

주주자본주의에 대한 법경제학적 접근

— 우리나라 회사 소유지배구조 정책에 주는 시사점 —

신 석 훈

주주자본주의에 대한 법경제학적 접근

- 우리나라 회사 소유지배구조 정책에 주는 시사점 -

1판1쇄 인쇄/2009년 7월 6일
1판1쇄 발행/2009년 7월 10일

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 팩시밀리 785-0270~1
<http://www.keri.org/>

© 한국경제연구원, 2009

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

ISBN 978-89-8031-544-

값 6,000원

목 차

요 약.....	5
I. 문제제기	25
1. 삼성 경영권승계 사건과 글로벌 금융위기, 그리고 주주자본주의	25
2. 주주자본주의에 대한 새로운 이해의 필요성	26
II. 주주자본주의에 대한 법경제학적 접근	29
1. 회사의 본질과 주주자본주의	29
(1) 회사의 본질	29
(2) 소유권적 관점(Ownership View)과 계약적 관점(Contractual View)	30
2. 주주자본주의에 대한 소유권적 접근	33
(1) 전통적인 주주자본주의의 기본논리	33
(2) 한계	36
(3) 글로벌 금융위기와 주주자본주의	42
3. 주주자본주의에 대한 계약적(제도적) 접근	49
(1) 계약의 결합체(nexus of contracts)로서의 회사	49
(2) 미국 회사법제에 대한 실증적 접근	52
(3) 미국 회사법제에 대한 규범적 접근	54
(4) 새로운 주주자본주의의 의미와 이해당사자 자본주의와의 수렴	64
III. 우리나라 회사 소유지배구조 정책에 주는 시사점	70
1. 회사 소유-지배 괴리와 현행 정책	70
(1) 회사 소유형태와 현행법	71
(2) ‘개별기업-전문경영인’ 구조와 ‘기업집단-지배주주 경영’ 구조	75

2. 회사 소유-지배 괴리 현상에 대한 새로운 접근	76
(1) 내부 지배주주와 외부 주주 사이의 갈등	77
(2) 지배(내부)주주에 의한 소유-지배 괴리	78
IV. 요약 및 결론	88
1. 주주자본주의와 재벌개혁 논쟁, 그리고 글로벌 금융위기	88
2. 주주자본주의와 재벌개혁 논쟁	89
(1) 소유권적 관점의 주주자본주의(전통적인 주주자본주의)	89
(2) 계약적 관점의 주주자본주의(새로운 주주자본주의)	90
3. 기업법의 역할	91
4. 주주자본주의와 글로벌 금융위기	93
참고문헌	95

<요 약>

우리나라 기업관련법은 주주를 회사의 소유자로 보는 전통적인 주주자본주의 논리에 기반을 두고 있다. 즉 주주들은 소유한 주식의 수만큼만 지배권(의결권)을 행사해야 한다는 ‘1주1의결권 원칙’과 ‘소유-지배 비례원칙’을 경영자(지배주주) 통제를 위한 가장 이상적인 원칙으로 보고 있는 것이다. 따라서 현행 회사법은 회사 소유지배구조 형태를 결정짓는 1주1의결권 원칙을 개별 회사의 정관으로도 변경할 수 없는 강행 법규로 보고 있고, 공정거래법과 금융관련법 등에서는 기업집단의 소유-지배 괴리를 비정상적인 것으로 보며 경제력집중 억제규제를 통해 이를 인위적으로 축소하고자 한다.

또한 현행법은 적대적 M&A에 대한 경영권방어가 회사지배권 시장을 통한 경영자(지배주주) 감시기능을 약화시킨다는 이유로 포이즌필과 차등의결권 등의 경영권방어제도 도입에 소극적인데, 이는 전통적인 주주자본주의에 기초하고 있기 때문이라고 본다.

그러나 주주자본주의의 본고장인 미국의 회사법제와 학계의 최근 논의를 살펴보면 미국에서의 주주자본주의는 주주가 회사를 소유한다는 ‘소유권적 관점’의 주주자본주의가 아님을 알 수 있다. 오히려 주주들의 다양한 선호를 고려한 ‘계약적 관점’의 주주자본주의이다. 따라서 소유권적 관점에 기초한 주주자본주의를 계약적 관점에서 재해석하며 우리나라 회사 소유지배구조 정책에 주는 시사점을 모색해 보고자 한다.

1. 문제제기

□ 최근 삼성 경영권 승계 사건과 글로벌 금융위기로 인해 주주자본주의를 개혁의 목표로 삼는 경우와 개혁의 대상으로 삼는 경우가 대립하며 혼란을 야기하고 있음.

- 전통적으로 주주자본주의는 회사의 이해당사자들 중 회사의 소유자 또는 주인인 주주의 의사와 이익을 최우선으로 해야 한다고 봄.

- 주주자본주의에서 최대 관심사는 주주와 회사지배권 시장을 통한 효율적인 경영진 감시임.
- 주주들의 최적 감시 인센티브와 회사지배권 시장의 활성화를 위해 주주들이 소유한 주식의 수만큼만 의결권을 행사해야 한다는 1주1의결권 원칙과 소유-지배 비례가 요구되고 이것을 벗어날 경우 대리비용이 증가한다고 봄.

- 주주자본주의를 ‘개혁의 목표’로 보는 견해

- 1주1의결권 원칙과 소유-지배 비례를 가장 이상적인 것으로 보는 주주자본주의 논리에 의하면 기업집단의 지배주주가 계열사를 이용해 실제 자신의 ‘소유지분’보다 많은 ‘의결권(지배권)’을 행사하고 있는 소유형태, 즉 소유-지배 괴리로 특징지어지는 우리나라 재벌 기업집단은 해체의 대상임.

- 주주자본주의를 ‘개혁의 대상’으로 보는 견해

- 최근 미국발 금융위기의 원인을 신자유주의 때문이라고 보며 이것의 핵심인 주주자본주의를 개혁의 대상으로 봄.
- 재벌소유구조의 긍정적 측면을 인정하고 이해당사자 자본주의를 지지함.

□ 주주자본주의에 근거해 재벌을 개혁해야 한다는 목소리와 글로벌 금융위기를 계기로 주주자본주의를 포기해야 한다는 목소리는 있지만 과연 이러한 논쟁의 잣대인 주주자본주의의 본질이 무엇인가에 대한 진지한 이론적 접근은 부족함.

- '누가' '누구의 이익'을 위해 의사결정을 하는 것이 회사 전체, 사회 전체의 이익을 위해 가장 바람직할 것인가에 대한 물음에 대한 전통적인 신고전학과 주류경제학의 답이 1주1의결권과 소유-지배 비례로 특징지어지는 전통적인 주주자본주의임.

- 이러한 질문에 주류경제학 외의 다양한 경제학적 접근을 통해 답을 할 경우에는 다른 관점에서 주주자본주의가 분석될 수 있음.
- 이러한 새로운 접근은 주류경제학적 접근을 부정하는 것이 아니라 이를 비판적으로 보완하며 주주자본주의의 본질을 바라볼 수 있는 다양한 렌즈를 제공해 주고 있음.

□ 전통적인 주주자본주의 논리에 근거한 현행 「공정거래법 등에서의 소유-지배 괴리 축소 정책」과 「회사법상의 1주1의결권 원칙의 강행법규성」을 새로운 주주자본주의 논리에 근거해 재검토해 보며 정책적 시사점을 모색하고자 함.

II. 주주자본주의에 대한 법경제학 접근

1. 회사의 본질과 주주자본주의

□ 현재 주주자본주의의 본고장인 미국 학계에서는 다양한 관점에서 주주자본주의를 바라보며 논쟁을 벌이고 있음.

- '주주자본주의에 대한 이러한 관점의 차이는 궁극적으로 '회사의 본질'을

바라보는 다양한 시각의 차이에서 비롯된 것이고 이러한 다양한 시각을 보고서에서는 크게 「소유권적 관점(Ownership View)」과 「계약적 관점(Contractual View)」으로 구분하였음.

- 이러한 구분은 기본적으로 주주들을 하나의 동일한 이해관계로 묶인 집단으로 볼 것인지 아니면 다양한 이해관계를 가지고 있는 집단으로 볼 것인지에 따라 이루어짐.

2. 주주자본주의에 대한 소유권적 접근

□ 전통적인 주주자본주의는 주주를 회사의 ‘소유자’ 또는 ‘유일한 잔여청구권자로서의 주인’으로 보며 이들의 눈을 피해 틈만 나면 사적 이익을 추구하려는 경영진을 어떻게 감시하여 대리비용을 극소화할 것인가에 초점이 맞추어져 있음.

- 전통적인 주주자본주의의 기본논리는 현대의 다양한 경제학적 방법론에 의해 재해석되고 있음.

(1) 전통적인 주주자본주의의 기본논리

□ 주주를 회사의 소유자로 보든 유일한 잔여청구권자로 보든 주주와 경영진은 결국 주인-대리인 관계이고 이러한 관계에서 가장 중요한 것은 경영진이 주주의 눈을 피해 사적 이익을 추구하지 못하도록 감시하는 것임.

- 전통적인 주주자본주의에서는 1주1의결권 원칙 또는 소유-지배 비례원칙을 이러한 감시를 위한 최적의 인센티브 메커니즘으로 보고 있음.

- 다양한 생산요소의 결합체인 회사에서 주주는 다른 이해관계인들이 사전적으로 회사와 계약을 통해 확정해 놓은 계약상의 권리를 모두 충족시켜

주고 남은 회사의 잔여이익에 대해 자신의 소유주식 수만큼 권리를 행사할 수 있음.

- “주주의 이익(잔여청구권) 극대화”를 위해서는 경영진을 철저히 감시해야 함.
- 따라서 이들에게 회사의 통제수단인 의결권을 주주들이 소유한 주식의 수만큼만 부여해야 모든 주주들이 회사의 잔여이익을 극대화하기 위해 경영진을 철저히 감시하려는 최적 인센티브가 발생함.
- 회사지배권 시장을 통한 경영진 감시를 위해서도 1주1의결권이 전제되어야 함.

(2) 한계

□ 1주1의결권 원칙에 대한 논리적 설명이 타당하려면 ① 모든 주주들이 회사의 잔여이익 극대화라는 목표에 대해 동일한 이해관계와 동일한 선호를 가지고 있어야 하고 ② 경영진은 틈만 나면 주주의 눈을 피해 자신들의 사적 이익을 추구하려고 할 것이므로 주주들의 강력한 감시가 필요하다는 사실이 전제되어야 함.

- 각각의 전제 사실들은 최근의 금융시장의 변화와 경제학의 발전으로 새로운 관점에서 해석되며 일정한 한계를 보이고 있음.

- 이러한 한계로 인해 1주1의결권 원칙을 부정할 필요는 없지만 보다 유연한 관점에서 바라볼 필요는 있음.

□ 주주선호 동일성의 한계

- 주식의 구성요소인 소유권(경제적 이익)과 의결권(지배권)에 대한 주주들의 선호는 다양함.

- 주주들은 회사의 단기이익과 장기이익, 배당과 지배권 등에 대해 다양

한 선호를 가진.

- 회사 지배권에는 별 관심이 없고 오히려 싼 가격에 주식을 구입하여 더 많은 배당을 받기를 선호하는 주주와 그 반대의 경우를 선호하는 주주 사이의 이해관계를 반영하기 위한 것이 차등의결권 주식임.
- 새로운 금융수단의 발전으로 일반적인 주식증권에 파생상품(옵션, 선물, 스왑)을 내장시켜 주주들의 다양한 선호에 보다 잘 부응할 수 있게 됨.

- 공투표(Empty Voting)와 숨겨진 소유권(Hidden ownership)

- 투자자들은 최신 금융기법을 사용하여 보유 주식의 수보다 많은 의결권을 행사하거나(공투표), 형식적인 의결권보다 많은 경제적 권리를 갖게 됨에 따라(숨겨진 소유권) 소유권과 의결권의 분리가 쉽게 발생하게 됨.
- 극단적인 경우 의결권이 경제적 이익(잔여청구권)과 음(-)의 관계가 되도록 설정하여 회사의 주가가 떨어지는 방향으로 의결권을 행사해야 이득을 볼 수 있는 경우도 있음.

- 주주는 회사의 잔여청구권자이므로 1주1의결권과 소유-지배 비례를 유지하며 주주의 권한을 강화하게 되면 회사 전체의 이익이 항상 증가할 것이라는 전통적인 주주자본주의 논리와 이에 기초한 기업정책의 재검토가 필요함.

□ 대리이론의 한계

- 지금까지의 기업정책은 경영진은 주주의 감시나 금전적 인센티브가 없으면 자신의 사적 이익을 추구할 것이라는 대리이론을 전제로 하며 경영진의 부정적 측면에 중점을 두었음.
- 최근 경제학에 심리학을 접목한 행동경제학에서는 인간행동 원리에 대한 다양한 실증연구를 바탕으로 인간은 항상 자신만의 사적 이익을 극

대화하기 위해 행동하는 것이 아님을 보이고 있음.

- 경영진의 긍정적 측면보다 부정적 측면에 중점을 두며 설계되어 온 회
사법상의 기본 제도들에 대한 재검토가 요구됨.

(3) 글로벌 금융위기와 주주자본주의

- 최근 미국발 금융위기로 인해 신자유주의와 이것의 핵심인 주주자본주의가
위기에 직면하고 있다는 주장이 있으나 이러한 주장의 타당성 여부를 논외
로 하더라도 이때의 주주자본주의는 소유권에 기초한 전통적인 주주자본주
의와 전통적 금융이론에 국한된 것임.

- 전통적 주주자본주의와 전통적 금융이론

- 전통적 주주자본주의는 주가가 회사의 진정한 가치를 잘 반영하고 있다는
신고전학과 경제학에 기초한 금융이론을 전제로 하고 있음.

- 신고전학과 경제학과 이것에 기초한 금융이론의 대안모색을 위한 연구가
법경제학 분야에서 활발히 이루어지고 있음.

- 법경제학과 새로운 금융이론

- 자본시장의 작동원리와 시장참여자들의 행동원리를 더욱 잘 이해하고자
전통적인 금융이론의 비현실적인 가정과 달리 ‘거래비용이 소요되는 자본
시장’에서 ‘때로는 비합리적으로 행동하는 투자자’들이 ‘다양한 선호와 기
대’하에서 행동한다고 보며 바람직한 법정책을 설계하기 위한 노력이 진
행되고 있음.

- 금융위기와 금융이론

- 신고전학과 경제학에 기초한 전통적인 금융이론과 금융기법, 파생금융상품 등을 금융위기의 주범으로 보며 이것을 포기해야 한다고 보는 것은 바람직하지 않음.

- 전통적인 신고전학과 경제학 이외의 다양한 경제학적 방법론이 신고전학과 경제학에 기초하고 있는 최첨단 금융공학에 생명력을 불어넣어 이것이 금융시장 분석을 위한 실용적 도구로 거듭날 수 있게 해 주는 것이 바람직함.

3. 주주자본주의에 대한 계약적(제도적) 접근

(1) 계약의 결합체로서의 회사

□ 전통적인 주주자본주의에서처럼 주주가 회사를 소유한다고 보는 것은 무리이고 회사는 다양한 생산요소와 이를 효율적으로 통합하고 조정하는 경영이라는 요소들이 어우러졌을 때 비로소 그 실체를 드러내는, 즉 모든 이해관계인들 사이의 복잡한 계약의 결합체(nexus of contracts)임.

- 회사를 구성하고 있는 모든 이해관계인들의 이익은 모두 중요하고 이들의 총체적 이익을 극대화하는 것이 회사의 목적임.

- 문제는 이러한 목적을 어떻게 달성할 수 있을 것인가 하는 것임.
- 해답은 아이러니하게도 ‘주주에 의한, 주주의 이익을 위한’ 회사지배구조 모델이 가장 잘 구현되고 있다고 보아온 주주자본주의의 본고장인 미국의 회사법제에 있음.

(2) 미국 회사법제의 실증적 접근

□ 미국 회사법제의 기본구조는 경영진에게 ‘집중된 경영권’을 제도적으로 보장해 주면서 동시에 이것을 회사 전체의 이익을 위해 사용할 법적 의무를

부과하고 있고 여기서의 ‘회사 전체의 이익’은 ‘주주의 장기적 이익’이라고 보는 것이 일반적임.

- 미국에서는 주마다 회사법을 가지고 있고 회사 설립자는 실제 사업지와 무관하게 자신이 적용받기 원하는 주 회사법을 선택할 수 있으므로 50개의 회사법이 서로 선택받기 위해 치열한 경쟁을 하고 있음.

○ 따라서 ‘회사 전체의 이익(주주의 장기적 이익)’을 위해 주주의 권한을 상대적으로 약화시키며 ‘집중된 경영권’을 제도적으로 보장해 주고 있는 델라웨어주에 가장 많은 회사들이 몰리고 있다는 사실은 이것에 대한 주주들의 선호를 실증적으로 보여주고 있는 것임.

(3) 미국 회사법제의 규범적 접근

□ 미국 회사법제가 회사 전체의 이익을 위해 왜 ‘집중된 경영권’과 ‘장기적 주주이익 극대화’를 추구하고 있는지, 그리고 왜 그래야만 하는지에 대해 규범적 관점에서 접근해 볼 필요가 있음.

□ 회사 구성원들의 합리적 이익추구 행위가 궁극적으로 회사 전체의 이익으로 귀결될 수 있도록 하는 게임의 규칙이 ‘제도(Institution)’임.

- ‘제도’는 구성원들의 자발적 계약을 통해 만드는 것이 가장 바람직 하지만 수많은 회사 이해관계인들이 실질적으로 계약을 통해 이러한 제도를 만드는 것은 상당한 거래비용이 소요됨.

○ 현실적으로 모든 게임의 규칙을 당사자들이 스스로 설정하는 것은 불가능하므로 국가의 도움이 필요함.

- 국가는 “회사의 다양한 이해관계인들이 회사를 조직하기 전에 협상 테이블에 모여 앓자 자신들의 관계를 규율하기 위해 협상하였다면 과연 이들은

어떠한 내용의 계약조항을 채택하였을 것인가?”라는 가상적 질문에 다양한 경제학적 방법론으로 답을 해 보고 가장 적합한 내용을 법이라는 형식의 제도로 거래 당사자들에게 제공해 줌으로써 회사 이해당사자들의 거래를 촉진시켜 주는 역할을 함.

- 규범적 관점에서 회사법제는 ‘장기적 주주이익 극대화’를 추구하는 ‘집중된 경영권’을 제도적으로 보장해 주어야만 하고 이렇게 하는 것이 “회사 전체의 이익 극대화”에 가장 부합함.

- 회사에서의 ‘집중된 경영권’은 선택의 문제가 아니라 ‘본질’의 문제임.
- 단기적 이익이 아닌 장기적 이익을 추구해야 하는 이유는 주주 간에도 다양한 선호를 가지고 있어 이해관계가 충돌하기 때문임.
- 회사 전체의 이익 극대화를 위해, 경영진에게 회사 전체의 이익을 추구할 의무가 아닌 장기적 주주이익 극대화를 추구할 의무를 부담하도록 하는 이유는 ‘회사 전체의 이익’ 개념이 지나치게 모호할 뿐 아니라 주주 이외의 다른 이해관계인들은 권리의 성격상 회사법 외의 노동법, 중소기업관련법, 소비자기본법 등의 제도를 통한 법적 지원이 오히려 유리하기 때문임(제도적 비교우위적 접근).

(4) 새로운 주주자본주의의 의미와 이해당사자 자본주의와의 수렴

□ 주주자본주의와 주주민주주의의 진정한 의미는 회사조직을 정치조직과 혼동하며 사적 이익을 추구하는 경영진을 감시하기 위해 모든 주주들이 1주1의결권 원칙 또는 소유-지배 비례를 원할 것이고 이렇게 하는 것이 주주들의 이익에 가장 잘 부합할 것이라고 가정하며 이것을 법적으로 강요하는 것이 아님.

- 자본시장에서 다양한 선호를 가진 주주들에게 다양한 회사 소유구조 형태에 대한 폭넓은 선택의 기회를 제공해 주면서도 이러한 선호와 선택이

“회사 전체”의 이익으로 귀결될 수 있도록 하는 제도적 장치를 마련하는 것임.

□ 주주자본주의의 의미를 새롭게 이해할 경우 전통적으로 대립되어 왔다고 본 이해당사자 자본주의와 서로 수렴해 가고 있음.

- 전통적인 주주자본주의의 경제학적 근거를 제공해 온 대리비용 이론의 대가인 젠센 교수의 최근 주장은 이러한 현상을 잘 보여줌.

○ 회사의 경영진은 이해당사자 자본주의에서 제시하고 있는 많은 제안들을 받아들이면서 회사의 장기적 가치 극대화를 추구할 필요가 있다고 함.

III. 우리나라 회사 소유지배구조 정책에 주는 시사점

□ 우리나라 기업정책은 기본적으로 경제민주화를 위한 소유-지배 괴리의 축소에 그 초점이 있었음.

- 1980년대 말 정치민주화 이후 경제민주화와 경영민주화를 강조해 왔음.

○ 1987년 10월 제9차 헌법개정을 통하여 대한민국의 경제기본질서에 명시적으로 ‘경제의 민주화’ 추구를 천명함.

- 1997년 외환위기의 원인을 재벌의 소유-지배 괴리로 인한 비민주적인 경영 때문이라고 보며 소유-지배 괴리 축소를 정책의 중심에 둠.

○ 공정거래, 회계, 금융기관, 인수합병, 기업의 내부지배구조에 대한 광범위한 규제들을 통해 소유-지배 괴리로 특징지어지는 재벌구조를 압박하였음.

1. 회사 소유-지배 괴리 현상과 현행법

□ 일부에서 현재 우리나라 대규모 기업집단 소유구조의 최대 문제점으로 지적하는 것은 그룹 총수인 지배주주가 기업집단 내의 계열사 간 피라미드식 출자나 상호출자, 순환출자 등을 통해 발생하는 「현금흐름(cash flow right) 또는 소유권(ownership)」과 「의결권(voting right) 또는 지배권(control)」의 괴리, 즉 『소유-지배 괴리』를 근간으로 적은 지분만 소유한 상태에서 기업집단 전체를 지배한다는 것임.

- 「소유-지배가 비례하지 않을 경우 가공의결권으로 인한 회사 소유구조의 왜곡과 대리비용이 증가하므로 법과 회사지배권 시장의 압력을 통해 통제해야 한다고 봄.

○ 공정거래법과 금융관련법 등에서는 대규모기업집단의 소유구조를 직접적으로 규제하고 회사법에서는 1주1의결권 원칙을 강행규정으로 봄.

- 「경영권방어 장치가 회사지배권 시장의 감시기능을 약화시킨다는 이유로 도입에 소극적임.

○ 독약증권(포이즌필)과 차등의결권 주식이 도입되기 위해서는 지금까지 우리나라 회사법의 기본원칙으로 인식되어 오며 경직된 주식제도의 주요 원인으로 작용해 온 주주평등의 원칙, 1주1의결권 원칙 등에 대한 재검토가 필요함.

□ 전통적인 주주자본주의 논리에 기초한 ‘개별기업-전문경영인’ 구조와 우리나라의 ‘기업집단-지배주주 경영’ 구조의 갈등은 전통적인 주주자본주의의 논리적 기초를 제공해 온 신고전학과 주류경제학과 기업집단 간의 논리적 갈등임.

- 「신고전학과 경제학에서는 시장이 아닌 기업집단 내부에서 기업들 간의 비시장적 거래에 대해 부정적으로 봄.

- 제도 경제학에 기초하며 주주자본주의를 이해할 경우 주주자본주의의 논리와 기업집단의 존재이유에 대한 논리는 모순되지 않음.
 - 제도적 관점에서 본 주주자본주의의 핵심은 ‘집중된 경영권’과 ‘주주의 장기이익 극대화’임.
 - 제도적 관점에서 본 기업집단은 ‘집중된 경영권’을 만들어 내는 하나의 조직구조임.

2. 회사 소유-지배 괴리에 대한 새로운 접근

- 우리나라 기업정책은 1주1의결권 원칙과 소유-지배 비례를 가장 이상적인 소유구조로 보는 전통적인 주주자본주의 논리에 기초하고 있다고 평가할 수 있으므로 주주자본주의에 대한 법경제학적·제도적 접근을 바탕으로 한 현행 법정책의 근본적인 패러다임 전환이 요구됨.

- 지금까지 재벌개혁의 기준 잣대 역할을 해온 전통적인 주주자본주의의 기본전제들이 반드시 옳은 것이 아니라면, 과연 소유-지배 괴리를 인위적으로 축소시키는 것이 모든 주주의 이익 극대화를 위해, 더 나아가 회사와 사회 전체의 이익 극대화를 위해 가장 바람직한 방법인가에 대해 다시 한번 생각해 보아야 할 것임.
 - 소유-지배 괴리현상에 대한 선입관을 버리고 동 현상의 장·단점을 실질적으로 따져보는 것이 필요함.
 - 소유-지배 괴리가 왜 발생하는지를 논리적으로 생각해 보며 문제의 실마리를 풀어가야 함.

(1) 내부 지배주주와 외부 주주 사이의 갈등

- 내부 주주는 경영권을 유지하기 위해, 외부 주주는 내부 주주 감시를 더 철저히 하기 위해 모두 더 적은 지분으로 더 많은 의결권을 행사하고자 하며 이것을 위해 다양한 방법에 의한 소유-지배 괴리를 추구함.

-대부 주주는 차등의결권 주식, 피라미드 구조, 순환출자 등을 사용하고 외부 주주는 다양한 파생금융기법과 공투표(empty voting) 등을 사용함.

- 내부·외부 주주의 소유-지배 괴리는 모두 각각 장·단점이 있는 것임에도 불구하고 내부 주주에 의한 소유-지배 괴리는 비정상적인 현상으로 보는 반면 외부 주주에 의한 소유-지배 괴리는 내부 경영진의 권한 남용을 감시하는 긍정적 측면이 있음을 강조하는 경향이 있음.
- 외부 주주에 의한 소유-지배 괴리가 외부 주주의 경영진 감시기능을 강화하는 긍정적 측면도 있지만 투기적 목적을 가지고 적은 지분으로 많은 의결권을 행사하며 회사의 장기이익과 주주 전체의 이익을 희생하며 자신들의 단기이익만을 추구하는 폐단도 야기함.

(2) 지배(내부)주주에 의한 소유-지배 괴리

□ 지배주주는 일반 주주들이 누리지 못하는 지배권 프리미엄(Control Premiums)을 누리고 있고 이것을 바탕으로 지배주주가 사적 이익(Private Benefits of Control)을 추구하는 상황에서 지배주주의 소유-지배 괴리로 인해 발생하는 가공자본(fictitious capital)은 이러한 사적 이익 추구를 더욱 촉진시키므로 제거해야 한다고 보는 것이 일반적임.

-가공자본에 대한 객관적 이해를 위해서는 우선 지배주주가 존재하는 회사 지배구조가 그렇지 않은 지배구조에 비해 후진적인 형태가 아니라는 사실을 인식할 필요가 있음.

- 지배주주 존재하는 경우 부정적 측면도 있지만 이들의 장기적 투자의 성격상 기업가 정신의 발판이 될 수 있어 모든 주주들의 이익 증진에 도움이 됨.
- 최근 행동경제학에 기초한 청지기 이론(Stewardship Theory)에서는 지배주주의 존재를 대리비용의 발생 원인으로 보는 대리비용 이론과 달리 기능적 관점에서 접근하고 있음.

□ 지배주주가 존재하는 경우 모든 주주들이 공동으로 누리는 혜택과 지배주주의 사적 이익 추구위험이 공존하므로 지배권 프리미엄을 완전히 제거하려고 하기보다 혜택을 극대화하면서 부정적 측면을 최소화해야 함.

- 지배주주는 분산투자에 제약이 있는 등 일반 주주들과 달리 지배주주이기 때문에 부담하는 비용이 존재하고 만일 이러한 비용에 대한 보상이 없으면 외부 자본시장에서의 자본조달을 통한 성장과 기업공개에 소극적일 것임.

○ 흔히 가공자본의 원인으로만 보아 왔던 차등의결권 주식·피라미드 구조·순환출자·상호출자 등은 바로 이러한 위험감수로 지배주주가 다른 일반 주주와 달리 부담하는 비용을 보상해 주는 기능을 함.

□ 그러므로 현재와 같이 내부자의 가공자본을 비정상적인 것으로만 보며 소유·지배 괴리를 인위적으로 축소하고자 하기보다는 내부자 가공자본의 장점과 외부자 가공자본의 단점, 내부자 가공자본의 단점과 외부자 가공자본의 장점이 서로 적절한 긴장관계를 유지하도록 해야 함. 즉 양자의 장점은 극대화하면서 단점은 극소화할 수 있는 제도적 틀을 만드는 것이 핵심임.

IV. 결 론

1. 주주자본주의와 재벌개혁 논쟁, 그리고 글로벌 금융위기

□ 현재 우리나라에서처럼 「주주자본주의를 근거로 재벌해체를 주장하는 것」과 「글로벌 금융위기를 이유로 주주자본주의를 부정하는 것」은 모두 잘못된 정책을 유도할 위험이 있음.

□ 주주자본주의의 본고장인 미국의 회사법제와 학계의 최근 논의를 살펴보면 미국에서의 주주자본주의는 주주가 회사를 소유한다는 ‘소유권적 관점’의 주주자본주의가 아니라 주주들의 다양한 선호를 고려한 ‘계약적 관점’의 주주자본주의임.

2. 주주자본주의와 재벌개혁 논쟁

(1) 소유권적 관점의 주주자본주의(전통적인 주주자본주의)

□ 전통적인 주주자본주의 논리에 근거한 현행 「공정거래법과 금융관련법 등에서 소유-지배 괴리 축소정책」과 「회사법상의 1주1의결권 원칙의 강행 법규성」을 새로운 주주자본주의 관점에 근거해 재검토해야 함.

- 진정한 주주자본주의와 주주민주주의는 모든 주주들이 1주1의결권과 소유-지배 비례를 원할 것이고 이렇게 하는 것이 주주들의 이익에 부합할 것이라고 가정하며 이것을 법적으로 강요하는 것이 아님.

○ 자본시장에서 다양한 선호를 가진 주주들에게 다양한 회사 소유구조 형태에 대한 폭넓은 선택의 기회를 제공해 주면서도 이러한 선호와 선택이 “회사 전체”의 이익으로 귀결될 수 있도록 하는 제도적 장치를 마련하는 것이 핵심임.

(2) 계약적 관점의 주주자본주의(새로운 주주자본주의)

□ 주주자본주의에 대한 범경제학적 접근을 바탕으로 소유권적 관점에 기초한 주주자본주의를 계약적 관점에서 재해석하며 우리나라 회사 소유지배구조 정책에 대한 시사점 제시

- “주주평등의 원칙”을 구현하기 위해 회사법상 강행 법규로 보아온 ‘1주1의결권 원칙’을 회사와 주주 전체의 이익을 위해 일정한 제한하에서 개별 회사의 정관으로 변경할 수 있는 임의법규로 해석해야 함.

- 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 함.

- 현행 공정거래법을 비롯한 금융관련법에서의 경제력집중 억제규제가 목표로 삼고 있는 회사 소유-지배 괴리로 인한 문제는 공법이 아닌, 시장에서 사적 당사자들의 다양성을 존중하는 사법인 회사법적 관점에서 해결책을 모색해야 함.

- 소유-지배 괴리로 인해 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 함.

3. 주주자본주의와 글로벌 금융위기

□ 현재의 글로벌 금융위기를 계기로 제기되고 있는 주주자본주의에 대한 비판은 주주를 회사의 소유자로 보는 전통적인 주주자본주의에 대한 것이므로 이를 주주자본주의 자체의 포기나 확대 해석해서는 안 됨.

- 신고전학과 경제학에 기초한 전통적인 주주자본주의 외에 다양한 경제학적 방법론에 기초하며 주주자본주의의 실체를 밝혀내기 위한 미국 법경제학계의 연구에 주목할 필요가 있음.

- 주주자본주의의 본고장인 미국에서의 금융위기를 지켜보며 우리가 해야 할 일은 주주자본주의에 대한 부정이 아니라 주주자본주의 정책의 ‘허(虛)’를 분명히 인식하고 이 부분을 ‘실(實)’로 채워나가는 것임.

○ 기업법의 역할은 주주들의 ‘소유권을 보호해 주기’ 위해 1주1의결권과 소유-지배 비례를 강요하는 것이 아니라 주주들의 ‘재산권을 보호해 주기’ 위해 다양한 회사 소유구조에 대한 이들의 계약적 선택을 도와주는 것임.

<표> '소유권적 관점의 주주자본주의'와 '계약적 관점의 주주자본주의'의 차이

주주자본주의		
관점	소유권(전통적 주주자본주의)	계약(새로운 주주자본주의)
차이	<ul style="list-style-type: none"> ○ 주주가 회사의 소유자이므로 소유한 주식의 수만큼만 지배권(의결권)을 행사해야 한다는 논리 ○ 1주1의결권 원칙, 주주평등, 소유-지배 비례, 주주민주주의, 소액주주운동 강조 ○ 1주에 2개 이상의 의결권이 부여되는 차등의결권 주식의 도입에 반대 ○ 소유-지배 괴리 구조를 가공자본 논리로 접근 ○ 경영자는 주주의 대리인(Agency Theory) ○ 적대적 M&A에 의한 경영자 감시기능을 강조하며 경영권 방어 인정에 소극적 ○ 2008년 현재, 총수가 있는 28개 상호출자제한 기업집단의 경우 49%를 가진 소수주주들이 회사의 소유자임에도 불구하고 4.23%밖에 가지지 않은 총수일가가 계열회사 지분 44.44%를 이용해 기업집단 전체를 지배한다고 비판하며 “소유하지도 않고 지배하는 비정상적인 소유구조”를 개선하기 위해 강력한 규제가 필요하다고 주장 ○ 최적의 회사 소유지배구조는 ‘개별기업-전문경영인’ 구조이므로 ‘기업집단-지배주주 경영’ 구조의 재벌을 개혁의 대상으로 봄. ○ 전통적인 주류경제학에 기초하며 1970, 1980년대 미국에서 주류적 입장 ○ 글로벌 금융위기로 인해 금융자본이 기업운영의 주도권을 가지는 주주자본주의에 대한 비판이 있고 여기서의 주주자본주의는 소유권적 관점임. 	<ul style="list-style-type: none"> ○ 자본시장 참여자들이 자신들의 의사에 따라 권리의무 관계를 형성해 나갈 수 있도록 해주는 법적 수단인 계약 강조 ○ 자본시장이 발달함에 따라 주주들의 선호는 점점 다양해지고 있고 이러한 다양한 선호를 충족시켜 주기 위해 소유-지배 구조의 다양성 존중 ○ 회사지배권에는 별 관심이 없고 오히려 싼 가격에 주식을 구입해 더 많이 배당받기를 원하는 주주와 그 반대의 경우인 주주가 존재하기 마련이고, 이들 사이의 이해관계를 반영하기 위한 것이 차등의결권 주식임. ○ 소유-지배 괴리 구조를 기능적 관점에서 접근 ○ 경영자는 주주의 청지기(Stewardship Theory) ○ 경영권을 회사의 본질로 보며 경영권 방어의 필요성 강조 ○ 기업집단 내 계열사 간 출자 등으로 지배주주가 일반주주보다 더 많은 지배권을 행사하고 있어 위험할 수도 있지만 오히려 경영권이 집중되어 강력한 리더십 행사가 가능해짐으로써 회사의 성과가 더 좋을 것이라는 판단하에 기업집단 소유구조를 선호하는 주주와 그렇지 않은 주주들의 선택 존중 ○ 주주들의 재산권을 보호해 주기 위해 다양한 회사 소유지배구조에 대한 주주들의 계약적 선택을 도와주는 것에 주력 ○ 새로운 경제학에 기초하며 1990년 이후 미국에서 활발히 논의

주주자본주의에 대한 법경제학적 접근

- I. 문제제기
- II. 주주자본주의에 대한 법경제학적 접근
- III. 우리나라 회사 소유지배구조 정책에 주는 시사점
- IV. 요약 및 결론

I. 문제제기

1. 삼성 경영권승계 사건과 글로벌 금융위기, 그리고 주주자본주의

최근 재벌 지배구조와 관련하여 우리 사회는 두 개의 큰 사건을 경험했다. 전 삼성그룹 법무팀장인 김용철 변호사가 제기한 각종 의혹을 계기로 발단된 ‘재벌개혁 논쟁’과 ‘미국발 금융위기’가 그것이다. 두 사건은 아무 관련성이 없다. 그러나 회사의 구성원 중 ‘누가’ ‘누구의 이익’을 위해 의사결정을 해야 할 것인가라는 「회사 소유지배구조」의 원론적 질문을 통해 두 사건을 들여다보면 서로 상반된 답을 우리 사회에 제시해 주고 있다.

우선 삼성사건과 관련해서는 재벌해체론이 쟁점이고 결국 이 사건을 계기로 삼성그룹은 외형상 해체를 선언하고 오너는 경영일선에서 물러났다. 전통적인 주주자본주의 논리를 회사지배구조 개혁을 위한 이상적인 잣대로 볼 경우 이것은 당연한 귀결일 것이다. 주주자본주의는 잘 알려진 바와 같이 주주가 회사의 ‘소유자’ 또는 ‘주인’이라는 생각에 기초하고 있다. 주주, 채권자, 노동자, 소비자, 지역주민 등 회사의 다양한 이해관계자들 중에서 회사의 소유자 또는 주인인 주주의 의사가 중요하며 또한 주주의 이익을 최우선으로 해야 한다는 것이다. 따라서 모든 주주들은 되도록이면 회사의 의사결정과정에서 주도적인 역할을 해야 하는 반면 주주를 대신하여 사업을 운영하는 경영자는 주주의 대리인에 불과하다고 본다. 결국 주주자본주의의 최대 관심사는 대리인인 경영자가 주인인 주주의 눈을 피해 자신의 사적 이익을 추구하는 것을 주주들이 어떻게 감시할 것인가에 있다. 그리고 이러한 감시를 최적화하기 위해서는 ‘1주1의결권’ 또는 ‘소유-지배 비례’¹⁾를 유지하는 것이 필요하다. 왜냐하면 주주

1) 보고서에서는 ‘1주1의결권’ 또는 ‘소유-지배 비례’라는 용어가 자주 등장하고 있는데, 이에 대해서는 뒤에서 자세히 논의되지만 용어상의 혼동을 피하기 위해 먼저 이러한 용어에 대한 의미를 분명히 해 둘 필요가 있다. 주주들이 가진 주식의 수만큼만 의결권을 행사하도록 한다는 의미에서 ‘1주1의결권’ 또는 ‘소유-지배 비례’는 동일한 의미로 사용된다. 다만 우리나라에서처럼 1주1의결권이 강행법규로 되어 있는 경우에도 기업집단 내의 계열사 간 출자를 통해 소유-지배가 비례하지 않을 수도 있다. 즉 1주1의결권을 유지

들이 가진 주식의 수만큼만 의결권을 행사하도록 해야 자신의 이익을 극대화하기 위해 경영진을 철저히 감시할 최적의 인센티브가 생길 뿐 아니라 자본시장에서 주식의 원활한 이동이 가능하여 이를 바탕으로 한 회사지배권 시장의 경영자 감시 기능이 활성화될 수 있기 때문이다. 따라서 회사의 소유구조가 '1주1의결권 원칙' 또는 '소유지분과 지배권의 비례성 원칙'에서 벗어나는 경우에는 법적인 조치를 취해야 한다고 본다. 이것은 주주민주주의와 하나의 이상적인 회사 소유지배구조를 향한 개혁을 추구하는 것이기도 하다.

이러한 관점의 연장선상에서 보면 재벌이라는 기업집단은 당연히 해체되어야 할 대상이다. 왜냐하면 재벌의 지배주주는 계열사를 이용해 실제 자신의 '소유지분'보다 훨씬 많은 '의결권(지배권)'을 행사하고 있다고 보기 때문이다. 결국 논리적으로 보면 우리나라에서의 주주자본주의는 다름 아닌 재벌비판론과 맥을 같이 한다.

그러나 삼성사건이 채 마무리되기도 전에 미국발 금융위기가 우리 경제를 휘청거리게 하고 있고 이를 계기로 신자유주의 전반에 대한 비판이 일고 있다. 신자유주의는 금융자본이 기업 운영의 주도권을 가지는 주주자본주의가 핵심이므로 이것의 대안으로 주주만이 아니라 모든 이해관계인들의 이익을 추구하는 「이해당사자 자본주의」가 주목받고 있다. 여기서는 대체적으로 재벌의 필요성을 인정한다.

2. 주주자본주의에 대한 새로운 이해의 필요성

결국 한쪽에서는 주주자본주의를 추구해야 할 '개혁의 목표'로 보고 있는 반면 다른 한쪽에서는 주주자본주의를 포기해야 할 '개혁의 대상'로 보고 있는 것이다. 이렇게 볼 경우 현재의 재벌 지배구조 논쟁은 주주자본주의와 이해당사자 자본주의의 충돌로 비춰질 수 있다.²⁾ 그러나 이렇게 보는 것은 소모적인

하면서도 소유-지배가 비례하지 않을 수도 있다. 또한 '소유-지배 괴리'와 '소유-경영 분리'의 의미도 구분할 필요가 있다. '소유-지배 괴리'는 주주들이 자신이 소유한 주식의 수보다 많은 의결권(지배권)을 행사하는 경우로 여기서는 지배주주와 소수주주 사이의 갈등이 쟁점인 반면 '소유-경영 분리'는 주주들이 분산되어 있어 지배주주가 존재하지 않는 상황에서 전문경영인과 회사의 소유자인 주주들 사이의 갈등이 쟁점이다.

논쟁만 야기한다. 문제의 핵심은 ‘어느 쪽을 택할 것인가’가 아니라 ‘어떻게 하는 것이 모든 회사 이해관계인들과 사회 전체의 이익을 위해 바람직한가’이다. 전통적인 주주자본주의에서도 주주를 회사의 소유자 또는 주주로 보는 이유는 오직 주주만의 이익을 중요시하기 때문이 아니라 그렇게 하는 것이 회사 전체와 사회 전체의 이익을 증진시킬 수 있다고 믿기 때문이다. 그리고 이러한 믿음을 뒷받침해 주고 있는 것이 주류경제학 또는 신고전학과 경제학이었다. 즉 ‘누가’ ‘누구의 이익’을 위해 의사결정을 하는 것이 회사 전체, 더 나아가 사회 전체의 이익을 위해 가장 바람직할 것인가라는 질문에 대한 주류경제학의 답이 바로 주주의 회사 소유, 1주1의결권, 소유-지배 비례, 주주민주주의 등의 개념을 핵심으로 하는 전통적인 주주자본주의이다.

그러나 이러한 질문에 답을 하기 위한 경제학적 도구로 주류경제학인 신고전학과만 있는 것은 아니다. 신고전학과 경제학을 거부하는 것이 아니라 이를 비판적으로 검토하며 한계를 극복해 나가는 더욱 발전된 다양한 경제학적 방법론들이 존재하고 있다.³⁾ 최근 미국의 법경제학자들은 전통적인 신고전학과

-
- 2) 주주자본주의에 대한 이러한 견해의 대립은 최근 삼성 사건을 계기로 벌어지고 있는 두 시민단체, 즉 ‘경제개혁 연대’와 ‘대안연대회의’ 사이의 논쟁에서 잘 나타나고 있다. 경제개혁연대는 주주자본주의를 재벌개혁의 잣대로 삼는 반면 대안연대회의는 주주자본주의에 반대하며 경제개혁연대의 재벌개혁에 반대하고 있다. 주주자본주의와 재벌개혁에 대한 양 시민단체의 견해대립에 대해서는 “중앙일보 2003년 5월 21일”, “미디어 오늘 2007년 11월 16일” 참조
 - 3) 여기서 다양한 경제학적 방법론이란 제도학과 경제학, 행동 경제학, 진화 경제학 등이다. 이러한 다양한 경제학 방법론들은 복잡계 경제학이라는 큰 울타리 속에서 공존하고 있다. 이러한 복잡계 경제학이 아직은 하나의 통일된 이론체계로 묶을 수 있을 만큼의 정합성을 가지고 있지 않고 지금도 계속 발전하고 있는 이론이지만 전통적인 경제학적 접근 방법론과 비교해 볼 때 많은 차이를 보이고 있다. 특히 분석의 출발점인 인간을 전통적인 경제학에서처럼 완전히 합리적인 경제주체가 아닌 제한된 합리성을 가진 주체로 본다. 또한 시장이나 정부나 하는 식의 일방적 관점에서 경제현상을 바라보는 것이 아니라 양자의 고유 기능을 모두 인정하며 지금까지와는 다른 새로운 관점에서 경제현상을 보고 있다. 그러나 무엇보다 중요한 점은 최근의 다양한 경제학적 방법론들과 전통적 주류경제학의 관계를 갈등의 관점이 아닌 현실을 보다 잘 분석하기 위한 보완의 관점에서 바라보아야 한다는 것이다. 다양한 시각에서 기업과 경제를 분석할 수 있는 분석틀이 존재한다면 문제해결을 위한 더욱 바람직한 대안이 제시될 수 있을 것이다. 주주자본주의를 전통적인 신고전학과 경제학, 제도경제학, 행동경제학 등의 관점에서 접근하며 자본시장에서의 정부의 역할을 모색하고 있는 본 연구에서도 이러한 사실이 항상 전제되어 있다.

경제학에 기초한 주주자본주의가 아닌 그 밖의 다양한 경제학적 방법론에 기초하며 주주자본주의의 실체를 밝혀내기 위해 연구하고 있다. 결국 주주자본주의라는 것도 다양한 관점에서 분석될 수 있고 또한 분석되고 있는 것이다. 그러나 지금까지 우리나라에서는 주주자본주의를 근거로 하며 재벌을 개혁해야 한다는 목소리와 글로벌 금융위기를 계기로 주주자본주의를 포기해야 한다는 목소리는 있었지만 정작 주주자본주의의 본질이 무엇인가에 대한 진지한 이론적 접근은 없었다.

본 연구에서는 주주자본주의를 법경제학적 관점에서 접근해 보며 이러한 분석이 기업집단의 소유-지배 괴리 축소에 맞추어져 있는 현행 기업정책에 주는 시사점을 모색해 보기로 한다.

II. 주주자본주의에 대한 법경제학적 접근

1. 회사의 본질과 주주자본주의

(1) 회사의 본질

흔히 기업과 회사를 동일시하지만 엄격히 따져보면 각기 다르다. 예를 들어 ‘개인 기업’의 경우 기업가가 자신의 자금으로 기업운영에 필요한 자산을 구입하여 이에 대한 소유권을 취득하고 부족한 자금은 자신이 채무자의 지위에서 채권자로부터 차입하며 자신이 직접 경영한다. 반면 ‘회사’는 기업조직 중 ‘주식’을 매개로 불특정 다수로부터 대규모의 자금을 끌어 모으는 자본조달 방식으로 운영된다. 따라서 직관적으로 보면 개인 기업에서의 기업가가 수많은 주주들로 분할된 상태이다. 그러나 이때 주식을 매개로 끌어들이는 자금으로 구입한 회사의 자산을 수많은 주주들이 공동소유하고, 채권자로부터 돈을 빌려올 때 수많은 주주들이 채무자의 지위에서 계약을 체결하며, 이렇게 갖추어진 기반 위에서 수많은 주주들이 회사를 직접 경영하는 것은 불가능하다. 그래서 사람인 자연인에 대응하는 법인이라는 별도의 법적 인격체를 제도적으로 만든 것이다.

주주와는 다른 별도의 인격체에 이사회나 대표이사 등의 기관을 만들어 마치 인간처럼 법적 행동을 할 수 있도록 함과 동시에 회사와 관련해서 발생하는 법적 권리의무 관계가 법인에게 직접 귀속되도록 하면 효율적이다. 따라서 회사 자산은 법인인 회사가 자신의 이름으로 소유하게 되고 주주는 자산의 소유자인 법인에 대해 채권자의 몫인 부채를 제외한 나머지를 청구할 수 있는 권리를 가지게 된다. 이 권리를 금액으로 평가한 것이 바로 자본이다. 그런데 이때 모든 주주들이 직접 경영에 참여하지 않으면서도 회사의 성과에 자신들의 이익이 좌우된다면 마음 놓고 투자하기를 꺼려할 것이다. 따라서 이들에게 투자할 유인을 제공해 주어야 하는데 그것이 바로 어떠한 경우에도 주주 자신

들이 내놓은 돈 이외에는 금전적 부담을 질 필요가 없는 ‘유한책임제도’이다. 그러나 이럴 경우 반대로 회사라는 법적 주체에 돈을 빌려준 채권자들이 자칫 돈을 받지 못할 위험이 있으므로 회사법은 유한책임이라는 특혜를 주주에게 부여하는 대신, 회사의 성립부터 해산 시까지 발행주식의 액면총액에 해당하는 재산액을 회사 내에 유보할 ‘자본충실의 원칙’을 설정하여 주주에 의한 회사재산의 부당 유출을 방지하고 있다.

회사의 본질에 관한 이러한 논의를 바탕으로 현재 주주자본주의의 본고장인 미국 학계에서는 다양한 관점에서 주주자본주의를 바라보며 논쟁을 벌이고 있다. 그리고 주주자본주의에 대한 관점의 차이는 궁극적으로 ‘회사의 본질’을 바라보는 다양한 시각의 차이에서 비롯된 것이고 이러한 다양한 시각을 필자는 크게 소유권적 관점(Ownership View)과 계약적 관점(Contractual View)으로 구분하였다. 그리고 이러한 구분은 기본적으로 주주들을 하나의 동일한 이해관계로 묶인 집단으로 볼 것인지 아니면 다양한 이해관계를 가지고 있는 집단으로 볼 것인지에 따라 이루어졌다.

(2) 소유권적 관점(Ownership View)과 계약적 관점(Contractual View)

주주자본주의를 바라보는 ‘소유권적 관점’과 ‘계약적 관점’에 대한 자세한 논의에 앞서 양자의 관점에 대한 기본개념 및 차이점을 공정거래위원회가 매년 발표하는 ‘대규모기업집단 소유지분구조에 대한 정보공개’의 내용을 통해 개괄적으로 살펴보기로 한다.

공정거래위원회에 따르면 2008년 총수가 있는 28개 상호출자제한 기업집단의 경우 총수일가 지분이 4.23%, 계열회사 지분이 44.44%, 기타 지분이 2.29%로 내부지분율이 50.96%이다. 따라서 소수주주 지분은 49%이다. 이러한 발표가 있을 때마다 일부에서는 49%를 가진 소수주주들이 회사의 소유자임에도 불구하고 4.23% 밖에 가지지 않은 총수일가가 계열회사 지분 44.44%를 이용해 기업집단 전체를 지배한다고 비판하며 “소유하지도 않고 지배하는 비정상적인 소유구조”를 개선하기 위해 강력한 규제가 필요하다고 주장한다.

주주가 회사의 소유자이므로 소유한 주식의 수만큼만 지배권(의결권)을 행사해야 한다는 논리로 보면 기업집단에 대한 이러한 규제는 당연한 것처럼 보인다. 기업집단 내의 계열사 간 피라미드식 출자나 상호출자, 순환출자 등을 통해 적은 주식만 가지고도 이보다 많은 지배권(의결권)을 행사할 수 있기 때문이다. 같은 맥락에서 1주에 2개 이상의 의결권이 부여되는 차등의결권 주식의 도입에도 반대한다. 이와 같이 주주가 회사를 소유한다고 보면 기업집단 소유구조와 차등의결권 주식은 비정상적인 형태일 뿐 아니라 시장질서의 근간을 이루는 ‘소유권’의 기본원칙에서 벗어나는 반시장적 소유구조라고 볼 수도 있다.

그러나 자본주의 시장원리의 근간을 이루는 또 다른 법적개념인 ‘계약’의 관점에서 회사 소유구조를 보면 상황은 달라진다. 계약은 시장참여자들이 자신들의 의사에 따라 권리의무 관계를 형성해 나갈 수 있도록 해주는 법적 수단이다. 계약의 관점에서 보면 회사지배권에는 별 관심이 없고 오히려 싼 가격에 주식을 구입해 더 많이 배당받기를 원하는 주주와 그 반대의 경우인 주주가 존재하기 마련이고, 이들 사이의 이해관계를 반영하기 위한 것이 차등의결권 주식이다. 또한 기업집단 내 계열사 간 출자 등으로 지배주주가 일반주주보다 더 많은 지배권을 행사하고 있어 위협할 수도 있지만 오히려 경영권이 집중되어 강력한 리더십 행사가 가능해짐으로써 회사의 성과가 더 좋을 것이라는 판단하에 기업집단 소유구조를 선호하는 주주도 있을 것이다. 물론 그렇지 않은 주주도 있다. 따라서 어떠한 형태의 소유구조가 자신의 이익에 가장 부합하는지를 결정하는 것은 주주들의 몫이다.

결국 시장의 법적 기반을 형성하고 있는 소유권과 계약의 관점 중 어느 쪽에 무게를 두느냐에 따라 회사 소유구조에 대한 평가가 달라질 수 있다. 그러나 흥미로운 것은 양자의 관점 모두 주주의 이익을 중요시하는 주주자본주의의 본고장인 미국에서 함께 발전해 왔다는 사실이다. 노벨경제학상 수상자인 밀턴 프리드먼(Milton Friedman)이 1970년에 회사의 사회적 책임에 관해 쓴 뉴욕 타임스 칼럼에서 주주가 회사를 ‘소유’한다고 주장한 이후 본격적으로 주주자본주의에 관한 논쟁이 시작되었으나 1980년대 이후 미국 학계에서는 ‘계약’의 관점에서 주주자본주의를 분석하는 것이 일반화되어 가고 있다.

이하에서는 회사 소유구조를 바라보는 이러한 두 개의 시각이 회사의 구성원들 중 주주의 이익을 중요시하고 있다고 보아 온 주주자본주의 논쟁에서 구체적으로 어떻게 투영되고 있는지를 구체적으로 살펴보고자 한다. 이러한 논의 전개에서 주목해야 할 것은 주주의 이익을 중요시한다는 주주자본주의의 개념이 하나의 동일한 내용으로 구성되어 있다기보다는 다양한 관점에서 해석되며 이해될 수 있다는 사실이다. 결국 자본주의 시장원리의 근간을 이루는 두 개의 법적 개념인 ‘소유권’과 ‘계약’이 회사지배구조와 주주자본주의 논쟁에서 어떠한 차이를 보이고 있는지를 살펴보는 것이 핵심이다.⁴⁾

4) 다만 주주자본주의를 ‘소유권적 관점’과 ‘계약적 관점’으로 구분하여 분석하는 필자의 의도를 분명히 인식하기 위해서는 우선 미국에서의 주주자본주의 또는 주주중심 회사 지배구조에 대한 학문적 흐름의 큰 틀을 이해하는 것이 선행되어야만 한다. 이러한 흐름은 크게는 두 부분, 작게는 세 부분으로 구분될 수 있는데 회사정책은 회사의 모든 이해관계인들의 이익증가와 연결되어야 하고 궁극적으로는 사회 전체의 이익으로 귀결될 수 있어야 한다는 총론적 관점에서는 모두 동일하나 이러한 목표를 달성하기 위한 각론적 방법론에서는 서로 다른 입장을 보이고 있다.

전통적으로 주주자본주의는 ① 1970년대 초 주주가 회사를 소유한다고 보는 관점에서 본격적으로 논의되기 시작하였다. ② 1980년대부터는 소유권적 관점이 아닌 계약적 관점에 기초하며 회사의 본질을 모든 이해관계인들의 계약의 결합체로 보며, 주주가 이러한 계약의 결합체를 구성하고 있는 일방 당사자에 불과하므로 회사를 직접적으로 소유하지는 않지만 회사 이해당사자들 중 유일한 잔여청구권자이므로 소유자와 유사한 지위를 가져야 한다고 보았다. 이때부터 주주자본주의와 회사 지배구조에 대한 범경제학 논쟁이 미국 회사법학계에서 활발히 논의되기 시작하였다. ① ②는 모두 주주가 소유지분에 해당하는 만큼의 의결권을 가지고 있어야만 회사 이익 증진을 위해 경영자를 감시할 강력한 인센티브가 발생한다고 보기 때문에 소유-지배 비례, 1주1의결권 원칙, 주주민주주의 등의 개념으로 대표되는 전통적인 주주자본주의에 가장 부합하는 이론체계를 제공해 주고 있으므로 일반적으로 동일하게 보고 있다. 그러나 ③ 1990년 이후 계약주의 회사관은 새로운 국면을 맞게 되며 주주자본주의 역시 새로운 관점에서 분석되기 시작한다. 여전히 계약주의 회사관에 기초하고 있지만 금융시장의 변화와 다양한 금융기법의 개발로 인해 소유권과 의결권의 분리가 쉽게 발생하기 시작하였고, 파생금융이론, 거래비용 경제학, 신제도 경제학, 행동경제학 등의 발전으로 기존의 주주자본주의의 징표였던 주주민주주의, 회사 소유자로서의 주주, 유일한 잔여청구권자로서의 주주 등의 개념들이 흔들리기 시작하였다. 그리고 주주의 권한 강화가 반드시 회사 전체 더 나아가 사회 전체의 이익으로 귀결된다고 보장할 수 없게 되었다. 따라서 주주자본주의에 대한 새로운 해석 및 접근이 이루어지기 시작하고 있다. 「II. 2. 1) 전통적인 주주자본주의의 기본논리」는 ① ②의 관점에 기초하고 있고, 이에 대한 한계와 「II. 3. 주주자본주의에 대한 계약적 접근」은 ③의 관점에 기초하고 있다.

2. 주주자본주의에 대한 소유권적 접근

이하에서는 지금까지 전통적인 주주자본주의의 논리적 기반을 이루어온 기본 개념들을 살펴봄으로써 이러한 개념들의 한계를 지적하고자 한다.

주주자본주의의 규범적 측면인 주주중심 회사지배구조에서는 회사의 경영진은 주주의 대리인으로서 오직 ‘주주의 이익 극대화(shareholder wealth maximization)’를 추구해야 한다고 본다. 주주자본주의로부터 도출된 이러한 규범적 함의는 주주가 회사를 소유한다거나 주주가 회사의 유일한 잔여청구권자라는 개념에서 출발하며 이러한 개념의 연장선상에서 모든 주주는 동일한 선호를 가지고 있는 하나의 이해관계 집단이고 따라서 주식의 구성요소인 소유권과 의결권이 서로 비례적으로 대응하는 1주1의결권 원칙이 가장 바람직하다고 본다. 왜냐하면 소유권과 의결권이 비례해야만 주주들이 경영자를 감시할 최적의 인센티브가 생기고 또한 적대적 M&A 시장이 활성화되어 회사의 소유자인 주주의 눈을 피해 사익을 추구하려는 경영진을 철저히 감시할 수 있게 되고 이를 통해 주주 이익 극대화가 달성될 수 있다고 보기 때문이다. 그러나 지금까지 당연히 주주자본주의의 전제로 여겨져 왔던 이러한 개념들은 현대의 다양한 경제학적 방법론에 의해 재해석되고 있다.

(1) 전통적인 주주자본주의의 기본논리

1) 회사의 소유자 또는 잔여청구권자로서의 주주

주주들이 회사를 소유한다고 관념화하는 것이 경우에 따라서는 매우 유용한 비유일 수 있으나 주주들의 법적 권리를 정확하게 표현하는 데는 한계가 있다.

주주가 회사를 소유한다고 보는 주주자본주의는 노벨경제학상 수상자인 밀턴 프리드먼(Milton Friedman)이 1970년대 회사의 사회적 책임에 관한 뉴욕타임스 에세이⁵⁾에서 주장하면서 회사지배구조 논쟁에 본격적으로 등장하기 시작하였다.⁶⁾

5) Milton Friedman, “The Social Responsibility of Business is To Increase Its Profits,” *N.Y. Times*, Sept. 13, 1970, §6 (Magazine), pp.32-33.

그리고 주주가 회사를 일반적인 물건처럼 소유하고 있지는 않지만 주주를 회사의 유일한 잔여청구권자(residual claimants)로 볼 경우에도 소유자와 유사한 지위에 있다고 볼 수 있다. 즉 주주 이외의 이해관계인들은 사전적으로 회사와의 계약을 통해 고정된(fixed) 권리를 설정할 수 있으나, 주주들은 그렇지 못하다는 것이다. 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 회사 통제권, 즉 의결권을 이들에게 부여해야만 자신들의 잔여이익을 극대화하기 위해 노력할 것이고 이것은 결국 회사 전체 이익을 증진시키게 될 것이라고 한다. 이러한 잔여청구권 이론에 의하면 주주들은 비록 회사를 일반적인 물건처럼 직접 소유하지는 않지만 소유자와 유사한 지위에 있으므로 법적으로는 소유자와 유사하게 다루어져야 한다고 본다. 그러

- 6) 프리드만이 에세이를 발표하고 3년 후에 Fischer Black과 Myron Scholes의 논문("The Pricing of Options and Corporate Liabilities" 81 *J. Pol. Econ.*, 1973)이 발표되었고 이 논문은 현대 옵션이론(option theory)의 기초를 제공해 주고 있다. 옵션이론에서는 주주들이 회사를 소유한다고 말하는 것은 오해를 일으킬 뿐 아니라 경제적 관점에서도 타당하지 않다고 본다. 옵션이론에 의하면 채권소지자와 주주는 모두 회사에 대해 조건부의 '계약상 권리'를 가지고 있는 것에 불과하다. 옵션이론(option theory)은 금융이론분야에서 상대적으로 최근 발전한 이론으로 지금까지 주주자본주의의 근간인 회사 소유자로서의 주주 지위에 치명적인 결함이 있다는 사실을 보이고 있다. 옵션이론을 이용하면 주주가 회사를 소유하고 있다고 이론 구성할 수도 있지만 반대로 채권자가 소유하고 있다고 이론 구성할 수도 있어 주주가 회사의 소유자라는 생각은 확고하지 못하다는 사실을 알 수 있다. (i) 우선 「주주」가 일단 회사를 소유하고 있지만 채권자로부터 '풋옵션'(회사에 대한 주주의 소유권을 채권자에게 팔 권리)을 샀다고 이론 구성할 수 있다. 만일 채권 만기일, 즉 풋옵션의 행사일(exercise date)에 회사의 가치가 채권액에 미달된다면 주주는 채무를 이행하지 않고 채권자에게 채권액에 해당하는 금액으로 회사의 소유권을 살 것을 요구할 옵션권리를 행사하여 회사의 소유권을 이전하고 채무를 이행할 의무에서 벗어날 수 있다. (ii) 이번에는 「채권자」가 회사를 일단 소유한다고 보며 주주들에게 '콜옵션'을 판 것으로 이론 구성할 수도 있다. 즉 주주들은 옵션 행사일에 채권자로부터 채권액에 해당하는 금액을 지불하고 회사의 소유권을 매입할 수 있는 권리를 가지고 있다고 볼 수 있다. 만일 옵션 행사일에 회사의 가치가 채권액을 상회하면 주주들은 채무를 상환함으로써 콜옵션을 행사하게 된다. 그러나 만일 회사의 가치가 채무액 이하이면 주주들은 자신들의 옵션권리를 행사하지 않고 결국에는 채권자가 최종적으로 회사의 소유권을 취득하게 되는 것이다. 또한 최근의 증권투자신탁이나 증권투자회사와 같은 간접 금융상품과 파생금융상품의 등장으로 부채와 자본의 구별이 더욱 모호해진 상황에서 주주를 회사의 유일한 소유자로 보는 것은 그다지 설득력이 없게 되었다. 구체적인 사례를 통한 자세한 설명은 Margaret M. Blair, Lynn A. Stout(2001a), p.411 이하 참조

므로 주주는 회사의 주인(principal)이고 경영자나 이사는 이들의 이익을 위해 의무를 부담하는 대리인(agent)으로 간주되는 주인-대리인(principal-agent) 관계가 설정된다.

2) 1주1의결권 원칙

주주를 회사의 소유자로 보는 유일한 잔여청구권자로 보는 주주와 경영진은 결국 주인-대리인 관계이고 이러한 관계에서 가장 중요한 것은 경영진이 주주의 눈을 피해 사적 이익을 추구하지 못하도록 감시하는 것이다. 전통적인 주주 자본주의에서는 1주1의결권 원칙 또는 소유-지배 비례원칙을 이러한 감시를 위한 최적의 인센티브 메커니즘으로 보고 있다.

주식 소유자인 주주가 회사에 대한 소유권을 가진다고 볼 경우 소유권이라는 말에는 이미 ‘경제적 이익’과 ‘지배권(의결권)’이 비례적으로 상존하고 있어야 한다는 의미가 내포되어 있으므로 당연히 1주1의결권을 원칙으로 한다. 또한 잔여청구권자로 보는 경우에도 마찬가지이다. 주주들은 회사의 잔여이익에 대해 자신이 소유한 주식 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 활성화시키면 경영진에 대한 감시기능이 더욱 강화될 것이라고 본다.⁷⁾

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.⁸⁾

7) Grant M. Hayden, Matthew T. Bodie(2008), p.476.

지금까지 이러한 논리에 근거해 회사법 학자들은 회사지배구조에서 발생하는 경영진과 주주 사이의 대리비용을 최적으로 줄여 줄 수 있는 1주1의결권 원칙이 가장 바람직하고 만일 경영진과 주주들이 자유롭게 계약을 체결할 수 있었다면 채택하였을 원칙이므로 계약주의 회사관의 관점에서도 가장 바람직한 원칙이라고 보아 왔다.⁹⁾

(2) 한계

위에서 설명한 1주1의결권 원칙에 대한 논리적 설명이 타당하려면 두 가지 조건이 전제되어야만 한다. 첫째, 모든 주주들이 회사의 잔여이익 극대화라는 목표에 대해 동일한 이해관계와 동일한 선호를 가지고 있어야 하고 둘째, 경영진은 틈만 나면 주주의 눈을 피해 자신들의 사적 이익을 추구하려고 할 것이므로 주주들의 강력한 감시가 항상 필요하다는 것이다. 그러나 이하에서 살펴보는 바와 같이 각각의 전제 사실들은 최근의 금융시장의 변화와 경제학의 발전으로 새로운 관점에서 해석되며 일정한 한계를 보이고 있다. 다만 주의할 것은 이러한 한계를 1주1의결권 원칙 자체를 부정한다는 의미로 받아들여서는 안 된다. 지금까지처럼 1주1의결권 원칙을 가장 이상적인 것으로만 보며 이것에서 벗어나는 것을 무조건 비이상적이거나 부정적으로 볼 것이 아니라 보다 유연한 관점에서 바라보자는 것뿐이다.

1) 주주선호 동일성의 한계

① 주주선호의 다양성

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 전통적인 주주자본주의 논리 속에는 모든 주주들이 회사의 잔

8) Robert H. Sitkoff(2002), p.1122.

9) Kevin C. Cunningham(2008), pp.305-306.

여이익의 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 도출해 내는 것도 어렵기 때문이다. 결국 전통적인 신고전학과 경제학에서처럼 모든 주주들은 회사의 이익(잔여청구권) 증진에 대해 동일한 선호(homogenous preference)를 가지고 있다는 사실이 전제되어야만 1주1의결권에 기초한 기존의 주주자본주의 논리는 정당성을 확보할 수 있게 된다.¹⁰⁾¹¹⁾

이와 같이 전통적인 주주자본주의는 주주선호의 동일성을 가장 중요한 핵심 전제로 하고 있지만 행동경제학에 기초한 금융이론(behavioral finance)의 많은 연구들은 금융자산에 대한 주주들의 선호는 다양하다는 사실을 보이고 있다.¹²⁾

주주들의 선호가 다양하다는 사실은 직관적으로 생각해 보아도 당연하다. 주주들 중에는 회사의 단기이익에 주로 관심을 가지는 주주와 장기적 이익에 관심을 가지는 주주, 그리고 주로 배당에 관심을 가지는 주주와 지배권에 관심을 가지는 주주 등 다양한 성격의 주주들이 존재하고 있다. 이와 같이 주주들 사이의 이해관계가 다양하므로 자본시장에서 이들의 이해관계를 조정하며 욕구를 충족시켜 주고 이들의 투자의욕을 유발하여 시중의 유동자금을 자본시장으로 유입시켜 자본시장을 활성화시키기 위해서는 소유권(현금흐름권)과 의결권(지배권) 사이의 다양한 포트폴리오로 구성된 금융상품을 만들 수 있는 제도적 기반이 조성되어야 할 것이다.¹³⁾ 예를 들어, 회사 지배권에는 별 관심이 없고 오히려 싼 가격에 주식을 구입하여 더 많은 배당을 받기를 선호하는 주주

10) Grant M. Hayden, Matthew T. Bodie(2008), p.448, p.473. Shaun Martin, Frank Partnoy (2005), p.776.

11) 주주선호의 동일성은 지금까지의 법경제학 분석에서 중요한 가정이었다. 예를 들어, 미국의 대표적인 법경제학자인 이스터브룩과 피셜 교수는 개별 주주들은 기업가치를 극대화하기 위한 동일한 인센티브를 주식 수에 비례하여 가지고 있다고 가정한다. 따라서 이스터브룩과 피셜은 지분적 이익에서 의결권을 분리하는 것은 바람직하지 않다고 본다. Frank H. Easterbrook & Daniel R. Fischel(1991), pp.64-68, pp.72-75.

12) Shaun Martin, Frank Partnoy(2005), p.788.

13) 기업집단을 통한 소유-지배 괴리 수단인 피라미드 소유구조와 순환출자 등도 금융상품이라고까지 말할 수는 없지만 효율적인 금융수단의 측면이 있다.

와 그 반대의 경우를 선호하는 주주 사이의 이해관계를 반영하기 위한 것이 바로 차등의결권 주식이다.¹⁴⁾ 소유권과 의결권을 분리시키는 다양한 금융상품은 기업과 투자자 모두에게 유용하다. 기업은 다양한 금융상품을 활용하여 자금조달의 수단을 다양화할 수 있고 자본조달비용도 줄일 수 있다. 투자자는 자신의 상황에 맞는 맞춤형 금융상품에 투자할 수 있게 된다.

특히 최근 몇 년 동안, 자본시장 환경의 변화, 금융이론의 발전, 헤지펀드의 성장 등으로 인해 주식의 구성요소인 소유권과 의결권을 분리시키는 것이 수월해짐에 따라 회사법의 전통적인 기본전제인 소유권과 의결권의 비례 및 1주1의결권 원칙이 흔들리기 시작하고 있다. 금융계약(financial contracting)을 통해 기존의 단순한 잔여청구권자로서의 주주가 아닌 옵션(option), 선도거래(forward contracts), 그리고 그 밖의 파생금융상품(financial derivatives)이 내재된 다양한 성격의 지위(heterogeneity of portfolio positions)를 가지게 된 주주가 발생하기 시작한 것이다.¹⁵⁾ 즉 새로운 금융수단의 발전으로 일반적인 주식증권에 파생상품(옵션, 선물, 스왑)을 내장시켜 주주들의 다양한 선호에 보다 잘 부응할 수 있게 되었다.

② 공투표(Empty Voting)와 숨겨진 소유권(Hidden ownership)

다양한 금융기법의 등장으로 인한 소유권과 의결권의 분리는 최근 ‘공투표’와 ‘숨겨진 소유권’ 형태에서 극단적으로 나타나고 있다.

투자자들은 다양한 최신 금융기법을 사용하여 보유 주식의 수보다 많은 의결권을 가질 수 있게 되었다(소유권 < 의결권). 이러한 의결권을 “공투표(empty voting)”라고 부르는데 그 이유는 주식의 구성요소 중 경제적 이익이 빠져 있고 의결권만 존재하기 때문이다. “공투표”의 핵심은 소유권에 비해 더 많은 의결권을 행사한다는 것이다. 즉 주식에 포함되어 있는 경제적 이익의 피해를 한정해 놓거나 아예 0으로 할 수도 있다. 경우에 따라서는 의결권이 경제적 이익(잔

14) 예를 들어 사들인 주식을 그날 중 되팔거나 또는 매도한 주식을 그날 중 되사들이는 초단타 매매기법인 데이트레이딩을 하는 주주와 10년 이상 장기투자자를 하는 주주는 회사에 대한 정보나 충성도 면에서 비교할 수 없는 차이를 보이고 있음에도 불구하고 1주1의결권과 주주민주주의에 근거하며 이들을 동일하게만 취급하고자 한다면 주주들의 인센티브는 오히려 왜곡될 것이다. 우리나라에서 1주1의결권 원칙을 강행법규로 보는 것에 대한 회의적인 견해로는 김화진·송옥렬(2007), p.376, 김용기, 「영미논리과용, 오너 경영 재평가 필요」, 한경비즈니스, 2009. 1. 5 참조

15) Shaun Martin, Frank Partnoy(2005), p.788.

여청구권)과 음(-)의 관계가 되도록 설정할 수도 있다. 이 경우 주식의 소유자는 회사의 주가가 떨어져야 경제적 이익을 얻을 수 있으므로 의결권은 회사의 이익이 줄어드는 방향으로 행사될 것이다.¹⁶⁾¹⁷⁾

공투표와는 반대로, 금융기법을 사용하여 투자자들이 형식적인 의결권보다 많은 경제적 권리를 가지는 경우도 있다(소유권 > 의결권). 외부 주주에 대한 소유주식의 공시는 경제적 이익이 아닌 의결권 중심으로 이루어지도록 되어 있으므로 주식의 소유자가 공시의무를 회피하기 위해 사용된다. 그러나 이 경우 경제적 이익을 누리는 사람이 언제든지 나머지 의결권을 획득할 수 있는 사실상(de facto)의 권한을 가지고 있다. 이와 같이 비공식적인 의결권을 가지고 있으면서도 공시되지 않는 경우의 소유권을 “숨겨진 소유권(hidden ownership)”이라고 한다.

소유권과 의결권을 분리시키는 이러한 방법은 최근 급격히 증가하고 있다. 이에 대한 수요와 공급이 증가하고 있기 때문이다. 공급 측면에서 보면, 1980년대 후반까지는 개발되지 않았던 주식스왑(equity swaps)과 장외파생상품(OTC derivatives), 그리고 주식대차 시장(stock lending market) 등의 성장으로 내부 주주와 외부 주주 모두 소유권과 의결권을 쉽게 분리할 수 있게 되었다. 수요 측면에서 보면, 최근 급격히 성장하고 있는 헤지펀드들은 다른 기관투자들과 달리 법적 규제에서 상대적으로 자유로우므로 보다 수월하게 다양한 방법으로 소유권과 의결권을 분리하고 있다.¹⁸⁾ 이러한 현상에 대해 어떠한 정책적 대응이 필요할지에 대해서는 아직 불분명하다. 그러나 적어도 지금의 시점에서 분명한 것은 의결권과 경제적 소유권의 비례적 일치를 당연시하고 있는 현재의 회사 소유지배구조 패러다임은 변화되어야 한다는 것이다.¹⁹⁾

16) empty voting에 대한 다양한 사례에 대해서는 Henry T.C. Hu, Bernard Black(2006b), p.828 이하 참조

17) 이러한 공투표는 다양한 방법에 의해 이루어질 수 있다. 우선 주식대차시장(share lending market)에서 주식을 빌리는 사람(borrower)은 경제적 이익은 취득하지 않고 의결권만 가지는 반면 빌려주는 사람(lender)은 의결권 없이 경제적 이익만 가질 수 있다. 또 다른 방법은 주식스왑(equity swap)을 사용하는 경우이다. 스왑의 매수측(long equity side)은 매도측(short side)으로부터 주식의 경제적 권리는 취득하지만 의결권은 취득하지 않을 수 있다. 매도측은 경제적 권리 없이 의결권만 유지할 수 있다. 그 밖에도 풋 옵션이나 콜 옵션 등을 이용해 소유권과 의결권을 분리시키는 방법은 점점 다양해지고 있다. 자세한 내용은 Henry T.C. Hu, Bernard Black(2006b), p.816.

18) Henry T.C. Hu, Bernard Black(2007), pp.344-345.

③ 소결

주주는 잔여청구권자이기 때문에 주주의 권한을 강화하면 강화된 권한에 기초하여 회사의 잔여이익을 극대화하기 위해 노력할 것이고 이것은 결국 모든 주주의 이익에 부합할 것이며 더 나아가 회사 전체와 사회 전체의 이익에 부합할 것이라는 논리가 예전에는 어느 정도 타당했을 것이다. 그러나 지금처럼 주주의 선호가 다양화되고 이러한 선호가 다양한 금융기법을 통해 충족되어 가면서 공투표와 숨겨진 소유권 등으로 소유권과 의결권 사이의 괴리가 발생하는 경우에는 주주를 하나의 동일한 집단으로 보며 모든 주주들에게 이익이 되는 하나의 획일적 선택을 상정하는 것이 어렵게 되었다.²⁰⁾ 그럼에도 불구하고 지금까지 전통적인 주주자본주의를 전제로 한 회사법에서는 주주 선호의 동일성과 1주1의결권 원칙을 당연시하며 주주의 법적지위를 설명해 왔고, 이것의 연장선상에서 주주민주주의(shareholder democracy)를 달성하기 위한 개혁을 시도해 왔다. 그러나 이것이 개혁의 올바른 방향인가에 대해서는 재고해 보아야 할 것이다.

2) 대리이론의 한계

주주가 회사를 소유한다고 보거나 주인이라고 볼 경우 회사지배구조에서 가장 중요한 문제는 대리인에 불과한 경영진이 자신의 사적 이익을 추구하며 주주의 이익을 훼손하는 행동을 어떻게 방지할 것인가 하는 것이다. 여기서 주주가 회사의 소유권과 강력한 의결권을 가져야 하는 이유도 바로 이렇게 기회주의적으로 행동하는 경영진을 통제할 필요성이 크다고 보기 때문이다.

지금까지 회사지배구조 정책은 회사 내부에서 이어나 경영자의 긍정적인 측면을 보며 이를 촉진하고자 노력하기보다는 이들의 약점에 주로 집중하며 강력한 개혁을 요구해 왔다. 강력한 법적조치나 경영권 시장의 압력과 같은 외부적 통제 메커니즘에 주로 관심을 가져왔다. 그 이유는 회사법의 범경제학 분석이 전통적으로 신고전학과 경제학에 기초하고 있었기 때문이다.

19) Henry T.C. Hu, Bernard Black(2007), p.363.

20) Matthew D. Adler & Eric A. Posner(2000)

그러나 최근 행동 법경제학(behavioral law and economics)에서는 기존의 경제학이 경영자의 행동원리 및 동기를 지나치게 금전적 인센티브 관점에서만 설명한다고 비판한다. 효용 극대화(utility maximization)는 부의 극대화(wealth maximization)라는 대리이론의 협소한 관점보다 더 폭넓게 정의되어야 한다는 것이다.²¹⁾ 행동 경제학에서는 경제학 외에도 심리학(psychological)과 사회문화적(sociocultural)이론들을 차용하며 법경제학이론 자체의 우아하고 통일적인 적용보다는 실질적인 법적문제들을 분석하는 데 중점을 두며, 이론의 유용성과 실용성을 강조하고 있다. 이를 통해 합리적 선택이론을 전제로 한 기존의 법경제학보다 법이 인간에게 미치는 인센티브효과를 더욱 잘 이해하고자 한다.²²⁾²³⁾

행동경제학에서는 인간행동 원리에 대한 다양한 실증연구를 바탕으로 인간은 항상 자신만의 사적 이익을 극대화하기 위해 행동하는 것이 아님을 보이며 지금까지 회사지배구조 연구에서 주로 경영진에 대한 반감(anti-management)을 전제로 접근하는 것과는 달리 인간행동과 동기의 적극적이고 긍정적인 측면을 보며 이러한 측면이 회사지배구조에서 적극적으로 기능할 수 있는 계기를 마련하고자 한다. 만일 전통적인 경제학이 기초하고 있는 합리적 자기이익모델(rational self-interested model)이 회사 경영진의 행동원리를 완벽하게 표현하는 것이 아니라는 사실을 인정하고, 더 나아가 지금까지 회사정책에서 일반적으로 전제해 온 경영진의 부정적인 측면에 너무 집착하지 않고 그들의 긍정적 측면을 보며 이를 촉진시키고자 한다면, 회사지배구조 정책은 지금과는 많이 달랐을 것이다.

21) James Mcconville(2006), p.416.

22) Russell B. Korobkin, Thomas S. Ulen(2000), p.1058.

23) 최근 주목을 받고 있는 행동 경제학이 합리적 선택이론을 비판하는 것을 합리적 선택이론을 버리라는 것으로 이해해서는 안 되고 이를 더욱 현실적으로 보충하라는 것이라고 이해해야 할 것이다. 합리적 선택이론을 전제로 법정책을 수립하는 것이 부족하다고 주장하는 것이 개인들이 비합리적(비록 그들이 특정한 상황에서 비합리적으로 행동한다고 하더라도)으로 행동한다고 주장하는 것은 아니다. 효율적인 법정책을 제시하기 위해, 법이 인간들의 인센티브에 어떻게 반응하는가를 이해하고자 하는 법학자들은 합리적 선택이론에 제한되어서는 안 된다는 것을 의미하는 것이다. 행동경제학적 관점에서 법을 분석하는 것의 목적은 합리적 선택이론을 대체하기 위함이 아니고 특정한 상황에서 더욱 예측력을 가지는 분석도구를 만들어 내기 위해 합리적 선택이론의 비현실적인 요소들을 수정하기 위함이다. Russell B. Korobkin(2000), p.1074.

대리이론이 전제로 하고 있는 경영진의 부정적인 측면, 즉 이사나 경영자는 믿을 수 없는 사람들이고 외부적인 압력이나 인센티브가 없는 경우에는 당연히 주주와 회사의 이익을 해치면서 자신의 사적 이익을 추구할 것이라는 가정은 경영진의 행동을 설명하는 일부분에 불과하다. 따라서 경영진의 긍정적 측면보다 부정적 측면에 중점을 두며 설계되어 온 회사법상의 기본 제도들에 대한 재검토가 요구된다.²⁴⁾

(3) 글로벌 금융위기와 주주자본주의

최근 미국의 서브프라임 모기지 사태(subprime mortgage crisis)에서 발단된 금융위기를 계기로 신자유주의에 대한 비판이 다시 일고 있다. 일반적으로 신자유주의는 금융자본이 기업 운영의 주도권을 가지는 주주자본주의가 핵심이라고 알려져 있다. 그러므로 지금의 금융위기는 궁극적으로 ‘주주자본주의의 위기’라고 알려져 있다. 그렇다면 지금까지 미국을 비롯한 선진국 경제 정책의 근간을 이루어 온 주주자본주의를 포기하고 대안을 찾아야만 할 시기를 맞은 것인가? 아니면 주주자본주의 운용상의 잘못으로 풀어가야 하는가?

최근의 금융위기와 주주자본주의와의 관련성에 관한 이러한 의문에 답하기 전에 분명히 해 두어야 할 것은 양자가 정말로 관련성이 있는지에 관한 문제를 논외로 하더라도 금융위기로 인해 위기를 맞고 있다고 지적받고 있는 것은 지금까지 살펴본 소유권 개념에 기초한 전통적인 주주자본주의라는 사실이다.²⁵⁾ 그리고 이러한 전통적인 주주자본주의는 전통적 금융이론에 기초하고 있다.

24) James Mcconwill(2006), p.415.

25) 최근의 금융위기로 인해 주주자본주의를 가장 강력하게 비판하고 있는 학자로는 케임브리지대학의 장하준 교수라고 할 수 있다(중앙일보, 2009년 4월 1일자 외). 그런데 장하준 교수가 전제로 하고 있는 주주자본주의 논리는 다음과 같다. 첫째, 기업은 주주의 소유물이고 따라서 주주의 이익을 위해 운영되어야 한다. 둘째, 주주의 이익이란 주가로 표현되는 기업가치의 극대화를 말한다. 셋째, 이러한 기업가치 극대화를 위해서는 적대적 인수·합병이 활성화되어 무능한 경영자를 갈아치울 수 있어야 한다. 넷째, 자본주의 체제하에서 기업가치의 극대화는 곧 사회적 이익의 극대화이다(장하준, 2004, p.189). 이것은 다름 아닌 지금까지 살펴본 소유권에 기초한 전통적인 주주자본주의이다.

1) 전통적 주주자본주의와 전통적 금융이론

전통적인 주주자본주의에서는 주가(stock prices)가 회사의 진정한 가치(economic value)를 잘 반영하고 있다는 전통적 금융이론에 기초하고 있다. 따라서 이러한 입장을 따르는 정책가들은 회사법에서 회사지배구조와 관련하여 발생하는 문제해결의 규범적 기준으로 주가를 설정하고 있다.²⁶⁾ 따라서 회사의 가치 극대화라는 목표에 대해 동일한 이해관계와 동일한 선호를 가지고 있는 주주들의 권한을 극대화하면, 자기 이익을 추구하고자 하는 주주의 대리인인 경영진을 잘 감시할 수 있게 되고 이것은 주가의 상승으로 이어져 궁극적으로는 회사 전체의 이익으로 귀결된다는 것이다. 그리고 경영진의 경영판단에 대한 타당성 여부, 즉 경영진의 신임의무(fiduciary duty)의 판단도 주가를 기준으로 하게 된다. 따라서 주가를 떨어뜨린 경영진에 대한 적대적 기업인수 시도를 경영진 스스로 막는 경영권방어제도를 인정하지 않는다. 그렇다면 주가는 회사의 진정한 가치를 정확히 반영하고 있는 것인가? 이것은 결국 주가가격이 어떻게 결정되는가에 관한 문제이다.

사람들이 주식에 투자하는 이유는 이를 통해 일정한 수익(return)을 얻을 수 있다고 기대하기 때문이다. 그러나 주식에 대한 투자는 항상 위험(risk)이 수반되기 마련이다. 따라서 주식의 가격은 결국 투자자들이 주식을 보유하게 됨으로써 얻게 되는 기대 수익률과 기대 위험과의 관련성하에서 결정되고 이러한 관련성을 밝혀내는 것이 금융이론의 핵심이라고 할 수 있다. 지금까지 이러한 금융이론은 주로 CAPM(Capital Asset Pricing Model)에 기초하고 있다.²⁷⁾ CAPM에서는 ‘거래비용이 소요되지 않는 완전자본시장’에서 ‘합리적 투자자’들이 ‘모두 동일한 선호와 기대’하에서 주식의 수익률과 위험을 예측하며 의사결정을 한다고 가정한다. 따라서 시장에서는 하나의 평가만이 존재하고 이것은 결국 최적의 주식 가격 평가를 의미하는 것이다.²⁸⁾ 이와 같이 CAPM 이론은 주식의 시장가격이

26) Lynn A. Stout(2003a), pp.638-639 참조

27) CAPM에 대해서는 국내 모든 재무관리 교재에 소개되어 있다. CAPM은 한마디로 투자자들이 자신의 기대효용이 극대화될 수 있도록 투자 의사 결정을 할 때, 자본시장이 균형인 상태에서 위험과 수익률 사이의 균형관계를 설명하고자 하는 이론이다.

28) Lynn A. Stout(2003a), p.642 참조

실질적인 기대위험과 기대수익을 정확히 반영, 즉 주식가격은 회사의 경제적 가치를 그대로 반영하고 있다고 보며 주주의 의사결정과 주주의 이익을 최우선으로 하는 전통적인 주주자본주의의 이론적 근거를 제공해 주고 있다.

CAPM과 같은 전통적인 금융이론에 따르면 우리는 지금과 같은 금융위기를 겪을 이유가 없다. 모든 합리적인 투자자들이 이용 가능한 모든 정보를 가지고 투자를 통해 얻을 수 있는 미래의 현금수익에 대한 기대치를 예상하며 자신이 취득하고자 하는 증권의 현재가치를 정확히 평가할 수 있기 때문이다. 그러나 금융위기는 지금의 서브프라임 모기지 사태뿐만 아니라 역사적으로 되풀이되어 왔다. 이것은 결국 투자자들이 항상 합리적으로 행동하는 것은 아니며, 비록 개별적으로는 합리적으로 행동하는 것 같지만 투자자 집단 전체의 관점에서 나타나는 행동의 결과는 그렇지 못할 수 있다는 것을 의미한다.²⁹⁾ 따라서 최근 글로벌 금융위기가 CAPM 이론에 기초한 금융정책 때문이라는 지적도 있다.³⁰⁾ 특히 CAPM 이론은 전통적인 신고전학과 경제학에 기초한 금융이론이므로 최근의 금융위기를 계기로 제기되고 있는 CAPM 이론에 대한 비판과 대안의 모색은 전통적인 신고전학과 경제학의 비판과 이것의 대안모색으로 이어지고 있다. 즉 주가가 과연 기업의 성과를 평가하기 위한 믿을 만한 기준인지 그리고 주주들은 이어나 경영진보다 회사의 이익창출을 위해 더 나은 의사결정을 할 수 있을 것인지 등에 대해 다시 연구하기 시작하였고,³¹⁾ 이러한 연구는 법경제학 분야에서 활발히 이루어지고 있다.

2) 법경제학과 새로운 금융이론

법의 설계와 운용에 있어 가장 중요한 것은 법의 적용을 받는 주체들의 행동원리를 제대로 파악하는 것이다. 그러나 인간의 복잡한 행동원리를 직관적으로 파악하는 것은 쉽지 않으므로 법학은 경제학의 도움을 필요로 했다. 이것이 법경제학(law and economics)이라는 학문이 생겨나게 된 이유이다.

29) Dorit Samuel(2009), p.223 참조

30) James Crotty(2008), p.7 참조

31) Andrei Shleifer, *Inefficient Markets: An Introduction to Behavioral Finance*, 2000; Robert J. Shiller, *Irrational Exuberance*, 2000, Sanford M. Jacoby(2008), fn18에서 재인용

법경제학은 가격이 변화할 때 사람들의 인센티브 변화와 이에 따른 행동 변화를 예측하는 경제학의 기본 아이디어를 차용하여 법이 변화할 때 사람들의 행동 변화를 예측하며 바람직한 법을 설계하고자 하는 학문이다. 따라서 법경제학에서는 인간행동을 예측하며 사회적으로 바람직한 행동은 장려하고 그렇지 못한 행동은 억제하기 위해 법을 사용한다. 지금까지 법경제학에서는 전통적인 신고전학과 경제학을 전제로 모든 인간은 합리적으로 행동한다는 전제하에 인간행동을 예측하며 법의 역할을 모색해 왔고 자본시장과 관련된 법을 설계함에 있어서도 이러한 신고전학과 경제학을 기초로 한 CAPM 이론에 기반을 두고 있었다.

예를 들어, 앞에서 살펴본 바와 같이 지금까지 회사법에서는 개별 주주들은 합리적으로 행동하고 이러한 행위의 집단적 결과 역시 합리적 결과, 즉 회사 전체 이익의 극대화라는 결과를 낳을 수 있다는 전제하에 주주들의 권한 강화에 힘써 왔다. 회사의 매각 여부를 결정하는 적대적 기업인수 상황에서 공격회사와 대상회사의 개별 주주들 사이의 주식거래에 제3자인 경영진이 끼어들어 경영권방어를 해서는 안 된다는 것도 같은 맥락이다. 주주의 대리인인 경영진보다 주인인 개별 주주들이 회사의 최적가치를 가장 잘 파악하며 의사결정을 할 수 있다는 것이다. 그리고 여기에는 주주의 대리인인 경영진 역시 자기 이익을 위해 합리적으로 행동한다는 가정, 즉 주주의 이익이 훼손되더라도 자신의 이익에 합치되면 항상 그러한 방향으로 행동을 한다는 사실이 전제되어 있다.

그러나 전통적인 신고전학과 경제학에 기초한 CAPM의 기본가정과 달리 ‘거래비용이 소요되는 자본시장’에서 ‘때로는 비합리적으로 행동하는 투자자들’이 ‘다양한 선호와 기대’하에서 주식의 수익률과 위험을 예측하며 의사결정을 한다면 과연 주식가격이 회사의 진정한 가치를 정확히 표출할 수 있을 것인가라는 자연스러운 의문이 제기된다.³²⁾ 따라서 자본시장의 작동원리와 시장 참여자들의 행동원리를 더욱 잘 이해하며 바람직한 법정책을 설계하기 위한 노력이 진행되고 있다.³³⁾ 이러한 노력의 출발은 현실적으로 인간이 대부분 합

32) Lynn A. Stout(2003a), p.642 참조

리적으로 행동하기는 하지만 항상 그런 것은 아니므로 합리적 인간만을 전제로 한 법의 설계는 한계를 가질 수밖에 없다는 인식의 변화에서 시작된다. 따라서 앞에서 잠시 언급한 바와 같이 최근의 법경제학은 전통적인 경제학에 심리학과 사회학을 접목시켜 인간행동의 원리를 더욱 철저히 밝혀내고자 하는 행동경제학(Behavioral Economics)을 받아들이며 이러한 한계를 보충해 나가고 있다.³⁴⁾ 여기서는 인간행동 원리에 대한 다양한 실증연구를 바탕으로 인간이 항상 합리적으로 행동하는 것도 아니며 자신만의 사적 이익을 극대화하기 위해 행동하는 것도 아니라는 사실을 보여주고 있다.

행동경제학적 관점을 중심으로 전통적인 금융이론의 기본가정들을 재검토하며 자본시장에서의 법의 기능을 분석하는 목적은 인간이 합리적으로 행동한다는 전통적인 경제학의 기본가정을 대체하기 위함이 아니다. 기존 이론의 비현실적인 요소들을 수정해 현실에서 인간의 행동을 보다 잘 예측하며 바람직한 법을 설계하기 위함이다. 다만 이러한 새로운 금융이론이 기존 경제학분야의 금융이론들과 갈등을 일으킬 수도 있다. 수학적 방법론에 기초한 최첨단 금융공학이 심리학이나 사회학적 방법론을 받아들이기는 쉽지 않을 것이기 때문이다. 그러나 복잡한 인간의 행동원리를 파악하며 법을 설계하고자 할 때 여러 분석 도구들을 가지고 있으면 다양한 관점에서 접근할 수 있어 오히려 득이 되지 해가 되지 않는 것이다.

예를 들어 뉴턴역학을 오직 마찰이 존재하지 않는 조건하에서만 적용한다면 우주를 연구하는 천문학 분야에서만 사용할 수 있을 것이다.³⁵⁾ 그러나 일단 마찰을 고려한다면 뉴턴역학은 우리가 살고 있는 현실의 상황에도 적용할 수 있게 되고 이를 응용한 과학기술은 우리의 삶을 더욱 윤택하게 해줄 수 있게 된

33) CAPM 이론의 한계를 지적하며 이것을 보완하기 위한 다양한 금융이론에 대해서는 Lynn A. Stout(2003a), Lynn A. Stout(2005) 참조

34) Daniel Kahneman 교수와 Vernon Smith 교수는 전통적인 경제학에 심리학과 사회학을 접목시켜 인간의 행동원리를 더욱 철저히 밝혀내고자 했는데, 그 연구로 2002년 노벨 경제학상을 수상했다.

35) 즉 CAPM 이론을 거래비용이 소요되지 않는 완전자본시장에서 합리적인 투자자들이 모두 동일한 선호와 기대하에서 주식의 수익률과 위험을 예측하며 의사결정을 한다는 조건하에서 적용한다면 그 활용범위가 제한될 것이다.

다. 따라서 전통적인 경제학에 기초한 최첨단 금융공학과 행동경제학의 만남은 기존 금융공학의 기능을 축소시키는 것이 아니라 이것의 내용을 풍부하게 해주며 현실 적용 가능성을 더욱 높여줄 수 있을 것이다.³⁶⁾

3) 금융위기와 금융이론

지금까지 살펴본 바와 같이 전통적인 주주자본주의는 전통적인 금융이론에 기초하고 있고 이러한 이론들은 최근의 글로벌 금융위기로 비판의 대상이 되고 있다. 그러나 주의할 것은 신고전학과 경제학에 기초한 전통적인 금융이론들이 지나치게 단순하고 다소 비현실적인 가정에 기초하고 있어 이러한 금융이론을 바탕으로 금융법을 설계하는 것이 한계가 있다고 해서 이러한 전통적 금융이론들이 틀렸거나 가치가 없는 것으로 이해해서는 안 된다.

복잡한 금융현상을 제대로 인식하는 것은 결코 쉬운 일이 아니다. 따라서 신고전학과 경제학에 기초한 금융이론들처럼 인간의 행동원리와 금융현상을 단순화하고 이를 수학적으로 정식화하는 작업을 통해 금융시장을 바라볼 경우 비록 완벽하지는 않지만 그렇게 하지 않았을 경우보다 금융시장의 작동원리를 더욱 잘 이해할 수 있는 계기를 마련할 수 있다. 다만 금융시장을 이해하는 데 한계가 있음은 분명하다. 따라서 금융현상을 인식하기 위한 신고전학과 금융이론의 단순화를 조금 더 현실화할 필요가 있다. 그러나 이렇게 이론적 전제를 점차 현실화할 경우 금융현상을 현실적인 관점에서 바라볼 수는 있겠지만 분석의 대상을 서술적으로 표현할 수밖에 없고 정식화되고 잘 정리된 이론체계를 세워가며 분석하는 것이 점점 어려워져 이론의 분석력 및 예측력이 감소할 수도 있을 것이다. 그러므로 이론의 단순화와 현실화 중 어느 하나가 옳다는 식으로 이해해서는 안 된다. 그들은 상호 보완적인 성격을 가지며 분석하고자 하는 대상을 더욱 잘 이해할 수 있도록 해 주기 위한 다양한 시각을 제공해 주는 것으로 이해해야 한다.

이와 같은 관점에서 보면 미국발 금융위기의 원인이 서브프라임 대출을 기초 자산으로 첨단 금융기법을 사용해 무분별하게 파생금융상품을 만든 데 있

36) Shiller(2008), p.119 참조

다고 보며 최첨단 금융이론과 금융기법, 파생금융상품 등을 금융위기의 주범으로 보는 것은 바람직하지 않다. 문제는 이러한 것 자체가 아니라 여기에 현실적 금융시장과 여기서 행동하는 현실적 인간상이 제대로 반영되지 못했다는 것이다. 마치 마찰이 존재하지 않는다고 전제하며 전개되는 뉴턴역학처럼 말이다. 이러한 상황에서 지나치게 투기적 목적으로 사용되는 금융기법과 금융상품의 결과를 제대로 예측하는 데는 한계가 있었을 것이다. 그러나 선진금융기법을 사용한 다양한 금융상품이 효율적인 위험관리를 위한 유용한 수단으로 사용될 수 있음을 부정할 수는 없다. 중요한 것은 이러한 금융수단에 대한 무조건적 불신이 아니라 현실의 금융시장과 현실의 투자자들을 전제로 파생금융상품이 무엇이고 어떠한 기능을 하며 어떠한 경로를 통해 세계경제에 부정적·긍정적 기능을 할 수 있는가를 이해하는 것이다.

따라서 금융위기를 바라보며 우리가 해야 할 일은 왜 사람들이 경제적 오류를 범하는지, 그리고 과거의 금융이론들은 왜 지금의 위기를 예상하지 못했는지, 이러한 오류를 피하기 위해서는 어떠한 금융법상의 제도가 필요한지에 대해 더욱 잘 이해하려고 노력하는 것이다.³⁷⁾ 이번 글로벌 금융위기는 인간의 행동원리를 제대로 파악하지 못하면 우리가 어떠한 대가를 치러야 하는지를 잘 보여주고 있다. 따라서 금융위기의 해법은 결국 인간행동 원리를 제대로 예측하며 금융법을 설계하는 것이다. 이것은 전통적인 신고전학과 경제학 이외의 다양한 경제학적 방법론이 신고전학과 경제학에 기초하고 있는 최첨단 금융공학에 생명력을 불어넣어 이것이 금융시장 분석을 위한 실용적 도구로 거듭날 수 있도록 해줄 때 가능할 것이다.

이러한 노력에도 불구하고 금융위기를 극복하기 위한 확실한 묘책을 찾기는 쉽지 않을 것이다. 인위적 규제에 의해 방해받지 않는 자유시장이 보다 창조적이고 역동적인 성장을 촉진시켜 줄 수 있는 반면 자유시장은 규제된 시장보다 빈번한 변동성을 야기하고 균형상태가 지속적으로 변한다. 이러한 변동성은 경제적 자유가 촉진시켜 주는 경제적 성장을 위해 치러야 할 대가일 수밖에 없다. 물론 강한 규제를 받는 시장은 변동성이 적을 것이다. 그러나 이것은 또

37) Robert J. Shiller(2008), pp.117-120 참조

한 경제성장을 촉진시킬 새로운 그리고 창조적인 금융상품의 발전에 부담을 줄 수 있다. 결국 가장 중요한 것은 복잡하고 창조적인 금융의 발전을 억압하지 않으면서도 시장참여자들의 기회주의적인 행동을 방지할 수 있는 시스템을 어떻게 만들어 낼 것인가 하는 것이다.

이러한 시스템은 금융상품과 금융수단 자체를 규제하기보다는 시장 참여자들이 다양한 금융상품과 금융수단에 대해 올바른 판단을 할 수 있도록 하여 금융시장에서의 기회주의적 행동을 자율적으로 통제할 수 있도록 하는 공시제도에 기반을 두어야 한다. 금융시장의 과소규제도 문제지만 과잉규제는 더 큰 문제를 야기할 수 있다는 사실을 분명히 인식해야만 할 것이다.³⁸⁾

3. 주주자본주의에 대한 계약적(제도적) 접근

지금까지 설명한 대리이론과 결합된 주주자본주의는 주주를 회사의 소유자 또는 주인으로 보며 1970년대 본격적으로 등장하였고 당시 적대적 기업인수 상황에서 공격회사가 대상회사의 경영진을 거치지 않고 대상회사의 주주들과 직접적으로 거래하는 것을 이론적으로 정당화시켜 주었다. 그리고 그 후 20년 동안 주주행동주의(shareholder activism)를 역시 정당화시켜 주었다. 이와 같이 회사지배구조 논쟁의 중심에는 항상 전통적인 주주자본주의가 있었지만 이러한 주주자본주의를 규범적 관점에서 담아내고 있어야 할 회사법이 이러한 주주자본주의의 이념을 그대로 반영하고 있었는가는 별개의 문제이다.³⁹⁾

이하에서는 주주자본주의의 본고장이라고 알려진 미국의 회사법을 중심으로 주주자본주의를 제도적 관점에서 접근해 보기로 한다.

(1) 계약의 결합체(nexus of contracts)로서의 회사

지금까지 살펴본 것처럼 주주가 회사를 소유한다고 보는 것은 무리이다. 회

38) 최근 서브프라임 모기지 사태와 관련된 금융규제의 방향에 대해서는 Dorit Samuel (2009) 참조

39) Brishen Rogers(2008), pp.103-104.

사는 다양한 생산요소와 이를 효율적으로 통합하고 조정하는 경영이라는 요소들이 어우러졌을 때 비로소 그 실체를 드러내는, 즉 모든 이해관계인들 사이의 복잡한 계약의 결합체(nexus of contracts)로 구성된 하나의 조직적 작품이다. 이러한 관점에서 보면 회사는 다양한 톱니바퀴들이 서로 복잡하게 맞물려 작동하는 하나의 기계와 같다.

이러한 계약주의 회사관을 제대로 이해하기 위해서는 계약주의 회사관을 주장하는 법경제학자들이 사용하는 “계약(contract)”의 개념이 법학에서 일반적으로 사용되는 계약의 개념과 반드시 일치하지 않는다는 사실을 인식하는 것이다. 법경제학자들은 ‘계약’을 당사자 상호간의 기대와 행동으로 특징지어지는 ‘관계(relationships)’적 측면에서 보고, 법적으로 강제되는 것은 물론 법적으로 강제 가능하지 않은 묵시적 계약이라도 시장메커니즘을 통해 이행이 강제될 수 있다면 중요한 계약적 요소로 고려한다. 반면 법조인들은 ‘계약’의 의미를 강제 가능한 법적 의무로 이해하고 청약(offer)이나 승낙(acceptance)과 같은 법적 개념에 포섭될 수 있는 것을 전제로 하고 있다. 즉 법경제학에서는 법적인 의미에서의 계약에 국한하지 않고 재산권(property rights)이 창설되고 수정되며 이전되는 일련의 ‘과정(process)’을 언급하기 위해 ‘계약’이라는 말을 사용한다. 그리고 법경제학자들은 정보의 비대칭성(asymmetric information)과 기회주의(opportunism) 등의 특징을 가지고 있는 “장기적 관계(long term relationships)”에 관심을 가지며 이러한 관계를 ‘계약’이라고 관념화하는 것이다.⁴⁰⁾

결국 계약주의 회사관의 관점에서 보면 지금까지의 주주자본주의에서처럼 회사를 주주가 소유한다거나 주주가 회사의 유일한 주인이라고 보며 주주의 이익을 극대화하는 것이 회사의 목적이라고 간단히 말할 수 없다. 회사를 구성하고 있는 생산요소의 소유자는 존재할지라도 회사 자체를 소유하는 사람은 존재할 수 없기 때문이다. 회사를 구성하고 있는 모든 이해관계인들의 이익은 모두 중요하고 이들의 총체적 이익을 극대화하는 것, 즉 회사 전체의 이익을 극대화하는 것이 회사의 목적이다.

40) 그러므로 법경제학자들은 계약관계에서 이러한 정보의 비대칭성으로 인한 계약당사자들 사이의 기회주의적 행동을 어떠한 방식으로 해소하며 이들 사이의 원활한 관계를 유지하게 할 수 있을 것인가에 관심을 가지게 된다.

물론 전통적인 주주자본주의에서도 주주의 이익만이 중요하므로 이것을 추구해야 한다는 것이 아니라 그렇게 하는 것이 궁극적으로 회사의 모든 이해관계인과 사회 전체의 이익으로 귀결된다는 것이었다. 그러나 이미 살펴본 바와 같이 이러한 논리가 타당하기 위해서는 몇 가지 기본전제가 충족되어야 하는데 현실적으로는 그렇지 못하다.

그렇다면 어떻게 하는 것이 주주를 포함한 ‘회사의 모든 이해관계인들 전체의 이익’을 위해 바람직할 것인가? 아이러니하게도 해답은 후술하는 바와 같이 주주가 회사를 소유한다는 또는 주주가 회사의 주인이라고 알려져 온 주주자본주의의 본고장인 미국 회사법제에 있다. 지금까지 일반적으로 주주를 포함한 ‘회사의 모든 이해관계인들 전체의 이익’을 위해 회사가 경영되어야 한다고 보아온 것은 주주자본주의가 아니라 유럽식 이해당사자 자본주의였다. 그렇다면 미국 회사법은 이해당사자 자본주의에 기초하고 있는 것인가? 그렇지 않다면 주주자본주의의 의미를 지금까지와는 다른 관점에서 이해해야만 할 것이고 이것은 결국 대립된다고 보아온 주주자본주의와 이해당사자 자본주의가 서로 수렴되어 간다는 것을 의미하는 것이기도 하다.

다만 여기서 유념해야 할 것은 주주자본주의를 새롭게 이해한다는 의미를 오해해서는 안 된다는 것이다. 이것의 의미를 주주자본주의의 포기로 받아들일 필요는 없고 또한 그래서도 안 된다. 그렇다고 주주자본주의와 반대편에 서 있다고 보아온 이해당사자 자본주의를 멀리해서도 안 된다. 여기서 주주자본주의를 새롭게 이해해 본다는 의미는 주주자본주의를 지금까지와는 다른 시각에서 해석해 보고 주주자본주의와 대립되는 이념으로 여겨 온 이해당사자 자본주의가 어떻게 주주자본주의와 조화를 이루며 공존할 수 있는지를 살펴보는 것이다. 즉 양자는 서로 대립되는 개념이 아니라 시장과 자유이념에 기초한 계약주의 회사관에 함께 뿌리를 두고 서로 공존하고 있음을 분명히 인식하는 것이다.⁴¹⁾

41) 지금까지 주주자본주의의 대립개념으로 알려진 이해당사자 자본주의에서는 회사를 이해당사자들의 공동체(community of stakeholders)로 보고 있었다. 이러한 관점에서 보면 개별 이해 당사자들의 역할은 시장에서의 객관적인 계약을 통해 자신들의 이해를 추구하는 것이 아니라 정치적인 성격을 가지게 된다. 또한 정부의 역할은 ‘단순히’ 개별 경제주체들이 원활히 계약을 체결할 수 있는 제도적 환경을 마련하는 것에 그치는 것이

이하에서는 미국 회사법제의 기본적 특징들을 실증적 관점과 규범적 관점에서 접근하며 주주자본주의를 새롭게 이해할 수 있는 계기를 마련해 보고자 한다.

(2) 미국 회사법제에 대한 실증적 접근

미국에서는 주마다 회사법을 가지고 있고 회사 설립자는 실제 사업지와 무관하게 자신이 적용받기 원하는 주 회사법을 선택할 수 있으므로 50개의 회사법이 서로 선택받기 위해 치열한 경쟁을 하고 있다. 따라서 경영진보다 주주들의 권한을 강화하는 주주중심 규정(shareholder primacy rule)이 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 주주들은 이들 회사의 주식을 선호하고 있다.⁴²⁾⁴³⁾ 이와 같이 미국 회사법을 대표하는 델라웨어주 회사법제의 핵심적인 특징은 경영진에 의해 행사되는 집중된 경영권(centralized management)을 제도적으로 보장해 준다는 것이다.

그렇다면 이러한 집중된 경영권은 구체적으로 누구의 이익을 위해 사용되어야 할 것인가? 다른 주의 회사법보다 주주들의 이익을 우선한다고 알려진 델라웨어주 법도 오직 또는 주로 주주들의 이익을 위해 경영되어야 한다는 것을

아니라 ‘특정한 가치에 기초’하며 기업행동의 구체적 변화를 유도하는 것이다. 즉 그 뿌리가 시장과 회사 이해관계인들의 계약의 자유에 있다기보다 국가의 적극적 역할에 있었다. John Groenewegen(2004), pp.357-358 참조. 그러나 최근 미국 회사법학계에서는 이러한 전통적인 이해당사자 자본주의가 아닌 시장에서의 계약자유를 중요시하는 계약주의 회사관에 기초하며 새롭게 논의되고 있다. Margaret M. Blair & Lynn A. Stout (1999) 참조

42) Lynn A. Stout(2003), fn 78.

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

‘명시적’으로 요구하고 있지 않다.⁴⁴⁾ 경영진의 의사결정에 관한 구체적 판단기준에 대해서는 침묵한 채 ‘회사 전체의 이익(the best interests of the company)’을 위해 의사결정을 해야 한다고 규정하고 있을 뿐이다.⁴⁵⁾⁴⁶⁾ 그러나 델라웨어주 법원은 경영진이 주주의 이익을 희생하며 다른 이해관계인들의 이익을 추구하는 것에 대해서는 명시적으로 거부하고 있다.⁴⁷⁾

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 경영판단의 원칙에 의해 보호받을 수 있다는 사실을 분명히 하고 있다.⁴⁸⁾ 결국 경영진이 일부의 특정 주주가 아닌 모든 주주 또는 회사 전체의 이익을 위해 의사결정을 해야 할 법적 의무가 있음을 분명히 하고 있다.

미국을 대표하는 델라웨어주 회사법의 특징인 (i)경영진의 ‘집중된 경영권’의 제도적 보장과 (ii)경영진의 ‘회사 전체의 이익(주주의 장기적 이익)’ 추구 의무는 주주들의 실질적 선호가 반영된 것이다. 어느 정도 예견력이 있는 투자자들은 기업공개(IPO) 단계에서 자신이 선택할 수 있는 회사들의 정관 내용과 이러한 회사들의 경영진과 주주들의 권한 및 의무에 대해 사전적으로 살펴볼 기회를 얻게 된다. 만일 투자자들이 경영진에 강력한 권한을 부여하는 것이 자신들의 장래 이익을 감소시킨다고 생각하면 선택을 바꿀 수 있다. 이러한 사실을

44) Guhan Subramanian(2002), p.1801.

45) 미국에서 경영진이 회사의 경영과 관련하여 일반적으로 부담하는 법적 의무를 신인의무(fiduciary duty)라 하고 그것은 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.

46) Aronson v. Lewis, 473 A.2d 805, 812 (Del. 1984).

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

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

고려해 보면 기업을 공개하고자 하는 회사의 설립자들은 외부의 투자자들을 더 많이 끌어 모으기 위해 이들의 선호에 부합하는 정관구조를 만들어 낼 인센티브를 가지고 있다. 만일 투자자들의 욕구를 충족시켜 주지 못하면 손해를 보는 것은 투자자들이 아니라 회사의 설립자들이다.

따라서 경영진보다 주주의 권한이 상대적으로 약한 델라웨어주에 더 많은 회사들이 설립되고 있다는 사실은 이어나 경영자들은 단순히 회사의 소유자 또는 주인인 주주들의 대리인에 불과하다는 전통적인 주주자본주의가 실증적인 관점에서 한계가 있다는 사실을 보여주고 있는 것이다. 주주들이 최적 회사 소유 지배구조를 요구할 수 있는 권한을 가진 IPO 단계에서 투자자들은 자신들의 의결권을 제한하면서 상대적으로 경영진의 권한을 강화하는 회사규정에 강력하고 지속적인 선호를 나타내고 있기 때문이다. 그러나 전통적 주주자본주의에 대한 이러한 한계는 실증적인 관점에서뿐만 아니라 규범적인 관점에서도 마찬가지이다. 이하에서는 지금까지 살펴본 미국 회사법제의 특징을 규범적 관점에서 설명해 보기로 한다.

(3) 미국 회사법제에 대한 규범적 접근

이하에서는 미국 회사법제가 회사 전체의 이익을 위해 왜 ‘집중된 경영권’과 ‘장기적 주주이익 극대화’를 추구하고 있는지, 그리고 왜 그래야만 하는지에 대해 규범적 관점에서 접근해 보고 이러한 관점이 제도적으로도 반영되고 있음을 보도록 한다. 그리고 이것을 바탕으로 주주자본주의를 새롭게 이해해 볼 수 있는 계기를 마련해 보기로 한다.

1) 계약과 제도, 그리고 법

만일 다양한 이해관계인들이 모여 있는 회사라는 조직에서 개별 당사자들이 자신들의 효용만을 극대화하고자 한다면 결국 조직의 모든 구성원들의 이익이 증대되지 않게 될 것이다. 따라서 조직 구성원들 상호간의 행동을 규율하며 개별 구성원의 합리적 행위가 궁극적으로는 조직 전체의 이익으로도 귀결될 수

있는 게임의 규칙이 필요하다. 이러한 게임의 규칙은 이해당사자들 스스로 “자발적 합의(계약)”를 통해 만드는 것이 가장 합리적일 것이고 이것이 바로 ‘제도 (Institution)’이다. 그러나 수많은 회사의 이해관계인들이 실질적으로 모여 이러한 게임의 규칙을 만드는 데는 현실적으로 많은 어려움이 있다. 구체적으로 살펴보기로 한다.

① 회사 이해관계인들이 직면한 문제

다양한 생산요소 소유자들이 「시장」에서 ‘단기적’이고 ‘개별적’으로 거래를 하지 않고 「회사라는 조직」을 구성하여 ‘지속적’이고 ‘집단적’으로 관계를 맺으며 거래를 할 경우 이러한 생산요소 소유자들은 특정 회사조직 내에서만 가치가 있고 다른 거래에서는 그 가치가 현저히 감소하게 되는 거래관련 특수투자(firm-specific investments)를 하기 마련이다. 이러한 상황에서, 거래관련 특수투자를 한 거래당사자가 결코 거래를 쉽게 단절시키지 못할 것이라는 사실을 알고 있는 거래 상대방은 지속적인 계약관계에서 발생하는 잉여를 처음 약속했던 것보다 더 많이 차지하기 위해 이러한 상황을 이용하려는 인센티브에 직면하게 된다(hold-up problem).⁴⁹⁾

만일 이러한 문제가 해결되지 않는다면 거래당사자들은 장기적이고 지속적으로 관계를 맺으며 서로 거래관련 특수투자를 만드는 것이 모든 거래당사자들에게 효율적이라는 사실을 잘 알고 있음에도 불구하고 거래관련 특수투자를 필요로 하지 않는 단기적인 관계만을 맺으려고 할 것이다.⁵⁰⁾ 이것은 결국 장기적인 계약관계형태인 회사조직을 통한 생산을 회피한다는 것을 의미하는 것이므로 경제발전에 심각한 문제를 야기할 수 있을 것이다. 따라서 거래당사자들은 장기적인 거래관계를 통해 형성되는 거래관련 특수투자의 가치를 보존하면서도 이로 인해 발생할 수 있는 문제를 해결하기 위해 자신들만의 계약구조를 개발하려고 노력할 것이다. 그러나 계약을 체결하는 당사자들은 제한된 합리성, 불확실성, 복잡성 등의 거래비용에 직면할 것이고 이러한 거래비용은 거래관련 특수투자를 보호하기 위한 당사자들의 계약구조 설계를 방해할 것이다.

49) Dan L. Burk(2004), p.6.

50) Nichols Mercurio and Steven G. Medema(1997), p.148; John R. Boatright(1996), p.224.

계약주의 회사관에서 제기되는 근본적인 문제는 바로 시장실패 또는 계약실패로 인해 불완전 계약을 체결할 수밖에 없는 상황에서 회사 이해관계인들의 회사관련 특수투자를 어떻게 보호해 줄 것인가 하는 것이다. 지금까지 주주자본주의에서는 주주 이외의 다른 이해관계인들의 기업관련 특수투자는 회사와 계약을 체결하는 단계에서 확정된 권리를 통해 보호받을 수 있는 반면 주주들은 그렇지 못하기 때문에 주로 주주의 회사관련 특수투자 보호에만 관심을 가져왔다. 그러나 주주 이외의 다른 이해관계인들도 자신들의 회사관련 특수투자를 사전적인 계약을 통해 완전히 보호하는 것은 한계가 있다.

② 회사법제의 역할

회사의 본질은 회사를 구성하고 있는 다양한 생산요소 소유자들의 복잡한 계약관계로 형성되어 있어 이해관계인들 사이에서 사후적으로 발생할 수 있는 이해의 충돌상황을 사전적으로 모두 예측하며 이에 대비한 계약을 체결하는 데는 한계가 있다.

따라서 국가가 이러한 다양한 이해관계인들이 모여 협의하였을 내용을 가상하여 그것을 법이라는 제도형식으로 제공해 줄 수밖에 없을 것이다. 주주, 근로자, 채권자 등의 모든 이해관계자들이 회사를 조직하기 전에 협상테이블에 모여 앉자 자신들의 관계를 규율하기 위해 협상하였다면 과연 이들은 어떠한 내용의 계약조항을 채택하였을 것인가를 가상해 보고 그 결과를 법상의 규정으로 채택하고 회사의 이해관계인들은 이것을 무료로 가져다 씌으로써 현실적인 협상과정에서 소요되는 거래비용을 줄일 수 있게 되고, 이것은 결국 회사 전체를 더욱 효율적으로 만들어 줄 수 있을 것이다.

모든 회사 참여자들이 실질적으로 모여 계약을 체결할 수는 없지만 그러한 상황에서 당사자들이 어떠한 규칙을 선택했을 것인지, 그러한 상황에서 어떠한 규칙(법)을 설정해야만 이들 사이의 이해관계를 가장 조화롭게 할 수 있을지, 그리고 어떠한 규칙이 이들의 인센티브 구조를 자극하여 사회적으로 바람직한 행동을 유도하고 그렇지 못한 행동을 억제할 수 있을 것인지 등을 예측해 볼 수는 있다. 그리고 이러한 예측을 위해 직관적 사고가 아닌 좀 더 논리적이고 체계적인 접근을 위해 다양한 경제학적 방법론이 동원될 수 있다. 회사

법을 법경제학적 방법론으로 분석하고자 하는 학자들은 이러한 경제학의 기본 분석 도구들을 사용하여 쟁점이 되는 법률문제들을 분석한 후 그 결과를 다시 법률용어로 환원시키고 있다.⁵¹⁾

이러한 법경제학 분석의 틀을 사용해 ‘누가’ ‘누구의 이익’을 위해 주도적으로 의사결정을 할 것인가라는 회사지배구조의 원론적 물음에 ‘집중된 경영권을 가진 경영진’이 ‘주주의 장기적 이익 극대화’를 위해 주도적으로 의사결정을 해야 한다는 결론을 도출해 낼 수 있고, 현실적으로 미국 회사법제가 이러한 결론을 제도적으로 보장해 주고 있다. 그리고 이렇게 하는 것이 주주는 물론 회사의 모든 이해관계인들과 사회 전체의 이익을 위한 현실적인 최선의 방법이다.

이하에서는 왜 그래야만 하는지를 살펴보고 과연 ‘집중된 경영권’을 가진 경영진이 ‘회사 전체의 이익’을 위해 의사결정을 해야 한다는 것이 “주주의 의사와 이익이 중요하다”는 주주자본주의의 일반적인 규범적 논리와 어떻게 조화될 수 있는지를 살펴보기로 한다. 전통적인 주주자본주의에서는 “주주의 의사와 이익이 중요하다”라는 의미를 주가의 극대화를 위해 회사 경영에 주주가 깊숙이 개입하는 주주행동주의와 소액주주운동 활성화, 그리고 경영진의 경영권 방어 불인정 등으로 해석해 왔으나 이하에서는 새로운 관점에서 해석해 보기로 한다.

51) 현재 미국 회사지배구조에 대한 이러한 법경제학적 접근은 인간행동 원리에 대한 가정을 어떻게 설정하느냐에 따라 크게 두 부류로 구분해 볼 수 있다. (i)인간은 합리적으로 행동한다는 전통적인 신고전학과 주류경제학을 전제로 한 경우와 (ii)인간은 제한된 합리성하에서 행동한다는 새로운 경제학(거래비용 경제학, 신제도 경제학, 행동경제학 등)을 전제로 한 경우이다. 물론 현재 미국 법경제학계의 흐름을 이렇게 획일적으로 나누는 것은 한계가 있고 분명 양자 간의 중첩된 부분이 존재한다. 그러나 미국 회사법학계에서의 회사지배구조 논쟁과 본 보고서에서 다루고자 하는 미국 주주자본주의 논쟁에 대한 정확한 이해를 위해서는 이러한 구분을 전제로 미국 회사법 학계의 논의를 살펴보는 것이 도움이 된다. 주주는 회사의 소유자 또는 유일한 잔여청구권자, 모든 주주들의 선호의 동일성, 효율적인 회사지배권 시장, 틈만 나면 사적 이익을 추구하려는 경영진 등의 가정하에서 ‘1주1의결권 원칙’, ‘소액주주운동’, ‘주주행동주의’, ‘주주의 이익 극대화’, ‘주주민주주의’, ‘주주평등주의’ 등을 강조하는 전통적인 주주자본주의는 바로 전통적인 신고전학과 주류경제학을 전제로 회사지배구조를 분석한 것이다. 반면 본 보고서에서의 주주자본주의에 대한 제도적 접근은 전통적인 신고전학과 경제학을 비판적으로 보완하고 있는 (ii)를 전제로 접근하고 있다.

2) 왜 집중된 경영권은 보호되어야만 하는가

앞에서 살펴본 바와 같이 회사의 다양한 이해관계인들이 자신들의 거래 관련 특수투자를 보호하기 위한 사전적 완전 계약을 체결하고자 하나 현실적으로는 불가능할 것이다. 따라서 이러한 상황을 잘 알고 있는 회사의 이해당사자들은 사전적인 완전계약을 체결하려고 하기보다는 자신들 사이의 장래 관계를 지배할 수 있는 의사결정 ‘구조’와 ‘절차’에 대해서만 합의하는 지배구조 (governance)를 설계하려고 할 것이라는 것을 쉽게 가상해 볼 수 있다. 그리고 다양한 회사 이해관계인들 사이의 구체적 이해충돌로 인한 문제를 사후적으로 조정하며 해소시켜 주기 위해 ‘집중된 경영권’이 요구되고, 회사법은 이것을 제도적으로 보장해 주고 있다.

회사에서의 ‘집중된 경영권’은 선택의 문제가 아니라 본질의 문제이다. 회사의 본질을 시장이라는 무의식의 바다로 둘러싸인 ‘의식의 섬(islands of conscious power)’이라고 표현하는 것도 이러한 이유 때문이다. 이러한 ‘집중된 경영권’을 보호해 주기 위한 것이 미국 판례법상 인정되는 경영판단의 원칙(Business Judgment Rule)이다. 회사의 경영진도 궁극적으로는 다른 사람들의 돈을 끌어다가 대신 사업을 수행한다는 점에서 보면 변호사나 의사와 마찬가지로 민법상의 위임 계약에 기초한 책임을 부담하지만 변호사나 의사와는 달리 경영자의 책임이 문제되는 사안에서 법원은 ‘경영 판단의 원칙’이라는 법리하에 법적으로 개입하는 것을 자제한다. 법적인 개입이 자칫 기업 내부에서 다양한 형태로 존재하고 있는 ‘집중된 경영권’을 훼손할 우려가 있기 때문이다.⁵²⁾

또한 미국에서는 주주들이 회사 경영에 적극적으로 개입하고자 하는 주주행동주의와 소액주주운동이 활성화되어 있고 이러한 주주들의 의사가 회사 경영에 쉽게 반영되는 것이 법적으로 보장되어 있는 것처럼 알려져 있으나 미국 회사법제의 현실은 반드시 그렇지 않다.⁵³⁾ 오히려 경영진의 집중된 경영권을 보장해 주기 위해 주주들이 지나치게 경영에 개입하는 것을 제도적으로 막고

52) 신석훈, 「기업은 효율적 의사결정기구」, 한국경제신문, “재미있는 시장경제”, 2007년 8월 13일자 참조. 회사의 본질로서의 집중된 경영권에 대한 자세한 내용은 신석훈(2008a) 참조

53) Andrew R. Brownstein, Igor Kirman(2004), p.75 참조

있다. 이렇게 함으로써 경영진이 권한을 남용할 수 있다는 사실을 잘 알고 있지만 이것으로 인해 얻는 것이 잃는 것보다 더 많다고 믿고 있다. 미국 회사법 제의 주요 목적은 기업의 모든 실패 가능성의 위험을 사전적으로 차단하는 것이 아니라 경영진의 자유를 최대한 넓혀 주며 회사의 지속적 성장을 통해 사회적 부의 창조를 촉진하는 것이다.⁵⁴⁾

3) 왜 주주의 장기적 이익 극대화를 추구해야만 하는가?

미국 회사법은 경영진의 ‘집중된 경영권’을 제도적으로 보장해 주고 있으나 이러한 경영권을 자신들의 사적 이익을 위해 이용할 여지도 있으므로 경영진에게 신인의무를 부담하도록 하여 이것을 위반했을 경우 법적 책임을 묻고 있다. 그리고 경영진이 수행해야 할 신인의무의 내용으로 미국 회사법은 ‘회사 전체의 이익’을 설정하고 있는 것이다.

그렇다면 여기서 어떻게 하는 것이 ‘회사 전체’의 이익을 위하는 것인가? 지금까지 전통적인 주주자본주의에서는 주주가 회사의 잔여청구권자이므로 주주의 이익을 위해 의사결정을 하면 자동으로 회사 전체의 이익으로 귀결된다고 보아 왔다. 그러나 여러 번 언급한 바와 같이 반드시 그렇지 않다. 따라서 여기서 ‘회사 전체의 이익’이란 당연히 회사의 모든 구성원들의 이익을 고려한 것을 의미한다. 그렇다면 어떻게 해야 회사의 모든 이해당사자들의 이익을 극대화할 수 있을 것인가? 답은 ‘장기적 주주이익을 극대화’하는 것이다. 다만 이것은 주주가 회사를 소유하기 때문이 아니다. 이렇게 하는 것이 궁극적으로는 주주를 포함한 회사의 모든 이해관계인들과 더 나아가 사회 전체적으로 가장 바람직한 대안이기 때문이다. 왜 그런지 살펴보기로 한다.

구체적으로 논의하기에 앞서 직관적으로 생각해 보아도 경영진에게 회사의 모든 이해관계인들의 이익을 위해 경영을 하라는 법적 의무를 부담시키는 것은 그럴듯해 보이지만 이러한 목적을 경영자들이 완벽히 추구하도록 하는 것은 이들의 능력을 벗어난 일일 뿐 아니라 오히려 경영자들에게 변명거리만 만들어 줄 위험이 있다. 자신들의 개인적인 이익을 추구하면서 이것이 표면적으

54) 미국 회사법제의 전통적인 입장에 대해서는 Vice Chancellor Leo E. Strine, Jr(2006) 참조

로 주주의 이익에 부합하지 않으면 노동자의 이익을 위한 것이라고 변명하고, 노동자의 이익에 부합하지 않으면 주주의 이익을 위해 어쩔 수 없었다고 하는 등 흔히 말하는 ‘두 주인문제(two masters problem)’를 야기할 수 있기 때문이다. 따라서 완벽하지는 않지만 경영자의 행동을 객관적으로 평가할 수 있는 현실적 대안으로서의 규범적 기준이 있어야만 하고 그것이 ‘장기적 주주이익의 극대화’인 것이다. 그러나 아무리 대안적 규범이라고 해도 주주의 이익을 극대화하기 위해 다른 이해당사자들의 이익을 훼손하거나 소홀히 한다면 기업윤리 또는 기업의 사회적 책임 차원에서 바람직하지 않을 뿐 아니라 법적 규범으로서 받아들여지기도 쉽지 않을 것이다.

왜 경영진은 장기적 주주이익 극대화를 위해 경영을 할 의무를 부담하고 있고 그렇게 하는 것이 왜 모든 회사의 이해관계인들뿐 아니라 사회 전체적으로도 바람직한지를 ‘제도적 비교우위(comparative institutional competence)’의 관점에서 살펴보기로 한다.

① 제도적 비교우위의 개념

이미 언급한 바와 같이 주주들이 직접적으로 경영에 개입할 권한은 약하지만 경영진을 간접적으로 통제할 권한을 가지고 있다. 이 중 가장 중요한 것은 이사회를 구성원을 선출할 수 있는 권한과 합병이나 파산과 같은 예외적 회사의사결정에 참여할 권한이다. 그리고 경영진이 회사의 이익이 아닌 자신의 사적 이익을 추구하였을 경우, 즉 회사법상 신인의무를 위반하였을 경우 소송을 제기할 수 있는 권한은 주주에게만 있다. 회사의 다른 구성원들에게는 없는 이러한 권한을 주주들에게 부여하고 있다는 사실을 기초로 경영진은 오직 주주의 이익 극대화를 위해서만 경영을 해야 할 의무가 있다고 볼 수도 있다. 지금까지 전통적인 주주자본주의에서는 그렇게 보아 왔다. 그리고 주주자본주의와 대립되는 것으로 이해해 온 이해당사자 자본주의에서는 이러한 회사법상의 권한을 주주에게만 부여해서는 안 되고 모든 이해관계인들도 공평하게 누려야 한다고 주장해 왔다.

그러나 이러한 주장을 하기에 앞서 주주를 포함한 회사의 모든 이해당사자의 이익을 보호하기 위해 회사법상의 제도뿐만 아니라 그 밖의 다양한 제도들

을 두루 살펴보며 이러한 다양한 제도들 중 과연 어떠한 제도가 어떠한 구성원의 이익보호에 가장 적합한가를 비교해 보는 것이 필요하다. 회사 구성원들 사이에서 발생하는 이해관계의 상충을 다루기 위한 다양한 제도적 메커니즘 (institutional mechanism)의 상대적 장단점을 고려해 볼 필요가 있다는 것이다.⁵⁵⁾

이러한 이해상충을 해결하기 위한 수단으로는 의회의 입법을 통한 보호, 법원을 통한 보호, 시장에서의 자발적 계약을 통한 보호 등 다양한 방법들이 있고 회사 이해관계인들의 특징에 따라 보호방법 역시 다양할 수밖에 없을 것이다.

이러한 다양한 방법 중 회사법상 경영진의 신인의무는 주로 법원을 통한 보호방법이다. 물론 이러한 의무는 회사법에 입법적 근거가 있으므로 입법적 보호방법이라고 볼 수도 있지만 회사법에서는 이러한 의무의 추상적 근거만을 마련하고 있고 구체적인 내용은 실제 관련사건을 전제로 법원이 채워나간다. 그런데 우리나라 회사법뿐만 아니라 미국 회사법에서도 경영진이 신인의무를 위반했다는 것을 이유로 법원에 소송을 제기할 수 있는 이해당사자는 원칙적으로 주주뿐이다. 회사의 다른 이해관계인들은 소송을 제기할 수 없다. 이것만 보면 주주가 회사의 소유자 또는 주인이라고 말할 수 있을 것이다. 그리고 경영자는 소송을 당하지 않으려면 당연히 주주의 이익만을 위해 경영을 해야 할 것이다.

그러나 주주만이 소송을 제기할 수 있지만 소송을 제기하기 위해서는 엄격한 조건을 갖추어야만 하고 이러한 조건을 갖추어 소송을 제기하여 승소하더라도 그에 따른 이익은 소송을 제기한 주주가 아닌 회사 전체에 귀속된다. 그리고 주주의 이러한 소송으로 경영진이 실질적으로 책임을 추궁당하는 경우는 회사의 재산을 심각하게 유용한다거나 심각한 부주의로 임무를 처리했을 경우 등 상당히 제한되어 있다. 또한 경영진이 비록 단기적 주가에 부정적인 영향을 주더라도 회사의 다른 이해관계인들에게 이익이 되어 궁극적으로 장기적 주주의 이익증진에 도움이 된다고 판단되면 소송을 제기한 주주들은 승소하기 어렵다.⁵⁶⁾

55) Jill E. Fisch(2006), p.663.

56) Margaret M. Blair(2003), p.897.

결국 주주만이 경영진의 책임을 물을 수 있도록 하는 것은 회사의 다양한 구성원 중 주주의 이익만이 중요하기 때문이 아니며 주주가 회사의 소유자 또는 유일한 주인이기 때문은 더욱 아니다. 그것은 주주들이 회사의 본질인 계약의 결합체에서 가지는 법적 지위가 다른 구성원들의 법적 지위와 다르므로 주주들을 달리 취급하자는 것뿐이다.⁵⁷⁾ 즉 후술하는 바와 같이 주주는 회사와 사전적인 확정 계약을 체결하여, 또는 정치적 과정을 통해 자신들의 지위를 보호하는 것이 다른 이해관계인들에 비해 상대적으로 어려우므로 달리 취급할 필요가 있다. 그런데 이것이 마치 주주만의 이익을 보호하고 다른 이해관계인들의 이익에는 무관심한 것처럼 보일 수 있다.

② 계약을 통한 보호

주주 이외의 다른 이해관계인들은 회사와의 명시적 계약의 체결을 통해 자신의 거래관련 특수투자를 주주보다 수월하게 보호할 수 있다. 예를 들어, 채권자와 회사는 일정하게 제한된 관계를 형성하고 있으므로 당사자들 간의 권리의무관계를 세부적인 사전적 계약체결을 통해 설정할 수 있지만 주주들은 원칙적으로 회사의 다른 구성원들의 권리행사 후 남은 잔여재산에 대해 권리를 가지는 잔여재산분배청구권자들이기 때문에 이들의 권리의무관계를 사전적으로 설정해 놓는 것이 매우 어렵다. 더구나, 주식소유자가 분산되어 있어 특별한 보호책을 설정하기 위한 쌍방적 협상이 현실적으로 어렵다. 채권자들이 채권계약에 의해 보호를 받듯이 근로자들은 고용계약에 의해 보호를 받고, 공급자들은 구매계약에 의해, 소비자들은 보증계약에 의해 보호를 받는다. 이러한 명시적 계약은 법적으로 실행 가능성이 확실하고 용이하므로 권리보호에 효과적이다.

계약을 통해 자신들의 이익을 잘 보호할 수 있는 다른 이해관계인들과 달리 주주들은 계약 이외의 방식에 의한 보호책을 요구할 것이다. 따라서 회사법은 이사를 선임할 수 있는 권리와 이러한 이사들이 부담하고 있는 신인의무, 즉 장기의 주주이익 극대화 의무를 위반한 경우 소송을 제기할 수 있는 권한을 주주들에게 부여하고 있는 것이다.⁵⁸⁾

57) John R. Boatright(1996), p.223.

③ 정치적 과정

만일 주주 이외의 이해당사자들이 명시적 계약이나 묵시적 계약을 통해 제대로 보호받을 수 없다면 이러한 이해당사자들도 주주들처럼 이사의 신인의무를 통해 보호받아야만 마땅하다고 주장할 수 있다. 그러나 이 경우에도 주주 이외의 이해당사자들은 계약을 통한 보호 외에도 ‘정치적 과정’을 통해 자신들의 이익을 보호할 수 있다는 사실을 고려해야 한다. 예를 들어 회사의 다양한 이해당사자들은 정치적 압력을 통한 자신들의 이익 도모를 위해 노동법, 소비자기본법, 공정거래법 등 다양한 법적 체계를 설정하고자 한다. 또한 자신들의 이익을 해치는 구체적 입법을 막는 정치적 압력을 통해 보호받을 수도 있다.⁵⁹⁾ 그런데 이러한 정치적 과정을 통한 보호책을 모색하는 과정에서 회사의 다른 이해관계인들에 비해 주주들은 불리한 위치에 놓여 있다.

공공선택이론(public choice theory)에 의하면, 서로 공동의 이해관계를 가지고 조직화되기 쉬우며 구성원의 범위를 명확히 확정할 수 있는 이해당사자 그룹은 표면적으로는 일반 후생입법처럼 보이지만 실질적으로는 자신들에게 이익이 되고 다른 이해당사자 그룹(공동의 이해관계를 확정하기 어려운 조직화가 어려운 그룹)에는 피해를 주는 법을 제정하도록 입법자들에게 압력을 가할 수 있다.⁶⁰⁾ 이러한 관점에서 보면 주주들은 여러 번 언급한 바와 같이 통일된 선호와 결집력, 조직력을 발휘하기 어려운 그룹이다. 어떠한 방식으로 경영을 하는 것이 주식가치를 극대화하는 것인가에 관한 불확실성을 고려해 본다면, 그리고 주주들 사이에서 회사의 단기이익과 장기이익을 추구하는 성향의 차이를 고려해 본다면 주주들 사이의 의견은 서로 다를 것이다.⁶¹⁾ 그리고 대부분의 주주들은

58) Roberta Romano(1996), p.279.

59) John R. Boatright(1996), p.231.

60) Daniel A. Farber & Philip P. Frickey(1991), pp.23-24. Stephen M. Bainbridge(2003a), fn 208에서 재인용.

61) 예를 들어, 주주들의 투자는 투기성 단기투자에서부터 장기적으로 보유하려는 성향을 가진 투자 등 다양할 것이고, 이들은 회사의 경영전략에 있어서 서로 의견을 달리할 것이다. 또한 주주들은 세금문제로 인해 회사의 배당정책에 대해서도 각자 다른 이해관계를 가질 것이다. Lynn A. Stout(1995), p.616(거래비용이 소요되고 불완전한 정보의 상황에서, 합리적인 투자자들은 서로 다른 다양한 기대(heterogeneous expectations), 즉 주식의 미래가치에 대해 서로 다른 예상을 할 것이다).

기대되는 행동의 편익이 그것의 비용을 초과할 경우에만 의사결정을 할 것이므로, 회사의 의사결정에 있어 ‘합리적으로 무관심’한 경우가 많을 것이다.⁶²⁾

결국 회사의 다양한 이해관계인들이 처한 지위가 다르므로 이에 대한 보호 방법도 다를 수밖에 없을 것이다. 공동의 이해관계를 가지며 결집력이 강한 주주 이외의 이해관계그룹들은 조직적인 영향력을 정치적 과정을 통해 발휘하며 자신들에게 유리한 입법을 시도하거나 불리한 입법을 저지하려는 것으로 보호 받을 수 있다.⁶³⁾ 반면 그렇지 못한 주주들은 상대적으로 정치적 압력으로부터 단절되어 있는 법원을 통해 보호를 받는 것이 필요하다. 따라서 주주의 장기적 이익 극대화를 회사법상 경영진의 신인의무로 보며 이러한 의무 위반에 대해 법원에 소송을 제기할 수 있는 권한을 주주들에게만 부여하는 것은 주주들을 회사의 다른 이해관계인들보다 특별히 보호하기 위함이 아니다. 서로 다른 지위에 있는 이해 당사자들의 이익을 각자의 지위에 가장 부합하는 방법으로 보호해 줌으로써 회사 전체의 이익을 극대화하기 위함이다.

(4) 새로운 주주자본주의의 의미와 이해당사자 자본주의와의 수렴

1) 새로운 주주자본주의의 의미

‘누가’ ‘누구의 이익’을 위해 의사결정을 해야 할 것인가라는 회사지배구조의 원론적 물음에 대해 지금까지 살펴본 미국 회사법제에 대한 실증적·규범적 접근의 결론은 ‘집중된 경영권을 가진 경영진’이 ‘회사 전체의 이익’을 위해 의사결정을 해야 한다는 것이다. 이하에서는 이러한 결론이 ‘주주의 의사와 이익이 중요하다’는 주주자본주의의 일반적인 논리와 어떻게 조화될 수 있는지를 살펴보며 주주자본주의의 진정한 의미를 도출해 보기로 한다.

지금까지의 논의에서 의문이 들 수 있는 부분은 회사 전체의 이익 극대화를 위한 미국 회사법제의 제도적 대응인 ‘집중된 경영권’에 의한 ‘주주의 장기이익 극대화’ 추구를 과연 주주들이 받아들일 것인가 하는 것이다. 전통적인 주

62) Robert Charles Clark(1986), p.390.

63) 대표적으로 미국에서 반기업인수법(antitakeover law)의 제정과정을 들 수 있을 것이다. 자세한 내용은 Stephen M. Bainbridge(1992) 참조

주자본주의 논리에서처럼 주주를 회사의 소유자 또는 주인으로 보면서 동시에 주주로부터 경영진의 집중된 경영권을 제도적으로 보장해 주는 것은 논리적으로 모순이기 때문이다.

그러나 주주를 다른 생산요소 소유자들과 마찬가지로 회사의 본질을 구성하고 있는 계약의 결합체의 한 당사자로 보는 계약주의 회사관에 의하면 미국 회사법에서 제도적으로 보장해 주고 있는 ‘집중된 경영권’은 주주들의 선호가 반영된 결과라고 본다. 그렇다면 주주들은 경영진의 권한을 강화시켜 주고 자신들의 권한을 상대적으로 약화시키고 있는 회사법의 태도를 받아들일 것이라고 가상해 볼 수 있겠는가?

만일 기존의 주주자본주의에서처럼 주주들이 회사의 소유자로서 또는 유일한 잔여청구권자로서 주주의 잔여이익 극대화라는 동일한 이해관계를 가지고 있는 집단이라면 주주의 권한이 강화되면 될수록 이것은 주주와 회사 전체의 이익으로 귀결될 것이므로 주주의 권한보다 집중된 경영권을 중요시하는 현행 미국 회사법의 태도는 주주들의 가상적 의사와 일치하지 않을 것이다. 그러나 앞에서 살펴본 바와 같이 주주집단은 다양한 선호를 가진 주주들로 구성되어 있어 주주들 사이에서도 이해관계가 항상 일치하는 것이 아니다. 그리고 금융시장과 금융수단의 발전으로 공투표(Empty Voting)와 숨겨진 소유권(Hidden ownership) 등이 야기되는 상황에서 주주 의결권 행사가 항상 회사 잔여이익의 극대화를 통해 회사 전체의 이익으로 귀결된다는 보장도 없다. 실제로도 자신의 의결권을 회사의 장기적인 이익과 주주 전체의 이익을 고려하지 않고 행사하는 주주들이 존재한다. 결국 주주가 회사 경영결정에서 적극적 역할을 하는 것은 무리이다. 즉 주주 의결권 행사를 회사 소유권의 행사로 보거나 경영 의사결정의 핵심으로 보는 것은 한계가 있다.⁶⁴⁾

이러한 상황에서 만일 모든 주주들이 협상테이블에 모여 어떻게 하는 것이 자신들의 이익과 회사 전체의 이익에 부합할 것인지를 협상하였다면 자신들의 권한행사를 자제하며 집중된 경영권을 통해 주주들 간 또는 주주와 다른 이해관계인들 사이의 이해상충이 적절히 조화될 수 있는 방법을 선호할 것이

64) Stephen M. Bainbridge(2006), p.1750 참조

라고 가상해 볼 수 있다.⁶⁵⁾ 미국은 바로 이러한 가상적 계약을 법이라는 그릇에 담아내고 있다.

따라서 주주행동주의자들의 제안이 회사 전체 이익에 반한다고 판단되는 경우 경영진은 회사법상 이것을 거부할 권한이 있고 또한 거부해야 할 의무가 있다. 비록 일부의 주주들이 제안한 정책을 신중하게 고려해 보아야 하지만 회사 전체를 구속하는 의사결정을 할 때 경영진이 고려해야 할 것은 일부 주주들이 제안한 정책만이 아니라 회사 전체와 모든 주주의 이익을 증진시킬 수 있는 다양한 요소들이다.

신중한 검토 후 주주제안을 받아들이지 않을 경우 경영진은 경영판단의 원칙에 의해 보호를 받는다. 회사 전체를 위해 의사결정을 해야 하는 회사법상의 의무는 주주가 아닌 경영진 자신이 부담하고 있는 것이다.

결국 지금까지 주주자본주의에서 주주를 회사의 소유자로 보며 주주의 ‘직접적’인 의사가 회사 경영에 반영되어야 주주의 이익과 회사 전체의 이익이 극대화된다는 접근은 한계가 있다. 주주자본주의에서 직접민주주의가 성립하려면 모든 주주의 이해관계와 선호가 동일해야 하나 현실적으로 그렇지 못하다. 따라서 계약주의 회사관에 바탕을 두고 주주들의 가상적 계약을 추론해 나가며 주주들은 ‘주주의 장기적 이익’을 추구하는 ‘집중된 경영권’을 선호하고 있다고 보는 것이 궁극적으로는 모든 주주의 이익과 회사 전체의 이익을 극대화할 수 있는 방법이다. 이것이 진정한 주주자본주의이고 주주민주주의인 것이다.

진정한 주주자본주의와 주주민주주의는 회사조직을 정치조직과 혼동하며 모든 주주들이 1주1의결권과 소유-지배 비례를 원할 것이고 이렇게 하는 것이 주주들의 이익에 부합할 것이라고 가정하며 이것을 법적으로 강요하는 것이 아니다. 다양한 선호를 가진 주주들에게는 다양한 회사 소유구조 형태에 대한 폭넓은 선택의 기회를 제공해 주고, 경영진에게는 안정된 경영권 유지를 통해 운신의 폭을 넓혀줌과 동시에 사후적인 남용 가능성을 줄여줄 수 있는 제도적 장치를 마련하는 것이 중요하다.

65) Lynn A. Stout(2003) 참조

2) 주주자본주의와 이해당사자 자본주의의 수렴

주주자본주의를 이렇게 접근할 경우 경영진은 주주만이 아닌 회사의 모든 이해관계인들의 이익을 위해 경영의사결정을 해야 한다고 보아온 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 용어사용의 문제에 불과하다는 것이다. 즉 경영진의 행동규범을 제시해 주어야 하는 회사법적 관점에서 보면 장기적 관점에서의 주식가치 극대화와 회사의 모든 이해관계인들의 부의 극대화를 실질적으로 구별하는 것은 어렵다는 것이다. 따라서 이러한 견해에서는 장기적 관점에서의 주주이익 극대화를 추구하는 것이 회사의 목적이라고 보면서도 주주자본주의를 전제로 한 “주주중심(Shareholder primacy)”이라는 용어를 사용하는 것은 마치 주주 이외의 다른 이해관계인들의 이익은 무시하는 듯한 오해를 일으키며 주주와 갈등만 야기할 수 있으므로 바람직하지 않다고 주장한다.⁶⁶⁾

또한 전통적인 주주중심 회사지배구조의 이론적 기반을 마련해 준 대리비용 이론의 대가인 쟈센 교수는 경영자의 회사 단기이익 추구를 중요시해 왔던 자신의 입장을 최근 바꾸었다. 회사의 경영진은 단기적 성과를 추구하는 Wall Street의 압력을 거절해야만 하며 편협한 단기주가에 집착하는 대신 모든 금융적 증권의 총체적 이익을 극대화해야 한다고 한다. 그리고 경영진이 회사의 모든 금융적 가치를 극대화하기 위해서는 주주 이외의 다양한 회사 이해관계인들의 이익을 만족시켜 주어야 할 뿐 아니라 이들의 협조가 반드시 필요하다고 본다. 이것을 위해 집중된 경영권을 가진 최고 경영진은 회사의 전략적 비전을 창출하고 이를 지속적으로 시행해 나가는 것이 필요하다고 본다. 결국 회사의 경영진은 이해당사자 자본주의에서 제시하고 있는 여러 제안을 받아들이면서 회사의 장기적 가치 극대화를 추구할 필요가 있다고 한다.⁶⁷⁾

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

67) Michael C. Jensen(2001), pp.8-10.

결국 주주중심주의와 이해당사자주의는 대립하는 것이 아니다. 회사의 목적이 모든 구성원들의 이익증가라는 것에 누가 반대하겠는가? 현재 우리가 고민해야 할 것은 경영진의 장기적 주주이익 극대화를 위한 경영권 행사가 모든 이해관계자의 이익으로 귀결될 수 있는 물꼬를 어떻게 트는가 하는 것이다. 지금처럼 소유-지배 괴리로 특징지어지는 재벌소유구조를 비정상적인 것으로 보며, 그리고 1주1의결권과 소유-지배 비례를 가장 이상적인 것으로 전제한 후 이러한 이상을 향해 회사 소유구조 개혁을 강제적으로 추구하도록 하는 것으로는 안 된다.

2007년 말 발표된 EU와 OECD 보고서에 의하면 소유-지배 괴리에 대해 편견을 가지지 말 것을 권고하고 있다.⁶⁸⁾ 개별기업은 자신이 처한 특정한 상황에서 자신만의 최적 소유구조를 추구하고 있고 또한 그래야만 하기 때문에 하나의 소유구조 틀을 강요해서는 안 된다는 것이다.

법이 추구해야 할 것은 소유-지배 괴리를 인위적으로 축소하는 것이 아니라 다양한 소유구조 형태 사이에서의 열린 경쟁이 왜곡 없이 발생할 수 있는 규

68) 1주1의결권과 소유-지배 비례의 원칙에서 벗어나는 것에 대한 우려, 즉 지배주주(경영진)에 의한 소수주주의 권리침해와 회사지배권 시장의 위축은 단지 우리나라만의 문제가 아니다. 몇 년 전까지만 해도 EU 집행위원장은 이러한 문제의 원인이 소유-지배 괴리에 있다고 보며 이를 법적으로 막아 회사의 운영과정에서 모든 주주들이 동일한 발언권을 가지도록 하여 유럽에서 주주민주주의를 구현하고자 했다. 그러나 2007년 말 자신의 2년간의 노력을 포기하였다. EU 16개 회원국과 호주, 일본, 미국 등 다양한 법체계를 가진 국가들을 상대로 한 차등의결권 주식, 피라미드 소유구조, 황금주, 의결권 제한, 상호출자 등의 수단들(Control Enhancing Mechanisms; CEM)에 대한 방대한 연구 결과 때문이었다. CEM은 모든 국가에서 폭넓게 사용될 수 있고 이것이 회사의 성과와 유의미한 상관관계를 나타내고 있지 않다는 것이다. OECD 기업지배구조 조정위원회 역시 2007년 말 보고서를 통해 소유권과 지배권의 괴리에 대해 미리 선협적으로 편견을 가져서는 안 된다는 점을 강조하였다. 규제의 필요성이 인정되더라도 소유권과 지배권의 괴리를 축소시키기 위한 직접적 규제는 경제행위의 왜곡을 초래하기 때문에 결코 바람직하지 않다는 입장이다. 소유권과 지배권의 괴리에 대한 EU와 OECD의 이러한 입장은 모두 동일한 원칙에 기초하고 있다. 자본시장에 기초하고 있어야 하는 것은 계약의 자유라는 것이다. 즉 개별 회사마다 자신들이 처한 상황이 다르고 주주들 역시 다양한 선호와 이해관계를 가지므로 주식의 구성요소인 소유권과 지배권을 어떻게 조합할 것인가에 대해서는 개별회사가 선택할 수 있도록 해야 한다는 것이다. 다만 사후적으로 발생하는 문제는 공시와 투명성 개선 등에 기초한 회사법의 기본원칙을 통해 해결하자는 것이다. 2007년 발표된 EU와 OECD 보고서에 대한 자세한 내용은 신석훈 (2008a), p.159 이하 참조

범적 틀을 고안하는 것이다. 그러나 현행 우리나라의 소유지배구조 정책은 뒤에서 살펴보는 바와 같이 그렇지 않은 것 같다.

Ⅲ. 우리나라 회사 소유지배구조 정책에 주는 시사점

지금까지 전통적인 주주자본주의의 한계와 주주자본주의의 본고장인 미국 회사법제를 실증적·규범적 관점에서 살펴보며 주주자본주의를 새로운 관점에서 접근해 보았다. 지금부터는 이러한 새로운 관점이 전통적인 주주자본주의 논리에 기초하고 있다고 평가될 수 있는 우리나라 회사 소유지배구조 정책에 주는 시사점을 모색해 보기로 한다.

재벌개혁의 상징으로 여겨져 왔던 출자총액제한제도 폐지안이 결국 2009년 2월 국회를 통과했으나 지주회사 규제완화와 금산분리 완화 등의 경제관련법에 대한 논쟁은 계속되고 있다. 이들은 기업집단의 소유구조를 사전적이고 직접적으로 규제하는 대표적인 제도들로 출자총액제한제도는 기업집단의 출자 자체를 총량적으로 제한하고, 지주회사 규제는 기업집단의 경영조직 선택을 막고, 금산분리는 대기업이 금융기관을 통해 계열사에 대한 지배력 확장을 하지 못하도록 하는 것이다. 이러한 규제의 필요성에 대해 다양한 견해가 있지만 궁극적으로는 기업집단의 지배주주가 계열사를 이용해 실제 자신의 ‘소유지분’보다 많은 ‘의결권(지배권)’을 행사하고 있어 권한이 남용될 위험이 크다는 것이 핵심이다.

1. 회사 소유-지배 괴리와 현행 정책

이하에서 살펴보는 바와 같이 우리나라의 현행 기업관련법은 궁극적으로 전통적인 주주자본주의 또는 주주민주주의 논리에 기초하고 있다고 평가할 수 있다.

(1) 회사 소유형태와 현행법

1) 소유-지배 괴리 수단

회사의 소유형태는 궁극적으로 주식의 두 구성요소, 즉 경영의 성과배분은 소유 주식의 비율에 따른다는 것을 의미하는 「소유권(ownership) 또는 현금흐름(cash flow right)」과 회사 의사결정에 직접적으로 영향을 미치는 「의결권(voting right) 또는 지배권(control)」 사이의 비례정도에 따라 다양한 형태로 결정된다. 1주1의결권 원칙이 철저히 지켜질 경우에는 소유권과 지배권이 정확히 비례한다. 물론 1주에 1개의 의결권이 있는 일반적인 주식과 달리 1주에 2개 이상의 의결권이 있는 주식을 의미하는 차등의결권 주식(dual class share structures)의 경우는 그렇지 않다.

그러나 1주1의결권을 유지하면서도 소유-지배가 비례하지 않는 경우가 있다. 기업집단을 형성하며 집단 내의 계열사 간 피라미드식 출자(stock pyramids)나 상호출자(cross-ownership ties), 순환출자(circular ownership) 등을 통해 적은 주식만 가지고도 이보다 훨씬 많은 지배권(의결권)을 행사할 수 있다.⁶⁹⁾ 현재 우리나라에서는 회사법의 단체법적 성질을 강조하고 있고 이것의 연장선상에서 ‘주주평등의 원칙’을 구현하기 위해 ‘1주1의결권 원칙’을 정관으로도 달리 정할 수 없는 강행법규로 보고 있다. 따라서 차등의결권 주식의 발행이 법적으로 인정되지 않고 있으므로 하나의 회사에서 소유권과 의결권을 직접적으로 분리시킬 수는 없다. 그러나 기업집단 내부에서의 계열사 간 출자를 통해 간접적 소유-지배 괴리 현상이 야기되고 있고 이것이 현재 우리나라 대규모 기업집단 소유구조의 최대 문제점으로 지적되고 있는 부분이다. 즉 그룹 총수인 지배주주가 계열사 간 출자를 통해 발생하는 ‘소유-지배 괴리’를 근간으로 적은 지분만 소유한 상태에서 기업집단 전체를 지배한다는 것이다.⁷⁰⁾ 특히 개별 회사들이 상호출자와 순환출자 등으로 연결되어 가공자본을 창출하고 자본적으로 그

69) 소유-지배 괴리를 야기하는 상호출자와 순환출자는 독자적으로 사용되기보다는 이미 존재하고 있는 피라미드 소유구조를 보강하는 차원에서 주로 사용된다. Christopher Hale(2006), fn 27.

70) 김학연, 공정위 KFTC 경쟁이슈 04-04, 2007.

를 이루며 계열사 간에 서로 영향을 미치는 내부거래를 하는 것을 병리적인 현상으로 보아 왔다.⁷¹⁾ 그리고 이것은 소수주주를 비롯한 회사의 이해관계인들의 이익을 해할 가능성이 있으므로 법률로 규제되어야 한다는 것이었다.

2) 기업집단 규제

기업집단에 대한 이러한 부정적 시각은 이미 1980년대 말에 정치민주화를 한 이후 이러한 민주화의 이념이 경제 쪽에도 흘러들어오며 소위 경제민주화 또는 경영민주화라는 이름하에 시행된 많은 경제정책들에서 나타나기 시작하였다.⁷²⁾⁷³⁾ 그리고 외환위기의 원인을 경제력집중의 청산과 경제민주화 개혁이 미흡했기 때문이라고 분석하고 외환위기를 계기로 이를 달성하고자 하였다. 즉 재벌 오너가 소수주주들의 이익을 무시하며 독단적으로 경영결정을 하는 등 비민주적으로 경영이 이루어져 무분별한 과잉투자가 발생하였고 이것이 외환위기의 원인이 되었다고 보았다. 따라서 외환위기 이후 재벌의 소유-지배 괴리가 비민주적인 경영의 원인이라고 간주하며 소유-지배 괴리 축소를 기업정책의 핵심에 두게 되었다.⁷⁴⁾

지금까지의 재벌개혁에 대한 이러한 관점은 현행 독점규제 및 공정거래에 관한 법률(공정거래법)에서 기업집단 내부거래로 인한 잠재적 경쟁제한효과와 경제력집중을 우려하며 다양한 규제수단을 동원하고 있다. 과거에는 공정거래

71) Chang, Ha-joon and Park, Hong-Jae(1999), p.104.

72) 특히 재벌규제법으로서의 성격을 가지는 공정거래법상 경제력집중 억제시책이 1차 개정 시(1986. 12. 31) 처음 도입되었고 이러한 정책에 대해 지나치게 강력한 경제규제이며 위헌소지가 있다는 문제가 제기되자 정부는 1987년 10월 제9차 헌법개정을 통하여 대한민국의 경제기본질서에 명시적으로 ‘경제의 민주화’ 추구를 천명하여 헌법적 논란을 회피하고자 하였다.

73) 정치 민주주의를 회사에서 실현하는 것은 바람직하지 않다고 보며 주주민주주의를 비판하는 견해는 Lynn A. Stout(2007), pp.803-808. Stephen M. Bainbridge(2003b), p.270, p.332 참조

74) 금융위기 이후 기업구조 개혁은 소유-지배 괴리로 특징지어지는 재벌구조가 장점은 없고 단점만 있다는 가정하에 기업집단 내 계열사 간 불공정 거래행위에 대해 전례 없는 조사에 착수하며 기업집단 구조의 긍정적 기능을 제거하기 시작하였고 공정거래, 회계, 금융기관, 인수합병, 기업의 내부지배구조에 대한 광범위한 규제들을 통해 소유-지배 괴리로 특징지어지는 재벌구조를 압박하기 시작하였다. 금융위기 이후 기업집단 정책에 대해서는 신장섭·장하준(2006), p.155 이하 참조

법상 경제력집중 억제규제의 목적이 기업의 무분별한 사업다각화를 억제하고 기업의 핵심역량을 증진하는 데 초점이 맞추어졌으나 최근에는 소유권과 지배권의 괴리를 축소하여 지배주주의 도덕적 해이를 줄이며 회사지배구조의 개선을 위해 동 규제의 존치가 필요하다는 논리가 지배적이다. 최근 공정거래위원회는 재벌규제에 있어서 경제력집중이라는 용어의 사용을 자제하고 있는 것처럼 보이고 있고 대신 투명성 제고, 투자자보호, 지배구조 선진화 등 종래 회사법에서 말하는 기업의 대리비용과 관련된 용어가 자주 언급되고 있다. 결국 공정거래법상 경제력집중 억제규제는 재벌이 너무 커지는 것을 막기 위해서라기 보다는 기업의 소유-지배 괴리가 커지면 지배주주가 사익을 추구할 가능성이 증가하므로 소유-지배 괴리를 축소하기 위해 필요한 것이다. 부당내부거래의 규제,⁷⁵⁾ 지주회사의 설립 규제, 그리고 대규모기업집단을 대상으로 한 상호출자금지·출자총액제한⁷⁶⁾·채무보증의 금지, 금융 보험회사의 의결권 제한⁷⁷⁾ 등은 실질적으로 이러한 목적을 위한 수단들이라고 볼 수 있다.⁷⁸⁾⁷⁹⁾

3) 포이즌필과 차등의결권

현행 회사법에서는 포이즌필과 차등의결권 등의 경영권방어 수단들이 기업집단의 통제기능을 하고 있는 주식시장의 압력, 즉 적대적 M&A 시장을 약화

75) 부당내부거래규제는 불공정거래행위의 하나로 규정되어 있으면서 규제대상으로서 기업집단이라는 구조를 명시적으로 전제하지 않고 임의의 특정 '단일' 기업행위를 규율하는 법적 형태를 취하고 있으나 입법취지나 실질적 법적운용은 대규모 기업집단의 내부거래를 규제하기 위한 것이다.

76) 출자총액제한제도는 2009년 3월 폐지되었다.

77) 공정거래법상 '금융보험회사의 의결권 제한'은 상호출자제한 기업집단에 속하는 회사로서 금융업 또는 보험업을 영위하는 회사가 취득 또는 소유하고 있는 국내계열회사 주식에 대한 의결권 행사를 제한하는 규정으로 금산분리(금융과 산업의 분리)와 관련된 규정이다. 금산분리와 관련된 규정은 이것 외에도 금융산업구조 개선에 관한 법률(금산법), 은행법 및 금융지주회사법 등에 산재해 있다. 이러한 금산분리와 관련된 규정들은 궁극적으로 대규모기업집단의 지배구조 개선과 경제력집중을 억제하고자 하는데 목적이 있다. 금산분리에 대한 자세한 비판적 검토는 김영용(2007) 참조

78) 지주회사 규제와 대규모기업집단 규제는 기업집단이라는 구조를 명시적으로 전제하고 있으면서 전자는 기업집단의 '특정구조 또는 형태'를 사전적으로 규제하는 경우이고 후자는 특정 규모 이상의 기업집단에 대해 사후적으로 각종 '행위제한(상호출자금지·출자총액제한·채무보증의 금지·금융계열사 의결권제한)'을 규제하는 경우이다.

79) 공정거래법상 경제력집중 억제규제에 대한 전반적 내용은 신석훈(2007) 참조

시킬 수 있다는 이유로 도입을 주저하고 있다.

경영권방어 수단은 여러 가지가 있으나 경영권 분쟁이 궁극적으로는 의결권 확보 싸움이라면 가장 쉽게 생각해 볼 수 있는 것은 대상회사가 의결권을 늘리는 방법(차등의결권)과 신주를 발행하여 공격회사가 가지고 있는 주식의 의결권을 희석시키는 방법(포이즌필)이 있을 수 있다. 포이즌필이란 공격회사가 지배권을 취득하기 위해 가지고 있는 대상회사의 주식을 희석(dilution)시킬 수 있는 메커니즘을 의미한다. 주식에는 의결권이 내포되어 있으므로 주식시장에 대상회사의 주식이 증가하면 공격회사가 대상회사에 대해 가지는 지배권은 그만큼 약화되어 결국 적대적 기업인수를 포기하게 될 것이다. 특히 포이즌필이란 다양한 주식제도(종류주식과 신주예약권)를 이용해 독약을 만드는 것이다. 그렇다면 포이즌필을 사용하기 위한 전제조건은 신주예약권 제도의 도입과 종류주식 다양화, 그리고 이러한 증권의 내용 및 발행조건 등을 다양화하는 것이다. 그리고 신주예약권을 이용한 포이즌필의 핵심은 다른 일반주주들을 제외한 적대적 기업 인수자만 신주예약권을 행사하지 못하게 하여 그가 가지고 있는 대상회사의 주식을 희석하는 것이므로 주주들을 차별화하는 것이 가능해야 한다. 차등의결권은 이미 설명한 바와 같이 의결권의 차등화를 통하여 기업의 지배주주에게 보통주의 수십 배, 수백 배에 해당하는 의결권을 부여하여 자신의 경영권을 공고히 하고 외부로부터의 적대적 M&A시도를 방어할 수 있도록 하는 것이다.

결국 경영권방어 수단으로서의 포이즌필과 차등의결권이 작동하기 위해서는 지금까지 우리나라 회사법의 기본원칙으로 인식되어 오며 경직된 주식제도의 주요 원인으로 작용해 온 주주평등의 원칙, 1주1의결권 원칙 등이 과연 절대적으로 벗어날 수 없는 원칙인지 등에 대한 회사법의 기본제도와 관련된 더욱 근본적인 고민이 있어야 할 것이다.⁸⁰⁾

80) 자세한 내용은 신석훈(2008a,b) 참조

(2) ‘개별기업-전문경영인’ 구조와 ‘기업집단-지배주주 경영’ 구조

주주가 회사를 소유하므로 또는 회사의 유일한 주인이므로 1주의결권 원칙과 소유-지배 비례가 가장 이상적인 소유구조라고 보는 전통적인 주주자본주의의 논리에 기초할 경우 우리나라의 기업집단 소유구조는 비정상적인 형태이다. 이러한 주주 소유 관점에서는 계열사 간 복잡한 순환출자 구조에 바탕을 두고 있는 기업집단 소유구조의 정당성을 논하기 위해 자연인인 개인 이외의 법인인 계열사들이 가지고 있는 지분은 실질적인 소유권 계산에 있어 제외해야 한다고 본다. 이러한 논리에 기초할 경우 최적의 회사 소유지배구조는 ‘개별기업-전문경영인’ 구조이므로 ‘기업집단-지배주주 경영’ 구조의 재벌을 개혁의 대상으로 보게 된다.

그러나 법인인 계열회사의 주식 소유권을 제외하며 기업집단의 내부자인 지배주주보다 외부자인 모든 소수주주들이 소유하고 있는 주식의 수가 더 많으므로 이들이 회사의 궁극적인 소유자라는 논리가 주주민주주의에 가장 부합하는 것 같지만 앞에서 살펴본 주주자본주의와 주주민주주의의 새로운 관점에서 보면 반드시 그렇지도 않다.

결국 전통적인 주주자본주의와 우리나라 기업집단 사이에서 야기되는 논리적 갈등은 주주자본주의와 기업집단 간의 갈등이라기보다는 지금까지 전통적 주주자본주의의 이론적 기반을 제공해 온 신고전학과 주류경제학과의 갈등이라고 할 수 있다.⁸¹⁾ 따라서 앞에서 살펴본 바와 같이 신고전학과 경제학이 아닌 다양한 새로운 경제학적 방법론에 기초하며 주주자본주의의 의미를 새롭게 이해할 경우 주주자본주의와 기업집단은 논리적으로 모순되지 않는다. 따라서

81) 주지하는 바와 같이 신고전학과에서는 경제주체들이 자유시장을 통해 거래할 때 가장 효율적인 경제활동이 이루어진다고 보고 있으므로 시장이 아닌 기업집단 내부에서 기업들 간의 비시장적 거래에 대해서는 부정적 관점에서 보게 된다. 공정하고 민주적인 거래의 척도를 완전경쟁 상태로 보며 수많은 개별기업들이 시장에서 경쟁해야 시장원리가 제대로 작동한다는 생각을 가지고 있다. 그러나 기업집단 내부에서 계열사 간 거래는 시장을 통한 개별 기업 간 거래가 아니라 그룹 회장의 지시나 그룹 사장단 합의에 따라 이루어지는 내부거래이므로 시장거래와는 달리 위계나 권위적 명령에 따르게 되므로 기업집단의 내부거래에 대해 부정적인 시각을 가지게 되는 것이 당연하다. 신고전학과 경제학에서의 경쟁개념과 한계에 대해서는 신석훈(2006) 참조

진정한 주주자본주의의 관점에서 현재 소유-지배 괴리로 특징지어지는 우리나라 기업집단 소유구조를 새롭게 접근해 볼 필요가 있다.

2. 회사 소유-지배 괴리 현상에 대한 새로운 접근

지금까지 우리나라 기업집단 정책의 핵심인 소유-지배 괴리 축소의 이론적·규범적 배경으로 작용해 온 전통적인 주주자본주의에서의 회사 소유자로서의 주주, 1주1의결권 원칙, 주주민주주의 원칙 등의 개념들을 법경제학적 접근을 통해 직관이나 감정적 차원이 아닌 냉철하고 객관적인 관점에서 재조명해 보면 소유-지배 비례를 가장 이상적인 것으로 보며 법이 이것을 추구하는 것이 항상 바람직한 것은 아니다.

또한 소유-지배 괴리에 대한 이론적·실증적 분석 어느 것도 소유-지배를 비례시키는 것이 항상 좋거나 특정한 소유지배구조 유형이 우월적이라는 사실을 보이지 못하고 있다.⁸²⁾ 다만 소유-지배의 비례 및 괴리는 나름 데로의 장·단점이 있을 뿐이다. 따라서 소유-지배 괴리를 인위적으로 축소시키려고 해서 안 되고 다양한 소유 구조 형태 사이에서의 열린 경쟁이 왜곡 없이 발생할 수 있는 규범적 틀을 고안하는 것이 중요하다.

이러한 규범적 틀을 고안하기 위해서는 우선 소유-지배 괴리 현상이 왜 발생하는지를 살펴보며 이러한 형태의 소유구조를 가지고 있는 회사가 직면하고 있는 문제들을 편견이나 부정적 시각이 아닌 기능적·효율적 관점에서 접근해 보는 것이 필요하다. 그리고 이러한 접근을 통해 소유-지배 괴리 형태의 회사 소유구조가 가지는 긍정적 측면과 부정적 측면을 개념화하는 작업이 있어야 할 것이다. 이러한 작업을 위해 개인 ‘기업’이 ‘회사’조직을 갖추며 공개되는 과정에서 발생하는 내부주주와 외부주주 사이의 갈등상황에서 논리를 풀어 가 보도록 한다.

82) 신현한 외(2005); Karl Hofstetter(2006)

(1) 내부 지배주주와 외부 주주 사이의 갈등

흔히 기업과 회사를 동일시하지만 엄격히 따져보면 서로 다르다. 개인기업은 자산소유자(기업가)가 노동자를 고용하여 운영하는 생산조직으로서 소유권과 지배권이 일치한다. 그러나 산업혁명 이후 기업가는 자신이 소유한 돈으로만 기업운영에 필요한 자산을 모두 구비하는 것이 불가능했을 것이고 이를 위해 거대자본의 조달이 필요했을 것이다. 이것을 가능하게 한 것이 유한책임, 주식의 자유양도성, 법인격 등의 특징을 가진 회사제도이다. 따라서 ‘회사’는 기업조직 중 주식을 매개로 불특정 다수로부터 대규모의 자금을 끌어 모으는 자본조달의 한 방식에서 비롯되었다.

개인기업이 공개회사로 전환되는 과정을 생각해 보면 소유-지배 괴리는 오히려 자연스러운 현상이다. 개인기업에서의 소유자가 외부의 자금을 끌어 모으기 위해 회사제도를 사용할 경우 필연적으로 내부의 지배주주와 외부 주주들이 발생하고 이들 사이의 갈등이 시작된다. 내부자는 경영권을 지속적으로 유지하며 외부로부터 더 많은 자본을 조달하려고 할 것이고 외부자는 이러한 내부자의 사적 이익 추구를 더욱 철저히 감시하려고 할 것이다. 그리고 내부자가 경영권을 유지하기 위해, 그리고 외부자가 감시를 강화하기 위해서는 각자가 더 많은 주식을 취득해야 하지만 이때 필요한 것은 주식의 구성요소인 현금흐름권과 의결권 중 의결권이므로 내부자와 외부자는 모두 적은 주식을 소유하면서도 더 많은 의결권을 가질 수 있는 방법을 모색할 것이다.

내부자가 주로 사용하는 방법이 차등의결권 주식, 피라미드 소유구조, 상호출자, 순환출자 등이고 외부자가 주로 사용하는 방법이 헤지펀드들이 주로 사용하는 첨단 금융기법들이다.

내부자와 외부자에 의한 이러한 소유-지배 괴리현상은 각각 장단점을 가지고 있다. 그런데 우리나라 기업집단의 폐해를 강조하는 견해는 헤지펀드를 중심으로 한 외부주주들이 다양한 첨단 금융기법들을 사용하여 적은 지분만을 가지고도 많은 의결권을 행사하며 회사 소유지배구조에 깊숙이 개입하는 주주행동주의는 기업집단 지배구조 개선에 도움이 된다고 하면서도 내부 지배주주

가 차등의결권 주식이나 피라미드 소유구조 등을 통해 야기하는 소유-지배 괴리는 비정상적인 현상으로 보고 있다. 그러나 주식의 소유권과 의결권의 비례성을 벗어나는 소유-지배 괴리 현상은 그 자체로서 비정상적이거나 부당한 것이 아니라 다만 장점과 단점이 있을 뿐이다. 따라서 외부자에 의한 소유-지배 괴리는 기업집단 지배구조 개선에 도움이 되지만 내부 지배주주에 의한 소유-지배 괴리는 지배주주의 사적 이익수단으로 사용되어 지배구조를 악화시킬 것이라고 보는 것은 바람직하지 않다. 소유-지배 괴리의 득과 실을 분명히 따져 보고 이에 적합한 제도적 장치를 마련하고자 하는 것이 옳은 방법이다.

우선 외부주주(특히 헤지펀드)의 소유-지배 괴리 장·단점을 간단히 살펴보고 내부 지배주주의 소유-지배 괴리에 대한 문제는 별도로 자세히 살펴보기로 한다.

소유권과 의결권의 괴리로 인해 적은 지분만 가진 상태에서 많은 의결권을 행사하는 금융기법의 선봉에는 헤지펀드가 있다. 소위 공투표(empty voting)를 통해 대상 회사의 경영에 깊숙이 개입하고자 하는 헤지펀드의 주주행동주의는 주주들이 분산되어 있어 발생하는 경영진 감시의 어려움(shareholder collective action problems)을 어느 정도 해소시켜 줄 수 있다.⁸³⁾ 이러한 긍정적인 측면이 있음에도 불구하고 헤지펀드들은 투기적 목적을 가지고 회사의 장기적인 이익과 주주 전체의 이익을 희생하며 자신들의 단기이익을 추구하는 경우도 많다. 이들은 경영진과 달리 회사 전체의 이익을 위해 회사를 운영할 법적 책임을 부담하지 않으며 마치 자신들이 모든 주주의 이익을 위한 대변자인 것처럼 행동하기도 한다.⁸⁴⁾⁸⁵⁾

(2) 지배(내부)주주에 의한 소유-지배 괴리

1) 지배권 프리미엄(Control Premiums)

① 문제제기

지배주주에 의한 소유-지배 괴리 현상에 대해 분석하기에 앞서 먼저 생각해

83) Henry T. C. Hu, Bernard Black(2006a), p.1015.

84) Iman Anabtawi(2006), pp.579-583.

85) Kara Scannell(2007), at A1.

보아야 할 것은 지배주주가 존재하는 회사가 과연 일반적으로 알려진 미국식의 회사 소유지배구조, 즉 소유가 분산되어 있어 지배주주가 존재하지 않고 전문 경영인에 의해 경영되는 지배구조보다 후진적인 형태인가 하는 것이다. 그러나 최근 미국 공개회사에서 발생한 대형 회계부정사건은 대부분 지배주주가 존재하지 않고 전문 경영인이 존재하는 회사들이었다.⁸⁶⁾ 그리고 비교 회사지배구조 연구에 의하면 특정한 회사 소유구조 형태와 회사의 성과 사이에 일관된 상관성을 찾아볼 수 없고 개별 기업이 처한 상황에 따라 다양한 형태의 소유지배구조가 존재함을 보이고 있다.

따라서 소유분산 소유구조를 최선의 소유구조로, 지배주주가 존재하는 경우를 차선의 소유구조로 보며 이것을 인위적으로 개혁하려고 해서는 안 된다. 우리가 고민해야 할 것은 기능적인 관점에서 접근하며 지배주주가 존재하는 회사의 긍정적인 측면과 부정적인 측면을 개념화하고 이를 바탕으로 한 최선의 규범적 틀을 어떻게 만들 것인가 하는 것이다. 지배주주에 의한 소유·지배 괴리 현상도 이러한 고민의 연장선상에서 접근해야 할 것이다.

그런데 지금까지는 지배주주가 일반적인 주주였다면 누리지 못했을 혜택을 지배권 프리미엄(Control Premiums)이라고 부르며 이것을 지배주주의 사적 이익(Private Benefits of control)에 대한 대체물로 보아 왔다.⁸⁷⁾ 따라서 지배권 프리미엄이 존재하는 것을 법이 지배주주의 사적 이익 추구행위를 제대로 억제하지 못했기 때문이라고 보고 더욱 강력한 법적 규제를 통해 지배권 프리미엄을 제거해야 한다고 보아 왔다. 지배권 프리미엄은 원래부터 바람직하지 않고 비효율적이라는 생각이 전제되어 있는 것이다.⁸⁸⁾

그러나 이러한 생각이 옳기 위해서는 지배주주의 존재가 회사에 부정적인 영향만 주며 긍정적인 영향을 전혀 주지 못하고 있다는 사실이 전제되어야 하지만 이하에서 살펴보는 바와 같이 지배주주가 존재하는 경우 긍정적인 측면과 부정적인 측면이 모두 존재하고 있다. 따라서 각각의 경우를 구체적으로 살펴봄으로써 부정적인 측면을 최소화하고 긍정적인 측면을 극대화할 수 있는 규범

86) 예를 들어 Enron, Tyco, WorldCom 등

87) Lucian Ayre Bebchuck(1999)

88) Karl Hofstetter(2006), p.637.

적 틀을 모색해야 할 것이다.

② 지배주주의 긍정적 측면

지배주주가 존재하는 경우 이들의 이해관계가 일반주주와 상충하는 측면도 있지만 일반 주주 전체와 부합하는 측면도 분명 존재한다.

지배주주들은 회사와의 관계에서 일반 주주들과 달리 단순히 주식시장에서 투자하는 것 이상의 의미를 가지는 주주들이다. 이러한 주주들은 주식시장에서의 다른 기업에 대한 대안적 투자보다 현재의 투자 자체에 대해 더 큰 비중을 두고 있는 기업관련 특수투자(firm-specific shareholder investments)를 하고 있다. 시간이 흐를수록 이들은 회사의 경영진들과 지속적인 관계, 즉 관계적 계약(relational contracting)을 유지하게 될 것이고 주주와 경영진 사이의 지속적인 관계 그 자체는 이들 사이의 대리비용 억제에 위한 형식적 법이나 지배구조 장치보다 효율적일 수 있다. 왜냐하면 기업관련 특수투자나 내부정보의 축적은 장래의 투자나 회사 의사결정에 있어 긍정적 역할을 하며 회사 이해당사자들 사이에서의 거래 비용을 줄여줄 것이기 때문이다.

또한 지배주주가 재산의 상당부분을 소수의 회사에 투자한 상황에서 경영진을 보다 철저히 감시하려고 하는 인센티브는 여러 회사에 분산투자를 해 놓은 일반 주주들보다 훨씬 클 것이다. 따라서 지배주주는 자신의 지배권을 바탕으로 회사의 이익이 저조할 경우 적기에 그리고 강력한 조치를 취할 수 있다. 또한 회사가 어려움에 처하기 전에 전략적인 경영변화를 피할 인센티브와 힘을 가지고 있다. 창조적 파괴(creative destruction)는 지배주주-기업가(controller-entrepreneur)의 가장 중요한 장점이다. 게다가 지배주주의 장기적 투자 성향과 전략은 자본시장에서의 단기성향의 움직임에 휘둘리지 않고 지속적인 발전 전략을 피할 수 있다.

특히 가족 소유기업의 경우는 일반적인 지배주주의 경우보다 더욱 장기적인 관점에서 구성원들 간의 신뢰에 바탕을 두며 성공에 대한 의지를 발휘할 수 있다. 가족 구성원간의 공유된 가치는 기업발전에 꼭 필요한 기업가 정신의 기초가 될 수 있다.

③ (신교전학파의) 대리이론과 (행동경제학의) 청지기 이론

지배주주가 존재하는 경우, 특히 가족이 지배주주를 형성하고 있는 가족기

업의 경우는 기업가 정신을 바탕으로 한 혁신적인 기업운영으로 그렇지 않은 기업보다 지속적인 발전을 꾀할 수 있다는 사실에 많은 사람들이 동의할 것이다. 다만 이러한 긍정적 측면에도 불구하고 지배주주는 자신의 지배권을 회사 전체를 위해 사용하기보다는 사적인 이익을 위해 사용할 것이라는 염려 때문에 대부분의 사람들은 지배주주의 존재와 가족기업 자체에 대해 부정적 생각을 가지고 있고 특히 우리나라에서는 더욱 심할 것이다. 물론 지배주주가 회사 전체에 피해를 주면서 자신의 지배력을 이용하여 사적 이익을 추구할 수 있다. 그렇다고 지배주주는 틈만 나면 항상 자신의 사적 이익을 추구할 것이라고 가정하며 회사지배구조 정책을 설계하는 것이 바람직한가에 대해서는 다시 한번 생각해 볼 문제이다.

이러한 생각이 은연중에 경제학과 회사관련법에 전제되어 있는 이유는 아마도 오랫동안 경제학의 주류적 지위를 차지해 온 신고전학과 경제학에서의 인간행동에 대한 가정, 즉 합리적 계산을 통해 자기이익 극대화를 추구하는 경제주체(Homo Economicus Model)를 당연시하고 있었기 때문이다. 즉 지배주주는 자신들의 행동이 다른 사람들에게 미치는 영향에 대해서는 무관심하고 오직 자신의 사적 이익을 위해 행동할 것이라는 사실을 전제로 하고 있었다. 여기서 회사법의 목적은 지배주주가 사적 이익을 추구함으로써 발생하는 대리비용의 최소화이다. 지배주주는 외부적인 인센티브나 감시가 없으면 회사의 다른 구성원들의 이익을 해치면서 자신의 사적 이익을 추구할 것이라고 가정하며 믿을 만한 사람들이 아니라고 본다. 이러한 대리비용의 관점에서 접근할 경우 지배주주에게 직접적인 금전적 보상이 없는 경우에도 이들이 다른 사람들의 이익을 위해 봉사할 것이라는 생각은 받아들여지기 어려울 것이다.

그러나 지배주주를 포함하여 대부분의 기업가들은 직관적으로 회사 전체의 이익을 위해 경영을 해야 한다고 느끼고 있고 실질적으로 그렇게 행동한다. 물론 이러한 설명에 대해 냉소적인 사람들이 많을 것이고 특히 우리나라에서는 더욱 그러할 것이다. 최근 미국의 법경제학자들은 심리학자와 사회학자들의 인간행동 원리에 대한 실증연구를 바탕으로 인간은 항상 자신만의 이익을 극대화하기 위해 행동하는 것이 아니라 자신의 행동이 다른 사람들에게 미치는

영향을 고려하며 행동한다는 사실을 기초로 회사지배구조에서 경영진이나 기업가의 행동을 분석하고 있다.⁸⁹⁾ 이러한 분석에서는 지배주주를 포함한 경영진은 단순히 자신의 사적 이익을 위해 회사의 다른 구성원들의 이익을 훼손하는 대리인(agent)이 아니라 직업적 만족과 동기에 기초하며 자신이 속한 조직 전체의 이익을 위해 행동하는 청지기(steward)라고 본다.

이러한 청지기 이론(Stewardship Theory)에서는 기업가는 대리이론에서처럼 외부적인 인센티브와 시장에서 교환 가능한 가치에 따라서만 행동하는 것이 아니라 회사의 성장과 자기성취, 자아실현 등 쉽게 수량화할 수 없는 내면적 보상(intrinsic rewards)에 기초하며 행동한다는 사실을 보이고 있다.⁹⁰⁾⁹¹⁾

2) 지배주주가 부담하는 비용에 대한 보상의 필요성

① 지배주주가 부담하는 비용

위에서 살펴본 것처럼 지배주주가 존재하는 경우 지배주주가 사적 이익을 추구할 위험이 존재하지만⁹²⁾ 긍정적 측면도 분명 존재한다. 따라서 문제의 핵심은 ‘지배주주경영-기업집단’ 구조를 ‘전문경영인-개별기업’ 구조로 강제적으로 바꾸려는 것이 아니라 ‘지배주주경영-기업집단’ 구조의 부정적인 측면을 최소화하면서 긍정적인 측면을 극대화하는 규범적 틀을 짜는 것이다. 즉 지배주주인 경영진이 회사의 장기적 가치를 창출할 수 있도록 해주는 촉진적(promotional) 기능과 사적 이익 추구를 억제해 줄 수 있는 방지적(preventive) 기능의 적절한 조화를 위한 제도설계를 모색하는 것이다.

89) Margaret Blair & Lynn Stout(2001b), p.1807.

90) 대리이론은 신고전학과 경제학에 이론적 근거를 두고 있는 반면 청지기 이론은 이미 설명한 행동경제학에 이론적 기초를 두고 있다.

91) 청지기 이론에 대한 개괄적 설명은 James A. Mcconville(2006) p.425 참조

92) 지배주주이건 경영자이건 내부자는 회사의 자산, 회사의 정보, 그리고 회사의 기회에 보다 잘 접근할 수 있다. 따라서 그들이 모든 주주들이 아닌 자신들의 사적 이익을 위해 이것을 사용할 위험이 있고 이러한 위험은 지배주주가 존재하는 회사나 그렇지 않은 회사나 모두 존재한다. 오히려 전문경영자는 지배주주와 달리 상당부분의 재산을 회사에 투자하고 있지 않으므로 사적 이익을 추구할 위험이 더 크다고도 할 수 있다. 그래서 엔론, 월드컴과 같은 사건이 발생한 것이다. 지배주주가 존재하는 회사가 소유분산 회사의 경우보다 사적인 자기거래(self dealing)가 심각하다는 것을 보이는 유의미한 연구결과는 없다. Karl Hofstetter(2006), p.178.

지배주주가 존재하는 경우 그렇지 않은 경우보다 분명 회사 전체에 긍정적으로 작용하는데, 이것이 인정된다면 이러한 긍정적 기능이 지속적으로 유지될 수 있도록 해 주어야 한다. 그런데 지배주주는 지배주주의 지위에서 그렇지 않은 주주들이 부담하지 않는 비용을 부담하게 된다. 지배주주가 경영자의 기능을 동시에 수행한다거나 이사회 의 구성원으로서 행동하는 경우에는 이러한 지위에 해당하는 만큼의 보상을 회사로부터 받을 수 있으므로 별 문제가 없다. 그러나 이러한 회사의 내부 경영 구성원이 아니라 지배 ‘주주’이기 때문에 특별히 부담하는 비용이 존재한다.

예를 들어, 지배주주는 다른 일반 주주들과 달리 분산투자를 하지 않고 자신의 재산 대부분을 회사에 투자함으로써 발생하는 위험과 주식의 유동성 부족으로 인한 부담 등은 지배주주에게 지배주주의 지위를 유지하는 비용으로 작용할 것이다. 그런데 이러한 비용들은 측정하기가 어려워 간과되기가 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.

만일 지배주주가 일반 주주에 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 이미 설명한 바와 같이 이 과정에서 기업가가 경영권을 잃게 된다면 성장하는 것을 주저하거나 기업공개(IPO) 외의 다른 비효율적인 방법을 통해 기업을 유지해 나가려고 할 것이다.⁹³⁾ 이것은 결코 사회 전체적인 관점에서도 바람직하지 않다.

② 지배주주가 부담하는 비용의 보상

위에서 살펴본 바와 같이 지배주주가 존재하는 경우 긍정적 측면이 인정된다면 지배주주가 지배주주라는 지위에서 부담하는 비용은 보상되어야 하고 그러한 보상은 바로 회사 소유형태(ownership formation)의 선택에서 시작된다. 즉

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

우리나라에서 일반적으로 가공자본을 창출한다고 보아 온 차등의결권 구조와 기업집단 내의 계열사 간 피라미드식 출자나 상호출자, 순환출자 등이 바로 이러한 기능을 하는 것이다. 따라서 이러한 소유구조를 처음부터 금지하거나 규제하려는 정책은 바람직하지 않다.⁹⁴⁾

지배주주가 주주의 지위에서 일반 주주가 부담하지 않는 비용을 부담하는 경우 이러한 비용을 보상해 주기 위해 다양한 소유형태를 인정해 줄 필요가 있지만 이 중에서 차등의결권제도가 가장 효율적인 수단이라고 평가받는다. 물론 차등의결권 주식의 효율성에 대해 부정적 시각이 있다. 예를 들어 *New York Times*와 *Wall street Journal*은 의결권과 경제적 이익이 비례하지 않는 차등의결권 주식을 가진 가족들에 의해 경영되고 있는데 가족인 지배주주들이 다른 일반 주주들처럼 소유주식수에 비례하는 경제적 위험을 부담하고 있지 않으므로 회사의 잔여이익 극대화를 위해 최선을 다하지 않을 것이라는 비판이 미국 내에서도 있다. 그러나 일반 주주들이 동 회사의 주식을 매입할 때 동 회사에서는 차등의결권 주식이 발행되고 있다는 사실을 이미 알고 있었다. 일반 주주가 차등의결권을 발행하고 있는 회사의 보통주식을 알면서 매입했다는 것은 적은 지배권을 보유하는 대신 동 주식을 더욱 싼 가격에 매입할 수 있었기 때문이므로 이러한 거래를 막을 필요는 없다. 계약주의 회사관의 관점에서 보면 회사법은 사적 자치를 촉진시켜 주는 기능을 수행해야지 이를 막아서는 안 된다.⁹⁵⁾

이와 같이 차등의결권 주식을 가지고 있는 회사는 외부주주들이 충분히 인식하며 평가할 수 있는 기회를 가지게 되므로 앞에서 살펴본 공투표(Empty Voting)와 숨겨진 소유권(Hidden ownership)등 다양한 금융기법을 사용한 소유-지배 괴리 수단들과 비교해 볼 때 오히려 효율적이다. 이러한 금융기법들은 내부주주와 외부 주주가 모두 사용할 수 있지만 내부 주주들은 이러한 방법 외에도 차등의결권 주식, 피라미드 소유구조 그리고 순환출자 등을 사용할 수 있다. 이러한 전통적인 방법들이 이들 금융기법과 차이가 나는 점은 특정 회사가 차등의결권 주식, 피라미드 구조, 그리고 순환출자 등을 하고 있는 경우에는

94) Karl Hofstetter(2006), p.621 참조

95) Grant M. Hayden, Matthew T. Bodie(2008), pp.481-482.

외부투자자들이 이러한 사실을 어느 정도 알 수 있고 이러한 사실을 고려하며 주식의 가격을 책정하기 때문에 회사가 주식을 발행할 때 이러한 소유형태를 채택한 것에 대한 시장의 평가를 받게 된다. 그러나 새로운 금융기법을 사용하는 경우에는 외부적으로 나타나지 않는 것이 일반적이므로 외부 주주들이 평가할 기회를 가지지 못한다는 문제가 있다.⁹⁶⁾

내부 지배주주의 소유-지배 괴리 수단들 중 특히 차등의결권 주식의 경우가 가장 투명하게 공시되어 외부 주주들의 사후적 평가를 받을 수 있는 기회가 주어짐에도 불구하고 우리나라에서는 아직까지도 도입이 지연되고 있다.

3) 현행 가공자본 논리와 한계

현재 재벌개혁 논쟁의 핵심은 재벌 총수가 계열사 간 피라미드 소유구조, 상호출자, 순환출자 등을 통해 가공자본(fictitious capital)을 만들어 적은 지분만 소유한 상태에서 이보다 훨씬 많은 의결권을 행사하며 권한을 남용하고 있다는 것이다. 특히 주가를 떨어뜨린 무능한 지배주주는 외부의 소수주주들이 힘을 합해 몰아낼 수 있어야 하는데, 가공자본이 회사지배권 시장(적대적 M&A)의 이러한 기능을 막고 있다는 것이다. 따라서 주주행동주의를 앞세우며 적극적으로 회사의 경영권에 간섭하는 헤지펀드를 재벌의 가공자본에 대항하는 자본시장의 첨병이라고 보는 경우도 있다.

그러나 주식 파생상품의 발전과 주식대차시장의 성장은 헤지펀드가 공시의 무의 부담 없이 소유권과 의결권을 손쉽게 분리할 수 있도록 해 주고 있다. 소위 공투표(Empty Voting)를 바탕으로 사전에 주식의 의결권은 그대로 유지하면서 주식의 경제적 리스크만 모두 헤지하거나 보유주식보다 훨씬 많은 의결권을 행사하고 있다. 이것 역시 가공자본임에 틀림없다. 이때 같은 가공자본임에도 불구하고 재벌이 만들어낸 가공자본은 우리나라에만 있는 비정상적이고 후진적인 형태인 반면, 이에 대항하기 위해 헤지펀드들이 만든 가공자본은 선진국의 최첨단 금융기법으로 만든 것이므로 긍정적 기능을 한다고 보는 경우도 있다.

96) Henry T.C. Hu, Bernard Black(2007), p.357.

그러나 공투표 기법을 이용해, 의결권은 그대로 유지하면서 이것과 잔여청구권(소유권)과의 관계를 음(-)으로 만들어 회사의 이익(잔여청구권)이 적어지는 방향으로 의결권을 행사할 수도 있는 상황에서 주주가 회사의 소유자이므로 또는 유일한 잔여청구권자이므로 소유권과 의결권을 일치시키고 이를 바탕으로 회사 경영에 적극적으로 개입하도록 하면 회사의 이익이 항상 증가할 것이라는 논리에는 한계가 있다. 그리고 외부 자본시장의 감시기능을 강화하기 위해 소유권과 의결권(지배권)의 괴리로 야기되는 재벌의 내부 가공자본을 인위적으로 제거하려는 정책과 이러한 정책의 연장선상에서 경영권방어 장치를 제도적으로 도입하지 않는 것이 항상 옳은 것도 아니다.

여기서 오해하지 말아야 할 것은 내부 지배주주의 가공자본이 항상 바람직하다거나 외부 주주의 가공자본은 그렇지 못하다는 것이 아니다. 그 반대도 물론 아니다. 가공자본 그 자체가 항상 나쁜 것이 아니라 긍정적 기능과 부정적 기능을 동시에 할 수 있으므로 소유-지배 괴리로 발생하는 가공자본의 ‘득과 실’을 분명히 따져보고 이에 적합한 제도적 장치를 마련하자는 것뿐이다. 따라서 내부 주주와 외부 주주 모두 내가 하면 괜찮지만 남이 하면 안 된다는 일방적인 생각은 버려야 한다. 가공자본의 평가는 그것이 회사와 사회 전체의 이익에 얼마나 기여할 수 있는지에 달려 있다.

내부자의 가공자본 장점과 외부자의 가공자본 단점, 내부자의 가공자본 단점과 외부자의 가공자본 장점이 서로 적절한 긴장관계를 유지하도록 하며 양자의 장점은 극대화하면서 단점은 극소화할 수 있는 제도적 틀을 만드는 것이 중요하다.

현재와 같이 내부자의 가공자본을 비정상적인 것으로 보며 기업집단의 소유-지배 괴리를 인위적으로 축소하고자 하는 정책으로는 안 된다. 법이 추구해야 할 것은 소유권과 의결권의 괴리를 강제적으로 축소하는 것이 아니라 다양한 소유구조 형태 사이에서의 경쟁이 왜곡 없이 발생할 수 있도록 하는 규범적 틀을 짜서 내부 주주와 외부 주주의 가공자본이 최적 조화점에서 균형을 이룰 수 있도록 하는 것이다.

4) 소결

지배주주가 존재하는 경우, 소수주주를 포함한 회사 이해관계인들의 이익을 침해할 위험이 분명 존재한다. 지금까지 소유-지배 괴리에 대해 부정적 관점을 가지고 있는 견해에서는 지배주주의 이러한 사적 이익 추구(Private Benefits of Control) 위험을 지배권 프리미엄(Control Premiums)과 동일시해 왔다. 그리고 지배주주가 기업집단 내의 계열사를 이용해 만들어낸 가공자본을 통해 지배권 프리미엄을 더욱 강화하고 있다고 비판한다. 결국 일반 주주들은 누리지 못하는 지배권 프리미엄과 가공자본은 제거되어야만 한다는 것이다.

그러나 ‘통제의 사적 이익(Private Benefits of Control)’=‘Internal Benefits of Control’(지배주주가 회사와의 거래에서 일반적인 시장거래보다 유리한 조건으로 거래할 수 있는 가능성 등) + ‘External Benefit of Control’(지배주주가 주주의 지위 자체에서 누리는 이익)로 구성되어 있다는 사실을 인식하는 것이 중요하다. 특히 후자의 경우에 대해서는 더욱 주의를 요한다. 왜냐하면 지배주주는 다른 일반 주주처럼 분산투자를 할 수 없는 등 지배주주이기 때문에 다른 주주에 비해 일정한 불이익을 받는데 이러한 불이익에 대한 보상을 해 주어야만 지배주주의 지위를 유지하며 모든 주주들에게 이로운 역할(shared benefits of control)을 할 수 있기 때문이다. 따라서 통제의 사적 이익(Private Benefits of Control)을 내부(Internal)와 외부(External)로 구분하지 않으면 과잉규제를 야기할 수밖에 없다.⁹⁷⁾

현재 우리나라에서 부정적 관점에서만 바라보고 있는 재벌 기업집단들의 소유-지배 괴리 수단인 차등의결권 주식, 피라미드 소유구조, 순환출자 등이 바로 이러한 ‘External Benefit of Control’의 기능을 하며 궁극적으로는 지배주주를 포함한 모든 주주들의 혜택(shared benefits of control)을 촉진시켜 줄 수 있다는 사실을 분명히 인식해야만 한다. 가공자본의 논리로만 접근하는 것은 바람직하지 않다.

97) 자세한 내용은 Karl Hofstetter(2006) 참조

IV. 요약 및 결론

1. 주주자본주의와 재벌개혁 논쟁, 그리고 글로벌 금융위기

지금까지 한국경제의 핵심에는 항상 재벌이 있어 왔고 재벌개혁에 대한 논쟁은 끊이지 않고 있다. 1997년 외환위기 이후, 위기의 주범으로 재벌의 무분별한 과잉투자가 지목되었고 그 원인이 재벌 오너가 다른 소수 주주들을 무시하고 독단적으로 의사결정을 하며 비민주적으로 회사를 운영했기 때문이라고 보고 재벌개혁을 지속적으로 시행해 왔다. 이러한 취지에서 자본시장을 통한 오너감시의 강화를 위해 영미식 주주자본주의에 기초한 제도들이 대폭 도입되었다. 또한 이러한 주주자본주의는 재벌해체론의 이론적 근거를 제시해 주었고, 10년 가까이 재벌해체 논쟁의 중심에서 있어 왔던 에버랜드 전환사채(CB) 발행을 통한 경영권 승계 건은 2009년 5월 말, 마침내 대법원에서 무죄 판결로 종결됐다.

지금까지 우리나라에서 재벌개혁논쟁의 핵심은 재벌의 소유지배구조가 비정상적이므로 효율적인 시장경제질서를 왜곡하고 있다는 것이다. 그렇다면 어떠한 소유지배구조가 정상적인 것이고 어떠한 상태의 시장이 효율적인 시장경제질서인가? 이러한 이상적인 소유지배구조와 이상적인 시장의 잣대로 지금까지 미국식의 ‘주주자본주의’가 적용되어 왔다. 그러나 아이러니하게도 자본시장 중심의 이러한 주주자본주의가 2008년 말부터 미국에서 시작된 글로벌 금융위기의 원인으로 지목되며 곤경에 처해 있다. 이와 같이 현재 우리사회는 ‘재벌개혁’과 ‘글로벌 금융위기’라는 두 개의 사건이 “주주자본주의”를 매개로 서로 복잡하게 대립되고 있는 상태이다. 그러나 정착 주주자본주의가 무엇인지에 대해 진지한 논의는 없었다. 이러한 논의 없이 현재 우리나라에서처럼 ‘주주자본주의를 근거로 재벌해체를 주장하는 것’과 ‘글로벌 금융위기를 이유로 주주자본주의를 부정하는 것’은 모두 잘못된 정책을 유발할 위험이 있다.

본 연구에서는 이러한 논의의 발판을 마련한다는 의미에서 주주자본주의에

대한 법경제학적 접근을 통해 주주자본주의의 본질을 새로운 관점에서 바라보고자 하였다. 그리고 이러한 새로운 관점을 통해 전통적인 주주자본주의 논리에 기초하고 있다고 볼 수 있는 우리나라 기업정책, 특히 기업집단의 소유-지배 괴리 억제정책을 평가하며 시사점을 모색해 보고자 하였다. 이하에서는 지금까지의 논의를 정리하며 정책제언을 하고자 한다.

2. 주주자본주의와 재벌개혁 논쟁

(1) 소유권적 관점의 주주자본주의(전통적인 주주자본주의)

전통적인 주주자본주의 논리에 근거한 현행 ‘공정거래법과 금융관련법상 소유-지배 괴리 축소 정책’과 ‘회사법상 1주1의결권 원칙의 강행법규성’은 새로운 주주자본주의의 관점에서 재검토되어야 한다.

지금까지 지속적으로 주장되어 온 대규모기업집단 문제의 핵심은 재벌 총수가 계열사들을 이용해 실제 자신의 소유지분보다 훨씬 많은 의결권을 행사하며 적은 지분만으로 기업집단 전체를 지배한다는 것이었다. 따라서 재벌개혁의 핵심은 대규모 기업집단 규제수단을 통해 재벌의 기업집단 소유구조를 제한하여 재벌 계열사들이 기업집단 구조에서 벗어나도록 하자는 것이다. 또한 재벌이 외부의 적대적 기업 인수에 대항하여 경영권을 방어할 수 없도록 하여 이들을 주식시장의 압력에 완전히 노출시켜 효율적인 기업경영과 최적의 투자가 이루어질 수 있도록 하자는 것이다.

이러한 재벌개혁의 연장선상에서, 대표적인 기업 관련 공법인 공정거래법과 사법인 회사법에서도 회사의 소유구조에 대해 상당히 경직된 입장을 취하고 있다. 현행 우리나라 공정거래법에서는 대규모 기업집단의 소유-지배 괴리 축소를 위해 소유구조를 직접적으로 규제하고 있고 회사법은 1주1의결권 원칙을 개별 회사의 정관으로도 변경할 수 없는 강행법규로 보며 회사의 소유구조 및 법률관계를 획일적으로 통제하고 있다. 그리고 경영권방어 수단의 도입에도 소극적이다. 이러한 현행법의 태도는 1주1의결권 원칙 또는 소유-지배의 비례

를 가장 이상적인 소유구조로 보고 있는 전통적인 주주자본주의에 기초하고 있다고 평가할 수 있고 이것은 주주민주주의와 하나의 이상적인 회사 소유지배구조 형태를 향한 개혁(one-size-fit-all governance reform)을 추구하는 것이라고 할 수 있다.

그러나 주주자본주의에 대한 법경제학적 접근을 통해 전통적인 주주자본주의의 기본 논리와 한계를 발전적으로 재구성하고자 한 새로운 주주자본주의의 관점에서 보면 이러한 이상을 달성하기 위한 인위적인 법적 개입은 바람직하지 않다.

(2) 계약적 관점의 주주자본주의(새로운 주주자본주의)

법경제학적 접근을 통해 본 주주자본주의의 진정한 의미는 회사조직을 정치조직과 혼동하며 사적 이익을 추구하는 경영진을 감시하기 위해 모든 주주들이 1주1의결권 원칙 또는 소유-지배의 비례를 원할 것이고 이렇게 하는 것이 주주들의 이익에 가장 잘 부합할 것이라고 가정하며 이것을 법적으로 강요하는 것이 아니다. 자본시장에서 다양한 선호를 가진 주주들에게 다양한 회사 소유구조 형태에 대한 폭넓은 선택의 기회를 제공해 주면서도 이러한 선호와 선택이 “회사 전체”의 이익으로 귀결될 수 있도록 하는 제도적 장치를 마련하는 것이 핵심이다. 그리고 이것은 ‘누가’ ‘누구의 이익’을 위해 의사결정을 해야 할 것인가라는 회사지배구조의 원론적 물음에 대한 미국 회사법제의 제도적 대응인 ‘집중된 경영권’에 의한 ‘주주의 장기적 이익 극대화 추구’를 가능하게 하는 것에서부터 시작된다. 즉 ‘집중된 경영권’에 의한 ‘주주의 장기적 이익 극대화 추구’가 ‘회사 전체의 이익’으로 귀결될 수 있는 일련의 제도적 장치를 마련하는 것이 중요하다. 그리고 이러한 제도적 장치를 마련하기 위해서는 회사 소유지배구조 형태를 보다 유연한 관점에서 바라보아야만 하고 이것은 또 한 1주1의결권 원칙과 소유-지배 비례원칙을 보다 유연한 관점에서 바라보아야만 한다는 것을 의미한다.

주주의 재산권을 중요시하는 주주자본주의도 시대에 따라 변해 왔고 또 계

속해서 달라지고 있다. 모든 주주들의 선호와 이해관계가 동일하다면 소유권적 관점이나 계약적 관점이나 큰 차이가 없다. 그러나 자본시장이 발달함에 따라 주주들의 선호는 점점 다양해지고 있고 이러한 다양한 선호를 충족시켜 주기 위해 다양한 금융상품이 생겨나고 있다. 이러한 상황에서 주주가 회사를 소유한다는 접근만으로는 한계가 있다. 오히려 계약의 관점에서 접근하며 주주들의 다양한 선호가 반영될 수 있도록 소유구조의 유연성을 확보해 줄 필요가 있다. 이렇게 하는 것이 주주들의 실질적 재산권을 더욱 잘 보호해 줄 뿐 아니라 궁극적으로 회사의 이익과 사회 전체의 이익에도 부합한다.

3. 기업법의 역할

공정거래법과 금융관련법상의 경제력집중 억제규제의 폐지와 회사법상의 1주1의결권 원칙의 유연화를 전제로 한 새로운 기업법의 역할을 모색해야만 한다.

계약적 관점에서 주주자본주의를 이해할 경우, 공법인 공정거래법 등을 통해 회사 소유지배구조를 사전적이고 획일적으로 통제하려는 경제력집중 억제규제는 회사 이해당사자의 관계를 규율하는 회사법과의 기능적 역할분담을 혼동하고 있는 것이다.

현행 공정거래법 등의 경제력집중 억제규제가 목표로 삼고 있는 소유-지배 괴리로 인한 회사 소유지배구조 개선문제는 시장에서 사적 당사자들의 다양성을 존중하는 회사법적 관점에서 그 해결책을 모색해야 한다. 다양한 회사 소유구조 유형 중 어느 것이 최적인가에 대한 선택은 시장에 맡겨져야 하고, 여기서의 법의 역할은 다양한 소유구조 사이의 열린 경쟁이 왜곡 없이 발생할 수 있는 틀을 고안해 내는 것이다. 따라서 모든 기업들에게 최적인 회사 소유구조를 정부가 사전적으로 알고 있다고 전제하며, 그리고 대다수의 주주들도 그것을 원할 것이라고 전제하며 하나의 획일적인 회사 소유지배구조를 개별 기업들에 강요할 위험이 있는 현행 공정거래법 등의 경제력집중 억제규제는 폐지되어야 할 것이다.

제3자인 정부가 시장에서 개별 당사자들이 수행하는 다양한 이해조정 과정의 결과물인 회사 소유지배구조를 사전적으로 알 수 없을 뿐 아니라 특정 기업에 최적인 구조라고 해서 다른 기업에도 최적일 수는 없으므로, 정부의 역할은 이들 개별 기업들이 자신들만의 최적 이해관계 조정과정을 찾아가는 것을 도와주는 ‘제도적 환경’의 조성에 주력해야 한다. 이러한 제도적 환경은 공정거래법 등의 공법은 본연의 역할에 충실하고 회사법은 다양한 회사의 이해당사자들이 자신들만의 최적 회사 소유지배구조를 설계해 나가는 데 걸림돌로 작용하는 거래비용을 줄여주며 기업 스스로 생산적이고 합리적인 방향으로 개혁을 유도할 수 있는 새로운 인센티브 구조를 제공해 줄 때 만들어지는 것이다. 지금까지 소유권 개념에 기초한 전통적인 주주자본주의에서는 주주가 회사를 소유한다는 또는 유일한 주인이라는 전제하에 이들에게 1주1의결권 원칙에 따라 “잔여청구권”의 크기만큼 “의결권”을 주면 주주들이 자신의 잔여청구권을 극대화하기 위해 경영진을 철저히 감시하려는 최적 인센티브가 생길 것이고 이것은 궁극적으로 회사 전체의 이익으로 귀결된다고 보아 왔다. 그러나 새로운 주주자본주의의 관점에서 보면 그렇지 않다. 따라서 회사법에 규정되어 있는 1주1의결권 원칙을 개별 회사의 정관으로도 바꿀 수 없는 절대불변의 원칙으로 볼 것이 아니라 차등의결권 주식 등의 도입이 가능하도록 유연한 관점에서 바라보며 자본시장에서 다양한 주주들의 선호를 충족시켜 줄 수 있는 제도적 기반을 조성해야 한다.

결국 주주자본주의에 대한 법경제학적 접근을 바탕으로 소유권적 관점에 기초한 주주자본주의를 계약적 관점에서 재해석하며 우리나라 회사 소유지배구조 정책에 대한 시사점을 다음과 같이 제시하고자 한다.

첫째, ‘주주평등의 원칙’을 구현하기 위해 회사법상 강행 법규로 보아온 ‘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 경제력집중 억제규제가 목표로 삼고 있는 회사 소유-지배 괴리로 인한 문제는 공법이 아닌, 시장에서 사적 당사자들의 다양성을 존중하는 사법인 회사법적 관점에서 해결책을 모색해야 한다.

셋째, 소유-지배 괴리로 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.

4. 주주자본주의와 글로벌 금융위기

현재의 글로벌 금융위기를 계기로 제기되고 있는 주주자본주의에 대한 비판은 주주를 회사의 소유자로 보는 전통적인 주주자본주의에 대한 것이므로 이를 주주자본주의 자체의 포기로 확대 해석해서는 안 된다. 그리고 주주는 회사의 소유자 또는 주인이라는 생각에 기초하며 발전해 온 지금까지의 주주자본주의를 이론적으로 뒷받침해 온 것은 주류경제학 또는 신고전학과 경제학이었다. 그래서 현재 미국 신자유주의의 위기를 주류경제학의 한계로 지적하기도 한다. 그러나 주주자본주의와 시장을 설명할 수 있는 경제학적 도구로 주류경제학인 신고전학과만 있는 것은 아니다. 신고전학과를 거부하는 것이 아니라 이를 비판적으로 검토하며 한계를 극복해 나가는 다양한 경제학적 방법론들이 존재하고 있다. 흔히 법경제학의 큰 틀에 포함시킬 수 있는 제도경제학, 행동경제학 등이 그것이다. 최근 미국의 법경제학자들은 전통적인 신고전학과 경제학에 기초한 주주자본주의가 아닌 그 밖의 다양한 경제학적 방법론에 기초하며 주주자본주의의 실체를 밝혀내기 위해 연구하고 있다. 따라서 현재의 금융위기를 주주자본주의 자체의 몰락으로 보는 것은 성급한 판단이다. 주주자본주의에도 다양한 분야가 있기 때문이다.

주주자본주의의 본고장인 미국에서의 금융위기를 지켜보며 우리가 해야 할

일은 주주자본주의를 부정하는 것이 아니라 주주자본주의 정책의 ‘허(虛)’를 분명히 인식하고 이 부분을 ‘실(實)’로 채워나가는 일일 것이다. 이때 기업법의 역할은 주주들의 ‘소유권을 보호해 주기’ 위해 1주1의결권과 소유-지배 비례를 강요하는 것이 아니다. 주주들의 ‘재산권을 보호해 주기’ 위해 다양한 회사 소유구조에 대한 이들의 계약적 선택을 도와주는 것이다.

참고문헌

- 김영용, 「금융과 산업의 분리정책」, 『한국의 대기업정책(상)』, 한국경제연구원, 2007
- 김용기, 「영미논리과용..오너 경영 재평가 필요」, 한경비즈니스, 2009. 1. 5.
- 김학연, 「공정거래법상 지주회사 규제」, 『지주회사와 법』, 서울대학교 금융법 센터, 2007.
- 김화진·송옥렬, 『기업인수합병』, 박영사, 2007.
- 신석훈, 「기업의 본질과 경쟁」, 『규제연구』, 한국경제연구원, 제15권 제2호, 2006.
- _____, 「경제력집중 억제규제」, 『한국의 대기업정책(상)』, 한국경제연구원, 2007.
- _____, 『회사의 본질과 경영권』, 한국경제연구원, 2008a.
- _____, 「미국과 일본의 포이즌필 운용에 대한 정책적 시사점」, 한국경제연구원, 2008b.
- 신장섭, 『한국경제, 패러다임을 바꿔라』, 청림출판, 2008.
- 신장섭·장하준, 『주식회사 한국의 구조조정』, 창비, 2006.
- 신현한 외, 「대규모기업집단의 지배-소유 괴리도와 기업가치 및 경영성과 간의 관계분석」, 『재무연구』 제18권 제2호, 2005.
- 장하준, 『개혁의 덫』, 부키, 2004.
- 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.
- Brishen Rogers, “The Complexities of Shareholder Primacy: A Response To Sanford Jacoby,” 30 *Comparative Labor Law And Policy Journal* 95, 2008.
- Christopher Hale, “Addressing The Incentive For Expropriation Within Business Groups: The Case of The Korean Chaebol,” *Fordham International Law*

- Journal*, December 2006.
- Chang, Ha-joon and Park, Hong-Jae, “An Alternative Perspective on Government Policy towards Big Businesses in Korea; Industrial Policy, Financial Regulation, and Political Democracy,” *The Korean Chaebols in Transition; Restructuring Strategy and Agenda*, Korea Economic Research Institute (KERI), 1999.
- Dan L. Burk, “Intellectual Property And The Firm,” 71 *University of Chicago Law Review* 3, Winter 2004.
- Dorit Samuel, “The Subprime Mortgage Crisis: Will New Regulations Help Avoid Future Financial Debacles?,” 2 *Albany Government Law Review* 217, 2009.
- Frank H. Easterbrook & Daniel R. Fischel, *The Economic Structure of Corporate Law*, 1991.
- Grant M. Hayden, Matthew T. Bodie, “One Share, One Vote And The False Promise of Shareholder Homogeneity,” 30 *Cardozo Law Review* 445, November 2008.
- Guhan Subramanian, “The Influence of Antitakeover Statutes on Incorporation Choice: Evidence on the “Race” Debate and Antitakeover Overreaching,” 150 *U. Pa.L.Rev.* 1795, 2002.
- Henry T. C. Hu, Bernard Black, “Empty Voting And Hidden (Morphable) Ownership: Taxonomy, Implications, And Reforms,” *Business Lawyer*, May 2006a.
- _____, “The New Vote Buying: Empty Voting And Hidden (Morphable) Ownership,” 79 *Southern California Law Review* 811, May 2006b.
- _____, “Hedge funds, insider, and the decoupling of economic and voting ownership; Empty voting and hidden (Morphable) ownership,” *Journal of Corporate Finance* 13, 2007.
- _____, “Equity and Debt Decoupling and Empty Voting II; Importance and Extension,” 156 *University of Pennsylvania Law Review* 625, January 2008.

- Iman Anabtawi, "Some Skepticism About Increasing Shareholder Power," 53 *UCLA Law Review* 561, February 2006.
- James Crotty, "Structural Causes of the Global Financial Crisis; A Critical Assessment of the New Financial Architecture," Department of Economics, University of Massachusetts Amherst, *Working Paper* 2008-14.
- James Mcconville, "Executive Compensation And Corporate Governance: Rising Above The "Pay-For-Performance" Principle," 43 *American Business Law Journal* 413, Summer 2006.
- Jill E. Fisch, "Measuring Efficiency In Corporate Law: The Role of Shareholder Primacy," 31 *Journal of Corporation Law* 637, Spring 2006.
- John Groenewegen, "Who Should Control The Firm? Insights From New And Original Institutional Economics," *Journal of Economic Issues*, Vol.Xxxviii No.2, June 2004.
- John R. Boatright, "Business Ethics and The Theory of The Firm," *American Business Law Journal*, Winter 1996.
- Kara Scannell, "How Borrowed Shares Swing Company Votes," *Wall St. J.*, Jan. 26, 2007.
- Karl Hofstetter, "One Size Does Not Fit All: Corporate Governance For "Controlled Companies," 597 *North Carolina Journal of International Law And Commercial Regulation*, Spring 2006.
- 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.
- Lucian Ayre Bebchuck, "A Rent-Protection Theory of Corporate Ownership and Control," Nat'l Bureau of Econ. Research, *Working Paper* No.7203, 1999.
<http://www.nber.org/papers/w7203>
- Lynn A. Stout, "Are Stock Markets Costly Casinos? Disagreement, Market Failure, and Securities Regulation," 81 *Va. L. Rev.* 1995.

- _____, “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 Mechanisms of Market Inefficiency: An Introduction To The New Finance,” 28 *Journal of Corporation Law* 635, Summer 2003(a).
- _____, “Takeovers In The Ivory Tower: How Academics Are Learning Martin Lipton May Be Right,” 60 *Business Lawyer* 1435, August 2005.
- _____, “The Mythical Benefits of Shareholder Control,” 93 *Virginia Law Review* 789, May 2007.
- 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, “A Team Production Theory of Corporate Law,” 85 *Virginia Law Review* 247, March 1999.
- _____, “Director Accountability And The Mediating Role of The Corporate Board,” 79 *Washington University Law Quarterly* 403, Summer 2001a.
- _____, “Trust, Trustworthiness and the Behavioral Foundations of Corporate Law,” 149 *U.P.A.L.REV.* 1735, 2001b.
- Matthew D. Adler & Eric A. Posner, “Implementing Cost-Benefit Analysis When Preferences Are Distorted,” 29 *J. Legal Stud.* 1105, 2000.
- Michael C. Jensen, “Value Maximization, Stakeholder Theory, and the Corporate Objective Function,” *Bank of Am. J. Applied Corp. Fin.*, Fall 2001.
- Nichoals Mercuro and Steven G. Medema, *Economics and Law*, Princeton University Press, 1997.
- Roberta Romano, “Corporate Law and Corporate Governance,” 5 *Indus. & Corp. Change* 277, 1996.
- Robert Charles Clark, *Corporate Law*, Little Brown and Company, 1986.
- Robert H. Sitkoff, Corporate Political Speech, Political Extortion, and the Competition for Corporate Charters 69 *U. Chi. L. Rev.* 1103, 2002.

- Robert J. Shiller, *The Subprime Solution*, Princeton University Press, 2008.
- Russell B. Korobkin, Thomas S. Ulen, "Law And Behavioral Science: Removing The Rationality Assumption From Law And Economic," 88 *California Law Review* 1051, July 2000.
- Sanford M. Jacoby, "Finance And Labor: Perspectives On Risk, Inequality, And Democracy," 30 *Comparative Labor Law And Policy Journal* 17, 2008.
- Shaun Martin, Frank Partnoy, "Encumbered Shares," *University of Illinois Law Review*, 2005.
- Stephen M. Bainbridge, "Interpreting NonShareholder Constituency Statutes," 19 *Pepperdine Law Review* 971, 1992.
- _____, "Director Primacy: The Means And Ends of Corporate Governance," 97 *Northwestern University Law Review* 547, Winter 2003a.
- _____, *Mergers and Acquisitions*, Foundation Press, 2003b.
- _____, "Director Primacy And Shareholder Disempowerment," 119 *Harvard Law Review* 1753, April 2006.
- Vice Chancellor Leo E. Strine, Jr, "Toward A True Corporate Republic: A Traditionalist Response To Bebchuk's Solution For Improving Corporate America," 119 *Harvard Law Review* 1759, April 2006.