

한국경제학회-한국경영학회 공동 심포지엄  
2007. 1. 23.

## 국가별 경영권시장 제도의 역사적 발전과 시사점

이지환 교수

[jihwanlee@kgsn.kaist.ac.kr](mailto:jihwanlee@kgsn.kaist.ac.kr)

**KAIST** 테크노경영대학원  
Graduate School of Management

## 연구 배경

### □ 경영권 시장(market for control)의 역할

- 가장 강력한 경영자 규율장치: Job Security와 직접 연계
- 경영권 시장의 자유화 정도 ≈ 기업지배구조 선진화 수준?

### □ 경영권시장 참여자들이 인식하는 규제

- 공격자에 대한 규제 (e.g, 대량주식 보유·변동 신고, 의무공개매수 등)
- 방어자에 대한 규제(e.g, 의결권 제한, 신주발행 제한 등)
- 공격자에 대한 규제는 방어자에게, 방어자에 대한 규제는 공격자에게 각각 수혜 효과를 가짐

### □ 적대적 M&A는 순기능과 역기능을 동시에 갖고 있음

- 순기능: 기업 경영 감시 기제, 기업 구조조정, 시장구조 개방화 등
- 역기능: 단기지향주의(short-termism) 조장, 조직내 저항에 따른 비용, 고용 및 사회 불안 유발, 인수자의 이기적 동기 등

## 연구 목적

### □ 경영권시장 제도 개선을 위한 논의의 속성

- 경영권 공격과 방어 가운데 어느 쪽을 상대적으로 더 유리하게 해야 하는가? → 최적의 답을 모색하는 과정이라기보다 정치, 경제, 사회, 문화적 요인의 복합적인 산물
- 적대적 M&A는 순기능과 역기능을 동시에 갖고 있는 만큼, 원론적으로는 공격 수단과 방어 수단의 적절한 균형에 대한 요구가 끊임없이 일게 됨
- 한국에서는 외환위기 이후 공격자에 대한 규제(의무공개매수제도 등)가 급격히 완화된 상태
  - 이후 SK-Sovereign 공방 등을 계기로 방어자에 대한 규제도 역시 완화되어야 한다는 목소리가 대두하면서 다양한 경영권 방어장치 장치의 도입 필요성이 재계를 중심으로 제기되고 있음
  - 5% 를 강화, 냉각기간 도입, 공개매수기간 중 유무상 증자허용 등 일부는 2005년 1월 증권거래법 개정 시 반영됨
- 그 일환으로 세계 각국, 특히 선진국에 존재하는 다양한 경영권 방어장치가 종종 소개되고 있으며(도표 1 및 2), 각각의 법리적 타당성을 검토하는 시도가 많이 이뤄지고 있음

### □ 본고의 목적은 국내 경영권시장 발전 방향 모색을 위한 국가간 비교 연구

- 각 제도에 대한 개별적 고찰이나 국가별 현황의 정태적 비교는 여타 보고서에서 종종 다루어졌음(자신들의 주장을 뒷받침하는 데 유리한 사례를 인용하는 경향이 두드러짐).
- 제도 및 관행의 Path Dependency를 고려한 동태적 고찰 필요
- 국가별 경제·사회적 맥락의 차이를 감안한 Benchmarking 필요

도표1. 국가별 경영권 방어 제도 비교

구 분	영국	미국	프랑스	일본	한국
◦ 주식대량보유신고	○	○	○	○	○
◦ 의무공개매수	○	X	○	X	X
◦ 외국자본에 대한 정부 사전규제	○	○	○	○	△
- 대상 범위	국익	국가안보	공공질서	국가안보	통신,전기
◦ 의결권 추가부여(복수의결권, 차등의결권)	○	○	○	○	X
◦ 독약조항(Poison Fill)	X	○	○	○	X
◦ 횡금주	○	X	○	○	X

자료: 전국경제인연합회

도표 2. 국가별 주식법제 비교

구 분	한국상법 개정(案)	미국	영국	일본	기타 국가
○ 총류주식					
- 의결권제한주식	○	○	○	○	이탈리아
- 차등(복수)의결권주식	X	○	○	○	프랑스, 스웨덴, 핀란드
- 회사의 전환 및 상환권	○	○	○	○	이탈리아
- 양도제한주식	○	○		○	
- 전부취득조항부주식	X	X	X	○	
- 거부권부주식	△	X	○	○	프랑스, 이태리, 스페인
- 임원선해임권부주식	△	○	X	○	
○ 주식매수권(포이즌 필)	X	○	△	○	프랑스

자료: 전국경제인연합회

## 경영권시장 제도와 기업지배구조

### □ 경영권 방어 관련 지배구조 조항(Governance Provision)의 유형

- 대외적 제어 조항(External Control Provisions): 외부 세력이 신규로 주식을 매입하여 경영권에 도전하는 경우에 대비: Poison Pill, Golden Parachutes, Freeze-out 등(도표 3)
- 대내적 제어 조항(Internal Control Provisions): 기존 주주가 주주권을 행사하여 경영에 간섭하는 경우에 대비: Unequal Voting, Supermajority, Staggered Board 등(도표 4)
- 이러한 조항들을 법·제도적으로 허용하느냐 금지하느냐 하는 것은 기업지배구조의 국가별 차이를 좌우하는 주요한 요인

### □ 기업지배구조의 다양성

- 주주가치 중심 모델 vs. 이해관계자가치 중심 모델(Roe, 2003; Lazonick and O'Sullivan, 2000 등)
- NBER 연속 보고서(2004~2005)
- 전세계적으로 다양한 경영권 방어장치 존재 → 적대적 인수에 대한 적절한 규제장치의 필요성 방증
- 경영권 방어를 무조건 옹호하는 논리로 사용되는 것은 문제
- 한국보다 앞서 시행착오를 겪으면서 관련 제도를 도입하고 발전시킨 선진국들의 사례를 역사적으로 고찰함으로써, 우리나라 상황에서 가장 효과적인 제도를 도입하기 위한 시사점을 도출하는 데 활용할 가치가 있음

도표 3. External Control Provisions

조 항	내 용
보상계획 (Compensation Plans)	적대적 인수 성사에 의한 경영권 이전 시 기존 구성원의 스톡옵션 행사나 현금 보너스 수령을 허용하는 조항
황금낙하산 (Golden Parachutes)	CEO 등 최고경영진이 적대적 M&A 성사로 임기 전 사임하게 될 경우 계약의 퇴직금, 저가의 스톡옵션, 일정기간 동안의 보수와 보너스 등을 받을 권리를 사전에 고용계약 등에 기재
연금낙하산 (Pension Parachutes)	황금낙하산의 일종으로 인수당한 기업의 경영진에게 장기간의 연금 지급을 보장하는 계약
임원 치우 합의(Executive Severance Agreement)	경영권 이전과 관계없이 최고경영진의 직위나 보상을 일정 기간 또는 일정 수준 보장해주는 합의 조항
그린메일 금지 (Anti-greenmail)	주총에서 승인되거나 전체 주주를 대상으로 한 주식 매매 요구가 아닌 한, 그린메일에 의한 주식 매입 요구를 금지하는 조항
독약 처방 (Poison Pill)	외부 세력의 상당한 지분 매집 등 경영권 위협 상황이 발생했을 때 이사회 결의로 기존 일부 주주에게 신주를 조처가에 살 수 있는 권리를 부여하는 것. 일반적으로 주주에 대한 배당 형식으로 우선주 또는 특정권리를 부여하는 방법으로 시행. 적대적 인수가 활발했던 1980, 90년대 미국에서 독약 처방의 도입이 유행했으며, 광의로는 인수 시도가 인수로 인해 손해를 볼 수 있다는 판단을 조장해 결과적으로 인수 포기를 유도하는 장치를 통칭
지배지분 취득 (Control Shares Acquisition)	일정 수준 이상의 지분을 취득한 인수 시도는 나머지 주주 대부분으로부터 취득 주식에 대한 의결권을 인정받아야 행사 가능
공정가격 (Fair Price)	이중가격 제시(two-tier bids)를 금지하여 인수 시도의 비용을 가중시킴. 이를 위배할 경우 엄격한 초다수결(supermajority) 요건이 부과됨
지배지분 캐쉬아웃 (Control Shares Cash-out)	인수자가 대상기업의 주식을 일정비율 이상 매수할 경우 나머지 주식에 대해서도 처음과 같은 조건으로 매입할 것을 강제. 즉, 대상기업의 주식 100%를 매입할 자원이 없는 자의 인수 시도를 억제하는 효과가 있음
의결권 동결 (Freeze-out)	인수 대상기업의 주요 경영 의사결정에서 인수를자를 일정 기간 배제. 예컨대 피인수 기업의 주요 자산을 매각할 수 없도록 함
의결권상한 (Voting Cap)	인수 시도자의 의결권을 일정 수준으로 제한. 인수 시도자가 정채, 자금원천, 경영계획 등을 구체적으로 공시하도록 하고, 나머지 주주들의 승인이 있을 경우에 한해 의결권 제한을 해지
이해관계주주 (Interested Stockholder)	회사 지분 15% 이상을 취득한 자는 이해관계주주가 되며, 이해관계주주에 대해서는 취득일로부터 3년간 그 회사를 대상으로 한 흡수합병, 영업양수, 지배주식취득 등 중대한 거래를 금지

도표 4. Internal Control Provisions

조 항	내 용
백지식 우선주 (Blank Check Preferred Stock)	의결권, 배당, 전환 등 권리 행사 여부를 주주가 아닌 이사회가 추후에 결정할 수 있도록 한 우선주
시차임기제(Classified or Staggered Board)	전체 이사의 임기가 동시에 만료되지 않고 일부씩 순차적으로 만료하게 하는 방법
임시주총 소집 요건 (Special Meeting Requirements)	임시주총 소집을 위한 의결 정족수를 법률이 정하는 수준보다 높게 책정하거나 임시주총 소집권 자체를 인정하지 않는 조항
서면 동의에 의한 제한 (Limitation by Written Consent)	법률이 정하는 수준보다 높은 의결정족수, 만장일치 요건, 주주권 행사 제한 등을 명문화된 합의로 정해 놓는 방법
보상 계약 (Director Indemnification Contracts)	경영진이나 이사에 대해 그들의 행위와 관련된 법률 소송에 수반되는 비용이나 판결에 의한 손해를 입지 않도록 면제해주는 계약
이사의 한정책임 (Limitation of Director Liability)	이사의 주의의무 위반 책임을 법률이 정하는 범위 내에서 감면해주는 조항
이사의 의무 (또는 이해관계자 보호)	인수 대상기업의 이사회는 기업의 장단기적 이익, 주주 등 이해관계자들의 이해, 국가 경제, 인수시도자의 경제 및 의도 등 비재무적 요인들까지 포괄적으로 고려하여 의사결정을 하도록 의무화. 이사회가 인수 제안을 거부할 수 있는 재량을 강화한 것임
정관 변경 제한 (Bylaw Amendments Limitations)	주주의 정관 변경 요구권을 제한하는 조항
규정 변경 제한 (Charter Amendments Limitations)	주주의 위원회규정 변경 요구권을 제한하는 조항
초다수결 조항 (Supermajority)	이사 선임에 대한 주주총회의 결의, M&A에 관한 사항, 그 외 중요 안건은 통상의 안건보다 훨씬 높은 의결 정족수를 적용하는 조항
차등의결권 (Unequal Voting)	주당 투표권이 1표보다 많은 주식을 발행
황금주 (Golden Share)	중요 의사결정에 대한 절대적인 승인 권한이 부여된 주식
이사의 의무 (Director's Duties)	인수 시도가 있을 경우, 이사회가 주주 이외에 종업원, 지역사회, 하청업체 등 여타 이해관계자들을 우선적으로 고려할 수 있도록 하는 조항

## 미 국

### □ 기업 소유 구조

- 1900년대 초반 해도 Rockefeller와 같은 창업주 가족이나 J. P. Morgan과 같은 대형 금융기관이 대기업 지분 집중 소유
- Standard Oil Trust 해체(1911), Glass-Steagall Act(1933) 등을 계기로 대기업 소유권 분산
- 부유 가문들은 포트폴리오 분산과 사회적 비판 완화라는 두 가지 효과를 겨냥하여 소유 지분 매각

### □ 자본시장 발전과 경영권 방어 제도

- The Securities Exchange Act(1934): 'Wall Street' Rule
- Williams Act(1968, 1970): 공개매수에 대한 규제 강화
- 'Unocal 대 Mesa Petroleum' 판례(1985): 경영판단법칙 남용 견제
- 'Moran 대 Household' 판례(1985): Poison Pill 인정
- Exon-Florio Provision(1988): 외국 자본 견제
- 최근의 인수 시도는 공개매수와 Proxy Fight을 병행하는 방식이 가장 일반적

## 영 국

### □ 기업 소유 구조

- 1900년대 초부터 지배주주의 소유권이 빠르게 축소
- 기업들이 기존 사업의 확장보다는 인수·합병에 의한 성장에 주력, 신주를 대량으로 발행하는 과정에서 지배주주 지분을 하락
- 기업 내부자에게 높은 수준의 윤리 규범이 요구되어, 소유경영자들이 Private Interest of Control 추구 자제

### □ 기업 견제를 위한 기관투자자들의 효과적 공조

- 미국보다 앞서 경영권 시장 개념이 태동하는 데 기여
- J. Sears & Co.에 대한 Charles Clore의 적대적 인수 시도(1953) 이후 기업들이 도입한 차등의결권 등에 기관투자자 커뮤니티가 거세게 반발
- City Code on Takeovers and Mergers(1967): Bank of England가 주도, 인수·합병 심사위원회 설립, Faire Price 규정 채택
- 황금주(Golden Share): 민영화 기업 등에 대한 정부의 영향력 유지에 활용

## 독 일

### □ 19세기말 산업화와 함께 지배구조개선 시도

- 회사법(1870, 1884, 1897): 감독이사회와 경영이사회 이원화 및 동일인 겸임 금지, 기업공시 표준화, 대량 주식거래 절차 규제
- 바이마르 공화국 시절: 적대적 기업인수에 대한 대비책으로 차등의결권 주식이나 의결권상한 제도 등 도입

### □ 2차 대전 이후 은행 중심 지배구조 고착화

- 주주법(1937, 나찌 정부 시절): 정부를 포함한 광범한 이해관계자에 대한 포괄적 의무(general duty) 조항 도입, 서면 투표를 금지하고 주총 참석이 불가능한 주주는 은행에 의결권 위임하도록 강제
- 2차 대전 이후 상호출자와 피라미드형 소유구조 확산: 일반투자자의 주식 소유가 급감하고, 기업간의 교차 지분 보유가 급증. 자본시장 개혁 조치(1998) 이후 여타 경영권 방어장치는 사실상 소멸
- Volkswagen Law 외에 명시적인 경영권 방어장치 없음
- EU Takeover Directives 부결(2001): 자국 자본 보호 여론 반영

## 스웨덴

### □ 집중된 기업소유구조

- 발렌베리(Wallenberg) 가문, 한델스방켄(Handelsbanken) 그룹 등 일부 세력이 주요 대기업 소유 및 지배
- 사회민주주의 정부가 일부 부유 가문의 기득권을 인정해주고, 대신 복지 증진 등 정책을 수행하는 데 필요한 협조를 구하는 길을 선택
- 경제 개방과 안정을 동시에 도모할 수 있는 완충 기제들을 고안: 대표적인 것이 차등의결권 주식. 최근 이에 대한 부정적 시각에 직면

### □ 지배권 유지의 대가로 사회적 책임 수행에 충실

- 부유 가문들은 사회민주주의 정책에 최대한 협력하고 사회적 책임을 적극 수행하여 국민적 지지를 확보
- Saltsjöbaden Agreement(1938): 노조가 산업 평화를 위해 분규를 자제하고 근면하게 일하는 대신, 경영자 측은 적극적인 일자리 창출, 기술개발 투자, 고율 소득세 납부 등 '국민경제에 대한 성실한 공헌'을 약속
- 기업은 고용 창출은 물론, 과학연구 지원, 장학재단 운영 등 국가 및 사회의 미래를 위한 활동에 기여하고 사회 전반에 우호적 네트워크 구축

## 네덜란드

### □ 가장 일찍이 근대적 주식시장 발전

- 1602년 설립된 Dutch Indies Company는 전세계 최초의 유한회사: 이 회사 주식의 거래가 주식시장 형성의 계기 제공
- 프랑스에 의한 강점기(1795~1813)에 급격히 경제 쇠퇴
- 1895~1920년의 산업화 붐으로 주식시장은 다시 활기 회복
- 기업 소유권도 지배주주 가족으로부터 여타 주주로 빠르게 이전, 분산

### □ 경영자 중심 기업지배

- 정부, 은행을 포함, 경영자를 효과적으로 견제할 수 있는 세력이 부재한 가운데 다양한 경영권 방어장치로 참호를 구축한 경영진이 의사결정권 독점
- Priority Shares: 주요 사안에 대한 배타적 의결권이 부여된 주식
- Preference Shares: 경영권 위기 상황이 발생했을 때 White Squire 등 우호세력을 대상으로 아주 싼 값에 발행할 수 있는 신주
- 신탁회사: 기업이 자사주를 발행하여 자사 통제하의 신탁회사에 위임하고, 신탁회사가 그 주식을 근거로 일반인에게 의결권 없는 수익증권을 발행

## 일본

### □ 2차 대전을 계기로 기업소유구조 전면 재편

- 19세기 말 형성된 財閥들이 20세기 초반 경제를 주도하다 2차 대전에 패전 후 미 군정 하에서 해체됐음
- 1950년 대 초반 일본 기업의 소유구조는 분산된 형태를 띄기도 했으나, 경영권 불안과 취약한 자본시장 속에 기업활동 지지 부진 → 우호적인 ‘안정주주’와 계열 은행의 필요성 부상
- 중핵 은행을 중심으로 과거 계열사였던 기업들간에 지분을 상호 보유하면서 자연스럽게 기업그룹 형태의 系列들이 형성됐음

### □ 계열사간 상호 주식보유에 의한 경영권 유지

- 독약 처방과 같은 명시적인 경영권 방어장치는 갖고 있지 않았음
- 1990년대 이후 금융기관과 사업법인들이 계열사 주식을 지속적으로 매각, 상호 보유 지분을 하락
- 적대적 기업인수 가능성이 증대되자, 2002년 4월 상법개정과 규제완화를 통해 미국식의 독약처방과 같은 경영권 방어수단의 도입 가능성 확대
- 한편 외국자본에 의한 적대적 인수 위협이 초래할 수 있는 부작용에 대비, 외환및외국무역법에서 별도의 예방 조치 마련



# 국가별 사례 시사점

- 경영권시장 제도 발전은 거듭된 작용과 반작용의 결과
  - 예: 미국에서는 소유권 분산 → 경영자 지배 → 대리인 문제 → 성과 하락 → 경영권시장에 의한 견제 → Money Game → 기업 경쟁력 저하 → 경영권 안정장치 보완 등 역사적 과정을 통해 경영권 시장 제도 진화
  - 보편적인 정책 방향: 기업 경영권에 관한 분쟁은 주주를 포함한 주요 이해관계자 간에 해결하도록 하고, Sarbanes-Oxley Act (미국), Governance Code (영국 등 다수 국가) 등을 통해 경영 투명성을 제고하는 추세
- 한국 상황과의 차이점
  - 미국과 달리 M&A 세력에 의한 시장교란 많지 않았음
    - 간접금융시장 중심의 자금조달, M&A에 대한 문화·정서적 차이 등이 원인
  - 영국과 달리 국내 기관투자자 역할 미흡(도표 5)
  - 유럽, 일본과 달리 노조 등 주주 이외의 이해관계자 역할 미흡(도표 5)
    - 기업 경영 감시·견제 장치의 지속적 보완이 필요한 상황
- 한국 상황과의 유사점
  - 급격한 기업 소유구조 변화에 대한 보완책 필요
    - 한국의 경우 정부의 주식분산 유도, 외환위기 이후 자본시장 대폭 개방 등에 따라 소유구조 변화
  - 유럽 강소국의 자국 자본 보호 논리
    - M&A 시장 기능에 전적으로 의존하는 것은 한계가 있음

도표 5. 각국에서의 이해관계자 역할 비교

Morck & Steiner (2005)의 분류	국가	핵심 이해관계자별 역할					대표적인 경영권 방어장치
		전문 경영자	지배 주주*	정부	노조	자본 시장**	
외부통제 모델	미국	경영	-	색별로 차이	-	감시	독약 처방
	영국	경영	-	감시	-	감시	-
내부통제 모델	독일	-	경영	통제 → 감시	감시 (경영참여)	-	피라미드 출자
	스웨덴	-	경영	중립	감시 (사회적 합의)	-	차등 의결권
가족·정부 통제 모델	네덜란드	경영	-	중립	-	-	주식 신탁
	일본	경영 (戰後)	경영 (戰前)	감시	감시 (노사협회의)	-	상호 출자

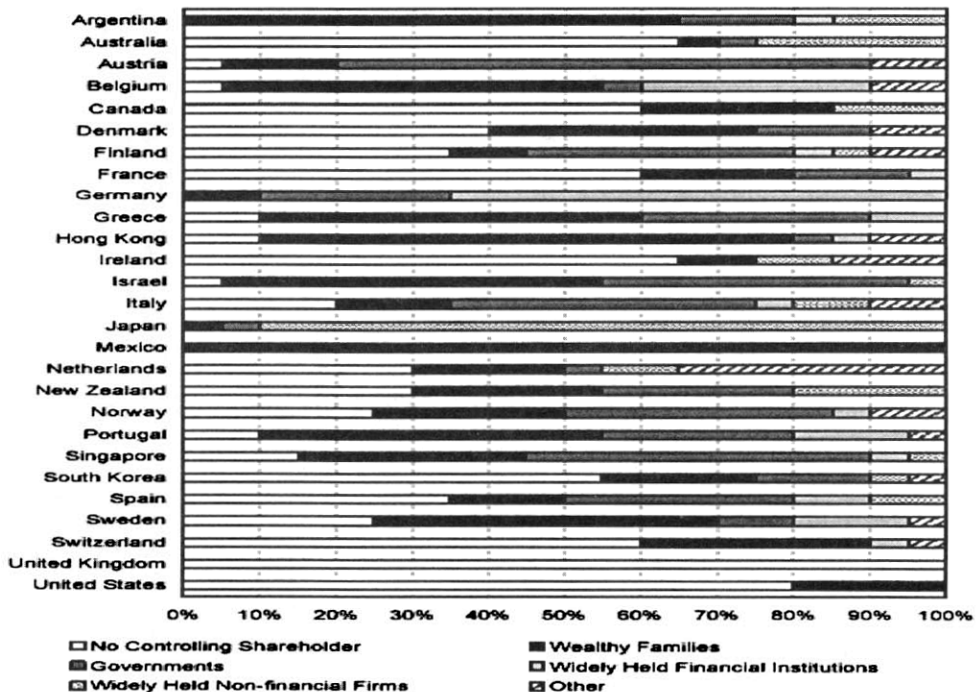
\* 개인 또는 가족인 경우와 법인인 경우 포함

\*\* 통상 기관투자자가 가장 주도적인 역할 수행

# 한국에서의 주요 고려 요인

- 재벌 중심 지배구조에 대한 견제 필요
  - 소유와 경영의 미분리. 다만, 이 자체가 문제는 아님(도표 6)
  - 대주주 지분이 적은 데 따른 대주주-소수주주 간 Agency Problem 우려 상존
- 주주 이외의 이해관계자에 대한 고려 필요
  - 주주 관리를 위해 막대한 비용 지출: '01~'06년 상장기업 자사주 매입 22조원, 현금배당 47조원 등 69조원 유출
    - 같은 기간 유상증자 27조원, IPO 3조원 등 30조원 유입, 39조원 순유출
  - 자사주 매입 등을 경영권 방어에 우회적인 수단으로 사용, 여타 이해관계자는 소외되고 있음(비윤리적 경영 논란 가능성)
- 성장 동력 창출을 위한 기업가정신 고취 필요
  - '02년~'06년 9월 이후 상장기업 수 6% 증가(호주 25.3%, 홍콩 17.8%, 아시아 평균 16.1%)
  - 경영자 자원 불충분한 가운데 “M&A 무서워 상장 꺼린다”(금감위 분석)
- 해외 투기자본 견제 필요
  - '06년 글로벌 M&A 규모 4조원으로 사상 최대: 닷컴 붐이 일었던 '00년 대비 16% 증가
  - Private Equity Fund 등 사모펀드의 적대적 M&A가 급증세 주도: KKR 등은 Leveraged Buyout(차입자금을 동원한 경영권 인수 후 재매각)으로 차익 실현, 경영의 안정성 위협
  - 건전한 외국인 투자에도 영향을 미칠 수 있어 신중 접근 필요
    - cf. '06년 1~11월 외국인 주식 순매도 92.5억 달러, 총간접투자 15억 달러 순유출

도표 6. 국가별 10대 기업 주주 구성 비교



Source: Morck & Steiner (2005)

# 국내 제도 개선 방안

## □ 기본 방향

- “경영자 규율 vs. 경영권 안정”에 대한 이론적 논쟁은 평행선을 그리는 경향. 실증 결과도 존재
- 원론적으로는 두 기능이 균형을 이룰 수 있도록 해야 함: 경영자 규율을 가능하게 하는 동시에 적절한 경영권 안정을 도모하는 것이 중요
- 규제 완화라는 차원에서 공격과 방어에 대한 법/제도적 제약은 최소화하는 것이 바람직

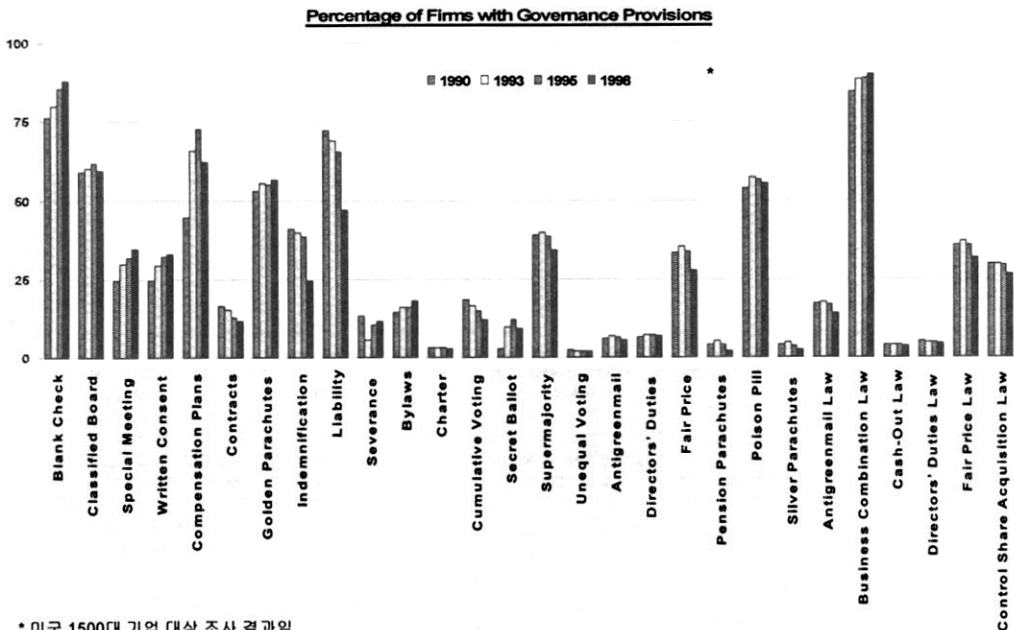
## □ 과도한 적대적 인수에 대한 견제는 필요

- 5% 룰 등 엄격 적용 → 시장교란 방지
- 국내 기간산업 보호 방안(Exon-Floiro provision 형태) 마련 → 투기적 해외자본 견제  
- ‘국가안보에 반하는 외국인 투자규제 특별법’ 발의(이상경 의원)
- 출자총액제한제도, 금융계열사 의결권 제한, 이종대표소송 도입 등 재검토 → 국내 자본에 대한 역차별 소지 해소, 위험 감수형 투자 촉진
- 벤처기업 등을 위한 종류주식(차등의결권주식 포함) 추가 도입 검토 → 창업 및 신규시장 촉진, 기업가정신 회복 유도

## □ 과도한 경영권 방어에 대한 견제도 필요

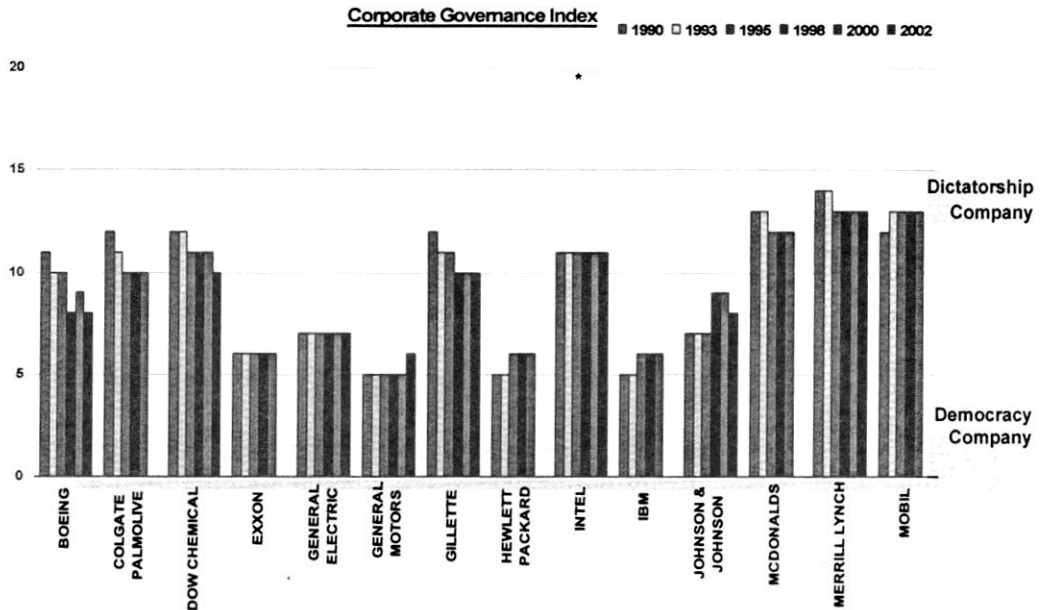
- 이사회 독립성 및 기능 강화 → 적대적 M&A 시도의 타당성에 대한 1차적 판단
- 기관 등 국내 주주의 적극적인 권한 행사 유도 → 경영진의 권한 남용 방지
- 기업 공시제도 강화 → 주식시장 효율성 증대를 통해 경영 활동에 대한 수시 피드백 제공

도표 7. 글로벌 기업의 경영권 안정장치 활용 현황



\* 미국 1500대 기업 대상 조사 결과임  
Source: Gompers, Ishii & Metrick (2003)

도표 8. 글로벌 기업의 Governance Index



\* Anti-takeover Provisions를 많이 갖고 있을수록 Index가 높아짐  
Source: IRRRC(Investor Responsibility Research Center)

## 요약 및 결론

### □ 기업지배구조의 경로의존성에 대한 이해

- 국가별 특성에 대한 고려 없이 현재의 제도나 관행을 모방하려는 시도는 경계해야 함
- 선진국의 경영권 방어장치는 그 수단을 기술적으로 답습하기보다는 그러한 제도 및 관행을 유지하게 된 취지와 시행착오에 초점을 맞추어 참고하는 것이 바람직
- 선진국의 경제·사회적 특수성, 제도 및 관행의 동태성에 대한 연구를 바탕으로 국내 상황에 적합한 경영권 시장 발전 방안 모색 필요

### □ 정책 수립 및 운영의 중심 좌표 설정

- 적대적 M&A의 순기능을 살리되, 공격자와 방어자간에 형평성이 유지될 수 있도록 제도를 지속적으로 보완, 운영하는 노력이 필요
- 국내 기업 지배구조 개선과 국적자본 보호의 상충 소지에 대해서는 특히 세심한 균형적 접근이 요구되는 시점: 국내 자본 역차별 소지, 투기자본 감시 등 민감한 이슈에 관한 이론적, 실증적 연구 필요

## Prologue

### **Value-based management normally includes:**

#### **1) Creating value**

- How to create or increase value

#### **2) Managing for value, esp. for “shareholder” value**

- Current focus of corporate governance

#### **3) Measuring value**

- Valuation