

# 글로벌 금융위기와 회사지배구조

## - 미국 개혁 논쟁의 시사점 -

신 석 훈

(한국경제연구원 선임연구원)

글로벌 금융위기와 회사지배구조  
- 미국 개혁 논쟁의 시사점 -

---

1판1쇄 인쇄 / 2010년 11월 10일

1판1쇄 발행 / 2010년 11월 15일

발행처 한국경제연구원

발행인 김영용

편집인 김영용

등록번호 제318-1982-000003호

(150-705) 서울특별시 영등포구 여의도동 27-3

하나대투증권빌딩 8층

전화(대표) 3771-0001 (직통) 3771-0057 팩스 785-0270~1

<http://www.keri.org/>

© 한국경제연구원, 2010

한국경제연구원에서 발간한 간행물은  
전국 대형서점에서 구입하실 수 있습니다.  
(구입문의) 02-3771-0057

---

ISBN 978-89-8031-589-5

값 7,000원

요약 · 5

**제 1 장** 들어가며 · 10

**제 2 장** 금융위기 이후 미국 회사지배구조 개혁 논쟁과 회사법 · 12

1. 회사지배구조 개혁법안 · 12
2. 미국 회사지배구조 법제의 체계와 개혁 논쟁 · 20

**제 3 장** 글로벌 금융위기와 주주민주주의 · 31

1. 글로벌 금융위기의 원인 · 31
2. 주주민주주의와 단기실적주의(Short-Termism) · 36

**제 4 장** 글로벌 금융위기 이후의 회사지배구조 정책방향 · 50

1. 회사의 장기이익 극대화 · 50
2. 자유주의적 개입주의(libertarian paternalism) 회사지배구조법 · 52
3. 글로벌 금융위기와 주주자본주의 · 62

**제 5 장** 요약 및 결론 · 74

참고문헌 · 81

<표 1> 회사지배구조 관련 금융개혁법 · 15

<그림 1> 회사법의 정치화 · 26

<그림 2> 미국 회사지배구조 법체계의 삼단구조(triangular structure) · 27

<그림 3> S&P500/S&P500 Banks(2000~2009년) · 33

<그림 4> S&P500 기업성과와 경영권방어제도 · 35

본 연구는 최근 글로벌 금융위기의 대응으로 제정된 미국 금융개혁법에 포함되어 있는 회사지배구조 개혁조항들을 비판적으로 검토하며 위기의 주요 원인인 주주의 단기실적주의(Short-Termism) 극복을 위한 제도마련의 필요성을 주장하고 있다.

주주들에 대한 회사 경영진들의 책임의식 결여가 글로벌 금융위기의 원인이라고 보며 소수주주들의 권한 강화를 통해 경영진을 통제하고자 마련한 미국의 회사지배구조 개혁조항들은 위기의 원인인 단기실적주의를 오히려 악화시킬 수 있다고 지적하고 있다. 또한 소수주주들이 손쉽게 자신들이 선호하는 이사후보를 추천할 수 있도록 하기 위해 회사가 발행하는 위임장 설명서에 주주 추천 이사후보를 포함시킬 수 있도록 한 위임장 접근 규칙(proxy access rule)과 임원보수에 대한 주주 승인권(say on pay) 등의 주주민주주의의 강화 개혁조치들은 위기에 대한 냉철한 대응이라기보다는 경영자에 대한 반감에 기초한 포퓰리즘적 대응이라고 지적한다.

민주당 성향의 의원들이 의회와 증권거래위원회(SEC)의 다수를 차지하고 있는 미국의 정치적 상황과 금융위기라는 경제적 상황이 맞물리며 지난 10년 동안 소수주주 권한 강화를 통한 주주민주주의 실현을 주장해 온 주주행동주의자들의 시도가 미국 금융개혁법에 반영된 것이라고 보고 있다. 금융기관 경영진들이 자신들이 투자한 모기지 관련 증권에 내재되어 있던 장기적 위험요소들을 신중히 고려하지 않고 주주들의 단기주가상승 요구에 너무나 쉽게 부응할 수밖에 없었던 회사지배구조가 금융위기의 한 원인이었음에도 오히려 소수주주들이 경영진을 좀 더 쉽게 통제할 수 있도록 한 미국 개혁법은 바람직한 회사지배구조 개혁방향이 아니라고 주장한다.

보고서는 단기실적주의를 극복하고 모든 주주들과 회사의 장기발전을 도모할 수 있는 제도적 기반을 조성하는 것이 글로벌 금융위기 이후 회사지배구조 개혁방향이 되어야 하며, 오너경영체제, 차등의결권 주식, 포이즌필 등이 대안이 될 수 있다고 주장한다. 단기주가에 집착할 수밖에 없는 전문경영인과 달리 장기적 안목을 가질 수 있는 오너경영 체제, 단기적 시세차익을 노리는 투자자들보다 장기적 주식소유자들에게 더 많은 의결권을 부여하는 차등의결권, 시세차익만을 노리는 가치파괴적인 경영권 위협에 대항하기 위한 포이즌필 등이 금융위기 이후 단기실적주의 극복을 위한 대안들로 주목받고 있음에도 불구하고 우리나라에서는 아직도 부정적 관점에서만 이러한 제도들을 인식하는 것은 문제라고 지적한다.

그러나 경영진의 단기실적주의 폐해를 인정하면서도 이것 때문에 금융위기 이후 주주자본주의를 포기하고 ‘이해당사자 자본주의’와 ‘소비자 자본주의’가 회사지배구조 개혁방향이 되어야 한다는 주장에 대해서는 반대하고 있다. 회사의 다른 이해관계인들과 구별되는 주주의 법적지위와 경영진의 경영판단에 대한 법적기준의 필요성이라는 회사‘법’적인 관점에서 보면 주주자본주의는 가치가 있다는 것이다. 따라서 주주자본주의의 포기가 아닌 주주의 장기이익 극대화가 회사 전체의 이익으로 귀결될 수 있도록 개선하는 것이 글로벌 금융위기 이후 회사지배구조 개혁방향이 되어야 한다고 주장한다.

## 요 약

□ 미국은 2010년 7월, 글로벌 금융위기 대응을 위한 포괄적 금융규제개혁법 제정

- 금융위기의 원인을 야기했다고 비판을 받던 금융회사와 금융산업 외에도 모든 상장회사에 적용되는 회사지배구조 개혁조항들이 포함.

- 금융위기의 원인을 모든 상장회사의 경영진이 주주의 이익을 희생시키며 자신들의 사적 이익을 추구해 온 것이라고 일반화해 버림.
- 회사지배구조 개혁의 핵심은 이사의 권한행사에 소수주주들의 목소리를 손쉽게 반영하기 위한 주주민주주의(shareholder democracy) 강화
- 다양한 개혁조치 중 위임장 접근과 주주승인제도가 가장 논란

- 이사선임을 위한 위임장 접근(proxy access)

- 주주들이 손쉽게 자신들이 선호하는 이사 후보를 추천하도록 회사가 발행하는 위임장 설명서에 주주 추천 이사 후보를 포함할 수 있게 하는 위임장 접근 규칙(proxy access rule)을 SEC(증권거래위원회)가 제정할 수 있도록 함.
- 연방 차원에서 회사지배구조를 통제하려는 가장 우려되는 시도
- 이사들은 자신을 추천해 준 주주들의 이익을 위해 다른 주주나 회사 전체의 이익을 희생시킬 수 있다는 비판 제기

- 소수주주들의 이사 후보 추천으로 인한 잦은 이사선임 경쟁으로 이사들이 장기적 투자보다 단기주가에 집착할 우려
- 개별 회사의 다수 주주들이 규칙을 변경하고 싶어도 그렇게 할 수 없다는 점에서 오히려 주주민주주의에 반할 수 있음.

- 임원보수의 주주승인권(say on pay)

- 3년마다 적어도 한 차례 주주들에게 임원보수에 대한 비구속적인 투표를 할 수 있는 기회가 주어져야 함.
- 전문지식이 없는 주주들이 보수전문가와 경험이 풍부한 이사들로 구성된 보수위원회에서 결정된 임원보수안에 대해 판단한다는 것은 문제
- 주주들의 단기적 주가상승 성향만을 반영하여 회사의 장기적 성장에 부작용 우려

- 개혁법상의 주주민주주의 강화조치들은 금융위기에 대한 대응방안으로 마련된 것들이므로 이러한 조치들에 대한 평가는 결국 금융위기의 원인규명에 달려 있음.

□ 글로벌 금융위기의 원인과 회사지배구조

- 글로벌 금융위기의 원인

- 금융위기의 근본적 원인은 모든 국민들이 주택을 소유할 수 있도록 하기 위해 대출기준을 완화하며 갚을 능력이 없는 사람들에게까지도 주택담보대출을 해준 미국 정부정책과 이러한 고위험의 주택담보대출채권을 다양한 형태로 증권화하여 일반투자자들에게 판매한 금융기관 경영진의 실책
- 금융기관의 경영진들이 자신들이 투자한 모기지 관련 증권에 내재되어 있던 장기적 위험요소들을 신중히 고려하지 않고 단기적 주가상승으로부터 오는 금융적 보상에만 주로 관심을 가졌기 때문임.
- 대부분의 주주들 역시 경영진들에게 이러한 단기적 주가상승을 요구하며 경영진들을 압박

- 결국 단기실적주의(Short-Termism)를 추구하게끔 한 회사지배구조가 문제

- 포퓰리즘에 기초한 개혁

- 회사지배구조 차원에서의 금융위기의 원인은 경영진의 단기실적주의와 이에 열광한 주주들
- 그런데도 소수주주들의 권한 강화를 통해 주주민주주의를 강화하고자 하는 회사지배구조 개혁은 경영자에 대한 반감에 기초한 포퓰리즘적 대응

□ 글로벌 금융위기 이후 회사지배구조 개혁방향

- 금융위기의 원인을 모든 상장회사 경영진의 도덕적 해이로 인한 회사지배구조 실패로 일반화하며 주주민주주의 실현의 기회로 삼으려는 시도는 경계해야 함.

- 금융위기에 기여한 회사지배구조 실패가 있다면 그것은 주가상승을 위한 단기 실적에 지나치게 집착한 경영이므로 이를 극복하기 위한 회사지배구조 개혁이 필요함.

- 미국 연방 회사지배구조 개혁법에서처럼 소수주주들의 권한 강화를 통해 경영진의 의사결정을 통제하고자 하는 획일적 개혁으로는 단기실적주의를 극복할 수 없음.
- 단기실적주의 극복을 위한 수단으로 최근 지배주주나 가족기업, 차등의결권, 포이즌필 등의 순기능이 강조되고 있지만 우리나라에서는 아직까지도 이를 재벌 총수의 사적이익 추구 수단으로만 여기고 있는 것은 문제
- 단기실적주의 극복을 위한 회사지배구조 개혁방향은 자유주의적 개입주의(libertarian paternalism)

- 회사의 장기이익 추구를 가능케 하기 위한 개입주의적 회사법

- 장기적 관점에서 회사의 내재적 가치를 파악해야만 하는 경영진과 단기적

관점에서 회사의 주식가치에 관심을 가지고 있는 주식시장 간의 갈등이 회사 전체의 이익 증진으로 귀결될 수 있도록 하는 것이 회사법의 역할

- ‘집중된 경영권’의 제도적 보장과 이것의 남용을 막기 위해 경영진에게 ‘모든 주주의 장기이익 극대화’를 추구하도록 하는 의무부과
- ‘집중된 경영권’은 회사법상 경영판단의 원칙(Business Judgement Rule), 차등 의결권 등과 같은 회사소유구조 유연화제도(Control Enhancing Mechanisms), 포이즌필(Poison Pill)과 같은 경영권방어제도 등을 통해 보장
- 회사법상 ‘회사’에 대한 이사의 주의의무·충실의무를 적용할 때 여기서의 ‘회사’를 주주의 단기이익이 아닌 주주의 장기이익의 관점에서 해석

- 개별 회사의 정관자치를 폭넓게 인정해 주는 자유주의적 회사법

- 회사법에서 제시된 내용은 회사의 장기발전을 위해 가장 이상적이라고 생각 되는 모델조항들을 제시해 준 것이므로 이러한 조항들을 구체적으로 어떻게 적용할지 등에 대한 결정은 개별 회사가 각기 처한 상황에 따라 다수의 주주 동의가 필요한 정관변경을 통해 결정할 수 있도록 회사지배구조의 유연성 확보 필요
- 회사법은 강행 법규적 성격이 아닌 임의 법규적 성격의 자유주의 회사법임.

## □ 글로벌 금융위기 이후 주주자본주의

- 글로벌 금융위기를 계기로 신자유주의에 대한 비판이 다시 일고 있음.

- 일반적으로 신자유주의는 금융자본이 기업 운영의 주도권을 가지는 주주자본주의가 핵심이라고 알려져 있으므로 지금의 금융위기는 궁극적으로 ‘주주자본주의(shareholder capitalism)의 위기’라고 알려져 있음.

- 주주자본주의의 대안으로 ‘이해당사자 자본주의’와 로저 마틴(Roger Martin) 교수의 ‘소비자 자본주의’가 주목을 받고 있음.



- 경영진이 회사의 모든 이해당사자들의 이익극대화를 추구하도록 하는 ‘이해당사자 자본주의’와 소비자의 이익극대화를 추구하도록 하는 ‘소비자 자본주의’가 금융위기의 원인을 제공한 경영진의 단기실적주의를 극복하고 회사의 장기적 이익극대화를 위한 대안으로 제시되었다는 점에는 동의
- 그러나 회사‘법’적인 관점에서 보면 한계가 있음.

- 회사의 다른 이해관계인들과 구별되는 주주의 법적지위와 경영진의 경영판단에 대한 법적기준의 필요성이라는 회사‘법’적인 관점에서 보면 주주자본주의는 가치가 있음.

- 이해당사자 자본주의에서는 주주의 법적지위의 차별성을 고려하고 있지 않을 뿐 아니라 경영자들에게 막연히 회사의 모든 이해관계인들의 이익을 위해 경영하라고 할 경우 자칫 모든 이해관계인들의 이익을 추구한다는 핑계로 자신의 사적이익만 추구하고 그 어느 누구의 이익도 추구하지 않을 두 주인의 문제(two masters problem) 발생
- 소비자 자본주의에서 추구하는 고객의 행복과 더 많은 고객의 확보라는 것이 경영전략으로는 몰라도 경영진의 의무판단을 위한 법적기준이 될 수는 없음.

- 글로벌 금융위기 이후 주주자본주의의 포기가 아닌 개선이 필요함.

- 회사‘법’이라는 규범적 관점에서 회사지배구조를 바라볼 경우 주주자본주의는 최선은 아니지만 주주의 이익극대화라는 법적판단의 기준을 제시해 줄 수 있으므로 차선의 대안임.
- 다만 ‘누가’ ‘누구의 이익을 위해’ 경영판단을 해야 할 것인가라는 회사지배구조의 본질적 물음에 주주민주주의를 지나치게 강조하며 ‘주주가’ ‘주주의 단기이익(주가)을 위해’라고 답을 하는 전통적인 주주자본주의는 분명 문제임.
- 주주자본주의의 포기가 아닌 ‘집중된 경영권’과 ‘주주의 장기이익 극대화’를 기본틀로 개선하는 것이 글로벌 금융위기 이후 회사지배구조 개혁방향이 되어야 함.

# 제 1 장

## 들어가며

2010년 7월 21일, 미국 상·하원은 글로벌 금융위기 이후 논의되어 왔던 금융규제 개혁법(Dodd-Frank Wall Street Reform and Consumer Protection Act)을 발효하였다. 대공황 이래 75년 만에 가장 강력하고 포괄적인 금융규제 개혁내용을 담고 있는 단일 법이다. 이 법은 금융위기의 원인을 제공했다고 비판받던 금융회사와 금융산업을 규제하며 연방 차원에서 감독을 강화하기 위한 것이다. 그러나 이 법안은 금융산업규제 외에도 모든 상장회사에 적용되는 회사지배구조 개혁조항들도 포함하고 있다. 경제위기가 발생하면 으레 위기의 주범으로 ‘모든’ 회사 경영진의 도덕적 해이가 항상 지적되어 왔는데 이번 금융위기에서도 마찬가지였다.

금융규제개혁법상의 회사지배구조 개혁의 핵심은 회사지배구조에 소수주주들이 손쉽게 개입하며 경영자의 권한을 통제할 수 있도록 하여 의사결정 권한을 이사회에서 기관투자거나 주주행동주의자들에게로 이동시키고자 한 것이다. 즉, 주주민주주의를 강화하려는 것이다. 그러나 전통적으로 미국 회사지배구조 법제는 경영자의 경영판단 권한을 중요시하고 주주들의 경영개입을 제한하며 개별 회사의 자율성을 중요시하는 개별 주(州) 회사법에서 다루어져 왔다. 따라서 이러한 개혁조치들이 주주들의 단기이익 추구압력에 대한 이사회와 경영자의 대응능력과 경영자의 효율적인 리더십을 막을 수 있다는 우려 또한 만만치 않다.

결국 금융위기 이후 미국 회사지배구조 개혁 논쟁의 핵심은 모든 회사에서 주주민주주의를 강화하며 회사지배구조의 획일화(one-size-fits-all)를 추구하고자 하는 연

방 차원에서의 규제논리와 개별 회사지배구조의 유연성(flexibility)을 유지하고자 하는 전통적인 자유주의적 회사법 학자들 간의 논리 충돌이다.

본 연구에서는 이러한 충돌이 잘못된 금융위기 원인 규명에 따른 오바마 정부의 규제정책에서 비롯된 것임을 보임과 동시에 주주민주주의의 이론적 한계를 검토하며 후자의 견해가 타당함을 문헌연구를 통해 보이고 있다. 회사지배구조 개혁법에 대한 논쟁의 핵심이 회사지배구조 통제를 두고 벌어지는 연방법과 주 회사법 간의 갈등이므로 미국 회사지배구조 법체계의 특성을 고려하며 법리적 관점에서 검토하고 있다. 또한 개혁법의 경제적 배경인 글로벌 금융위기의 원인에 대한 문헌과 주주민주주의에 대한 법경제학 문헌을 동시에 검토하며 회사지배구조 법제와 글로벌 금융위기, 주주민주주의와의 상관관계를 분석하며 개혁입법을 비판적으로 검토하고 있다. 이를 통해 글로벌 금융위기 이후 우리나라 회사지배구조의 개혁방향을 제시하였다.

또한 글로벌 금융위기 이후 제기되고 있는 주주자본주의의 실패에 대해서도 검토하고 있다. 주주자본주의의 폐해가 글로벌 금융위기를 가속화하는 데 일부 원인을 제공했지만 이것을 주주자본주의의 실패로 규정하는 것은 지나친 해석이라는 점을 논증하였다. 주주자본주의의 대안으로 경영학적인 관점 소비자 자본주의가 제시되고 있지만 회사지배구조에 대한 규범적 방향을 제시해 주어야 하는 회사법 차원에서는 주주자본주의의 포기가 아니라 주주자본주의의 개선이 바람직함을 보이고 있다. 논의순서는 다음과 같다.

제2장에서는 금융위기 이후 주주민주주의 강화로 대표되는 오바마 행정부의 회사지배구조 개혁입법의 내용과 미국 회사지배구조의 독특한 법체계를 살펴보고 개혁입법에 대한 논쟁의 핵심이 연방법과 주 회사법 간의 갈등이라는 사실을 법리적 관점에서 검토한다. 제3장에서는 글로벌 금융위기의 원인을 회사지배구조라는 관점에서 살펴보고 위기의 대응방안으로 마련된 회사지배구조 개혁조치들의 이론적 근거인 주주민주주의 한계를 살펴보기로 한다. 제4장에서는 미국 회사지배구조 법제, 금융위기 원인, 주주민주주의 논의과정을 통해 드러난 미국 개혁조치들의 한계를 지적하고 글로벌 금융위기 이후 우리나라 회사지배구조의 개선방향을 제시한다. 그리고 이러한 논의의 연장선상에 있는 글로벌 금융위기 이후 주주자본주의 논쟁에 대해서도 살펴본다. 제5장에서는 지금까지의 전체적인 흐름을 정리하며 결론을 맺고 있다.

## 제 2 장

# 금융위기 이후 미국 회사지배구조 개혁 논쟁과 회사법

### 1 회사지배구조 개혁법안

#### (1) 문제제기

최근 금융위기와 경제 위축은 1930년대 대공황 이후 가장 중요한 세계적 경제 사건으로 평가된다. 이를 극복하기 위해 2008년 부시 행정부에 의해 시작된 미국 구제 금융과 경제회생 프로그램은 2009년 오바마 행정부에서도 계속되고 있다. 이러한 정책들은 실패한 은행들을 구제하고 금융 전반의 시스템을 강화하여 경제 전체를 개선하기 위함이다. 그러나 문제가 된 특정 금융기관의 실패와 이에 대한 개선에 머무르는 것이 아니라 은행시스템 또는 금융시스템 전체의 실패로 보며 총체적인 개혁을 시도하고 있다. 2008년 10월 효력이 발생한 Emergency Economic Stabilization Act와 2009년 2월 효력이 발생한 American Recovery and Reinvestment Act 등의 개혁법안은 바로 이 같은 총체적 시스템 개혁을 시도하고 있다.<sup>1)</sup>

---

1) 일부의 경제학자들은 이러한 총체적 관점에서의 금융규제 개혁법안들을 거시적 총계 (macroeconomic aggregates)에 의존하는 케인즈(Keynesian-style) 정책이라고 비판하고 있다. 케인즈 경제학을 비롯한 주류경제학 이론들은 모두 생산요소, 기업, 그리고 경제에서의 산업이 동일(homogeneous)하고 서로 대체할 수(fungible) 있다고 가정한다. 경제학자들이 이러한 가정을 전제로 할 경우 경제 전체는 조정 가능한 지표, 예를 들어 GDP, 화폐공급, 성장률 등에 의해 인위적으로 통제될 수 있다고 본다. 주류경제학에서 분석의 출발은 하나의 산업에

그러나 애초에 금융위기의 원인을 제공했다고 비판을 받던 금융회사 전반에 집중되었던 개혁은 포퓰리즘의 지원을 받으며 금융회사 외의 모든 공개회사(public companies)로 확장되기 시작하였다. 당시 월스트리트 저널은 “정치계가 모든 회사들을 자기 마음대로 하려고 하는 참이다”라고 우려를 나타냈다.<sup>2)</sup>

글로벌 금융위기의 원인으로 특정 금융회사 차원을 넘어 모든 상장회사들의 이사회 경영자의 도덕적 해이로 인한 회사지배구조의 실패가 지목되기 시작하면서 주주권한 강화를 통해 이를 해결하고자 하는 개혁법안들이 제기되기 시작하였다.<sup>3)</sup> 이러한 개혁법안들의 핵심은 ‘주주민주주의(shareholder democracy)’와 ‘회사지배구조 개혁(corporate governance reform)’이다.<sup>4)</sup> 주주민주주의란 경영진의 사적이익 추구로 인한 대리비용(agency cost)을 줄이고 회사지배구조와 관련된 사안에서 소수주주의 목소리와 권한을 강화하고자 하는 것을 의미한다.<sup>5)</sup> 많은 개혁론자들은 서브프라임 모기지

---

속한 모든 기업들은 동일하다는 것을 전제로 하는 대표기업(representative firms)이다. 이러한 접근방식은 특히 현대 수학적 경제모델에서 극단적으로 나타난다. 여기서는 동일한 노동 투입과 동일한 자본을 전제로 한다. 그러나 개별 경제주체와 자원의 특성에 주목하지 않고 동일성을 전제로 경제 전반을 총체적 관점(high levels of aggregation)에서만 볼 경우 잘못된 정책을 야기할 수 있다. 정부의 보조를 받으며 금융위기 발생의 원인을 제공했던 프레디맥(Freddie Mac)과 패니메이(Fannie Mae)와 같은 보증회사들의 대출관행과 모든 차입자들이 실질적으로 동일한 신용을 가지고 있다는 가정하에서 인수기준을 획일적으로 낮추도록 독려한 정부정책들을 개별적으로 살펴보지 않고서는 금융위기의 원인을 밝혀낼 수 없다. 후술하는 바와 같이 차입들의 신용정도를 고려하지 않고 모두 동일한 신용을 가지고 있다는 가정하에서 이루어진 주택담보대출이 금융위기의 근본적인 원인이었다. 결국 중요한 것은 대출의 총량이 아니라 대출이 구체적으로 어떻게 구성되어 있는가이다. 총대출, 총유동성, 평균 주식 가격 등의 개념들은 자원이 어떻게 분야별, 기업별, 개인별로 할당되고 있는지 등과 같은 문제에 대처할 수 없다. 이러한 총체적 개념들은 개별 자원의 특성과 상대가격에 대한 중요한 정보의 창출을 놓치게 할 수 있다. 자본시장의 중요한 기능은 동일한 금융자본의 총량을 조절하는 것이라기보다는 개별 경제주체에게 적절히 할당하는 것이다. 만일 차입자의 신용정도가 동일하지 않다면 모든 은행들 역시 동일하게 취급하는 것은 바람직하지 않다. 그러나 개혁법안들은 명시적으로 개별은행이 아닌 은행시스템 자체를 총체적으로 통제하려는 것이다. Rajshree Agarwal, Jay B. Barney, Nicolai J. Foss, Peter G. Klein(2009), p.8.

2) Clark. Judge and Richard Torrenzano, “Capitalism by Proxy Fight,” *Wall Street Journal*, November 22, 2009.

3) Stephen M. Bainbridge(2009)

4) Arthur McMahon Iii(2010), p.9.

로 인한 미국 경제위기의 원인이 회사지배구조의 전반적 실패에서 기인했다고 믿고 있고 이를 치유하는 처방책으로 주주들이 회사의 경영 사안에 대해 직접적인 발언권을 행사하며 개입할 수 있도록 하기 위해 주주권한 강화를 강조하고 있다.

그러나 글로벌 금융위기 극복을 위한 대안으로 주주민주주의에 기초한 회사지배구조 개혁을 시도하는 것은 합리적인 대응이라기보다는 대부분 정치적인 대응이라고 할 수 있다. 금융위기로 드러난 문제점들에 대해 진지한 고민 없이 금융위기가 발생했으니 정부가 무엇인가는 해야 한다는 생각에서 기관투자자들과 주주행동주의자들이 지난 10년 동안 자신들이 지지해 온 주주민주주의를 실현하기 위한 기회로 금융위기를 삼고 있는 것이다.<sup>6)</sup>

금융개혁법상의 회사지배구조 개혁은 이사자격과 선출, 이사회 구조, 임원보수 등에 집중되어 있다. 그러나 이러한 개혁법이 과연 주주들의 이익에 실질적으로 부합하는지 의문이다. 개혁법이 기초로 하고 있는 주주민주주의를 강화할 경우 이사회 의사결정에 소수주주들이 개입하며 이사들을 통제할 수 있으므로 궁극적으로 주주들의 이익에 부합하는 것처럼 보인다. 그러나 금융위기 이후 지속적으로 논의되어 왔던 임원보수, 위임장 접근(proxy access), 시차임기제, 이사회 의장과 CEO 분리 등과 관련된 회사지배구조 개혁조치들에 대한 최근의 실증적 연구에 따르면 오히려 시장반응은 부정적으로 나타나고 있다.<sup>7)</sup>

이하에서는 미국 회사지배구조에 가장 큰 영향을 미칠 것으로 예상되며 많은 논란을 야기했던 위임장 접근과 주주승인권(say-on pay)에 대해 구체적으로 살펴보기로 한다.

---

5) Dino Falaschetti(2009)

6) Arthur McMahon Iii(2010), p.9.

7) David Larcker(2010)

<표 1> 회사지배구조 관련 금융개혁법

구 분	금융개혁법 (Dodd-Frank Wall Street Reform and Consumer Protection Act)
이사선임과 이사회 구조	<ul style="list-style-type: none"> <li>- 주주들이 손쉽게 자신들이 선호하는 이사 후보를 추천할 수 있도록 하기 위해 회사가 발행하는 위임장 설명서에 주주 추천 이사 후보를 포함시킬 수 있도록 하는 위임장 접근 규칙(proxy access rule)을 SEC가 제정할 수 있도록 함. (제971조)</li> </ul>
	<ul style="list-style-type: none"> <li>- 주총 열흘 전까지 주주들이 자신의 의사를 밝히지 않으면 증권사들이 경영진 쪽에 찬성표를 던질 수 있도록 했던 증권사 대리투표를 폐지 (제957조)</li> <li>- 증권사 대리투표가 소액주주의 권리를 축소시킨다는 것이 폐지 원인임.</li> </ul>
	<ul style="list-style-type: none"> <li>- SEC가 회사들에게 CEO와 의장의 역할을 통합하거나 분리하는 것에 대한 이유를 설명하도록 요구하는 규칙을 채택하도록 함. (제972조)</li> </ul>
임원보수	<ul style="list-style-type: none"> <li>- 3년마다 적어도 한 차례 주주들에게 임원보수에 대한 비구속적인 투표를 할 수 있는 기회가 주어져야 함(Say-on-Pay). (제951조)</li> </ul>
	<ul style="list-style-type: none"> <li>- 합병이나 기업결합에 대한 주주승인 추진 시 황금낙하산(golden Parachutes)으로 받게 되는 보수에 대해 별개의 비구속적 투표를 해야 함. (제951조)</li> </ul>
	<ul style="list-style-type: none"> <li>- 임원보수가 회계기준을 따르지 않은 부정확한 금융보고서에 기초하고 있다면 임원보수의 환수를 위한 정책(clawback)을 개발하고 실천해야 함. (제954조)</li> </ul>
	<ul style="list-style-type: none"> <li>- 임원보수위원회는 사외이사들로만 구성되어야 함. (제952조)</li> </ul>

(2) 이사선임을 위한 위임장 접근(proxy access)

이번 회사지배구조 개혁 논쟁의 핵심은 주주들이 이사선출에 대해 자신들의 목소리를 좀 더 쉽게 낼 수 있도록 제도를 개선했다는 것이다. 만일 이사들이 회사 측에서 추천한 후보 중에서만 선출될 경우 주주들에 대한 책임의식이 적을 것이므로 주주들이 추천한 이사들도 선출될 수 있도록 함으로써 이사회가 회사의 소유자인 주주들에게 책임감을 느끼며 의사결정을 하도록 회사지배구조를 개선하는 것이 위임

장 접근(proxy access) 제도의 취지이다. 이것은 연방 차원에서 회사지배구조를 획일적으로 입법화하려는 가장 우려되는 시도로 평가되고 있다.<sup>8)</sup> 이 제도를 이해하기 위해서는 미국에서의 위임장(proxy) 제도에 대한 기본적인 이해가 전제되어야 한다.

#### 1) 위임장 설명서(proxy statement)

주식의 소유가 분산된 공개기업에서 모든 주주들이 주주총회에 참석하기를 바라는 것은 무리이다. 모든 주주들이 주주총회에 출석해야만 의결권을 행사할 수 있도록 한다면 주주총회 개최를 위한 정족수조차 충족시키지 못하는 경우도 많을 것이다. 따라서 회사의 경영진은 이러한 소극적인 주주들에게 자신들이 주주총회에서 대신 의결권을 행사해 주겠다고 위임장을 권유(proxy solicitation)하는 경우가 많다. 다만 경영진이 주주들에게 아무런 정보도 제공하지 않을 경우 주주들이 위임장 제공 여부를 잘못 판단할 수 있으므로 미국 증권법에서는 SEC가 위임장 규칙(proxy rule)을 제정하여 회사가 주주총회에서 어떤 안건을 어떻게 다룰 것인지 등에 대한 정보를 위임장 설명서(proxy statement)에 기재하여 위임장 권유 전에 주주들에게 제공토록 하고 있다. 위임장 설명서의 발행을 포함해 경영진의 위임장 권유와 관련된 제반 비용은 회사가 부담한다.

그러나 위임장 권유는 회사의 경영진만 할 수 있는 것은 아니다. 경영진이 주주총회에 상정한 안건에 대해 소수주주들이 반대하기 위해 또는 소수주주들이 직접 안건을 주주총회에 상정하기 위해 필요한 의결권을 확보할 목적으로 다수의 주주들에게 위임장을 권유하기도 한다. 경영진과 이에 반대하는 주주들이 자신들의 견해에 우호적인 주주들로부터 더 많은 위임장을 받아내기 위한 위임장 경쟁(proxy contest)을 벌이기도 한다. 그런데 회사의 비용으로 위임장 권유를 하는 경영진과 달리 주주들은 자신의 비용으로 위임장 권유를 해야 하므로 자금력이 풍부한 일부의 주주들을 제외하고는 현실적으로 위임장 권유를 하는 경우는 드물다. 그러나 일부 주주들이 위임장 권유 과정에서 제안하고자 했던 내용을 경영진이 작성하는 위임장 설명서에 포함시

---

8) Stanford Graduate School of Business(2010) 참조.



킬 수 있도록 한다면 자신의 비용이 아닌 회사의 비용으로 위임장 권유를 하는 것과 동일한 효과를 얻을 수 있을 것이다. 이것이 주주민주주의(shareholder democracy)를 실현하기 위한 수단으로 이해되어 왔다.<sup>9)</sup>

그러나 이것을 너무 손쉽게 인정해 줄 경우 소수주주들이 지나치게 경영에 개입 하며 권한을 남용할 우려가 있으므로 회사의 비용으로 작성되는 위임장 설명서에 소수주주들이 자신들의 의견을 제시할 수 있는 내용에 일정한 제한을 두고 있다. 이러한 제한사유 중에는 주주들이 이사 후보를 추천하는 것과 같은 이사의 선임과 관련된 사항이 포함되어 있었다.<sup>10)</sup> 그러나 회사가 발행하는 위임장 설명서에 주주들이 추천하는 이사 후보자를 나란히 기재하여 주주들이 선택할 수 있도록 할 수 있다면 소수주주들이 자신들이 원하는 이사 후보자를 훨씬 자주, 그리고 손쉽게 추천할 수 있게 될 것이다. 바로 이러한 것을 가능케 하여 소수주주들이 이사회를 손쉽게 견제하도록 하기 위한 노력이 계속되어 왔으나 이에 대한 심각한 부작용을 염려하는 반대 견해에 부딪혀 실현되지 않았던 것이다.

## 2) SEC의 위임장 접근 규칙 제정권

주주민주주의로 상징되는 위임장 접근(proxy access)에 대해서는 이사선임과 관련해 소수주주들이 목소리를 쉽게 낼 수 있도록 해야 한다는 SEC 소속의 민주당계 위원들과 이를 반대하는 SEC 소속의 공화당계 위원들 사이에서 오랫동안 의견 대립이 있어 왔다.<sup>11)</sup> 그러나 최근 발생한 글로벌 금융위기의 원인으로 경영자와 이사의

---

9) Clark S. Judge And Richard Torrenzano(2009)

10) 미국 공개기업의 주주는 단독으로 정기주주총회에 안건을 상정하기 위한 의결권을 확보를 위해 의결권 대리행사를 권유할 수 있지만, 자신의 비용으로 하는 경우에는 큰 부담이 되므로 대부분 경영진의 위임장 설명서에 자신들의 안건이 포함되도록 요구할 수 있고 그 근거가 증권거래소법에 따라 SEC가 제정한 규칙 14a-8이다. 현행 미국 증권거래법 규칙 14a-8은 주주 제안이 절차적 요건을 충족하지 못하였거나 13가지 예외사항에 해당하지 않으면, 회사는 주주 제안을 회사의 위임장 서류에 포함해야 한다고 규정하고 있다. 그런데 규칙 14a-8이 정한 13가지 예외사항 가운데는 주주 제안이 이사선출과 관련이 있을 경우가 포함되어 있다(규칙 14a-8(1)(8)). 이에 따르면 회사는 주주의 제안이 이사선출과 관련이 있을 경우에는 회사의 위임장 서류에 기재하는 것을 거절할 수 있다.

11) Lynn A. Stout(2007)

도덕적 해이가 지목되고 전통적으로 소수주주권 확대에 찬성하는 민주당 정권의 강화로 SEC의 위임장 접근 규칙(proxy access rule) 제정권이 입법화된 것이다.

주주행동주의자들은 오랫동안 회사의 위임장 설명서(proxy statement)에 소수주주들이 손쉽게 접근할 수 있는 주주의 권한을 주주권리의 성배(holy grail)로까지 간주해 왔다. 왜냐하면 주주들이 이사 후보자를 추천할 수 있는 기회를 줄 경우 이러한 접근은 이사선출과 이사회 구조에 주주가 영향력을 미치며 강력한 목소리를 낼 수 있기 때문이다.<sup>12)</sup>

이러한 이사선임을 위한 소수주주들의 위임장 접근은 미국 상장회사 지배구조에서 주주들의 역할과 관련해 수십 년 만에 가장 중요한 변화를 야기할 것이라고 평가받으며 첨예한 찬반 논쟁이 계속되고 있다. 이러한 논란 때문에 이번 개혁법안에서는 소수주주들이 이사선임과 관련한 내용을 경영진이 발행하는 위임장 설명서에 포함시킬 수 있도록 해주면서도 구체적인 내용에 대해서는 SEC가 규칙을 제정하여 확정하도록 하고 있다.<sup>13)14)</sup> 따라서 2010년 8월 25일, 2인의 반대와 3인의 찬성으로

---

12) Karey Wutkowski(2008)

13) 이사회가 주주에 대한 책임의식을 인식하며 경영결정을 할 수 있도록 하기 위해 주주들이 이사선임 절차에서 목소리를 낼 수 있도록 하기 위한 이사회선거제도의 개혁논의에는 소수주주들에 의한 이사 후보 추천(proxy access) 외에도 이사회선거에서의 다수투표제(majority voting) 도입안이 마련되었으나 최종 금융개혁법안에서는 제외되었다. 당초에는 모든 공개회사에서 다수투표제를 의무적으로 도입하도록 되어 있었다. 다수투표제란 경쟁 후보자가 없는 경우(uncontested election) 과반수 득표를 얻어야 한다는 것으로 그렇지 못할 경우 회사는 그 이사의 사임을 요구하도록 하고 있다.

14) SEC는 2009년 말에 위임장 접근에 대한 규칙안을 마련해 놓았으나 많은 비판이 제기되어 당시 확정을 하지 못했었다. 위임장 접근 규칙 개정안을 살펴보면 다음과 같다. 회사 주식의 1%를 최소 1년 동안 소유한 주주들이 회사가 발행하는 위임장 설명서에 자신들이 추천하는 이사 후보를 포함시킬 수 있도록 하고 있다. 개별 회사들은 1% 이하를 가진 주주들도 이러한 권한을 행사하도록 하여 소수주주의 권한을 강화하는 것은 가능하지만 1% 이상으로 권한행사의 최소지분요건을 강화하는 것은 할 수 없다(mandatory minimum access regime). 그러나 이러한 규정은 SEC의 행정공무원들이 개별 회사의 다수주주들보다 개별 회사를 위한 최적의 위임장 접근구조를 더 잘 알고 있다는 것을 전제하고 있는 것이나 마찬가지다. 왜냐하면 개별 회사 다수주주들의 동의가 있어도 위의 규정을 바꿀 수 없기 때문이다. 이것은 결국 위임장 접근의 논리적 기반인 주주민주주의와 오히려 상반되는 반민주주의(anti-democratic)적 결과를 야기하고 있는 것이다. Joseph A. Grundfest(2010), p.363 참조.

SEC는 새로운 규칙<sup>15)</sup>을 확정하였다. 주식을 최소 3%, 3년간 보유한 주주들은 이사 후보자 1인 혹은 이사회 구성원의 25%에 해당하는 후보자 중 큰 숫자(greater of one or 25% of the board)에 해당하는 후보자를 추천할 수 있다.

이러한 위임장 접근에 대해서는 회사 전체의 이익이 아닌 특정 집단의 이익을 대변하는 이사선출을 야기할 것이며 이렇게 선출된 이사들은 자신을 추천해 준 주주들의 이익을 위해 다른 주주나 회사 전체의 이익을 희생시킬 수 있다는 비판이 지속적으로 제기되고 있다. 또한 소수주주들의 이사 후보 추천으로 인한 잦은 이사선임 경쟁의 가능성은 이사들이 장기적 가치의 창조를 위한 투자보다는 단기의 주가에 집착하도록 할 위험이 있고 헤지펀드들의 단기이익 추구 관행을 고려해 볼 때 이러한 위험은 더욱 염려스럽다는 견해도 제기되고 있다.<sup>16)</sup> 특히 연방 규정을 개별 회사의 다수 주주들이 변경하고 싶어도 그렇게 할 수 없다는 점이 가장 큰 문제로 지적되고 있다.

### (3) 임원보수의 주주승인권(say on pay)

회사지배구조와 관련해 포폴리즘적 개혁 논의에서 항상 등장하는 주제가 임원보수(executive compensation) 개혁이다. 임원의 보수는 일반적으로 이사회 결의에 의해 결정된다. 그러나 금융위기 원인으로 임원의 도덕적 해이와 지나치게 많은 보수 등이 지적되며 이러한 보수 결정에 주주들이 관여함으로써 회사 경영정책을 통제하겠다는 것이 이번 개혁입법에 포함된 임원보수 주주승인권이다.

대부분의 임원보수는 다수의 사외이사로 구성된 보수위원회(compensation committees)에서 결정된다. 이 위원회는 임원보수의 복잡한 구조에 대해 잘 알고 있고 경험이 많은 이사들로 구성되어 있다. 그런데 기업경영, 임원보수 결정절차의 복잡성 및 개별 보수내용에 대해 전문지식이 없는 주주들이 보수전문가와 경험이 풍부한 이사들로 구성된 보수위원회에서의 임원보수 결정안에 대해 판단하는 것은 문제가 있다는 지적이 지속적으로 제기되고 있다. 임원보수에 대해 주주들의 견해에 따르는 것이

15) Release Nos. 33-9136; 34-62764; IC-29384; File No. S7-10-09

16) 자세한 내용은 Business Roundtable(2010), p.5 이하 참조.

오히려 임원보수에 대해 부정적 시각을 가지고 있는 대중들의 감정이나 주주들의 단기적 주가상승 성향만을 반영하여 바람직하지 않다는 것이다.<sup>17)</sup> 경영자들은 기관 투자거나 헤지펀드들이 주주승인권 제도를 회사의 장기이익에 훼손되는 단기이익을 추구하는 경영을 하도록 경영자를 압박하는 수단으로 사용될 수 있다는 우려를 나타내고 있다.<sup>18)</sup>

미국을 대표하는 델라웨어주 회사법에 따르면 이사회는 회사와 모든 주주의 장기 이익을 위해 의사결정을 해야 하는 신임의무(信任義務, fiduciary duty)를 부담하고 있다. 이러한 신임의무는 임원보수를 어떻게 설정할 것인가에 대해서도 당연히 적용된다. 이러한 이사의 신임의무는 주주들에게 위임될 수 없다. 즉, 이사는 주주들의 동의하에 경영판단을 했다고 해서 자신의 신임의무 위반이 면제되는 것은 아니다. 따라서 임원보수와 관련해 주주들이 주주승인권에 근거해 주주들의 동의를 받았다고 해서 책임이 면제되는 것은 아니다. 따라서 이사들은 주주의 의사를 무조건 따라가서는 안 된다. 회사법상 회사와 주주 전체의 장기이익을 위해 의사결정을 해야 할 의무는 주주가 아닌 이사 자신이 부담하고 있기 때문이다. 임원보수와 관련해 주주승인권에 근거한 주주들의 견해가 회사의 이익에 부합하지 않는다는 것을 알면서도 기계적으로 주주들의 의사에 따른 것은 회사법상 이사의 신임의무에 위반되는 것이다. 따라서 법원은 주주승인권이 오히려 이사들의 임원보수 결정과정을 훼손하는 제도로 볼 것이다.<sup>19)</sup>

## 2. 미국 회사지배구조 법제의 체계와 개혁 논쟁

### (1) 문제제기

최근 미국에서의 회사지배구조 개혁법 논의의 배경을 정확히 이해하기 위해서는

---

17) Jeff Bone(2010) 참조.

18) Del Jones(2009)

19) Michel Magnan, Claudine Mangen, "Report submitted to the Institute for the Governance of Public and Private Organizations."

미국 회사지배구조 법제의 독특한 체계와 이에 대한 흐름의 이해가 필수적이라고 할 수 있다. 그렇지 않을 경우 최근 입법화된 회사지배구조 개혁법을 마치 미국 회사지배구조법의 전부 또는 더 나아가 국제표준으로 인식하며 이를 우리나라 회사지배구조가 나갈 방향으로 설정할 위험이 있다.

최근 제정된 회사지배구조 개혁법과 SEC 규정들은 연방 차원의 규제들로 모든 주(州)의 회사들에 적용한다. 그러나 전통적으로 미국에서의 회사지배구조에 관한 사항은 연방법이 아닌 주 회사법의 관할이기 때문에 연방 차원에서 모든 주의 회사지배구조를 규제하려는 개혁조치들은 기존의 주 회사법과 갈등을 빚어 왔다.<sup>20)</sup>

또한 연방정부 차원에서 회사지배구조를 규제하기 위한 입법시도는 종종 실패했었다. 미 연방법원은 CTS Corp. v. Dynamics Corp. 사건에서 “회사지배구조에 대한 규제는 주 회사법 관할이다. 주(州)가 회사를 창설하고 회사의 권한을 규정하며, 그 회사의 주식을 구입함으로써 어떠한 권리가 발생하는지를 규정한다.” 주 회사법은 회사의 형태와 권한을 규정하고 이사회 임원의 권리와 의무를 설정한다. 주 회사법은 또한 주주의 권리를 설정하고 어떠한 사안들이 주주의결권 사안인지를 규정하며 주주총회의 활동을 규정한다. 따라서 회사지배구조의 규제관할권을 두고 연방 차원에서의 규제와 개별 주 회사법 간의 갈등은 지속될 것이며, 이러한 갈등 상황에서 최근 미국 상공회의소는 연방 차원의 회사지배구조 규제들이 주 회사법의 권한을 침해하는 것을 소송을 제기해서라도 저지하겠다는 견해를 표명한 바 있다.<sup>21)</sup> 회사지배구조를 두고 벌어지는 주 회사법과 연방법 간의 갈등이 금융위기 이후 회사지배구조 개혁 논쟁의 핵심이다.

## (2) 델라웨어주 회사법

미국에서는 주마다 회사법을 가지고 있고 회사 설립자는 실제 사업지역과 무관하게 자신이 적용받기 원하는 주 회사법을 선택할 수 있으므로 50개의 회사법이 서로

---

20) Lisa M. Fairfax(2009) 참조.

21) Joann S. Lublin And Kara Scannell(2010).

선택받기 위해 치열한 경쟁을 하고 있다. 주 회사법제 간의 이러한 경쟁이 주주와 회사의 모든 이해관계인들의 이익을 극대화하는 “최고를 향한 경쟁(race to the top)”인지 아니면 경영자의 사적 이익 극대화에만 기여하는 “바닥을 향한 경쟁(race to the bottom)”인지에 관한 논쟁이 오랫동안 미국 회사법제 논쟁의 핵심이었다.

투자자들은 자신들이 선택할 수 있는 회사들의 정관 내용과 이러한 회사들의 경영진과 주주들의 권한 및 의무에 대해 사전적으로 살펴볼 기회를 갖게 된다. 만일 투자자들이 경영진에게 강력한 권한을 부여하는 것이 자신들의 장래 이익을 감소시킨다고 생각하면 선택을 바꿀 수 있다. 이러한 사실을 고려해 보면 기업을 공개(IPO)하려는 회사의 설립자들은 외부의 투자자들을 더 많이 끌어 모으기 위해 이들의 선호에 부합하는 정관구조를 만들어낼 인센티브를 가지고 있다. 만일 투자자들의 욕구를 충족시켜 주지 못하면 손해를 보는 것은 투자자들이 아니라 회사의 설립자들이다. 따라서 경영진보다 주주들의 권한을 강화하는 규정이 투자자들의 수익을 증진시켜 준다면 설립자들은 경영진보다 주주들에게 회사의 통제권을 더 많이 부여하고 있는 회사법제를 가진 주에 회사를 설립하고자 할 것이고 주주들도 이를 선택할 것이다. 그러나 현실적으로 설립자들은 주주의 권한을 강화하며 주주 친화적(shareholder friendly)으로 보이는 내용을 가진 주법보다 상대적으로 강력한 이사회 중심(director primacy) 규칙을 가지고 있는 델라웨어주에 더 많은 회사를 설립하고 있고 주주들도 이들 회사의 주식을 선호하고 있다.<sup>22)23)</sup>

경영진보다 주주의 권한이 상대적으로 약한 델라웨어주에 더 많은 회사들이 설립되고 있다는 사실은 이어나 경영자들은 단순히 회사의 소유자 또는 주인인 주주들의 대리인에 불과하다는 전통적인 주주민주주의 관점에 한계가 있다는 사실을 보여주고 있는 것이다. 주주들이 최적 회사 소유지배구조를 요구할 수 있는 권한을 가진 IPO 단계에서 자신들의 의결권을 제한하면서 상대적으로 경영진의 권한을 강화하는 회사규정에 강력하고 지속적인 선호를 나타내고 있기 때문이다.<sup>24)</sup> 미국에서의

---

22) Lynn A. Stout(2003), p.78.

23) 델라웨어주 회사법의 적용을 받고 있는 기업은 모두 80만 개로 이 중에는 미국 공개회사의 50%, 포천지 선정 500대 기업의 60%가 포함되어 있다.

주 회사법제 간의 경쟁은 “최고를 향한 경쟁”이고 이러한 법제 간의 경쟁시스템을 획일화할 위험이 있는 회사법제의 연방화(federalizing corporate governance), 즉 연방 차원에서의 회사지배구조 규제에 대해서는 많은 비판이 제기되고 있다.<sup>25)</sup>

미국 회사법을 대표하는 델라웨어주 회사법제의 핵심적인 특징은 경영진에 의해 행사되는 집중된 경영권(centralized management)을 제도적으로 보장해 준다는 것이다. 이러한 보장을 전제로 회사 구성원 사이의 계약 자유를 촉진시키며 회사의 조직적 유연성(organizational flexibility)을 담보하기 위한 임의규정(enabling)의 성격을 가지고 있다. 또한 사전적으로 이사의 행동반경을 최대한 넓혀 주며 기업활동의 자유를 누리게 하면서도 사후적으로 회사 구성원들의 행동에 미치는 인센티브 효과를 고려하며 이사의 행동 한계를 설정하고자 하며 주주 보호를 추구하고 있는 델라웨어주 법원의 접근은 많은 학자들에게 가장 이상적인 회사법 체계로 인식되어 왔다.<sup>26)</sup>

델라웨어주 회사법 체계하에서는 주주행동주의자들의 제안이 회사 전체 이익에 반한다고 판단되는 경우 경영진은 이를 거부할 수 있고 또한 거부해야만 한다. 비록 이사들은 주주들이 제안한 정책을 신중하게 고려해 보아야 하지만 회사 전체를 구속하는 의사결정을 할 때 이사들이 고려해야 할 것은 주주들이 제안한 정책만이 아니라 어떻게 하는 것이 회사 전체와 모든 주주의 이익에 부합하는가 하는 것이다. 주주의 제안은 이러한 고려 속에서 중요한 하나의 요소로 간주되는 것이다. 회사법은 이사들이 자신들의 독자적인 경영판단하에서 이러한 주주 제안의 내용을 검토하도록 하고 있다. 신중한 검토 후 주주 제안을 받아들이지 않을 경우 이사들은 회사에 대한 자신들의 신임의무 이행 여부와 관련하여 경영판단의 원칙에 의해 보호를 받는다. 회사 전체에 대한 회사법상의 신임의무는 주주가 아닌 이사 자신이 부담하고 있다.

경영진의 집중된 경영권이 회사의 구성원 중 누구의 이익을 위해 사용되어야 할 것인가와 관련해 다른 주의 회사법보다 주주들의 이익을 우선한다고 알려진 델라웨어주 법원도 오직 또는 주로 주주들의 이익을 위해 경영되어야 한다는 것을 ‘명시적’

---

24) 신석훈(2008a), p.91 참조.

25) Stephen M. Bainbridge(2008) 참조.

26) Curtis J. Milhaupt(2005), p.2212.

으로 요구하고 있지는 않다. 경영진의 의사결정에 관한 구체적 판단기준에 대해서는 침묵한 채 ‘회사 전체의 이익(the best interests of the company)’을 위해 의사결정을 해야 한다고 본다. 그러나 경영진이 주주의 이익을 희생하며 다른 이해관계인들의 이익을 추구하는 것에 대해서는 명시적으로 거부하고 있다.<sup>27)</sup>

다만 여기서의 주주이익은 단기적 주가가 아니라 장기적 관점에서의 이익이다. 델라웨어주 법원은 경영진의 판단이 비록 단기적 주가 상승에 부정적인 영향을 준다고 해도 주주들의 장기적 이익을 증진시킬 수 있다는 신념하에서 행동했다면 경영 판단의 원칙에 의해 보호받을 수 있다는 사실을 분명히 하고 있다.<sup>28)</sup> 결국 경영진이 일부의 특정 주주가 아닌 모든 주주 또는 회사 전체의 이익을 위해 의사결정을 해야 할 법적 의무가 있음을 분명히 하고 있다. 이와 같은 델라웨어주 법원의 태도는 모든 주주들의 이해관계가 동일하지 않다는 사실을 인정하고 있는 것이다. 이러한 상황에서 이사의 의무로 주주의 단기이익 추구가 아닌 장기이익 추구를 지향하는 이유는 이렇게 하는 것이 “주주 전체의 이익”을 보다 잘 반영하고 있다고 믿기 때문이다. 이러한 장기적 투자자들의 의사가 회사의 본질적 가치(intrinsic value)를 더욱 잘 반영한다는 것이다.<sup>29)</sup>

### (3) 델라웨어주 회사법과 연방법

최근 금융위기 이후 연방법이 회사지배구조에 개입하려는 움직임을 보이자 델라웨어주 회사법은 이에 대응하고 있다.<sup>30)</sup> 예를 들어 델라웨어주는 2009년, 명시적으

27) *Simons v. Cogan*, 549 A.2d 300, 303(Del. 1988)

28) *Paramount Comms., Inc. v. Time Inc.*, 571 A.2d 1140(Del. 1989)

29) Nadelle Grossman(2010), p.50.

30) Corporate Law Section of the Delaware State Bar Association은 연방 입법안에 대한 의견서를 제출하였다. 이것은 역사적으로 처음 있는 일이며, 델라웨어주 회사법이 회사지배구조 분쟁에 있어 연방법보다 더욱 효율적이고 적절하게 기능할 수 있다는 내용이다. Comment Letter from Arden Phillips, Chair, Association of Corporate Counsel: Corporate and Securities Committee to U.S. Sec. & Exch. Comm'n 1(Aug. 17, 2009), available at <http://www.sec.gov/comments/s7-10-09/s71009-337.pdf>



로 개별 회사들이 부속정관(bylaws) 개정을 통해 주주들이 추천한 이사 후보에 관한 사안과 이사선임 절차를 위임장 설명서(proxy statements)에 포함시킬 수 있도록 하는 것(위임장 접근)을 허용하였다.<sup>31)</sup> 주주들이 이사 후보자를 추천하는 내용을 위임장에 포함시킬 수 있도록 했다는 점에서는 이미 설명한 오바마 행정부의 개혁법과 유사하지만 이러한 내용을 포함할지 여부와 어느 정도 지분을 소유한 주주들이 이러한 권리를 행사할 수 있는지의 여부는 개별 회사들이 자신들의 상황에 따라 결정하도록 한 점에서 차이가 있다. 즉, 사적차지접근(private ordering approach)에 기초해 위임장 접근의 구체적 내용을 설계할 수 있도록 해주고 있다는 점에서 획일적(one-size-fits-all)으로 접근하는 연방 차원에서의 접근과는 근본적인 차이를 보이고 있는 것이다. 특히 델라웨어주에서는 애초에 주주의 위임장 접근을 금지하는 규정이 없었으므로 이러한 새로운 법 개정이 델라웨어주가 유지해 온 기존 태도에 큰 변화를 보인 것은 아니다. 다만 이러한 법 개정을 한 이유는 동일한 내용의 규정을 획일적이고 강제적으로 규제화하려는 연방법의 태도에 반대하며 그 대안을 제시하고자 한 것으로 이해될 수 있다.<sup>32)33)</sup>

주주민주주의를 기반으로 연방 차원에서 회사지배구조를 규제할 경우 우려되는 부분은 회사법이 정치적 목적을 반영하며 왜곡될 위험이 있다는 것이다. 정치적인 관점에서 볼 때 이것은 포획이론(agency capture)<sup>34)</sup>으로 설명될 수 있다. 즉, 모든 주

31) Delaware General Corporation Law §112

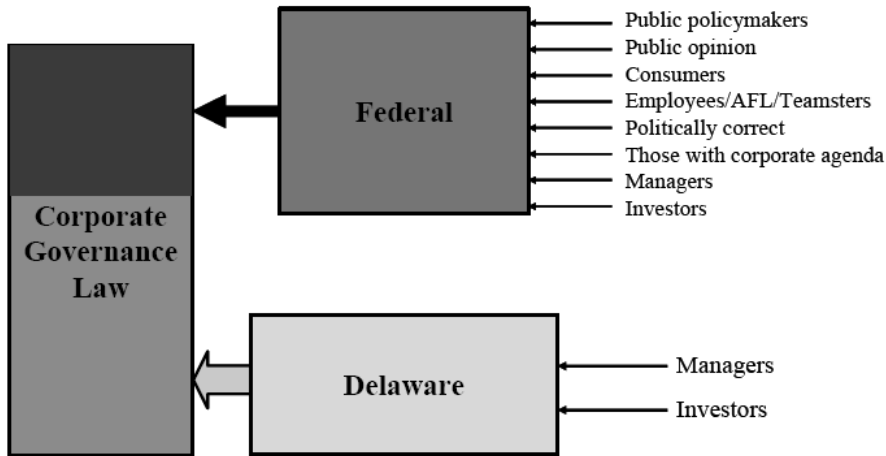
32) Arthur McMahon Iii(2010), p.11 참조.

33) 그러나 연방법을 지지하는 일부 기관투자자들은 델라웨어주의 유연한 접근방법을 못마땅하게 여길 것이다. 왜냐하면 대부분의 회사에서의 다수주주들은 위임장 접근을 전혀 원하지 않거나 혹은 기관투자자들이 쉽게 충족시킬 수 있는 정족수보다 어려운 정족수를 충족해야만 위임장 접근을 할 수 있도록 할 것이기 때문이다. Joseph A. Grundfest(2010), p.383.

34) 서로 공동의 이해관계를 가지고 조직화되기 쉬우며 구성원의 범위를 명확히 확정할 수 있는 이해당사자 그룹은 표면적으로는 일반 후생입법처럼 보이지만 실질적으로는 자신들에게 이득이 되고 다른 이해당사자 그룹(공동의 이해관계를 확정하기 어려워 조직화가 어려운 그룹)에게는 피해를 주는 법을 제정하도록 입법자들에게 압력을 가할 수 있다. 따라서 경제적 목적의 규제는 시장의 실패를 교정하는 수단으로 발효되는 것이 아니라 이해관계가 강한 소규모 집단이 자원배분의 강제력을 가진 정부를 포획하여 자원을 재분배하는 메커니즘에 의해 발효되는 경우가 일반적이다. 즉, 경제적 목적의 규제는 정부 또는 정당에 의해 가장 높은 가격을 지불하는 집

주나 회사 전체의 이익에 부합하도록 회사지배구조를 설계하는 것이 아니라 특정 소수주주 이해관계집단(special interest)의 경제적 지대(economic rent) 추구의 수단으로 사용될 수 있다. 주주민주주의의 가장 강력한 옹호자들인 기관투자자들, 특히 labor unions fund와 public pension fund들은 보편적으로 민주당(Democratic Party)과 연계되어 있다. 따라서 최근 민주당 정권이 의회와 증권거래위원회(SEC)를 통제하고 있는 상황에서 주주민주주의에 기초한 개혁법안이 제기되고 있는 것은 어찌 보면 당연한 현상일 수 있다.<sup>35)</sup> <그림 1>은 회사법의 정치화 위험성을 보여주고 있다.

<그림 1> 회사법의 정치화

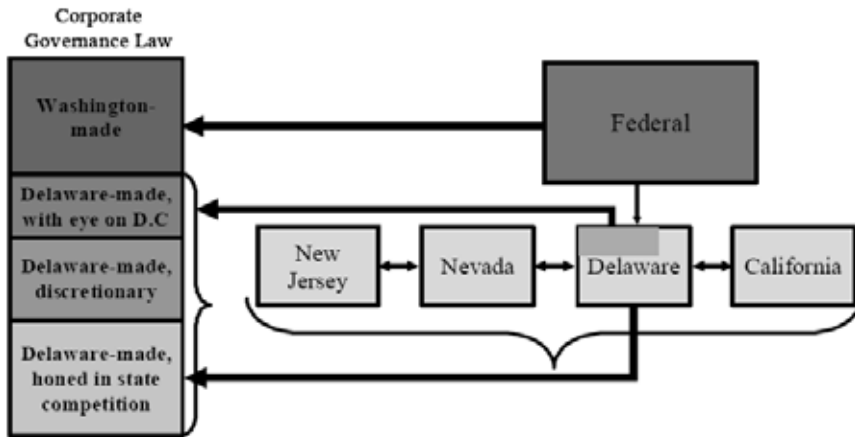


이 그림에서 보는 것처럼 델라웨어주 회사법에 영향을 미치는 이해당사자들은 경영자와 투자자들로서 이들은 회사의 직접적인 이해당사자들이다. 따라서 델라웨어주 회사법은 경영자와 투자자의 이해관계의 조절과 최적 회사지배구조 틀의 제공이라는 회사법의 기능을 두고 다른 주 회사법들과 경쟁하며 진화적으로 발전해 나가

단에 판매되고, 보통 공공의 후생 증진을 위한다는 명목으로 발효된다는 것이 포퓰리즘이다.  
 35) 최근의 정치상황에서의 주주민주주의의 강화에 대한 문제점에 대해서는 Joseph A. Grundfest(2010) 참조.

게 된다. 물론 경영자와 투자자들 간의 이해관계가 연방 차원에서의 회사법적 규제에 영향을 미치기는 한다. 하지만 그림에서 보는 것처럼 연방 차원에서는 회사지배구조의 본래의 이해당사자들인 경영자나 투자자들 외에 다양한 이해관계인들이 효율적 회사지배구조 형성이라는 본래의 회사법 목적이 아닌 다른 목적을 가지고 영향을 미치게 된다. 특히 금융위기를 계기로 회사에 대해 비우호적인 대중영합적인 정서(populist sentiment)가 큰 영향을 미치며 금융위기와 무관한 모든 회사의 지배구조가 개혁의 대상으로 지목되고 있다. 연방 차원에서의 규제에 영향을 미치기 위한 정치권에 대한 다양한 압력은 최적 회사지배구조 형성을 위한 경영자와 투자자들의 의사결정에 영향을 주게 될 것이다.

<그림 2> 미국 회사지배구조 법체계의 삼단구조(triangular structure)



자료: Mark Roe(2009), p.9.

<그림 2>는 주 회사법 간의 경쟁, 연방 차원에서의 획일적인 지배구조(one-size-fits-all governance instruction) 규제와 주 회사법에 의한 회사지배구조의 유연성(flexibility) 확보 등으로 표출되는 총체적 미국 회사지배구조법(Corporate Governance Law)을 나타내고 있다. 맨 위의 굵은 화살표는 미국 정부(Washington)가 직접 제정한 것을 나타내는 것이며 최근의 회사지배구조 개혁법이 여기에 해당한다고 할 수 있다. 중간에

위치한 굵은 화살표는 연방정부 차원에서의 획일적 규제에 대응하며 델라웨어주 회사법의 유연성을 확보하고자 하는 차원에서 이루어지는 조치이다. 이미 설명한 연방법에서의 획일적 위임장 접근 규칙에 대응한 델라웨어주의 유연한 위임장 접근 규칙이 그 예이다. 맨 아래의 굵은 화살표는 델라웨어주 회사법이 다른 주 회사법과 경쟁하고 있다는 사실을 보여주고 있다.

미국 회사지배구조 법체계는 이러한 삼단구조(triangular structure) 속에서 총체적으로 이해되어야 하고, 최근의 개혁법도 이러한 구조 속에서 이해해야만 한다. 그렇지 않을 경우 개혁법을 미국 회사법 자체로 보며 이러한 개혁동향을 국제표준으로 규정하고 쉽게 받아들일 위험이 있다.

#### (4) 소결

금융위기의 원인이 마치 모든 상장회사의 지배구조 실패에 있는 것처럼 규정하며 대응책을 마련하려는 시도는 경계해야 한다. 즉, 위기가 발생했으니 정부가 무엇인가는 해야 한다는 생각에서 기관투자자들과 주주행동주의자들이 지난 10년 동안 자신들이 지지해 온 주주민주주의를 실현하기 위한 기회로 금융위기를 삼고 있다는 비판이 제기되며 논쟁이 계속되고 있다. 이러한 논쟁은 결국 회사지배구조 논쟁의 핵심인 회사조직의 의사결정기관인 이사와 주주 간의 권한분배에 대한 논의로 이어지며, 이것은 이번 개혁 논쟁에서 연방법과 주 회사법 논쟁으로 나타나고 있다. 즉, 전통적으로 이사와 경영자의 경영판단을 중시하고 주주의 경영개입에 소극적인 입장을 취해왔던 델라웨어주 회사법과 금융위기의 원인을 경영자의 무책임과 도덕적 해이로 규정하고 주주권한의 강화를 통해 경영자를 통제하고자 하는 오바마 행정부의 연방 차원에서의 회사지배구조 개혁입법 간의 충돌이라고 할 수 있다. 그리고 이러한 상황에서 다양한 경제이론과 법리들을 통해 학자들 간의 논쟁이 계속되고 있다.

이러한 논쟁은 개혁입법 또는 이것의 이론적 근거인 주주민주주의 자체에 대한 견해 대립이라기보다는 이것들의 실현방법에 대한 견해 대립이라고 할 수 있다. 즉, 연방법 차원에서 모든 회사들에 획일적으로 실현시킬 것인지, 아니면 주 회사법 차

원에서 개별 회사들에게 선택의 폭을 넓혀주며 유연하게 실현시킬 것인지에 대한 견해 대립이다. 예를 들어 소수주주가 이사 후보를 위임장 설명서에 포함할 수 있는지의 여부인데 그 요건을 연방 개혁법에서는 확일적으로 강제하고 있는 반면 델라웨어주 회사법에서는 개별 회사가 정관을 통해 확정하도록 하고 있다.

지금까지의 논의에서 다음과 같은 의문이 들 수 있다. 앞에서 설명한 바와 같이 미국에서는 주회사법 간의 경쟁이 이루어지고 있고 이러한 경쟁을 통해 개별 회사들에게 가장 적합한 회사지배구조 모델을 제공해 주는 델라웨어주에 가장 많은 회사들이 몰리고 있다. 즉 최상의 회사지배구조 모델을 향한 경쟁(race to top)이 이루어지고 있는 것이다. 그렇다면 최근에 있었던 글로벌 금융위기와 같은 현상은 발생하지 말았어야 했다. 이것은 미국에서의 주회사법 간의 경쟁이 최상을 향한 경쟁이 아닌 최악을 향한 경쟁(race to bottom)으로 귀결되고 있다는 것을 반증하는 것인가? 그래서 이러한 경쟁을 제한하고 확일적 규제를 가능케 하기 위해 연방 차원에서의 회사지배구조 규제가 필요한가? 이것은 3장에서 살펴볼 글로벌 금융위기의 원인이 무엇인가에 달려 있다. 결론부터 언급해 보면 금융위기의 원인은 정부의 잘못된 정책에서 비롯되었다. 그리고 일부 금융기관 경영진의 단기이익 추구하고 이러한 것을 요구해 온 일부 주주들의 단기성향이 위기를 확산시켰다. 그런데 더 나아가 위기의 원인으로 경영자를 제대로 통제하지 못한 모든 회사의 지배구조시스템 전반이 지적되며 경영자 통제를 위한 주주권한 강화 개혁조치들이 제시되고 있다. 비록 이번 금융위기가 회사지배구조 전반의 시스템적인 실패에서 기인한 것은 아니지만 일부 금융회사들의 단기이익 추구성향을 통제하지 못한 것은 분명하다. 따라서 회사지배구조 법제의 경쟁을 통해 주주들이 가장 선호하기 때문에 미국에서 가장 많은 회사들이 설립된다는 델라웨어주 회사법이 이번 글로벌 금융위기와 전혀 무관하다고 말할 수는 없을 것이다. 그렇다면 자유주의적 회사관에 기초한 델라웨어주 회사법을 통제할 필요성이 제기되고 이를 통제하기 위한 최근 오바마 행정부의 연방 차원에서의 회사지배구조 개혁은 적절한 조치인가? 그러나 오바마 행정부의 회사지배구조 개혁조치는 단기실적주의를 억제하기보다는 주주들에게 더 많은 권한을 줌으로써 오히려 이를 악화시킬 우려가 있다. 그리고 이미 설명한 바와 같이 많은 주주들은 경영진의

권한이 강하고 자신들의 권한이 상대적으로 제한되어 있어 경영자가 단기주가가 아닌 회사의 장기이익을 추구할 수 있는 제도적 기반이 마련된 델라웨어주 회사법을 선호한다. 그러나 이러한 주주들 중 일부는 사후적으로 자신들의 권한 강화를 주장하며 경영자들에게 단기주가 상승압력을 요구하며 기회주의적으로 행동하는 경향이 있다. 즉 사전적 선택과 다른 행동을 사후적으로 하는 것이다.<sup>36)</sup>

이와 같은 관점에서 보면 델라웨어주 회사법으로 수렴해 가는 미국에서의 회사법 간 경쟁이 *race to top*이 아닌 *race to bottom*으로 향하고 있으므로 연방 차원에서의 획일적인 규제가 필요하다는 논리는 과장된 것이다. 그리고 연방 차원에서의 규제가 필요하다고 해도 현재의 오바마 행정부의 개혁조치처럼 주주들이 경영개입을 쉽게 하고자 하는 것은 올바른 방법이 아니다. 현재의 회사지배구조 제도개선을 위한 조치가 필요하다면 그것은 경영자들의 단기실적주의와 일부 주주들의 경영자에 대한 단기주가 상승압력을 어떻게 통제할 것인가에 관한 것이어야 한다.

결국 델라웨어주 회사법이 전혀 문제가 없는 것은 아니지만 이러한 회사지배구조 법제의 실패가 금융위기의 원인이라고 지나치게 확대하며 연방 차원에서의 주주권한 강화를 위한 개혁조치를 시도하는 것은 설득력을 갖기 어렵다. 이번 미국의 회사지배구조 개혁이 금융위기의 원인에 대한 철저한 분석 없이 포퓰리즘에 기초한 것이라고 비판받는 이유도 여기에 있다.<sup>37)</sup>

---

36) 구체적인 설명은 4장 3절 참조.

37) 최근 주주민주주의에 기초한 미국 회사지배구조 개혁을 경영자에 대한 반감에 기초한 포퓰리즘적 대응이라고 보는 대표적인 견해로는 Christopher M. Bruner(2010) 참조.

## 제 3 장

# 글로벌 금융위기와 주주민주주의

제2장에서 살펴본 미국 회사지배구조 법체계에 대한 이해를 전제로 본 장에서는 글로벌 금융위기의 원인을 회사지배구조라는 관점에서 살펴보며 위기의 대응방안으로 마련된 회사지배구조 개혁조치들의 이론적 근거인 주주민주주의에 대해 살펴보기로 한다. 그리고 금융위기의 원인과 이에 대한 대응인 주주민주주의 강화가 옳은 회사지배구조 개혁방향인지를 살펴보기로 한다.

### 1. 글로벌 금융위기의 원인

#### (1) 개관

최근 글로벌 금융위기의 발단은 미국 주택담보대출의 채무불이행 급증에서 야기되었다. 그렇다면 이러한 채무불이행이 급증하게 된 근본적인 원인은 어디에 있는가? 이것은 연방정부가 대출자의 수입에 비례해야만 하는 납부금 액수에 특별한 제한을 두지 않고 신용점수나 경력 등에 대한 세밀한 조사 없이 소수자와 빈곤층들의 주택 보유를 늘리기 위해 지난 10여 년 동안 대출기준을 완화해 온 데 있다. 이러한 완화된 주택담보대출은 당연히 주택 보유비율을 상승시켰고 당시 주택담보대출 분야에서의 성공적인 ‘혁신’이라는 칭찬까지 받았다. 최근 많은 사람들이 글로벌 금융위기의 원인으로 대출을 해준 금융기관 경영자의 탐욕과 기망을 지적하지만 위기의

근본적인 원인은 모든 미국 국민들에게 주택을 소유하도록 하기 위한 평등주의적 주택정책이다. 이러한 정책은 주택 보유비율을 높이는 데 기여했을 뿐 아니라 주택 가격 또한 상승시키며 주택가격 버블을 야기하였다.<sup>38)</sup> 버블이 결국 터져 금융위기 발생한 것이다.

구체적으로 살펴보면 주택을 소유할 경제적 능력이 부족한 사람들이 주택을 소유할 수 있도록 하기 위해 은행이 주택자금을 대출해 주면서 동시에 주택에 대해 저당권(Sub-prime Mortgage)을 설정하였다. 이때 은행은 대출채권을 그대로 가지고 있기도 하는 이를 타인(투자은행)에게 양도하여 자금을 확보(채권 유통화)하고 이 자금을 다시 다른 사람들에게 대출하고자 하였다. 또한 담보채권을 양수한 투자은행들은 이 채권을 기초로 다시 증권을 발행해 유통화(securitization)시켜 일반 투자자들에게 판매하였다. 다만 이러한 증권은 애초에 갚을 능력이 부족했던 사람들에 대한 채권에 기반을 둔 고위험 증권이어서 투자자들은 이러한 증권을 구입하려 하지 않았다. 그래서 이러한 고위험의 금융상품에 대해 정부후원 보증전문회사인 패니 메이(fannie Mae)와 프레디맥(Freddie Mac)이 보증을 해주었고 신용평가사들은 이러한 증권에 최고의 신용등급인 AAA를 부여해 주었다. 투자은행들은 여기서 그치지 않고 이러한 금융상품을 기초로 다양한 형태의 파생상품을 만들었다. 그러나 당초의 채무자들이 주택대출금을 연체하고 주택가격이 하락하기 시작하자 버블 속에서 저위험 금융상품으로 변장해 있던 고위험 상품이 버블이 터짐과 동시에 실체를 드러내며 금융위기를 야기하게 된 것이다.

## (2) 금융위기와 주주권한 강화

글로벌 금융위기의 원인은 두 단계로 구분해 볼 수 있다. 우선 모든 사람들이 주택을 소유할 수 있도록 하기 위한 평등주의를 실현하기 위해 대출기준을 완화하며 갚을 능력이 없는 사람에게까지도 주택담보대출을 해준 정부정책이 궁극적인 원인

---

38) 글로벌 금융위기의 근본적 원인이 정부정책의 실패에서 기인했다는 사실에 대한 내용은 Stan J. Liebowitz(2008) 참조.



이다. 그리고 금융기관의 경영자들이 이러한 고위험의 주택담보대출을 다양한 형태로 증권화한 것이 또 하나의 원인이다. 바로 두 번째의 원인 때문에 지금 금융회사의 경영자들은 자신들의 사적이익을 추구하는 사악한 탐욕의 표상으로 지목되며 이들의 지나친 권한행사와 도덕적 해이를 막기 위해 주주권한을 강화하기 위한 다양한 회사지배구조 개혁법안들을 제시하고 있다. 그러나 과연 금융위기는 금융회사의 경영자들이 회사의 주인인 주주들의 신뢰를 저버렸기 때문에 발생한 것인가? 그래서 주주권한 강화를 통해 주주민주주의를 구현하여 경영자들을 통제하는 것이 현재의 위기를 극복하고 앞으로 발생할 금융위기를 미리 방지하는 방법인가? 그러나 금융위기가 발생하기 전까지 금융회사 경영자들은 주주들의 신뢰를 저버린 것이 아니라 주주들의 요구에 오히려 충실했다.

<그림 3> S&P500/S&P500 Banks(2000~2009년)



자료: William W. Bratton, Michael L. Wachter(2010), p.718.

<그림 3>은 2000년 1월부터 2009년 3월까지 S&P500지수에 포함되는 은행주식들의 성과를 전체 S&P500 기업의 주식성과와 비교한 것이다. 여기서 보면 2007년

가을 이전까지 은행들은 전체 시장보다 좋은 성과를 내고 있었다는 것을 알 수 있다. 그리고 1년 후 은행주식은 전체 시장보다 가파르게 하락하고 있다.

그렇다면 이러한 금융주식들이 폭락한 것은 금융회사 경영자들에게 너무 많은 권한을 주었기 때문인가? 금융위기 극복의 수단으로 주주권한 강화를 주장하는 사람들이 원하는 대로 금융위기 발생 전에 주주권한을 강화했다면 은행들의 위험 경영 관행을 완화시킬 수 있었을 것인가? 그렇지 않다. 경제학자들은 2002년에 부동산가격에 대한 경고를 시작했었고 일부 금융회사의 경영자들은 2005년 서브프라임 시장에서 위험을 감지하였음에도 불구하고 특별한 조치를 취하지 않았다.<sup>39)</sup> 그렇다면 강화된 주주권한이 이러한 정보를 알고 있던 경영자들에게 당시 그렇게 인기 있는 고 레버리지 전략(high-leverage strategy)을 포기하도록 했을 것인가? 주주들이 자신들의 단기이익 극대화에 기여하는 이러한 전략을 경영자에게 포기하도록 요구했을 것 같지는 않다. 당시 투자자들은 주택시장 버블에 사로잡혀 자신들이 투자하고자 하는 회사의 경영전략과 관련된 장기적 위험요소를 무시하며 투자로 인해 발생하는 단기적 이익에 주로 관심을 가졌다.<sup>40)</sup> 이러한 관점에서 보면 주주권한 강화는 오히려 금융위기 원인의 한 부분이지 위기의 해결책을 위한 수단이 아니다.<sup>41)</sup>

결국 금융위기는 주주의 권한이 약한 회사지배구조에서 야기된 것이 아니다. 오히려 소수주주의 권한이 너무 강한 것이 하나의 원인으로 지적되고 있다. 주주들은 회사가 감당하지도 못할 높은 차입에 기초한 고수익을 원했고 경영자들은 이에 충실했다.<sup>42)</sup> 예를 들어 경영자들은 대규모 자기주식 환매를 위해 사내유보(remained earning)를 사용함으로써 주주들의 단기주가 상승압력 요구에 부응했다. 2007년 9월까지 3년 동안 S&P500 기업들은 제품생산을 위한 투자보다 자기주식 환매를 위해 더 많은 돈을 사용했다. 사내유보금이 다 떨어진 후 남는 것은 부채뿐이었다. 금융시장이 붕괴되었을 때 이러한 회사들은 더는 차입을 할 수 없었고 따라서 생산도 할

39) William W. Bratton, Michael L. Wachter(2010), p.208.

40) Nadelle Grossman(2010), p.19 참조.

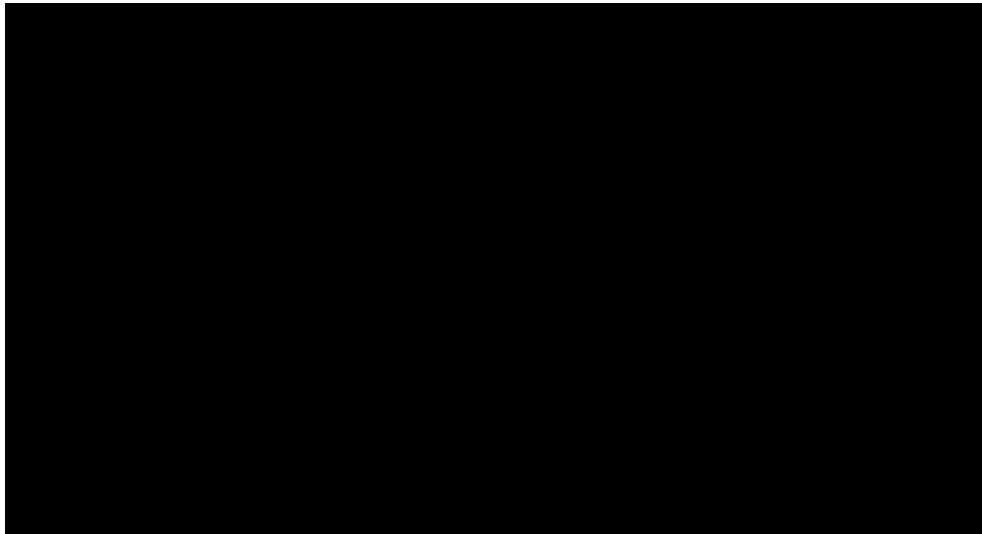
41) William W. Bratton, Michael L. Wachter(2010), p.206 이하 참조

42) Martin Lipton, Jay W. Lorsch and Theodore N. Mirvis(2009)

수 없었다. 이사회 경영자들은 비난받아야 하는가? 물론 그들에게도 책임이 있다. 그러나 그들에게 그와 같이 행동하도록 압력을 가한 주주들 역시 책임이 있다.

또한 2008년 S&P500 기업들 중 가장 성과가 좋지 않았던 15개 기업들 중 80%가 이사 교체를 어렵게 하여 경영권을 유지시켜 줄 수 있는 시차임기제(staggered boards)를 가지고 있지 않았었고, 80%가 포이즌필(poison pill)을 시행하지 않았다. 그리고 73%가 다수투표제(majority voting)를 시행하고 있었다.<sup>43)</sup> 이러한 실증연구가 의미하는 바는 지금까지 주주행동주의자들이 경영진이 주주의 이익을 훼손하며 자신들의 경영권을 보존하는 수단이라고 주장해 온 시차임기제와 포이즌필을 가지고 있지 않은 기업들이 금융위기 당시 오히려 더 좋지 않은 기업성과를 내고 있었다는 것을 간접적으로 보여주고 있다. 오히려 이러한 기업들 중 상당수는 평소 주주행동주의자들이 이사회 통제수단으로 선호하고 있는 다수투표제를 가지고 있었다.

<그림 4> S&P500 기업성과와 경영권방어제도



자료: Wachtell, Lipton, Rosen & Katz(2010)

결국 주주민주주의와 주주권한 강화를 위한 회사지배구조 개혁은 글로벌 금융위

43) Wachtell, Lipton, Rosen & Katz(2010)

기의 해결책이라기보다는 오히려 발생원인의 한 부분을 차지하고 있다. 회사지배구조가 최근의 금융위기의 원인이라고 보는 데는 과장된 측면이 많음에도 불구하고 금융위기 극복수단으로 다시 주주민주주의를 강화하고자 하는 것은 사태를 더욱 악화시킬 위험이 있다.<sup>44)</sup>

## 2. 주주민주주의와 단기실적주의(Short-Termism)

### (1) 문제제기

앞에서 살펴본 바와 같이 이번 금융위기의 중요한 원인 중 하나는 금융기관의 임원이 자신들이 투자한 모기지 관련 증권에 내재되어 있던 장기적 위험요소를 신중히 고려하지 않고 단기적 주가상승으로부터 오는 금융적 보상에만 주로 관심을 가졌고 대부분의 주주들 역시 이러한 단기적 주가상승을 원했다는 것이다. 경영진이 회사의 사업 관련 의사결정을 할 때는 적어도 5년 이상을 내다보며 회사의 장기적 성장에 미치는 효과를 고려해야 함에도 불구하고 6개월이나 1년의 단기간 내에 이익을 낼 수 있는가에 초점을 맞추며 사업결정을 하는 단기주의(short-termism)가 금융위기의 중요한 원인으로 지목되고 있다. 경영진에 대한 이러한 단기주의 추구의 압력은 주식거래를 통해 손쉽게 이익을 얻고자 하는 주주행동주의자들에 의해 가해지고 있다. 단기주의는 장기적 관점에서 투자를 하고 있는 투자자들과 주주 이외의 회사의 다른 이해관계인들, 그리고 경제 전체의 지속적인 발전에 악영향을 미칠 수 있다.<sup>45)</sup>

단기주의 관점은 오늘날 대부분의 공개회사들에서 일상화되어 있는 현상으로 회사의 본질적 가치(intrinsic value)와는 동떨어진 관점에서 회사 가치를 평가한다는 것이 문제이다. 금융위기의 극복방안으로 주주의 권한을 강화하자는 입장에서는 자본 시장에서 활동하는 주주들이 회사의 내재적 가치를 제대로 파악할 수 있다고 보나

44) Stephen M. Bainbridge(2009), p.19; Lawrence Mitchell(2009), p.9.

45) 글로벌 금융위기의 원인이 주주행동주의자들의 단기주의적 행동에서 비롯되었고 이러한 단기주의는 경제 전체에 많은 폐해를 낳을 수 있다는 논리적 주장에 대해서는 Nadelle Grossman(2010) 참조.

현실적인 주식시장이 회사의 본질적 가치를 제대로 파악하는 데는 한계가 있을 수밖에 없고 회사에 대한 평가 역시 단기적 관점에서 이루어질 수밖에 없다. 그래서 장기적 관점에서 회사의 내재적 가치를 파악해야만 하는 경영진과 단기적 관점에서 회사의 이익을 추구하고자 하는 주식시장 간의 갈등이 발생할 수밖에 없고 이러한 갈등이 회사 전체의 이익 증진이라는 방향으로 해소될 수 있도록 하는 것이 바로 회사 지배구조법의 역할이고 나아가 방향인 것이다. 이 문제에 대해서는 다음 장에서 살펴보고 이하에서는 주식시장이 회사의 내재적 가치를 파악하는 데 한계를 가질 수밖에 없는 이유를 주주민주주의의 이론적 근거의 한계라는 관점에서 살펴보며 이러한 한계로 인해 기업가정신과 회사법상 경영판단의 원칙(business judgement rule)이 필요하다는 사실을 살펴보고자 한다.

## (2) 주주민주주의의 이론적 근거 및 한계

### 1) 주주민주주의의 이론적 근거

금융위기 극복의 수단으로 주주민주주의 강화가 제시되고 있는 이유는 다음의 두 가지 이유 때문이다. 첫째, 주주들이 1주1의결권 원칙하에서 강력한 권한을 갖고 이사와 경영자의 회사경영을 감시하며 개입할 경우 이들이 회사의 이익이 아닌 자신들의 사적이익을 추구하고자 하는 대리인 문제를 극복할 수 있다. 둘째, 주식시장은 회사의 가치를 정확히 평가하여 주가에 반영하므로 주가가격에 기초해 행동하는 주주들의 권한을 강화하면 회사 가치는 증가한다. 각각에 대해 살펴보기로 한다.

#### ① 주주민주주의와 대리비용 감소

주주를 회사의 유일한 잔여청구권자(residual claimants)로 볼 경우 주주를 회사의 소유자와 유사한 지위에 있다고 볼 수 있다. 즉, 주주 이외의 이해관계인들은 사전적으로 회사와의 계약을 통해 고정된(fixed) 권리를 설정할 수 있으나, 주주들은 그렇게 할 수 없다. 주주들은 다른 고정된 권리를 가진 계약당사자들의 권리를 충족시킨 후 나머지 잔여분에 대해서 권리를 주장할 수 있는 잔여청구권자로서 한계적 상황에서

회사의 의사결정 결과에 대해 가장 큰 위험을 가지고 있다는 것이다. 따라서 궁극적인 회사통제권, 즉 의결권을 이들에게 부여해야만 자신들의 잔여이익을 극대화하기 위해 노력할 것이고 이것은 결국 회사 전체 이익의 증진을 가져온다는 것이다. 그러므로 주주는 회사의 주인(principal)이고 경영자나 이사는 이들의 이익을 위해 의무를 부담하는 대리인(agent)으로 간주되는 주인과 대리인(principal-agent)의 관계가 설정된다. 이러한 관계에서 가장 중요한 것은 경영진이 주주의 눈을 피해 사적 이익을 추구하지 못하도록 감시하는 것이다. 전통적인 주주민주주의에서는 1주1의결권 원칙 또는 소유와 지배의 비례 원칙을 이러한 감시를 위한 최적의 인센티브 메커니즘으로 보고 있다.

주주들은 회사의 잔여이익에 대해 자신의 소유주식 수만큼 권리를 행사할 수 있으므로 회사의 통제수단인 의결권을 주주들이 소유한 주식의 수만큼만 부여해야 모든 주주들이 회사의 잔여이익을 극대화하기 위해 경영진을 철저히 감시하려는 최적의 인센티브가 생긴다고 본다. 그리고 1주1의결권을 가진 주주들이 자본시장에서 주식을 자유롭게 거래할 수 있도록 하여 회사지배권 시장(적대적 M&A)을 활성화하면 경영진에 대한 감시기능이 더욱 강화될 것이라고 본다.

이와 같은 관점에서는 특정 주주가 회사의 잔여청구권에 비례하지 않는 의결권을 가질 경우 회사의 이익 극대화(잔여청구권 극대화)를 위한 주주의 최적 의사결정이 왜곡된다고 본다. 왜냐하면 이러한 의사결정으로부터 발생하는 득과 실이 의사결정에 따른 영향력에 상응하는 수준에서 결정되지 않기 때문이다. 따라서 1주1의결권 원칙에서 벗어날 경우 불필요한 대리비용이 발생하게 될 것이고 소유권과 의결권의 괴리가 크면 클수록 이러한 대리비용은 점점 증가하게 된다고 본다. 따라서 1주1의결권 원칙은 회사지배구조에서 발생하는 경영진과 주주 사이의 대리비용을 최적으로 줄여줄 수 있는 가장 바람직한 원칙이다.

1주1의결권 원칙과 주주민주주의를 기초로 모든 주주들에게 ‘잔여청구권(economic ownership)’의 크기만큼 ‘의결권(voting right)’을 주면 주주들이 자신의 잔여청구권을 극대화하기 위해 경영진을 철저히 감시하려는 최적 인센티브가 생길 것이라는 논리 속에는 모든 주주들이 회사의 잔여이익 극대화라는 목표에 대해 동일한 이해관계와

동일한 선호를 가지고 있다는 사실이 전제되어 있다. 왜냐하면 만일 주주들의 선호가 다양할 경우 경영진을 감시할 인센티브가 다양할 수밖에 없고 회사와 관련된 중요한 경영선택을 위한 주주들의 총체적 선호를 도출해내는 것도 어렵기 때문이다. 결국 모든 주주들은 회사의 이익(잔여청구권) 향상에 대해 동일한 선호(homogenous preference)를 가지고 있다는 사실이 전제되어야만 1주1의결권에 기초한 기존의 주주민주주의 논리는 정당성을 확보할 수 있게 된다.<sup>46)</sup>

## ② 주주민주주의와 회사의 가치평가

회사 가치가 어떻게 평가될 수 있을 것인가를 알기 위해서는 먼저 투자의 기본원칙을 알아야 한다. 예를 들어 어떤 회사가 현재 100만 원으로 공장부지를 구입하려고 한다고 해보자. 여기에 사무실을 지으면 1년 후 500만 원을 받고 팔 수 있을 것으로 보자. 즉, 공장부지 100만 원과 사무실 건축비용 300만 원, 총 400만 원을 투자하여 1년 후 500만 원의 소득흐름을 예상하고 있다. 400만 원을 투자해 500만 원을 벌 수 있으니 당연히 남는 장사이므로 투자를 해야 한다고 생각할 수 있다. 그러나 성급한 판단이다. 오늘의 1원은 내일의 1원보다 더 가치가 있으므로 미래의 돈 500만 원의 가치를 현재의 돈 가치로 할인한 후 투입비용 400만 원과 비교해 보아야 한다. 현재 이자율이 5%라고 할 때 미래의 500만 원의 현재가치는  $500/(1+0.05)=476$ 만 원이다. 현재 476만 원을 은행에 예금하면 1년 후  $476 \times (1+0.05)=500$ 만 원을 받을 수 있다는 미래가치 계산을 거꾸로 계산하면 현재가치를 계산할 수 있다. 그러나 투자에는 항상 불확실성과 위험(risk)이 따르므로 할인을 계산 시 이를 고려해야 한다. 사람들은 대부분 위험한 1원보다 안전한 1원에 더 큰 가치를 둔다. 따라서 공장부지에 투자하여 벌어들이 것으로 예상되는 500만 원을 현재가치화하는 단계에서 확실한 500만 원보다 더 높은 할인을, 즉 앞의 예에서 '5%+리스크 프리미엄'을 적용해야 한다.

결국 투자의 기본원칙은 투자대상이 장래에 벌어들이 소득을 예측하고 이를 현재 가치로 전환하는 두 단계를 거치게 된다. 이렇게 계산된 현재가치가 투입비용보다

---

46) 신석훈(2009) 참조.

크다면 투자를 하게 되는 것이다.

이러한 투자의 기본원칙은 회사 전체의 가치평가에도 그대로 적용된다. 회사란 유·무형의 자산으로 이루어져 있으므로 회사의 가치는 이러한 자산들이 미래에 발생시킬 소득흐름을 할인하여 현재가치화한 것이다.

회사 자산의 미래 소득흐름은 예상매출액·상품가격·비용 데이터 등에 의해 결정된다. 완전정보를 가정할 경우 이러한 모든 정보는 시장 또는 주가에 신속히 반영될 것이다.

이러한 미래의 소득흐름을 현재가치화하기 위한 할인율은 회사의 개별자산이 미래의 소득흐름을 창출하는 과정에서 어느 정도의 리스크를 발생시킬 것인가를 고려하여 계산하는 것이 원칙이다. 그러나 이것은 쉽지 않다. 따라서 회사 대차대조표 대변항목의 자금은 모두 차변항목의 자산을 구입하는 데 사용되고 대차균형의 원칙에 의해 양변이 동일하다는 점에 착안할 필요가 있다. 즉, 회사에 자본을 제공한 채권자나 주주들이 자금을 제공할 때 해당 회사 자산의 리스크를 충분히 고려하여 요구수익률을 제시하고 있다고 보고 이를 할인율로 사용할 수 있다. 이러한 요구수익률은 현대 금융이론의 핵심인 CAPM(Capital Asset Pricing Model)에 기초하여 계산되고 있다.<sup>47)</sup> 여기서는 거래비용이 소요되지 않는 ‘완전자본시장’에서 ‘합리적 투자들이 ‘모두 동일한(homogenous) 선호와 기대’하에서 자산의 위험을 예측하며 의사결정을 한다고 가정한다. 따라서 자본시장은 모든 위험자산에 대한 수요와 공급이 일치하는 균형 상태에 있게 된다. 이러한 상태에서 이루어지는 회사의 가치평가 역시 하나의 최적 평가만이 존재하게 되고 그것이 주식시장에서 결정되는 주가이다. 이처럼 경영자의 경영판단의 기준은 주가이고 이들의 의무는 주가를 상승시키는 것이며 이에

---

47) 개별주식의 기대수익률( $r$ )=무위험자산수익률+시장위험프리미엄(시장포트폴리오의 기대수익률 - 무위험 자산수익률)×개별증권의 체계적 위험지수(베타). 여기서의 쟁점은 공식에서 시장위험 프리미엄(risk premium)이 결정되느냐는 것이다. 이러한 프리미엄을 얻기 위해 가장 일반적인 접근은 CAPM을 사용하는 것이다. CAPM에서는 무위험자산수익률(risk free rate)에 첨가될 리스트 프리미엄은 기업의 'beta'로부터 얻을 수 있고 베타는 해당 자산의 체계적 위험(systematic risk), 즉 시장에서 분산시킬 수 없는 위험을 나타낸다. Richard E. Kihlstrom Michael L. Wachter(2003), p.543 참조.



실패할 경우 자신들의 의무를 위반한 것이다. 경영자는 독자적인 재량에 기초해 판단하는 것을 자제하며 주주들의 요구에 따라야 하는 대리인에 불과한 것이다.<sup>48)</sup>

그러나 주주와 회사 자산을 이질(heterogenous)적 관점에서 살펴보면 주주동일성과 회사 자산의 동일성을 전제로 타당성이 담보될 수 있는 주주민주주의의 강화논리는 한계를 보일 수밖에 없다.

## 2) 주주민주주의의 이론적 한계

### ① 이질적 기대와 선호

1주1의결권과 주주민주주의에 대한 논리적 설명이 타당하려면 두 가지 조건이 전제되어야만 한다. 첫째, 모든 주주들이 회사의 잔여이익 극대화라는 목표에 대해 동일한 이해관계와 동일한 선호 및 장래 주식수익에 대해 동일한 기대를 가지고 있어야 한다. 둘째, 경영진은 틈만 나면 주주들의 눈을 피해 이들에게 손해를 주더라도 자신들에게 이익이 되는 행위를 할 것이므로 주주들의 강력한 감시가 필요하다는 것이다.

우선 주주들은 회사의 단기이익과 장기이익, 배당과 지배권 등에 대해 다양한 선호를 가지고 있으므로 첫 번째 조건은 타당하지 않다. 회사지배권에는 별 관심이 없고 오히려 싼 가격에 주식을 구입해 더 많은 배당을 받기를 선호하는 주주와 그 반대의 경우를 선호하는 주주 사이의 이해관계를 반영하기 위한 것이 바로 차등의결권 주식이다. 또한 새로운 금융 수단의 발전으로 일반적인 주식 증권에 파생상품을 내장해 주주들의 다양한 선호에 더욱 잘 부응할 수 있게 됐다.<sup>49)</sup> 또한 주주민주주의 강화의 이론적 기초인 효율적 자본시장가설은 모든 자본시장 참여자들이 합리적 기대(rational expectations)를 가지고 있다고 가정한다. 이것은 모든 시장참여자들이 장래 주식 수익에 대해 동일한 기대를 가지고 있다는 것을 의미한다. 만일 동일한 기대(homogeneous expectations)를 가지고 있다면 왜 거래가 발생하는가? 주식거래가 발생

48) William W. Bratton, Michael L. Wachter(2010), p.691 이하 참조.

49) 금융환경의 변화로 인한 주주의 다양성에 대해서는 신석훈(2009b), p.41 이하 참조.

한다는 것은 주주들이 이질적 기대(heterogeneous expectations)에 기초하며 행동한다는 것을 의미하는 것이다.<sup>50)</sup>

Heterogeneous expectations models에서 보면 투자자들 중에는 낙관적 투자자들과 비관적 투자자들이 존재한다. 낙관적 투자자들이 비관적 투자자들로부터 주식을 구입할 때 거래가 발생하게 된다. 이때 주식가격이 두 개의 요소로 구성되어 있다고 본다.<sup>51)</sup> 하나는 회사의 근본적 가치이고 다른 하나는 현재 주식 소유자가 자신의 주식을 더욱 낙관적인 투자자에게 팔 수 있다는 투기적 요소이다. 결국 주식가격은 회사의 본질적 가치와 달라질 수 있다.

주식가격에서 투기적 요소를 유지하고 현재 주주들에게 좀 더 낙관적인 투자자들에게 되팔 수 있는 가능성을 제공해 주기 위해 경영자들은 단기적 관점에서 회사를 경영하게 되고 이것이 회사의 본질적 가치 향상과는 무관하게 현재 주주들에게는 이익이 된다. 주주들의 지지를 얻고자 하는 경영자들은 회사의 본질적 가치를 훼손하면서도 시장에서의 투기적 요소를 증대시키는 경영정책을 수행할 인센티브를 가지게 된다.

경영진은 주주들의 철저한 감시가 없으면 항상 자신들의 사적이익을 위해 주주들에게 손해를 입히는 행위도 서슴지 않을 것이라는 두 번째 조건 역시 경제학에 심리학이 접목되며 최근 발전하고 있는 행동경제학에 의해 흔들리고 있다. 여기서는 인간 행동 원리에 대한 다양한 실증연구를 바탕으로 인간들이 항상 타인에게 손해를 입히면서 자신만의 사적 이익을 추구하는 것은 아니라는 사실을 이론적으로 보여주고 있다.<sup>52)</sup>

## ② 자산의 특수성과 정보의 불균형

회사 자산에 대한 정보의 불균형으로 인해 회사 자산이 창출할 미래의 현금흐름과 이것을 현재가치로 평가할 할인율을 시장이 정확하게 확인하는 것은 어렵다. 따라서 회사의 본질적 가치를 극대화하고자 하는 것과 주식가격을 극대화하는 것은

50) Frank Shostak(1997), p.29.

51) William W. Bratton, Michael L. Wachter(2010), pp.164-165.

52) 신석훈(2009a), p.40 이하 참조.

정보 불균형이 존재하는 상황에서는 항상 일치하는 것은 아니다. 만일 회사의 자산이 보편적인 특성을 가지고 동일하며 회사들 간 대체성이 크다면 이러한 자산이 창출할 소득흐름과 이에 대한 할인율을 많은 사람들이 비슷한 수준에서 예측할 수 있으므로 회사의 근본적 가치와 주식의 가치는 비슷할 것이다. 그러나 개별 기업들은 기업특수 자산(company-specific asset)을 가지는 경우가 대부분인데, 이러한 자산들이 가져올 소득흐름과 할인율은 보편성을 갖기 힘들고 개별 회사의 경영자들이 외부의 투자자들보다 더욱 잘 알고 있을 것이다. 물론 이러한 특수정보를 시장에 완전히 공시하면 문제가 해결될 수도 있겠지만 이렇게 하는 것은 현실적으로 어렵다.<sup>53)</sup>

### (3) 주주민주주의와 경영권

#### 1) 주주민주주의와 경영권방어

최근 글로벌 금융위기 이후 미국에서의 회사지배구조 개혁 논쟁은 위에서 살펴본 바와 같이 연방법을 통해 주주민주주의를 강화하고자 하는 개혁론자들과 경영자의 경영판단 권한을 중요시하는 주 회사법론자들 사이의 논리적 충돌로 모아진다. 즉, 이사의 경영권에 주주들이 얼마나 쉽게, 그리고 어느 정도의 목소리를 내며 개입할 수 있을 것인가이다. 이러한 논쟁의 쟁점이 가장 잘 드러나는 분야가 바로 적대적 기업인수에 대한 경영진의 경영권방어 상황이다. 특히 가장 중요한 경영권방어 수단이 포이즌필이므로 포이즌필 관련 논쟁에서 그 입장 차이가 잘 드러난다. 자본시장에서는 회사 가치를 정확히 평가할 수 있고 이러한 평가에 기초한 적대적 기업인수는 대상회사를 가장 효율적으로 이용할 수 있는 사람에게 이전시켜 줄 수 있는 메커니즘을 제공해 준다는 것이다. 따라서 인수 대상회사의 경영진이 이러한 자본시장의 메커니즘을 경영권방어 수단을 통해 인위적으로 막아서는 안 된다는 논리이다. 결국 경영권방어제도인 포이즌필 논쟁의 핵심에는 ‘자본시장(주주)’과 ‘인수 대상회사의 경영진’ 중 누가 대상회사의 진정한 내재적 가치를 더 잘 파악할 수 있을 것인가에 달

53) Michael L. Wachter(2003), p.797.

려 있다. 주주민주주의를 강조하는 주주행동주의자들은 전자를 옹호할 것이고 경영진의 경영권을 중요시하는 델라웨어 회사법과 법원은 후자를 옹호할 것이다.

완전자본시장을 전제로 할 경우 자본시장은 회사의 내재적 가치를 정확히 평가할 수 있다. 따라서 현재의 주식가치에 프리미엄을 붙여 매수를 제안하는 적대적 기업인수자의 행위는 대상회사의 가치를 향상시킬 수 있다. 현재 주식가격이 낮다는 것은 경영자가 회사를 잘못 운용하고 있다는 사실을 정확히 반증하고 있는 것이므로 적대적 기업인수 시도자가 기업을 인수한 후 회사의 자산을 보다 효율적으로 사용할 경우 회사의 가치를 향상시킬 수 있기 때문이다. 그러나 만일 대상회사 자산이 장차 창출할 미래 소득흐름과 할인율을 자본시장이 정확히 예측할 수 없다면 주식가치는 회사의 내재적 가치보다 낮을 수 있다. 이때의 적대적 기업인수는 진정한 회사의 내재적 가치 증진과 무관하게 일시적 차익거래의 동기에서 발생할 수 있다.

이와 같은 관점에서 보면 경영권방어제도의 인정 여부에 대한 견해 대립의 핵심은 적대적 기업인수의 대상이 된 회사의 내재가치를 경영권방어를 하려는 대상회사의 경영진과 자본시장 중 누가 더 잘 판단할 수 있을 것인가에 있다. 앞에서 살펴본 것처럼 회사의 내재적 가치평가를 위한 회사 자산의 미래 소득흐름 예측과 이를 현재 가치화하기 위한 할인율은 자본시장에서의 외부 투자자들보다 회사의 내부 경영진들이 더욱 정확히 판단할 수 있다. 미국 델라웨어주 법원 역시 회사의 내재적 가치(intrinsic value)와 시장가치(market value)가 다르다는 것을 전제로 회사의 내재가치는 경영자가 시장보다 더욱 잘 판단할 수 있다고 본다.<sup>54)</sup> 따라서 경영진이 포이즌필 등 다양한 경영권방어 수단을 사용하는 것을 허용하고 있다. 다만 회사의 사업방향 기조와 효율적인 운영에 대한 ‘합리적인 위협’이 존재하고 방어로치는 이러한 위협에 비추어 ‘합리적으로 상응해야 한다’는 제한을 두고 있다. 무엇이 합리적인가는 구체적인 사건을 통해 개별적으로 판단하고 있다.

결국 미국에서의 포이즌필 논쟁은 최근 금융위기 이후 벌어지고 있는 회사지배구조 개혁론자들과 주 회사법론자들 사이의 논쟁의 축소판이라고 할 수 있다. 현재 포이

---

54) Michael L. Wachter(2003) 참조.

즌필 제도 도입을 눈앞에 둔 우리나라에서 아직까지 포이즌필 제도 자체를 시장원리에 어긋나는 반시장적 제도로 간주하며 도입을 철회할 것을 주장하는 견해가 있다.

반면 최근 글로벌 금융위기 이후 미국에서 포이즌필을 채택하는 기업들이 증가하고 있다. 금융위기로 전례 없는 주가 하락과 이로 인한 유동성 부족에 직면한 일부 주주들이 경영진(이사)에게 단기이익 극대화를 추구하도록 압력을 가하는 주주행동주의가 미국에서 급증하고 있다. 또한 우호적 M&A는 줄어든 반면 적대적 M&A는 2007년 970억 달러에서 2008년 2,110억 달러로 증가하였다. 이러한 상황에서 경영에 대한 외부주주들의 간섭으로 회사의 장기이익 추구에 어려움을 느끼고, 내재적 가치보다 낮게 회사가 매각되는 것을 우려한 경영진들이 안정된 경영권 유지를 위해 경영권방어 수단의 일종인 포이즌필을 적극적으로 도입하고 있다. 그 비율은 2004년 이후 처음으로 증가세를 보이고 있다. 미국에서의 포이즌필 도입과 사용은 이사회 결의만으로 가능한 경영 사안이다.

반면 단기이익을 추구하고자 하는 일부 주주들은 경영진이 채택한 포이즌필 철회를 지속적으로 요구하고 있다. 과연 경영진은 이러한 요구를 받아들일 회사법상의 의무가 있는지가 최근 미국 법조계의 쟁점이다. 경영진은 회사의 장기이익 극대화를 위해 일부 주주의 단기이익 추구에 대해항해야만 하는 권리와 의무가 있다는 것이 미국 법원의 입장이다. 따라서 경영자는 회사 전체 또는 주주 전체의 장기이익 극대화라는 회사법상 의무에 기초해 대처할 수 있다. 즉, 미국에서의 포이즌필은 회사 전체의 장기이익에 상반되는 경영권 위협과 주주행동주의에 대항할 수 있는 수단으로 이해되고 있다.<sup>55)</sup>

## 2) 기업가정신과 경영판단의 원칙

### ① 집중된 경영권

앞에서 설명한 주주민주주의의 이론적 한계인 주주 이해관계의 다양성과 정보의

---

55) 글로벌 금융위기 이후 적대적 기업인수와 주주행동주의에 대해서는 Goodwin Procter(2009) 참조.

불균형이 존재하는 경우 회사조직 내부에서의 일상적인 경영의사 결정에 주주들이 직접적으로 개입하는 것은 바람직하지 않다. 그렇다면 일상적인 경영의사는 어떠한 방식으로 결정되는 것이 바람직할까? 조직의 의사결정 메커니즘이라는 관점에서 살펴보도록 한다.<sup>56)</sup>

조직의 의사결정과정을 창출해 내는 메커니즘으로는 ‘합의(consensus)’와 ‘권위(authority)’ 방식이 있다. ‘합의’에 기초한 방식에서는 조직의 구성원들이 동일한 정보와 이해관계를 가지고 있어 이들의 선호를 쉽게 취합할 수 있는 경우에 사용된다. 반면 ‘권위’에 기초한 의사결정구조는 조직의 구성원들이 서로 다른 이해와 정보량을 가지고 있는 경우에 발생한다. 이러한 경우에는 조직의 모든 구성원들이 집단적으로 의사결정을 하는 것이 적절하지 못하므로, 모든 관련 정보를 한 곳에 집중시키고 여기에 모든 구성원들을 구속할 수 있는 의사결정 권한을 주는 것이 더 효율적이고 바람직하다.

지금까지 살펴본 주주민주주의에 기초한 회사이론은 모든 주주들이 회사지배권 시장에 대해 동일한 이해관계를 가지고 있다고 전제하며 정책을 시행해 왔다. 그러나 이러한 접근은 현실적으로 존재하는 주주들의 다양성을 반영하지 못하고 있다.

대리비용 이론이 전제로 하고 있는 효율적 시장가설에 따르면 특정한 시점에서의 주식가격은 회사에 관한 모든 이용 가능한 정보를 반영한다고 하므로 결국 단기 주식 가치의 극대화는 장기 주식가치와 일치하게 된다. 따라서 효율적인 시장에서 주주의 시간선호에 대한 차이는 회사가 어떻게 경영되어야 가장 효율적인가에 대해 영향을 미치지 못한다. 그러나 이러한 효율적 시장가설은 일정한 한계를 가지고 있다.<sup>57)</sup> 대상 회사의 단기이익과 장기이익을 각각 추구하는 주주들 사이에서의 이해관계 대립은 기업이 어느 정도의 가격으로 매각되어야 할 것인가 하는 기업인수의 상황에서도 나타난다.

56) 자세한 내용은 Stephen M. Bainbridge(2009), pp.5-11.

57) 이것은 효율적 시장가설이론을 부정한다는 의미가 아니다. 자본시장의 현상을 설명할 분명한 대안적 이론이 없는 현재로서는 이 이론이 계속 논의되며 발전해 가고 있는 상황이라고만 언급하는 것이 가장 정확할 것이다.

주주들이 현실적으로 서로 다른 다양한 이해관계를 가지고 있으므로 각각의 주주들이 보편적인 전체 주주 가치의 희생하에서 자신들의 사적 이익을 추구할 인센티브를 가지게 된다. 따라서 모든 주주들의 이해관계가 동일하다는 것을 전제로 모든 주주들에게 회사의 일상적 경영 의사결정에 영향을 미칠 수 있는 강력한 권한을 동일하게 부여하여 회사지배구조 개선을 도모하고자 하는 주주행동주의자들의 시도는 한계가 있다.<sup>58)</sup>

이와 같이 지금까지 동일한 이해관계로 묶일 수 있다고 봐온 주주들 사이에서도 다양한 성향과 이해관계의 상충이 있을 수 있고, 또한 이해관계의 대립이 없다고 해도 수많은 주주들 사이에서 합의(consensus)를 이루어내는 것은 상당한 비용을 수반하게 된다. 따라서 회사조직에서의 일상적인 경영판단은 주주들의 합의에 기초한 의사결정보다 경영진의 경영판단에 기반을 둔 의사결정구조가 바람직하며 이러한 구조에서 필요한 것이 기업가정신이다.

## ② 기업가정신

‘완전히 효율적인 자본시장’에서 ‘합리적 투자자들’이 ‘모두 동일한 선호와 기대’를 가지고 행동한다는 전통적 시장균형이론에 기초해 회사지배구조를 설계하려는 것은 한계가 있다. 균형 상태의 완전자본시장을 전제로 할 경우에는 시장의 기능만이 존재하고 경영자의 역할은 설 자리가 없다. 기업가정신은 시장이 완벽하게 조정하지 못했을 경우 존재한다. 효율적 자본시장은 주식가격이 항상 이용 가능한 관련 정보를 완전히 반영하며 새로운 정보에 대한 조정은 즉각적이라고 보기 때문에 시장은 항상 균형 상태이다. 그러나 시장에 정보의 불균형과 불확실성이 존재할 때 기업가

---

58) 여기서 주의할 것은 이러한 설명이 주주 다수결의 원칙을 부정하는 것이 아니라는 것이다. 회사조직의 기본적 내용은 정관에 의해 설정되는 것이 원칙이고 정관변경은 일반적으로 과반수의 다수 주주의 동의가 있어야만 하므로 주주들의 의사는 중요하다. 다만 본 연구에서 주장하는 것은 이러한 다수 주주들의 의견이 반영된 정관 변경절차를 통해 주주들의 의사를 반영하는 것이 아니라 소수주주들이 이러한 절차를 회피하고 주주민주주의라는 구호 아래 마치 모든 주주들의 이익을 대변하는 듯 행동하며 경영진의 경영판단에 개입하는 것을 경계해야 한다는 것이다.

정신이 활동할 여지가 존재하게 된다. 이것은 균형이론들이 경제분석에 있어 불필요하다는 것을 의미하는 것은 아니다. 다만 시장과정에서 기업가정신에 보다 많은 주의를 기울여야 할 필요가 있다는 것이다. ‘효율적 시장가설’은 시장의 자동성(automation)이 기업가정신을 대체할 수 있다는 가정에 기초하며 기업가정신의 중요성을 설명할 수 없다는 한계를 드러내고 있다.

‘제한적으로 효율적인 자본시장’에서 ‘제한된 합리성을 가진 투자자들이 ‘다양한 선호와 기대’를 가지고 행동한다고 볼 경우 시장의 본질은 균형이 아닌 진화적 과정(evolutionary process)으로 이해될 수 있다. 최근 경제학의 흐름, 특히 오스트리아학파는 이러한 관점에서 자본시장의 본질을 바라보고 있다. 여기서는 시장기능의 부족한 부분을 메워주는 기업가정신(entrepreneurship)의 역동성에 주목한다. 시장과정(market process)에서의 기업가정신은 그 중요한 역할에도 불구하고 주류경제학에서 종종 무시되어 왔다.<sup>59)</sup> 동일한 특징과 언제나 대체가능한 생산요소들로 생산이 이루어진다고 가정할 경우 개별 기업에서의 기업가정신의 기능을 포착할 수 없다. 생산은 이질적이고 서로 대체적이지 못한 다양한 특성과 능력을 가진 자원들로 이루어진다. 따라서 기업, 그리고 산업들 역시 각각 차별성을 가질 수밖에 없고 자본과 노동은 특정 프로젝트와 경영활동 과정에서 특화(specialized)되어 있으며 경제주체들 역시 다양하고 서로 차별성을 가지고 있다. 지식과 경영능력을 포함한 자원의 이질성은 경쟁적 우위를 결정하는 핵심요인이다. 이익의 창출은 차별화된 효율성에서 가능한 것이며 이것은 다양한 특성과 차별화된 생산요소의 조합에서 기인하는 것이다. 이러한 다양한 특성의 생산요소와 이러한 생산요소의 차별화된 조합으로 구성된 것이 바로 기업이다. 이러한 기업에 속한 자산들은 차별화된 경제적 기능을 가지고 있다. 독창적이고 특화된 자산들에 특화된 노동과 경영이 조화를 이루어 개별 기업의 차별성을 창출하며 다른 기업과 차별성을 확보하며 더 많은 가치를 만들어내는 것이다.<sup>60)</sup> 하이에크는

---

59) Peter Klein(1989) 참조.

60) 이러한 관점은 이질적 자원(heterogeneous resources) 개념과 이질적 자본(heterogeneous capital) 개념을 전제로 하고 있는 오스트리아학파(Austrian school of economics)에서 잘 나타나고 있다. 자세한 내용은 Rajshree Agarwal Jay B. Barney Nicolai J. Foss Peter G. Klein(2009) 참조.



자원들이 산업특화(industry-specific), 기업특화(firm-specific) 그리고 노동특화(worker-specific)되어 있다고 보며 이질적인 자본(heterogeneous capital resources)의 미시적 배분과정(micro-level processes)을 중요시한다. 이러한 과정에서 다양한 성격의 자원들을 창조적으로 조직화하는 역할을 수행하는 것이 바로 기업가이다. 자원의 동질성을 전제로 이를 총체적으로 통제할 수 있다고 믿는 정부의 거시적적 관점보다 이질성을 전제로 개별적 특수성을 중요시하는 기업가의 미시적 관점이 중요하다.

이와 같이 기업이란 특화된 생산요소들의 조합이고 그렇기 때문에 기업가의 역할이 필요한 것이며, 외부에서 제3자가 이렇게 특화된 자원들을 조합하는 기업가의 활동을 평가하는 것에는 한계가 있을 수밖에 없다. 이러한 한계는 회사법적으로 경영판단의 원칙(business judgment rule)이라는 법리로 나타난다. 경영판단의 원칙이란 경영진의 합리적이고 신중한 의사결정을 보호하기 위해 이러한 결정에 제3자인 법원이 개입하여 판단하는 것을 자제하는 것을 의미한다. 오직 심각한 태만이나 불법적 행동에 대해서만 책임을 묻겠다는 것이다.<sup>61)</sup>

최근 금융위기의 해결책은 정부가 시장에 개입하여 자원들을 할당하려는 것이 아니라 개별 기업들의 특성에 부합할 수 있는 의사결정을 가능토록 하는 기업가정신과 혁신의 강화에 있다.<sup>62)</sup>

따라서 연방 차원에서의 획일적 회사지배구조 규제보다는 개별 회사의 다양성을 존중해 주는 주 회사법 차원에서의 유연성 확보가 중요하다.

---

61) 법경제학적 관점에서 본 경영판단원칙의 필요성에 대해서는 신석훈(2009b), p.29 이하 참조.

62) Rajshree Agarwal Jay B. Barney Nicolai J. Foss Peter G. Klein(2009), p.11 참조.

## 제 4 장

# 글로벌 금융위기 이후의 회사지배구조 정책방향

### 1 회사의 장기이익 극대화

2008년 글로벌 금융위기로 인한 많은 금융기관들의 몰락은 주식시장이 지나치게 단기이익(Short-Termism)을 추구하고 있다는 사실을 잘 보여준다. 과도한 차입자금으로 위험한 도박을 함으로써 주주들의 단기이익과 주가를 상승시키는 경영자들에게 주주들은 열광했다. 이러한 도박은 결국 장기적인 관점에서 회사와 주주들 나아가 경제 전체에 엄청난 손해를 야기하였다. 글로벌 금융위기의 원인으로 많은 것이 지적되고 있지만 장기적 부의 창출보다 단기적 주가에 집착하는 단기주의가 중요한 원인이다.

그렇다면 장기적 관점에서의 회사경영을 개선하기 위해서는 어떠한 대안들이 필요한가? 우선 직관적으로 단기적 시세차익을 노리는 투자자들보다 장기적으로 주식을 가지고 있는 투자자들에게 회사경영에 대해 더 많은 발언권을 주는 것을 생각해 볼 수 있다. 2009년 미국 투자자들로 구성된 특별위원회가 *Overcoming Short-Termism*이라는 보고서를 발간하며 투자자들의 단기성향을 극복할 수 있는 대안들을 제시하고 있다. 네덜란드에서도 장기 주식소유자들에게 4년의 주식소유 이후에는 더 많은 배당을 해준다거나 더 많은 의결권을 부여하는 등의 *loyalty bonuses* 제도를 제안해 왔다. 마찬가지로 영국 금융서비스 장관인 Paul Myners는 단기주식 소유자들은 열위의 의결권(*inferior voting right*)을 가져야 한다고 주장하였다. 이러한 주장들은 장기

적인 주식소유자들은 시세에 따라 단기적으로 주식을 되파는 단기투자자들보다 회사에서 주인의식을 가지고 행동할 것이라는 것이다. 단기의 투기적 투자자들의 권리를 축소시키는 것은 투자자들이 장기적으로 주식을 소유하게끔 할 뿐 아니라 의결권이 회사의 장기적 이익을 위해 사용될 수 있는 계기를 마련해 줄 수 있다는 것이다.

금융위기 이후 단기주가에 연계되어 있는 경영자의 임원 보상을 경영자가 장기적 지배주주의 인센티브를 가지도록 개선할 필요가 있다는 다양한 주장이 제시되고 있다. 예를 들어 회사법학의 대가인 로마노 교수는 경영자가 소유하고 있는 회사주식의 80~85%를 회사를 그만둔 후 2~4년까지 매각할 수 없도록 하자는 제안을 하고 있다.<sup>63)</sup> 주식시장에서 활동하는 주주들의 인센티브와 경영자의 인센티브를 달리하여 경영자가 주식시장에서의 투기적 요소에 휘둘리지 않고 회사의 근본적 가치증진에 따라 경영판단을 할 수 있도록 하기 위함이다. 즉, 지배주주처럼 행동하도록 하기 위한 것이다.<sup>64)</sup> 또한 가장 효율적인 경영권방어 수단인 포이즌필은 금융위기 이후 회사 전체의 장기이익에 상반되는 경영권 위협과 주주행동주의에 대항할 수 있는 수단으로 이해되고 있다.

결국 글로벌 금융위기를 계기로 회사의 장기이익 추구 필요성이 강조되며 이를 가능케 하는 지배주주나 가족기업, 차등의결권, 포이즌필 등의 순기능이 강조되고 있지만 우리나라에서는 이러한 것들 모두가 아직까지도 재벌 오너의 사적이익 추구 수단으로만 여겨지고 있다는 것은 문제이다. 이러한 문제들이 해결되기 위해서는 우선 회사지배구조 영역에서 회사법은 어떠한 기능을 해야 할 것인가에 대한 분명한 인식이 전제되어야만 한다. 이하에서 살펴보는 것처럼 회사법은 자유주의적 개입주의(libertarian paternalism) 기능을 수행해야 한다.

---

63) Sanjai Bhagat & Roberta Romano(2009) 참조.

64) William W. Bratton, Michael L. Wachter(2010), p.714 이하 참조.

## 2. 자유주의적 개입주의(libertarian paternalism) 회사지배구조법

### (1) 개념

글로벌 금융위기 이후 미국 회사지배구조 개혁법의 지향점인 주주민주주의 자체를 부정할 필요는 없다. 이러한 주주민주주의 실현을 위한 제도들을 모든 회사에 강제적이고 획일적으로 적용하려는 것이 문제이다. 미국 주 회사법은 이사의 추천과 회사의 경영에 대한 권한은 원칙적으로 이사들에게 있다는 것을 분명히 하고 있다. 이러한 이사의 선출과 이사들의 경영판단에 일부의 소수주주들이 자신들의 목소리를 내며 경영자를 통제할 필요성도 있을 것이다. 그러나 일부 주주들이 마치 모든 주주들의 이익을 대변하는 것처럼 행동하며 자신들의 이익을 추구하는 수단으로 주주민주주의가 이용되어서는 안 된다.

그렇다면 이사의 권한에 주주들이 어느 정도 쉽게 자신들의 목소리를 반영하도록 하는 것이 바람직할까? 개별 회사들의 다양성을 고려해 볼 때 하나의 획일적인 방안을 제시하는 것은 쉽지 않다. 이러한 방안들이 어떤 회사에서는 바람직할지 모르지만 다른 회사에게는 그렇지 않을 수 있기 때문이다. 따라서 주주민주주의를 회사지배구조에서 달성해야 하는 이상적인 이념으로 보며 이를 모든 회사들에게 획일적으로 적용하려고 하기보다는 개별 회사들이 자신들이 처한 경제상황과 자신들의 회사지배구조 틀 속에서 가장 적합한 형태의 주주민주주의 형태를 채택할 수 있도록 해주는 것이 바람직하다. 물론 주주민주주의가 자신들의 회사지배구조 형태에서는 부적합하다고 보는 경우에는 소수주주들이 회사 경영 사안에 개입하는 것을 어렵게 회사지배구조를 설계할 것이다. 즉, 회사지배구조 설계에 있어 주주들이 자신들의 목소리를 얼마나 손쉽게 반영할 수 있을 것인가를 법이 강제적으로 결정해 주는 것이 아니라 개별 회사들이 선택할 수 있는 법적 환경만 만들어 주는 것이다. 이러한 법의 역할을 ‘enabling opt-in approach’ 또는 ‘libertarian paternalism’이라고 할 수 있다.<sup>65)66)</sup> 이러한 법의 역할을 구체적으로 살펴보면 다음과 같다.

회사의 다양한 이해관계인들의 총체적 이익에 가장 적합하다고 판단되는 회사지배구조 유형 및 내용을 회사법이라는 형식으로 제시해 주어 개별 회사 이해당사자들이 이를 무료로 가져다 쓸 수 있도록 해 이들의 협상비용을 줄여주는 것이 회사지배구조 영역에서의 국가의 역할이다. 그렇다면 회사법이 제공해 주어야 할 이러한 회사지배구조의 기본틀은 어떠해야 하는가? 미국에서는 지금까지 델라웨어주 회사법이 바로 이러한 기본틀의 역할을 해왔다. 델라웨어주 회사법에서는 전통적으로 경영진의 경영판단을 중요시하며 주주에 의한 경영개입을 제한해 왔다. 주주의결권은 본질적으로 이사를 선임하고 정관수정과 합병, 회사 자산의 실질적인 양도, 자발적 해산 등의 승인에 제한되어 있다. 이처럼 주주권한 강화를 직접적으로 제한한 것 외에도 회사 경영결정에 주주들이 개입하는 것을 다양한 방법으로 제한해 왔다. 또한 이어나 경영자가 단기주가가 아닌 회사의 가치를 극대화하도록 지시하며 경영판단에 대한 상당한 재량을 부여하고 있다. 경영자에게 회사 가치에 대한 이사의 관점과 주식시장의 관점이 다를 경우 후자를 따르라는 의무를 지우고 있지 않다. 이사들이 장기적 관점에서 ‘회사’의 본질적 가치 극대화를 추구하도록 하고 있는 것이다.<sup>67)</sup> 여기서 회사의 본질적 가치극대화는 주주의 장기적 이익극대화로 해석된다. 따라서 경영진의 판단이 비록 단기적 주가 상승에 부정적인 영향을 준다고 해도 주주들의 장기적 이익을 증진시킬 수 있다는 신념하에서 행동했다면 경영판단의 원칙에 의해 보호받을 수 있다는 사실을 분명히 하고 있다.<sup>68)</sup> 그러나 델라웨어주 법원도 경영진이 주주의 이익을 희생하며 다른 이해관계인들의 이익을 추구하는 것에 대해서는 명시적으로 거부하고 있다.<sup>69)</sup> 결국 미국을 대표하는 델라웨어주 회사법의 기본구조

65) Cass R. Sunstein & Richard H. Thaler(2003), Joseph A. Grundfest(2010), p.366 참조.

66) “자유주의적 개입주의”란 경제주체들이 올바른 선택을 하도록 하기 위해 국가가 강제적으로 개입하기보다는 ‘정황’이나 상황의 ‘맥락’을 조금만 변화시켜도 더 큰 정책적 효과를 얻을 수 있다는 것을 의미하는 것으로 넛지(nudge)라고도 한다. 넛지의 의미는 선택을 강요한 것이 아니라 팔꿈치로 살짝 짚어 주의를 환기시켜 부드럽게 유도한다는 것이다. 우리나라에서는 Sunstein 교수와 Thaler 교수의 단행본인 『넛지(nudge)』가 번역되어 일반인들도 쉽게 접할 수 있게 되었다. 이 책에 대한 필자의 서평(한국경제연구원 홈페이지) 참조.

67) William W. Bratton, Michael L. Wachter(2010), p.712 이하 참조.

68) Paramount Comms., Inc. v. Time Inc., 571 A.2d 1140(Del. 1989)

는 경영진의 ‘집중된 경영권’의 제도적 보장과 경영진의 ‘주주의 장기적 이익(회사 전체의 이익) 극대화 추구 의무이다.<sup>70)</sup> 그러나 이러한 국가개입(paternalism)에 의해 제시된 회사지배구조의 틀을 어떻게 적용하며 운용해 나갈 것인지는 개별 회사들의 특성과 이들이 처한 상황에 따라 다양할 수밖에 없다. 따라서 개별 회사들이 정관 등을 통해 자신들에게 가장 적합한 형태로 회사지배구조를 설계할 수 있도록 회사 지배구조의 유연성을 유지해야 할 것이다(libertarian).

이러한 자유주의적 개입주의 회사지배구조법 모델이 글로벌 금융위기의 원인이었던 단기주의를 극복할 수 있는 모델이고, 또한 우리나라 회사법이 지향해야 할 모델이다. 이러한 모델을 전제로 해야만 지배주주나 가족기업, 차등의결권 등의 긍정적 측면이 제도적으로 보장될 수 있을 것이다. 왜냐하면 지금까지 우리나라에서는 이러한 제도들을 비정상적인 회사지배구조 형태의 한 요소로 보는 경향이 강했기 때문이다. 이러한 제도들이 부정적 측면이 없는 것은 아니지만 ‘집중된 경영권’을 뒷받침해 줄 수 있다. 이러한 ‘집중된 경영권’이 사적이익으로 사용되는 것을 막기 위해 회사법상 경영진의 의무는 ‘주주의 장기적 이익극대화’를 위해 의사결정을 해야만 한다는 것으로 해석되어야 한다.<sup>71)</sup>

이하의 (2)와 (3)에서는 ‘집중된 경영권’을 제도적으로 보장해 줄 수 있는 제도적 장치들에 대해 살펴보기로 한다.<sup>72)</sup>

69) *Simons v. Cogan*, 549 A.2d 300, 303(Del. 1988)

70) 왜 이러한 기본구조가 타당한지에 대한 이론적 설명은 신석훈(2009), p.54 이하 참조.

71) 미국에서 경영진이 회사의 경영과 관련하여 일반적으로 부담하는 법적 의무를 신인의무(fiduciary duty)라고 하고, 이는 주의의무(duty of care)와 충실의무(duty of loyalty)로 구성되어 있다. i) 주의의무(duty of care)란 경영진이 경영에 관한 의사결정을 할 때 적절한 정보에 기초하여 선의(good faith)로 할 것을 요구하는 것이고 ii) 충실의무(duty of loyalty)란 경영진이 경영에 관한 의사결정을 할 때 회사의 이익이 극대화될 수 있도록 하고 자신의 이익과 회사의 이익이 충돌할 경우에는 회사의 이익을 위해 의사결정을 해야 한다는 의무를 의미한다. 우리나라 상법 제382조 제2항에 의하면 주식회사의 이사와 회사와의 관계는 위임에 관한 민법의 규정이 준용되므로 이사는 민법 제681조에 의해 회사에 대해 선량한 관리자의 주의로써 사무를 처리해야 할 의무(선관의무 또는 주의의무)를 진다고 규정하고 있고, 상법 제382조의3은 이사는 법령과 정관의 규정에 따라 회사를 위하여 그 직무를 충실하게 수행하여야(충실의무) 한다고 규정하고 있다.

## (2) 지배주주와 차등의결권

지배주주는 단기적 시각이 아닌 장기적 시각을 가지기 마련이다. 지배주주가 자신의 주식을 손쉽게 매각할 수도 없고 지배권을 유지하고 있는 상황에서 매각할 유인도 크지 않다.<sup>73)</sup> 자기 재산의 상당부분을 하나의 회사에 투자한 지배주주는 분산투자를 한 일반주주들보다 회사의 발전을 위해 더 많은 노력을 할 것이다. 따라서 지배주주는 자신의 지배권을 바탕으로 회사의 이익이 저조할 경우 적기에 강력한 조치를 취할 수 있다. 또한 회사가 어려움에 처하기 전에 전략적인 경영변화를 꾀할 인센티브와 힘을 가지고 있다. 게다가 지배주주의 장기적 투자성향과 전략은 자본시장에서의 단기성향의 움직임에 휘둘리지 않고 회사의 지속적인 발전을 가능하게 한다. 특히 가족 소유기업의 경우는 일반적인 지배주주의 경우보다 더욱 장기적인 관점에서 구성원들 간의 신뢰에 바탕을 두며 성공에 대한 의지를 발휘할 수 있고, 이것이 현재의 금융위기 극복을 위한 기업가정신의 초석이 될 수 있다.<sup>74)</sup>

지배주주가 회사 전체에 주는 긍정적인 기능이 인정된다면 이러한 긍정적 기능이 지속적으로 유지될 수 있도록 해주는 것이 필요하다. 그런데 지배주주는 다른 주주들이 부담하지 않는 비용을 부담하게 된다. 예를 들어 지배주주는 다른 일반주주들과 달리 분산투자를 하지 않고 자신의 재산 대부분을 회사에 투자함으로써 발생하는 위험과 유동성 부족으로 인한 부담 등이 지배주주의 지위를 유지하는 비용으로 작용할 것이다. 그런데 이러한 비용들은 측정하기가 어려워 간과되기 쉽다. 지배주주들에게 이러한 비용을 보충할 수 있는 기회를 주지 않으면 이들은 지배주주이기를 포기할 것이다. 지배주주가 존재하는 소유구조 자체가 항상 바람직하지 않다고 보면 모를까 이들의 긍정적 기능이 인정되는 한 지배주주이기 때문에 부담하는 비용은 보상되어야 할 것이다. 특히 글로벌 금융위기로 지배주주의 긍정적 기능의 중요성이 인정되고 있는 상황에서는 더욱 그러하다.

72) ‘주주의 장기적 이익극대화’에 대해서는 ‘3. 글로벌 금융위기와 주주자본주의’에서 살펴보기로 한다.

73) William W. Bratton, Michael L. Wachter(2010), p.185.

74) “overview of family-business-relevant issues,” European Commission, November 2009 참조.

만일 지배주주가 일반주주에 비해 상대적으로 누리고 있는 권한을 단순히 제거의 대상으로만 볼 경우 기업은 결코 성장할 수 없다. 즉, ‘기업’이 성장하기 위해서는 ‘회사’조직을 통해 주식을 발행하며 외부에서 자금을 조달할 수밖에 없는데, 이 과정에서 기업가가 경영권을 잃게 된다면 성장하는 것을 주저하거나 기업공개(IPO) 외의 다른 비효율적인 방법을 통해 기업을 유지해 나가려고 할 것이다.<sup>75)</sup> 이는 결코 사회 전체적인 관점에서도 바람직하지 않다.

지배주주가 지배주주라는 지위에서 부담하는 비용이 보상되어야 한다면 그러한 보상은 바로 회사 소유형태(ownership formation)의 선택에서 시작되어야 할 것이다. 즉, 우리나라에서 일반적으로 가공자본을 창출한다고 보아 온 차등의결권 구조와 기업집단 내의 계열사 간 피라미드식 출자나 상호출자, 순환출자 등이 바로 이러한 기능을 하는 것으로 볼 수 있다. 따라서 이러한 소유구조를 처음부터 금지하거나 규제하려는 정책은 바람직하지 않다.<sup>76)</sup> 지배주주가 주주의 지위에서 일반주주가 부담하지 않는 비용을 부담하는 경우 이러한 비용을 보상해 주기 위해 다양한 소유형태를 인정해 줄 필요가 있지만 이 중에서 차등의결권제도가 가장 효율적인 수단이라고 평가받는다.<sup>77)</sup>

75) Karl Hofstetter(2006), p.250.

76) Karl Hofstetter(2006), p.621 참조.

77) 현실적으로 차등의결권 도입에서 가장 큰 걸림돌은 기존 일반 주주들과의 형평성 문제다. 일반 주주들을 제쳐두고 창업자 가문 등 특정 주주에게만 더 많은 의결권을 주는 것은 큰 반발을 부를 수밖에 없을 것이다. 물론 비상장기업이나 신생기업의 경우에는 처음부터 차등의결권 주식임을 알고 주주들이 선택하는 것이므로 크게 문제될 것이 없으나 이미 상장이 된 공개기업에서 새롭게 차등의결권제도를 실시할 경우 기존의 주주들은 예기치 못한 손실을 볼 수 있고 주주평등의 원칙과 정면으로 충돌할 수 있다. 이러한 문제에 대한 대안으로 ‘프랑스식 차등의결권제도’가 제안되고 있다. 즉, 복수의결권 부여의 방식으로 보유기간에 비례하여 의결권을 부여하는 것이다. 1주에 대하여 1의결권을 원칙으로 하고, 보유기간 1년마다 1의결권을 추가하는 방식으로 하면 될 것이다. 일반적으로 단기의 매매차익이나 이익배당을 목적으로 하는 일반주주는 회사경영에 대하여 관심이 없고 주식을 1년 이상 장기간 보유하는 경우도 별로 없기 때문에 1의결권을 보유한다. 반면, 지배주주나 경영진은 경영권 유지를 위하여 장기간 주식을 보유할 수밖에 없으므로 2 이상의 의결권을 보유하게 된다. 따라서 장기간 회사의 사원 지위를 유지한 자에게 그 기간에 비례하여 의결권을 부여하는 것이 다른 주주의 입장에서 특별히 불합리하지 않다. 외국인자본들도 장기투자를 한다면 똑같은 권리를 가질 수 있기 때문에



이러한 회사 소유형태의 다양성과 유연화의 필요성은 모든 EU 회사들에게 1주1의결권 원칙을 통일적으로 적용하여 회사의 운영에 있어 모든 주주들에게 동일한 발언권을 주어 유럽에서 주주민주주의를 구현하고자 했던 EU 집행위원장이 이러한 시도를 최근 포기한 사례에서도 잘 나타나고 있다.

유럽의 많은 나라들은 주주가 실질적으로 보유하고 있는 현금흐름권을 초과하여 의결권을 행사할 수 있는 메커니즘(Control Enhancing Mechanisms; CEM), 즉 차등의결권(dual class shares), 피라미드 소유구조(pyramidal ownership), 황금주(golden shares), 의결권 제한(voting caps), 상호출자(cross ownership) 등을 우리나라 회사들보다 더욱 보편적으로 가지고 있고 이를 통해 소유권과 의결권을 분리시켜 적은 지분으로도 상당한 정도의 지배권을 행사하고 있다.<sup>78)</sup> 물론 1주1의결권 원칙을 법적으로 강제하여 경영자와 주주 사이의 대리비용 축소기능을 하는 경영자 통제장치로서의 회사지배권 시장의 작동을 활성화해야 한다는 반론도 있다. 그러나 2007년 6월, ISS Europe과 Sherman & Sterling LLP 그리고 유럽 회사지배구조 연구소의 연구결과에 의하면 464개의 EU 상장회사 중 44%가 하나 또는 그 이상의 소유권과 의결권을 분리시킬 수 있는 장치들을 가지고 있고, 이러한 장치를 가지고 있는 기업들이 그렇지 않은 기업들보다 경영성고가 뒤떨어진다는 어떠한 증거도 발견되지 않았다.<sup>79)80)</sup> 따라서 모든 EU 회사들에게 1주1의결권 원칙을 통일적으로 적용하여 회사의 운영에 있어 모든 주주들에게 동일한 발언권을 주어 유럽에서 주주민주주의를 구현하고자 했던 EU 집행위원장의 시도도 철회되었다.<sup>81)</sup>

기업은 자유시장경제의 기본원칙인 계약 자유에 그 뿌리를 두고 있고 이를 기반으로 발전하는 것이므로 CEM구조 역시 기업이 다양한 선호를 가지고 있는 투자자들의 선호를 충족시켜 줄 수 있는 수단으로 활용되며 발전되어 온 것이다. 소액을

---

군이 반대할 이유가 없다. 또한 차등의결권을 도입하는 시점부터 똑같이 보유기간을 처음부터 새로 계산하기 시작한다면 논란의 여지는 더욱 줄어들게 된다.

78) Sherman & Sterling(2007)

79) EUROCHAMBRES Position Paper(2007)

80) Sherman & Sterling(2007)

81) Thomson Financial News Limited(2007)

투자한 투자자들은 실질적인 소유권을 행사하기를 원하지 않을 것이고 대신 현금흐름권에 대해서 관심을 가질 것이다. 반면 회사의 창립자나 가족, 기관투자자들은 통제권에 주로 관심을 가질 것이다.

현재의 법체계에서 강력한 개혁을 시도하려는 것은 개별 회사들이 자신들의 상황에 적합한 소유구조를 설계하는 것을 막을 위험이 있다. 소유자들은 자신들의 회사에 가장 적합한 최적의 자본구조(주주구조)의 형태에 합의할 자유를 가져야만 한다. 따라서 회사지배구조 법체계를 변경하고자 할 경우에는 계약의 자유를 존중하는 것을 전제로 해야 하고 진화적 제도 시스템(evolved institutional systems)의 본질적 가치를 존중해야 한다. 소유와 지배의 상관관계 및 형태에 대한 개혁은 인위적인 개입이 아닌 자유시장(free market)을 경유하여 이루어져야 한다.<sup>82)</sup> 만일 규제가 필요하다면 이러한 것이 남용되었을 경우 이를 통제하는 것이다.

자본시장의 초석은 계약의 자유이고 개별 회사들이 어떻게 정관을 작성할 것인지는 개별 회사들의 선택에 맡겨져야 하므로 다양한 금융적 증권에서의 의결권과 현금흐름권의 할당에 대한 협상과 계약의 자유는 자유시장경제의 본질적 부분이라고 할 수 있다. 이러한 계약자유 원칙의 결과로 나타나는 제도적 틀(institutional framework)과 시장관행은 모든 국가들이 처한 상황과 그 속의 개별기업들이 처한 상황에 따라 각기

---

82) 필자는 이미 주주자본주의의 본고장인 미국의 회사법제와 학계의 최근 논의를 살펴봄에 미국에서의 주주자본주의는 주주가 회사를 소유한다는 ‘소유권적 관점’의 주주자본주의가 아니라 오히려 주주들의 다양한 선호를 고려한 ‘계약적 관점’의 주주자본주의라고 정의한 후 다음과 같은 정책적 시사점을 제시한 바 있다. 첫째, ‘주주평등의 원칙’을 구현하기 위해 회사법상 강행 법규로 보아 온 ‘1주1의결권 원칙’을 회사와 주주 전체의 이익을 위해 일정한 제한하에서 개별 회사의 정관으로 변경할 수 있는 임의법규로 해석해야 한다. 따라서 1주1의결권 원칙을 벗어나는 차등의결권 주식의 발행과 주주평등의 원칙에서 벗어나 적대적 매수자만 권리를 행사할 수 없는 신주예약권을 발행하여 경영권을 방어하는 포이즌필 사용이 주주들의 선택에 의해 가능하도록 해야 한다. 둘째, 현행 공정거래법을 비롯한 금융관련법에서의 경제력 집중 억제 규제가 목표로 삼고 있는 회사 소유-지배 괴리로 인한 문제는 공법이 아닌, 시장에서 사적 당사자들의 다양성을 존중하는 사법인 회사법적 관점에서 해결책을 모색해야 한다. 셋째, 일반주주들이 누리지 못하는 지배주주의 권한을 지배권 프리미엄, 가공자본, 대리비용 등의 원인으로만 보며 법과 시장의 압력을 통해 제거해야만 하는 대상으로 보는 것을 지양하고 기능적이고 효율적인 관점에서 접근하며 득과 실을 분명히 구분하기 위한 정책적 노력을 기울여야 한다. 신석훈(2009a) 참조.

다를 수밖에 없을 것이다.

따라서 1주1의결권 원칙에 기초하며 경직된 주식제도와 경직된 회사 소유구조를 고집하기보다는 다양한 주식제도를 전제로 유연한 회사소유구조를 선택할 수 있도록 제도적 환경을 개선해 주어야 한다.

### (3) 자유주의적 개입주의에 기초한 포이즌필 도입

최근 논란이 많았던 경영권방어 수단의 일종인 포이즌필(poison pill)을 기업들이 사용할 수 있도록 하기 위해 ‘신주인수선택권’ 도입을 골자로 한 상법 개정안이 곧 국회에 상정될 예정이다.<sup>83)</sup> 개정안에서는 이사회 결의를 통해 포이즌필의 사용결정을 할 수 있도록 해주면서도 이사들(경영진)의 권한남용을 통제하기 하기 위해 사전에 정관변경을 통해 포이즌필 도입의 근거규정을 마련하도록 하고 있다. 상법상 정관변경은 주주총회 특별결의(출석 주주의결권의 3분의 2 이상, 발행주식 총수의 3분의 1 이상 찬성) 사항이다. 그런데 외국인 보유지분이 높은 대기업들은 현실적으로 이러한 결의요건을 충족시키는 것이 쉽지 않아 실효성에 의문이 제기되고 있다.

포이즌필을 상법 회사편에 도입하는 방법은 다양하다. 포이즌필을 사용하기 위해 개별 회사들이 주주총회 결의를 거치도록 할 수도 있고, 이사회 결의만을 거치도록 할 수도 있다. 전자의 경우는 적대적 M&A 상황에서 이사들이 회사 전체의 이익이 아닌 자신들의 사적이익을 위해 포이즌필을 사용하는 것을 억제할 수 있다는 장점이 있다. 그러나 주주총회 결의를 받는 것이 쉽지 않을 뿐 아니라 많은 시간이 소요되므로 적대적 M&A 상황에서 신속하게 대처할 수 없다는 단점이 있다. 또한 평소 회사경영에 참여하지 않았던 주주들이 과연 회사의 내재적 가치를 정확히 파악한 후, 가치파괴적인 적대적 M&A와 그렇지 않은 것을 구별하며 적대적 매수 시도자와 협상할 수 있는지도 의문이다. 반면 이사회 결의만을 거치도록 할 경우에는 주주총회

83) ‘신주인수선택권’이란 일정한 기간 내에 발행회사로부터 일정한 수량의 주식을 저렴한 가격으로 매입할 수 있는 옵션 권리를 의미한다. 이러한 권리를 적대적 매수 시도자를 제외한 기존의 모든 주주들이 행사할 수 있도록 하면 적대적 매수자가 취득했던 주식의 희석되어 결국 적대적 매수를 포기하게 되는 효과를 거둘 수 있다.

결의의 장점이 단점으로, 그리고 단점이 장점으로 나타난다.

결국 회사 의사결정기관인 주주총회와 이사회 양자를 섞어 장점을 최대화하고 단점을 최소화하도록 설계할 필요가 있다. 예를 들어 평상시 주주총회 특별결의 또는 보통결의를 통해 포이즌필을 ‘도입’하고 구체적인 적대적 M&A 상황에서 포이즌필을 ‘사용’할 것인가에 대한 판단은 이사회에 맡기도록 설계하는 것이다. 이와 같은 관점에서 보면 주주총회 특별결의를 거쳐 정관에 포이즌필을 사전에 도입하고 구체적인 사용은 이사회 결의(이사 총수 3분의 2 찬성)를 통해 하도록 한 상법 개정안은 주주총회 결의와 이사회 결의의 장단점을 적절히 조합하고자 한 것이다. 그러나 사전적으로 주주총회 결의, 그것도 특별결의라는 엄격한 요건을 법적으로 ‘강제’하는 것이 바람직한지 의문이다. 이에 대한 평가는 회사지배구조에서 ‘주주총회와 이사회’ 또는 ‘주주와 이사’ 간의 권한분배를 어떻게 할 것인가라는 문제로 귀결된다.

포이즌필 도입의 결정을 이사회가 아닌 주주총회에서, 그것도 특별결의를 통해서만 가능하도록 할 경우 이사들의 권한남용 가능성은 줄어들 수 있다. 그러나 이러한 요건을 상법에서 규정하여 강제하게 되면 오히려 불합리한 상황이 발생할 수 있다. 가치파괴적인 적대적 M&A의 대부분은 예기치 못한 급박한 상황에서 발생하므로 신속한 대응을 필요로 한다. 주주총회의 특별결의를 거쳐 포이즌필을 사전적으로 도입하는 것은 사실상 어려우므로 적대적 M&A가 모든 주주와 회사 전체의 장기이익을 명백히 훼손하는 경우라도 포이즌필을 사용할 수 없다. 포이즌필 사용 자체가 상법에 위반되기 때문이다.

미국이나 일본에서는 회사법 차원에서 이사회가 주주총회의 관여 없이 포이즌필의 도입과 사용 여부를 결정할 수 있도록 하고 있다.<sup>84)</sup> 주주총회의 관여 여부는 이사회가 회사 전체의 이익을 위해 포이즌필을 사용했는지를 사법부가 사후적으로 판단하는 ‘적법성 판단’의 한 요소로 고려되고 있다.<sup>85)</sup>

84) 미국과 일본의 포이즌필 운용에 대해서는 신석훈(2008b) 참조.

85) 따라서 주주총회 결의, 특히 특별결의를 거쳐 포이즌필 사용에 대해 주주들의 동의를 미리 받아둔 경우 법원은 경영진의 포이즌필 사용의 적법성을 폭넓게 인정해 준다. 그러나 주주들의 동의를 받지 않고 이사회 결의만으로 포이즌필 사용 여부를 결정한 경우 그 자체만으로는 회사법 위반이 아니지만 이사들은 엄격한 입증책임을 부담하게 된다. 즉, 포이즌필 사용이 회사와 모든 주주들의 이익을 위해 불가피했다는 사실을 법원에서 설득력 있게 입증해야만 적법성을 인정

이사회 포이즌필 사용을 통제할 필요성은 있다. 그러나 지금의 상법 개정안처럼 주주총회 특별결의라는 엄격한 사전적 요건을 모든 기업에 부과하여 획일적이고 극단적인 형태로 반영하고자 하는 것은 바람직하지 않다. 특히 경영진의 사적이익 추구를 막기 위해 주주들의 권한을 강화하여 경영에 간섭하도록 하는 것이 과연 회사와 주주 전체의 이익을 위해 바람직한 것인지에 대해 많은 학자들이 근본적인 의문을 제기하고 있는 상황에서는 더욱 그러하다.<sup>86)</sup>

현재의 상법 개정안처럼 모든 기업들이 자신들의 정관에 근거규정을 마련해야만 포이즌필을 도입할 수 있도록 강제할 것이 아니라 반대로 이사회 결의만으로 포이즌필을 사용할 수 있는 가능성을 열어주고 이것이 마음에 들지 않는 기업들이 자신들의 경영여건과 자본시장의 상황에 따라 다양한 선택을 하도록 하는 것이다. 이럴 경우 법적으로 강제한 것은 아니지만 대부분의 회사에서 주주총회 특별결의 또는 보통결의를 거쳐 포이즌필을 도입·사용할 것이다. 그래야 사후적으로 사법부에서 정당성 판단을 받기가 수월하기 때문이다. 사후적으로 포이즌필 사용이 부당하다고 판단될 경우 이사들은 회사 전체의 이익을 위해 포이즌필을 사용할 회사법상 의무를 위반한 것이므로 막대한 손해배상을 지불해야만 한다. 회사법에서 주주들의 관여 없이 이사회 결의만으로 포이즌필 사용이 가능하다고 해서 정말로 이사회 결의만으로 포이즌필을 사용하는 이사들은 많지 않을 것이다. 그런 이사들이 있다면 자신들

---

받을 수 있다. 법원을 설득하는 것이 쉽지는 않을 것이다. 그러나 우리 상법 개정안처럼 사전에 주주총회 특별결의를 반드시 거쳐야만 한다면 이러한 설득의 기회조차 가질 수 없다.

86) 따라서 일본처럼 회사법 차원에서는 이사회 결의만으로도 포이즌필 사용이 가능하도록 해주고, 주주들의 관여는 회사법이 아닌 행정부의 지침으로 유도하는 것이 바람직하다. 비록 이러한 지침이 법적 구속력은 없지만 대부분의 일본 기업들은 자발적으로 주주총회 결의를 거쳐 포이즌필을 사용하고 있고 일본 사법부도 이러한 경우에 정당성을 인정해 주고 있다. 그러나 주주총회를 거치지 않았다고 해서 우리 상법 개정안처럼 당연위법이 되는 것은 아니다. 회사법 차원에서 이사회의 결의만으로 포이즌필의 도입·사용을 가능케 하는 것을 못마땅하게 생각하는 기업들이 있을 수 있다. 더 나아가 회사법상 포이즌필의 사용가능성 자체가 오히려 외부 투자자들에게 부정적 이미지를 주어 회사 가치를 하락시킬 것이라고 우려하는 기업들도 있을 수 있다. 이러한 기업들은 자신들의 정관에 주주총회 결의를 통해서만 포이즌필을 도입·사용할 수 있다거나 아예 포이즌필을 사용하지 않겠다는 내용을 포함시키면 된다. 물론 정관변경 요건인 주주총회 특별결의를 거쳐야 한다.

의 포이즌필 사용행위에 대해 정당성을 입증할 확신이 있는 경우일 것이다.

기업들이 스스로 주주총회 결의를 통해 포이즌필을 사용하는 경우와 법적으로 강제해서 그렇게 하는 경우는 분명 다르다. 이사회에 포이즌필 사용에 주주들의 의사가 반영되도록 하기 위해 지금의 상법 개정안처럼 주주총회 특별결의라는 엄격한 사전적 요건을 부과하는 것은 득보다 실이 많다. 입법에 의한 강제적이고 획일적인 개입보다는 행정부의 지침과 사법부에 의한 ‘부드러운 개입(자유주의적 개입주의)’을 통해 기업들의 자발적 선택을 유도하는 것이 바람직하다.

### 3. 글로벌 금융위기와 주주자본주의

#### (1) 주주민주주의와 주주자본주의

최근 글로벌 금융위기를 계기로 신자유주의에 대한 비판이 다시 일고 있다. 일반적으로 신자유주의는 금융자본이 기업 운영의 주도권을 가지는 주주자본주의가 핵심이라고 알려져 있다. 그러므로 지금의 금융위기는 궁극적으로 ‘주주자본주의(shareholder capitalism)의 위기’라고 알려져 있다. 그렇다면 지금까지 미국을 비롯한 선진국 경제 정책의 근간을 이루어 온 주주자본주의를 포기하고 대안을 찾아야만 할 시기를 맞은 것인가? 글로벌 금융위기와 주주민주주의에 대한 지금까지의 논의를 바탕으로 이 질문에 답하기 위해서는 우선 여기서 의미하는 주주자본주의가 주주민주주의와 어떠한 관련성을 가지는지를 먼저 살펴볼 필요가 있다.

주주민주주의와 유사한 개념으로 사용되는 것에는 주주행동주의(shareholder activism)와 주주자본주의(shareholder capitalism)가 있다. 이러한 개념들 모두는 회사의 다양한 이해관계인들 중 상대적으로 주주를 중요시한다는 하는 점에서는 동일하다. 그래서 모두 동일한 의미로 사용되기도 하지만 각각의 용어가 강조하고자 하는 바가 조금씩 다르므로 개념적으로는 구별할 필요가 있다. 주주민주주의와 주주행동주의는 경영진의 경영판단 사안에 소수주주들이 적극적으로 개입하여 영향력을 미치려는 것을 의미하는 반면 주주자본주의는 주로 경영자는 회사의 이해관계자 중 주주

의 이익을 위해 경영판단을 해야 한다는 의미로 사용되고 있다. 즉 ‘누가’ ‘누구를 위하여’ 의사결정을 해야 하는가? 라는 회사지배구조 논쟁의 핵심적 질문에 대해 주주민주주의와 주주행동주의는 ‘누가’에 초점이 맞추어져 있는 반면 주주자본주의는 ‘누구를 위하여’에 초점이 맞추어져 있다. 주주민주주의와 주주행동주의의 경우에는 당연히 주주의 경영개입을 중요시하며 주주의 이익을 위한 의사결정을 강조할 것이다. 반면 주주자본주의에서는 주주의 이익을 위해 의사결정을 해야 한다는 것에는 견해가 일치하나 이를 위해서는 오히려 주주가 경영자의 경영판단에 지나치게 개입하는 것은 바람직하지 않다는 견해도 많다. 이러한 견해를 취하는 학자들도 주주자본주의를 지지하는 학자로 분류된다. 이들은 주주들의 적극적 경영개입을 강조하는 주주민주주의나 주주행동주의에 대해서는 반대하지만 주주자본주의에 대해서는 찬성하고 있는 것이다.<sup>87)</sup> 주주민주주의와 주주행동주의를 강조하는 경우는 당연히 주주자본주의를 취하지만 주주민주주의와 주주행동주의를 부정적으로 본다고 해서 주주자본주의 자체를 부정하는 것은 아니다.<sup>88)</sup>

따라서 주주민주주의에 기반을 둔 지나친 주가의 단기이익 추구의 문제점을 지적한 제3장에서의 논의와 이것의 대안으로 제시한 주주의 장기이익 극대화(회사의 장기이익 극대화)와 자유주의적 개입주의 회사지배구조법이 주주자본주의 자체를 비판한 것으로 오해해서는 안 된다. 특히 저명한 경영학자인 로저 마틴(Roger Martin) 교수가 최근 하버드 비즈니스리뷰(*Harvard Business Review*)에 단기주가에 집착해 온 지금까지의 주주자본주의는 글로벌 금융위기 이후 실패했고 앞으로는 ‘소비자 자본주의(customer capitalism)’가 도래할 것이라는 논문이 발표된 이후 이러한 오해의 소지가 많을 것 같다.<sup>89)</sup>

87) 대표적으로 Stephen M. Bainbridge, “Director Primacy: The Means And Ends of Corporate Governance,” 97 *Northwestern University Law Review* 547, Winter 2003.

88) 미국 경제를 흔히 주주자본주의가 지배하는 것으로 본다. 그러나 미국의 주주자본주의를 뒷받침하고 있는 제도적·법적 기반을 자세히 살펴보면 여기서의 주주자본주의는 크게 두 종류로 구분해 볼 수 있다. 필자는 이를 ‘소유권적 주주자본주의’와 ‘계약적 주주자본주의’로 구분한 바 있다. 필자가 생각하고 있는 미국 주주자본주의에 대해서는 신석훈(2009) 참조.

89) Roger Martin, “The Age of Customer Capitalism,” *Harvard Business Review*, January-February 2010. 최근 우리나라 언론에서도 마틴 교수의 주장을 중요하게 다루고 있다(한국

그렇다면 마틴 교수가 지적한 것처럼 글로벌 금융위기 이후 주주자본주의는 몰락하고 있는가? 주주자본주의의 의미를 주주의 단기이익 극대화 추구로 볼 경우에는 맞는 말일 수도 있다. 그러나 주주의 장기이익 극대화 추구로 볼 경우에는 그렇지 않다. 아래에서 살펴보는 바와 같이 주주의 장기이익 극대화는 회사의 장기이익 극대화를 의미하는 것이고 이것은 결국 주주뿐만 아니라 채권자, 소비자, 근로자, 지역 사회 등 회사의 다양한 이해관계인들의 이익 극대화를 의미하는 것이기 때문이다. 그리고 글로벌 금융위기 이후 주주자본주의의 몰락과 소비자 자본주의의 등장으로 평가하는 것이 경영학자인 마틴 교수처럼 경영학적 관점에서는 타당성을 가질지 모르지만 경영학이 아닌 회사‘법’적인 관점에서 보면 다른 접근이 필요하다.

## (2) 주주자본주의와 회사법

로저 마틴(Roger Martin) 교수의 ‘소비자 자본주의(customer capitalism)’에서처럼 경영자는 회사의 목적으로 소비자의 이익을 설정하고 이를 추구해야 한다는 것이 회사 내부에서의 경영정책이라는 측면에서는 바람직할지 몰라도 회사‘법’이라는 측면에서도 과연 받아들일 수 있는 개념인지는 의문이다. 주주자본주의를 단기주가 상승을 통한 주주의 이익극대화로 해석할 경우 많은 문제점이 있지만 이것을 회사법적 관점에서 보면 나름대로 의미가 있다. 회사법상 경영진의 행동에 대한 법적 판단에 있어 객관적인 기준을 제시해 줄 수 있기 때문이다.

---

경제신문 2010년 1월 3일자; 조선일보, 2010년 8월 21일자; 매일경제신문, 2010년 8월 24일자). 마틴 교수 주장의 핵심은 “주주이익 극대화란 결국 주가가 올라야 가능한데, 어떤 경영자도 주가를 계속 끌어올린다는 것은 불가능하다. 따라서 대부분의 경영자는 나중에야 어떻게 되든 우선 주가를 끌어올린 뒤 빠져나가려고 하며 책임은 후임자에게 미룬다. 이렇게 경영자들이 주가에만 신경을 쓰고 장기적인 기업의 잠재적 기반을 키우는 데는 소홀히 함으로써 기업 가치를 훼손시키게 된다. 이것은 궁극적으로 주주의 이익에도 독이 되는 것이다. 따라서 기업의 목적 함수는 ‘주주 가치극대화’에서 ‘행복한 고객과 더 많은 고객확보’로 대체되어야 하며 이것은 주주의 가치를 동시에 높여줄 수 있다. 어떤 사람들은 주주가치 극대화가 종업원 해고 등을 부르기 때문에 나쁜 것이라고 말하지만 내 논리는 다르다. 나는 주주 가치극대화는 결국 주주가치 극대화에 나쁘기 때문에 반대하는 것이다.” (조선일보, 2010년 8월 21일자 인터뷰 내용 중 발췌)



미국과 우리나라 회사법상 경영진은 ‘회사의 이익’을 위해 경영을 해야 할 의무가 있다. 전통적으로 주주자본주의에서는 ‘회사의 이익’을 ‘주주의 이익(주가)’과 동일시해 왔다. 이렇게 하는 것이 결국 회사 전체의 이익으로 귀결된다고 보기 때문이다. 회사와의 관계에서 사전적으로 확정된 권리를 설정할 수 있는 다른 이해관계자들과 달리 주주들은 이들의 권리를 충족시킨 후 나머지에 대해 권리를 가지는 잔여청구권자들이므로 회사의 이익 증진과 관련해 마치 회사의 소유자와 유사하게 행동할 가능성이 가장 크다.

주주 이외의 다른 이해관계인들은 회사와 명시적 계약체결을 통해 자신의 지위를 주주보다 수월하게 보호할 수 있다. 예를 들어, 근로자들은 고용계약에 의해 보호를 받고, 공급자들은 구매계약에 의해, 소비자들은 보증계약에 의해 보호를 받는다. 이러한 명시적 계약은 법적으로 실행가능성이 확실하고 용이하므로 권리보호에 효과적이다. 계약적 보호 외에도 노동법이나 소비자기본법 등의 특별법을 통해 보호를 받고 있다. 그러나 주주들은 원칙적으로 회사의 다른 구성원들의 권리행사 후 남은 잔여재산에 대해 권리를 갖는 잔여재산분배청구권자들이기 때문에 이들의 권리 의무관계를 사전적으로 설정해 놓는 것이 매우 어렵다. 더구나 주식소유자가 분산되어 있어 특별한 보호책을 설정하기 위한 쌍방적 협상이 현실적으로 어렵다. 그렇다면 근로자를 위한 노동법이나 소비자를 위한 소비자기본법과 같이 주주를 위한 법적 보호장치가 필요할 것이다. 회사법이 바로 그러한 역할을 하는 것이다. 회사법에서는 주주들에게 이사를 선임할 수 있는 권리와 이사들이 ‘회사’에 대해 부담하고 있는 회사법상의 신인의무를 위반했을 경우 소송을 제기할 수 있는 권한을 부여하고 있다.<sup>90)</sup> 이렇게 회사법적인 관점에서 보면 주주들은 여전히 다른 구성원들보다 중요한 구성원이다. 이것은 주주가 회사와의 관계에서 다른 구성원들과는 다른 권리구조와 성격을 가지고 있기 때문이다. 따라서 경영자가 추구해야 할 회사의 목표로 주주 이익극대화를 설정하는 것은 나름대로 논리적 근거를 가지고 있다.

또한 경영자들에게 막연히 회사 전체의 모든 이해관계인들의 이익을 위해 경영하

---

90) Roberta Romano, “Corporate Law and Corporate Governance,” 5 *Indus. & Corp. Change* 277, 1996, p.279.

라고 할 경우 자칫 모든 이해관계인들의 이익을 추구한다는 핑계로 자신의 사적 이익만 추구하고 그 어느 누구의 이익도 추구하지 않을 위험이 있다. 따라서 회사법에서는 경영자의 행동을 객관적으로 평가할 수 있는 규범적 기준이 필요하고 주주이익 극대화가 최선은 아닐지라도 차선의 기준이다. 주주이익 극대화 규범이 없다면 이사회 의사결정을 평가하기 위한 기준이 모호해진다. 이사들이 주주를 포함하여 회사의 모든 이해당사자들의 이익을 추구해야 한다는 이해당사자 회사지배구조 모델은 필수적으로 두 주인의 문제(two masters problem)를 야기하기 때문에 이러한 모델이 이사들의 행동을 객관적으로 평가할 수 있는 규범적 기준을 제시해 주는 데 한계가 있다. 예를 들어, 이사회가 오래된 공장을 폐쇄시킨다고 가정해 보자. 이러한 폐쇄는 공장의 노동자들과 지역주민에게는 피해를 줄 것이다. 그러나 이러한 폐쇄는 주주, 채권자, 그리고 공장을 옮긴 곳의 근로자들에게는 혜택을 줄 것이다. 더구나 공장폐쇄는 새로운 공장을 설립한 지역사회에도 혜택을 줄 것이다. 후자의 그룹들은 전자의 희생 없이는 이득을 볼 수 없다. 이러한 상황에서 이사회는 어떠한 기준에 의해 의사결정을 해야 하는가? 주주이익 극대화의 규범은 이러한 상황에서 분명한 답을 제공해 준다. 공장을 폐쇄시키라는 것이다. 반면, 모든 회사 이해당사자들의 이익을 고려하라는 규범은 이사들의 행동을 가이드 할 명확한 기준을 제시해 주기 어렵다. 이것은 이사들의 행동이 법의 요구에 부응하는 것인지를 사전적으로 결정하는 것을 모호하게 만들 것이고 결국 회사지배구조의 운용비용을 증가시킬 것이다.

또한 명백한 기준이 없는 경우, 이사들은 기회주의적으로 행동할 유혹을 받을 것이고 이러한 행동을 다른 이해관계인의 이익을 위한 것이라고 포장해버릴 수 있다. 앞의 예에서 만일 이사들이 오래된 공장을 계속 유지하는 것을 통해 이익을 얻을 수 있다면 공장이 폐쇄될 경우 공장의 근로자와 지역사회에 미치는 부정적 영향을 언급하며 공장을 계속 운영하는 것에 대한 정당성을 확보할 수 있다. 실질적으로 그렇게 하는 것은 근로자와 지역사회를 염려해서가 아니지만 경영진 자신들의 사적 이익을 위해서 그렇게 했다는 사실을 밝혀내는 것은 쉽지 않다. 반대로, 만일 이사들의 이익이 공장을 폐쇄하는 것에 부합한다면 경영진은 회사의 주주, 채권자, 다른 구성원들의 이익을 고려하여 내린 결론이라고 주장하며 공장폐쇄를 정당화할 수 있

다. 모든 사람들에 대해 책임을 지는 이사들은 그 어느 누구에게도 책임을 지지 않는 것이나 마찬가지가 될 수 있다.

앞의 공장 예에서 살펴본 바와 같이, 이해당사자모델은 이사들에게 주주로부터 다른 이해관계인들에게로 이익을 할당시킬 수 있는 권한을 주게 될 위험이 있다. 만일 그러한 규범적 기준이 법적으로 도입된다면 투자자들은 그들이 저축한 돈을 회사주식에 투자하는 데 주저하게 될 것이다. 회사주식에 대한 투자는 주주들에게 그들이 부담하는 위험에 상응하는 수익률을 보장해 주어야만 가능하다. 만일 그렇지 않다면 주주들은 다른 투자를 위해 주식을 매각할 것이고, 적어도 이사들을 더욱 철저히 감시하려고 할 것이다. 두 경우 모두 자본조달 비용의 증가를 초래하게 된다.<sup>91)</sup>

이와 같이 이사들이 자본을 끌어 모으기 위한 매개체로 회사제도를 사용할 경우, 그들은 거래조건의 하나로서 주주의익 극대화 규범을 포함시킬 것이다. 그러므로 이러한 주주의익 극대화 규범은 우리가 가상적으로 생각해 볼 수 있는 다수의 회사들이 선택하였을 조항(majoritarian default)이다. 회사지배구조에서 경영진이 주주의익 극대화를 추구해야 하는 것은 논리 필연적인 이유에서가 아니라 회사 전체 또는 사회적으로 가장 효율적인 차선책이기 때문이다.<sup>92)</sup>

### (3) 주주자본주의와 주주의 장기이익 극대화

회사의 다양한 이해관계인들의 법적지위를 고려해 볼 때 주주는 그 밖의 이해관계인들과는 다른 법적 지위를 가지고 있다는 측면과 경영진의 경영결정을 평가하기 위한 법적기준의 필요성이라는 측면에서 보면 주주자본주의는 의미가 있다.

다만 앞에서 살펴본 것처럼 지나친 주주의 단기이익 추구는 회사의 본질적 가치를 제대로 반영하지 못할 뿐 아니라 오히려 훼손하는 경우도 있다. 또한 주주 사이에서도 단기이익을 추구하는 주주와 장기적 이익을 추구하는 주주 등 이해관계가 다를 수 있다. 그리고 주주 이외의 다른 이해관계자들이 주주보다는 상대적으로 수

91) Stephen M. Bainbridge(2003), p.564.

92) 신석훈 2008(a), p.101 이하 참조.

월하게 확정된 권리를 설정할 수 있고 법적보호를 받을 수 있다는 것이 완벽하게 보호를 받을 수 있는 것도 아니다. 따라서 회사법 차원에서는 오직 주주의 이익극대화만 고려하고 주주 이외의 다른 이해관계인들의 권리보호를 개별적인 계약이나 회사법 이외의 개별법에만 맡겨둘 수도 없다.

주주의 법적지위, 경영판단 평가를 위한 법적기준의 필요성, 주주 이외의 이해관계인들의 이익보호 등의 모든 요소들을 고려할 경우 경영진이 추구해야 할 회사의 목표로 ‘주주의 장기적 이익극대화’를 설정하는 것이 가장 적절하다. 이것은 ‘회사의 장기이익(long-term profitability) 또는 회사의 본질적 이익(intrinsic interests)’ 극대화에도 가장 잘 부합한다. 이것은 또한 장기적 관점에서 보면 주주의 이익과 그 밖의 회사의 이해관계인들인 채권자, 근로자, 소비자, 지역사회 등의 이익이 일치한다는 것을 의미하는 것이다.

결국 경영자가 추구해야 할 회사의 목표는 ‘회사의 본질적 가치극대화’이고 이렇게 할 경우 주주를 포함한 모든 회사의 이해관계인들의 이익은 증가된다. 여기서 해결해야 할 문제는 어떻게 하는 것이 ‘회사의 본질적 가치’를 극대화하는 것인지, 그리고 회사의 본질적 가치를 극대화하는 것을 회사의 모든 이해관계인들이 원하고 있고 이들의 이익에 부합하는지 등에 관한 문제이다. 전자는 회사 가치 평가의 문제이다. 이미 설명한 바와 같이 회사 가치는 회사가 매년 벌어들일 현금흐름을 현재가치로 할인한 것이고 주식시장에서의 회사 가치 평가와 회사의 내재적 가치는 차이를 보인다. 이러한 현금흐름을 증가를 통해 회사 가치를 증가시키는 것이 주주나 채권자의 이익에 부합한다는 사실은 직관적으로도 알 수 있다. 주주는 배당, 채권자는 자금회수를 위해 회사의 현금창출능력에 관심을 가질 것이므로 회계학적인 수익보다 회사의 현금흐름에 관심을 가질 것이다. 이와 같이 회사의 가치는 기본적으로 현금창출능력에 의해 결정되고 이것을 주주와 채권자 모두가 원할 것이므로 이것이 경영자가 추구해야 할 목적이다.<sup>93)</sup> 주주와 채권자 이외의 다른 이해관계자들도 회사

---

93) 회사의 가치를 극대화할 이사의 의무는 미래의 현금흐름의 할인가치를 극대화하는 프로젝트를 선택하는 것이다(Net Present Value: NPV). 그리고 회사의 가치는 자본구조와 무관하게 독립적으로 결정된다는 Modigliani-Miller 이론과 투자결정과 자금조달결정은 서로 별개로 이

가 장기적으로 많은 이익을 창출하는 것에 당연히 동의할 것이다.<sup>94)</sup>

이와 같이 경영진이 추구해야 할 회사의 목표인 ‘주주의 장기이익 극대화’와 ‘회사 가치 극대화’가 궁극적으로 동일하고 주주자본주의를 ‘주주의 장기이익 극대화’로 본다면 경영진은 주주만이 아닌 회사의 모든 이해관계인들의 이익을 위해 경영의사 결정을 해야 한다고 보아 온 이해당사자 자본주의와 구별하기가 어렵다는 견해가 있다. 주주자본주의에서 의미하는 주주가치 극대화를 단기적 주식가치의 극대화로 해석하면 주주자본주의와 이해당사자 자본주의는 명확히 대립되지만 그렇지 않고 장기적 주주가치 극대화로 해석한다면 실질적으로 주주자본주의와 이해당사자 자본주의는 구별하기 어렵고 단순히 용어 사용의 문제에 불과하다는 것이다. 즉 경영진의 행동규범을 제시해 주어야 하는 회사법적 관점에서 보면 장기적 관점에서의 주식 가치 극대화와 회사의 모든 이해관계인들의 부의 극대화를 실질적으로 구별하는 것은 어렵다는 것이다. 따라서 이러한 견해에서는 장기적 관점에서의 주주의 이익 극대화를 추구하는 것이 회사의 목적이라고 보면서도 주주자본주의를 전제로 한 “주주 중심(Shareholder primacy)”이라는 용어를 사용하는 것은 마치 주주 이외의 다른 이해관계인들의 이익은 무시하는 듯한 오해를 일으키며 주주와 갈등만 야기할 수 있으므로 바람직하지 않다고 주장한다.<sup>95)</sup>

이러한 주장에 한편으로 동의하면서도 주주와 다른 이해관계인들과는 법적 지위에서 차이가 있고 경영자의 판단에 대한 법적 기준을 제시해 줄 필요가 있다는 점을 고려해 보면 ‘회사법’적인 관점에서 주주자본주의를 ‘주주의 장기적 이익’이라고 이해하는 것은 이해당사자 자본주의와 분명 차이를 보인다. 미국 델라웨어주 법원이

---

루어진다. 피셔의 분리이론(Fisher's separation theorem)을 사용하여 NPV를 극대화하는 것이 주주와 채권자 사이의 이해갈등을 야기하지 않는다는 사실을 보일 수 있다. 회사의 가치를 극대화하는 이사의 의무는 회사의 모든 구성원들의 이익으로 귀결된다는 것이다. 이것은 이사가 의도적으로 ‘개별 구성원들의 이익(specific interests of its constituencies)’을 증가시키기 위해 노력한 결과가 아니라 ‘회사 가치의 극대화(intrinsic interests of the corporation)’라는 의무에 충실한 결과이다. 자세한 내용은 Remus D. Valsan, Moin A. Yahya(2007) 참조.

94) 개별 구성원들이 회사가 장기이익 창출 목표를 설정하기를 원할 것이고 이것이 이들에게 이익이 될 것이라는 것에 대해서는 Nadelle Grossman(2010) IV 참조.

95) 자세한 내용은 Margaret M. Blair(2003) 참조.

경영자의 경영판단이 단기주가에 부정적인 영향을 준다고 해도 주주들의 장기적 이익을 증진시킬 수 있다는 신념하에서 행동한 것이라면 경영판단의 원칙에 의해 보호를 받을 수 있다고 하면서도<sup>96)</sup> 주주의 이익을 희생하며 다른 이해관계인들의 이익을 추구해서는 안 된다고 판시한 것<sup>97)</sup>은 이러한 관점에서 이해될 수 있다.

#### (4) 주주자본주의와 주주의 선호

주주들 중에는 회사의 장기적 이익에 관심을 가지는 주주도 있지만 회사의 장기 발전에 역행하더라도 단기주가 상승만을 선호하며 이를 경영자들에게 요구하는 주주들도 있다. 그리고 이들은 자신들과 같은 주주에게 더 많은 권한을 줄수록 회사 가치는 증가한다고 주장하며 마치 모든 주주 또는 회사 전체 이익의 대변자처럼 행동하며 경영진과 대립하기도 한다. 물론 이들도 회사의 구성원들이므로 기회주의적으로 행동하는 것이 아니라면 이들의 의사도 존중되어야 한다. 그러나 회사의 경영과 관련된 의사결정과정에서 주주들에게 더 많은 권한을 주어야 한다고 주장하는 일부 주주들의 목소리가 주주 전체의 진정한 선호(preference)를 표출하고 있는지는 의문이다.

주주행동주의나 주주민주주의에 기반을 둔 일부 주주들은 최근 금융위기를 계기로 자신들의 권한 강화를 주장하며 회사지배구조 개혁을 주장하고 있고 이미 언급한 바와 같이 이러한 관점이 최근 미국 금융개혁법에 반영되었다. 그러나 이미 특정 회사의 주주가 된 후인 사후적(ex post) 시점이 아닌 특정 회사의 주주가 되려는 사전적(ex ant) 단계에서도 주주들은 자신들의 권한을 강화하고자 하는 선호를 가지고 있었는지는 의문이다.

제2장에서 설명한 바와 같이 경영진보다 주주들의 권한이 상대적으로 약한 델라웨어주에 더 많은 회사들이 설립되고 있다. 이러한 사실은 주주들이 최적 회사지배구조를 요구할 수 있는 권한을 가진 IPO 단계에서 자신들의 의결권을 제한하면서

96) Paramount Comms., Inc. v. Time Inc., 571 A.2d 1140(Del. 1989)

97) Simons v. Cogan, 549 A.2d 300, 303(Del. 1988)

상대적으로 경영진의 권한을 강화하는 회사규정을 선호하고 있다는 사실을 보여주고 있는 것이다. 특히 차등의결권을 통해 회사 내부 지배주주의 권한을 강화하며 외부의 일반주주들의 권한을 약화시키고자 한 구글(Google)의 기업공개 시 많은 투자자들이 몰린 것은 좋은 예이다.

그렇다면 주주들은 왜 자신들의 권한이 상대적으로 약한 회사를 회피하는 것이 아니라 선호하는 것일까? 이것은 계약주의 회사관의 관점(nexus of contracts approach)에서 설명될 수 있다.<sup>98)</sup>

회사의 구성원들은 회사를 구성하는 단계에서 자신들의 이익을 증진시키기 위한 효율적인 합의의 일환으로 이사회나 경영진의 경영판단에 따를 것을 ‘자발적’으로 받아들일 것이라고 ‘가상’해 볼 수 있다. 즉 이사회나 경영진이 주주의 이익만이 아닌 다른 이해관계인들의 이익을 고려하도록 해도 주주들이 이러한 제안을 받아들이는 데 합의할 것이라고 가정한다. 왜냐하면 이러한 합의를 통해 주주들은 회사자산에 대한 자신들의 통제권을 약화시키고 이러한 통제권을 의도적으로 제한하는 것이 궁극적으로 자신들에게 이득이 될 것이라고 생각하기 때문이다.

달리 말해, 주주들은 회사에 꼭 필요한 자본 이외의 다른 기업 관련 특수투자자들에게 주주들의 이익만이 아니라 그 밖의 이해관계인들의 이익도 고려할 것이라는 것을 신호하여 이러한 기업 관련 특수투자자들을 끌어 모으기 위해 자신들의 손(통제권)을 ‘의도적’으로 묶어(tie their own hands) 두려고 할 것이라는 것이다. 이로 인해 주주 자신들이 피해를 보는 경우도 있겠지만, 궁극적으로는 회사 전체, 더 나아가 주주 자신들에게도 이득이 된다고 판단할 것이다.<sup>99)</sup>

다양한 생산요소들이 특정한 회사에 특화된 기여, 즉 기업 관련 특수투자를 하는 것은 분명 효율적이고 바람직하겠으나 이러한 기업 관련 특수투자가 이루어지면 구성원들 간의 책임회피(shirking)와 지대추구(rent-seeking) 행위, 버티기 문제(hold-up problem) 등이 발생할 수 있다. 그러므로 회사라는 조직을 구성하고 이를 통한 생산

---

98) Margaret M. Blair & Lynn A. Stout, Margaret M. Blair & Lynn A. Stout(1999), p.255. 참조.

99) Lynn A. Stout(2003), p.667, p.670.

으로부터 이익을 추구하고자 하는 합리적 개인들은 조직 구성원들 사이에서 발생하는 이러한 문제들을 방지하기 위해 사전적으로 계약을 체결하고자 할 것이나 계약 체결 과정에서 발생하는 다양한 거래비용(불확실성, 복잡성, 기회주의) 때문에 당사자들의 이러한 노력은 한계에 부딪힐 수밖에 없다. 이러한 상황을 잘 알고 있는 계약 당사자들은 사전적으로 구체적인 권리의무관계를 설정하려고 하기보다는 조정자적 위계(mediating hierarchy)를 가지고 있는 내부적 지배구조를 채택하고 이를 통해 조직 구성원들 사이에서 발생하는 다양한 문제를 해결하려고 할 것이다. 다만 이러한 내부적 지배구조 메커니즘이 효율적으로 작동하기 위해서는 조직 구성원들이 조직 전체의 이익을 고려하지 않고 각자 자신들의 입장만을 주장하는 것을 자제하는 것이 필요하다. 즉 회사 조직의 구성원들은 조직을 통한 생산에서 항상 발생하는 다양한 계약적 문제들(기회주의, 버티기)을 해결하기 위해 회사자산에 대해 개별적으로 자신들의 권리를 주장하는 것을 자제하고 회사에 대한 전반적인 통제권을 중립적 의사결정권자인 이사회나 경영진에게 부여하는 것에 자발적으로 합의할 것이다.<sup>100)</sup> 따라서 특정 회사를 선택할 수 있는 기회가 사전적으로 주어진 상황에서 선택을 한 후 사후적으로 회사지배구조 개혁을 주장하며 자신들의 권한을 강화하려는 것은 회사 전체의 이익 증진을 통해 자신들의 이익을 극대화하고자 했던 사전적 선호를 변경해 기회주의적으로 행동하려는 것일 가능성이 크다.<sup>101)</sup>

일부 주주들의 이러한 기회주의적 행동을 막기 위해 경영진은 주주의 단기주가가 아닌 장기이익 극대화를 추구해야만 한다. 그러나 경영진은 이사회를 통해, 이사회는 주주총회를 통해 구성되므로 주주와 회사 전체의 장기이익이 아닌 단기이익 추구를 요구하는 일부주주들의 압력을 경영진이 거부하기는 쉽지 않다. 따라서 경영진

100) 이러한 설명은 전통적으로 주주자본주의와 대립되어 온 이해당사자 자본주의와 유사하다. 경영진은 주주만이 아닌 회사의 모든 이해당사자의 이익을 위해 의사결정을 해야 한다고 보기 때문이다. 그러나 전통적인 이해당사자 자본주의에서는 회사의 본질을 사적 소유물이 아닌 사회적 실체로 보는 반면 본문에서의 설명은 회사 구성원들의 의사를 존중하고 이를 추정하여 이론을 구성하는 계약주의 회사관에 기반을 둔 것이다. 따라서 외형적으로는 비슷할지 몰라도 논리적 기반은 완전히 다르다고 할 수 있다. 회사의 본질과 회사지배구조 논쟁과의 관련성에 대해서는 신석훈 2008(a) 참조.

101) Lynn A. Stout(2007), p.805 참조.



이 일부 주주의 단기이익 추구압력에 대응하며 주주 전체와 회사의 장기이익을 추구하도록 하기 위한 제도적 기반이 필요하다. 이러한 제도적 기반을 마련하기 위해 회사법상 ‘회사’에 대한 이사와 경영진의 의무를 주주와 회사 전체의 ‘장기이익’ 추구 의무로 해석하고<sup>102)</sup> 이러한 장기적 관점에서의 경영판단은 ‘경영판단의 원칙 (business judgement rule)’<sup>103)</sup>에 의해 보호되어야 한다.<sup>104)</sup>

102) 우리나라와 미국 모두 회사법상 경영진과 이사는 ‘회사’의 이익 증진을 위해 회사를 경영할 의무를 부담하고 있다. 회사를 위해 경영판단을 해야 한다는 회사법상의 경영진의 의무를 ‘모든 주주의 장기적 이익 증진’으로 해석하여 구체적 사건에서 적용하지는 것이다. 경영진의 주주와 회사의 장기이익 추구의무를 입법적으로 규정하지 않고 경영진의 신인주의의 ‘해석’을 통해 부과하는 이유는 주주나 회사의 장기이익을 추구하는 방법은 개별회사의 사업구조에 따라 다양할 수밖에 없으므로 입법적으로 규정할 경우 자칫 모든 회사에 획일적인 의무를 부과할 위험이 있기 때문이다. 즉 입법에 의한 획일적인 규정중심(rules-based approach)보다는 신인주의에 의해 제공되는 standards-based approach를 사용하는 것이 바람직하다. Nadelle Grossman(2010), p.58 참조.

103) 경영판단의 원칙이란 합리적이고 신중한 이사에 의한 결정을 보호하기 위해 법원의 개입을 자제하는 원칙이다. 오직 심각한 태만이나 불법적 행동에 대해서만 책임을 묻겠다는 것이다. 이 원칙은 합리적인 정보(reasonable information)에 기초하며 합리성을 가지고 내려진 경영판단은 비록 그 결과가 회사의 입장에서 나쁜 결과를 야기하더라도 이사에 책임이 발생하지 않는다는 것이다. 이와 같이 이사에 책임을 묻는 것을 자제하는 이유는 회사가 성장하고 발전하기 위해서는 혁신(innovation)과 위험 감수(risk-taking)가 반드시 필요하므로 경영진은 지속적으로 위험-수익(risk-return) 계산을 해야만 하고 이 과정에서 불가피하게 경영실패가 발생할 수 있는데 이러한 실패를 모두 경영진의 책임으로 돌린다면 오히려 회사발전에 역행할 수 있기 때문이다.

104) 이미 언급한 바와 같이 델라웨어주 법원은 경영진이 단기주가에 부정적 영향을 준다고 해도 주주들의 장기적 이익을 증진시킬 수 있다는 신념하에서 행동했다면 경영판단의 원칙에 의해 보호받을 수 있다고 본다. 그렇다고 경영진이 주주의 장기이익 증진을 위해 경영판단을 해야 할 회사법상의 의무가 있다고 보지는 않는다. 그래서 글로벌 금융위기 이후 단기실적주의를 극복하기 위해서는 적극적으로 이러한 의무를 경영진에게 부과해야 한다는 견해가 있다. 즉 지금까지는 경영진에게 많은 재량을 주어 경영진이 주주의 단기이익을 추구할지 장기이익을 추구할지를 경영진이 경영판단의 원칙하에서 선택할 수 있도록 하고 있으나 이렇게 할 경우 주주행동주의자들의 단기주가 상승압력에 경영진이 적극적으로 대응할 수 없었다는 것이다. 따라서 회사법상 경영진의 의무를 주주의 장기이익 추구라고 해석하여 단기주가 상승압력에 따르는 것이 회사법상 의무를 위반하는 것이 될 수 있음을 주장하며 적극적으로 이러한 압력에 맞설 수 있도록 하자는 것이다. Nadelle Grossman(2010) 참조.

## 제 5 장

### 요약 및 결론

2010년 7월 21일, 글로벌 금융위기 이후 논의되어 왔던 미국 금융규제개혁법이 발효되었다. 대공황 이래 가장 강력하고 포괄적인 금융규제개혁 내용을 담고 있다. 이 법은 금융위기의 원인을 야기했다고 비판받던 금융회사와 금융산업을 규제하며 연방 차원에서 감독을 강화하기 위한 것이다. 그러나 여기서 그치지 않고 있다. 모든 상장회사의 회사지배구조 실패에 근본적인 원인이 있다고 보며 금융산업 외의 일반 상장회사에 적용되는 회사지배구조 개혁조항들도 다수 포함되어 있다. 주주들이 이사선임, 이사회 구조, 임원보수 등과 관련된 사안에서 앞으로 더 큰 목소리를 낼 수 있도록 하는 조항들이 대부분이다.

금융개혁법에 포함되어 있는 회사지배구조 개혁조항들이 금융시스템 개혁조항들에 비해 상대적으로 주목을 덜 받고 있는 듯하다. 그러나 회사지배구조 개혁조항들은 이사(경영진)와 주주 간의 권한분배라는 가장 중요한 회사지배구조 쟁점과 관련되어 있다. 또한 주주민주주의(shareholder democracy)라는 현대 회사지배구조 논쟁에서 가장 어렵고 민감한 주제가 숨어 있다. 따라서 미국 회사지배구조에 큰 변화와 많은 논쟁을 야기할 것이다.

금융개혁법상 회사지배구조 개혁조항들의 입법 배경은 상장회사 경영진이 회사의 주인인 주주이익을 희생시키며 자신들의 사적 이익을 추구해 온 것이 이번 금융위기의 중요한 원인 중 하나라는 것이다. 이를 치유하기 위해 경영진에 대한 소수주주들의 통제를 강화하여 주주들에 대한 경영진의 책임의식을 보다 강화해야 한다는 주주민주주의 논리가 깔려 있다.

## 주주민주주의와 위임장 접근(proxy access)

이번 회사지배구조 개혁조항 중 가장 논란이 많았던 것은 예전부터 주주민주주의의 상징적 제도로 여겨져 왔던 위임장 접근(proxy access)에 관한 것이다. 상장회사에서 수많은 주주들이 주주총회에 참석하여 의결을 할 것이라고 기대하기는 어렵다. 경영진이나 일부 주주들이 총회 참석에 소극적인 대다수의 주주들로부터 위임장(proxy)을 받아 대신 의결권을 행사하는 것이 일반적이다. 다만 주주들에게 위임장 권유를 할 때 주주들이 충분한 정보에 기초해 위임 여부를 판단할 수 있도록 위임장 설명서(proxy statement)를 제공하도록 하고 있다. 그러나 이것을 작성하여 수많은 주주들에게 발송하는 데는 상당한 비용이 소요된다. 경영진이 위임장 권유를 할 경우에는 회사 업무의 일환으로 보아 회사비용으로 처리할 수 있다. 그러나 일부 주주들이 다른 주주들을 상대로 위임장 권유를 할 경우에는 자신들의 비용으로 해야 한다. 그만큼 소수 주주들이 위임장을 통해 자신들의 의견을 주주총회에 상정할 수 있는 기회가 적을 수밖에 없다. 만일 경영진이 발송하는 위임장 설명서에 소수주주들이 제안하고자 하는 내용을 포함시킬 수 있다면 회사비용으로 위임장 권유를 한 것과 동일한 효과를 얻을 수 있을 것이다. 특히 이사 후보 추천과 선임에 관련된 내용을 회사비용으로 발행되는 위임장 설명서에 포함시킬 수 있도록 할 경우 소수주주들이 이사회 구조와 경영에 상당한 영향을 미칠 수 있게 된다. 이번 개혁법에서 이것이 가능하도록 한 것이다.

그러나 입법 전부터 반론 또한 만만치 않았다. 이사들은 자신을 추천해 준 소수주주들의 이익을 위해 다른 주주나 회사 전체의 이익을 희생시킬 수 있다는 것이다. 또한 잦은 이사선임 경쟁으로 이사들이 장기적 관점에서의 투자보다는 단기적 주가에만 집착할 우려가 있다는 것이다. 이사들이 소수주주들의 눈치를 보며 주주총회가 정치판이 될 수 있다는 것이다. 위임장 접근을 포함한 이번 개혁법상의 주주민주주의 강화조치들은 금융위기에 대한 대응방안으로 나온 것들이므로 이러한 조항들에 대한 평가는 결국 금융위기의 원인규명에 달려 있다. 물론 금융위기에 대한 원인은 다양하겠지만 여기서는 주로 회사지배구조, 즉 이사(경영진)와 주주의 권한분배라는 관점에서 살펴보도록 한다.

## 글로벌 금융위기의 원인과 회사지배구조

금융위기의 근본적 원인은 모든 국민들이 주택을 소유할 수 있도록 하기 위해 대출기준을 완화하며 갚을 능력이 없는 사람들에게까지도 주택담보대출을 해준 미국 정부정책에 있다. 그리고 금융기관의 경영자들이 이러한 고위험의 주택담보대출채권을 다양한 형태로 증권화하여 일반 투자자들에게 판매한 것이 또 하나의 원인이다. 이러한 증권은 애초에 갚을 능력이 부족했던 사람들에게 대한 채권에 기반을 둔 고위험 증권이어서 일반 투자자들이 이를 구입하려 하지 않을 것이다. 그러나 정부 보증회사의 보증과 신용평가 회사들의 높은 신용등급부여로 이러한 고위험성은 버블 속에 가려져 투자자들의 눈에서 잠시 사라져 버렸다. 그러나 주택담보대출을 받은 채무자들이 주택대출금을 연체하고 주택가격이 하락하기 시작하자 버블 속에서 저위험의 금융상품으로 둔갑해 있던 고위험의 금융상품들이 버블이 터짐과 동시에 실체를 드러내며 금융위기가 발생하기 시작한 것이다. 그리고 금융회사의 경영진들은 탐욕의 표상으로 지목되며 비판받기 시작하였다. 이러한 비판은 금융위기와 직접적으로 관련이 없는 모든 상장회사들의 경영진들에게까지 확산되기 시작하였다. 주주권한 강화를 통해 경영자들의 탐욕을 막고자 금융개혁법상 다양한 회사지배구조 개혁조치들이 마련되었다. 과연 금융위기는 금융회사의 경영진, 일반 상장회사의 경영진들이 주주들의 이익을 무시하며 사적이익을 추구한 결과인가? 그래서 주주민주주의를 강화하는 것이 금융위기 이후 회사지배구조 개혁방향이 되어야 하는가?

경영진들은 주주들의 신뢰를 저버린 것이 아니라 오히려 단기주가를 상승시켜 주주들에게 더 많은 수익을 돌려주고자 하였다. 그렇지 않으면 자신의 자리보존에 위협을 받을 수 있기 때문이다. 그런데도 금융위기 극복 수단으로 주주권한을 강화하는 주주민주주의를 강화하고자 하는 개혁조치들은 문제를 더욱 악화시킬 수 있다. 금융위기 발생 직전인 2007년까지 위기의 주범으로 지적되던 은행들의 주식은 다른 S&P500 기업들보다 더 높은 이익을 내고 있었다. 또한 위기 직전 3년 동안 S&P500 기업들은 주주들의 단기주가 상승요구 압력에 부응하기 위해 사내유보금으로 제품생산을 위한 투자보다 자기주식을 사들이는 데 더 많은 돈을 사용했다. 이

러한 사실들을 보면 경영진이 주주이익을 무시했기 때문에, 또는 주주들이 경영진을 통제할 수 없었기 때문에 금융위기가 확산된 것이 아니다.

문제는 여기서의 주주이익이 회사의 장기적 발전을 저해할 수 있는 단기이익이라는 데 있다. 자신들이 투자한 주택담보대출 관련 증권에 내재되어 있던 장기적 위험 요소들을 신중히 고려하지 않고 단기적 주가상승으로부터 오는 금융적 보상에 주로 관심을 가졌던 전문 경영인들의 단기실적주의(Short-Termism) 추구와 이에 열광한 주주들이 문제였던 것이다. 그런데도 회사지배구조 개혁법에서는 소수주주들의 권한을 오히려 강화시키고 있어 사태를 더 악화시킬 것이라는 우려가 제기되고 있다. 결국 이번 회사지배구조 개혁법은 금융위기의 발생 원인에 대한 올바른 진단에 기초한 것이라고 보기 어렵다. 민주당 성향의 의원들이 의회와 증권거래위원회(SEC)의 다수를 차지하게 된 정치적 상황과 금융위기라는 경제적 상황이 맞물리며 지난 10년 동안 소수주주 권한 강화를 통한 주주민주주의 실현을 주장해 온 주주행동주의자들의 시도가 개혁법에 반영된 것에 불과하다는 지적이 나오고 있는 것도 이러한 이유 때문이다.

## 글로벌 금융위기 이후 회사지배구조 개혁방향

금융위기의 원인이 단기주가에 지나치게 민감한 경영진들의 경영에 있었다면 단기적 관점이 아닌 장기적 관점에서 회사 가치의 극대화를 추구할 수 있는 제도적 환경을 조성해 주는 것이 회사지배구조 개혁방향이 되어야 할 것이다. 그리고 이러한 개혁은 자유주의적 개입주의 회사법에서부터 출발한다. 그 내용은 ‘집중된 경영권’의 제도적 보장과 이것의 남용을 막기 위해 경영진에게 ‘모든 주주의 장기이익 극대화’를 추구하도록 하는 의무부과이다(개입주의). 전자는 회사법상 경영판단의 원칙(business judgement rule) 확립과 회사소유구조의 유연화(Control Enhancing Mechanisms; CEM), 포이즌필(Poison Pill)과 같은 경영권방어 장치 등을 통해 보장될 수 있고, 후자는 회사법상 이사의 주의의무 또는 충실의무의 내용을 해석하는 과정에서 보장될 수 있다. 그리고 회사법이 제시해 준 회사지배구조의 기본모델, 즉 ‘집중된 경영권 보호’와 모든

경영진의 ‘주주들의 장기이익 극대화 의무’를 구체적으로 어떻게 설계해 나갈 것인가는 개별회사들이 자신들이 처한 상황에 따라 다양할 수밖에 없으므로 정관을 통해 유연하게 설계할 수 있도록 해야 한다. 즉 회사법은 강행법규적 성격이 아닌 임의법규적 성격을 가져야 할 것이다(자유주의).

이와 같이 글로벌 금융위기 이후 회사지배구조 개혁방향은 단기실적주의(Short-Termism)를 극복하고 모든 주주들과 회사의 장기발전을 도모할 수 있는 제도적 기반을 조성하는 것이 되어야 한다. 단기주가에 집착할 수밖에 없는 전문경영인과 달리 장기적 안목을 가질 수 있는 오너경영 체제, 단기적 시세차익을 노리는 투자자들보다 장기적 주식소유자들에게 더 많은 의결권을 부여하는 차등의결권, 시세차익만을 노리는 가치파괴적인 경영권 위협에 대항하기 위한 포이즌필 등이 금융위기 이후 단기실적주의 극복을 위한 대안들로 주목받고 있다.

그러나 지금까지 우리는 전문경영인 체제, 1주1의결권, 회사지배권 시장 등을 가장 이상적인 제도들로 보며, 이와 상반되는 오너경영 체제, 차등의결권, 포이즌필 등을 비정상적·비민주적·반시장적 제도들로만 봐왔다. 그래서 기업집단 체제의 오너경영은 공정거래법과 각종 금융관련법에서 규제를 받고 있고, 차등의결권은 현행 상법상 1주1의결권 원칙 때문에 사용될 수 없으며, 포이즌필은 오랜 논쟁 끝에 상당히 제한된 조건하에서만 사용할 수 있도록 상법개정안이 마련되어 있지만 이마저도 국회통과가 불투명하다.

글로벌 금융위기가 회사지배구조 정책에 주는 교훈은 분명하다. 모든 회사들에 적합한 하나의 이상적인 회사지배구조는 없다(one size does not fit all). 따라서 글로벌 금융위기 이후 회사지배구조 개혁은 장기적 관점에서 경영판단을 할 수 있는 제도적 틀을 마련해 주고, 이러한 틀을 구체적으로 어떻게 활용할 것인가는 개별 회사들의 선택에 맡기는 자유주의적 개입주의(libertarian paternalism)에 기초해야 할 것이다.

## 글로벌 금융위기 이후 주주자본주의

글로벌 금융위기 이후 경영진이 추구해야 할 의무는 회사법에서 제시하고 있는

것처럼 ‘회사’의 이익이다. 물론 위기 이전에도 경영진이 회사법상 추구해야 할 의무는 회사의 이익이었다. 그렇다면 금융위기 이후 회사지배구조 개혁방향은 회사법상 ‘회사의 이익’을 어떻게 해석할 것인가에 관한 것이다. 최근 개혁론자들이 주장하는 것처럼 이번 금융위기가 회사지배구조 자체의 시스템적인 실패에서 기인한 것이 아니다. 다만 지금까지 회사지배구조와 관련해 주류적인 입장인 전통적인 주주자본주의에서처럼 ‘회사의 이익’을 주주의 단기이익인 주가와 동일시해서는 안 된다는 점은 분명하다. 이와 관련해서는 최근 많은 공감대가 형성되고 있다. 그리고 이에 대한 대안으로 전통적으로 주주자본주의와 대립되어 온 ‘이해당사자 자본주의’와 마틴 교수의 ‘소비자 자본주의’가 주목받고 있다. 전통적 주주자본주의에 대한 이러한 대안들이 나름대로 의미를 가질 수 있지만 문제는 이러한 대안들이 회사‘법’적으로도 받아들여질 수 있는 대안이어야 한다. 회사지배구조에 관한 문제가 단순히 회사 경영정책의 일부분으로 논의되는 데 국한된다면 모르겠지만 회사의 다양한 이해관계인들 간의 이해갈등은 중국적으로 법적 분쟁으로 표출될 수밖에 없고 이러한 분쟁 중 상당 부분은 경영진의 의무위반과 관련된 것이다. 그렇다면 이러한 분쟁에서 경영진의 의무위반 여부를 판단할 수 있는 잣대가 있어야 할 것이고 회사법상 ‘회사의 이익 추구’ 의무가 바로 그것이다. 결국 이해당사자 자본주의에서는 ‘회사의 이익=회사의 모든 이해당사자의 이익’, 그리고 소비자 자본주의에서는 ‘회사의 이익=소비자의 이익’으로 보는 것이다. 이렇게 보는 것이 궁극적으로는 회사 전체의 이익에 부합한다는 것이다. 그러나 문제는 이러한 것들이 개별 회사의 경영정책 차원이 아닌 회사법 차원에서 경영진의 의무위반 여부에 대한 기준을 제시해 줄 수 있겠느냐는 것이다. 이해당사자 자본주의는 앞에서 살펴본 바와 같이 두 주인 문제(tow master problem)를 야기하게 되고 소비자 자본주의는 고객의 행복과 더 많은 고객의 확보라는 경영전략으로서는 몰라도 이사의 의무판단을 위한 법적 기준이 될 수는 없다.

결국 회사‘법’이라는 규범적 관점에서 회사지배구조를 바라볼 경우 주주자본주의는 최선은 아니지만 차선의 대안은 될 수 있다. 그러나 ‘누가’ ‘누구의 이익을 위해’ 경영판단을 해야 할 것인가라는 회사지배구조의 본질적 물음에 ‘주주가’ ‘주주의 단기이익(주가)을 위해’라고 답을 하는 전통적인 주주자본주의는 많은 문제점을 가지고

있다. 전자는 주주민주주의와 주주행동주의와 관련된 것으로 후자인 주주의 단기이익 추구의 한 원인이다. 따라서 주주민주주의와 주주행동주의의 문제점을 분명히 인식하고 주주의 장기이익 극대화 추구를 가능케 할 수 있도록 주주자본주의를 새롭게 인식하며 회사지배구조를 설계해야 한다. 이것은 주주자본주의 포기를 의미하는 것이 아니라 개선을 의미하는 것이다. 글로벌 금융위기 이후 주주자본주의 개선방향은 ‘집중된 경영권’과 ‘주주의 장기이익 극대화’를 담보할 수 있는 회사법제의 마련이다.



## 참고문헌

---

- 신석훈, 『주주자본주의에 대한 법경제학적 접근』, 한국경제연구원, 2009(a).
- \_\_\_\_\_, 『회사의 본질과 이사의 의무』, 한국경제연구원, 2009(b).
- \_\_\_\_\_, 『회사의 본질과 경영권』, 한국경제연구원, 2008(a).
- \_\_\_\_\_, 『미국과 일본의 포이즌필 운용에 대한 정책적 시사점』, 한국경제연구원, 2008(b).
- Arthur McMahon Iii, “How Recent And Proposed Changes In State And Federal Law Will Affect Corporate Governance At Public Companies,” Aspatore, March, 2010.
- Alon Brav et al., “Hedge Fund Activism, Corporate Governance, and Firm Performance,” 63 *J. Fin.* 1729, 2008.
- Andrew R. Brownstein, Igor Kirman, “Can A Board Say No When Shareholders Say Yes? Responding To Majority Vote Resolutions,” 60 *Business Lawyer* 23, November, 2004.
- Business Roundtable, “Corporate Governance and Shareholder Empowerment,” 21 April 2010.
- Cass R. Sunstein & Richard H. Thaler, “Libertarian Paternalism Is Not an Oxymoron,” 70 *U. CHI. L. REV.* 1159, 2003.
- Christopher M. Bruner, “Corporate Governance Reform in a Time of Crisis,” Washington & Lee Legal Studies Paper No.2010-9, 2010.
- Clark. Judge and Richard Torrenzano, “Capitalism by Proxy Fight,” *Wall Street Journal*, 22 November 2009.
- Curtis J. Milhaupt, “In The Shadow of Delaware? The Rise of Hostile Takeovers In Japan,” *Columbia Law Review*, November 2005.

Comment Letter from Arden Phillips, Chair, Association of Corporate Counsel: Corporate and Securities Committee to U.S. Sec. & Exch. Comm'n 1(Aug. 17, 2009), available at <http://www.sec.gov/comments/s7-10-09/s71009-337.pdf>

Corporate Governance Update, 22 January 2009.

David Larcker, "The Regulation of Corporate Governance," 3 May 2010.

Dino Falaschetti, "Shareholder Democracy And Corporate Governance," 28 *Review of Banking And Financial Law* 553, Spring 2009.

Del Jones, "CEOs openly oppose push for say-on-pay by shareholders," *USA today*, 15 July 2009.

EUROCHAMBRES Position Paper, "Proportionality Between Ownership and Control In EU Listed Companies," 2007.

European Commission, "Overview of family-business-relevant issues," November 2009.

Frank Shostak "In Defense of Fundamental Analysis; A critique of the Efficient Market Hypothesis," *The Review of Austrian Economics* Vol.10, Issue 2, 1997.

Goodwin Procter, "Takeover Defenses and Shareholder Activism in an Economic Decline," 21 January 2009.

Grant M. Hayden, Matthew T. Bodie, "One Share, One Vote And The False Promise of Shareholder Homogeneity," 30 *Cardozo Law Review* 445, November 2008.

Jason D. Gordon, Robert T. Ladd, "Black-Scholes: A Claimant's Tool For Valuing Recovery In A Plan Of Reorganization," *American Bankruptcy Institute Journal*, November, "Stock Warrants In Corporatereorganization," 3 *Stanford Law Review* 700, 1998.

Jeff Bone, "Is 'say-on-pay' Necessary?," *Financial Post*, Tuesday, 22 Jun. 2010.

- Joann S. Lublin And Kara Scannell, "Provision Allows Sec To Give Shareholders A Bigger Voice," *The Wall Street Journal*, 28 June 2010.
- Jonathan R. Macey, "Fiduciary Duties As Residual Claims: Obligations To Nonshareholder Constituencies From A Theory of The Firm Perspective," 84 *Cornell Law Review* 1266, July 1999.
- Joseph A. Grundfest, "The SEC's Proposed Proxy Access Rules: Politics, Economics, And The Law," 65 *Business Lawyer* 361, February, 2010.
- Karey Wutkowski, "SEC to Look Outside Ballot on Proxy Access," REUTERS, Jan. 4, 2008.
- Kevin C. Cunningham, "Examination of Judicial Policy on Corporate Vote Buying In The Context Of Modern Financial Instruments," 64 *New York University Annual Survey of American Law* 293, 2008.
- Lisa M. Fairfax, "Delaware's New Proxy Access: Much ado About Nothing?," 11 *Transactions: The Tennessee Journal Of Business Law* 87, Fall 2009.
- Lynn A. Stout, "The Mythical Benefits of Shareholder Control," 93 *Virginia Law Review* 789, May 2007.
- \_\_\_\_\_, "The Shareholder As Ulysses: Some Empirical Evidence on Why Investors in Public Corporations Tolerate Board Governance," 152 *University of Pennsylvania Law Review* 667, December 2003.
- \_\_\_\_\_, "The Mythical Benefits of Shareholder Control," 93 *Virginia Law Review* 789, May 2007.
- \_\_\_\_\_, "Corporations Shouldn't Be Democracies," *The Wall Street Journal*, 27 September 2007.
- Lynn A. Stout And Iman Anabtawi, "Sometimes Democracy isn't Desirable," *The Wall Street Journal*, 10 August 2004.
- Lawrence Mitchell, "Protect Industry from Predatory Speculators," *Fin. Times*, 9 Jul. 2009.

- Margaret M. Blair, "Directors' Duties In A Post-Enron World: Why Language Matters," 38 *Wake Forest Law Review* 885, Fall 2003.
- Margaret M. Blair & Lynn A. Stout, "Director Accountability And The Mediating Role of The Corporate Board," 79 *Washington University Law Quarterly* 403, Summer, 2001.
- \_\_\_\_\_, "A Team Production Theory of Corporate Law," 85 *Virginia Law Review* 247, March 1999.
- Mark Roe, "Washington and Delaware as Corporate Lawmakers," Harvard Law School John M. Olin Center for Law, Economics and Business Discussion Paper Series, 2009.
- Martin Lipton, Jay W. Lorsch and Theodore N. Mirvis, "Schumer's Shareholder Bill Misses the Mark," *Wall St. Journal*, 12 May 2009.
- Michael L. Wachter, "TAKEOVER DEFENSE WHEN FINANCIAL MARKETS ARE(ONLY) RELATIVELY EFFICIENT," 151 *University of Pennsylvania Law Review* 787, January 2003.
- Nadelle Grossman, "Turning a Short-Term Fling into a Long-Term Commitment: Board Duties in a New Era," *Marquette University Law School Legal Studies Research Paper No.09-22*, 2009.
- Neil Lieberman, "Justice Jackson In The Boardroom: A Proposal For Judicial Treatment of Shareholder-Approved Poisonpills," *Columbia Business Law Review*, 2008.
- Peter Klein, "The Efficient-Markets Hypothesis and Entrepreneurship," *The Review of Austrian Economics* Vol.3 No.1, 1989. 12.
- Rajshree Agarwal Jay B. Barney Nicolai J. Foss Peter G. Klein, "Heterogeneous Resources and the Financial Crisis: Implications of Strategic Management Theory," *Norwegian School of Economics and Business Administration*, 28 July 2009.

- Remus D. Valsan, Moin A. Yahya, "Shareholders, Creditors, And Directors' Fiduciary Duties: A Law And Finance Approach," *Virginia Law & Business Review*, Spring 2007.
- Robert H. Sitkoff, "Corporate Political Speech, Political Extortion, and the Competition for Corporate Charters," 69 *U. Chi. L. Rev.* 1103, 2002.
- Richard E. Kihlstrom Michael L. Wachter, "CORPORATE POLICY AND THE COHERENCE OF DELAWARE TAKEOVER LAW," 152 *University of Pennsylvania Law Review* 523, December 2003.
- Sanjai Bhagat & Roberta Romano, "Reforming Executive Compensation: Focusing and Committing to the Long-Term," *Yale Law & Econ.*, Research Paper No.374, 2009.
- Sherman & Sterling LLP, "Report on the Proportionality Principle in the European Union," ISS, ECGI, 2007.
- Stanford Graduate School of Business, "Proxy Access; A Sheep, or Wolf In Sheep's Clothing?," CGRP-06, 2010. 7. 8.
- Stangler, D., "The Economic Future Just Happened," Ewing Marion Kauffman Foundation Report, 9 June 2009.
- Stan J. Liebowitz, "Anatomy of a Train Wreck; Causes of the Mortgage Meltdown," University of Texas at Dallas - School of Management- Department of Finance & Managerial Economics, 3 October 2008.
- Stephen M. Bainbridge, "Shareholder Activism in the Obama Era," UCLA School of Law, 22 July 2009.
- \_\_\_\_\_, "Remarks on say on pay; An unjustified incursion on director authority," Law and Economics Research Paper Series Research Paper No.08-06, UCLA School of Law, 2008.
- \_\_\_\_\_, "Director Primacy: The Means And Ends of Corporate Governance," 97 *Northwestern University Law Review* 547, Winter 2003.

“Takeover Defenses and Shareholder Activism in an Economic Decline,”  
*Goodwin Procter*, January 21, 2009.

Thomson Financial News Limited, “Brussels drops ‘one share, one vote’ plan,”  
October 3, 2007.

Wachtell, Lipton, Rosen & Katz, “Corporate Governance Developments and  
Proposals,” *Directors Forum*, 25 January 2010.

William W. Bratton, “Hedge Funds and Governance Targets,” 95 *Geo. L.J.*  
1375, 2007.

William W. Bratton, Michael L. Wachter, “The Case Against Shareholder  
Empowerment,” *University of Pennsylvania Law Review*, February, 2010.