

이야기 시리즈 27

소액주주운동 이야기

대니엘 R. 피셀/김정호 편역



훑어보기

최근 우리 나라에서도 소액주주 운동이 세를 불려가고 있다. 제일은행의新光식 행장 등을 상대로 제기된 소액주주 대표소송, 누적투표제, 사외이사 및 감사제의 도입, 소수주주권 행사 요건의 완화 등을 내용으로 하는 상법과 증권거래법 개정 움직임 등은 모두 소액주주 운동의 구체적 수단들이다. 소액주주 운동이 우리 나라 만의 것은 아니다. 이미 미국에서도 7~80년대에 그같은 움직임이 있었다. 이 글은 미국 시카고 대학교 법대의 차기 학장 지명자인 대니엘 피셀(Daniel R. Fischel) 교수가 이 글을 쓰던 당시(1982년) 미국에서 유행하던 소액주주 운동을 통렬히 비판하는 내용을 담고 있다. 그가 지적하는 문제들은 우리 나라의 상황에도 거의 그대로 맞아 들어간다. 그의 글을 간단히 요약하고자 한다.

주식회사와 기업이론 존재하지도 않는 문제를 해결하겠다고 법석을 떠는 것, 그것이 바로 피셀 교수의 눈에 비친 소액주주 운동이다. 그의 시각은 경제학의 기업이론으로부터 출발한다. 기업이론에 의하면 기업이란 계약의 복합체(nexus of contract)이다. 자본을 제공한 주주와 경영자, 원료 공급자, 채권자, 유통업자 등이 자발적으로 관계를 맺고 있는 현상이 바로 기업이다. 이 중에서 소액주주 운동가들이 문제시하는 것은 주로 주주와 경영자가 서로 다른 사람이어서 발생하는 대리인 비용의 문제이다. 대리인 비용이란 경영자가 주주의 이익을 등한시하고 게으름을 부린다는가, 회사의 재산을 빼돌린다는가 하는 등의 현상 때문에 발생하는 자원의 낭비를 말한다. 경영자와 주주가 같은 사람이 아닌 한 대리인 비용은 필연적으로 발생한다. 그러나 잘 발달된 주식시장, 자본시장, 상품시장에서의 타사와의 경쟁, 자신의 몸값을 높이려는 경영자들의 노력, 회사의 재산을 빼돌리는 행위에 대한 법원의 제재 등에 의해 대리인 비용은 상당한 수준으로 낮아져 있다. 소액주주 운동가들이 주장하는 식으로 경영자들의 행위에 간섭하게 되면 대리인 비용은 줄어들지 모르지만 경영자들이 안전만을 추구하게 되어 주가의 하락이라는 더 큰 비용이 발생하게 된다.

존재하지도 않는 문제 개혁론자들은 주식회사의 지배구조에 문제가 있다는 사실조차 증명하지 못하고 있다. 경영자들의 위법 행위, 또는 유수 대기업들의 도산 같은 일을 불건전한 지배구조의 결과라고 그들은 주장하기도 한다. 그러나 따지고 보면 근거가 없는 주장이다. 경영자가 환경법 등의 법규를 위반하는 것은 회사의 이익, 결과적으로는 주주의 이익을 위함이다. 그것이 도덕적으로 문제가 있을 지는 모르지만 지배구조의 문제는 아니다. 오히려 그것은 법을 어겨가면서까지 경영자가 주주의 이익을 추구한다는 사실을 보여주고 있다. 대기업들의 도산도 지배구조의 문제와는 관련이 없다. 그것은 전반적인 경기 상황의 악화 때문이지 지배구조가 잘못되어서 생긴 현상은 아니다. 개혁론자들의 주장은 허구에 기초해 있다.

주식회사의 사회적 책임, 도덕적 책무를 할 수 있는 것은 오직 인간 뿐이다. 오직 인간만이 의무와 책임을 부담할 수 있다. 그런데 기업은 계약의 덩어리이다. 즉 그것은 실체가 아니라 법에 의해서 만들어진 가상의 개념일 뿐이다. 기업은 사회적 책임을 할 수도 없고 해서도 안 된다. 왜냐하면 그것을 부담하는 것은 결국 주식회사의 주주와 근로자, 소비자 등 기업을 통해서 관계를 맺고 있는 자연인들이기 때문이다. 주식회사를 통해서 사업을 한다고 해서 다른 부담을 져야 할 이유는 없다. 기업은 국가에 의해서 창조된 피조물이기 때문에 사회에 대해서 책임을 다해야 한다고 주장하는 사람들도 있다. 그러나 기업은 국가의 피조물이기 이전에 자발적 계약의 소산이다. 국가가 없었더라도 주식회사는 자발적으로 형성되었을 것이다.

소액주주 민주주의 대다수의 소액주주들은 자신이 직접 회사를 경영을 하지 않더라도 유능한 경영자의 경영능력으로부터 혜택을 보기 위해 주식을 산다. 즉 자기가 직접 경영을 하지 않고도 높은 투자수익을 얻기 위해 주식을 구입하는 것이다. 그런데 개혁론자들은 마치 주주들이 경영에 참여하고 싶지만 기회가 없어서 못하고 있는 것으로 생각하고 있다. 소액주주들의 경영참여, 또는 주주민주주의는 실현되지도 않을 것이고 실현되어서도 안 된다. 주주들이 택할 수 있는 가장 바람직한 대안은 마음에 들지 않는 기업의 주식을 팔아 치우는 것이다. 그것은 경영자들에게 매우 강력한 위협수단이 된다. 주주민주주의는 주주들을 위한 것이 아니다. 주주민주주의의 가장 큰 수혜자는 바로 그것을 주장하는 개혁론자들과 규제당국이다.

사외이사제 많은 사람들이 경영진을 감시할 사외이사제가 필요하다고 믿고 있다. 그들은 일상적인 경영업무와 감독업무가 확연히 분리될 수 있다고 생각한다. 그러나 일상적인 경영에 대해서 알지 못하는 사람들, 즉 사외이사들이 회사의 중요한 결정들에 대한 감독을 제대로 할 리 없다. 결국 회사의 고유한 업무에 대해서는 거수기 역할만 할 가능성이 높다. 사외이사는 오히려 여러 가지의 비용만을 주주들에게 부담시킬 것이다. 그들에게 직접 지출되는 비용은 말할 것도 없고, 그 밖에도 적대적 M&A의 가능성을 줄임으로써 대리인 비용을 높이게 된다. 어쩌면 개혁론자들이 사외이사제를 주장하는 이유는 경영의 효율성 때문이 아니라 공익의 추구에 있는지 모른다. 그들이 원하는 대로 사외이사들이 회사의 이윤 극대화보다는 여론의 동향을 좇아서 중요한 결정을 내린다면 회사는 준공공적 성격의 기관이 되어버리고 투자수익률은 낮아지게 될 것이다. 그것은 투자자들 전체에 손해를 안겨 준다.

경영자의 책임에 대한 논쟁 경영판단의 원칙이란 경영자가 자신의 이익을 위해서 내린 판단이 아닌 한 사후적으로 실패한 판단이라 할지라도 사법 심사의 대상으로 삼지 않는다는 원칙이다. 경영자 자신의 이익을 위해 내린 결정만이 사법판단의 대상이 된다. 개혁론자들은 법원의 이 같은 원칙을 비판해왔다. 실패한 경영자의 판단에 대해서 법원이 더욱 깊숙이 관여해야 한다는 것이다. 그러나 사업상의 판단을 내림에 있어서

법관들이 경영자보다 낮기를 기대할 수는 없다. 경영판단의 원칙은 경영자들의 과감한 결정을 존중해 줌으로써 미국 경제의 활력을 유지시켜왔다. 이와 관련하여 주주대표소송을 강화해야 한다고 주장하는 사람들이 있지만, 그것도 설득력이 없다.

이처럼 피셀 교수는 소액주주 운동이 이익은 없이 손해만 끼치고 있다고 주장한다. 주식회사의 지배구조에 그토록 문제가 많다면 어떻게 주식의 소유가 분산된 상장회사들의 비중이 점점 더 커지겠는가를 반문한다. 일반인들의 생각과는 달리 소액주주 운동이란 존재하지도 않는 신기루를 보고 달려가는 것과 다를 것이 없다. 우리 나라의 소액주주 운동이라고 해서 그리 다르지는 않을 것이다.

1998년 9월
자유경제센터 법경제실장 김정호

※ 이 책은 1983년 출간된 Daniel. R. Fischel 교수의 “The Appraisal Remedy in Corporate Law”를 번역한 것입니다.

지난 10년 동안 많은 사람들이 주식회사 제도를 비난해왔다. 주식회사가 자신의 주인인 주주들과 사회에 대해서 책임을 다하지 못했다는 것이었다. 개혁론자들은 자신들이 주장하는 문제점을 고치기 위해서 주식회사 운영에 관한 다양한 개혁방안들을 제안해왔다. 그러나 이 논문에서 피셀 교수는 현재의 주식회사 지배구조에 문제가 있다는 기존 관념에 대해 강한 의문을 제기한다. 개혁론자들이 현재의 주식회사에 ‘문제’가 있다고 생각하는 것은 주식회사의 작동 방식에 대한 경제이론을 이해하지 못하기 때문이라는 것이 피셀 교수의 주장이다. 그뿐 아니라 개혁론자들은 자신들의 주장을 뒷받침할 만한 경험적인 증거도 가지고 있지 않다고 피셀 교수는 비판한다. 결국 개혁론자들은 주식회사에게 요구해서도 안 되고 요구할 수도 없는 목표를 강요하고 있으며, 존재하지도 않는 문제를 문제 거리로 삼아 법석을 떨고 있다고 피셀 교수는 결론짓고 있다.

1. 서론

지난 10년 동안, 주식회사의 지배구조에 관한 논의가 상당한 주목을 받아왔다.¹⁾ 많은 학자들, 규제당국자들, 심지어 기업인 스스로조차도 주식회사의 지배구조에 무언가 ‘잘못이 있다’는 결론을 내렸다. ‘책임의식의 붕괴’, ‘만연하는 불법행위’, ‘정당성의 결여’ 등의 이유를 들어 주식회사 운영을 매도해 왔다. 이런 암울한 상태를 벗어나기 위해서는 이사회 의 일정 비율 이상을 사외이사로 채워야 하며, 소액주주 민주주의를 확대하고, 신인의무(信認義務, fiduciary duty²⁾)를 강화하는 등 개혁을 해야 한다고 그들은 주장했다. 그뿐 아니라 주식회사의 ‘사회적 책임’을 강화하기 위한 수단들도 여러 가지 제시되었다. 이런 개혁방안을 논의하기 위해 몇몇 법학 학술지들은 특별 심포지엄을 마련했고,²⁾ 많은 학술회의가 열렸다.³⁾ 개혁안을 구체화하기 위한 법률안

1) 이 논문은 1982년에 출간되었다는 사실을 감안하기 바란다.

2) 미국 회사법이 규정하고 있는 주주에 대한 이사의 의무이다. 국내에서는 충실의무라고 번역을 하는 경우도 많으나 ‘duty of loyalty’를 충실의무라고 번역하는 것이 더 어의에 적합하다고 생각해서 이태로, 이철송 교수의 선례를 좇아 신인의무라는 용어를 택했다(이태로 및 이철송, 회사법 강의, 박영사, 1995, p.550). 신인의무는 주의의무(duty of care)와 충실의무(duty of loyalty)로 구성된다. 주의의무란 회사의 경영자인 이사들이 회사의 경영에 관한 판단을 함에 있어 충분한 주의와 신중함으로 대해야 한다는 의무이다(W. Klein and J. Coffee, Business Organization and Finance: Legal and Economic Principles, Foundation Press, 1996, p.148). 우리나라의 회사법에서는 민법 제681조를 준용하는 상법 제382조 2항의 선량한 관리자의 의무(선관의무)가 비슷한 역할을 하고 있다(이태로 및 이철송, 상계서, p.538, p.551). 충실의무란 경영자인 이사가 회사의 이익과 충돌하는 일을 해서는 안 된다는 의무이다. 자기거래(self-dealing)의 금지, 회사 기회(corporate opportunity)의 유용 금지, 회사와의 경쟁 금지 등을 주된 내용으로 한다(Klein and Coffee, 상계서, pp.163-170). 우리나라의 회사법에도 충실의무라는 용어를 사용하지는 않았지만 競業禁止義務(상법 제397조), 자기거래의 금지(398조) 등 유사한 조항이 있다.

3) 주주제안제도, 대표소송 등 소수주주권 행사 요건의 완화, 사외이사제, 누적투표제, 충실의무의 도입 등 소액주주의 권한을 강화하기 위한 상법 개정안이 입법예고되어 있다. 법무부공고 제1998-10호. 입법예고의 내용은 한국법제연구원에서 확인할 수 있다.

이 의회에 제안되기도 했다.⁴⁾ 1980년에 미국 ‘증권거래위원회’는 「주식회사의 책임성에 관한 연구보고」라는 포괄적인 문서를 발표하였다. 최근에는 ‘미국 법 연구소 American Law Institute’가 오랫동안 기다려 왔던 주식회사의 운영에 관한 보고서의 초안을 발표했는데, 거기엔 주식회사의 구조와 회사법의 개정을 위한 여러 가지 처방전들이 담겨 있다.^{3) 6)}

이 논문에서 내가 주장하는 바는 다음과 같다. 주식회사 제도의 개혁을 주장하는 사람들은 주식회사의 작동에 관한 경제이론을 이해하지 못하고 있으며, 또 그들은 자신들의 주장을 입증할만한 어떠한 증거도 가지고 있지도 못하다. 예컨대, 그들은 현재의 주식회사 지배구조가 투자자 또는 사회 전체의 이익을 해치고 있다고 비난하지만 그 주장을 뒷받침할 경험적 증거를 제시하지 못하고 있다. 그들이 제안하는 개혁안들이 투자자의 이익을 증진하거나 사회 전체를 개선시켜 줄 것이라고 믿어야 할 근거는 더욱 빈약하다. 관련된 경제 이론과 증거를 제대로 이해해 갈수록 현재의 주식회사 지배구조에 근본적인 결함이 있는 것이 아니라는 결론이 확실해져 갈 것이다.

대부분의 소액주주 운동가들은 기업조직의 한 형태인 주식회사가 어떤 원리에 의해서 작동하고 있는 지를 이해하지 못하고 있다. 따라서 제2부에서는 먼저 기업이론을 다룬다. 이를 바탕으로 제3부에서 우리가 주제로 삼고 있는 주식회사 조직에 아무런 문제가 없음을 밝혀 나갈 것이다. 제4부에서는 개혁론자들이 주장하는 주식회사의 사회적 책임이라는 것이 실체가 없는 공허한 개념이라고 결론짓는다. 제5부에서는 소액주주 민주주의를 강화하기 위해 제안되고 있는 방안들을 비판한다. 제6부에서는 사외이사 의무화가 초래할 문제들을 분석한다. 마지막으로, 제7부에서는 만일 이사들에게 신인임무의 위반에 대한 손해배상책임을 더욱 강화할 경우 그것이 주주들의 이익에 보탬이 될 것인지의 여부를 따져 본다.

2. 주식회사와 기업이론

기업이론

경제활동을 조직하는 방법에는 시장거래를 통한 방법과 기업조직을 통한 방법의 두 가지가 있다.⁷⁾ 경제활동을 하려는 사람이라면 누구나 이 둘 가운데에서 하나를 선택해야 한다. 이 글의 독자들 중 많은 사람들이 법률가들일 테니 법률 서비스 사업을 예로 들어보겠다. 당신은 이제부터 법률 서비스 사업을 시작하려고 한다. 그 일을 해

4) 경영자시장이란 경영자의 경영능력이 평가되고 거래되는 시장을 말한다. 누구는 어떤 능력이 있기 때문에 어느 정도의 월급을 주면 데려다 쓸 수 있다는 식의 평가가 이루어진다. 반면 경영권시장이란 회사의 경영권이 거래되는 주식시장을 말한다.

내려면 법률에 관한 지식, 서류의 관리 및 복사, 당신 자신의 일정 관리 등이 필요할 것이다. 먼저 시장거래를 통한 방법에 대해서 생각해 보자. 시장거래를 통한 다함은 사건을 의뢰받을 때마다 임무의 수행에 필요한 사람들, 예를 들어 변호사, 비서, 복사업자 등과 일일이 개별적인 서비스계약을 맺는 것을 말한다. 이들에 대한 보수는 작업의 양과 성과에 따라서 지급될 것이다.

그런데 이처럼 필요한 모든 것을 개별적 계약으로 해결하려다 보면 번거롭기도 할 뿐 아니라 비용도 많이 발생할 수 있다. 상대방이 당신의 말을 잘 듣지 않을 경우도 있을 것이다. 그럴 때에 당신은 다른 방법을 택할 수 있다. 일일이 계약을 통해서 필요한 것들을 조달하기보다는 필요한 사람들을 직접 고용하는 것이다. 물론 이렇게 고용된 사람과 당신과의 관계도 여전히 계약관계라는 점에서는 시장거래에 의한 방법과 기업에 의한 방법간에 차이가 없다. 그러나 계약의 성질이라는 면에서는 차이가 난다. 후자의 경우 일단 고용계약을 체결하고 나면 당신과 종업원들 사이에는 명령과 복종 관계가 성립하지만, 전자의 경우 그런 관계가 아니다. 또 후자의 경우 계속적인 관계가 유지되지만 전자의 경우 그렇게 되리라는 보장이 없다. 당신은 이 처럼 성질이 다른 두 가지의 대안 가운데에서 하나를 선택해야 한다. 그러나 성질은 다르지만 두 가지 다 계약이라는 사실에서는 차이가 없음을 기억하기 바란다.

이렇게 본다면 기업이란 당신을 둘러싼 복잡한 계약의 복합체(nexus of contract)이다. 기업의 주인인 당신과 종업원들, 당신과 채권자들, 당신과 주주들, 당신과 원료공급자들이 약간씩 성질은 다르지만 모두 계약에 의해서 연결되어 있으며 그 전체의 덩어리를 우리는 기업이라고 이해할 수 있다. 결국 우리가 기업이라고 부르는 존재는 그같은 계약의 덩어리일 뿐 별도의 실체가 존재하는 것은 아니다. 기업 또는 회사란 실체가 아니라 법률상의 가상적인 개념이다.8)

지금까지는 기업의 일반적인 성격을 설명했다. 그렇다면 주식회사란 무엇일까? 사업가가 현실적으로 혼자서 마련하거나 은행에서 빌릴 수 있는 양보다 훨씬 많은 자본을 필요로 하는 사업들이 많이 있다. 이런 상황에서, 회사는 많은 사람들로부터 자본을 모집하며, 그 대가로 회사의 자산과 이익 분배에 참여할 수 있는 권리를 나누어 판다. 이것이 근대적 주식회사의 본질이다. 소액주주들과 채권자들은 회사의 이익 분배를 약속받는 대가로 회사에 자본을 공급한다. 다른 생산요소를 제공하는 사람들도 있다. 근로자들은 노동력을, 경영자는 경영능력을, 그리고 원료공급자들은 물품을 기업에 제공한다. 주식이 공개된 주식회사는 특히 대규모의 자본을 동원하고자 할 때에 효과적인 기업조직의 하나이다.

주식회사와 대리인 비용의 불가피성

주식회사라는 기업조직은 주주(자본의 공급자)와 경영자 모두에게 이익을 제공한다.9) 이 제도로 인해 주주들은 경영능력이 없음에도 불구하고 기업 활동으로부터의 이윤을 나누어 가질 수 있다. 경영자들은 비록 큰 자본을 갖지 못하였어도, 자기의 경영능력을 발휘하여 이익을 추구할 수 있다. 자본을 가진 자와 경영능력을 가진 자가 서로 분업 관계를 이룸으로써 공통의 이익을 누리는 것이다.

그런데 그 이익은 공짜로 얻어지는 것이 아니다. 회사의 재산에 대한 최종적인 청구권자는 주주이며 경영자는 주주 대신 재산을 운용하는 대리인이라고 볼 수 있다. 주주들은 그들의 대리인인 경영자들이 자신들의 부활 또는 이익을 극대화해 주길 원한다. 반면 회사의 주식을 전혀 가지고 있지 않거나 또는 극히 일부분만을 가지고 있는 경영자들로서는 회사 전체가 자신의 소유일 경우에 비해서 일을 덜하거나 게으름을 부리며 회사의 재산을 자신의 쾌락을 위해서 소비하려는 인센티브가 생겨난다. 이런 문제로 인해 발생하는 손실을 대리인 비용(agency cost)이라고 부른다.10) 대리인 비용이 발생하는 이유는 회사가 성공하더라도 그 이익이 모두 자기 것이 아니며, 실패하더라도 그 손해가 모두 자기에게 돌아오는 것은 아니기 때문이다.

주주와 경영자 사이에 이 같은 이해관계의 충돌이 있을 수 있다는 것을 모르는 사람은 아마도 없을 것이다. 만약 이 문제가 치유되지 않고 계속된다면 경영자의 월급은 낮아질 것이고, 주주들은 그런 회사의 주식을 사기 위해 비싼 값을 치르려고 하지 않을 것이다. 따라서 이들 두 집단은 잠재적인 이해관계의 충돌을 줄이는 데에 관심을 가지게 된다. 자기와 직접적인 이해관계가 걸려 있지 않은 회계사를 감사로 임명함으로써 스스로 제3자에 의한 감사를 받는다는가, 또 사외이사를 선임함으로써 스스로 대리인 비용을 줄이려고 노력한다는 사실을 투자자들에게 보이는 등의 행동이 그런 역할을 해 줄 수 있다. 만약 그런 행동들이 진정으로 대리인 비용이 줄일 수 있다면 경영자들은 자신들의 이익을 위해서라도 기꺼이 그렇게 하려고 할 것이다.11) 이 같은 직접적인 감시 말고도 경영자가 스스로 자신의 재량권을 제약하는 계약을 회사와 맺음으로써 주주들로 하여금 자신이 앞으로 주주의 이익에만 충실할 것이라는 신호를 보낼 수도 있다.12)

경영자시장4)도 대리인 비용을 줄이는데 중요한 역할을 한다. 이윤을 내지 못하는 기업, 즉 비효율적인 기업에 비해 이윤이 높은 기업의 주가는 당연히 높을 것이다.13) 이 사실은 경영자의 행동에 대해서 매우 큰 제약을 가한다. 일반적으로 이윤율이 높아질수록 경영자의 월급도 올라간다. 따라서 높은 급여를 받고 싶어하는 경영자라면 회사를 효율적으로 운영하여 주가를 높이려는 강력한 동기를 갖게 된다.14) 경영자들은 자기가 현재 일하고 있는 회사에 대해서, 그리고 앞으로 자기를 고용할 지 모르는 잠재적인 고용주에 대해서 자신의 시장가치(급료의 수준)를 최대한 높이고자하는 강한 동기를 갖는다. 경영자들은 주주들에게 부를 창출해줌으로써 이 목표를 달성할 수 있다. 그런데 대

개 경영자들은 팀으로 일하기 때문에 같은 팀의 일부가 미미한 성과를 거둔다면 팀 내의 다른 사람도 덩달아서 낮은 평가를 면할 수 없다. 따라서, 경영자들은 자기가 쏟은 노력의 가치를 최대화하기 위해 서로서로를 감시할 동기를 갖게 된다.15)

주식시장이나 경영자시장만이 그런 역할을 하는 것은 아니다. 상품시장, 자본시장도 경영자와 주주 사이의 이해 충돌을 줄여주는 장치이다. 경영자가 주주의 이익에 충실하지 않을수록 그 회사가 만드는 제품은 질이 낮거나 또는 원가가 높을 것이다. 따라서 그런 회사는 시장에서 성공적인 영업을 하기가 어렵다. 또 주식시장에서 신주 발행을 통해 자본을 조달할 때에도 어려움에 처한다. 주주의 이익에 충실하지 않은 기업의 주식을 사기 위해 높은 가격을 지불하려는 투자자는 없을 것이기 때문이다. 은행돈을 쓰려고 해도 사정은 마찬가지이다. 경영자들이 불성실한 회사는 그만큼 위험하기 때문에 나중에 돈을 떼일 위험도 크다. 따라서 은행은 그런 회사에게는 돈을 빌려주지 않거나 또는 빌려주더라도 높은 이자를 요구할 것이다. M&A 시장도 그런 경영자들을 견제하는 장치이다. 경영자가 주주의 이익을 등한시한다면 그런 회사의 주가는 낮은 상태일 것이다. 만약 누군가가 현재의 경영진을 몰아낸 후 주주의 이익에 충실하면서도 유능한 사람을 새 경영자로 앉힌다면 주가는 다시 올라갈 것이다. M&A 시장은 그런 일을 가능하게 해준다. 현재의 주가가 낮은 이유가 현재의 경영진 때문이라면 누군가가 그 회사의 주식을 사모아서 경영진을 교체하려 할 것이다. 이런 과정을 거쳐 주식시장은 주주의 이익에 충실하지 못한 경영자를 도태시켜간다.16) 또 주주의 이익을 무시하고 자기 멋대로 회사 돈을 쓰고 싶어하는 경영자들이라 할지라도 언제 기업 사냥꾼들의 먹이가 될지 알 수 없기 때문에 그런 마음을 행동으로 옮기기 어렵다.

마지막으로, 법률도 대리인 비용을 줄이는데 한 몫을 할 수 있다. 투자자는 경영자의 행동을 감시하기 위하여 직접 사람을 고용할 수도 있지만, 성과급제나 주식분배 등 계약적인 수단에 의존할 수도 있다. 그러나 이런 수단만으로는 충분하지 않을 경우도 많이 생길 수 있다. 미래에 과연 무슨 일이 일어날지 계약 당시로서는 도저히 예측할 수 없는 경우가 너무 많기 때문이다. 회사법에서 규정하고 있는 신인의무(Fiduciary Duty)는 그런 상황에 대한 보완책이라고 볼 수 있다.17) 만약 문제가 되고 있는 상황을 투자자와 경영자가 미리 알고 계약을 했었다면 경영자에게 어떤 의무가 부과되었을까? 만약 경영자가 그런 가상적인 의무를 다하지 못했다면 법은 경영자에게 배상책임을 부과한다. 그렇게 하는 것이 가장 이상적으로 신인의무를 집행하는 것이다. 달리 말하면, 신인의무는 위임계약의 표준 형식 역할을 한다고 볼 수 있다. 법에 정해진 신인의무의 내용도 대개는 그런 내용을 담고 있다. 회사의 재산을 빼돌리는 행위를 금지하고, 이해의 상충이 일어날 수 있는 상황에서 경영자 자신의 이익이 아니라 회사의 이익을 우선시켜야 한다는 등의 내용이 그것이다.

직접적인 감시, 여러 가지 시장에서의 경쟁 압력, 회사법의 규정 등에 의해 투자자와

경영자 사이의 이해는 이미 상당히 근접해 있다. 물론 완벽하지는 않다. 여러 가지의 견제장치들에도 불구하고 경영자가 주주의 이익을 배신하고 자기의 이익을 추구할 가능성은 여전히 남아 있다. 그러나, 그 같은 대리인 비용은 주식회사 제도가 있어야만 얻을 수 있는 투자자와 경영자 사이의 분업의 이익으로 보상되고도 남는다.¹⁸⁾ 여러 가지의 방법을 통해서 대리인 비용을 더 줄이는 것이 불가능하지는 않을 것이다. 그러나 그 과정에서 주주들이 더 큰 손해를 볼 수도 있음을 명심해야 한다.

3. 존재하지도 않는 문제

어쨌든 많은 사람들이 개혁안을 지지하고 있다. 혹자는 지지자들이 많다는 사실로부터 개혁안이 상당한 이론적 근거를 가지고 있으리라고 미루어 짐작할지도 모르겠다. 그러나 불행히도 개혁안들은 건전한 논리적 기초 위에서 있지 않다.

대다수의 개혁론자들은 문제가 무엇인지조차도 제대로 밝히지 못하고 있다. 그들이 문제라고 부르는 것은 사실에 바탕을 두고 있는 것이 아니라 가정(假定)일 뿐이다.¹⁹⁾ 소액주주 또는 사회 전체에 대한 책임감의 결여라는 애매한 용어들만이 난무할 뿐이다. 경영자의 전횡이 너무 지나쳐서 주주들의 이익 극대화가 아니라 경영자 자신만의 이익을 추구한다고 비난하는 사람이 있는 반면²⁰⁾ 또 한편에서는 경영진이 지나치게 이윤 극대화⁵⁾에만 집착할 뿐 사회 복지에는 너무 무관심하다고 비난을 퍼부어댄다.²¹⁾ 주주들의 이익 극대화는 경영자가 기업의 이윤을 극대화할 때에 가능하다. 만약 경영자들이 사회복지(자선 및 기부행위 등)에 돈을 지출하기 시작하면 주주들에게 돌아갈 이윤은 줄어든다. 따라서 개혁론자들의 주장은 스스로 모순을 내포하고 있는 셈이다. 개혁론자들의 더욱 큰 문제는 주주에 대한 책임이든 사회적 책임이든 간에 문제의 존재 자체를 입증하지 못하고 있다는 사실이다.

주주에 대한 책임

경영자의 이익과 주주의 이익이 충돌할 가능성은 늘 존재한다. 하지만 그것은 어디까지나 가능성일 뿐이다. 실제로 경영자가 주주의 이익을 해쳐가면서까지 자신의 이익을 추구하고 있는지는 따져 보아야 할 일이다. 이미 앞에서 지적했듯이 어떤 대리인 관계이든 간에 어느 정도의 대리인 비용은 존재하기 마련이다. 중요한 것은 그것으로부터 얻는 것과 잃는 것 중 어느 쪽이 더 큰가의 문제이다. 대리인 관계를 유지함으로써 인해 발생하는 이득이 대리인 비용을 초과한다면 문제 삼을 이유가 없다. 또 설령 대리인 비용이 상당히 큰 경우라 할지라도 그렇다는 사실이 주식시장에 알려져 주가가 낮게 형성된다면 주주들에게는 피해가 없다.²²⁾

5) 이윤 극대화는 바로 주주들의 이익극대화를 의미한다.

그렇다면, 무엇이 문제인가? 사실 현 주식회사 제도의 문제가 무엇인지를 진지하게 다루고 있는 연구물을 찾아보기는 쉽지 않다. 미국 '증권거래위원회'의 연구 보고서는 몇 안되는 그런 시도들 가운데 하나이다. 이 보고서에 따르면, 미국에서는 1970년대에 경영자의 주주에 대한 책임 의식이 무너졌다고 한다. 그 증거로서 '몇몇 대기업의 도산, 수백 개의 주식회사들이 부정한 것으로 보이는 거래를 했다는 사실, 주식회사 중에 환경법이나 다른 법들을 어긴 경우가 있었다는 사실'23) 등이 제시되었다.

이 보고서가 내세우고 있는 명분은 '주주 또는 투자자의 이익 보호'가 다른 어떤 목표보다도 우선되어야 한다는 것이다.24) 그렇지만, 주주에게 무엇이 해롭고, 무엇이 이로운지에 대한 개념 설정조차 제대로 되어 있지 않다.25) 만약 경영자가 회사의 돈을 빼돌렸다면 그것은 분명히 주주의 이익을 해친 것이다. 그러나 경영자가 위법한 방법으로 이익을 남겨 주주에게 배당했을 경우 도덕적으로는 문제가 있지만 주주의 이익에 충실한 것만은 분명하다. 이렇게 본다면 이 보고서가 부정한 거래나 환경법 등의 위반을 주주 또는 투자자들의 이익을 해치는 행위로 규정한 것은 모순이다. 권한의 '남용'이라고 일컬어지는 이런 관행이 널리 행해지고 있다는 것은 보고서의 의도와는 정반대의 명제를 입증하고 있는 셈이다. 즉, 경영자들은 주주의 이익을 극대화하기 위해 위법행위까지도 무릅쓰고 있는 것이다. 경영자들이 주주의 이익에 충실하지 못할 것이라고 걱정하는 것은 기우杞憂에 불과하다.26) 그런 현상을 '증권거래위원회'는 투자자에 대한 경영자의 책임성이 '붕괴'된 증거로 들고 있다. 그런 주장을 하는 저의가 무엇인지 의심스럽다.

세 가지의 증거들 중 첫번째 것, 즉, 우수한 대기업의 도산이라는 현상은 주주들의 이익과 반하는 것일 가능성이 있다. 그러나 이것도 잘 따져보면 증거로서의 자격이 없다. 당시 대기업들의 도산이 주식회사 경영자들의 책임성 붕괴 때문이라고 볼 만한 증거는 없다. 오히려 실물경제의 추세가 그런 현상을 가져왔다고 보는 것이 옳지 않을까? 예컨대, 미국의 철강 산업과 자동차 산업이 현재 겪고 있는 문제가 이 보고서에서 만병통치약의 하나로 강조되고 있는 '의미있는 주주참여의 결여' 때문에 주로 발생하고 있다고 주장하는 사람은 아무도 없을 것이다. 석유값의 상승, 공장의 낙후, 높은 노동비용 등 실물 경제의 요인들이 이런 산업에서의 문제를 야기했을 가능성이 훨씬 크다. 이런 문제들을 주식회사의 책임성 '붕괴' 탓으로 돌리는 것은 최근 몇 년 동안 주식시장이 부진한 이유를 이 기간 동안에 확산된 사외이사제에서 찾는 것만큼이나 이치에 닿지 않는다.

게다가 기업의 도산이 언뜻 생각하는 것처럼 그렇게 주주들의 심각한 관심사인지도 분명치 않다. 일정 시점에서 어느 기업의 주가는 앞으로 발생할지도 모르는 미래의 상황들을 반영한다. 가격이 0이 될 확률 (또는 도산할 확률)이 90%이고, 20달러가 될

확률이 10%인 주식이 있다고 해보자. (설명을 단순화하기 위해 위험을 무시할 경우) 이 주식의 가격은 2달러일 것이다($0.9 \times 2 + 0.1 \times 0 = 1.8$). 누군가가 이 주식을 2달러에 매입했는데 가격이 0으로 떨어져 버렸다고 하자. 이것을 부당하다고 보아야 하는가? 아니다. 이미 자신이 생각하고 있던 확률이 현실화되었을 뿐이다. 주가가 20달러로 올라 예기치 못한 횡재를 한 것이 부당하지 않은 것처럼 값이 떨어지는 것도 부당하다고 볼 수는 없다. 투자 대상 기업의 도산 그 자체는 투자자에게 문제가 되지 않는다. 정작 그들이 관심을 가지는 것은 도산으로 인한 주가의 하락 가능성이다. 만약 사전에 투자 대상 기업의 도산 가능성을 평가할 수 있다면 투자자들에게는 어떤 기업이 앞으로 도산할 것인지의 관심의 대상이 아니다. 그런데 주식시장은 다른 어떤 시장들보다도 효율적이다. 따라서 주식시장에서 형성되는 주가는 특정 기업의 도산 가능성을 반영하고 있다. 결국 시장가격에 주식을 사는 투자자는 사후적인 도산 가능성에 대한 보상을 사전에 받는 셈이다.

대개의 주주들이 기업의 도산에 대해서 별 관심을 가지지 않는 데에는 또 다른 이유가 있다. 한 기업의 도산은 그 기업의 주주들에게는 손해이지만, 다른 기업의 주주들에게는 이익일 수 있다. 예컨대, 브래니프라는 어느 항공회사가 도산했다고 해 보자. 당연히 그 회사의 주식은 휴지조각이 될 것이다. 그러나 브래니프의 항공 노선을 인수받을 다른 항공사의 주가는 올라갈 것이다. 따라서 특정 회사의 주식을 소유하면서도 그 회사의 도산으로 인한 피해를 줄이고 싶어하는 위험기피형 투자자(risk averse investor)라면 그 회사의 도산으로 인해 이익을 보게 될 다른 회사의 주식을 동시에 소유하면 된다. 그런 식으로 분산투자를 한 투자자들에게 브래니프의 파산은 관심거리가 되지 못한다. 이처럼 주식 분산 소유의 가능성은 기업의 도산에 관한 투자자의 우려를 크게 줄여준다.²⁷⁾

사회에 대한 책임

주식회사의 이윤 극대화 행위가 공익과 갈등을 빚는다는 주장이 유행처럼 되어 버렸다.²⁸⁾ 하지만, 그들은 도대체 공익이라는 것의 개념이 무엇인지조차 제대로 밝히지 못하고 있다. 해럴드 데므체츠(Harold Demsetz)가 말했듯이, 오랜 시간에 걸쳐 ‘좋은 사회’가 어떤 것인지를 밝히기 위해 수많은 철학자들과 경제학자들이 공리를 해 보았지만 결과는 실패였다. 그렇게 거창한 주제가 아니더라도 ‘공정한 가격’, ‘정당한 임금’, 또는 ‘공정한 경쟁’ 등이 무엇인지를 밝히는 일조차 성공을 거두지 못했다.²⁹⁾ 그런 일을 다시 시도할 만큼 나는 무모하지 않다. 나의 목표는 훨씬 단순하다. 주식회사가 ‘사회적 책임’을 다하지 못하고 있다는 주장의 근거가 없음을 밝히고자 할 뿐이다.

이윤의 극대화는 다른 목표, 예를 들어 사회적 책임들 사이에 잠재적 갈등이 있을 수 있다. 그러나 실제로는 보통 생각하는 것 보다 그 갈등이 매우 작다. 성공적인 사업

은 노동자들에게 일자리를 제공하며, 소비자들이 원하는 상품과 서비스를 제공한다. 무심코 지나쳐 버리기 쉽지만 실제로는 기업의 이윤극대화 행위가 사회에 제공하는 중요한 혜택들이다. 그럼에도 불구하고 사람들은 기업의 도산으로 인해 수 만명의 실업자가 발생하고 나서야 성공적인 기업의 중요성을 깨닫는다. 다른 문제들도 마찬가지이다. 예컨대, 비판자들은 이윤 극대화가 근로환경의 안전성이나 환경보전 등의 목표와 마찰을 빚는다고 생각한다. 그런데 기업들이 이윤극대화를 추구하지 못해 근로자들의 소득이 전반적으로 낮아지는 경우를 한번 생각해 보라. 어떤 목표들이 가장 먼저 뒷전으로 밀리겠는가? 아마도 안전과 환경일 것이다. 이런 의미에서 본다면 기업의 이윤극대화와 소위 사회적 책임이라고 불리는 목표들 간에는 매우 긴밀한 관련이 있음을 알 수 있다.

이런 현상들은 우리 주변에서 빈번히 일어나고 있음에도 불구하고 사람들은 그것을 잘 깨닫지 못한다. 예를 들어 어떤 공장이 한 지역에서 문을 닫고 다른 지역으로 옮겨간다고 해 보자. 문을 닫게 되는 공장의 노동자들이나 그 지역 주민들은 옮겨가는 공장을 무책임하다고 비난할 것이다. 그러나 왜 그 공장이 그리로 옮겨가려고 하는가도 생각해 보아야 한다. 분명 그렇게 하는 것이 더욱 생산성을 높일 것이기 때문이다. 그렇다면 공장이 더욱 생산적으로 운영됨으로써 새로운 지역의 노동자와 지역 주민들에게 가져다 줄 더 큰 혜택도 같이 고려해야 한다. 어떤 기업이 새로운 기술의 개발에 성공한 결과 기존의 기업들보다 훨씬 싸고 좋은 제품을 만들 수 있게 되었다고 해 보자. 이것은 그 물건을 사 쓰는 소비자들에게도, 그 회사의 현재와 미래의 종업원들에게도 좋은 일이다. 그러나 따라오지 못하는 기존의 기업들은 시장을 잃고 문을 닫게 될 것이다. 그 기업에서 일하던 근로자들은 직장을 잃게 될 것이다. 그렇다고 해서 기술개발에 성공한 기업을 비도덕적이라고 비난해야 하겠는가? 마찬가지로 공장이 이전한 결과 한 지역의 경제가 파탄에 빠졌다고 하더라도 그 공장의 행동을 ‘부도덕’하다고 비난할 수는 없다.³⁰⁾

그렇다고 해서 이윤 극대화가 항상 사회적으로 가장 바람직한 결과를 가져온다고 주장하는 것은 아니다. 환경오염처럼 외부효과가 있는 상황에서는 그렇지 않을 수 있다. 외부효과란 다른 사람에게 피해를 입힘에도 불구하고 그에 대하여 적절한 보상이 이루어지지 않는 상태를 말한다. 그럴 경우는 기업의 이윤 극대화가 사회적 이익의 극대화와 마찰을 빚을 수 있다. 그러나, 이 말은 오해의 소지가 있기 때문에 잘 이해해야만 한다. 어느 기업이 강물에 폐기물을 버렸다고 해 보자. 우리가 그것을 문제삼는 이유는 그 기업이 강물을 사용하는 다른 사람들에게 입힌 피해의 가치가 기업 자신이 누릴 이익보다 클 가능성이 높기 때문이다. 필자가 말하려는 것은 폐기물을 버리는 행위가 도덕적으로 옳은지 그른지를 판단할 선형적인 기준은 없다는 것이다.

폐기물을 강물에 버릴 수 없다고 해 보자. 그러면 이 기업은 폐기물 처리를 위해 비

용을 지출해야 할 것이고, 그 결과 그 회사의 주식을 보유하고 있는 투자자와 근로자, 그리고 그 회사의 제품을싼 값에 사 썼을 소비자들의 부담은 그 만큼 커질 것이다. 깨끗한 강물을 필요로 하는 사람들에게는 좋은 일이지만 그것을 위해서 손해를 보는 사람도 생기는 것이다. 이처럼 오염을 시키는 행위이든, 강물을 깨끗하게 지키는 행위이든 간에 모두 득과 실을 동시에 가지고 있다. 따라서 어느 쪽이 옳은지를 판단할 선형적인 기준은 없다. 우리가 해야 할 일은 이해 당사자들간의 협상이 아주 쉽게 일어날 수 있는 상황을 가정한 후 그런 상태에서는 당사자들이 어떤 내용의 계약을 체결했을 지를 따져 실제로 그것이 가능하도록 강물의 재산권을 확립해주는 일이다.³¹⁾ 이것은 매우 중요한 일임에 분명하다. 문제는 그것이 아무리 중요한 일이라고 할지라도 회사의 형태가 주식회사인지의 여부와는 관계가 없다는 사실이다. 이 문제는 회사의 형태가 무엇이든, 그리고 사회의 형태가 어떠한 간에 필연적으로 발생하는 문제이다.³²⁾ 오염 문제를 주식회사의 지배구조와 관련짓는 것은 문제의 초점을 흐릴 뿐이다.

어떤 사람들은 외교적으로 민감한 사안에 있어서 기업이 이윤 극대화만을 추구하는 것은 도덕적으로 옳지 못하다고 주장한다. 하지만 왜 그런 주장을 하는지가 분명치 않다. 그러한 상황에서 기업이 이윤 극대화를 추구할 경우 무역이 늘어나 소비자와 노동자 그리고 투자자 모두가 혜택을 누릴 것이다. 외교적인 고려에 못지 않게 그것도 중요한 목표임을 부인할 수 없다. 인종차별정책을 펴는 남아프리카공화국에는 미국 기업이 투자를 하지 말아야 한다고 주장하는 사람들에서부터 기업이 제품의 안전에 더 신경을 써야 한다고 주장하는 사람에 이르기까지 기업의 사회적 책임을 논하는 사람들은 공통적으로 이 같은 가치간의 경합관계를 제대로 인식하지 못하고 있다.³³⁾ 그들의 주장 중에서 주식회사가 도덕적으로 행동해야 한다는 명제를 받아들인다고 하더라도, 현재 회사들이 그렇게 하지 않는 이유가 주식회사의 책임성이 '붕괴'되었거나 또는 회사의 지배구조가 잘못되었기 때문이 아닌 것은 분명하다. 만약 개혁론자들이 진정으로 자신들이 원하는 바를 성취하고 싶다면 주식회사의 지배구조 개혁을 수단으로 할 것이 아니라 입법 청원 등 정치적 과정을 통하는 것이 보다 합리적이다. 개혁론자들이 주식회사의 지배구조를 변화시킴으로써 회사의 도덕적 행동을 유도하려고 하는 것은 이미 정치 과정을 통한 방법이 실패했기 때문인 것으로 보인다.

법이 주식회사로 하여금 어떤 일을 하지 못하도록 제한하고 있다면, 어쨌든 그것은 지켜져야 한다. 현행법은 환경오염,³⁴⁾ 대외 거래,³⁵⁾ 경쟁제한 행위,³⁶⁾ 기타 다른 기업의 관행들을 제한하고 있다. 이런 규정이 지켜지지 않았을 때, 책임성의 붕괴가 일어났다는 주장을 할 수 있다. 그렇지만, 이런 경우에서조차, 상황은 언뜻 보기보다는 복잡하다. 법규정 위반 사건의 상당 부분이 의도하지 않은 부주의나 하위직 근로자들의 실수 때문에 발생한다. 따라서 경영자의 입장에서 볼 때, 법규 위반의 빈도를 줄이려면 상응하는 비용을 지출해야 한다. 그리고 그 비용이 법규 위반에 따른 벌금

의 액수보다 클 수 있다.³⁷⁾ 마치 개인이 상황에 따라서는 계약을 이행하지 않고 손해배상을 택하듯이, 기업도 고의로 법을 어기고 벌금을 무는 일이 차라리 이득이 되는 경우가 있을 수 있다.³⁸⁾ 만약 계약위반이나 법규위반에 따르는 이득이 벌칙에 포함된 사회적 비용을 초과한다면, 법규나 계약을 고지식하게 지키기보다는 오히려 어기는 것이 사회적으로 바람직할 수 있다. 다시 말해서 모든 법을 완벽하게 준수하는 것이 사회적으로 가장 바람직한 상태는 아니라는 것이다. 만약 법규를 위반하는 건수가 지나치게 많다고 생각한다면 벌칙이 '실질적인' 사회적 비용을 반영할 수 있도록 벌칙을 강화하는 길을 택하는 것이 옳다.³⁹⁾ 다시 말하거니와, 문제(문제가 있는지의 여부는 분명치 않지만)의 해결책은 주식회사 지배구조의 변화가 아니라 정치적 과정에서 찾아야 한다.

넬바나(Nirvana) 오류

이제까지 나는 주식회사 제도의 개혁을 필요로 하는 문제가 존재한다는 증거가 없다고 주장해 왔다. 그러나 설령 문제가 있다는 주장을 받아들일지라도 그것으로부터 곧 개혁의 당위성이 도출되는 것은 아니다. 우리가 겪고 있는 현실이 이상향과 같지 않다고 해서 현존하는 제도를 고쳐야 한다고 주장하는 것은 비약이다. 경제학에서는 그런 식의 태도를 넬바나 오류(Nirvana Fallacy)라고 부른다.⁴⁰⁾

비교가 의미 있는 것이라면 환상 속에만 존재하는 이상향과의 비교가 아니라 현실적으로 가능한 대안간의 비교이어야 한다. 따라서, 시장이 불완전하기 때문에 규제를 하는 것이 낫다는 결론은 너무 성급하다. 현실에 문제가 있지만 그것의 대안인 규제는 더욱 불완전할지도 모르며 많은 경우 그럴 가능성이 크다. 주식회사의 지배구조에 대한 논의도 비슷하다. 현재의 제도적 장치가 불완전하기 때문에 주식회사의 구조 또는 회사법이 바뀌어야 한다고 결론짓는 것은 넬바나 오류이다. 현재의 제도를 유지할 때에는 어떤 득과 실이 있는지, 그리고 개혁안을 택할 경우는 어떤 득과 실이 있을지를 같이 따질 때에야 비로소 정당한 비교가 이루어졌다고 말할 수 있다. 그런데, 주식회사란 자유의사에 따른 합의의 결과이기 때문에, 현행의 제도가 개혁론자들이 제안하는 제도들보다 우수할 가능성이 크다. 이 문제에 대해서는 뒤에서 자세히 다루겠다.

4. 주식회사의 사회적 책임

주식회사의 경영자는 누구의 이익을 위해서 일해야 하는가?⁶⁾ 이것은 아마도 회사법을 둘러싼 논쟁 중 가장 오래된 논란거리일 것이다.⁴¹⁾ 전통적인 견해에 따르면, 경영

6) 원문을 직역하자면 '경영자는 누구를 위한 수탁자인가?'로 번역될 수 있다. For whom are managers trustees?

자는 주주의 이익만을 추구해야 한다. 그러나 경영자는 주주들뿐만 아니라 사회 구성원들 전체의 이익도 고려해야 한다고 주장하는 사람들도 있다. 즉 주식회사에게는 소위 사회적 책임이라는 것이 있다는 것이다. 후자의 주장에 따르자면, 투자자의 이익이 희생되더라도 공익을 추구할 권한과 자유가 주식회사의 경영자들에게 주어져야만 한다. 기업의 사회적 책임을 주장하는 사람들 중의 일부는 주장의 근거로서 주식회사를 만든 것은 국가⁷⁾이기 때문에 국가에 대한 책임을 면할 수 없다는 식의 논리를 펴기도 한다. 지금부터는 이 같은 주장들의 타당성을 따져 보려고 한다.

주식회사의 사회적 책임과 기업이론

주식회사는 사회적 책임이 있기 때문에 경영자들은 공익을 위해서 일할 의무와 권리를 가지고 있다고 주장하는 사람들은 은연중에 주식회사가 사회적 또는 도덕적 의무를 행할 수 있는 존재라고 생각하고 있음이 분명하다. 하지만 이것은 중대한 착각이다. 기업이론을 논하는 과정에서 분명해졌듯이, 주식회사란 다양한 개인들이 상호의 이익을 위해서 자발적으로 맺는 많은 계약의 복합체이다. 구체적 실체가 아니라 법률에 의해 만들어진 가상의 개념일 뿐이다. 이것은 기업의 사회적 책임을 논함에 있어 매우 중요한 의미를 지닌다. 마치 바위나 책상 같은 무생물이 도덕적 의무를 질 수 없는 것과 마찬가지로, 주식회사도 사회적 또는 도덕적 의무를 질 수 없다. 오로지 사람만이 도덕적 의무 또는 사회적 책임을 질 수 있으며, 오직 사람만이 이윤 극대화를 포기함에 따라 발생하는 비용을 부담할 수 있고 실제로도 그렇다.⁸⁾⁴²⁾

이 문제는 입법부와 행정부가 관여할 공공정책의 문제가 아니라 계약법의 문제이다. 기업의 사회적 책임에 찬성하는 측이건 반대하는 측이건 간에 양쪽 모두 이 사실을 잘못 이해하고 있다. 계약이라는 관점에서 조명할 경우 기업에게 사회적 책임이 있는 가에 대한 답은 명료해진다. 주식회사가 이윤을 위해서 합법적으로 설립되었다면, 투자자가 다른 사람에게 혜택을 주기 위해서 이윤을 낼 기회를 희생해야 할 의무가 있는가? 투자자의 대리인으로 활동하는 경영자는 다른 사람에게 혜택을 주기 위해서 이윤의 기회를 희생해야 할 의무가 있는가?⁴³⁾ 이 두 질문의 답은 하나이다. 주주와 맺은 대리인 관계의 계약 조건에 따라 주주의 부활을 극대화하는 것만이 경영자의 의무이다.

주식회사는 국가의 피조물인가?

주식회사의 사회적 책임을 논하는 사람들 중에는 주식회사가 국가의 피조물이기 때문

7) 원문에는 주(state)로 되어 있다. 미국의 경우 주식회사의 설립을 허가하는 것은 (연방정부가 아니라) 주정부州政府이기 때문이다. 여기서 국가라는 말로 번역한 것은 우리나라에서 주식회사의 설립을 허가하는 것은 도청이나 광역시청이 아니라 중앙정부이기 때문이다.

8) 즉 주식회사에게 부담시킨 비용은 결국 주식회사와 이해관계를 맺고 있는 주주, 근로자, 채권자, 하청업자, 소비자들이 부담할 수밖에 없다.

에 조물주인 국가에 대해서 책임을 져야 한다고 주장하는 논자들이 종종 있다.⁴⁴⁾ 그러나 이미 여러 번 설명했듯이 주식회사란 투자자들이 상호의 이익을 위해 자발적으로 형성한 기업의 특별한 한 형태이다. 따라서 국가의 피조물로 보기보다는 사적인 계약의 산물로 보는 것이 훨씬 합리적일 수 있다. 신인의무, 채권자 보호를 위한 이익 배당의 제한 등 현행 상법 규정의 상당 부분은 일종의 표준화된 계약서라고 볼 수 있다. 설령 법인 설립 허가의 주체인 국가가 그런 규정을 만들지 않았더라도 많은 조항들이 사적인 계약에 의해서 형성되었을 것이다.

물론 모든 조항들이 사적인 계약으로 만들어질 수 있는 것은 아니다. 불법행위와 관련된 유한책임 같은 상법상의 조항들은 사적인 계약으로 만들어질 성질의 것이 아니다. 따라서 국가가 회사법을 만들지 않았다면 주식회사의 그런 속성들은 존재하지 않았을 것이다. 그러나, 그렇다고 해서, 주식회사가 국가의 피조물이 되는 것은 아니다. 불법 행위에 대한 유한책임 조항이 의도하는 바는 일정한 형태의 사적 행동을 장려하는 것이지, 없던 행동을 창조하는 것이 아니다. 그런 조항들로 인해 주식회사라는 기업조직이 새로이 창조되는 것이라고 보기는 어렵다. 그것이 없더라도 존재했을 행동을 장려하는 보조적인 역할만을 하고 있는 것이다. 결국 주식회사를 국가의 피조물로 볼 수는 없다.

더 중요한 사실은 주식회사가 국가의 피조물인가 아니면 사적 계약의 산물인가 하는 논쟁이 주식회사의 사회적 책임과는 거의 상관이 없다는 점이다. 주식회사를 국가의 피조물로 보든 않든 간에 국가는 어느 때고 주식회사의 활동을 제한할 수 있다. 예컨대, 국가는 주식회사로 하여금 이윤 극대화를 포기하게 하고 다른 목표를 추구하게 할 수 있다. 극단적인 경우, 주식회사를 완전히 불법화시킬 수도 있다. 그러나, 국가가 그렇게 한 적은 없으며, 이윤 추구를 위해 주식회사를 설립하는 것을 불법화하지도 않았다. 그러므로, 주식회사의 설립 허가권을 국가가 가진다는 사실과 경영자가 투자자의 부를 극대화해야 한다는 사실간에는 어떤 연관성도 없다.

5. 소액주주 민주주의

주주는 각 주⁹⁾의 법에 따라 이사를 선출하고,⁴⁵⁾ 회사와 관련된 중대한 변경사항을 승인하며,⁴⁶⁾ 제한된 범위 내에서이기는 하지만 이사의 해임을 발의할 권한⁴⁷⁾을 갖는다. 또 연방법의 규정에서 정하는 요건을 갖추어 자신들의 제안을 주주총회의 안건에 포함시킬 권한도 있다.⁴⁸⁾ 주주의 판단을 돕기 위해 연방법은 회사로 하여금 상당한 양의 정보를 주주에게 공개하도록 요구하고 있다.⁴⁹⁾ 그런데 이런 권리가 주어

9) 미국은 각 주마다 저마다의 회사법을 가지고 있음을 상기하라.

있음에도 불구하고, 대다수의 주주들은 회사의 일에 무관심하다.50) 주주들은 별 생각 없이 기존의 경영진이 추천하는 후보들을 이사로 선출한다. 간혹 소액주주들이 주주 제안권을 행사하여 주주총회에 안건을 상정하기도 하지만, 그런 안건들이 많은 표를 얻는 경우는 거의 찾아보기 힘들다.

이런 상황에 대해 ‘증권거래위원회’ 같은 집단은 다음과 같은 의문을 제기한다. “주주들이 회사의 운영에 그토록 관심을 갖지 않는다면 도대체 주식회사라는 제도의 정당성을 인정할 수 있는 것인가?”51) 이들의 눈에는 주주들의 무관심이 ‘무력감을 반영’하는 현상으로 비쳐진다.52) 만약, 그들의 표(의결권)나 의견이 회사의 정책에 영향을 미칠 수 있었다면, ‘의미있는’ 참여를 마다하지 않았을 것이라고 생각한다. 그들은 주식회사의 지배구조와 관련해서도 민주주의가 살아나야 한다고 주장한다. 그렇게 함으로써 주주들에 대한 경영자의 책임성을 ‘크게’ 높일 수 있다고 주장한다.53) 그런 목적을 달성하기 위한 수단으로서 그들은 여러 가지의 수단들을 내놓고 있다. 주주들이 직접 임원후보를 추천할 수 있게 하는 방안,54) 주주들에게도 임원이 될 후보를 추천하게 하고 사외이사만으로 구성된 후보추천위원회로 하여금 심사하게 하는 방안,55) 중요 직책의 후보자들에 대한 정보 공개56) 등은 그 중의 일부이다. 개혁론자들은 또한 회사의 장기적 발전에 기여할 수 있는, 그리고 책임 의식이 강한 사람들이 이사로 선출될 수 있도록, 대주주들인 기관투자가의 적극적인 의결권 행사가 필요하며, 그것을 유도할 수 있는 법적 장치가 마련되어야 한다고 주장한다.57)

소액주주 운동의 주창자들은 주주들이 회사의 경영에 더 깊이 관여하고 싶어한다고 생각하고 있다. 따라서 제도적으로 허용만 된다면 주주들은 경영에 더 많이 참여할 것이고, 그 결과 경영자들의 책임성이 강화될 것이라고 믿고 있다. 하지만 그들의 주장은 사실이 아니라 모두가 가정일 뿐이다. 소액주주들이 경영에 참여하고 싶어한다는 것은 주식회사 제도에 문제가 많다는 주장보다 더욱 사실과 거리가 멀다. 아래에서는 이 문제를 상세히 다루겠다. 아울러 주주민주주의의 실질적인 수혜자는 주주가 아니라 규제당국자나 개혁론자들이라는 사실을 주주제안규정을 사례로 설명할 것이다.

주주민주주의와 기업이론

주주민주주의 주창자들이 범하고 있는 근본적인 오류는 기업에 자본을 제공한 투자자들이 기업의 의사결정과정에서 참여해야 할 이유가 없다는 것을 깨닫지 못하고 있다는 사실이다.58) 투자자들이 원하는 것은 배당이나 주가의 상승일 뿐이다. 투자자들은 자신들이 직접 사업을 일으키고 경영하기보다는 전문경영인들에게 자본의 운영을 맡기고 싶어한다. 투자자들은 바로 그 이유 때문에 주식회사에 기꺼이 자본을 공급하고 있는 것이다. 위험을 피하고 싶어하는 투자자라면 여러 기업의 주식을 분산 소유하거나 또는 상호신용기금mutual fund에 투자함으로써 자기의 목적을 달성할 수 있

다.59) 여러 기업의 주식을 소유하고 있는 투자자는 어떤 특정 기업의 경영에 대해서 특별한 관심을 가지거나 또는 참여할 필요가 없다. 주주민주주의 주창자들은 바로 이 점을 간과하고 있다. 경영능력은 있으나 자금이 부족한 전문경영인들에게는 경영의 기회를 제공함과 동시에, 자금은 있으나 경영능력이 없는 사람들에게는 높은 수익의 투자 기회를 제공해주는 것이 바로 현대적 주식회사의 진수이다.60) 주주들에게 더 많은 권한이 주어질수록 투자수익률은 낮아질 것이다. 자신들의 힘을 증대시키기 위한 방안들이 끊임없이 제안되고 있음에도 불구하고, 정작 투자자들 자신은 그런 제안들에 대해 시큰둥한 것은 바로 그 때문이다.61)

무임승차의 문제는 주주들이 주식회사 경영에 무관심한 또 다른 이유이다. 어떤 소액 주주가 회사경영 방식에 무언가 '잘못'이 있음을 발견했다고 해 보자. 그가 이것을 고치려면 다른 주주들의 지지표를 얻어내야 한다. 그러기 위해서는 다른 주주들을 설득하기 위해 시간과 노력과 돈을 써야 한다. 만약 위임장 경쟁¹⁰⁾이라도 벌어지는 날에는, 막대한 수준의 비용을 스스로 부담할 수 밖에 없다. 그렇게 해서 회사의 경영이 개선되었다고 해 보자. 문제는 그 이익이 애를 쓴 당사자에게 모두 돌아오는 것이 아니라는 사실이다. 경영개선의 효과는 주가의 상승으로 나타날 것이다. 따라서 아무리 많은 비용을 지출했다라도 그에 따른 이득은 발행주식 총수 중에서 각 주주가 차지하는 비율만큼만이 귀속된다. 비용은 혼자서 부담하고 이득은 모든 주주가 나누어 가져야 하는 것이다. 때문에 어느 주주도 개별적으로는 회사의 경영 방식을 개선하기 위해 비용을 지출하려 하지 않을 것이다.62) 이러한 현상이 바로 무임승차자의 문제이다. 만일 기존의 경영진에 대해 불만을 가진 주주가 있다면 회사의 경영방식을 고치려 하기보다는 자신의 주식을 팔아버리고 마음에 드는 다른 기업의 주식을 매입하는 것이 보다 논리적인 대안이다.63) 주주들이 수동적인 존재로 머물고 싶어하는 것은 참여의 기회가 부족해서라기보다는, 주식을 손쉽게 매각할 수 있기 때문이다. 주식 매각은 합리적인 일이다.64)

개혁론자들은 주식시장에 대해 묘한 경멸감을 나타낸다. 주식을 매각하는 것을 어딘가 비윤리적이거나 신의를 저버리는 일로 여긴다. 예를 들어 '증권거래위원회'의 전직 위원장은 이러한 타입의 투자자들을 "회사의 단물을 빨아먹는 단기적 투기꾼이자 기회주의자"라고 조소조로 규정하였다.65) 이 사람 말고도 이런 식의 생각을 하는 사람은 많다.66) 투자자를 보호하는 시장의 역할과 중요성에 대해 어떻게 이렇게까지 무지한지 놀라울 뿐이다.

10) 甲이라는 주주 혼자만의 힘으로는 자신의 의사를 관철시킬 수 없을 때, 다른 주주의 힘을 빌릴 수 밖에 없다. 그러기 위해서는 자신을 지지하는 다른 주주들의 지지를 얻어내야 하는데, 그 수단은 위임장을 받는 것이다. 그런데 乙이라는 주주는 甲이 제안한 안건을 부결시키고 싶어할 수 있다. 그럴 경우 甲과 乙은 서로 다른 주주의 위임장을 받기 위해서 경쟁할 수밖에 없다. 그런 현상을 위임장 경쟁이라고 한다.

주식시장이 효율적이지 못하다고 이익을 제기하는 사람들도 있다. 일반 투자자들이 기업의 정보에 대해 무지하기 때문이란단. 하지만 주식시장에는 여러 기업들의 정보를 구하고 그것에 기초하여 주식을 사고 파는 전문투자자들이 많다. 이들에 의해 정보가 창출되고 그것이 주가에 반영되어 주식시장은 효율적으로 작동한다. 그 결과 경영자시장, 자본시장, 기업 경영권시장도 원활하게 작동한다. 이러한 시장들로 인해 경영자와 주주 사이의 이해 갈등도 최소화된다. 주식시장은 단기적 '투기꾼' 뿐만 아니라 주식시장의 동향에 어두운 장기적 투자자들에게까지 이익을 제공한다.

소위 '월가의 법칙'이라는 것이 있다. 기업이나 경영자가 마음에 들지 않으면 언제든지 주식을 팔아 치우라는 것이다. 이것만큼 경영자들로 하여금 투자자들의 이익에 충실하도록 만드는 장치는 없다. 이 월가의 법칙은 투자자들이 경영자들로부터 자신을 보호하기 위해 사용할 수 있는 가장 중요한 보호수단이다.

주주민주주의의 구체적 형태: 주주제안제도

주주민주주의가 구체화된 고전적인 형태는 주주제안권이다. 일정한 요건을 충족시킬 경우 주주들의 제안을 주주총회의 의안에 포함시키도록 하는 제도이다.⁶⁷⁾ 그런데 지금까지의 경험에 의하면 주주들이 이 권리를 행사한 경우는 그리 많지 않다. 게다가 이런 식으로 제출된 얼마 안 되는 의안들도 압도적인 표 차로 좌절되어 버린다. 내가 알기로 지난 삼십 년 동안 경영진이 반대하는 의안 가운데에서 주주들의 성공적인 지지를 얻어낸 경우는 한 건도 없었다. 주주들이 주총에 제안한 의안들은 거의 대부분 5% 이하의 표를 받았을 뿐이다.⁶⁸⁾ 주주투표행위의 경제학에 비추어 볼 때 결코 놀라운 일이 아니다.

이렇듯 성공한 예가 없음에도 불구하고 거의 모든 논평자들이 주주제안권에 대해 아낌없는 찬사를 보내고 있다.⁶⁹⁾ 이 제도에 찬성하는 사람들의 논거는 두 가지로 요약될 수 있다. 첫째로, 이 권리를 통해 주주들은 자신의 의견을 표출할 수 있다는 것이다. 둘째로, 이 규칙은 경영진이 사회적 책임에 대한 주주의 관심에 민감해지도록 하고, 따라서 기업행동에 '건전하며 간접적인 영향'을 미친다고 주장한다.⁷⁰⁾ 그러나 자세히 들여다보면 두 가지 주장 모두 근거가 없음을 알 수 있다.

물론 자신의 의견을 표현하고자 하는 주주에게 그 기회를 주지 말아야 한다고 주장하는 사람은 없다. 문제는 그것을 하기 위한 비용이다. 주주제안권을 행사함에 있어서도 비용은 든다. 그런데 그 비용은 권리를 행사하는 주주가 아니라 회사의 다른 주주들이 부담한다. 언론의 자유를 규정하고 있는 미국 수정헌법 1조에서조차도 (방송주파수⁷¹⁾에 관한 아주 제한된 상황을 제외하고는) 타인에게 비용을 부담시키는 언론의 자유는 보장하지 않는다. 이 문제는 주주들간의 가상적 계약이라는 차원에서 볼 때

분명해진다. 모든 주주가 경영에 관한 자신의 의견을 표현할 권리를 갖는다고 해 보자. 이것을 뒤집어 말한다면 다른 주주가 의견을 표현하고자 할 때 그 비용을 발언자 이외의 주주들이 부담해야 함을 뜻한다. 과연 주주들이 이런 식의 계약에 자발적으로 동의를 할까? 아닐 것이다. 주주투표 행위의 경제학(주주제안권에 대한 주주 자신들의 무관심이라는 현상으로 확인되었음)의 관점, 또는 마음에 들지 않는 기업의 주식을 매각하는 행위의 효율성이라는 관점에서 볼 때, 주주제안권 제도는 주주 이익의 극대화라는 목표와는 분명히 어긋난다.

‘건전하며 간접적인 영향’이라는 개념은 문제의 소지가 더 크다. 주주 제안권의 행사를 전후해서 제안 내용과 유사한 방향으로 기업 행동이 바뀌는 경우가 있는 것은 사실이다. 그러나 그것이 주주 제안 때문인지 아니면 사회 전반의 정서를 반영한 결과인지는 알기가 어렵다. 설령 전자가 사실이라 할지라도 투자자들의 이익 극대화라는 목표와는 갈등을 빚는다. 어떤 주주가 자신의 주주제안권을 행사한 결과 그 기업이 인종차별국가인 남아프리카공화국에 대한 투자를 중단하거나 혹은 군수품생산을 중지하기로 결정했다고 가정해 보자. 개혁론자들은 틀림없이 이 결과에 대해 매우 기뻐하겠지만, 투자이익의 극대화를 원하는 대부분의 주주들은 그런 결과에 대해 기뻐해야 할 이유가 없다. 지금까지 해오던 남아공에 대한 투자나 군수품의 생산은 기업, 즉 주주의 이익을 위해서였던 것이다. 주주제안권의 행사로 인해 기업의 행동이 바뀌었다는 것은 결국 극소수의 주주들로 인해 그 비용을 다른 주주들에게 떠넘기면서 대다수의 주주들이 원하는 부의 극대화 전략이 포기되었음을 뜻한다. 이것보다 ‘비민주적인’ 결과가 있을까? 이것보다 주주 이익의 극대화라는 목표와 상반되는 결과가 있을까?

주주들은 주주민주주의의 수혜자가 아니다

개혁론자들의 믿고 있는 주주제안제도의 효과는 현실과 동떨어진 수사학修辭學에 불과하다. 현실에 나타날 효과를 진지하게 생각해 본다면 이 제도를 주장하는 사람들이 과연 투자자인 주주들의 이익을 위해 그런 일을 하고 있는지가 의심스러워진다. 예를 들어 1970년대에 ‘증권거래위원회’는 외교적으로 민감한 해외 거래나 환경법 위반과 같은 불법적이고, 반사회적인 행위에 대한 정보를 공개하라고 기업에게 요구하기 시작했다.⁷²⁾ 그러나 그들은 이런 요구로 인해 기업의 투자에 나쁜 영향을 미친다는 것은 생각도 않고 있었다.

이런 강제적인 정보의 공개는 주주 이익의 극대화라는 목표와 조화되기 어렵다. 정보의 공개에는 많은 비용이 따르기 마련인데 그것을 부담하는 것은 기존의 투자자들이다. 외교적으로 민감한 해외거래를 금지하고 깨끗한 환경을 갖는 것에 높은 가치를 부여하는 사람들이 있음은 분명하다. 그러나 자기의 돈을 투자해서 높은 수익을 얻고자 하는 투자자로서의 주주는 대개 그렇지 않다. 투자자의 입장에서 서 있는 한, 주주

들은 거의 언제나 경제적인 이윤 극대화를 선호할 것이다. 그들은 기업의 이윤 극대화에 제동을 거는 도덕적, 정치적 정보의 공개에 보조금을 제공하는 일에 찬성하지 않을 것이 분명하다.

그러므로 주주들은 소액주주 민주주의라는 가면 무도회의 수혜자가 아니라 피해자일 가능성이 크다. 진정한 수혜자는 기업이 이윤 극대화를 포기하고 대신 자신들이 추구하는 도덕적 기준에 맞도록 행동하기를 원하는 사람들, 즉 학자, 사회개혁론자들, 그리고 규제당국자들이다. 소액주주권을 강화하겠다고 만들어진 법조항들은 주주의 이익을 늘리기 위함이 아니라 개혁론자들이 원하는 도덕적인 목표를 추구하기 위해 만들어져 있다고 보는 편이 더 현실적이다. 그것을 주주의 이익을 위해서라든가 또는 민주주의라는 이름으로 포장하는 것은 속임수일 뿐이다.

6. 사외이사

주식회사제도가 안고 있는 문제들을 해결하기 위해 이사회 구조를 바꾸어야 한다는 주장들이 제기되어 왔다. 예를 들어, '증권거래위원회'의 전 의장인 헤럴드 윌리엄스는 최고경영자CEO를 제외한 모든 이사들이 경영에 직접 관련되지 않는 사외이사로 채워져야 한다고 말했다.⁷³⁾ 이 제안을 100% 그대로 받아들이자고 하는 사람은 그리 많지 않았지만, 최소한 기존의 경영진으로부터 독립된 사외이사가 필요하다는 취지에는 많은 사람들이 공감을 표했었다. 그리하여 '미국법학회',⁷⁴⁾ '경영자협회',⁷⁵⁾ '증권거래위원회'⁷⁶⁾ 등이 모두 이사회가 최소한 과반수는 사외이사로 구성하는 것이 바람직하다고 권고하기에 이른다. '미국 법 연구소'는 권고의 수준에서 한 걸음 더 나아가 이사의 과반수 이상을 사외이사로 구성할 것을 법으로 의무화해야 한다고 제안했다.⁷⁷⁾ 이 같은 제안들의 공통적인 특징은 이사의 가장 중요한 기능을 회사의 일상적인 경영 업무가 아니라 경영에 대한 '감시'로 보고 있다는 점이다.⁷⁸⁾ 이들의 주장에 따르면 주식회사의 이사란 회사의 일상적인 경영 업무를 수행하는 것이 아니라, 경영진의 선임 및 해고, 기업의 주요 결정사항에 대한 검토 및 승인, 경영진에 대한 책임 추궁, 경영자들이 관련 법규를 준수하고 자기거래¹¹⁾를 하지 못하도록 적절한 절차를 만드는 일 등을 해야만 한다.⁷⁹⁾

사외이사제도를 지지하는 단체나 논평자들은 그것 말고도 감사위원회, 임원후보추천위원회, 임원급료책정위원회 등의 제도에도 큰 비중을 두어 왔다. 개혁론자들은 이 각

11) 경영자인 이사가 자기의 명의로 회사와 거래하는 행위를 말한다. 만약 자기거래가 허용된다면 경영자는 자기의 재산을 아주 비싼 가격으로 회사에 팔거나 또는 회사의 재산을 경영자 자신이 아주 싼 값으로 매입하는 등의 방법으로 부당한 이득을 챙기는 경우가 생겨날 것이다. 따라서 미국의 회사법은 이사의 자기거래 금지를 충실의무의 중요한 내용으로 규정하고 있다.

각의 위원회들이 기존의 경영진들로부터 독립된 사외이사들로만 구성되어야 한다고 주장한다. 감사위원회는 사외감사를 선임하고, 회사와 사외감사간의 관계를 감독하며 적절한 회계원칙을 선택하는 일이어야 한다고 한다. 후보추천위원회는 이사 후보들의 자격을 평가하고 현직 이사들의 업무를 감독해야 한다고 한다. 임원급료책정위원회에서는 고위경영자의 보수를 결정하는 일을 한다. 개혁론자들은 이 제도가 매우 유익한 결과를 가져올 것이라고 철썩 같이 믿고 있다. '미국 법 연구소'가 회사법 연구 프로젝트의 초안에서 상장회사는 사외이사로만 구성된 감사위원회와 임원후보추천위원회를 갖고 있어야 한다고 제안한 것은 이 같은 믿음의 결과일 것이다.⁸⁰⁾ 지금부터 이러한 제안의 합리성에 대해서 평가하고자 한다.

사외이사와 주주의 이익

주주민주주의론과는 달리 사외이사제는 주주의 이익을 높일 가능성이 상당히 있다. 사외이사제는 주주와 경영진 사이에 존재하는 대리인 비용을 줄일 가능성이 상당히 크다. 그리고 대리인 비용의 절감은 경영자와 주주 양측에 모두 이익이 된다. 대리인 비용이 절감되면 경영자들은 경영자대로 더 많은 봉급을 받을 수 있으며 주주들은 주주들대로 주가가 높아져 이익을 볼 수 있다. 따라서 사외이사가 경영진의 행동을 잘 감시할 수만 있다면 이 제도로 인해 아마 양쪽 모두의 이익이 증진될 것이다.⁸¹⁾

하지만 위의 논의는 발생할지도 모르는 잠재적 '이익'에만 관한 것이다. 어떤 제도를 제대로 평가하자면 이익뿐만 아니라 비용(직접비용 및 간접비용)도 잘 따져 보아야 한다. 사외이사제의 도입에 따른 직접 비용으로는 사외이사들의 봉급, 그들을 보좌하는 인력에 지출되는 비용, 의사결정 과정이 길어져서 발생하는 비용 등이 있다. 그렇지만, 이것 못지 않은, 어쩌면 더욱 막대한 간접비용들도 발생한다. 사외이사제도의 지지자들은 경영진의 업무인 기업 경영업무와 사외이사의 업무인 감독업무(경영진의 선임과 주요한 사업의 승인 등)가 확연히 구분될 수 있다고 생각하고 있다. 사외이사들은 회사의 일상 업무에 관여할 만큼 회사의 사정에 밝지 못하지만, 그래도 경영진을 선임한다든가, 또는 중요한 사업을 승인하는 등의 업무를 보는 데에는 문제가 없다고 전제하는 것은 그같은 구분 방식 때문이다. 그러나 실제로 둘 사이의 구분이 것처럼 명확한 것은 아니다. 사업에 익숙하지 못하고, 전문성이 부족해 평범한 사업상의 결정을 내리지 못하는 사외이사들에게 회사합병이나 신제품개발을 계속 진행해야 하는지, 혹은 대표이사나 다른 고위경영자를 교체해야만 하는지의 여부 같은 정말로 중요한 일에 대해 제대로 된 결정을 하기를 기대하는 것은 무리이다. 따라서 이런 문제들과 관련해서 사외이사들이 할 수 있는 일이란 전문 지식을 갖고 있는 기존 경영진이 이미 결정해서 올린 결정에 대해 도장이나 찍는 처지를 면하기 어려울 것이다.⁸²⁾ 그리고 그렇게 하는 것이 더 낫다. 만약 그렇지 않고, 사외이사들이 그런 결정들에 대해 세세한 사항까지를 알고자 한다면 평소에 회사의 일상업무를 파악해야 할 것이고, 그

결과 결정은 더디어지고 효율성은 떨어지게 될 것이다.

기존 경영진의 자기거래를 막는 일에 대해서조차도 사외이사제의 효과는 분명하지 않다. 사외이사들은 대개 파트타임 근무를 하며, 회사와 금전적인 이해관계를 거의 가지고 있지 않다. 그렇기 때문에 아주 명백한 사기나 횡령 사건이 아닌 한 사외이사가 있다고 해서 경영진의 자기거래를 적발할 확률이 더 높아진다고 보기 어렵다.⁸³⁾ 사외이사들은 실제로 경영을 담당하는 경영진들보다 해당 기업의 경영에 대한 지식도 부족할 뿐 아니라 어쩌면 경영이 잘 못 되었을 때, 최고 경영자에게 도전하려는 의지조차도 부족한지 모른다. 그렇다면 이사회가 사외이사들로만 구성될 경우 최고 경영자가 자신의 봉급을 지나치게 높이 책정하거나 또는 자신의 이익만을 위해서 회사를 경영하는 경우에조차 사외이사들은 그에게 면죄부를 찍어 주는 역할만을 할 소지마저 있는 것이다.⁸⁴⁾

그러므로 이사의 과반수를 사외이사로 충원하는 것이 주주에게 이익이 된다는 견해는 이론적으로 입증하기 어려우며, 또 그 견해를 뒷받침하는 어떤 경험적인 증거도 없다. 개혁론자들이 주장하는 다른 여러 가지의 위원회들도 마찬가지이다. 감사위원회와 임원급료책정위원회가 있음으로 인해 고위경영자의 성과가 더 잘 감시될 가능성이 없는 것은 아니나, 또 한편으로는 아무런 상응하는 이익도 없이 비용만 발생시킬 가능성 또한 상존한다. 예를 들어, 기존의 심사 절차만으로도 현명한 투자결정을 내려왔음에도 불구하고 감사위원회를 두어 회계 규칙을 변경한다면 아무런 이득도 없이 비용만 부담해야 하는 꼴이 된다.⁸⁵⁾ 임원급료책정위원회에 대해서도 비슷한 말을 할 수 있다. 그런 식의 거추장스러운 기구를 새로이 만드는 것 보다 경영자들끼리의 상호 감시 체제나 경영자시장에서의 압력을 이용하는 것이 자신들의 급료를 지나치게 높이 책정하는 행위를 막기 위한 보다 효과적인 수단일 수 있다. 이들 두 가지의 위원회는 그나마 이득이 있을 가능성은 내포하고 있다. 임원후보추천위원회는 그런 잠재적 이득조차도 없이 비용만 발생시킬 것이 확실하다. 이러한 위원회들은 주주민주주의의 실천을 위해 무엇인가 해야만 한다는 잘못된 관념에 기초한 것이기에 실제로 투자를 해야 하는 사람의 입장에서 본다면 별로 고려할 만한 가치가 없다. 경영진에 대한 지배주주들의 통제력이 강할수록 주주들의 이익은 커진다. 개혁론자들이 제안하는 위원회는 지배주주들이 원하는 후보가 경영진에 선임되는 것을 방해할 것이고, 이들의 기대가 좌절될수록 주주들의 이익은 줄어들 것이다.⁸⁶⁾

다른 개혁안들과 마찬가지로 사외이사제를 지지하는 사람들의 논거는 이처럼 빈약하다. 따라서 회사의 지배구조에 정부가 개입해야 할 이유를 찾기 어렵다. 그보다는 당사자들인 투자자와 경영자들이 스스로 원하는 방식대로 회사의 조직을 형성해 가게 내 버려 두는 것이 더욱 바람직한 대안이다. 개혁론자들이 주장하는 방식이 진정으로 주주에게 이익이 된다면, 경영자들은 더 많은 자본을 모집하기 위해서라도 자발적으

로 그런 지배구조를 택하게 될 것이다.87) 법으로 의무화되기 이전부터 상장회사들이 자발적으로 독립된 공인 회계사로 하여금 자기 회사의 장부를 감사하게 해왔던 것은 좋은 사례가 된다. 투자자의 이익을 극대화하는 방식으로 조직된 기업일수록 주식시장이나 자본시장에서 자금을 조달하기가 용이할 것이며, 또한 그런 기업의 경영자일수록 많은 월급을 받게 될 것이다. 반면 주주의 이익에 반하는 지배구조를 가진 기업은 적대적 인수 합병의 대상이 될 것이다. 이론적 기초도 영성하고, 경험적 증거도 없는 주장에 근거해서 법규를 양산하기보다는 기업의 가치를 극대화하려는 자발적인 동기와 시장의 규율에 맡겨 놓는 것이 주주의 이익 극대화라는 목표에 더 근접한 기업구조를 만들어낼 것이다.88)

숨겨진 저의

지금까지 나는 사외이사제의 주창자들이 최소한 동기만은 투자자의 이익 극대화에 두고 있다는 전제하에 논의를 전개해 왔다. 그러나 사실은 모든 개혁론자들이 그 같은 동기에 기초해서 사외이사제를 주장하고 있는 것은 아닌 것 같다. 개혁론자들 중 적어도 몇몇은 투자자들의 이익 극대화가 아니라 소위 ‘공익’을 위해서 그 같은 제안을 하고 있을 가능성이 농후하다.89) 이런 사람들의 견해에 따르면, 사외이사제는 그것이 경영자로 하여금 보다 효과적으로 업무를 수행하게 하기 위해 필요한 것이 아니라, 회사가 환경오염이나 뇌물, 소수 민족의 고용 같은 사회적 목표의 수행에 보다 적극적으로 나서도록 하기 위해 필요한 수단이다. 이들에게 있어 경영자가 주주의 이익을 극대화를 위해 노력하지 않는 것은 결점이 아니고 오히려 장려해야 할 행동이다. 그들에게는 경영자의 맹목적 이윤 추구를 저지하는 것이 사외이사제의 본래 목적이기 때문이다.

의심스런 대외거래나 기타의 비윤리적 또는 불법적 거래를 조사하기 위해 ‘증권거래 위원회’가 해당 기업에 사외이사로 구성된 감사위원회를 설치하라고 명령했던 일을 상기해 보라.90) 한 가지 분명한 사실은 문제의 관행들이 투자자에게 이득이라는 것이다. 그럼에도 불구하고 ‘증권거래 위원회’가 그 같은 처방을 내렸다는 것은 그들이 의도하는 바가 주주들의 이익 극대화가 아니라 주식회사의 도덕성을 높이기 위함이라는 사실을 말해 준다. 이처럼 법규와 윤리적 행동기준의 준수를 유도하겠다는 것이 사외이사제를 주장하는 사람들의 지속적인 관심사이다.91)

사외이사제를 도입하는 목적이 그런 것이라면 여러 가지의 문제들이 파생한다. 사외이사들이 과연 무엇이 공익인지를 판단할 능력을 가지고 있는가? 설령 무엇이 공익인지를 알고 있다고 하더라도 언제, 그리고 어느 정도의 수준에서 이윤 극대화라는 목표를 희생시켜야 하는가? 누구도 이에 대한 답을 가지고 있지 않다.92) 이것만으로도 사외이사제를 반대할 충분한 이유가 되지만, 더욱 근본적인 문제가 놓여있다. 회사란

개인들이 각자 자신들의 공동의 이익을 추구하기 위해 자발적으로 그리고 합법적으로 체결한 계약의 복합체이다. 이런 회사로 하여금 ‘사회적으로 책임있게’ 행동하게 하기 위해 사외이사제를 도입하라고 의무화하는 것은 회사와 (공익을 추구하라고 만들어 놓은) 공공기관간의 구분을 없애는 것과 다를 바 없다.

이렇게 되면 마치 ‘연방통신위원회’가 공익을 기준으로 해서 방송 사업자를 선정하듯이 회사는 이윤이 아니라 공익을 추구하려고 들 것이다.⁹³⁾ 그러나 일반 개인들은 이윤 극대화에 기초를 둔 주식회사 대신에 이 같은 준공공적 기구를 택할 이유가 없다. 따라서 개혁론자들은 자신들이 원하는 바를 달성하기 위해 강제력(규제)을 행사해야만 할 것이다. 자신들의 목표를 민주적인 절차를 통해 달성하는 데에 실패한 일부의 개혁론자들이 그토록 주식회사의 지배구조를 바꾸는 일에 집착하는 것은 아마도 이런 이유 때문일 것이다.

7. 경영자의 책임에 대한 논쟁

주식회사의 지배구조를 바꾸어야 한다고 주장하는 사람들은 경영자가 과연 주주들의 이익을 위해서 최선을 다할 능력과 의지가 있는지를 의심한다. 예를 들면, 어떤 사람들은 경영자들이 충분한 정보도 없는 상태에서 중대한 사업을 결정하고 있다고 비난한다.⁹⁴⁾ 하지만 실제로 법정에서 회사의 이어나 직원들이 과실이나 주의의무 위반으로 손해배상 판결을 받은 경우는 거의 찾아보기 힘들다.⁹⁵⁾ 주의의무나 충실의무의 위반을 걸어 주주대표소송이 제기되는 경우 재판 자체가 기각되는 경우도 많다.

개혁론자들은 이 같은 상황을 불만족스럽게 여긴다. 그들은 “현대 주식회사가 제대로 운영되기 위해선 주의의무 조항의 실효성이 높아져야 한다”고 주장한다.⁹⁶⁾ 이들은 주식회사의 책임성을 높이기 위해서 입법부와 사법부가 경영자에게 더욱 높은 수준의 주의의무를 부과해야 하며, ‘경영판단의 원칙’으로 이사들의 책임을 면해주는 일이 없어야 한다고 주장한다.⁹⁷⁾ 뿐만 아니라 주주대표소송 제도를 강화해서 이사들이 주주들에 대한 책임을 저버릴 수 없도록 해야 한다고 주장한다.⁹⁸⁾

이런 생각을 반영하듯 ‘미국 법 연구소’의 주식회사 지배구조 연구 프로젝트의 보고서 초안은 경영진의 행동에 대한 법적 제한을 강화하라고 제안하고 있다. 그 일환으로 지금까지 실패한 사업상 판단에 대한 책임으로부터 경영자들을 보호해 온 ‘경영판단의 원칙’의 적용 범위를 축소해야 한다고 제안한다. 결정을 앞두고 있는 사안에 관해 이사가 구체적이고, 주의 깊게 그리고 직접적으로 관심을 기울인 경우에 한해서만 경영판단의 원칙을 적용해야 한다는 내용이다.⁹⁹⁾ ‘심사숙고하지 않은’ 결정을 보호해서는 안되며, 필수적인 절차상의 요건을 충족시킨 결정이라도 ‘합리적 기초’¹⁰⁰⁾를

결하였다면 책임을 물어야 한다고 주장한다. 대표소송이 제기될 경우 사외이사로 구성된 특별소송위원회¹²⁾가 공식적인 보고서에 의해서 기각을 결정하지 않는 한 기존의 경영진이 대표소송을 기각할 수 없게 해야 한다는 주장을 곁들인다.¹⁰¹⁾ 이제 이런 제안들에 대해서 평가해 보자.

경영판단의 원칙, 그리고 대리인 비용을 줄이는 장치로서의 법과 시장

주식회사 지배구조의 개선을 주장하는 사람들은 시장에서 작용하는 여러 가지의 경쟁 압력이 경영자로 하여금 주주의 이익을 극대화하게 만든다는 사실을 무시하고 있기 때문에, 법 규정에만 의지하려고 든다. 주식회사를 유지하기 위해 각 주들간에 벌어지는 규제 완화 경쟁이 결국은 투자자들에게 불리한 결과만을 초래한다는 ‘최악의 상태를 향한 경쟁race to the bottom’이라는 개념은 결국 그 같은 사상적 배경으로부터 태어났을 것이다.¹⁰²⁾ 경영판단의 원칙의 적용 요건을 강화해야 한다거나 회사에 의한 대표소송의 기각을 매우 어렵게 해야 한다는 주장들도 같은 사상적 기초에 뿌리를 두고 있다.

그러나 법적인 제약이 없어서 투자자가 손해를 보게 된다는 것은 근거가 없는 가정일 뿐이다. 오히려 규제를 하지 않으면, 상품시장, 자본시장, 경영자시장, 경영권시장 등에서의 경쟁압력이 작용해서 경영자와 투자자 사이에 발생할지도 모르는 이해관계의 상충을 크게 줄여준다.¹⁰³⁾ 시장이 어떻게 경영자와 주주 사이의 이해관계를 조화시키는지 이해하게 되면, 왜 경영판단의 원칙이라는 것이 오랜 기간 동안 존속해 왔는지, 그리고 그것의 작동을 방해함으로써 어떤 위험이 초래되는지도 쉽게 이해할 수 있을 것이다.

회사의 경영자보다 법원이 더 훌륭한 경영판단을 내릴 수 있다고 믿을 만한 근거는 어디에도 없다. 사업상의 판단(경영판단)에는 복잡한 요인들이 얽혀 있기 마련이다. 그런 결정을 제대로 내리려면 경험, 전문지식, 정보를 가져야 할 텐데, 판결을 해야 하는 법원이나 소송을 제기한 주주가 그런 정보를 가졌을 리 없다. 법원이 설령 그런 것들을 가지고 있다 할지라도, 법원의 결정은 회사 경영자의 결정 보다 못할 가능성이 높다. 경영자들은 시장의 도태압력 하에서 결정을 내리지만 법관들은 그렇지 않기 때문이다. 회사의 경영자가 잘못된 결정을 내릴 경우 자신의 시장 가치(월급)가 낮아지거나 또는 적대적 인수의 대상이 될 가능성이 높아진다. 그러나 법관은 아무리 잘못된 결정을 내린다고 하더라도 자기의 월급이 떨어질리도, 다른 판사들에게 자리를 뺏길 리도 없다.

12) special litigation committee. 미국의 대표소송제도에는 청구요건이라는 것이 있어 소송 제기자가 먼저 회사에 대해서 소송을 제기해달라고 청구해야만 한다. 청구를 받은 회사는 특별소송위원회 등의 기구를 통해서 주주의 소송 청구를 기각할 수 있게 되어 있다.

경영판단의 원칙은 이런 관념들이 구체화된 결과이다.104) 이 원칙에 따르면, 법원은 극히 이례적인 경우를 제외하고는 회사의 경영자가 내린 사업상의 판단을 심사의 대상으로 삼지 않는다. 따라서, 이 원칙은 시장에서의 경쟁압력에 노출되어 있는 경영자가 내린 경영판단이 주주나 법관들이 내리는 결정보다 주주의 이익과 더 합치된다는 사실을 암묵적으로 인정하고 있는 셈이다. 법원이 경영자의 경영판단을 거의 심사의 대상으로 삼지 않는 것은 당연하다. 법원이 경영상의 판단에 적극적으로 개입하면 할수록 주주들의 이익은 오히려 줄어든다.

일부 개혁론자의 주장을 받아들여 경영판단의 원칙을 훼손한다면 주주들의 이익도 훼손될 것이다. '신중'한 심의 과정을 거친 경우에만 경영판단의 원칙을 적용해야 한다는 '미국 법 연구소' 제안을 생각해 보자. 남들의 눈에는 신중해 보이지만 이사들이 그 동안 쌓아온 경험과 전문성을 바탕으로 직관적으로 결정을 내렸다면 어떻게 할 것인가? 아마도 법원이 보기에는 대충 내린 결정으로 비쳐질 것이다. 그러나 경영자들이 경험과 전문성을 가지고 있는 한 그런 식으로 결정하는 것이 오히려 주주들에게는 이익일 수 있다. 정보를 수집하고 처리하는 데에도 비용이 들기 때문이다. 정보 수집이 아무리 중요해 보이더라도 그것을 통해서 더 많은 수익을 올릴 수 있다는 보장이 없는 한 피해야 한다. 한정된 자원을 정보 수집에 써야 할 지 아니면 다른 목적에 써야 할 지는 법원이 아니라, 경영자 자신들이 가장 잘 판단한다. 경영판단의 원칙이 제대로 지켜지려면 경영자들이 내리는 판단의 내용뿐만 아니라 판단의 과정도 사법상의 심사로부터 면제시켜 주어야 한다. 만일 '심사숙고'의 과정을 거친 결정만이 경영판단의 원칙을 적용받는다면, 이사들은 득이 없을 경우에도 불필요한 정보의 수집을 위해, 또 결정 과정을 남들에게 보여주기 위해 회사의 비용을 지출하려고 할 것이다. 그 결과 주주들은 손해를 볼 것이다.

'합리적 근거'라는 기준에 대해서도 비슷한 이야기를 할 수 있다. 일단 어떤 사업상의 결정이 실패인 것으로 드러나고 나면, 법원으로서도 십중팔구 그 결정이 처음부터 잘못된 것이었다든가, 합리적 근거를 결하고 있다든가, 또는 더 많은 정보를 수집하였더라면 피할 수 있는 결정이었다는 식의 결정을 내리기가 십상이다. 그러나 회사가 속해있는 여러 가지의 시장은 경영자로 하여금 기업을 효율적으로 경영하고 주가를 극대화하도록 끊임없이 압력을 가한다. 그러나 법원은 무엇이 비효율적 결정인지를 판단할 기준을 가지고 있지 않으려니와, 설령 가지고 있다고 하더라도 그것대로 판단하리라는 보장이 없다. 잘못된 판단을 내린다고 해서 법원이 망한다거나 또는 법관이 도태되는 경우는 없기 때문이다. 이런 상황에서 기업의 경영판단에 대한 사법부의 심사가 필요한 것일까? 경영판단의 원칙은 시장의 규율에 따라 경영자가 내린 경영판단을 법원이 개선할 수 없다는 점을 암묵적으로 인정함으로써 주주가 원하는 효율적인 경영에 기여해 온 것이다.

‘미국 법 연구소’ 프로젝트의 초안은 위의 것들 말고도 이사의 법적 책임을 높이려는 목적의 여러 가지 다른 제안들을 담고 있다. 이것들 역시 받아들이기 어려운 내용들이다. 예를 들면, 회사와 이사가 개별적인 계약을 통해서 책임의 정도를 정해서는 안 된다는 주장을 하고 있다. 은행업무에 전문지식을 지닌 이사가, 이사회에 동의하여 은행업무에만 관여하는 등의 계약을 허용할 수 없다는 것이다. 보고서 작성자들의 견해에 따르면, 이사는 회사의 모든 업무를 관장해야 하기 때문에 은행 업무 이외의 다른 분야에 관여하지 않는 것은 신인의무를 위반하는 것이다.¹⁰⁵⁾ 이런 규제를 통해서 무엇을 얻으려는 것인지 도대체 알 수가 없다. 은행업무에 정통한 사람을 이사로 선임하는 것이 좋은지의 여부 등을 포함한 경영자들의 기능 전문화에 대해서, 회사를 실제로 운영하는 기존의 이사들이 규제당국자나 개혁론자보다 더 잘 알고 있으리라는 데에는 의문의 여지가 없다. 이해 당사자들이 서로의 이익을 위해서 자발적인 계약을 맺지 못하게 막는 것은 주주의 이익에 반하는 일이다.

이 밖에도 보고서 초안은 비용이 많이 드는 한이 있더라도 회사 내에 ‘법규 준수 프로그램’을 설치해서 경영자들로 하여금 주의의무를 철저히 준수하게 해야 한다고 제안하고 있다.¹⁰⁶⁾ 그런데 왜 그런 프로그램이 필요한 지에 대한 이유가 분명치 않다. 경영자들은 모든 종류의 비용을 최소화하려는 동기를 가지고 있다. 법규의 위반에 따른 벌금이나 규제를 위반함으로써 인해 발생하는 경영활동에 대한 불이익이라고 해서 예외일 수는 없다. 만약 법규 위반에 따르는 벌금 액수가 ‘법규 준수 프로그램’을 운영하는 데에 드는 비용 보다 작다면 법규를 위반하고 벌금을 무는 것이 주주의 이익을 극대화하는 길이다.^{13) 107)}

주주대표소송의 강화

지금까지 필자는 개혁론자들이 경영진의 행동을 감시함에 있어, 시장에서의 경쟁압력 보다는 법적인 규제 장치를 과신하고 있음을 설명했다. 최근에 다시 일기 시작한 주주 대표소송에 대한 관심도 그 같은 태도로부터 비롯되었다. 자기 거래나 한탕주의식 횡령 같은 파렴치한 행위를 억제하는 데에 주주대표소송이 큰 역할을 하는 것은 분명하다. 그러나, 대표소송의 중요성을 과장해서는 안 된다. 대부분의 대표 소송은 대리인 비용을 줄이는 데에 별다른 기여를 하지 못한다. 지나치게 긴 휴가를 즐기거나 사업상의 판단을 함에 있어 충분한 성의를 보이지 않거나 또는 사기에 필적할 정도의 교묘한 방법으로 주주의 이익을 해치는 경영자라면 그에 대한 책임을 지는 것이 마땅할 것이다. 그러나 대부분의 대표소송은 그런 식의 행동을 하는 경영자들을 대상으로 삼지 않는다. 시장에서라면 그런 경영자들이 운영하는 회사는 주가가 하락할 것이기

13) 공익의 입장에서 지나치게 법규를 위반하는 사례가 많다고 생각하면 벌금액수나 적발확율을 높이는 것이 더 합리적인 방법이라는 주장쯤으로 받아들이기 바란다. 법규준수 프로그램을 의무화해서 경영자들의 행동을 일일이 감시하는 것은 벌금의 액수를 높이는 것에 비해 지나치게 비싼 수단일 수 있다.

때문에 인수.합병의 대상이 될 것이다. 주주나 법원은 경영자가 교묘하게 주주의 이익을 등한시하는 행위를 가려낼 수 없다.

대리인 비용을 줄이고자 한다는 점에서 시장과 대표소송은 같다. 그러나 그 과정에는 중요한 차이가 있다. 시장은 자동적으로 작동하며 그것을 위해 투자자들이 부담하는 비용은 미미하다. 기업 인수.합병 시장을 예로 들면, 잠재적인 인수자가 경영이 부실한 회사를 찾아내기 위해 인수할 의사 표시를 할 때 들이는 비용은 결코 해당 회사 투자자의 부담이 아니다. 반면 대표소송 과정에서 발생하는 비용, 예를 들어 변호사 비용, 경영자가 정상적인 업무를 보지 못함으로 인해 발생하는 손해 등은 주주들의 몫이다. 게다가, 주주들 또는 그들의 변호사들은 투자자에게 해가 될 행위를 확인할 능력이 없든가, 혹은 능력은 있더라도 동기가 없을지도 모른다. 예를 들어 외교적으로 민감한 사안과 관련한 거래를 했다는 이유로 어느 주주가 대표소송을 제기할 경우, 소송의 결과가 어찌 되었든 간에 비용은 발생하기 마련이고 그것은 이윤 극대화를 원하는 대다수의 주주들에게 부담으로 작용한다. 물론 어떤 변호사가 경영진이 주주의 이익에 충실하지 않은 행위를 한다는 사실을 밝힐 수 있는 경우도 있을 것이다. 그러나 그것을 해결하기 위해 굳이 대표소송이라는 비효율적 방법을 택할 이유는 없다. 주주들이 경영진의 불성실에 상응하는 만큼 월급이나 보너스를 깎는 것도 한 가지의 방법일 수 있다. 그런 방법들이 대표소송보다 비용이 싸게 먹힌다. 그런 대안들과 비교해 보았을 때, 대표소송은 불필요한 비용을 주주들에게 부과하고 있는 셈이다.

이처럼 대표소송이라는 수단은 대리인 비용을 줄이는 효과에 있어서나 비용이라는 면에서나 모든 면에서 시장에서의 압력이라는 수단에 비해서 열등하다. 최근 개혁론자들이 주장하고 있는 대표소송의 유익함은 분명 과장되었다. 대표소송을 강화해야 한다는 주장은 재고해 보아야 한다.¹⁰⁸⁾ 예를 들면, 소송이 제기될 때마다 경영진이 상세한 보고서를 만들기 위해 새로운 인력을 채용해야 하는 등의 비용이 발생하게 되며 그 비용은 주주들에게 돌아가게 마련이다. 정부의 '공공정책'으로나 추진해야 할 목표를 회사에게 강요하면서도 주주들에게 비용을 부담하라고 하는 것은 불합리하다. 회사란 투자자들이 자신들의 이익을 추구하기 위하여 자발적으로 만든 조직임을 잊지 말아야 한다. 회사가 대표소송을 기각하지 못하도록 제도적 장치를 만든다고 해서 주주들의 이익이 증진될 리는 만무하다. 그런 비용을 감수해야 할 만큼 문제가 심각하다는 증거가 없는 한 대표소송이 강화되어야 한다는 주장은 설 자리가 없다.

8. 결론

많은 사람들이 주식회사의 지배구조를 개선해야 한다는 주장을 지지한다. 하지만 많은 사람들이 동의한다는 이유만으로 허구가 진실로 바뀌지는 않는다. 개혁론자들은

실제로 주식회사의 지배구조에 문제가 있다는 사실조차도 입증하지 못하고 있다. 주식회사라는 기업조직에 어떤 경제적 이득이 있기에 계속해서 존속해오고 있으며, 왜 계속해서 그 세를 불러 나가고 있는지를 그들은 이해하지 못하고 있다. 경영자와 주주 사이에 이익 충돌의 가능성이 잠재해 있지만 자본시장, 경영자시장, 경영권시장 등 여러 종류의 시장에서 작용하는 경쟁의 압력으로 인해 그러한 충돌의 가능성이 매우 작아진다는 사실도 이해하지 못한다. 소액주주 운동이 오랫동안 광범위한 지지를 얻어왔음을 부인할 수 없다. 그러나 일단 문제의 진상을 깨닫게 되면 있지도 않은 문제를 두고 야단법석을 떨고 있는 것이라는 생각을 떨쳐버리기 어렵다.

원저자의 주석

- 1) 이에 관한 문헌은 너무 많아 상세히 소개할 수 없다. 대표적인 글로는 다음을 보라. Coffee, Beyond the Shut-Eyed Sentry : Toward a Theoretical View of Corporate Misconduct and an Effective Legal Response, 63 Virginia Law Review, 1099 (1977); Dent, The Revolution in Corporate Governance, the Monitoring Board, and the Director's Duty of Care, 61 Boston University Law Review, 623 (1981); Schwartz, Towards New Corporate Goals : Co-existence With Society, 60 Georgia Law Journal, 57 (1971); Soderquist, Reconciling Shareholders' Rights and Corporate Responsibility: Close and Small Public Corporations, 33 Vanderbilt Law Review, 1387 (1980); Weiss, Social Regulation of Business Activity : Reforming the Corporate Governance System to Resolve an Institutional Impasse, 28 U.C.L.A. Law Review, 343 (1981); Weiss and Schwartz, Using Disclosure to Activate the Board of Directors, 41 Law and Contemporary Problems, 63 (Summer, 1977). 또, R. Nader, M. Green & Seligman, Taming the Giant Corporation (1976); C. Stone, Where the Law Ends (1975).
- 2) 예컨대, 심포지엄: 주식회사의 사회적 책임, 30 Hastings Law Journal, 1247 (1979); 주식회사 운영에 관한 심포지엄, 8 Hofstra Law Review 1 (1979).
- 3) 예컨대, Commentaries on Corporate Structure and Governance: The ALI-ABA Symposiums 1977~1978 (D. Schwartz, ed. 1979; 앞으로는 Commentaries로 인용); Ailie House Symposium, An In-Depth Analysis of Federal and State Roles in Regulating Corporate Management, 31 Business Law 859 (1976).
- 4) 미국 상원 법안 No. 2567, 96th Congress, 2nd Sess. (1980) (Protection of Shareholders' Rights Act of 1980); 하원 법안 No. 7010, 96th Congress, 2d Sess. (1980)(Corporate Democracy Act of 1980).
- 5) Staff of Securities and Exchange Commission, Corporate Accountability (Comm. Print 1980) (앞으로는, Corporate Accountability).
- 6) Principles of Corporate Governance and Structure : Restatement and Recommendations (Tent. Draft No. 1, 1982).
- 7) Alchian and Demsetz, Production Costs, and Economic Organizations, 62 American Economic Review 777, 777 (1972); Coase, The Nature of the Firm, 4 Economica 386 (1937) - Readings in Price Theory 331, 333 (G. Stigler & K. Boulding eds., 1952)에 재수록-; Williamson, The Modern Corporation : Origins, Evolution Attributes, 19 Journal Economic Literature, 1537, 1539 (1981).
- 8) Jensen & Meckling, Theory of the Firm : Managerial Behavior, Agency Costs and Ownership Structure, 3 Journal of Financial Economics 305, 311 (1976).
- 9) 이 논문에서는 주주와 경영자 사이의 관계에 대해서만 논의를 국한시키고 있지만, 회사와 자발적으로 관계를 맺고 있는 다른 사람들, 예컨대 피고용자와 주주간의 관계도 같은 논리에 입각해서 분석할 수 있다.
- 10) 대리인 비용은 주식회사에서만 발생하는 것이 아니라 대리 관계가 있는 곳이라면 어디서든 발생할 수 있다. 대리인 비용의 내용에 대해서는 note 11 참조.
- 11) 대리인 비용에는 대리인과 주인principal간의 이해 갈등으로 인한 손실뿐만 아니라, 갈등을 줄이기 위해 지출하는 감시 비용도 포함된다. Jensen & Meckling (note 8), 308을 보라.
- 12) Diamond & Verrecchia, Optimal Managerial Contracts and Equilibrium Security Prices, 37 Journal of Finance, 275 (1982).
- 13) 여기에서의 논의는 회사에 관한 정보가 신속, 정확하게 주가에 반영된다고 보는 효율적 자본시장 가설efficient capital market hypothesis에 기초하고 있다. 이 이론의 상세한 내용과 그것을 뒷받침하는 경험적 증거에 대해서는, Easterbrook & Fischel, The Proper Role of a Target's Management in Responding to a Tender Offer, 94 Harvard Law Review, 1161, 1165-1168 (1981)을 보라.

- 14) W. Lewellen, The Ownership Income of Management (1971); Cisel & Caroll, The Determinants of Executive Salaries : An Econometric Survey, 62 Review of Economy and Statistics, 7 (1980); Lewellen & Huntsman, Managerial Pay and Corporate Performance, 60 American Economic Review, 710, 716 (1979). 이 연구는 경영자의 급료와 이윤 그리고 회사의 주가 사이에는 강한 정정의 상관관계가 있다고 결론짓고 있다.
- 15) Fama, Agency Problems and the Theory of the Firm, 88 Journal of Political Economy 288 (1980).
- 16) Easterbrook & Fischel (note 13), 169-74; Easterbrook & Fischel, Takeover Bids, Defensive Tactics and Shareholders' Welfare, 36 Business Law 1733, 1735-37 (1981); Fischel, Efficient Capital Market Theory, the Market for Corporate Control, and the Regulation of Cash Tender Offers, 57 Texas Law Review, 1, 9 (1978). 이 논문들은 헨리 매니 교수의 탁월한 아이디어에 기초하고 있다. Manne, Mergers and the Market for Corporate Control, 73 Journal of Political Economy, 110 (1965).
- 17) 다음의 논문은 이 문제를 상세히 다루고 있다. Easterbrook & Fischel, Corporate Control Transactions, 91 Yale Law Journal, 698, 702 (1982). 회사법상의 의결권 행사 규정이 어떤 식으로 대리인 비용을 줄이고 있는 지에 대해서는 Easterbrook & Fischel, Voting in Corporate Law, Journal of Law and Economy (April, 1983)을 보라.
- 18) 만일 그렇지 않다면, 사람들은 주식회사를 만들지 않을 것이다.
- 19) 예컨대, <미국 법률 연구소>가 발표한 주식회사 지배구조에 관한 연구 보고서의 초안에서는 현재의 주식회사 제도에 어떤 문제가 있는지를 구체적으로 밝히지도 않은 채, 주식회사의 지배구조와 회사법의 전면적인 개혁이 필요하다는 주장만이 제기되어 있다. Principles of Corporate Governance and Structure : Restatement and Recommendations (note 6)을 보라.
- 20) 예컨대, Cary, Federalism and Corporate Law : Reflections Upon Delaware, 83 Yale Law Journal, 663 (1974); 또, Blumberg, A Need for Supplementary National Legislation, in Commentaries (note 3), 343; Ratner, Regulating Management Through Corporation Law, in Commentaries (note 3), 138.
- 21) 예컨대, Weiss (note 1); Schwartz (note 1).
- 22) note 13과 그 이후의 본문을 보라. 다른 모든 면에서 동일하나 경영자의 경영능력에만 차이가 나는 A, B 두 기업이 있다고 해 보자. A는 아주 효율적인 경영이 이루어지고 있으나 B의 경영은 형편이 없다. 언뜻 보기에 A회사의 주주들은 B회사의 주주에 비해 손해를 보고 있다고 생각할 지 모르겠다. 그러나 경영진의 경영성과가 주가에 반영되는 한, B의 주주가 A의 주주보다 특별히 손해를 본다고 생각할 이유는 없다. 경영이 부실한 B의 주가는 주가보유 수익률이 A기업의 주주와 같아질 때까지 낮아질 것이기 때문이다. 주식 시장에서는 모든 주식의 예상 투자 수익률이 동일해지는 경향이 있다. 또 주가가 전문가들이 가지고 있는 정보를 반영하기 때문에 회사의 경영에 관한 정보가 없는 투자자들도 특별히 손해보는 일은 없다는 사실에 관해서는 Fischel, The Use of Modern Finance Theory Securities Fraud Cases Involving Actively Traded Securities, 38 Business Law와 Fischel, The Law and Economics of Dividend Policy, 67 Virginia Law Review, 718-19(1981)을 보라.
- 23) Corporate Accountability (note 5), 29.
- 24) 이 연구보고서는 "주주와 투자자들에 대한 책임을 강화하는 것이 가장 중요한 일이다"라고 쓰고 있다. 같은 책, p.33. 기업의 사회적 책임이라는 문제는 '본 위원회의 전문성을 넘어서는' 문제이기 때문에 다루지 않겠다고 하고 있다.
- 25) 이런 문제가 이 보고서에만 나타나고 있는 것은 아니다. 예컨대, Feis, Is Shareholder Democracy Attainable? 31 Business Law 621, 621-22 (1976). ("주주들이 제기하는 술한 소송, 자산가치의 저평가 관행, 주식회사의 재무제표에 대해 쏟아지는 비난들, 불법적 비도덕적 정치헌금, 국제적인 뇌물제공, 웃돈 주고받기 등의 사례를 볼 때, 너무나 많은 경영진들이 막강한 권한을 행사함으로써 그들이 봉사해야 할 주주들을 불공정하게 이

- 용하고 있음이 명백하다.”)
- 26) Werner, Management, Stock Market and Corporate Reform : Berle and Means Reconsidered, 77 Columbia Law Review, 388, 413-14 (1977).
 - 27) 주식 소유의 분산 현상이 갖는 중요성에 대해서는 다음의 글들을 보라. Easterbrook & Fischel, Auctions and Sunk Costs in Tender Offers, 35 Stanford Law Review (Nov. 1982); Easterbrook & Fischel, Corporate Control Transactions (note 17), pp.711-14; Langbein & Posner, Market Funds and Trust-Investment Law, 1976 American Bar Foundation Research Journal, 1, 9-13; Langbein & Posner, Social Investing and the Law of Trusts, 79 Michigan Law Review, 72, 79-92 (1980). 약간의 수확이 있어 익숙하지 않을 수 있지만 그래도 쉽게 이해할 수 있는 글로서는 J. Lorie and M. Hamilton, The Stock Market : Theories and Evidence 171-266 (1973).
 - 28) 예컨대, Weiss (note 1), 345. (“기업의 이윤 극대화 행위와 공공 복리라는 목표 사이의 갈등이 점차로 커져가고 있다.”)
 - 29) Demsetz, Social Responsibility in the Enterprise Economy, 10 Sw. U. Law Review, 1, 1 (1978).
 - 30) Lorie, An Economist’s Perception I : A View on the Need to Revise Corporation Statutes, in Commentaries, (note 3), p.51, 53.
 - 31) Coase, The Problem of Social Cost, 3 Journal of Law and Economics, 1, 19-28 (1960).
 - 32) 돌리가 지적했듯이, 소련의 공장들은 미국의 공장보다 오염을 더 시키면서도, 양도 적고, 질도 낮은 물품과 서비스를 제공한다. Dooley, Controlling Giant Corporations : The Question of Legitimacy, in Corporate Governance : Past and Future (H. Manne ed. 1982).
 - 33) 주식회사의 사회적 책임감을 증대시키자고 주장하는 사람들이 내세운 목적들 중 어떤 것에 대해서도 합의가 이루어지지 않았다. Engel, An Approach to Corporate Social Responsibility, 32 Stanford Law Review, 1 (1979).
 - 34) 예를 들자면, Federal Water Pollution Control Act, 33, U.S.C. §§ 1251-1376 (1978).
 - 35) 예컨대, Foreign Corrupt Practices Act of 1977, 15, U.S.C. §§78m, 78dd-1 to dd-2 (1981).
 - 36) 예컨대, Sherman Antitrust Act, 15 U.S.C. §§ 1-3 (1976).
 - 37) 이 점은 Engel (note 33), 12-18에 잘 예시되었다.
 - 38) 이에 대한 상세한 논의는 Easterbrook & Fischel, Antitrust Suits by Targets of Tender Offers, 80 Michigan Law Review, 1155, 1156-59 (1982).
 - 39) 여기서는 벌칙을 기업에게만 가해야 할 것인지 아니면 기업뿐만 아니라 대리인인 이사까지도 처벌을 해야 할 것인지를 문제를 다루지 않는다. 관심 있는 사람의 논문을 참조하라. Posner, Optimal Sentences for White-Collar Criminals, 17 American Criminal Law Review, 409 (1980) (벌칙은 기업에 국한되어야 한다); Coffee, “No Soul to Damn : No Body to Kick : ” An Unscandalized Inquiry Into the Problem of Corporate Punishment, 79 Michigan Law Review, 386 (1981) (기업의 대리인을 처벌할 것을 강조).
 - 40) 널바나 오류는 Demsetz, Information and Efficiency : Another Viewpoint, 12 Journal of Law and Economics, 1 (1969).
 - 41) 이 논쟁은 1930년대의 유명한 Berle-Dodd 논쟁까지 거슬러 올라갈 수 있다. Berle, Corporate Powers as Powers in Trust, 44 Harvard Law Review, 1049 (1931); Berle, For Whom Corporate Managers Are Trustees : A Note, 45 Harvard Law Review, 1365 (1932); Dodd, For Whom Are Corporate Managers Trustees? 45 Harvard Law Review, 1145 (1932).
 - 42) Easterbrook and Fischel (note 38), 1177; Jensen & Meckling (note 8), 31.
 - 43) 경영자를 주주들만의 대리인이 아니라 피고용인이나 또는 회사와 자발적 계약관계를 맺은 다른 집단의 대리인으로 보더라도 같은 논리가 적용된다. 피고용인들은 그들이 협상한 것보다 낮은 임금을 받아야 할 의무가 없고, 경영자도 피고용인을 희생 삼아 자기 멋대로

- 정한 공익을 추구할 권리가 없다.
- 44) 이 논쟁을 철저히 분석한 글은 R. Hessen, In Defense of the Corporation, 15-22 (1979).
 - 45) 예, Delaware Code Annotation, title 8, §141 (1974 & Supp. 1980).
 - 46) 예, Delaware Code Annotation, title 8, §211 (b) (1974).
 - 47) 예, Delaware Code Annotation, title 8, §242 (1974 & Supp. 1980) (주식회사의 정관을 수정할 수 있는 주주의 권한); 같은 책, §§ 251-58 (결합과 합병 시의 주주의 권한).
 - 48) 17 C.F.R. §240.14a-8 (1981) (제안자의 자격, 시간 요건, 제안의 수와 길이에 대한 제한).
 - 49) 17 C.F.R. §240.14a-3 (1981) (회사는 다음과 같은 정보를 주주에게 제공해 주어야 한다 : 회계감사를 마친 대차대조표, 소득과 재무 상태의 변화를 보여주는 명세서, 임직원 명단, 일반주의 시장가격, 관련 주주의 명부).
 - 50) 왜 합리적 주주는 수동적인가에 대한 설명은 Easterbrook & Fischel (note 13), 1171. Hetherington, When the Sleeper Wakes : Reflections on Corporate Governance and Shareholder Rights, 8 Hofstra Law Review, 183, 184-88 (1979) (주주는 경영 참여의 기회를 늘리는 데에 관심이 없다); Kripke, The SEC, Corporate Governance, and the Real Issues, 36 Business Law, 173, 175-78 (1981). (주주는 자기가 회사의 일부분을 소유했다고 생각하기보다는, 회사와 투자계약을 맺었다고 생각한다.)
 - 51) Corporate Accountability (note 5), p.67.
 - 52) 같은 책, 같은 곳.
 - 53) S.E.C. Rel. No. 16, 356 (Nov.21, 1979), Corporate Accountability (note 5), 68에 인용됨.
 - 54) M. Eisenberg, The Structuring of the Corporation : A Legal Analysis (1976).
 - 55) Principles of Corporate Governance and Structure : Restatement and Recommendation (note 6), pp.97-106; Corporate Accountability (note 5), pp.115-19; ABA, Section of Corporation, Banking and Business Law, Corporate Director's Guidebook, 33 Business Law, 1591, 1625-26 (1978); ABA, The Overview Committees of the Board of Directors, 34 Business Law, 1837, 1844 (1979) (앞으로는, Overview Committees); ABA, The Role and Composition of the Board of Directors of the Large Publicly Owned Corporation - Statement of the Business Roundtable, 33 Business Law, 2083, 2107-09 (1978) (앞으로는, Business Roundtable).
 - 56) Ferra, Starr & Steinberg, Disclosure of Information Bearing on Management Integrity and Competency, 76 Northwestern University Law Review, 555 (1981); Weiss & Schwartz (note 1).
 - 57) Corporate Accountability (note 5), p.422.
 - 58) Fama (note 15); Fischel, The "Race to the Bottom" Revisited: Reflections on Recent Developments in Delaware's Corporation Law, 76 Northwestern University Law Review, 913, 918 (1982).
 - 59) Note 27과 그 이후의 논의를 보라.
 - 60) Dooley (note 32), 38 ("주주의 경영 참가를 제한한 것은 의도적으로 이루어진 것이었으며, 바로 그 점이 주식회사 제도의 진수이다."); Easterbrook & Fischel, Corporate Control Transactions (note 17), 700.
 - 61) 투자자들이 경영참가의 기회를 늘리는 일에 무관심하다는 사실에 대해서는 Hetherington (note 50), 184-88.
 - 62) 회사법에 있어서 의결권의 역할과 그 한계에 대해서는 Easterbrook & Fischel, Voting in Corporate Law (note 17).
 - 63) 의결권의 행사(투표, 발언, voice)와 매각(탈출, exit)이라는 두 가지 대안 사이의 선택에 관한 이론은 A. Hirschman, Exit, Voice and Loyalty (1970)에 잘 다루어져 있다. Hirschman 교수는 탈출이 용이하면 할수록 발언, 즉 투표의 중요성은 줄어든다고 주장한다. 주식 시장 보다 더 탈출, 즉 매각이 용이한 경우는 없을 것이다. 따라서 Hirschman 교수의 분석은 주식시장이 원활히 작동하는 상장회사의 경우 의결권의 행사

- 를 통한 의사의 표출은 중요한 수단이 아님을 분명히 보여준다.
- 64) 기관투자자나 다른 투자관리자들이 주식회사의 운영에 더 많은 관심을 기울이지 않음으로 인해 투자자들이 손해를 보고 있다고 주장하는 사람들이 있다. Corporate Accountability (note 5), 22; Curzan & Pelesh, Revitalizing Corporate Democracy: Control of Investment Managers' Voting on Social Responsibility Proxy Issues, 93 Harvard Law Review, 670, 671, 683-687 (1980). 이런 주장을 하는 사람들은 주식회사라는 기업 조직과 주주들의 투표 행위가 어떤 경제원리에 의해서 작동하는지를 이해하지 못하고 있다. 그러나 이들 기관투자자들은 투표에 자원을 더 쓰는 것이 자신들과 자신들의 고객의 이익에 부합되는지의 여부에 대해 개혁론자들보다 잘 알 것이 분명하다. 쉽게 주식을 매각할 수 있다는 사실에 비추어 보았을 때, 의결권 행사를 위해 많은 자원을 소비하지 않는 것은 이윤극대화라는 목표와 전혀 모순이 없다.
 - 65) Williams, The Corporation as a Continuing Enterprise, Securities Regulation Institute, San Diego, California, Jan. 22, 1981.
 - 66) 예컨대, Weiss & Schwartz (note 1), 82.
 - 67) 주주 제안권 규정은 연방 위임장 규정 14a-18에 법제화되어 있다. 17 C.F.R. § 240.14a-8 (1981).
 - 68) 주주 제안이 다른 주주들의 지지를 받지 못하는 이유는 이미 널리 알려져 있다. Corporate Accountability (note 5), 139; Schwartz & Weiss, An Assessment of the SEC Shareholder Proposal Rule, 65 George Law Journal, 635, 639 n.19 (1977).
 - 69) Corporate Accountability (note 5), 136-39; Black, Shareholder Democracy and Corporate Governance, 5 Securities Regulation Law Journal, 291, 297-99 (1978); Schwartz & Weiss (note 68), 685-86.
 - 70) W. Cary & Eisenberg, Cases and Materials on Corporations 337 (1980).
 - 71) Red Lion Broadcasting v. Federal Communications Commission, 395 U.S. 367 (1969).
 - 72) 의무적 정보 공개에 대한 논의를 보고 싶은 사람은 R. Karmel, Regulation by Prosecution, 230-45 (1982)을 볼 것.
 - 73) Harold M. Williams, Corporate Accountability and Corporate Power (Oct 24, 1979) (Carnegie-Mellon 대학의 Fairless Lecture Series에서 발표한 논문). 이 논의는 Kripke (note 50), 178.
 - 74) Overview Committee (note 55), 1844, 1849, 1854.
 - 75) Business Roundtable (note 55), 2108.
 - 76) Corporate Accountability (note 5), 581.
 - 77) Principles of Corporate Governance and Structure: Restatement and Recommendations (note 6), 71, §3.03
 - 78) 이사가 감시자여야 한다는 주장을 처음 제기한 사람은 Eisenberg 교수이다. M. Eisenberg (note 54)을 보라.
 - 79) 같은 글. 또, Principles of Corporate Governance and Structure (note 6), §3.02, 57-70을 보라.
 - 80) Principles of Corporate Governance and Structure: Restatement and Recommendations (note 6), §§ 3.05-.06, 82-106. 이 보고서에서는 임원급여책정위원회를 '훌륭한 기업 관행'으로 권장하고 있는 데에 그치고 있을 뿐 의무화해야 한다는 주장은 하지 않고 있다.
 - 81) Fama (note 15).
 - 82) Brudney, The Independent Director: Heavenly City or Potemkin Village? 95 Harvard Law Review, 597, 632-39 (1982).
 - 83) 같은 글, 607-30. 사외이사를 둔다고 해서 회사의 효율이 높아지거나 경영자의 자기거래를 색출하는 것이 쉬워지는 것은 아니라는 Brudney 교수의 논지에 나도 동의한다. 그러나 사외이사제가 효과가 없기 때문에 다른 방법을 통해서 회사의 경영을 더 강력히 규제해야 한다는 Brudney 교수의 주장에는 동의할 수 없다. 내가 생각하기에 Brudney 교수도 문제가 현재의 주식회사 제도에 문제가 있음을 증명하지도 않은 상태에서 그냥 문제가

- 있다고 가정하고 넘어가는 오류를 범하고 있다.
- 84) Letts, Corporate Governance : A Different Slant, 35 Business Law, 1505, 1509-15 (1980).
 - 85) 몇몇 연구는 실제적인 소득의 증가가 없는 한 아무리 회계 방식을 바꾸더라도 투자자를 속일 수 없다고 결론을 내리고 있다. 즉, 회계방식의 변화로 인해 투자자들의 회사의 미래에 대한 전망이 바뀌지 않는다. 예컨대, Hong, Kaplan & Mandelker, Pooling vs. Purchase : The Effects of Accounting for Mergers on Stock Prices, 53 Accounting Review, 31 (1978); Sunder, Relationships Between Accounting Changes and Stock Prices : Problems of Measurement and Some Empirical Evidence, 11 Journal of Accounting Research, 138 (Supp, 1973).
 - 86) 사외이사의 숫자가 많아질수록 기업의 경영권을 인수하기가 어려워진다. 새로운 지배주주가 이사회를 장악하기가 어려워지기 때문이다. 그 결과 주주의 이익은 줄어든다. Easterbrook & Fischel (note 13), 1182-88.
 - 87) 지난 10년 동안 이사진의 과반수를 사외이사로 충원한 회사의 숫자가 극적으로 증가했다. 혹자는 이것이 사외이사제의 이점을 보여주는 증거라고 말할지도 모르겠다. 그럴 가능성은 있지만 확신하기는 어려운 해석이다. 자발적으로 사외이사를 선임하지 않을 경우 강제로라도 그렇게 만들겠다는 증권거래위원회의 위협에 못 이겨 그렇게 한 회사들이 많기 때문이다. Kripke (note 50), 189-92.
 - 88) 경영자들이 투자자의 이익을 극대화하는 방향으로 배당정책을 선택하고자 하는 강한 동기를 갖는다는 내용의 논문으로는 Fischel, The Law and Economics of Dividend Policy (note 22), 1165-68. Fischel (note 58). (경영자들은 투자자의 부, 즉 주가가 극대화되는 주에서 회사를 설립하고자 한다.)
 - 89) 이런 주장을 강력히 편 글로는 Wolfson, SEC Thinking and Lessons in Bureaucratizing the Corporation, in Corporate Governance (note 32), 9. (사외이사들은 기업가 정신이 부족하다. 그 뿐 아니라 회사의 이윤 창출에 얼마나 기여했는가 보다는 '증권거래 위원회 같은 규제당국이나 시민단체들로부터 얼마나 인정을 많이 받는 것을 가지고 성공 여부를 판단할 것이다.') 사외이사들은 주주들에 대해서만 책임을 지는 것이 아니라 보다 폭넓은 이해관계자들에게 책임을 져야 한다는 전 증권거래위원장 Williams의 견해에 대한 비판은 Kripke (note 50), 180-186을 보라.
 - 90) 이런 관행과 관련 문헌의 요약을 보고 싶으면 Note, The SEC and Court-Appointed Directors : Time to Tailor the Director to Fit the Suit, 60 Washington University Law Quarterly, 507 (1982)를 볼 것.
 - 91) Principles of Corporate Governance Structure : Restatement and Recommendations (note 6), §§ 3.01-.08, 45-125; Dent (note 1), 661-80; Small, The Evolving Role of the Director in Corporate Governance, 30 Hastings Law Journal, 1353, 1355, 1374 (1979).
 - 92) Brudney (note 82), 639-56.
 - 93) 행정부가 공익이라는 개념을 정책에 옮기려 할 때 겪는 어려움에 대한 논의는 Spitzer, Multicriteria Choice Processes : An Application of Public Choice Theory to Bakke, The FCC and the Courts, 88 Yale Law Journal 717 (1979). 정부 기관이 아닌 주식회사가 공익이라는 개념을 실천하고자 할 때에 더 큰 어려움이 따를 것이다.
 - 94) Principles of Corporate Governance and Structure : Restatement and Recommendations (note 6), §4.01, 주석, 145.
 - 95) Bishop, Sitting Ducks and Decoy Ducks : New Trends in the Indemnification of Corporate Directors and Officers, 77 Yale Law Journal, 1078, 1099 (1968). ("경영자의 자기거래self-dealing와 관련되어 있지 않은 순수한 주의의무의 위반만으로 대표소송이 걸렸을 때 경영자가 패소하는 경우는 엄청나게 큰 질더미 속에서 작은 바늘 몇 개를 찾는 것만큼이나 드문 일이다.")
 - 96) Principles of Corporate Governance and Structure : Restatement and Recommendations (note 6), part 4, 서설, 128.
 - 97) 같은 곳; Corporate Accountability (note 5), 690 ("각 주의 입법부와 사법부는 주식회사의 책임성을 높이기 위해 말아야 할 중요한 역할이 있다. 입법부는 이사회 행위의 기준

을 높이, 그러나 지나치게 높지는 않게 책정하고, ……사법부는…… 그 기준에 맞추어 판결을 해야 할 것이다.”); Dent (note 1), 654-61.

- 98) Principles of Corporate Governance and Structure : Restatement and Recommendations (note 6), part 7, 서철, 217-23; Coffee & Schwartz, The Survival of the Derivative Suit : An Evaluation and a Proposal for Legislative Reform, 81 Columbia Law Review, 261, 302 (1981); Dent, The Power of Directors to Terminate Shareholder Litigation : The Death of the Derivative Suit?, 75 Northwestern University Review, 96, 144-45 (1980).
- 99) Principles of Corporate Governance and Structure : Restatement and Recommendations (note 6), 133.
- 100) 같은 글, § 4.01, 141.
- 101) 같은 글, §7.03, 295-303.
- 102) ‘최악의 상태를 향한 경쟁’이라는 개념을 유행시킨 장본인은 Cary 교수이다. Cary (note 20). 투자자의 이익과 반하는 회사법을 가지고 있는 주에서 회사를 설립하고자 하는 경영자들은 없으며, 설사 그렇게 하고 싶어하는 경영자가 있더라도 자본시장의 보복 -예컨대, 투자자가 이런 회사에 투자하기를 거부하는 등-을 당하게 된다는 사실을 설득력 있게 논증한 글로는, R. Winter, Government and the Corporation, 9-11 (1978). Winter의 명제는 Dodd & Leftwich에 의해 경험적으로 확인되고 있다. Dodd & Leftwich, The Markets for Corporate Charters : “Unhealthy Competition” versus Federal Regulation, 53 Journal of Business, 259 (1980). (회사의 설립지를 델라웨어 주로 옮길 때 주가가 올랐다.)
- 103) 회사의 지배구조에 대한 법적 개입을 늘려야 한다고 주장하는 사람들은 시장메카니즘의 효과를 충분히 이해하지 못하는 듯하다. 예를 들면, ‘미국 법 연구소’의 보고서 초안에는 이렇게 쓰여 있다 : “시장메카니즘은 그 기능이 충분히 발휘되고 있는 상황에서조차 경영자와 주주 사이의 이익 충돌과 같은 문제를 제대로 다룰 수 없다. 왜냐하면, 경영자의 사적인 이익을 위한 거래들은 달러 가치로 따질 경우 주석가격에 의미 있는 영향을 줄 만큼 중대한 것은 아닐 경우가 많기 때문이다.” Principles of Corporate Governance and Structure : Restatement and Recommendations (note 6), 62. 이 진술은 앞뒤가 맞지 않는다. 만일 경영자의 잘못이 주가에 반영되지 않는다면 무엇이 문제인가?
- 104) 경영판단의 원칙에 대한 상세한 논의는 Easterbrook & Fischel (note 13), 1195-97.
- 105) Principle of Corporate Governance and Structure : Restatement and Recommendations (note 6), §401, 논평, 145-55.
- 106) 같은 글, 178.
- 107) 다음 소송 사건을 보라. Gramham v. Allis-Chalmers Mfg. Co., 41 Delaware Ch. 78, 188 A.2d 125 (1963). (법규 준수 프로그램을 설치하지 않아 벌금을 내게 된 경우 일지라도 프로그램 설치의 비용이 그 보다 크다면 이사에게 책임을 부과해야 할 이유가 없다.)
- 108) Fischel (note 58), 941.

소액주주운동 이야기

1998년 9월 30일 1판 1쇄 발행

2020년 4월 30일 1판 2쇄 발행

저자_대니엘 R. 피셀

발행자_최승노

발행처_자유기업원

주소_서울특별시 영등포구 국회대로62길 9

전화_02-3774-5000

팩스_0502-797-5058

비매품

 자유기업원