# 美國과 獨逸은 왜 달라졌나? : 所有·支配構造의 差異를 中心으로

趙 英 哲*

**논문초록** 대공황 이전에는 미국과 독일 모두 금융자본과 기업이 수직적 소유·지배관계에 있었다. 그러나 독일은 은행-기업 간 긴밀한 협력관계가 관계금융으로 유지되었는데 반해 미국은 뉴딜 법처럼 국가개입에 의해 금융자본의 산업자본 지배가 종식되고 기업-은행 간 거리 두기 관계가 형성되었다. 이런 점에서 보면 미국모델은 보편모델이 아니라 지극히 역사특수모델이다. 미국과 독일의 경제시스템이 달라진 이유를 외부투자자 보호제도의 확립 여부에서 찾는 주장은 역사적 사실과 일치하지 않는다. 또한 양국에서 외부주주 보호제도가 왜 달라졌는지에 대한 고려 없이 외부주주 보호제도만 갖추어지면 양 모델이 수렴할 것이란 주장도 단순한 것이다. 왜냐하면 주주권리나 주주가치경영 자체가 다른 제도와 연계되어 있는 것이기 때문이다. 따라서 미국과 독일모델이 기반으로 하고 있는 특수한 조건들에 대한 고려 없이 세계화의 흐름 속에서 독일모델이 미국모델로 수렴할 것이라고 보는 것은 성급한 주장이다.

**핵심 주제어 : 주주자본주의, 이해당사자자본주의, 소유분산**
**경제학문헌목록 분류: G3, P1**

* 국회사무처 예산분석관, e-mail: yccho@assembly.go.kr

# Ⅰ. 서 론

경영자자본주의는 대량생산기술의 등장으로 개인자본주의가 감당할 수 없는 대규모 자본 동원이 필요해지면서 나타났다. 미국과 독일은 19세기말과 20세기 초 경영자혁명에 성공하면서 선발자본주의 국가인 영국을 능가하는 산업국가로 등장했고 이후 영국, 그리고 일본이 경영자자본주의 대열에 합류하게 된다. 경영자자본주의는 20세기 자본주의 역사의 가장 중요한 특징이다. 경영자자본주의는 시대적 조건 속에서 변모의 과정을 거쳤지만 20세기 자본주의를 주도해왔다고 해도 과언이 아니다.

20세기 선진자본주의가 경영자자본주의에 근거해 발전해왔다고 하지만 각국의 역사적 조건에 따라서 유형적 차이를 보이고 있다. 서구자본주의의 유형은 라인모델로 대표되는 조정된 시장경제와 앵글로아메리칸모델이 그 전형인 자유시장경제로 구분된다. 조정된 시장경제는 장기적 기업감시와 "인내 자본", 집중된 단체교섭과 미시적 수준의 협력적 노사관계, 교육·훈련·표준화에 대한 기업간 협력, 산업협회의 중요한 역할 등의 특징을 지니고 있으며, 2차대전 이후에는 이해당사자자본주의의 이념을 부분적으로 구현하고 있다. 이에 반해서 자유시장경제는 단기적 기업금융, 외부자본시장 중심의 감시체제, 분권화된 교섭체제, 노동자참가와 산업수준 훈련제도의 결여, 강력한 경쟁정책과 시장규율에 근거한 제도적 장치 등의 특징을 지니고 있으며 전통적으로 주주자본주의의 이념적 지향성을 뚜렷하게 나타냈다.

한 나라의 경제시스템은 경영자, 투자자, 노동자, 국가라는 경제주체들이 상호 갈등하고 협력하는 과정에서 어떤 역동적 관계를 맺어왔는가에 따라 달라지게 된다. 특히 소유자자본주의가 경영자자본주의로 이행하면서 경영자가 기업통제권을 장악하게 되자 소유자 지위는 투자자 지위로 바뀌고 계급관계도 노자관계에서 노사관계로 전환된다. 경영자자본주의에서 소유자, 투자자, 자본의 이해를 대변하는 것은 금융자본이다. 소유자자본주의단계에서는 산업자본과 금융자본간의 갈등이 잉여가치 분배를 둘러싼 자본 분파간의 갈등이었지만 경영자자본주의에서는 경영자 대 소유자, 경영자 대 투자자간의 기업지배구조 문제를 둘러싼 갈등의 성격을 띠게 된다. 따라서 기업지배구조는 각국 경제시스템의 성격을 규정하는 핵심요소이다. 즉 경영자자본주의가 주주가치 지향(shareholder value orientation)의 기업지배구조에 가까운지, 아니면 이해당사자자본주의 지향의 기업지배구조에 가까운지에 따라 각국 경제시스템의 성격이 달라지는 것이다. 이 글은 서구자본주의 양대 유형인 앵

글로아메리칸모델과 라인모델이 과연 기업지배구조 측면에서 얼마나 다른 지를 살펴본 후, 양 모델이 왜 이렇게 달라졌는지를 논할 것이다.

## Ⅱ. 앵글로아메리칸모델과 라인모델은 얼마나 다른가?

### 1. 소유구조

비금융부문 대기업들의 5대주주 보통주 지분율을 살펴보면 독일(41.5%)이 미국(25.4%)과 영국(20.9%)보다 소유집중 정도가 약 2배정도 높으며 소유집중도가 가장 높은 나라는 이탈리아였다(OECD, 1995, p.89). 〈표 1〉을 보면 미국과 영국은 거의 대부분이 소유분산 기업인 것으로 나타났는데 반해, 독일과 프랑스, 스웨덴은 소유분산 기업이 영국과 미국에 비해 훨씬 적은 것으로 나타났다. 그러므로 독일 대기업은 영·미의 대기업에 비해 소유집중 정도가 더 높다고 평가할 수 있다.[1]

〈표 1〉 20대 상장대기업 중 통제적 대주주가 없는 소유분산 기업의 비중

(1995년 말, %)

| | 미국 | 영국 | 독일 | 일본 | 프랑스 | 스웨덴 |
|---|---|---|---|---|---|---|
| 20%이상의 통제적 대주주가 없는 기업 비율 | 80 | 100 | 50 | 90 | 60 | 25 |
| 10%이상의 통제적 대주주가 없는 기업 비율 | 80 | 90 | 35 | 50 | 30 | 0 |

주: B가 직접 보유한 a기업 지분율과 B가 실질적으로 통제하고 있는 법인들이 보유하고 있는 a기업 지분율을 합한 것이 10%, 혹은 20%이상 경우 B는 a기업의 통제적 대주주임. 20대기업은 주식시가총액 규모로 추출함.

자료: La Porta, Lopez-de-Silanes and Shleifer, 1998 〈표 3〉.

1) 독일에서 25% 이상의 의결권 보유는 정관개정과 같이 특별의결 정족수를 필요로 하는 기업의 중요 의사결정에 대해 거부권(Sperrminorität)을 갖는 것을 의미하는데(Deeg, 1999, p.99), 1990년 171개 비금융부문 상장대기업에 대한 조사에 따르면 조사대상 기업의 85%는 의결권의 25% 이상을 보유한 대주주가 있고, 57% 정도는 50% 이상의 지분을 보유한 지배주주가 있으며, 22%의 기업들은 75% 이상의 지분을 보유한 지배주주가 있었다(Frank and Mayer, 2001, p.947).

〈표 2〉 1990년대 상장기업의 주식 소유 분포(%)

| | 영 국 | | 미 국 | | 독 일 | |
|---|---|---|---|---|---|---|
| | 1991 | 1997 | 1990 | 1998 | 1991 | 1999 |
| 은행 | 0.2 | 0.1 | - | - | 12.7 | 13.5 |
| 비금융기업 | 3.3 | 1.2 | - | - | 39.4 | 29.3 |
| 정부 | 1.3 | 0.1 | 0.0 | 0.0 | 2.6 | 1.0 |
| 보험회사 | 20.8 | 23.5 | 1.9 | 3.5 | 5.5 | 9.0 |
| 연금 | 31.3 | 22.1 | 24.4 | 25.9 | - | - |
| 투자기금, 투자회사 | 10.4 | 12.5 | 15.8 | 22.3 | 4.8 | 13.6 |
| 개인 | 19.9 | 16.5 | 51.0 | 41.1 | 22.4 | 17.5 |
| 외국인 | 12.8 | 24.0 | 6.9 | 7.2 | 12.7 | 16.0 |

자료: Höpner and Jackson, 2001, p.6.

1991년 독일 최대 주식시장인 1부거래소(Amtlicher Handel)에 등록된 399개의 상장기업에 대한 조사에 따르면, 각 상장기업 주식의 25% 이상을 보유한 1대 주주는 거래관계에 있는 비금융기업이 35.3%로 가장 많았고 그 다음이 가족(17.5%), 외국인(11.3%), 은행(8.0%), 기타 기관투자가(6.3%), 보험회사(4.8%), 공공부문(4.5%)이었고, 1% 이상의 지분을 보유한 대주주가 전혀 없는 소유분산 기업은 24개로 6%에 불과했다(Schmidt et al., 1997, p.69).

〈표 2〉를 보면 영국과 미국은 대부분의 주식을 은행 이외의 기관투자가들과 개인이 소유하고 있고 은행과 비금융기업은 주식을 거의 보유하지 않고 있다. 독일은 비금융기업과 은행이 많은 주식을 보유하고 있는데 반해 연금이 주식을 거의 보유하지 않고 있다. 상장기업 주식소유 분포에서 영·미와 독일의 주요한 차이는 영·미의 대기업들은 타사출자가 작은데 반해서 독일 상장기업들의 경우 타사출자가 활발히 이루어지고 있다는 것이다.

〈표 3〉을 보면 1985년 독일 상장기업들의 타사 출자규모는 시가총액의 52%에 달했는데 반해 영국과 미국의 경우 타사 출자 비중은 각각 10%, 6%에 불과했다. 독일 대기업은 일본처럼 계열화된 기업집단이 발달하지 않았을 뿐 기업간 출자는 상당히 심화되어 있다. 미국의 경우 비금융기업들간의 출자가 없는 것은 경쟁정책이 엄격했기 때문이다. 독일의 기업간 출자관계는 일본처럼 계열기업집단 내에 한정되지 않기 때문에 좀 더 복잡하지만 외부자본시장 압력을 차단한다는 점에서 비슷한

〈표 3〉 상장기업의 GDP대비 자본규모 비율

(1985, %)

| | 미국 | 영국 | 일본 | 독일 |
|---|---|---|---|---|
| 순규모 비중 | 94 | 90 | 52 | 48 |
| 타사 출자 비중 | 6 | 10 | 48 | 52 |
| 계 | 100 | 100 | 100 | 100 |

자료: Wenger and Kaserer, 1998, p.52에서 재작성.

효과를 지닌다(Allen and Gale, 2000, pp.87 ~93). 독일 기업들의 타기업 출자는 단기투자 목적이라기보다는 임원겸임 등 기업지배구조와 관련된 장기보유의 성격을 띠는 경우가 많다.[2]

영·미의 경우 주주가 경영자를 통제하는 최종적 수단은 적대적 M&A이다. 그러나 독일에서는 그동안 적대적 M&A가 이루어지기 어려웠다. 그 이유는 소유집중과 기업 간 출자네트워크 관계, 주주지배권을 제한하는 공동결정제도(Mitbestimmung), 의결권을 제한하는 정관을 허용한 법제도 때문이기도 하지만, 가장 중요한 요인은 은행이 위탁된 주식의 의결권 대리행사를 한다는 점이다. 1991년 소유가 분산된 24개의 상장기업 주총에서 은행들은 위탁주식의 의결권을 통해서 총의결권의 60.95%를 행사했다. 은행이 위탁주식의 의결권을 행사하는 경우 주주의사를 물어보도록 되어 있으나 실제로 주주가 위탁주식의 의결권행사에 대해 은행에게 자기의사를 표시하는 경우는 2%에 불과했으며, 은행의 의결권은 대부분 경영자를 지지하는 형태로 행사되는 것이 일반적이다(Wenger and Kaserer, 1998, pp.61~63).

2) 기업들간의 출자관계는 기존 내부대주주의 의결권을 강화하고 현금흐름에 대한 소유권과 통제권의 괴리를 확대하여 1주1표제를 약화시키는 효과를 지닌다. 더욱이 출자관계에 있는 기업 경영자들이 서로에게 유리하게 의결권을 행사하는 '의결권 카르텔'이 추진되기도 한다(Böhmer, 1999, p.4). 기업, 특히 은행들이 다른 기업의 주식을 장기간 보유하는 이유 중의 하나는 비밀준비금으로 활용하기 위해서이다. 즉 기업주식을 시가보다 훨씬 싼 가격으로 장부에 기재하고 있다가 기업이 어려움을 겪을 때 주식을 매각하여 현금흐름을 확보하려는 것이다(Henning, 1994, p.38). 이를 통해서 경영자는 유동성위기를 좀 더 쉽게 극복하고 이윤과 손실을 장기적 관점에서 계산하고 실제 기업의 배당능력보다 작은 액수지만 장기에 걸쳐서 주주에 일정한 배당금을 지속적으로 지급할 수 있었다(Lütz, 2000, p.150).

## 2. 자본시장

영국과 미국의 대기업은 대부분 공개주식회사인데 반해, 독일 대기업은 대부분 유한회사(Gesellschaften mitbeschränkter Haftung, GmbH)와 주식회사(Akitiengesellschaften, AG)이다.[3] 유한회사는 증권시장에 상장되지 않을 뿐만 아니라 대부분 지분거래를 제한하는 규정을 두고 있는 비공개기업이다(Hilpert et al., 1997, p. 273). 1998년 독일 공개기업의 5%에 불과한 35대기업이 전체 주식시장 자본규모의 77.8%를 차지하고 있는데, 이들 기업은 대부분 DAX 30에 속하는 기업들과 일치한다. 1998년 독일의 공개기업은 741개에 불과했지만 독일 주식시장에 상장된 외국의 공개기업 수는 이보다 훨씬 많은 3,244개에 달했다(Jürgens and Rupp, 2001, pp. 19~20). 1998년 독일 100대기업들 중 71개가 주식회사인데, 그 주식회사들 중 51개만이 주식거래가 활발하게 이루어지고 있다. 더욱이 상장기업의 경우에도 독일 주식시장에서 자유롭게 유통되는 주식비율은 32%에 불과한 실정이다(Coffee, 2000, p. 23).

영·미는 회사채시장이 잘 발달해 있어 10년 이상의 장기 회사채도 활발하게 발행되고 있다. 1992년 채권시장 규모의 GDP 대비 비율을 보면 독일 71.8%, 일본 76.5%, 미국 129.6%이었다(Henning, 1994, p. 50). 독일의 채권시장은 미국에 비해 뒤쳐져 있지만 일본과 비슷한 수준으로 잘 발달해 상당한 규모이다. 그러나 독일 채권시장의 발행자는 주로 국공채를 발행하는 정부와 금융채를 발행하는 은행이며 기업들이 회사채를 발행하는 것은 매우 드문 일이다.

〈표 4〉를 보면 주식시장 자본규모의 GDP 대비 비율은 미국과 영국이 각각 75%, 114%로 상당히 높은데 반해서 독일은 24%, 프랑스는 34%로 일본 50%, 한국 47% 수준보다도 낮았다. 독일은 1991년 22.8%, 1995년 23.9%로 매우 낮은 수준이었으나 1997년부터 급증하기 시작하여 1999년 현재 68%에 달하며 프랑스도 105%로 크게 증가했다. 그러나 1999년 독일과 프랑스의 주식시장 자본규모의 GDP 대비 비율은 미국 182%(1998년), 영국 198%, 일본 105%에 비해 여전히 매우 낮은 수준이다.

---

3) 1998년 독일의 유한회사는 426,724개인데, 전체 기업 매출의 32%를 차지하고 있다. 주식회사는 1998년 3,139개이며 독일 전체 기업 매출의 21.5%를 차지하고 있다.

〈표 4〉 각국 주식시장 자본규모의 GDP대비 비율(%)

| | 미국 | 영국 | 독일 | 프랑스 | 일본 | 한국 | 이탈리아 |
|---|---|---|---|---|---|---|---|
| 1994년 | 75 | 114 | 24 | 34 | 50 | 47 | 18 |
| 1999년 | 182* | 198 | 68 | 105 | 105 | 36* | - |

* 미국은 1998년, 한국은 2000년 통계임.

자료 : OECD, 1998, p. 130; 금융감독원, 2001, p. 144; Jürgens and Rupp, 2001, p. 20.

## 3. 기업금융

〈표 5〉는 조달된 투자자금을 전체 투자금액으로 나눈 비율이다. 합계가 100을 넘는 것은 순자금이 아니라 총자금이기 때문이다. 괄호 안의 비중은 총자금 조달 규모를 투자규모로 나눈 비율을 다시 100분율로 표시한 것이다. 내부금융 비중은 독일이 일본이나 미국보다 더 높은 것으로 나타났다. 독일의 은행 차입 비중은 일본보다 낮았지만 미국보다 더 높았다. 회사채발행 비중은 독일이 미국에 비해 매우 낮았다. 주식발행 비중은 미국, 일본, 독일 모두 낮은 편이었는데, 미국이 독일과 일본보다는 주식발행 비중이 더 높았다. 총자금 조달구조는 미국이 자본시장 중심의 기업금융인데 반해 독일이 은행중심의 기업금융이라는 일반적 인식과 일치했으며 독일과 미국간에 기업금융 양태가 뚜렷하게 다른 것을 확인할 수 있다(Hackethal and Schmidt, 1999, p. 15).

은행차입 비중에서 독일과 미국간에 큰 차이가 있었는데, 은행 장기대출 비중을 보면 그 차이가 더욱 뚜렷하다. 영·미 은행의 기업 대출은 대개 단기 운영자금 대출인데 반해서 독일은 장기 대출 비중이 월등히 높은 수준이다. 1989년 독일에서 주택금융을 제외하고 비금융기업과 자영업에 대한 은행 대부 중 만기 4년 이상의 장기금융 비중이 57.1%에 달했다(Deeg, 1999, p. 253). 그러므로 은행중심시스템이냐 여부는 은행차입 규모의 양적 차이도 중요하지만 기업지배구조에 대한 은행의 관여도와 기업금융의 질적 형태의 차이에 따라 결정되는 것이다(Berglöf, 1997).

영·미의 경우 기업과 은행간 관계는 단기금융 중심의 거리 두기관계에 있다. 은행이 기업의 다수 지분을 장기간 보유하는 경우도 거의 없다. 이에 반해서 독일에서는 대형은행(Großbanken)들이 거래관계에 있는 특정 기업들의 주식 상당량을 장기 보유하며 기업에 대한 감시와 정보생산과 관련된 장기관계를 형성하고 대출업무 외에

〈표 5〉 1970~96년 각국 총자금조달(%)

| | 독 일 | | 일 본 | | 미 국 | |
|---|---|---|---|---|---|---|
| | 총자금/투자 | 비중 | 총자금/투자 | 비중 | 총자금/투자 | 비중 |
| 내부금융 | 88 | (48.9) | 70 | (28.5) | 89 | (35.3) |
| 은행 차입 | 73 | (40.5) | 152 | (61.8) | 65 | (25.8) |
| 비은행 차입 | 9 | (5.0) | - | - | 25 | (10.0) |
| 회사채 | 7 | (3.9) | 14 | (5.7) | 49 | (19.4) |
| 상업어음 | - | - | 6 | (2.4) | 9 | (3.6) |
| 주식* | 3 | (1.7) | 4 | (1.7) | 15 | (6.0) |
| 합계 | 180 | (100.0) | 246 | (100.0) | 252 | (100.0) |

주: 1년 이상 장기자금에 국한함. * 미국의 주식발행은 1988~95년 자료임.
자료: Hackethal and Schmidt, 1999, p. 14.

거래관계 기업의 증권발행 업무도 맡을 뿐만 아니라 의결권 대리행사(Depotstimmrecht)를 하기 때문에 은행들이 기업에 대해 상당한 영향력을 행사한다. 은행들이 특정 기업주식을 다량 보유하는 것은 유동성위기의 기업을 지원하기 위한 구제금융 같은 특수거래의 결과인 경우가 많았다(Gorton and Schmid, 2000, p. 51).

그러나 대기업의 경우 1960년대 말부터 은행 차입 의존도가 감소하면서 대기업에 대한 은행의 영향력은 분명히 약화되고 있다. 기업들은 한 은행이 너무 큰 영향력을 갖는 것을 방지하기 위해 몇 개의 은행과 우호적 관계를 유지하려고 한다(Hilpert et al., 1997, p. 279). 따라서 독일 대기업의 주거래은행(Hausbank) 관계란 과거처럼 배타적 관계를 말하는 순수한 주거래은행관계가 아니라 주요은행(Hauptbank) 과의 관계금융(relationship banking)을 하는 것이다(Henning, 1994, p. 56).

독일의 기업-은행간의 장기특수관계는 일종의 기업-은행간 준내부자본시장(quasi-internal capital market)을 형성하여 외부자본시장의 단기주의 압력을 차단하고 헌신자본을 공급하며 이해관계자들간의 안정적 장기관계를 형성함으로써 기업투자가 보다 장기적 시계 속에서 이루어지게 한다. 따라서 은행이 대주주의 지위나 의결권 대리행사와 같은 영향력을 통해서 사적 이익을 추구한다거나 은행과 다른 주주들간의 이해상충이 존재한다는 증거가 발견되지 않는다는 것이다(Gorton and Schmid, 2000, p. 70). 이처럼 기업성과에 대한 은행의 역할을 긍정적으로 평가하기도 하지만, 독일 기업지배구조에서 은행의 영향력이 지나치게 크기 때문에 은행

의 지대추구행동이 가능하다는 비판도 존재한다. 은행은 기업과의 긴밀한 특수관계를 통해서 얻은 정보를 활용하여 기업경영을 효과적으로 감시할 수도 있지만 반대로 기업에 대한 영향력을 이용하여 기업의 자원배분을 왜곡시키는 결과를 초래할 수도 있다. 즉 부채가치극대화 전략이 주식의 시장가치를 감소하는 결과를 초래하기 쉽다는 것은 잘 알려진 사실인데, 일반적으로 은행이 기업주식을 보유하더라도 주주로서의 이해보다 채권자로서의 이해를 더 중요시하기 때문에 주주 입장에서 의결권 대리행사를 할 인센티브가 약하다는 주장도 있다(Böhmer, 1999, p. 9). 이와 같이 독일 기업-은행간 관계에 대해 상반된 평가가 존재하며 은행이 기업성과에 미친 영향에 대한 실증연구들도 긍정적 평가를 하고 있는 연구들과 부정적 평가를 하고 있는 연구들이 병존하는 상태이다.[4]

기업이 성장하면서 높은 성과를 내고 자본시장의 신뢰를 얻으면서 직접금융을 활용하는 것이 일반적 모습이다. 그러므로 긴밀한 기업-은행관계 보다 거리두기관계의 자본시장 직접금융에 의존하는 기업들이 더 효율적이고 더 높은 성과를 낸다는 주장은 인과관계 설정에 대해서 보다 치밀한 분석을 할 필요가 있다. 왜냐하면 독일과 같이 기업-은행간 관계가 묵시적 장기관계에 있는 경우 기업이 위기에 처할수록 구제금융, 부채-출자전환 등 은행에 대한 의존도가 높기 때문이다. 이에 관한 실증연구들 대부분이 횡단면 자료를 갖고 실증분석을 하고 있어 기업이 위기에 처할수록 은행의존도가 높아지는 시계열상의 인과관계를 고려하지 못하기 때문에 은행이 기업성과에 미치는 긍정적 인과관계를 과소평가할 가능성이 큰 것이다.

### 4. 내부통제제도

영국과 미국은 단일이사회제도인데 반해서 독일은 2중이사회제도이다. 독일의 감독이사회(Aufsichtsrat)는 영·미의 이사회처럼 주주이해를 대변하여 경영진을 감시하는 역할만 하는 것이 아니라 다양한 이해관계자들의 이해를 조정하는 네트워크의 역할도 하고 있다(Harding, 1999, p. 77). 독일은 전후 감독이사회와 직장평의회(Betriebsrat)의 공동결정제도를 통해 기업과 작업장 차원에서 노동자참가를 제도화했다. 공동결정제도는 독일 대기업 경영자가 책임져야할 대상이 주주만이 아니라는

4) 은행이 기업성과에 미친 영향에 대한 실증연구 결과들은 조영철(2001b, p. 77)을 참조.

것을 의미했다. 독일의 내부통제제도는 노동자의 숙련자산을 보호하고 고용안정성을 높임으로써 숙련노동자들이 생산과정에 적극적으로 통합되는 품질다변화생산(DQP, diversified quality production) 체제를 가능하게 한 중요한 요소였다.[5]

그러나 감독이사회가 경영감시에서 어느 정도 중요한 역할을 하는가에 대한 평가는 엇갈린다. 많은 기업들에서 경영이사가 감독이사 후보 선정에 영향을 미치고 있고 감독이사회가 경영이사를 선출하기 때문에 감독이사와 경영이사간의 관계는 현상유지를 위한 담합과 유착의 관계로 변질되는 경우가 빈번하다는 것이다(Windolf, 2000, p. 5).

과거에는 은행대표가 감독이사회 회장을 맡는 경우가 많았지만 1980년대 중반 이후 독일 100대기업의 임원겸임 경향은 급속히 약화되는 추세에 있으며, 2002년부터 주식매각 이익에 대한 조세부과가 철폐되면 네트워크소유관계가 약화되어 임원겸임은 더욱 줄어들 것이다(Höpner, 2001, pp. 19~26; Höpner and Jackson, 2001: p. 44).

영·미의 기업들이 기업가 모델(entrepreneurial model)을 선호하기 때문에 최고경영자는 상당한 재량권을 갖고 있는데 반해서 독일과 일본 기업은 경영진의 합의를 중시하기 때문에 최고경영자는 영·미와 같은 재량권을 갖고 있지 못한 편이다(Allen and Gale, 2000, p. 376). 미국의 한 연구에 따르면 1991년 미국 기업 이사회 공석의 80% 이상이 CEO의 추천으로 채워졌다고 한다. 대다수의 미국 대기업에서는 CEO가 이사회 회장을 맡고 있으며, 이사회의 의제설정과 이사에게 전달되는 정보를 통제함으로써 이사회를 조정하는 기회를 보유하게 된다(Hawley and Williams, 2000, p. 136). 독일의 CEO(Vorstandsvorsitzender)는 미국의 CEO처럼 이사들의 선임을 좌우할 정도로 강력한 권력자가 아니다. 경영이사회(Vorstand)의 회장은 동등 자격의 이사들 중의 선임자에 불과할 뿐만 아니라 1980년대까지 경영이사회 회장을 선출하지 않는 이사회들도 상당수가 있었다. 이사회에서 영향력이 가장 큰 이사는 대개 금융계가 지지하는 CFO와 직장평의회와 노조가 지지하는 노동이사이다. 독일의 CEO는 독일 법은 경영이사회를 경영 의사결정에 대해 공동책임을 지는

5) 소유가 집중된 독일의 경우 지배주주나 소유경영자가 강력한 지배권을 바탕으로 다른 이해관계자들이 투자한 기업 특수자산을 탈취(expropriation)하는 문제가 발생할 가능성이 높다. 노동자들의 경영참가제도는 단체교섭제도와 함께 노사간 정보 비대칭성을 완화하고 지배주주와 소유경영자의 탈취로부터 노동자를 보호하는 기능을 함으로써, 노동자들이 적극적으로 기업 특수숙련에 투자하고 기업발전에 헌신하게 하는데 크게 기여했다.

단일체로 간주한다. 독일 기업 이사회의 이런 합의 지향성은 각 개별 이사들이 강력한 거부권을 갖는다는 것을 의미하기 때문에 이사들의 합의에 의하지 않는 적대적 인수나 인수 이후의 급진적 구조재편은 이루어지기 어렵다(Vitols, 2000, p. 6; Höpner and Jackson, 2001, p. 21).

## 5. 경영전략과 경영목표

독일에서 기업은 사회적 제도이며, 주주의 재산이라든가 사적 계약의 네트워크로 보는 영·미의 관점과 다른 개념이다. 따라서 독일은 다른 나라에 비해 주주이익보다 기업이익(Unternehmeninteresse)을 훨씬 더 중시하는 경향이 있으며, 기업 내부의 질서는 공적 이해를 대변해야 하며 법과 단체협약에 의해 광범한 사회적 규제를 받았다(Streeck, 1997). 이러한 차이는 〈표 6〉에서 분명하게 드러나고 있다. 즉 영·미 경영자들이 주주가치경영을 중시하고 주주자본주의 이념을 지향하고 있는데 반해서 독일, 일본, 프랑스의 경영자들은 상대적으로 고용안정을 중시하고 이해당사자자본주의를 지향하고 있는 것으로 나타나 뚜렷한 차이를 보이고 있다.

영·미 경영자들의 경우 금융·재무 전문가의 비중이 높은데 반해서 독일 경영자들은 전통적으로 생산기술전문가들이 많았다. 독일 기업 기술부서의 경영자들 대부분은 기술자 자격증을 갖고 있으며 비기술부서 경영자들도 기술자 자격증을 갖고 있는 경우가 많았다. 따라서 경영자들은 생산과정에 대해 세밀한 지식을 가질 수 있었다. 대학졸업자가 입사하면 먼저 작업현장이나 실무부서에 배치되어 경험을 쌓게 되며 처음부터 관리직에 배치되는 것은 드문 일이었다. 대학 학위가 없는 사람

〈표 6〉 각국 경영자들의 경영의식(%)

| | 일본 | 미국 | 영국 | 독일 | 프랑스 |
|---|---|---|---|---|---|
| 기업은 모든 이해당사자를 위해 존재한다. | 97.1 | 24.4 | 29.5 | 82.7 | 78.0 |
| 주주의 이해를 최우선해야 한다. | 2.9 | 75.6 | 70.5 | 17.3 | 22.0 |
| 계 | 100.0 | 100.0 | 100.0 | 100.0 | 100.0 |
| 배당을 축소하더라도 고용안정을 유지해야 한다. | 97.1 | 10.8 | 10.7 | 59.1 | 60.4 |
| 종업원을 해고하더라도 배당을 유지해야 한다. | 2.9 | 89.2 | 89.3 | 40.9 | 39.6 |
| 계 | 100.0 | 100.0 | 100.0 | 100.0 | 100.0 |

자료: Yoshimori, 1995; Allen and Gale, 2000, pp. 113~114에서 재인용.

들도 관리직에 승진할 수 있었으며 경우에 따라서는 이사직에 승진하는 경우도 있었다. 독일 기업들의 상층 경영자들 중 1/3은 노동자로 경력을 시작한 사람들이었다. 기술적 전문성이 상층 경영진으로 승진하기 위한 충분조건은 아니지만 적어도 필요조건은 되며, 이것은 독일 기업 대부분의 인사정책이었다(O'Sullivan, 2000, pp. 248~249). 따라서 독일 최고경영자들은 기술을 중시하는 기업문화에 매우 강고하게 착근되어 있었으며, 기업조직의 생산주의적 기풍은 기술자를 우대하고 수직적 통합과 훈련, 품질기준, 장기적 기업성장을 중시하게 했다(Höpner, 2001, p. 22). 영·미 기업 경영자들이 주주이해를 중시하는 주주가치경영을 폈는데 반해서 독일 기업 경영자들은 상대적으로 주주이해를 덜 중시했고 종업원 등 이해당사자들의 이해를 중시하는 경영을 폈다.

## Ⅲ. 미국과 독일의 경영자자본주의가 확립되는 역사적 배경의 차이

### 1. 미국의 경영자자본주의가 형성되는 과정

산업화 초기의 역사적 조건은 각국의 금융시스템 형성·발전 과정에 결정적 영향을 미쳤다(Guinnane, 2001, p. 8). 글래스-스티걸법이 제정되기 이전까지 미국 은행들은 은행업(상업은행업)과 증권업(투자은행업)을 겸영하고 있었다. 연방주의 전통으로 은행의 설립은 주의회의 인허나 주은행법에 의해 설립되었고 주간 영업(inter-state banking)을 금지하여 은행의 영업 영역은 기본적으로 주로 제한되었을 뿐만 아니라 주 내에서도 단일지점제도로 은행들은 지점망을 갖추지 못했다. 은행 영업영역 제한은 국법은행과 연방준비제도가 성립한 이후에도 기본적으로 유지되었다. 따라서 미국의 은행제도는 다수의 소규모 은행이 지역적으로 산재한 특징을 띠고 있었다. 지역에 산재한 지방은행들은 고객들의 상거래 결제를 위해 상거래 중심지인 뉴욕시의 은행들에 결제 준비금을 예금해야 했다. 또한 지역의 특성에 따라 자금이 남는 지방은행과 자금이 부족한 지방은행이 필연적으로 발생했는데, 자금이 남는 지방은행은 여유자금을 뉴욕의 대은행에 투자성 예금을 했다. 따라서 단점주의 은행제도에서 대부분의 은행들은 영세했지만 결제성 예금과 여유자금의 투자성 예금이 뉴욕 은행들에 집중되면서 뉴욕에는 대형은행이 등장했다. 이들 대형은행은

증권시장에서 자금을 운영하였고 뉴욕은 전국적 규모의 자금 수급관계를 조정하는 금융중심지가 되었고 뉴욕 은행들은 대형투자은행으로 발전하게 되었다(小林眞之, 1997, pp. 7~11).[6]

미국 상업은행들이 영세한 규모였기 때문에 19세기후반 철도건설에 필요한 대규모 투자자금은 직접금융을 통해 조달되었다. 미국의 상업은행 부문은 영세했지만 제1차 세계대전 때까지 미국의 투자은행 부문은 고도로 집중되어 있어 발행규모가 거액인 증권인수는 대부분 6대 투자은행들이 처리했는데, 그 중에서도 모건(J. P. Morgan & Co.)이 가장 컸다. 특히 모건같은 투자은행들은 상업은행과 생명보험사 자금을 이용해 증권을 인수한 후 투자가들에게 판매하면서 거액의 수수료를 챙겼으며, 미국 내에서 소화하지 못한 증권은 자신들의 평판자본(reputational capital)을 활용하여 유럽 증권시장에서 팔았다.[7] 채권이 주로 발행되었지만 미국 철도회사들의 레버리지가 너무 높아지자 나중에는 주식도 발행되었다. 유럽의 투자가들은 채권을 선호했기 때문에 주식은 주로 뉴욕증시에서 매입되었다. 19세기말, 20세기 초만 해도 뉴욕증권시장은 통제권의 사적 이익이 매우 컸고 소액주주에 대한 법적 보호가 상당히 취약한 상태였다. 따라서 유럽 자금을 끌어들이려면 대서양 건너 멀리 떨어져있는 고객들의 투자자산이 안전할 수 있도록 투자은행들이 투자대상 기업의 지배구조를 확립시켜야 했다. 투자은행들은 증권발행 기업 이사회에 1명 이상의 파트너[8]를 파견해 배당이나 재무관련 문제를 감시함으로써 정보비대칭성과 경영자대리인비용을 줄이고 외부투자자를 보호하려고 했다(Coffee, 2000, pp. 27~30; De Long, 1990). 19세기말~20세기 초에 투자은행의 임원파견은 일반화된 것이었는데, 기본적으로 외부투자자의 이해를 대변하는 것이었다.

19세기말~20세기 초 미국 주식시장에서 외부투자자가 가장 우려한 문제는 경영자 전횡이 아니라 기업인수자의 탈취행동과 과당경쟁에 의한 파산위험이었다. 즉

---

6) 미국의 경우 대부분의 주들이 단점주의를 채택한 것은 주간영업을 허용하면 지역 예금을 다른 지역으로 빼 가는 일이 발생할 것을 우려했기 때문이다. 이에 반해 독일은 지역금융을 담당하는 저축은행(Sparkassen)이 일찍부터 발달해 있었기 때문에 미국과 같은 우려가 적었다(Guinnane, 2001, p. 63).

7) 1870년 미국에 유입된 외국인 투자액은 14억 달러, 1900년에는 33억 6천만 달러에 달했는데, 그 대부분은 철도에 투자되었다(Porter, 1992, p. 139).

8) 당시 모건같은 대형 투자은행들은 공개기업이 아니라 파트너십으로 조직된 개인은행(private bank)의 형태였다(김남석, 2000, p. 169).

기업인수자가 은밀히 다수 지분을 매집하여 경영권 프리미엄을 소액주주에게 제대로 지급하지 않고 기업을 인수하는 것이 문제였다. 따라서 투자은행의 주된 역할은 기업인수자가 외부소액주주에게 경영권 프리미엄을 지불하지 않고 통제권을 얻으려는 행동을 막는 것이었기 때문에 외부투자자만이 아니라 경영자에게도 이익이 되었다. 그리고 철도회사들간의 가격경쟁은 파멸적 과당경쟁(cut throat competitions)으로 귀결되어 투자자들의 투자위험을 증가시키고 있었기 때문에 투자은행들은 합병을 통해 경쟁을 제한함으로써 외부투자자에 안정적 투자 수익성이 보장될 수 있도록 하였다. 19세기말 미국에서 우선주가 대량 발행될 수 있었던 것은 외부투자자들이 자신들의 권리가 보호받을 수 있다는 것을 그만큼 신뢰했다는 것을 의미한다.

철도회사들은 카르텔을 통해 가격경쟁을 피하려고 했지만 1890년 셔먼법 제정으로 카르텔이 금지되자 탈출구는 합병밖에 없었다. 셔먼법은 법제정 의도와는 달리 경쟁기업간의 합병에 의한 독점화를 초래하는 요인이 되었다. 또한 1893년 불황이 닥치자 파산위기에 처한 기업들이 속출하였고 합병 물결은 더욱 강화되었다. 수평적 합병은 기존 내부지배주주의 지분율을 떨어뜨린 반면 합병을 주도한 금융자본의 지배를 강화시켰다. 합병에 참가한 구회사의 지배주주나 소유자는 대개 경영에 참여하지 않았으며 기업지배를 위해 지분을 보유할 필요가 없었기 때문에 지분을 매각해 현금화하거나 타업종 주식을 사 자산구성을 다각화했다(小林眞之, 1997, p. 42).

투자은행들은 1887~1904년간 1차 합병물결[9] 속에서 합병과 파산관리를 주도하면서 기업들을 구조재편(reorganization)했다. 모건은 채권자들을 설득하여 회사채를 우선주로 전환시켜 이자비용을 삭감하고 의결권신탁,[10] 피라미드소유, 임원파견과 같은 금융트러스트(money trust)를 활용하여 노선 통합 등의 구조재편을 하고 모건화(Morganization)[11]하는 통제권을 확보했고, 산업자본주의의 무정부적 시장경쟁을 관리된 경쟁(regulated competition)으로 대체함으로써 현대적 법인자본주의

9) 1차 합병물결을 셔먼법 제정 이후인 1898~1904년으로 짧게 보는 견해도 있다. 이 기간동안 소멸된 기업 수는 2,874개이며 합병자본은 67억 2,750만 달러에 달했다. 미국의 대표적 산업기업들은 이 과정에서 탄생했다(小林眞之, 1997, p. 41). 대법원은 셔먼법이 제정되었을 때 카르텔만을 금지하는 것으로 해석했으나 1903년 경쟁을 제한하는 수평적 합병도 금지하는 것으로 재해석함으로써 1차 합병물결은 끝났다.

10) 소유집중은 유동성을 떨어뜨리는 비용을 발생시키기 때문에 최소한의 지분만 유지하고 나머지는 모건의 영향권 내에 있는 집단들의 주식보유를 합쳐서 의결권을 장악하는 방식이다(김남석, 2000, p. 175).

11) 모건화란 독점 렌트 확보를 통해 주주가치를 증가시키는 것을 의미한다(De Long, 1990, p. 5).

를 확립하는데 기여했다(Windolf, 2000, p. 12). 카르텔에 대한 규제가 약했던 독일에서는 19세기 후반 카르텔을 중심으로 한 독점화가 추진되었는데 반해서 카르텔에 대한 규제가 강력했던 미국은 카르텔과 같이 느슨한 형태의 기업 결합이 아니라 인수·합병과 같은 강력한 형태의 기업조직 통합이 활발히 이루어짐으로써 가장 먼저 현대적 법인자본주의의 거대기업체제를 확립할 수 있었다(Dunlavy, 1998, p. 9). 또한 뉴욕증권거래소는 외부투자자에 적합한 증권만 상장을 허용하고 상장기업에 강제적 공시의무를 부과함으로써 외부투자자를 보호했다. 해외자본을 끌어들이려는 모건과 같은 증권인수업자들의 감시·선별노력과 뉴욕증권거래소의 감시능력은 깊고 유동적 미국 증권시장을 발전시키는 데 기여했다.

1900년 미국 40대기업 중 경영자 지배의 기업 비중은 23.8%, 금융자본 지배 하에 있는 기업 비중은 31.3%이었는데, 1929년에는 경영자 지배 비중이 40.5%, 금융자본 지배의 비중이 11.8%였다(김진방·김균, 2001, p. 144). 시간이 지나면서 금융자본의 지배력은 조금씩 약화되고 경영자 지배의 기업들이 증가했지만, 1920년대까지 모건같은 금융자본은 대기업에 대해 상당한 영향력을 발휘하고 있었다. 따라서 20세기초 미국 경영자자본주의의 소유구조는 다수의 주주들에게 완전히 분산된 구조라기 보다는 소유가 완전히 분산된 경영자 지배의 기업과 금융자본이 지배하는 기업이 혼재된 상태였다. 금융자본은 생산과정과 거리를 두면서도 경영권에 직·간접적으로 개입한 대규모 장기투자자였으며 금융유동성을 추구하는 포트폴리오 투자자와는 성격이 달랐으며 동시에 자신들의 주 고객들인 외부투자자를 보호하고 평판자본을 강화했다. 금융자본, 특히 투자은행들은 대규모 장기투자자로서 기업과 외부소액주주들 사이에 존재하는 정보의 비대칭성문제를 완화하고(김남석, 2000, p. 190), 인수, 합병, 분할 등 구조재편을 주도해 현대적 법인자본주의를 확산하는 긍정적 효과를 내기도 했지만 카르텔과 수평적 합병을 통해 독점이윤을 추구하기도 했다. 20세기 초 미국의 경영자자본주의는 금융자본의 지배로 경영자 자율성이 제한적이었고 금융자본과 경영자간의 긴장관계와 세력균형 속에서 발전하고 있었다(Duménil and Lévy, 2000). 그러나 1912년 5대은행(J. P. Morgan & Co., First National Bank, National City Bank, Guaranty Trust Co., Bankers Trust)이 지배하는 금융기관과 대기업들의 자산규모가 미국 GNP의 56%에 달하자 금융자본의 권력 집중에 대한 반대 여론이 비등해졌다. 즉 셔먼법이 카르텔을 금지하고 있었는데도 불구하고 금융자본은 경쟁관계에 있는 기업들 이사회에 파트너를 파견하는 임

원겸임, 의결권 트러스트 등의 금융트러스트를 통해 카르텔을 형성함으로써 독점적 이윤을 추구했다는 것이다. 특히 중소기업인, 중소상인, 농민들을 중심으로 한 반독점의 정치적 연대 움직임이 나타나 미국정부의 경쟁정책 강화를 압박하였다. 결국 미국 의회는 1914년 클레이톤법을 제정하여 경쟁기업의 인수, 경쟁기업들간의 임원겸임을 금지하여 금융자본의 금융트러스트는 큰 타격을 입게 되며 모건이 조직한 독점적 산업구조도 해체되기 시작했다. 대공황 이후에는 금융안정성 확립을 위해 1933년 글래스-스티걸법을 제정하여 투자은행업무와 상업은행업무를 분리함으로써 금융자본의 산업자본 지배를 결정적으로 약화시켰다.[12] 1938년 제정된 챈들러법은 투자은행이 공개기업의 구조재편을 주도하지 못하도록 함으로써 은행은 구조재편을 통해 기업통제권을 획득할 수 없게 되었다. 그리하여 챈들러(Chandler, 1990)가 미국경제를 경쟁적 경영자자본주의라고 명명했듯이 미국산업은 경쟁적 구조로 재편되며 대공황 이후 관리금융체제가 확립되면서 모건과 같은 금융자본의 사적 규제는 공적 규제로 대체되었다(Windolf, 2000, p. 15). 금융자본의 산업자본 지배를 억제하는 일련의 인민주의 뉴딜 법들이 제정되면서 은행-대기업간 수직적 소유·지배관계가 퇴장하자 미국 대기업들은 소유와 통제가 완전히 분리되고 경영자들이 금융자본의 영향력에서 벗어나 현금흐름에 대해 완벽한 재량권을 확보하게 되었다. 이러한 역사적 배경 속에서 미국은 경영자대리인비용을 외부자본시장을 통해 감시하는 기업지배구조가 발전했다. 이후 미국의 경쟁정책은 대기업 경영자들의 주주가치중시 경영과 상보성을 이루면서 자원배분의 효율을 강화했다. 즉 주주가치경영을 추구한 모건이 독점화를 통해 주식가치를 올린 데서 나타나듯이 주주가치경영은 독점적 시장구조에서 사중손실(dead weight loss)을 증대시켰지만 경쟁적 시장구조에서는 주주가치경영이 파레토 효율을 강화하는 효과를 냈다(Roe, 2001a).

---

12) 상업은행의 집중을 억제하는 미국의 경쟁정책은 은행간 경쟁을 강화했지만 다른 한편 금융 불안정성을 증가시켰다. 즉 경쟁과 금융안정성 간에는 상충성이 존재했기 때문에 미국의 금융시스템은 작은 충격에도 감염효과가 발생하여 전체 시스템이 불안정해지는 취약성을 안고 있었다. 따라서 미국에서는 관리금융체제가 확립되기 전까지 주기적으로 금융위기가 반복되었기 때문에 금융정책은 금융안정성을 유지하는데 최우선 목표를 두었다. 그 결과 은행업과 증권업의 분리, 업무장벽, 분산투자, 거리 두기관계의 금융시스템이 정착된 것이다(Allen and Gale, 2000: 4~13).

## 2. 독일의 경영자자본주의가 형성되는 과정

독일은 자본시장이 상대적으로 덜 발달했는데 반해서 19세기말이 되면 전국적 지점망을 갖춘 대형은행들이 등장하기 시작했다. 독일의 산업발전 역사를 보면 후발 자본주의 국가의 비교열위를 극복하기 위해 대규모 투자자금이 동원되었는데, 투자자금은 주로 대형은행들의 장기대출을 통해 조달되었다. 산업가들에 의해서 세워진 대형은행들(Disconto-Gesellschaft, Deutsche Bank, Dresdner Bank)은 내부에 기술부서를 두고 기업에 대한 대출 심사를 했고, 공식적으로는 단기대출이었지만 만기연장으로 실제로는 장기대출을 해주었다. 장기대출된 자금은 기업 주식으로 변제되었고 기업이 안정적 성장궤도에 올라서면 은행은 보유 주식을 매각해 투자자금을 회수하였다. 그러므로 독일 산업발전 역사에서 독일 상업은행(Geschaftsbanken)은 기업과 사업 위험을 함께 분담하는 대규모 모험자본(venture capital)의 역할을 했던 것이다(Chandler, 1990, pp. 398~419; 高橋俊夫 · 大西健夫 編, 1997, p. 94).

독일 은행들이 산업에 헌신적 자본을 적극적으로 제공했는데 반해서 영 · 미 은행들이 단기금융에 치중하고 장기 산업금융에 소극적이었던 이유를 중앙은행의 역할의 차이나 은행 대출구성 제약에 따른 금융 불안정성에서 찾기도 한다. 미국 상업은행들은 단점주의체제로 전국적 지점망을 갖추지 못했기 때문에 대출과 자산을 다각화하기 어려웠고 특정 지역의 경제 충격의 영향을 많이 받아 금융불안정성에 크게 노출되어 있었는데 반해서, 독일 은행들은 자산 다각화를 통해 국지적 금융충격을 잘 견딜 수 있었기 때문에 기업금융을 좀 더 적극적으로 전개할 수 있었다. 또한 산업화시기에 유동성위기가 발생했을 때 영국의 영란은행은 사적 영리기관이란 지위와 1844년 은행법(Bank Charter Act) 규제[13] 때문에 최후 대부자의 역할을 소극적으로 수행했고 미국은 1913년 연방준비시스템이 만들어질 때까지 최후 대부자 역할을 할 중앙은행이 없었는데 반해서, 독일의 중앙은행은 상업은행의 유동성 위기를 적극적으로 지원했다. 1878~1890년 금융위기 때 영국 은행들은 영란은행의 유동성 지원을 제대로 받지 못했는데, 이후 영국 은행들의 장기 산업대출은 급속히 쇠퇴했다. 영국 은행들은 항상적으로 유동성을 유지하고 있어야 했기 때문에 장기 산업대출을 기피했다. 이에 반해서 중앙은행으로 1847년에 설립된 프러시아은행은 정

13) 영란은행의 지폐 발행이 금 보유고와 연계해 규제한 법이다.

부와 개인에 의해 공동소유되었으며 대출같은 영리활동도 했지만 정부의 대리인으로 행동했다. 프러시아은행은 금융위기 때 어려움에 처한 은행들의 채권을 구입해 줌으로써 최후 대부자 역할을 수행했으며 이런 전통은 독일 제국은행(Reichsbank)에서도 지속되었다(Guinnane, 2001, pp. 15~18; Hellwig, 1991, p. 48).

19세기 말~20세기 초 미국의 투자은행들이 자본시장의 자금모집을 통해 대규모 모험자본을 공급하면서 위험의 일부를 투자자들에게 전가했는데 반해서 독일의 대형은행들은 위험을 저축자들에게 전가하지 않았다(Windolf, 2000, pp. 13~14). 시장중심의 기업금융에서는 자산가치가 시장정보와 투자자 전망 변화에 따라 변하기 때문에 투자자가 시장위험에 노출되는 단점이 있는데 반해서 은행중심의 기업금융은 가계 저축자의 투자위험을 최소화하는 장점을 지닌다(Allen and Gale, 2000, p. 10). 따라서 외부투자자가 위험을 부담하는 시장중심체제에서는 정보비대칭성을 완화하고 경영투명성과 외부자본시장의 통제를 강화하는 제도적 배치(institutional arrangements)가 발달하는데 반해 저축자가 위험을 부담하지 않고 은행이 사업위험을 기업과 공유하는 은행중심시스템에서는 투자자와 내부자간의 정보비대칭성문제는 상대적으로 덜 중요하며 은행이 내부통제에 개입하는 제도적 배치가 발달하게 된다.[14] 그러므로 19세기말~20세기 초 미국의 투자은행과 독일의 상업은행이 모험자본의 역할을 하고 긴밀한 은행-기업 간 수직적 협력관계가 형성된 점에서 양자가 유사했지만 미국의 투자은행이 외부투자자의 이해를 보호하면서 주주가치경영을 추구했는데 반해 독일의 상업은행은 장기적 부채가치극대화를 추구하는 채권자 입장을 더 중시했다는 점에서 달랐다.

감독이사회제도는 독일의 산업발전 역사에서 대규모 모험자본의 역할을 한 대형은행들의 이해를 보호하기 위해 은행 임원들이 기업 내부의사결정에 참여하고 기업을 감시하는 제도적 장치로서 1861년부터 도입되기 시작했으며(Clarke and Bostock, 1997, p. 242), 1884년에는 주식회사의 경우 경영이사회와 감독이사회를 두도록 하는 입법화가 이루어졌다. 독일의 산업발전 역사에서 대형은행들은 장기대

14) 기업금융에서 부채 의존도가 높은 경우 주주대표만이 기업지배구조에 참여하면 기업이 위험성이 큰 투자사업을 선택하여 채권자에서 주주로 부를 이전하는 이해상충이 발생할 수 있다. 따라서 은행차입 의존도가 높았던 독일에서는 은행이 기업경영을 적극적으로 감시하는 관행이 발달하였다. 그러므로 영·미에서는 기업 이사회가 주주의 이해만을 대변함으로써 주주가치경영의 전통이 세워졌는데 반해서 은행의 기업지배구조 참여 관행이 정착된 독일에서는 그만큼 주주가치경영의 전통이 영·미보다 약했다.

출과 감독이사회를 통해 산업자본, 특히 대규모 자본조달이 필요한 중화학공업 기업에 대해 강력한 영향력을 행사했다(Gerschenkron, 1962, p. 14). 그러므로 독일자본주의는 후발성에도 불구하고 국가후원, 대기업-대형은행간의 전략적 협력에 근거하여 영국보다 더 높은 산업성장률과 중화학공업부문의 기술발전을 이루어냈고 중화학공업화를 바탕으로 20세기전반 헤게모니 쟁탈전에 두 번이나 도전할 수 있었다.

1910년경이 되자 독일 기업에서도 기술의 발전과 조직의 복잡화를 감당해 낼 수 있는 전문경영자가 급속히 늘어났고 이른바 경영자혁명이 일어났다. 20세기 초 독일 대기업의 성공은 경영자자본주의에 기초한 것이었다. 즉 경영자는 조직적 학습과정에 통합되어 있었고 자원배분에 대한 통제권은 시장이 아니라 내부경영자들이 통제하고 있었다. 기업은 유보이윤으로 부채비율을 낮추면서 재무 독립성을 높이고 복수의 은행과 거래하기 시작하자 주거래은행의 영향력은 줄어든 반면 경영자 자율성은 강화되기 시작했다.

현대 법인자본주의는 대량생산의 기술혁신을 추구한 긍정적 기여도 했지만 독점을 통해 기업간 경쟁을 회피하는 수단으로도 활용되었다. 즉 19세기말 경쟁적 자본주의의 경쟁 위기를 타개하는 하나의 방식이 인수·합병을 통해 새로운 거대기업을 등장시킨 경영자혁명이기도 했다. 특히 독일 기업들은 후발자본주의의 비교열위를 극복하기 위해서 카르텔과 상호출자를 통해 수평적·수직적 결합을 강화했다. 그리하여 1927년 독일 100대기업의 대부분은 콘체른이었다(O'Sullivan, 2000, p. 239). 그러므로 19세기 말~20세기 초 독일과 미국의 경영자자본주의는 모두 금융자본의 지배를 받았다. 미국자본주의가 인수·합병이란 보다 강력한 조직 통합을 통해서 세계최강의 거대기업체제를 형성하고 독점화를 추진했는데 반해서 독일자본주의는 카르텔과 기업 간 출자관계를 통한 콘체른과 같이 좀더 느슨한 형태의 기업간 연대를 통해 독점화를 추구했다. 이런 이유 때문에 아리기는 독일이 미국과 함께 영국에 앞서서 경영자혁명에 성공했지만 독일 경영자자본주의가 영국 자유무역주의 제국주의의 안티체제였을 뿐 영국 헤게모니를 근본적으로 대체하지 못했으며, 미국처럼 시장의 거래비용과 불확실성을 완화하는 M형 기업[15]과 같은 현대적 법인자본주의를 형성하는데 이르지 못했다(Arrighi, 1994)고 평가한다. 단기간 내에 거대기업체제를 확립한 미국의 유례 없는 성공은 역설

15) 수직적 단일 체계의 기업이 아니라 다각화된 개별 사업부들이 중앙본부(headquarter)로부터 상당한 자율성을 갖는 사업부제 기업

적으로 정치적 반발과 국가의 경쟁정책을 강화시켜 금융자본 지배의 독점체제가 대공황 이후 해체되었는데 반해 독일은 카르텔과 금융자본의 영향력이 별다른 정치적 반발을 겪지 않고 지속될 수 있었다.

대공황이 터졌을 때 독일은 세계 최대 채무국이었을 뿐만 아니라 기업과 긴밀하게 밀착된 겸업은행체제였기 때문에 특히 큰 타격을 받았는데, 나치는 1933년 집권 이후 가격동결포고령을 발표했고 군비지출을 늘리고 통제경제를 강화하면서 파시즘 형태로 위기에 대응했다. 나치는 군수산업의 생산설비 투자에 이윤이 재투자되도록 하기 위해 1937년 회사법을 제정하였고 이로써 감독이사회와 경영이사회의 권한이 명시화·강화되어 소유와 경영의 분리는 법적으로 공식화되었으며 외부주주에 대한 내부경영자의 지위는 더욱 강화되었다. 나치의 임금억제정책에 의해 기업이윤은 크게 증가했는데, 나치는 배당을 제한하고 내부유보를 촉진하는 법률 개정과 조세정책을 추진했다. 그 결과 1933~1938년간 산업자본 증가의 60% 이상은 유리한 정부 군수(軍需)조달계약을 기반으로 한 내부유보이윤으로 조달된 것이었고 나머지는 주식발행으로 조달된 것이었다. 신주는 자본시장이 아니라 다른 기업들의 매입으로 흡수되었다. 그리고 나치는 강제적 카르텔화 정책을 통해 기업들간 연계를 강화시켰고 1940년대 초에는 전통부문의 중소기업(Mittelstand)을 강제적으로 통합해 대기업으로 전환시키기도 했다(O'Sullivan, 2000, pp. 234~240).

나치 시기의 경영자지배가 초래한 집중화된 권력의 폐해를 시정하기 위해 전후에는 기업지배구조를 개혁하려는 정치적 시도가 있었다. 점령군은 주정부 권한을 확대해 연방국가체제를 더욱 강화했고 19세기 말부터 독일경제를 지배했던 독점과 카르텔을 해체했으며 3대 상업은행(Deutsche Bank, Dresdner Bank, Commerzbank)을 30여 개의 독립적 지역은행으로 분할했다. 그러나 냉전과 함께 서독경제가 소련에 대한 방파제 역할을 해야 한다는 필요성 때문에 3대 상업은행 해체계획은 무산되었다(Smith, 1994, p. 324; Deeg, 1999, p. 46). 따라서 전전(戰前)의 대기업들이 전후 서독경제를 주도했으며 기업간 출자네트워크와 긴밀한 기업-은행관계에 기초한 전전의 경영자지배체제가 그대로 존속했다(O'Sullivan, 1998, pp. 12~13).

## Ⅳ. 독일은 미국에 비해 자본시장과 소유분산이 왜 발달하지 못했나?

### 1. 주주권리의 법제도

소유분산은 주식투자자의 범위가 확산되고 주식이 저축수단으로 일반화되는 것을 의미하기 때문에 자본시장의 발달과 밀접한 상관성을 갖고 있다. 독일에서 자본시장과 소유분산이 발달하지 못한 것은 독일이 영·미에 비해서 역사적으로 외부투자자를 보호하는 제도적 장치가 덜 발달했기 때문이란 주장이 있다. 주주권리의 취약성은 자본시장 미발달의 원인이면서 동시에 소유분산이 확산되지 못한 이유란 것이다. 외부주주 권리가 잘 보호된 나라들과 그렇지 못한 국가들을 구분하고 대기업들의 소유구조를 비교해보면 전자 국가들이 후자 국가들보다 소유분산 기업의 비중이 더 높고 이런 차이는 통계적으로도 유의한 것으로 나타났다(La Porta, Lopez-de-Silanes and Shleifer, 1998).

주주권리의 법제도를 강조하는 논자들의 주장을 요약하면 다음과 같다. 영국은 17세기부터 의회와 재산권자의 영향 속에서 왕권이 사법부에 대한 통제권을 부분적으로 잃기 시작했고, 그 결과 영국의 관습법은 왕권에 대해서 사유재산권을 보호하는 방향으로 진화가 이루어졌고, 이후 사법부는 사유재산권 보호를 투자자 보호로 확대해 나갔다. 주주 권리가 잘 보호된 영·미에서는 소액주주가 직접 통제권을 행사할 수 없더라도 지배주주의 탈취행동으로부터 보호받을 수 있다고 보았기 때문에 주식매입에 높은 가격을 지불했다. 따라서 내부지배주주는 기꺼이 기업공개와 주식발행을 했다. 더욱이 지분율 하락으로 지배주주가 통제권을 상실하게 되더라도 자기 이익이 침해될 가능성이 작았기 때문에 소유분산이 촉진되었다. 영·미의 경우 소유분산과 소유와 통제의 분리로 대리인비용이 심각하다는 비판이 많이 제기되지만(Jensen, 1989) 어느 나라보다도 소유분산이 진전되어 있고 소유와 통제의 분리가 가장 먼저 확립될 수 있었던 것은 소유분산으로 주주가 통제권을 상실해도 경영자가 주주이익을 충실히 반영하는 기제가 일찍부터 확립되었기 때문이다. 이에 반해서 독일과 프랑스는 의회의 권력이 더 취약했고, 19세기에 가서야 나폴레옹과 비스마르크가 경제활동을 더 잘 규제하기 위해서 상법을 채택했다. 이후 국가는 기업에 대한 정치적 통제를 유지했고 국가는 경제활동을 규제하는 재량권을 법원에 양도하지 않았다. 따라서 경직적 대륙법 체계는 관습법체계의 영·미 법원처럼 경제

상황 변화에 따라 융통성 있게 적극적으로 외부투자자 이해를 보호하기 힘들었다. 그 결과 소유가 분산되는 경우 주주이해가 기업내부자에 의해 쉽게 침해될 수 있었기 때문에 소유분산이 진척되지 못하고 소유집중이 유지되었으며 그만큼 직접금융을 통한 자금 조달이 어려웠고 자본시장 발달을 저해했다(La Porta, Lopez-de-Silanes, Shleifer and Vishny, 2000).

독일의 경우 내부거래에 대한 소액주주 보호도 1994년 증권거래법(Wertpapierhandelsgesetz) 개정으로 비로소 입법화될 정도로 외부주주 보호 장치가 미흡했다(OECD, 1995, p. 116). 따라서 기업공개 후에도 소유자가 장기간 동안 기업통제에 필요한 상당 지분을 유지하는 경우가 많았고 경영권을 매각하는 경우에도 다수의 의결권 지분을 공개시장의 분산된 주주에게 매각하지 않고 새로운 지배주주에게 경영권을 매각하는 경향이 존재했기 때문에 기업공개가 반드시 소유자의 통제권 상실로 연결되지 않았다(Goergen, 1998, p. 43). 이것은 경영투명성을 확보하는 제도적 장치가 미흡해 외부주주의 투자를 끌어들이기 어려웠기 때문이다. 경영권의 사적 이익이 큰 경우 기업지배의 사적 이익을 누릴 수 없는 분산된 주주들은 경영권 프리미엄을 지불하지 않기 때문에 창업자는 경영권프리미엄을 보상받기 위해 다수 지분을 새로운 지배주주에게 매각하게 되고 소유분산이 어려워지는 것이다(Coffee, 2000, p. 7). 더욱이 독일 주식시장 규모가 작기 때문에 대주주가 대규모 지분을 시장에서 매각하면 주가가 폭락할 가능성이 크다. 따라서 대주주의 대규모 지분 매각은 시장을 통하지 않고 사적 교섭을 통해서 다른 인수자에게 일괄 매각되는 경우가 많았고 소유분산이 잘 진행되지 않았다(Vitols, 2000, p. 2). 소유가 분산되고 소유와 통제가 분리되면 경영자대리인비용이 증가하는데도 불구하고 미국과 영국에 수많은 소유분산 공개기업이 존재하는 것은 미국과 영국이 대리인비용을 억제하는 제도적 장치를 발전시켜왔기 때문이란 것이다.

이런 논리에 따르면 독일에서 은행중심체제가 형성된 것도 궁극적으로는 외부주주 권리 보호 제도의 미흡으로 자본시장이 발달하지 못한 결과다. 금융자본은 본질적으로 유동성을 선호하며 기업-은행관계에 구속되는 관계금융의 감시역할을 맡는 것을 바라지 않기 때문에 독일의 대형은행들이 과거 주거래은행 역할을 했던 것은 자신들이 원해서가 아니라 독일 자본시장이 미발달해 포트폴리오투자와 같은 금융유동성을 추구하기 어려웠던 역사적 조건의 결과란 것이다. 즉 관계금융의 부산물로 은행들은 특정기업의 다수 지분을 보유하게 되었는데, 주식유통시장이 잘 발달

하지 못해 은행들이 유동성을 추구하고 주식 포트폴리오 관리를 적극적으로 하기 어려웠기 때문에 특정기업의 다수 지분을 장기보유하면서 대주주로서 기업감시를 강화했다는 것이다(Gorton and Schmid, 2000, p. 54). 그러므로 독일에서 외부주주 권리 보호 제도가 확립되어 깊고 유동적인 자본시장이 발달하면 라인모델이 영·미 모델에 수렴하는 현상이 나타날 것이라고 예측한다(Coffee, 2000).

19세기 미국, 영국, 프랑스, 독일 등의 기업법, 회사 정관과 실제 관행 등을 비교하면 1주1표제의 주주자본주의 원리가 가장 먼저 정착된 나라는 미국이고 그 다음이 영국이었으며, 대륙국가들은 영·미보다 훨씬 늦게 1주1표제가 확립되었다고 한다. 실제로 19세기 중반까지만 해도 회사 주총(general meeting)에서 주주의 최대의결권을 제한하거나 단계적 의결권(graduated voting scale)[16]이나 1인1표제가 실시되는 경우가 많았다. 회사 정관에 의결권에 대한 구체적 규정이 없는 경우가 많았는데 분쟁이 발생하는 경우 법원은 관례에 따라 1인1표제의 원리에 입각해 판결을 하였다. 동인도회사의 경우 회사의 구성단위는 주식이 아니라 회원(members)이라고 보았기 때문에 모든 주주가 동일하게 1표의 의결권을 행사했다. 1818년 영란은행의 경우 500파운드 이상을 투자한 주주에게만 의결권이 주어졌는데 투자액수와 관계없이 1인1표였다. 회사의 구성원을 자본투자자가 아니라 주주개인으로 보는 이러한 관행은 19세기 중반까지 영·미의 관습법에 의해 잘 지지되고 있었다. 영국의 경우 주주 의결권제도가 진화하면서 18세기에 대주주에게 좀 더 많은 의결권을 주는 관행이 나타나기 시작했지만 이 때에도 1주1표가 아니라 최대 한도를 두거나 단계적 의결권제도의 형태였다. 대륙에서는 영·미보다도 단계적 의결권제도와 의결권 제한제도가 더 광범하게 실시되었을 뿐만 아니라 더 오래 유지되었다.[17] 미국의 경우 대자본의 의결권을 제한하는 관행은 남북전쟁 시기 때 뉴욕주에서부터 사라지기 시작했고 이후 거의 모든 주들이 1주1표를 규범으로 받아들였다. 그러므로 미국은 1주1표제의 주주자본주의 원리를 영국이나 독일보다 먼저 정착시킴으로써 대주주의 주도로 인수·합병과 같은 기업조직 변화를 손쉽게 추진할 수 있었고 현대적 법인자본주의를 가장 먼저 확립했다(Dunlavy, 1998). 미국은 직접금융에 의존

16) 예를 들면 1주엔 1표를 주고 2~9주엔 1표를 추가해 2표를 주고 10~30주에 다시 1표를 추가해 3표를 주는 방식으로 1주1표제보다 대주주가 훨씬 적은 의결권을 갖게 되는 제도이다.

17) 독일 주식회사 중 상당수는 의결권 제한 규정을 두고 있었으며 1주1표제를 지키는 것은 최근의 경향이었다(Beinert, 1997, p. 16)

해 외부자금을 끌어들였기 때문에 주주가 기업조직의 회원이 아니라 자본투자자란 근대적 인식을 먼저 할 수 있었다. 따라서 미국, 그 중에서도 직접금융을 주도한 뉴욕주가 1주1표제의 주주자본주의원리를 가장 먼저 정착시켰고 단계적 의결권이나 의결권제한 제도처럼 대주주의 권력 집중을 막고 소액주주 권리를 보호하는 전근대적 제도를 가장 먼저 버렸다.

19세기말 철도와 철강산업처럼 대규모 고정자본비용이 투입된 규모의 경제 산업에서 과당경쟁이 발생하고 불황으로 위기에 처했을 때 미국은 독일처럼 느슨한 형태의 기업간 담합인 카르텔로 대응한 것이 아니라 금융자본의 주도로 합병과 같은 강력한 기업조직 통합으로 대응하여 1차 합병물결이 일어날 수 있었던 것은 1주1표제의 주주자본주의 원리가 먼저 정착되었기 때문이다. 즉 독일에서는 의결권제한이나 단계적 의결권제도처럼 소액주주를 보호하는 전근대적 관행이 많이 남아 있어 1주1표제의 주주자본주의 원리가 미국처럼 확립되지 못했다. 따라서 독일에서는 미국과 마찬가지로 금융자본이 강력한 영향력을 보유하고 있었지만 합병과 같은 조직통합을 통해서 구조재편을 실행하기 어려웠던데 반해서 미국에서는 금융자본 주도에 의한 합병물결 속에서 금융트러스트의 산업 지배가 강화되고 구조조정이 확산되었다.

1주1표제가 미국에서 가장 먼저 확립되었다는 사실을 어떻게 평가할 것인가? 1주1표제는 근대적 주주자본주의 원리를 확립함으로써 주식시장을 발전시켰다. 그러나 1주1표제가 외부주주와 소액주주의 권리를 보호하는 제도라고 보기 어렵다. 왜냐하면 1차 M&A 물결에서 나타나듯이 1주1표제는 단계적 의결권제도나 1인1표제와 같이 외부소액주주를 보호하는 전근대적 장치들을 해체함으로써 다수 지분을 확보한 대주주와 금융자본이 소액주주의 의사와 관계없이 기업통제권을 강력히 행사할 수 있게 한 것이기 때문이다. 이로써 주식시장이 기업 구조조정을 주도하는 기업통제권 시장의 역할도 하게 되었고 산업자본을 지배하는 거대한 금융트러스트가 등장할 수 있었다.

## 2. 정치적 요인

정치적 요인과 국가의 역할이 금융자본의 산업지배를 해체하고 소유·통제의 분리와 소유분산을 촉진한 결정적 요소였다는 주장도 있다. 이런 주장의 대표적 학자

는 로(Roe, 2000)와 젠센(Jensen, 1989), 드롱(De Long, 1990)이다. 특히 로는 20세기 초 미국의 주식시장 관련 법제도가 제대로 정비되지 못한 상태였기 때문에 외부소액주주 권리를 잘 보호하는 법제도가 소유분산을 촉진했다는 주장을 반박한다. 미국 증권법은 공개기업이 일반화한 후에 제정된 것이며 증권법 제정 전에는 뉴욕증권거래소가 외부주주를 보호하는 사적 규제를 취하고 있었다. 따라서 로는 벌·민즈 기업이 등장한 이후 발생한 문제를 해결하기 위해 법이 제정된 것이지 법이 미국에서 먼저 확립되었기 때문에 벌·민즈 기업이 등장할 수 있었던 것이 아니며 법은 사후적 결과라고 주장한다. 로는 전문경영자들의 정치적 압력에 의해서 소유집중을 억제한 미국의 국가정책과 정치적 특성 때문에 소유분산이 이루어졌다고 주장한다. 즉 1차 합병물결의 결과 단기간 내에 엄청난 경제력 집중이 이루어지고 세계에서 유례 없는 거대기업들이 등장하고 금융자본의 권력이 강화되자 금융자본의 권력을 제한해야 한다는 정치적 여론이 비등해졌다. 결국 국가의 규제 강화로 금융자본의 산업지배가 해체됨으로써 소유분산과 소유·통제의 분리, 은행-기업 간의 거리 두기관계가 확립되었다는 것이다. 거대한 사적 금융기관의 지배가 해체되고 소유분산과 소유·통제의 분리가 정착되자 거대기업체제를 비판하는 사회적 여론은 줄어들었고 노동자와 일반시민들의 약한 계급의식으로 주주자본주의 원리가 큰 저항없이 안정적으로 정착될 수 있었기 때문에 경영자는 주주가치를 중시하는 경영을 펼칠 수 있었다. 따라서 깊고 유동적인 증권시장 발전은 미국의 독특한 정치적 조건 속에서 가능했던 것이다.

또한 로(Roe, 2001b, p. 32)는 미국의 경쟁정책에 의해 생산물시장이 경쟁적 구조를 갖게된 것도 소유분산을 강화하는 효과를 냈다고 주장한다. 즉 독점적 렌트가 존재하면 경영자가 그만큼 더 나태해질 가능성이 커 대리인비용이 크기 때문에 이를 통제하기 위해 소유집중이 필요하고 소유분산이 이루어지기 어렵지만 경쟁적 시장구조에서는 대리인비용이 감소하기 때문에 소유분산이 촉진되었다는 것이다. 카르텔에 대해 비교적 관대했던 독일은 미국에 비해 경쟁구조가 약했기 때문에 그만큼 소유분산을 촉진하는 시장경쟁의 힘도 약했던 것이다.

젠센과 드롱은 20세기 초 모건같은 금융자본이 경영자를 감시하는 적극적 투자자의 역할을 함으로써 정보비대칭성을 완화하고 독점화를 강화해 기업의 주식가치를 높이는데 크게 기여했다고 본다.[18] 따라서 금융자본은 산업을 지배하기 위해서 유동성을 희생하는 비용을 부담했지만 금융자본의 소유집중이 주식가치를 올리는 이

익이 비용보다 더 컸던 것이다. 자생적 진화과정에서 금융자본이 산업지배를 포기하고 거리 두기관계로 전환하고 소유분산이 자연스럽게 확산될 이유가 없었다. 그러므로 금융자본이 산업을 지배하던 체제가 해체되고 소유분산과 소유·통제 분리가 확산되었던 것은 반트러스트법과 뉴딜법의 과잉규제가 금융자본의 소유·지배를 억제했기 때문이다.[19]

로는 더 나가서 공동결정법과 같은 사회민주주의 정치가 독일이 미국처럼 주식시장을 발전시키고 소유분산을 확산하지 못하게 된 주요 요인이라고 주장한다. 사민주의의 강화는 주주입장에서 보면 대리인비용을 증가시키는 효과를 갖는다. 공동결정제도와 같은 사민주의제도가 도입되면 기업경영에 노동자 이해가 부분적으로 반영된다. 그런데 노동자는 위험기피적인데 반해 분산투자를 한 외부주주는 위험중립적이며, 노동자는 감량경영보다 조직확대를, 그리고 배당 확대보다 내부유보를 선호하는데 반해 주주는 주주가치경영을 선호하는 이해상충이 존재하기 때문에 공동결정제도가 주주의 입장에서는 대리인비용을 더 증가시키는 효과를 갖는다. 따라서 각국의 사민주의 발달정도와 소유분산의 발달정도간의 상관계수를 구해보면 통계적으로 유의한 역의 상관관계가 나타났다(Roe, 2000). 그러므로 사민주의 제도가 주주권리를 제한하는 상황에서 소유가 분산되면 주주 영향력이 더욱 약화되어 기업지배권에 대한 노동측 영향력이 더 강화되기 때문에 기업공개가 기피되고 기업공개가 이루어지더라도 주식매각은 또 다른 대주주에게 매각되는 형태를 취하게 되어 소유분산이 진행되기 어렵고 주식시장 발전을 가로막았다는 것이다(Roe, 1999). 주주보다 노동자 권리가 중시되는 유럽의 사민주의 전통에서 경영자들은 주주이익만이 아니라 다른 이해당사자의 이익을 중시하는 경영을 펼칠 가능성이 크기 때문에 대리인비용을 더 증가시킨다. 따라서 주주는 통제권을 유지하려 하고 기업자산을 보호하기 위해 소유분산과 기업투명성을 기피하는 경향이 존재한다는 것이다.

---

18) 드롱은 임원겸임 등 모건의 금융트러스트 지배가 기업의 보통주 가치를 30%까지 올렸다고 한다(De Long, 1990). 이런 추정이 과대평가된 것이란 비판도 있지만 모건화가 주식가치를 높이는 효과를 낸 것은 일반적으로 인정되고 있다.

19) 젠센과 드롱은 금융자본의 산업지배를 억제한 규제가 잘못된 규제란 입장인 반면 로는 정치적 반발이 금융자본의 산업지배를 억제하는 규제를 가져왔다는 것을 강조할 뿐 그것이 과잉규제라고 주장하지 않는다는 점에서 젠센, 드롱과 다르다. 따라서 주주권리 법제도를 중시하는 학자들의 경우 소유분산은 주주권리를 잘 보호한 영·미법의 성과인 반면 젠센과 드롱의 입장에서는 소유분산이 과잉규제의 미국법이 실패한 증거인 것이다(Coffee, 1999, p. 15).

공동결정제도 도입이 감독이사회의 경영감시 효율성을 저해해 대리인비용을 증대시켰기 때문에 소유분산이 확산되지 못하는 영향을 미쳤다는 주장도 있다. 즉 종업원대표들은 회계나 재무에 대한 이해 부족으로 경영전략에 큰 영향을 미치지 못하고 주로 고용관련 분야에 치중하는 경향이 있으며(Pistor, 1999), 경영자와 은행가들은 노동자의 영향력 증가를 염려하여 감독이사회의 기능 강화를 선호하지 않았다(Roe, 1997, p. 178). 1976년 신공동결정법이 제정된 이후 노조의 영향력과 노조에 이용될 수 있는 경영정보를 제한하기 위해 감독이사회의 동의를 요하는 중요 경영전략 범위를 법적으로 규정된 최소범위로 축소시키는 움직임이 생겨났고, 이것은 감독이사회가 해야 할 경영감시활동을 위축시키는 결과를 가져왔다(Schröder and Schrader, 1998, p. 24). 실제로 감독이사회의 주주측 대표들은 감독이사회의 회의 자리에서 노동측 대표들을 의식해 경영자 오류를 적극적으로 비판·견제하는 활동을 삼가는 경향이 있으며 주주측 대표가 관할하는 소위원회를 구성해 중요 경영전략을 논하는 경우가 많다. 또 은행들도 기업경영전략에 대한 영향력을 행사할 때 노조와의 논의를 피하기 위해 감독이사회 같은 공식적 내부통제장치보다는 채권자-채무자의 비공식적 관계나 노동측 대표가 배제된 융자소위원회를 통해 자기 의사를 전달하는 경향이 있다.

그러나 카피(Coffee, 2000)는 미국 은행들이 경쟁정책의 제약을 받았는데 반해 영국의 은행들은 그런 제약을 받지 않았으며 영국 은행들이 독일처럼 일찍부터 대형은행으로 성장했음에도 불구하고 영·미 모두 유동적인 증권시장이 발달했다면서 정치적 조건의 차이를 중시하는 로를 비판한다. 따라서 카피는 금융자본의 유동성 선호는 보편적 현상이기 때문에 외부주주 권리를 보호하는 제도적 장치가 갖추어지면 소유분산이 확산되고 증권시장 중심의 발전이 일반적으로 이루어질 것이라고 주장한다. 그러나 카피는 19세기말 영국과 미국의 중요한 차이점을 간과하고 있다. 1주1표제의 주주자본주의원리가 가장 먼저 정착했고(Dunlavy, 1998) 투자은행이 유동성만 추구하지 않고 직접금융시장에서 적극적 투자자의 역할을 한(Jensen, 1989) 미국의 경우 1887~1904년 1차 합병물결에서 금융자본이 구조재편을 주도함으로써 단기간 내에 현대적 법인자본주의를 확립하여 세계최강의 산업국가로 등장할 수 있었는데 반해서, 영국은 금융자본 주도의 합병과 구조재편이 이루어지지 않았고 미국과 같은 거대기업체제의 현대적 경영자자본주의를 확립하는데 뒤쳐지게 되었다. 19세기 말~20세기 초에 금융트러스트에 의한 투자배분은 중앙계획당국에

의한 자원배분과 유사한 것이었다. 차이는 투자배분 결정을 관료가 아니라 모건과 그 파트너들이 했다는 것이다. 미국은 시장이 아니라 위계에 의해서 투자배분이 이루어졌다. 이에 반해 1차대전 이전의 영국 금융시스템은 증권업과 은행업이 완전히 분리되어 있어 은행들이 신생기업들과 이들이 발행한 증권에 관심을 두지 않았고 독일과 같은 긴밀한 기업감시체제도 취약했다(De Long, 1990, pp. 13~21). 단기간 내에 이루어진 미국의 엄청난 성공은 역설적으로 경제력 집중과 금융자본의 지배에 대한 강한 정치적 반발을 야기했고 다시 금융자본과 산업자본이 분리되었다. 따라서 기업금융이 직접금융 중심이었던 점에서 미국과 영국이 유사했지만 19세기말~20세기 초 금융자본이 산업을 지배하던 시기에 미국의 대기업-은행관계는 영국보다도 독일과 더 유사했다.[20]

### 3. 은행중심의 저축구조와 연금제도

은행중심의 저축구조와 연금제도의 특징은 독일 자본시장이 미발달하게 된 결정적 요인은 아니지만 2차대전 이후에도 독일에서 은행중심의 기업금융을 유지하는데 일정한 기여를 한 요소이다. 미국의 전후 황금기가 케인즈주의에 근거한 것이라면 독일의 경제정책은 질서자유주의의 영향을 크게 받았고 케인즈주의의 영향을 미국에 비해 상대적으로 작게 받았다(전창환, 2001a). 따라서 화폐제도의 안정성을 중시하는 질서자유주의의 영향으로 독일은 초인플레이션을 종식하고 독일연방은행(Deutsche Bundesbank)의 독립성과 물가안정을 강력히 지켜나갔다. 독일은 물가안정을 기반으로 1960년대 후반부터 금리자유화와 금융자유화정책을 펼쳤다. 즉 연방은행은 통화가치 안정화 정책을 철저하게 추구하여[21] 예금자에게 안정적인 양(陽)의 실질금리를 보장하고 은행에게 안정적 예대마진을 보장함으로써 은행시스템을 안정화시켰고, 그 결과 독일의 저축은 은행부문에 집중되었다. 또한 각 지방에서 서민들의 저축기관으로 출발한 저축은행부문이 지방정부로부터 무제한의 채무보증

20) 1870년대 이후 영국의 쇠퇴는 독일과 미국에서 존재했던 긴밀한 기업-은행관계를 발전시키지 못한 것과 관련이 있다(De Long, 1990, p. 2).

21) 독일연방은행이 엄격한 통화관리를 할 수 있었던 것은 1924년과 1948년 두 번의 화폐개혁을 겪었던 독일국민들 사이에서 화폐가치 안정의 중요성에 대한 사회적 합의가 있었기 때문이다. 따라서 독일은 G7국가들 중 가장 독립적인 중앙은행체제를 갖고 있는 것으로 평가된다(Henning, 1994, p. 90).

〈표 7〉 가계의 직·간접 보유 금융자산 구성 비중

(1994년 말, %)

| | 독일 | 미국 | 영국 | 일본 | 프랑스 |
|---|---|---|---|---|---|
| 현금 및 예금 | 36 | 19 | 24 | 52 | 38 |
| 국내채권 | 31 | 27 | 10 | 12 | 30 |
| 국내주식 | 11 | 36 | 39 | 11 | 13 |
| 해외채권 | 5 | 1 | 2 | 1 | 3 |
| 해외주식 | 2 | 9 | 13 | 1 | 3 |
| 부동산* | 4 | 1 | 8 | 1 | 1 |
| 기타 | 13 | 7 | 4 | 21 | 12 |
| 계 | 100 | 100 | 100 | 100 | 100 |

주: * 거주 목적 부동산은 제외되고 투자 목적 부동산만 포함됨.
자료: Allen and Gale, 2000, p. 50.

(Gewährträgerhaftung) 지원을 받으면서 각 지역마다 지점망을 치밀하게 형성하여 예금수신 하부구조가 잘 갖추어졌던 것도 은행 저축이 증가하는데 기여했다(Deeg, 1999).[22] 따라서 독일은행시스템은 가계가 안심하고 은행에 저축할 수 있는 예금 안정성과 기업경영자들이 장기적 시계 속에서 투자를 결정할 수 있는 금융안정성(financial security)을 제공했다(Harding, 1999, p. 78).

〈표 7〉에서 가계가 직접 보유하거나 금융기관을 통해 간접적으로 보유하고 있는 금융자산 구성 비중을 보면 독일이 영·미에 비해서 현금과 예금보유 비중이 높고 주식보유 비중이 낮다는 것을 알 수 있다. 미국 가계의 주식보유 비중은 45%에 달하며, 영국 가계의 주식보유 비중은 52%에 달해 다른 나라보다 훨씬 더 높았다. 특히 영국 가계는 보험회사와 연금을 통한 간접적인 주식보유 비중이 높았으며, 가계의 직접적 주식보유 비중은 미국이 영국보다 더 높았다. 따라서 영·미의 가계가 상대적으로 많은 위험을 부담하고 있는데 반해 독일, 일본, 프랑스의 가계는 영·미 가계에 비해 상대적으로 작은 위험을 부담하고 있는 것이다(Allen and Gale, 2000, p. 75). 그러나 독일에서도 1990년대에 가계저축의 증권화 경향이 강화되고 있다.

22) 19세기 산업화 초기부터 저축은행은 예금수집 네트워크를 활용해서 상업은행들이 관심을 두지 않았던 서민들의 저축을 끌어들임으로써 투자자금으로 이용될 수 있는 자본 규모를 확대시켰다. 저축은행의 영향으로 대형상업은행들도 나중에는 소액예금 수신에 노력을 기울였다(Guinnane, 2001, p. 23).

특히 주식 소유구조에서 개인의 비중은 감소하고 있지만 투자기금을 통한 간접투자가 급속히 증가하는 변화가 이루어지고 있다(Jürgens and Rupp, 2001, p. 22).

영·미의 자본시장이 전후 급속히 성장했는데 반해 독일 자본시장 규모가 이런 성장을 못한 또 다른 요인은 독일 연금제도의 특징이다. 자본시장이 발달한 영국과 미국의 경우 투자자로서 연금의 비중이 매우 높다. 〈표 2〉에서 보았듯이 영국과 미국 주식시장에서 연금의 비중은 20~30%에 달하는 데 반해서 독일 연금은 기관투자가의 역할을 거의 수행하지 못하고 있다.

독일의 연금제도는 공적 연금, 기업연금과 개인연금제도로 구분되는데, 기업연금과 개인연금은 공적 연금을 보충하는 연금이다. 공적 연금은 연금소득을 세대간에 직접 이전하는 사회계약으로 현 취업자와 사용자가 지불한 연금 기여금을 바로 연금생활자의 연금 급여비로 지급하는 부과(pay-as-you-go) 방식이다. 기업연금제도는 기업의 32.4%가 실시하고 있으며 전체 피용자의 46.1%가 가입하고 있으며, 충당금제도(Innerbetliebliche Ruckstellung), 공제기금제도(Unterstützungskasse), 연금기금제도(Pensionskasse), 직접보험제도(Direktversicherung)로 구분된다. 이 중 충당금제도는 기업연금제도를 도입한 기업의 54.1%가 채택한 만큼 가장 중요한 제도이다. 충당금제도에서는 기업이 연금충당금(Pensionsrückstellungen)을 사내에 보유하여 사업자금으로 활용할 수 있다. 기업연금제도의 13%를 차지하는 공제기금제도는 사용자가 노사합의를 바탕으로 독립법인인 공제기금을 설립하고 연금자산을 적립하는 일종의 외부적립제도이다. 그러나 공제기금은 대부분 저금리로 사업주에게 대출되어 기업의 사업자금으로 활용된다. 1980~1989년 비금융산업 기업들이 조달한 순자금 중 기업연금에 의한 조달 비중은 약 5%에 달해 기업연금은 신주발행보다 기업의 더 중요한 자금 조달원이었다(조영철, 2001c, pp. 211~212).

독일의 경우 공적 연금 비중이 매우 커, 공적연금의 소득대체율이 영·미보다 훨씬 더 크지만 독일연금의 기금규모는 미국에 비해 매우 작다. 독일의 공적·사적 연금 규모는 1995년 현재 1,400억 달러로 영국 8,790억 달러, 미국 4조 2,580억 달러보다 크게 떨어졌다. 즉 공적 연금이 부과방식이고 기업연금제도도 대부분 충당금제도나 공제기금제도이기 때문에 독일 연금의 적립자산 규모는 매우 작다. 연금 금융자산의 GDP 대비 비율은 1996년 현재 미국이 57.5%, 영국 93.2%인 데 반해, 독일은 최근 급증하고 있지만 6%에 불과했다(O'Sullivan, 1998, pp. 24~25; Jürgens, Naumann, and Rupp, 2000, p. 71). 그러므로 은행중심의 저축구조와 연

금제도의 특성 때문에 독일은 상대적으로 자본시장의 규모가 작은데 반해서 그만큼 은행의 역할이 큰 것이다.

독일연금이 기관투자가의 역할을 제대로 못한다는 것이 독일 자본시장 발달을 저해한 요인 중의 하나인 것은 사실이지만 연금이 자본시장 발달의 결정적 요인이라고 말할 수는 없다. 왜냐하면 연금제도가 발달하기 전인 20세기 초에 이미 영·미에서는 벌·민즈 기업이 등장했고 주식시장이 급속히 성장했기 때문이다.

## V. 결론

주요 선진국의 경제시스템을 유형화 할 때 흔히 시장 중심의 앵글로아메리칸모델과 은행중심 혹은 관계중심의 라인모델로 구분한다. 이 글은 과연 앵글로아메리칸모델과 라인모델의 대표적 국가인 미국과 독일이 소유구조, 자본시장 발달정도, 기업금융, 기업-은행관계, 기업지배구조 측면에서 과연 어느 정도 차이를 보이고 있는지를 확인하고, 이런 차이가 발생한 이유가 무엇인지를 여러 논자들의 해석을 통해 검토했다.

미국기업들은 소유구조가 분산되어 있는데 반해 독일기업들은 기업간 출자가 발달했고 대주주가 존재하는 경우가 많았다. 자본시장은 미국이 독일보다 더 발달해 있었고 기업금융도 미국이 직접금융 의존도가 높은데 반해 독일은 은행차입 의존도가 높았다. 기업-은행관계도 미국이 거리두기관계인데 반해 독일은 관계금융이 발달했다. 독일이 내부통제시스템이 발달한 반면 미국은 자본시장의 외부통제시스템이 발달했으며, 미국은 주주가치경영을 중시하는데 반해 독일은 상대적으로 이해당사자를 중시하는 경영을 펼쳤다.

라포타, 카피 등은 미국에서 직접금융이 발달하고 소유가 분산된 반면 독일에서는 소유가 분산되지 않고 은행중심체제가 발달한 이유를 주주권리의 법제도 발달 여부로 설명한다. 즉 외부주주권리가 잘 보호된 영·미에서는 자본시장이 발달하고 소유가 분산되었는데 반해서 외부주주권리가 잘 보호되지 못한 독일의 경우 소유집중이 유지되고 직접금융이 발달하지 못했다는 것이다.

정보비대칭성이 크고 기업신용이 낮은 산업화 초기단계에서는 기업금융이 은행중심으로 전개되는 것이 일반적이다. 따라서 산업금융이 은행중심으로 전개된 독일

은 설명되어야 할 특이 현상이 아니다. 같은 후발자본주의 국가이면서도 대규모 산업금융이 직접금융 중심으로 전개된 미국이 오히려 설명되어야 할 특이 현상인 것이다. 미국에서 외부투자자 보호제도가 직접금융을 발달시켰다는 주장은 미국의 역사적 사실과 일치하지 않는다. 미국에서 우선 대규모 외부자금이 필요했던 철도건설이 직접금융에 의존했던 것은 자본시장이 외부투자자 이해를 잘 보호했기 때문이 아니다. 철도건설시기의 미국 자본시장은 정보비대칭성 문제가 심각했고 외부투자자를 보호하는 제도적 장치가 제대로 확립되지 못한 상태였다. 따라서 미국에서 철도건설 투자가 직접금융에 의존했던 것은 단점주의라는 미국 은행제도의 특징 때문에 전국적 지점망을 갖춘 대형상업은행이 존재하지 못했던 결과 은행을 통해 대규모 자금을 조달하는 것이 불가능했기 때문이다. 미국에서는 단점주의 은행제도 때문에 직접금융 선택이 불가피했고 그 결과 경로의존성 속에서 외부투자자를 보호하는 투자은행의 역할이 강화되기 시작했다는 것이 합리적 설명이다.

그리고 미국에서 외부주주 권리가 잘 정착되었기 때문에 소유분산이 이루어졌다는 것도 역사적 사실과 일치하지 않는다. 19세기 말~20세기 초의 미국은 금융자본이 산업자본을 지배하고 있어 소유가 분산되지 않았다. 이후 미국에서 소유가 분산되고 금융자본과 산업자본이 거리 두기관계에 들어간 것은 금융트러스트에 대한 정치적 반발로 제정된 반트러스트법과 뉴딜법에 의해 금융트러스트가 해체되었기 때문이다. 즉 시장주의자들이 말하듯이 거리두기관계가 더 효율적이었기 때문에 자발적으로 모건은행이 기업주식을 매각하고 기업지배를 포기한 것이 아니었다. 20세기 초 미국에서 소유분산이 이루어지고 금융과 기업 간에 거리 두기관계가 형성된 것은 시장의 자연선택적 진화에 의해서가 아니라 금융트러스트 해체를 목표로 한 국가개입에 의한 것이었다. 그러므로 정치적 요인을 강조하는 로의 설명이 미국의 실제 역사와 일치한다.

라포타 주장의 핵심은 현재의 미국모델이 자생적 진화의 자연선택의 결과로서 선진보편모델의 성격을 띠고 있기 때문에 미국모델을 수용하는 것이 바람직하다는 것이며 이를 위해서는 미국모델의 핵심인 외부투자자를 보호하는 제도적 장치를 확립해야 한다는 것이다. 따라서 독일도 외부소액주주의 권리를 제대로 보호하는 제도를 마련하면 미국모델에 점차 수렴할 것이란 정책적 함의를 갖고 있다. 그러나 미국모델은 보편모델이 아니라 지극히 역사특수적 모델이다. 라포타의 주장이 미국의 역사적 사실과 다를 뿐만 아니라 독일의 경우 공동결정제도 등 다른 제도와의 연관

성을 고려해야 하기 때문에 외부주주보호제도만 갖추어지면 미국모델로 수렴할 것이란 주장에 필자는 동의할 수 없다. 외부주주 권리를 보호하는 법제도를 강조하는 주장은 너무나 당연한 진술을 반복하는 것으로 사실상 동어반복이다. 외부주주 보호문제는 기업공개와 소유분산이 야기하는 문제이다. 따라서 외부주주 보호제도가 잘 갖추어진 나라일수록 소유분산이 촉진된다는 것은 소유분산이 야기하는 문제를 잘 해소할수록 소유분산이 촉진된다는 논리와 같은 것이다.

독일모델이 소유집중, 네트워크소유관계, 은행중심시스템, 내부통제 중심의 기업지배구조가 발달하고 주주가치경영이 약했던 것은 카르텔과 금융자본의 산업지배에 관대했던 국가정책, 은행중심의 저축구조, 기관투자가의 역할을 못하는 연금제도, 주주권리가 취약하고 사민주의 영향이 강했던 독일의 특수한 조건에 기인하는 것이다. 소유구조나 기업금융 측면에서 미국과 독일이 다른 것을 외부주주 권리 보호의 차이로 설명하는 것은 일견 타당하지만 양국에서 외부주주 보호 제도가 왜 달라졌는지에 대한 고려 없이 외부주주 보호제도만 갖추어지면 양 모델이 수렴할 것이란 주장은 단순한 것이다. 왜냐하면 주주권리나 주주가치경영 자체가 다른 제도와 연계되어 있기 때문이다. 따라서 독일모델이 기반으로 하고 있는 특수한 조건들에 대한 고려 없이 세계화의 흐름 속에서 독일모델이 미국모델로 수렴할 것이라고 보는 것은 성급한 주장이다.

## ■ 참고문헌


1. 금융감독원, 『금융통계월보』, 2001, 10월호.
2. 김남석, "미국 투자은행의 산업기업 지배방식과 그 결과: J. P. Morgan을 중심으로," 『1930년대 세계 대공황 연구』, 서울대 출판부, 2000.
3. 김진방 · 김균, "미국형 기업형태의 역사," 『미국 자본주의 해부』, 풀빛, 2001.
4. 전창환, "독일 자본주의의 제도적 기초와 동요," 『미국식 자본주의와 사회민주적 대안』, 당대, 2001a.
6. 조영철, "앵글로아메리칸모델과 라인모델의 기업지배구조," 한국사회경제학회 제45회 연구발표회, 1999.
5. ———, "신자유주의적 금융화와 미국자본주의의 구조변화," 『미국 자본주의 해부』, 풀빛, 2001b.

7. ——, "20세기 자본주의의 역사-미국과 독일 자본주의를 중심으로," 『경제와 사회』, 한국산업사회학회, 2001a, 겨울호, 제52호.
8. ——, "독일의 기업금융과 라인모델의 전망," 『사회경제평론』, 한국사회경제학회, 2001b, 제16호.
9. ——, "독일의 기업지배구조," 『미국식 자본주의와 사회민주적 대안』, 당대, 2001c.
10. 高橋俊夫·大西健夫 編, 『ドイツの企業』, 早稻田大學出版部, 1997.
11. 小林眞之, 『柱式恐慌とアメリカ證券市場』, 北海道大學圖書刊行會, 1997.
12. 厚生年金基金連合會 編, 『諸外國の企業年金制度』, 公務員年金管理公團 옮김, 『제외국의 기업연금제도』, 1997.
13. Allen, F. and D. Gale, *Comparing Financial Systems*, Cambridge: The MIT Press, 2000.
14. Arrighi, G., *The Long Twentieth Century: Money, Power and the Origines of the Our Times*, London: Verso, 1994.
15. Beinert, D., *Corporate Acquisitions and Mergers in Germany*, Second Edition, Kluwer Law International, London, 1997.
16. Berglöf, E., "A Note on the Typology of Financial Systems," Hopt and Wymeersch, eds., *Comparative Corporate Governance-Essays and Materials*, Berline/New York: Walter de Gruyter, 1997.
17. Black, S. W. and M. Moersch, eds., *Competition and Convergence in Financial Markets —The German and Anglo-American Models*, Amsterdam: Elsevier Science Publishers, 1998.
18. Böhmer, E., "Corporate governance in Germany: Institutional background and empirical results," www. wiwi. hu-berlin. de/~boehmer, 1999.
19. Chandler, Jr., A. D., *Scale and Scope-The Dynamics of Industrial Capitalism*, Cambridge: Harvard Univ. Press, 1990.
20. Clarke, T. and R. Bostock, "Governance in Germany: The Foundation of Corporate Structure?" in Keasey, Thompson, and Wright, eds., *Corporate Governance: Economic and Financial Issues*, Oxford: Oxford Univ. Press, 1997.
21. Coffe, Jr., J. C., "The Future as History: The Prospects for Global Convergence in Corporate Governance and Its Implications," *Working Paper*, No. 144, Columbia Law School, The Center for Law and Economic Studies, 1999.
22. ——, "Convergence and Its Critics: What are the Preconditions of the Separation of Ownership and control?", *Working Paper*, No. 179, Columbia Law School, The Center for Law and Economic Studies, 2000.
23. Davis, E. P., *Debt, Financial Fragility, and Systemic Risk*, Clarendon Press, Oxford, 1992.
24. Deakin, S. and G. Slinger, "Hostile Takeover, Corporate Law and the Theory of the Firm," in Deakin and Hughes, eds., *Enterprise and Community: New Directions in Corporate Governance*, Oxford: Blackwell, 1997.
25. Deeg, R., *Finance Capitalism Unveiled – Banks and the German Political Economy*, Ann Arbor: Univ. of Michigan Press, 1999.

26. De Long, B., "Did Morgan's Men Add Value? – A Historical Perspective on Financial Capitalism," *NBER Working Paper*, No. 3426, 1990.

27. Duménil, G. and D. Lévy, "Periodizing capitalism-Technology, institutions, and relations of production," in Robert Albritton eds., *Phases of Capitalist Development: Booms, Crises, and Globalizations*, Macmillan, Basingstoke, 2000.

28. Dunlavy, C. A., "Corporate Governance in Late 19th Century Europe and the U. S. – The Case of Shareholder Voting Rights", in K. Hopt, H. Kanda, M. Roe, E. Wymeersch and S. Prigge eds., *Comparative Corporate Governance – The State of the Art and Emerging Reseach*, Oxford University Press, 1998.

29. Frank, J. and C. Mayer, "Ownership and Control of German Corporations," *Review of Financial Studies*, Vol. 14, No. 4, 2001, Winter: pp. 943~977.

30. Gerschenkron, A., *Economic Backwardness in Historical Perspective*, Cambridge: Harvard Univ. Press, 1962.

31. Goergen, M., *Corporate Governance and Financial Performance – A Study of German and UK Initial Public Offerings*, Cheltenham: Edward Elgar, 1998.

32. Gorton, G. and F. A. Schmid, "Universal banking and the performance of German firms," *Journal of Financial Economics*, Vol. 58, Nos. 1-2, October/November, 2000, pp. 29~80.

33. Guinnane, T. W., "Delegated Monitors, Large and Small: The Development of Germany's Banking System, 1800~1914," Economic Growth Center, Discussion Paper No. 835, Yale University, www. econ. yale. edu/~egcenter/research. htm, 2001

34. Hackethal, A. and R. H. Schmidt, "Finance Patterns: Measurement Concepts and Empirical Results," *Working Paper*, No. 33, Department of Finance, University of Frankfurt 1999.

35. Harding, R., "Standort Deutchland in the Globalising Economy: An End of the Economic Miracle?," *German Politics*, Vol. 8, No. 1, 1999, April.

36. Hawley, J. P. and A. Williams, "Models of Monitoring and Corporate Governance," *The Rise of Fiduciary Capitalism*, University of Pennsylvania Press, Philadelphia, pp. 124~146, 2000.

37. Hellwig, M., "Banking, financial intermediation and corporate finance," A. Giovannini and C. Mayer, eds., *European Financial Integration*, Cambridge University Press, Cambridge, 1991.

38. Henning, C. R., *Currencies and Politics in the United States, Germany, and Japan*, Washington, DC: Institute for International Economics, 1994.

39. Hilpert, H., et al., *A Comparative Analysis of Japanese and German Economic Success*, Berlin: Springer-Verlag, 1997.

40. Holle, A., *Corporate Governance by Banks in Transition Economies*, Wiesbaden: Deutscher Univ. Verlag, 1998.

41. Hopt, K., "The German Two-Tier Board (Aufsichtsrat) – A German View on Corporate Governance," Hopt and Wymeersch, eds., *Comparative Corporate Governance-Essays and Materials*, Berline/New York: Walter de Gruyter, 1997.

42. Hopt, K. and E. Wymeersch, eds., *Comparative Corporate Governance-Essays and Materials*, Berlin/New York: Walter de Gruyter, 1997.

43. Höpner, M., "Corporate Governance in Transition: Ten Empirical Findings on Shareholder Value and Industrial Relations in Germany," *MPIfG Discussion Paper* 01/5, Max-Plank-Institut Für Gesellschaftsforschung, 2001.

44. Höpner, M. and G. Jackson, "An Emerging Market for Corporate Control? The Mannesmann Takeover and German Corporate Governance," *MPIfG Discussion Paper* 01/4, Max-Plank-Institut Für Gesellschaftsforschung, 2001.

45. Jensen, M., "The Eclipse of the Public Corporation," *Harvard Business Review*, Sep./Oct., 1989, pp. 61~74.

46. Jürgens, U., K. Naumann, and J. Rupp, "Shareholder Value in an Adverse Environment: the German Case," *Economy and Society*, Vol. 29, No. 1, 2000, February.

47. Jürgens, U. and J. Rupp, "The German System of Corporate Governance-Characteristics and Changes," *Regulation of Work Research Unit*, Berlin, www. insead. edu/cgep, 2001.

48. Köke, F. J., "New Evidence on Ownership Structure in Germany", *ZEW Discussion Paper* 99-60, 2000.

49. La Porta, R., F. Lopez-de-Silanes and A. Shleifer, "Corporate Ownership Around the World", *NBER Working Paper* No. 6625, 1998.

50. La Porta, R., F. Lopez-de-Silanes, A. Shleifer and R. Vishny, "Agency Problems and Divident Policies Around the World," *Harvard Institute of Economic Research Paper*, No. 1839, 1997.

51. ———, "Investor Protection and Corporate Governance," http://papers. ssrn. com/sol3/papers. cfm?abstract_id=183908, 2000.

52. Lütz, S., "From Managed to Market Capitalism? German Finance in Transition," *German Politics*, Vol. 9, No. 2, pp. 149~171, 2000.

53. O'Sullivan, M., *Corporate Governance in Germany: Productive and Financial Challenges*, Public Policy Brief, No. 49, Jerome Levy Economics Institute, 1998.

54. ———, *Contests for Corporate Control-Corporate Governance and Economic Performance in the United States and Germany*, Oxford University Press, Oxford 2000.

55. OECD, *OECD Economic Surveys: Germany*, 1995.

56. ———, *OECD Economic Surveys: United Kingdom*, 1998.

57. Pistor, K., "Codetermination: A Sociopolitical Model with Governance Externalities," Blair and Roe, eds., *Employees and Corporate Governance*, Washington, D. C.: Brookings Institute Press, 1999.

58. Porter, G., *The Rise of Big Business*, 1860~1920, 1992, 손영호·연동원 역, 『미국기업사』, 학문사, 1998.

59. Roe, M. J., "Path Dependence, Political Options and Governance Systems," Hopt and Wymeersch, eds., *Comparative Corporate Governance-Essays and Materials*, Berline/New York: Walter de Gruyter, 1997.

60. ———, "Codetermination and German Securities Markets," Blair and Roe, eds. *Employees and Corporate Governance*, Washington, DC: Brookings Institute Press, 1999.

61. ———, "Political Precondition to Separation Ownership from Corporate Control," *The Center for Law and Economic Studies Working Paper*, No. 155, Columbia Law School, 2000.

62. ———, "The Shareholder Wealth Maximization Norm and Industrial Organization," *Public Law Working Paper*, No. 019, Harvard Law School, 2001a.

63. ———, "Rents and their Corporate Consequences," *The Center for Law and Economic Studies Working Paper*, No. 184, Columbia Law School, 2001b.

64. Schmidt, H., et al., *Corporate Governance in Germany*, Baden-Baden: Nomos Verlagsgesellschaft, 1997.

65. Schröder, U. and A. Schrader, "The Changing Role of Banks and Corporate Governance in Germany: Evolution towards the Market?" Black and Moersch, eds., *Competition and Convergence in Financial Markets-The German and Anglo-American Models*, Amsterdam: Elsevier Science Publishers, 1998.

66. Shleifer, A. and R. W. Vishny, "A Survey of Corporate Governance," *Journal of Finance*, Vol. 52, No. 2, 1997, June.

67. Simon, M. C., "The Rise and Fall of Bank Control in the United States: 1890~1939," *NBER Working Paper*, No. 254, 1996.

68. Smith, E. O., *The German Economy*, London/New York: Routledge, 1994.

69. Streeck, W., "German Capitalism: Does it Exit? Can it Survive?" *New Political Economy*, Vol. 2, No. 2, 1997.

70. Vitols, S., "The Reconstrucion of German Corporate Governance: Reassessing the Role of Capital Market Pressures," First Anual Meeting of The Research Network on Corporate Governance, Berlin, 2000.

71. Wenger, E. and C. Kaserer, "The German System of Corporate Governance – A Model Which Should Not Be Imitated," Black and Moersch, eds., *Competition and Convergence in Financial Markets-The German and Anglo-American Models*, Amsterdam: Elsevier Science Publishers, 1998.

72. Windolf, P., "The Structure of Corporate Governance: A Six Country Comparison," Paper Presented on the First Workshop of the Research Network on Corporate Governance Network, www.wz-berlin.de/wb/cogo_net/default_cogo.en.htm, June, 2000.

73. Yoshimori, M., "Whose Company Is It? The Concept of Corporation in Japan and the West," *Long Range Planning*, Vol. 28, 1995, pp. 33~44.

# Why has Germany been Different from U.S.? : A Study of Ownership and Corporate Governance

Young-Chul Cho*

## Abstract

In both of US and Germany, finance capitals dominated big corporations in early 20th century. The relationship banking survived in Germany. But there were built-up arm's length relations between corporations and banks because the political populism dissolved the money trust system in U. S. Therefore the Anglo-American model is not the universal model, but the historic specific model. The Rhine model will not converge to the Anglo-American model. Because The Rhine model is embedded to other German institutions.

**Key Words: stockholder capitalism, stakeholder capitalism, corporate governance**

* Budger Policy Analyst, National Assembly of Korea