

## 공정거래 및 대기업정책

이인권 한국경제연구원 선임연구위원

김현종 한국경제연구원 연구위원

공정 거래 및 대기업 정책

1판1쇄 인쇄/ 2007년 12월 18일

1판1쇄 발행/ 2007년 12월 24일

발행처/ 한국경제연구원

발행인/ 김종석

편집인/ 김종석

등록번호/ 제318-1982-000003호

(150-756) 서울특별시 영등포구 여의도동 28-1 전경련회관  
전화 3771-0001(대표), 3771-0057(직통)/ 팩스 785-0270~1

<http://www.keri.org>

© 한국경제연구원, 2007

한국경제연구원에서 발간한 간행물은  
전국 대형서점에서 구입하실 수 있습니다.

(구입문의) 3771-0057

값 6,000원 / ISBN 978-89-8031-474-4

## 목 차

### I. 현 황 / 7

1. 공정거래법상의 규제 / 7
2. 회사법상의 규제 / 12

### II. 문제점 / 27

1. 공정거래법상의 규제 / 27
2. 회사법상의 규제 / 36

### III. 정책대안 / 55

1. 공정거래법상의 규제 / 55
2. 회사법상의 규제 / 62

### 참고문헌 / 68

## 표·그림 목차

- 표 1. 공정거래법상 경제력집중 억제정책의 주요 내용 | 7
- 표 2. 상장기업의 평균 이사 수 및 사외이사 비중 추이 | 13
- 표 3. 상장회사 감사위원 현황 | 15
- 표 4. 2006~2007년 유가증권시장 기관투자가 의결권 행사 개요 | 18
- 표 5. 집행임원과 비등기임원의 개념 비교 | 24
- 표 6. 외국 대기업의 금융업 영위 현황 | 34
- 표 7. 한국과 미국의 손해배상책임제도 비교 | 47
- 표 8. 이중대표소송관련 이론적 논리 | 48
- 표 9. 한국의 출자 계열사 간 배당에 대한 세금공제 | 50
- 표 10. 회사기회의 개념 기준 | 54

- 그림 1. 2005년 상호출자제한 기업집단의 매출액 | 32

# 공정거래 및 대기업정책





# I. 현 황

## 1. 공정거래법상의 규제

- 경쟁정책은 경쟁과정의 보호 및 경쟁촉진을 통해 자원배분의 효율성을 제고하여 사회후생을 증진시키는 정책을 말하며, 우리나라에서는 공정거래정책이라는 이름으로 시행되어 왔음.
- 경쟁정책은 크게 모든 기업에 적용되는 일반 경쟁정책과 기업집단에 대한 규제정책으로 분류됨.
  - 일반 경쟁정책으로는 불공정거래행위 규제, 부당한 공동행위 규제, 기업결합심사 등이 주요 대상으로 경쟁정책의 본연의 기능이라 할 수 있음.
  - 경쟁정책 본연의 기능 이외에 경제력집중 억제정책에 큰 비중을 두고 있으며, 규제내용이 경쟁촉진과는 괴리가 있음.

| 표 1. 공정거래법상 경제력집중 억제정책의 주요 내용 |

구 분	규제내용	규제근거
출자총액규제	- 자산 6조 원 이상 기업집단의 소속계열사는 순자산의 25%까지만 타회사 출자 가능	법 제10조
상호출자금지	- 자산 2조 원 이상 기업집단의 소속계열사 간 상호출자 금지	법 제9조
지주회사규제	- 자회사 지분율 40%(상장사 20%) 이상 - 부채비율 200% 이내	법 제8조 법 제8조의2
상호채무보증규제	- 자산 2조 원 이상 기업집단의 소속계열사 간 채무보증 금지	법 제10조의2
내부거래규제	- 자본총계의 10% 이상 또는 100억 원 이상의 대규모 내부거래 시 이사회 의결 및 공시 - 내부거래조사 관련 금융거래조사요구권 발동	법 제23조 법 제11조의2 법 제50조
의결권 제한	- 자산 2조 원 이상 기업집단 소속 금융보험사의 계열사 주식에 대한 의결권 제한	법 제11조

- 공정거래위원회는 최근 몇 년간 경쟁과정의 보호 내지 경쟁촉진이라는 경쟁정책 본연의 역할을 제고한다는 취지하에서 합리적인 기업결합 심사와 부당한 공동행위 및 불공정 거래행위에 대한 규제의 실효성을 높여려는 노력을 기울여 왔음.
- 독과점 폐해 우려가 있는 기업결합에 대한 실체적 심사는 강화하되, 기업의 절차적 부담은 완화하는 방향으로 정책이 추진되고 있음.
  - 2006년 7월부터 기업결합 심사기준상의 간이심사대상 기업결합 유형에 소위 안전지대(safe harbor) 규정을 추가하여 시장점유율 등 일정 요건하에서는 경쟁을 실질적으로 제한하지 않는 것으로 추정함.
  - 2007년도 하반기에 시장상황 변화에 따른 안전지대 판단의 유연화 기준을 마련한다는 취지에서 기업결합 안전지대 판단기준을 개별기업의 시장점유율의 단순합계치인 CR지수 대신 개별기업 시장점유율의 가중평균 개념이 들어 있는 HHI지수로의 전환을 계획
- 공정거래위원회는 일련의 공정거래법 개정을 통해 부당한 공동행위의 규제 강도를 크게 높이고 있으며, 부당공동행위를 추정함에 있어 '실질적인 경쟁제한성' 부분은 삭제한 대신 '합의가 이루어진 정황사실'을 요건으로 추가함.
  - 금지규정을 위반하는 행위가 있을 때에는 당해 사업자에 대하여 대통령이 정하는 매출액에 100분의 10(기존 100분의 5)을 곱한 금액을 초과하지 아니하는 범위 안에서 과징금을 부과할 수 있도록 함.
  - 부당한 공동행위를 한 자 또는 이를 행하도록 한 자 중 부당한 공동행위의 사실을 신고한 자 이외에 증거제공 등의 방법으로 조사에 협조한 자에 대하여 과징금을 크



계 경감 또는 면제할 수 있는 제도적 장치를 확보함.

- 부당공동행위를 신고 또는 제보하고 이를 입증할 수 있는 증거자료를 제출한 자에 대하여 예산의 범위 안에서 포상금을 지급할 수 있도록 함.
  - 더불어 공정위는 부당한 공동행위를 예방하고 억제하기 위해 시행하고 있는 공공건설공사 입찰분야에 대한 상시 정보수집체계의 적용분야를 공동행위의 가능성이 상대적으로 높은 금융, 통신, 정유 업종 등으로 넓힘.
  - 공정거래법 개정을 통해 기존의 법률상 추정조항을 여러 가지 정황적 사실을 기초로 기업 간 합의로 볼 수 있는 상당한 개연성이 있는 때에는 부당공동행위로 추정하는 사실상 추정조항으로 변경함.
- 공정위는 매년 불공정거래행위에 대한 감시 및 규제를 강화하고 있음.
- 불공정거래행위 접수 건수는 2003년 401건, 2004년 463건, 2005년 890건, 그리고 2006년에는 1,111건으로 증가하였고, 처리 건수도 2003년 334건, 2004년 528건, 2005년 740건, 그리고 2006년에는 766건으로 꾸준한 증가를 보이고 있음.
  - 불공정거래행위 유형별로는 부당고객유인, 거래상 지위 남용 및 거래거절의 순으로 비중이 크며, 부당고객유인 행위가 대폭 증가한 것은 신문 판매분야의 경품·무가지 제공 등을 규제한 것에서 비롯됨.

- 우리나라 공정거래법은 다른 나라의 경쟁법과는 달리 기업집단에 대한 근거를 포함하고 있어 경쟁정책이 기업집단정책과 맞물려 시행되어 왔음.
- 2007년도에 기업집단의 경영부담을 완화하고, 기업 내·외 부건제시스템 작동수준 등 시장여건에 맞게 출자총액제한 제도를 보완한다는 취지에서 기업집단에 대한 출자총액제한 내용이 대폭 완화됨.
  - 출자총액제한 기업집단의 범위를 자산총액 6조 원 이상에서 10조 원 이상으로, 동 기업집단에 속하는 회사의 출자한도액 기준을 당해 회사의 순자산액 100분의 25에 상당하는 금액에서 100분의 40에 상당하는 금액으로 각각 상향 조정하고, 외국인투자기업에 대한 한도초과출자에 대한 예외인정기한(5년)을 폐지하였음.
  - 더불어 출자총액제한 기업집단에 소속된 모든 회사에 대하여 출자총액제한을 적용하였으나, 앞으로는 직전 사업연도의 자산총액이 일정규모 미만인 회사의 경우에는 출자총액제한 적용대상에서 제외하되, 그 구체적인 범위는 대통령령에서 정하도록 함.
- 2007년도에는 지주회사의 자회사 및 자회사의 손자회사 주식보유기준 등이 완화됨.
  - 종전에는 자본총액을 초과하여 부채를 보유할 수 없었으나, 앞으로는 자본총액의 2배까지 부채를 보유할 수 있도록 하고, 지주회사의 자회사 주식보유기준 및 자회사의 손자회사 주식보유기준을 각각 100분의 50(상장회사는 100분의 30) 이상에서 100분의 40(상장회사는 100분의 20) 이상으로 완화함.

- 지주회사로 전환한 후, 주식가격의 급격한 변동 등으로 인해 행위제한의무를 이행하기 곤란한 경우에는 유예기간을 종전 2년에서 공정거래위원회 승인을 얻어 2년간 연장할 수 있도록 함.
- 금융회사 및 보험사의 의결권 제한의 구체적 내용은 적대적 인수·합병 시도에 대한 방어수단으로 사용하는 경우에만 한해 허용하는 계열금융사의 계열비금융사 보유 지분의 의결권을 15%로 제한함.
  - 2004년 12월 개정 시 당시의 30%에서 2006년 4월 1일부터 매년 5%포인트씩 하향 조정하여 2008년 4월 1일부터 15%로 축소하는 내용으로, 의결권 제한은 이른바 고객의 돈으로 계열사를 지배하는 것을 막고, 산업자본과 금융자본을 분리하여 경제력집중을 억제한다는 취지임.
- 공정위는 기업집단을 대상으로 부당하게 특수관계인 또는 다른 회사에 대하여 가지급금·대여금 인력·부동산·유가증권·상품·용역·무체재산권 등을 제공하거나 현저히 유리한 조건으로 거래하여 특수관계인 또는 다른 회사를 지원하는 행위를 규제함.
  - 공정거래법상 자본총계의 10% 이상 또는 100억 원 이상의 대규모 내부거래 시 이사회 의결 및 공시를 강제하고 있고, 내부거래조사 관련 금융거래조사요구권을 2010년까지 연장하였음.

## 2. 회사법상의 규제

### (1) 이사회·감사위원회 관련 규제

#### 1) 사외이사제도

##### ① 현행 사외이사제도

- 외환위기 이후 기업경영에 대한 전문지식과 독립성을 확보하기 위한 수단으로서 사외이사제도를 증권거래법에 도입)
  - 사외이사의 선임은 지배주주의 이익을 우선하는 경영방침으로 소액주주들의 이익을 침해하지 못하도록 독립적으로 감독할 수 있는 효과가 있으며, 한편으로 기업 내에서 확보하기 어려운 전문가의 도움을 받을 수 있다는 측면이 긍정적으로 평가되어 도입
  - 일반 상장회사의 경우 이사회 구성원의 4분의 1 이상을 사외이사로 선임하도록 규정하였으며, 자산규모가 2조 원을 초과하는 대규모 상장회사의 경우에는 2분의 1 이상을 사외이사로 선임해야 하며 사외이사는 최소한 3인 이상이 되도록 규정(증권거래법 제191조의16 제1항)

##### ② 사외이사제도의 운영 현황

- 사외이사제도가 도입된 이후 상장회사의 경우 이사회에서 사외이사의 비중이 증가하는 추이

---

1) 증권거래법 제2조 제19항은 “사외이사”에 대하여 당해 회사의 상무에 종사하지 아니하는 이사로서 사외이사 선임규정에 의해 선임되는 자라고 정의하고 있다.

표 2. 상장기업의 평균 이사 수 및 사외이사 비중 추이

연도 (기업수)	1998년 (735개)	2000년 (693개)	2001년 (684개)	2002년 (669개)	2003년 (676개)	2004년 (668개)	2005년 (655개)	2006년 (673개)
이사 (A)	7.96	6.64	6.34	6.14	6.11	6.14	6.19	6.18
사외이사 (B)	0.91	2.05	2.08	2.03	2.07	2.15	2.22	2.25
B/A (%)	11.4	30.9	32.8	33.1	33.9	35.0	35.9	36.4

자료: 상장회사 임원현황(상장회사협회)

## 2) 감사위원회제도

### ① 현행 규제

- 종래의 감사제도가 이사회에 대한 감독기능을 수행하기 어렵다고 판단하여 외환위기 이후인 1999년에 감사위원회를 둘 수 있도록 상법을 개정
  - 감사위원회는 3인 이상의 이사로 구성하고 그 결의로 위원회를 대표할 자를 선정하여 회의를 진행(상법 제415조의2 제2항)
  - 감사위원회는 구성원 중 사내인사 및 특수관계인이 3분의 1을 초과할 수 없도록 규정(상법 제415조의2 제2항)
- 특히 자산총액이 2조 원 이상인 상장법인 및 등록법인에 대해서는 정관에 명시한 규정이 없어도 감사위원회를 설치하도록 규정(증권거래법 제54조의6 제1항, 제191조의17 제1항)
  - 감사위원회의 독립성을 확보하기 위하여 감사위원회 구성원 중 사외이사를 3분의 2 이상으로 규정(증권거래법 제54조의6 제2항 제1호 및 제191조의17 제2항 제1호)
  - 감사위원회의 전문성을 확보하기 위하여 감사위원회 중 1인 이상은 회계 또는 재무전문가로 구성하도록 규정(증권거래법 제54조의6 제2항 제2호 및 제191조의17 제2항 제2호)

- 감사위원회의 위원장은 사외이사가 맡도록 규정(증권거래법 제54조의6 제2항 제3호 및 제191조의17 제2항)
- 감사와 감사위원회 중 한 가지를 선택하도록 허용하고 있으나, 자산총액 2조 원 이상의 상장·등록법인에 대하여 감사위원회의 설치를 의무화하는 규정은 감사위원회가 기존 감사제도보다 이사회를 감독하는 데 있어서 우월하다는 판단에 기반

## ② 제도의 운영 현황

- 2004년에 전경련이 상장법인 회원사 91개를 대상으로 조사한 바에 따르면 응답업체의 67%가 감사위원회를 설치하고 있는 것으로 보고
  - 2004년 현재 570개 상장법인의 감사위원 설치비율이 18.2%인 사실에 비하여 대기업 회원사의 감사위원회 설치비율이 높다는 사실을 알 수 있음.
- 상법에 현행 감사위원회 제도가 도입된 이후 기업들은 규정에 맞추어 운영하는 경향을 보임.
  - 상장회사협의회에서 조사한 결과에 따르면 2002년부터 2005년까지 감사위원회 구성원 중 사외이사비율이 상승하였고 2006년에 들어서 약간 감소한 경향을 나타내고 있음.
  - 대체로 감사위원회는 상법에서 최소한의 구성원 수로 규정된 3인으로 구성·운영되는 추세

| 표 3. 상장회사 감사위원 현황 |

구분업종		2002년	2003년	2004년	2005년	2006년
사외이사인 감사위원(A)		294	334	353	382	394
사외이사가 아닌 감사위원		57	55	49	40	46
합계(B)		351	389	402	422	440
감사위원회 설치회사	회사 수(C)	112	122	121	135	145
	구성비	16.7	18.1	18.1	20.6	21.5
	사외이사 수(D)	464	510	532	560	608
	사외이사 중 감사위원 구성비(W/D)	63.4	65.5	66.4	68.2	64.8
평균 감사위원 수(BC)		3.13	3.19	3.32	3.13	3.03

자료: 상장회사협의회

## (2) 기관투자자의 의결권 행사

### 1) 기관투자자의 의결권 행사 허용 배경

- 외부대주주가 존재하면 모니터링하는 한계비용의 감소로 적극적인 경영감시가 이루어질 것이므로 투자신탁회사 및 은행신탁계정 등 (이하 기관투자자)의 의결권 행사가 지배주주 및 경영진에 대한 견제역할을 담당할 것으로 기대하여 도입
  - 광범위하게 분포된 주식소유구조를 가진 미국 주식회사에서 나타나는 문제는 대부분의 주주들이 매우 적은 지분을 보유하고 있으며 따라서 기업 의사결정에 영향을 주도록 경영자를 감시하는 비용을 소홀히 한다는 것임.
  - 이러한 무임승차문제는 흩어져 있는 주주들이 행동을 통일하도록 하는 데 장애요인으로 작용하지만, 일정 수준 이상의 주식을 보유한 주주는 경영자를 감시하고 영향력을 행사

- 따라서 외부대주주(outside blockholders)가 기업가치 증대에 영향력을 행사할 경우 모든 주주의 이익이 증대될 가능성이 있음.
  - 외환위기 이후 IMF·IBRD에서도 기업지배구조 개선을 위해 기관투자자의 의결권 제한을 폐지하도록 권하였던 것으로 알려져 있음.<sup>2)</sup>
- 또한 투자자의 자금을 운영하는 투신사가 수익을 증대시키기 위해서는 보유지분에 대한 의결권 행사가 당연히 필요하다고 결정

## 2) 현행 제도

- 외환위기 이후 증권투자신탁업법을 개정하여 기관투자자가 의결권을 행사할 수 있도록 하였으며, 현재 자산운용산업을 종합적으로 규율하기 위하여 의결권 행사 관련 법률제도는 2004년 1월 4일부터 간접투자자산운용업법으로 통합
- 기본적으로 기관투자자가 투자신탁재산에 대한 권리로서 그 의결권을 행사할 수 있도록 보장하고 있으나(간접투자자산운용업법 제93조 제1항), 신의성실의 책임을 규정(간접투자자산운용업법 제93조 제2항)
  - 신의성실의 원칙에 따라 투신사의 수익성 향상을 위한 경우에 한하여 의결권을 행사하도록 제한<sup>3)</sup>
- 그러나, 다음과 같은 조항에 해당할 경우 다른 주주들의 의사결정에 영향을 미치지 않도록 중립적으로 의결권을 행사해야 한다

2) 정윤모(2001), p.14 참조.

3) 외환위기 이전 투신사의 의결권 행사를 제한하였던 이유 중 하나는 기업이 신탁자산을 투신사에 맡기는 대가로 투신사가 보유한 의결권을 자사에 유리한 방향으로 행사하도록 요구하였던 과거의 사례 때문이었다고 알려져 있다. 신인석(2001), pp.8-9 참조.



고 규정해 놓고 있음.)<sup>4)</sup>

- 이해관계가 있거나 주식 발행 법인과 계열관계가 있는 등 기관투자가와 특수관계가 있는 경우 중립적으로 의결권을 행사하도록 규정(간접투자자산운용법 제94조 제1항 제1호)
  
- 주식을 발행한 법인의 합병, 영업의 양도·양수, 임원의 임면, 정관변경 그 밖에 이에 준하는 사항으로서 간접투자재산에 손실을 초래할 것이 명백하게 예상되는 경우에는 의결권을 행사하도록 허용하고 있으나,
  - 이 또한 공정거래법에 의한 상호출자제한기업집단에 속하는 기관투자는 이를 적용하지 아니하기 때문에(간접투자자산운용법 제94조 제2항), 법인의 합병, 영업의 양도·양수, 임원의 임면, 정관변경 그 밖에 이에 준하는 사항에 대해서도 의결권을 행사할 수 없음.
  - 간접투자자산운용법과 별도로 공정거래법은 상호출자제한기업집단에 속하는 금융계열사의 의결권 행사를 제한<sup>5)</sup>

### 3) 제도의 운영 현황과 배경

#### ① 운영 현황

- 기관투자자들은 대부분의 경우 의결권 행사에 적극적으로 전환되었으나, 안전에 대한 찬성의사표시가 압도적으로 많은 것으로 나타났다.

---

4) 간접투자자산운용법 제94조

5) 공정거래법 제11조는 2006년 4월 1일부터 매년 5%씩 단계적으로 의결권 행사 상한선을 감소시켜 2008년 4월 1일까지 금융계열사의 의결권 행사를 15%까지로 제한하도록 규정하고 있다.

- 신인석(2001)은 투신사의 의결권 행사를 분석한 결과, 투신사의 의결권 행사는 2000년에 2.1%, 2001년에 4.5%에 불과하였다고 보고하였던 반면,
- 2007년 3월 현재로 증권선물거래소가 발표한 자료에 따르면 기관투자자들이 의결권을 불이행한 비율은 2.29%에 머물 정도로 의결권을 적극적으로 행사
- 그러나 의결권 행사 시 안전에 95% 이상 찬성하는 것으로 알려져 있음.

표 4. 2006~2007년 유가증권시장 기관투자자 의결권 행사 개요 |  
(2006/2007. 3. 9 공시기준)

(단위: 건 %)

구 분	2006년	2007년
공시건수	1,463	2,200
의사표시 안전 수*	6,505	9,917
찬성비율**	98.86	96.86
반대비율	0.37	0.55
중립비율	0.20	0.29
불행사비율	0.57	2.29
주총개최공시기업	435	588

주: 1) \* 의사표시 안전 수: 당해 기업에 의결권 행사를 공시한 기관투자자의 수 × 의사표시 대상 주총 안전 수

2) \*\* 찬성비율 등은 의사표시 주총안전에서 기관투자자들이 찬성 등을 한 안전의 비율임.

자료: 증권선물거래소

- 기관투자자가 반대의사를 표시한 사례를 살펴보면 유가증권시장 상장법인의 경우 주로 이사·감사의 선임과 보수상한선 등 지배구조에 대한 것이었으며, 코스닥 시장의 경우 정관의 변경이나 재무제표의 승인 등에 대한 것이 다수
- 신인석(2001)은 시장점유율이 높은 투신사가 의결권 행사에 더욱 적극적이었다는 사실을 밝혔음.

### ② 기관투자자들의 소극적 의결권 행사 원인

- 소극적 의결권 행사의 원인에 대하여 투자회사와의 관계를 고려해서라는 주장도 있지만, 한편으로 의미 있는 수준의 규모를 형성하지 못하였기 때문으로 판단됨.
- 소규모 투자지분의 경우 외부투자자라 하더라도 소액주주와 다름 없이 모니터링 유인이 부족하므로 수동적으로 의결권을 행사
  - 헤지펀드처럼 특정 기업을 대상으로 집중 매입하는 방식과 달리 자산을 분산하여 운용하는 기관투자자의 경우 지수(index)에 맞게 투자를 하게 되므로, 특정 기업에 대한 지분을 5% 이상 보유하기가 어렵기 때문에 기관투자자도 소액주주가 갖는 무임승차 문제를 해소하는 데에는 한계가 있음
  - 이는 미국도 마찬가지여서 Black(1990) 및 Black & Coffee(1994)에 따르면, 미국도 1980년대까지는 기관투자자가 소극적 주주의 지위에 머무르고 있었으며 경영상태에 문제가 있을 때 해당 주식을 매각해 버리는 이른바 wall street rule 이 최선의 대응으로 사용되었음(박창균 임경목, 2004, p.24).
- 한편, 단기 수익률 위주로 투자하였기 때문에 의결권 행사를 통한 장기적 수익증대를 고려하기 어려웠다고 신인석(2001)은 주장

### ③ 기관투자자들의 의결권 행사가 주목받게 된 배경

- 투자기관이 의결권을 적극적으로 행사하게 된 데에는 대규모 연기금의 등장과 관련 있음.
  - 박창균 임경목(2004)은 CalPERS 등 대규모 연기금의등장이 미국 자본시장에서 적극적 주주로서 행동을 가능하도록 만

들었다고 지적<sup>6)</sup>

- 현재 한국에서는 주로 규모가 되는 투자자인 외국인 투자 회사와 연기금이 의미 있는 수준의 의결권을 행사할 수 있는 위치에 있음.

### (3) 증권집단소송제도

#### 1) 제도의 목적과 정의

□ 증권거래법은 유가증권의 거래과정에서 발생한 집단적인 피해를 효율적으로 구제하고 이를 통하여 기업의 경영투명성을 높이기 위하여 민사소송법에 대한 특례를 정하는 것을 목적으로 2004년 입법되어져서 2005년 1월부터 시행 중<sup>7)</sup>

□ 증권집단소송이란 유가증권의 거래과정에서 피해가 발생한 경우에 법률상 또는 사실상 중요한 쟁점을 공통으로 하는 상당한 다수의 피해자 집단(class) 중 집단구성원들의 이익을 공정하고 적절히 대표할 수 있는 자가 대표당사자가 되어 집단구성원들의 손해배상청구 등의 소송을 수행하고 집단구성원은 별도의 제외신고(opt-out)를 하지 않는 한 그 소송판결이나 화해 등의 효력을 받게 되는 소송<sup>8)</sup>

- 증권집단소송이란 유가증권의 매매 그 밖의 거래과정에서 다수인에게 피해가 발생한 경우 그중의 1인 또는 수인이 대표당사자가 되어 수행하는 손해배상청구소송을 말한다 (증권집단소송법 제2조 제1호).

---

6) 박창균 임경목(2004), p.24 참조.

7) 증권집단소송법 제1조

8) 한석훈(2004), p.67 참조.

## 2) 증권집단소송제도의 내용

### ① 입증책임

- 한국에서 증권거래법 및 기타 관련 법제도는 유가증권신고서, 사업설명서, 사업보고서 등의 허위, 부실공시와 부실감사로 인한 손해에 관하여는 가해자의 고의, 과실 및 인과관계의 입증책임이 피고에게 전환된다고 보는 것이 통설
  - 증권거래법 제14조 제1항에서는 배상책임과 관련하여 “다만, 배상의 책임을 질 자가 상당한 주의를 하였음에도 불구하고 이를 알 수 없었음을 증명하거나 그 유가증권의 취득자가 취득의 청약 시에 그 사실을 안 때에는 그러하지 아니하다”라고 규정
  - 증권거래법 제15조 제2항에서는 “배상책임을 질 자가 청구권자가 입은 손해액의 전부 또는 일부를 허위로 기재·표시하거나 중요한 사항을 기재·표시하지 아니함으로써 발생한 것이 아님을 입증한 경우에는 그 부분에 대하여 배상책임을 지지 아니한다”라고 명시
  - 또한 증권거래법 제186조의5에서는 발행시장 규정인 제14조 및 제15조를 사업보고서, 반기보고서 및 분기보고서의 경우에도 준용하도록 규정하고 있기 때문에 유가증권 유통시장에서도 피고에게 입증책임이 부과
  
- 대법원의 판례에서도 입증책임이 피고에게 있다고 판결
  - 대법원 판례(2002. 10. 11. 선고 2002다38521 판결)에서 “유가증권의 취득자가 주권상장법인 등에 대하여 사업보고서의 허위기재 등으로 인하여 입은 손해의 배상을 청구하는 경우에 유가증권의 취득자는 같은 법 제15조 제2항의 규정에

따라 사업보고서의 허위 기재 등과 손해발생 간의 인과관계의 존재에 관하여 입증할 필요가 없고 주권상장법인 등이 책임을 면하기 위하여 이러한 인과관계의 부존재를 입증하여야한다”라고 판결

## ② 손해배상금 산정방식

- 현행 증권거래법은 분식회계로 인한 허위공시책임의 손해배상액을 주주의 취득가액과 처분가액의 차액으로 규정하고 있으며 산정범위를 청구원인 발생 시점으로부터 변론종결시점까지로 규정
  - 증권거래법 제15조 제1항은 “배상금액은 청구권자가 당해 유가증권을 취득함에 있어서 실지로 지급한 액에서 다음 중 하나에 해당하는 액을 공제한 금액으로 규정: (i) 당해 유가증권에 관하여 소송제기되어 있는 때에는 변론종결 시에 있어서의 시장가격 (ii) 변론종결 전에 당해 유가증권을 처분한 때에는 그 처분가격”이라고 명시
- 증권집단소송법 제34조는 증권거래법 제15조 등에서 규정하고 있는 산정방식에 의하거나 증거조사에 의해서도 정확한 손해금액의 산정이 어려운 경우에 한하여 표본적, 평균적, 통계적 방법으로 손해배상액을 산정할 수 있다고 규정

## ③ 손해배상의 연대책임

- 증권집단소송의 피고는 증권거래법 제14조, 제186조의5, 제197조 및 외감법 제17조 제4항에 의거하여 부진정연대책임을 부담
  - 부진정연대책임이란 수인(數人)의 채무자가 동일한 내용의 채무에 관하여 각각 독립해서 전부의 급부를 이행할 의무를 부담하고 그중 1인 혹은 수인이 급부를 이행하면 모든

채무자의 채무가 소멸하는 점은 연대채무와 동일하지만, 채무자 사이에 주관적 관련이 없기 때문에 그 1인에 대해서 생긴 목적도달(변제 등) 이외의 사유는 다른 채무자에게 영향을 미치지 않는 점에서 차이가 있음.<sup>9)</sup>

#### (4) 이중대표소송 제도

##### 1) 이중대표소송의 내용과 목적

- 이중대표소송제도는 모회사의 지분을 1% 이상 보유한 주주가 자회사 이사를 상대로 소송할 수 있도록 규정하는 제도
  - 이 제도는 1% 이상 지분을 보유한 주주가 회사의 이사를 상대로 손해배상을 청구할 수 있도록 규정한 주주대표소송을 모자회사관계(50% 이상의 지분출자관계)로 확대하는 제도
- 이중대표소송은 모회사의 주주가 자회사 경영진의 위법행위에 대하여 책임추궁을 할 수 있도록 하는 데 목적
  - 현행의 주주대표소송제도에서는 자회사의 경영진이 위법행위를 했을 경우 책임추궁을 할 수 있는 권한을 갖고 있는 사람은 자회사의 주주이므로, 자회사의 주주가 소송을 하지 않을 경우 책임추궁은 이루어지지 않음.
  - 자회사의 주주가 경영진을 책임추궁하지 않을 경우 모회사의 소액주주들은 손해배상을 청구할 수 없으므로 이러한 문제를 보완하기 위하여 이중대표소송의 도입논의가 제기

---

9) 전국경제인연합회(2005), pp.10-12 참조.

## 2) 이중대표소송관련 판례 및 입법 현황

- 미국에서 이중대표소송은 판례에 의해 인정되었으나, 한국의 판례에서는 이중대표소송이 부인되었음.
  - 서울고등법원은 2003년 8월 이중대표소송을 인정하는 판결을 내린 바 있었으나(서울고등법원 2003. 8. 22. 선고 2002나13746판결), 동일한 사건에 대하여 대법원은 2004년 9월 이중대표소송을 부인하는 판결을 내림(대법원 2004. 9. 23. 선고 2003다49221판결).
- 이중대표소송은 2007년 상법개정 초안에는 포함되어 있었으나 정부안에서 제외되어 현재 도입되지 않은 상황
  - 이중대표소송은 세계적으로 입법례가 없으며 소송남발로 기업에 부담이 우려된다는 이유로 상법 개정에서 삭제

## (5) 집행임원제

- 집행임원제도는 이사회에서 업무집행기능을 분리하여 이사회의 감독기능을 강화하고 현행 비등기임원의 법적 지위와 권한·책임 범위를 명확히 하기 위해 업무집행을 전담할 별도의 기구를 신설하도록 하는 데 입법목적이 있음.

표 5. 집행임원과 비등기임원의 개념 비교

구분	집행임원	비등기임원
제도 취지	업무집행과 감독기능 분리	업무집행의 효율성 제고
회사와 관계	위임관계(등기)	고용관계(비등기)
법적 책임	이사에 준하는 책임	이사로서의 책임 없음 다만, 사실상 이사로서의 책임
기업 대표	대표집행임원의 경우 가능	대표권 없음
해외 사례	일본의 집행역 미국의 상급집행임원	일본의 집행역원 미국의 기타 임원(하급집행임원)

자료: 전경련(2006), p.1.



- 현행 이사회제도는 업무집행기능과 업무감독기능이 일원화되어 있어 이사회가 업무감독기능에 충실하지 못하다는 인식에 따라 집행임원제를 도입하여 이사회로부터 집행기능을 분리함으로써 이사회가 집행 전담기구에 대한 감독만을 책임지도록 전환
- 현행 이사회 규모의 규모로는 업무에 대한 집행기능과 감독기능을 동시에 수행하기 어렵다고 판단
  - 대규모 기업, 특히 상장법인의 경우 외환위기 이후 사외이사제도를 회피하기 위한 목적으로 등기이사의 수를 대폭 감소한 반면에 정관이나 내규 등을 통해 비등기 이사의 수를 대폭 증가시켰기 때문에 이사회가 업무를 집행하는 기능을 수행하기 어렵게 되었다고 지적
- 이러한 판단에 의하여 정부는 집행임원제를 상법 개정안(개정안 제408조의2 내지 제408조의9)에 포함하였으며 현재 개정안은 국회에 계류 중

## (6) 회사기회 유용금지

- 회사기회 유용금지는 이사의 충실의무에 기초한 것으로서 이사가 회사에 속해야 할 이익이나 사업기회를 취할 경우 회사가 이에 대하여 제재할 수 있도록 하는 데 목적
  - 상법 개정안에서 제382조의5(회사기회의 유용) “이사는 장래 또는 현재에 회사의 이익이 될 수 있는 회사의 사업기회를 이용하여 자기의 이익을 취득하거나 제3자로 하여금 이익을 취득하도록 하여서는 아니 된다”는 규정을 신설

- 회사기회 유용금지규정은 이사의 충실의무 규정의 범주에 속하는데, 굳이 별도의 규정으로 신설하려는 취지는 기존의 충실의무규정을 선언적 성격으로 해석하는 견해(동질설)도 많아서 실제의 사례에서 회사기회의 유용을 효과적으로 규제하는 것이 곤란하다고 인식하였기 때문으로 알려져 있음.<sup>10)</sup>
- 겸업금지의무 규정(상법 제397조 제1항)은 현재 회사의 영업부류에 속하는 거래를 금지의 대상으로 삼고 있으나, 회사기회 유용금지 규정은 회사의 영업부류에 속하지 않더라도 일정한 요건에 해당하는 회사기회에 대해서도 규제대상으로 포함
- 상법 제397조 제1항에서 “이사는 이사회의 승인이 없으면 자기 또는 제3자의 계산으로 회사의 영업부류에 속한 거래를 하거나 동종영업을 목적으로 하는 다른 회사의 무한 책임사원이나 이사가 되지 못한다”고 이사의 겸업금지를 규정

---

10) 임재연(2006), p.177 참조.

## II. 문제점

### 1. 공정거래법상의 규제

#### (1) 공정거래법의 기형적인 입법체계

- 공정거래법은 시장의 경쟁유지 및 경쟁촉진이라는 본연의 기능에서 벗어나서, 경제력집중 해소라는 정책규제로서 변질되어 왔으며 결과적으로 기형적인 입법체계를 가짐.
- 경제력집중이 시장경쟁에 어떠한 영향을 미치는가에 대한 객관적인 분석이 결여된 채 공정거래위원회는 대기업규제 논리를 대변하며, 기업집단 규제를 확대해 왔으나 결과적으로 경제력집중 해소라는 정책목표는 달성하지 못함.
- 외환위기 이후 10년 동안 기업집단을 둘러싼 경영환경이 급변하고 있어 경제력집중 억제 관련 공정거래정책의 전반적 재검토가 필요함.
- 경제력집중 억제논리에 기초한 공정거래정책은 전체적으로 자원배분 효율성에 기초한 경제논리와 부합되지 않을 뿐 아니라 열린 경쟁의 시대적 환경, 기업에 대한 규제완화 추세와도 배치되며, 경쟁력 향상을 위한 기업의 경영활동의 걸림돌이 되고 있기 때문에 방향전환이 불가피한 시점임.
- 외환위기 이후 기업구조조정의 촉진과 기업지배구조의 개선이라는 공정거래법의 영역에서 크게 벗어난 우리나라의 경쟁정책은 선진국들의 일반적인 경쟁정책과 비교해 볼 때 그 질과 내용에 있어서 큰 차이를 보이고 있음.

- 대부분의 국가에서 공정거래법은 시장에서의 경쟁유지 및 경쟁촉진이라는 보편적 입법목적을 갖고 있으나 우리나라에서는 대기업의 규모와 투자 팽창을 억제하는 데 초점을 두고 있다는 점에서 글로벌 스탠더드에서 크게 벗어나 있음.

## (2) 일반 경쟁정책 내용 및 운영의 한계

- 공정거래위원회가 마련한 “기업결합심사기준”은 경쟁제한성을 판단하는 데 필요한 여러 사항들을 포함하고 있어 심사지침으로서 유용하지만, 기업결합의 경쟁제한성에 대한 가이드라인으로서는 여전히 개선되어야 할 사항들이 있음.
  - 현행 기업결합심사기준은 내부용 심사지침 정도의 수준에 머물고 있으며, 달성하고자 하는 목적이 무엇인지가 불분명함.
    - 미국의 수평기업결합 가이드라인은 제정목적은 ‘기업결합 규제의 분석적 기반을 설명함으로써 기업결합규제와 관련된 불확실성을 감소시키고 사업자 스스로 반경쟁적 합병을 자제하도록 하는 데 기여하는 것’이라고 밝히고 있음.
    - 거래분야의 판단기준으로서 ‘일정한 거래분야라고만 언급하고 있을 뿐 정확한 관련시장의 정의가 명시되어 있지 않고, ‘상당기간’ 및 ‘어느 정도 의미 있는 수준으로 인상’ 등에 대한 구체적 설명이 부족함.
    - 공정거래위원회의 “기업결합심사기준”에서 진입가능성에 대한 평가 이유가 모호하게 규정되어 있음.
      - 미국의 기준은 적시성(timeliness; 진입의 계획부터 현저한 시장효과 시현이 2년 내에 달성가능한가), 가능성(likelihood; 기업결합 이전의 가격하에서 진입 비용을 고려하더라도 진입자가 수익을 낼 수 있는가), 충분성(sufficiency; 진입

을 통해 시장가격을 기업결합 이전의 수준으로 되돌릴 수 있는 만큼 진입이 충분한가를 검토하도록 하고 있음.

- 중소기업의 보호를 목적으로 공정거래법 제7조 제4항 제2호에서 대규모 회사의 기업결합 또는 신규창설 기업이 일정 요건에 해당하게 되면 경쟁제한적인 기업결합으로 추정하고 있는데, 이러한 추정요건들을 법률적으로 규정하는 것은 바람직하지 못함.
  - 대규모회사의 중소기업 시장으로 진입하는 것을 제한할 경우, 정당하게 기업결합을 통해 진입하여 시장의 경쟁을 촉진시키는 기업결합조치 위축시킬 소지가 있음.
- 공정거래법 제7조 제1항 제2호에서 임원 또는 종업원에 의한 다른 회사의 임원지위의 겸임을 기업결합의 한 유형으로서 규정하여 금지하고 있으나, 임원겸임은 기술지도, 제휴, 장기적 거래관계 등 다양한 필요성이 있을 때에도 나타날 수 있음을 간과함.
  - 임원의 겸임을 일률적으로 기업결합규제 대상으로 삼는 것은 기업의 정상적인 경영전략 선택의 폭을 좁히는 것으로 타당치 않음.
- 2007년 8월 개정된 공정거래법에서는 제19조 5항을 개정하여 부당 공동행위를 추정함에 있어 '실질적인 경쟁제한성' 부분은 삭제한 대신 '합의가 이루어진 정황사실'을 요건으로 하였으나 여전히 동 조항의 존치에 대한 논란이 있음.
- 합의에 관한 명백한 증거가 없더라도, 정황증거가 충분한 경우에는 합의가 '사실상' 입증된 것으로 볼 수 있으며, 굳이 현행 법 제19조 제5항의 사실상 추정규정보다는 제1항의 합의의 규정을 적용하여 위법성을 인정할 수 있음.

- 군납유 손해배상 소송사례는 우리나라 부당공동행위 과징금 체계에 대한 근본적인 재검토 논의를 촉발시킴.
  - 기업은 공정위의 부당이득 환수와 행정제재적 성격의 과징금을 납부해야 하고, 또한 민사 손해배상소송에서 담합으로 인한 손해액을 배상해야 함.
    - 이러한 이중의 금전적 부담은 기업에게 과도한 부담이 될 수 있기 때문에 과징금 부과체계에 근본적인 전환이 이루어져야 함.
    - 현재 공정위는 과징금부과 세부기준 등에 관한 고시에서 위반행위 중대성의 정도별 부과기준을 단순히 관련매출액에 곱하여 기본과징금을 산정하고 있는데, 원천적으로 자의적인 판단이 들어갈 수밖에 없으며 과징금 부과액의 재량적 권한이 과도하게 행사될 소지가 있음.
  
- 공정위는 경품·무가지 등 판매촉진책에 대해서 그 자체를 불공정거래행위로 심결하는 경향을 보이고 있고, 재판매가격유지행위에 대해서는 그 행위 자체가 원칙적으로 위법인 것으로 규정하고 있음.
  - 이는 법상의 사안별 심사를 통한 위법성의 판단 취지에 비추어 볼 때 정상적인 법적용이라고 볼 수 없음.
    - 심결 자체도 특정 판매촉진책이 경쟁에 미치는 친경쟁적 또는 반경쟁적 효과 또는 소비자 후생에 미치는 효과에 대한 경제학적 분석을 토대로 이뤄지기보다는 경쟁자 간의 관계에서 해당 판매촉진책이 어떤 역할을 하였는가를 보는 데 집중함으로써 경쟁자 보호에 치중하고 있음.
    - 경쟁자의 보호가 경쟁의 보호를 의미하는 것은 아니므로 지나치게 경쟁자 보호에 치중해 온 공정거래위원회의 법

적용 경향은 결국 경쟁의 촉진보다는 현상을 고착시켜 오히려 경쟁을 약화시키는 경우가 있음.

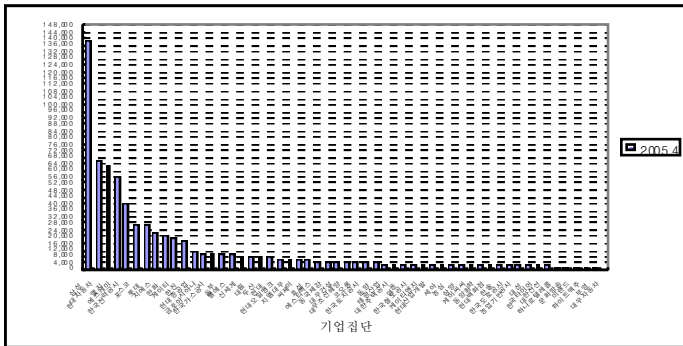
- 2007년 6월 28일, 미연방대법원은 Leegin 사건에서 제조업자가 유통업자에게 일정한 가격을 설정하여 그 이하의 가격으로 상품을 판매하지 못하도록 하는 최저재판매가격유지행위를 100년 가까이 당연히 반경쟁적 행위라고 판단해 오던 종전 평가기준을 바꾸는 역사적인 판결을 내림.
- 새로운 판례는 최저재판매가격유지행위는 경쟁촉진적인 효과와 경쟁제한적인 효과를 동시에 가질 수 있으므로 경제 분석을 전제로 한 합리의 원칙을 적용하여 구체적으로 행위의 위법성을 판단하라는 취지의 판결 선고로 당연위법으로 운영되는 한국의 재판매가격유지행위에 대한 규제에 시사하는 바가 큼.

### (3) 경제력 집중 억제 정책의 한계와 부작용

- 2007년 출자총액제한 기업집단 소속회사에 대한 출자제한이 완화되었으나 여전히 동 제도는 외국 기업의 적대적 M&A에 대한 국내 기업의 경영권 방어와 신규사업 진출, 대규모 투자의 출자 분담, 위험 분산, 구조조정을 위한 정상적인 기업활동에 대한 규제로 국내 기업에 대한 역차별의 성격을 가짐.
- 관련산업의 수직계열화 및 시너지 효과 제고를 위한 타기업 출자는 국내 기업의 대형화 세계화를 위해 권장되어야 할 사안이기 때문에 출자규제는 구속적인 제약조건으로 국제경쟁에서 국내 기업이 선택할 수 있는 전략의 폭을 크게 축소시킬 수 있음.

- 한국과 더불어 유일한 규제국가인 일본의 경우도 출자한도가 순자산(혹은 자기자본)의 100%이므로 사실상 규제로 작용하지 않고 있음.
- 매출액 집중도에 있어서 상위 4개 기업집단이 차지하는 비중이 1995년도에 외감대상 전체기업 매출액의 40.5%였으나 2005년도에는 22%까지 줄어들음.
  - 이는 외환위기 이후 급격한 구조조정과 계열분리에 기인하며 향후 규모분화는 꾸준히 진행될 것으로 예상됨.
- 상호출자제한 대상 기업집단 55개 44개(80.0%)가 기업집단 매출총액의 합계가 16조 원 미만인 기업집단으로 격차가 매우 큼.
  - 이러한 규모분화와 규모격차가 일어나는 상황에서 이러한 이질적인 기업집단을 동일한 규제를 가한다는 것이 적절한지에 대해 재검토가 필요함.

| 그림 1. 2005년 상호출자제한 기업집단의 매출액 |  
(단위: 십억 원)



자료: 강선민, 「경제력집중 규제: 일반집중의 추세를 중심으로」, 한국경제연구원, 2007.

□ 지주회사 관련규제가 완화됨에 따라 지주회사의 설립 및 전환 촉



진에 어느 정도 도움이 될 것으로 기대되나, 지주회사 전환에 따른 혜택은 출생제의 적용제외, 세법상의 과세이연 및 배당소득에 대한 이익금불산입 등에 불과한 반면, 유예기간 내에 갖추어야 할 지주회사 요건(행위제한규제)은 아직도 까다로워 지주회사 전환 건수가 증대할지는 미지수임.

- 우리나라 기업집단이 지주회사체제로 전환될 경우 복잡하게 얽힌 소유구조가 단순 투명하게 되는 장점이 있는 것은 사실이지만 일방적인 지주회사 유도정책이 과연 바람직한지에 대해서는 논란의 여지가 있음.
- 지주회사는 중요한 경영기법의 하나로서 조직구조 선택대안 중 하나이며, 이는 원칙적으로 기업경영자가 판단할 문제임.
  - 따라서 이러한 경영자의 권한을 침해하려면 규제기관은 지주회사의 설립허용에 따른 구체적이고 적극적인 폐해를 지적해야 하며, 만약 구체적이고 검증할 만한 폐해가 없다면 지주회사의 제한적인 설립허용에 대한 규제는 대폭 완화되어야 할 것임.
    - 경영기법의 하나로서 지주회사는 조직설계의 다양한 대안들을 제공함. 신속한 한계기업의 정리, 신규사업 진출, 효율적인 리스크 관리, 리스트럭처링의 활성화 등 기업집단 내부의 자원을 부가가치가 높게 창출되는 부문으로 자연스럽게 흘러가게 하며, 지주회사는 갈등조정 코스트가 큰 합병이나 자본참가를 통한 자회사 설립과 같은 기업결합방식에 비해 기업구조를 신속적으로 가져갈 수 있음.
- 금융보험사의 의결권 제한의 근저에 깔려있는 '산업과 금융의 분리'는 산업과 금융의 융합이 가져다 줄 투입요소의 공동 이용을 통한 시너지 효과 극대화, 규모의 경제 실현, 기업의 원활한 자금원천 확보, 금융사의 효율적 자금 운용을 통한 유연성 확보 등의 긍정적 효과를 과소평가한 측면이 있음.

- 외국의 경우 GE, GM, SONY, TOYOTA 등의 세계적인 기업들도 금융업 영위를 적극적으로 확대하고 있는 추세임. (<표 6> 참조).
- 적대적 M&A에 대한 공격 및 방어수단은 외국인이나 외국 기업이 향유하고 있는 정도로 우리에게도 허용되어야 한다는 취지에서 금융회사 보유 주식에 대한 의결권 제한 규제는 폐지해야 함.

표 6. 외국 대기기업의 금융업 영위 현황

그룹명	주요 금융회사	사업내용	매출 비중	규모* 순위
GE	GE Capital Service, GE Insurance	리스, 보험, 소비자 금융, 신용카드, 자산관리	44.2	40위 이내
FORD	Ford Credit	자동차 금융, 보험, 리스, 렌탈	17.3	150위 이내
GM	GMAC	자동차 금융, 보험, 리스, 주택금융	14.5	150위 이내
SONY	Sony Life Insurance, Sony Bank	생명보험, 인터넷은행, 리스, 투자신탁, 모기지론	6.9	-
TOYOTA	Toyota Financial Services Corporation	자동차 금융, 보험, 리스, 증권, 연금, 투자신탁	4.7	-
BOEING	Boeing Capital Corporation	자산 담보 대출, 리스	1.8	-
SIMENS	Siemens Financial Services GMBH	기업 금융, 연기금 관리, 프로젝트파이낸싱, 리스	-	-
ERICSSON	SEB(Skandinaviska Enskilda Banken)	상업 및 투자은행, 보험, 연금, 대출	-	-

주: \*는 2004년 세계 500대 기업

- 현행 부당지원행위규제는 독립기업을 시장에서 배제하는 효과, 가격차별의 가능성 등 내부거래의 독점화에만 주목할 뿐, 내부거래의 효율적 측면에 대해서는 간과하고 있음.
- 내부거래의 반경쟁적 효과는 입증된 사례가 거의 없으며, 선진국에서도 내부거래를 규제하는 독점규제 판례는 찾기

가 어려움.

- 계약의 내부화에 따르는 효율증진 등 내부거래 자체가 가지는 효과를 감안한다면 정부가 경쟁제한이나 불공정행위의 가능성을 들어 내부거래를 규제하기 위해서는 상당한 수준의 반경쟁성이나 불공정성의 존재를 입증해야 함.
  - 계열기업과의 계약에서 오는 계약의 안정성, 거래의 비밀보호 등 여러 가지 편익을 감안한다면 어느 정도의 가격 차이를 소위 지원성 내부거래로 판단하여야 하는지 기술적으로 어려운 문제임.
    - 계열기업과의 거래계약에는 계약의 불이행이나 갑작스런 거래절과 같은 기회주의적 행동이 없기 때문에 그에 상응하는 가격 프리미엄이 반영되는 것은 합리적일 수도 있음.
- 선진국에서는 부당한 자금거래나, 내부거래를 통한 대주주 및 경영진의 부당한 사익추구 행위는 회사법(corporate laws)에서 규제하고 있으며, 경쟁제한성과 무관한 경우 공정거래법에서 관할하지 않음.
  - 공정위의 내부거래에 대한 강력한 단속과 처벌은 기본적으로 계열내 내부거래의 장점, 거래비용의 절감 등 효율성을 고려하지 않겠다는 방침으로 해석할 수 있음.
    - 이는 처벌의 계열관계 자체를 부정하는 것으로 처벌이 가지는 고유한 특성이나 효율성마저 부인하는 결과를 초래함.
    - 내부거래나 계열구조 자체가 시장의 내부화에 기인한 것이므로 무리하게 내부거래를 없애려는 정책은 경영 효율성을 크게 손상할 수도 있음.
- 조사의 편익을 위하여 금융비밀 보장의 예외를 확대하는 것은 금융실명법의 취지와 상충되고, 공정위가 위장계열사 조사목적으로도 금융거래정보요구권을 행사하고 있음.

- 부당내부지원 금지위반 혐의로 시작한 계좌추적에 의해 얻어진 금융정보를 다른 규제의 단서와 증거로 삼을 수 있음.

- 금융거래정보요구권은 검찰 및 국세청에 허용되므로 필요 시 관련부처의 협조를 받으면 될 것이며, 현행 금융거래정보요구권 발동의 범위와 시기 등의 기준이 명확하지 않아 남용가능성이 있음.

## 2. 회사법상의 규제

### (1) 이사회·감사위원회

#### 1) 사외이사제도의 평가

##### ① 전문가의 확보 곤란

- 사외이사제도를 통해 외부 전문가를 확보할 수 있을 것으로 기대하였으나 기업들은 적절한 전문가를 확보하는 데 어려움을 겪고 있는 현실
  - 전국경제인연합회(2004)는 설문조사 대상 120개 상장법인들은 사외이사 선임상의 가장 큰 문제점으로 ‘적격후보자 물색 곤란(42.9%)’이라고 응답하였고, 사외이사제도 운영상의 가장 큰 문제점으로 ‘사외이사들의 전문성 부족(25.6%)’을 언급하였다고 보고

##### ② 기업성과에 대한 사외이사의 영향 평가

- 사외이사의 선임이 기업성과를 향상시키는 효과가 있다고 주장하는 실증연구가 있음
  - Weisbach(1988)는 이사회에 다수를 사외이사가 점유할 경우

효과적인 경영통제가 이루어진다고 지적하였으며, Rosenstein & Wyatt(1990)는 사외이사의 선임이 주가에 긍정적인 영향을 미친다고 발표

- Hermalin & Weisbach(2003)는 사외이사가 기업인 수, 경영자보상 및 경영자 교체와 같은 중요 사항을 고려하는 데 있어서 더욱 현명한 결정을 유도한다는 실증결과를 제시
- 그러나 사외이사의 비율 증대가 기업성과의 향상과 무관하다는 실증분석 결과
  - Hermalin & Weisbach(2003)는 실증분석을 통해 사외이사의 비중 증대는 기업성과와 관련이 없다고 발표하였으며,
  - 조성빈(2005)의 실증분석에서는 사외이사 비율이 대부분 기업가치와 무관하게 나타났으며, 일부 추정식에서는 기업가치에 부정적 영향을 미치는 경우도 있었다고 지적
- 사외이사의 비율증대가 기업가치의 향상과 무관하다는 분석결과는 첫째, 사외이사의 선임과정에서 독립성이 훼손되었기 때문이거나 둘째, 적절한 전문가를 선임하지 못하였기 때문으로 판단
- 사외이사 선임과정에서 CEO나 지배주주가 개입할 경우, 사외이사의 포섭은 독립성을 훼손
  - Hermalin & Weisbach(1998)는 CEO가 사외이사 선임에 개입할 경우 주주이익극대화보다 CEO의 이익극대화 경영방향을 견제하는 것이 어려워진다고 언급
  - Shivdasani & Yermack(1999)는 사외이사 선임에 대한 CEO의 개입이 주가에 부정적인 영향을 미친다고 주장

- 전술한 바와 같이 적절한 인재를 물색하는 데 어려움을 겪고 있는 현재의 상황에서 사외이사로서 능력을 발휘할 수 있는 인재를 선임하지 못한 채, 법률로 규정한 사외이사 수를 채우려 한다면 오히려 이사회 구성에 비효율적인 요소로 작용하여 기업가치에 부정적인 영향을 미칠 우려가 있음.
- 조성빈(2006)은 매출액 대비 접대비 및 기밀비의 비율(접대비 비중)에 대한 사외이사 비율의 영향을 분석한 결과, 사외이사 비율이 증가할수록 기업의 대리비용인 접대비 비중이 증가하였다고 발표

## 2) 감사위원회제도의 평가

- 감사위원회 설치의 강제규정에 대한 재검토가 필요
  - 일본은 전통 감사제도와 감사위원회를 허용하고 있으며, 대규모 기업에 대한 감사위원회 설치를 강제하지 않음.
  - 독일은 경영이사회와 감독이사회라는 이중(two-tiered) 구조를 통해 이사회에 대한 감사제도를 운영
- 기업에 적합한 제도를 도입할 수 있는 방안을 마련해 주는 방향으로 개선할 필요
  - 대부분의 기업이 3인만으로 감사위원회를 구성하고 있다는 사실은 대부분의 기업들이 적절한 감사위원회의 규모를 3인 이하로 보고 있으나 법률규정상 최소 구성원 수에 해당하는 3인으로 늘려놓고 있다고도 볼 수 있음.
  - 사외이사가 3분의 2 이상이 되도록 규정하고 있는데, 감사위원회 의장만 사외이사가 말고 감사위원으로 사외이사 아닌 외부전문가를 선임할 수 있게 하는 등 감사제도를 유

연하게 운영할 수 있도록 하는 개선이 필요

- 감사위원회의 기능을 제고하기 위해서는 감사위원회 구성원에 대한 규정보다 감사위원회의 독립성이 중요한 요건

## (2) 기관투자자의 의결권 행사에 대한 평가

### 1) 의결권 행사와 기업가치의 관계

- 외부대주주(outside blockholders)가 기업가치 증대에 영향력을 행사할 경우 모든 주주의 이익이 증대될 수 있으나, 외부대주주 또한 영향력을 사익을 위해 남용할 가능성이 존재하기 때문에 기관투자자의 의결권 행사가 기업가치에 긍정적인 영향을 미치지 않을 수 있음.
- 외부대주주가 경영성과·기업가치에 미치는 영향을 분석한 실증 연구들은 모호한 결과를 나타냄.
  - Nesbitt(1994) 및 Smith(1996)는 캘리포니아공무원연금기금(CalPERS)이 적극적인 의결권 행사를 통해 주식을 소유하고 있는 기업가치가 증대되었다고 지적
  - Merhan(1995)은 기업성과와 외부 대주주의 주식소유 간에는 유의한 관계가 없었다고 발표
  - Holderness(2003)의 조사에 따르면 미국에서 외부 대주주와 기업가치 간의 관계는 때로 양(+)의 관계, 때로 음(-)의 관계 혹은 명확하지 않은 것으로 나타났다고 지적
- 외부투자기관의 의결권 행사가 기업가치 향상에 미치는 영향을 분석한 연구결과가 다양하게 나타나는 이유는 기관투자자들이 의결권 행사를 하는 데 있어서 기관 고유의 목적을 극대화하려는

도덕적 해이의 문제가 존재하기 때문임.

- 투자기관으로서 주주의 이익을 극대화시키는 방향으로 의결권을 행사하는 것이 타당하지만 기관 고유의 목적을 극대화시키는 방향으로 의결권을 행사하려는 유인이 존재하여 이해상충의 문제를 유발

## 2) 의결권 행사에 있어서 이해상충의 문제

- 이해상충의 문제에 대해 검토하기 위해서는 먼저 기관투자자들이 수탁자의 의무(Fiduciary Duty)와 신중투자자의 원칙(Prudent Investor Rule)을 스스로 수행할 유인이 조직 내부에 존재하는지를 파악해야 할 필요

### ① 민간 투자기관의 이해상충 문제

- 민간 투자기관의 경우 수익률 경쟁이 지나치게 가열되어 있는 것이 문제이므로 이러한 수탁자의 의무(Fiduciary Duty)와 신중투자자의 원칙(Prudent Investor Rule)을 스스로 지킬 유인이 매우 큼.
  - 민간 투자기관의 경우 오히려 고려해 볼 수 있는 이해상충 문제는 단기적 수익에 치우쳐 기업의 장기적 수익을 고려하지 못하는 데 있음.
  - 장기적 기업가치를 고려한 투자하도록 유도할 필요가 있음.
- 따라서 민간 투자기관의 경우에는 왜 그러한 의결권 행사를 하였는지에 대하여 주주들에게 보고한다면 이해상충의 문제를 해소할 수 있다고 판단



## ② 공공 투자기관의 이해상충 문제

- 정부가 직간접적으로 소유한 투자기관의 경우 기업가치의 향상과 달리 고유의 목적을 극대화시키려는 유인이 존재하기 때문에 의결권 행사에 대한 투명성 문제와 이해상충의 문제가 크게 대두됨.
  - 연기금은 강제적으로 가입하도록 규정되어 있어서 경쟁에 있어서 독점적 위치에 있기 때문에 스스로 대리인 비용을 해소하려는 노력이 부족할 수 있음.
- 특히 연기금의 경우 정치적 어젠다에 따라 의결권을 행사할 가능성 존재
  - 사회적 책임에 적극적인 기업, 환경·노동조건 개선에 노력하는 기업 등을 위주로 투자할 가능성을 배제하기 어려움.
- 정치적 어젠다를 달성시키기 위한 목적으로 연기금의 의결권을 행사하는 것은 적절하지 않으며, 그러한 어젠다를 수행하기 위해서는 각각의 목적에 타당한 정책과 제도를 도입하는 것이 효과적
  - 정부정책 기조에 맞는 경영진에 대하여 의결권을 우호적으로 행사하여 수익성이 떨어져도 연기금 자산운용에 대해 제재할 수 있는 방법이 부족
  - 수익성 극대화에 충실하게 의결권을 행사하도록 하기 위해서는 연기금 자산운용의 독립성과 투명성을 확보하는 것이 중요

## ③ 의결권 행사와 비용문제

- 기관투자가들에게 있어서 의결권을 행사해서 획득하는 수익보다 비용이 높을 것으로 예상되는 데도 불구하고 기관투자가의 의결권을 행사하도록 사회적으로나 제도적으로 요구할 경우 오히려

기관투자자에게 부담으로 작용할 우려

- 기관투자자의 의결권 행사에 대한 평가 등 명성(reputation)에 대한 영향도 고려해야 할 것임.
- 의결권 행사 여부를 두고 기관투자자들의 주주 행동이 적극성/소극성을 판단해서는 안 됨.
  - 흔히 주식을 사고파는 것으로 의사를 표시하는 Wall Street Rule과 적극적인 주주행동으로서 의결권의 행사를 상반된 태도로 보는 경향이 있으나, 이 두 가지는 서로 보완되는 주주권의 행사라고 보아야 함.
  - 주식을 매입한 채 현 경영진에 대해 우호적으로 의결권을 행사한다면, 현 경영진이 기업가치를 상승시킬 수 있다고 주주가 판단하는 것인 반면에,
  - 주식을 보유하고 있으나, 중립적으로 의결권을 행사하거나 의결권을 이행하지 않는다면 이는 소극적인 태도가 아니라 현 경영진에 대해 일종의 부정적인 판단을 하고 있음을 시사하는 것임.
- 기관투자자의 경우 모니터링에 대한 한계비용이 낮은 것은 사실이지만, 여전히 비용이 소요되기 때문에 모니터링 비용을 지불하면서 적극적으로 의결권을 행사하도록 촉구하는 것이 정답이 될 수는 없음.
  - 의결권 행사에는 비용이 소요되며, 그러한 비용을 지속적으로 지불하도록 제도화한다면 이는 오히려 투자기관의 수익을 감소시키는 요인이 될 가능성

- 주주총회가 연중 일정한 기간(상반기, 3월 셋째·넷째 주 금요일)에 몰려 있어서 외부투자자들이 투자기업별 안전마다 전문적인 분석을 동시에 수행하기 어렵다는 기술적 문제도 노정
- 실제로 자산운용 전문가도 매 안전마다 투자자에게 유리한지 분리한지를 분석하여 의결권을 행사하기가 어려울 수 있음.

### (3) 증권집단소송제도에 대한 평가

#### 1) 제도의 운용비용

- 미국의 집단소송에 대한 연구결과는 주로 재판결과 이전에 화해를 하고, 또한 변호사들이 원고에게 돌아가는 배상액은 줄이고 변호사 수입료는 늘리는 방향으로 화해를 유도한다고 보고<sup>11)</sup>
- 선진국의 연구는 변호사에 의하여 주도되는 집단소송제도가 손해규모에 맞는 합의금을 획득하는 제도로서 역할을 하지 못하고 있다고 설명<sup>12)</sup>
- 증권집단소송과 관련하여 미국의 통계를 보면 90% 이상이 최종 판결이 나기 전에 화해로 끝나는 점을 고려하여 볼 때, 당해 기업의 위법사실이 법원에 의하여 최종적으로 판단되기 이전에 총원의 범위에 속하는 일부주주는 주가손실을 보전받는 반면에 장기 투자형 주주나 총원에 포함하지 않는 대부분의 주주들은 손해 볼 수 있음.<sup>13)</sup>

11) 김정호·박양균(2000) 참조.

12) Alexander(1991)는 합의금 액수와 과실정도(파해규모) 간의 정의 상관관계가 나타나지 않았다고 언급

13) 기업소송연구회(2006), pp.18-19 참조.

- 일본이 증권집단소송제를 거부한 이유 중 하나에는 미국처럼 변호사의 이익확보수단과 기업에 대한 부당한 압력용으로 동 소송제도가 남용될 가능성이 있다고 보았기 때문임.

## 2) 입증책임

### ① 입증책임이 피고에게 있는 이유

- 증권집단소송에서 피고에게 입증책임을 부과하고 있는 이유는 유가증권 거래의 특수성으로부터 기인한다고 알려져 있음.
- 입증책임이 피고에게 있어야 하는 이유에 대하여 증권거래에서의 불법행위는 일반적 대면거래로부터 발생하는 보통의 사기사건과는 다르기 때문에 이러한 특수 상황에서는 피고와 원고 간의 입증책임의 분배가 필요하다고 설명<sup>14)</sup>

### ② 미국에서의 입증책임

- 미국의 경우 증권집단소송의 대부분을 차지하는 1934년 증권거래법 §10(b) 및 증권거래위원회규칙(SEC rule) 10b-5에 기한 사기나 허위, 부실공시로 인한 손해배상청구의 경우에 원고가 가해자의 고의, 자신이 그 공시된 기재나 진술을 신뢰한 사실, 이러한 신뢰는 원고가 입은 피해의 직접 원인이 된 사실 등과 같이 가해자의 고의 및 인과관계의 입증책임도 원고가 부담하는 것으로 보고 있음.
- 다만, 미국의 증권집단소송의 경우 입증책임이 원고에게 있으나 연방대법원은 “시장에 대한 사기이론”으로 그 입증책임을 완화하고 있음.<sup>15)</sup>

14) 김정수(2004), p.5 참조.

15) ‘시장에 대한 사기이론’이란 주식투자자들은 모든 적절한 정보들이 즉시 증권 가격에 반영되는 효율적인 시장에서 증권거래를 하는 경우에는 그들이 허위, 부실공시를 신뢰하고 거래하였음을 입증하지 않더라도 허위, 부실공시와 손해

### ③ 형평성 차원에서 부당하다는 문제제기

- 상장협의회(2003)는 현행 증권거래법상 입증책임 체계는 피고에게 지나치게 과도한 입증책임을 부과하고 있어 민사소송의 일반원칙에 배치될 뿐 아니라 형평성 차원에서도 어긋난다고 문제제기
  - 불법행위에 의한 손해배상청구가 인용되기 위해서는 고의성, 의존성, 거래인과 관계, 손해인과 관계, 손해액 등에 대한 입증이 필요하며, 이에 대한 입증책임을 일반적으로 제한하는 원고가 부담하는 것이 원칙이기 때문임.

### ④ 발행시장과 유통시장 구별의 필요성

- 전국경제인연합회(2005)는 유통시장은 발행시장과 성격이 전혀 다름에도 불구하고 유통시장에서 부실기재와 발행시장에서의 부실기재를 동일하게 규제하는 것은 불합리하다고 문제제기
  - 발행시장에서 작성, 공시되는 유가증권신고서 및 사업설명서는 공모 시 투자권유의 목적으로 작성, 배포되며, 해당 투자의 투자판단과 관련하여 제공되는 일회적이고 유일한 판단 자료이기 때문에, 유가증권신고서 등의 허위기재로 인한 손해발생의 경우 원고가 이를 신뢰하여 투자하였으므로 손해가 발생하였다고 추정하는 것이 가능
  - 반면, 유통시장에서 작성, 공시되는 사업보고서 등 정기공시는 정기적으로 제공된다는 점에서 투자자의 투자판단을 위한 유일한 연결고리가 아니며, 이들 공시정보가 직접적으로 투자를 권유하기 위한 것도 아님.

---

발생 사이의 인과관계는 추정된다는 주장이다. 그러나 이 경우에도 원고는 자신이 매대한 주식이 효율적인 시장에서 거래되었다는 사실을 주장, 입증해야 한다. 윤창철(2005), p.120 각주 45번 참조.

### 3) 배상금액 산정방식의 문제점

- 미국에서는 손해액을 당해증권의 취득가격에서 소 제기 당시의 가격을 공제한 가격으로 산정하고 있으나,
  - 한국에서는 증권거래법 제15조 제1항에 따라 유가증권신고서, 사업설명, 사업보고서 등의 허위, 부실공시의 경우에 손해배상액은 원칙적으로 당해 증권 취득가격에서 소송 변론종결 시의 시가를 공제한 가액으로 산정
  
- 한석훈(2004)은 통상 정정 정보가 증권시장에 유포되는 시기는 소송제기 이전이고 집단소송의 변론종결 시기는 개별소송보다는 상당히 장기간이 될 것임에 비추어보면, 한국의 배상액 산정방식은 정정 정보가 시장에 유포된 후 소송 변론종결 시까지 사이에 다른 요인으로 변동되는 증권가격까지 반영하는 결과가 되어 부당하다고 지적
  - 더구나 증권집단소송의 제기 이후 소송진행에 따라 당해 증권가격이 하락할 가능성이 높기 때문에 피고에게 매우 불리한 결과가 될 것이고, 원고에게는 그만큼 남용의 원인을 제공하게 될 우려
  
- 정확한 손해액은 불법행위가 없었을 경우의 주식가격으로부터 불법행위로 인한 주식가격을 제한 차액이 되어야 할 것이지만, 증권집단소송법 제34조는 증권거래법 제15조에 의거한 산정방식을 우선으로 규정하고 있기 때문에 경제학적, 통계학적 손해배상금액의 추정방식이 이용되기 곤란

### 4) 연대책임제도의 문제점

- 전국경제인연합회(2006)는 증권집단소송은 고액의 손해배상 청구 사건이므로 다수 피고 간에 막연하게 부진정연대책임을 부담하게

하면 고의나 과실의 정도가 높은 행위자보다는 지능능력이 있는 자가 우선적으로 엄청난 배상책임 을 지게 된다고 문제를 제기함.

- 직접 위법행위를 행한 자 이외에 이를 적발하지 못한 책임 밖에 없는 사외이사, 공인회계사 등에게 손해의 전부를 배상하도록 하는 것은 불합리

□ 한석훈(2004)은 미국의 경우 증권관련 불법행위자가 수인(數人)인 경우에 상호 연대채무를 지도록 한 결과, 변제능력이 있는 자만을 상대로 막대한 청구금액의 증권집단소송을 제기한 후, 전체 손해의 부담가능성을 위협수단으로 삼아 화해를 거의 강요하다시피 하는 소송을 남발하는 사례가 많았다고 지적

- 이러한 소송남용 문제로 인하여 미국에서는 1995년 사적증권소송개혁법(Private Securities Litigation Reform Act of 1995)을 통해 연대책임에서 비례책임제로 전환

표 7. 한국과 미국의 손해배상책임제도 비교

구 분	한국	미국
발행시장	(부진정)연대책임	원칙 연대책임. 다만, 사외이사의 경우 원칙적으로 비례책임. 악의인 경우 연대책임 (미국 95년법, SA Section 11(f)(1))
유통시장	(부진정)연대책임	원칙 비례책임. 악의인 경우 연대책임 (미국 95년법, SEA Section 21D(f))

자료: 전국경제인연합회(2005)

#### (4) 이중대표소송 제도에 대한 평가

##### 1) 이중대표소송의 찬반론

- 이중대표소송에 대한 법리적 근거는 지지하는 이론과 부정하는 이론으로 양분<sup>16)</sup>

16) 안수현(2005), pp.31-33 참조.

- 이중대표소송을 뒷받침하는 이론적 논거로서는 법인격 부인론, 동일인 지배설, 신탁설, 대리이론, 특정이행설, 주주의 손해회복과 위법행위억제론 등이 있음.
  - 이중대표소송을 부정하는 이론적 논거로서는 대체수단 존재설과 동시주식보유원칙 위배설이 있음.
- 이중대표소송에 대한 판례 간 견해 불일치
- 서울고등법원이 2003년 8월 이중대표소송을 인정하는 판결(서울고등법원 2003. 8. 22. 선고 2002나3746판결)을 내리게 된 이론적 근거는 신탁설과 주주의 손해회복과 위법행위억제론임.
  - 대법원이 서울고등법원의 원심판결과 달리 2004년 9월 이중대표소송을 부인하는 판결(대법원 2004. 9. 23. 선고 2003다49221판결)을 선고하게 된 근거는 동시주식보유원칙임.

| 표 8. 이중대표소송관련 이론적 논리 |

구분	이론	내용
찬성론	1. 법인격 부인론	<ul style="list-style-type: none"> <li>• 이중대표소송은 종속회사와 지배회사를 하나의 회사로 보아 종속회사의 독립된 법인격을 부인함으로써 정당화될 수 있다는 주장</li> <li>• 지배회사의 주주는 지배회사를 대신하여 대표소송을 당연히 제기할 수 있는바, 종속회사를 법인격부인에 의거 지배회사와 1개 회사로 보면 당해 기업에 대한 소권을 이용하는 통상의 대표소송으로 볼 수 있다는 이론</li> </ul>
	2. 동일인 지배설	<ul style="list-style-type: none"> <li>• 동일 이사나 경영진에 의해 지배회사와 그 100% 종속회사를 지배하고 있는 경우에는 이중대표소송이 허용된다는 입장</li> </ul>
	3. 신탁설	<ul style="list-style-type: none"> <li>• 이중대표소송은 지배회사의 주주와 종속회사 사이에 이중의 신탁관계가 성립한다고 보고 지배회사와 종속회사 사이의 신탁관계와 지배회사와 그 주주간의 신탁관계로서, 전자에서는 지배회사가 신탁자이지만 후자에서는 지배회사가 수탁자이므로,</li> <li>• 지배회사는 그 주주들에게 신탁상의 의무를 부담하고, 종속회사는 지배회사에게 역시 신탁상의 의무를 부담하는데, 이중대표소송의 경우에는 지배회사의 주주가 자신의 수탁자인 지배회사에 대하여 신탁상의 의무를 부담하는 종속회사에 대하여 그 권리를 실행하는 것이라는 주장</li> </ul>



구분	이론	내용
찬성론	4. 대리이론	• 종속회사가 지배회사의 대리인으로 행동하였음을 이유로 이종대표소송이 허용된다는 것으로 법인격부인이론의 변형이나, 법인격부인주장이 없는 경우에도 대리이론을 적용할 수 있다는 입장
	5. 특정이행설	• 지배회사가 종속회사에 대하여 지배권을 행사하고 있으므로 지배회사는 그 주주들에게 종속회사에 대한 부정행위를 시정하기 위하여 소를 제기할 의무를 부담하는데, 지배회사의 주주는 이종대표소송에 의해 회사의 이러한 의무를 특정이행할 수 있다는 주장
	6. 주주의 손해회복과 위법행위의 억제이론	• 일반적인 대표소송의 논거인 주주의 손해회복과 위법행위의 억제가 그대로 이종대표소송의 인정논거로 타당하다고 보는 입장
반대론	1. 대체수단 존재설	• 지배회사의 주주는 이종대표소송을 제기하기 전에 지배회사와 종속회사의 이사회에 모두 제소청구를 해야 하는데, 이 때 지배회사의 이사회가 주주의 종속회사에 대한 제소청구를 거절하는 경우 그 주주는 지배회사를 대신하여 지배회사의 이사를 상대로 그들이 지배회사의 종속회사에 대한 투자분을 보호하는 조치를 취하지 못한 것에 대한 책임을 전통적인 단일대표소송으로 제기할 수 있는바, 이종대표소송이 불필요하다고 한다는 주장
	2. 동사주식보유 원칙위배설	• 주주대표소송을 제기하기 위해서는 부정행위 발생 당시에 그 회사의 주주이어야 하는데, 지배회사의 주주는 종속회사의 주주가 아니어서 당시 주식보유의 원칙을 충족하고 있지 않기 때문에 종속회사를 대신해서 대표소송을 제기할 원고적격이 없다는 입장

자료: 안수현(2005), pp.31-32.

## 2) 이종대표소송에 대한 경제학적 검토

- 이종대표소송에 대한 견해는 법인격상 다른 두 개의 회사를 하나의 실체로 볼 것인지 여부에 따라 달라지며, 이러한 차이는 경제학적 대리인이론(Agency Theory)에 대한 시각의 차이에 근거17)
- 대리인의 도덕적 해이를 해소하기 위한 목적에서 이종대표소송의 필요성이 인정되지만, 단순히 대리인 이론을 적용하기에 제반 여건들이 적합하지 않음.
  - 대리인이론을 적용하기 위해서는 두 개의 법인을 하나의 기업(one entity)으로 인정해야 하지만, 현실적 법률제도는

17) 동일인 지배설에 대해서도 “모회사의 경영인이 동일한 경영인을 대리인으로 고용하였다고 해석”할 경우 대리인이론을 적용할 수 있다.

그렇지 않음.

- 하나의 예로서, 모회사가 자회사주식의 50%를 보유하고 있어도 두 기업은 연결납세제도의 혜택을 받지 못하며, 오직 자회사 주식을 100% 보유해야만 연결납세제도의 적용을 받을 수 있음.
- 마찬가지로 출자회사 간 배당수입을 익금불산하는 세금제도에서 50% 이상의 지분을 보유하고 있어도 100% 지분을 보유하지 않는 이상 배당수익이 이중과세되도록 하고 있음.
  - ※ 2005년 현재 법인세율은 과표기준 1억 원 미만의 경우 13%, 1억 원 이상의 경우 25%이며, 이를 토대로 법인세법(제18조의3)에서 정한 출자 계열사 간 배당금 익산불입을 적용하면 다음의 표와 같은 세율이 적용

표 9. 한국의 출자 계열사 간 배당에 대한 세금공제 |

구 분	피출자회사에 대한 출자지분율	수익배당금액의 익금불산입 비율	과표기준 1억 원 미만의 경우 배당수입 세율	과표기준 1억 원 이상 배당수입 세율
피출자 계열사가 비상장인 경우	0~50% 이하	30%	9%	17.5%
	50% 초과~100% 미만	50%	6.5%	12.5%
	100%	100%	0%	0%
피출자 계열사가 상장인 경우	0~30% 이하	30%	9%	17.5%
	30% 초과~100% 미만	50%	6.5%	12.5%
	100%	100%	0%	0%

주: 지주회사의 경우 별도의 기준 적용

### 3) 이중대표소송의 법제화에 대한 검토

- 최충규(2006)는 우리나라의 경우 이중대표소송의 도입 필요성이 인정되나, 이를 법제화하는 것은 다른 문제이며, 합리적 입법이 이루어지기 위해서는 모자회사관계의 형성이라는 형식적 요건뿐 아니라 이중대표소송의 제기를 위한 구체적이고도 실질적인 요건

의 명문화가 필요하다고 언급<sup>18)</sup>

- 주주의 권리를 중시하는 미국과 영국에서조차 이중대표소송이 판례법으로만 인정되고 있으며,
- 영국에서는 회사법 현대화과정에서 이중대표소송을 법제화시키려 하였으나, 법제화가 도움이 되거나 실용적이라고 판단되지 않으며 관련규칙이 복잡하여 인지가 가능한 모든 상황을 포함시키기 어려워 무산시켰음.
- 일본에서는 1999년과 2001년에 다중대표소송의 입법화를 시도하였는데, 자회사 경영진의 위법행위를 모회사 경영진이 추궁하지 않을 경우 모회사의 소액주주들이 모회사 경영진에 대해 책임을 추궁하는 주주대표소송으로 충분하다는 대체수단존재론을 수용하여 법제화를 포기

#### (5) 집행임원제에 대한 평가

- 집행임원제는 주주와 경영자간의 도덕적 해이의 문제를 해결하기 위하여 도입된 제도로서 이를 우리나라에 적용하는 것은 부적절
- 집행임원제는 경영자가 주주의 이익을 고려하지 않고 업무를 집행하는 것을 억제하기 위하여 도입하는 제도인 반면에, 우리나라의 경우 지배주주가 경영자를 견제하여 집행임원의 도덕적 해이를 감시하고 있는데 집행임원제의 도입은 이러한 효율적 감독기능을 오히려 약화시킬 우려
- 우리나라에서는 주주와 경영자간의 도덕적 해이의 문제가 아니라 지배주주와 소액주주 간의 문제가 고려의 대상이

---

18) 최충규(2006), pp.53-54 참조.

되고 있으므로 집행임원제와 같은 규제가 필요한 것이 아니라 이사회에 대한 감독기능을 강화하는 정책이 필요

- 외환위기 이후 등기이사의 수가 대폭 감소하고 비등기이사의 수가 대폭 증가한 이유는 현실을 고려하지 않은 채 대규모 상장법인에 일률적으로 도입된 사외이사규제가 원인
  - 자산규모 2조 원 이상의 상장법인은 이사회에 과반수를 사외이사로 선임하도록 규제되었는데, 이는 기업경영에 필요한 전문인력으로서의 사외이사를 확보하는 비용을 가중시킴으로써 기업에 부담으로 작용
  - 이러한 비용부담은 이사회 규모를 대폭적으로 축소시키는 한편, 기업경영에 전념할 수 있는 내부인력을 비등기 이사로 등록하도록 왜곡시킨 결과를 초래
- 사외이사제도로 인하여 초래된 문제를 집행임원제도를 통해 해결하겠다는 발상은 이사회에 기능을 이중으로 왜곡시킬 우려
  - 사외이사의 경우 집행임원에 대한 인사권과 업무감독권을 가지는 등 실질적인 권한이 강화되는 반면에 위임되지 않는 이사회결정에 대해서만 연대책임을 지므로 집행임원제의 도입은 사외이사의 도덕적 해이를 유발시킬 수 있음.
  - 전문성을 겸비한 사외이사를 확보하기 어려운 현실에서 사외이사가 기업경영에 중요한 의사결정에 대하여 책임을 회피하려 한다면 경영효율성이 저하될 가능성
  - 이사회가 경영진에 대하여 감독기능을 제고하기 위해서는 이사회에 감독유인을 높이는 것이 필요하며 제고로 이어지는 것이 아니라

- 이사회에 대한 감사기능을 제고함으로써 지배주주와 소액주주 간의 대리인문제를 해결하는 것이 우리나라 현실에서 더욱 적절한 정책이며, 집행임원제의 도입은 오히려 효율적으로 수행되고 있는 지배주주의 경영진 견제를 약화시킬 우려가 있음.

## (6) 회사기회 유용금지에 대한 평가

- 어디까지를 회사의 기회로 볼 것인가에 대한 기준 및 판단 근거가 모호하기 때문에 회사기회 유용금지규정의 예측가능성이 낮다는 문제를 내포
  - 김화진·문병순(2007)은 기회유용의 법리가 있는 미국에서는 주법원과 주법률, 변호사 단체 간에 통일된 기준이 존재하지 않고 다양한 판례와 견해들이 집적되어 있으며, 여기서 제시된 기준들 역시 애매하여 회사기회를 명확히 설명하기 어려워 예측력이 부족하다고 지적
- 회사기회 유용금지의 관념을 인정할 수 있다고 하여도 이를 법제화시키는 데 대해서는 회의적으로 판단
  - 최준선(2006)은 미국에서도 회사기회 유용금지의 법리는 하나의 제도로서 성립한 것이 아니라 이해관계가 대립되는 전형적인 사례를 집합시킨 것에 불과하므로 그 내용을 성문법화하기 위한 구체적이고 일반화된 기준을 설정하기 곤란하다고 지적
  - 세계적으로 회사기회 유용금지를 입법한 사례가 없으며, 일본에서는 일부 학자들에 의해 논의된 바 있으나 법제화하지는 않었으며, 미국에서는 회사기회 유용법리(corporate opportunity doctrine)가 판례법에서 발전되어 왔음.

| 표 10. 회사기회의 개념 기준 |

기준	내용	평가	주요판결
사업의 연장선 기준 (line-of- business test)	<ul style="list-style-type: none"> <li>• 사업의 연장선 기준이란 해당 사업이 요구하는 능력과 회사의 능력을 비교하여 서로 비슷하면 회사 기회라고 결정하는 것으로 기능적인 관련성만 있으면 회사 기회로 인정되며 경영자의 주관적 요건은 불필요</li> <li>• 미국 회사법에서 가장 중요한 델라웨어 주의 판례로 회사 기회의 판단 기준 가운데 가장 넓은</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>• 기능적으로 얼마나 가까운지를 판단하는 것은 법원의 권한이므로 법원마다 서로 다른 판단을 내릴 수 있으므로, 이는 상당히 애매한 기준으로서 예측력이 부족</li> </ul>	Guth v Loft Inc. (Del. 1939)
이익과 기대 기준 (interest or expectancy test)	<ul style="list-style-type: none"> <li>• 이익과 기대 기준은 특정 사업이 회사와 이미 계약을 맺고 있거나 맺을 것이 기대되는 사업이라면 회사의 기회로 간주</li> <li>• 사업의 연장선 기준보다는 회사 기회를 좀게 정의하지만 기대를 넓게 해석한다면 사업의 연장선 기준과 유사</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>• 기대라는 개념은 불확정 개념이므로 법원의 자의적인 해석이 가능</li> <li>• 소송에서는 사후에 당시 시점의 기대가 무엇이었는지를 판별하기가 힘들며 사후적으로 성공한 경영자만 처벌될 수 있음</li> </ul>	Lagarde v. Anniston Lime & Stone Co. (1900)
공정성 기준 (fairness test)	<ul style="list-style-type: none"> <li>• 공정한 절차를 따라서 기회를 판단하여 해당 사업이 회사의 기회 인지를 판단하는 방식</li> <li>• 회사의 이익을 보호할 필요가 있을 때 수탁자가 기회를 이용하는 것이 특정한 면에서 불공정하면 그 기회는 회사에 속하는 기회라고 보는 기준</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>• 공정성 기준은 동어반복 수준이기 때문에 회사 기회를 판단하는 데 별 도움이 되지 않음.</li> <li>• 실제적 조항이 아니라 절차적인 조항이기 때문에 계약으로 공정성 기준을 제정의할 수 있다는 문제가 있음</li> </ul>	Du fee v. Durfee & Canning, Inc. (Mass. 1948)
복합된 기준	<ul style="list-style-type: none"> <li>• 단일 기준만으로는 회사 기회가 무엇인지를 확정하기 어려운 까닭에 여러 기준들을 중복하여 제시하는 경우(주로 이익과 기대의 기준과 사업의 연장선 기준을 복합적으로 사용)</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>• 예측력이 부족한 기준을 중복하여 사용함으로써 기준이 한층 더 모호해짐</li> </ul>	Miller v. Miller (Minn. 1974)

자료: 김화찬 문병순(2007), p.2; 임재연(2006), pp.180-181.

### Ⅲ. 정책대안

#### 1. 공정거래법상의 규제

- 한국경제의 활력과 기업의 경쟁력을 제고하기 위해서는 경제력집중 억제에 치우쳐 있는 기존의 공정거래정책 운용 틀을 경쟁유지 및 경쟁촉진의 방향으로 대전환하여야 함.
- 향후 공정거래정책은 경제력집중 자체를 막는 데 있는 것이 아니라 경제력집중을 통해 발생할 수 있는 불공정행위 또는 반경쟁적 행위 등 경제적 비효율을 유발하고 사회적 후생을 감소시키는 것을 방지하는 데 초점을 맞추어야 함.
  - 공정거래법 선진화의 틀은 차기정부 출범초기에 마련할 수 있는 정책과제이며 법제도 운영의 개선도 차기정부 1년 내에 모두 실천할 수 있는 과제임.

#### (1) 일반 경쟁정책 부문의 정책대안

- 법률로 추정요건을 규정한 공정거래법 제7조 제4항 제1호 및 제7조 제4항 제2호를 삭제하고 기업결합에 대한 경쟁제한성과 효율성 제고는 “기업결합심사기준”에 따라 합리의 원칙에 기초하여 판단함.
- 법률에서 규정한 추정요건에 해당하는 기업결합이어도 해외생산품의 수입추이와 국제적 경쟁관계, 그리고 신규진입 등을 함께 고려하여 판단할 경우 경쟁제한성이 발생하지 않을 수 있음.

- 대규모회사가 중소기업 시장에 불공정한 방법으로 진입하는 경우에 대해서는 금지해야 할 것이지만, 정당하게 기업결합을 통해 진입한다면 해당시장의 생산량을 증가시켜 경쟁을 촉진시키는 효과를 유발할 수 있음.
  - “기업결합심사기준”의 진입가능성 평가를 구체화하기 위하여 미국의 평가기준인 적시성·가능성 충분성 등을 함께 검토하는 기준들을 마련함으로써 공정거래위원회가 막연한 시장진입의 가능성이라는 모호한 판단기준에서 벗어나 실현가능한 구체적 신규진입을 객관적으로 판단해야 함.
  - “기업결합심사기준”이 효율성 향변으로 인정하는 예외인정요건을 강화해야 함.
    - 고용증대, 지역경제발전, 에너지의 안정적 공급, 환경오염개선 등은 관련시장의 효율성 제고와 무관한 예외인정요건을 삭제하고 수평결합 가이드라인처럼 “기업결합심사기준”에 비용절감에 따른 가격하락, 품질향상, 신제품개발 등의 효율성 증대가 기업결합에 의해서만 가능해야 한다고 규정할 필요가 있음.
  - 기업결합 관련규정 중 임원의 겸임부분을 관련 조문에서 삭제함(공정거래법 제7조 제1항 제2호, 제12조 제1항 제3호 및 제16조 제1항 제3호).
    - 임원의 겸임은 기업결합 외에도 기술지도, 제휴, 장기적 거래관계 등 다양한 필요성이 있을 때에도 나타날 수 있으므로, 임원의 겸임을 일률적으로 기업결합규제 대상으로 삼는 것은 타당치 않음.
- 부당공동행위 관련 손해배상소송이 활성화되기 이전에는 과도기적으로 경제적인 제재의 핵심인 과징금 부과는 현행 규정과 같이



관련매출액을 기준으로 하기보다는 손해액 혹은 피해액을 기준으로 산정하는 것이 바람직함.

○ 기본과징금 산정 시 손해액을 기준으로 산정하여 원칙적으로 자의적인 판단과 재량적 권한이 과도하게 행사될 소지를 줄여 나아가야 함.

- 기본과징금을 담합에 의해 획득한 부당이익을 기준으로 사용한다면 법집행의 안정성, 일관성 및 예측가능성을 높일 수 있고, 수범자인 기업들로 하여금 담합의 행위를 사전적으로 더욱 효과적으로 규율할 수 있음.

○ 향후 시정조치 선확정요건 폐지, 법원의 손해액 인정, 감면제도 강화 및 포상금제도 도입 등으로 손해배상소송이 어느 정도 활성화되면 공정거래법 위반사건에 관하여 일반적인 억제효과나 징벌효과는 과징금부과를 통한 행정적 제재로 확보하고, 사소제도를 통한 피해의 구제는 과실책임에 따른 실손전보 또는 1배 배상이 적절함.

○ 부당공동행위 관련 합의에 관한 명백한 증거가 없더라도, 정황증거가 충분한 경우에는 합의가 '사실상' 입증된 것으로 볼 수 있으며, 굳이 현행 법 제19조 제5항의 사실상 추정규정보다는 제1항의 합의의 규정을 적용하여 위법성을 인정하는 것이 합리적인.

- 여전히 법해석의 혼선의 여지가 있는 현행 법 제19조 제5항은 삭제하고 암묵적 담합의 경우 충분한 사실적 정황 증거를 기초로 하여 법위반 여부를 제1항의 규정을 적용하여 판단하는 것이 바람직하다고 사료됨.

• 부당공동행위에 대한 정치한 통계적 검증방법이 개발되고 있고, 이러한 통계적 검증자료들이 선진국에서는 유효한 증거물로 채택되어 부당공동행위를 추정하는 중요한 정황사실 자료로 활용되고 있음.

- 공정거래법 제23조 제1항 제1호에서 제8호에 규정된 모든 불공정 거래행위들이 합리성의 원칙을 따르도록 규정되어 있는 본 규정을 법의 내용대로 충실하게 운영해야 함.
- 시행령에서 이 행위의 구체적인 유형과 기준을 정함에 있어서는 공동의 거래거절, 계열회사를 위한 차별, 그리고 부당염매에 대해서 당연위법을 적용하고 있는데, 법률의 위임사항을 정하는 시행령이 법률의 위임범위를 넘어 법체계의 일관성을 훼손하고 있으므로 원래의 법 취지에 따라 합리성 원칙을 적용할 수 있도록 시행령의 개정되어야 함.
- 재판매가격유지행위를 일반 불공정거래행위와 별도로 구별할 사유가 없으므로 재판매가격유지행위에 대한 조항 제29조를 일반 불공정거래행위 조항인 제23조과 통합하도록 함.
  - 자발적인 재판매가격유지행위는 합리의 원칙에 의해 위법성을 판단하도록 법을 개정하고, 자발적인 재판매가격유지가 아니라 법률에서 재판매가격유지를 규제할 경우 오히려 경쟁을 제한시킬 우려가 있으므로 재판매가격유지 대상상품의 지정규정은 폐지하도록 함(법 제29조 제2항 및 시행령 제44조 및 재판매가격유지행위가 허용되는 저작물의 범위에 대한 고시도 폐지).
- 현재 경품류는 일정범위(10~20%) 이내에서만 제공하도록 제한하고 있으나, 이러한 제한규정은 기업의 자유로운 마케팅 활동을 억제하고 소비자 이익에 반할 수 있으므로, 독점규제 및 공정거래에 관한 법률 제23조 제1항 제3호, 제23조 제3항 및 경품류 제공에 관한 불공정거래행위의 유형 및 기준 지정고시는 폐지함.
  - 신문업의 불공정거래행위 및 시장지배적 지위남용 유형 및 기준도 폐지함.

- 법 제3조의2 제1항 제1호의 시장지배적 사업자의 가격남용 행위 금지조항은 삭제하고 일반 불공정거래행위의 금지규정(법 제23조)을 적용함.
- 시장지배적 사업자의 지위남용은 새로운 경쟁사업자의 경제활동을 부당하게 방해하는 행위, 경쟁사업자를 배제하거나 소비자의 이익을 현저히 저해할 우려가 있는 행위 등의 금지로 규제하는 것이 가능함.

## (2) 공정거래법상 기업집단규제 완화 및 철폐

- 자산총액의 10조 원 이상인 기업집단에 속하는 회사는 당해 회사의 순자산액에 40%를 초과하여 다른 국내 회사의 주식 취득 또는 소유를 금지하는(법 제10조, 시행령 제17조의2) 출자총액제한 규제는 원칙적으로 삭제함.
- 출자총액제한 규제는 내용 자체도 수시로 변경되어 왔으며, 규제의 목적도 시류에 따라 변하는 등 규제의 논리적 근거가 타당하지 않고 자의적임.
- 지주회사 설립을 사전적으로 제한하는 법 제8조의2, 제8조의3, 제15조, 제17조 및 시행령 제15조의2, 제15조의4, 제15조의6을 삭제하여 기본적으로 선진국과 같이 지주회사 설립을 자유롭게 인정해야 함.
- 부채비율의 높고 낮음이 경쟁을 억제한다는 논리적 근거가 없으며, 자회사의 배당이 지주회사의 부채에 대한 차입비용보다 커야 하므로 계열사를 무제한적으로 확장할 수 없음.
- 지주회사의 지배구조 형태, 자회사 지분을 몇 %를 보유할 것인가는 회사가 자신의 경영환경에 따라 스스로 결정해야 할 경영판단 사항임.

- 지주회사의 도입이 산하기업에 대한 지배만을 목적으로 하는 것이 아니라 경영의 효율성을 제고하기 위한 것이고, 기업의 내 외부 통제장치의 개선에 따른 공개 지주회사여야 한다는 시대적 요청을 감안할 때 지주회사 설립 허용요건은 전면적으로 재검토되어야 함.
- 금융 및 비금융 지주회사 동시소유 금지규정을 삭제하여 기업집단이 실질적으로 지주회사로 전환할 수 있는 유인을 제공해야 함.
- 상호출자제한 기업집단에 속하는 회사로서 금융업 또는 보험업을 영위하는 회사는 취득 또는 소유하고 있는 국내 계열회사에 대해 의결권을 행사할 수 없도록 규정한 법 제11조를 삭제함.
- 의결권 행사를 제한하는 것은 주식회사의 본질에 어긋나며 주주들의 재산권을 침해하는 것으로 주식회사의 본질은 기업가-자본가가 지배주주로서 회사의 경영을 관장하며, 경영권은 주식회사에 모아진 자산에 대한 재산권을 의미함.
- 의결권 행사에 대한 제한은 외국자본에 대해 국내 자본을 역차별하는 규제로 기업들의 우호지분 확보를 어렵게 해 경영권 방어를 더욱 어렵게 할 수 있음.
- 금융사는 고객이 맡긴 돈으로 높은 수익률을 올려야 생존하고 번창할 수 있으며 주주들이나 고객들에게도 이익을 줄 수 있어야 하므로 금융사는 어떤 기업이든 투자할 수 있는 기회를 가져야 함.
- 계열기업에 투자한다 하더라도 금융사의 주인인 주주의 이익을 도외시 할 수 없기 때문에 계열사의 이익만을 위해 의결권을 행사할 수 없음.

- 내부거래에 대해 당연위법이 아니라 경쟁제한 여부를 종합적으로 고려하여 판단하는 이른바 합리원칙을 견지해야 함.
  - 기업결합이나 계열화에 따라 거래를 내부화하는 것은 경쟁을 제한하려는 의도보다 거래를 효율화하기 위한 동기에서 비롯된 것이므로 지금과 같이 독점적 관점에만 치우쳐 있는 규제당국의 내부거래규제는 재검토되어야 함.
    - 경제적 효율성의 관점에서 내부거래의 부당성에 대한 객관적 판단기준을 조속히 마련하여 업계의 혼란과 불확실성을 제거해야 할 것임.
    - 내부거래에 수반되는 탈세 및 불법증여, 재산권 침해, 지배주주의 사익추구 행위 등은 공정거래법이 아닌 관할 개별법으로 규제하는 것이 바람직함.
      - 경쟁제한적인 내부거래가 아닌 한 공정거래법으로 내부거래를 일률적으로 규제하는 것은 공정거래정책의 범위를 일탈하는 것임.
  - 대규모 내부거래에 대한 이사회 의결 및 공시에 관한 규정인 법 제11조 제2항 및 시행령 제17조의8을 삭제함.
    - 법이란 모든 이에게 보편타당하게 적용되어야 하며, 단지 규모가 크다는 이유로 대규모 기업집단에만 이사회 의결과 공시를 요구하는 것은 차별규제임.
      - 이사회 의결이나 공시 등의 규제는 경쟁정책과는 무관하며 공정거래법에서 다루어야 할 사항이 아니고, 만약 다루어져야 한다면 이사회 의결 및 공시는 증권거래법이나 상법에서 다루어야 할 사안임.
  - 공정위의 금융거래정보요구권 시한 연장이 3년 후 다시 제기되지 못하도록 공정거래법 부칙에 명시하고, 연장시한이 만료되는 시점(2010년)에 법 제50조 제5항 내지 제9항을 삭제함.

- 공정거래위원회가 금융거래정보요구권을 보유하고 있지 않더라도 이미 금융거래정보요구권을 갖고 있는 국세청이나 금융감독원 등 다른 정부기관과의 긴밀한 업무협조로서 충분히 부당내부거래 조사를 보완할 수 있음.
- 위장계열사의 내부거래에 대한 세금탈루는 부당행위 계산부인(법인세법 제20조) 등으로 금지되고, 국세청은 세무조사를 수시로 실시하고 있으므로 공정위의 한시적인 금융거래정보요구권은 제한적으로 시행되어야 함.

## 2. 회사법상의 규제

### (1) 사외이사제도의 개선방향

- 사외이사제도는 경영자를 감시하기 위한 제도로서 미국이 도입한 제도인데, 이것이 한국의 현실에 적절한지에 대한 연구가 필요
  - 한국은 대주주와 소액주주 간의 대리인문제가 논쟁의 중심이 되어 있는데, 경영자에 대한 견제를 실시하는 미국의 사외이사제도의 도입이 적절한 판단인지에 대한 연구가 필요
  - 비용만 높은 비효율적 제도일 수 있으므로 더욱 효과적인 감독수단을 모색하는 것이 필요
  - 기업별 특성에 맞는 효과적인 감독수단을 모색하지 않은 채 사외이사의 강제구성을 강요할 경우 비효율적 기업경영이 이루어질 우려
- 결론적으로 사외이사의 비중을 일정부율로 규정하는 것이 중요한 것이 아니라 사외이사의 독립성을 확보하기 위한 제도적 장치를

마련하는 것이 중요

- 사외이사의 비율을 2분의 1 이상으로 규정하는 제도는 기업에 따라서는 성과에 부정적인 영향을 미칠 수 있으므로 정관에 의한 자율적 결정에 맡기는 것이 바람직
- 대신 CEO 및 이사회 구성원과의 관계로부터 독립적인 사외이사의 선임을 할 수 있도록 제도의 방향을 개선할 필요
- 사외이사 추천, 선임배경, 경력 등 정보에 대한 공시 강화

## (2) 증권집단소송제도의 개선방향

### 1) 입증책임 관련 제도의 개선

- 미국에서 원고는 소송의 사실심리 이전에 증거개시제도(Disclosure 제도)를 통해 증거를 확보하는 것이 용이한 데 비하여, 이러한 제도가 마련되어 있지 않은 한국의 실정에서 효율적인 제도의 운용을 위해 입증책임을 피고에게 부과하고 있는 측면이 있음.
- 그러나 한국에는 비록 증거개시제도가 도입되지 않았으나, 일반 민사소송에 비하여 증거조사에 관한 특칙(직권증거조사, 증거보전 등)이 다수 도입되어 있기 때문에 일단 소송을 제기한 후 금융감독원에 감리를 요청하여 구체적인 입증자료를 획득하는 것이 가능<sup>19)</sup>
- 따라서 이러한 자료획득의 가능성에도 불구하고 입증책임을 피고에게 부담시킬 경우 실험적 소송의 남발이 우려될 수 있음.

---

19) 직권증거조사의 보충성 완화 및 증거보전요건 완화에 대해서는 전국경제인연합회(2005), p.21 참조.

- 이러한 우려에 대하여 기업소송연구회(2006)는 증권거래법을 개정하여 원고가 피고의 위법행위로 인해 손해가 발생한 사실의 입증 책임을 지도록 하는 것이 필요하다고 지적<sup>20)</sup>
- 윤창술(2005)은 비교법적으로 검토해 볼 때 불법행위 구성 요건에 대한 입증책임은 원고에게 있는 것이지만 특별히 이를 완화시키거나 피고에게 전환시키는 것은 그 입증자료와의 근접성, 입증의 난이도 등을 고려하여 형평의 이념에 따라 정할 문제라고 언급<sup>21)</sup>
- 한석훈(2004)은 개개사건의 유형에 따라 사정을 달리할 수 있는 문제이므로 일률적으로 피고에게 입증책임을 전환시키는 우리나라의 증권거래법 등의 규정은 불합리하고 소송 남용의 우려도 있으므로 개정할 필요가 있다고 주장<sup>22)</sup>
- 증거개시제도(Disclosure)의 도입과 연계하여 구체적으로 유통시장과 발행시장을 구별하기 위하여 증권거래법 제186의5에서 피고의 입증책임에 관한 제14조, 제15조의 준용규정을 삭제하는 것이 바람직

## 2) 배상금액 산정방식의 개선

- 경제통계학적 분석을 통해 불법행위가 이루어지지 않았을 경우의 시장가격을 추정하고 이를 기초로 손해액을 산정하는 방식을 도입할 필요
- 단순히 취득가격에서 손해발생시점의 주식가격을 제하는 방식에서 벗어나, 주식 취득·소유기간 동안에 발생한 다양

20) 기업소송연구회(2006), pp.46-47 참조.

21) 윤창술(2005), p.120 참조.

22) 한석훈(2004), p.81 참조.



한 사건들의 영향을 통제하면서 불법행위로 인한 주식가격의 변화만을 산정하는 경제통계학적 방식의 도입이 필요

- 이를 위해 증권거래법 제15조의 규정에 의거하여 손해배상금액을 산정하도록 규정하고 있는 집단증권소송법 제34조를 개정해야 할 필요
- 류근관 송옥렬·이상승(2005)은 증권집단소송의 대상 모든 행위에 걸쳐 차액산정방식을 손해액산정의 일반원칙으로 삼는 것이 바람직하다고 지적<sup>23)</sup>

### 3) 비례책임제로의 전환 검토

- 법인의 이사, 유가증권신고서의 작성 지시자·집행자, 공인회계사·감정인, 유가증권신고서의 기재사항을 동의·확인한 자, 유가증권의 인수계약을 체결한 자, 사업설명서를 작성·교부한 자 등 증권거래법 제14조에서 규정한 책임자들은 각자의 역할과 책임정도에 있어서 차이가 있으므로 위법행위가 발견된 경우 각자의 책임정도에 따라 비례책임을 부담하도록 하는 것이 바람직

### (3) 이중대표소송제도

- 이중대표소송제도의 도입과 관련하여 찬반론이 다양하게 대두되고 있으며, 이는 제도를 법제화하여 도입할 경우 문제점이 유발될 수 있음을 시사
- 외국의 경우 이중대표소송을 판례법으로만 인정하고 있을 뿐, 법제화의 한계와 문제점으로 입법화한 국가는 전무함.

---

23) 류근관 송옥렬·이상승(2005), p.212 참조.

- 이중대표소송제도의 도입 필요성은 인정되나, 이를 법제화하는 데에는 신중할 필요
- 이중대표소송을 적용할 수 있는 세제 등 경제적 여건을 조성할 필요가 있으며, 소송제도에 필요한 구체적이고 실질적인 요건을 명문화할 필요

#### (4) 집행임원제도

- 집행임원제는 주주와 경영자간의 도덕적 해이의 문제를 해결하기 위하여 도입된 제도로서 이러한 제도를 도입할 경우 오히려 지배주주에 의한 경영진 감독기능이 저하될 우려가 있으므로 우리나라에 도입하는 데 부적절한 정책
- 집행임원제도를 도입할 경우 사외이사제도로 인하여 초래된 문제를 가중시키며 경영효율성을 악화시킬 우려
- 이사회 기능을 제고하기 위해서는 집행임원제의 도입이 아니라 사외이사제도와 감사제도에 대한 수정을 우선적으로 고려해야 할 필요

#### (5) 회사기회 유용금지

- 어디까지를 회사의 기회로 볼 것인가에 대한 기준 및 판단 근거가 모호하기 때문에 회사기회 유용금지규제는 오히려 창의적인 기업가정신을 위축시킬 우려가 있으므로 회사기회의 유용문제는 판례법의 법리에 따라 해결하도록 하는 것이 적절한 정책
- 회사기회 유용금지는 이사의 공시의무를 강조하는 것이 주된 목표이므로 이사의 경영에 관한 공시의무를 강화함으로써 목적을 달성할 수 있으므로, 규제의 입법화는 불필요

- 최준선(2006)은 미국 판례의 모델이 되는 미국법률협회(ALI: American Law Institute)의 기업지배구조 원칙은 어떤 회사기회를 유용하였는가보다 모든 정보를 엄격하게 공개하였는지가 핵심이라고 지적

## 「 참고문헌 」

- 강선민, 「경제력 집중 규제: 일반집중의 추세를 중심으로」, 한국경제연구원, 2007.
- 강원·신현한·장진호, 「대규모기업집단의 지배-소유 괴리도와 기업가치 및 경영성과 간의 관계분석」, 『재무연구』, 18권 2호, 2005.
- 공정거래위원회, 『대기업집단의 소유지배구조에 관한 정보공개』, 2005, 2006.
- \_\_\_\_\_, 『시장개혁 3개년 로드맵(안)』, 2003. 10.
- 기업소송연구회, 『기업소송매뉴얼 민사소송편』, 자유기업원, 2003.
- \_\_\_\_\_, 『기업소송연구』, 2003.
- \_\_\_\_\_, 『기업소송연구』, 2004.
- \_\_\_\_\_, 『기업소송연구』, 2005(1).
- \_\_\_\_\_, 『기업소송연구』, 2005(2).
- \_\_\_\_\_, 『기업소송연구』, 2006.
- 김병호, 「기업의 소유구조와 기업가치 및 수익률에 대한 연구: 임원지분율을 중심으로」, 『증권학회지』, 2002.
- 김선구·류근관·빈기범·이상승, 『출자총액제한제도의 바람직한 개선방향』, 기업경쟁력연구센터, 2003. 10.
- 김영숙·이재춘, 「기업가치와 기업소유구조와의 연관성」, 한국증권학회, 1999.
- 김정수, 「증권집단소송법상 입증책임과 시장사기이론」, 『주식』, 제243호, 2003. 11.
- 김정호, 「손해배상제도의 목적과 증권집단소송제」, 『신회사법시리즈』, 17, 자유기업원, 2002.
- 김정호·박양균, 「증권집단소송제도의 경제학」, 『신회사법시리즈』, 10, 자유기업원, 2000.

- 김진방, 『한국 재벌의 소유구조』, 나남출판사, 2005.
- , 『재벌의 소유구조: 통계, 개념, 분석』, 한국경제발전학회, 1999.
- 김현중, 『순환출자금지에 대한 최근 논의와 대안적 검토』, 정책연구 2006-01, 한국경제연구원, 2006. 1.
- 김현중·이인권, 『계열사 출자 및 실물투자관계에 대한 실증연구』, 『한국경제연구』, 제15권 제2호, 2005. 12.
- 박경서·백재승, 『재벌기업의 대주주경영자는 비재벌기업의 대주주경영자와 얼마나 다른가?: 한국 상장기업의 소유구조, 자본구조 및 기업가치에 관한 실증 연구』, 『재무연구』, 제14권 제2호, 2001. 11.
- 박기성, 『소유구조와기업의 회계적 성과 및 Tobin-Q의 관계에 관한 연구』, 『증권학회지』, 2002.
- 박창균·임경목, 『자본시장 발전을 위한 정책과제』, 연구보고서 2004-16, 한국개발연구원, 2004.
- 박현준·신현한·최완수, 『한국기업의 대리인비용과 기업가치: 외국인 지분의 역할』, 『경영학연구』, 제33권 제2호, 2004. 4, pp.655-682.
- 상장회사협의회, 『증권관련 집단소송법안에 대한 의견』, 『상장』, 2003. 7.
- 신석훈, 『경제력집중 억제제도에 대한 평가 및 대안』, 한국경제연구원, 2007.
- 신인석, 『투신사의 의결권 행사실태와 정책대응』, 정책연구시리즈 2001-02, 한국개발연구원, 2001.
- 윤창술, 『증권집단소송의 남소방지제도 - 미국의 경우를 중심으로』, 『한양법학』, 제17편, 2005, pp.1-30.
- 이건범, 『기업집단의 출자 및 투자 행태분석』, 『시장개혁 추진을 위한 평가지표 개발 및 측정』, 한국개발연구원, 2003.
- 이인권·김현중, 『출자 및 투자 관계에 대한 실증연구』, 『기업지배구조와 출자규제 제도의 법리적, 실증적 연구』, 한국경제연구원, 2004.
- 이주선 『부당고객유인행위에 관한 연구』, 한국경제연구원, 1996.

- 이철송·조성봉, 「기업지배구조 개선을 위한 회사법 개정 방안」, 『기업지배구조와 출자규제 제도의 법리적, 실증적 연구』, 한국경제연구원, 2005. 1.
- 임재연, 「회사기회의 유용」, 『인권과 정의』, Vol.363, 2006, pp.176-185.
- 전국경제인연합회, 『우리나라에만 있는 의결권 제한』, 2003.
- \_\_\_\_\_, 「경영투명성 관련제도의 도입실태 및 제도개선 과제」, 『월간전경련』 477호, 2004. 8.
- \_\_\_\_\_, 『증권집단소송 연착륙을 위한 보완과제』, 2005. 9.
- 정광선, 『기업경쟁력과 지배구조』, 연구보고서 No.4, 한국금융연구원, 1994.
- 정윤모·손영락, 「증권집단소송과 투자자보호」, 조사보고서 01-01, 한국증권연구원, 2001.
- 정호열·이영철·박임출, 『지배구조 개편의 후속입법 연구』, 상공회의소 연구용역보고서, 2004. 12. 15.
- 조성빈, 『기업지배구조의 상호관계 및 기업성과에 관한 연구』, 정책연구시리즈 2005-09, 한국개발연구원, 2005.
- \_\_\_\_\_, 『한국 기업의 대리인 비용에 관한 연구』, 정책연구시리즈 2006-05, 한국개발연구원, 2006.
- 조성욱, 『경제위기 이후 재벌정책의 성과에 대한 실증분석』, 한국개발연구원, 2001.
- \_\_\_\_\_, 『외환위기 이후 재벌구조변화에 대한 실증분석: 리스크 이전 및 주가수익률 동조화를 중심으로』, 한국개발연구원, 2002.
- 증권선물거래소, 「유가증권시장 상장 12월 결산법인 정기주총관련 기관투자자 의결권 행사 공시현황 분석」, 2007(a). 3. 19.
- \_\_\_\_\_, 「코스닥시장 2007년 기관투자자 등의 의결권행사 공시 현황」, 2007(b). 3. 19.
- 진태홍, 「내부금융시장과 기업의 투자행동: 5대 재벌을 중심으로」, 『재무관리연구』, 제16권 제1호, 1999년 6월호, pp.115-127.

- 최정표·함시창·김희탁, 「우리 기업들의 기업지배구조와 기업가치, 부채수준, 투자수준과의 관계에 대한 연구」, 『한국경제연구』, 제11권, 2003, pp.5-44.
- 최준선, 「2006년 회사법개정안의 논점」, 『기업법연구』, 제20권 제4호, pp.13-35.
- 최충규, 「출자총액규제와 소유지배 괴리」, 『시장개혁 로드맵의 평가와 과제』, 한국경제연구원, 2004. 9.
- \_\_\_\_\_, 「출자총액제한의 이론적 근거와 소유-지배 괴리지표에 대한 비판적 검토」, 『기업지배구조와 출자규제 제도의 법리적, 실증적 연구』, 한국경제연구원, 2005. 1.
- \_\_\_\_\_, 「대규모기업집단시책의 개편논의 검토와 바람직한 정책방향」, 한국경제연구원, 2006. 10.
- 한국경제연구원, 「미국의 증권집단소송제 운영현황과 정책적 시사점」, 정책정보고서 2001-03, 2001. 7.
- 한석훈, 「증권집단소송의 남소방지대책」, 『기업소송연구』, 제16편, 2004, pp.67-88.
- 황인학, 「재벌구조의 특징과 쟁점, 경영성과에 대한 실증연구」, 한국경제연구원, 2002.

Alexander, J. C., "Do the Merits Matter? A Study of Settlements in Securities Class Actions," *Stanford Law Review*, Vol.43, Feb. 1991.

Allen, Jefferey W. and Gordon M. Phillips, "Corporate Equity Ownership, Strategic Alliances and Product Market Relationships," *Journal of Finance*, Vol.55, 2000, pp.2791-2815.

Anderson, Ronald C., Sattar A. Mansi, and David M. Reeb, "Founding family ownership and the agency cost of debt," *Journal of Financial Economics*, Vol.68, 2003, pp.263-285.

Ang, James S., Rebel A. Cole and James Wuh Lin, "Agency Costs and Ownership Structure," *Journal of Finance*, Vol.55, 2000,

pp.81-106.

Attig, Najah, Klaus Fischer, and Yoser Gadhoun, "On the Determinants of Pyramidal Ownership: Evidence on Dilution of Minority Interests," Working Paper, 2004.

Bebchuk, L. and M. Roe, "A Theory of Path Dependence in Corporate Ownership and Governance," *Stanford Law Review*, Vol.52, 1999, pp.127-170.

Bebchuk, Lucian, Reinier Kraakman, and George Trianis, "Stock Pyramids, Cross-Ownership, and Dual Class Equity: The Creation and Agency Costs of Separating Control from Cash Flow Rights," R.Morck (ed.), *Concentrated Corporate Ownership*, 2000, pp.445-460.

Berger, P., and E. Ofek, "Diversification's Effect on Firm Value," *Journal of Financial Economics*, Vol.37, 1995, pp.39-65.

Berglöf, E., E. L. Thadden, "The Changing Corporate Governance Paradigm: Implications for Developing and Transition Economies," Annual World Bank Conference, 11th Papers and discussions Washington, DC, 1999. 4.

Black, S. Bernard and John C. Coffee Jr., "Hail Britanica?: Institutional Investor Behavior under Limited Regulation," *Michigan Law Review*, Vol.92, 1994.

Black, S. Bernard, "Shareholder Passivity Reexamined," *Michigan Law Review*, Vol.89, 1990.

Bøhren, Øyvind. and Dag Michalsen, "Corporate cross-ownership and market aggregates: Oslo Stock Exchange 1980-1990," *Journal of Banking and Finance*, Vol.18, 1994, pp.687-704.

Boubaker, Sabri, "On the relationship between ownership-control structure and debt financing: new evidence from France," *Cahier de Recherche*, September, 2003.



- Branson, D. M., "The Very Uncertain Prospect of 'Global' Convergence in Corporate Governance," *Cornell International Law Journal*, Vol.34, 2001, pp.321-362.
- Bruner, Robert F., "An analysis of value destruction and recovery in the alliance and proposed merger of Volvo and Renault," *Journal of Financial Economics*, Vol.51, 1999, pp.125-166.
- Chapelle, Ariane. and Ariane Szafarz, "Controlling Firms through the Majority Voting Rule," *Physica A: Statistical Mechanics and its Applications*, Vol.355, Issue 2-4, 2005, pp.509-529.
- Claessens, Stijn, Simeon Djankov and Larry Lang, "The Separation of Ownership and Control in East Asian Corporations," *Journal of Financial Economics*, Vol.58, 2000, pp.81-112.
- Claessens, Stijn, Simeon Djankov, and Leora Klapper, "Resolution of corporate distress in East Asia," *Journal of Empirical Finance*, Vol.10, 2003, pp.199-216.
- Claessens, Stijn, Simeon Djankov, Joseph Fan, and Larry Lang, "Disentangling the Incentive and Entrenchment Effects of Large Shareholdings," *Journal of Finance*, Vol.57, 2002, pp.2741-2771.
- Coffee, J., "The future as history: the prospects for global convergence in corporate governance and its implications," *Northwestern University Law Review*, Vol.3, 1999, pp.641-708.
- Cronqvist, Henrik, and Mattias Nilsson, "Agency Costs of Controlling Minority Shareholders," *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, Vol.38, 2003, pp.695-719.
- Demsetz, Harold and K. Lehn, "The structure of corporate ownership: cause and consequence," *Journal of political economy*, Vol.93, 1985, pp.1155-1177.
- Demsetz, Harold, "The structure of ownership and the theory of the firm," *Journal of law and economics*, Vol.26, 1983, pp.375-390.

- Dietzenbacher, Erik, Bert Smid, and Bjørn Volkerink, "Horizontal integration in the Dutch financial sector," *International Journal of Industrial Organization*, Vol.18, 2000, pp.1223-1242.
- Edwards, Jeremy S. S., and Alfons J. Weichenrieder, "Ownership Concentration and Share Valuation: Evidence from Germany," CESifo, 1999.
- Gibson, M. S. "Is Corporate Governance Ineffective in Emerging Markets?," *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, Vol.38, 2003, pp.231-250.
- Gillan, S., and L. Starks, "A Survey of Shareholder Activism: Motivation and Empirical Evidence," *Contemporary Finance Digest*, 2, 3, 1998, pp.10-34.
- Hansmann, H. and R. Kraakman, "The End Of History For Corporate Law," *Georgetown Law Journal*, Vol.2, 2001, pp.439-469.
- Hermalin, B. E., and M. S. Weisbach, "Boards of Directors as an Endogenously Determined Institution: A Survey of the Economic Literature," *Economic Policy Review*, 2003.
- Holderness, C. G. "A Survey of Blockholders and Corporate Control," *Economic Policy Review*, 2003.
- Jensen, Michael, and William Meckling, "Theory of the firm: Managerial Behavior, Agency Costs, and Ownership Structure," *Journal of Financial Economics*, Vol.3, 1976, pp.305-360.
- Joh, Sung Wook, "Corporate governance and firm profitability: evidence from Korea before the economic crisis," *Journal of Financial Economics*, Vol.68, 2003, pp.287-322.
- Johnson, S, Rafael. La Porta, F. Lopez-de-Silanes, and A. shleifer, "Tunneling," *American Economic Review Papers and Proceedings*, Vol.90, 2000, pp.22-27.
- Johnson, S., Boone, P., Breach, A., and Friedman, E., "Corporate governance in the Asian Financial crisis," *Journal of Financial*

- Economics*, Vol.58, 2000, pp.141-186.
- Kuroki, Fumiaki. "Cross-Shareholdings Decline for the 11th Straight Year (FY 2001 Survey)," Financial Research Group
- \_\_\_\_\_, "The Present Status of Unwinding of Cross-Shareholding -The Fiscal 2000 Survey of Cross-Shareholding," Financial Research Group
- La Porta, R., F. Lopez-de-Silanes, and Andrei. Shleifer, "Corporate Ownership around the World," *Journal of Finance*, Vol.54, 1999, pp.471-517.
- La Porta, R., F. Lopez-de-Silanes, Andrei. Shleifer and R.W. Vishny, "Law and Finance," *Journal of Political Economy*, Vol.106, 1998, pp.1113-1155.
- \_\_\_\_\_, "Investor Protection and Corporate Valuation," *Journal of Finance*, Vol.57, 2002, pp.1147-1170.
- \_\_\_\_\_, "Investor Protection and Corporate Governance," *Journal of Financial Economics*, Vol.58, 2000, pp.3-27.
- Larry H. P. Lang and Robert H. Litzenberger, "Dividend Announcements: Cash Flow Signalling vs. Free Cash Flow Hypothesis?," *Journal of Financial Economics*, Vol.24, 1989, pp.181-191.
- Leland, H. E. and D. H. Pyle, "Informational asymmetries, financial structure and financial intermediation," *Journal of Finance*, Vol.32 (2), 1977, pp.371-387.
- Lemmon, Michael L., and Karl V. Lins, "Ownership Structure, Corporate Governance and Firm Value: Evidence from the East Asian Financial Crisis," *Journal of Finance*, Vol.58, 2003, pp.1445-1468.
- Lichtenberg, Frank R. and George M. Pushner, "Ownership structure and corporate performance," *Japan and World Economy*, Vol.6, 1994, pp.239-261.

- Lindenberg, E. B. and S. A. Ross, "Tobin's q ratio and industrial organization," *Journal of Business*, 1981, pp.1-32.
- Lins, Karl V., "Equity Ownership and Firm Value in Emerging Markets," *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, Vol.38, 2003, pp.159-184.
- Maksimovic, Vojislav and Gordon Phillips, "Do Conglomerate Firms Allocate Resources Inefficiently Across Industries? Theory and Evidence," *The Journal of Finance*, Vol.57, No.2, 2002, pp.721-767.
- Malueg, David A., "Collusive behavior and partial ownership of rivals," *International Journal of Industrial Organization*, Vol.10, 1992, pp.27-34.
- McConnell, John and Henri Servaes, "Additional evidence on equity ownership and corporate value," *Journal of Financial Economics*, Vol.27, 1990, pp.595-612.
- Mehran, H. "Executive Compensation Structure, Ownership, and Firm Performance," *Journal of Financial Economics*, Vol.38, 1995, pp.163-185.
- Micklethwait, John and Adrian Wooldridge, *The Company: A Short History of a Revolutionary Idea*, Modern Library Chronicles, 2003.
- Mitton, Todd, "A Cross Firm Analysis of the Impact of Corporate Governance on the East Asian Financial Crisis," *Journal of Financial Economics*, Vol.64, 2002, pp.215-241.
- Morck, Randall, Andrei Shleifer, and Robert W. Vishny, "Management ownership and market valuation: An empirical analysis," *Journal of Financial Economics*, Vol.20, 1988, pp.293-315.
- Nenova, Tatiana, "The value of corporate voting rights and control: A cross-country analysis," *Journal of Financial Economics*, Vol.68, 2003, pp.325-351.

- Nesbitt, Stephen L., "Long-term rewards from shareholder activism: a study of the CalPERS effect," *Journal of Applied Corporate Finance*, Vol.6, 1994, pp.75-80.
- Perotti. E. C., and E.-L. von Thadden, "Strategic Transparency and Informed Trading: Will Capital Market Integration Force Convergence of Corporate Governance?," *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, Vol.38, 2003, pp.61-85.
- Shin, Hyun-Han and Young S. Park, "Financing constraints and internal capital markets: Evidence from Korean 'chaebols'," *Journal of Corporate Finance*, 5, 1999, pp.169-191.
- Shivdasani, Anil and David Yermack, "CEO investment in the Selection of New Board Members: An Empirical Analysis," *Journal of Finance*, Vol.54, No.5, 1999, pp.1829-1853.
- Shleifer, Andrei, and Robert W. Vishny, "A survey of corporate governance," *Journal of Finance*, Vol.52, 1997, pp.737-783.
- Smith, Michael P., "Shareholder Activism by Institutional Investors: Evidence from CalPERS," *Journal of Finance*, Vol.51, 1996.
- Stulz, R.M., "Managerial control of voting rights: Financing policies and market for corporate control," *Journal of Financial Economics*, Vol.20, 1988, pp.25-54.
- Titman, S. and R. Wessels, "The determinants of capital structure choice," *Journal of Finance*, Vol.43, 1988, pp.1-19.
- Weisbach, M. "Outside Directors and CEO Turnover," *Journal of Financial Economics*, Vol.20, 1988, pp.431-460.
- Xu, Xiaonian, and Yan Wang, "Ownership Structure, Corporate Governance, and Corporate Performance: The case of chinese stock companies," World Bank, 1997.
- Zingales, L., "Corporate Governance," *The New Palgrave Dictionary of Economics and the Law*, 1998.