

일본의 기업통치구조와 개혁

강철구*

- I. 서론
- II. 기존기업의 기업통치
- III. 전전(戰前)의 거버넌스
- III. 신흥기업의 기업통치
- IV. 결론

본 논문은 우선 일본형 기업통치의 구조에 관한 선행연구를 통해 논문의 문제제기를 한다. 본론에서는 일본기업의 통치에 있어서 공백을 초래하는 요인을 분석하고, 그 공백을 메꾸어 기업통치를 강화하기 위한 방책에 대해서 검토한다. 그 결과 이하와 같은 점을 알게 되었다. 일본의 버블발생·붕괴와 현재에 이르기까지 거버넌스의 공백이 기업의 경영불상사를 초래하여 일본기업의 경쟁력을 떨어뜨리는 하나의 요인이 되었다. 거버넌스의 공백은 일본의 메인뱅크를 중심으로 하는 일본적 금융시스템의 기능부전과 깊은 관계가 있다. 기존기업에 대해서는 메인뱅크에 의한 경영 모니터링기능이 약해진 것이 거버넌스의 공백을 초래하였다. 또한 신흥기업에 대해서 경영을 모니터링하는 기능이 일본의 금융시스템에 결여되어 있는데 이 또한 거버넌스의 공백을 초래하게 되었다.

거버넌스의 공백을 메꾸기 위해서는 기존기업에 대해서는 내부의 감독기능을 강화할 필요가 있다. 구체적인 구조로서는 이사회 감독기능의 강화, 지주회사로의 이행 등이 있으며, 감독기능을 강화한 이사회 내지는 지주회사는 주주와 현실적인 사업운영을 연결하는 결절점으로서의 역할을 다

* 서울대학교 한국행정연구소 선임연구원.

할 필요가 있다. 이러한 시스템의 변화로 인해 일본의 기업 구조가 강화되고 신흥기업의 경영능력이 향상될 것이다.

주제어 : 기업통치구조, 메인뱅크 시스템, 버블경제, 지주회사

I. 서론

최근에 이르기까지 일본형 기업통치(Corporate Governance)에 관한 분석은 주로 메인뱅크(Mainbank)효과를 중심으로 언급되어 왔다. 예를 들어 호시 등(Hoshi, Kashyap and Sharfstein 1990; 1991)은 메인뱅크가 경영 위기에 빠진 기업에 대한 과소투자문제의 해결에 유효하였으며, 메인뱅크와 밀접한 관계가 있는 기업의 설비투자는 유동성제약의 영향이 적다고 언급하였다. 이케오·히로타(池尾·廣田 1992)는 메인뱅크의 존재가 대리인문제(Agency problem)를 감소시켜 부채의 유효활용에 이어졌다고 하였다.¹⁾ 또한 오카자키·호리우치(岡崎·堀内 1992)는 기업과 긴밀한 관계를 맺고 있는 메인뱅크가 기업의 내부자금제약을 완화하였다는 연구 결과를 발표하였다. 아오키(Aoki 1994), 아오키(青木 1995)는 메인뱅크의 기능을 기업통치기능, 정보생산기능, 보험기능, 모니터링기능 등 크게 4가지로 분류하여 일본만의 독특한 금융시스템의 특징을 언급하였다.

기업통치구조는 각국의 경제발전의 역사적 경험에 따라 서로 다른 형태를 보이고 있는데, 한국의 경우 재벌일족에 의한 기업통치구조를 가지고 있으며, 일본에서는 법 규정상에서는 영미식 제도가, 실질적으로는

1) 은행, 투자신탁, 보험회사등은 소유구조와 통치구조, 고객과의 관계, 기업과의 거래관례등이 각각 다르다. 이들 기관들의 기업에 대한 주주로서의 역할은 근본적으로 고객에 대한 대리인관계의 성질을 갖고 있으며 이에 따라 대리인비용을 수반한다.

독일식 제도의 특징이 많이 나타나게 된다. 그러나 최근에는 선행연구에서 지적된 일본형 거버넌스의 장점이 경제환경의 변천과 함께 유효성을 잃어버렸다고 논의되고 있다. 이들 선행연구는 주로 1980년대까지의 샘플을 이용하여 연구한 결과이며, 이 기간에는 일반회사의 사채발행이 엄하게 제한되어 있어, 일본경제가 안정적으로 성장하던 시대였다. 그와 같은 경제환경하에서는 메인뱅크의 존재가 과소투자문제의 해소에 유효하였고, 성장지향적인 일본기업의 경영스타일도 이러한 경제환경에 일치하였다. 일본의 고도성장기말부터 70년대 전반의 기업의 투자행동에 대해 과잉투자를 보여준 연구도 있다(日高・橘川 1998). 이들은 일본의 철강업이나 석유화학공업에서 볼 수 있는 투자경쟁을 그 대표적인 예로 들어 분석한 결과, 양 부문의 차입의존에 의한 확대지향의 기업경영을 메인뱅크가 지지하였다고 강조하였다. 그러나 1990년대에 들어와서 보통사채발행시장의 확대와 경제성장률의 저하로 인해 일본형 거버넌스의 유효성은 점점 그 영향성을 의심받게 되었다. 즉, 과소투자문제의 해결에 유효하였던 시스템이 과잉투자를 조장하는 시스템으로 전락되었다고 보는 견해가 대두되었다(宮島英昭 외 2001, 141). 물론 각각의 문제 배경에는 고유의 사정이 있겠지만, 기업이 본래 갖추어야 할 기업통치의 기능을 상실하였다는 문제는 부정할 수 없다. 이에 따라 일본의 기업통치가 약해지게 되고, 기업경영에 적절한 체크가 제대로 이루어지지 않음으로 인해 기업의 불상사(不祥事)가 빈번해 졌다고 보는 경향이 강해졌다.

일본에서는 최근 IT벤처 등 신흥기업의 경영문제로서 넷 버블(net bubble)이 깨져, 애당초부터 경영능력이 부족한 신흥기업들이 새롭게 문제화되고 있다. 일반적으로 벤처기업은 기술이나 비즈니스아이디어에는 뛰어나지만 그것을 사업으로서 성공시키는 노하우나 경영능력이 부족한 케이스가 많다. 넷 버블의 최성기에는 경영능력을 체크하는 메커니즘이 없고 안이하게 자금을 대부받거나 투자하는 풍조가 강하였지만, 그러한 기업이 사업을 실패하게 되고 한동안 정체하게 되는 현실에 직면하는 과정에서 넷 버블이 깨지게 된 것이다. 즉, 벤처기업에 대한 적절한 기업통

치 구조가 없었던 것이 넷 버블을 조장하게 되었고, 그 후의 버블붕괴를 초래한 요인이 되었을 가능성이 있다.

여기에서 예를 드는 기존기업과 벤처기업의 거버넌스의 결여라고 하는 두가지 문제는 일견 전혀 관계없는 것처럼 보이지만, 사실은 그렇지 않다. 이는 은행(mainbank)을 중심으로 하는 일본의 금융시스템의 기능저하, 즉 은행의 기능부전이라고 하는 문제와 깊은 관련이 있다. 잘 알려진 대로, 종래의 일본의 기업통치는 메인뱅크시스템이 그 근간을 이루어 메인뱅크는 용자기업의 경영상태를 체크하고, 필요할 경우에는 경영에 직접 개입함으로써 기업의 건전성의 유지에 노력해 왔다. 그러나 1990년대 들어와 버블발생과 붕괴의 과정에서 메인뱅크의 기능이 없어지고, 기업 통치에 일종의 공백이 생기고 그것이 현재 여러 가지 문제를 초래하는 요인이 되었던 것을 생각할 수 있다.

한편 벤처기업에 대한 문제점을 보면, 은행을 비롯한 기존의 금융기관이 벤처기업에 대한 적절한 여신없이 투자능력을 의심하고 담보를 요구하는 문제와 깊게 관련이 있다. 이렇다 할 자산을 갖고 있지 않은 벤처기업에 은행이 적극적으로 용자를 해 주지 않았으며, 처음부터 일본의 은행들은 그러한 기업을 발굴하여 육성시키려는 발상도 부족하였고 그러한 노하우를 축적해오지도 않았다. 유일하게 그러한 기능을 발휘할 수 있는 벤처캐피털(venture capital)도 극히 최근까지 은행등 금융기관계의 벤처캐피털이 거의 전부였다. 즉, 벤처기업을 키우기 위해서는 리스크를 무릅쓰고 투자를 함과 동시에 그 경영을 모니터하여 사업을 성공적으로 이끌어 가는 역할을 할 주체가 필요한데, 일본에서는 지금까지 이러한 주체가 거의 없었다고 해도 과언이 아니다. 이것이 일본의 벤처기업의 성공확률을 저하시킨 주 원인이라고 할 수 있다.

본 논문은 이러한 문제점들을 제대로 극복하여 일본기업의 기업통치 기능을 파악하고, 나아가서는 그 경영능력을 높여 갈 수 있는 해결점을 찾는 것에 함의(含意)를 두고 있다. 이는 기존기업과 벤처기업의 거버넌스의 공백을 메꾸는 것은 무엇인가라고 바꾸어 말해도 좋다.

본 논문의 구성은 다음과 같다. II에서는 기존기업이 직면하는 기업 통치상의 문제를 생각하고 새로운 거버넌스의 틀을 언급한다. III에서는 전쟁전의 일본의 거버넌스에 대해서 언급하고, IV에서는 벤처기업을 중심으로 하는 신흥기업의 기업통치에 대한 문제점을 언급하고 마지막으로 결론을 맺는다.

II. 기존기업의 기업통치

1. 메인뱅크시스템과 상호주식보유

지금까지 일본형 기업통치 구조의 특징은 메인뱅크시스템(mainbank system)과 상호주식보유(株式持ち合い)가 널리 알려져 왔다.²⁾ 메인뱅크 시스템은 제2차 세계대전후 일본의 경제적 발전과 성장, 그리고 금융시장의 발전과 금융중개기능의 진전등을 배경으로 기업의 대출행동에 커다란 영향을 끼쳐왔다. 메인뱅크란 은행이 특정 대출기업에 공급하는 융자액에 크기에 착목하여, 어떤 기업에 대해 특정은행이 최근의 3년간, 혹은 그 이상 연속해서 최대 융자액을 공급하고 있는 경우, 그 기업은 당해 은행의 융자계열에 속한다고 인정되어 그 은행을 메인뱅크라고 정의하고 있다(堀内·福田 1987). 또한 기업이 거래하고 있는 은행 중 가장 많은 거래를 하고 있으며 그 비율을 안정적으로 유지하고 있고, 종합적인

2) 상호주식보유란, A기업의 주식을 B기업이 소유하고, 반대로 B기업의 주식을 A기업이 소유하는 주식소유형태이다. 즉, 기업과 기업, 혹은 기업과 금융기관간에 장기적이고 종합적인 거래관계를 구축하여 그 일환으로 주식의 일부분을 상호 안정보유하는 현상을 말한다. 일본의 대기업에 있어서 이러한 상호주식보유는 일반적인 현상으로 6대기업집단을 중심으로 각각 계열사기업이 복잡한 상호주식보유관계를 맺고 있다. 해석에 있어서는 주식상호출자, 혹은 상호주식보유 등 여러 표현이 있겠지만, 여기에서는 상호주식보유로 통일하도록 하겠다

거래관계를 갖고 있다. 예를 들면 당좌예금거래를 비롯해 외국거래처와 결제서비스 등을 제공하고 있으며, 당해기업에 임원을 파견하여 금융상의 지원을 해 주기도 한다. 또한 기업이 경영위기에 직면하였을 경우에는 메인뱅크가 긴급유자를 해 주거나 인재를 파견하는 등, 모든 수단을 동원해서 경영위기로부터 구제하려는 구제기능(last resort)을 발휘한다.³⁾ 그럼에도 불구하고 도산할 경우에는 그에 따르는 변제비용과 경비등 상당한 비용을 부담하는 보험기능도 있다. 메인뱅크이외의 은행은 메인뱅크의 심사기능에 의거함으로써 그 기업에 대해 유자를 하였다. 즉, 메인뱅크가 그 기업에 관한 정보생산기능을 담당해 왔다(シェーンホルツ・武田 1985). 이렇듯 일본에서는 거의 모든 기업이 특정은행으로부터 장기에 걸쳐 다액의 자금을 대출받아왔다.

상호주식보유는 아웃사이더의 적대적 매수(Take-Over Bid: TOB)로부터 기업을 방위한다고 하는 의미가 포함되어 있다. 이러한 구조의 장점은 TOB의 방위 이외에 다음과 같은 점을 지적할 수 있다. 일반적으로 순수한 투자를 목적으로 하는 주주(순수투자자)의 주식비율이 높을수록, 기업에 대해 단기적인 주가상승에 연결되는 경영전력을 취할 압력이 강해진다고 생각할 수 있다. 그러나 그러한 압력이 보다 장기적인 시점에 근거하여 기업경영이 가능하게 되었다. 예를 들어, 눈앞의 이익은 도외시하더라도 장기 퍼포먼스에 기여하는 연구개발투자를 우선적으로 하거나 또는 하기 쉽게 된다. 단기적으로는 고용을 삭감한다면 이익률이 크게 높아지는 경우에도 그 기업에서 장기간 여러 가지 기능이나 노하우를 축적해왔던 종업원을 잃게 되는 것은 긴 안목으로 봐서 큰 손실이 된다고 생각할 수도 있다. 그러한 경우에도 안정주주가 있으면 장기시점에 근거한 경영전략에 대해 이해를 얻기 쉽다. 안정주주의 존재는 일본기업이 지금까지 고도경제를 실현하는 원동력의 하나인 장기적인 시야에 근거

3) 아오키·휴팩트릭(靑木・ヒューパトリック 1996)에 의하면 메인뱅크라고 해도 통상 위험에 빠진 소규모 기업에 대해서는 그다지 구제를 위한 개입을 하지 않으며 책임감을 느끼지도 않는다.

한 경영을 가능하게 한 역할을 담당해 왔는데, 이러한 구조는 일본경제가 고도성장하는 과정에서는 상당한 기능을 발휘했다고 볼 수 있지만, 그 후 안정성장에 돌입하고, 금융자유화가 실현되는 환경변화 속에서는 제대로 기능을 발휘하지 못하게 되었다.

1980년대 이후 금융자유화의 진전은 기업과 은행의 행동에 대해 큰 변화를 초래하였으며, 이 과정에서 기업은 은행으로부터 이탈하게 되고 기업이 직접 자금을 조달하는 움직임이 일어났다. 이에 대해 은행은 기존의 대출처를 대신할 새로운 대출처를 개척해야 할 필요를 느끼기 시작하였고, 이러한 변화가 생길 때에 버블이 발생하였다. 버블발생의 직접적인 원인은 1980년대 후반의 금융완화에 의한 과잉유동성에 있지만, 그에 따라 지가(地價)가 급등하였고 은행이 서로 경쟁하듯이 부동산융자에 뛰어든 것이 계기라고 할 수 있다. 그러나 그 후 버블은 붕괴하였고 은행은 다액의 불량채권을 떠맡게 되었으며, 은행자신이 경영위기에 빠진 가운데 메인뱅크의 거래처기업의 모니터링기능은 크게 손실을 보았다. 메인뱅크시스템의 기능부전으로 금융자유화는 빠르게 확산하는 계기가 되었고 이로 인해 기업의 은행이탈과, 이에 따라 은행이 부동산융자에 뛰어들어 경영위기에 빠졌다고 볼 수 있다. 이 과정에서 버블발생과 붕괴는 메인뱅크시스템의 기능부전을 크게 조장하는 결과가 되었다.

더욱이 현재에는 상호주식보유의 해소가 종래의 기업통치 구조를 흔드는 커다란 요인이 되었다. 많은 기업은 불황이 장기화하는 가운데 기업재조정을 위해 보유주식을 매각할 필요가 생겼으며 은행도 불량채권 처리를 위해 보유주식을 매각해야만 했다. 또한 시가회계(時價會計)의 도입(2002년 3월기부터 상호주식의 시가평가)도 상호주식보유해소를 촉진하는 요인이 되었다. 은행으로서는 주가가 하락하는 가운데 시가회계가 도입된다면 보유주식에 대한 손실(含み損)의 일부가 잉여금으로부터 빠지게 되어 자기자본이 감소하는 요인이 되기 때문에 상호주식보유를 매각해야 할 인센티브가 생긴다(打込 1998, 77-78). 물론 일본의 기업에서도 회사가 주주의 소유라는 전제위에서 사외감사를 위촉하거나 일반

적으로 전문적인 감사법인에 의한 결산서에 대한 감사를 의무적으로 수행하도록 되어있지만, 실제적으로는 일본의 기업그룹에 있어서는 개인주주의 비율이 매우 낮으며 법인주주에 의한 상호주식보유가 일반적이다. 또한 이들 상호출자법인은 서로의 기업경영에는 크게 간섭하지 않기 때문에 기업의 지배권은 경영자에게 안정적으로 확보된다고 볼 수 있다. 이에 따라 나타나는 취약한 기업경영의 감시기능은 일반적으로 주거래 은행인 메인뱅크가 담당하였다고 볼 수 있다.

이처럼 종래의 기업통치의 근간을 이루었던 메인뱅크시스템과 상호주식보유는 그 기능을 상실하게 되어 결과적으로 금융자유화나 시가회계의 도입등은 제도면에서 종래의 일본형 기업통치의 근간을 흔드는 계기가 되었다. 이러한 제도변경은 일본경제가 성숙해지고 또한 기업활동의 글로벌화가 진행되어 가는 과정에서는 불가결한 것이다. 문제는 그러한 제도변경이 진행될 때에 기업통치의 구조도 변화하지 않으면 안되는데 그렇게 하지 못했다는 점에 있다. 그러나 한가지 구조가 기능을 상실했다 해도 그것을 사전에 계획적으로 수정해간다고 하는 것은 간단하지 않다. 일단 확립된 제도는 여러 가지 속박에 의해 좀처럼 변하지 않는다는 제도의 관성이 움직이기 때문이다.

금융자유화와 시가회계가 기업통치 기능을 움직이게 하는 제도적인 계기가 되었다고 볼 때, 그것을 더욱 증폭시켜 기능부전의 정도를 눈에 띄게 심각하게 한 요인은 버블발생과 붕괴, 그리고 그 후의 장기에 걸친 경기저하라고 볼 수 있다. 버블발생은 은행이 부동산융자로 대출을 서둘렀고 그 후 은행이 다액의 불량채권을 떠맡게 된 것이 가장 큰 요인이다. 또한 버블기에 기업은 주가상승을 이용한 equity finance를 일제히 활용하여, 자금조달면에서 필요 이상으로 은행이탈을 하였기 때문에 많은 기업에 은행의 모니터링기능이 발휘되지 못했다. 한편, 불황의 장기화는 주가하락을 통해 은행의 자기자본을 훼손시키는 요인이 되었고 또한 기업재조정(restructure)이나 불량채권 처리문제 때문에 상호주식보유를 해소시키는 요인도 되었다.

이상의 논의로부터 금융자유화나 시가회계의 도입등 제도의 변경과 그 과정에서 일어난 버블의 발생, 붕괴와 불황의 장기화가 일본에 있어서 기업통치가 제대로 작동하지 못했던 원인이 되었음을 알 수 있다.

〈표 1〉 기업통치구조의 한·일 국제비교

	한 국	일 본
특징	형태: 주주주권식, 실질적으로는 재벌총수주권적 재벌일족에 의한 소유 감사기능 및 이사회기능 취약 소유와 경영의 미분리 형식적인 사외이사제도 자본시장 견제기능 미흡 은행의 감시역할 미비	형태: 주주주권적, 실질적으로는 종업원주권적 계열집단 내 상호주식보유 중심, 메인뱅크 존재 감사기능 및 이사회기능 미흡 소유와 경영의 분리 자본시장 견제기능 미흡 계열 내 수평적 통제 메인뱅크의 모니터링
장점	안정적인 경영환경 빠른 의사결정	기업내부의 일체감을 향상시켜 점진적혁신 가능 기업 내부사정에 정통한 경영자 배출
단점	경영권 세습으로 인한 불신감 증가 총수의 기업집단 전횡적 지배	조직화합형의 인재만이 경영자가 됨 강력한 개혁추진 불가능

거버넌스부재는 버블기로부터 현재에 이르기까지 기업의 불상사와도 깊은 관계가 있다고 생각된다. 예를 들면, 건설업, 부동산, 유통기업 [이를 불량채권 3가(三家)라고 표현한다]이 버블기에 무리하게 사업을 확대하여, 현재 곤경에 빠지게 된 요인 중에는 본래 경영을 모니터링해야 할 은행이 적정한 심사없이, 안이하게 대출을 늘렸다고 하는 요인도 무시할 수 없다. 그러나 최근의 기업불상사는 은행의 모니터링기능이 작동하였나 아닌가라고 하는 문제제기 이전에 처음부터 기업내부의 감독기능이 없어졌던 것이 원인이 된 것도 많다. 기업내부의 감독기능의 상실에는 각 섹션이나 각 계층의 문제가 있는 것도 물론이지만, 근본적으로는 일본 기업에 있어서 이사회 기능이 애매모호한 것과 깊은 관련이

있다. 평균적인 일본기업은 이사가 일상적으로 업무를 집행하는 역할을 담당하고, 대표이사가 전체를 지휘, 명령한다. 또한, 이사에는 내부승진의 결과 취임하는 케이스가 대부분이고 인사권은 대표이사가 쥐고 있는 것이 통례이다.

그러나 이러한 구조하에서는 최고경영진의 폭주가 있을 경우, 내부 승진자가 대부분을 점하는 이사회에서 그것을 멈추게 하기가 어렵다. 반대로 대표이사가 적절한 지휘나 명령을 게을리 할 경우, 일상의 업무집행에 대해서 감독, 체크가 느슨해지게 되는 문제도 있다. 다시 말하면, 일본 기업에서는 업무집행을 내부에서 감독, 체크하는 구조가 확실히 되어 있지 않다. 상법상에 이사회는 업무집행기관 겸 감독기관으로 정해져 있기 때문에 이사회는 선임한 대표이사를 지휘, 명령하는 입장에 있다고 되어 있지만, 앞에서도 언급한 것처럼 통상 이사는 업무집행도 같이 하는 입장에 있기 때문에 업무를 집행하는 한 대표이사의 지휘, 명령에 따르는 것이 현실이다. 즉, 이사는 업무집행상은 대표이사의 명령을 받는 입장에 있지만, 업무감독기관으로서 이사회가 선임한 대표이사를 감독하는 입장에 있다고 하는 모순이 있다. 이것은 일본의 이사회의 구조적인 문제로서 종래로부터 지적되어온 점이기도 하다. 이러한 모순된 구조는 필연적으로 업무집행의 감독, 체크기능을 형해화시키기 때문에 기업 내부의 거버넌스에 이완(弛緩)을 가져오기 쉽다.

내부거버넌스 기능의 이완을 초래한 요인으로서 한가지 더 첨가할 수 있는 것은 노동조합의 경영체크기능의 저하이다. 최고경영진의 폭주나 기업내부의 부적절한 업무처리가 있을 경우, 노동조합이 이것을 문제시하여 경영진을 견제함으로 일정하게 제어하는 경우도 있었지만, 노사 협조노선이 정착하는 과정에서 이러한 체크기능은 점점 없어졌다.

한편, 최근의 기업 불상사는 내부고발에 의해 발각되는 케이스도 있지만, 메스컴이나 경찰당국에 의해 고발당하는 것이 압도적으로 많다. 노동조합의 경영체크기능이 활동하였던 단계에서는 노동조합에 문제가 고발되어, 문제가 크게 되기 전 단계에서 기업내부에서 적절한 처리가 행

해지는 경우도 있었다. 노동조합에 의한 거버넌스는 일본기업의 기업통치의 구조중에서는 결코 커다란 부분을 차지하는 것은 아니었지만, 이것조차도 없어져 버린 것이 기업내부의 거버넌스 이완에 더욱 박차를 가한 요인이 되었다고 생각 할 수 있다.

2. 거버넌스의 새로운 구조

지금까지 기업은 은행이나 그룹기업과 주식을 상호 보유함으로 안정주주를 형성하였고, 기업경영을 모니터하는 역할은 메인뱅크가 담당해왔다. 그러나 은행의 모니터링기능은 저하하였고, 동시에 상호주식보유에 관해서도 점점 그 의미를 상실하게 되었다. 기업의 주식보유가 점점 약해짐에 따라서 순수투자자의 비중이 상대적으로 높게 되었다. 또한, 종래는 안정주주적인 입장에 있던 기관투자자도 계속해서 순수투자자적인 색채를 강화하였다⁴⁾. 최근 수년간에 기관투자자 사이에 주주총회장에서 의결권을 행사하려고 하는 움직임이 퍼지고 있던 것이 이 점을 나타내고 있다. 이 외에 외국인주주도 증가하여 이러한 면으로부터 안정주주의 비중저하에 박차를 가했다.

한편, 내부거버넌스 기능에 대해서는 대표이사의 반대로 최고경영진의 메니지먼트의 부재에 제동을 건 내부구조가 종래로부터 준비되어있지 않았기 때문에 이러한 점이 경제환경이 격변하는 가운데 많은 기업의 불상사를 초래한 요인이 되었다. 동시에 노동조합도 과거와 같은 경영에 대한 견제기능을 잃었다. 즉, 기업내부에 있어야 할 여러 가지 거버넌스의 구조가 그 기능을 잃게 되었고, 그에 따라 1980년대 후반부터 현재에 이르기까지 거버넌스의 공백을 초래하여 여러 가지 기업불상사나 경영상의 문제가 발생하는 근본적인 요인이 되었다고 이해할 수 있다. 그러

4) 한국의 경우, 대기업군의 보험회사, 증권회사의 계열기업과의 관계, 일본의 경우, 계열관계에 있는 주거래은행(mainbank)과 보험회사, 계열기업의 관계는 장기투자자로서 보유주식을 거의 매매하지 않는 내부주주의 성격을 갖고 있다.

나 최근에는 이러한 거버넌스의 공백을 매꾸려고 하는 움직임이 많은 기업에서 표면화하고 있다. 우선, 안정주주의 비중이 저하되고 순수투자를 포함한 일반주주의 비중이 높아지게 되었으며 이는 기업이 이들과 대응하기 위해 주식시장을 중시하는 경영방침으로 바뀌기 시작하였다. 예를 들면, 투자관계(Investor Relation: IR)의 강화, 주주자본이익률(Return On Equity: ROE)을 중시하는 경영, 주주대표소송의 가능성을 의식하는 경영 등이 이에 해당한다. 주식시장의 논리, 즉, 시장규율을 될 수 있는 한 경영에 반영시키려고 하는 움직임이다.

한편, 내부 감독기능을 강화하려고 하는 점에 대해서는 다음과 같은 움직임이 있다. 예를 들면, 이사회에서 애매모호하였던 감독기능과 집행기능을 분리하고 종래 이사가 담당하였던 업무집행을 집행부(執行役員)에 일임하여 이사회가 그것을 감독하는 기능에 특화한다고 하는, 감독과 집행을 명확히 분리하려고 하는 움직임이다. 집행부의 도입에 대해서는 단순히 너무 많아진 이사를 줄이기 위해 도입하는 기업도 없지 않아 있지만, 여기에서 언급하고자 하는 것은 이러한 것과는 구별된 것이다. 또한 이러한 기능분담이 이루어진 후, 이사의 과반수를 사외이사로 하여 이사회의 독립성을 높이려고 하는 예도 있다. 이밖에 사외이사의 수를 늘리거나 자문위원회(advisory board, アドバイザリーボード)를 설치하여 경영에 외부감시체계를 도입해서 감독기능을 강화시키는 예도 있다. 즉, 현재의 일본기업에서는 상호주식보유해소와 메인뱅크시스템의 기능부전의 결과 생긴 거버넌스의 공백을 매꾸기 위하여 시장규율인 주식시장에 의한 압력과 외부규율인 이사회의 감독기능강화가 급속히 부상하고 있다. 여기에서 이사회의 감독기능강화는 시장규율의 중요성과 표리일체(表裏一體)라고 볼 수 있다. 이사회가 담당하는 역할은 적절한 사업의 집행이 이루어지고 있는가 어떤가를 감독하는 것은 물론이지만, 동시에 그것이 주주의 시점에서 볼 때도 적절한 것인가를 체크하는 것에 있다. 즉, 감독기능을 강화한 이사회에 바라는 것은 현실의 사업운영과 주주와의 연결하는 접점으로서의 역할이다. 사업전체를 묶어서 전략입안

을 행하여 집행을 감독하는 것과 함께 그것에 대해 주주도 충분히 납득할 수 있는 것이어야 한다.

이와 같은 기업통치의 변화는 시장규율의 비율이 높아감에 따라 그것에 호응하여 기업내부의 감독기능을 강화하려고 하는 움직임이라고 볼 수도 있다. 이는 시장윤리와 내부의 감독기능을 강화하고 있다고 바꾸어 말할 수 있다. 즉, 시장규율이 높을 때 그것을 적절히 받아들이는 기능이 기업내부에 필요하게 되는 것처럼 그러한 방향으로 기업통치의 전체적인 구조가 변화하고 있는 것이다. 내부의 감독기능의 강화는 반드시 불상사방지책이라고 하는 의미만으로 이루어지는 것은 아니며, 이러한 구조를 더욱 강화한 것으로 순수지주회사(이하 단순히 지주회사라고 표기)의 도입을 들 수 있다. 최근에는 기업재조정에 대한 압력이 높아짐과 동시에 지주회사를 설립하여 그 밑의 사업부문이나 자회사를 놓는 기업이 눈에 띄게 증가하고 있는데, 이러한 구조하에서는 불필요하던 사업부문을 매각하는등 사업포트폴리오의 재건축을 행하기 쉬운 이점이 있다. 또한 복수의 기업이 기업통치를 하고자 할 때에 지주회사를 설립하고 그 밑에 통합한 사업부문, 자회사를 두는 예도 늘고 있다. 사업통합의 일종의 완충재로서 지주회사를 설립한 것이다.

그러나 지주회사설립의 효과는 이것뿐만이 아니라 기업통치에도 중요한 역할을 하고 있다. 앞서 언급하였던 독립성을 높이는 이사회처럼 주주등 시장의 압력과 현실의 사업운영을 엮어가는 중요점으로서의 역할이다. 즉, 사업부문을 통괄해가는 시장의 요구에도 응하는 역할이다. 이처럼, 지주회사가 기업통치상 해야 할 역할은 독립성을 높인 이사회와 거의 같은 것이라고 생각할 수 있다. 지주회사 쪽이 그 기능에 있어서 조직상 보다 명확화된 형태로 되어 있다. 감독기능을 강화한 이사회는 유사적인 지주회사라고 보는 것도 가능하다.

대기업에 대해서 최저 한사람의 사외이사진의 도입을 의무화시키고 사외이사에 대해서는 과거에 자회사를 포함하여 그 기업그룹의 종업원, 관리직, 또는 중역이 아닌 자에 한한다. 또한 복수의 사외이사를 도입한

경우에는 감사제도를 폐지하는 것을 인정한다. 이를 위한 조건은 ① 이사회 중에서 이사후보의 선정, 이사 등의 보수결정, 감사를 담당하는 위원회를 설치한다, ② 각 위원회는 3인 이상의 이사로 구성하고, 과반을 사외이사로부터 선임한다, ③ 업무집행을 전문으로 하는 경영간부직(집행부)을 신설하여 현재의 이사로부터 개별업무의 집행을 분리하는 것 등이다. 사외이사의 의무에 대해서는 기업외부로부터의 사외이사를 도입함으로써 경영감독 기능을 강화하려는 것이고, 감사제도를 폐지한다는 것은 종래의 기업통치기구에 대신하는 새로운 구조의 도입을 인정하는 것이다.

앞서도 언급하였듯이 일본 기업의 이사회 문제점중의 하나는 감독기능과 집행기능이 분리되어 있지 않다는 것이었다. 따라서 개정시안을 새롭게 하여 경영감독에 대해서는 이사회, 집행에 대해서는 집행부와 양자를 명확히 분리하는 구조도 인정하고, 이사회 중에서 경영에 관한 중요사항인 지명, 보수, 감사의 각 위원회를 설립하여 각 위원회의 구성원의 과반수를 사외이사로 하여 감독기능을 강화한다. 이 경우, 감사위원회와 종래의 감사기능이 중복되기 때문에 감사를 폐지하는 것도 인정한다. 이번에 개정시안이 발표한 통치기능의 구조에 한가지 더 선택사항을 준비한다고 하는 방향성은 일본기업이 새로운 통치기구를 도입하려고 할 때 제도적인 장애를 없앤다는 의미에서 바람직한 것이라고 할 수 있으며, 제도 면에서도 일본기업이 미국형 구조에 접근하기 쉬운 기반이 마련되었다고 말할 수 있다.

한편, 여기에서 중요한 역할을 담당하는 사외이사에 대해서는 미국기업과 일본기업이 서로 도입목적이 다른 면이 있다. 일반적으로 미국기업에서는 시장형 거버넌스가 주체가 되기 때문에 경영이 시장논리로 흐르기 쉽지만, 오히려 그러한 과도한 흐름은 기업에 있어 항상 바람직하다고는 볼 수 없기 때문에 그것을 냉정히 체크하는 역할을 사외이사에 기대한다는 면이 있다. 이와는 반대로 일본기업의 경우, 사외이사에 기대되는 역할은 기업내부의 논리로 흐르기 쉬운 일본기업의 경영에 대해 주

주가 체크한다는 역할을 기대하고 있다. 즉, 사외이사에 기대되는 역할이 미국기업에서는 시장논리에의 견제임에 비해, 일본기업에서는 사내논리(社內論理)에의 견제라고 하는 정반대의 것이 된다. 또한 미국형 구조를 도입하게 되면 감사제도의 폐지가 가능한데, 일본기업의 거버넌스 기능 저하의 배경에는 감사제도가 제대로 기능하지 못했다고 하는 문제도 결코 무시할 수 없다. 감사는 상법상의 의무와 책임과 권한은 크지만, 이사회에서의 의결권이 없다고 하는 치명적인 결함이 있다. 이 때문에 감사를 이사보다 낮게 보는 경향이 있다. 이에 대해 이번 개정시안에서 보여준 이사회 중에서 감사위원회를 설치하는 구조를 도입한다면, 종래와 같은 문제는 없어진다. 감사에 이사회에서의 의결권을 주는 것에 가까운 상황이 되기 때문이다.

개정시안에 대해서는 경단련(經團連) 등이 모든 대기업에 사외이사의 도입을 의무시키는 것은 회사에 있어 부담이 되기 때문에 바람직하지 않다고 한다. 그러나 선진적인 기업에서는 적극적으로 사외이사를 도입함으로써 이사회의 감사기능을 강화하여 경영의 투명성을 확보하려고 하고 있다. 바람직하건 그렇지 않건 상관없이 이러한 대책을 취하지 않으면 시장의 신뢰를 얻기가 어렵게 되어 혹 상법에서 의무시하지 않아도 많은 기업에서 이후 사외이사를 도입하는 움직임이 더욱 퍼져갈 것이라고 봐야 한다.

3. 일본형 거버넌스

사사키·요네자와(佐々木·米澤 2000)는 1990년대의 샘플을 통해, 일본형 거버넌스의 특징과 주주가치와의 관계를 실증적으로 분석하였다. 외국인주식비율이 Tobin의 q에 대해 유의하였으며, 대형 기관투자자의 대부분이 기업계열에 속해있는 일본의 주식시장에 외국인투자자는 예외적으로 경영자에게 규율을 끼치는 투자주체라고 하였다. 이러한 결과는

외부주주로부터의 규율이 약한 기업에서 주주가치가 손해보고 있지 않다는 것을 나타낸다. 한편, 메인뱅크에 관해서는 밀접한 메인뱅크의 존재가 주주가치에 마이너스영향을 끼친다는 것을 보여준다. 새로운 거버넌스의 형태로 이행했을 경우, 지금까지 일본형 거버넌스의 장점이었던 장기적시야에 근거한 경영이 손실될 것이라는 걱정이 있다. 앞서 서론 부분에서 언급하였듯이 일본기업에 있어서는 안정주주의 존재가 장기적시야에 근거한 경영을 가능하게 하는 커다란 요인이 되어 왔다. 그러나 시장규율이 높아지면 일반적으로 단기적으로 퍼포먼스를 향상시키는 압력이 강하게 나타난다. 이러한 압력이 과도하게 높아지면, 지금까지의 일본기업의 강점이 깨트릴 수 있을지도 모른다.

새로운 거버넌스의 구조 가운데 일본기업은 이러한 문제와 어떻게 타협을 해 나가야 하는가. 그 한가지는 지주회사(持株會社)의 기능이다. 지주회사가 끼치는 기능은 무엇이든지 주식시장의 윤리를 그대로 사업경영에 반영시켜도 좋다고 하는 것이 아니다. 주식시장의 윤리를 존중해 나가면서도 그것과 현실의 사업경영과의 타협을 이루어 가는 것이 그 역할이다. 주식시장으로부터 단기적인 수익향상을 요구한다 해도 장기적인 시점에서 보아 그러한 방향으로 과도하게 치우치는 것이 좋지 않다고 판단될 경우에는 양자의 밸런스를 잡도록 지주회사에 요구된다. 즉, 지주회사는 기업내부를 적절히 거버넌스하면서 시장의 요구에도 조화롭게 대응해야 하는 이중역할을 감당할 필요가 있다. 그러나 지주회사가 이러한 역할을 제대로 한다고 하여도, 기업에 있어서는 경영을 안정시키기 위해서 역시 어떤 종류의 안정주주적인 존재가 필요하다고 생각할지도 모른다. 이러한 경우에 기업이 취하는 전략으로서는 다음과 같은 것들을 생각할 수 있다.

우선, 새로운 안정주주의 받침대를 만드는 것이다. 종래의 주식보유에 대한 파트너가 주식을 방출하지 않으면 안 되는 상황하에서 그것을 안정적으로 보유하는 새로운 주체가 있다고 한다면, 가장 유력한 것은 종업원이다. 일본기업에서 종업원에게 자사주식을 갖게 하는 제도로서는

종래로부터 종업원지주회(従業員持ち株會)가 있다. 또한 최근에는 스톡 옵션이라고 하는 형태로 종업원에게 자사주식을 할당하는 케이스도 늘고 있다. 종업원을 주주로 하는 것에 대해서는 주주로서의 이해관계와 노동자로서의 이해관계가, 회사유지발전이라고 하는 관점에서 볼 때 완전히 일치한다고 하는 의미에서 바람직하다고 생각할 수 있다. 종업원은 투자가이며, 노동자라고 하는 입장이 되기 때문에, 일한 분만큼 주가가 상승하여, 그것이 자신이 갖고 있는 자산가치의 상승과 연결된다면, 노동의 인센티브가 높아지게 된다. 또한 주주와 노동자가 일치한다면, 기업통치에 있어서 대리인 비용(agency cost)이 발생할 여지가 없어지는 장점이 있다.⁵⁾ 주식회사제도하에서는 주주는 대리인인 경영자에 대해서 기업가치를 높이는 경영을 행하도록 위탁하는 것인데, 대리인이 그러한 역할을 제대로 하는지 어떤지 알 수 없다. 그러나 기업에 있어서 노동자가 주주가 된다면 이러한 문제는 없어진다. 지주회에서는 지금까지의 제도(임의가입, 환금자유)를 전제로 하는 한, 주식전체에 접하는 보유비율은 안정적이지 못하며, 안정주주로서의 발언권도 약해질 수밖에 없다. 한편, 스톡옵션은 종업원에 대해서 단기적인 주가상승에 연결된다고 하는 근시안적인 행동으로 향할 위험성이 있다. 즉, 종업원 자신이 순수 투자가적인 행동으로 움직일 가능성이 있다. 그것은 단기의 수익성향상이라고 하는 점에서는 바람직할지 모르지만, 장기적인 시점으로 볼 때 바람직하지 않다. 또한 스톡옵션의 보유자는 주가가 최고가를 보인 단계에서 팔고 빠져나올 생각을 하기 때문에 처음부터 안정주주와는 전혀 이질적인 관계가 되어버린다.

여기에서 주목되는 것이 바로 미국의 우리사주신탁제도(Employee Stock Ownership Plan: ESOP)이다. ESOP는 종업원이 장래 받는 연금으로서 자사주식을 구입하는 구조인데, 일본의 지주회와는 전혀 발상이 다르다고 할 수 있다.⁶⁾ 지주회란 기업이 종업원의 복리후생의 일환으로서 도

5) 경영자와 주주의 이해대립으로 인한 대리인 비용은 Jensen and Meckling(1976), Jensen(1986) 등에 의해 강조되었다.

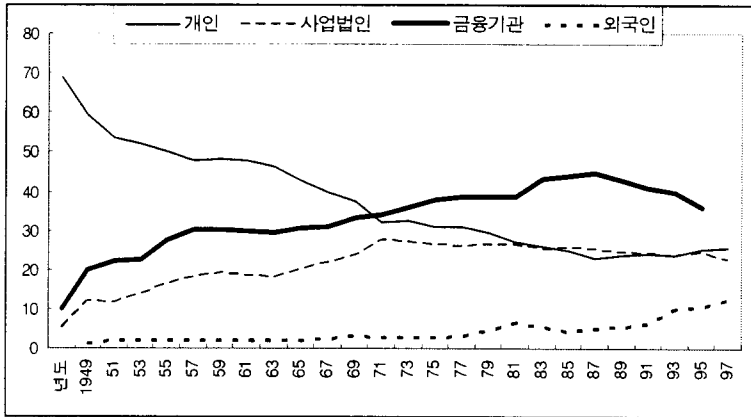
입하고 지원하는 제도로써 종업원의 급여에서 세금을 공제하고 자사주식을 구입하는 제도인데 비해 미국의 ESOP에서는 기업이 구입대금을 거출한다. 게다가 당초에는 ESOP가 신탁으로 설립되어 은행으로부터 차입을 하는 것에 의해 자사주식을 구입하여 기업이 ESOP에 대한 매년 일정의 상한 내에서 자금을 거출해 가는 형태를 취하며, 차임금은 거출금과 주식배당에 의해 변제되어 간다. ESOP는 어디까지나 연금이기 때문에 종업원이 퇴직할 때까지는 현금화할 수 가 없다(원칙은 50.5세이후). 또한 임의의 가입이 아닌, 종업원전원이 대상이 된다. 일본의 지주회가 임의의 가입으로 저축이라고 하는 입장을 취하고 있기 때문에 언제든지 인출할 수 있다는 것과는 대조적이다. 더욱이 ESOP는 기업뿐만이 아니라 종업원에 있어서도 세제상 우대조치가 있어, 이러한 면에서도 도입할 인센티브가 주어졌다. ESOP를 도입하고 있는 대표적인 기업으로서는 유나이티드항공(발행된 주식수에 점하는 ESOP 보유비율 약 55%), 맥도널드(약 15%)등을 예로 들 수 있다. 일반적으로 미국기업의 거버넌스는 시장논리를 존중하는 시장형이 주체라고 생각하는 일이 많지만, ESOP를 적극적으로 활용함으로써 일종의 안정주주를 만들어내고 경영의 안정성을 확보하려고 하는 기업도 적지 않다. 이러한 의미에서는 미국기업의 거버넌스시스템이 일본형에 접근한 부분도 있다.

일본기업 중에서는 최근의 상호주식보유 해소에 의한 주식수급의 악화를 회피하기 위해 자사주식구입 소각을 행하는 기업이 늘어나고 있다. 자사주식의 소각에 대해서는 ROE를 향상시키거나, 장래의 배당부담을 줄이는 것이 가능하다는 등의 이점이 있다. 또한 2004년에 들어와서 주가대책으로서 용도를 한정하지 않는 자사주 사들이기인 금고주식(金庫柱式)의 해금을 요구하는 목소리가 높아져서 상법 개정에 의해 해금되기도 했다. 이러한 자사주식매입은 자금에 여유가 있는 기업만이 할 수 있을 가능성이 있다는 면이 있다. 이에 대해 ESOP는 앞으로 경영에 자신이

6) 한국에서도 주식시장의 장기 수요기반을 확충하고 종업원들에게 자사주 취득 기회를 늘려 주기 위해 2002년부터 이 제도를 도입하였다.

있고 종업원의 이해도 얻은 기업이라면 이용할 수 있는 가능성이 높다. ESOP는 일본기업이 취할 전략의 선택폭을 넓히는 의미에서도 신중히 검토해야 할 시기가 아닌가 생각된다.

〈그림 1〉 소유자별 주주소유



자료 : 전국증권거래소협의회 각년도.

한편, 안정주주에는 의지하지 않고, 오히려 일반주주를 안정주주의 존재로 변하게 해 가는 전략을 취하여 경영 안정성을 확보하려고 하는 방법도 생각할 수 있다. 예를 들면, 일반소비자를 대상으로 제품을 만드는 기업이 철저하게 그 브랜드이미지를 높이는 전략을 취하여 그것이 성공할 경우, 소비자는 단지 그 제품을 구입하는 것이 아니라 주주로서도 그 기업에 투자해도 좋다고 하는 전략이다. 그 결과로서 소비자는 그 기업의 제품을 구입하는 리피터가 될 뿐만 아니라 주주로서도 안정적인 존재가 될지도 모른다. 이러한 방향에 비교적 비슷한 전략을 취한 기업이 소니(sony)이다. 소니는 모든 방법을 통해 브랜드이미지향상에 노력하며, 동시에 경영개혁에도 적극적이라고 하는 정보를 발신하여 소비자(투자자도 된다)를 획득하는 전략을 취하고 있다. 이를 통해 소니 주식을 사고

싶은 투자가를 늘리고, 주식수급의 악화를 미연에 방지한다고 생각할 수 있다. 단, 이러한 전략은 브랜드이미지가 유지되어 있는 상태에서는 좋지만, 일단 그것이 무너졌을 경우, 되돌리는 것은 간단하지 않다. 그러한 의미에서는 일반주주를 안정적으로 확보할 수 있다해도 그것이 안정주주 그 자체가 되지는 않다는 것을 주의하지 않으면 안 된다. 어쨌든 안정주주의 비율이 낮아지는 가운데 주식의 새로운 받침대를 얼마나 확보해 가는가가 일본기업에 있어서 중요한 과제가 된다.

Ⅲ. 전전(戰前)의 거버넌스

메인뱅크시스템과 상호주식보유의 기능부전에 의한 거버넌스 공백을 메꾸는 것으로서 주식시장에 의한 규율을 들 수 있다. 그러한 규율을 기업내부에서 적절히 받아들이기 위해서 이사회와 감독기능의 강화나 지주회사의 설립이 모색되었다. 메인뱅크시스템과 상호주식보유로 특징할 수 있는 거버넌스의 시스템이 일본형 기업통치라고 한다면, 시장규율에 의해 특징짓는 거버넌스 시스템은 일반적으로 미국형 기업통치라고 불리는 것이다. 이런 의미로서 현재 진행되고 있는 일본기업의 기업통치의 변용은 일본형으로부터 미국형으로의 전환 내지는 접근하는 것처럼 보인다. 그러나 역사적인 시점에서 본다면 일본형 기업통치의 구조가 확립되었던 것은 전후(戰後)이며, 전전(戰前)에는 일본기업에서도 전혀 다른 거버넌스가 존재하였다. 즉, 그것은 재벌에 의한 지주회사를 통한 거버넌스였다. 전전의 재벌은 지주회사를 통해 사업회사를 산하에 놓고 지배하여왔으며, 대표적인 지주회사로서 미츠이 합명회사(三井合名會社), 미즈비시합자회사(三菱合資會社) 등을 들 수 있다.

재벌은 독점이라는 측면에서 볼 때는 그것이 단점(短點)으로 지적되지만, 거버넌스의 측면에서는 효율적인 구조를 만들어 갔다고 볼 수 있

다. 지주회사는 산하 기업의 주식을 소유함과 함께 경영을 일상적으로 모니터링하는 구조를 갖고 있다. 산하기업에 임원을 파견함과 함께 중요한 건에 대해서는 사전승인을 받는 것 등을 의무화하였다. 1920 -30년대의 일본에 있어서도 현재와 같이 버블이 발생, 붕괴하여 장기불황에 돌입하였지만, 이 사이에도 재벌계의 회사에 대해서는 지주회사의 모니터링능이 발휘되어 경영상의 문제가 비교적 적었다고 보는 견해가 일반적이다. 이것은 지주회사에 의한 거버넌스가 비교적 제대로 기능하여 왔던 것을 나타내는 하나의 증거이다.

전전의 지주회사에 의한 거버넌스가 변용된 것은 전시체제로 이동하고부터이다. 전시체제하에서는 국가 자원을 총동원한다는 목적이 있었기 때문에 주주주권이 부정되고 기업은 경영자, 종업원이 구성하는 조직체로서 위치잡고 있어 군수산업의 증강에 힘을 쏟게 된다. 그리고 그것은 은행이 자금면으로부터 지킨다고 하는 형태로 변해진다. 이러한 체제가 전후의 일련의 개혁에 의해 보다 강건하게, 공고하게 되었다. 재벌해체와 지주회사의 금지에 의해 기업은 전전의 체제와는 완전히 결별하게 되었다. 지주회사금지에 따라 주식을 처분할 필요가 생겼는데, 당시는 주식매입에 있어 개인은 역부족이었기 때문에 은행이 주식을 보유하는 형태를 취하게 되었고, 이에따라 TOB에 대한 방어라는 측면으로서도 상호주식보유가 일반적이었다. 한편, 자금공급면에서는 그 후의 고도성장을 실현하는데 이르기까지 은행이 주요한 역할을 끼쳤다. 이리하여 상호주식보유와 메인뱅크시스템에 특징되어지는 일본형 기업통치의 시스템이 형성되었던 것이다.

일본의 상호주식보유는 매매를 목적으로 한 투자가 아니며, 단기보유목적의 유가증권도 아니다. 시장성이 높은 금융상품이긴 하지만, 시가변동으로 부의 증감을 정하는 종류의 금융상품이 아니기 때문에 정책투자로서의 역할이 강하다. 원래 주식보유는 전후 일본에 머물렀던 GHQ에 의한 재벌해체에 따라서 지주회사나 동족가족이 보유했던 주식이 시장에 방출되었고, 그 후 자본자유화의 흐름속에서 매점 매석의 위험을

느낀 각 기업이 안정주주공작으로서 추진해 왔다고 하는 역사적 배경이 있다. 이러한 주식보유에 의해 일본 기업의 대부분은 회사지배를 위협받지 않고 안정된 기업경영을 계속해 왔는데, 물론 그에 따른 문제점도 지적되고 있다. 그러나 지금까지 언급하였듯이, 이러한 일본형 거버넌스 시스템의 기능이 새로운 거버넌스의 짜임새로 형성되려고 하는 것이 현재의 상황이다. 새로운 거버넌스의 형태는 지주회사에 의한 거버넌스가 중요한 역할을 끼치겠지만, 이것은 전전의 거버넌스의 형태에 회귀하는 형태로도 볼 수 있다. 단, 이것은 어떤 의미에서 자연스러운 흐름이다. 기업통치의 형태는 은행에 의한 감독을 주체로 하는 것인가, 지주회사에 의한 감독을 주체로 하는 것인가로 크게 나눌 수 있는데, 은행에 의한 감독이 기능하지 않는 이상 다른 한가지의 형태로 이행해 가는 것은 극히 자연스러운 흐름이다. 시대와 경제환경에 의해 어느 쪽이 보다 제대로 기능하는가는 변해가는데, 현재는 다시 지주회사가 기능하는 환경이 되어간다고 생각 할 수 있다.

IV. 신흥기업의 기업통치

1. 간접금융의 구조의 한계

넷 버블(net bubble)이 붕괴하고, 현재는 넷 계의 벤처비즈니스도 정리도태가 되는 상태이지만, 최근 2,3년간은 벤처기업에 있어 지금까지 없던 순풍이 불었던 시기가 있었다. 벤처캐피탈에 의한 투자가 급증하는 한편, 머더스(東証マザーズ)나 자스닥(jasdaq) 등 신흥기업을 위한 주식시장이 개설되어 종래에 비해 자금조달이 한결 쉬워졌다.⁷⁾ 그러나 버블

7) 머더스는 높은 성장가능성을 갖고 있는 기업에게 직접금융에 의한 조기 자금조달과 이를 위해 조기 주식공개를 가능하게 하기 위해 심사기간을 단축하거나 제출서류를 간략화하

이 깨진 지금은 경영위기에 빠진 벤처기업이 출현하는 등, 일본에서 벤처기업이 발달할 수 있는 기반이 아직도 약하기만 하다. 벤처기업에 대한 자금공급량은 늘어났지만, 그것만으로는 벤처기업발전에 충분조건이라고는 말할 수 없다는 인식이 강하다. 우선 벤처기업은 경영능력이 약하며, 일반적으로 기술력이나 아이디어는 우수하여도 경영능력이 부족한 경우가 많다. 물론 벤처기업의 경영능력이 약하다는 것은 개개의 기업고유의 문제로서 볼 수도 있지만, 보다 구체적으로는 경영능력을 적극적으로 높이려고 하는 구조가 지금까지의 은행을 중심으로 하는 간접금융의 구조하에서는 결여되었다고 하는 문제도 결코 무시할 수 없다.

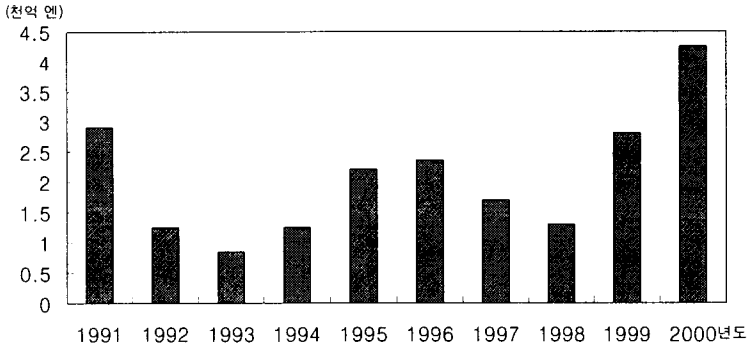
일반적으로 벤처기업의 불확실성은 높지만, 잠재적인 수익성을 높이는 벤처기업에 대한 용자에 대해서는 일본 은행은 소극적인 자세를 보여왔다. 그것은 여신구조 그 자체가 부동산담보를 기본으로 하기 때문에 그러한 담보를 갖고 있지 않은 벤처기업에 대한 용자조건이 정리되어 있지 않기 때문이다. 또한 은행은 실체와는 달리 계열 벤처캐피털을 설립하여 그곳으로부터 벤처기업에 대한 투자를 행해 왔긴 했지만, 그 대부분은 성숙기에 이른 벤처기업이었고, 특히 벤처기업의 초창기에는 리스크를 예측하고 자금을 제공하기 때문에 그러한 주체는 경우에 따라서 벤처기업의 경영에도 적극적으로 관여함으로 벤처기업의 성장을 촉진하는 역할도 할 수 있다. 자금을 제공하는 주체에 있어서는 경영에 관여함으로써 성장을 촉진하고 그 후 주식을 공개할 수 있다면, 거액의 이익을 얻을 수 있다는 인센티브가 있기 때문에 그와 같은 역할이 가능한 것이다. 즉, 벤처기업의 초창기에는 스스로 리스크를 얻어 투자하는 한편, 그 성공확률을 높이기 위하여 경영에 적극적으로 특별조치 해 나가는 주체가 필요하다.

그러나 지금까지 일본에서는 이러한 역할을 높이는 벤처캐피털이 존

는 등 상장과정의 효율성, 신속성, 유동성, 투명성등을 특징으로 실현하고 있다. 1999년 나스닥저팬의 설립에 위협을 느낀 동경증권거래소(東証)가 개설한 벤처기업 대상의 장외 시장이다.

재하지 않았다. 이러한 구조의 결여가 벤처기업의 경영능력의 미숙과 밀접히 관련돼 있다는 것이 본 논문이 갖고 있는 인식이다.

〈그림 2〉 일본 벤처캐피탈의 연간투자액



자료 : 일본경제신문사(日本經濟新聞社)·일경산업소비연구소(日経産業消費研究所).

2. 벤처캐피탈의 거버넌스기능

여기에서 벤처기업의 성장을 촉진하는 원동력이 된 미국의 벤처캐피탈의 구조를 간단히 살펴보자. 미국에서는 벤처기업의 초창기에 벤처캐피탈이 자금을 제공함과 동시에, 그 후의 경영에도 깊게 관여함으로 벤처기업의 육성에 성공하는 케이스가 많다. 경영에의 관여란, 구체적으로 이사등에 취임하여 경영멤버를 외부로부터 스카우트하거나, CEO의 교체를 촉진하거나, 타기업과의 제휴나 매수계획을 세우는 것 등이다. 예를 들어 시스코시스템즈(Cisco Systems inc)의 창업에서 현재에 이르기까지 CEO의 교체에 벤처캐피탈이 전부 관여한 경우나, 컴팩(Compaq:현재는 휴렛패커드에 합병되었다)이 고급 퍼스널컴퓨터 노선으로부터 저가격노선에 전환하여 성공을 한 것도 벤처캐피탈의 시나리오에 의한 것이다.

이와 같이 미국에서의 벤처캐피털은 ① 기관투자자 등으로부터 얻은 자금을 벤처기업에 투자하는 것과, ② 자금제공 후 벤처기업의 경영에 관여하는 것 등의 두 가지 역할을 하고 있다.

벤처캐피털 구조를, 미국의 대표적인 투자형태이며 합자회사(limited partnership)에 입각하여 설명하자면 다음과 같다. 합자회사가 주류가 되는 배경에는 기관투자자에게 캐피털개인과세를 부과하지 않는다고 하는 세제상의 우대조치가 있다. 합자회사제에서는 투자가(자금제공자)가 합자회사로서, 벤처캐피털이 일반파트너(general partner)로서 존재한다. 투자자로서 자금을 출자하는 것은 연금기금, 보험회사 등의 기관투자자 외에 엔젤(개인 투자자)등을 들 수 있다. 벤처캐피털리스트는 투자자의 자금제공을 얻어 투자안건의 발굴, 기업육성, 경영모니터링 등에 관여한다. 벤처캐피털리스트 자신도 출자를 하지만, 그 금액은 펀드의 1%정도에 불과하며, 벤처기업은 출자된 자금을 근거로 사업활동을 한다. 그리고 벤처기업이 주식공개할 할 경우 벤처캐피털은 캐피털게인의 15-25%를 투자가가 투자자본과 캐피털게인의 75-85%를 받는다. 이 외, 벤처캐피털은 펀드총액의 2-3%를 수수료로서 받는다.

이러한 구조에 의한 투자자와 벤처캐피털 사이에서 이해대립이 일어날 염려는 없는지 살펴보자. 예를 들면 정보면에서 우위에 있는 벤처캐피털이 법외의 수수료를 받고 투자자의 이익에 손해를 입힐 가능성이 있다. 합자회사제가 일정기간밖에 유효하지 않기 때문에 벤처캐피털은 그 정도에 따라 투자자로부터 새롭게 자금을 모으지 않으면 안 된다. 자금을 모으기 위해서는 과거의 운용실적이 기본이 되며, 이 때문에 벤처캐피털에는 항상 새로운 투자자를 획득하기 위해서 투자자의 이익에 손해를 입히지 않고 자금을 운용해 나가지 않으면 안된다고 하는 인센티브가 있다.

이상 언급하였듯이 벤처캐피탈의 역할은 기관투자자등의 자금제공자와 그 자금을 이용해서 리스크가 높은 사업을 선택하는 벤처기업과의 사이의 중개기관으로서의 역할로서 취급할 수 있다.⁸⁾ 즉, 벤처캐피털은

자금제공자의 대리인으로서 유망한 투자처를 발굴하여 투자함과 동시에 투자가 실패로 끝나지 않도록 투자처기업의 경영을 모니터링하는 역할을 하고 있다. 이것은 벤처캐피털이 벤처기업의 기업통치에 대해서 중요한 일익을 담당하고 있다는 것을 의미한다. 벤처캐피털이 끼치는 기업통치의 역할은 메인뱅크나 주식시장이 끼치는 기업통치와는 꽤 다르다. 우선, 벤처캐피털리스트에는 벤처기업의 장래성을 간파하는 고도의 감식시스템이 요구된다. 또한 벤처기업의 경영에 관여하기 위해 실무경험(창업경험이나 대기업에서의 경영경험)도 불가결하다. 그러므로 벤처캐피털리스트 개인의 역량에 강하게 의존하게 된다.

미국에서는 벤처캐피털이 벤처기업의 경영을 모니터하고 육성해 간다고 하는 구조가 확립되어 있는데 비해 일본에서는 벤처캐피털은 벤처기업에 자금제공을 하는 것만으로 멈추어져 있는 케이스가 거의 전부이다. 또한 투자대상도 초창기에 있는 벤처기업보다 성숙기에 있는 벤처기업이 많았다. 이는 일본의 문화와도 관련이 있는데, 벤처캐피털이 초창기에 있는 벤처기업에 투자하여 경영에 관여함으로써 성공을 촉진하고 그 결과가 케피털게인(capital gain)이 된다는 발상이 없었기 때문이다. 이 점은 일본의 벤처캐피털이 은행등 금융기관계의 벤처캐피털이 대부분이었고, 미국과 같은 독립계 벤처캐피털이 적었다고 하는 점과도 깊은 관계가 있다.

미국에 있어 벤처기업의 성장을 촉진하는 구조로서 이 외에 꼭 지적해야 할 것은 벤처기업을 위한 전문서비스가 발달해 가고 있다는 점이다. 벤처기업이 다수 입지한 미국의 하이테크집적지역에서는 변호사, 회계사, 변리사, 컨설팅, 인재파견, 계약생산, 사업자임대등 벤처기업을 위한 다양한 전문서비스가 발달해 있다. 전문서비스는 벤처기업과 서로 분업을 하여 네트워크를 형성함으로써 상호 리스크를 분담하고 벤처기업

8) 한국의 경우 기관투자자와 기업이 특수한 관계를 갖고 있을 경우 기관투자자는 안정주주로서 기업을 매수/합병등의 위협으로부터 보호해 주는 한편, 기업경영에 직간접적으로 참여한다.

의 성장에 기여하는 역할을 하고 있다. 전문서비스업자는 보수를 현금이나 주식으로 받는 경우도 있다. 이러한 경우, 벤처기업이 주식공개를 하면 전문서비스업자는 막대한 성공보수를 얻게 된다. 이러한 경우 전문서비스업자에게 벤처기업이 성공할 수 있도록 자신도 적극적으로 공헌하려고 하는 인센티브가 보다 크게 움직인다. 전문서비스업자는 벤처캐피털과 같이 적극적으로 벤처기업의 모니터나 육성에 공헌하는 것은 아니다. 그러나 스스로가 하청받는 부분에 있어서 벤처기업의 성공에 공헌하도록 하는 인센티브가 있게 되어 이러한 의미에서 벤처기업의 거버넌스에 다소 관여한다고 하는 측면도 있다.

이와 같이 미국에 있어서는 벤처기업과 그곳에 자금을 제공하는 벤처캐피털, 여러 전문서비스를 제공하는 업자가 일체가 되어 하이테크지역에 집적하여, 그것이 벤처기업의 육성을 촉진하는 토양을 형성해왔다. 벤처캐피털과 전문업자는 각각의 입장에서 벤처기업의 성장에 공헌하는 인센티브를 갖고, 하나가 되어 성장해 간다고 볼 수 있다. 이에 대해 일본에서는 벤처기업에 전문서비스를 제공하는 업자도 적었고, 벤처기업, 벤처캐피털, 전문서비스업자의 3자가 일체가 되어 성장하는 토양도 형성되어 있지 않았다. 그러나 최근에 와서 변화의 징조가 보이기 시작하였는데, 우선 풍부한 경영경험이나 기업(起業)의 경험을 갖고 있는 독립계의 벤처캐피털이 일본에서도 나타났다. 또한 투자대상도 지금까지와 같은 성숙기의 벤처기업 중심이 아닌 초창기 단계의 벤처기업에 투자를 하는 케이스가 늘고 있다. 초창기 단계에서의 투자가 늘고 있는 배경에는 머더스나 자스닥 등 신흥기업을 위한 주식시장이 정비됨으로 인해 벤처기업의 주식공개가 쉽게 되고, 벤처캐피털에 있어 초창기 단계에서 투자하여도 주식공개라고 하는 최종적인 출구가 보이기 쉽게 된 것도 크게 작용하였다. 더욱이 투자형태도 조기의 주식공개를 하기 위해서 임원을 파견하는 등, 적극적으로 경영에 관여하는 형태가 늘고 있다. 이러한 투자형태를 한즈온형(ハンズオン型)이라고도 부르는데, 일본의 벤처캐피털에서도 급속히 퍼지고 있다⁹⁾.

한편, 벤처기업을 위한 전문서비스를 적극적으로 행하는 회계사무소, 변호사사무소, 컨설팅회사도 나타나고 있다. 이러한 서비스에 대한 벤처기업의 요구가 높아가고 있기 때문에 커다란 비즈니스찬스가 있을 것이라고 기대하기 때문이다. 전문서비스업자중에는 보수를 주식이나 스톡옵션으로 받는 케이스도 있으며, 이러한 일련의 움직임은 일본에서도 미국형 벤처캐피털을 모니터, 육성하는 토양이 급속히 형성되고 있다는 것을 나타내는 것이다.

그렇다면 이러한 움직임을 후원하기 위해서는 어떠한 정책이 필요한가. 벤처캐피털에 의한 벤처기업의 거버넌스를 쉽게 하기 위해서는 주주로서의 벤처캐피털의 힘을 강화하는 것이 불가결하다. 미국에서는 우선주에 투자가가 리스크를 피하기 위한 조건을 포함하는 구조가 있는데, 구체적으로는 투자가가 경영에 참가하기 위한 이사선임권, 의결권방어(투자가에 불이익한 행위가 주주총회에서 의결되는 것을 인정하지 않는 것), 출자분의 희석화방지(稀釋化防止:증자나 다른 투자가의 출자분취득에 의해 자기의 출자분 비율이 낮게 되는 것을 방지)등을 조건으로 내세운다. 벤처캐피털은 우선주식에 붙인 조건을 이용한다면 경영에 관여하거나 다른 투자가에게 주도권을 빼앗기지 않도록 하는 것이 용이하다. 또한 벤처기업에 있어서도 이러한 우선주를 이용하면, 투자가로부터 보다 자금조달이 쉽게 된다고 하는 이점이 있다.

이에 대해 일본의 상법은 지금까지 이러한 것을 행하기 힘든 난점이 있었다. 그러나 상법개정을 통해 이사를 선임하는 권한이나, 경영의 중요사항에 대해서 거부권을 인정하는 종류주식(의결권종류주식)의 발행이 해금되었으며, 이러한 구조를 통해 캐피털은 과반의 출자비율을 갖고 있지 않아도 이사를 보내거나 중요한 경영문제에 대해서 거부권을 발동하는 등의 경영감시가 용이하게 된다. 이러한 개정의 방향성은 벤처캐피털

9) 한즈온형 투자란 투자육성형의 투자형태를 말하는데, 투자처기업의 경영에 적극적으로 관여하는 투자형태를 말한다. 한즈온형 투자를 실현하기 위한 수단으로서 사외이사로 취임, 임원, 핵심인재의 파견등이 있다. 지금까지 일본의 벤처캐피털은 한즈온형이 주류를 이루었지만, 서서히 구미형 한즈온투자를 표방하는 벤처캐피털이 증가하고 있는 추세이다.

의 거버넌스기능을 강화한다고 하는 의미에서 바람직한 것이라고 할 수 있다.

V. 결론

본 논문에서는 일본기업의 거버넌스공백을 초래하는 요인을 분석하고 그 공백을 메꾸어 거버넌스를 강화하기 위한 방책에 대해서 검토하였다. 그 결과 이하와 같은 점을 알게 되었다.

과거 메인뱅크시스템과 상호주식보유는 일본의 기업통치에 커다란 영향을 끼쳤지만, 1990년대 들어와 많은 기업이 메인뱅크로부터의 차입 금액을 줄이고, 상호주식보유를 해소하는 움직임이 일어났으며, 그로인해 일본의 일반 기업과 메인뱅크의 관계 혹은 상호주식보유관계가 유지될 것인가에 대해 한쪽 혹은 양쪽 모두 중요하게 여기지 않게 되었다. 따라서 메인뱅크와 기업간의 자금조달관계와 주식보유에 관한 결정요인을 실증적으로 고찰하는 것은 중요한 작업으로 생각하게 되었다. 그런데 메인뱅크와 기업간의 자금조달관계와 주식보유 결정요인에 관한 지금까지의 연구에서는 은행차입과 사채발행의 선택에 관한 연구가 압도적으로 많았으며, 주식과 사채가 혼합된 형태인 전환사채와 같은 주식연동채의 데이터가 많이 사용되었다. 그 이유로서 1993년에 사채발행의 적정기준이 완화될 때까지 기업의 사채발행이나 은행계 증권자회사의 사채발행 인수가 규제되어 있어서 보통사채의 발행이나 은행계 증권자회사에 의한 보통사채발행의 인수가 자유롭지 못했기 때문이다. 또한 은행의 불량채권처리나 주주중시적경영, 시가평가회계의 도입이 있고 나서, 주식보유의 해소가 중요한 문제가 된 것은 1990년대 중반이후였다. 그 이전에는 메인뱅크에 의한 기업의 주식보유는 5%가 상한이었으며 공적규제에 의해 메인뱅크의 주식보유율이 정해졌을 가능성이 높고, 그러한 의미에

서 실증연구의 대상이 되기 어려웠다고 생각된다. 은행에 의한 주식보유가 5%로 제한되어 있더라도 메인뱅크의 경우 필요할 경우 계열사인 신탁은행, 보험회사, 상사등 관련회사의 보유주식을 동원해서 의결권행사가 가능하였다(青木・ヒュー・パトリック 1996, 21). 따라서 메인뱅크와 기업간의 자금조달관계와 주식보유의 결정요인에 관한 실증연구를 본격적으로 행한것은 1990년대 들어와 사채발행자유화 이후이며, 주식보유 해소가 주목되었던 최근의 데이터를 이용할 필요가 생기게 되는 것이다.

이상을 정리하면 다음과 같다. 지금까지의 일본형기업통치의 구조, 즉 메인뱅크에 의한 모니터링기능이 점점 퇴색해 버린 현재로서는 외부규율과 시장규율을 어떻게 해서 기업경영에 반영시킬 것인가가 중요하게 여겨졌다. 업무감독을 행하는 이사회와 업무집행을 행하는 집행위원의 역할분담을 명확히 하고, 이사회 멤버에 과반의 외부이사를 도입하는 것이 그 하나의 방법이다. 이러한 체제에서는 이사회가 주주에 대해 기업가치를 향상시킬 명확한 책임을 갖고, 주주와 현실적인 사업운영을 연결함으로써 역할을 맡을 필요가 있다. 이러한 체제를 더욱 명확히 하는 것이 지주회사의 도입이다. 지주회사는 상기의 감독기능을 강화한 이사회처럼, 주주와 사업운영을 연결하는 역할을 한다. 지주회사에 의한 거버넌스는 전전의 일본기업에서 볼 수 있었던 형태였으나, 최근 이를 도입하는 기업이 늘고 있다. 이러한 의미로 해석하면 일본기업의 기업통치는 전전의 형태에 회귀하는 형태로 전환하고 있다고 볼 수 있다.

한편, IT벤처등 신흥기업이 기업통치에 직면하고 있는 과제는 경영능력이 부족하다는 것과, 일본의 벤처캐피털이 지금까지는 단지 자금제공을 하는 정도에 머물렀으며, 경영에는 관여하지 않았다는 문제점이 있었다. 여기에서 참고가 되는 것이 미국 벤처기업의 거버넌스이다. 미국에서는 벤처캐피털이 자금을 제공할 뿐만 아니라 이사등에 취임하여 경영에 관여하는 것이 일반적인데, 이에 의해 기술력에는 뛰어나지만 경영경험에 부족한 벤처기업의 경영능력을 높여 사업의 성공확률을 높여간다.

벤처캐피털리스트는 풍부한 경영경험이나 기업경험(起業經驗)을 갖고
신흥기업의 장래성을 간파하는 역할도 하고 있다.

기존기업에 대해서는 지금까지 제대로 기능해 왔다고 여겨졌던 메인
뱅크시스템이 기능부전이 되어 버린 이유로 거버넌스의 공백을 초래하
게 되었고, 벤처기업에 대해서는 일본의 은행이 리스크를 무릅쓰고 투자
해서 경영을 모니터 하는 기능이 있어야 했는데, 처음부터 그러한 금융
시스템이 결여되었기 때문에 거버넌스의 공백이 초래되었다고 할 수 있
다. 이후는 일본에서도 이러한 구조가 강화됨으로서 신흥기업의 경영능
력이 높아질 것으로 예상된다.

참고문헌

- 池尾和人·廣田眞一. 1992. 「企業の資本構成とメインバンク」. 堀内·吉野編. 『現代日本の金融分析』. 東京大學出版會.
- 伊丹敬之. 2000. 『日本型コーポレートガバナンス—従業員主權企業の論理と改革』. 日本經濟新聞社.
- シェアード·ポール. 2001. 『企業メガ再編一新·日本型資本主義の幕開け』. 東洋經濟新聞社.
- 岡崎龍子·堀内昭義. 1992. 「企業の設備投資とメインバンク關係」. 『金融研究』 11.
- 深尾光洋·森田泰子. 『企業ガバナンス構造の國際比較』. 日本經濟新聞社.
- 吉富勝. 1998. 『日本經濟の眞實—通説を越えて』. 東洋經濟新報社.
- 米澤康博·佐々木隆文. 2001. 『コーポレート·ガバナンスと過剩投資問題』. フィナンシャル·レビュー.
- 青木昌彦·ヒューバトリック. 1996. 『日本のメインバンクシステム』. 東洋經濟新報社.
- 堀内昭義·福田眞一. 1987. 「日本のメインバンクはどのような役割を果たしたか」. 『金融研究』 6(3).
- 打込茂子. 1998. 「最近の日本企業の金融構造の変化について」. 『明大商學論叢』 80(1·2).
- 宮島英昭·蟻川靖浩·齊藤直. 2001. 『日本型企业統治と「過剩」投資』. フィナンシャル·レビュー.
- 日高千景·橘川武郎. 1998. 「戦後日本のメインバンクシステムとコーポレート·ガバナンス」. 『社會科學研究』.
- 佐々木隆文·米澤康博. 2000. 「日本のメインバンク關係：1964-1992年」. 証券アナリストジャーナル9月号.
- シェーンホルツ·カーミット·武田眞彦. 1985. 「情報活動とメインバンク制」. 『金融研究』 4(4).
- Aoki, Masahiko. 1994. *Monitoring characteristics of the Main Bank System: An Analytical and developmental View*. Oxford: Oxford University Press.
- Berle, A. A., and G. C. Means. 1991. *The Modern Corporation and Private Property*.

New Brunswick, New Jersey: Transaction Publishers.

Hoshi, Takeo, Anik Kashyap, and David Scharfstein. 1990. "The Role of Banks in Reducing the Costs of Financial Distress in Japan." *Journal of Financial Economics* 27.

_____. 1991. "Corporate Structure, Liquidity, and Investment : Evidence from Japanese Industrial Groups." *Quarterly Journal of Economics* 106.

Jensen, M. C, and W. Meckling. 1976. "Theory of the Firm : Managerial Behavior, Agency Costs, and Capital Structure." *Journal of Financial Economics*.

Jensen, M. C. 1986. "Agency Costs of Free Cash Flows, Corporate Finance, and Take overs." *American Economic Review*.

ABSTRACT

Corporate Governance and Reforms in Japan

KANG Cheol-Gu

Research Fellow,

The Institute of Public Administration at Seoul National University

Lack of corporate governance since the bubble economy and its burst has caused many scandals related to corporate management in Japan, leading to a considerable reduction in Japanese competitiveness. Such of governance has a direct bearing on the malfunctioning of Japanese financial system based on the main bank system. Lack of corporate governance in established companies has been caused by the loss of the monitoring functions by main banks of corporate management. Nonexistence in Japanese financial system of the functions of monitoring management while taking risks has led to the lack of governance in startup companies.

Enhancement of internal control is essential to overcome the lack of governance in the established companies. More specifically, strengthening of supervision by the board of directors and establishment of holding companies will be feasible. The reinforced board of directors (or holding company) will have to serve as a node to link shareholders and the actual operations of a company.

Key Words : Corporate Governance, Main Bank System, Bubble Economy, Holding Company