

---

# 일본의 사업재편 추진동향 및 성과 조사 출장 보고서

---

2024.03. 04 ~ 03. 7

## I 출장 배경 및 목적

- 우리나라의 사업재편 법률(기업활력법)과 정책은 일본을 벤치마킹한 것으로서 정책의 시행착오를 줄이고 더 나은 추진성과를 거두기 위해서는 일본의 동향과 성과에 대한 면밀한 평가와 시사점 도출 필요
- 출장 목적은 일본의 사업재편 실상과 성과에 대한 다방면의 전문가 의견과 평가를 청취하고 상호간의 시각 차이 등을 종합적으로 파악하여 우리나라 사업재편 추진방향에 시사점을 도출하고자 함.
  - 사업 다각화 분야, 사업단위별 성과 평가 분야, 법률적 관점, 기업문화적 관점 등의 전문가 섭외

## II 출장 개요

- 출장명: 일본의 사업재편 추진 동향 및 성과에 관한 전문가 의견 조사
- 출장지 및 기간
  - 출장지: 일본 도쿄
  - 기간: 2024년 3월4일(월) - 3월 7일(목), 한국 출·입국일 기준
- 출장단 (총 4명)

#	이름	소속 및 직위	역할
1	안상훈	산업·시장정책연구부 선임연구위원	사업재편의 제도적 인프라 파악
2	김주훈	산업·시장정책연구부 초빙연구위원	사업 다각화 분야의 사업재편 특징 파악
3	장윤종	산업·시장정책연구부 초빙연구위원	사업단위별 성과 평가 방법론 파악
4	김규판	KIEP 일본동아시아팀 선임연구위원	법률적 관점 및 일본식 경영 모델 파악

- 주요 활동
  - 전문가 면담

### III 출장 일정

일자	시 간	내 용	비 고
3/4(월)	12:05 ~ 14:10	출국 (김포 → 하네다)	(숙소) Hotel Villa Fontaine Grand Tokyo- Roppongi
	16:30	숙소도착	
3/5(화)	10:00 - 12:00	게이오대학 상학부 Tatsuo Ushizima 교수 방문 면담	-
	14:30 - 16:00	도쿄도립대학 경영학연구과 Chieko Matsuda 교수 방문 면담	
3/6(수)	10:00 - 12:00	도쿄대학 사회과학연구소 Wataru Tanaka 교수 방문 면담	-
	14:00 - 16:00	센슈대학 김영각 교수 면담	
3/7(목)	12:25 - 15:00	귀국 (하네다-김포)	-

## IV 출장 주요 내용

---

### 1. Tatsuo Ushizima(牛島辰夫) 교수 면담

□ 일 시: 2024. 3. 5.(화), 10:00-12:00

□ 장 소: 게이오 대학 우시지마 교수 연구실

□ 회의참석자

- 안상훈 선임연구위원, 김주훈 초빙연구위원, 장윤중 초빙연구위원, 김규관 KIEP 선임연구위원

□ 주요 면담 내용

- 사업 다각화 전문가로서 일본에서 사업재편이 중요한 이슈로 부각된 이유는 어디에 있다고 생각하는가?
  - 사업다각화는 이론적으로 사업 간에 시너지가 작용하기 때문에 1+1이 2 이상이 되어야 하는데 일본에서는 그 반대로 대기업 디스카운트, 다각화 디스카운트라고 불리는 것이 널리 관찰됨.
  - 일본 기업의 경우, 우리의 추산에 따르면 평균적으로 10%~20% 정도 같은 분야의 전업기업에 비해 주가, 기업가치가 싸게 형성되는 경향을 보임.
    - 왜 이런 현상이 발생하는지에 대해서는 여러 가지 논의가 있지만, 한 가지 유력한 요인으로 시너지가 플러스가 아닌 마이너스로 작용하고 있는, 즉 1+1이 2 이상이 아닌 2 이하가 되는 것과 같은 부정적인 상호작용이 기업 내에서 사업 간에 작용하고 있다는 점을 들 수 있음.
  - 부정적인 시너지가 있다면 이를 해소함으로써 기업가치 혹은 총 가치가 높아질 수 있기 때문에 일본에서 사업재편, 특히 사업분리가 국가 차원의 중요한 문제로 부각된 것으로 생각됨.
  - 특히 매우 곤란한 것은 '기업 사회주의', 즉 부진한 사업이 그렇지 않은 우량 사업이 창출하는 현금에 구조적으로 의존하고 있는 경우가 광범위하게 존재한다는 것임.
- 사업재편의 주도적 추진력(initiative)은 정부와 기업 중 누구에게 있는가?

- 정부가 법률을 제정하고 특례와 세제지원 등으로 기업들의 사업재편을 독려하므로 정부 주도라고 생각할 수 있지만 사업재편의 initiative는 기업에 있었음. 즉, 법이 있어서 사업재편을 한 것이 아니라 기업의 자발적인 사업재편 동인이 있어서 가능했고 법은 제도적으로 보완역할을 수행하였음.
  - 정부가 사업재편을 주도한 대표적 사례라고 하면 7-80년대 불황카르텔과 유사한, 과잉공급에 처한 석유화학 산업의 사업재편이 대표적 사례
  - 정부 역할은 기업의식 개혁과 M&A 등의 법제도 정비를 토대로 한 기존시장의 합리화에 있을 뿐 미래 준비에는 별 역할 없었음.
- 기업이 자발적으로 사업재편을 추진한 이유는 무엇인가?
  - 일본의 기업집단(그룹)에 속하는 기업들은 법인격(legal entity)이 서로 달라 한국의 재벌에 비해 사업재편이 용이한데, 실적이 하락하면 생존에 위협을 받게 되어 자발적 대응을 하지 않을 수 없었음.
  - 특기할 점은 기업들의 상호 보호 기능을 해왔던 방어벽이 없어졌다는 사실임. 과거에는 기업 상호 간에 주식을 보유하여 백기사 역할을 하였지만 불황기를 거치면서 상호 주식보유(cross-shareholding)가 크게 감소하였음.
  - 최근 정부는 기업지배구조의 개혁에 적극 나서고 있는데, 그 일환으로 금융청/증권거래소/경제산업성이 나서서 기업의 자본효율에 초점을 맞춘 기업경영을 요구하고 있음. 2015년 Corporate Governance Code 도입은 대표적인 정부의 기업지배구조 개혁조치에 해당됨.
  - 현재 일본 상장 기업의 외국자본 지분율이 40%에 달하고 있는 가운데, 자본시장이 2000년대 초부터 사모펀드(PEF), 행동주의 펀드 등이 증가하면서 서구화되고 있으며 적대적 M&A도 등장
    - 도시바는 2023년 9월 적대적 M&A 방식으로 일본 사모펀드 일본산업파트너즈(JIP)에 인수되었고, 1980년대부터 성장수단으로써 M&A를 활용하기로 유명한 일본전산(NIDEC)은 2021년 미쓰비시중공공작기계를 적대적 M&A 하였다. 물론 M&A 과정에서는 각종 매수방어책이 동원되기도 하지만 전체적으로 기업들의 적대적 M&A에 대한 위기감이 고조되고 있는 것은 사실
  - 사업재편의 대표적 성공사례는 히타치와 소니이며 히타치의 경우 금융권이 대주주

## 2. Chieko Matsuda(松田千恵子) 교수 면담

□ 일 시: 2024. 3. 5.(화), 14:30-16:00

□ 장 소: 도쿄도립대학 마쓰다 교수 연구실

□ 회의참석자

- 안상훈 선임연구위원, 김주훈 초빙연구위원, 장윤종 초빙연구위원, 김규판 KIEP 선임연구위원

□ 주요 면담 내용

- 사업재편을 추진하기 위해서는 사업부문별 재무상태표(B/S: Balance Sheet) 작성이 중요하다고 강조하시는데, 그 이유는 무엇인가?
  - 사업재편은 경영자원의 최적 활용을 위하여 저수익 사업부문을 도려내는 것이 핵심인데 그렇게 어려운 일을 데이터 없이 추진하기 곤란
  - 현재 상장기업들의 90%는 사업부문별 손익계산서(P/L)는 작성 중인데 자본수익률(ROIC)을 파악하기 위해서는 B/S가 필수적임. 현재 사업별 B/S를 작성하는 기업은 40% 수준에 불과하여 전반적으로 포트폴리오 매니지먼트가 활성화되지 못한 실정임.
  - 더구나 다수의 기업은 고수익 사업의 지원을 통해 저수익 사업을 계속 끌고 가고 있고 종신고용제의 전통을 계속 유지하여 사업재편의 활성화가 쉽지않은 상태임.
    - 그동안 계속해서 제도개선 노력이 이루어져 왔는데 최근 노동관련 중요한 제도 개선이 있었음. 회사 분할 시 노동자 동의가 없어도 가능하도록 제도개편이 이루어져 일본IBM의 사업분할이 혜택을 보았음.
  - 현 경영진이 사업재편을 강력하게 추진하기 위해서는 사업 포트폴리오의 문제를 분명하게 보여줄 수 있는 사업부문별 B/S를 작성하고 과학적 근거에 입각해서 포트폴리오 매니지먼트를 핵심전략으로 채택해야 함.
- 일본기업에서 사업재편, 특히 사업 분리가 어렵다고 했는데 구체적으로 장애요인들은 무엇인가?
  - 일본 기업에서는 부진한 사업이 우량 사업에서 창출하는 현금에 의존하는 경우가 많고, 성장사업 등 재투자처에 대한 전망이 불투명한 경우 사업 철수를 단행하지 못하는 경향이 큼.
    - 그 배경에는 사업 포트폴리오 관리의 체계와 기준이 제대로 정비되어

있지 않을 뿐만 아니라, 기업 규모의 유지와 확대를 당연한 목표로 삼는 경영자의 의식이 저변에 깔려 있음.

- 실제로, 경제산업성이 실시한 기업 설문조사 결과를 보면 사업 철수-매각 추진에 있어 사업 철수-매각의 기준 부재, 검토 프로세스가 명확하지 않은 점, 규모 축소에 대한 저항감 등이 사업재편의 핵심적 장애요인으로 확인되었음.
  - 경영자의 의식의 문제로는 매출액과 수익 중심의 손익계산서 지표를 중시하는 발상이 강한 반면, 대차대조표에 기반한 자본 효율성을 중시하는 사고가 희박하고, '자본비용'에 대한 인식이 전반적으로 낮다는 점을 지적할 수 있음.
  - 추가해서 인수 우선주의의 가치관이 뿌리 깊게 박혀 있는 것, OB(고문, 자문위원 등)가 시작한 사업이나 창업에서 철수하는 것에 대한 현 경영진의 OB에 대한 배려가 작용하고 있는 것 등을 생각해 볼수 있음.
- 사업재편 추진에 필요한 사업별 재무상태표(B/S:)는 어떻게 작성하는가?
- 내가 쓴 「그룹경영: 입문 글로벌 성장을 위한 본사의 업무」에 자세하게 설명되어 있어 그 책을 참조하면 될 것임.
  - 사업부문별 B/S 작성이 어려운 이유는 제도회계에 따른 정교한 B/S를 작성하려다 좌절하거나, 세그먼트별 「리스크·리턴 프로파일」에 따른 자본 구성(B/S의 우측)을 결정하는 것이 어렵다는 점 등이 지적되고 있음.
  - 사업부문별 B/S 작성과 관련해서는 (1) 자산 레버리지 방법, (2) 벤치마크 방법, (3) 실적배분 방법 등이 있는데 외부 공개를 위한 제도회계가 아니라 내부 전략 수립에 참조할 관리회계이므로 정교할 필요는 없다는 점을 유념할 필요
  - 단 사업부문별 B/S 작성은 단순한 수치 작성작업이 아니라 회사가 보유한 경영자원의 배분 결정이므로 내부에서 다양한 반론과 비판이 거셀 것이므로 경영진 최고위층이 주도하여야 함. 컨설턴트 등 외부자원을 활용하면 내부의 반발을 줄이는 효과를 거둘 수 있을 것임.
  - B/S에 기초해서 자본 수익성(X축)과 성장성(Y축), 두 변수를 중심으로 사업 평가를 하는 것이 중요한데, 표준적인 구조로 '4상한 프레임워크'를 활용하면 효과적임. 사업별 자본 수익성을 측정하는 지표로 ROIC(투자자본이익률)를 도입하여 자본비용과의 비교 및 경쟁사와의 비교(벤치마킹)를 하는 것이 중요함.

### 3. 도쿄대학 Wataru TANAKA(田中亙) 교수 면담

□ 일 시: 2024. 3. 5.(화), 14:30-16:00

□ 장 소: 도쿄대학 다나카 교수 연구실

□ 회의참석자

- 안상훈 선임연구위원, 김주훈 초빙연구위원, 장윤종 초빙연구위원, 김규판 KIEP 선임연구위원

□ 주요 면담 내용

- 산업경쟁력강화법이 기업의 사업재편에서 갖는 의의는 무엇인가?
  - 정부의 재정, 세제 지원보다도 특례를 통해 사례를 만들고 성과가 있으면 회사법 개정으로 연계하는 역할이 중요함.
  - 실제 경제산업성은 2000년대 초반부터 회사법 특례조치를 산업경쟁력강화법에 도입한후 성과가 있으면 나중에 회사법을 개정하는 방식으로 기업의 사업재편을 보조하고 있음.
    - 회사법 특례조치는 주로 기업의 M&A 관련 조항(예. 주식교환·주식이전, 회사분할, 주식교부)에 집중되고 있음.
    - 현재 기업들이 활용하고 있는 주요 특례조치로는 등록면허세 경감, 주식 대가 M&A(외국회사를 주식을 댓가로 매수가능), 스핀오프 과세이연조치 등임.
- 기업이 사업재편을 단행하는 과정에서 노사문제는 어느 정도 걸림돌인가?
  - 일본에서도 사업재편 시 고용승계 문제는 매우 민감한 현안임.
  - 일본 정부는 2001년 ‘회사분할에 따른 노동계약의 승계에 관한 법률’을 개정하여 합병시 해당 사업부문의 노동자 해고 규제를 완화(개별 동의 불요). 단 기업측에 사전협의 노력의무를 부과
    - 2010년 일본IBM은 히타치의 HDD 사업부문을 회사분할방식으로 인수하는 과정에서 고용 승계문제로 제소당함. 결국 노동자측에 대한 사전협의 부족을 인정
- 사업재편에서 기업지배구조 개혁은 어떠한 의의를 갖는가?
  - 일본정부는 ROE, ROIC 등 기업가치를 추구하는 방향으로 기업지배구조 개혁을 추진하고 있음. 이사회는 1/3 이상을 사외이사로 구성하도록 하

였고, 기업실적악화로 더 이상 기업간 상호주식보유의 유인책이 사라짐에 따라 기업의 주식보유구조가 분산화되었음. 그만큼 계열 혹은 기업 내부의 지배주주 권한이 약화되는 대신 외부 시장규율(market discipline)이 중시된 것임. 일본 정부가 기관투자자 등이 기업경영에 제 목소리를 내는 행동주의자(activist)로 변신하도록 압력을 넣는 것은 기업이 기업가치를 추구하는 경영에 매진하도록 하기 위함임.

- 일본에서 기업지배구조가 주주(shareholder) 중심으로 전환되고 있음은 그만큼 기업이 사업재편을 추진할 수 있는 환경이 조성되고 있음을 의미함.
- 현재 진행되는 기업지배구조 개혁은 큰 틀에서 보면 일본식 경영에서 미국식 경영으로 전환하는 흐름으로 해석되고 주주자본주의는 장기투자보다 단기투자에 더욱 중점을 두는 것으로 해석될 수 있는데 교수님의 견해는 무엇인가?
  - 주주자본주의라는 단어는 미국의 주주 우선주의(Shareholder Primacy)의 번역어라고 생각하는데, 회사법학자로서의 나의 이해로는 주주 이익을 우선적으로 도모한다고 해도 그것은 당연히 장기적인 이익을 도모한다는 것을 포함하고 있으며 장기적인 주주 이익에 부합한다면 종업원 및 기타 이해관계자의 이익을 도모하는 것도 허용된다는 것을 의미한다고 생각되어 단기 대 장기, 주주 대 이해관계자의 대립구도로 볼 필요는 없다고 생각됨.
  - 단기 대 장기의 대립구도의 핵심 이슈는 자사주 매입과 배당 증가인데 중장기적인 성장 목적의 투자기회에 대해 경영진이 충분히 적극적으로 설명하지 않는 경우, 투자자가 자사주 매입이나 배당을 요구하는 것은 정당한 요구라고 생각함. 다만, 중장기 성장 투자기회가 있음에도 불구하고 단기적인 주주환원을 요구하는 것은 문제 소지가 있다고 생각됨.
  - 미국의 경우 2000년대에 주주 환원이 증가하면서 정말 투자가 감소하거나 성장성이 훼손되었는지에 대해서는 논쟁이 있었지만 어느 한쪽으로 결론나지는 않았음. 또한 주주환원 요구와 관련해서는 성숙기업에서 더 많은 투자기회가 있는 스타트업으로 투자 자금을 전환하는 효과도 발휘한다는 의견도 있는 것으로 알고 있음.
  - 종합적으로 양분론적 관점에서 일본식 경영에서 미국식 경영으로, 장기투자에서 단기 중심으로 전환하는 것으로 현재의 변화를 인식하는 것은 적절하지 않다고 생각됨.

## 4. 센슈대학 김영각 교수 면담

□ 일 시: 2024. 3. 6.(화), 15:00-18:00

□ 장 소: 호텔 회의실

□ 회의참석자

- 안상훈 선임연구원, 김주훈 초빙연구원, 장윤종 초빙연구원, 김규판 KIEP 선임연구원

□ 주요 면담 내용

- 일본이 장기불황에 빠진 근본적인 이유는 무엇인가?
  - 일본의 장기불황은 자원의 재분배 기능이 크게 위축된 것으로 해석할 수 있음.
    - 버블경제 붕괴 이후 금융권은 자금에 대한 수요부족 문제와 더불어 부실채권 처리문제에 몰두할 수밖에 없었다. 2000년대 중반에 현재 3대 메가뱅크가 탄생하는 과정을 보면 이해가 갈 것임. 공급측면에서도 기업의 생산성 저하도 심각한 양상으로 전개되었으며 일본기업들의 특허출원 건수도 연간 40만 건에서 30만 건 이하로 감소하였음.
  - 그 결과 일본정부는 경제를 재생시키기 위해서는 기업의 신규시장 진입과 퇴출을 동시에 활성화해야만 한다는 의식을 갖게 되었음.
- 일본의 사업재편에 대한 견해는 무엇인가?
  - 일본 정부는 자원배분의 활성화 측면에서 사업재편의 중요성을 인식하고 있음.
  - 특히 2000년 들어서는 인구감소 문제와 지방소멸 문제가 동시에 나타나면서 정부로서는 어떻게 해서는 M&A와 같은 기제를 활용하여 경제를 회생하고자 하였던 것임.
  - 그럼에도 불구하고 일본의 사업재편, M&A는 중소기업의 기업승계 관련 M&A가 주종을 이룰 뿐 전반적으로 사업재편이 활발하다고는 볼 수 없음.
- 그렇다면 일본에서 사업재편이 활성화되지 않는 근본적인 이유는 무엇인가?
  - 노동시장의 경직성이 핵심. 일본에서 사용하는 M&A라는 용어는 대부

분 인수(Acquisition)를 의미, 기업이 인수합병을 해도 오너(owner)만 바꿀 뿐 고용은 그대로 보장함.

- 일본정부는 1998년 지주회사 설립을 합법화하였음. 지주회사를 통한 경영통합이 사업재편의 지름길이라고 판단했기 때문임.
- 사업재편을 하는 과정에서 일본기업이 고용승계 문제에 대처하는 방식은 다양할 수 있으나 노동시장의 경직성(엄격한 해고규제) 문제를 돌파하는데 기업문화가 작용하고 있음.
- 예를 들어 일본에서 사업재편 성공사례로 거론되는 히타찌와 소니는 출향(出向, 일종의 파견)으로 고용승계를 보장하고 있는 반면, 일본제철과 같은 기업은 한발 더 나아가 위인설관으로 대처하고 있음.