 요구하기는 어려움
  - 또 주가지수의 구성종목을 기계적으로 선별하는 인덱스펀드의 운영기관도 대화에 필요한 코스트 지불에 한계가 있음
- 다만, 대화를 통한 감시 강화에는 장기투자를 약속하는 보험회사 등의 주주참가가 필요한데, 말하지 않는 주주라고 불리고 있던 보험회사가 코드를 받아들이기로 한 것은 환영할 만한 일이며, 앞으로는 은행의 대응도 초점이 될 것임

### □ 향후 보완·개선이 필요한 관행·제도

- 문제는 대화를 촉진하는 환경정비가 급선무인 바, 대화추진에 지장이 되고 있는 현행 관행 내지는 제도의 개선이 필요함

## □ 주주총회 일정

- 첫째는, 정기 주주총회의 기준일과 개최일에 관한 관행으로서, 기업이 정관변경으로 기준일을 예를 들면 5월말부터 6월말로 하여 7~8월에 걸쳐 총회를 열게 하면 의안을 둘러싼 투자가와 기업간 대화를 촉진할 것으로 기대
- 종래 일본의 상장기업중 약 80%는 매년 6월에 주주총회를 개최, 그 중 90%이상이 6월 하순임
- 이전에는 주주총회가 6월 특정일에 집중, 주주들의 출석기회를 빼앗았다고 하는 점에서 문제가 되었으나, 집중일 개최 경향은 최근 10년정도 상당히 완화되고 있음
- 그러나 집중일을 피하는 기업도 대부분은 6월 하순에 개최, 주주총회가 그 시기에 집중되는 경향에는 큰 변화가 없음
- 이는 각 기업들이 정관에 의해 주주총회의 의결권이나 배당 수령권을 가진 주주를 확정하는 기준일을 사업년도의 말일(결산일, 대다수는 3월말)로 정하고 있기 때문임
- 회사법상 기준일은 권리행사일 전 3개월 이내로 하지 않으면 안되기 때문에 3월말을 기준일로 하면 6월말까지 총회를 개최해야만 함
- 결산서류 작성이나 감사 소집통지 작성에 필요한 기간을 고려하면 6월 하순 개최가 무난함
- 그러나 의결권 및 배당수령권의 기준일을 결산일로 하는 것은, 법률상의 요건은 아님
- 결산일을 기준일로하기 위해, 결산일로부터 3개월 이내라고 하는 매우 타이트한 일정으로 총회를 해야만 함(구미기업은 4~5개월 후가 보통)
- 그 결과 개최시기가 집중되는데다 소집통지로부터 개최일까지 기간도 짧아져 투자가가 의안을 정밀히 조사한다든지 기업과 대화를 하는 시간이 충분하지 않게 되는 문제가 발생하고 있음

## □ 대량보유 보고제도

- 둘째는, 대량보유 보고제도에 있어서 공동보유자 개념의 재검토 및 명확화임
- 불분명한 공동보유자 개념이 다수의 기관투자자들에 협조하여 기업과 대화할 때 장애가 되고 있기 때문임
- 금융상품거래법상, 상장기업 주식의 5%이상 취득하는 자는 원칙적으로 5일 이내에 대량보유보고서로 공시해야만 함

- 다수의 주주가 공동으로 주주로서 의결권과 기타 권리를 행사하는데 합의하는 경우, 그것들은 공동보유라고 하여 보유주식을 합산하여 보유비율을 계산하는 것으로 되어 있음
- 그러나 우선 이 규제는 주주로서의 권리를 공동으로 행사하는 합의를 한자는 모두 공동보유자로 하는 점에서 너무 광범위하며 투자자들의 사무부담은 무시할 수 없음
- 등기이사의 과반수 교체를 공동으로 제안하는, 지배권 변동은 가져오는 행사라면 몰라도, 예를 들면 공동으로 지배권 증대를 제안하는 경우까지 적용할 필요는 없음
- 나아가, 공동행사에 관한 합의가 의미하는 바를 명확히 해야 함
- 합의라 함은 단순히 의견교환이 아니고, 상호 상대방에 대하여 자기의 장래 행동을 약속하는 것을 의미함
- 예를 들면, 주주제안을 한 주주가 기관투자자들에 대하여 제안에 대한 찬성을 요구한 경우, 예컨대 기관투자자가 명확히 찬성 의사를 표했다 하더라도, 이를 가지고 합의라고 해석해서는 안 됨
- 고객에 대한 의무를 지는 기관투자자들은 일단 찬성의사를 표했다 하더라도, 그 후 검토하여 반대하는 것이 고객을 위해 바람직하다고 판단된 경우, 주주총회에서 제안에 반대해야 함
- 따라서, 기관투자자들이 명확히 찬성의사를 표한 경우라도 그것은 상대방에 대한 찬성 의결권행사 약속은 아니고 단순히 의견표명으로 해석해야 함
- 그렇지 않으면, 제안을 둘러싼 투자자들끼리의 대화가 항상 합의될 위험이 있어, 투자자들이 협조하여 기업과 대화하는 것이 매우 어렵게 됨

## □ 투자가 보호규제

### ○ 셋째는 투자가 보호규제의 재검토임

- 미국과 영국에서는 투자자들의 협조는 협동 액티비즘 등으로 불리고 있는데, 일본에서는 별로 보급되지 않고 있어, 이와 같은 규제가 장애가 될 가능성이 있음
- 투자가 보호를 위한 규제도 투자자와 기업간 대화를 저해하게 될지도 모른다는 관점에서 재검토가 필요함

## 2. 기업지배구조 코드

### □ 기업지배구조의 강화와 코퍼레이트거버넌스 코드 책정

- 일본부흥전략 개정판에서는 금융청과 동경증권거래소를 공동사무국으로 하는 전문가회의가 금년 가을을 목표로 지침의 기본적인 내용을 정리, 내년 주주총회 시점에 맞춘 지침책정을 지원하게 되어있음

#### □ 기업지배구조 코드책정 선언의 4가지 주안점

- 이번 코드 책정 선언은 일본의 기업지배구조에 큰 변화를 가져올 수 있는 절호의 기회로서, 다음 4가지 점이 특히 주목을 요함
  - 첫째, 지침의 내용에 일본기업의 실정 등에 따라, 국제적으로도 평가를 받을 수 있는 것으로 한다고 하는 기준을 만든 것임
  - 둘째, 지침이 강제력은 갖지 않고, 동경증권거래소의 상장규칙에 따라 상장기업에 대하여 준수토록 하고, 따르지 않는 경우에는 이유를 설명토록 하는 룰을 도입한 것임
  - 셋째, 자민당 일본경제재생본부가 정리한 일본재생비전을 기본으로 한 것임
    - 비전에는 2명 이상의 독립 사외이사 확보를 비롯, 상당히 상세한 지침 사례가 기록되어 있음
  - 넷째, 일본의 기업지배 기반정비에 관한 책임 소재가, 산업계와 깊은 관련이 있는 경제산업성으로부터 투자가 보호와 금융시장 원활화에 대한 법률상 의무를 지고 있는 금융청에 명확히 이관되어야 한다는 것임
- 이러한 것들은 일본 정부가 본격적인 기업지배구조 개혁을 목적으로 하고 있음을 보여줌
  - 예를 들면, 일본부흥전략 개정판은 사외이사의 적극적인 활용을 언급하고 있음
    - 일본정부가 내부출신 업무집행이사에 관하여 그들만으로는 그들을 감시할 수 없는 것도 있다고 공공연히 인정한 것은, 보다 좋은 기업지배구조를 요구하여 여타 국가에서 30년 이상 계속된 논의에 일본이 참여하고 있음을 의미
- 세계적으로 사용되고 있는 기업지배구조의 개념에 오랫동안 눈감아왔던 일본이, 자본시장의 효율과 투자가 보호를 우선하는 기업지배구조를 가진 보통 국가로 바뀔 수 있는 절호의 기회라고 국내외 투자자들은 보고 있음
- 현재 일본 외에 대부분의 국가에서 지침 또는 그에 상응하는 것이 책정되고 있음
  - 대략적으로 보면, 지침은 기업지배구조에 관하여 상장기업이 목표로 해야 할 행동기준이라고 할 수 있는데, 이의 100%준수를 법적인 의무로 하는 나라는 거의 없음

- 그러나 지침의 공시는 투자자들이 각 기업의 지배구조나 공약을 확인하는 유익한 요소가 됨
- 지침에 따르지 않는 이유가 설명됨으로써, 투자가들과 기업간 깊은 대화나 의견교환도 가능함
- 투자가들은 지침의 공시내용을 어느 기업의 주식을 매매할 것인가의 판단재료로 할 수 있음
- 예를 들면 독립성이 있는 지명위원회가 설치되지 않으면, 그것을 감안하여 의결권을 행사할 수 있거나 기업의 임원연수방침 공시를 보고 새로운 이사를 승인할 것인지 여부도 판단할 수 있음
- 즉 투자가들의 판단에 유익한 영향을 미치게 되며, 그 결과 투자가들이 신뢰할 수 있는 기업이 적절하게 평가되어 일본주식시장에 대한 투자가들의 신뢰도 향상됨

#### □ 기업지배구조 지침과 스튜어드 쉽 코드와의 관계

- 장기보유를 상정한 스튜어드 쉽(자산관리자로서의 다짐)의 실천이나 대화는 투자가들이 기업으로부터 의미있는 정보를 얻어 비로서 가능하게 된다는 점에서, 지침과 투자가들의 행동규범은 자동차의 양륜 기능을 함

#### □ 향후 지침의 운영방안

- 앞으로 일본의 기업지배구조 지침이 국제적으로도 평가받을 수 있게 하기 위해서는, 일본의 금융청과 동경증권거래소가 지침의 원칙과 기본적인 내용 등 지침의 운용방안을 마련해야 하는데 그중 핵심적인 사항이 이사회의 운용임

#### □ 이사회의 운영 방향

- 우선 이사회는 회사의 업무에 관하여 객관적이고 독립된 판단을 내릴 수 있어야 함
- OECD는 이사회의 핵심기능으로서 간부경영진의 선출, 보수지불, 감시, 필요한 경우 교대 등을 명기하고 있음
- 이사회가 국제적으로 평가받기 위해서는 최소한 싱가포르나 홍콩과 마찬가지로 이사회의 1/3 이상을 독립사외이사가 점해야 함
- 사외이사의 가장 중요한 역할은 내부출신자와 주주의 이익상반 가능성이 있거나, 내부출신자의 자기이익이 잠재되어 있는 등의 과제를 사외이사만으로 구성하는

위원회에서 심의하는 것임

- 예를 들면, 이사의 지명이나 보수결정, MBO(경영진이 참가하는 매수)등의 검토임
- 감사역설치회사가 일반화되어 있는 일본의 경우, 경영의 집행과 감독의 분리는 사외이사만의 위원회가 객관적이고 독립된 판단을 내림으로써 가능함
- 내부출신자가 과반을 점하는 이사회가 많기 때문에 이 같은 위원회가 필수적임
- 문제를 보류하고 리스크를 부담하지 않는 일본기업에 대한 지적의 많은 부분은 위원회의 판단하에서 결단할 수 있는 리더가 선출되면 개선될 것임
- 위원회가 설립된 경우에는 권한, 구성, 업무수행 절차가 이사회에 의해 적절히 정의되고 공시되어야 한다는 항목도 있음
- 중립성을 유지하기 위한 사외이사만으로 구성되는 위원회가 필수적인 이상 투명성 확보는 당연함
- 일본기업에 큰 문제가 되는 것은 사내외를 불문하고 이사의 자질을 여하히 높일 것인가 하는 것임
- OECD도 이사회 멤버는 스스로의 책무에 전념할 수 있어야 한다고 권고하고 있음

## □ 모니터링 보드로의 개혁

- 종업원 등과 투자자들의 이해를 리밸런스시키는 또 하나의 포인트가 경영진을 감시하는 독립성이 높은 기관임
- 독립 사외이사에 대하여, 선임하지 않는 경우에 그 이유를 설명케 하는 개정회사법의 주안점은 이를 촉진하는 점에 있음
- 일본기업의 이사회는 매니지먼트보드라고 불리듯이 경영상의 의사결정을 담당하는 점에 특징이 있으며, 감독과 집행의 분리를 주장하는 비등기임원 제도가 보급된 후에도 크게 변화하지 않고 있음
- 이 구조를 유지한 채 소수의 독립이사를 선임하더라도 근본적인 변화는 기대할 수 없음
- 현 시점에서 필요한 것은 종래 이사회를 경영 감독에 특화했던 모니터링보드로 개혁을 하는 것임
- 사외이사 도입이 외형적인 정비에 그칠 것인가, 실질적인 변화를 가져올 것인가는 앞으로 주목해야 할 점임
- 물론, 일본기업들이 모두 모니터링보드로 이행할 필요는 없음

- 사외이사에 기대되는 기능은 경영집행진에 대한 제언과 감시임
- 독립된 제 3자에 의한 감독은 소수 주주만이 아니고 종업원 등의 이익도 보호함. 이러한 역할은 기업에 대한 종업원들의 약속을 경쟁력의 원천으로 삼는 일본기업에서는 특히 중요함
- 일반적으로 독립이사 도입의 합리성은 조언을 필요로 하는 사업의 복잡성과 투자가와 경영자간 이해대립의 심각성에 의존
- 사업다각화가 진전된 기업은 외부로부터 조언의 유용성이 높은 반면, 내부성장을 중심으로 한 신흥기업 등은 감시 필요성은 낮고 현행 메니지먼트 보드로 충분할 지도 모름
- 그러나 사업이 성숙단계에 들어 현예금보유가 많은가, 매수방위책을 도입했던 전통적 기업에서는 감시의 필요성이 높음
- 반면, 선도기업들 중에서도 잠재적으로 종업원들과 투자가들간 이해 대립이 심각한 기업, 예를 들면 인적자본(인재)의 중요성이 높고, 외부자금에 대한 의존도가 높은 기업, 사업의 개편이 필요하든가, M&A에 의한 성장을 지향하는 기업에서는 모니터링보드로 이행의 합리성이 높음

### 3. 추가 검토과제와 전망

- 무엇보다도 주식의 장기보유 촉진을 위한 검토과제로서, 종류주식 등 새로운 장치의 도입임
- 영국 옥스퍼드대학의 콜린 메리어 교수팀이 제안한, 보유기간을 등록, 장기보유된 주식에 보통주보다 큰 의결권을 부여하는 방법은 검토할 만함
- 장기적인 이익에 관심을 가진 주주의 감시동기를 강화함으로써 안정주주 확보도 용이해짐
- 기업지배구조 코드의 경우, 최종적인 지침내용과 운영 여하에 따라 달라지나, 이는 일본의 경제성장과 금융시장의 활성화 등 여러 가지 관점에서 획기적인 정책이 될 수 있음
- 종래의 부분적이고 적은 것이 아닌 기업이 변할 정도의 본격적인 기업지배구조 개혁의 청사진을 제시함으로써 대내외 기관투자자들에게 큰 영향을 미치게 될 것임
- 이번 회사법 개정을 계기로, 일본기업들이 사업특성과 스테이크홀더들과의 관계에 대응한 적절한 형태의 이사회 선택이 예상됨 