

현안분석 2007-

비교법제 연구 07-03

회사관련법규의 미국모델수립에 관한 연구

-국내법상 적합한 회사지배구조모델 수립을 위하여-

박 찬 호



한국법제연구원
KOREA LEGISLATION RESEARCH INSTITUTE

회사관련법규의 미국모델수렴에 관한 연구

The legal Research on the convergence of
Corporate Laws

연구자 : 박찬호(부연구위원)
Park, Chan-Ho

2007. 9.

국문요약

회사지배구조는 회사법과 그 운영에 있어서 가장 중심이 되는 부분이라고 할 수 있다. 우리나라에 있어서 기업, 특히 주식회사는 그 규모가 점차 비대해지고 있고, 경제에 미치는 영향력 역시 매우 커지고 있다. 이러한 경제적 단위인 회사는 우리나라 경제의 중요부분이 되어버렸다.

우리나라 회사법의 개정은 매우 특별한 발전과정을 거치고 있다. 1997년 외환위기 이후에 회사법은 급격한 전환기를 맞고 있는데, 그 과정에서 우리는 국내 법제가 법 자체의 변화 요인에 의해 자연스럽게 변화되는 것이 아니라, 경제적 논리와 국내 정책에 의해서 급격한 개정이 시도될 수도 있다는 것을 경험했다. 이는 바로 외환위기 극복을 위해서, 우리나라 회사지배구조 법제가 미국의 회사지배구조 이론을 채택할 수 밖에 없는 상황이었다는 것이다. 이렇게 한나라 또는 특정 권역의 지배구조법제가 한방향으로 통일되어가는 현상을 회사지배구조의 수렴이라고 하고, 최근에 들어 미국 회사지배구조 모델이 각국에 많은 영향을 주고 있다는 것은 부인할 수 없는 사실이다.

우리나라의 경우도 1997년 이후 회사법 개정을 통해, 미국식 모니터링 모델인 사외이사제도를 도입하고, 감사위원회를 도입하여 회사 이사회 개혁을 시도하였다. 이러한 우리나라의 개정 방향은 지배구조 개혁을 통해 회사 경영의 투명성을 확보하고자 하는 것이었다. 즉, 회사지배구조 투명성(Transparency)을 확보하여, 국제적 수준의 지배구조를 구축한다는 것이었다. 그러나 이러한 개혁과정에서 우리나라 법제가 간과한 부분은 바로 효율성(Efficiency)의 부분이었다. 회사는 이익을 창출해야만 유지되는 기관이기 때문에, 효율적으로 운영되어야 하는 부분 역시 매우 중요한 지배구조의 과제이기 때문이었다. 이러한 지배구조의 효율성 제고를 위해 최근 우리나라는 미국의 집행임원

(Officer)과 CEO제도 도입을 상법에서 고려하는 등 활발한 움직임을 보이고 있다.

그러나 여기에서 한가지 문제점이 제기된다. 바로 어떤 형태의 지배구조 모델을 반영하는 것인가라는 의문이다. 물론 회사지배구조는 그 회사가 설립되어 발전된 사회의 문화적, 정치적, 경제적 요인을 모두 내포하고 있기 때문에 특정 국가 또는 모델을 전부다 수용하는 것은 현실적으로 어려움이 많다. 다만, 시장경제에서 경쟁적 우위를 점하고 있는 특정 모델은 많은 국가, 특히 개발도상국에서는 자국의 법제를 개혁하는 중요한 자료가 된다. 현재 우리나라를 비롯한 많은 아시아 국가들은 경제의 급격한 발전과 자본시장의 성장과 미국과의 경제 관계로 인해서, 미국의 자본시장 체제와 회사지배구조 모델을 많은 부분 참고하고 있는 것이 사실이다. 그러나 현재 우리나라에서 진행되고 있는 지배구조 모델은 미국의 기본적 회사이론을 모두 분석하고 수용했다고 하기에는 무리가 있다. 단지, 제도적 측면의 외형만을 수용하는 것이 아닌가하는 의문이 들기도 한다. 그 예로 현재 우리나라 지배구조는 미국의 주주우선주의 모델을 많은 부분 참고하고 있는데, 실제로 미국에서조차 이 모델이 미국의 회사지배구조를 결정하는 중요한 지표 내지는 목표가 되는가하는 부분에 있어서는 많은 논란이 있다.

오히려, 최근에 들어서는 회사 이익을 중심으로 하는 이사회 역할 조정에 많은 부분 중점을 두고 전개되는 형태를 보이고 있다. 이렇듯 하나의 모델로 수렴되어가는 것은 시장경제가 통합되어가고 있는 현상에 비추어보면 긍정적인 측면도 있지만, 특정 모델을 기초로 인위적으로 변화시키는 것이 얼마나 자국의 기업문화와 사회적 분위기를 반영하고 있는지는 다시한번 생각해보아야 할 부분이다.

키워드 : 회사지배구조, 회사법 통일, 수렴이론, 주주우선주의, 이해관계자 이론, 회사이익, 이사회 역할

Abstract

Corporate Governance means that the rules and market practices which determine how corporations make decisions would establish the transparency of their decision-making processes and the good efficiency of corporate management. These two goals of Corporate Governance, the transparency and efficiency, are the most important objects of Corporate Law and Securities Regulation. Recently, it is clear that corporate law and securities law in many Asian countries have been reformed in order to establish the transparency of Corporate Governance. However, this transparency goal is not perfectly consistent with economic function of corporation. This is because businesses enterprises have to produce interests for corporate constituents. Modern corporations, especially public held corporation, are related with many economic units, such as creditors, employees, managements (directors and officers), local community, shareholders.

Up until the early 1990s, it was thought that both the German and Japanese systems of corporate governance could deliver superior economic performance. Serious defects in the governance structure of the U.K. and U.S. were thought to exist regarding the monitoring and control of public help corporation. However, following the more recent weak performances of the Japanese and German economies, and the 1997 financial crisis in Asia, these previously highly regarded models have come under severe criticism.

For one state's corporate system to be successful, many legislators, scholars and lawyers should apply the basic corporate theories to their works in order to mediate the conflicts of interests which is one of important role of corporate law. According to the American legal scholar,

we must start to study following two questions: 1) What is the corporation?; 2) Who own the corporation?

East Asian Corporate Law has disregarded these fundamental questions. Moreover, there are no provision and views which is related to the members in corporation. According to the shareholder primacy norms, shareholders, board members and employees exist in corporation, so constituents, such as creditors and local county, are not member of corporation. In the other hand, the constituent model and team production model consider corporate stakeholders as member of corporation.

If one asks "who owns a corporation?", most economists and legal scholars today seem inclined to answer: its shareholders do. Contemporary discussion of corporate governance have come to be dominated by the view that public corporations are little more than bundles of assets collectively owned by shareholders(principals) who hire directors and officers(agents) to manage those assets on their behalf.

In this article, I take issue with comparing Corporate Governance between American and Korean(Japan and China) System. I explore comparative approach of Corporate Theory that may go much further in explaining both the distinctive legal doctrines that apply to public corporations and the unique role that corporate entities have come to play in East Asian Economy. In addition, I expect that comparative analysis and governance principles might provide some legislators and legal scholars with the one view of the unification of corporate governance.

Key Words : Corporate Governance, Unification of Corporate Law, Shareholder Primacy Model. Convergence Theory, Constituents Model, Team Production Model.

목 차

국문요약	3
Abstract	5
제 1 장 서 론	11
제 1 절 연구 목적	11
제 2 절 연구 범위 및 방법	12
제 2 장 회사지배구조의 통일론과 수렴현상에 대한 분석과 비판	15
제 1 절 회사지배구조 비교와 통일	15
I. 서 설	15
II. 회사지배구조 모델 통일화 논의	16
III. 지배구조 모델 비교와 통일	19
제 2 절 지배구조 수렴이론에 대한 분석	25
I. 서 설	25
II. Kraakman과 Hansmann의 수렴론	27
III. 기능적 수렴론	32
IV. 법체도의 수용을 통한 수렴	36
제 3 절 수렴이론에 대한 비판(경로의존성 이론)	39
I. 서 설	39
II. 경로의존에 의한 발달개념의 등장	41
제 3 장 미국의 지배구조 모델에 대한 분석	51

제 1 절 서 설	51
I. 회사이론의 역사적 전개과정	51
II. 주주중심주의와 이해관계인 중심주의의 대립	53
III. 주주이익 극대화와 회사이익 극대화	54
제 2 절 회사실체에 대한 법률적 이론과 법경제학적 접근	56
I. 회사실체에 대한 전통적 법률이론	57
II. 경영자 중심의 유기체이론(The Managerialist)	64
III. 계약적 기업관의 회사실체	67
제 3 절 이해관계인중심의 회사지배구조 모델	72
I. 도 입	72
II. 이해관계인의 정의	73
III. 비주주집단 경영참여 중심의 이해관계인이론	75
IV. 이사회 역할을 중심으로 한 이해관계인이론	78
제 4 절 주주중심의 회사지배구조모델	85
I. 도 입	85
II. 전통적 소유권 이론	87
III. 계약적 기업관(The Grand Design Principal-Agent Model)	91
제 5 절 회사이익중심의 회사지배구조 모델	96
I. 서 설	96
II. 회사의 실체	98
III. 회사이익중심 모델에 있어서 회사지배구조의 개관	99
IV. 이사회 역할과 주주권	102
V. 주주권과 이사의 책임	106
제 4 장 미국 법제 도입현황에 관한 분석	117
제 1 절 일본과 중국 회사지배구조의 개정 동향	117
I. 일 본	117

II. 중 국	121
제 2 절 우리나라의 미국법제 도입과 그 분석	137
I. 의 의	137
II. 사외이사제도의 도입	138
III. 주주중심 경영의 채택	150
제 3 절 우리나라 회사지배구조의 개선책과 수렴이론	155
I. 최근의 회사지배구조 개혁 논의	155
II. 회사지배구조 모델의 문제점과 개선 방향	159
제 5 장 결 론	173
I. 미국의 회사지배구조모델과 사회적 배경	173
II. 우리나라 회사지배구조모델과 사회적 배경	175
III. 자본시장의 기능과 주주 이익의 관계	179
IV. 경영효율과 회사이익 극대화 중심의 지배구조 모델 채택	181
V. 회사이익 중심모델의 적용 가능성	185
VI. 건전한 노사관계 구축을 위한 회사지배구조	188
VII. 주주지위와 주식회사 자본개념의 변화	190
참고문헌	193
부 록	207
상법 회사편 일부개정법률(안) 개정내용	209
상법 일부 개정 법률안	215

제 1 장 서 론

제 1 절 연구 목적

최근에 회사법, 특히 회사지배구조 관련 각국의 법제는 많은 변화를 겪고 있는 것은 주지의 사실이다. 특히 최근에 들어서 회사법 학자들 뿐만 아니라 정책입안자들도 회사지배구조의 경제적 기능에 많은 관심을 보이고 있다.¹⁾ 사회 모든 분야에서 나타나고 있는 세계화(Globalization)는 법학에 있어서도 예외는 아니게 되었다. 특히 경제분야에서는 통일화 현상이 급속도로 진행되고 있어, 회사관련법제·증권법제·금융법제는 전세계적으로 수렴되어가는 현상이 많이 나타나고 있다.

경제관련법규 정비의 목적은 경제 성장이 목적이고, 이러한 회사법 개혁 작업은 구 소련체제 국가와 아시아 국가에서 많이 일어나고 있다. 이들 국가에서 추진하고 있는 상사법의 개정방향은 전세계적인 공통사항인 회사법제 개혁을 통해 회사 생산성의 향상, 기업가 정신의 배양, 그리고 자본 시장 시스템의 선진화라 할 수 있다. 특히 회사법제에 있어서는 기업지배구조 개선에 많은 노력을 기울이고 있다고 할 수 있고, 그 목적은 현대 시장 경제에 있어서 중심적인 역할을 담당하고 있는 회사제도의 개선을 통해 효율적인 경제 시스템을 구축하는 것을 목적으로 하고 있다.

회사지배구조와 자본시장 시스템의 개선을 통해 경제를 발전시키려 하는 것은 시장경제체제를 갖고 있는 모든 국가의 공통적인 목표일 것이다. 그러나 많은 법학자들과 정책 담당자들이 말하고 있듯이 이상적인 회사지배구조 모델을 구축하는 것은 많은 어려움이 따른다.²⁾

1) Joseph A. McCahery & Luc Renneboog, Introduction: Recent Developments in Corporate Governance in Corporate Governance Regimes, at 1 (Oxford, 2002).

2) Id.

다시말해서, 회사법 또는 증권거래법과 같은 상사관련법제를 개선해서 회사지배구조의 질을 평가하는 것은 한계가 있다는 것이다. 현재 한국을 비롯한 많은 국가들의 회사지배구조 개선은 세가지 방향으로 요약될 수 있는데, 그 첫 번째는 회사 경영진이 주주이익을 위해서 업무를 수행할 수 있도록 지배구조를 개선하는 것이고, 두 번째는 회사의 이사회는 집행업무를 담당하지 않는 이사를 중심으로 구성하는 것이다. 즉, 회사지배구조의 투명성을 확보하는 방법 중의 하나로 회사 업무에 대한 의사결정권을 갖고 있는 이사의 구성원을 사외이사로 구성하는 것이다

이러한 법제 통일화 현상에서 중심에 서있는 입법 모델이 미국의 법제이고, 많은 개발도상국과 동아시아 국가들은 미국의 법제를 모델로 경제관련 법규의 제·개정 작업을 진행하고 있다.

아시아의 중국과 일본, 그리고 우리나라는 경제 발전과 더불어 회사 및 증권관련법제를 개선, 발전시켜가고 있고, 그 속도는 매우 빠르게 진행되고 있다. 이러한 발전 방향은 매우 긍정적인 요인으로 작용한다고 할 수 있다. 다만, 경제속도가 매우 빠르게 진행되다보니, 이론적 토대를 굳건히 해야하는 법제 부분에 있어서 방향 설정이 미비한 부분이 없지 않다. 따라서 본 연구에서는 회사법제 통일 논의와 더불어 미국에서 설정하고 있는 지배구조 모델을 분석하고, 그 모델 중국내법상에 시사점을 줄 수 있는 모델을 설정하여 우리나라 실정에 적합한 지배구조 모델을 도출하며, 현재 지배구조 모델에 대한 개선책을 살펴보고자 한다.

제 2 절 연구 범위 및 방법

회사법 수렴 논의는 연구자 각각의 시각에 따라서 논의의 출발점이 다를 수 있고, 그 모델을 어떻게 선정하는가에 따라 도출되는 결론에

있어서 상이할 수 있다. 따라서 본 연구에서는 현재 우리나라 회사관련 법제가 가장 많은 영향을 받고 있는 미국의 지배구조 모델을 주 분석 대상으로 하여, 수렴 이론에 대한 일반론적 분석을 언급하고, 미국의 대표적 지배구조 모델인 1) 주주우선주의 모델, 2) 이해관계인 우선주의 모델, 그리고 3) 회사이익 중심의 모델로 나누어 살펴보고, 결론 부분에 있어서 각 모델 중 우리나라의 현 법제 상황과 기업 현실에 적합한 모델과 이론을 설정하여 분석하기로 한다.

분석에 있어서는 지배구조 모델을 비교하는 방법으로 전개하고 있으며, 현재 서구 국가에서 논의가 되고 있는 주요 모델을 이론적으로 분석한다. 분석에 있어서는 법제적 측면의 논의와 함께, 우리나라 법상에서 아직까지 다루고 있지 않은 법경제학적 분석을 병행하여 전개하고자 한다.

제 2 장 회사지배구조의 통일론과 수렴현상에 대한 분석과 비판

제 1 절 회사지배구조 비교와 통일

I. 서 설

회사지배구조는 회사법에 있어서 가장 중요한 부분으로 다루어지고 있는 시스템적·조직적 부분이라고 말할 수 있다. 회사 또는 기업이 라는 실체, 그리고 운영은 현대 회사에 있어서 그 영향력이 점점 커지고 있고, 현대사회에 있어서 회사의 의미는 일정 지역 또는 국가로 한정되는 것이 아니고, 그 범위가 복잡 다양해지면서 국가간 경계가 허물어지고 있다. 즉 기업의 세계화가 진행되고 있고, 기업의 조직적인 부분을 담당하는 지배구조형태 역시 일정부분 통일화하려는 노력을 하고 있다. 그러나 기업은 각 국가의 사회적·제도적·문화적 부분을 모두 내재적 요소로 갖고 있기 때문에, 법 개정을 통해서 하나의 모델로 통일화 시키는데에는 많은 문제가 발생할 수 있다.

회사지배구조 통일의 논의를 다른 용어로 수렴 이론(Convergence Theory)이라고 부르고 있다. 회사지배구조의 역사 그리고 단일 모델 수렴론은 1990년대부터 지속적으로 논의 되어 온 이론으로써, 국제시장에서의 경쟁에서 더 효율적으로 대처하기 위하여, 각국의 기업들은 기업의 건전성을 도모할 수 있으면서 효율적인 지배구조를 구축하고자 하는 노력을 하였다. 그 과정에서 각국의 기업지배구조가 일정한 형태로 통일화, 즉 수렴되는 현상이 발생했고, 현대에 와서는 이러한 수렴 현상을 법제적으로 검토하기 시작했다.

이러한 수렴 현상에 있어서 미국의 경제 성장과 함께 미국 회사지배구조 모델은 많은 나라에서 지배구조 모델로 연구되기 시작했고,

주식시장의 활성화와 국제금융의 발전과 함께 미국 회사지배구조 모델은 회사관련법제의 수렴 현상에서 매우 중요한 모델이었다. 반면에, 수렴 현상 내지는 이론에 대한 비판이라고 할 수 있는 독자성 유지이론 또는 경로의존 이론(Persistence Theory)은 회사 실체와 그 발전에 중점을 두어서, 회사는 제도로 탄생되는 것이 아니라 그 사회와 문화 그리고 사상을 반영하는 실체이기 때문에 특정회사지배구조 모델로 수렴되는 것은 타당하지 않으며, 세계적인 시장의 통합현상에도 불구하고 반드시 미국식으로 수렴하지는 않는다고 하는 주장이다.³⁾

이하 본에서는 수렴 이론이 대의적인 목적으로 주장하고 있는 회사 지배구조 모델의 단일화 또는 통일화 부분을 간략하게 검토하여, 후술하는 수렴현상에 대한 논의의 단초를 제공하고자 한다.

II. 회사지배구조 모델 통일화 논의

1. 의 의

회사법에 있어서 통일화 논의는 그 역사가 그리 길지 않고, 또한 회사 이론과 함께 아직도 끝나지 않는 계속적인 논쟁과 발전을 이어가고 있다. 그 이유는 회사는 정체된 제도 또는 산물이 아니라, 경제와 사회 발전에 따라 함께 공존해가는 실체이고 경제의 가장 중요한 구성단위이기 때문이다. 서구 유럽과 미국에서 영리의 목적으로 경제 행위를 하는 자 또는 단위에 대해 법률적 개념정의를 하려는 작업은 회사(Corporation)를 법인(the principal legal form of large-scale enterprise)이라는 법적 실체(legal entity)로 판단하면서 그 일차적인 법 정의적 작업은 끝났다고 할 수 있다. 그러나 외형적인 경제 단위에 대한 법

3) 우리나라에서 이에 대해 소개하는 논문으로, 김화진, “국제기업지배구조론,” 『주식』 제399호 (2001); 김건식, “기업지배구조에 관한 최근의 논의에서 무엇을 배울 것인가?” 『기업지배구조연구』제1호 (2001); 김준기, “선진국 기업지배구조의 수렴(Convergence)에 대한 논의,” 『기업지배구조연구』제1호 (2001)가 있다.

정의작업은 끝났다고 하더라도, 법인의 형태를 갖고 있는 회사라는 경제 단위를 운영하는 방법과 그 조직 구성에 관한 부분에는 대해서는 법제적으로 많은 변화를 겪고 있고, 아직까지도 계속 발전하고 있다고 할 수 있다.

19세기까지도 경제 분야에 있어서 미국과 유럽등에서 가장 널리 이용되는 제도가 회사의 형태였는데, 이에 대한 규정과 법적 정의는 거의 찾아볼 수가 없다.⁴⁾ 다만, 유럽과 미국의 각국의 자본시장, 경제제도, 독자적 문화에 따라 회사 제도는 변화를 겪어왔지만, 20세기에 들어 회사 제도가 정착되면서, 회사 내부의 조직과 자본시장 그리고 주식 소유관계 등의 차이로 인해 각국은 독자적인 형태로 회사의 형태를 발전시켜 왔다. 그러나 다국적 기업의 출현과 본사(본점) 소재지의 변동없이 생산 시설의 해외 이전, 지역경제의 통합, 그리고 경쟁체제에서 생존하기 위한 효율적 회사지배구조 구축등으로 인해 각국의 회사 형태는 일정 부분 수렴되어가는 현상을 나타내고 있었다. 다만 이러한 수렴의 현상이 법제도적 이유로 인해 강제적으로 만들어졌다기 보다는 건전한하고 효율적인 경제 시스템 구축과 함께 이루어졌다고 할 수 있다.

2. 회사지배구조 비교의 필요성

세계화라는 부분을 회사법상에서 논의할 때, 경쟁에서 더 우위에 있는 회사지배구조를 판단하기 위해서 각국의 회사지배구조를 비교 분석할 필요가 있는가라는 의문이 제기된다. 이러한 의문에 대해 법학자들과 법실무가들은 단지 회사관련법제의 개혁으로 인해 건전한 회사지배구조를 구축할 수 있다고 생각하는 경향이 있다. 하지만 이와 같은 회사지배구조 문제는 자본시장을 포함한 국제 시장에 있어서의

4) Henry Hansmann & Reinier Kraakman, Toward a Single Model of Corporate Law?, Corporate Governance Regimes: Convergence and Diversity, at 56 (Oxford Press, 2002).

경쟁력과 직접적인 관련이 있다.⁵⁾ 이러한 국제 경쟁은 가장 적합한 회사지배구조 모델로 수렴되어야 한다는 동기를 부여했고, 회사의 경영 방식과 자본 시장의 차이는 경쟁과 적합한 회사지배구조 모델과의 관계에서 그 수렴의 가능성을 결정짓는 요인으로 작용한다.⁶⁾ 예를 들어, 가장 적합한 회사지배구조 모델만이 이러한 경쟁 체제에서 살아남을 수 있기 때문에 회사지배구조가 통일화되어야 한다고 하면, 현재 존재하고 있는 각국의 회사지배구조의 차이는 경쟁과 생존 논리로 인해 자연스럽게 사라지게 될 것이다. 물론 이러한 논의는 회사지배구조의 통일 필요성 주장에 관한 하나의 이유일 뿐이지, 회사지배구조가 당연히 통일된다는 결론을 전제하고 있는 것은 아니다.

회사지배구조 문제, 특히 특정 모델로 수렴해가기 위하여 다른 나라의 회사 운영에 관한 최선의 모델을 비교 분석한다는 것은 사회 정책적 부분과 직접적으로 연결된다. 그리고 비교 분석의 결과 다른 모델이 현재 모델보다 경쟁적 우월관계에 있다면, 회사지배구조의 차이는 우월적 지배구조 모델로 인해 수렴되어가는 현상을 보일 것이다. 다만, 수렴 현상이 회사지배구조 통일에 대한 하나의 근거가 될 수는 있지만, 당위적 명제를 제시하고 있는 것은 아니다.

3. 회사지배구조의 비교 분석

다른 모든 법 분야도 마찬가지겠지만, 회사지배구조를 분석하기 위해서는 단순히 법제도만을 분석해서는 정확하게 파악할 수 없다. 다시말해서, 회사 지배구조를 정확하게 고찰하기 위해서는 경영진과 같은 인적 자원 부문, 자본시장의 운영, 산업 구조, 그리고 회사법과 증권거래법등을 종합적으로 고찰해야 한다. 또한 이러한 지배구조 결정

5) William W. Bratton & Joseph A. McCahery, *Comparative Corporate Governance and Barriers to Global Cross Reference, Corporate Governance Regimes: Convergence and Diversity*, at 23(Oxford Press. 2002).

6) Id.

요인들에 대한 분석이 선행되어야지만 회사지배구조 수렴론은 타당성을 얻게 된다.

1990년대 초 미국 회사들이 경제 불황과 맞붙려 심각한 시장 위기에 처하면서, 많은 실무가와 학자들은 일본의 시장 중심적인 회사지배구조 운영에 주목했었다.⁷⁾ 그러나 일본이 겪었던 경제력 집중의 문제와 제도적 붕괴를 보면서, 외부 충격(external shock)에 대한 인위적 개혁보다는 시장 상황에 따른 회사 자체적 변경 또는 수정에 더 무게를 두게 되었다.⁸⁾ 일본과 미국의 두 예는 회사지배구조 개혁은 단지 법제의 우월성을 통해 수렴되어가는 것이 아니라, 시대적 상황에서 더 경쟁력있는 회사지배구조를 분석하여 수렴된다고 할 수 있다.

이처럼 회사지배구조를 분석하는 것은 매우 예민한 문제이고, 상대적인 요소가 많이 내재되어 있다. 따라서 어느 누구도 특정 지배구조가 우월하다고 직접적으로 확인할 수 없다. 다만, 경쟁적 우위에 있는 지배구조는 한 국가의 회사법제를 개혁하는 적절한 방향을 제시해 줄 수 있고, 많은 국가에서 모델로 삼는 방향으로 수렴되어 간다면 조직적인 부분에서는 일정 부분 통일되어야 할 것이다.

Ⅲ. 지배구조 모델 비교와 통일

회사지배구조에 있어서 가장 최선의 모델을 찾아, 그 방향으로 모든 법제를 통일시킨다는 것은 회사법제만을 고찰한다면 이상적이고 단순한 것이라고 생각될 수 있다. 그러나 수렴현상은 제도적 차원에서 해결되기 보다는 정치적 논리(political forces)에 의해서 더 많은 영향을

7) Kester C., Governance, Contracting, and investment horizons: A look at Japan and Germany, *Studies in International Corporate Finance and Governance System: A Comparison of the U.S. Japan and Europe*, at 227-28, 239-41(Oxford Press New York, 1997).

8) Milhaupt C.J, Creative Norm Destruction: The Evolution of Nonlegal rules in Japanese Corporate Governance, 84 U. Penn. L. Rev. 1145(2005).

받는다는 주장에 대해서는 한번 생각해볼 필요가 있다.⁹⁾ 즉, 수렴 또는 통일 현상이 그 타당성을 인정받기 위해서는 이론적 근거와 사회·문화적 배경이 반영되어야 하지만, 실제로 그러한 영향은 간접적인 근거에 불과할 뿐이고, 실제로는 정치적 문제로 인해 비교 분석에 의해 진화해가는 과정적 부분이 많은 부분 희석되고 있는 것도 사실이다. 하지만, 실제 과정적 부분에는 차이가 있겠지만 경쟁적 우위에 있는 회사지배구조 모델을 비교·분석해서 우리나라 법제에 반영할 수 있는 부분을 검토하는 것은 많은 시사점을 줄 수 있다.

회사지배구조 모델에 대해서 언급할 때 수렴론에 대해서 언급하는 학자들은 1) 주주가 광범위하게 산재되어 있고 증권 거래 시장 체제가 견실하게 구축된 ‘시장 지배적 모델(market system)’과 2) 소수의 가족 또는 특별관계자가 대부분의 주식을 소유하고 있고 주식 시장이 활발하지 않은 ‘지배주주 모델(Blockholder system)’로 구분하고 있다.¹⁰⁾ 전자는 영미법 체계를 갖고 있는 국가에서 흔히 볼 수 있고, 후자는 유럽과 동아시아 국가의 일반적인 기업 형태라고 말할 수 있다. 이 두가지 모델만 놓고 비교해 보았을 때, 특정 체제가 우위에 있다고 단언하기는 힘들다. 왜냐하면, 두 모델의 단점은 상호 비교를 통해서 상대 모델의 장점으로 개선될 수 있기 때문이다. 다음에서는 이 두가지 모델에 대해서 간략하게 비교하고, 실질적으로 미국에서 이론적 모델로 하고 있는 부분은 다음 장의 미국의 지배구조 모델 부분에서 다루기로 한다.

9) See Bratton, *supra* note 5, at 24.

10) Mark J. Roe, *The Quality of Corporate Law Argument and its limits*, Columbia L. School Working Paper No. 186 (2001).

1. 시장 지배적 모델

시장 지배적 모델은 회사 자본 납입자 또는 소유자가 폭넓게 산재되어 있다는 것이 가장 큰 특징이다. 회사 지분 소유자들은 포트폴리오의 개념으로 회사에 대해 투자하고, 회사 영업에 관한 사항은 경영진에게 폭넓게 위임하는 형식을 취하고 있다. 이러한 결과 현대 공개회사의 특징이라고 얘기하는 ‘소유와 경영의 분리(Separation of Ownership and Control)’ 이론이 나타나기 시작했다. 그러나 소유와 경영의 분리는 현대 대규모 공개회사를 설명하기 위한 하나의 이론일 뿐이지, 현대 모든 기업에 적용되는 원칙은 아니다.¹¹⁾ 이러한 시장 지배적 모델은 대리인 문제(agency problem)와 경영진과 주주의 이익 충돌 문제로 인한 회사 이익 침해 우려가 있다.

대리인 비용의 문제는 현대 대규모 공개회사에 있어서 광범위하게 산재되어 있는 주주의 분포로 인해 발생하는 경영진에 대한 감시, 감독 부분에서 발생하는 것이다. 왜냐하면, 회사 경영진은 자신들의 업무 수행에 있어서 완벽한 보수를 보장받을 수 없기 때문에, 주주들의 이익을 합리적인 이유로 침해하여 자신들의 경영 목표 수행을 위해 회사 업무에 대한 의사 결정 및 집행 업무를 수행할 가능성이 있기 때문이다. 그러한 단적인 예는 회사 경영진에 의한 대규모 투자 유치를 들 수 있는데, 회사 경영진은 주주 이익 침해 행위를 합리적 근거로 정당화하기 위하여 대규모 투자 유치를 통해 자신들만의 거대한 업적을 구축하려는 경향이 있다.¹²⁾ 즉, 회사 성장 또는 이익을 위하여

11) 소유와 경영의 분리는 제3장에서 설명하는 미국회사지배구조 모델이론에서 각 이론별로 반론을 하고 있다. 단지, 주주우선주의 모델 중 계약 모델에서 대리인 문제를 해결하기 위한 이론으로 들고 있다.

12) Porter M., *Capital Choices: Changing the Way America Invests in Industry*, *Studies in International Corporate Finance and Governance System: A Comparison of the U.S., Japan, and Europe.* at 5 (Oxford Press New York, 1997).

주주들의 이익을 희생시키는 경우가 발생한다는 것이다.¹³⁾ 이러한 폐단을 방지하기 위하여 경영진의 자기 거래(the Management's Self dealing)에 대한 주주대표소송, 그리고 사외이사를 통한 이사회 감시, 감독체제 구축, 그리고 적대적 기업 매수 등 경영권 거래 시장을 통한 경영진 견제 등이 소유와 경영의 분리에서 나타나는 경영진의 폐단을 방지하기 위한 제도로 활용되고 있고, 여기에서 발생하는 문제가 바로 대리인 비용의 문제이다.

두 번째 문제는 주주들의 시장 행동형태인데, 주주들은 장기 이익과 회사 이익을 고려하기 보다는 단기 이익에 치중하여 행동하는 경향이 강하다. 장기 이익은 많은 부분이 회사 이익과 관련되어 있는데, 광범위하게 산재되어 있는 주주들은 회사 경영 정보와 전망에 대해서 상대적으로 경영진보다 정보면에서 부족하기 때문에 이익 충돌의 문제가 발생한다. 이러한 문제는 경영진의 지위 유지를 위한 개인적 이익과 맞물려, 회사 업무가 주주들 중심으로 치우치게 되는 문제를 발생하게 된다.

위에서 언급한 것처럼, 시장 지배적 모델은 주주의 이익과 직접적인 관련을 맺고 있어 대리인 비용 문제와 경영진과 주주의 이익 간의 충돌 문제가 발생한다. 그러나 주주의 측면에서 보면 주식 시장을 통해 자신들의 투자 위험을 분산시킬 수 있는 장점을 갖고 있다. 소수 주주들이 광범위하게 분포하고 있는 시장 지배적 체제에서 회사는 또한 자본 조달을 용이하게 할 수 있다는 장점이 있지만, 주주가 회사의 소유자이기 때문에 주주이익을 우선시해야 한다는 전통적 이론과는 상충한다. 왜냐하면, 실제로 주주들의 행동 형태는 자신들의 이익을 주식시장에서 단기적으로 얻을려고 하는 투자자로서의 모습을 보이고

13) 지배구조 모델에서 주주이익 우선주의는 아직까지는 가장 타당성을 많이 받고 있는 원칙이다. 하지만, 이 원칙에 대해서는 많은 비판을 받고 있고, 회사 실체 또는 구성원 문제와 함께 다음 장에서 자세히 다루도록 한다.

있을 뿐, 회사의 소유자로서 회사의 이익과 결부된 모습은 나타나고 있지 않기 때문이다.

2. 지배주주 모델

지배주주 모델은 명칭 그대로 주주가 폭넓게 산재하고 있는 형태가 아니라, 1인 또는 소수의 주주 그리고 가족들에 의해 회사의 주식 대부분이 소유되고 있는 형태이다. 주식의 대부분이라 함은 발행 주식 전체를 의미할 수도 있지만, 대부분 이사 또는 임원을 선임할 수 있는 정도의 주식을 말한다.

이러한 지배구조 모델 역시 시장지배구조 모델과 같이 경영진에게 회사 업무를 위임하고 있지만, 회사 정보 접근 면에서 시장지배구조 모델보다는 더 우월한 지위에 있다고 할 수 있다. 특히, 소수의 지배주주가 이사 및 임원의 선임과 해임에 대한 권한을 행사할 수 있고, 회사에 대한 소유의식과 동기 부여가 강하기 때문에 회사의 장기 이익을 고려할 수 있는 시스템이 간접적으로 구축된다고 할 수 있다. 일본의 Keiretsu System이 지배주주 모델에 가장 전형적인 예라고 할 수 있다.¹⁴⁾

지배구조 모델의 가장 큰 장점이라고 하면, 전술한 경영정보 접근성과 함께 주주에 의한 경영진의 감시 체제가 좀더 용이하게 이루어질 수 있다는 것이다. 즉, 대리인 비용의 문제에 있어서 지배주주 모델이 좀더 우월한 지위에 있다.

다만, 주주들이 자신들의 투자를 분산시키지 못한다는 점과, 이로 인해 회사 자본조달이 어려움을 겪게 될 가능성이 있고, 또한 자신들의 투자를 주시시장 통해 회수하여 주주의 지위를 면하는 부분에 있어서는 시장 지배적 모델보다는 용이하지 않다. 또한 소수 주주의 보

14) Aoki, Toward an Economic Model of Japanese Firm, 28 J. of Econ. Liter. 1, at 14-17(1990).

호 측면에 있어서도 지배주주들의 전횡이 이루어질 가능성이 높아, 그 보호의 정도가 약하다고 할 수 있다.

3. 경쟁적 비교 우위 모델

전술한 두가지 분류는 세계 경제에서 나타나는 일정한 회사 형태에 관한 개괄적인 분류이다. 각국에 있어서도 많은 회사의 형태가 있기 때문에, 전세계에서 영업 행위를 하고 있는 모든 회사, 즉 기업을 이 두개의 범주로 묶는다는 것은 불가능 할 것이다. 다만, 현대 경제에 있어서 가장 큰 사회적 영향을 미치고 있는 경제 단위가 대규모 공개 회사이기 때문에, 각국의 대규모 공개회사에 대한 부분을 일정 부분 유형화시킨 모델이라고 할 수 있다. 따라서, 이 두가지 모델에 있어서 어느 모델이 비교 우위에 있는냐는 질문에는 정확한 답을 내리기가 힘들다. 왜냐하면, 기업은 영리 행위를 하는 경제 단위이지만, 각국의 경제와 자본시장이라는 외형과 관련되며, 그리고 회사 구성원들의 인적 자본에 따라 적합한 지배구조 모델이 달라지기 때문이다.

국가별 회사법제의 특성이라고 하면, Common Law 체제를 채택하고 있는 국가에서는 투자자 보호 측면이 매우 강하게 나타나고 있으나, 유럽의 국가에서는 다소 약한 모습을 보이고 있다.

경쟁적 우위에 있는 지배구조 모델은 위 두가지 모델로 확일적으로 규정할 수 없다. 다만, 지배구조가 건전하고 효율적이어서 더 많은 이익을 창출하는 모델이 있다면, 각국은 그 모델과 자국의 사회, 문화적 상황을 접목시켜 발전시킬 수 있는 하나의 근거는 될 것이다.

제 2 절 지배구조 수렴이론에 대한 분석¹⁵⁾

I. 서 설

회사지배구조의 수렴성과 지속성을 다룬 논의는 이처럼 회사지배구조에 관한 비교방법론에서 출발하였다. 즉, 더많은 이익을 낼 수 있고, 회사 관련 구성원의 이익 관계를 얼마나 보장해 줄 수 있는가, 그리고 해당 국가 또는 사회에서 회사가 얼마나 건전하고 효율적으로 운영될 수 있는가라는 문제에 있어서, 경쟁적 우위에 있는 모델로 수렴되어가는 현상과 이론을 수렴이론이라고 할 수 있다.

이러한 수렴이론은 1990년대 초반, 미국의 몇몇 회사법학자들이 독일과 일본 같은 다른 선진국들이 채택한 회사지배구조 메커니즘을 검토하여 미국의 경제실적을 향상하려는 의도에서 시작된 연구였다.¹⁶⁾

회사지배구조의 수렴성을 주장한 대표적인 학자는 Hansmann과 Kraakman이다. 이들은 상품시장이나 자본시장에서의 경쟁에서처럼 기업지배구조체제 간에도 그 우열이 가려지게 마련이고, 다윈(Darwin)의 적자생존의 원리에 따라 궁극적으로 우수한 모형에의 수렴이 이루어질 것이며, 그 승자는 주주중심의 기업지배구조가 될 것이라 예언한다.¹⁷⁾ Gilson은 회사지배구조의 수렴성을 주장하며, 수렴의 양상으로 형태적 수렴(formal convergence)과 기능적 수렴(functional convergence)을 나누

15) 김수경, 『회사지배구조의 경로의존성에 관한 연구』, 동국대학교 박사학위 논문(2007); 본고의 회사지배구조 수렴이론과 이하 그 비판에 관해서는 저자의 동의를 얻어, 학위 논문에서 일부 수정, 발췌하였음.

16) Mark J. Roe, Some Differences in Corporate Structure in Germany, Japan, and the United States, 102 Yale L. J. 1927 (1993); Roberta Romano, A Cautionary Note on Drawing Lessons from Comparative Corporate Law, 102 Yale L. J. 2021 (1993).

17) Henry Hansmann & Reinier Kraakman, The End of History for Corporate Law, in Jeffrey N. Gordon & Mark J. Roe (eds), Convergence and Persistence in Corporate Governance (2004).

어 설명하고 있다. Coffee도 형태적·기능적 수렴을 구분하여, 회사법이 아닌 증권거래부분에서의 수렴현상이 있을 것이라고 하였다.¹⁸⁾

그러나 회사지배구조의 수렴현상은 사회제도와 시장기능에 따라 자연적으로 수렴 또는 통일되어가는 현상을 보이고 있긴 하지만, 회사와 그 운영을 강행법규 또는 임의법규로 규율하는 법역할의 부분도 실질적으로는 많은 영향을 미치고 있다고 할 수 있다. 이러한 이유로 각국이 회사지배구조 개혁을 시도할 때 많은 노력과 시간이 투자되고 있고, 그 영향도 대규모 공개회사에 한정되는 것이 아니라 모든 종류의 회사와 경제 전반에 많은 영향을 미친다고 할 수 있다. 다시 말해서, 형태적 수렴과 기능적 수렴이 회사 지배구조 통일화를 위한 하나의 이론적 배경은 될 수 있지만, 결론적으로는 관련 법제의 개선 또는 제·개정이 있어야지만 제도적으로 정착하여 강제적 효력을 발휘할 수 있게된다. 이러한 주장을 전개하는 것이 법역할론(The Law Matters)이며, 이 견해는 회사지배구조의 수렴현상을 지지하는 이론 중의 하나라고 할 수 있다.¹⁹⁾²⁰⁾ 또한, 이 견해에 의하면 주식회사 소유구조의 분산은 소수 주주보호제도가 정비된 국가에서 촉진할 수 있는 것이며, 대표적인 국가로 미국과 영국을 들고있다.²¹⁾ 이러한 주장은 대륙법계 국가의 법제도보다 커먼로 체제를 취하고 있는 국가에서 소수주주를 원활하게 보호할 수 있는 법제도를 구비하고 있다는 논거를 전개하고 있고, 바로 법역할론의 논거와 접목시키고 있다고 할 수 있다. 즉, 법역할론은 소수주주보호 법제가 경제적 효율을 달성할 수 있

18) John C. Coffee, *The Future as History: The Prospect for Global Convergence in Corporate Governance and Its Implications*, 93 Nw. U. L. Rev. 641 (1999).

19) 김수경, 전제논문 참조.

20) Rafael La Porta, Florencio Lopez-de-Silance, Andrei Shleifer & Robert Vishny, *Law and Finance*, 106 J. Political Economy 1113 in Mark J. Roe (ed), *Corporate Governance Political and Legal Perspectives* (2005); Rafael La Porta, Florencio Lopez-de-Silance & Andrei Shleifer, *Corporate Ownership Around the World*, 54 J. Fin. 471 (1999).

21) Id.

는 모범적 지배구조이기 때문에 이러한 모델로 수렴되어가는 것은 당연하다는 이론을 전개하고 있다. 그러나 이 부분에서 우리가 주의해야 할 부분은 기업소유구조의 분산이 전세계 모든 주식회사의 모범적인 답안이 될 수 있는가라는 의문이다. 회사지배구조 비교의 필요성과 다음에 나오는 수렴론의 비판에서도 간단하게 언급하겠지만, 기업 특히 주식회사는 그 사회의 특유한 문화적 성격과 역사, 그리고 정책적 부분을 모두 내포하고 있다고 할 수 있다. 즉, 기업은 각국의 정치, 경제, 문화적 성격에 적합한 형태를 취하면서 발전하는 것이기 때문에, 소수주주보호 중심의 주주우선주의 모델이 적합한 체제가 있고, 반면에 회사이익을 중심으로 모든 이해관계자 이익을 균형있게 조정해가는 모델이 적합한 국가가 있다. 따라서 형태적으로 또는 법역화에 의해서 인위적으로 한곳으로 수렴되어간다는 것은 자칫 심각한 오류를 범할 가능성이 있다.

II. Kraakman과 Hansmann의 수렴론

1. 도입

Hansmann과 Kraakman은 회사지배구조의 통일론을 주장하면서, 강력한 형태적 수렴론을 제시하였고,²²⁾ 이러한 형태적 수렴이 완결되면 그 동안 논란이 되어온 회사의 본질 내지는 목적에 대한 부분도 결론이 날 것이라고 주장하고 있다. Hansmann 교수와 Kraakman 교수는 이해관계인 중심 모델 등 기존의 다른 지배구조 이론들은 시장에서 이미 경쟁력을 상실했기 때문에, 주주중심모델로 수렴되어 가는 것이 당연한 명제인 것처럼 주장하고 있다.²³⁾

22) Hansmann & Kraakman, *supra* note 17, at 33-68

23) *Id.*

2. 수렴모델로서의 주주이익 극대화 이론

형태적 수렴론을 주장하는 두 교수는 미국을 비롯한 다른 거의 모든 나라의 회사지배구조는 자체적인 발전의 과정을 거쳤지만, 현대 경제체제하에서는 일정 모델로 수렴되어가고 있는 현상이 나타나고 있다는 점을 지적하고 있다.

우리나라에서도 주주 이익이 이론적·실무적으로 중요한 이슈로 부각되고 있지만, 주주이익 특히 소수주주보호의 문제는 전세계적인 문제일 것이다. 그러나 주주이익 극대화 모델은 단지 소수주주 보호차원의 문제에서 근거로 제시할 수 있는 지배구조 모델이 아니라, 주주에게 회사의 모든 통제 권한이 주어져야 한다는 극단적인 논거에서부터, 회사의 경영진은 주주이익을 위하여 모든 업무결정 및 집행을 수행해야 하고, 주주이외의 회사 이해관계자들은 계약적 방법으로 그 이익을 보호할 수 있기 때문에 회사 지배구조모델 또는 이념의 궁극적 목적이 될 수 없다는 이론을 제시하고 있다. 즉 주주이익모델이 회사지배구조 통일에 있어서 중심적 역할을 할 것이고, 이 모델은 시장에서 가장 경쟁적인 모델이기 때문에 모든 회사지배구조는 자연스럽게 수렴되어간다는 것이다. 따라서, 19세기 말에 주식회사제도가 형성되면서 회사형태가 빠른 속도로 주식회사의 형태로 발전된 것처럼, 21세기 초에 회사지배구조의 규범적 시각(normative view)으로서 주주이익 중심 모델로 전세계 회사지배구조 모델이 빠르게 수렴되어갈 것이라고 예상하고 있다.

3. 주주이익모델로의 통일화 원인

(1) 주주우선주의 모델의 우수성

전세계의 회사지배구조는 경쟁적으로 우월한 주주이익중심으로 급속하게 수렴되어 간다는 전제에는 주주우선주의 모델의 우월적 요인이 있어야지만 가능할 수 있다. 형태적 수렴론에서 취하고 있는 지배

구조는 주주우선주의 우월적 요인은 크게 두가지로 나눌 수 있는데, 그 첫째는 지배구조자체의 우월성이고, 두 번째는 주주우선주의 모델의 경제적 효율성에 관한 부분을 언급할 수 있다.

서구 국가에서 발달하기 시작해서, 현재 전세계적으로 가장 영향력 있는 경제 단위인 회사는 지배구조 측면에서 다음의 네가지 전개과정을 거쳐서 발전해왔다고 할 수 있다. 그 첫 번째가 내부 경영자들이 주축이 되어 회사지배구조를 이끌어 가는 경영자중심 모델(manager-oriented model)이다. Berle과 Means는 궁극적으로 대규모회사들은 주식소유가 자연히 분산되고 따라서 주주들은 소유자로서의 지배권한을 상실하고 이에 대신하여 오히려 경영자들이 회사를 지배하게 된다고 지적하였다.²⁴⁾ 결과적으로 소유와 경영이 분리된 구조에서는 경영자들이 주주의 이익은 소홀히 하고 자기의 이익을 우선시하기 쉬운 바, 내부경영자들의 대리인 비용(Agency Cost)을 해결하는 것이 가장 큰 문제가 될 것이라고 주장하였다. 두 번째는 독일에서 볼 수 있는 노동자중심 모델(labor-oriented model)으로써, 노동자들이 경영에 직접 참여하는 것을 특징으로 하는 것이다. 이 모델의 경우는 노동자의 참여를 통하여 고용의 안정과 회사의 장기적 발전에 기여할 수 있다는 장점이 있으나 한편으로는 경영 내부 상의 마찰이나 이해상충의 위험이 있다고 한다. 이러한 독일식 모델은 이원제 사회의 이론적 배경이 되었다. 셋째, 중국과 일본 같은 국가중심의 모델(state-oriented model)에서는 국가가 은행의 간접금융에 강력히 개입하는 바, 곧 정부가 주도하여 산업정책을 추진하는 경우라 할 수 있다. 넷째, 이해관계자중심 모델(stakeholder-oriented model)으로써, 노동자뿐만 아니라 채권자 기타 여러 이해관계자가 함께 경영에 참여하는 형태이다.²⁵⁾²⁶⁾ 그러나 Hansmann과 Kraakman

24) Adolph A. Berle & Gardiner C. Means, *The Modern Corporation and Private Property*, at 5-19 (1932).

25) 김수경, 전제논문 참조.

26) Hansmann과 Kraakman은 이를 다시 “수탁자모델(Trustee model)”과 “대표자모델

는 이러한 네 가지 지배구조 모델이 주주중심 모델로 수렴되어간다고 보고 있는 것이다.

두 번째로 형태적 수렴론이 지배구조의 여러 형태 가운데 주주중심 모델로 수렴되어 가고 있다고 주장하는 데의 이론적 근거는 이 모델이 다른 경쟁모델보다 더 많은 효율성을 제공한다고 믿고 있기 때문이다. 회사 주주(잔여청구권자)의 이익은 계약에 의해 충분히 보호받을 수 없으므로, 이들의 이익을 보호하기 위해서는, 회사를 통제할 수 있는 권한이 반드시 주어져야 하고, 이들에게 부여된 통제권이 배타적이고 강력하다면, 이들은 회사의 가치를 극대화할 강한 인센티브를 가지게 될 것이라는 것이다.²⁷⁾ 이러한 추론은 오늘날 기업금융에 관한 문헌들에 상당부분 반영 되어 있고, 미국의 주요 투자은행과 대기업들이 주주우선주의 모델을 따르고 있다는 데에서 자신들의 이론이 논리적 타당성을 얻고 있다고 보고 있다.

(2) 국가간 경제(시장) 경계선의 붕괴

수렴의 두 번째 요인으로 들고 있는 것이 상품 및 금융시장의 국제화가 지배구조수렴에 중요한 요인으로 작용한다고 볼 수 있다. 그러나 형태적 수렴론에서는 세계 경제의 글로벌화 부분을 주주중심에서만 고찰하고 있다. 즉, 주주우선주의 모델을 취하지 않은 기업들은 국제경쟁에서 도태될 수 밖에 없다고 한다. 즉, 주주우선주의 모델 선택에 따라 회사를 운영하고 있는 기업들이 실적면에서 우위라는 것이 현재 보편적인 생각이라고 믿고 있는 것이다. 이 모델을 취한 회사들은 기관투자자와 국제 자본시장의 활성화로 성장산업에서 빠르게 확산될 수 있는 가능성이 크다고 보는데, 이는 이들이 바로 주주우선주

(Representative model)”로 분류하여 설명하고 있다. Henry Hansmann and Reinier Kraakman, *Toward a Single Model of Corporate Law*, in Joseph A. McCahery et. al (eds), *Corporate Governance Regimes: Convergence and Diversity*, 63 (2002).

27) Frank Easterbrook & Daniel Fischel, *The Economic Structure of Corporate Law*, at 10-11 (1991).

의 지배구조의 주창자들이기 때문이다. 따라서 시간이 지날수록 이 모델은 경쟁싸움에서 우위를 점할 가능성이 크며, 기술변화의 속도가 빨라질수록, 이러한 경쟁적 이점은 계속해서 증가할 것이 분명하다고 판단하고 있다.²⁸⁾

(3) 주주계층의 성장²⁹⁾

수렴의 당위성을 주장하는 세 번째 원인은 주주계층의 변화이다. 회사 내의 구성원과 회사와 관계되는 이해관계인의 범위에 대해서는 각각의 회사법 이론에서 그 내용을 달리하고 있지만, 우리나라를 비롯한 동아시아 국가 그리고 서구국가에서도 이익집단 구조에 있어서 주주의 영향력이 강력해지면서, 지배구조 논의가 주주계층에 대한 문제로 재편되어 가고 있는 것은 무시할 수 없는 경향이라고 할 수 있다. 일반 주주계층이 세계전역에서 회사든 정치적으로든 광범위하고 강력한 이익집단으로 등장한 데에는 두 가지 요인이 작용했다. 첫째는 주식 소유계층이 빠른 속도로 확대되어 경영자, 종업원, 국가의 이익에 점차 강한 대항권을 행사하는 세력으로 성장했다는 것이고, 둘째로는 이러한 주주계층 확산으로 인해 회사내부자나 지배주주의 이익보다 소수주주의 이익을 우선하는 방향으로 권력이 이동해가고 있다는 것이다.³⁰⁾

미국에서 주식 소유계층의 분산은 20세기 초반부터 진행되어 왔으나, 최근에는 더욱 가속화되고 있다. 2차 세계대전 이래, 미국 노동자들이 증가하면서, 노동자들이 저축을 연기금 등을 통해 회사지분에 투자하는 현상이 늘어났다. 마찬가지로 유럽과 일본 등 많은 국가들에서도 증권시장이 더욱 발전되어가고 있음을 확인할 수 있다.

28) Janis Sarra, *Convergence Versus Divergence, Global Corporate Governance at the Crossroads: Governance Norms, Capital Markets & OECD Principles for Corporate Governance*, 33 *Ottawa L. Rev.* 177, at 205 (2001).

29) 김수경, 전제논문에서 재인용

30) Hansmann & Kraakman, *supra* note 17, at 48.

선진국 사회에서의 부의 확대는 이러한 변화를 이해하는데 주요 요소이다. 블루칼라 노동자들조차도 주식시장에 투자할 정도로 충분한 개인저축이 늘어나고 있다. 주식소유를 통해 노동자들은 다른 주식소유자들의 경제적 이익을 함께 나누고 있는 것이다.

주식소유의 분산은 주주계층의 성장뿐만 아니라, 기관투자자의 성장을 낳았다. 미국의 연기금이나 뮤추얼펀드 같은 기관투자자들이나, 유럽의 소수투자자 연합회(association of minority investors)가 그 예이다. 이러한 기관들은 주주이익에 영향력을 줄 뿐만 아니라, 지배주주가 아닌 분산된 일반 주주들의 이익을 증가시킨다. 더군다나, 주주행동주의에 적극적인 기관들은 오늘날 국제적인 규모로 점점 성장해가고 있다. 결과적으로, 이들의 영향력은 자국의 주권이 미치는 영역을 초과하여 미치고 있는 것이다. 결과적으로, Hansmann과 Kraakman은 미국에서 이 같은 주주계층의 확산과 권한확대로 경영자에게서 주주로의 권력이동이 야기되었고, 유럽과 일본 등지에서도, 노동자, 국가, 그리고 대주주에게서 일반주주들에게로 권력이 이동되는 현상이 일어나고 있다고 한다.³¹⁾

Ⅲ 기능적 수렴론

1. 도입

기능적 수렴론(Functional Convergence)은 기본적으로 수렴론에 대한 비판이론인 경로의존성에 대해 일부 긍정하고 있는 이론이다. 본고의 해당부분에서도 간접적으로 언급하고 있지만 기업지배구조는 일정한 형태로 인위적인 통일을 시도한다거나, 아니면 법제도적으로 강제적 통일을 시도한다고 해서 수렴 또는 통일되는 것은 아니다. 기능적 수렴론은 이러한 부분에 일정부분 동의하면서, 시장에 의한 수렴 또는

31) Hansmann & Kraakman, supra note 17, at 50.

통일에 중점을 두고 있다. 이러한 기능적 수렴론은 정치적인 우연이나 의도에 따라 결정된 최초의 조건이 한 나라의 경제를 특정한 경로로 유도할 수 있다는 것이다.³²⁾ 다만, 이러한 경로의존성이 지배구조의 형태에 영향을 주는 유일한 요인으로 작용하는 것은 아니고, 다른 제도들과의 경쟁에서 이겨내기 위해 어느 정도의 기능적 수렴화가 일어날 수 있다고 한다.³³⁾ 회사지배구조의 기능적 수렴현상에 대한 접근방법은 학자들마다 조금씩 다르다. Gilson은 실증연구를 통해, 경로의존성을 갖는 지배구조의 형태적 특성들은 효율적인 지배구조를 갖추기 위해 기능적으로 수렴화가 되어가고 있다고 하고,³⁴⁾ Coffee는 세계 여러 나라의 기업들이 미국 증권시장에 상장하고자 하는 추세와, 증권 규제 및 공시의 국제화를 설명함으로써 지배구조가 회사법 차원에서는 아니지만 증권거래 차원에서 기능적 수렴화가 일어나고 있다고 한다.³⁵⁾

2. 형태적 수렴론의 한계

기능적 수렴론 이전에 강력하게 회사 지배구조 통일화를 논의한 Kraakmann교수의 형태적 수렴론은 단시일내에 달성되기 어려운 논리라고 비판하고 있다. 그 이유로는 첫째, 사회적 안정성을 들고 있다. 현대 대규모 공개회사의 이해관계인은 과거에 비해 엄청난 수적 증가가 있었다. 또한 대규모 공개회사에 관련되어 있는 중소기업의 연결성은 더욱 긴밀해졌다고 할 수 있다. 이 모든 회사 이해관계인들이 경제에서 차지하는 비중은 매우 높아졌고, 각각의 구성원들의 경제적 안정성은 사회적 안정성의 문제와 직결되고 있다. 따라서, 인위적인

32) Ronald J. Gilson, *Globalizing Corporate Governance: Convergence of Form or Function*, in Jeffrey N. Gordon & Mark J. Roe (eds), *Convergence and Persistence in Corporate Governance*, at 133 (2004) [hereinafter Gilson, *Globalizing Corporate Governance*].

33) Id., at 136.

34) Id., at 137-140.

35) John C. Coffee, *supra* note 18, at 663-679.

방법을 통해서 회사지배구조를 하나의 형태로 통일화하는 것은 자칫 사회적 안정성에 심각한 불안을 초래할 가능성이 있다. 즉, 제도변화 보다는 사회적 안정성이 중요한 경제 지표로 여겨지고 있기 때문에, 급격한 변화가 초래될 수 있는 형태적 수렴은 지배구조 수렴의 한계에 직면하게 된다. 회사가 특정 지배구조를 새로이 채택하여 회사에 보다 많은 효율을 가져올게 할 수 있다라도, 새로운 제도의 채택과정에서 일어나는 법률의 개정이나, 필요한 개혁이 그 사회의 모든 구성원들에게 이익이 되는 것은 아니라는 것이다.³⁶⁾

둘째, 효율적인 지배구조라고 하여 도입된 다른 나라의 제도가 그 제도를 받아들인 국가에는 기대한 대로 효율성을 갖지 못할 수도 있다.³⁷⁾ 또한 회사지배구조가 국가마다 다르고, 형태적 수렴을 어렵게 하는 것은 지배구조가 경로의존성을 반영하기 때문이다.³⁸⁾ 경로의존의 중심 개념은 초기의 시작점이 관건이라는 것으로써, 역사적 사건에 의해서든 정치적 타협에 의해서든 초기상황이 특정 경로로 경제를 이끌고, 이를 쉽게 되돌리지 못하게 한다는 것을 말한다.³⁹⁾ 이에 대한 대표적인 예로 미국의 금융기관의 영세성이다. 미국 금융기관의 규모가 상대적으로 작은 것은 금융권에 권력이 집중되는 것에 대해 반대한 미국인들의 뿌리 깊은 정치성향의 결과에 기인한 것이었고, 따라서 상대적으로 자본시장의 활성화가 그 대안책으로 이루어 졌던 것이다.⁴⁰⁾

36) Id., at 654.

37) 이를 Schmidt와 Spindler는 제도적 “보충성(complementarity)”이라고 하여, 새로운 제도이식에 있어서 기존 제도와와의 조화가 중요한 관건이고, 상호 부조와의 우려가 회사지배구조의 수렴성을 어렵게 하는 요인으로 작용한다고 한다. Reinhard H. Schmidt & Gerald Spindler, Path Dependence and Complementarity in Corporate Governance, in Jeffrey N. Gordon & Mark J. Roe (eds), *Convergence and Persistence in Corporate Governance*, at 119 (2004).

38) John C. Coffee, *supra* note 18, at 660.

39) Ronald J. Gilson, *Corporate Governance and Economic Efficiency: When Do Institutions Matter?*, 74 Wash. U. L. Q. 327, at 329-330 (1996)[hereinafter Gilson, *Institutions Matter*].

40) Mark J. Roe, *Strong Managers Weak Owners: The Political Roots of American*

3. 기능적 수립의 진행

각 국의 회사는 사회·정치·문화적 특성들을 모두 내포하고 있는 독립된 경제 실체이기 때문에, 그 운영을 결정짓는 지배구조는 그 모든 내재적 요소를 반영하여 경로 의존적으로 발달하는 경향을 보여왔다고 할 수 있다. 그러나 지배구조를 결정짓는 요소들은 치밀한 경제 계획에 발달하기 보다는, 역사적인 우연이나 정치적인 의도에 따라 결정된 최초의 조건이 한 나라의 경제를 특정한 경로로 이끄는 경우가 많다. 그러한 최초의 상태에서 효율성을 얻기 위해서 제도를 변화시킬 수도 있으나, 그것을 가로막는 장애요소들이 있다면 기존 제도를 유지하면서 이를 뒷받침할 수 있는 방법들로 보완하는 것도 가능하다.⁴¹⁾ 예컨대 금융기관이 기업지배에 관여하는 것을 막는 장애물이 있다면 그것은 주주의 적극적인 활동을 뒷받침하는 제도들에 의하여 보완될 수 있다. 또한, 인적자원(human capital)에 체화된 영업비밀을 보호할 수 없는 경우에는 종업원의 유동성을 제한하는 노동시장을 구축함으로써 보완할 수 있는 것이다.⁴²⁾ 그리하여 회사지배구조 시스템의 발전은 보완적인 제도들이 상호 연결됨으로써 도미노식으로 진행되며, 이러한 보완 시스템에서 제도적인 형태는 여전히 최초의 출발점에 의하여 결정된다.⁴³⁾⁴⁴⁾

Corporate Finance, at 48-49 (1994).

41) Id., at 134.

42) Ronald J. Gilson, The Legal Infrastructure of High Technology Industrial Districts: Silicon Vally, Route 128, and Covenants Not to Compete, 74 N.Y.U.L. Rev. 595, at 596-598 (1999).

43) Paul Milgrom and John Roberts, Complimentarities and Fit: Strategy, Structure and Organizational Change in Manufacturing, 19 J. Acc'g & Econ. 179, at 180-181 (1995).

44) 예컨대, 미국의 자본시장의 구조는 정치적으로 결정된 최초의 조건하에서 보완적인 제도들이 효율을 추구하며 발전한 경우를 보여준다. 그러나 변경된 경제상황 때문에 기존의 시스템의 효율이 감소되는 경우에는 이러한 동일한 제도들이 변화를 가로막는 장애물이 될 수도 있다. Gilson, Globalizing Corporate Governance, at 135.

4. 증권 시장에서의 기능적 수렴

증권규제에서의 기능적 수렴을 이야기하는 대표적인 학자인 Coffee 교수는 주식회사의 기본적 자본 구성인 주식의 거래에 주목하면서, 주식거래에 있어서 국가간 경계가 허물어지면서 발생하는 법의 통일 또는 수렴부분을 강조하였다. 즉, 많은 기업들이 외국시장에 주식을 상장하거나 기업공개(Initial Public Offering, IPO)를 하기 위해 외국의 상장기준이나 기업공개기준을 선택하고 있다는 것을 근거로, 증권규제부분에서 기능적 수렴성이 일어날 것이라고 예상하고 있는 것이다. 다만, 이러한 수렴현상은 회사법 및 회사구조 단계에서가 아니라 증권규제 단계에서 일어난다고 그 대상을 한정하고 있다. 이를 뒷받침하는 근거로, 유럽증권시장의 성장, 공시기준 및 국제회계기준의 일원화, 기관투자자의 등장, 글로벌화의 필요성 등을 들고 있다.⁴⁵⁾ Coffee는 회사지배구조의 수렴화를 어렵게 하는 요인들과 수렴화를 촉진하는 요인들 모두에 대해 인정하며, 그 절충적인 부분으로 증권규제부분에서의 수렴을 이야기 하고 있는 것으로 보인다.

IV. 법제도의 수용을 통한 수렴

1. 개념

위에서 언급한 형태적, 기능적으로 분류하여 회사지배구조의 수렴을 주장하는 것과 달리, 법제도의 중요성을 강조하며 회사지배구조의 수렴현상을 지지하는 학자도 있다. 대표적인 이들로, La Porta, Lopez-de-Silance, Shleifer and Vishny(이하, LLSV)⁴⁶⁾⁴⁷⁾는 세계 여러 나라의 지배

45) John C. Coffee, *supra* note 18, at 663-679.

46) 김수경, 전제논문 참조. 흔히 LLSV로 약칭되는 이들은 경제학자로서, 이들이 법에 관심을 갖게 된 계기는 러시아 및 동구권의 민영화를 포함한 경제개혁에 참여하게 되면서 부터였다고 한다. 이들 나라의 법적 인프라가 결여되어 있는 것이 기업지배구조에서 중요한 변수임을 알고 일련의 실증적인 연구들을 발표했다.

구조 패턴의 실태분석에 근거해 어느 한 국가의 회사지배구조는 자본 시장 구조와 직접적인 관련이 있음을 주장하고 있다. 하게 이루어지고 있다는 점을 강조하고 있다.⁴⁸⁾

2. 법역할론

회사지배구조에서 법률의 중요성을 강조하는 학자들은 회사 내부자의 남용행위로부터 주주를 보호하는 것이 활발한 자본시장의 필수조건이라고 보는데서 출발한다. 그렇다면 주주는 어떻게 회사내부자들의 자금유용행위로부터 보호를 받고, 그것을 통해 주주는 회사에 투자를 지속할 유인을 갖을 수 있는지에 대한 해답을 법역할론은 바로 법이 주주를 보호, 특히 소수주주를 보호하는데 있어 중심역할을 한다고 한다.⁴⁹⁾ 이들에 따르면, 두터운 법적 보호는 회사내부자가 주주의 투자금을 유용할 수 없을 것이라는 안도감을 주주들에게 심어준다는 의미에서 법이 중요한 역할을 한다는 것이고, 이것으로서 기업은 자금조달을 확대할 수 있다는 것이다. 따라서, 증권시장 육성과 경제 성장을 이루기 위한 기초로서 주주보호의 확대를 강조하고 있다.⁵⁰⁾

47) 김수경, 전제논문 참조. LLSV가 회사지배구조에서 법제도의 중요성을 강조한 것에 대해, 김건식 교수는 이를 “법역할론”이라고 하고 있다. 김건식, “회사지배구조에 관한 최근의 논의에서 무엇을 배울 것인가?”, 『기업지배구조연구』제1호 (2001), 5-6면.

48) 법적 기원, 즉 커먼로 시스템이나 대륙법 시스템이냐의 차이가 현대 금융시장의 힘과 회사소유구조를 결정한다는 LLSV의 주장에 대해, Mark Roe는 주주보호, 재산권 보호, 기타 법 제도 등이 중요한 요소이긴 하지만, 이는 법적 기원과는 아무런 관련이 없다고 강하게 비판한다. Mark J. Roe, Legal Origin and Modern Stock Markets, Harvard John M. Olin Discussion Paper Series No. 563 (2006.11), available at http://www.law.harvard.edu/programs/olin_center/ [hereinafter Roe, Legal Origin].

49) LLSV이외에 법역할론을 주장한 논문으로, Stephen J. Choi, Law, Finance, and Path Dependence: Developing Strong Securities Markets, 80 Tex. L. Rev. 1657 (2002); John C. Coffee, Jr., The Rise of Dispersed Ownership: The Roles of Law and the State in the Separation of Ownership and Control, 111 Yale L. J. 1 (2001) 등이 있다.

50) 법역할론과 유사한 방안들이 미국에서 최근에 이루어지고 있다. 의회와 증권거래위원회(SEC)는 엔론 사태이후 주주들의 신뢰를 얻기 위하여 회사지배구조 및 회계

(1) LLSV의 연구

LLSV⁵¹⁾는 각국의 대규모 및 중소기업의 소유구조를 비교분석함으로써 주주보호에 관한 법제도가 잘 갖추어진 국가를 제외하고, 상대적으로 이러한 법적 장치가 이루어 지지 않은 국가의 공개회사들은 소유구조가 분산되어 있지 않다는 것을 발견했다.⁵²⁾

LLSV는 주주보호의 정도와 증권시장발달 정도간의 관계를 분석하기 위하여 50여개 국가를 대상으로 조사했다. LLSV는 “이사에 대한 대항권 지표(antidirector rights index)”를 통해, 다음의 6가지 요소를 기초로 하여 국가의 주주보호 정도를 측정했다. (1)주주에게 위임장투표(proxy votes)권이 있는지 여부; (2)주주가 투표권 행사를 위해서 주주총회 이전에 주식을 예치하도록 되어 있는지 여부; (3)누적투표제가 있는지 여부; (4)소수주주들이 법원이나 기타 다른 경로를 통해 이사의 억압에 이의를 제기할 수 있는 장치가 마련되어 있는지 여부 등이다.⁵³⁾ LLSV는 또한 사법시스템의 효율성, 법의 지배, 부패, 회계기준 등을 이용하여 각 국가의 법집행의 범위를 측정했고, 소수주주에게 강한 법적 보호장치를 두고 있는 국가가 활발한 주식시장을 두고 있다고 하였다.⁵⁴⁾

3. 법적 기원으로서의 확장

법역할론을 주장하는 자들은 회사지배구조의 주요 변수로서 법제도의 중요성을 강조하는 가운데, 이를 커먼로(Common Law) 법률 시스템이

부분에 있어 역사적인 개혁을 단행했다. 물론 그 개혁의 기초가 된 것은 2002년 사바니-옥슬리법(Sarbanes-Oxley Act)이었다. Sarbanes-Oxley Act of 2002, Pub. L. No. 107-204, 116 Stat. 745 (2002) 참조.

51) Rafael La Porta et al., Agency Problems and Dividend Policies Around World, 55 J. Fin. 1 (2000)[hereinafter Rafael La Porta et al., Agency Problems]; Rafael La Porta et al., Investor Protection and Corporate Governance, 58 J. Fin. Econ. 3 (2000)[hereinafter Rafael La Porta et al., Investor Protection] 등이 있다.

52) Rafael La Porta et al., Corporate Ownership, at 35.

53) Rafael La Porta et al., Investor Protection, at 10-11.

54) Id., at 15-16.

주주들에게 보다 강한 법적 보호를 제공한다는 사실을 주장한다. 결과적으로 전형적인 대륙법(Civil law) 국가의 주식시장보다 커먼로 국가의 주식시장이 보다 발달되어 있다고 하며, 실정법상의 회사법 문제뿐 아니라 법적 기원(legal origin) 또한 문제가 된다고 확장시켜 논의하고 있다.⁵⁵⁾

법역할론은 커먼로와 대륙법의 비교연구를 통해, 커먼로는 수시로 변화하는 제반 경제상황에 신속히 대처할 수 있으나,⁵⁶⁾ 대륙법계 국가의 법률은 의회의 결의를 거쳐야 효력을 발휘되기 때문에, 변화하는 경제상황에 따라 적절한 판단을 내리기 어렵다고 한다.⁵⁷⁾ 정리하자면, 법제정에 있어 유연성을 갖는 커먼로 국가가 대륙법계 국가보다 주주보호에 더 효율적인 시스템을 갖추고 있고, 이로 인해 커먼로 국가가 주식시장이 발달하고, 소유구조가 분산되어 있다고 하는 것이다.⁵⁸⁾

제 3 절 수렴이론에 대한 비판(경로의존성 이론)⁵⁹⁾

I. 서 설

법학, 특히 회사법 분야는 법 자체만으로 모든 이론과 배경을 형성할 수 없다. 회사는 자본주의 경제의 모든 실체를 회사라는 범주안에 내포하고 있고, 그 각각의 특성에 따라 조정되어 발전한다. 특히 회사법, 기업이라는 것은 경제 시장에서 활동하는 하나의 경제 단위로서,

55) Id., at 13-15.

56) Thorsten Beck et al., Law and Finance: Why Does Legal Origin Matter?, at 3, The World Bank Group, World Bank Pol'y Research Working Paper No. 2094 (2002. 10), available at http://econ.worldbank.org/files/20663_wps2904.pdf

57) Id.

58) 이에 대해, Mark Roe는 주주보호, 사유재산권 보호 등이 증권시장이나 회사소유구조를 결정하는데 중요한 요소이나, 법적 기원 자체가 그 토대가 되는 것은 아니라고 강하게 비판한다. Roe, Legal Origin, at 16-18.

59) 본 절의 경로의존성 이론에 대한 분석은 김수경, 전계논문에서 인용하였음.

시장과 경제 제도에 밀접한 관련을 맺고 있다. 본절에서 제시하는 수렴이론의 비판이론으로서의 경로의존성 이론은 시장과 회사의 운영을 분석하고 있는 경제학과 경영학에서 발달되어온 이론이었다.⁶⁰⁾ 이러한 경제학적 개념의 경로의존 이론은 회사법 지배구조 모델수립 논의에 있어서 하나의 이론으로 제기되었고, 아이디어의 차용과 공유를 통해 회사법 이론을 발전시키는데 접목되었다.⁶¹⁾

1990년대 등장한 신제도주의학파(New Institutionalism)의 견해를 Roe가 회사제도와 관련지어 분석함으로써, 미국 회사법학계는 새로운 전기를 맞는 계기가 되었다. Berle과 Means가 1930년대에 기술했던 “현대 회사(modern corporation)”는 경제발전단계에서의 절정이 아니라, 정치적이데올로기와 역사적 환경의 산물이라는 것을 Roe가 제시함으로써 미국 회사법 학계에서 르네상스가 시작되었다고 표현하기도 한다.⁶²⁾

회사지배구조의 경로의존성⁶³⁾에 함축된 의미는 회사지배구조란 시장에서 제어될 수 없는 역사적, 이데올로기적 요소들에 의해 형성되어 온 것이기 때문에 각 국에 공통된 최적의 회사지배구조는 존재하지 않는다는 것을 의미한다.⁶⁴⁾

60) 경로의존이론이 최초로 제기된 것은 수학, 물리학, 생태학부문에서였고, 이것이 경제학을 거쳐 회사법 이론으로 발전되어 왔다. 경로의존이란, 과거의 이데올로기와 우연적 사건이 사회제도를 구축하는데 영향을 미치고, 그것이 현재의 선택방향을 좌우한다고 하는 것으로서, 제도구축시기에 있어서 초기 환경을 강조한 개념이다.

61) Ronald J. Mann & Curtis J. Milhaupt, *Path Dependence and Comparative Corporate Governance: Forward*, 74 Wash. U. L. Q. 317, at 320 (1996).

62) *Id.*, at 321.

63) 김수경 전제논문 참조; 경로의존성은 다음 세 가지 형태로 나타날 수 있다: 1) 현재의 상태가 출발점의 영향을 받았지만 효율에는 영향을 미치지 않는 경우, 즉 역사가 의미가 있는 경우; 2) 현재의 상태가 출발점의 영향을 받았으며 결과적으로 비효율적이지만 출발당시에는 다른 출발점이 보다 나을 것이라는 점을 알 수 없었던 경우; 3) 출발점이 비효율적인 결과를 낳았지만 다른 출발점을 택했거나 지금이라도 개혁을 한다면 비효율을 개선할 수 있는 경우로서 현재 비효율이 남아 있는 경우이다. Mark Roe, *Chaos and Evolution in Law and Economics*, 109 Harv. L. Rev. 641, 647-653 (1996)[hereinafter Roe, *Chaos and Evolution*].

64) Mann & Milhaupt, *supra* note 61, at 320.

II. 경로의존에 의한 발달개념의 등장

1. 경로의존 패러다임의 등장

1990년대 초까지만 해도 미국식 시스템은 회사지배구조의 진화에 있어 절정을 상징하는 것으로 보였다.⁶⁵⁾ 그러나, 1980년대와 90년대 글로벌 경쟁시대가 도래하면서, 많은 회사법 학자들은 미국식 시스템이 갖는 효율성에 의문을 제기하기 시작했다.⁶⁶⁾ 일본과 독일의 주식회사가 미국과 다른 회사지배구조를 갖고 있음에도 불구하고 엄청난 회사 이익을 냈고 있었기 때문이다.⁶⁷⁾ 따라서, Roe는 일본과 독일식 회사지배구조를 미국 회사법의 정치적 뿌리와 함께 면밀히 조사하기 시작하였다.⁶⁸⁾ 일련의 논문⁶⁹⁾과 저서⁷⁰⁾에서, Roe는 Berle과 Means의 이론가운데 경제학이 회사지배구조를 조종했다는 명제에 반박하였다. 만일 경제학이 회사구조를 결정했다면, 다른 국가들의 주식회사들 또한 미국식 주식회사와 동일한 특징들을 보여야 함에도 불구하고, 비교적 강한 주주들을 두고도 성공한 독일과 일본의 주식회사들이 상당수 있었기 때문이다.⁷¹⁾ Roe는 미국과 독일, 그리고 일본의 회사구조를 비교분석함으로써, 경제학이 이전에 믿었던 만큼 회사지배구조에서

65) 즉, 미국식 회사지배구조는 세계에서 가장 많은 부를 창출했기 때문에 모든 회사지배구조 시스템에서 최선인 것으로 여겨졌던 것이다. Gilson, *Institutions Matter*, at 331.

66) Id.

67) Id.

68) Edward B. Rock, *America's Shifting Fascination with Comparative Corporate Governance* 74 Wash. U. L. Q. 367, at 367 (1996).

69) Mark J. Roe, *A Political Theory of American Corporate Finance*, 91 Colum. L. Rev. 10 (1991); Mark J. Roe, *Foundations of Corporate Finance: The 1906 Pacification of the Insurance Industry*, 93 Colum. L. Rev. 693 (1993).

70) Mark J. Roe, *Political Determinants of Corporate Governance: Political context, Corporate Impact* (2003)[hereinafter Roe, *Political Determinants*].

71) 주로 대규모 은행(large banks)의 형태로 존재했다. Edward B. Rock, *supra* note 68, at 376.

담당한 역할은 그리 크지 않았다는 것을 알게 되었던 것이다. 오히려 정치와 문화가 회사지배구조를 결정하는데 있어 중요한 역할을 했다는 것을 밝혀내었다. Berle과 Means의 패러다임은 상이한 회사지배구조 시스템이 전혀 다른 정치적 환경에서 형성될 수 있다는 사실을 간과했던 것이다. 미국식 회사지배구조 시스템은 부분적으로는 경제학적 요소로 인해, 부분적으로는 미국의 정치·문화 속에서 발전한 하나의 방식으로써 경로의존하여 발전된 산물이라고 주장하게 되었던 것이다.⁷²⁾

Roe의 글들은 궁극적으로 미국식 회사지배구조가 필연적인 진화론적 산물이라는 관념을 허물었다. 미국의 구조와 독일·일본의 구조의 비교를 통해서, 그리고 어떻게 회사구조가 정치적 환경에 의존하는지를 검토함으로써, Roe는 선진국의 대규모 회사들이 상이한 회사지배구조를 갖고 있는지의 원인을 설명할 수 있었다. 그의 영향으로 인해 경로의존이라고 하는 관념이 회사법 학계에서 주목을 받게 되었고, 미국 이외의 국가들이 취한 회사지배구조에 대한 연구가 활발하게 된 계기가 되었던 것이다.⁷³⁾

2. 경로의존성의 개념

경로의존성에 관한 논의는 원래 카오스 이론에 영향을 받아 시작되었다. 자연과학 분야에서 유래한 카오스 이론은, 패러다임으로 보이는 현상을 예측하기 위해 이를 구성하는 메커니즘을 연구하는 과정에서 생겨나 발전되어온 이론으로써, 이 세상에서는 초기 조건에 크게 의존하는 현상이 존재하고 있음을 이야기 하는 것이다.

72) 즉, 각 국가가 취하고 있는 회사지배구조는 제도가 형성되어 가던 초기상황이나에 상당부분 의존 한다는 것을 뜻한다. Roe, *Chaos and Evolution*, at 644.

73) Craig LaChance, *Nature v. Nurture: Evolution, Path Dependence and Corporate Governance*, 18 *Ariz. J. Int'l & Comp. Law* 279, at 289 (2001).

(1) 역사적 조건에 따른 경로의존성

제도라고 하는 것은 역사적인 초기조건에 의존하여 형성된다. 즉, 과거의 시점에서 이루어진 다양한 선택이 현재의 제도를 형성하고, 또한 장래에 어떠한 제도를 선택하는지에까지 결정짓게 한다는 것이다.⁷⁴⁾ 즉 경제학적 사고에 의하면, 현재 있는 회사지배구조는 경쟁을 이겨낼 수 있었기 때문에 지금 시점에 존재하고 있다고 본다. 다시 말해 이것으로 인해 해당 제도가 효율적이었다는 것이 증명되는 것을 의미한다. 현재 있는 회사지배구조는 과거의 시점에서의 우발적인 사항에 의해 선택된 것이고, 그 나아가는 길이 특정한 경로에 갇혀버린 결과의 산물이라는 것이다. 따라서 그 효율성이 반드시 보장되는 것은 아니라는 결과가 성립된다.

구체적으로 설명하면 다음과 같다. 현재 과거의 어떤 시점에서 A, B라는 2개의 회사지배구조가 있는데, 어떠한 이유에 의해 A가 사회에 의해 선택되었다고 보고, 몇 년이 지나 기업환경에 커다란 변화가 발생했는데, 그 변화 이후의 기업에는 B라는 지배구조가 보다 효율적이게 되었다고 가정하자. 이 경우, 경제학적인 진화론에 의하면, 이러한 환경변화에 대응하기 위해서 사회는 반드시 B를 선택하는 것이 합리적일 것이고, A는 B로 대체될 것이 예상된다. 그러나, 경로의존성에 따른 시각에서는, 환경변화가 일어날 때까지의 몇 년간, 사회는 A에 대해 상당한 투자를 해왔기 때문에, 비록 사회가 B의 효율성에 대해 인식하고 있다 하더라도 A를 그대로 선택하게 될 것이라고 한다. 즉, B의 효율을 알면서 A를 유지하는 방향으로 타협할 것이라고 예상된다. 요컨대, 사회제도의 선택에는 이러한 관성이 존재하고 있을 가능성이 있음에 주목하는 것이다.⁷⁵⁾

74) 이러한 의미에서, 장래의 진로(Path)는 과거의 경로에 의존한다(Dependence)는 것이다.

75) 仮屋広郷, “アメリカ會社法學に見る經濟學的思考”, 『法學研究』第30輯 (1997), 141-142面.

경로의존성 이론이 지적하는 바와 같이 사회제도의 관성이 존재한다고 하면, 미국의 텔레웨어주 회사법은 경쟁을 이겨낸 산물이기 때문에 효율적이라고 보는 경제학적 사고는 무조건적으로 받아들일 수 있는 것은 아니라고 말할 수 있다. 결국, 회사지배구조의 경로의존성에 관한 논의는 신고전경제학의 진화론적 패러다임을 수정하는 견해를 제공한다.⁷⁶⁾

(2) 네트워크 외부성으로 인한 경로의존성

네트워크 외부성(Network Externality)으로 인해 경로의존성이 발생한다는 논의도 기본적으로 카오스이론의 영향을 받았다. 가령 개인의 자발적인 의사결정에 기초하여 이익최대화 행동이 이루어지고 있는 사회에서, 어떤 제품이나 기술이 다른 것들보다 실제로 가치가 떨어지는 것임에도 불구하고, 시장에서의 점유율이 높게 나타나고 있고 이것으로 인해 소비자들에게 매우 중요한 영향력을 미치는 경우가 있을 수 있다. 이러한 결과가 발생하게 된 원인은 그 제품이 가지는 네트워크 효과 때문이다.⁷⁷⁾

이러한 네트워크 효과에 대해 컴퓨터를 구입할 때의 상황을 예로 들어 설명하면 다음과 같다. 컴퓨터를 구입하기 전에는 A사, B사, C사 중 어느 회사의 컴퓨터를 살 것인가를 우선 생각할 것이다. 이 경우, 가격은 동일하다고 할 때 A사의 제품이 B사나 C사의 제품보다도 품질이 떨어진다고 해서 반드시 B사나 C사의 제품을 선택하는 것은 아니다. 가령, 제품의 질이 타사보다 떨어지다고 해도, 어떠한 이유로 A사의 제품이 시장점유율이 높거나 하면 A사의 제품 쪽이 선택될 여지가 충분히 있기 때문이다. 왜냐하면, 컴퓨터와 같은 제품에는 현재 많은 사람이 A사의 컴퓨터를 선택하고 있으면 있을수록, 그리고 장래

76) Stanley J. Liebowitz and Stephen E. Margolis, Path Dependence, Lock-in, and History, 11 J. L. Econ. & Organ, 205, at 205 (1995).

77) Id.

선택될 여지가 크면 클수록, A사의 컴퓨터 가치는 높아질 것이라고 기대되기 때문이다. 결국, 어떤 컴퓨터가 범용되기에 이르면, 그 범용되고 있다고 하는 사실이 제품과는 독립된 가치를 가지게 된다. 이를 네트워크 효과라고 한다.⁷⁸⁾

이러한 네트워크 효과는 이른바 경제학 용어에서 말하는 외부성에 해당한다. 즉, 위의 예에서 본 것처럼, 컴퓨터에 대한 가치는 그 컴퓨터와 동일한 메이커를 사용하고 있는 소비자의 수에 의존하고 있을 경우에 네트워크 외부성이 존재한다고 말하게 된다. 어떤 제품에 네트워크 외부성이 존재하는 경우, 경제학적인 분석이 불가능하다. 왜냐하면, 경제학에서는 수확은 체감하는 것이라는 가정 하에, 제품시장에서는 점차 감소하는 한계수익을 둘러싸고 경쟁이 이루어진다고 하고, 그 결과 최적의 상태로서의 균형이 찾아온다고 상정되어 있기 때문이다. 이에 대해, 네트워크 외부성의 존재는 어떤 제품의 한계수익이 체증할 수 있음을 시사하고 있다. 여기서의 균형점은 컴퓨터 A에 귀착되게 될 가능성이 있는 것이다. 그러나 이것이 사회적으로 보아 최적의 균형점이라고 말할 수는 없다. 시장이 컴퓨터 A에 고정되어 있지 않고, 컴퓨터 B나 C를 선택하고 있었다면 보다 효율적인 사회가 될 수도 있었기 때문이다. 경제학에서 수확체증모델⁷⁹⁾이 말하는 중요한 시사점은 바로 이 점에 있다. 즉, 제품시장에서 도달되는 균형점에는 경로의존성이 존재하는 경우가 있기 때문에, 그 균형점을 반드시 최적이라고 할 수는 없다.⁸⁰⁾

이러한 수확체증의 개념을 미국의 각 주 회사법을 일종의 제품으로 보고 회사법에 적용하면, 여기에도 네트워크 외부성이 존재하고 있음

78) Michael Klausner, *Corporations, Corporate Law, and Networks of Contracts*, 81 Va. L. Rev. 757, at 762-763 (1995).

79) 수확체증모델에 대한 자세한 내용은, Brian Arthur, *Competing Technologies, Increasing Returns, and Lock-In by Historical Events*, 99 Econ. J. 116 (1989)를 참조.

80) Mann & Milhaupt, *supra* note 61, at 318-319.

을 알 수 있다.⁸¹⁾ 델라웨어주의 기업매수에 관한 경영자의 의무를 예로 들어 보면, 델라웨어 주에서는 기업매수시에 회사의 매각을 피할 수 없는 상황이 된 경우, 경영자는 경매인으로서 행동할 의무를 지는 것으로 되어 있다.⁸²⁾ 그러나 실제로 기업매수시에 어떠한 상황을 가지고 회사의 매각을 피할 수 없는 상황에 이르렀다고 판단할 수 있는지에 대해 의문이 생겨날 것이다. 이러한 기준의 추상성 때문에 네트워크 외부성이 발생하게 된다. 결국, 델라웨어주 회사법을 채용하는 회사의 수가 증가하면 증가할수록 판례가 축적되고 이러한 기준도 구체적이게 되어, 경영자가 기업매수시 실시하는 사업판단에서 불확실한 요소가 제거되게 되기 때문이다. 이러한 네트워크 외부성이 미국의 많은 회사들이 델라웨어주 회사법을 선택하게 하는 중요한 요인으로 작용하게 된다. 왜냐하면, 기업매수와 같은 상황에서 막대한 액수의 행방이 얼마만큼의 확실한 법적 조언을 얻을 수 있는가에 달려있기 때문이다.⁸³⁾

이처럼 미국의 주 회사법을 선택하는데 있어 네트워크 외부성이 존재한다고 하면, 각 주의 회사법 제정경쟁에 의한 결과로서, 즉 균형점으로서 델라웨어주 회사법이 반드시 최적이라고 할 수는 없게 된다. 다른 주의 회사법이 회사법 자체만으로 기업의 가치를 높일 수 있는 것이었다 해도, 네트워크 효과가 가지는 가치 때문에 많은 회사의 경영자들은 회사설립시 델라웨어주를 선택하고, 그러한 경로의존성 때문에 델라웨어주 회사법이 선택되었을 가능성이 있다.⁸⁴⁾

81) Michael Klausner, *supra* note 78, at 763.

82) 이를 이른바 ‘Revlon 기준’이라고 한다. *Revlon, Inc. v. MacAndrews & Forbes Holdings*, 506 A. 2d 173, at 182 (1986).

83) 仮屋広郷, 前掲論文, 144面.

84) 仮屋広郷, 上掲論文, 145面.

(3) 인식과학적 시각에서의 경로의존성

앞에서 논의한 두 가지 경로의존성은 인간은 합리적 선택을 한다고 하는 것을 전제로 하여 진화론적 패러다임을 수정한 것이었다. 그러나 인식과학적(cognitive science) 시각은 이와는 대조적으로, 인간은 합리적으로 선택하여 행동한다는 가설자체를 의문시 하는 경로의존성에 관한 논의이다.⁸⁵⁾ 즉, 인간의 일정한 행동이 합리적으로 판단하여 선택한 결과라는 대전제에 대해 재고하는 것이다.

전통적인 경제학은 어떤 개인이 초기에 A라는 물건과 B라는 물건 중 하나를 입수해도 그 개인의 A와 B라는 물건에 대한 선호는 바뀌지 않을 것이라고 생각한다. 따라서, 초기에 축구 티켓을 좋아하는 사람이 현금을 받고, 현금을 좋아하는 사람이 축구티켓을 받았다고 하면, 반드시 거래가 성립하여 축구 티켓을 좋아하는 사람은 티켓을 손에 넣고, 현금을 좋아하는 사람은 현금을 손에 넣을 것이라는 것이 예상되는 것은 당연하다.⁸⁶⁾

그런데, 이러한 예상이 반드시 이루어 지지 않는 경우가 있다. 즉, 거래가 성립하지 않는 경우가 발생하는 것이다. 이것은 티켓(현금)을 선호했던 사람이, 현금(티켓)이 부여되면 현금(티켓) 쪽을 선호해버렸기 때문이다. 전통적 경제학의 예상에 반하는 이러한 현상을 현상편향(Status quo bias) 혹은 부여효과(Endowment effect)라고 한다.⁸⁷⁾

이처럼 인간이 비합리적인 행동을 취할 가능성이 있다고 하면, 그것은 경로의존성이 존재하는 것에 대해 중요한 시사점을 준다. 즉, 현상편향이라는 효과가 존재하게 되면, 현재 있는 상황은 과거의 시점에 존재했던 현상이 존속한 것일 뿐이고, 그 현재 상황도 단지 장래에까

85) Marcel Kahan and Michael Klausner, Path Dependence in Corporate Contracting: Increasing Returns, Herd Behavior and Cognitive Biases, 74 Wash. U. L. Q. 347, at 359-369 (1996).

86) 仮屋広郷, 前掲論文, 146面.

87) Kahan & Klausner, supra note 85, at 359.

지 존속할 가능성이 있음을 의미한다. 결론적으로, 현재의 상황은 단순히 현상에 의존한다고 하는 인간의 비합리적 행동의 산물일 가능성이 있고, 현재 존속하고 있는 제도가 효율적이기 때문에 지금 존재하는 것이 아니라, 비효율적인 것이었음에도 불구하고 단순히 과거의 어떤 시점에서 현상으로 존재했기 때문에 지금 또한 계속 존재하는 것일 뿐이라는 것을 부정할 수 없다.

3. 미국 금융시스템의 경로의존성

(1) 미국의 은행규제

위의 예는 경로의존이 어떻게 사회제도에 영향을 미치는지에 관한 이해를 돕는 것으로써, 미국의 회사구조도 일정 부분 그 경로의존성 때문에 오늘날의 강한 경영자(strong managers)와 약한 소유자(weak owners)의 형태로 발전되어 왔다. 미국은 은행이 국유화되는 것을 막는 많은 법들을 두고 있다. 19세기초반, 미국에는 국립은행이 있었으나, 1830년대에 와서, 미국 국민들은 은행을 불신하기 시작했다. 앤드류 잭슨(Andrew Jackson)이 1832년에 대통령 선거에 출마하면서, 공약으로 내세운 것이 은행의 설립특허를 갱신하지 않겠다는 것이었는데, 이러한 그의 공약이 당시 미국 내 존재했던 대중민주주의자(populist)들의 정서와 공감대를 형성하였다. 즉, 소수의 사람들에게 권력이 집중되는 것을 불신한 당시 국민들의 정치성향⁸⁸⁾으로 인해 잭슨의 공약은 설득력을 얻었고, 그가 재선된 이후 미국내 국립은행에 대한 설립특허는 갱신되지 못했던 것이다. 이러한 대중 민주주의적 정서에 힘입어, 이후 제정된 일련의 법들, 예를 들어 글래스 스티걸법(Glass-

88) 이를 포퓰리즘(Populism)이라고 하는데, 이는 거대 기관이 부와 권력을 축적하는 것은 본질적으로 부도덕하다는 권력집중에 대한 불신으로서, 제퍼슨(Jefferson)시대 이래 미국 정치에 있어 깔려있던 정치운동의 하나이다. 이러한 대중 민주주의적 정서는 오늘날에도 여전히 미국인들이 연방정부에 대한 불신으로 나타나고 있다.

Steagall Act) 같은 법들은 은행이 절대로 회사 지배구조에 영향력을 행사할 수 없도록 하기 위해 은행의 규모가 확대되는 것을 막았던 것이다.⁸⁹⁾ 이러한 사건들이 오늘날 미국의 약한 금융기관을 낳게 되었다. 오늘날 미국이 세계 경쟁력 있는 굴지의 기업들의 모국이며 막대한 규모의 자금을 흡수할 수 있는 국가라는 것과는 어울리지 않는다.⁹⁰⁾ 1830년대에 국립은행의 설립이 불허된 이후, 미국은 국가적 차원의 금융시스템을 형성할 수 있는 중앙은행을 갖추고 있지 못하고 있다. 은행의 설립불허이후 160여년이 지나도록 어떠한 미국 은행도 국가적 차원(national)에서의 영업망을 가지고 있지 않고,⁹¹⁾ 지역적으로(locally)만 지점화할 수 있을 뿐이다.

(2) 보완시스템으로서의 자본시장

미국은 19세기 말에 규모의 산업이 증가함에 따라, 위에서 언급한 국가적 차원의 금융기관의 부재로 인해 심각한 자금조달 문제(financing problems)에 직면하게 되었다. 즉, 대규모 산업은 정부지원을 받아 막대한 자금을 조달할 필요가 있었으나, 강한 금융기관의 부재로 어려움을 겪고 있었던 것이다. 따라서 미국은 당시 이를 대체할 수 있는 효과적인 방안으로, 증권시장의 육성을 생각해 내었다. 활발한 증권시장을 통해서 국립금융기관의 부재를 대신하고자 했던 것이다. 또한 미국은 독점금지법을 강화시킴으로서, 지배구조가 취약한 회사로 하여금 효율성을 가지도록 압박하기 위해 경쟁을 촉진하고, 회사 내부의 지배구조문제에서 발생하는 비용은 시장을 통해 해결하도록 하였다.⁹²⁾

89) Craig LaChance, *supra* note 73, at 299-300.

90) Roe, *Chaos and Evolution*, at 644.

91) 현재 미국에 있는 “국립(national)”은행은 단지 이름만 국립일 뿐이고, 중앙은행의 성격을 갖는 것은 아니다.

92) Roe, *Chaos and Evolution*, at 645.

따라서, 미국의 경영진들은 은행 같은 대규모 금융기관에 의한 통제가 아닌 시장의 통제를 받게 된 것이다.⁹³⁾ 미국의 경영자들이 저조한 실적을 내면 그 실적은 시장의 주식가격에 반영될 것이고, 낮은 주식가격은 다시 공개매수와 위임장 경쟁 등을 통해 회사의 지배권을 가지려고 하는 기업매수자를 유인하여, 경영자를 교체하고 주식가격을 상승시키려 할 것이다. 따라서 미국의 경영진은 기업매수의 위협이라는 시장시스템의 통제를 받고 있다.⁹⁴⁾

위의 모피상인의 예로 돌아가면, 늑대를 피하기 위해 모피상인은 숲을 가로지르는 굴곡이 있는 우회도로를 내었다. 상인처럼, 미국의 산업은 같고 닦아온 자신만의 경로와 피하고자 하는 자신만의 늑대들을 가지고 있다. 은행과 보험회사 같은 대규모 금융기관은 회사지배구조에 참여할 수 없었기 때문에, 미국 회사지배구조가 취한 길은 위의 모피상인처럼 굴곡이 많은 우회도로였다. 미국이 중국적으로 취한 지배구조, 즉 소규모로 분산된 주식소유자와 활발한 주식시장은 포폴리즘이라는 장애물을 피하고자 했던 최선의 시스템이었던 것으로 볼 수 있다.⁹⁵⁾

93) Edward B. Rock, *supra* note 68, at 374.

94) Lewis D. Solomon, Donald E. Schwartz, Jeffrey D. Bauman and Elliot J. Weiss, *Corporations Law and Policy*, at 1178 (1998).

95) Craig LaChance, *supra* note 73, at 301.

제 3 장 미국의 지배구조 모델에 대한 분석

제 1 절 서 설

I. 회사이론의 역사적 전개과정

회사의 역사적 기원은 중세 영국의 교회 단체와 영주에 의해 운영되던 회사로 거슬러 올라가지만,⁹⁶⁾ 현재와 같은 미국식 주식회사 구조는 미국에서도 19세기 이후에 나타나기 시작했고, 그 전형적인 형태는 이익 창출을 위한 사업 운영 방식의 회사였다.⁹⁷⁾ 그러나 미국의 회사는 1800년대 초기 신탁의 형태로 출발하여 많은 변화과정을 거쳐 오늘날의 주식회사의 형태가 만들어졌다. 회사의 발전은 해당시기의 역사적 상황, 경제 구조, 그리고 정치적 상황을 반영하여 그 시대에 맞게 발전하였기 때문에, 통일적인 형식과 이론으로 모든 회사의 형태를 규율할 수 없었다.

미국의 회사 본질에 대한 논의는 1930년대까지 현실주의에 입각하여 회사의 실체를 고찰하는 것이 주류를 이루었고, 그 이후 50년 동안은 구체적인 회사 본질에 대한 논의는 단절되었다. 그러나 1980년대 기업매수열풍으로 인해 회사의 본질과 목적에 대한 논의가 다시 시작되었고, 법경제학 이론의 대두로 인해 회사법의 강행법규성에 대한 문제가 제시되었다.⁹⁸⁾

회사 실체 또는 회사 이론에 대한 법경제학적 접근에 있어서는 Ronald Coase교수의 1937년 “회사의 본질(the Nature of the Firm)”에

96) Lawrence E. Mitchell, Close Corporations Reconsidered, 63 Tulane L. Rev 1301 (1989).

97) Lawrence E. Mitchell, Lawrence A. Cunningham & Lewis D. Solomone, Corporate Finance and Governance, at 5 (1996) [hereinafter Mitchell et al., Corporate Finance].

98) 小林成光, “アメリカにおける會社理論”, 『法雜』제48권 4호, 1151面.

대한 연구⁹⁹⁾가 큰 의미를 차지하고 있는데, 그 이유는 Coase교수는 기업에 대해 경제적 이익을 추구하는 하나의 경제적 주체로 보는 전통적 경제이론과는 달리 기업을 계약체로서 보는 새로운 기업개념을 제시했기 때문이다.¹⁰⁰⁾ 그 이후 이해관계인 이론을 비롯한 최근 법경제학측면 이론까지 많은 회사 이론이 탄생했고 현재까지도 그 논의는 결론을 맺지 못하고 진행 중이라고 할 수 있다.

회사법 이론의 역사적 전개와 그 분류방법에 대해서는 다양한 방법이 존재하지만 주제를 중심으로 다음의 네 가지 이론이 전개되어왔다: 1) 회사의 법인격 인정을 중심으로 삼고 있는 회사실체 이론; 2) 주주 이익극대화를 위한 주주중심 이론; 3) 이해관계인의 이익보호를 위한 이해관계인 이론; 그리고 4) 회사 전체 이익을 중심으로 기업가치 극대화 이론(팀프로덕션 이론)으로 전개되어 왔다.

이 네 가지 이론은 크게 시대적 흐름과 이익보호대상을 반영한 분류였고, 각 이론의 내용을 중심으로 전통적 소유권 이론과 법경제학 이론으로 다시 나누어진다. 전통적 소유권 이론은 후술하는 Dartmouth College판결을 계기로 회사의 실체를 인정한 이후, Berle교수의 주주 이익극대화이론과 Dodd교수의 사회 전체이익을 반영한 이해관계인 이론으로 구별되고 있다. 그리고 법경제학 모델은 1980년대 이후 급격하게 발전한 모델로서 대리형 회사이론(Agency Theory)과 계약형 회사이론(the Nexus of Contract)으로 구분된다. 이 두 이론은 우리나라에서는 일반적으로 계약 이론으로 알려져 있으나, 계약 이론이라는 용어는 엄밀한 의미에서는 계약형 회사이론을 지칭하는 것이고, 이 양자 모두를 포함하는 개념으로 사용되는 것이 바로 “Grand Design Principal-

99) Ronald H. Coase, The Nature of the Firm, 4 *Economica* 386 (1937); Stephen M. Bainbridge, Director Primacy; The Means and Ends of Corporate Governance, 97 *Nw. U. L. Rev.* 547 (2003).

100) 徐治文, “コーポレート・ガバナンスにおける會社法の役割”, 『九大法學』제68호, 114面.

Agent Model(이하 Grand Design Model)¹⁰¹⁾” 또는 “계약적 기업관¹⁰²⁾”이다. 팀프로덕션 모델은 법경제학 측면의 회사이론인 점에서는 계약적 기업관과 같으나, 주주우선주의 규범에 반대하면서 회사전체이익 극대화를 위해 주주를 포함한 회사 이해관계인들의 이익 조정문제를 중심으로 전개되고 있는 이론이다. 그러나 이와 같은 회사이론에 대한 분류는 미국 회사법상에서 큰 획을 긋고 있는 이론을 중심으로 분류하는 방법일 뿐, 이 이외에도 미국의 경제학자와 법학자들은 회사이론 연구에 많은 노력을 기울였고 현재까지도 그 논의가 활발하게 진행 중이라 할 수 있다.

II. 주주중심주의와 이해관계인 중심주의의 대립

전통적인 회사이론과 계약적 기업관은 그 접근 방법에 있어서는 차이가 나고 있지만, 기업은 주주이익을 극대화하기 위해서 존재한다는 회사목적 부분에 대해서는 견해가 일치하고 있다. 반면에 그와 상반되는 논의인 회사 이해관계인 모델 (Stakeholderist Model)¹⁰³⁾은 회사의 이사와 경영진은 회사 업무집행에 관한 의사결정을 할 때에 반드시 회사의 모든 이해관계인(Constituents)의 이익을 고려해야 한다는 이론으로서 주주 이익 극대화 논의와는 의견을 달리하고 있다.¹⁰⁴⁾

101) Grand Design Principal-Agent Model은 Blair교수와 Stout교수가 계약에 관한 모든 회사 이론을 총칭해서 사용하는 용어이다.

102) 계약적 기업관은 주로 일본의 학자들이 계약을 중심으로 전개되어 온 모든 회사 이론을 총칭해서 사용하는 용어이다: 伊藤壽英, “アメリカ會社法學におけるチーム生産アプローチ”, 『法學新報』 제110권 제3·4호, 中央大學法學會 (2003).

103) “Stakeholderist(or stakeholder) Model”은 회사 지분권자이론으로 정의할 수 있지만, 이 모델에서 stakeholder라는 것은 회사의 증권 또는 채권과 같은 지분을 소지한 관계인만을 대상으로 하는 것이 아니라, 지역사회를 포함한 회사와 관련된 모든 관계인을 포함하는 개념으로 사용하기 때문에, “회사 이해관계인 모델”로 번역하는 것이 정확한 의미를 반영하는 용어로 생각된다.

104) Stephen M. Bainbridge, Community and Statism: A Conservative Contractarian Critique Progressive Corporate Law Scholarship, 82 Cornell. L. Rev. 856, at 877 (1997).

주주이익극대화 모델 이상적인 지배구조 모델로 주장하는 학자들은 회사지배구조를 사법(private law)의 한 분야로 다루면서, 소유와 경영의 분리 문제에 대해서 정부 행위가 개입되어서는 안된다고 한다.¹⁰⁵⁾ 그러나 이해관계인 모델에서 정부는 사회적 목적을 달성하기 위해서 회사지배구조를 규제할 수 있다는 공법(public law)적 시각에서 회사지배구조 문제를 접근하고 있다.¹⁰⁶⁾ 이 이해관계인 모델은 공공의 이익을 강조한 기업의 사회적 책임 논의의 이론적 토대를 제공하고 있다.¹⁰⁷⁾

III. 주주이익 극대화와 회사이익 극대화

회사는 주주의 소유라는 전통적인 주주우선주의 규범론에서는 이사와 임원과 같은 경영진을 주주이익의 단순 관리인(the Mere Stewards of the Shareholders' Interest)으로 그 지위를 정의하고 있다.¹⁰⁸⁾ 그러나 계약형 회사이론은 주주가 회사의 소유자라는 개념을 인정하지 않고 있다. 대신에 주주들은 명시적이고 묵시적인 보통법상의 계약관계에 구속되어 발생하는 회사라는 실체속의 많은 구성원 중¹⁰⁹⁾의 하나라는 것이다.¹¹⁰⁾ 그러나 이 계약형 회사이론은 전통적 소유권 이론과는 달리 주주의 회사 소유라는 개념을 부인하면서도, 이사와 임원은 주주의 계약적 대리인(Contractual Agents)이기 때문에 이사와 임원은 주주와의 관계에 있어서 주주이익을 극대화해야 하는 신인관계에 있다는 입장을 취하고 있다.¹¹¹⁾

105) Id.

106) See Bainbridge, *supra* note 99, at 547.

107) See, e.g., Id.

108) See Id., at 547.

109) 생산물의 구성원이라는 것은 회사에 집합적으로 참가하는 많은 인적 자분을 지칭하는 것이다.

110) Frank H. Easterbrook & Daniel R. Fischel, *The Economic Structure of Corporate Law*, at 12 (1991).

111) Id., at 91.

그러나 기업의 영리성과 현대 대규모 공개회사는 주주 이외의 많은 이해관계인들이 관여하고 있는 특성 때문에, 회사 자체의 계속성과 그 자본의 유지는 현대 경제에서 매우 중요한 과제로 떠올랐다. 즉, 기업가치의 극대화가 최우선의 과제로 여겨져야 하고, 주주는 회사 자본투자자 중의 일개 구성원이기 때문에 회사의 이익을 위해서는 그 이익이 조정되거나 희생될 수 있다는 회사전체이익 극대화이론이 법경제학 분석에서 1990년대 이후 새롭게 전개되고 있다.

회사이익 극대화이론은 변화된 기관투자자의 행동 형태에 대한 사실적 분석을 통해서 구체화될 수 있다.¹¹²⁾ 그 전형적인 예로 회사 지배권거래를 검토해 보면, 회사 지배권거래에 의해 이익이 최대화된다는 것은 주주이익 극대화 측면과 회사이익 극대화 측면으로 양분될 수 있다. 이러한 현대 공개회사에 있어서의 이익충돌 국면으로 인해 기관투자자는 위험 중립적인 투자를 행하는 특성을 보이고 있으며, 또한 경쟁적인 자본시장의 존재로 인해서 큰 이익은 보다 큰 보상과 연결되기 때문에 기업의 이익극대화목적은 모든 투자자에 의해 검토되고 있다.¹¹³⁾ 가령 다수의 투자자가 위험 중립적이 아니라 위험을 부정하는 위험 嫌惡形이라고 해도, 기관투자자들은 회사 이익을 극대화할 수 있는 회사지배거래를 자제하고 투자선택의 폭을 좁혀서 위험 회피를 도모하기 보다는, 위험 분산에 의해 자신들의 이익을 보호한다고 할 수 있다.¹¹⁴⁾ 회사지배거래는 합병, 폐쇄회사화, 소수주주추출, 공개매수 등의 형태로 광범위하게 행해지고 있지만 그 거래에 동반하는 위험은 분산 가능한 위험이다. 그리고 합리적인 포트폴리오로 분산투자를 행하는 경우에 투자자는 회사지배거래에 의한 이익이 어떻게 분배되고 있는가에 중점을 두는 것이 아니라, 그 거래에서 발생되

112) 森淳二期, “會社法のモデル分析と株式會社支配の特質”, 『九州大學 法學部 創立七十周年 記念 論文集』-法と政治-二十一世紀の胎動, 282面 (1993).

113) Easterbrook & Fischel, supra note 110, at 119-24.

114) Id.

는 이익 총액의 증가 여부에 관심을 가지고 있기 때문에 결국 투자가는 회사 이익 극대화를 선호하는 것으로 볼 수 있다.¹¹⁵⁾

제 2 절 회사실체에 대한 법률적 이론과 법경제학적 접근

“회사란 무엇인가” 또는 “회사의 본질”에 대해서 논의하는 것은 실무 분야에서는 추상적이고, 모호한 문제라고 생각되는 측면도 있지만, 회사본질 문제에 대해 이론구성을 하는 것은 회사법에 제기되는 많은 근본적인 문제¹¹⁶⁾에 대해 구체적인 법률적 논의의 실마리를 제공하고 있고, 회사법 이론을 구체화시키는데 중요한 역할을 담당해 왔다.¹¹⁷⁾ 또한 회사에 관한 법인이론 또는 회사이론으로 불리어지는 “Corporate Entity Theory”는 “Corporate Finance¹¹⁸⁾” 연구에서는 매우 중요한 이론으로 다루어지고 있다. 특히 회사의 범주(the Corporate Frame) 내에 속하는 구성원의 범위 확정 문제에 있어서 회사이론은 중요한 의미가 있다고 할 수 있다.¹¹⁹⁾ 마지막으로 아시아 국가들이 미국 모델로 수렴해가고 있다는 부분에 있어서도 미국의 회사지배구조 모델을 분석하는 것은 비교법적 시각에서 상당한 큰 의미를 부여하고 있다고 생각되어진다.

115) 森淳二朗, “前掲論文, 282面.

116) 예를 들어 회사의 소유와 경영에 대한 문제에 대해서도 회사의 실체를 어떻게 정의하느냐에 따라서 결론이 달라지고 있다.

117) David Millon, *Frontiers of Legal Thought: Theories of the Corporation*, 1990 Duke L. J. 201, at 201-202 (1990).

118) Corporate Finance 분야는 우리나라에서는 경영학 분야에서 재무관리 및 투자론으로 명하고 있지만, 미국 회사법 분야에서는 재무관리 측면 중 회사의 자본조달에 관련한 채권의 종류 및 채권자의 지위 그리고 주식을 포함한 회사자산의 가치 평가(Valuation)를 다룬다. 특히 회사 이론과 전환사채에 중점을 두고 설명하고 있다. See generally Lawrence E. Mitchell & Lawrence A. Cunningham & Lewis D. Solomon, *Corporate Finance and Governance: Cases, Materials, and Problems For an Advanced Course in Corporations*, at 7-15(hereinafter Mitchell et al., *Corporate Finance*) (2d ed. 1996).

119) *Id.*, at 6.

I. 회사실체에 대한 전통적 법률이론

1. 이론의 배경

미국 회사법에서 제기된 초기 법률 실체이론 또는 지배구조 모델들을 검토해보면, 그 핵심은 회사의 본질 또는 그 기원(the Corporation's Nature and Origin)에 대한 의문이었다.¹²⁰⁾ 이러한 의문들의 출발점은 회사의 실체 인정의 문제로 귀결되었다. 다시 말해 회사를 권리·의무의 귀속주체인 법률적 실체로 간주할 수 있는가에 대한 의문이었다. 이 질문에 대해서 미국 회사법 학자들 사이에서도 많은 학설상의 논란이 있었지만, 오늘날 미국의 회사법 학계와 실무 분야에서는 Dartmouth판결¹²¹⁾을 계기로 회사에 대해 그 실체(the Corporation's Being)를 인정하는 데에는 의문의 여지가 없다.¹²²⁾

미국의 회사법 학자들은 이러한 회사실체에 대한 논의와 관련지어서 회사 실체와 회사를 구성하고 있는 인적 집합과의 관계, 회사실체와 회사 외부에 존재하는 많은 법률관계, 그리고 그 이해관계인과의 관계에 대한 문제를 제기하였다.¹²³⁾ 이러한 논의를 “실체론 또는 구성원의 집합체 논의”라고 미국 법학계에서는 명하고 있다.¹²⁴⁾ 만약 회사 실체를 법률적 관계에서 권리·의무가 귀속될 수 있는 실체(the Cognizable Entity)로 본다면, 회사의 독립된 실체적 특징에 대한 법률적 근거내지는 본질이 무엇인가라는 또 다른 문제가 제기된다. 이 문제에 대한 해답으로서 미국의 법학자들은 회사 실체를 구성하는 구성

120) Morton J. Howitz, Santa Clara Revised: The Development of Corporate Theory, W. Va. L. Rev. 173, at 176 (1985).

121) Dartmouth College v. Woodward, 17 U.S. 518 (1819).

122) Mitchell et al, Corporate Finance, at 6-8.

123) See William W. Bratton, Jr., The New Economic Theory of the Firm: Critical Perspectives from History, 41 Stan. L. Rev. 1471, at 1474.(1989).

124) Id.

원 또는 구성 요소와는 독립된 擬制的 實體(the Metaphorical Mode of Isolating Components of the Entity's Essence)로 그 독립성을 인정할 수 있다는 것이 초기 논의였다.¹²⁵⁾ 반면에 회사의 실체에 대해서 그 독립성을 부인하는 학자들은 회사의 본질에 대한 법률적 근거는 회사를 구성하는 집합적인 구성원간의 관계에 의해서 결정되는 것이지, 그 독립성을 논의하는 것은 무의미하다고 비판하고 있다.¹²⁶⁾

이러한 회사의 독립적 인격에 대한 논의는 회사에 대한 정부의 역할 부분까지 그 논의의 범위가 확장되었다. 회사의 법률적 실체를 인정하는 학설에 따르면 회사는 정부의 설립 승인으로 그 실체성을 인정받는다.¹²⁷⁾ 이러한 견해는 정부의 역할에 따라 다음의 두 가지 이론으로 나누어지고 있다: 1) 회사의 실체는 정부의 회사설립승인에 대한 지원행위(Sponsorship)에서 그 근거를 찾을 수 있다는 것이 그 하나였고, 이 주장이 법학계에서는 통설이라고 보는 견해가 지배적이었다; 2) 반면에 소수설로서는, 정부의 허가 행위를 회사가 사업을 할 수 있는 규제적 필수요건으로 해석하는 학설이다.¹²⁸⁾ 회사구성원들의 개인적 계약관계에 초점을 맞추고 있는 계약적 기업관에 따르면, 계약에 기초한 회사구성원들은 정부의 간섭 없이 회사라는 형태로 사업을 영위할 권리를 갖고 있다고 주장하면서, 회사에 대한 정부의 역할보다는 회사구성원 개개인의 역할에 중점을 두고 있다. 또한 정부의 규제 행위에 대해서는 회사는 공적 관계라기보다는 사적 관계에 그 활동의 기초를 두고 있기 때문에 규제의 대상이 되는 것은 적당하지 않다고 설명하고 있다.¹²⁹⁾

125) Id.

126) 이 학설은 계약적 기업관에 의해서 주장되는 학설이다..

127) See Barton, *supra* note 123, at 1475 (Bratton 교수는 이 주장을 특허이론(the concession theory)라고 부르고 있다).

128) Id.

129) Id.

2. Trustees of Dartmouth College v. Woodward 판결¹³⁰⁾

(1) 사건의 개요

1800년 초반 George III세 집권기동안에, 회사설립특허(Corporate Charter)¹³¹⁾가 12인으로 구성된 다트머스 단과대학 受託會(The Trustees of Dartmouth College)에 수여되었다. 수탁회는 다트머스대학의 설립과 운영을 목적으로 하였다. 다트머스대학은 신탁관계를 기초로 설립되어 47년 동안 운영되었다. 1819년 뉴햄프셔주 의회는 다트머스 단과대학을 종합대학으로 편입시키기 위해서 주립대학으로 편입시키는 법안을 통과시켰다. 그 법안의 주요 내용은 최초 부여한 설립특허장(the Corporate Charter)을 수정하여 다트머스대학을 주립 종합대학으로 변경하는 것이었다. 이 법안에 대해 다트머스대학의 운영 수탁회는 강하게 반발했고, 미국 헌법에 보장된 “계약규정(the Obligations of Contracts or Contract Clause)” 위반을 이유로 법원에 위헌 소송을 제기하였다.

(2) 판결 내용

재산의 신탁자들이 다트머스대학의 운영회(The Trustees)에 재산을 신탁한 행위는 헌법상 규정되어 있는 계약조항에 근거한 행위이다. 따라서 대학설립에 부여된 허가조항과 특허장을 토대로 재산을 신탁한 것이기 때문에, 주 정부의 인위적 변경은 계약 조항에서 발생하는 당사자적 지위의 침해이며, 주 정부의 입법은 무효라고 판시하였다

130) Trustees of Dartmouth College v. Woodward, 17 U.S. 517 (1819) (본 판결의 내용은 앞의 각주에서 기재한 Mitchell교수의 Corporate Finance책에서 판결 원문을 수록하였기 때문에 Mitchell 교수의 판례 분석에 따라 정리하였다).

131) 1800년대에 미국에서는 회사는 주 정부가 회사 설립에 대한 특허를 부여해야지만 설립할 있었기 때문에, 이러한 허가 행위를 특허장으로 해석하는 것은 주 정부에 의한 법인격의 부여의 의미를 담고 있다.

본 판결은 다음의 세 가지 측면에서 법률적 의미가 있다고 할 수 있다; 1) 회사 실체성 인정을 통한 권리능력부여; 2) 공법인과 사법인의 구별논의; 그리고 3) 주 정부의 사법인에 대한 허가 변경행위의 합법성이 논점으로 제시된다.

(3) 사건의 쟁점

1) 회사 실체성 인정

많은 논문들에서 본 판결에 의미를 두고 있는 부분은 회사의 실체를 인정했다는 부분이다. 판결에서 재판부는 회사는 법에 의해서 예상되고 그 존재가 인정되는 무형의 인공적 실체(the Artificial Being)라고 정의했다.¹³²⁾ 회사는 설립허가에 의해서 인정된 재산과 회사설립에 반드시 수반되는 재산을 소유할 수 있으며, 그리고 회사는 자연인과 같이 그 목적 달성을 위해서 재산을 소유할 수 있는 권리를 보유하고 있다. 회사재산의 인정, 즉 소유권의 인정은 당시로서는 획기적인 판결이었다. 재산의 소유권과 그 영속적 상속권을 인정하는 것은 당시에는 자연인에게만 부여된 권리였고, 이 판결을 계기로 회사도 재산권 부분에 있어서는 자연인과 같은 권리능력을 보유할 수 있게 되었다.¹³³⁾

이러한 법인의 독립된 실체성 인정으로 인해, 법인은 자신의 명의로 권리의무의 주체가 되고, 소송당사자가 된다는 점에서 권리능력이 부여되었다고 볼 수 있다.¹³⁴⁾ 소유권 인정에 대한 판결의 효과는 회사가 자신의 이름으로 법적 당사자가 될 수 있고, 회사명의로 재산을 이용하여 자신의 영업을 운영할 수 있다는 의미로 해석되어진다. 당시의 판결은 회사에 자연인의 권리뿐만 아니라, 영속성을 부여한 것으로

132) A corporation is an artificial being, invisible, intangible, and existing only in contemplation of law.

133) See generally Mitchell et al., *Corporate Finance*, at 7.

134) 정찬형, 『상법강의(상)』 제8판, 413면 (2005).

많은 학자들은 해석했다.¹³⁵⁾ 그러나 회사의 영속성은 회사의 설립 목적의 범위를 벗어나서는 인정될 수 없고, 자연인의 향유하는 권리의 범위를 초과하는 부분에 대해서는 부정하였다. 그리고 정치적 권리인 참정권은 인공적 실체이기 때문에 인정될 수 없다는 데에는 이론의 여지가 없었다.¹³⁶⁾ 결론적으로 본 판결의 첫 번째 의미는 회사에 대한 법적 권리 능력을 부여하여 회사의 목적과 범위에 일치하는 행동에 대해서는 자연인과 동등한 행위능력을 부여했다는 것이다.

2) 공법인과 사법인의 구별 논의

본 판결이 제시한 또 다른 논점은 공법인과 사법인의 구별에 있다. 재판부는 주 정부의 인위적 변경은 계약 조항에서 발생하는 당사자적 지위의 침해행위이기 때문에, 주 정부의 입법은 무효라고 판시한 결론적 부분에서는 그 견해가 일치하였다. 그러나 Marshall판사와 Story 판사는 공법인과 사법인의 구별에 대해서는 다른 견해를 취하고 있고, 그 분류 방식에 의해서 결론에 접근하는 방식도 달라지고 있다.

Marshall판사는 법인의 목적을 주 정부에 의해 수여된 허가 행위와 그 내용으로 정해지는 것으로 판단했다. 즉, 현대 공개회사에서 나타나는 사적 법인과 공익법인을 설립전 단계에서 구별하는 것이 아니라, 모든 법인의 출발은 공법인 측면에서 시작되었다는 것이다. 다시 말해서, 다투머스대학 사건의 판결 당시 회사의 목적은 국가에 이익을 주는 행위이어야만 하고, 법인은 이러한 공익목적의 대가(約因, Consideration)로 주 정부로부터 설립에 대한 특허를 받는 것이라는 견해가 Marshall판사의 이론의 출발점이었다. 공익법인의 경우 주 정부의 특허에 의해서 그 목적이 부여되지 않으면 현실적으로 그 목적을 판단하는 것이 불가능하기 때문에 주 정부의 허가행위 또는 특허장으로 법인의 목적을 한정해야 한다는 것이다.

135) See Mitchell et al, Corporate Finance.

136) Id.

이러한 Marshall판사의 견해에 대해서 Story판사는 뉴햄프셔주의 입법은 무효라는 결론에는 동의하지만, 그 접근방법을 달리했다.¹³⁷⁾ Story판사는 법인의 범주를 주 정부의 특허 부여와는 상관없이 처음부터 공법인과 사법인으로 분류하고 있다. Story판사는 공익법인의 실질적인 절차문제에 주목하면서, 엄격하게 공익법인을 분류하면 공익법인은 공공목적을 위하여 주 정부가 설립하는 법인에 한정된다고 하였다. 또한 공법인의 업무에서 산출되는 이익은 주 정부에 귀속되어야 하는 것을 전제로 했다. 따라서 주 정부의 허가 부여로 법인이 설립되었지만, 설립인이 주 정부가 아닌 사인인 경우에는 그 법인은 사적법인으로 보아야 한다는 것이 Story판사의 공법인과 사법인의 분류 방법이었다.

결론적으로 Marshall판사의 경우는 주 정부가 설립을 위해 허가한 특허장 내용에서 회사의 성격을 공법인과 사법인으로 분류한데 반해서, Story판사는 설립 주체에 따라 그 법인의 성격을 나누었다는 점에서 이론의 차이가 나고 있다.

3) 주 정부의 사법인에 대한 허가 변경행위의 합법성

Marshall판사는 법인 목적과 회사 설립 특허와의 관계에 있어서, 계약법적 측면의 접근 방법을 기초로 주 의회의 입법행위에 대해서 부정적인 결론에 도달하게 되었다. 다트머스대학 설립의 특허장에는 주 정부가 허가된 다트머스대학의 법인성격을 임의로 변경할 수 있다는 내용이 없었다. 주 정부는 사적 단체(the Civil Institution)를 허가된 목적 이외의 부분으로 변경하거나, 그 범위를 확대할 수 없다. 물론 설립했을 당시에 공익법인의 목적이었다면 주 의회가 그 법인의 성격을 변경하는 것은 가능하지만, 사법인의 경우는 주 정부가 그 법인의 성

137) 이하 판결 내용은 앞의 각주에 기재한 Mitchell교수의 Corporate Finance 책의 판결문 요약 내용을 참조하여 정리하였다.

격을 공법인으로 변경할 수 없다고 Marshall판사는 판시하면서, 뉴햄프셔주의 다트머스대학의 주립대학 편입에 대한 입법안을 무효라고 결론지었다.

Story판사는 주 정부가 설립된 법인을 변경하고 규제하기 위해서는 그 법인의 설립자와 목적을 포함한 모든 부분이 공공적 성격을 갖고 있어야 한다고 전제하면서, 본 다트머스대학의 설립허가는 사법인에 대한 허가이고, 그 설립 주체도 개인으로 이루어진 수탁회였기 때문에 다트머스대학은 사법인으로 보아야 하고, 주 정부가 사법인을 법률을 제정해 주소유의 공법인으로 편입하는 것은 무효라고 판시하였다.

이와 같이 뉴햄프셔주 의회의 입법안이 무효라는 부분에는 일치했으나, Marshall판사는 특허장의 내용을 중심으로 결론에 도달했고, 반면에 Story판사는 설립주체가 사인인 경우 사법인으로 보아서 주 의회의 입법은 사인간의 계약을 침해하는 것으로 보았다.

4) 역사적 경과

다트머스 판결은 위에서 언급한 것처럼, 회사이론 중 특허·의제설에 이론적 근거를 제시한 판결이었다. 그러나 19세기 후반부터 각주의 일반회사법제정으로 인해, 주 정부의 특허장 부여행위는 폐지되었으며 회사설립에 대한 주의 역할이 감소하게 되었다.¹³⁸⁾

138) 小林成光, 前掲論文, 1154面.

II. 경영자 중심의 유기체이론(The Managerialist¹³⁹)

1900년대 중반 주주우선주의 규범에 대해서 반대의 논의를 전개하는 회사이론 중의 하나가 경영자지배이론(Managerialism)이다.¹⁴⁰ 경영자지배이론은 현대 대규모 공개회사의 경영실태를 분석하여, 회사에 대한 주주의 지배를 부정한 이론이라고 할 수 있다. 즉, 공개회사의 지배는 소유자인 주주에 의해서가 아니라, 경영자에 의해서 실질적으로 지배되고 있는 실태를 반영한 이론이다. 이 이론은 Berle & Means 교수¹⁴¹가 공개회사에 있어서 경영자에 의한 지배는 세분화되고 있기 때문에, 조직적이고 유효한 방법으로 지배권을 행사할 수 없는 주주는 경영자에 대한 통제를 사실상 상실했다는 문제제기에서 출발했다는 것은 널리 알려진 사실이다.¹⁴²

경영자중심이론을 취하는 학자들은 회사는 전문경영인(Professional Managers)에 의해 운영되는 계층적 관리조직 (Bureaucratic Hierarchy)¹⁴³이며, 그 구조자체를 회사의 실체로 보고 있다.¹⁴⁴ 즉, 이사회가 회사

139) 경영자 중심 이론은 미국 법학자들 따라 사용하는 용어가 상이하다. Yale대의 Henry Hansmann 교수와 Harvard대의 Reiner Kraakmann교수는 경영자 중심 이론을 주주우선주의 규범 이론에 대한 반론으로서 분류하고 있으며, 계약적 기업관이전의 주주우선주의 모델에 반대 이론 중 실패한 이론으로서 “The Manager-oriented Model”로 설명하고 있다. See Henry Hansmann & Reiner Kraakmann, *The End of History for Corporate Law*, 89 Geo. L. J. 439 (2001).

140) See Bainbridge, *supra* note 99, at 548.

141) Berle & Means, *The Modern Corporation and Private Property*(1932).

142) 仮屋廣郷, “アメリカ會社法學に見る經濟學的思考”, 『法學研究』第30號. 一橋 大學研究年報, 122-123面 (1997).

143) “Bureaucratic Hierarchy”라는 용어에 대해서, 사전적인 의미는 “관료 조직”으로 정의할 수 있으나, 미국 회사법상에서의 경영자 중심이론에서는 그 의미를 경영자가 기업의 구성에 있어서 최상위에 위치하고 모든 하부 기관과 회사 구성 조직을 관리한다는 의미로 사용하고 있기때문에, 본 논문에서는 “계층적 관리 조직”으로 번역한다.

144) See Bainbridge, *supra* note 99, at 548; See generally Alfred D. Chandler, Jr, *The Visible Hand: The Managerial Revolution in American Business* (1977) (Chandler 교수의 논의가 경영자 중심에서 회사 이론을 분석하는 초석이 되었다).

구성에 있어서 최상위의 지위에 있으며, 반면에 주주는 회사의 지배를 담당하는 구성원이 아니다.¹⁴⁵⁾ 경영자중심이론에 따르면, 경영자는 그들의 선택에 따라 회사의 이익을 추구할 수 있는 광범위한 재량권을 갖고 있는 회사의 인적 구성원이 된다.

이러한 논의의 전개로 인해 1980년대 전후 법경제학적 계약적 기업관이 소개되기 전까지는 경영진을 회사의 내부의 가장 큰 전략센터로 보는 것이 지배적인 견해였다.¹⁴⁶⁾ 이 학설에 대해서 세분해서 설명하면, 미국에서 회사 이론 중 경영자중심이론은 1930년대부터 1960년대까지 법학계에서 중요한 이론의 축을 형성한 이론 중 하나였다.¹⁴⁷⁾ 그 당시 경영자중심이론은 대규모 공개회사 경영진에게 상당한 실질적인 재량권을 부여할 수 있는 법률적 이론을 제공했다는 데에 그 학설의 가치가 있다.¹⁴⁸⁾ 그러나 이익분배문제에 있어서 경영자는 인식능력의 제약 때문에 최적의 해결방법을 도출할 수 없었고,¹⁴⁹⁾ 경영자의 분배 결정에 대해서는 경영성과에 납득하지 못하는 주주와 회사 이해관계인이 적극적으로 회사경영에 개입하려는 시도를 차단할 수 있는 정도의 수익을 배분하는 것으로 판단되었다.¹⁵⁰⁾ 즉, 경영자중심이론에 의하면 경영자는 기업의 투자와 수익의 분배에 관해 거의 제약을 받지 않는 광범위한 재량권을 보유하고 있다고 할 수 있다. 따라서 회사 경영진은 회사 기관구성에 대한 권한을 갖고 있고, 이러한 조직에 대한 권한은 회사를 구성하는 많은 인적·물적 자원을 배치하고 구성할

145) See Id. Chandler, at 318-319; Peter F. Drucker, *Concept of the Corporation*, at 92 (rev. ed. 1972).

146) See William W. Bratton, *The "Nexus of Contracts" Corporation: A Critical Appraisal*, 74 *Cornell L. Rev.* 407, at 408 (1989).

147) See Hansmann & Kraakmann, *supra* note 139, at 444.

148) Id.

149) 仮屋廣郷, 前掲論文, 123面.

150) 이러한 경영진들의 행동원리를 “이익 극대화(profit maximizing) 원리”에 대비되는 “만족(satisfice)의 원리”라고 한다; 上掲論文, 153面(9); Simon, *Models of Mans; Social and Rational*(1957).

수 있는 경영진들의 전문성에서 유래한다. 이러한 상위 경영진들의 권한은 다음의 세 가지 부분으로 나누어진다: 1) 경영진은 회사가 생산하는 생산물의 과정과 그 이익의 분배를 결정할 권한을 갖고 있다; 2) 경영진은 회사내부의 많은 하위 조직들에 대해 그 조직과 구성에 관한 권한을 갖고 있다; 그리고 3) 회사를 지배하고 있는 경영진들은 회사 외관(Externalities)에 대한 사항을 결정할 권리를 갖고 있는 것으로 나누어지고 있다.¹⁵¹⁾ 그러나 이와 같이 경영자에게 광범위한 재량권이 부여되면, 경영자는 주주이익극대화와 상관없는 투자계획에서조차도, 자신의 보수의 증대 내지는 지위의 안정을 위해서 기업 규모의 확대를 추진할 우려가 발생한다.¹⁵²⁾

이러한 문제를 해결하기 위한 Berle & Means의 문제제기 이후 미국의 회사법은 경영진이 정당하게 행사할 수 있는 재량권 범위의 확정 문제와 주주에 의한 경영자의 감시 또는 통제의 문제를 중심으로 논의가 전개되었다.¹⁵³⁾ 그러나 경영진의 재량권에 대해 실질적으로 주주는 경영진을 제한할 수 없었고, 결국 경영자의 재량권은 법의 개입에 의해서만 통제될 수 있는 이론적 한계에 직면하게 되었다.¹⁵⁴⁾

이 시기에 경영자중심이론은 전문적 회사경영진들을 회사의 내부·외부 관계에서 이해관계 없는 관리자적 지위의 수탁자로서 그 법적 지위를 정의했으며, 이러한 경영진들은 일반 공공이익을 위해서 회사를 경영해야 한다는 원칙논적 규범을 형성하는 데에는 그 실질적 의

151) 이러한 경영진의 권한에 대한 구조를 취하는 학자들은 다음의 글에서 참고할 수 있다: Adolf A. Berle, Jr., *The 20th Century Capitalist Revolution*, at 32-39 (1954); Ralph Nader, Mark Green & Joel Seligman, *Taming The Giant Corporation*, at 62-65 (1976).

152) 仮屋廣郷, 前掲論文, 123面.

153) 仮屋廣郷, 上掲論文, 123面; see, e.g., Baumol, *Business Behavior, Value and Growth*(1959); Marris, *The Economic Theory of "Managerial" Capitalism*(1964); Leibenstein, *Allocative Efficiency vs. "X-Efficiency,"* 56 *Am. Econ. Rev.* 392 (1966).

154) Brudney, *The Independent Director-Heavenly City of Potemkin Village?*, 95 *Harv. L. Rev.* 597 (1982).

의가 있다고 할 수 있다. 이 일반 공공이익에 대한 경영진들의 역할과 회사의 목적에 대한 설명이 1950년대 기업의 사회적 책임이론 도출에 이론적 토대를 제공했다고 할 수 있다.¹⁵⁵⁾ 그러나 위에 언급한 경영자의 재량권 제한에 대한 이론적 한계로 인해서 경영자중심이론은 1970년대까지 영향력이 있었다고 보는 것이 일반적인 시각이었고,¹⁵⁶⁾ 오늘날 많은 학자들은 회사기관을 중심으로 한 기관 구성이론은 현대 회사법의 주요 논점이 아니라고 설명하고 있다.¹⁵⁷⁾ 그 이유는 현대 회사법이론에 대해서 논의하고 있는 모든 학설들과 판례는 회사를 기관 또는 관리조직으로서 이루어진 단체로 보는 데에는 이견이 없기 때문이다.¹⁵⁸⁾

III. 계약적 기업관의 회사실체

1. 공개회사의 개념

“계약의 집합체”로서 주식회사의 개념을 최초로 제시한 학자는 M. C. Jensen과 W. H. Meckling교수였다.¹⁵⁹⁾ 두 교수는 자본주의 기업의 전형적인 형태인 공개회사(주식회사)를 대상으로 하여, 공개회사의 본질을 일련의 계약의 집합체로 보고 있다.¹⁶⁰⁾ 또한 공개회사에서 법률상 의제되는 법인격(Corporate Veil)을 제거하고 나면, 그 구성원인 자연인만이 남게 되는 것이 공개회사의 본질이라고 하였다.

155) See Adolph A. Berle, Jr., *Power Without Property: A New Development in American Political Economy*, at 107-10(1959). 본 Berle 교수의 저서의 내용은 앞에 언급한 Hannsmann교수를 비롯한 기업의 사회적 책임에 대해서 연구를 한 많은 미국 학자들에 의해서 인용된 부분을 참조한 것이다.

156) 仮屋廣郷, 前掲論文, 124面.

157) See Bratton, *supra* note 123, at 1476

158) *Id.*

159) 徐治文, 前掲論文, 113面.

160) M.C. Jensen & W.H. Meckling, *The Theory of The Firm: Managerial Behavior, Agency Costs and Ownership Structure*, *J. Fin. Econ.* Vol. 3, at 310 (1976).

공개회사를 단순히 주주의 소유물로서 파악하는 전통적 경제이론은 현대 공개회사에서 나타나는 복잡한 이해관계를 적절히 설명할 수 없었다. 그러나 Jensen교수와 Meckling교수는 공개회사를 이익을 보유하고 있는 많은 이해관계인(주주, 채권자, 경영자, 소비자) 간의 “일련의 명시적 혹은 묵시적 계약”에 의해 구성되는 복잡한 “계약의 집합체”라고 보면서, 1인의 자연인과 같은 회사가 아닌 계약의 집합체로서의 공개회사 개념을 주장하였다.¹⁶¹⁾

Jensen과 Meckling교수의 공개회사에 대한 개념은 이전의 Coase교수의 연구에서 시사점을 얻어 전개된 이론이고, 후에 계약적 기업관의 토대가 되었다.

2. Coase교수의 기업개념

경제학 분야에서는 조직의 경제학과 계약의 경제학으로 기업에 관한 논의를 전개하고 있다. 그 중 조직의 경제학이 법률학의 분야에서 중요한 위치를 차지하고 있다.¹⁶²⁾ 조직의 경제학은 처음에는 기업의 존재이유와 기업의 규모 결정 문제에서 출발했다.¹⁶³⁾ 이 문제는 1937년 Coase교수의 유명한 “기업의 본질”이라는 논문에 의해 제기되었다¹⁶⁴⁾. 즉 가장 전통적인 신고전파 경제학의 영역에서 기업은 단순히 투입된 생산요소를 생산물로 변환하는 기술적인 관계로만 여겨졌다. 따라서 기업은 생산요소의 시장과 생산물 시장의 상황을 고려하여 자기의 이윤을 극대화하기 위해 행동을 결정하고 그것은 생산과 비용함수라는 상관관계의 형태로 표현된다. 그러나 기업 내부에서 이루어지고 있는 것은 분석의 대상이 되지 않았다. 또한 원래 시장에 왜 기업이라는

161) Id., at 311.

162) 藤田友敬, “契約·組織の經濟學と法律學”, 『北大法學論集』제52권 제5호, 1882-1883면 (2002).

163) 흔히 이 문제는 기업의 경계문제(the boundary of firm)로 불리어졌다.

164) Ronald H. Coase, The Nature of the Firm, 4 *Economica* 386 (1937).

존재가 나타나게 되었는가라는 것도 설명하지 못했다. 기업의 본질에 있어서 Coase교수는 기업은 시장의 대체적인 자원배분메커니즘이라는 발상에서 출발하여, 시장메커니즘을 이용하는 것에도 비용이 수반된다는 것을 지적했다. 그리고 동일한 결과를 달성하기 위해 시장메커니즘을 이용하기 위해서 필요한 비용이 조직화의 비용을 상회하는 한, 기업은 그 존재의의가 있다고 설명하고 있다.

Coase교수의 이론은 다음의 두 가지 부분에서 중요한 의미가 있다: 1) 정보수집비용과 장기적인 계약에서 작성해야 하는 세부 세목을 계약하는 것 등에도 비용이 든다는 비용측면; 2) 비용시장 또는 가격메커니즘을 이용할 때에는 비용이 들기 때문에, 조직을 형성하고 특정의 경영진에게 권한을 부여하여 자원분배를 행하는 것으로 그 비용을 절감하는 것이 가능하다. Coase교수에 따르면, 이러한 이유가 바로 기업이 발생하게 된 이유라고 한다. 그러나 기업이 성장함과 더불어 추가적인 거래를 기업 내에 조직화하기위해서 비용이 늘어날 가능성이 있다. 그 결과 기업의 확장에 대해서는 새로운 거래를 기업 내에 조직화하는 비용이 동일 거래를 공개시장에서 교환하는 달성하는 비용과 동등하게 되는 곳에서 손익 분기점이 있게 된다.

Coase교수의 논의의 새로운 점은 우선 그때까지 명시적으로는 전혀 고려되지 못했던 기업의 존재의의를 새로이 이론적 논의의 대상으로 편입시켰다는 것과 시장거래가 가져오는 비용 및 조직화 비용을 교환(Trade-off)을 통한 상호 비교의 형태로 답을 제공했다는 점에 있다.¹⁶⁵⁾

3. 계약적 기업관의 회사실체론

회사이론에 대해 현재 계약적 기업관이 취하고 있는 가장 기본적인 논리는 회사는 계약의 연쇄 내지는 집합체(the Nexus of Contract)라는

165) 藤田友敬, 前掲論文, 1880-188面.

것이다.¹⁶⁶⁾ 즉, 회사는 생산물을 만들어내는 다양한 요소¹⁶⁷⁾간의 계약의 산물로서 그 의미가 있다는 것이다.¹⁶⁸⁾ 그래서 몇몇 계약적 기업관을 취하는 학자들은 회사가 법적 실체라는 규범을 부인하는 반면, 회사의 본질 내지는 실체를 구체화하는 연구는 소모적인 학설 논쟁이라는 주장¹⁶⁹⁾을 하고 있다. 따라서 계약적 기업관에 따르면 계약관계로 만들어진 회사에는 어떠한 우선 규범, 기관, 지배적인 계약참가자, 심지어는 신인의무도 존재하지 않는다고 한다.¹⁷⁰⁾ 그러나, 회사가 법적 실체라는 명제는 현재 미국 회사법상의 지배적인 견해로 그 실체론마저 부인하는 것은 회사법 이론 설명을 위해 타당하지 않다는 것이 통설적인 견해이다.¹⁷¹⁾

계약적 기업관에 있어서 계약이란 회사의 이해관계인과 구성원들은 상호 계약을 체결하는 것이 아니라, 회사와 해당 당사자와의 계약을 말한다. 예를 들어 회사채권증서(Bond Indenture)는 회사와 그 채권자와의 계약이고,¹⁷²⁾ 고용 계약은 회사와 종업원 사이의 계약이라는 것이다.

166) See Frank H. Easterbrook & Daniel R. Fischel, *The Corporate Contract*, 89 Colum. L. Rev. 1416, at 1416 (1989).

167) 여기에는 인적 자본과 물적 자본 요소 모두를 일컫는 개념이다.

168) William T. Allen, *Contracts and Communities in Corporation Law*, 50 Wash. & Lee L. Rev. 1395, at 1400 (1993) (델라웨어 법원의 판사는 이 계약적 기업관이 현재 미국 회사법상에서 지배적인 견해라는 의견을 관시한바 있다).

169) William A. Klein & John C. Coffee, Jr., *Business Organization and Finance: Legal and Economic Principles*, (7th ed. 2000)

170) G. Mitu Gulati, *Connectd Contracts*, 47 UCLA L. Rev. 887, 947 (2000).

171) Stephen M. Bainbridge, *Director Primacy: The Means and Ends of Corporate Governance*, 97 Nw. U. L. Rev. 547, 553 (2003).

172) See, e.g., *Lorenz v. CSX Corp.*, 1 F.3d 1406, 1417 (3d Cir. 1993) (“It is well-established that a corporation does not have a fiduciary relationship with its debt security holders, as with its shareholders. The relationship between a corporation and its debentureholders is contractual in nature.”); *Simons v. Cogan*, 549 A.2d 300, 303 (Del. 1988) (holding that “a convertible debenture represents a contractual entitlement to the repayment of a debt”).

계약적 기업관을 도표로 표시하면 다음과 같다.

도표 1: Standard Contractarian Account: The Firm is a Nexus¹⁷³⁾



소송당사자 문제에 있어서도 계약적 기업관에 따르면 계약위반책임이 회사에게 귀책사유가 있는 경우에는 회사라는 법적 실체가 소송의 당사자가 되는 것이지, 계약불이행을 의결한 회사의 이사회 또는 경영진이 소송의 당사자가 되는 것이 아니다. 또한 만약 손해배상책임이 회사에게 있다고 법원이 판시한 경우에도, 그 배상액은 회사의 자산과 소득에서 지출되는 것이지 이사와 같은 회사 구성원이 그 책임을 지는 것이 아니다.¹⁷⁴⁾

이와 같이 미국 회사법이 회사를 특정 목적을 갖고 있는 법적 실체로 인정하는 것처럼, 계약형 회사이론 학자들 역시 계약의 연쇄에서 필요로 하는 범위에서는 회사의 법적 실체를 인정하고 있다.

173) See Bainbridge, *supra* note 99., at 554.

174) See Bainbridge, *supra* note 99., at 553.

제 3 절 이해관계인중심의 회사지배구조 모델

I. 도 입

우리나라 회사법을 비롯한 미국 회사법의 전통적 입장은 주주가 회사의 소유자라는 입장에서 출발하고 있다.¹⁷⁵⁾ 이러한 주주의 소유권을 중심으로 이론을 전개하게 된 계기는 회사의 법인격을 인정된 후 회사의 구성원들과 그 구성원이 투하한 자본의 관계, 그리고 영리를 목적으로 하는 회사가 생산한 이익의 분배 문제에서 출발했다고 할 수 있다. 즉, 회사에는 법적 실체를 운영하는 대리인 또는 경영진이 존재할 것이고, 회사가 기초하는 물적 자본의 투자자와 인적 자본의 투자자가 반드시 존재한다. 회사 내외의 다양한 인적 구성원과 자본의 투자관계는 이익의 충돌문제를 발생시키고, 이사를 포함한 경영진의 의무와 역할에 대한 연구는 이익충돌을 해결하기 위한 회사 지배구조 논의로 시작된 것이다. 이익충돌의 국면에서 주주의 이익보호를 최우선적 과제로 부여하고 있는 것이 주주우선주의 모델이라고 할 수 있고, 주주 이외의 경영진·종업원·채권자·지역사회와 같은 회사 이해관계인의 이익을 중시여기는 이론이 회사 이해관계인 이론이라고 한다.¹⁷⁶⁾

이해관계인 자본주의라고 불리어지기도 하는 이해관계인 이론은 각국에서 유사한 법제도와 법률이론을 갖고 있지만, 그 출발점은 상이하다고 할 수 있다. 우선 미국의 이해관계인 이론에서는 많은 다양한 이론전개와 정의가 존재하고 있지만, 그 기원은 1930년대 Berle교수와 Means교수의 소유와 경영의 분리로 확립된 주주이익극대화 논의의 반론에서 시작되었다.¹⁷⁷⁾ 미국의 이해관계인 이론은 채권자·종업원과

175) Roberta S. Karmel, Implications of the Stakeholder Model, 61 Geo. Wash. L. Rev. 1156, at 1156-59 (1993).

176) See generally Henry Hansmann & Reinier Kraakman, supra note 139, at 439-50.

177) Lawrence E. Mitchell et al, Corporate Finance, at 7-20 (2ed. 1996).

같은 비주주집단의 이익을 보호하기 위해서 회사 내의 조직과 이사회 구성에 변화를 두는 것이 아니라, 이사회의 역할과 권한의 범위에 중점을 두고 법원의 해석과 회사이론에 초점을 맞추고 있다.¹⁷⁸⁾ 반면에 독일과 같은 유럽식 이해관계인 이론들은 노동자와 같은 비주주집단이 이사회구조를 통해 경영에 직접적으로 참여하는 지배구조 참가 형식으로 이해관계인 이익보호이론을 전개하고 있다.¹⁷⁹⁾

II. 이해관계인의 정의

이해관계인이라는 용어는 회사의 주주보다도 상당히 넓은 범위의 회사 구성원을 대상으로 정의하는 용어이다. 이해관계인의 범위에는 종업원, 고객, 원재료의 공급업자, 정부 등을 포함하고 있고, 또한 당해 회사로부터 이익을 얻고 있는 모든 집단까지 확장되는 개념을 갖고 있다.¹⁸⁰⁾

이해관계인 논의에는 이해관계인의 대상자에 대한 문제와, 이해관계인의 이해에 관련된 문제, 즉 이해관계인의 이익과 주주의 목적과의 조정 문제 등, 이러한 이해관계인의 이익을 반영하기 위해 회사지배구조 상에 어떠한 변경이 이루어져야 하는지가 논의의 대상이라 할 수 있다.

주식회사의 이해관계인 이론은 이익의 최대화라는 문제를 초월하여, 주주 이외의 집단의 이해관계를 회사지배구조 내에 포함시키기 위해 기업의 역할과 책임에 대한 경영자의 시각을 확대하고자 하는 의도를 가지고 있다.¹⁸¹⁾ 이해관계인이론은 체계적인 방법으로 회사지배구조와 경영진의 역할에 대한 기본적인 문제를 명확하게 설명하고자 하는 시도를 하고 있다. 예를 들면 어떤 집단이 경영자의 注意에 직접적으로

178) See generally Roberta S. Karmel, *supra* note 175, at 1157-65.

179) 전삼현, “독일 감사회제도의 문제점”, 『상사법 연구』 제22권 제2호, 180-183면 (2003).

180) 今西宏次, “株式會社とそる利害關係者に關する一考察”, 『大阪經大論集』 제49권 제4호, 220面 (1998).

181) 전계논문, 225面.

관련이 되는지 또는 注意를 필요로 하는지, 반면에 어떤 집단이 경영자의 주위에 적합하지 않은지 또는 주의를 필요로 하지 않는지에 대한 문제가 제기된다.

“이해관계인”의 정의에 대한 학자들 간의 논의의 흐름을 살펴보면,¹⁸²⁾ 이해관계인이라는 용어가 사용된 초기에는 그 정의는 극히 애매했다. 초기의 주장에 있어서 T.M. Jones는 다음과 같이 주식회사의 사회적 책임을 정의하고 있다: “주식회사는 주주 이외의 사회의 구성원 집단에 대한 의무를 가지고 있고, 그것은 법률 및 노동협약에 의해 정해진 의무를 초과하는 것이다. 이것은 이해관계가 단순한 소유권을 초과하는 것일 수도 있다는 것을 나타내고 있다.¹⁸³⁾”

이러한 초기의 이해관계인의 정의가 그 범위에 대한 것이었다면, 그 이론이 전개되어가면서 이익에 관련된 부분으로 확장되었다. 예를 들면 A. F. Alkafajji는 이해관계인을 “주식회사가 책임을 부담하는 집단”으로 정의한다.¹⁸⁴⁾ 또한 J. K. Thompson, S. L. Wartick & H. L. Smith는 이해관계인을 “조직과 관계있는” 집단으로 정의하고 있다.¹⁸⁵⁾

회사의 이해관계자의 영역을 광의로 파악할지 아니면 협의로 파악할지에 대해서 중대한 의견의 차이가 있다는 것은 이미 R. E. Freeman & D. L. Reed에 의해 인식되었다.¹⁸⁶⁾ 그들은 이해관계인을 조직 목적의 달성에 영향을 주는 집단 또는 조직의 목적의 달성에 의해 영향을 받는 개인 또는 그룹으로서 넓은 의미로 정의했다. 이것은 사실상

182) 이해관계자의 정의에 대한 자세한 학자와 시대별 정의는 今西宏次, “株式會社と
その利害關係者に關する一考察”, 『大阪經大論集』제49권 제4호(1998), 228-229面 참조

183) T.M. Jones, Corporate Social Responsibility revisited, redefined, Cal. Management Rev. Vol 22, No. 2, at 59-60 (1980).

184) A.F. Alkafajji, A Stakeholder Approach to Corporate Governance, at 36 (1989); 今
西宏次, 전제논문, 226面.

185) J.K. Thompson, S.L. Wartick & H.L. Smith, Integrating Corporate Social Performance and Stakeholder Management, Research in Corporate Social Performance and Policy, Vol.12, at 209 (1991).

186) R.E. Freeman & D.L. Reed, Stockholders and Stakeholders, Cal. Management Rev. Vol 25 No.3, at 91 (1983).

1984년의 Freeman의 정의와 완전히 같은 것이다. 즉 하나의 조직에 있어서 이해관계인은 당해 조직의 목적의 달성에 영향을 미치는 것이 가능한 또는 그것에 의해 영향을 받는 모든 그룹 또는 개인이라는 것이다. 이러한 정의는 이해관계인에 관한 학설 중에서도 가장 넓은 의미에서 이해관계인을 채택하고 있는 것이라고 할 수 있지만, 모든 회사 관계인들이 이해관계인으로 포함될 수 있는 문제점을 갖고 있다.

이와는 대조적으로 Clarkson은 자발적 또는 비자발적인 위험부담자로서 이해관계자를 보다 좁게 정의했다.¹⁸⁷⁾ 즉 자발적인 이해관계인은 회사에 대하여 인적자본 또는 금전적인 형태의 자본을 투자한 결과로서 일정한 형태의 위험을 부담하는 자를 말하고, 비자발적인 이해관계인은 회사 행동의 결과로 위험을 부담하는 자를 말한다.

Ⅲ. 비주주집단 경영참여 중심의 이해관계인이론

은행과 종업원과 같은 주주 이외의 회사 이해관계인들이 회사의 경영에 직접 참여하여 자신들의 이익을 반영하는 회사지배구조는 독일을 중심으로 전개된 지배구조 형태라고 할 수 있다.¹⁸⁸⁾ 종업원이 회사 경영에 참여하는 독일식 회사지배구조는 바이마르 공화국 초기부터 주목을 받아 온 체제이고, 2차 세계대전까지 노동조합 중심의 경영참여는 독일 기업에 널리 퍼져있는 회사지배구조 체제였다.¹⁸⁹⁾ 그 영향으로 2차 세계대전 이후 회사 지배구조 내에 종업원의 경영참여 형태가 유럽 각국에서 나타나기 시작했다.¹⁹⁰⁾ 또한 종업원 경영참여 회사 지배구조 체제는 1950년대부터 독일에서 완전히 자리 잡았고, 입법으

187) Clarkson, A Risk Based Model of Stakeholder Theory", Proceedings of the Second Toronto Conference on Stakeholder Theory, at 5 (1994).

188) 전삼현, 전제논문, 180면; 권순희, “미국과 독일의 기업지배구조와 최근 동향에 관한 비교 검토”, 『상사법 연구』 제21권 제4호, 207면(2003).

189) Hansmann & Kraakman, supra note 139, at 445.

190) Id.

로 반영되기 시작했다.¹⁹¹⁾ 1950년대부터 독일 의회는 종업원의 경영참여를 입법하기 시작했고, 그 입법으로 인해서 독일의 모든 대규모 회사의 종업원은 이사회 구성원 중의 과반수 이사에 대한 선출권을 보유하게 되었다.¹⁹²⁾ 독일 의회의 1951년 최초 입법은 노동자의 역할이 회사 생산에 있어서 많은 비중을 차지하고 있는 석탄·철강 산업을 대상으로 하는 것이었고, 1976년까지 독일의 다른 기업으로 확대되었다.¹⁹³⁾ 이러한 독일식의 경영 참여는 노동자와 경영진과의 협력(Codetermination¹⁹⁴⁾)을 회사지배구조의 최우선 순위로 삼은 결과라 할 수 있다.

이사회 구조를 통한 종업원의 경영참여는 지배구조 논의에 있어서 미국식 주주자본주의에 대치되는 이해관계인자본주의 모델로 논의되고 있는데¹⁹⁵⁾, 이러한 이해관계인 자본주의와 주주자본주의 모델을 미국과 독일의 대치되는 지배구조로 분석하는 것은 논리의 전개상 약간의 무리가 따른다. 미국의 주주자본주의의 논의는 이사의 역할과 법원의 경영판단원칙 보호범위에 초점을 맞추어 전개되고 있고, 최근 ALI를 비롯한 많은 회사 관련 입법들이 이해관계인이론을 전개하고 있는 점을 고려한다면 미국의 회사지배구조가 주주자본주의를 전면적으로 받아들이고 있다는 입장에서 양국의 지배구조를 비교·분석하는 것은 미국의 회사이론의 실질을 반영하고 있지 못하고 있다고 생각한

191) Id.

192) Id.

193) Id.

194) 영미 논문들은 독일의 이러한 협력 방식을 "codetermination"이라고 정의하고 있다. 그 이유는 일반적인 cooperation은 일반적인 관계의 협력을 의미하는 것이고, "codetermination"은 회사 내의 노사 협력을 의미하는 것이기 때문이다: 자세한 내용은 American Heritage Dictionary (Microsoft Bookshelf ed.) 참조 (Cooperation, especially between labor and management, in policymaking: "The codetermination of labor with management, compulsory in large firms here, was applied to universities as well, with governing committees forced to share representation more evenly between professors, junior staff, and students" (Elizabeth Pond). Excerpted from The American Heritage(r) Dictionary of the English Language, Third Edition (c) 1996 by Houghton Mifflin Company.

195) 권순희, 전계논문, 207면

다. 오히려 비주주집단이 독일의 감사회와 같은 회사의 경영기구에 참여하고 의결권을 행사할 수 있는 지배구조와 이사의 행동기준 내지는 역할을 통한 이해관계인 고려의 논의로 나누는 것이 더 타당한 분류론이라고 생각된다.

독일의 이해관계인 지배구조는 노동자가 회사경영에 직접적으로 참여하는 공간을 회사 내에 구축하고 있다는 점에서 특징이 있다고 할 수 있다.¹⁹⁶⁾ 이러한 노동자의 회사경영참여는 독일의 회사형성과 그 기반이 된 사회주의적 기업문화의 반영이라고 볼 수 있다.¹⁹⁷⁾

독일과 같은 유럽의 기업뿐만 아니라 전 세계의 모든 대규모 회사들은 노동자와의 고용계약이 가장 큰 문제라고 해도 과언이 아닐 것이다. 노동자와의 계약의 문제에 있어서 단순 고용계약과 계약법만으로는 회사의 효율적인 생산과 장기적 인적 자본의 투자를 목적으로 하는 회사와 노동자의 관계를 정립하는 것이 불가능하였다. 따라서 개인의 기술과 능력을 위주로 소규모 기업에서부터 성장해온 유럽식 기업문화에서 노동자는 회사 경영진과 주주 자본보다는 훨씬 중요시 되었다고 할 수 있다.¹⁹⁸⁾ 즉, 노동은 현대 사회조직의 발생적 연관을 갖고 있고, 기업의 유기적 총체성에 있어서 토대를 형성하고 있기 때문에 노동자의 회사 내의 이익은 간과될 수 없다.¹⁹⁹⁾ 독일식의 이론에 따르면 단순한 일반 사적 계약을 통해서 회사 노동자와 회사와의 관계를 규율하는 것은 정보의 불균형성과 노동의 투자부분에 있어서 많은 문제점을 초래하기 때문에 특별한 법적 장치가 필요하다는 것이다.²⁰⁰⁾

노동조합을 통한 집단적 노사계약이 이 문제를 해결하기 위한 하나의 접근 방법이지만, 이것은 회사법 영역 밖의 논의이다. 왜냐하면 노사협상은 종업원이 계약을 맺는 회사조직구조에 기초한 거래계약이

196) 高橋英治, “株主と憲法上の財産權”, 『民商法雜誌』第130卷 第2號, 212-222面 (2004).

197) See generally Hansmann & Kraakmann, *supra* note 139, at 444

198) 有井行夫, 『株式會社の正當性と所有理論』, 青木書店, 38-44面 (1991).

199) 上掲書, 44面.

200) Hansmann & Kraakmann, *supra* note 139, at 444.

아니기 때문이다.²⁰¹⁾ 종업원의 이익을 보호하는 또 다른 하나의 방법은 종업원과 같은 회사의 이해관계인들이 회사지배구조 내에 참여하는 것이고, 이것은 회사법의 범주 내에 있다.²⁰²⁾ 예를 들어, 종업원에게 회사 이사회 구성원에 대한 선출권을 부여하는 독일식의 지배구조가 그 전형적인 예라 할 수 있다. 1970년대의 독일식 지배구조는 급속도로 확산되기 시작했고, 1980년대 독일의 이해관계인 자본주의는 많은 지지를 받았지만, 현재에 있어서는 미국식 지배구조체제가 그 효율성면에서 긍정적인 평가를 받고 있다는 것은 지배구조 모델 선택에 있어서 시사점을 주는 부분이다.²⁰³⁾

IV. 이사회 역할을 중심으로 한 이해관계인이론

1. 이론의 배경

이사의 역할을 중심으로 이해관계인의 이익보호를 주장하는 이론은 미국의 회사지배구조 논의에서 나타난 이론이라고 할 수 있다. 그 기원은 1930년대 Merrick Dodd교수가 경영진중심이론²⁰⁴⁾을 전개하면서, 그 이론의 기초로 공공이익을 강조한데서 출발했다고 할 수 있다.²⁰⁵⁾ Dodd교수의 이론은 경영진의 신인관계를 논의하면서, 주주 이외의 채권자, 종업원과 같은 이해관계인의 이익의 필요성을 제시하고, 그 이익보호를 위해 회사 이해관계인을 각각의 이익주체로 파악하지 않고 사회전체이익(Public Interest)을 강조하면서, Berle교수의 주주이익극대화이론²⁰⁶⁾에 강한 비판을 가하였다. 미국의 이해관계인이론은 1930년

201) Id., at 445.

202) 자세한 내용은 앞의 전삼현교수 논문 참조.

203) 권순희, 전제논문, 196-202면

204) See generally Merrick Dodd, For Whom Are Corporate Managers Trustees?, 45 Harv. L. Rev. 1145 (1932)

205) Lawrence E. Mitchell et al., Corporate Finance, at 13-19 (2ed. 1996).

206) See generally Adolf A. Berle, Jr., For Whom Are Corporate Mangers Trustees?, 45

대부터 60년대까지 기업의 사회적 책임이론과 결부되어 많은 논의가 있었으나, 그 이후 법경제학적 측면의 계약이론의 등장으로 논의가 중단되었다. 그 이후 1990년대 미국 법조인 협회(ALI)의 회사지배구조 권고안과 각 주(州)의 이해관계인 이익고려 입법의 확대를 계기로 그 논의가 활발하게 진행되고 있다.²⁰⁷⁾ 미국의 몇몇 학자들은 회사지배구조 논의에 있어서 이해관계인 모델(the Stakeholder Model)은 주주자본주의에서 탄생한 미국의 주주이익 극대화이론을 대체할 수 있는 규범적인 모델이라는 입장을 나타내고 있다.²⁰⁸⁾ 회사 지분권자(Stakeholders)라고 불리어지는 회사 이해관계인의 범위는 매우 폭넓게 해석되고 있으며 종업원·채권자·소비자·거래 상인과 같이 회사의 거래관계와 운영에 있어서 나타날 수 있는 모든 범위의 관계자를 모두 포함하고 있다. 논의에 따라서는 지역사회도 그 범위에 포함시키는 경우가 많다.²⁰⁹⁾

이해관계인 이론은 회사의 경영진이 주주에게만 책임을 부담하게 되면, 회사와 주주들의 기회적인 이익침탈행위가 일어날 수 있다는 문제제기에서 출발하여, 회사법은 주주뿐만 아니라 다른 회사 이해관계인들의 이익을 보호할 책임을 경영진에게 부과해야 한다는 입법론으로 전개되었다.²¹⁰⁾

이해관계인 모델은 1990년대에 들어서 중립적 이익조정자의 모델(Team Production Model or Fiduciary Model)과 이사회에 재량권을 부여하는 모델로 분화되어 전개되었는데, 후자의 경우는 1994년 ALI의 회사 지배구조 권고안을 토대로 많은 이론이 전개되고 있다.²¹¹⁾ 특히 ALI의 기업지배구조 논의는 미국 회사의 이사회기능이 잘못된 방향으로 전개되어 가고 있다는 전제하에 논의를 출발하고 있고, 그 논의의

Harv. L. Rev. 1365 (1932)

207) Roberta S. Karmel, *supra* note 175, at 1156-57.

208) Hansmann & Kraakman, *supra* note 139, at 447.

209) *Id.*

210) *Id.*; Karmel, *supra* note 175, at 1157.

211) American Law Institute, *Principles of Corporate Governance* (1994).

시작은 기관투자가의 영향력 증대와 미국 각 주(州) 법원의 판례의 변경에 있다고 할 수 있다.²¹²⁾

공개회사의 규모가 1980년대의 M&A를 거쳐 대규모화되는 추세 속에서 주주를 비롯한 회사의 각 이해관계인들은 자신들이 투자한 부분에 대해서 얻으려고 하는 목적이 상이하게 달라지기 시작했다. 특히 회사재정의 중개자라고 여겨지던 기관투자가의 역할 확대는 회사지배구조논의에 있어서 일반주주와 기관투자가의 관계에 문제점을 발생시켰고²¹³⁾, 기관투자가의 새로운 행동경향이 회사지배구조논의 전개의 원인 중 하나가 되었다.²¹⁴⁾

이해관계인이론 중 중립적 이익조정 모델은 팀프로덕션 모델의 기초가 되고 있지만 이사회 역할의 재조정을 중심으로 전개되고 있어서, 기존의 이해관계인 모델과는 상이한 부분이 상당 부분 존재하고 있다.

2. 기관투자가와 회사지배구조

미국의 경우 1990년대에 들어서 증권거래시장의 50%이상이 기관투자가의 거래였다.²¹⁵⁾ 기관투자가들은 개인투자자들과 비교해서 주식거래의 빈도가 높았고, 변동적인 투자 성향을 갖고 있다.²¹⁶⁾ 또한 위험을 줄이기 위해서 엄격하게 포트폴리오 원칙을 지켜서 투자하는 성향을 보였다. 이와 같은 기관투자가의 투자 성향에도 불구하고, 기관투자가의 투자는 미국의 대규모 공개기업에 집중되는 경향을 보였다.²¹⁷⁾ 그러나 기관투자가는 현재에도 마찬가지로 기업의 소유자로 인정되

212) See Karmel, *supra* note 175, at 1158.

213) Ralph C. Ferrara & Harry Zirlin, *The Institutional Investor and Corporate Ownership*, 19 *Sec. Reg. L. J.* 341, at 342-43 (1992).

214) See Helen Garten, *Institutional Investor and the New Financial Order*, 44 *Rutgers L. Rev.* 585, at 636-40 (1992).

215) See Karmel, *supra* note 175, at 1158 n. 8.

216) See Ferrara & Zirlin, *supra* note 213, at 355.

217) See Bernard S. Black, *Disclosure, Not Censorship: The Case for Proxy Reform*, 17 *J. Corp. L.* 49 (1991).

지 않는다. 단지 기업의 자본을 조달하는 중개자(intermediary)로서 인정될 뿐, 일반 주주와 같이 소유의 개념에서는 파악되지 않고 있다.²¹⁸⁾ 몇몇 미국의 법학자들은 이와 같은 기관투자가의 수동성에 대해서 비판을 가해왔다.²¹⁹⁾ 그러나 기관투자가의 수동성을 극복하여 기관투자가를 적극적으로 회사 경영참가에 유도하는 것은 자칫 소수주주와 다른 이해관계인의 이익을 침해하는 문제를 야기할 수 있다는 점에서 신중하게 대처해야 한다는 것이 학자들의 공통적인 의견이었다.²²⁰⁾ 하지만, 미국 회사법과 그 실무에서도 기관투자가의 지위가 확대되고 있다는 사실은 무시할 수 없는 현실이고, 기관투자가들은 이사회 내의 인사위원회에 압력을 가하여 사외이사 선임에 영향력을 행사하는 등 회사지배구조 내에서 자신들의 지위를 확보하려는 노력은 계속하고 있다.²²¹⁾

이렇듯 1980년대부터 시작된 기관투자가의 영향력 확대가 기존의 주주우선주의 규범에 대한 변화된 인식의 필요성을 제공하였고, 그로 인해 ALI를 비롯한 많은 회사 이해관계인 입법에 영향을 주었다고 할 수 있다.²²²⁾

3. 이해관계인보호에 관한 법규범의 형성

주식거래시장에서 기관투자가의 영향력 확대에 대한 증거로 거론할 수 있는 것은 미국의 50개주 이상의 주의회(州議會)가 회사이해관계인 보호법을 제정했다는 것이다.²²³⁾ 그 시초는 1986년 펜실베니아주를 시

218) Id.

219) Bernard S. Black, Shareholder Passivity Reexamined, 89 Mich. L. Rev. 520(1990); Ronald J. Gilson et al., How the Proxy Rules Discourage Constructive Engagement: Regulatory Barriers to Electing a Minority of Directors, 17 J. Corp. L. 29(1991); Mark J. Roe, A Political Theory of American Corporate Finance, 91 Colum. L. Rev. 10 (1991).

220) Robert D. Resenbaum, Foundation of Sand: The Weak Premises Underlying the Current Push for Proxy Rule Changes, 17 J. Corp. L. 163, at 173-177 (1991).

221) See Karmel, supra note 175, at 1161.

222) Id.

223) Id.

작으로 성립되었지만,²²⁴⁾ 현재는 몇 개주를 제외한 거의 모든 주에서 회사이해관계인에 관한 법을 제정했다. 이해관계인보호법의 공통적인 내용은 이사가 그 업무 의사 결정과 집행에 있어서 회사의 최선의 이익을 고려할 때에, 이사는 주주·종업원·거래처·고객·채권자와 같은 모든 회사이해관계인의 이익을 고려하여 결정할 수 있다는 것을 주요 내용으로 하고 있다.²²⁵⁾ 이사의 업무집행시에 이익 고려대상 확대와 더불어서, 회사의 이사는 회사의 단기이익과 장기이익을 종합적으로 고려하여 판단할 수 있도록 하였다. 또한 장기적 계획에 기초하여 발생하는 것이고, 회사로 그 이익이 귀속된다면 이사는 주주의 이익으로부터 자유로워질 수 있다는 데에 이해관계인보호법의 의미가 있다고 할 수 있다. 왜냐하면 전통적인 주주우선주의규범에 의하면 주주의 이익을 침해하여 회사의 장기적 이익을 도모하는 것은 보호될 수 없는 이사의 행동이었기 때문이다.

이해관계인 보호법은 각 주별로 매우 다양한 입법의 형태를 보이고 있지만, 그 공통적인 내용은 회사이익을 중심으로 이사는 회사의 이해관계인의 이익을 고려할 수 있다는 것이다. 그러나 회사 실무가들과 일부 학자들은 이해관계인 보호법은 전통적인 미국 회사법의 법률이론과 효용의 부분에서 일치하지 않는다는 입장에서 반대의 의견을 전개하고 있고,²²⁶⁾ 델라웨어 회사법 역시 이해관계인보호법을 채택하지 않았지만, 델라웨어 회사법은 적대적 기업매수의 방어책 행사에 있어서 이사의 의무를 수정함으로써 이해관계인보호에 관한 근거 규정을 만들었다.²²⁷⁾ 몇몇 주에서는 델라웨어 회사법과 같이 M&A의 경우에 한정하여 이사가 회사 이해관계인의 이익을 고려할 수 있는 제

224) Arthur R. Pinto, *Takeover Statutes: The Dormant Commerce Clause and State Corporation Law*, 41 U. Miami L. Rev. 473, at 480 (1987).

225) *Id.*

226) William J. Carney, *Does Defining Constituencies Matter?*, 59 U. Cin. L. Rev. 385, at 424 (1990).

227) See Karmel, *supra* note 175, at 1164-65;

한적 고려대상으로 다루는 경우도 있지만, 대부분의 주에서는 이사의 업무집행 전반을 대상으로 이해관계인 보호법이 적용되고 있다.²²⁸⁾

4. 회사지배구조

(1) 이해관계인 이익보호

전통적인 주주우선주의 규범에 의하면 주주만이 회사에 대하여 잔여재산 청구권을 소유한다. 그러나 이해관계인 모델에 따르면, 회사의 이해관계인들 역시 회사의 자산과 이익에 대한 청구권적 지위를 갖고 있다.²²⁹⁾ 주주와 같이 회사채권자들도 회사에 자본을 제공하고, 자신이 투하한 자본에 따른 공정한 이익을 얻고자 하는 것이 현대 회사채권자들의 경향이다. 회사채권자들은 이자의 형태로 자신들의 이익을 보상받기도 하지만, 채권의 매각 또는 사채의 상환으로 자신들의 이익을 추구하고 있다.²³⁰⁾ 반면에 주주들은 이익배당과 주식의 매각을 통해 이익을 추구하는 것이 현대 주주들의 특징이라고 할 수 있다.²³¹⁾ 따라서 유가증권 시장 가격의 변동은 주주뿐만 아니라 회사채권자에게도 많은 영향을 미치는 것이 사실이다. 또한 회사 자본조달 수단의 다양화로 인해서 회사 부채와 자산의 경계가 불명확해지고 있고, 주주와 채권자가 갖고 있는 금전적 기대이익 역시 동일성을 띠어간다는 것은 주목해야 하는 부분이다.²³²⁾ 따라서 이해관계인 모델에 있어서는 회사채권자 역시 주주와 같이 회사에 대해 자본을 투자한 지위를 향유할 권리를 보유하고 있는 것이고, 이로 인해서 회사 자산의 관리와 운영을 통해서 이익을 창출하는 이사 역시 채권자의 이익을 업무 의사 결정의 고려대상으로 포함시켜야 하는 것이다.

228) See Karmel, *supra* note 175, at 1165.

229) *Id.*, at 1171

230) *Id.*

231) *Id.*

232) *Id.* n. 116 (High-Fashion Hybrids, *Economist*, Jan. 11, 1992, at 75)

회사의 종업원은 자본 투자자와는 다른 청구권을 회사재산에 대하여 갖는다. 종업원의 회사에 대한 투자는 인적 자본의 투자로서 그 자본투자에 대한 이익을 점유해야 하지만, 팀프로덕션 모델 이전의 미국의 회사이론들은 계약을 통해서 회사종업원의 이익은 충분히 보장될 수 있다는 입장에 있다.²³³⁾ 하지만 현대 회사의 경영방침은 단순히 표준화된 생산을 추구하는 집단적인 사고에서 벗어나서 효율을 극대화시키는 생산의 방향으로 변화되고 있다. 이러한 회사생산의 효율의 열쇠는 실질적인 기술을 보유하고 있는 종업원이 담당하고 있다고 할 수 있고, 종업원들의 이익보장도 회사이익창출의 이념적 측면에서 본다면 반드시 고려되어야 하는 부분이다.

이외에 지역사회와 회사고객과 거래회사와 같은 이해관계인들 역시 주 정부 또는 자치단체의 세금혜택과 고용문제 등으로 많은 이해관계가 얽혀있고, 현대의 대규모 공개회사의 경우 많은 하도급업체와 부품공급업체등과 공생 관계에 있기 때문에 공공의 이익측면에서 간과되어서는 안되는 이익 집단이라고 할 수 있다.

(2) 이익충돌과 이사회역의 역할

미국 회사법 논의에 있어서 다양한 이해관계인의 이익충돌의 문제가 발생하는 경우는 M&A 사건에서 많이 나타나고 있다. 적대적 기업 매수 사건에 있어서 주주들은 현재 주식시장 가치보다 높은 프리미엄을 보장받고 자신들의 주식을 매각할 수 있는 경우가 많다. 이 경우에도 주주는 자신의 지분에 대한 프리미엄을 받을 수는 있지만, 다른 이해관계인의 이익을 침해하지 않는 범위 내에서만 인정된다는 것이 미국 회사법 판례의 변화된 시각이다.²³⁴⁾

이사의 의무에 대해서는 회사 이사의 업무행위로 인해 주주이익을 침해하는 결과를 초래했다라도, 이사는 회사의 장기적 이익을 위해

233) 자세한 내용은 후술하는 팀프로덕션 모델의 내용 참조.

234) Paramount Communications, Inc. v Time, Inc, 571 A.2d 1140 (Del. 1989).

이해관계인의 이익을 고려할 수 있다. 이러한 이해관계인 모델의 취지는 회사 이사에게 종업원과 채권자와 같은 이익을 직접적으로 고려해야 하는 새로운 의무를 부과한 것이라고 볼 수는 없다.²³⁵⁾ 오히려 미국의 회사 이해관계인 이익보호법규들은 기업의 유지와 계속성 확보를 위해 다양한 회사 관계인의 이익을 보호하는 취지로 판단되어야 하며, 이사는 회사의 계속성 확보를 위해 현대 경제구조에서 회사에 많은 영향을 미치고 있는 이해관계인의 이익을 고려해야 하는 것으로 해석되어야 한다.²³⁶⁾

제 4 절 주주중심의 회사지배구조모델

I. 도입

미국 회사법상에서 회사이론(Corporate Theory)에 대한 논의가 시작된 시점은 각 학자의 견해에 따라 그 분류시점과 방법을 다르게 설정하고 있지만, 그 논의 출발점은 Dartmouth College판결²³⁷⁾ 부터라는 것이 일반적인 견해이다.²³⁸⁾ 이 판결에서는 회사를 인공적인 법적 실체

235) N.Y. Bus. Corp. Law 717(b) (2005): (b) In taking action, including, without limitation, action which may involve or relate to a change or potential change in the control of the corporation, a director shall be entitled to consider, without limitation, (1) both the long-term and the short-term interests of the corporation and its shareholders and (2) the effects that the corporation's actions may have in the short-term or in the long-term upon any of the following: (i) the prospects for potential growth, development, productivity and profitability of the corporation; (ii) the corporation's current employees; (iii) the corporation's retired employees and other beneficiaries receiving or entitled to receive retirement, welfare or similar benefits from or pursuant to any plan sponsored, or agreement entered into, by the corporation; (iv) the corporation's customers and creditors; and (v) the ability of the corporation to provide, as a going concern, goods, services, employment opportunities and employment benefits and otherwise to contribute to the communities in which it does business.

236) Roberta S. Karmel, supra note 175, at 1173.

237) Trustees of Dartmouth College v. Woodward, 17 U.S. 518 (1819).

238) See, e.g., Mitchell et al., Corporate Finance, at 6.

(the artificial being)로 인정한 최초의 판례로서의 큰 의미를 갖고 있다.

Dartmouth판결 이후 미국 회사법에서 중요한 이론을 정립한 판례는 Dodge판결²³⁹⁾로서 이 두 판례는 회사이론의 논의의 단초를 제공한 판례였다. 또한 이 두 판결의 이론을 전통적 소유권 모델의 초기 논의로 분류하며, 우리 회사법에도 널리 알려진 Berle교수와 Means교수의 소유권 이론은 전통적 소유권 모델에 대한 수정이론으로 분류하는 것이 일반적인 구분이다.²⁴⁰⁾

회사실체에 관한 초기 판결과 주주우선주의 규범의 시작은 전통적인 소유권이론의 확립에는 중요한 역할을 했지만, 지배구조논의에 있어서는 1800년대 후반부터 1900년대 초기의 전통적 소유권 모델에서는 현대 공개회사에서 논의되고 있는 기업지배구조와 같은 논의는 전개되지 않았다. 그 이유는 대부분의 회사가 초기에는 신탁관계를 통해서 운영되는 소규모 폐쇄회사였고, 지배주주가 회사의 모든 경영권과 지배권을 보유하고 있었기 때문에 오늘날과 같은 지배구조 논의는 예상하기 힘들었던 것이 당연하다고 할 수 있다. 또한 전통적인 회사실체론이 탄생된 시기에는 Dartmouth College판결에서 나타난 것처럼 주에서 설립허가를 엄격히 제한하고 있었고, 그 논의의 시초는 공법인과 사법인의 분류였다는 점에서 현대의 공개회사와는 형태와 설립과정에서 차이가 난다고 할 수 있다. 다만, 전통적 소유권 모델은 계약적 기업관의 잔여재산 청구권자로서의 주주를 인정했다는 것과 이 사회의 감독 기능을 중시하는 기본적 이론의 토대를 제공했다는 부분에 대해서는 그 의미가 크다고 할 수 있다.

239) Dodge v. Ford Motor Co., 170 N.W.668 (Mich. 1919).

240) See Mitchell et al, Corporate Finance, at 5-20.

II. 전통적 소유권 이론

1. 주주우선주의규범의 출현

전통적 소유권 모델이 주주우선주의 규범에 기본적 이론이 되었다는 것은 회사법 판례와 이론에서 반론이 없다. 소유권 모델이 취하고 있는 주주가 회사의 소유자라고 하는 견해는 계약적 기업관의 대리인 비용의 문제로 그 논리가 확대되었을 뿐, 근본적인 견해에는 변화가 없다. 주주이익극대화이론이 최초 확립된 Dodge판결²⁴¹⁾은 법규범적 의미에 있어서 상당히 중요한 위치를 차지하고 있다.

(1) 사건의 개요(Dodge v. Ford Motor Co.)

Dodge형제는 Henry Ford가 대주주로 있는 Ford 자동차 회사의 소수 주주였다. 소송이 제기될 당시 Ford회사는 자동차 생산으로 많은 영업 이익을 산출하고 있었다. 소송이 제기되기 전 5년 동안 Ford사는 매분기별 5%의 이익 배당을 주주들에게 했을 뿐만 아니라, Ford사의 이사회는 특별이익배당²⁴²⁾을 결의했다. 그 이후에도 영업호조로 인해서 회사의 현금 자산은 크게 증가했다

그러나 1916년 Ford사는 차량의 판매가격을 인하했고, 같은 해에 대주주이자 회사에 대해 지배권을 행사하고 있는 Henry Ford는 회사 규

241) Dodge v. Ford Motor Co., 170 N.W.668 (Mich. 1919).

242) A non-recurring distribution of company assets, usually in the form of **cash**, to shareholders. A special dividend is larger compared to normal dividends paid out by the company. Also referred to as an "extra dividend"; Generally, special dividends are declared after exceptionally strong company earnings results as a way to distribute the profits directly to shareholders. Special dividends can also occur when a company wishes to make changes to its financial structure or to spin off a subsidiary company to its shareholders. For example, GenTek Inc. issued a special cash dividend of \$31 per share on Mar 16, 2005, in order to restructure toward a more debt-based financing mix. Available at <http://www.investopedia.com/terms/s/specialdividend.asp>.

모의 확대와 설비시설의 확충을 이유로 회사수입에 대해 정기적인 이익 배당 없이 회사 잉여이익 모두를 회사의 자산으로 귀속시키고, 특별이익배당도 중지한다고 발표했다. 이러한 Ford사의 정책에 대해서 원고인 Dodge형제는 법원에 회사에 이익배당과 특별이익배당의 강제를 구하는 소를 제기하였다.

(2) 판결 내용

미시간주 하급 법원은 Ford사의 영업이익과 지배주주이자 Ford사의 대표였던 Henry Ford의 회사와 그 영업에 대한 이익을 중심으로 원고 승소판결을 내렸다. 하급법원은 Ford사의 이사회에 1,900만 달러의 이익배당을 명했고, 이익 배당을 중지하고 다른 사업에 투자한 Ford사의 영업을 중지하는 결정을 내렸다. 항소법원 재판부는 이익배당명령에 대해서는 원심판결을 그대로 인용했지만, 사업중지명령 부분에 대해서는 경영판단원칙과 법원은 사업과 경영관계에 있어서 비전문가라는 이유를 들어 중지명령을 철회했다. Michigan주 대법원 역시 항소 법원의 판결을 인정하면서 주주우선주의에 입각하여 원고 승소 판결을 내렸다. 대법원의 판결에서 “일반 사업회사를 구성하는 주주들은 정기적인 이익배당을 통해서 자신들의 투자에 대한 이익을 얻으려는 기대를 한다. 만약 회사의 사업확장이라는 단순한 이유를 위해 전체 이익배당을 보류한다는 것은 주주들의 그 기대이익을 심각하게 침해하는 것이다”라고 전개하면서 회사의 이익의 개념을 인정하지 않았으며, 단순히 외형적인 자본의 투자자인 주주를 회사의 소유자로 간주하여 주주우선주의 규범에 입각한 판결이라고 할 수 있다.

(3) 사건의 쟁점

본 사건에 대해서 미시간주 대법원은 원고승소판결을 내렸고, 그 이론의 기초는 주주우선주의 규범이었다. 대부분의 미국 회사법 관련 논

문들은 주주우선주의 규범 이론전개의 시작을 Dodge판결로 시작하고 있다. 본 사건의 다른 측면은 폐쇄회사에 있어서 지배주주의 소수주주에 대한 억압이라는 측면에서도 의의가 있는 판결이라고 할 수 있다.²⁴³⁾

2. Berle & Means교수와 Dodd교수의 수정된 소유권이론

(1) 회사목적에 관한 논쟁

우리나라 법학계에도 잘 알려진 1930년대 초기 미국 하버드 법학 논문집의 Adolf A. Berle교수와 Merrick Dodd교수의 논쟁²⁴⁴⁾은 공개회사의 목적에 대한 논쟁의 본격적인 출발이었다.²⁴⁵⁾ Berle교수와 Dodd교수는 주주가 회사의 소유자라는 전통적인 소유권이론에는 동의하고 있지만, Berle교수는 회사는 주주의 이익을 위해서만 존재하는 것이고, 회사내부에 있는 경영진²⁴⁶⁾, 회사라는 실체 그 자체, 그리고 다른 회사 내의 구성원들에게 부여된 모든 권한은 항상 주주의 이익을 위해서만 행사될 수 있다고 하였다.²⁴⁷⁾ 이러한 Berle교수의 주장을 미국 법학계에서는 주주우선주의규범(Shareholder Primacy)이라고 명칭하고 있다.²⁴⁸⁾

반면에 Merrick Dodd교수는 강하게 Berle교수의 주주우선주의규범론을 비판했다.²⁴⁹⁾ Dodd교수는 사업회사는 이윤을 추구하는 기능뿐만

243) Lawrence E. Mitchell, A Theoretical and Practical Framework for Enforcing Corporate Constituency Statutes, 70 Tex. L. Rev. 579, at 601-02 (1992)

244) See Adolf A. Berle(hereinafter Berle), Corporate Powers as Powers in Trust, 44 Harv. L. Rev. 1049 (1931); Merrick E. Dodd(hereinafter Dodd), For Whom are Corporate Managers Trustee?, 45 Harv. L. Rev. 1145 (1932).

245) Lynn A. Stout, Lecture and Commentary on the Social Responsibility of Corporate Entities: Bad and Not-So-Bad Arguments for Shareholder Primacy, 75 S. Cal. L. Rev. 1189 (2002)[hereinafter Stout, Shareholder Primacy].

246) Berle교수는 경영진(management)이라는 용어를 이사를 포함하는 개념으로 사용하고 있다.

247) See Berle, supra note 244, at 1049.

248) D. Gordon Smith, The Shareholder Primacy Norm, 23 J. Corp. L. 277, at 277 (1998).

249) See generally Dodd, supra note 244.

아니라 사회적 행동을 추구(social service)하는 경제적 단체이기 때문에, 주주의 이익만을 추구하는 것에 회사의 목적이 구속되지 않는다고 주주우선주의 규범에 반박하고 있다.²⁵⁰⁾ 즉 Dodd교수의 견해에 의하면 회사는 종업원 지위, 생산품의 품질, 지역사회에 대한 기여와 같은 모든 사회적 행동을 그 목적으로 삼아야 한다는 주장을 하고 있다²⁵¹⁾. 이러한 사회적 행동의 논의는 기업의 사회적 책임에 대한 토대를 제공했다.

(2) 회사지배구조 논의의 시작

현대에 있어서 회사지배구조연구의 기초를 확립한 것은 Berle & Means교수라고 해도 과언이 아니다.²⁵²⁾ 두 교수의 이론에 따르면 회사지배라는 것은 이사회구성원을 법률적 또는 실질적으로 선임할 수 있는 권한이라고 정의할 수 있다.²⁵³⁾

1920년대 후반에 미국의 비금융 상위 200사에 대하여 회사지배의 상황을 조사하였고, 그 결과 회사지배구조 현황은 전통적인 소유자 지배가 아니라 경영자지배가 행해지고 있었다.²⁵⁴⁾ 경영자지배가 이루어지고 있는 당시 상황은 소유와 경영의 분리에 관한 사실적인 문제를 법률적인 문제로 전환하여 논의하게 되는 계기가 되었다. 특히 Berle & Means교수는 전통적 소유자지배이론 측면에서 주주이익극대화를 위해 규제의 대상으로 삼고 있었던 경영자에 의해 회사가 지배된다는 것에 주목하면서, 이러한 경영자지배현상은 회사법의 기본적인 이념의 토대를 흔들리게 할 수 있는 정도로 중요한 사건이었던 것이었다.

250) Id.

251) Dodd. *supra* note 244, at 1150-53.

252) 森淳二郎, “會社法のモデル分析と株式會社支配の特質”, 『九州大學 法學部 創立七十周年 記念 論文集』-法と政治-二十一世紀の胎動, 272面 (1993).

253) Joseph L. Weiner, *The Berle-Dodd Dialogue on the Concept of the Corporation*, 64 *Colum. L. Rev.* 1458, at 1459-63 (1964).

254) Id.

Ⅲ. 계약적 기업관(The Grand Design Principal-Agent Model²⁵⁵⁾)

현재 미국 회사법상의 회사지배구조에 대한 논의에 있어서 지배적인 견해는 법경제학적 분석방법인 계약적 기업관이라고 할 수 있다. 이 계약적 기업관은 하나의 정형화된 이론으로 발전되어 온 것이 아니라, 1980년대 이후 계약을 중심으로 전개되어 온 법경제학의 모든 이론을 총칭하는 것이다.²⁵⁶⁾ 이러한 계약 모델 중에서 지지를 받고 있는 이론은 대리형 회사이론(The Agency Theory)²⁵⁷⁾과 계약형 회사이론(The Nexus of Contract)²⁵⁸⁾이다.²⁵⁹⁾ 두 이론의 세부적인 부분에서 이론상 차이가 있지만, 계약적 기업관에서 회사의 자산은 주주가 소유하고 있는 집합적 자산의 범위를 조금 넘는 범위의 정도이고, 회사는 회사의 소유자인 주주가 계약으로 고용한 대리인에 의해 운영되며, 그 목적은 주주이익 극대화라는 논리를 전개하고 있는 부분에서는 대체적으로 일치된 견해를 보이고 있다.²⁶⁰⁾ 이러한 계약적 기업관의 논리는 근대 주식회사의 출발시기인 1800년대 후반부터 주식회사의 규범으로 자리 잡은 주주이익극대화이론 내지는 주주우선주의규범과 맥을 같이하고 있다.

255) Grand Design Principal-Agent Model(이하 Grand Design Model)이라는 것은 전술했듯이, 계약을 중심으로 전개되어온 모든 법 경제학적 이론을 총칭하는 용어로서 광의의 개념으로 사용되는 것이다.

256) Thomas F. McInerney, Implications of High Performance Production and Work Practices for Theory of The Firm and Corporate Governance, 2004 Colum. Bus. L. Rev. 135, at 143 (2004).

257) Michael C. Jensen & William H. Mecking, Theory of the Firm: Managerial Behavior, Agency Costs and Ownership Structures, 3 J. Fin. Econ. 305 (1976).

258) Frank Easterbrook & Daniel Fischel, The Corporate Contract, 89 Colum. L. Rev. 1416 (1989).

259) 이하 논문에서 계약적 기업관 혹은 Grand Design Model의 용어는 위의 양 이론을 모두 포함하여 그 공통적인 내용을 언급하는 것이다.

260) Melvin A. Eisenberg, Symposium: Team Production in Business Organizations: The Conception That the Corporation is a Nexus of Contracts, and the Dual Nature of the Firm, 24 Iowa J. Corp. L. 819, at 825-30 (1999)

계약적 기업관 중 회사이론 논의에서 많이 언급되고 있는 대리형 회사이론(이하 대리인이론)과 계약형 회사이론(이하 계약이론)이 서로 명확하게 구별될 수 있을지는 의문이지만, 대리인이론은 이사회의 감독 기능을 중심으로 이론이 전개되었고 계약이론은 회사의 실체를 중심으로 전개된 이론이라고 할 수 있다.²⁶¹⁾ 이하에서는 양 이론의 구분을 통해서, 그 논의의 전개과정을 문제의 제기 측면으로 간단히 살펴보고자 한다.

1. 대리형 회사이론(The Agency Theory or Principal-Agent Model)

대리관계는 일방 당사자(본인)가 다른 사람(대리인)에게 자신을 위하여 일정한 업무를 수행할 것을 위임하는 계약관계에서 발생하는 것이고, 회사관계에서 나타날 수 있는 대리관계의 핵심은 의사 결정권을 대리인에게 위임한 것이다.²⁶²⁾

대리인이론은 쌍무계약관계에 기초하고 있는 이론이다. 다시 말해서, 이 이론에서 말하는 “본인 (principal)”이라는 개념은 일정한 목적을 달성하려고 그 목적을 추구하지만, 본인 스스로는 그 역할과 업무를 다할 수 없기 때문에 자신을 대신하여 그 업무를 수행할 “대리인 (agent)”을 고용하는 자를 말한다.

대리인이론에서는 주주가 회사의 경영을 대리인에게 위임의 방식으로 맡기고 있다. 주주는 대리인에게 위임한 업무를 완벽하게 감독하는 것이 불가능하기 때문에,²⁶³⁾ 발생하는 문제가 바로 대리비용의 문제이다.

대리인이론은 감독기능의 문제에 직면하면, 그 효율성 문제에 의심을 갖게 된다. 왜냐하면, 만약 본인이 대리인을 감독하는 것이 불가능하거나 용이하지 않은 경우, 대리인이론의 핵심 문제인 대리인을 통

261) See McInerney, *supra* note 256, at 143-44.

262) *Id.*, at 144.

263) Jensen & Meckling, *supra* note 257, at 308.

한 본인의 목적달성이 가능하겠는가라는 의문이다. 다시 말해서, 본인이 대리인과의 계약을 통해서 대리인이 본인의 목적을 달성할 수 있게 노력할 동기 부여내지는 인센티브를 부여하는 것이 가능한가라는 의문이다.

2. 계약형 회사이론

계약형 회사이론(이하 계약이론)은 계약 모델 중에 가장 많이 알려진 이론이다.²⁶⁴⁾ 계약이론은 회사의 실체를 계약의 집합체(the nexus of contract)라고 정의한다. 즉 회사라는 의제적 실체(legal fiction)를 중심으로 각각의 관계인들은 회사와 계약을 맺는 것이다. 따라서 외형적으로 주주는 회사의 소유자가 아니다. 그러나 계약이론에서는 재산권적 청구권이라는 개념을 이용해 주주의 이익을 보호하고 있다.

회사조직의 구성시에 발생할 수 있는 문제는 회사가 산출한 장기적 생산물의 생산과정과 이익분배에 대하여 이해관계인들이 교섭하는 과정에서 발생한다.²⁶⁵⁾ 계약이론의 이론적 약점으로 계속 지적되고 있는 문제는 회사 이해관계인들과 계약 체결시에 해당 계약을 모든 이해관계인들의 이익을 공정하게 고려하여 명확하게 작성한다는 것은 대리비용을 증가시킬 뿐만 아니라, 그러한 계약작성은 현실적으로 불가능하다는 데에 있다. 따라서 최근의 경제학자들과 계약이론을 주장하는 학자들 중 일부는 “불완전한 계약”이 발생할 수 있다는 것을 전제하면서 연구의 논점을 회사가 산출한 이익의 분배에 초점을 맞추고 있다.²⁶⁶⁾ 많은 회사의 이해관계인들이 참가하여 산출한 회사이익과 자산에 대한 지배권에 대하여 잔여재산권 청구자의 지위에서 접근하는 방

264) Frank H. Easterbrook, & Daniel Fischel, *The Economic Structure of Corporate Law* (1991).

265) Id.

266) Oliver D. Hart, *Incomplete Contracts and the Theory of the Firm*, 4 J.L. Econ. & Org. 119, at 119.

법이 계약적 기업관에 기초한 재산권적 접근 방법(The property right analysis)이다.²⁶⁷⁾

이 이론을 정립하기 위해 몇몇 경제학자들은 공유관계에 있는 자산의 집합체로 회사를 정의했다.²⁶⁸⁾ 이와 같은 재산권적 접근 방법에서는 회사의 소유자는 주주이고, 주주 이외에 회사에 대하여 인적·물적 자본을 제공한 이해관계인은 고용관계로 표창되는 것이다. 즉, 재산권적 분석에 따르면 고용인과 소유자로 회사의 관계가 명확하게 양분된다. 인적·물적 자본을 제공한 기여자의 기여분 산정은 계약에 명시된 조건에 따라 이행되면 충분하다. 또한 계약의 조건에 따른 비용과 임금을 지불한 후에 남은 회사의 잔여재산에 대해서는 회사의 소유자가 잔여재산 청구권자로서 그 지위를 얻는다는 것이 재산권적 접근 방법의 내용이다.²⁶⁹⁾

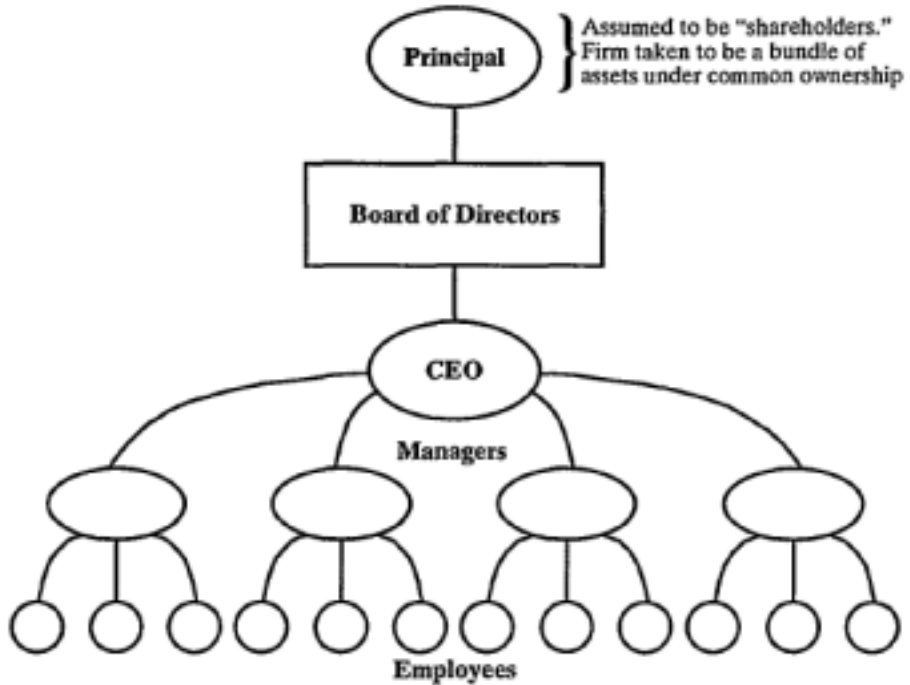
267) See Margaret M. Blair & Lynn A. Stout, A Team Production Theory of Corporate Law, 85 Va. L. Rev. 247, at 260 (1999)[hereinafter Blair & Stout, Team Production].

268) See e.g., Sanford J. Grossman & Oliver D. Hart, The Costs and Benefits of Ownership: A Theory of Vertical and Lateral Integration, 94 J. Pol. Econ. 691, at 693 (1986); Oliver D. Hart, An Economist's Perspective on the Theory of the Firm, 89 Colum. L. Rev. 1757, at 1766 (1989) (Hart 교수는 인적 자본을 제외한 회사의 자산을 회사에 속하는 것이고, 회사의 소유자는 회사의 소유자가 되는 건지에서 회사의 자산을 소유하는 것이라고 주장했다).

269) Id.

3. 계약적 기업관이 취하는 회사지배구조

도표2: 계약적 기업관의 회사지배구조에 대한 견해²⁷⁰⁾



위의 도표2에서 보는 바와 같이, 계약적 기업관에 따르면 모든 회사나 산출물을 통해 이익을 창출하는 기업의 내부에는 반드시 자산의 소유자인 본인(principal)이 존재한다. 그 자산은 생산물을 산출하기 위하여 회사에 의하여 사용되는 물적 자본이다.

자산의 소유자인 본인은 자신들이 투자한 자본에 대한 권한을 그들의 대리인에게 위임한다. 일반적으로 공개회사의 조직에서는 이사회가 그 대리인의 역할을 수행한다. 또한 이사회와 같은 대리인들은 자산의 소유자인 “본인(principal)”의 자산을 관리·운영하는 책임을 지고

²⁷⁰⁾ See Blair & Stout, Team Production, at 262 (Figure 1).

있으며, 실질적인 자산의 운영은 위의 도표에서 볼 수 있는 사다리식 계층 구조의 하부 조직에 그 관리를 위임한다.²⁷¹⁾

이처럼 계약적 기업관에 따르면, 회사 구성원들간의 이익관계는 수직적인 구도를 갖게 된다. 즉, 최상위에 존재하는 구성원들은 자산에 대한 그들의 권한을 하위 구성원에게 위임하지만, 그 목적은 궁극적으로 자산의 소유자인 본인들의 이익을 위한 것이다.²⁷²⁾ 다시 말해서, 계약적 기업관이 주장하는 본인-대리인 모델은 계층적인 회사지배구조를 이용해서 회사의 자산의 소유자인 주주이익을 극대화해야 한다는 이론으로서 주주이익 극대화라는 규범을 벗어나지는 못하고 있다.

제 5 절 회사이익중심의 회사지배구조 모델

I. 서 설

현재 미국 회사법과 회사 실무에서는 기존의 계약적 기업관(Grand Design Principal - Agent Model)에서 벗어나서 급변하는 경제현실에 능동적이고 유연하게 대응할 수 있는 새로운 지배구조이론의 필요성이 제기되고 있다.²⁷³⁾ 회사이익 중심의 회사지배구조 모델인 팀프로덕션 모델은 이러한 시대적 요청과 변화된 기업현실을 반영한 회사이론이라고 할 수 있으며, 다양한 이해관계가 존재하는 기업실무 문제를 해결하기 위하여 이익조정기능을 중심으로 지배구조 논의를 전개하고 있다. 이들 논의의 특징은, 첫 번째로 공개회사와 다른 사업회사를 철저히 구별하고 있다는 것이다. 두 번째로 공개회사를 “생산적 단체 (productive team)”라는 용어로 표현하고 있다는 점이다.²⁷⁴⁾

271) Id.

272) Id.

273) Thomas F. McInerney, *supra* note 256, at 151-55.

274) Blair & Stout, *Team Production*, at 276.

사적 계약에 기초한 이익분배과정에서 나타나는 계약적 기업관의 한계를 팀프로덕션 모델에서는 최종이익조정기관(Mediating Hierarchy)²⁷⁵⁾의 이익조정기능을 통해 극복하고 있다. 팀프로덕션 모델이 설명하고 있는 최종이익조정기관 이론의 핵심은 다음의 세 가지 이론으로 나누어진다: 1) 회사의 자산은 주주에게 귀속하는 것이 아니라 회사 설립 행위에 의해 만들어진 회사에 귀속한다²⁷⁶⁾; 2) 회사 이해관계인과 같은 구성원간의 분쟁이 발생할 경우에는 내부조정기관이 이익을 조정하고, 기회편승을 이용한 회사이익의 침해문제도 최종이익조정 기관이 담당한다²⁷⁷⁾; 3) 회사 구성에 있어서 이사회가 최상위에 위치하며, 이사회는 회사 종업원과 같은 회사 이해관계인들과 주주로부터 독립해서 회사목적을 위하여 회사 자산을 배타적으로 사용할 권한이 있다.²⁷⁸⁾

Blair교수와 Stout교수는 회사이익 중심의 이익조정 모델이라는 새로운 회사지배구조 이론을 제시하면서, 그 이론의 중심은 회사 산출물 가치의 극대화를 위하여 회사의 어느 구성원에게도 특권을 부여하지 않는 공동의 팀이라는 개념을 도입하고 있다.²⁷⁹⁾ Blair교수가 회사의 법인격을 인정하면서도 팀이라는 용어를 사용하는 이유는 바로 주주를 포함한 회사 이해관계인 모두를 회사의 구성원으로 간주하면서, 그 구성원들 간의 협력을 유도하는 것이 가장 중요한 기업지배구조의 기준이며 이사회는 그 협력을 유도하기 위한 조정자의 역할을 해야 한다는 것이다. 주주우선주의 규범에서 간접적으로 유추할 수 있는

275) Blair 교수와 Stout교수는 이익 조정 기관을 논문에서 “mediating hierarchy”로 명하고 있으며, 주식회사구조에서는 이사회를 지칭하다. Mediation Hierarchy 는 ‘이익 조정자’ 또는 ‘중재자’등으로 번역되고 있지만, 본 논문에서는 회사 조직 기관 중에 최상위에 위치한다는 의미와 이익 조정의 의미를 반영하여 “최종이익조정 기관”으로 번역한다.

276) See. e.g., Blair & Stout, Team Production, at 250-251.

277) Id. at 251.

278) Id.

279) See generally Gordon D. Smith, Symposium: Team Production in Business Organizations: Team Production in Venture Capital Investing, 24 Iowa J. Corp. L. 949, at 950-52 (1999).

주주에 대한 특권부여를 비판하기 위해서 두 교수는 회사 업무를 위한 협력의 중요성을 강조하고 있다.²⁸⁰⁾

II. 회사의 실체

현재 미국의 회사법 규정에 의하면 회사를 “법적 실체(legal person)”로 보는 것이 통설이다.²⁸¹⁾ 법적 관점에서 회사는 설립절차에 따라 승인을 얻어 설립등기를 하면 독립된 주체가 되는 것이고, 회사는 발기인과 주주와는 별개의 실체이다.

팀프로덕션 모델에서의 회사의 실체는 주주우선주의 규범에서 취하는 단순한 자산의 집합체(a Bundle of Assets)라는 견해를 부인하는 데에서 출발하며, 공개회사를 팀(Team)이라는 개념으로 정의하고 있다.²⁸²⁾ 그 팀을 구성하는 구성원은 주주, 종업원, 그리고 채권자와 지역사회와 같은 다른 이해관계인을 포함한다. 이 구성원들은 회사의 산출물에 대한 권한을 이사회에 양도하고, 회사조직(hierarchy)에 자신들의 물적·인적 자본(Key Input)을 투자하는 강제적인 합의(Pactum Subjectionis)를 통해서 회사의 구성원이 된다.²⁸³⁾

이러한 회사 구성원들이 맺는 합의는 회사 구성원들 간에 나타날 수 있는 기회편승(Shirking)과 초과이윤 지향적 행위(Rent-seeking)의 문제를 줄이기로 상호 합의하는 것이고, 그 방법으로 모든 권한을 최종적 이익조정기관(Mediating Hierarchy)으로 위임하는 것이다.

법인격이 부여된 회사는 법적·경제적 권리 의무의 주체가 된다. 예를 들면 회사는 물적 재산에 대한 소유권을 취득하며, 팀에 의해서 생산된 이익에 대해서 회사 구성원의 실질적 비용을 제외한 잉여이익

280) See generally Margaret M. Blair, Directors' Duties in a Post-Enron World: Why Language Matters, 38 Wake Forest L. Rev. 885, at 899-903 (2003).

281) See, e.g., Del. Code Ann. tit. 8, § 106 (Supp. 1996).

282) Blair & Stout, Team Production, at 278.

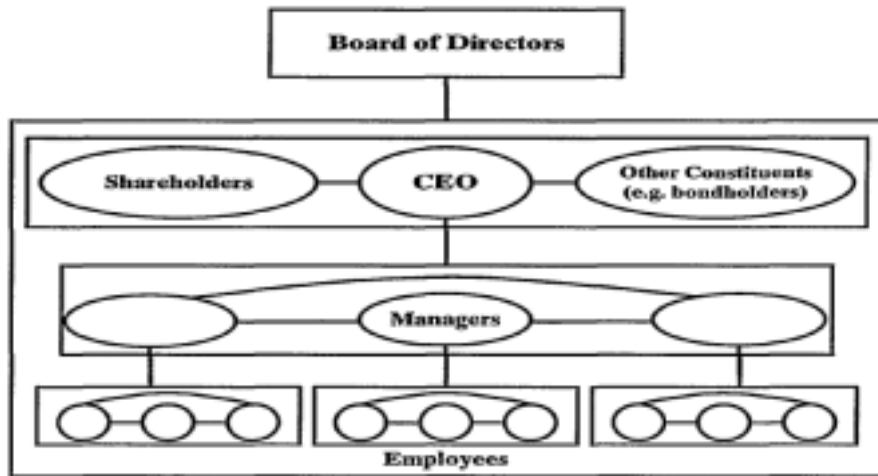
283) Id.

의 귀속체 또는 저장 장소(the Repository)로 그 기능을 한다.²⁸⁴⁾ 대부분의 공개회사는 회사이익이 발생했을 때에 계약으로 인한 물적·인적 비용을 공제한 잔여이익에 대해 주주에게 그 배당을 집행하거나 또는 종업원에게 상여금의 형식으로 그 이익을 분배하기 보다는, 회사에 그 잉여이익을 귀속시키는 것이 현실이다.²⁸⁵⁾

Ⅲ. 회사이익중심 모델에 있어서 회사지배구조의 개관

팀 프로덕션 모델이 취하고 있는 회사 지배구조는 전술한 도표2의 계약적 기업관의 지배구조와는 다른 모습을 보이고 있다.

도표 3: Corporate Governance Chart in Team Production Model²⁸⁶⁾



위의 도표에 따르면, 여러 단계의 계층적 조직구조가 존재한다. 각 단계에 존재하는 조직 또는 기관은 그 하부에 있는 구성원들 간의 분쟁을 해결하는 권한을 갖고 있다.

284) Id, at 292.

285) Id.

286) See Blair & Stout, Team Production, at 280.

1. 최상위 기관으로서의 이사회

팀프로덕션 모델이 취하고 있는 지배구조의 가장 큰 특징은 회사 조직구조 최상위에 주주가 존재하고 있지 않다는 것이다. 대신에 하부조직에서 발생하는 분쟁을 해결할 수 있는 이사회가 회사 기관구조에 있어서 최상위에 위치한다.²⁸⁷⁾ 이러한 회사지배구조 내에서는 만약 하부조직에 존재하는 구성원들이 상위기관의 결정과 업무집행에 불만이 있거나, 이익분배결정을 받아들일 수 없다면 그러한 구성원들은 자유롭게 회사라는 실체에서 이탈할 수 있다. 하지만 회사에서 이탈한 구성원들은 그들이 투자한 “관계특수적 투자(the Firm-specific Investment)”에 대해서는 그 권리를 상실하고, 또한 향후 회사가 창출한 잔여이익에 대해서도 권리를 행사할 수 없게 된다. 다시 말해서, 공동 생산 가치의 극대화를 목적으로 하는 팀의 구성원들은 자신들이 소속된 조직 단계에서 권한을 갖고 있는 자가 결정한 이익 분배와 구성원들의 의무에 대한 결정에 복종해야 한다는 것이다.²⁸⁸⁾ 그러나 팀의 구조 하에서 CEO 및 회사의 상급집행임원들이 회사 업무를 수행할 때에 주주와 이해관계인의 이익을 회사 이익에 따라 유동적으로 고려할 수 있다. 만약 이러한 경우에 주주와 이해관계인간의 이익이 충돌한 경우에 독립적이 이사회가 그 조정을 담당한다는 것이다.

2. 효율성 중심의 지배구조

회사지배구조 이론을 전개하는데 있어서 팀프로덕션 모델이 계약적 기업관과 같은 전통적인 회사이론과 가장 크게 차이가 나는 부분은 바로 이사회 역할의 부분이다. 즉 팀프로덕션 모델에서 공개회사의

287) Viet D. Dinh, Symposium: Team Production in Business Organizations: Codetermination and Corporate Governance in a Multinational Business Enterprise, 24 Iowa J. Corp. L. 975, at 989-90 (1999).

288) See Oliver E. Williamson, The Economic Institution of Capitalism, at 249 (1985)

이사회에 있어서 가장 우선시되는 업무는 채권자·종업원과 같은 회사 이해관계인의 이익을 희생시켜서 주주이익을 극대화하는 것이 아니라, 효율적인 지배구조를 통해 회사이익을 극대화시키는 것이다. 다시 말해서 이사회는 구성원간의 이익조정을 주요업무로 담당하고 있고, 효율적인 회사 이익창출을 위해서 회사 구성원들의 보수와 의무를 조정하는 것이다.

회사이익을 중심으로한 이익조정 모델인 팀프로덕션 이론의 지배구조가 모든 회사 구성원과 이해관계인들에게 균등하고 공정한 회사 산출물에 대한 분배를 약속하는 것은 아니다. 팀프로덕션 모델에서 강조하는 점은 회사의 이익 창출에 결정적인 기여 또는 자본을 투자한 구성원이 회사가 산출한 잉여분에 대해서 이익을 분배 받는다는 것이다.²⁸⁹⁾ 그리고 이익 분배에서 배제된 회사 이해관계인들은 향후 자신의 물적 또는 인적 자본을 다른 곳에 투자하거나, 아니면 기존 회사에 계속 협력적 관계로 남아 있을지 여부를 선택할 기회가 부여된다. 그러나 회사의 구성원과 이해관계인들에게 협력관계로 계속 남아있을 수 있는 일정 부분의 프리미엄적 보수가 지급된다면, 회사의 구성원들은 회사에 계속적으로 인적자본을 투자할 인센티브가 부여되는 것이다.²⁹⁰⁾

회사지배구조에 대한 팀프로덕션 모델이 경제 실무와 모든 법적 이론을 반영한 완벽한 해결책을 제시하는 것은 아니지만, 이 모델은 효율성면에서 계약적 기업관보다는 공개회사의 현실을 반영한 이론으로 판단된다. 왜냐하면 계약적 기업관에서 우려하는 대리비용(Agency Cost)에 대한 손실보다는 기회편승(Shirking)과 초과이윤 지향적 행위(Rent-seeking)를 통해 이익배당을 받으려는 구성원을 막는 것이 그 지배구조의 효율성면에서 더 가치가 있기 때문이다.²⁹¹⁾

289) See Blair & Stout, Team Production, at 282.

290) Peter C. Kostant, SYMPOSIUM: Corporations Theory and Corporate Governance Law: Team Production and the Progressive Corporate Law Agenda, 35 U. C. Davis L. Rev. 667, at 672 (2002).

291) Id.

IV. 이사회 역할과 주주권

1. 이익충돌과 그 해결

팀프로덕션 모델에서 이사회는 공개회사를 구성하는 지배구조에 있어서 최상위를 구성한다. 최종이익조정기관으로서의 이사회는 일반적으로 임원이 담당하는 일반적인 회사운영에 관한 업무(the Affairs of Day-to-day Basis)는 담당하지 않는다.²⁹²⁾

이러한 팀프로덕션 모델의 전제사항을 다르게 해석하면, 회사의 업무집행에 관한 대부분의 결정이 이사회가 아닌 그 하부기관 또는 구성원간의 상호 협력과 동의로 결정된다는 것을 의미한다. 실제로 팀프로덕션 모델에서는 같은 단계의 구성원간에 상호 합의가 이루어지지 않고 이익충돌이 발생한 경우에, 상위 단계의 기관에 그 이익 조정을 요구할 수 있기 때문에, 각 단계의 업무를 자체적으로 합의하여 조정할 것을 권유하고 있다. 그 이유는 최종적인 이익 조정기관인 이사회는 독립적인 기관이긴 하지만, 이사회는 정보나 전문성 부분에 있어서 잠재적으로 오관할 가능성이 있기 때문에 해당 분쟁에 관해서 정확한 판단을 내릴 수 있는 기관으로 보기에 는 무리가 있기 때문이다.²⁹³⁾ 즉 이해관계가 없는 독립적인 이사회는 회사가 산출한 이익 배분에 있어서 회사의 각 구성원 또는 집단의 몫을 공정하게 산출할 기능을 담당하고, 이에 덧붙여서 계약을 통해 기회에 편승하려는 회사 구성원과 이해관계인을 차단하는 기능을 수행할 수 있기 때문에, 주주·채권자·사원과 같은 인적·물적 자본 제공자들에게 더 많은 투자를 회사로 유도하는 것이 가능하다.

292) See Blair & Stout, Team Production, at 282.

293) Id.

2. 주주의 지위

전통적인 소유권 모델에서 주주는 회사의 소유자이기 때문에 주주 이익 극대화 규범은 이사의 행동기준으로 당연하게 받아들여졌다. 그리고 계약형 회사이론에서는 주주를 회사의 소유자로 인정하고 있지는 않지만, 잔여재산 청구권자의 지위로 인해 주주이익극대화는 최우선의 규범으로 받아들여졌다.²⁹⁴⁾ 이와 같은 두 이론 모두는 주주가 자신의 자산을 회사에 신탁하는 재산권적 측면에서의 주주의 지위를 다루고 있기 때문에, 단순하게 회사와 계약을 맺는 이해관계인들과 주주는 엄연히 구별되는 존재였다.

반면에 팀프로덕션 모델에서 공개회사의 주주는 합의(Agreement)²⁹⁵⁾를 통해서 회사에 자본을 제공하는 자를 말한다.²⁹⁶⁾ 다시 말해서 회사 구성원중 특화된 인적 자본을 제공하는 구성원(Providers of Specialized Human Capital)과 같이 회사 내에 고정된 자본 구성원중의 하나일 뿐이다.²⁹⁷⁾

이와 같이 주주우선주의 규범에 의하면 이사는 주주에 의해 지배되고, 주주에 대해서 계약을 기초로 한 법적 의무를 지고 있다.²⁹⁸⁾ 계약적 기업관에서는 현행 미국 회사법이 주주우선주의 규범을 기초로 규정되었다는 법적 근거로 주주대표소송과 주주의 의결권을 제시하고 있지만,²⁹⁹⁾ 팀프로덕션 모델의 학자들은 주주대표소송은 그 이익이 회사에

294) Lawrence E. Mitchell, A Theoretical and Practical Framework for Enforcing Corporate Constituent Statutes, 70 Tex. L. Rev 579, at 630-43 (1992).

295) 팀프로덕션 모델의 논문에서는 “contract”, 즉 “계약”이라는 단어를 극도로 지양하고 있다. 대신 “agreement”라는 합의의 개념을 사용하고 있다. 그 이유는 기존의 미국 회사법상의 통설인 계약론자들의 견해와 차별을 두기 위한 의도로 해석된다. 그리고 주주와 회사 구성원간에는 계약으로 이루어진 관계가 아니라는 주장을 반영한 것으로 생각된다.

296) See Blair & Stout, Team Production. at 288

297) Id. at 277.

298) See Michael P. Dooley, Fundamental of Corporate Law, at 97 (1995); David Millon, Communitarians, and the Crisis in Corporate Law, 50 Wash. & Lee L. Rev. 1373, at 1374 (1993).

299) D. Gordon Smith, supra note 248, at 280-284.

귀속되기 때문에 주주의 이익만을 보호하는 제도로 볼 수 없고, 그리고 주주 의결권은 공개회사에 있어서 폭넓게 산재되어 있는 주주들의 실질적인 지배권행사 문제와 정관에 의한 이사회 재량권 확대 경향 등으로 인해서 실효성이 없어진, 단지 제도적인 권리라고 설명하고 있다.³⁰⁰⁾

3. 최종이익조정기관으로서의 이사회

이사는 팀 전체의 이익증가를 목적으로 팀 구성원들 사이에서 발생하는 여러 가지 이해대립을 조정하는 역할을 해야 한다. 이사회의 이러한 조정기능이 유효하기 위해서는 ① 이사회는 팀으로부터 독립성이 유지되어야 하고 ② 이사회의 결정은 팀 구성원이 신뢰할 수 있는 최종적인 판단으로 확립되어야 한다.³⁰¹⁾ 즉 이사회는 다양한 이해관계자들 사이의 이해대립을 조정하는 “최종이익조정기관”의 역할을 하여야 한다. 이러한 최종조정자의 역할이 유효하게 효력을 발휘하기 위해서는 반드시 이사회는 팀 구성원들로부터 직접적인 지휘·명령으로부터 독립되어있어야 한다.³⁰²⁾ 따라서 이사회가 회사자산의 운용·분배에 대해 최종적인 지배권을 행사하는 것은 팀프로덕션 모델의 목적을 달성하기 위한 필수 전제조건이다.

(1) 이사의 의무

팀프로덕션 모델이 계약 모델에서 발생하는 기회편승 이익 추구행위³⁰³⁾(Shirking)와 초과이윤 지향적 행위(Rent-seeking)문제를 해결하려는 방법은 팀 구성원들이 그들의 권리를 포기하고, 회사설립으로 발생한 법적 실체(Legal Entity)에 그 권리를 부여하는 것을 요건으로 한

300) See Blair & Stout, Team Production, at 309-15.

301) 伊藤壽英, 前掲論文, 82面.

302) 上掲論文.

303) 이사의 의무에 있어서 Shirking은 임무해태 행위로 정의할 수 있지만, 전체적인 입장에서 보면 각 구성원의 임무해태로 기회 편승주의를 지칭하므로, 정의한 그대로 기회 편승 이익추구행위의 용어를 그대로 사용한다.

다. 여기에서의 권리란, 팀의 공동산출물(Joint Output)과 금융자본이나 인적자본(당해 회사에만 특유한 인적자본)과 같은 회사 생산을 위한 투자에 대한 소유권을 의미한다.³⁰⁴⁾ 다시 말해서 회사의 자산은 주주의 소유가 아니고 회사 그 자체의 소유이다. 따라서 회사 내에서 자산에 대한 지배권행사는 최종이익조정기관에 의해 행사된다.

이러한 회사자산에 대한 관계와 회사의 법인격 인정으로 인해 회사 자산은 회사에게 귀속하고, 이사는 회사의 수인자(Fiduciary)가 된다. 이사회는 회사에 대해 재산상의 이해를 전혀 가지지 않는 이사로 구성되고, 수인자로서의 이사는 회사자산의 운용·이익의 분배에 관하여 최종적인 지배권을 가진다. 따라서 이사는 회사의 자율적인 수인자(Autonomous Fiduciary)이며 특정 이해관계자의 대리인이 아니다.³⁰⁵⁾ 이사는 특정의 이해관계자로부터의 직접적인 지배권에 복종하는 것은 아니지만, 그렇다고 해서 그 지위를 자기의 이익을 위해 이용해도 좋다는 것은 아니다. 팀프로덕션에서 기업이라는 것은 기업에 관계특수적인 투자를 한 이해관계자의 인적·물적 자산의 집합체(Nexus)이다. 이렇게 결합된 경제적 이익의 총체적 가치를 최대화하는 것이 이사의 수인자로서의 지위에서 발생하는 의무이다. 이사회는 회사의 일상 업무를 직접 지배하는 것이 가능하지만, 통상은 집행임원(Executive Officer)이나 상급종업원에게 업무집행을 위임하고 있다. 그러나 경영자의 보수체계와 주주에 대한 이익배당시기와 같은 중요한 결정은 이사회 스스로 행하지 않으면 안된다.³⁰⁶⁾

304) 신중한 몇몇 계약적 기업관 학자들은 주주를 회사의 “소유자(owners)”로 칭하거나, 회사의 자산을 “주주의 재산”으로 또는 이윤을 “주주의 돈”으로 인용하는 것은 오해의 소지가 있는 표현이라고 하며, 회사에서의 주주의 법적역할에 관한 정확한 설명도 아니고 그들의 경제적 역할에 관한 유익한 정보도 아니라고 한다. Stephen M. Bainbridge, *Community and Statism: A Conservative Contractarian Critique of Progressive Corporate Law Scholarship*, 82 Cornell L. Rev. 856, at 904, n. 22 (1997).

305) Margaret M. Blair & Lynn A. Stout, *Director Accountability and the Mediating Role of the Corporate Board*, 79 Wash. U. L. Q. 403, at 423-24 (2001)

306) 伊藤壽英, “アメリカ會社法學におけるチーム生産アプローチ”, 『法學新報』第110

(2) 이익분쟁에 대한 항소법원의 역할

이사회는 회사의 일상 업무(Day-to-day Affairs)를 실질적으로 운영할 임원을 선출할 최종적인 권리를 갖고 있고, 회사의 자산을 운영할 권한을 부여받고 있는 기관이다. 이러한 이사회역의 역할에 있어서 팀프로덕션 모델이 강조하고 있는 기능은 회사내부의 조정자, 즉 이사회는 회사 내에서 “항소법원(The Internal Court of Appeals)”의 역할을 담당해야 한다는 것이다.³⁰⁷⁾ 따라서 이사회는 독립적이고 회사와 아무런 이해관계가 없으며, 이익조정을 담당하는 관리조직으로서, 회사 실체(Corporate Entity)에 최선의 이익이 되도록 운영되어야 한다.³⁰⁸⁾³⁰⁹⁾

V. 주주권과 이사의 책임

주주가 회사의 소유자라고 하는 규범은 일반적으로 회사법에서 통설처럼 여겨지고 있는 견해이다.³¹⁰⁾ 그러나 최근의 많은 회사법 학자

卷 第3·4号, 中央大學法學會, 83面.

307) See Blair & Stout, Team Production, at 276.

308) 독립적인 지위에서 이익조정을 담당할 수 있는 관리조직은 반드시 필요하다. 이것이 없으면 팀구성원들간의 산출물 분배에 대한 사전계약은 기회편승문제(shirking)를 야기할 수 있고, 반면 사후적인 분배결정은 결과적으로 비생산적이고 쓸모없는 초과이윤지향적(rent-seeking) 행동이 유발될 가능성이 있기 때문이다.

309) 따라서 일단 공개회사가 설립되면, 중요한 생산요소와 회사의 산출물에 대한 소유권은 수동적인 법적 실체인 회사 자체에게 돌아가고, 회사는 개개 팀구성원들로부터 분리된다. 회사자산에 대한 통제권은 따라서 개개 팀구성원들에게서 제거되고 경영자들에게로 이전된다. 이 경영자들은 자신의 이익을 위해 활동해서는 안되고 법적으로 회사의 대리인으로서 활동할 것이 요구된다. 또한, 경영자들은 회사에서의 어떠한 특정 참가자나 참가집단을 위한 대리인으로서가 아닌 회사(firm) 그 자체를 위한 수탁자(trustees)로서 활동하는 이사들의 통제대상이 된다. Margaret M. Blair, Corporate Philanthropy Symposium, A Contractarian defense of Corporate Philanthropy, 28 Stetson L. Rev. 27, at 38 (1998)

310) See, e.g., Malone v. Brincat, 772 A.2d 5, 9 (Del. 1998) (본 판결에서 재판부는 공개회사 이사회는 회사의 주주의 이익을 위해서 회사의 사업을 운영해야 할 책임이 있다고 판시하였다); Lewis D. Solomon et al., Corporations: Law and Policy, at 348 (4th ed. 1998) (Solomon 교수는 주주는 회사의 궁극적인 소유자로 간주되어야 한다

들은 이러한 주주우선주의 규범에 적극적으로 반대하는 입장을 나타내고 있다.³¹¹⁾ 또한 Blair교수를 필두로 한 최근의 많은 회사법 학자들은 간접적인 비판을 제기하는 데에 머무르지 않고, “최종이익조정기관 모델”과 같은 새로운 이론을 전개하고 있다.³¹²⁾³¹³⁾ 이러한 주주우선주의 규범에 대한 반대이론이 강력하게 전개됨으로 인해서 최근의 미국의 회사법 학자들은 공개회사에 있어서는 “주주 소유권(Shareholder Ownership)³¹⁴⁾”이 주주의 회사에 대한 지배권을 의미하지는 않는다는 견해에 동의하고 있다.³¹⁵⁾ 이러한 주주의 회사 지배권을 부정하기 위해서는 전통적 소유권 이론에서 주주 지배권의 법적 근거로 내세우는 주주의결권과 주주대표소송에 대한 이론적 분석이 필요하다. 왜냐하면 이사회 독립성을 강조하는 입장에서는 주주의 영향력을 적극적으로 억제해야만 하는데, 주주대표소송과 주주의결권은 주주가 직접 이사회에 대한 지배권을 미치는 것이 가능한 수단이 되기 때문이다. 더군다나 이사의 중립성을 실효적으로 담보할 체계가 구축되어 있지 않다면, 최종이익조정기관의 역할이 기능하지 못할 우려가 있다.³¹⁶⁾

는 견해를 전개하고 있다).

311) Stephen M. Bainbridge, *The Board of Directors as a Nexus of Contracts*, 88 Iowa L. Rev. 1, at 3 n.5 (2002) (공개회사에 대해 소유권을 주장하는 것은 회사법 해석에 있어서 긍정적인 영향을 주지 않는다고 Bainbridge 교수는 주주 우선주의 규범을 간접적으로 비판하고 있다).

312) Margaret M. Blair, *Corporate "Ownership," Brookings Rev.*, at 16-7 (Winter 1995) (Blair 교수는 Team Production이론을 발표하기 이전에 회사의 소유가 주주라는 명제를 사용해서 회사에 대한 소유관계를 언급하는 것은 회사법과 회사 실무 이론 전개에 있어서 오류를 범할 수 있는 방법이라는 견해를 발표했다).

313) Blair & Stout, *supra* note 305, at 412-13 (2001) (본 논문에서 Stout 교수와 Blair 교수는 “법경제학에서 인정되고 있는 전술한 옵션이론에 의하면 주주를 회사의 소유자로 전개하는 법규범은 잘못된 이론”이라고 주장하고 있다).

314) “Shareholder Ownership”이라는 개념을 주주의 소유권으로 번역했지만, 그 의미는 회사 주식 지분에 소유권의 다른 표현이라고 보여진다.

315) Lynn A. Stout, *Investor's Choice: The Shareholder As Ulysses: Some Empirical Evidence on Why Investors in Public Corporations Tolerate Board Governance*, 152 U. Pa. L. Rev 667, at 667-68 (2003).

316) 伊藤壽英, 前掲論文, 83面.

1. 주주대표소송

(1) 주주의 소제기권

주주의 소제기권은 회사의 법인격과 관련하여 살펴보아야 한다. 이론적으로 공개회사의 이사는 회사와 신인관계가 있다고 하면, 만약 이사가 신인 의무를 위반한 경우, 회사가 그 소송을 제기해야 하는 문제가 발생한다. 그러나 회사는 의제된 법적 실체이기 때문에 단지 그 대리인을 통해서만 행동할 수 있다. 이 경우 회사 업무집행에 대리인은 공개회사의 경우에는 이사가 된다. 만약 이사가 주의의무 또는 충실의무를 위반해 회사에 손해를 끼친 경우, 이사가 소를 제기한다면 피고가 소를 제기하는 결과를 초래한다.³¹⁷⁾ 또는 이사의 신인의 무위반행위에 대하여 다른 이사가 회사를 대표하여 책임을 묻기 위해 소송을 제기하는 것이 가능하다. 그러나 이사가 위반행위에 관여하고 있다면 자신도 소제기를 당할 가능성이 있으며, 또한 자신의 동료 (Fellow Board Member)에게 소송을 제기하는 경우도 발생할 수 있는데, 이러한 문제는 쉽게 결정할 사항이 아니다.³¹⁸⁾ 이러한 이유를 바탕으로 회사가 이사의 책임추급을 태만히 할 우려가 있기 때문에 회사법은 주주에게 회사를 대신하여 이사의 책임추급의 소를 제기하는 주주대표소송을 인정하고 있다.

(2) 충실의무 위반을 이유로 한 대표소송

이와 같은 소제기권 측면에서 계약적 기업관은 주주가 대표소송제기권을 가지는 것을 이유로 주주와 이사 사이에 대리관계가 존재한다는 자신들 이론의 법적 근거로 삼고 있다. 그러나 대표소송에 있어서 원고주주가 승소한 사례를 분석하면 이사의 의무위반에 의해 불이익

317) Smith v. Van Gorkom, 488 A.2d 858 (Del. 1985).

318) 伊藤壽英, 前掲論文, 84面

을 당하고 있는 자는 주주만이 아니고 다른 이해관계자도 포함된다. 예를 들면 충실의무위반행위(자기거래, 회사의 기회 침탈, 회사자산의 부정유용 등)는 회사의 기업가치를 전체적으로 감소시킨다. 이것에 의한 불이익은 주주만이 아니라 사채권자, 종업원에게도 미치는 것으로 되기 때문에 대표소송은 다른 이해관계자의 이익도 대변하고 있는 것이다.³¹⁹⁾

(3) 주의의무 위반을 이유로 한 대표소송

충실의무 위반에 대한 법적 효과가 회사의 이해관계인 모두에게 미치게 된다는 결과는 주의의무위반에 대해서도 타당하다. 주의의무위반의 경우에는 이른바 경영판단의 원칙에 의해 이사의 업무집행에 관한 의사결정이 보호된다. 즉 결정사항이 이사의 업무집행 재량의 범위 내에 있고, 그 판단에 있어서 개인적인 이해관계가 없고, 충분한 정보를 토대로 의사결정이 이루어졌다고 한다면, 이사의 의사결정에 기초한 회사의 영업이 실패로 끝났다하더라도 이사는 책임을 추궁당하지 않는다. 다시 말하면 이사가 충분한 정보 없이 회사업무를 경솔하게 판단하는 것을 방지하기 위한 주의의무위반규정은 주주뿐만 아니라 사채권자나 종업원의 이익도 보호하고자 하는 목적을 갖고 있다. 따라서 회사업무에 관련된 절차규정은 모든 이해관계자에게 있어서도 중요한 것이기 때문에, 법은 공시나 회계처리에 대해서 상세한 규정을 두고 있는 것이다.³²⁰⁾

(4) 이해관계인과의 이익조정과 訴 利益의 귀속

미국의 회사법 판례는 경영판단의 원칙의 보호범위를 확장하고 있다. 즉, 이사의 업무에 대한 의사결정이 도달하는 과정에 있어서 일정한 주의를 기울이고 있는 한, 주주의 이익을 침해하더라도 다른 이해

319) Blair & Stout, *supra* note 305, at 427-28.

320) 伊藤壽英, 前掲論文, 84面.

관계자의 이익을 증가시키는 것이 가능하다고 판시³²¹⁾하고 있는데, 이것은 계약적 기업관에서는 설명이 불가능하다.³²²⁾

판례 가운데 최근 논란이 되고 있는 부분은 “주주의 장기적 이익 (Shareholder's Interest in the Long Run)³²³⁾”의 개념과 회사의 이익을 연결시킨 부분이다. 여기에서의 핵심은 해석이 다양하게 존재할 수 있는 “장기적”이라는 부분이다. Paramount사건³²⁴⁾에서는 Paramount사가 Time사에 대하여 200달러의 주식공개매수가격을 제시했지만, Time사의 이사회는 사가보다도 35% 낮은 125달러의 공개매수가격을 제시한 Warner사와 합병하는 것으로 결정했다. 델라웨어법원은 어떠한 사업수행이 회사에 있어서 최선이고 주주에게 장기적 이익을 부여할 수 있는가를 판단하는 것은 이사의 의무라고 판시하고 있는데, 이러한 재판부의 논리는 팀프로덕션 모델의 접근방법으로 설명하는 것이 가능하다.³²⁵⁾ 즉 이사회는 주주의 기회주의적 행동으로부터 다른 이해관계자의 이익을 어느 정도 보호할 수 있는데, 그러한 이사의 행동이 타당성을 얻기 위해서는 회사생산물의 수익성 향상을 기초로 하는 이사의 의무에 기반을 두어야 할 것이다.³²⁶⁾ 다만 주주를 포함한 이해관계자 사이의 이해조정에는 회사가 계속적 공개기업(Going Concern)이라는 상태에 있는 경우에만 적용된다. 폐쇄회사에서는 특정지배주주가 이사의 선임·해임에 직접적인 영향력을 미치는 것이 가능하기 때문에, 이사는 최종 조정자가 될 수 없기 때문이다. 폐쇄회사에서는 공개회사와 달리 최대 물적 자본 제공자(대주주)가 최대의 인적 자본제공자(경영자)인 것이 일반적 현상이기 때문에, 공개회사와는 달리 소유

321) Blair & Stout, supra note 305, at 437; 판결 내용은 이하 Paramount사건을 중심으로 고찰한다.

322) 伊藤壽英, 前掲論文, 84面.

323) 주주의 장기적 이익 부분은 본 논문 제4장의 계약적 기업관에 대한 비판 부분 참조.

324) Paramount Communications, Inc. v. Time, Inc., 571 A.2d 1140 (Del. 1990).

325) 伊藤壽英, 前掲論文, 84面.

326) Blair & Stout, supra note 305, at 429-30.

와 경영의 일치현상이 나타나고 있다.³²⁷⁾ 따라서 팀의 규모가 작기 때문에 지배주주의 회사에 대한 이해가 가장 크다는 사실을 다른 이해관계자들이 쉽게 인식하는 것이 가능하고, 규모가 작기 때문에 통상의 팀 생산물에 있어서는 개인적인 신뢰관계가 규율하는 것이다. 이와 같이 폐쇄회사에 있어서 이해관계자의 지위는 공개회사와는 상당히 다르기 때문에, 어떤 회사가 공개회사에서 폐쇄회사로 이동할 때에는 공개기업의 팀 구성에서 배제되는 주주의 불이익을 고려하여 이사는 해당 주주이익의 최대화를 도모해야 한다.³²⁸⁾

이렇듯, 팀프로덕션에서 대표소송제도는 주주의 회사에 대한 지배 또는 소유로 해석될 수는 없다. 왜냐하면 소의 이익이 주주에게 귀속되는 것이 아니라, 회사 자체에 귀속되기 때문에 그 이익은 회사의 모든 이해관계인에게 미친다고 할 수 있다.³²⁹⁾ 따라서, 주주대표소송이 주주의 회사 지배권의 법적 근거라고 하는 것은 타당하지 않다.

2. 주주의결권

공개회사의 주주는 “이사선임”과 “M&A와 같은 기초적 지배구조변경(the Fundamental Corporate Changes)”에 대해서 의결권을 행사할 수 있는 권한을 갖고 있다. 주주들의 이러한 권리는 협력보다는 회사운영에 대한 지배에 중점을 두고 있는 것으로 보인다. 그러나 주주들의 의결권은 실무상으로는 이론상으로도 지배권에 대한 의미를 갖기에는 너무나 미약한 것이 현실이다.³³⁰⁾ 즉, 주주의 의결권을 이유로 이사회

327) 伊藤壽英, 前掲論文, 85面

328) Blair & Stout, *supra* note 305, at 429 (Blair교수와 Stout교수가 폐쇄회사와 공개회사와의 차이점을 이와 같이 설명하면서, 폐쇄회사의 경우에는 주주이익 극대화가 필연적인 현상이라고 설명하고 있고, 다음의 판례를 그 근거로 제시하고 있다: Revlon, Inc. v. MacAndrews & Forbes Holdings, Inc., 506 A.2d 173 (Del. 1986); Paramount Communications, Inc. v. QVC Network, Inc., 637 A.2d 34 (Del. 1994); Black & Decker Corp. v. American Standard, Inc., 682 Suppl. 772 (Del. 1998).

329) Blair & Stout, *Team Production*, at 293.

330) See Blair & Stout, *Team Production*, at 289.

의 이익조정권한을 부정하기에는 논리가 부족하다. 그 논거로 다음의 이사 선임권과 회사의 기초적 사항 변경에 대한 의결권부분을 검토해보기로 한다.

(1) 이사 선임권

소수의 주주들이 발행주식의 대부분을 소유하고 있는 폐쇄회사의 경우, 지배주주들이 이사를 선임하고 영향력을 이사회에 행사할 수 있는 권한을 갖고 있다. 그러나 대규모 공개회사의 경우에는 넓게 산재되어 있는 주주 분포를 갖고 있기 때문에, 이와 같은 주주의 의결권이 실제적인 효력을 갖기 위해서는 많은 장애물이 존재한다. 실제상의 효력이 없는 주주의결권에 대해서 Berle & Means교수는 “무임승차 문제(Free-rider Problem)”라고 표현하고 있다.³³¹⁾ Berle & Means교수는 실제 주주들은 경영진이 추천한 이사 후보자와 회사정책에 대해서 거수의 역할만을 하고 있고, 이러한 형식적인 의결권 행사는 주주들에게 “합리적인 무관심(Rational Apathy)”을 주입시키고 있는 결과가 된다고 하고 있다.³³²⁾ 주주들이 경영진의 의사에 추종하는 경향은 이사회에 주주총회 소집에 관한 구체적 권한을 부여한 실제법에서 그 이유³³³⁾를 찾을 수 있다. 실제상으로는 주주가 이사를 선임하는 것이 아니라, 오히려 이사회가 자신들을 직접 선출하는 것이다. 다음의 모니터링 모델에서 설명하고 있지만, 이사는 일단 선임되고 나면 업무에 관해서 이사는 주주의 어떠한 통제도 받지 않기 때문에, 선임에 대한 의결권만을 갖고 지배권의 법적 근거로 제시하기에는 타당성이 부족하다.

331) See Robert C. Clark, *Corporate Law*, at 94 (이하의 Berle & Means 교수의 free-rider 논의는 Clark교수의 내용을 재인용한 것임).

332) *Id.*

333) 예를 들어 이사회에 이사선임을 위한 주주 총회 소집일자과 후보자를 확정할 권한을 부여한 것과, 총회에 참석하지 못하는 주주들을 대상으로 위임장을 권유하는 행위를 회사 자산을 이용해 이사회가 행사할 수 있게 하는 것을 그 예로 들 수 있다(See generally *id.*, at 358 (주주총회 부분), 366-74 (위임자 절차 부분)).

이사의 해임권에 대해서는 특별한 사유가 인정되는 경우에 한해 주주가 이사를 해임할 수 있지만, 해임과정은 매우 복잡하고 위임장 규정 또한 주주가 이사를 해임하는데 있어 장애의 역할을 하고 있다. 그 예로 델라웨어 회사법은 설립정관이나 부속정관에서 규정되어 있지 않는 한 주주들에게 이사해임을 위한 임시주주총회 소집권을 부여하지 않고 있으며,³³⁴⁾ 주주가 이사를 해임하기 위해서는 해임에 관한 법적 사유를 반드시 제시하여야만 한다.³³⁵⁾

(2) 회사의 기초적 사항 변경에 관한 의결권

회사의 기본적 구조변경에 대한 주주의 권리는 이사 선임권보다도 실제로는 효력이 더 없다.³³⁶⁾ 미국의 대부분의 주에서는 합병, 정관변경, 실질적인 영업전부의 양도 등 매우 제한적인 경우에 한해서 주주의결권을 인정하고 있다.³³⁷⁾ 그러나 정관변경에 대한 의결권외에 다른 기본적 구조변경에 관한 사항은 실제상으로는 의결권이라기보다 거부권(Veto Right)이라고 해석하는 것이 타당하다. 왜냐하면 주주는 회사 구조변경에 대한 사항을 의제로 자신들이 주주총회를 소집한다거나, 업무안을 제시할 수 없고, 단지 이사회가 제안한 사항에 대해서 “승인” 또는 “거부”만을 할 수 있기 때문이다.³³⁸⁾ 즉, 공개회사의 이사회는 주주에 의해 방해받지 않고 자신들의 목적을 달성하기 위한 거래

334) Del. Code Ann. tit. 8, § 211(d) (2005): (d) Special meetings of the stockholders may be called by the board of directors or by such person or persons as may be authorized by the certificate of incorporation or by the bylaws.

335) Del. Code Ann. tit. 8, § 141(k) (2005):(k) Any director or the entire board of directors may be removed, with or without cause, by the holders of a majority of the shares then entitled to vote at an election of directors, except as follows: (1) Unless the certificate of incorporation otherwise provides, in the case of a corporation whose board is classified as provided in subsection (d) of this section, shareholders may effect such removal only for cause.

336) See Blair & Stout, Team Production, at 311.

337) Del. Code Ann. tit. 8, §§ 109, 242, 251, 271 (2005).

338) See Stewart J. Schwab & Randall S. Thomas, Realigning Corporate Governance: Shareholder Activism by Labor Unions, 96 Mich. L. Rev. 1018, at 1055-56 (1998).

행위를 추진할 수 있다. 또한 이사선임의 경우와 같이, 주주에게 결의할 권리가 부여된다고 하더라도, 이사회는 여전히 위임장문제에 있어서 주주보다는 우월한 지위에 있고, 주주 역시도 집합적 행동을 취하는 데는 그 분포구조로 인해서 많은 문제에 직면하게 된다.

회사지배에 관한 권리로서의 의결권은 적대적 기업매수에 있어서 주식공개매수나 위임장쟁탈전에 있어서 상당한 프리미엄(Hefty Premium)을 발생시킨다. 계약적 기업관에 기초하면 회사지배권시장의 존재가 이사에 대한 감독 기능을 담당하고 있으며, 대리비용을 감소시켜 기업가치가 증대하는 것으로 이해되지만,³³⁹⁾ 팀프로덕션 모델에서는 기업 매수가격 프리미엄으로 인해 매수비용을 상승시키고 주주의 기회주의적 행동을 유발시키기 때문에 결국은 대리비용을 상승시켜 기업의 이익을 침해하는 결과가 된다. 또한 정관자치에 의한 이사 교체사항에 대한 제한 등으로 기업매수시장은 현재 이사에게 큰 위협적인 존재가 되지 못하고 있다.³⁴⁰⁾ 최근의 반기업매수법이 종업원 등의 이해관계자의 이익을 보호하도록 요구하고 있는 것도 팀프로덕션 모델의 접근 방법과 일치한다고 할 수 있다.

3. 주주의 소제기권과 의결권에 대한 재해석

팀프로덕션 모델에서는 주주만이 향유할 수 있는 주주대표소송 제기권과 주주의결권은 제도적 수단일 뿐이지 회사에 대한 소유관계 내지는 이사의 신인의무를 표현하는 것은 아니다. 즉, 주주는 주주대표소송과 같은 특별한 법적 권리를 소유하고 있지만, 그 이유는 주주만이 이사에 대해서 특별한 소제기를 할 수 있는 권리를 갖고 있다는데서 연유한 것이 아니라, 회사를 구성하는 구성원의 협력의 이익을 대표할 수 있는 가장 좋은 지위에 있기 때문에 이사에 대한 소를 제기

339) 伊藤壽英, 前掲論文, 86面.

340) 정관 자치에 의한 이사회 권한 강화 등의 내용은 본 논문 제5장 4절 V. 참조.

할 권리를 갖는다는 것이다.³⁴¹⁾ 즉, 이사가 신인의무를 위반하여 회사의 비용으로 자신들의 이익을 추구했을 경우, 주주는 회사를 대신하여 법적 조치를 할 수 있는 것이다. 중요한 점은 주주대표소송에 의해 주주가 승소했다면, 그 이익은 주주에게 귀속되는 것이 아니라 모든 회사 구성원과 이해관계인들에게 귀속된다는 것이다.³⁴²⁾ 또한 주주의 의결권 역시 그 법적 효과와 이익은 회사와 그 이해관계인 모두를 위하여 행사된다는 것이다. 이렇듯, 팀프로덕션 모델을 주장하는 학자들은 계약적 기업관이 미국 회사법 해석에 있어서 오류를 범하고 있고, 최종이익조정기관 모델이 공개회사 관련법규에 좀 더 구체적이고 실무를 반영한 이론적 토대를 제공하고 있다고 주장한다.³⁴³⁾ 그 이유를 좀 더 살펴보면 팀 프로덕션 모델에서는 이사는 어떠한 이해관계자로부터도 직접적인 영향을 받지 않고 있는데, 이는 주주의 청구권의 성질 때문이다.³⁴⁴⁾ 다른 이해관계자의 청구권은 계약에 의해 직접적으로 회사 자산에 영향을 주는 반면, 주주의 청구권은 회사자산으로부터 이해관계인청구권으로 상환할 부분을 뺀 나머지 부분이다. 따라서 주주가 가지는 잔여재산청구권이라는 내재적인 성질에 착안하여 법이 다른 이해관계자의 지위와 평준화(Leveling the Playing Field)를 의도한 것으로 해석하는 것도 가능하다.³⁴⁵⁾ 그러나 이러한 논리가 반영된다고 하더라도 이사의 최종조정자로서의 지위에 주주가 실질적으로 직접적인 영향을 줄 수 있어야 한다는 명제는 반드시 고려되어야 한다. 팀프로덕션 모델이 주목하고 있는 문제는 실무상의 문제로서 실제로는 이사회가 의안의 결정이나 위임장권유 등의 의결권 행동을 지배하고 있다는 사실이다. 또한 합리적인 주주는 공개회사의 공시제

341) Id.

342) 미국 대부분의 주 회사법 규정을 보면 주주 대표 소송에서 승소한 이익은 회사의 자산으로 귀속된다는 것을 명확히 하고 있다.

343) See Blair & Stout, Team Production, at 289.

344) 伊藤壽英, 前掲論文, 86面

345) 上掲論文.

도가 정비되어 있다면, 오히려 Berle & Means의 “합리적인 무관심 (Rational Apathy)의 행태가 주주에게 나타날 것이다. 즉, 현대 대규모 공개회사에서의 주주총회는 실질적으로는 의미 없는 의식(Meaningless Rite)으로 변해있고, 팀프로덕션 모델에서는 오히려 주주총회의 이러한 상태가 일반적인 것이기 때문에 이사회역의 역할이 재조명되어야 한다는 것이다.³⁴⁶⁾

346) 上掲論文, 86-87面; Blair & Stout, *supra* note 305, at 434.

제 4 장 미국 법제 도입현황에 관한 분석

제 1 절 일본과 중국 회사지배구조의 개정 동향

I. 일 본

1. 일본의 회사지배구조와 사회적 배경

일본에서 회사지배구조 논의가 활발해진 배경은 버블경제의 붕괴와 기업관련 범죄에 있다고 생각할 수 있다. 즉, 이익공여나 뇌물 등 기업관련 범죄의 빈발에 의해 공개회사경영자의 부정행위를 방지하기 위하여 어떠한 감독 및 감시체제를 구축하면 되는가 하는 “경영의 투명성 내지는 적법성 확보”가 문제가 된 것이다.³⁴⁷⁾ 또한, 다수 회사의 도산 등 경제적인 불황 속에서 국제적인 경쟁을 실시해 일본의 공개회사의 운영·관리기구가 신속한 의사결정이 가능한 조직인지 아닌지에 대해 의문이 강해지면서 “경영의 효율성 확보”가 문제시 되었다. 이러한 시대적 배경하에서 일본의 회사지배구조 논의는 경영자의 경영의 적법성과 효율성을 확보하는 모델을 구축하는데 주력하게 되었다. 이러한 이유로 인해 개혁방법으로서 미국의 회사지배구조 모델을 많은 부분 도입하게 되었고, 위에서 살펴본 미국회사지배구조 모델 중 일본에 적합한 지배구조 모델을 도입하기 위하여 많은 노력을 해왔다. 그러나 일본의 기업 문화와 구조는 상당 부분 미국과 차이가 나기 때문에, 일본의 독자적 기업 유형과 문화를 유지하면서, 지배구조의 투명성과 효율성을 동시에 달성할 수 있는 지배구조 모델을 구축하는 것으로 전개되었다.³⁴⁸⁾ 여기에서 제기된 것이 일본에서 대규모 공개회사의 경영감독 역할을 누가할 것인가, 공개회사를 둘러싼 이해

347) 江頭憲治郎 外 3人, 『改正會社法セミナー-株式編』, 有斐閣, 1-9面(2005).

348) 森本 滋, 『比較會社法研究』, 商事法務, 240-249面(2003).

관계자의 이익을 어떻게 보호할 것인가, 그리고 일본에서 소유와 경영의 분리는 어떠한 방향으로 구축하는 것이 적정한가라는 회사지배 구조 모델 부분으로 확장되었다.³⁴⁹⁾

2. 소유와 경영의 분리

일본에서는 1950년 이전의 주식회사의 조직은, 만능기관이었던 주주총회 하에 각 이사가 있고, 각각의 이사가 수권된 업무를 수행했다. 1950년의 상법개정은 ① 주주총회의 권한을 본법 또는 정관이 정하는 개별구체적인 사항에 한정했고, ② 이사회를 설치하여 업무집행의 결정권한을 부여했다. 또한 ③ 대표이사를 설치하여 업무집행과 대표권을 부여했다. 그리고 그러한 경영자인 이사와 소유자인 주주자격을 분리하여, 이른바 소유와 경영의 분리라는 주식회사의 기관구성이 도모되었던 것이다.

일본에서 법적 의미의 소유와 경영의 분리란 우선 이사가 제3자 기관으로 간주되는 것이다. 즉, 업무집행(경영)에 종사하는 이사의 자격은 주주자격과는 원칙적으로 분리되어 있다.³⁵⁰⁾

일본 기업에서의 경영이란 그 기업의 영업재산을 자유롭게 사용·수익·처분하는 것을 의미한다. 따라서, 원칙적으로 기업경영은 영업재산의 소유자에 의해 이루어진다. 주식회사에는 법인격이 인정되어 있기 때문에, 형식적으로는 주식회사 영업재산의 소유자는 주식회사이다. 따라서 주식회사에서도, 본래는 주주가 공동하여 주식회사의 경영을 실시하게 되는 것인데, 주식회사에서는 제3자인 이사가 경영을 실시하는 것으로 되어 있다(소유와 경영의 분리). 왜냐하면, 다수의 출자자로부터 일시적인 유희자본을 모아 거대한 자본을 가지는 기업을 형성하는 것을 목적으로 하고 있는 주식회사에서는, 출자자=회사소유자인 주주전원

349) 上掲書, 244-45面.

350) 加美和照, 『取締役の權限と責任』, 中央經濟社, 1-31面 參照(1994).

이 신속하고 적시적 판단을 요하는 기업경영에 직접관여하기란 실제상으로는 불가능하기 때문이다. 따라서 기업의 소유자인 주주와는 별도로, 소수의 경영자와 이사를 설치하지 않을 수 없다. 즉, 주식회사법상의 기구에서 소유와 경영의 분리라는 제도는 필연적으로 채용되게 된다는 것이 일본 회사법에서 취하고 있는 지배구조 모델이라고 할 수 있다.³⁵¹⁾

3. 주주 이익 중심주의 모델의 채택

일본 회사법은 주식회사는 영리사업법인으로서 경영활동에서 얻은 이익을 구성원인 주주에게 분배하는 것을 목적으로 하는 제도로 그 목적달성을 위해 이사는 선관주의의무 및 충실의무를 진다고 규정하고 있다. 즉 일본 회사법의 회사지배구조 모델은 미국에서와 마찬가지로 주주이익을 기본으로 하여 구성되어 있다. 주식회사의 실질적인 소유자인 주주가 회사의 주권자로서, 회사경영을 지배할 것으로 예정하고 있다. 주주는 주주총회에서의 의사결정, 구체적으로는 경영자 선임·해임 권한을 기초로 회사경영을 지배하는 것으로 간주된다.

그러나 실제로 일본의 공개회사는 『성공한 종업원』인 경영자가 지배하고, 따라서 주주의 이익보다 종업원의 이익이 우선시되는 『종업원 지배』에 기초하여 발전해 왔다. 실질적인 종업원 지배 및 ‘법제도와 현실의 차이’는 회사는 누구의 것인가라는 문제에 있어서 일본에서 나타나는 특징이라고 할 수 있다. 즉, 주주의 회사 소유를 인정하는 법체계를 취하고 있지만, 실제로는 종업원 지배가 유지되어 오기 때문에 법제도와 실제와의 괴리에서 발생하는 일본의 회사지배구조론에는 의문이 제기된다. 따라서 1999년에 자민당이 공표한 『회사지배구조에 관한 상법 등 개정시안골자』는, 주주가 회사의 실질적 소유자이고 주권자임을 출발점으로 하고, 또한 1998년 5월에 일본회사지배

351) 上掲書

구조 포럼, 회사지배구조원칙책정위원회가 제출한 『회사지배구조 원칙-새로운 일본형기업통치를 생각한다-(최종보고)』에서도 「주식회사는 주주의 것이고, 회사의 목적은 이익을 추구하는 것이다」라고 한다. 자민당안이 일부러 「주주 주권」이라고 한 것은, 주주이익을 경시하고 회사법 논리와는 동떨어진 곳에 성립되어 있던 지금까지의 일본적 경영과는 결별하고, 회사법 논리 위에 기업시스템을 구축하고자 하는 입안자의 기본적 자세를 제시하는 것으로 생각될 수 있다. 또한 최근에 입법한 일본의 신회사법 시스템도 이러한 이론적 구조 또는 지배구조 모델에서 출발하고 있다.

최근 회사지배구조의 국제비교가 활발하게 이루어지면서, 경쟁적 위치에 있는 지배구조모델을 설정하여 분석하고 있다는 것에 대해서는 앞에서 충분히 살펴보았다. 일본에서도 역시 버블경제의 붕괴와 기업 관련범죄의 원인 중 하나는 회사의 경영기구, 감독·감시기구가 제대로 역할을 하고 있지 못했기 때문이었다.

이러한 문제의 해결책으로서 일본 정부와 기업에서 찾은 모델은 미국식 모델이었고, 업무집행기관과 감독 기관을 명확하게 분리하는 지배구조체제를 구축하여 회사의 건전하고 지속적인 발전에 공헌하게 된다는 사고에서, 2002년의 상법대개정이 이루어졌다. 즉, 일본의 대규모 공개회사의 경우에 이사회내에 사외이사가 과반수 이상을 반드시 구성해야 하는 지명 위원회, 감사위원회, 보수위원회를 정관에 의해 설치해야 하며, 이러한 위원회를 구성한 회사에 있어서는 기존의 감사를 들 수 없게 되었다. 또한 경영의 효율성을 위해서 미국식의 집행임원 (officer) 제도를 도입하여 투명성과 건전성 중심의 회사 지배구조에서 발생할 수 있는 효율성 저하 문제를 극복하려는 시도를 하였다.³⁵²⁾

최근의 신회사법에서 도입한 미국의 각종 증권제도와 더불어 이러한 지배구조채택은 일본이 아무리 독자적 기업문화를 바탕으로 이루

352) 江頭憲治郎, 上掲書, 1-7面 ; 相澤 哲, 『新・會社法』, 商事法務, 101-115面(2007).

어낸 성과라고 하더라도, 미국의 지배구조 모델, 특히 주주우선주의 모델이 많은 영향을 미쳤다고 하는 것은 부인할 수 없는 사실이다.

II. 중 국

1. 중국의 회사지배구조와 사회적 배경

1990년대에 접어들어 중국 국유기업의 개혁은 새로운 회사 모델로서 주식회사제도가 도입되게 되어, 중국의 문화에 맞는 주식회사제도를 구축하자는 목표아래 현재까지 계속 발전시켜왔다. 그러나 상장회사의 분식회계와 난맥경영 등 불상사가 계속 발생하고, 특히 최근에 많은 개인주주에게 크게 손해를 입힌 상장회사에 의한 기업범죄는 끊이지 않고 있다. 예를 들면, 허위문서행사죄로 문제시된 “사천성 성도 홍광실업주식회사(이하 『홍광실업』이라 함) 사건, 허위 서류제출에 의해 행정처분을 받은 [정주백문주식회사(집단)(이하 『정백문』이라 함) 사건, 지배주주가 회사재산을 위태롭게 한 [후왕주식회사](이하 『후왕』이라 함) 사건과 [삼구의약주식회사](이하 『삼구의약』이라 함) 사건, 분식결산으로서의 [광하(은천)실업주식회사](이하 『은광하』라고 함) 사건 등, 일련의 불상사는 큰 사회적 문제가 되었다. 이러한 기업 범죄가 발생한 원인은 현행 중국기업법규에 감독 통제 시스템이 미비했다는 인식에서 출발하고 있고, 중국의 회사지배구조 모델의 분석은 이러한 사회 문제와 더불어 논의가 그 이면에서 진행되었다고 할 수 있다. 353)

기업지배구조에 있어서 가장 중요한 것은 건전성과 효율성이라고 생각한다. 중국과 같이 기업범죄로 인해 회사법 개혁이 논의되기 시작하면, 어느 국가에서나 먼저 시작하는 개혁작업이 건전성과 투명성의 구축이다. 왜냐하면 기업의 건전성을 확보할 수 없으면, 투자자가

353) 王原生, “中國のコーポレート・ガバナンスの現状と會社法上の課題(一・二)” 「法律新報」 第111卷 3・4호(2004.10).

자본시장에서 급격하게 이탈하기 때문에, 토대가 약한 자본시장의 경우는 붕괴될 가능성이 높기 때문이다. 중국의 기업도 WTO가입에 의한 국제적인 경쟁에 도태되어, 국유기업개혁이 최종적으로 실패에 이를 가능성이 높다는 위기감에서 중국에서도 회사지배구조론이 활발해져왔다.³⁵⁴⁾

주식회사제도를 중국국유기업의 개혁목표로서 든 것은, 소유와 경영의 분리에 의해 기업경영에의 정부개입을 단절하고(이른바 『政企分離』의 실현), 경영진에 경영책임을 지게 하는 소위 『자주경영』, 『손익자기부담』의 실현목적과 국유기업의 자금란을 해소하기 위해, 자금조달을 쉽게 할 목적으로 추진되어 왔다. 중국회사법은 이 목표를 실현하기 위해, 선진국가의 회사법을 모방하여, 주주총회, 이사회, 감사와 같은 세기관에 의해 구성되는 회사지배구조를 규정했다.³⁵⁵⁾ 국유기업에서 주식회사로 조직 변경할 때, 지금까지 기업을 직접지배해온 국가가 주주로서 회사를 간접지배하게 되고, 국유재산이 유실될 우려가 있다는 인식에서, 중국회사법은 회사의 지배주주가 국가임을 인식하고 회사는 주주의 것이라고 평가되고, 주주의 이익은 주주총회라는 기관을 통해 확보된다고 하는 사고방식을 취하고 있다. 그리고, 주주총회중심주의를 고집하고, 다수결원칙을 관철하는 주주총회가 강대한 권한을 갖고 있다. 단독주주권 내지는 소수주주권으로서 인정되고 있는 권리는 적고, 국가주주이외의 주주의 이익을 무시하는 것이라고 말하지 않을 수 없을 것이다. 한편, 주식제도를 이용하여 자금조달을 쉽게 한다는 목적은 거의 목적대로 실현되고 있다. 그러나, 회사의 건전성이 확보되어 있지 않은 법체제 하에서, 조급하게 자본시장을 형성하고, 지배주주가 상장회사를 이용하여 자본시장에서 조달한 자금을 유용한 사례는 끊이지 않고 있다. 이러한 현상은 [上市圈錢](회사

354) 蔡元慶, “中國新しい會社法の成立とその主な修正点”, 『海外事情研究』33(2) 通號 67, 73-78面 參照(2006. 2).

355) 張紅, “中國新會社法における管理機構について”, 『東北アジア經濟研究』第3號, 33-36面(2006).

를 상상시켜 투자자로부터 돈을 속이다)라고 불러, 이미 중국의 유행어로서 정착되었다. 이러한 불상사는 현행기업법 체계에서는, 지배주주의 억제, 경영자에 대한 체크는 불가능하다는 제도상의 결함이 존재하는 것이 인식되었다. 이러한 배경 하에, 지배주주의 억제, 경영자의 경영적정화와 효율화를 확립하는 기업조직체계를 재구축하는 것이, 중국 회사지배구조론의 출발점으로 생각된다.

2. 소유와 경영의 분리

우리나라와 일본과 마찬가지로 중국에서도 『소유와 경영의 분리』라는 단어 표현이 있다. 그러나 그 본질의 차이는 우리가 현재 논의하고 있는 것과는 역사적, 이론적 부분에서 많은 차이가 있기 때문에 주의할 필요가 있다.

(1) 소유와 경영의 분리 배경

주주우선주의 모델에서 주장하는 소유와 경영이 분리되는 주식회사에서, 회사경영에 무관심한 소수 주주의 증가, 기관투자자의 증가, 주식상호보유층의 증대 등의 상황에서, 회사경영의 합리성을 확보하는 하나의 방법으로서 채택되어온 것이 소유와 경영의 분리이론이라고 할 수 있다.

중국에서 국유기업의 영업재산의 소유권은 국가에 속한다. 전통적인 국유기업의 경영은 국가의 통일계획 하에서, 정부에 의해 이루어져왔다. 이러한 정부와 기업의 일체화(『政企不分』)는 국유기업의 경영부진의 주요원인으로 인식되어, 개혁개방이후 국유기업에 대해 전통적인 정부집권적 관리체제의 결함을 고쳐, 국유기업에게 보다 많은 독립성을 부여하고, 정부의 『부속물』로서의 국유기업은 영리를 목적으로 한 독립성이 있는 법인으로 전환시키고, 행정기관에서의 경영개입을 차단하는(『政企分開』) 것은 국유기업체제의 개혁에 관한 최대의 과제가

되어 있다. 그러나 국유기업의 영업재산의 소유자는 국가인 이상, 원칙적으로 국유기업경영은 국가에 의해 이루어진다. 따라서, 어떻게 정부의 국유기업에 대한 경영개입을 배제하는가에 대해, 국가를 유일한 권리자로 하는 국가소유권의 객체인 국유기업영업재산전체로 설정한 이용권([경영권])은 국유기업에 의해 행사할 수 있다고 하는 「[소유권]과 [경영권]의 분리」이론을 내세웠다. 즉, 중국에서의 「소유와 경영의 분리」는, 사회주의공유제 하에서, [정기분개]를 도모하기 위해, 국가가 국유기업영업재산의 소유자로서의 지위를 잃지 않는 전제에서, 어떻게 하여 기업에 자주적인 [경영권]을 부여해 가는가 하는 논의이다.

(2) 중국에서의 「소유와 경영의 분리」의 내용

1986년 4월에 제정· 공포된 「중화인민공화국민법통칙」에서는, 「국유기업이 국가의 수권에 의해, 기업의 영업재산의 경영권을 가진다」고 규정하고 있고, 국유기업의 영업재산에 대한 [경영권]이라는 법적 개념을 창출했다(동법 제82조). 그 후, 1988년 4월에 제정된 국유기업법은, 소유와 경영의 분리에 대해, 「기업재산의 소유권은 전인민에게 속하고, 국가가 소유권과 경영권을 분리의 원칙에 기초해, 국유기업에 영업재산의 경영관리권을 준다. 국유기업이 국가의 수권에 의해, 그 영업재산에 대한 점유, 사용과 업에 기초하는 처분을 할 수 있다」는 원칙을 규정했다(동법 제2조 2항). 그러나, 구체적인 규정을 두지 않고, 법의 집행에 있어 정부기관이 원하는 대로 기업경영에 간섭했기 때문에, 국유기업의 경영자주권이 충분하게 보장되지 않았다. 1992년 7월에 공포된 「전인민소유제공업기업경영메카니즘전환조례」는 기업의 그 재산에 대한 점유, 사용 및 법에 기초하는 처분을 실시할 권리라고 명확히 된 경영권이, 기업재산소유권에서 파생된 권리로 평가되고(동법 6조), 또한 기업의 경영권에 대해서는, 독립된 장을 마련하여 열거적인 형태로 구체적으로 14개의 권한사항을 두고 있다(동조례 제2장 8조~21조).

또한, 1993년에 제정된 중국회사법에서는, 종래의 기업제도개혁의 일환으로서, 주로 국유기업의 효율화나 경영자주권의 강화의 타개책으로서, 회사제도를 도입하고, 법인재산권의 개념도 법정했다. 법인재산권이라는 개념을 설정하는 목적은, 철저한 [정기분개]를 노리고, 법인격이 인정되어 있는 회사의 영업재산의 소유자는 회사라고 하는 것에 있다고 생각할 수 있다. 그러나, 입법자가 소유권의 개념을 사용하지 않고, 일부러 법인재산권이라는 개념을 창출한 것은 정책적인 배려로서, 법인재산권이라는 개념의 법적 성질을 애매하게 한다고 말할 수 있을 것이다. 또한, 국유자산 산실에 대한 걱정에서 「회사에서의 국유재산의 소유권은, 국가에 속하는 것으로 한다」고 하는 문구를 정하고(중국회사법 4조 3항), 경영을 대표하는 제도로서 이사회는 회사에 대해 책임을 지는 것이 아니라, 소유를 대표하는 제도로서 주주총회에 대해 「책임을 지고, 그 권한은 행사하는」 요지의 규정이 만들어져 있다(중국회사법 46조·112조 2항). 이러한 일련의 규정은 국가소유권이 기업의 경영관리에 대한 국가의 지배를 긍정하는 것이고, 정부기관의 기업경영에 간섭하는 길이 남은 채이다.

즉, 중국에서의 「소유와 경영의 분리」란, 국유기업의 [정기불분]이라는 폐해를 타파하는 수단으로서, 정부가 국유재산의 대표자로서, 직접 경영을 실시한 결과도 초래된 비효율성 문제를 해결하기 위해, 본래 국가가 가지고 있는 국유재산의 「소유권」(재산의 점유·사용·수익·처분을 할 권리)의 일부를, 기업에 대해 「경영권」(재산의 점유, 사용, 처분을 할 권리로서, 수익권을 제외한 것)으로서 수여함으로써, 기업의 자주적인 경영권한을 확대시킨다고 하는 것에 있다(민법통칙 71조, 82조, 국유기업법 2조 2항).

따라서, 중국에서의 「소유와 경영의 분리」의 법적 성질은, 우리가 얘기하는 「소유와 경영의 분리」와는 상당부분 차이가 난다고 할 수 있다.

(3) 중국 기업제도 및 실무 운용

중국에서의 국유기업개혁의 목적은 기업에 의한 자주적인 경제활동에 있다. 그에 있어 필요한 것 중 하나는, 기업 스스로 독립 재산을 가지고 또한 그것이 그 의사로 처분가능한 상태에 놓여지는 것이다. 그런데, 공유제경제요소의 우월적 지위를 유지할 목적에서, 기업내의 국유재산에 대한 국가소유권의 유지 및 경영지배에 의해, 자주적인 경제활동은 불가능해진다.

회사법에서는, 주주총회, 이사회와 집행임원의 권한의 배분을 한층 명확화하기 위해, 명문으로 각각의 권한사항을 열거하고, 또한 집행임원의 선임·해임에 관한 권한은 이사회에 속한다(중국회사법 50조·112조 2항 9호)라고 명기했다. 그러나, 현실문제로서는, 국가주주 등의 대주주의 발언권이 지극히 강하다. 지주비율상으로 절대적 지배가 유지되는 회사에서는, 경영진의 인사권은 물론, 회사의 중요업무집행도 특정 대주주의 수중에 장악되어 있는 경우가 적지 않다. 그 외, 회사의 집행임원의 선임 등의 경우에는, 지배주주로서 정부가 회사법에 정해져 있는 이사회를 거치지 않고, 직접 임명하는 경우도 자주 있다고 한다. 지배주주로서 정보는 사실상의 경영자와 같은 존재이다. 이러한 회사에서의 국유재산의 존재는, 국가소유권에 기초하는 회사에 대한 국가의 영향력을 유지 내지 증강시키는 원인이 되어 있기도 하다. 주식회사에 대한 국가지주로서의 영향력 및 회사에서의 국유재산의 소유권자로서의 신분도 포함하여, 회사는 실질적으로는 국가에서 독립한 존재라고는 할 수 없다.

국유기업의 개혁을 철저하게 하는 수단으로서 유한회사 및 주식회사를 규정하는 회사법은 제도상의 결함에 의해 실제 운용에서, 소유권과 경영권의 분리에 의한 기업자주권의 확립은 곤란하다는 것이 분명하다. 그렇지만, 현재는 이 고질을 타파하기 위해, 회사지배구조에 관한 입법이 열망되고 있다. 회사지배구조도 중국정부의 중요과제가 되어 있다.

3. 중국의 기업지배구조 모델

(1) 전통적 국유기업모델(the Traditional Model of State-Owned Enterprise)

1) 법적 실체개념(the concept of Corporate Entity or Legal Person)의 인정 여부

중국에서는 전통적으로 국유기업에 의해 생산된 서비스와 재화로 경제 시스템이 운영되고 있었다.³⁵⁶⁾ 이러한 중국의 국유기업모델은 주식회사의 기원지인 미국의 회사 모델과는 많은 부분 차이가 있다. 물론 사회 체제의 차이에서 시작된 중국의 국유회사 모델은 국가의 공동생산과 분배라는 원칙하에 시작된 기업 형태이다. 반면에 미국은 자본시장 원리를 바탕으로 사적 영리행위를 추구하는 사적 집단 또는 법인의 형태로 출발했다고 할 수 있다. 이러한 태생적 출발점의 차이로 출발한 기업 문화의 차이는 기업 관련, 특히 공개회사(public corporation)와 증권거래법과 같은 사적 자본을 주식이라는 형태의 자본으로 변화시켜 회사를 운영하는 방식에 중국의 기업관련법제는 익숙하지 않았다. 즉, 국유기업모델하에서 중국의 회사 자산은 모두 회사의 소유였을 뿐만 아니라, 국가가 회사 경영권을 지배하고 있었다.

이러한 국유기업모델에 있어서는 한국과 일본, 그리고 영미법계에서 회사 본질을 법적 실체(Legal Person or Corporate Entity)³⁵⁷⁾라고 보는 것과 달리, 중국에서는 1984년까지 회사를 법적 실체로 간주하지 않았다.³⁵⁸⁾ 다시말해서, “회사(corporation)” 또는 “법인(legal person)”이라는 개념은 계획 경제에는 존재하지 않았고, 단지 재화와 서비스를 생

356) Cindy A. Schipani & Junhai Liu, *Corporate Governance in China: Then and Now*, 2002 Colum. Bus. L.Rev. 1, at 5 (2002).

357) 拙稿, “美國 會社法上 팀프로덕션 모델(Team Production Model)에 關한 研究”, 博士學位論文, 東國大學校 (2005) 參照.

358) Cindy A. Schipani & Junhai Liu, *Corporate Governance in China: Then and Now*, 2002 Colum. Bus. L.Rev. 1, n.8 (2002).

산하는 “생산 공장(factories)”의 개념으로만 여겨졌다고 할 수 있다. 그러나 1984년 이후 기업의 경쟁력 제고를 위한 정부의 관심과 사회적 분위기로 인해 회사를 法人으로 보는 견해가 제시되었고,³⁵⁹⁾ 최근의 중국 회사법은 한국과 미국의 회사법과 같이 회사를 법적 실체 (legal entity)로 인정하고 있다.

2) 국유기업 모델의 단점

중국의 국유기업모델은 계획경제하에서 국가가 경제개발계획에 맞게 생산 단위를 조정할 수 있다는 전체적인 측면에서는 강점을 갖고 있다. 그러나 외국의 회사운영 실태에서도 볼 수 있듯이, 회사 운영에 있어서 사적 영리추구행위를 제외한다면 회사 구성원의 영업 생산성을 위한 동기 부여(Incentives)가 무시되는 결과를 초래하고, 또한 회사 지배구조와 그 운영에 있어서도 효율성(Efficiency)이 급감하는 결과를 초래한다고 할 수 있다.

중국에서 경제 개혁이 달성되기 이전에는 기업은 행정부의 일부 조직으로 다루어지고 있었기 때문에 사적 이윤 또는 영리행위를 규제 또는 인정할 이유가 없었을 뿐만 아니라, 국가의 경제계획에 따라 운영되는 하나의 경제 구성원(Economic Unit)이었다고 할 수 있다.³⁶⁰⁾

계획경제 시스템으로 인한 창의적인 영리 추구행위의 차단과 회사 구성원의 인센티브 부재로 인한 효율성의 저하는 직접적으로 회사 생산성의 하락과 부채의 증감으로 이어졌다. 많은 수의 국유기업들이 지속적인 손실을 부담하면서 회사를 유지하고 있었고, 국가는 국가 재정으로 이러한 손실을 충당하고 있었다.

국가 소유의 기업이기 때문에 경영진은 정부 공무원에 의해 임명 또는 해임되었고, 이러한 경영진은 계획 경제하의 정부 정책에 맞추

359) Id.

360) Daniel C.K. Chow, *The Legal System of the People's Republic of China*, at 351(2003)

어 회사를 운영하였다. 또한 국유기업에 대한 평가는 해당 기업의 재정 상황에 따라 평가되는 것이 아니라, 국가의 경제 계획을 얼마나 준수했는가에 따라 기업에 대한 평가가 달라졌다.³⁶¹⁾

이러한 국유기업모델의 형태는 회사 내부에 존재하는 사적 영역의 성장을 저해했고, 경제적·법적 독립체로서의 기업의 가치를 희석시키는 결과를 초래했다. 또한 국유기업은 회사 구성원인 종업원과 투자자의 이익을 위하기 보다는, 국가의 계획경제 시스템에 기여하는 역할만이 강조되었다. 이러한 중국의 기업 형태는 엄밀한 의미에서 현재 세계적으로 경제 주체로 활동하고 있는 기업(business enterprise) 모델은 아니라고 할 수 있다.

3) 국유기업 모델의 장점

위에서 중국의 국유기업모델을 비판적으로 검토했지만, 중국의 역사적 상황과 사회·정치적 요소를 감안할 때 1993년 이전의 국유기업모델이 중국 전체에 나쁜 영향을 미쳤다고 단정할 수는 없다고 생각한다. 왜냐하면, 기업은 국가와 사회를 이루는 하나의 구성 요소이고, 현재 전세계에서 이러한 기업을 통한 경제 행위는 보편화되어 있지만, 각국의 기업은 그 사회의 문화와 정치, 사회적 요소를 모두 내포하고 있는 종합적인 인적·물적 단체로 볼 수 있기 때문에, 일정한 기업 형태만이 회사의 구성원과 국민 전체를 모두 만족시킬 수 있다고 단정할 수 없기 때문이다.

우선 국유기업 운영에 있어서 나타나는 장점을 살펴보면, 중국의 전통적 국유기업모델은 企業維持의 기본이 되는 모든 경제적 자본과 활동을 하나의 조직으로 효율적으로 集約할 수 있다는 것과, 또한 국가와 기업 그리고 종업원들을 견고하게 연결하는 기능을 수행할 수 있다는 것이다.³⁶²⁾ 그리고 한국과 일본·미국 등에서 제도적으로 많은

361) See Schipani, *supra* note 358, at 7.

362) *Id.*

변화를 겪어온 주식회사의 자본조달 원활화의 문제를 국가가 전담함으로써 기업은 생산성 향상에만 주력할 수 있는 기반을 마련할 수 있었다는데에 큰 의미가 있었다고 할 수 있다. 즉, 중국의 국유기업은 생산의 실제 그리고 사회적·경제적 실제 부분을 모두 전담하며, 회사 종업원들은 그 지위를 취득함과 동시에 평생 직장으로서의 고용 안정을 도모할 수 있었으며, 회사는 임금, 주택, 의료비용, 그리고 연금 부분까지 책임지는 가족 집단과 같은 견고한 실제 조직으로서 역할을 수행했다.³⁶³⁾ 이러한 인적·물적 자본의 집중은 2000년대에 중국이 세계 경제에서 중요한 역할을 할 수 있는 기반을 만든 중요한 원인 중의 하나라고 생각된다.

(2) 과도기적 국유기업 모델과 현대 기업 모델

1) 배경

1980년대부터 지금까지 중국 회사법은 크게 두가지 변혁을 거쳤다고 생각된다. 실제로 중국 회사법이 제정된 시기는 1993년이었기 때문에, 많은 외국 학자들은 중국의 회사법과 회사 시스템에 대한 관심을 1993년 이후부터로 서술하는 경향이 강하다.³⁶⁴⁾ 그러나 1993년은 1992년 중국 정부의 시장경제체제의 도입과 함께 현대적 회사 제도를 구축한다는 의미에서 큰 의미가 있지만, 1980년대 초반부터 1993년까지의 중국의 기업관련 정책과 논의의 배경은 현대 중국의 회사법체가 탄생하게된 중요한 시기였다고 할 수 있다. 따라서 1993년까지의 중국의 회사 제도는 국유기업의 과도기적 모델이라고 할 수 있고, 1993

363) 중국 국유기업의 종업원에 대한 과도한 비용 지출이 국유기업의 지배구조 건전성과 자산 상태에 악영향을 미쳤다는 분석이 많지만, 시장경제를 본격적으로 도입하기 전인 1980년대까지의 중국의 경제 상황을 고려해 보았을때, 현재의 기업형태로 전환될 수 있는 사회적·경제적 기반을 구축할 수 있는 중국 특유의 기업형태로 고려될 수 있다는 것도 간과해서는 안된다.

364) See Daniel C.K. Chow, *The Legal System of the People's Republic of China*, at 351(2003).

년 회사법 제정이후 2006년부터 시행된 중국의 신회사법은 현대적 회사 모델이라고 할 수 있다.³⁶⁵⁾

2) 과도기적 모델의 중요변경사항

앞에서도 설명했듯이, 중국에서는 기업 또는 회사를 법적 실체로 간주하지 않았었다. 단지 공동 생산을 위한 도구로만 간주되고 있던 상황이었다. 그러나 1980년대 후반부터 중국에서는 회사를 법적 실체로 인정하는 움직임이 있었고, 이러한 결과 기업이 영업으로부터 얻은 이익과 손실을 국가에서 관리하는 기존의 체제에서 벗어나, 모든 이익과 손실은 기업의 책임으로 간주되는 기업의 법인성을 인정하게 되었다.³⁶⁶⁾

미국과 한국에서는 회사의 종류에 따라 권리·의무·책임의 관계가 달라지긴 하지만, 株式會社(Public Corporation)와 有限會社(Limited Liability Corporation)에서는 회사의 설립과 영업으로 인해 발생하는 모든 법률관계는 회사에 귀속되고 회사의 소유는 주주에게 귀속된다는 것이 일반적인 개념이다. 또한 모든 회사의 중요 영업자산과 업무행위는 주주총회와 이사회에 결의로 회사 경영진이 중요 업무를 집행한다. 반면에 1980년대부터 1990년대 초반까지의 중국 기업은 국가소유권과 경영권을 분리하는 법인성이 인정되기는 했지만, 회사 자산은 국가에게서 위임받은 일정인 또는 집단에 의해 소유되고, 그 운영은 기업이 전담하는 방식을 취했다. 이러한 회사운영 형태가 나타나게 된 근본적인 이유는 1980년대 당시 중국은 공개회사자본 구성의 중요한 수단인 주식의 개념을 인정하고 있지 않아서, 주식에서부터 도출되는 사원권

365) See generally Cindy A. Schipani & Junhai Liu, Corporate Governance in China: Then and Now, 2002 Colum. Bus. L. Rev. 1, at 3-22(2002).

366) Id., at 8; Zhonggong Zhongyang Guanyu Jingji Tizhi Gaige De Jueding, The Decision of the Central Committee of the Chinese Communist Party on Several Issues Concerning the Reform of the Economic System, Renmin Chubanshe[People's Press](1984).

(Shareholder's right)의 개념이 법제에 반영되어 있지 않았기 때문이다.

경영진 선임에 있어서도 중국은 1983년도부터 1993년까지 많은 변화를 겪었는데, 기존에는 중국 정부가 회사 경영진을 임명하는 형태를 취하였지만, 1987년 4월 중국 공산당 중앙 위원회(the Central Committee of the Chinese Communist Party)와 국가 자문위원회(State Council)는 국유기업에 한해 경영진 임명제를 폐지하고 국가와 해당 이사와의 계약을 통해 경영진을 선임하는 형태의 계약 시스템을 채택하였다.³⁶⁷⁾ 이러한 중국의 계약 시스템은 후술하는 미국의 계약적 기업관과 유사하나, 미국의 계약적 기업관은 주주와 회사 이사(director)와의 사적 계약인 반면, 중국에 있어서의 계약은 국가와 회사 이사 간의 계약이고 계약의 당사자는 정부 공무원과 회사의 CEO(Chief Executive Director)이기 때문에, 미국의 계약관계와는 많은 부분에서 차이가 난다.

회사 경영진의 임명에 있어서 계약 시스템을 채택한 이후, 중국 정부가 국유기업에 대한 불필요한 介入이 현저하게 줄어들었고, 국유기업이 독자적인 의사결정을 하는 재량권의 범위가 확대되었다. 그러나 이러한 계약의 裏面에는 국가에 납입해야하는 금전적 부담 부분이 명시되어 있어서, 현대 공개회사에 있어서 가장 기본적인 원칙인 자본 충실의 원칙을 침해하는 결과를 초래하는 부정적인 측면도 있었다. 즉, 기존의 중국 회사운영체계에 있어서는 모든 이익과 손실이 국가에 귀속되었지만, 계약 시스템을 채택한 이후 경영진의 임명 계약 내용에 회사 잉여이익에 상관없이 일정 금액을 국가에 납입해야 하는 의무를 경영진이 부담해야 한다는 내용이 포함되었다.

이와같은 강제적 납입금에 관한 계약 강제 사항은 주주라는 私人의 이익을 극대화해야 한다는 서구 회사지배구조 모델에서는 받아들여질 수 없는 법규정이라고 할 수 있다.

367) Ding Genxi & Zhang Jianping, Brave Exploration Stable March: Reform in Progress, Economic Reference Daily, at 2(Oct. 26, 1998).

3) 현대 회사법의 탄생과 2005년 회사법 개정

중국은 1992년 시장경제시스템의 도입과 함께 국유기업을 대대적으로 개혁하는 작업에 착수하였다. 1993년에 제정된 중국 회사법은 계획 경제에서 시장 경제로 전환되는 중국 정부의 정책을 반영하여 회사 자본의 납입자인 주주권의 인정과 회사 지배구조의 건전성과 효율성을 달성하려는 중국 정부의 입법 정책을 반영하여 제정되었다. 1993년 중국 회사법과 2005년 개정 내용은 중국의 많은 학자들이 분석·소개하고 있기 때문에, 본고에서는 회사지배구조 모델 설명을 위한 간략한 분석만 하고자 한다.

A. 1993년 회사법

전통적인 국유기업 모델과 비교하여, 1993년 회사법은 주주 권리의 개념을 좀더 명확히 법제에 반영했고 시장에 적합한 회사지배구조(Corporate Governance)를 구축하기 위한 노력을 회사법이라는 실체법에 적용하였다. 이러한 중국정부의 제도개혁이 1993년 회사법을 탄생시켰고, 이 회사법은 1998년 중국 증권법 제정의 기초가 되었다고 할 수 있다.

1993년 회사법에 있어서 가장 큰 특징은 국유기업이라는 유일한 회사 형태만을 규정해왔던 중국 정부가 폐쇄회사(Close Held Corporation), 그리고 공개회사(Public Held Corporation)로 나누어 규정하면서, 시장 원칙에 적합한 다양한 회사 형태를 규정하고 있다는 것이었다. 또한 회사지배구조에 있어서도 일반 의사결정의 회의체로서 주주총회를 법제화시켰고, 이사회와 감사회(the board of supervisor)를 회사지배구조 내의 기관으로 도입했다는 것은 상당히 큰 의미를 갖는다고 할 수 있다. 특히 한국에서도 현재 최고집행임원 도입여부가 논의되고 있는 상황인데, 중국 정부는 1993년 회사법에 이사회 의장(the Chair of

Directors)과 최고집행임원(CEO)을 분리하여 미국식의 회사 의사결정과 업무집행을 분리하여 경영의 효율성을 달성하고자 하는 입법적 노력이 나타났다고 할 수 있다.

그러나 이사회와 감사회의 기관구조는 미국의 기관구조와는 차이가 난다. 미국의 회사 감사는 이사회내에 감사위원회(the audit committee)를 설치하여, 사외이사(Outsider Director)로 구성되는 일원적 구조를 갖고 있는 반면, 중국의 이사회와 감사회는 서로 독립적인 기관으로서 이원적 구조를 취하고 있다.

B. 2005년 중국 회사법 개정

2005년 10월 27일 중국 제10회 全國人民代表大會 常務委員會에서 중화인민공화국 회사법 수정안을 의결하였다. 이 개정안 1993년 회사법 제정이후 중국의 시장경제가 대폭 변화된 상황을 반영하여 전면적인 대개정을 하였다.³⁶⁸⁾ 본고에서는 회사법 개정에 개괄적인 내용만을 살펴본 후, 미국 회사지배구조 모델과 비교하여 중국의 지배구조 모델에 대한 제언을 하는 것으로 마무리하고자 한다.

a) 배경

중국은 1993년 회사법 제정이후, 경제 발전이 급속도로 진행되어 자본시장을 비롯한 모든 경제 체제에 많은 변화가 초래되고 있어서, 회사법을 개정할 필요성이 강하게 제기되었다. 또한 회사법 제정 당시 중국은 여러 국가의 회사법을 참고하여 입법에 반영하였지만, 12년간의 기간 동안 외국의 회사법 변화를 중국 회사법이 반영하고 있지 못했다는 것도 회사법 개정의 하나의 원인이 되었다. 물론, 기업 또는 회사는 한 국가의 구성 단위일 뿐이기 때문에, 각 국가가 처한 상황에 따라 회사 제도의 維持 또는 개정을 추진할 수 있지만, 현재 세계

368) 蔡元慶, “中國新しい會社法の成立とその主な修正点”, 『海外事情研究』33(2) 通號 67, 73-74面 (2006.2)

경제는 통합화되어 가는 현상이 강하게 나타나고 있고, 특히 기업과 금융 관련 법제는 통일화(Globalization)되어 가는 경향이 급속도로 나타나고 있다. 이와 관련하여 중국의 기업들은 많은 성장을 거듭하여 자국의 시장 수요에만 안주하는 것이 아니라, 세계 시장을 대상으로 활발한 활동을 하고 있기 때문에 중국 기업의 개혁작업이 필요했던 것이라 생각된다.

이러한 배경하에서 2005년 중국 회사법은 회사설립을 용이하게 하기 위한 법제도를 1차적으로 정비하였고, 두 번째로는 주주권리의 보호를 위한 제도를 명확히 하였다. 또한 회사 지배구조의 건전성을 도모하기 위하여 이사, 감사와 같은 회사 기관의 법적 의무와 책임관계를 구법보다는 좀더 명확히 했다고 할 수 있다.

b) 회사 설립 간소화와 법인격부인의 법리 도입

2005년 신회사법 제정 이전 중국에서는 유한회사를 설립하려면 2명 이상의 주주가 없으면 설립이 불가능하였다. 중국의 1인회사 금지의 배경에는 1인 주주가 회사의 법인격을 남용하여 일반 회사 채권자의 이익을 침해할 가능성이 높기 때문에 그 설립을 금지하고 있었던 것이었다. 그러나 중국 내에서도 국유기업과 같은 국가가 소유하고 있는 기업들 역시 유한회사의 형태를 취하고 있고, 회사 설립을 자유화하고 그 남용을 다른 법제로 규제하는 것이 더 합리적이라는 논의가 계속되어 왔다. 이러한 1인 회사 허용여부를 둘러싼 논의는 한국의 회사법 개정 역사에서도 같은 모습이 보여지는데, 현행 한국 회사법에서는 1인 회사의 설립을 허용하고 있다.

1인회사 허용과 더불어 중국 정부는 그 동안 회사 설립에 장애가 되었던 많은 엄격한 규제들을 폐지·개정하였는데, 중요한 부분은 최저자본금의 인하와 현물출자대상의 확대, 그리고 주식회사 설립을 준칙주의로 변화시켰다는 것에 주목할 필요가 있다. 중국의 회사설립관련 규정들은 다른 나라의 회사법제 보다 더 엄격한 기준을 갖고 있어

서, 회사 설립을 통해 시장 경제에 참여하려는 일반인의 의욕을 좌절시키는 결과를 초래했다. 또한 이러한 엄격한 회사 설립 기준을 충족하기 위하여 허위·위조 서류를 제시하는 일이 빈번하였고, 이에 따른 시장 경제의 혼란이 야기되는 실정에 이르렀었다.³⁶⁹⁾

이러한 사회적 문제는 회사 설립을 간소화하는 방향으로 입법 방향이 모아졌고, 그 폐단은 법인격 부인의 법리를 도입하여 방지하도록 입법적 해결을 하였다. 중국 신회사법 20조에서 규정하고 있는 법인격 부인의 법리는 주주권의 남용으로 회사 및 소수 주주의 이익을 침해하지 못하도록 하는 규정을 두었고, 또한 회사 채권자의 범위에까지 법인격 부인의 법리 적용을 확대하고 있다. 이 법인격 부인의 제도 도입은 회사설립 간소화로 인한 법인격 남용을 사전에 방지하는 역할을 한다는 데에 중요한 의미가 있을 뿐만 아니라, 중국 회사법에 영미 회사법에서 중요한 보호 대상으로 판단되고 있는 이익의 개념을 규정했다는 데에 큰 의미가 있다할 수 있다.

c) 회사지배구조에 있어서의 수정점

신회사법에서는 기존의 이사나 경리외에 미국의 임원(officer)제도를 도입하여 그 법적 책임관계를 명확히 하고자 했다. 특히 이사에 대해서는 주의의무 규정을 148조에 규정하여, 해석론적으로 인정되던 이사와 회사와의 관계를 위임관계로 정의하려는 시도를 하고 있다. 그러나 이사와 회사와의 관계를 위임관계로 보는 시각이 중국에서는 통설인 것으로 판단되나,³⁷⁰⁾ 이 부분의 해석은 좀더 주의깊게 고찰해 볼 필요가 있다. 왜냐하면, 회사 구성원의 범위를 어떻게 한정할 것인가?, 그리고 회사의 소유와 이익의 관계는 어떻게 판단되는가에 대한 분석 방법에 따라 이사와 회사와의 관계는 달라질 수 있고, 미국 회사법상에서도 주의의무(duty of care)가 규정되어 있긴 하지만, 그 관계는 신인관계

369) 朱慈蓮, “一人公司对传统公司法的冲击”, 中國法學 2002年 第1期, 108-110面.

370) 蔡元慶, 前揭論文, 85-86面.

(Fiduciary Relationship)으로 보는 것이 일반적인 견해이기 때문이다.

여하튼 중국의 신회사법은 이사의 책임을 강화하고 주주대표소송 도입, 그리고 감사의 감사 기능을 강화하는 등 회사지배구조의 건전성을 도모하는 입법 방향으로 회사법이 전개되고 있고, 특히 회사 성립의 기초 자본을 제공하는 주주의 출자행위를 인정하여 주주의 권리를 보호하는 회사법 개혁이 이루어졌다.

위에서 서술한 중국 회사법의 변화 과정은 중국의 사회·경제적 환경을 반영하여 변화해온 모습을 보이고 있고, 그 역사가 다른 나라에 비해서 짧기 때문에 겪는 혼란도 많을 것으로 예상된다. 또한 중국의 최근 회사법의 경향은 독자적 기업 문화의 유지와 함께 외국의 회사 관련 제도를 도입하여 경제와 회사 시스템의 현대화를 달성하고자 하는 것으로 판단된다. 이러한 시대적 상황에서 입법자와 학자, 그리고 법조 실무자들은 성문법의 해석에 많은 주의를 기울여야 할 필요성이 제기된다. 왜냐하면, 회사는 경제전체에서 운영되는 하나의 단위이기 때문에, 법제도가 경제현실보다 앞서 나가는 것은 현실적으로 많은 어려움이 따르고, 또한 해석에 있어서도 하나의 지침을 구체적 사례에 합리적으로 적용해야 하는 문제가 발생하기 때문이다. 또한 公法에서와 같이 상하 명령관계에 따라 법 집행이 이루어지는 것이 아니라, 상법 특히 회사법은 각 구성원들의 이익을 합리적으로 조정해야 하는 방향으로 법적용이 이루어져야 하기 때문에, 그 해석과 적용에 상당히 많은 노력을 기울일 필요가 있다.

제 2 절 우리나라의 미국법제 도입과 그 분석

I. 의 의

우리나라의 회사법제의 변화는 주지하다시피 1997년 외환위기 이후 급격한 변화과정을 거쳤다. 변화되는 과정에서 원칙적으로 삼고있던

목적은 지배구조의 투명성 확보였지만, 그 배경이 된 것은 외환위기 극복을 위하여 선진 국가의 지배구조 시스템을 도입하는 것이었다. 그 과정에서 회사지배구조, 특히 이사회 구조와 감사 부분에 많은 변화가 있었고, 최근에 들어서는 국제적 흐름이라고 할 수 있는 소수 주주보호에 많은 중점을 두고 있다.

이러한 회사지배구조 개혁과정에서 우리나라 법제가 많은 부분 참조한 것이 미국식 회사지배구조 모델이었고, 부분적으로 OECD의 회사지배구조 권고안을 참고하였다. 초기의 회사지배구조는 이사회 의 업무의사결정 과정의 투명성 확보를 위해 개혁되었다. 그러나 최근에 들어서는 회사 업무집행의 효율성을 높이기 위하여 미국식의 임원제도를 도입하는 것을 요지로 하는 상법개정안이 논의되고 있는 상황이다. 본절에서는 앞에서 언급한 미국과 우리나라 회사지배구조가 형성 과정 및 정치적·문화적 특수성을 토대로, 미국식 제도의 국내법 수용에 대한 적합성에 대해 검토한다.

II. 사외이사제도의 도입

1. 미국의 모니터링 모델의 도입

모니터링 모델(Monitoring Model)은 1970년대를 전후로 해서 미국의 대기업이 정치적 스캔들에 휘말리고 주식시장이 침체하는 등의 혼란스러운 시기에 대기업의 이사회운영의 개혁모델로서 등장한 것으로서,³⁷¹⁾ 경영자를 제어하는 역할에 이사회가 적격이며 따라서 그 기능은 경영자의 감독에 집중되어야 한다는 것을 제시한 모델이다.³⁷²⁾ 당시 미국의 주회사법 규정에는 이사진이 임원들을 선임하고, 사업상의

371) 손성, “Corporate Governance에 있어서 미국 회사법상 Monitoring Model에 관한 연구”, 『상사법연구』 제20권 제1호 (2001), 265면.

372) Melvin A. Eisenberg, Corporate Governance: The Board of directors and Internal Control, 19 Cardozo L. Rev. 237, at 238 (1997).

정책을 수립하며, 업무집행에 대한 감독 등을 수행하는 것으로 되어 있었으나, 현실적으로 이 모든 일들을 행하는 데는 한계가 있었다. 그래서, 이러한 이사회에의 모니터링 기능을 효과적으로 수행하기 위한 구체적인 수단으로 제시된 대표적인 것이 사외이사제도와 (감사)위원회제도였다.³⁷³⁾

우리나라는 1998년 경제위기의 극복 이후 사외이사의 선임에 의무화하고, 사외이사를 중심으로 하는 감사위원회를 도입하는 등의 지배구조개선 입법이 단행되어 시행되고 있다.³⁷⁴⁾

2. 사외이사제도와 우리나라 회사법상 지배구조와의 관계

(1) 모니터링 모델의 개념

모니터링 모델은 이사는 주주보다는 회사의 대리비용³⁷⁵⁾에 대한 감독기능을 수행하는 부분에 있어서 더 효율적인 지위에 있기 때문에 주주가 회사자산에 대한 지배권을 이사회에 양도한 것이라는 전제에서 출발하였다.³⁷⁶⁾ 모니터링 모델은 현재 이사회에의 지배권 논의 부분에 있어서 지배적인 견해이며 이사회에의 구조와 역할에 있어서 많은 시사점을 제공하고 있다.³⁷⁷⁾ 그러나 모니터링 모델은 Berle교수와 Means교수에 의해 제기된 공개회사에 있어서 주식소유와 회사지배권의 분리라는 공개회사의 이론을 설명하지 못한다는 비판을 받고 있다.³⁷⁸⁾ 다시 말해서, 모니터링 모델은 주주가 이사를 선임하여 이사회

373) American Law Institute, Principles of Corporate Governance: Analysis and Recommendations, §§ 3.01, 3.02 (1994).

374) 정쾌영, “사외이사제도의 문제점과 개선방향,” 『기업법연구』제19권 제2호, (2005), 55-56면.

375) 모니터링 모델에서의 대리비용(agency cost)이라는 것은 회사의 집행임원들이 회사에 대해서 지출을 요구한 인적비용으로 해석 된다. See. e.g., Id., at 670.

376) Lynn A. Stout, supra note 315, at 669.

377) Id.

378) Id.

를 구성하고, 회사 운영에 있어서 이사회 구성원들을 조언하는 역할을 담당하는 부분에 있어서는 구체적인 이론을 제시하고 있고, 특히 회사 집행임원 고용에 대한 보수·고용시기 등을 이사회에 위임한 사항에 대해서는 긍정적인 이론이라는 평가를 받고 있지만, 회사 자산과 그 산출물에 대한 지배권을 주주가 왜 이사회에 양도했는가라는 의문에 대해서는 설명을 하지 못하고 있다.³⁷⁹⁾

(2) 모니터링 모델의 背景

1) 이사회 필요성

① 주주소집의 문제

이사회에 대한 모니터링 모델을 검토함에 있어서 먼저 이사회가 없는 공개회사를 가정해 보기로 하자. 이러한 회사의 경우에는 주주들이 회사의 모든 의사결정 과정에 참여해야 하는 문제가 발생한다. 특히 일반적으로 공개회사에 있어서 이사회 결의사항인 임원의 고용과 보수의 결정, 이익배당 결의, 그리고 M&A 전략과 같은 의제가 주주들에 의해 결정된다고 가정을 해보면, 먼저 제기되는 문제가 광범위하게 산재되어 있는 주주들을 어떻게 소집하여 결의할 것인가라는 의문이 제기된다.³⁸⁰⁾ 최대한 현대적 기술을 동원한다고 해도 주주의 의결과정은 비용과 시간적인 측면에서 많은 손실을 초래할 것이다.

② 집행임원 또는 주주 직접경영의 가능성

지배주주를 제외한 대부분의 일반 주주들은 상대적으로 회사의 전체 발행주식 중 소수의 주식을 소유하고 있기 때문에, 소수의 지배주주들만이 많은 시간을 투자해야 하는 회사업무에 참여할 동기를 갖고

379) 실제로 미국 회사법에서는 주주들이 회사 자산과 산출물에 대해서 어떠한 지배권도 행사할 수 없다. See, e.g., Id.

380) Lynn A. Stout, *supra* note 315, at 673.

있다.³⁸¹⁾ 반면에 이사회 중심의 지배구조는 주주중심의 지배구조에서 나타날 수 있는 비효율의 문제에 대해 해결책을 제시한다고 볼 수 있다. 회사와 그 업무에 정통한 소수의 인적 구성원들로 구성된 이사회는 회사 업무집행에 대한 의사결정에 있어서 효율성 측면과 정보와 판단력에 있어서 주주에 의한 의사결정보다는 우월한 지위에 있다.³⁸²⁾ 그러나 회사에 대한 의사결정을 주주가 아닌 이사회에 집중시키는 것은 효율성의 측면으로만 설명될 수 있는 것은 아니다. 다시 말해서 주주의 의사결정에 관한 협력의 문제는 왜 대규모 공개회사들이 이사회를 갖고 있는가를 정확하게 설명할 수는 없다. 효율성의 문제를 해결하기 위해서 이사회가 필요하다라는 논리는 회사의 다른 구성원과 조직을 통한 해결 방법을 전혀 인정하지 않는다는 결론에 도달하기 때문이다.³⁸³⁾

광범위하게 산재되어 있는 소수주주들과 관련한 주주에 의한 의결과정의 비효율성을 해결하기 위해서 몇 가지 해결책이 제시될 수 있다.³⁸⁴⁾ 첫 번째 제시될 수 있는 방법은 의사결정에 참여하는 주주를 제한하는 방법이다. 예를 들어 주식소유를 기준으로 10명 정도의 대주주로 회사의 의사 결정 기관을 구성하는 것이다. 두 번째로 회사의 집행임원으로 하여금 회사의 모든 의사결정을 담당하게 하는 것이다. 그 이유로는 무엇보다도 회사의 집행임원은 회사에 상근하는 구성원이고 회사업무에 접근하기 용이하고 해당업무에 대한 정보면에서 우월한 지위에 있기 때문이다. 결과적으로 회사의 집행임원으로 구성된 의사결정기관은 회사업무에 관한 의사결정시에 이사회보다는 그 효율성면에서나 정보면에서 훨씬 우월한 지위에 있다고 생각될 수 있다.

381) Id.

382) Id.

383) See. e.g., Stephen M. Bainbridge, Why A Board? Group Decisionmaking in Corporate Governance, 55 Vand. L. Rev. 1, at 1 (2002).

384) See. e.g., Stout, supra note 315, at 674.

③ 이사회 중심 감독기능의 당위성

회사를 대신한 의사결정에 있어서 주주에 관한 면을 효율성과 정보 면에서만 검토한다면, 이사회가 주주와 비교하여서는 우월한 지위에 있는 것이 사실이다. 그러나 전술한 것처럼 회사의 집행임원은 효율성과 정보면에서 이사회보다 더 나은 역할을 할 수 있다. 따라서 주주들의 소집문제와 비효율성의 문제만으로 모든 공개회사들이 이사회를 갖고 있다고 설명할 수는 없다.³⁸⁵⁾ 효율성과 회사와 업무에 대한 정보의 측면만이 주주들이 “경영자 중심 또는 경영 집중(the Centralized Management)”을 회사의 지배구조로 선호하는 이유가 될 수는 없다. 주주들이 고려하는 가장 중요한 부분은 회사업무집행시 또는 회사의 재량권 행사시에 회사의 어떤 구성원이 주주들의 이익에 충실해서 그 업무를 수행할 수 있는가에 대한 부분이다. 즉 누가 주주의 이익에 충실(The Loyalty)해서 업무를 수행할 수 있는가에 대한 의문에서 모니터링 모델의 지배구조논의는 출발한다고 할 수 있다. 이 주주에 대한 충실의 문제에 있어서 회사의 집행임원들은 회사의 이사들보다는 불리한 지위에 놓여있다. 왜냐하면 집행임원들은 회사업무 집행과정에 있어서 주주의 이익을 위해서가 아니라 자신들의 이익을 위해서 업무를 집행하는 경우가 많기 때문이다.³⁸⁶⁾ 이러한 이익충돌의 문제는 집행임원들의 지위유지와 그 보수의 책정시에 발생하지만 다른 경우에도 많이 발생한다.³⁸⁷⁾ 결과적으로 회사경영을 위해서 전문경영인을 고용하는 주주들은 자신들의 손해를 감수해야 한다. 이러한 경우를 법경제학 측면에서 보면 집행임원은 대리인으로 간주되고, 대리인을

385) Id.

386) Id., at 674-75.

387) 예를 들어, 집행임원이 업무집행시에 자신에게 이익이 있다고 판단되는 때에는 회사의 자산 또는 소득을 주주들에 대한 이익 배당으로 사용하는 것이 아니라, 기업 매수의 자금으로 사용하거나 사업확장의 수단으로 사용할 수 있기 때문이다.

고용하는 본인(The Principal)은 대리비용을 지출해야하는 문제가 발생한다.

앞에서 검토한 바와 같이 이사는 주주와 비교하여 효율적인 의사결정과 정보접근 부분에 있어서 상대적으로 우월한 지위에 있고, 회사의 집행임원과 비교하여서는 이익충돌 부분과 관련하여 편향되지 않고 독립적인 의사결정을 할 수 있다는 부분에서 우월한 지위에 있다.³⁸⁸⁾ 이 두 가지 분석이 모니터링 모델의 이론적 기초를 제공하고 있다. 모니터링 모델에서 이사회에 모든 회사의 경제적 기능들을 집중시키는 것은 집행임원들이 회사의 주주들에게 비용을 부담시킬 수 있는 대리비용을 줄일 수 있는 효과가 있다.³⁸⁹⁾ 회사의 이사회 또는 이사들은 집행임원과 관련해서는 주주를 포함한 회사구성원과의 관계에 있어서 이익충돌의 상황에 직면하는 경우가 적고, 주주와 관련하여서는 이사들은 집행임원을 감독하고 대응행동을 취하기가 용이하다. 즉, 모니터링 모델은 이사를 회사의 다른 대리인을 감시·감독하기 위해서 주주가 고용한 주주의 대리인으로 정의하고 있다.³⁹⁰⁾

2) 경영과 감독의 분리

① 경영집중의 문제

형식적인 경험론(Casual Empiricism)은 이사회에 감독기능 모델을 많은 부분에서 지지하고 있다. 회사 실무상의 측면에서 보면 대부분의 공개회사에서 회사 업무집행에 관한 중요사항에 대한 의사결정은 이사에 의해서 이루어지는 것이 아니라, CEO를 포함한 회사의 집행임원에 의해서 이루어지는 것이 현실이다.³⁹¹⁾ 반면에 회사의 이사는 실

388) 손성, 전계논문, 276-77면.

389) See, e.g., Stout, *supra* note 315, at 675.

390) See, e.g., Frank H. Easterbrook & Daniel R. Fishel, *The Economic Structure of Corporate Law*, at 76 (1991).

391) Stout, *supra* note 315, at 675.

질적으로는 CEO의 지시사항을 따르는 수동적인 역할을 하는 것이 현대 공개회사의 현실이다.³⁹²⁾ Clark교수는 공개회사의 이사가 중요한 회사업무 의사결정에 있어서 많은 부분을 수행한다는 것은 현실을 반영하지 못한 분석이라고 주장하고 있다.³⁹³⁾ 또한 심지어 중요 의제사항을 제외한 다른 일반적인 사항에 대해서도 회사의 이사는 일반적으로 의제에 대한 발의를 하고 결정의 외형만을 갖추는 역할을 하는 것이 회사실무의 현실이다.³⁹⁴⁾

② 감독기능의 담당자

모니터링 모델은 바로 이 기업실무의 현실을 반영하고 있다. 이사의 의사결정이 중요시되거나 결정적인 역할을 하는 부분은 주주의 이익과 집행임원의 이익이 충돌되는 부분³⁹⁵⁾이다. 이와 같이 매우 제한적인 회사업무 부분에만 모니터링 모델은 초점을 맞추고 있는 것이다. 다시 말해서, 위에 언급한 제한적인 경우를 제외한 다른 부분에 대해서는 이사가 아닌 집행임원들이 회사 전략을 수립하며 회사의 일상적인 업무를 처리하는 현실을 모니터링 모델은 전제하고 있다. 즉, 공개회사의 이사회는 감시·감독기능을 주요 목적으로 하는 회사의 기관이고, 회사 내의 심각한 문제가 발생했을 경우에만 개입하는 기관이라는 것이 모니터링 모델의 주장이다.³⁹⁶⁾

392) See Robert C. Clark, *Corporate Law*, at 108.

393) *Id.*

394) *Id.*(Clark 교수는 이러한 주장을 전개하면서 회사 업무집행에 대한 의사결정절차에 있어서 이사는 단순히 CEO가 제시한 회사 업무사항을 승인하고, 때로는 조언을 하거나 의문점을 제시하는 역할을 수행하는 것이 현실이라고 주장하고 있다).

395) 예를 들어, 집행 임원을 고용하거나 보수를 책정하는 의사 결정을 하는 경우.

396) See Stout, *supra* note 315, at 676.

3. 모니터링 모델의 理論的 限界

(1) 소유와 경영의 분리이론에 대한 한계

감시·감독기능과 효율성면의 많은 장점에도 불구하고, 모니터링 모델은 공개회사의 핵심적인 지배구조를 설명하는 데는 한계가 있다. 그 비판의 내용 중 팀프로덕션 모델 학자들이 주장하는 것은 공개회사의 근본이념인 소유와 경영의 분리이론을 모니터링 모델은 설명하지 못한다는 것이다.³⁹⁷⁾ 즉, 모니터링 모델은 주주들이 자신들의 비용으로 독립적이고 전문적인 소수의 집단(이사)을 선임하여 회사의 전문경영인을 감독하고, 전문경영인들의 능력과 충실성(the Loyalty)에 대해서 주주들에게 조언을 하는 부분에 대해서는 적절한 설명을 하고 있다. 그러나 주주가 투하한 자본에 의해서 만들어진 회사에 대한 지배권을 왜 주주가 이사회에 양도했는가에 대한 의문과, 그리고 회사의 자산과 이익분배를 왜 이사회에 맡기었는가에 대해서는 이론적 설명을 하지 못하고 있다.³⁹⁸⁾

(2) 잉여이익배당에 있어서의 모니터링 모델의 한계

회사의 잉여이익 부분에 대해서 모니터링 모델의 이론을 설명하기 위해서는 수년 동안 많은 영업이익을 낸 공개회사를 가정할 필요가 있다. 이러한 회사에 대해서 모니터링 모델의 학자들은 주주들은 회사가 많은 영업이익을 회사의 명의로 귀속시키거나 또는 회사 내에 저축하는 방법으로는 그 현금자산에 대해서 많은 이익을 추가적으로 창출할 수 없기 때문에, 주주들은 회사의 영업이익 잉여분에 대해서 자신들에게 이익이 귀속되는 이익배당을 선호한다고 한다.³⁹⁹⁾

397) Id.

398) Id.

399) Id.

모니터링 모델은 주주가 이사회에 대해 이익배당결의를 강제할 수 있어야 한다는 전제를 두고 있다. 즉, 이사회는 주주의 대리인으로 간주되어야 하고, 주주는 회사의 유일한 잔여재산청구권자⁴⁰⁰라는 전제에서 모니터링 모델은 의미가 있는 것이다. 그러나 회사지배구조의 실무상 운영과 법적용에 있어서는 모니터링 모델의 전제 사항이 지켜지지 않고 있는 것이 현실이다.⁴⁰¹ 실제로는 주주들이 자신들의 이익배당을 위해 그 지출 결의를 할 수 없다는 것이 미국 회사법상 모니터링 모델이 갖고 있는 이론적 한계이다. 미국 회사법상에서는 이익배당이 선언되었다면, 그 선언은 이사회에서 이루어져야만 한다.⁴⁰² 만약 주주총회에서 의결하여 주주가 이사회에 이익배당을 청구했으나 이사회가 이익배당을 거부하였다면, 미국 회사법상에서는 주주들이 이사회에 결정에 대해 취할 수 있는 조치가 거의 없다. 심지어 주주들이 전원일치로 이사회에 이익배당을 강제하는 청구를 하였다 하더라도, 이사회는 주주들의 청구에 법적으로 구속되지 않는다.⁴⁰³ 주주들은 이와 같은 경우에 이사 해임안 발의 등으로 대응할 수 있겠지만 이것은 현실적으로 기업실무에서 충분히 이사회가 대응할 수 있다.⁴⁰⁴

400) “회사의 유일한 잔여 재산 청구권자(the firm's sole residual claimant)”란 함은 회사가 그 영업을 위하여 계약을 체결한 종업원, 채권자, 그리고 회사 외부인들에 대한 계약 비용(임금, 이자, 원금, 물품 원료비용 등)을 모두 지급한 후에 남은 회사 잔여 이익의 1원까지도 자신들의 이익으로 청구할 수 있는 권리를 소유하고 있는 자를 말한다. 일반적으로 모니터링 모델의 학자들은 회사의 유일한 잔여 재산 청구권자는 주주라고 말하고 있다.

401) See, e.g., Stout, *supra* note 315, at 676.

402) See Del. Code Ann. Tit. 8 § 170 (2005) (본 규정에 의하면 설립 정관에 의한 특별한 제한 사항이 존재하지 않는 한 회사의 이사가 이익 배당을 선언·지급한다고 규정하고 있다: The directors of every corporation, subject to any restrictions contained in its certificate of incorporation, may declare and pay dividends upon the shares of its capital stock): see also Gabelli & Co. v. Liggett Group, Inc., 479 A.2d 276, 280 (Del. 1984) (본 판결에서 재판부는 이익 배당에 대한 선언과 지급은 회사 이사의 경영 판단의 범위에 속하는 회사 이사회에의 재량사항이라고 판시하였다).

403) See Robert C. Clark, *Corporate Law*, at 372-73.

404) See Stout, *supra* note 315, at 677-78.

예를 들어 주주들이 위임장(the Proxy Contests) 또는 적대적 기업매수에 대한 주식매도의 시도(the Hostile Takeover Bids)와 같은 방법으로 이사회에 위협을 제기할 수도 있지만, 넓게 산재되어 있는 소수주주들로 인해 위임장쟁탈 시도는 현실성이 없고 기업 매수의 수단 역시 이사회에서 선택할 수 있는 기업매수의 방어책으로 충분히 방어할 수 있기 때문이다.⁴⁰⁵⁾ 이처럼 “이사가 주주의 대리인”이라는 모니터링 모델은 현재 미국 회사법의 기본적 토대와 융화되기 어려운 이론상의 한계가 있다.

4. 모니터링 모델의 국내법 도입 적합성의 문제

우리나라에서 이사회가 경영진의 업무집행을 실질적으로 감독할 수 있도록 하기 위해서는 무엇보다도 먼저 그 구성원인 사외이사가 경영진으로부터 독립하여 그 업무집행을 감시할 수 있는 방안을 강구하지 않으면 안 된다. 또한 사외이사의 감시기능 강화는 감사위원회의 활성화와 직결된다. 감사위원회가 경영활동에 대해 공정하고 투명하게 감사할 수 있도록 하기 위해서는 사외이사의 인적 독립성의 확보가 시급한 과제이다.⁴⁰⁶⁾⁴⁰⁷⁾ 그러나 우리나라의 경우 소유구조가 집중되어 있고 특히 재벌의 경우는 계열회사를 통하여 그 소유구조가 왜곡되어 있다. 또한 소유와 경영도 분리되어 있지 않아, 최대주주에 의해 사외이사를 포함한 이사들이 선임되고 경영진도 선임된다.⁴⁰⁸⁾ 1998년 사외이사제도가 도입된 후 그 독립성 강화를 위해 사외이사 후보추천위원회의 설치를 의무화 하는 등 지속적인 노력에도 불구하고, 이사회는 아직도 지배주주 또는 경영진으로부터 독립적이지 못한 기업이 많은 것이 현실이고, 사외이사 역시 지배주주가 사실상 사외이사를 선임함

405) Id.

406) 정쾌영, 상계논문, 67면.

407) 김수경, 전계논문 참조.

408) 김재형, “감사위원회의 독립성확보를 위한 방안,” 『상사법연구』제19권 제1호 (2000), 326면.

에 따라 독립적인 경영감시를 기대하기 어려운 상황이다.⁴⁰⁹⁾ 이러한 상황에서 사외이사의 독립성을 기대하기란 어려운 일이고, 근본적인 기업의 소유지배구조의 변화 없이는 한계가 있을 수밖에 없다.⁴¹⁰⁾⁴¹¹⁾

<표 5> 대규모기업집단의 소유구조의 변화⁴¹²⁾

(%)

연도	지배주주일가(A) (동일인+특수관계인)	계열사(B) (자기주식 포함)	내부지분율 (A+B)
1989	14.8	30.0	44.8
1990	14.3	31.4	45.7
1991	14.1	32.9	47.0
1992	12.6	33.4	45.0
1993	10.3	33.1	43.4
1994	9.7	33.1	42.8
1995	10.5	32.8	43.3
1996	10.3	33.8	44.1
1997	8.5	34.5	43.0
1998	7.9	36.6	44.5
1999	5.4	45.1	50.5
2000	4.5	38.9	43.4
2001	5.6	39.4	45.0
2002	5.1	43.4	48.5

409) 한국기업지배구조 개선지원센터가 2004년초 국내 상장기업을 대상으로 조사한 자료에 따르면 사외이사를 선임하는데 있어서 현 경영진이나 최대주주 및 특수관계인이 추천하는 비율이 86.5%를 차지하고 있는 것으로 조사되고 있다. 박상용, “한국 기업집단의 지배구조 개선방안 : 소유·지배구조 개선방안을 중심으로”, 『한국사회와 행정연구』제15권 제4호 (2005. 2), 194면 참조.

410) 김재형, 전계논문, 327면.

411) 소유와 경영이 분리되지 않은 상황에서 사외이사를 통한 대주주와 경영진 견제에는 한계가 있는 만큼 소유와 경영의 분리가 필요하다고 강조한다. 서울신문, 2007. 2. 13. 15면.

412) 박상용, “한국 기업집단의 지배구조 개선방안: 소유·지배구조 개선방안을 중심으로”, 『한국사회와 행정연구』제15권 제4호 (2005. 2), 192면과, 2006년 대규모기업집단 소유지배구조에 대한 정보공개(www.ftc.go.kr) 자료를 토대로 정리하였다.

연도	지배주주일가(A) (동일인+특수관계인)	계열사(B) (자기주식 포함)	내부지분율 (A+B)
2003	5.4	42.8	48.2
2004	5.2	43.1	48.2
2005	4.9	46.3	51.2
2006	5.0	46.2	51.2

사외이사제도의 효율적 운영을 위해서 이사들의 행동방식에 들어있는 각 국의 문화적 특수성⁴¹³⁾도 무시하지 못할 것이라 보인다. 즉, 미국은 독립성을 갖는 사외이사 제도를 운영하면서,⁴¹⁴⁾ 이사의 “독립성 (Independent)”이라는 의미에는, 회사내부자와 관련 없는 자라는 것은 물론이고, 피감독자에게 투명성과 책임성을 요구할 수 있고 이사회 의장 및 다른 구성원들에게 공공연히 이의를 제기할 수 있는 자이어야 하며, 필요하다면 회사와 주주를 위해 소송까지도 제기할 수 있는 자이어야 한다는 것이 필연적으로 들어있다고 볼 수 있다.⁴¹⁵⁾ 그렇다면, 우리나라가 이러한 미국식 사외이사제도에서 사외이사들에게 당연히 요구되는 적극적이고 때론 공격적인 행동방식을 우리의 경우에도 적용할 수 있을까? 이에 대한 대답은 회의적이라고 본다. 위에서

413) 우리가 도입한 회사지배구조관련 제도 중에서 사외이사제도가 기존 문화와 가장 맞지 않는 생소한 제도로 보기도 한다. 어느 날 갑자기 외부인사가 와서 회사에 대해서 이야기하고, 의상결정에 참여하는 것이 직장에서 20-30년 근무했던 직원들 입장에서는 납득하기 어렵고 정서에 맞지 않는 제도인 것은 사실이라는 것이다.

414) 2002년 Sarbanes-Oxley Act의 제정으로, 2003년 상반기 미국증권거래소는 독립이사의 역할을 증대시키는 상장기준을 마련했다. 따라서, NYSE는 (1)회사 이사회 의 과반수는 반드시 독립이사일 것; (2)“독립이사”이 개념은 엄격히 해석될 것; (3)추천위원회, 회사지배구조 위원회, 보수위원회는 반드시 독립이사로만 구성될 것이라고 제안했다. 이에 관한 자세한 내용은 The Bank of New York, New Corporate Governance Standards for U.S. Issuers (2003), available at <http://www.adrbny.com/drcgm> NYSE NASDAQ. jsp.

415) 독립이사가 갖추어야 할 필요한 자질에 관한 자세한 내용은 Luca Enriques, Bad Apples, Bad Oranges: A Comment from Old Europe on Post-Enron Corporate Governance Reforms, 38 Wake Forest L. Rev. 911 (2003)를 참조.

언급한 바와 같이 유교문화의 특성은 나이를 중심으로 이루어진 조직 내 신분서열과, 인간으로서의 배려, 즉 인정을 베푸는 온정주의적 성향은 이사회 내에서 사외이사의 개념에 필연적으로 들어있는 공격적, 적극적인 행동⁴¹⁶⁾을 사외이사에게 기대하기는 어려울 것으로 보인다. 또한, 사회심리학자들의 연구결과에 따르면, 집단 구성원들의 귀속의식과 정보의 의존성이 강할수록 집단구성원의 순응성은 강하다고 한다. 우리나라의 경우는 가족관계, 혈연관계를 중요시하는 문화로서 이사회 구성원들 간의 귀속의식이 강하게 나타나고 있기 때문에, 이사회 의사결정과정에서 사외이사의 순응성은 강하게 나타날 것으로 보인다.⁴¹⁷⁾

Ⅲ. 주주중심 경영의 채택⁴¹⁸⁾

1. 미국의 주주우선주의 모델의 도입

최근 우리나라 입법의 경향은 주주지위강화의 방향으로 전개되고 있다.⁴¹⁹⁾ 주주지위강화는 다양한 형태로 이루어지고 있으나, 그 주된 경향은 소수주주를 보다 더 강력하게 보호하는 방향으로 상법과 증권거래법을 개정하는 것이었다. 이들 법 개정의 내용은 소수주주권의 행사요건을 완화하여 소수주주(소액주주) 운동을 활성화하는 것이 대부분이고,⁴²⁰⁾ 기업실무에서는 배당우선정책을 강화시켜 주주이익을 극대화해 가고 있다.

미국에서 이 같은 주주중심적 사고가 형성된 데에는 위에서 언급했듯이, 전통적으로 기업은 주주의 소유물이고, 경영자는 주주에 대해 수탁자로서의 의무를 지는 자로 해석되어 왔기 때문이다. 따라서, 경

416) 예를 들어, 미국에서는 최선의 가치로 보는 집단 내에서 일어나 자신의 생각을 말하는 행동 같은 것을 말한다.

417) Amir N. Licht, *Legal Plug-In: Cultural Distance, Cross-Listing, and Corporate Governance Reform*, 22 *Berkeley J. Int'l L.* 195, at 224 (2004).

418) 김수경, 전계논문에서 재인용

419) 이철송, “주주중심 경영의 법적 타당성,” 『증권』 제103호 (2000), 67면.

420) 권재열, “소소주주권의 법리”, 『상사법연구』 제22권 제2호 (2003), 134면.

영자의 사명은 주주의 이익을 최대화하는 것에 있고, 회사법의 목적은 이것을 달성시키기 위해 회사지배구조를 정비해나가야 한다는 것을 이론적 배경으로 하고 있다.⁴²¹⁾ 또한 계약이론에 입각한 회사이론 역시 미국 회사법에서 주주중심적 사고를 형성시킨 이론적 배경으로 자리 잡고 있다. 즉, 잔여재산청구권자로서의 주주는 다른 회사의 이해관계자들보다 회사의 가치를 극대화하려는 최적의 인센티브를 갖고 있다는 측면에서, 회사는 주주이익을 극대화하는 방향으로 회사를 운영하는 것이 회사의 가치를 높이는 것이라고 보고 있다.

그 동안 우리나라는 경제성장을 이유로 주주의 이익이 경시되어 왔기 때문에, 최근의 회사법과 지배구조 논의는 주주지위 강화에 중심을 두고 있는 듯하다.⁴²²⁾ 그러나 최근 미국의 기업회계부정 사건의 근본적인 원인이 주식가치상승을 위한 회사 임원의 고의적인 정보조작이라는 점을 고려한다면, 주주지위 강화 논의는 신중을 기할 필요가 있다.⁴²³⁾

또한, 회사지배구조에 있어서 미국식 주주우선주의 모델은 국가가 처한 경제적 상황이나 정서에 따라서 적합하지 않을 수 있다.⁴²⁴⁾ 왜냐하면 국가마다 종업원의 이익이나, 주주이외의 자에 대한 보호 등에 대해 고려하는 정도가 다르기 때문이다.⁴²⁵⁾ 우리나라에서 미국식 주주

421) 仮屋広郷, 前掲論文, 30面.

422) 권종호, “감사제도의 개선과 감사위원회제도의 과제,” 『상사법연구』 제19권 제3호 (2001) 100면.

423) 졸고, 전계논문, 61면.

424) 국가의 문화적 가치와 주주우선주의와의 관계에 대한 논문으로, Peter A. Gourevitch, *The Politics of Corporate Governance Regulation*, 112 *Yale L. J.* 1829, at 1865-1866 (2003); Mark J. Roe, *Can Culture Constrain the Economic Model of Corporate Law?*, 69 *U. Chi. L. Rev.* 1251, at 1261-1262 (2002); Margaret M. Blair, *Shareholder Value, Corporate Governance and Corporate Performance: A Post-Enron Reassessment of the Conventional Wisdom*, at 7-8 (Georgetown Univ. Law School, Working Paper No. 334240, 2002), available at <http://ssrn.com/abstract=334240>.

425) Mark J. Roe, *Political Preconditions to Separating Ownership from Corporate Control*, 53 *Stan. L. Rev.* 539, at 543 (2000); Mark J. Roe, *Can Culture Constrain the Economic Model of Corporate Law?*, 69 *U. Chi. L. Rev.* 1251, at 1260-1262 (2002).

우선주의 규범이 적절하지 않을 수 있다는 데에는 다음과 같은 이유를 들 수 있다.

2. 우리나라 자본시장의 취약성

우리나라는 산업발전 초기에 위에서 언급한 바와 같이 정부의 국가 경제에 대한 적극적 개입으로 소유구조가 왜곡되었다. 이 과정에서 기업들은 자본시장에 의한 자본조달보다 은행에 의한 차입경영에 주로 의존하게 되면서 자본시장의 발달은 뒤처지게 되었던 것이다. 현재 주식시장에서 직접조달에 의해, 즉 신주발행 등으로 자본조달을 하는 기업들이 과거보다는 현저히 늘긴 했지만, 아직도 외국과 비교하여 보면 은행을 통한 차입경영이 높은 편이고, 주식시장에서의 시장점유율도 외국기업이 거의 절반에 가깝게 장악하고 있는 실정이다. 현재 외국인 투자자들이 국내 주식시장의 43%, 시중은행의 65%, 우량기업의 50%이상을 점유하고 있는 현실은 우리 경제성장에 대단히 중요한 영향을 미치고 있다.⁴²⁶⁾⁴²⁷⁾

이처럼 우리나라의 자본시장이 외국인 지분에 의해 상당부분 잠식된 상황에서, 국내에 진출한 외국자본은 대부분이 단기성이 매우 강한 투자자본이다. 이들은 대체로 시세차익을 챙기고 바로 다른 대상을 찾는 수법을 보이고 있다.⁴²⁸⁾ 이들에게 우리나라 국민경제의 안정

426) 삼성전자를 예로 들면, 이른바 소수주주란 ‘경영권을 장악하고 있는 지배주주’ 이외의 주주를 가리키는 말로, 삼성전자의 대주주는 전체 지분의 16%를 차지하고 있고, 대주주를 제외한 나머지는 84%가 소수주주가 된다. 그리고 그 84%의 소수주주 중에서 3분의 2 이상을 소유하고 있는 것은 바로 외국인 주식투자자와 펀드매니저들이다.

427) 우리나라에서 통용되는 소액주주라는 용어는 현재 통용되기로 적은 돈으로 주식투자를 하는 일반시민들로 인식되어 있는데, 이는 ‘소수주주’라는 경제용어를 ‘소액주주’라고 일부 시민단체가 잘못 사용하고 있다고 본다. 따라서 우리나라에서 ‘소수주주’는 곧 ‘민주 지분’, ‘좋은 지분’이라고 생각하고 있는 이유가 여기에 있다고 생각한다.

428) 실제로 소비턴은 SK에 대한 적대적 인수·합병(M&A) 시도를 통해 8000억원의

적 발전은 물론, 자신이 투자한 기업의 안정적이고 장기적인 전망은 관심의 대상이 아니다. 이들은 종업원들의 대량해고와 고배당, 자산매각, 자사주매입, 유상감자 등을 통해 보다 많은 이윤 확보에만 관심이 있을 뿐이다. 우리 기업이 현재 취하고 있는 주주우선주의 정책의 실체는 이렇게 움직이고 있으며, 이것이 우리의 기업성장과 경제발전을 가로막고 있다는 것을 인지할 필요가 있다.⁴²⁹⁾

3. 우리 기업의 단기기업적주의에 빠질 위험

그동안의 대기업 관련 정책, 특히 지배구조 개선과 관련한 정책 흐름은 주주 이익에 부합하는 지배구조가 기업은 물론 국가 경제에도 득이 된다는 주주 자본주의 논리에 지나치게 기울어져 왔다.⁴³⁰⁾ 과거에는 기업 경영진의 최고 목적이 기업의 안정성과 수익을 증대시키는 것이었다면,⁴³¹⁾ 현재 주주우선주의 정책은 기업의 이익을 희생시켜가면서까지 주주의 이익을 절대적으로 옹호하는데 그 특징이 있다고 할 수 있다.

그러나, 수익금의 많은 부분을 주주들에게 배당하다 보니, 기술투자, 신규투자 등 기업의 장기적 발전에 필요한 투자가 위축될 수밖에 없다.

차익을 세금 없이 걷어갔고, 영국계 헤르메스는 지난2004년초 삼성물산 지분 5%를 취득한 후 M&A설로 주가를 띄어 200억원의 차익을 남겼다.

429) 2007년 7월 9일 도쿄 고등법원이 적대적 기업매수를 개시한 미국계 펀드회사를 중단기적 매매를 목적으로 하는 남용적 매수자라고 판단하여, 이들을 제외한 주주들에게 신주예약권을 부여하기로 결정한 일본회사의 주주총회 결정에 손을 들어준 사례는 주지할 필요가 있다. 이는 단기 매매 차익을 노리는 펀드를 다른 주주와 차별하는 것은 주주평등원칙에 위배되지 않는다는 논리로써, 최근 우리나라 ‘주주가치’만을 강조하는 기업관행에 많은 시사점을 주고 있다. 매일경제신문, 2007. 7. 18 기사 참조.

430) “기업 지배구조에 정답은 없다 I: 칭찬받는 지배구조가 오히려 경영권 위협 빌미”, 『기업&미디어』제45호 (2006. 4), 37면.

431) 裴武煥·李相舞, “한국기업문화의 형성과 특성,” 『關大論文集』제19권 (1991), 480면의 [한국기업의 경영목적]을 나타낸 도표에 따르면, 안정성확대와 수익성 확대가 각각 1, 2위로 나타나고 있고, 주주이윤증대는 최하위인 11위를 기록하고 있음을 이야기 하고 있다.

이는 기업의 투자부진과 국가 경제의 성장잠재력 약화로 귀결된다. 실제로 뚜렷한 주인이 없는 기업의 경우에, 배당 확대 등 단기적인 이익에만 관심 있는 주주들의 요구에 밀려 기업의 성장 잠재력을 키울 수 있는 장기적인 투자는 제대로 이루어지고 있지 못하고 있다.⁴³²⁾

4. 미국 주주중심경영의 이론적 배경의 문제점

미국에서 주주중심경영 또는 주주우선주의 규범의 이론적 배경이 된 전통적 소유권 모델과 계약이론은 회사의 형성과 그 실체론에 이론적 차이를 보일 뿐, 회사의 이사를 포함한 경영진은 주주이익 극대화를 위해 최선을 다해야 한다는 전제에 대해서는 견해가 일치한다.⁴³³⁾ 현대 공개회사의 이사회가 의사결정시에 주주우선주의 규범을 기준으로 판단한다는 것은 미국 회사법 학계에서는 널리 인정되었던 것이 사실이며,⁴³⁴⁾ 100년이 넘는 시간동안 미국 회사법의 지배적인 견해로 자리 잡고 있다.⁴³⁵⁾

이러한 주주우선주의 규범은 기업의 돈은 주주로부터 나온 것이기에 그 자금의 운용, 집행에 있어서도 주주 이익을 최우선 순위에 놓아야 한다는 신념위에 서있다. 이를 바탕으로 지난 몇 년간 우리 사회에 주주이익이라는 새로운 패러다임이 굳게 뿌리를 내렸다.⁴³⁶⁾

432) 증권선물거래소에 따르면 지난 2004년 국내 상장사의 현금배당 및 자사주 매입 규모는 각각 10조 1409억원, 5조 9587억원으로 총 16조 996억원에 달했다. 거의 17조원의 기업 자금이 ‘주주 가치 제고’란 명목으로 지불된 셈인데, 이는 지난해 상장사 전체 순이익 47조 8000억원의 3분의 1에 이르는 규모이다. “기업 지배구조에 정답은 없다 II: 소유구조 개선, 시장과 기업의 자율에 맡겨야”, 『기업&미디어』제 45호 (2006. 4), 41면.

433) 졸고, 전개논문, 63면.

434) Kenneth B. Davis, Discretion of Corporate Management to Do Good at the Expense of Shareholder Gain-A Survey and Commentary on the U.S. Corporate Law, 13 Can.-U.S. L.J. 7, at 8 (1988).

435) David Million, Communitarian, Contractarian, and the Crisis in Corporate Law, 50 Wash. & Lee L. Rev. 1373, at 1374 (1993).

436) 일부 시민단체들의 소액주주 운동, 회사지배구조에 대한 담론들, 집단소송제의

그러나 과연 미국의 주주우선주의 규범에서 이야기하듯이 기업이 주주들의 소유물이고, 주주이익에 반하는 기업행위는 기업목적에 반한다는 것이 타당한가는 물론, 우리나라 실정에 적합한가에 대해 의문이 제기된다. 역사적으로 우리나라 기업들은 경제개발 제일주의의 기치 하에 국가의 지원과 혜택을 받으며 성장해왔음은 주지의 사실이다. 이 과정에서, 우리나라의 상당수 재벌 기업들이 주주들만의 자금과 위험감수의 결과물이라는 주장은 다소 우리 사회에 맞지 않는다. 오히려, 재벌기업들은 주주뿐만이 아니라 국내의 대다수 소비자, 금융권, 근로자, 하청업체들 모두의 땀과 희생의 소산으로 보는 것이 더 적합하다.⁴³⁷⁾ 따라서, 경제 개발을 본격적으로 시작한 이래 우리나라의 기업들은 사실상의 이해관계자 이론의 토양에서 성장해 왔으며 주주이론의 등장은 IMF 이후부터라고 해도 과언이 아니다.

제 3 절 우리나라 회사지배구조의 개선책과 수렴이론

I. 최근의 회사지배구조 개혁 논의

1. 회사지배구조 개혁 목적

(1) 경제적 효율성에 대한 인식 필요성

도입, SK와 소버린의 갈등 등은 바로 이러한 새로운 패러다임에 편승한 일련의 사건들이다.

437) 이러한 의미에서 기업이라는 것을 재화 생산이나 서비스 생산을 위해 필요한 여러 가지 인적, 물적 자본을 투자한 모든 이해관계인으로 구성된 팀(team)으로 보는 미국의 팀프로덕션(Team Production) 모델은 우리에게 시사하는 바가 크다. 이 이론은 팀을 구성하는 이해관계인의 개념에 주주, 종업원, 경영진, 채권자, 그리고 지역사회 등을 모두 포함시키고 있기 때문에, 여기서의 주주는 단지 자본 구성원가운데 하나일 뿐이라고 한다. Margaret M. Blair and Lynn A. Stout, A Team Production Theory of Corporate Law, 85 Va. L. Rev. 247, 288 (1999).

기업 또는 회사에 있어서 회사지배구조는 관련 법제와 그 운영에 있어서 가장 중요한 위치를 차지하고 있다고 할 수 있다. 미국과 같은 선진 시스템을 구축하고 있는 국가에 있어서는 법제 개혁 보다는 그 운영과 적용에 많은 노력을 투자하고 있지만, 우리나라와 같은 개발 도상국 또는 선진 시스템 구축 문턱에 와있는 국가에 있어서는 지배구조의 효율성과 투명성이라는 두가지 과제를 동시에 달성하기 위해서 많은 법제적 노력을 하고 있다. 다만, 우리나라의 경우는 1997년 IMF 위기로 인해 지배구조의 투명성 부분에 많은 노력을 하고 있고, 이러한 목적에 중점을 두어 관련 규정을 정비해왔다. 예를 들어, 감사 위원회의 도입과 소수 주주권 확보, 주주대표소송 등이 그 예가 될 수 있다. 또한 지배구조에 있어서 사외이사를 도입하여 회사 업무에 관한 의사결정과 집행에 있어서 투명성을 도모하고 있다. 이러한 일련의 우리나라 회사지배구조 개혁의 모습은 투명성 부분에 초점을 두어, 미국의 회사 법제를 많은 부분 도입했다.

다시 말해서, 1997년 경제 위기를 겪으면서 개정되어온 우리나라 회사법규는 투명성 부분에 초점을 맞추어 미국식 모델로 수렴해가는 현상을 보인다고 말할 수 있다. 일본의 경우에도 신회사법을 제정하면서, 큰 체계에 있어서는 미국의 회사법 체제를 구축해가고 있고, 중국은 자본시장 및 증권제도를 활성화하기 위해서 미국의 법체계를 그 모델로 삼고 있다. 이와 같은 회사지배구조의 변경 추세는 조심스럽지만 미국식 모델로 통일화되어가고 있다고 말할 수 있다. 그러나 회사지배구조의 통일론 또는 수렴 현상이 각국이 안고 있는 회사관련문제의 해답은 될 수 없고, 특히 투명성과 건전화 부분에만 치중한 지배구조 수렴은 자칫 각국이 갖고 있는 시장과 회사의 특성이 희석되어 경쟁력을 상실할 위험에 처할 수도 있는 문제라는 것을 인지할 필요가 있다.

(2) 지배구조 변경 동향 및 목적

전세계적으로 논의되고 있는 회사법 개혁의 특징이라고 하면, 회사 지배구조의 경제적 기능을 중시여긴 효율성의 강조라고 할 수 있다.⁴³⁸⁾ 회사지배구조의 경제적 기능에 대한 문제는 효율성에 대한 재고 부분이긴 하지만, 여전히 지배구조의 투명성문제와 연관시켜 진행되고 있다. 그 이유는 경제적 기능은 아시아 경제위기를 원인으로 하여 미국과 유럽등에서 새롭게 회사지배구조를 어떻게 하면 효율적으로 구축할 수 있을 것인가 그리고 경제적 효율성과 어떻게 관련시킬 수 있는가라는 의문에서 시작했기 때문이다.

회사지배구조에 대한 논의 방향의 변경은 큰 논란이 되고 있지만, 각국에서 진행되고 있는 추세를 검토해보면 회사지배구조는 법제와 시스템 운영을 효율적으로 결합시켜서 고품질의 회사관련체제를 구축한다는 데에 그 목적을 두고 다음과 같은 세가지 큰 특징으로 요약될 수 있다.

- 회사 경영진이 주주이익을 극대화할 수 있도록 회사지배구조 시스템을 구축한다.
- 회사 이사회에 집행 권한이 없는 이사(Non-executive Directors) 또는 사외이사(outside director)가 주요 역할을 담당하게 하여 건전화 및 투명성을 도모한다.
- 회사법은 소수주주의 이익을 보호하고, 지배주주가 지배이익을 통해 사적 이익을 추구하는 것을 차단해야 한다.

위와 같은 회사지배구조 변경 방향은 법제의 차이에서 초래된 회사 지배구조의 경제적 기능을 한곳으로 수렴해가자는 의도와도 일맥 상통하는 부분이 있다. 다만 회사지배구조 변경 노력은 각국의 경제적 이행 정도의 상이함에 따라 수렴되어가는 부분적 차이가 있었던 것도 사실이다. 반면 새롭게 진행되는 지배구조 개선 작업은 모든 것을 열

438) Joseph A. McCahery & Luc Renneboog, Introduction: Recent Development in Corporate Governance, Corporate Governance Regimes, at 1 (Oxford Press, 2002).

어놓은 상태에서 경제 효율성과 함께 지배주주 이익의 문제 그리고 투자자의 이익 보호 문제 등을 주요 사항으로하여 경쟁체제하의 지배구조 문제로 전환되고 있다.

2. 전통적 지배구조 논의에 대한 비판

회사 구조와 경제 성장 간의 연결관계는 회사 소유구조와 법제간에 존재하는 제도적 문제로 접근할 수 있다. 즉, 우리가 현재 많은 영향을 받고 있는 미국의 회사 지배구조체제는 그 근본적인 부분에서 재검토가 되어야할 부분이 많다고 할 수 있다. 현재 미국에서 논의되고 있는 부분은 주주이익을 어느정도까지 보호해야 하는가라는 문제이다.⁴³⁹⁾ Berle 교수와 Means 교수에서 출발한 소유와 경영의 분리, 그리고 주주이익 극대화 논의는 현재 전통적 회사지배구조 모델로 받아들여지고 있지만, 현실적으로 미국을 비롯한 일부 국가에서는 그 이론을 회사법제와 실무에 적용하기에는 많은 어려움이 있는 것이 사실이다. 미국에서도 현재 텀프로덕션 모델이라는 새로운 회사지배구조 이론이 도출되면서, 회사의 이익과 주주의 이익 그리고 회사 이해관계자의 이익의 경중과 그 충돌 부문에 회사지배구조가 효율적으로 대응할 수 있도록 시스템적인 부분에 법제적 노력을 하고 있다.

회사지배구조 논의는 단순히 법제적 노력으로만 달성될 수 있는 것은 아니다. 많은 법학자들이 회사관련이론과 그 동안의 관행을 기초로 제도적 개선 연구를 수행해왔다. 그러나 회사지배구조 논의는 회사라는 실체와 연결관계를 갖고 있는 모든 인적 자본, 그리고 물적 자본과의 관련성에서 절대 자유로울 수 없다. 이러한 회사지배구조의 포괄적 성격과 복잡성으로 인해 회사지배구조는 시장중심적 구조와 지배주주 중심적 구조로 나누어서 검토되고 있고,⁴⁴⁰⁾ 기존의 이론간

439) 줄고, 전계논문 참조.

차이는 바로 이 두가지 범주에서 발생하는 차이라고 생각된다.

3. 회사지배구조 통일화 논의

회사법 학자와 법 실무자들 그리고 회사를 운영하는 경영진들은 한번쯤 통일된 회사지배구조가 존재할 수는 없는가라는 의문을 제기했을 것이다. 통일된 회사지배구조는 위에서 언급한 시장중심적 부분과 지배주주 중심적 부분으로 나누어서 검토되고 있지만, 실무적으로 통일화 방향은 규제적 측면과 효율성을 중시한 운영적 측면으로 나누어질 수 있고, 특히 회사지배구조가 생산적 효과를 가져올 수 있도록 구축되어야 한다는 것에는 일치하고 있다. 또한 경제학자와 변호사들은 회사의 주주들은 폭넓게 다양한 형태로 산재하고 있기 때문에, 이들을 효과적으로 연결시키면서 지배구조가 생산적 효과를 달성할 수 있도록 해야한다.

또한 가장 중요한 것은 회사의 모든 구성원이 자신의 이익을 보호받을 수 있고, 회사가 그 이익을 최대한 끌어올릴 수 있도록 시스템적으로 구축하는 것이다. 여기에서도 역시 지배구조의 건전성과 효율성이 강조되지만, 이러한 문제제기는 바로 적합한 회사지배구조모형을 찾도록하는 동기부여로 연결될 것이다.

II. 회사지배구조 모델의 문제점과 개선 방향

1. 도 입

우리나라의 기업지배구조 논의는 1990년대 후반의 금융위기 이후 기업의 투명성 확보를 시작으로 전개되어 왔다. 기업지배구조에 대한

440) See Brian R. Cheffins, Putting Britain on the Roe Map: The Emergence of the Berle-Means Corporation in the United Kingdom, Corporate Governance Regims, at 147-70 (Oxford Press, 2002).

정의는 회사운영을 중심으로 내부구조에 중심을 두는 이론전개와 회사 자본조달과 회사가 영업을 위하여 관계하는 외부관계에 초점을 맞추는가에 따라 그 개념과 논의의 방향이 다양하게 전개될 수 있겠지만, 우리나라의 지배구조 논의의 초기 방향은 사외이사 도입과 감사위원회 채택과 같은 경영진을 견제·감독하는 법적·제도적 장치를 중심으로 전개되었다.⁴⁴¹⁾ 즉, 초기 논의의 중심은 주주총회, 이사회 및 감사제도 등의 기능과 권한분배 등을 중심으로 전개되어 왔다고 할 수 있다.⁴⁴²⁾ 그러나 최근의 기업 현실은 회사 채권자와 같은 기업의 외부 관계인들의 역할이 확대되고 있고, 다양한 회사 이해관계인들이 회사지배구조에 영향력을 행사하려는 시도를 하고 있기 때문에 회사 이해관계인들의 이익을 고려하는 지배구조 논의⁴⁴³⁾ 또한 현대 공개회사 지배구조 논의의 핵심으로 거론되고 있다.⁴⁴⁴⁾

2. 이익충돌 문제의 대두

우리나라 회사법에 있어 회사지배구조 논의는 주로 회사 기관구조 내지는 조직구조의 재편으로 회사의 투명성 확보의 차원에서 논의가 이루어지고 있다. 그러나 건전한 기업구조의 구축이라고 하는 문제의 해답은 단순한 회사의 내부의 문제에만 국한된 것이 아니고, 기업 전반에 걸친 모든 요소들에 대해서 공정성을 확보할 수 있어야지만 법적으로나 사회적으로 그 타당성을 인정받을 수 있는 것이다. 즉, 회사

441) 권순희, “미국과 독일의 기업지배구조와 최근 동향에 관한 비교 검토”, 『상사법 연구』제21권 제4호, 177면(2003); 정찬형, “기업경영의 투명성 제고를 위한 주식회사의 지배구조 개선”, 『상사법 연구』제17권 제1호, 221면 (1998).

442) 이준섭, “기관투가가의 기업지배적 역할”, 『상사법 연구』제22권 제2호, 45면 (2003).

443) 나승성, “이해관계인에 의한 회사지배”, 『경영 법률』, 경영법률학회: 운영신, “사채권자 보호에 관한 연구-주주와 사채권자의 이익충돌을 중심으로”(서울대학교 법학박사학위 논문, 1997).

444) 임홍근, “주요국의 기업지배구조개혁과 성과”, 『상사법 연구』제20권 제2호, 10면 (2001); 박찬우, “기업지배구조에 관한 연구”, 『상사법 연구』제20권 제2호, 375면 (2001).

의 인적·물적 자본의 투자자와 그에 관련된 모든 구성원들의 이해관계가 회사지배구조 내에서 공정하게 해결되지 않는다면, 그 지배구조는 기업의 유지와 계속성 확보라는 상법의 이념을 담보할 수 없게 되는 것이다.

우리나라 회사법의 이념적인 출발점은 전통적인 회사법 이론인 소유와 경영의 분리에서 출발하고 있다고 할 수 있다.⁴⁴⁵⁾ 따라서 주주는 주식회사의 소유자이기 때문에 그 재산의 관리를 위임할 이사를 선임할 권리를 갖고 있으며, 경영을 이사에게 위임한 것으로 해석되고 있다. 또한 우리나라 상법상 업무집행 지시자의 책임(상법 제410조의 2)도 소유와 경영의 분리를 반영한 이론으로 볼 수 있다.⁴⁴⁶⁾ 이러한 이론적 출발은 주주이익 보호가 회사법의 중요한 목표로 인정되고 있는 것이고,⁴⁴⁷⁾ 최근의 주주지위 강화를 위한 대표소송제도의 도입과 같은 많은 입법들은 소유와 경영의 분리라는 전제에서 출발한 것이다. 그러나 단순한 재산권적 측면의 이익을 토대로 주주이익 극대화에 대한 절대적 가치를 인정하여 회사법에 반영하는 것은 실무상의 많은 문제가 따른다. 그 전형적인 예로 1) 주주와 회사 이해관계인간의 이익충돌의 문제, 그리고 2) 우리나라 주식 소유구조의 문제로 발생하는 지배주주와 소수주주 간의 이익충돌의 문제가 제기되고 있다. 후자의 경우는 많은 회사법 학자들이 소수주주권 확대와 주주지위 강화 논의에서 심도 있게 논의되고 있지만⁴⁴⁸⁾, 회사 이해관계인에 관해서는 앞에서 언급한 미국과 독일의 경우와 같이 지배구조 차원에서 논의되고 있지 못한 실정이다. 그 이유는 전통적인 소유권이론에서 출발하고

445) 손성, “미국 회사법상 이사회 운영에 있어서 유형화논의와 시사점”, 『상사법연구』, 제19 권 제1집, 321-322면 (2000); 권재열, “소수 주주권의 법리”, 『상사법연구』, 제22권 제2호, 137면 (2002).

446) 손성, 전제논문, 322면.

447) 이철송, “주주중심 경영의 법적당위성”, 『증권』, 제103호, 68면(2000).

448) 강희갑, “주주의 권리강화를 위한 회사지배구조의 개선”, 『상사법 연구』, 제19권 제3호, 11-16면(2001).

있는 우리나라 회사법의 이론으로는 회사 채권자와 종업원, 그리고 지역사회와 같은 이해관계인들을 회사지배구조 논의의 범위 내에 포함시킬 수 없기 때문이라고 생각된다.⁴⁴⁹⁾ 우리나라 회사법상에서 회사 이해관계인 이익보호에 대한 법적 근거로 제시하는 것은 기업의 사회적 책임론의 범위에 한정되어 있다.⁴⁵⁰⁾ 그러나 1930년대의 Dodd교수가 제시한 공공의 이익을 기초로 한 회사 이해관계인 보호는 너무 추상적이기 때문에, 지배주주와 소수주주간의 이익충돌문제와 같은 현대 공개회사의 특수적 문제를 해결할 수 있는 지배구조 논의의 바탕 이론으로 삼기에는 무리가 따른다고 할 수 있다. 이러한 문제에 대해서 기업지배구조는 회사의 이해관계인들 모두를 회사지배구조논의에 포함시켜야 한다는 의견이 우리와 비슷한 체제를 갖고 있는 일본에서도 논의되고 있는 실정이다.⁴⁵¹⁾

(1) 지배주주와 소수주주 간의 이해대립

주주보호를 논의함에 있어서 반드시 고려해야 되는 부분은 지배주주와 소수주주간의 이해대립의 문제이다. 기업의 생존경쟁의 일환으로 기업간의 인수·합병이 활발한 현대 경제를 감안한다면, 공개회사에 있어서 지배주주와 소수주주의 이해대립이 발생할 가능성은 항상 존재한다고 할 수 있다.⁴⁵²⁾ 예를 들어, M&A의 경우 지배주주는 자신들의 주식을 지배권 프리미엄이 포함된 현재시가 보다 높은 가격에 기업매수자 혹은 인수자에게 매각하여 경제적 이득을 획득할 수 있지만, 반면에 소수주주들은 어떠한 이익도 보장받을 수 없는 경우가 발

449) 이준섭, “기관투자자의 기업지배적 역할”, 『상사법연구』제22권 제2호, 46면(2003).

450) 羅承成, “주식회사기관 이외의 자에 의한 회사지배” 『상사법 연구』제19권 제3호, 151면(2001); 韓鐵, “주식회사의 사회적 책임”, 『상사법연구』제7집, 551-553면(1989).

451) 市川兼三, “コーポレート・バガナンス、- 企業活動にとって株主とは何なのか-”, 『民商法雑誌』, 1998, 117, 528면.

452) 近藤光南 外6人, “定款自治による株主の救済(上)”, 『商事法務』No 1698, 4면(2004).

생한다. 또한 우리나라의 경우는 지배주주가 경영권을 보유하고 있는 경우가 대부분이기 때문에 소수주주와 지배주주간의 이익충돌문제가 다른 어느 나라보다 심각한 법적·사회적 문제라고 할 수 있다.⁴⁵³⁾ 기본적으로 지배주주와 소수주주간의 문제는 상법상 자본다수결의 원칙으로 해결된다.⁴⁵⁴⁾ 우리나라 회사법은 1주 1의결권 원칙을 채택하고 있고, 주주간의 의사결정의 원리로서 자본다수결의 원칙에 입각하여 주주총회를 통해 자체적으로 해결하는 것이 가장 합리적인 방법이라는 것이 기본적인 원칙이다.⁴⁵⁵⁾ 그렇지만 모든 경우에 있어서 자본다수결의 원칙으로 문제를 해결한다는 것은 현대 공개회사의 규모와 거래관계를 고려할 때 타당하다고 할 수 없고,⁴⁵⁶⁾ 특히 지배주주는 소수주주의 반대를 무릅쓰고라도 자신의 의사를 회사의 의사로서 실현시키는 방법을 모색할 것이 자명하기 때문에 바람직한 제도라고 할 수 없다.⁴⁵⁷⁾ 이러한 주주간의 이익충돌문제에 대하여 지배주주에게 회사의 이사가 부담하는 것과 같은 신인의무를 부과하여 소수주주와의 관계에 있어서 신인관계에 있기 때문에 소수주주의 이익을 보호해야 한다는 견해가 있다.⁴⁵⁸⁾ 이러한 신인관계에 기초한 주주간의 이익충돌문제의 해결은 앞에서 살펴본 Dodge판결과 같이 폐쇄회사의 경우는 의미가 있다고 할 수 있다. 특히 지배주주이면서 경영권을 갖고 있는 주주는 주주이익을 보호해야 하는 측면에서 신인관계가 있다고 인정할 수 있겠으나⁴⁵⁹⁾, 오늘날의 대규모 공개회사의 경우에 단순한 재산

453) 이기수, “사외이사제도의 강화를 둘러싼 쟁점”, 『상사법 연구』제19권 제3호, 73면 (2001), 김상규, “상법상 소수주주의 보호에 관한 연구”, 『비교사법』제11호, 604면(1999).

454) 권재열, 전계논문, 140면; Brett W. King, The Use of Supermajority Voting Rules in Corporate America: Majority Rule, Corporate Legitimacy, and Minority Shareholder Protection, Del. J. of Corp. L. 895, at 897 (1996).

455) 김성태, “소수주주보호를 위한 현행제도의 문제점과 개선방향”, 『상장협』제28호, 137면(1993)

456) 近藤光南 外6人, 前掲論文, 5面.

457) 권재열, 전계논문, 140면 각주32.

458) 近藤光南 外6人, 前掲論文, 6面

권적 가치가 있는 주식을 점유하고 있고, 회사에 대한 경영권을 갖고 있지 않는 지배주주에게까지 신탁관계에서 나온 신인의무를 부과한다는 것은 논리적 타당성이 부족하다고 생각한다. 즉, 공개회사에 있어서 경영권을 갖고 있지 않은 지배주주에 대해서 소수주주와 구별하여 신탁관계를 부과할 수 있는 법적 근거는 없다고 할 수 있다. 왜냐하면, 주주권의 본질은 계약적 기업관의 입장에서 보면 자산의 신탁을 통해 재산권적 청구권과 그 재산에 대한 지배권을 갖고 있다는 전제에서 논의되고 있는 것이고, 신인의무도 계약적 기업관의 입장에서 보면 자산의 운영자인 이사가 그 재산의 소유자에게 부담하는 계약상의 의무인 것이다.

따라서 그 자산에 대한 운영권을 담당하지 않고, 단순히 회사 경영권 확보 비율 정도의 주식을 소유하고 있는 주주에게까지 자산의 운영에서 파생되는 신인의무를 같은 논리로 적용하는 것은 자산의 소유자인 소수주주의 이익을 보호해야 한다는 취지에서 타당하지 않다고 생각한다. 주주간의 분쟁 또는 이해대립의 문제에 대해서 단순한 고전적인 신인의무와 사법상의 성실의무로 해결하려는 것은 회사지배구조 논의를 내부조직 구조에만 한정하는 것에서 초래된다고 할 수 있고, 이 논의 역시 회사지배구조 논의의 범위에 포함시키는 것이 타당하다고 생각되며, 팀프로덕션 모델이 상당한 시사점을 제공해주고 있다.

(2) 주주와 회사 이해관계인 사이의 이익충돌

전통적인 소유권 모델과 단순한 계약이론에 따르면 채권자와 같은 회사 이해관계인들은 이사가 이익을 고려해야하는 대상이 아니다. 주주는 회사 자산에 대하여 실질적인 청구권을 갖고 있지만, 이해관계인들은 회사 외부에서 자신들의 이익을 위하여 회사에 관여하는 자들

459) 김병연, “이사의 충실의무와 영미법상 신인의무(fiduciary duty)”, 『상사법 연구』 제24권 제3호, 72면 (2005).

이기 때문에 각각의 거래계약을 기초로 그 이익을 보호받을 뿐 회사에 대한 특별한 이익을 청구하거나 처분할 권리가 없다는 것이 소유와 경영의 분리론에 입각한 계약적 기업관의 견해이다.⁴⁶⁰⁾ 이 이론은 회사자본이 주주자본에 의존하여 운영되었던 시기에는 어느 정도 설득력이 있는 이론이라고 생각한다. 그러나 많은 논문에서 언급하고 있듯이, 우리나라 기업만이 아니라 공개회사 구조를 갖고 있는 많은 나라의 회사들은 현재 주주 이외의 은행 또는 기관투자자의 자본에 의존하는 비율이 점점 높아지고 있다. 또한 기업지배구조의 투명성을 확보하는 목표중의 하나가 외부 자본의 원활한 유치에 있다고 하는 사실은 채권자와 같은 주주 이외의 물적 자본 투자자에 대한 이익보호의 중요성을 보여주는 예라고 할 수 있다.⁴⁶¹⁾

회사 종업원의 경우도 현대 공개회사는 단순 노동을 통해서 재화를 생산하는 단계를 넘어, 개인의 기술이 중요시되는 인적 자본 집약체의 형태로 발전하고 있다. 전통적인 소유권론에 서서 특유한 기술을 회사에 투자하는 종업원을 회사의 외부 요소라고 판단하는 것이 현대 공개회사의 효율적인 생산 측면에 적합한지는 의문이다. 또한 종업원은 계약에 따른 임금만을 지급받으면, 회사의 자산에 대한 어떠한 재산권적 청구권을 갖고 있지 않음에도 불구하고, 많은 회사들이 해당 회계연도에 높은 순이익을 창출한 경우 회사 종업원에게도 그 이익을 다양한 형태로 분배하고 있다. 이러한 종업원에 대한 이익의 분배는 회사의 재산으로부터 지급되는 것이기 때문에, 엄격한 주주우선주위 규범에 따르면 주주의 잔여재산 청구권과 이익 배당 청구권을 침해하는 것이다. 그러나 이러한 관행은 법적으로나 경제 실무상에서 인정되고 있다. 그러면 종업원에 대한 계약 외의 보수지급에 대해서 단순

460) Mitchell et al, *Corporate Finance and Governance*, at 370-380 (1996)

461) 자세한 내용은 다음의 논문 참조: 나승성, “주식회사기관 이외의 자에 의한 회사지배”, 『상사법 연구』 제19권 제3호 (2001).

히 경제실무의 관행으로 보기보다는 회사지배구조 범위내의 논의로 포함시킬 수 있는 회사이론을 전개하는 것이 타당하다고 생각한다.

이와 같은 의문에 대해서 주주중심 모델은 회사 이해관계인을 회사의 범위에 포함시키고 있지 않기 때문에 그 해답을 찾기 힘들다. 또한 이해관계인 모델에서도 이해관계인이 회사를 지배한다는 식의 극단적인 이론은 타당성을 얻기 힘들다. 전술했듯이 현대 공개회사법 이론들은 전통적으로 회사재산의 소유자라고 간주되는 주주와 회사 이해관계인들 간의 이익충돌시에 일방의 이익을 최우선시하여 판단하는 것은 합리적인 이익조정이 아니라는 경제 이론을 받아들여, 법적인 지배구조 논의에서 그 타당성을 도출하려는 노력을 하고 있고 팀 프로덕션 모델의 이익조정 모델이 법적 논리의 해결에 있어서 시사점을 제공해주고 있다.

3. 회사지배구조의 공정성과 효율성의 문제

회사지배구조의 논의는 다음의 두 가지 측면에서 모두 검토되어야 한다: 1) 최근 사외이사 도입과 감사위원회의 이사회 내에 설치 문제와 같이 회사경영의 투명성과 그 업무 의사 결정에 있어서 공정성을 담보하려는 측면⁴⁶²); 그리고 2) 회사의 이익을 중심으로 하는 회사 생산의 효율성을 확보할 수 있는 회사 지배구조의 구축⁴⁶³)에 대한 논의가 반드시 함께 검토되어야 한다. 극단적인 예가 될 수도 있겠지만, 회사지배구조와 이사회역의 역할과 의무를 엄격하고 공정하게 구축하였

462) 權鐘浩, “감사제도의 개선과 감사위원회제도의 과제”, 『상사법 연구』제19권 제3호, 117면 (2001).

463) 許惠會, “미국회사법에서 이사에 의한 회사관계자의 이해조정”, 『기업법 연구』제16집, 199면 (2001) (허덕희 교수는 논문에서 “회사의 영리성”이 기업지배구조 논의에 있어서 최우선적 가치에 있다는 주장을 하고 있다. 필자가 생각하기로는 회사의 영리성은 이익을 전제로하는 개념이고 회사 전체의 이익 창출의 효율성을 강조한 것이라 생각된다).

다고 하더라도 그 회사가 이익을 창출하지 못한다면 그 지배구조는 타당한 지배구조라 할 수 없다. 그 반대로 기업이윤에만 초점을 맞춘 지배구조는 우리나라 1970년대와 80년대 경제 성장기에 보여주었던 주주이익 무시적 결과를 초래할 수도 있다.

(1) 이익충돌문제에 대한 한계

오늘날의 회사실무와 회사법규를 살펴보면, 회사이론의 혼란 상태를 겪고 있다고 할 수 있다. 그 대표적인 예가 위에 언급한 이익 충돌의 문제와 그 이익의 조정 문제일 것이다. 독일식 감사회와 미국식 감사위원회 제도는 모두 기업의 투명성 확보 차원에서 도입된 제도라고 할 수 있다. 이러한 공정성 측면에 치우친 지배구조 논의는 현실적으로 발생하고 있는 회사 구성원간의 이익충돌의 문제를 해결할 수가 없다. 왜냐 하면, 우리나라와 미국의 일원식 이사회 구조를 통한 감시·감독은 경영진과 집행임원의 업무에 대한 감시·감독만을 목적으로 하고 있고, 그 기본적인 이론은 집행 임원에 대한 대리 비용을 감소시켜 주주이익을 극대화하는데 있기 때문에, 이익충돌의 문제를 해결하는 데에는 한계가 있기 때문이다. 또한 우리나라 회사지배구조의 최근 논의에 있어서도 주주지위 강화를 위한 논의가 주를 이루고 있고,⁴⁶⁴⁾ 이해관계인의 지위에 대한 입법 논의는 거의 이루어지지 않고 있는 것이 현실이다. 그 이유는 회사 가치 극대화를 위한 효율성 측면

464) 발행주식 총수의 1%이상을 보유할 것을 요건으로 하는 소수주주권으로는 대표 소송제기권(상법 제324조, 제403조, 467조의 2 제4항)과 이사의 위법행위에 대한 유 지청구권(제402조)이 있으며, 3% 소수주주권으로는 주주제안권(제363조의 2), 주주 총회소집청구권(제366조), 집중투표청구권(382조의 2), 이사·감사의 해임청구권(제385조 제2항, 415조), 회계장부열람권(제466조), 회사의 업무와 재산상태의 검사를 위한 검사인 선임청구권(제467조 제1항), 청산인의 해임 청구권(제539조 제2항)등이 있으며, 10% 소수주주권으로서 회사의 해산청구권(제520조 제1항)등이 있다.

의 지배구조 논의가 적극적으로 논의되지 않기 때문이라고 생각된다.

우리나라 상법상 그 동안 열악한 위치에 있었던 주주의 지위를 강화하는 것이 불합리한 것은 아니지만, 현대 기업실무에 있어서 중요한 위치를 차지하고 있는 이해관계인들을 언제나 회사 외부에 놓고 그 논의를 사적 계약을 중심으로 검토하는 것은 재고의 여지가 있다고 생각한다. 예를 들어, 인적 기술과 자본이 중요한 산업에 있어서 종업원의 이익을 유동적으로 고려할 수 있는 지배구조는 우수한 인재를 유치할 수 있는 유인이 될 것이고, 회사 채권자의 지위를 안정적으로 유지시킬 수 있는 지배구조는 많은 투자자금의 유입을 유도할 것이다. 이러한 이해관계인의 이익고려는 주주와의 이익충돌의 문제를 야기할 것이고, 이 문제를 어떻게 지배구조 내에서 해결할 수 있는가에 대한 논의는 법적·실무적으로 중요한 논의가 될 것이다.

이해관계인과의 이익충돌의 문제는 회사 구성원간의 이해대립 발생을 전제로 이익조정 역할이 현대 공개회사에서 중요한 부분을 차지한다고 설명할 수 있다.⁴⁶⁵⁾ 일본의 최근 상법 개정 논의에 있어서도 주주이익을 중심으로 회사 이해관계인의 이익을 어떻게 조정할 것인가에 대한 논의의 필요성이 제기되고 있다.⁴⁶⁶⁾ 그러면 전통적인 소유권 모델과 계약 모델에 입각해서 어떻게 회사지배구조 내에서 이해관계인의 이익과 주주의 이익을 조정할 수 있는가에 대한 의문이 제기된다. 이 질문에 대한 답변도 다음의 두 가지 부분으로 나누어진다; 1) 회사 지배구조 내의 독립된 이익조정 집단에 그 역할을 위임하는 방법이다. 이 방법은 독일의 감사회제도를 원용해서 독립된 기관에서 모든 이익충돌의 문제를 해결하는 방법; 그리고 2) 일원식 이사회를 중심으로 하지만, 모든 이익충돌문제의 해결은 회사의 이익, 즉 회사 생산가치의 극대화 또는 이익산출 극대화를 중심으로 각각의 사건마

465) 森淳二郎, “會社支配構造の改善策”, 『상사법연구』 제20권 제2호, 70-72면 (2001).

466) 高橋英治, “株主と憲法上の財産權”, 『民商法雜誌』 제130권 제2호, 201면 (2004)

다 이사회가 최종적으로 조정하는 방법이다. 전자의 방법은 독일의 감사회제도와 같이 회사 이해관계인이 경영에 직접 참여하는 것을 모델로 한 것이라 할 수 있는데, 현재 독일의 감사회제도는 대리인 비용의 증가와 경영상 오류에 대한 통제 등의 문제로 회의론이 제기되고 있고,⁴⁶⁷⁾ 전통적인 주주의 지위를 침해하는 것에 대한 이론적 근거를 제시하지 못하고 있다. 반면에 회사 생산의 효율성을 중심으로 이해관계인과 주주의 이익을 조정하는 지배구조 논의는 회사 이익을 중심으로 전개하는 부분에 있어서 법적 타당성이 있다고 할 수 있다. 현대 우리나라 회사법과 미국의 회사법 모두는 공개회사의 모든 재산은 회사라는 법적 실체에 귀속되고, 회사는 그 재산과 업무에 대해 권리·의무의 주체로 활동한다. 따라서 효율성 중심 지배구조 논의는 주주이익을 무조건적으로 축소하자는 논리를 전개하는 것이 아니라, 회사이익을 최우선의 가치로 놓고 경우에 따라 주주에게 유리하도록 이익을 조정할 수 있고, 그 반대의 경우도 가능하다는 것이다. 다시 말해서, 회사의 이사는 주주에게 신인의무를 지는 것이 아니라, 회사 자체에 신인의무를 지는 것이기 때문에 그 업무집행과 의사 결정시에 회사이익의 전제하에 각 당사자의 이익을 조정할 수 있는 것이다. 이 이익조정 역할의 담당자에 대해서는 우리나라 회사법 상에서도 회사의 의사결정기관인 이사회에서 담당해야 한다는 논의가 전개되고 있으며,⁴⁶⁸⁾ 이러한 효율성을 강조하여 이사회에 이익 조정 역할을 강조하는 회사이론이 다음 장에서부터 살펴볼 팀프로덕션 이론의 기본적인 토대이다. 다만 팀프로덕션 이론이 주주지위 축소이론으로 언급되는 것은 주주이익 극대화를 회사법의 이념으로 표방하고 있는 극단적인 주주우선주의 규범의 반박에서 연유한 것이고, 실제로는 주주이익의 배제를 추구하는 것이 아니라 여러 회사 이해관계인과의 이익조종을 통해 효

467) 전삼현, 전계 논문, 184-193면 참조.

468) 허덕희, 전계논문, 199면; 이철송, 『회사법 강의』, 박영사, 58면; 안택식, “기업의 사회적 책임의 실현방향”, 『상사법 연구』 제19권 제1호, 161면 (2000).

율적인 회사 생산가치를 창출하자는 데에 그 이론의 목적이 있다. 따라서 효율성과 이해관계인 논의가 불충분한 우리나라 회사법의 현실에 많은 시사점을 제공하고 있고, 모니터링 모델의 측면에서만 고찰되어온 우리나라 회사 지배구조 논의에 새로운 시각을 제시해 줄 것이다.

우리는 미국식 지배구조 모델을 수용하는 과정에서 이사회와 감독 기능과, 주주중심 경영을 강화시켜가고 있다. 현재 사외이사제도가 그 실효를 거두고 있지 못하다고 해서 사외이사를 더욱 늘리고, 이들의 감시, 감독기능을 더욱 강화해야 하는 것만이 기업경영에 이바지할 수 있다는 생각은 반드시 옳은 것은 아니다.⁴⁶⁹⁾ 그리고, 우리 기업의 소유구조에 문제가 있다고 해서, 영미식 기업지배구조와 같이 소유경영인 체제가 아닌 전문경영인체제로 인위적으로 급격하게 체제전환을 강요할 수 있는 문제도 아니다.⁴⁷⁰⁾⁴⁷¹⁾ 또한 문화적 특수성으로 인해 사외이사들에게 이사회 내에서 공격적이고 적극적인 활동을 기대하기는 어렵고, 회사지배구조의 논의의 출발에서부터 미국과 우리나라는 개혁의 대상과 보호가치가 서로 상이하다.

한편, 현재 우리나라의 자본시장은 취약한 상황이고, 외국자본이 거의 절반 가까이 시장을 장악하고 있는 실정이다. 이러한 상황에서 우리 기업들이 미국식 주주이익 극대화를 위한 경영에 치중해 단기적인 주가상승만을 노리거나, 이익배당을 늘리고, 자사주를 매입하는 등의 경영실태는 매우 위험하다 할 수 있다.

그렇다면, 우리나라의 회사지배구조에 적합한 경영자의 감시기능은 어디에 부여해야 하고, 이사회는 무엇을 극대화하는 방향으로 경영을

469) 양승규, “뉴거버넌스와 기업환경,” 『상사법연구』 제25권 제3호 (2006), 12면.

470) 김건식, “우리 기업지배구조의 전환,” 『강원법학』 제16권 (2003), 69면.

471) 2006년에 있었던 KT&G에 대한 경영권 위협 사태가 불거졌을 때 대기업 지배구조 개선 정책을 둘러싼 논란이 증폭되었다. 당시 정부가 모범사례로 떠받들어 온 지배구조가 오히려 해외 투기 세력의 경영권 위협을 부채질하는 ‘역설적인’ 상황이 연출되었기 때문이다. 그동안 정부의 대기업 관련 정책이 인위적인 소유 분산 등 이상론에만 집착해 화를 자초했다는 의견이 많았다. 기업 지배구조에 정답은 없다 II: 소유구조 개선, 시장과 기업의 자율에 맡겨야, 『기업&미디어』 제45호 (2006. 4), 36면.

해야 하는가로 논의는 다시 시작된다. 회사의 소유구조가 집중되어 있고, 그러한 형태가 변화되기란 쉽지 않은 우리나라 현실에서, 독립성 확보가 제도성공에 열쇠를 쥐고 있는 사외이사제도를 계속해서 강화시켜 나가는 방법은 오히려 이사회 기능의 효율성만 떨어뜨린다고 생각된다. 따라서, 경영자 감시를 위한 이사회 감독기능 강화는 적절한 수준에서 이루어 져야 하고, 그 대신 우리나라의 기존 제도상의 실무를 실질적으로 향상시킬 수 있는 개혁을 진행시켜야 한다는 점에서 정보개시나 시장을 활성화 시킬 수 있는 방안이 강구되어야 한다. 또한, 우리나라 경제는 지금 주주이익 중심 경영을 모토로 하는 미국식 주주자본주의를 모방하는 것에 의해서가 아니라, 지식기반 경제 시대에 맞게 ‘국민적 창의력을 극대화’시키는 방향에서 대안을 모색해야 할 시기라 생각된다. 이에 대하여 결론에서 재론하기로 한다.

제 5 장 결 론

I. 미국의 회사지배구조모델과 사회적 배경

미국에서는 「회사는 주주의 것이다」라는 것이 1919년 미시건주 최고재판소 포드사건판결 이래 오늘날까지 강력하게 제기되는 이론이다. 경영자 및 이사회는 주주에 대해 최상위의 책임을 지고, 다른 회사 이해관계자에의 이익을 고려하는 것이 이러한 주주에의 책임을 완수하는 한도에서 허용된다고 간주된다. 회사는 주주의 돈벌이의 도구라는 사실은 미국에서 의심되지 않는다. 따라서, 미국에서의 회사지배구조라고 하면 경영자가 주주의 이익을 위해 충실하게 일하는 조직이 실현되어 있느냐 아니냐를 주로 논하고 있다.

이러한 견지에서, 우선 1960년대에는 주주자신에 의한 모니터링이라는 점을 생각하고 위임장을 거부함으로써, 개개의 주주가 경영자를 견제하고 교체시키는 구조의 중요성이 강조되었다. 그 이유는 1960년대에 이르기까지 주주자신에 의한 모니터링은 실현되지 않았기 때문에, 자본시장에 의한 컨트롤이라는 사고가 등장하였다. 자본시장에 의한 컨트롤이란, 주주가 회사경영에 불만이 있으면 주식시장에서 가지고 있는 주식을 매각하는 것이다. 그렇게 하면 주가는 내려가게 되고 그것이 현 경영자에 대한 비판이 되어, 간접적이지만 현 경영자에 대한 감독·감시 기능을 담당하게 된다고 하는 사고이다. 그러나, 경영자가 주가의 저하 등을 중요 사항으로 여기지 않고 무시하면, 경영자에 대한 감독·감시 효과를 기대할 수 없다. 1980년대 회사지배권시장, 즉 M&A시장의 발전이야말로 유효한 회사지배구조 구축을 위한 기반을 제공한 기회였다고 여겨지고 있다. 또한, 적대적 M&A를 둘러싼 공방이라는 형태로 현 경영자를 감시해야한다고 하는 상황이 발생

되어왔다. 1990년대에 들어 미국기업매수붐이 가라앉고, 자본시장이나 기업매수에 의한 회사지배구조는 모두 경영자가 주주의 이익을 최대한으로 고려하여 경영하고, 경영자가 개인적 이익을 추구하지 않는다고 하는 목적이 중심이 되면서, 경영의 실효성을 기대할 수 없는 것이 아닐까 하는 문제에 봉착하게 되었다.

미국의 모니터링 시스템은, 이사회라는 하나의 기관이 업무집행과 이 업무집행에 대한 감독을 담당하는데, 구체적으로는 경영을 실시하는 업무집행임원(officers)을 이사회가 선임하는 구조로 되어 있다. 이 사회의 주된 기능은 기본적인 경영정책을 책정하고 경영을 감독하는 것이다.

2001년 12월, 전미 제7위에까지 랭크된 에너지관련종합회사인 엔론이 거액의 채무를 은폐한 혐의로 시장의 신뢰를 잃고 주가의 폭락으로 경영파탄에 빠졌다. 그 후 미국의 대기업이 부정한 회계처리를 했던 사실이 연이어 드러나게 되었다. 2002년 7월, 거액의 분식회계가 발각되어 경영난에 빠졌던 미국장거리통신 2위인 월드컴사가 파탄했다. 월드컴사의 자산규모는 1038억달러로, 엔론사(자산규모 633억달러)를 넘는 미국사상 최대의 기업도산이었다. 계속해서 발각되는 일련의 기업 불상사에 의해 세계최고의 투명성을 자랑했던 미국증권시장이나, 그것을 지지했던 미국 회사지배구조에 대한 신뢰는 크게 흔들리고 있다.

회사지배구조의 관점에서 과반수의 사외이사로 구성되는 엔론사의 이사회는 왜 경영자의 부정을 방지할 수 없었는가라고 하는 것을 비롯해 다양한 문제가 제기되었다. 엔론사건을 계기로 미국대통령의 10포인트플랜 등 회사지배구조 개혁책이 수없이 내세워져왔다. 특히, 월드컴사의 분식회계가 발각됨으로써 미국은 대통령, 의회, 증권거래위원회, 증권거래소 등의 기관이 총력을 다해 미국 회사지배구조에 대한 신뢰회복을 위해, 구체적인 개혁책을 연이어 내세우고 있다. 대표적인 것으로서, 2002년 7월 30일에 성립한 미국기업개혁법이나 동년

8월에 수정된 뉴욕증권거래소(NYSE) 및 NASDAQ의 상장기준안을 들 수 있다. 이러한 새로운 입법은 일련의 불상사에 대한 교훈으로 경영진에 대한 모니터링의 실효성을 확보하기 위해 감사위원회 및 외부 감사인의 독립성을 강화하는 규정을 포함했다. 예를 들면, 기업개혁법 301조는, 감사위원회의 구성원 전원이 「독립」(independent) 이사가 아니면 안된다고 정하고 있다. NYSE·NASDAQ의 상장기준개정안은 이사회회의 과반수가 사외이사일 것을 요구하고, 더구나 그들 사외이사가 회사와의 사이에 「중요한 관계」를 갖지 않는다는 독립성 요건을 엄격화했다. 즉, 이러한 개혁책은 모니터링의 중심적 역할을 담당하는 사람과 경영진의 유착을 방지하기 위해, 경영진의 모니터링을 직무로 하는 자의 「독립성」이 회사지배구조의 하나의 키워드가 되었다.

II. 우리나라 회사지배구조모델과 사회적 배경

우리나라 경제는 OECD회원국이 되면서부터 경제의 국제화가 급속하게 진전되고 있다. 그러나 다른 한편으로는 1997년의 IMF외환위기를 맞이한 이후, 우리 경제는 아직도 그 후유증에서 완전히 벗어나지 못하고 있다. 이러한 사태를 발생시킨 원인은 여러 가지로 논의되고 있으나, 그 중의 하나가 「한국적 경영」을 하게 한 회사법상의 문제가 주로 거론되고 있다. 이러한 회사법상의 문제로 인해 미국을 비롯한 OECD 회원국들은 기업의 지배구조와 관련하여 회사법의 개정을 권고하였고, 이에 따라 우리 회사법은 여러 차례 개정되어왔고,⁴⁷²⁾ 최근에도 회사 지배구조에 관해 개정 작업이 준비 중이다.

주식회사제도의 발전 과정에서 보면, 근대적 주식회사제도는 자유와 평등을 기초로 성립하였기 때문에 주식회사의 운영 내지는 경영에 대하여 법은 사단적 자치라는 이름아래 소극적 태도를 취하였다. 사법

472) 유진희, “우리나라 기업지배구조 개혁의 성과와 과제”, 『상사법연구』제20권 제2호, 88-100면 (2001).

인으로서 주식회사의 형태를 갖고 있는 우리나라의 거대 공개기업의 경우는 『보이지 않는 제국』으로서 국가와도 비교할 수 없는 거대한 조직으로서 성장하였고, 그 과정에서 주식회사로 화체된 거대 경제권력은 IMF사태로 인하여 밝혀진 바와 같이 “정경 유착” 등과 같은 기업의 불상사로 인해 우리 경제를 국가 부도 위기까지 몰고 간 것이었다. 이에 따라 IMF사태 이후의 회사법 개정은 감시체제의 강화가 주된 입법과제였고, 주로 기업의 투명성을 기하는 경영 기구의 정비와 경영자 책임의 강화였다.

아울러 외형적인 지배구조의 투명성 확보를 위한 법규의 정비와 더불어, 주식회사에 대한 법의 태도에 대하여도 변화가 요구되었다. 그 결과 주식회사의 운영 내지는 경영에 대하여 법은 사단적 자치라는 명목으로 『神의 보이지 않는 손』에 위임한다는 소극적 태도에서 벗어나, 법적 규제를 강화하여 점차적으로 『법 영역』에 의한 적극적 관여라는 규제원리로 전환되어 가고 있는 듯하다. 물론 GDP 2만불 달성이라는 목표아래 고도성장을 이룩한 한국기업에 대한 평가는 아무리 높게 평가하여도 부족하다 할 것이나, 다른 한편으로는 국가 주도의 경제성장 정책에 따라 정부행정의 보호아래에 있는 관리시장이 정착하게 되었고, 주식의 상호보유, 주거래 은행제, 계열거래, 정치자금, 저임금 등 토착화된 한국적 경영시스템이 IMF사태 이후 기업구조의 개선이라는 명제 앞에서 혼돈을 거듭하고 있는 것이다.

여기에서 우리가 깊게 생각해야 할 것은 회사법에 대하여 요구되는 개혁의 방향성을 어떻게 잡아야 할 것인가이다. 기업지배구조와 관련한 지금까지의 개혁방향은 첫째 기업을 둘러싸고 있는 회사 이해관계인들 중, 특히 주주의 지위를 강화하는 방향으로 입법과 회사 경영에 중심을 두고 있다. 둘째, 경영에 대한 적정한 감시기구의 실효성을 확보하기 위하여 상법상의 주주총회, 이사회, 감사의 활성화를 기하고 특히 이사회의 감독 기능을 강화하는 것에 중점을 두었다. 셋째, 경영

에 있어서의 투명성, 공개성의 추진과 공정성을 확보하는 것 등이었다.⁴⁷³⁾ 그러나 본 논문에서는 위와 같은 개혁방향이 가지는 기본적인 관점을 전환하여 새로운 패러다임에서 회사법 논의를 출발하였다. 즉, 전통적 회사이론에 따르면 주주는 주식회사의 법적 소유자이기 때문에, 경영자는 주주를 중시하는 경영 정책을 취하여야 하고, 또한 이러한 현상들은 당연한 것으로 생각되었다. 이러한 주주중심 경영이론이 과연 타당한 것인가라는 문제는 이미 앞에서 검토하였기 때문에 재론하지 않지만, 21세기 국제 경제사회에서 우리 기업이 경쟁력을 갖추기 위해서는 주식회사법의 개혁 방향을 정확한 회사이론의 토대위에 재정립할 필요성이 제기된다할 것이다. 또한 최근 우리가 도입하는 미국의 제도들은 회사이론에 그 뿌리를 두고 있기 때문에, 근본적인 해당 제도의 구체적 이론을 연구하고, 입법에 반영하기 위해서는 그 배경인 회사이론에 대한 연구가 반드시 수반되어야 한다. 예를 들어, Stock Option제도는 계약적 기업관과 전통적 소유권 모델에서 주주들이 자신들이 이익을 극대화하기 위하여 경영진에게 인센티브를 부여한 것에서 출발한 제도이다. 왜냐하면 Berle & Means가 지적했듯이 현대 공개회사에서 주주들은 효과적으로 경영진을 감시·감독할 수 없기 때문에, 자신들의 이익을 보호하기 위하여 경영진들에게 옵션을 부여한 것이라고 할 수 있다. 이렇듯 “회사의 본질”에 대해서 논의하는 것은 추상적인 논의라고 생각되는 측면도 있지만, 회사법 이론을 구체화시키는데 중요한 역할을 담당한다고 할 수 있고,⁴⁷⁴⁾ 특히 회사 금융공학(Corporate Finance)에 있어서 회사 구성원의 확정 문제에 회사이론은 매우 중요한 의미가 있기 때문에,⁴⁷⁵⁾ 우리나라 회사법제와

473) 자세한 내용은 다음의 논문 참조: 권중호, “감사제도의 개선과 감사위원회제도의 과제”, 『상사법연구』제19권 제3호(2001).

474) David Millon, Frontier of Legal Thought: Theories of the Corporation, 1990 Duke L. J. 201, at 201-02(1990).

475) Mitchell et al., Corporate Finance, at 6.

실무를 반영한 회사이론의 연구는 반드시 필요한 부분 중의 하나이다.

다음으로 21세기 기업경영에 있어서 우리가 주목해야 할 부분은 지식 경영의 중요성이다. 지식 경영이라 하는 것은 회사의 인적 구성원들에 의해 충족되고, 구비되는 것으로서, 현대 공개회사에 있어서 그 중요성이 점차 높아지고 있는 인적 자본인 것이다. 특히 기술과 경영 중심의 현대 회사에 있어서 자본 개념도 물질 자본개념보다는 인적 자본개념에 중심을 두고 변화하고 있다. 이는 또한 기존의 탐욕의 경제 사상에서 생긴 욕망비대증을 벗어나, 共生과知足의 경제사상으로의 전환을 의미한다고 할 것이다. 이는 또한 계약적 기업관에 기초를 둔 감독자로서의 이사의 지위와 역할에서, 이익조정자로서의 지위와 역할을 담당하는 이사로의 전환을 의미한다.

이러한 시각에서 회사의 지배구조를 파악하면, 현행 상법상의 이사의 지위와 역할에 관하여 새로운 이론적 정립이 요구되고, 그러기 위해서는 전통적 회사이론의 한계를 극복하여 회사 구성원간의 상호 의존적인 지배구조를 구축할 수 있는 연구와 이론의 확립이 요구된다.

마지막으로 검토해볼 수 있는 것이 바로 노사관계에 대한 문제이다. 1990년대 이후 발생한 일련의 노사 분류에서 알 수 있듯이, 우리나라에서도 종업원인 노동자와 경영진간의 갈등이 심화되고 있는 것이 현실이다. 현대 공개회사에 있어서 종업원, 즉 노동자는 회사 내에서 상당히 중요한 인적 자본을 구성하고 있다. 생산과 서비스를 직접적으로 담당하고 있는 종업원을 배제한 회사는 그 기능을 다할 수 없다는 것은 자명한 사실이다. 그러나 종업원 지위의 향상에도 불구하고 우리나라의 노사 간의 관계는 상호 협력의 관계라기보다는 대립의 형상을 보이고 있다. 이러한 노사 간의 적대적 문제는 비단 우리나라에서만 나타나는 문제가 아니라, 미국에서도 같은 양상을 보이고 있다.⁴⁷⁶⁾

476) Viet D. Dinh, Team Production in Business Organizations: Codetermination and Corporate Governance in a Multinational Business Enterprise, 24 Iowa J. Corp. L. 975,

그러나 미국에서는 노사간의 상호 협력을 도모하고 이익충돌을 조정하기 위하여 회사 지배구조 범위 내로 노사문제를 편입시키려는 시도를 계속하고 있는 반면에, 우리나라는 협약자치와 집단적 노사관계 등 노동법과 헌법적 시각에서만 노사 관계를 다루고 있다.⁴⁷⁷⁾ 여기에서 생각해 볼 수 있는 문제가 바로 노동자 지위의 재고와 노사 관계를 회사 지배구조 논의의 범주에 포함시키는 것이다. 이 문제에 대해서 팀프로덕션 모델은 상호 협력과 조정이라는 이사회 역할을 중심으로 이론적 토대를 제공했다고 할 수 있다.

Ⅲ. 자본시장의 기능과 주주 이익의 관계

회사 제도의 발달과정에서 가장 중요하게 여겨지는 것은 바로 주식의 탄생일 것이다. 주식은 회사의 자본을 소액으로 나누어 회사 설립에 있어서 자본 조달을 용이하게하고, 설립 이후 회사 운영중에 영업의 확장 또는 기타 자본 조달의 필요성으로 인해 회사가 자본조달을 할 경우 주식 발행을 통해 자본 조달을 원활하게 할 수 있는 기능을 갖고 있다. 다시말하면, 회사의 입장에서 주식은 위험을 분산시키고 자본조달을 원활하게 할 수 있는 기능적 측면이 강해지고, 반면에 주주들은 주식 소유를 통해 사원권의 지위를 부여받고 또한 위험에 대한 부담도 동시에 지고 있다. 즉, 많은 자금이 필요로 하는 회사 설립과 운영에 있어서 회사 자본을 소액으로 분산시켜 조달할 수 있게 만든 것이 바로 주식이고, 현재 주식회사 제도가 보편화되고 있는 것도 바로 이러한 주식의 기능적 측면이 갖고 있는 장점 때문이다.

이와같이 전통적 의미의 회사법에서 주식은 회사 자본의 가치와 사원의 지위를 표창하는 것이었고, 주식을 소유한 자는 회사의 소유자

at 975-78 (1999).

477) 최승부, “노동쟁의 관련 손해배상책임·가압류 문제에 대한 소고”, 『기업소송연구 2003』, 205면 참조(2003).

로 여겨져서 그 권리를 행사할 수 있는 권한이 부여된 것으로 판단되어졌다. 이렇듯 주식은 회사 지배구조를 넘어 소유관계와 밀접한 관련이 있다는 것이 미국의 전통적 회사이론의 중심이었고, 회사 자본조달에 있어서도 은행의 중개 기능을 통한 간접금융방식의 자본조달과 주식과 회사채의 발행과 같은 직접금융을 통한 회사의 자본조달이 병존하고 있다는 것도 주주의 지위에 큰 변화를 초래했다고 할 수 있다. 왜냐하면 주주는 회사에 자본을 투자하여 소유자의 지위를 추상적으로 얻는다고 할 수 있다. 그러나 오늘날 대부분의 기업은 주식발행을 통한 자본조달에만 의존하는 것이 아니라, 회사채 발행 또는 간접금융수단의 이용 등 기타 여러 경로를 통해서 자본을 조달하고 있다. 따라서 자본의 투자자이기 때문에 주주의 이익을 보호해야 한다는 주장은 그 설득력을 점점 잃고 있다고 할 수 있다.

최근 자본시장 통합법이 국회를 통과하여 우리나라에서도 금융기관간의 벽이 허물어지게 되었다. 영국, 일본, 호주 등에서 나타나고 있는 자본시장 통합현상은 금융시장의 성장과도 밀접한 관련이 있지만, 기존의 금융서비스의 개념이 상품의 개념으로 변화되었다는 것도 중요한 변화 중의 하나이다. 다시말해서, 주식 가치와 연계된 은행 상품의 판매, 주식 가치와 연계된 보험 상품의 판매는 주식의 전통적인 개념인 사원권 지위의 부여와는 다른 모습을 보이고 있는 것이다. 즉, 금융 상품은 투자 대상의 상품과 연계된 주식 가치를 표창하고 있는 현상을 반영하고 있을뿐, 회사의 소유자로서의 지위를 나타내는 주식의 의미는 많은 부분 희석되었다는 것을 보여주고 있다.

전통적 회사 지배구조 이론과 지배구조 내에서의 주주 이익은 주식의 경제적 가치를 반영하기 보다는 실질적으로 주주가 회사 지배구조에 대해서 행사할 수 있는 권한에 대한 분석에 치중하고 있다. 그러나 1980년대부터 발생하기 시작한 M&A 열풍과 주주를 포함한 회사 이해관계인의 이익 개념 논의로 인해 이익충돌(conflict of interests)과 이익

조정 문제가 회사법 논의에서 중요한 이슈로 부각되기 시작했다.

이러한 회사 이해관계인의 이익에 대한 논의는 주주 이익에 대한 큰 개념적 변화를 초래했고, 주식의 시장 가격과 주식 가치의 평가가 회사 구성원의 권리·의무 관계에 반영되기 시작했다.

IV. 경영효율과 회사이익 극대화 중심의 지배구조 모델 채택

1. 협동(효율성) 중심의 지배구조 모델

공개회사에 대한 지배구조 모델 논의는 회사를 운영함에 있어서 주주에게 경제적 이익을 제공하는 것만이 회사의 목표는 아니라는 전제에서 출발하고 있다. 즉, 전술한 팀 프로덕션 모델은 주주들의 자본 투자만으로는 그 어떤 생산물도 창출할 수 없는 현실과 공개회사만의 독자적인 이론의 필요성이 결부되어서 만들어진 이론이다. 생산적인 회사를 만들기 위해서는 주주들의 회사 주식에 대한 투자뿐만 아니라, 다른 인적·물적 자본의 투자도 요구된다. 예를 들어, 경영진은 자신의 경영 기술과 창의성을 회사 경영과 생산 과정에 투자해야만 하고, 종업원은 시간과 노력을, 그리고 지역사회는 세금 감면과 특화된 기반 구조를 갖추어야만 한다. 무엇보다도 중요한 것은, 주주만이 회사의 물적 자본에 대한 투자자가 아니라는 것이다. 현대 공개회사의 경우는 주주 아닌 기관투자자와 같은 순수 투자자들이 회사에 자금을 제공하는 비중이 높아지고 있는 것이 현실이다. 따라서 회사는 많은 구성원들의 인적·물적 자본의 투자로 이루어진 팀의 한 형태라는 것이 팀프로덕션에서 주장하는 회사의 형태이고,⁴⁷⁸⁾ 이들 간의 이익 조정 문제가 지배구조 논의에서 중심으로 다루어야 하는 과제

478) See Blair & Stout, Team Production, at 271-76.

이다. 따라서 팀프로덕션에서 말하는 최종이익조정기관을 중심으로 한 공개회사의 지배구조는 계약의 연쇄 또는 집합체라는 토대에서 출발하는 것이 아니라, 회사의 생산물과 이익으로부터 이익을 얻으려는 구성원들이 투자한 “관계특수적 투자(회수 불가능한 특정목적을 위한 인적·물적 자본의 집합체(the nexus of the firm-specific investment))”인 것이다.⁴⁷⁹⁾ 이러한 지배구조에 대해 중요한 전제사항은 자본을 투자한 구성원들이 그 자본에 대한 결정 또는 지배권을 포기하는 것이다. 팀프로덕션 모델이론에서 주장하는 이사회역의 역할을 비롯한 회사 지배구조에 대해서 기존의 주주가 본인(principal)이고 이사는 그 대리인(agent)이라는 계약적 기업관과 많은 이론적 충돌이 있는 것이 사실이다. 그러나 현대 공개회사의 구성원과 이해관계인들의 범위 및 지위를 고찰해 보면, 단지 이사는 주주의 이익을 위해서만 그 존재의 가치가 있는 것인가는 의문이다. 오히려 채권자를 비롯한 많은 회사 이해관계인들도 회사의 자본구성에 핵심적인 역할을 담당하고 있기 때문에, 그들의 이익을 회사 내에서 보호할 필요성이 제기된다고 할 것이다. 따라서 팀프로덕션 모델은 이러한 현대 공개회사에 있어서 이사에게 회사 이해관계인들의 이익을 보호할 법적 의무를 부과할 수 있는 이론을 제공한다는 데에 그 의미가 있는 것이다.

2. 회사의 계속성 유지를 위한 이사의 의무

전통적 회사 이론⁴⁸⁰⁾ 전개 이후 미국 법학계에서 제기되어온 문제는 “이사들을 어떻게 하면 주주의 이익에 충실하게 만들 수 있을까”라는 질문이었다. 이 질문에 대해서 몇몇 학자들은 회사의 이사에 대한 법률적 제한은 실효를 거두기에는 미비하지만, 회사의 자본 조달

479) Id., at 285.

480) Adolf A. Berle, Jr. & Gardiner C. Means, *The Modern Corporation and Private Property* (1932).

시장과 회사의 지배권 거래 시장 등은 이사의 업무 행위를 주식 가치와 주주이익 극대화에 초점을 맞추도록 만든다⁴⁸¹⁾고 대답하였다. 그러나 본문에서 살펴본 것처럼 지배권 거래시장을 통해서 영향력을 행사하는 방법은 기업매수의 방어책과 정관에 의한 이사회 구성원 교체제한 규정 등으로 인해 현대 공개회사에서는 실효성이 없다.

회사이익 극대화 모델에서 회사의 이사는 회사의 모든 구성원과 이해관계인들의 이익을 보호해야하는 의무를 부담하고 있는 수탁자로서 그 지위가 해석되지만, 이사가 자신의 이익을 포기한 완전한 이타주의적 행동을 해야 하는 것을 의미하는 것은 아니다. 이사들은 그들의 업무에 비해서 많은 보수를 받는 것으로 여겨질 수 있다. 그러나 이사는 회사 구성원들의 이익 배당과 그 보수를 산정하면서 회사 이해관계인들이 자신들이 투하한 자본을 철수하지 않도록, 인센티브를 부여하고 이익 배당을 해야 하는 의무를 갖고 있다. 이러한 이사의 의무는 법률적으로 규정된 의무는 아니다. 그러나 법경제학적 관점과 회사 실무적인 측면에서 보면, 회사가 그 구성원과 이해관계인들의 이익 충돌로 인해서 해체된다면 이사들도 그 지위를 잃기 때문에, 회사의 이사는 회사의 존속에 인센티브를 갖는 것이고, 그러한 회사의 계속성 유지는 이사로 하여금 성실하게 그 업무를 수행하게 강제할 수 있다.⁴⁸²⁾ 따라서 현대 공개회사에서 이사는 회사의 이익에 충실해야 하며, 회사에 충실하게 만들 수 있는 것은 회사의 계속성 유지를 통한 이사 지위의 보호일 것이다.

3. Stock Option제도에 대한 再考

이사회를 구성하고 있는 이사들은 자신들의 지위 내에서는 이익 배당을 받거나 추가 보수를 받을 권한이 없다.⁴⁸³⁾ 그러나 회사의 이사가

481) See generally Eugene F. Fama, Agency Problems and the Theory of the Firm, 88 J. Pol. Econ. 288(1980).

482) See Blair & Stout, Team Production, at 283.

483) Id., 315-18.

당해 회사의 주식을 소유하고 있거나,⁴⁸⁴⁾ 회사 채권자, 또는 회사의 사원이라면, 이사회를 구성하는 이사들은 이익 배당, 이자, 또는 보수를 통해서 이익을 얻을 수 있다. 이러한 경우에 회사의 이사들은 자신들의 지위를 이용해 부당하게 이익을 취하려는 시도를 할 것이다. 이사의 자기 이익을 위한 업무 집행 또는 의사결정행위는 명백한 충실의무(the duty of loyalty) 위반에 해당되는 것이고, 의무 위반의 범위까지 미치지 않는다고 하더라도 독립된 기관과 이익 조정자로 행동해야 하는 이사의 능력은 많은 부분 상실될 것이다. 이사의 지위를 이용한 이익 추구 행위에 대한 우려로 인해, 1990년대 이후 대규모 공개회사는 사외이사로 구성된 이사회를 채택하게 되었다.⁴⁸⁵⁾ 그러나 미국 회사 실무에서 이러한 형태에 대해서 주식매수선택권(Stock Option)에 대한 의문이 발생한다. 미국 회사 실무에 있어서 스톡 옵션은 현재 이사들의 보수를 지급하는 수단으로 이용되는 것이 현실이고, 이러한 관행은 최근에 많은 회사에서 보수 지급 수단으로 이용되고 있다. 스톡 옵션은 이사를 회사의 주주로 만드는 것이고, 이로 인해 이사가 주주들의 부당한 이익 추구 행위를 저지할 동기를 차단하고 있다. 스톡옵션 제도로 인해서 주주와 회사의 이사들이 회사 전체의 이익이 아닌 자신들의 공동 이익을 추구한다면, 회사 생산물에 반드시 필요한 채권자와 같은 다른 구성원들의 투자를 감소시키는 결과가 발생할 수 있다.⁴⁸⁶⁾ 스톡 옵션 제도 실행에 있어서 발생하는 이익 충돌의 문제에도 불구하고 현재 회사법 이론들은 이사는 독립적이고 이해관계가 없는 자이어야 한다는 데에는 이견이 없다. 즉, 공개회사의 이사는 주주·채권자·경영진·종업원과는 달리 회사의 다른 구성원의 이익을 침해하면서 까지 자신들의 이익을 추구할 수 있는 기회가 상대적

484) 단순한 투자의 목적으로 소유한 소수 주주가 아닌, 대주주일 경우를 전제로 한 것이다.

485) John C. Coates IV, *Measuring the Domain of the Mediating Hierarchy: How Contestable Are U.S. Public Corporations?*, 24 J. Corp. L. 837, at 844-45 (1999).

486) See generally Id.

으로 적기 때문에, 이사회가 회사 업무 집행 결정에 있어서 독립적인 기능을 수행할 수 있다는 것이다. 이사회가 업무집행 의사결정에 있어서 독립적이라고 주장할 수 있는 근거는 이사회의 의사 결정은 경영판단원칙이라는 미국 회사법상의 판례를 통해서 보호되고, 실제로 이사는 고정 임금(the flat fee)을 받기 때문에⁴⁸⁷⁾ 개인적 이익과 회사의 이익이 충돌되는 경우가 흔치 않다.⁴⁸⁸⁾ 또한 미국 회사법상에서 충실의무 규정은 이익 조정을 담당하는 이사의 역할 부분에서는 회사의 잔여재산에 대한 청구권자의 범위에 이사를 인정하고 있지 않기 때문에, 충실의무 규정은 독립적인 지위 부분에 있어서는 핵심적인 역할을 하고 있다고 해석되고 있다.⁴⁸⁹⁾ 그러나 우리가 주목해야 할 부분은 최근 미국의 기업회계부정 사건이 이사에게 스톡 옵션을 부여함에 의해 주식 가치 상승에 대한 동기를 부여했기 때문에 발생한 사건이라는 것이다. 효율적 자본시장 개념 논의에서도 보았듯이, 주식 가치의 상승이 반드시 회사의 부로 연결되는 것은 아니다. 회사 전체 이익을 중시여기고, 그 구성원의 지위를 중시여기는 지배구조를 채택하려고 한다면, 옵션을 매개로 이사를 주주화시키는 스톡옵션제도와 그 확대는 상당히 신중을 기울여야 하는 문제라 생각한다.

V. 회사이익 중심모델의 적용 가능성

1. 소유권의 주체로서 회사

회사이익 중심 모델이 중요하게 삼고 있는 팀프로덕션의 개념과 이사의 이익 조정자로서의 지위는 일본적 기업시스템에서도 그 동안 많

487) See Clark, Corporation Law, at 108-09 (실제로 이사는 연단위의 연봉제로 임금을 받기 때문에 자신들의 업무 수행이 주주를 대신하여 그 이익을 위해서 행동할 동기가 적다는 것이다).

488) Lynn A. Stout. On the Proper Motives of Corporate Directors(Or, Why Don't Want to Invite Homo Economicus to Join Your Board), 28 Del. J. Corp. L. 1, at 4 (2003).

489) Blair & Stout, Team Production, at 298-99.

은 논의가 되어왔고, 기업의 실태를 중시여기는 일본적 특질과 연결될 수 있는 이론 중의 하나라고 한다.⁴⁹⁰⁾ 팀프로덕션 모델에서처럼 회사 지배구조의 외형보다는 그 운영 실태를 중시하는 측면은 우리나라 회사법에도 충분히 적용 가능한 배경을 갖고 있다고 생각한다. 또한 회사의 재산은 법인인 회사에 귀속하고, 이사회가 그 지배권을 갖는다는 팀프로덕션의 이론은 우리나라 회사법상에서도 내재되어 있는 개념이기 때문에 크게 무리 없이 받아들일 수 있다. 왜냐하면 우리나라 회사법은 소유와 경영의 분리라는 원칙을 채택하여 일상적인 회사의 관리를 독립적인 제3자 기관(이사/이사회)에 맡기고 있다.⁴⁹¹⁾ 따라서 주주는 회사의 일상적인 경영으로부터 차단되어 직접 자신의 의사를 경영에 반영할 방법을 갖고 있지 않다. 또한 이사가 회사에 대해서 주의의무를 부담하는 것도 우리나라 회사법이 전통적인 소유권 모델 또는 대리인 모델과는 그 출발점을 달리한다고 볼 수 있다.

2. 이사회 역할의 확대

우리나라는 감사위원회를 도입하고 사외이사제도를 강화하는 등 최근의 회사관련 입법은 미국식 일원주의의 모니터링 모델을 채택하는 방향으로 전개되는 것처럼 보인다. 그러나 우리나라의 이사회는 순수한 모니터링 모델을 취하고 있다고 볼 수는 없다. 왜냐하면 순수한 모니터링 모델은 회사의 업무에 관한 일반적인 사항은 회사의 집행 임원에 일임하고, 이사는 그 집행임원을 감시 감독하는 기능을 수행하는 것인데, 과연 우리나라 상법이 이러한 감시·감독 기능에만 충실하여 이사회의 역할을 고찰하고 있는가는 의문이다. 즉, 우리나라 이사회는 감독기능만을 수행하는 이사회가 아니고, 실제로는 경영이 집중되어 있는 이사회에 감사위원회라는 별도의 조직을 통해 감시·

490) 伊藤壽英, “アメリカ 會社法學におけるチーム生産アプローチ”, 『法學新報』第110卷 第3.4号, 中央大學法學會, 98面 (2003).

491) 이철송, “주주중심 경영의 법적 당위성”, 『증권』제103호, 70면 (2003).

감독 기능만을 분리해서 다루고 있다고 할 수 있다. 이러한 이사회는 미국식의 일원적 이사회 구조 내에서 다기능의 역할을 하는 이사회라고 지칭해도 이론적으로 크게 무리가 없다고 생각한다.⁴⁹²⁾ 오히려 팀프로덕션에서 강조하는 회사 전체의 이익의 측면을 고려한다면, 팀프로덕션 모델의 기본적 내용은 우리나라 상법상에도 이론적 충돌없이 흡수 가능한 이론이라고 생각한다. 왜냐하면, 우리나라의 이사의 충실의무·주의의무 모두 회사에 대한 의무로 보고 있기 때문에, 영미법상의 신탁관계 이론이 회사법의 해석에 적용될 수 있다면,⁴⁹³⁾ 팀프로덕션 모델은 우리나라 지배구조 이론을 해석하는 부분에 있어서 가장 적합한 이론이라고 생각한다. 또한 회사 실무에서도 이사회의 이익조정 기능이 빈번하게 발생하고 있고, 그러한 문제에 대해서 이사회가 개입하는 것이 우리나라 회사법에서도 타당하다고 할 수 있다.

3. 이해관계인 보호와 이익조정

팀프로덕션 모델은 실무적 측면(a positivist perspective)과 규범적 측면(a normative perspective)에서 의의가 있다고 생각되어 진다. 1) 실무적인 측면에서 보면, 현대 공개회사들은 기관투자가와 같은 회사 외부의 이해관계인들과 밀접한 관련을 갖고 있고 또한 기업 목적에 따라서는 지역사회에 많은 연관을 맺고 있다. 그래서 현재 채권자 보호 등 많은 회사 이해관계인 보호제도가 입법·연구되는 현실을 감안하면, 이사회는 독립 기관이고 그 의무는 회사 자체에 진다는 것으로 보는 것이 회사 실무와 법 이론에 부합하는 모델이다. 2) 규범적 측면에서 보면, 팀프로덕션 모델은 회사법이 앞으로 전개되어야 할 방향

492) Lynne L. Dallas, The Multiple Roles of Corporate Boards of Directors, 40 San Diego L. Rev. 781 (2003).

493) 김병연, “이사의 충실의무와 영미법상 신인의무(fiduciary duty)”, 『상사법 연구』 제24권 제3호(2005) (김병연 교수는 우리나라 상법상에도 충분히 영미법상의 신탁이론을 도입할 수 있다고 주장하고 있다).

을 제시했다는 점에서 의미가 있다고 할 수 있다. 이사회는 독립적이어야 하고 주주와 경영진과 같은 회사의 단일 구성원에게 그 의무를 지는 것이 아니라 전체로서 회사에 의무를 부담한다고 정의함으로써, 회사법은 현대 경제 실무에 있어서 독립된 조직으로 핵심적인 역할을 하는 부분을 강화할 수 있고, 이사회를 회사 내에서 핵심적 역할을 하는 중추 기관으로서의 업무를 강화할 수 있을 것이다.⁴⁹⁴⁾

VI. 건전한 노사관계 구축을 위한 회사지배구조

노사협력관계에 대한 대부분의 법학·경제학 연구는 회사 종업원이 회사 지배구조에 어떻게 영향을 미칠 수 있는가에 대한 근본 문제에 대해서는 크게 관심을 갖지 않고 있었다.⁴⁹⁵⁾ 또한 법학 분야에서는 회사의 구성요소인 자본과 노동에 대해서 계속적으로 철저하게 분리하여 다루어 왔다.⁴⁹⁶⁾ 즉, 미국의 회사법 학자들 역시도 독일과 같은 노사 협력 국가에서 나타나는 근로자 경영참여 지배구조의 장점과 시사점을 간과해 왔다고 할 수 있다.⁴⁹⁷⁾ 물론 노사 협력 지배구조 체제와 입법 체계는 해당 국가의 역사와 문화에 깊게 관련되어 있기 때문에, 다른 나라가 그 제도를 쉽게 받아들일 수는 없다.⁴⁹⁸⁾

우리가 노동자 경영참여 시스템으로 독일을 주목하는 것은 회사 지배구조에 노동자가 직접 참여한 다는 것이다. 독일은 경영 이사회와 감독이사회(감사회)의 이원식 이사회 구조를 갖고 있다. 경영 이사회

494) See Blair & Stout, Team Production, at 289.

495) Stephen M. Bainbridge, Participatory Management Within A Theory of The Firm, 21 J. Corp. L. 657, at 689 (1996).

496) Daniel R. Fischel, Labor Markets and Labor Law Compared with Capital Markets and Corporate Law, 51 U. Chi. L. Rev. 1061 (1984).

497) Viet D. Dinh, Team Production in Business Organizations: Codetermination and Corporate Governance in a Multinational Business Enterprise, 24 Iowa J. Corp. L. 975, at 976 (1999).

498) Id., at 977.

는 회사 운영에 대한 책임을 맡고 있는 경영진으로 구성되어 있고, 반면에 감독 이사회(감사회)는 경영 이사회 구성원을 지명하며 그 행위를 감독하는 것을 주요 목적으로 한다. 경영 이사회는 정기적 또는 요청에 의해 감독 이사회에 회사 운영사항을 보고해야만 한다.⁴⁹⁹⁾

반면에 미국에서 노동자들은 주주이익을 대변하는 경영진과 체결한 명시적 계약에 의해서 회사 이익의 일부분을 분배받고, 자신들의 이익을 청구할 수 있다. 즉, 계약적 기업관에 의하면 노동자의 이익은 회사 지배구조 내에서 다루어지는 것이 아니라, 회사 외부의 명시적 계약을 통해서만 달성될 수 있다는 것이다. 그러나 전술한 것처럼 이러한 기존의 해결방식에 대해서, 우리가 21세기의 회사에서 주목해야 하는 것은 주식회사의 자본개념은 변화하고 있다는 것이다. 그 변화의 중심에 서 있는 회사 자본이 바로 인적 자본인 것이고, 팀프로덕션 모델은 종업원을 비롯한 회사 인적 구성원을 회사지배구조 내에서 검토하고 있다는 것이다. 즉, 팀프로덕션 모델은 노동자의 회사지배구조 내의 지위를 인정하였고, 주주와 채권자와는 달리, 노동자는 유형의 자산을 회사에 투자하는 것이 아니라는 점에 주목했다. 각 구성원 간의 중요한 차이점은 노동자는 회사 실패를 통해 초래될지도 모르는 손실의 위험을 줄이기 위해서, 자신들의 인적 자본의 투자를 포트폴리오 방식으로 다양화할 수 없다는 것이다. 그리고 종업원들은 자신들의 인적 자본 투자에 대한 보수를 교섭을 통해 협상할 수는 있지만, 앞에 말한 손실의 위험을 줄이기 위해 효과적인 담보를 획득할 수는 없다. 이러한 관점에서 종업원은 경영진과 같은 지위를 회사 내에서 점유하고 있고, 회사 지배구조 분석 내에 포함되는 이해관계인으로 간주되어야 한다.⁵⁰⁰⁾ 이렇듯 회사에 대한 청구권자 지위를 노동

499) See Linda L. Bellace, The Role of the Law in Supporting Cooperative Employee Representation Systems, 15 Comp. Lab. L.J. 441, at 441-42 (1994)

500) Kent Greenfield, The Place of Workers in Corporate Law, 39 B.C.L. Rev. 283, at 321 (1998).

자 또는 종업원에게 인정하는 것 자체는 큰 의미가 있다. 하지만 그 청구권을 어떻게 만족시킬 것인가에 대한 질문에는 미국 회사 이론상의 대답을 기대하기는 힘들다. 실제로 이러한 질문은 미국과 독일의 노동조합에 대한 접근방법의 차이로 생각된다. 혹자들은 종업원의 이러한 청구권은 임금을 규정한 명시적 계약을 통해서도 충족될 수 있고, 그리고 묵시적인 초과 이윤의 획득(implicit quasi-rent extraction)을 허용하는 지배구조내의 계약상의 목인을 통해서도 달성될 수 있다고 주장한다. 그러나 팀프로덕션 모델은 이사회이익의 조정기능을 통해 노동자를 회사 지배구조 범주내에 포함시켰다는 데에는 큰 의미가 있고, 상호 협력을 통해 기업 가치를 극대화 시켜야하는 기업의 현실을 감안할 때 대립적인 관계에 놓여 있는 우리나라 노사관계에 회사 지배구조 차원의 해결책을 제시해줄 수 있는 이론적 토대가 아닐까 생각한다.

VII. 주주지위와 주식회사 자본개념의 변화

최근의 우리나라 입법의 경향은 주주지위강화의 방향으로 전개되고 있다.⁵⁰¹⁾ 그러나 회사의 소유자라는 추상적인 주주의 지위에서 회사 지배구조를 고찰하는 것은 수정될 필요가 있다고 생각한다. 회사법은 선언적 의미의 효과도 물론 중요하지만, 경제 실무를 얼마나 반영하고 있는가도 중요한 의미를 갖는다고 할 수 있다. 앞서서도 살펴본 것처럼, 회사는 법인격을 가진 단체로서 자신의 재산에 대해 스스로 소유권을 갖고, 주식회사에서는 주주에게 자본을 환급할 수 없으므로 회사가 청산하는 경우에 한해 주주가 회사 재산에 대해 권리를 가질 뿐, 회사가 존속하는 중에는 주주의 권리가 회사 자산에 미치지 아니한다.⁵⁰²⁾ 또한 이익 배당과 같은 기간수익에 대해서도 확정 배당율이 보장되는 우선주가 아닌 보통주의 주주는 회사에 대해 적극적으로 배

501) 이철송, 전계논문, 67면.

502) 이철송, 전계논문, 70면.

당을 청구할 수 있는 권리를 갖지 아니하고, 단지 결산총회의 결의를 통해 분배에 참가할 수 있을 뿐이다. 이렇듯 우리나라 회사법도 그 실태에 있어서는 주주가 그 법적 지위를 확고하게 갖고 있다고 할 수 없다. 이러한 실태를 반영한다면 주주 역시 회사에 자본을 투하하는 구성원으로 보고, 그 자본에 상응하는 이익을 독립된 조정기관을 통해서 얻는 것이 현실을 반영한 분석이라고 볼 수 있다.

특히 1932년에 Adolf Berle과 Gardiner Means가 시작한 ‘소유와 경영의 분리론’과 Dodd 교수의 논쟁은, 1970년대에 이르러서는 ‘기업의 사회적 책임(corporate social responsibility)’론으로 까지 확대되어 왔다.⁵⁰³⁾ 당시 개혁론자들이 말한 기업의 사회적 책임론은 회사 그 자체는 독립된 법인격을 가지므로, 회사가 “모범적인 시민(good citizens)”이 되어야 하는 것은 당연하다는 것을 그 근거로 했다. 팀프로덕션 모델은 비록 경제학적 사고를 기반으로 하여 나온 것이지만, 회사는 기본적으로 정치적·사회적 기구라는 것을 시사한다. 팀구성원들은 자신들이 경제적·법적 도구 이외에 보충적으로 정치적 도구로서 이용될 수 있다는 것을 이미 예상할 수 있으므로, 회사의 경영자와 이사들은 회사가 만들어내는 초과이윤을 가능한 한 많이 획득하기 위하여 이들 도구를 이용하는 것이 허용되어야 한다. 다만, 초과이윤의 생산은 공정한 분배가 전제 되어야 하고, 그 분배 대상에는 주주만이 아니라 그 생산에 기여한 모든 이해관계인이 포함되어야 한다는 것이 팀프로덕션에서 말하는 기업의 사회적 책임이다.

그러나 팀프로덕션 모델을 해석할 때 유념해야 하는 사항은 팀프로

503) 이 시기동안, 개혁론자들은 회사의 책임을 주주에서부터 노동자, 소비자, 공급자, 지역사회 등에까지 회사법 일반론으로서 확대하도록 하기 위해 정부의 개입을 주장했다. 동시에 당시에는 법경제학이 전성기였으므로, 법경제 학자들은 소유와 경영의 분리는 아무런 문제가 되지 않는다고 단정했고, 대신에 이들은 투자자와 경영자간의 효율적인 자원분배를 문제로 삼았다. 따라서 법경제학은 당시 회사의 사회적 책임운동의 중요성을 무색하게 했던 것이다. Douglas M. Branson, Corporate Governance "Reform" and The New Corporate Social Responsibility, 62 U. Pitt. L. Rev. 605, at 605(2000).

덕선 모델이 주주지위 축소로 해석되는 것은 그 동안 주주 지위 강화에 대한 역설적 설명으로 보여진다. 왜냐하면 팀프로덕션 모델에서는 회사이익을 위하여 이사회에 폭넓은 재량권을 부여하여 그 이익 관계를 조정할 수 있다는 것이지, 주주지위 축소를 직접적으로 언급하고 있지는 않기 때문이다. 다시 말해서, 사항에 따라서 이사회는 회사 생산물의 가치 그리고 회사 전체 이익 극대화를 위해 주주 또는 회사 이해관계인의 이익을 침해하는 것이 허용되며, 그 판단은 최종 이익 조정기관이라는 조정 기능을 통해서 타당성이 부여된다.

결론적으로 기존의 물적 자본 중시경영에서 인적자본 중심으로 실질적인 자본의 개념이 변화하고 있는 현대 주식회사에 있어서, 인적 구성원을 담당하고 있는 종업원과 같은 회사 이해관계인들의 지위는 상당히 중요한 부분을 차지하고 있다. 특히 21세기 첨단 산업은 기술이 지배하는 산업이라고 해도 과언이 아닐 것이다. 이러한 변화된 기업 현실에서 본다면, 더 이상 회사 이해관계인들을 회사 지배구조 범위 밖에 둘 수는 없다. 즉, 회사 자본의 변화를 회사 지배구조 논의에 반영해야 하며, 그러기 위해서는 회사이론이 변화되어야 한다.

본고에서 지금까지 우리는 많은 회사 이론들을 검토해보았다. 현재 우리나라를 비롯한 많은 국가에서 지향점으로 삼고 있는 주주보호의 강화는 회사법의 대명제에 있어서는 긍정적인 부분이다. 그러나 이것이 모든 회사지배구조를 강제할만한 강제적 효력의 타당성을 제공하고 있는 것은 아니다. 오히려 좀더 세밀히 각국의 기업문화와 정치적 상황, 그리고 법제이론의 기초적 분석이 선행된 후 회사에 관계되는 모든 이해관계인과 회사이익을 적절히 조정할 수 있는 부분으로 지배구조 모델은 전개되어야 한다고 생각된다.

참고문헌

【한국문헌】

<單行本>

- 권기범, 「현대회사법론」, 삼지원 (2001).
이범찬·최준선, 「상법(상)」, 삼영사 (2004).
이철송, 「회사법강의」, 박영사 (2005).
임재연, 「미국회사법」, 박영사 (2004).
정동윤, 「회사법」, 법문사 (2001).
정찬형, 「상법강의(상)」, 박영사 (2005).
최기원, 「신회사법론」, 박영사 (2005).

<論文>

- 손 성, “미국 회사법상 이사회 운영에 있어서 유형화 논의와 시사점”, 「상사법연구」, 제19 권 제1집(2000).
 , “Corporate Governance에 있어서 미국 회사법상 Monitoring Model에 관한 연구”, 「상사법연구」제20권 제1호(2001).
강희갑, “주주의 권리강화를 위한 회사 지배구조의 개선”, 「상사법 연구」제19권 제3호 (2001).
권순희, “주주중심 기업경영의 타당성여부에 관한 비판적 고찰-미국에서의 논의를 중심으로-”, 「기업법연구」 제13집(2003)
 , “미국과 독일의 기업지배구조와 최근 동향에 관한 비교 검

참고문헌

- 토”, 『상사법연구』 제22권 제2호, 한국상사법학회 (2003)
- 권재열, “소수 주주권의 법리”, 『상사법연구』 제22권 제2호(2002).
- 권중호, “감사제도의 개선과 감사위원회제도의 과제”, 『상사법연구』 제19권 제3호(2001).
- , “감사제도의 개선과 감사위원회제도의 과제”, 『상사법 연구』 제19권 제3호 (2001).
- 김병연, “이사의 충실의무와 영미법상 신인의무(fiduciary duty)”, 『상사법 연구』 제24권 제3호(2005).
- 김상규, “상법상 소수주주의 보호에 관한 연구”, 『비교사법』 제11호(1999).
- 김성태, “소수주주보호를 위한 현행제도의 문제점과 개선방향”, 『상장협』 제28호 (1993)
- 김재형, “회사의 기부행위와 이사의 책임-미국, 일본, 한국의 판례를 중심으로-”, 『기업법연구』 제15집 (2003)
- , “이사의 기부행위와 경영판단의 법칙”, 『상사법연구』 제22권 제4호, 한국상사법학회 (2003)
- 나승성, “이해관계인에 의한 회사지배”, 『경영 법률』, 경영법률학회.
- 남기윤, “미국법에서 법인이론의 전개와 그 현 시대적 의의”, 『인권과 정의』 Vol. 335 (2004. 7).
- , “사법상 법인개념의 새로운 구성, 새로운 법인이론의 제안”, 『저스티스』 통권 70호, (2002. 12).
- 박찬우, “회사의 기부행위”, 『기업법연구』 제17집 (2004. 6).
- , “기업지배구조에 관한 연구”, 『상사법 연구』 제20권 제2호(2001).
- 윤영신, “사채권자 보호에 관한 연구-주주와 사채권자의 이익충돌을

- 중심으로”(서울대학교 법학박사학위 논문, 1997).
- 이기수, “사외이사제도의 강화를 둘러싼 쟁점”, 『상사법 연구』제19권 제3호(2001)
- 이준섭, “기관투자자의 기업 지배적 역할”, 『상사법연구』제22권 제2호, 한국상사법학회 (2003).
- 이철송, “주주중심 경영의 법적 당위성”, 『증권』제103호 (2000).
- 임홍근, “주요국의 기업지배구조개혁과 성과”, 『상사법 연구』제20권 2호(2001).
- 전삼현, “독일 감사회제도의 문제점”, 『상사법 연구』 제22권 제2호 (2003).
- 정찬형, “기업경영의 투명성 제고를 위한 주식회사의 지배구조 개선”, 『상사법연구』제17권 제1 (1998).
- 허덕희, “미국회사법에서 이사에 의한 회사관계자의 이해조정”, 『기업법연구』 제16집 (2004.3).

【영미문헌】 504)

<BOOKS>

- Blair, Margaret M. & Thomas A. Kochan, The New Relationship: Human Capital in the American Corporation (2000)
- Blair, Margaret M., Ownership and Control: Rethinking Corporate Governance for the Twenty-First Century (1995)
- Bratton, William W., Corporate Finance: Cases and Materials (5th ed. 2003)
- Cary, William L. & Melvin A. Eisenberg, Corporations: Cases and

504) 본 논문의 영문 참고 문헌 및 각주 표기 방식은 미국의 통일 규칙인 Blue Book의 규칙을 따른다.

참고문헌

Materials (7th ed. 1995)

Clark, Robert C., Corporate Law (1986)

Coase, Ronald H., The Firm, The market, and The Law (1988)

Easterbrook, Frank H. & Daniel Fischel, The Economic Structure of
Corporate Law (1991)

Eisenberg, Melvin A., The Structure of the Corporation: A legal Analysis
(1976)

Hamilton, Robert W., Corporations: Cases and Materials (6th ed. 1998)

Mitchell, Lawrence E. & Lawrence A. Cunningham & Lewis D.
Solomon, Corporate Finance and Governance: Cases, Materials,
and Problems for an Advanced Course in Corporations(2nd
ed.1996)

Roe, Mark J., Strong Managers Weak Owners: The Political Roots of
American Corporate Finance (1994)

[Periodical Materials]

Alchian, Armen A. & Harold Demsetz, Production, Information Costs,
and Economic Organization, Am. Econ. Rev., Vol. 62 (1972)

Bainbridge, Stephen M., Director Primacy: The Means and Ends of
Corporate Governance, 97 Nw. U. L. Rev. 547 (2003)

, Why a Board? Group Decisionmaking in Corporate Governance,
55 Vand. L. Rev. 1 (2002) ==

, The Board of Directors as Nexus of Contracts, 88 Iowa L. Rev. 1
(2002).

- Bebchuck, Lucian Arye, The Case Against Board Veto in Corporate Takeovers, 69 Chi. L. Rev. 973 (2002).
- Berle, Adolf A. Jr., The Theory of Enterprise Entity, 47 Colum. L. Rev. 343 (1947)
- , For Whom Corporate Managers are Trustees, 45 Harv. L. Rev. 1365 (1932)
- , Corporate Powers as Powers in Trust, 44 Harv. L. Rev. 1049 (1931)
- Black, Fischer & Myron Scholes, The Pricing of Options and Corporate Liabilities, 81 J. Pol. Econ. 637 (1973).
- Blair, Margaret M. & Lynn A. Stout, F. Hodge O'neal Corporate & Securities Law Symposium: Corporate Accountability: Director Accountability and the Mediating Role of The Corporate Board, 79 Wash. U. L. Q. 403 (2001)
- , Symposium Norms & Corporate Law: Trust, Trustworthiness, and the Behavioral Foundations of Corporate Law, 149 U. Pa. L. Rev. 1735 (2001)
- , Corporate Accountability: Director Accountability and the Mediating Role of the Corporate Board, 79 Wash. U. L. Q. 403 (2001)
- , Symposium: Team Production in Business Organizations: Team Production in Business Organizations: An Introduction, 24 Iowa J. Corp. L. 743 (1999).
- Blair, Margaret M., Directors' Duties in a Post-Enron World: Why

참고문헌

- Language Matters, 38 Wake Forest L. Rev. 885 (2003)
- , Locking in Capital: What Corporate Law Achieved for Business Organizers in the Nineteenth Century, 51 UCLA L. Rev. 387 (2003)
- , Corporate Philanthropy Symposium:, A Contractarian defense of Corporate Philanthropy, 28 Stetson L. Rev. 27(1998).
- Bratton, William Jr., The New Economic Theory of the Firm: Critical Perspectives from History, 41 Stan. L. Rev. 1471.(1989).
- Butler, Henry N. & Fred S. McChesney, Symposium: Why They Give at the Office: Shareholder Welfare and Corporate Philanthropy in The Contractual Theory of the Corporation, 84 Cornell L. Rev. 1195 (1999)
- Butler, Henry N. & Larry E. Ribstein, Opting Out of Fiduciary Duties: A Response to the Anti-Contractarians, 65 Wash. L. Rev. 1 (1990).
- Chang, Saeyoung & David Y. Suk, Stock Prices and the Secondary Dissemination of Information: The Wall Street Journal's" Insider Trading Spotlight" Column, 33 Fin Rev. 115 (1998)
- Coase, Ronald H., The Nature of the Firm, 4 *Economica* 386 (1937)
- Coates, John C IV, Symposium: Team Production in Business Organizations: Measuring the Domain of Mediating Hierarchy: How Contestable Are U. S. Public Corporations?, 24 Iowa J. Corp. L. 837 (1999).
- , Note: State Takeover Statutes and Corporate Theory: The Revival of an Old Debate, 64 N. Y. U. L. Rev. 806 (1989).
- Cooter, Robert & Melvin A. Eisenberg, Fairness, Character, and

- Efficiency in Firms, 149 U. Pa. L. Rev. 1717 (2001).
- Crespi, Gregory Scott, Redefining the Fiduciary Duties of Corporate Directors in Accordance with the Team Production Model of Corporate Governance, 36 Creighton L. Rev. 623 (2003).
- Dallas, Lynne L., The Multiple Roles of Corporate Boards of Directors, 40 San Diego L. Rev. 781 (2003)
- , A Preliminary Inquiry into the Responsibility of Corporations and Their Directors and Officers for Corporate Climate: The Psychology of Enron's Demise, 35 Rutgers L. J. 1(2003).
- Dinh, Viet D., Symposium: Team Production in Business Organizations: Codetermination and Corporate Governance in Multinational Business Enterprise, 24 Iowa J. Corp. L. 975 (1999)
- Dodd, E. Merrick Jr., For Whom Are Corporate Managers Trustees?, 45 Harv. L. Rev. 1145 (1932)
- Easterbrook, Frank H. & Daniel R. Fischel, The Proper Role of a Target's Management in Responding to a Tender Offer, 94 Harv. L. Rev. 1161 (1981).
- Eisenberg, Melvin A., Corporate Law and Social Norms, 99 Colum. L. Rev. 1253 (1999)
- , Symposium: Team Production in Business Organizations: The Conception That the Corporation is a Nexus of Contracts, and the Dual Nature of the Firm, 24 Iowa J. Corp. L. 819 (1999)
- Greenfield, Kent, Using Behavioral Economics to Show the Power and Efficiency of Corporate Law as a Regulatory Tool, 35 U. C. Davis L. Rev. 581 (2002)

참고문헌

- Hager, Mark M., Essay: Bodies Politic: The Progressive History of Organizational "Real Entity" Theory, 50 U. Pitt. L. Rev. 575 (1989).
- Hansmann, Henry & Reinier Kraakman, Essay: The End of History for Corporate Law, 89 Geo. L. J. 439 (2001)
- Holmstrom, Bengt, Moral Hazard in Teams, 13 Bell J. Econ. & Mgmt. Sci. 324 (1982).
- Jensen, Michael C. & Willam H. Meckling, The Theory of the Firm; Managerial Behavior, Agency costs, and Ownership Structure, 3 J. Fin. Econ. 305 (1976)
- Michael Klauser, Institutional Shareholders, Private Equity, and Antitakeover Protection at the IPO Stage, 152 U. Pa. L. Rev. 755 (2003).
- Kostant, Peter C., SYMPOSIUM: Corporations Theory and Corporate Governance Law: Team Production and the Progressive Corporate Law Agenda, 35 U. C. Davis L. Rev. 667 (2002).
- Kuykendall, Mae, Assessment and Evaluation: Retheorizing the Evolving Rules of Director Liability, 8 J. L. & Pol'y 1 (1999)
- Macey, Jonathan R., Externalities, Firm-Specific Capital Investments, and the Legal Treatment of Fundamental Corporate Changes, 1980 Duke L.J. 173(1989).
- Mann, Ronald J. & Curtis J. Milhaupt, Path Dependence and Comparative Corporate Governance: Forward, 74 Wash. U. L. Q. 317 (1996).
- Mark, Gregory A., The Personification of the Business Corporation in American Law, 54 U. Chi. L. Rev. 1441 (1987)

- Meese, Alan, The Team Production Theory of Corporate Law: A Critical Assessment, 43 Wm and Mary L. Rev. 1629 (2002)
- Millon, David , Essay: New Game Plan or Business as usual? A Critique of the Team Production Model of Corporate Law, 86 Va. L. Rev. 1001 (2000).
- , Essay: New Directions in Corporate Law Communitarians, Contractarians, and The Crisis in Corporate Law, 50 Wash & Lee L. Rev. 1373 (1993)
- , Redefining Corporate Law, 24 Ind. L. Rev. 223 (1991)
- , Frontiers of Legal Thought: Theories of the Corporation, 1990 Duke L. J. 201 (1990)
- Mitchell, Lawrence E., Symposium: Team Production in Business Organizations: Trust and Team Production in Post-Capitalist Society, 24 Iowa J. Corp. L. 869 (1999)
- , Close Corporations Reconsidered, 63 Tulane L. Rev. 1301 (1989)
- , Fairness and Trust in Corporate Law, 43 Duke L. J. 425(1993).
- Phillips, Michael J., Reappraising the Real Entity Theory of the Corporation, 21 Fla. St. U. L. Rev. 1061 (1994)
- Radin, Tara J., 700 Families to Feed: The Challenge of Corporate Citizenship, 36 Vand. J. Transnat'l L. 619 (2003)
- Rajan, Raghuram & Luigi Zingales, Power in the Theory of the Firm, 113 Q. J. Econ. 387 (1998).
- Roe, Mark J., Chaos and Evolution in Law and Economics, 109 Harv. L. Rev. 641 (1996).

참고문헌

- , Can Culture Constrain the Economic Model of Corporate Law?,
69 U. Chi. L. Rev. 1251 (2002).
- , Legal Origins and Modern Stock Markets, The Harvard John M. Olin Discussion Paper No. 563 (11/2006) (available at http://www.law.harvard.edu/programs/olin_center).
- Smith, D. Gordon, Symposium: Team Production in Business Organizations: Team Production in Venture Capital Investing, 24 Iowa J. Corp. L. 949 (1999).
- Sommer, A.A. Whom Should the Corporation Serve? The Berle-Dodd Debate Revisited Sixty Years Later, 16 Del. J. Corp. L. 33 (1991).
- Stout, Lynn A., Investors' Choices: The Shareholder as Ulysses: Some Empirical Evidence on Why Investors In Public Corporations Tolerate Board Governance, 152 U. Pa. L. Rev. 667 (2003)
- , On the Proper Motives of Corporate Directors(or, Why You Don't Want to Invite Homo Economicus to Join Your Board), 28 Del. J. Corp. L. 1 (2003).
- , Response Symposium; Do Antitakeover Defenses Decrease Shareholder Wealth? The Ex Post/Ex Ante Valuation Problem, 55 Stam. L. Rev. 845 (2002).
- , Stock Prices and Social Wealth, Harvard John M. Olin Discussion Paper Series No. 301 (2000), available at [http://www.law.harvard.edu/program/ olin_center](http://www.law.harvard.edu/program/olin_center).
- , Are Takeover Premiums Really Premiums? Market Price, Fair Value, and Corporate Law, 99 Yale L. J. 1235 (1990).

- Talley, Eric, Symposium: Team Production in Business Organizations: Taking the "I" out of "Team": Intra-Firm Monitoring and the Content of Fiduciary Duties, 24 Iowa J. Corp. L. 1001 (1999).
- Thompson, Robert B. & D. Gordon Smith, Toward A New Theory of the Shareholder Role: "Sacred Space" in Corporate Takeovers, 80 Tex. L. Rev. 261(2001).
- Wallman, Steven M. H., Symposium: Team Production in Business Organizations: Understanding the Purpose of a Corporation: An Introduction, 24 Iowa J. Corp. L. 807 (1999).
- Weiner, Joseph L., The Berle-Dodd Dialogue on the Concept of the Corporation, 64 Colum. L. Rev. 1458 (1964).
- Williams, Cynthia, Corporate Social Responsibility in an Era of Economic Globalization, 35 U. C. Davis L. Rev. 705 (2002),
- Williamson, Oliver E., Comparative Economic Organization: The Analysis of Discret Structural Alternatives, 36 Admin. Sci. Q. 269 (1991).
- , The Modern Corporation: Origins, Evolution, Attributes, 19 J. Econ. Literature 1537 (1981).

【일본문헌】

<單行本>

有井行夫, 『株式會社の正當性と所有理論』, 青木書店(1991).

伊藤秀史編著, 『日本企業變革期の選擇』, 東洋經濟新報社(2002).

神田秀樹, 『コーポレート・ガバナンスにおける商法の役割』, 中央經濟社(2005).

참고문헌

<論文>

市川兼三, “コーポレート・ガバナンス、- 企業活動にとって株主とは何なのか-”, 『民商法雑誌』117號, 1998.

伊藤壽英, アメリカ會社法學におけるチーム生産アプローチ-契約的企業觀にするアンチテーゼ-, 『法學新報』第110卷 第3・4号 (2003. 8).

森本滋, 委員會等設置會社制度の理念 と 機能 [上] - 監事委員會と監査役制度の比較検討を 中心に-, 『商事法務』No. 1666 (2003. 6. 25).

, 委員會等設置會社制度の理念 と 機能 [中] - 監事委員會と監査役制度の比較検討を 中心に-, 『商事法務』No. 1667 (2003. 7. 5).

, 委員會等設置會社制度の理念 と 機能 [下] - 監事委員會と監査役制度の比較検討を 中心に-, 『商事法務』No. 1668 (2003. 7. 15).

坂本延夫, 擬制された私的所有者としての株式會社 - 覚え書, 『法學新報』第 109卷 第9・10号 (2003. 5).

河村賢治, 米國における企業統治改革の最近動向, 『商事法務』No. 1636 (2002. 8.5).

森淳二郎, “會社法のモデル分析と株式會社支配の特質”, 『九州大學 法學部 創立 七十周年 記念 論文集』-法と政治-二十一世紀の胎動, (1993).

高橋英治, “株主と憲法上の財産權”, 『民商法雑誌』第130卷 第2號, (2004).

徐治文, “コーポレート・ガバナンスにおける會社法の役割”, 『九大法學』第68号, 九大法學會(1994).

柳田美恵子, “アメリカにおける取締役の責任と信認法理”, 『法と政治』제3호, 國土館大學, (2003).

藤田友敬, “契約・組織の經濟學と法律學”, 『北大法學論集』제52권 제5

호, 1882-1883面(2002).

今西宏次, “株式會社とそる利害關係者に關する一考察”, 『大阪經大論集』
제49권 제4호, 220面 (1998).

부
속

상법 회사편 일부개정법률(안) 개정내용

■ 개정 배경

○ 「자본시장과 금융투자업에 관한 법률」의 제정으로 인하여 「증권거래법」 등 자본시장 관련 6개 법률이 통폐합되고, 「증권거래법」의 내용인 상장법인의 지배구조와 재무 활동에 관한 규정도 함께 폐지될 예정이어서, 이러한 규정들이 상장회사의 기본구조를 규율하는 중요한 내용임에도 여러 특별법에 산재하여 있어 규정 상호간의 통일성이 결여될 우려가 있으므로,

○ 이를 상법 회사편으로 포섭하여 국민의 편의도모와 상법 회사편의 완결을 기하고, 소규모 기업의 설립 및 운영의 편의를 증진하기 위해 각종 제한을 철폐하는 등 기존 상법의 운영상 나타난 일부 미비점을 수정·보완하려는 의도로 상법개정 추진

■ 주요 내용

○ 소규모 주식회사 설립시 주금납입금 보관증명서를 잔고증명서로 대체 (안 제318조 제3항)

- 소규모 주식회사를 설립의 경우에도 금융기관 발행의 주금납입금 보관증명서를 제출하여야 하는데 그 발급절차가 신속한 창업에 지장을 초래함으로써,
- 자본금 10억원 미만인 주식회사의 발기설립 경우 주금납입금 보관증명서를 금융기관의 잔고증명서로의 대체를 허용함으로써,
- 소규모 주식회사의 발기설립 절차의 간소화가 기대됨

○ 소규모 주식회사의 주주총회 소집절차 간소화 (안 제363조 제5항부터 제8항까지)

[부 록]

- 가족기업의 운영과 같은 소규모 주식회사에 대한 복잡한 주주총회 소집절차의 준수요구는 회사운영에 과도한 부담을 초래함으로써,
- 자본금 10억원 미만 주식회사의 주주총회 소집통지 기간을 1주 전으로 단축하고, 주주 전원의 동의가 있는 경우 소집절차의 생략과 서면에 의한 주주총회 결의를 허용함으로써,
- 소규모 주식회사의 주주총회 개최와 관련된 비용 및 시간의 절약이 예상된다.

○ 상장회사의 소수주주권 완화 (안 제542조의6, 7조)

- 상장회사의 경우 소수주주권 행사 지분율이 지나치게 높아 소수주주권의 활용이 미비하므로,
 - 상장회사에 관한 소수주주권 지분율을 낮추고,
 - 상장회사 주식을 6개월 이상 보유한 자에 한하여 소수주주권 행사를 인정하여 소수주주권의 남용을 예방하고
 - 이사·감사 후보자 추천권을 소수주주권의 내용으로 명문화하지만, 6개월 보유요건은 두지 않음으로써,
- 상장회사의 소수주주권 행사가 용이해져 상장회사의 경영 투명성이 제고될 것으로 기대됨.

○ 감사위원 선임권의 명문화 및 의결권 제한 (안 제542조의13)

- 현재 증권거래법상 감사위원 선임/해임에 관한 권한 여부에 관한 규정이 없으면서, 감사위원 선임/해임시 의결권 제한에 관한 규정은 있어서, 실무상 이사를 일괄 선임한 후 선임된 이사 중 감사위원을 선임하는 일괄선출방식과 일반 이사와 감사위원인 이사를 분리하여 선임하는 분리선출방식 등으로 나뉘어 분쟁이 발생하고 있으므로,
- 상장회사의 경우 감사위원의 선임/해임권은 주주총회에 있음을 명

문으로 규정하고, 감사위원 선임시 3% 의결권 제한 규정을 설치함으로써,

- 상장회사의 지배구조 결정방식이 통일되어 관련 법적 분쟁을 예방할 수 있을 것을 기대함

○ 기타 상장회사의 지배구조에 관한 특례 마련 (안 제542조의3부터 제542조의5까지, 제542조의8부터 제542조의12까지)

- 회사의 규모와 소유의 분산이 특징인 상장회사는 국민경제에 미치는 영향이 크므로, 이에 상응하는 상장회사의 특수성을 반영하여 지배구조를 결정할 수 있는 법규가 필요하므로,
- 이사회에 대한 권한 부여와 책임 강화, 사외이사 비율의 증가, 주주총회 절차의 간소화, 감사위원회 설치 의무화 등을 통하여 회사 규모에 맞는 기업운영의 효율성 제고와 투명성 강화를 도모
- 내 용 : ① 주식매수선택권의 범위 확대 - 상장회사 경우 주식매수선택권을 당해 회사 외에 관계회사 이사에게도 부여 가능, 발행주식 총수의 100분의 10 이하에서 100분의 20 이하로 부여범위 확대, 주주총회 결의 없이 이사회 결의만으로도 100분의 10 이하 범위에서 주식매수선택권 부여 가능 ② 자기주식취득 규정 변화 - 상장회사 경우 신탁업자를 통한 자기주식취득 가능, 자기주식취득에 관한 의사결정 기관을 원칙적으로 주주총회가 아닌 이사회로 규정 ③ 주주총회 소집통지 간소화 - 대통령령이 정하는 지분율 이하의 소수주주에 대한 일간신문 공고와 전자적 방법에 의한 공고로 주주총회 소집통지에 같음 가능 ④ 집중투표제 기준 강화 - 대통령령이 정하는 대규모 상장회사가 집중투표의 도입/배제하려는 경우 3% 이상의 주식에 대한 의결권 행사 금지 ⑤ 사외이사 비율의 상향 조정 - 상장회사 중 대통령령이 정하는 경우를 제외하고 사외이사가 이사 총수의 1/4 이상 의무적 구성, 대통령령이 정하는 대규

[부 록]

모 상장회사의 사외이사는 3인 이상으로 하며, 이사 총수의 1/2 이상 설치 의무화 ⑥ 신용공여 등 규제 - 상장회사는 일정한 예외 하에, 주요주주 등 특수관계인을 상대방으로 하거나 그를 위하여 하는 신용공여 금지, 대통령령이 정하는 대규모 상장회사와 최대주주 및 특수관계인과의 거래 행위 원칙적으로 이사회 승인 후 정기 주주총회에 보고의무화 ⑦ 감사위원회 의무 설치화 - 대통령령이 정하는 상장회사에 대하여는 1인 이상의 상근감사 설치, 대통령령이 정하는 대규모 상장회사에 대하여는 감사위원회를 의무적 설치

○ 상장회사의 재무구조에 관한 특례 마련 (안 제542조의14부터 제542조의20까지)

- 비상장회사에 비하여 상장회사는 재무관리의 기동성·자율성·효율성이 강하게 요구되나, 상장회사의 특수성을 반영하는 규정이 상법에 마련되어 있지 않으므로,
- 이에 상응할 수 있도록, 제한을 완화하여 상장회사의 자율성을 최대한으로 보장하는 방법과 일정한 요건들을 대통령령으로 위임하는 방법으로 재무관리의 자율성과 효율성을 제고시킴
- 내 용 : ① 법원의 인가없이 주주총회 특별결의만으로 주식의 액면미달 가액발행 가능 ② 일반공모증자 방식으로 신주발행 가능 ③ 발행주식의 현물출자 경우 가격산정방법이 대통령령 요건에 부합하는 경우 감사인의 검사 또는 감정인의 감정의 면제 ④ 새로 발행하는 주식으로 이익배당 총액에 상당하는 금액까지의 배당 허용 ⑤ 중간배당 외에 3월, 6월, 9월말 이익배당(분기배당) 허용 ⑥ 유상증자, 배당, 기타 재무처리 관련 사항과 합병 및 중요한 영업 또는 자산의 양도·양수 관련 사항에 대하여 대통령령의 요건과 방법으로 따르도록 함

○ 유한회사에 대한 각종 제한 규정 철폐 (안 제545조, 제556조, 제571조, 제607조)

- 유한회사는 폐쇄적 운영의 소규모 기업을 전제로 하나, 폐쇄적 운영규정들이 각종 제한으로 작용하여 유한회사의 이용에 불편을 초래하고 있으므로,
- 정관자치의 방법과 대표적 제한 규정 철폐로 유한회사 활용의 증가를 기대함
- 내 용 : ① 사원총수에 대한 제한 규정 삭제 ② 지분양도는 원칙적 자유이지만, 정관으로 지분양도 제한 가능 ③ 서면 통지 이외에 각 사원의 동의 언어 전자문서 통지로 사원총회 소집가능 ④ 주식회사로 조직변경하는 경우 사원총회 결의요건을 정관에서 완화 가능

상법 일부 개정 법률안

商法 일부를 다음과 같이 개정한다.

제318조의 제목 “(納入金保管者の 證明과 責任)”을 “(납입금보관자의 증명과 책임)”으로 하고, 같은 조 제1항 및 제2항을 각각 다음과 같이 하며, 같은 조에 제3항을 다음과 같이 신설한다.

- ① 납입금을 보관한 은행 그 밖의 금융기관은 받기인 또는 이사의 청구가 있는 때에는 그 보관금액에 관하여 증명서를 교부하여야 한다.
- ② 제1항의 은행 그 밖의 금융기관은 증명한 보관금액에 대하여는 납입이 부실하거나 그 금액의 반환에 관한 제한이 있다는 것을 이유로 하여 회사에 대항하지 못한다.
- ③ 제1항의 규정에도 불구하고 자본금 총액이 10억원 미만인 회사를 제295조제1항에 따라 받기설립하는 경우에는 제1항의 증명서를 은행 기타 금융기관의 잔고증명서로 대체할 수 있다.

제340조의2의 제목 “(株式買受選擇權)”을 “(주식매수선택권)”으로 하고, 같은 조 제1항을 다음과 같이 한다.

- ① 회사는 정관에서 정한 바에 따라 제434조의 주주총회의 결의로 회사의 설립·경영과 기술혁신 등에 기여하거나 기여할 수 있는 회사의 이사·집행임원·감사 또는 피용자에게 미리 정한 가액(이하 ‘주식매수선택권의 행사가액’이라 한다)으로 신주를 인수하거나 자기의 주식을 매수할 수 있는 권리(이하 ‘주식매수선택권’이라 한다)를 부여할 수 있다. 다만, 주식매수선택권의 행사가액이 주식의 실질가액보다 낮은 경우에 회사는 그 차액을 금전으로 지급하거나 그 차액에 상당하는 자기의 주식을 양도할 수 있다. 이 경우 주식의 실질가액은 주식매수선택권의 행사일을 기준으로 평가한다.

[부 록]

제340조의2제2항 각 호 외의 부분을 다음과 같이 한다.

다음 각 호의 어느 하나에 해당하는 자에게는 제1항의 주식매수 선택권을 부여할 수 없다.

제340조의2제2항제1호부터 제3호까지를 각각 다음과 같이 한다.

1. 의결권 없는 주식을 제외한 발행주식총수의 100분의 10 이상의 주식을 가진 주주
2. 이사·집행임원·감사의 선임과 해임 등 회사의 주요 경영사항에 대하여 사실상 영향력을 행사하는 자
3. 제1호와 제2호에 규정된 자의 배우자와 직계존·비속

제340조의2제3항을 다음과 같이 한다.

③제1항에 따라 발행할 신주 또는 양도할 자기의 주식은 회사의 발행주식총액의 100분의 10을 초과할 수 없다.

제340조의2제4항 각 호 외의 부분을 다음과 같이 한다.

제1항의 주식매수선택권의 행사가액은 다음 각 호의 가액 이상이어야 한다.

제340조의2제4항제1호 중 “新株”를 “신주”로, “株式買受選擇權의 附與日”을 “주식매수선택권의 부여일”로, “株式의 實質價額과 株式의 券面額중”을 “주식의 실질가액과 주식의 권면액 중”으로 하며, 같은 항 제2호를 다음과 같이 한다.

2. 자기의 주식을 양도하는 경우에는 주식매수선택권의 부여일을 기준으로 한 주식의 실질가액

제363조의 제목 “(召集의 通知, 公告)”를 “(소집의 통지, 공고)”로 하고, 같은 조 제1항 본문을 다음과 같이 한다.

주주총회를 소집하는 경우에는 주주총회일을 정하여 2주 전에 각

주주에게 서면으로 통지를 발송하거나 각 주주의 동의를 받아 전자문서로 통지를 발송하여야 한다.

제363조제1항 단서 중 “株主名簿상의 株主의 住所에 계속 3年間”을 “주주명부상의 주주의 주소에 계속 3년간”으로, “會社는 당해 株主에게 總會의 召集”을 “회사는 해당 주주에게 주주총회의 소집”으로 하며, 같은 조 제2항부터 제4항까지를 각각 다음과 같이 하고, 같은 조에 제5항부터 제8항까지를 각각 다음과 같이 신설한다.

- ②제1항의 통지서에는 회의의 목적사항을 기재하여야 한다.
- ③회사가 무기명식의 주권을 발행한 경우에는 주주총회일의 3주 전에 총회를 소집하는 뜻과 회의의 목적사항을 공고하여야 한다.
- ④제1항부터 제3항은 의결권 없는 주주에게는 적용하지 아니한다.
- ⑤제1항에도 불구하고 자본금 총액이 10억원 미만인 회사가 주주총회를 소집함에는 주주총회일을 정하여 1주 전(이 기간은 정관에서 단축할 수 있다)에 각 주주에게 서면으로 통지를 발송하거나 각 주주의 동의를 받아 전자문서로 통지를 발송할 수 있다. 다만, 회사가 무기명식의 주권을 발행한 경우에는 주주총회일의 2주 전에 주주총회를 소집하는 뜻과 회의의 목적사항을 공고할 수 있다.
- ⑥제5항의 회사는 주주 전원의 동의를 있을 경우에는 소집절차 없이 주주총회를 개최할 수 있고, 서면에 의한 결의로써 주주총회의 결의에 갈음할 수 있다. 결의의 목적사항에 대하여 주주 전원이 서면으로 동의를 한 때에는 서면에 의한 결의가 있는 것으로 본다.
- ⑦제6항의 서면에 의한 결의는 주주총회의 결의와 동일한 효력이 있다.
- ⑧주주총회에 관한 규정은 서면에 의한 결의에 준용한다.

제363조의2의 제목 “(株主提案權)”을 “(주주제안권)”으로 하고, 같은

[부 록]

조 제1항 및 제2항을 각각 다음과 같이 한다.

①의결권 없는 주식을 제외한 발행주식총수의 100분의 3 이상에 해당하는 주식을 가진 주주는 이사에게 주주총회일(정기주주총회의 경우 직전연도의 정기주주총회일에 해당하는 당해 연도의 해당일. 이하 이 조에서 같다)의 6주 전에 서면으로 일정한 사항을 주주총회의 목적사항으로 할 것을 제안(이하 '주주제안'이라 한다) 할 수 있다.

②제1항의 주주는 이사에게 주주총회일의 6주 전에 서면으로 회의의 목적으로 할 사항에 추가하여 해당 주주가 제출하는 의안의 주요한 내용을 제363조에서 정하는 통지와 공고에 기재할 것을 청구할 수 있다.

제363조의2제3항 전단을 다음과 같이 한다.

이사는 제1항에 의한 주주제안이 있는 경우에는 이를 이사회에 보고하고, 이사회는 주주제안의 내용이 법령 또는 정관에 위반되는 경우와 그 밖에 대통령령이 정하는 경우를 제외하고는 이를 주주총회의 목적사항으로 하여야 한다.

제363조의2제3항 후단 중 “株主提案을 한 者의 請求”를 “주주제안을 한 자의 청구”로, “株主總會에서 당해 議案”을 “주주총회에서 해당 의안”으로 한다.

제3편 제4장 제13절(제542조의2부터 제542조의20까지)을 다음과 같이 신설한다.

제13절 상장회사

제542조의2 (적용범위) 이 절은 대통령령이 정하는 증권시장에 상장된 주권을 발행한 주식회사(이하 '상장회사'라 한다)에 대하여

적용한다.

제542조의3 (주식매수선택권) ①상장회사는 제340조의2제1항 본문에도 불구하고 대통령령이 정하는 관계회사의 이사·집행임원·감사 또는 피용자(대통령령이 정하는 자를 제외한다. 이하 이 조에서 같다)에게 주식매수선택권을 부여할 수 있다.

②상장회사는 제340조의2제3항에도 불구하고 발행주식총수의 100분의 20의 범위 안에서 대통령령으로 정하는 한도까지 주식매수선택권을 부여할 수 있다.

③상장회사는 제340조의2제1항 본문에도 불구하고 정관이 정하는 바에 따라 발행주식총수의 100분의 10의 범위 안에서 대통령령이 정하는 한도까지 제340조의3제2항 각 호의 사항을 이사회가 결의함으로써 제1항의 규정에 따른 해당 회사의 집행임원·감사 또는 피용자 및 그 관계회사의 이사·집행임원·감사 또는 피용자에게 주식매수선택권을 부여할 수 있다. 이 경우 그 부여일 이후 최초로 소집되는 주주총회의 승인을 받아야 한다.

④제340조의4제1항에도 불구하고 상장회사의 주식매수선택권을 부여받은 자는 대통령령이 정하는 경우를 제외하고는 주식매수선택권을 부여하기로 하는 주주총회 또는 이사회 결의일로부터 2년 이상 재임 또는 재직하여야 주식매수선택권을 행사할 수 있다.

⑤제1항부터 제4항까지 규정된 것 외에 상장회사의 주식매수선택권에 관하여 필요한 사항은 대통령령으로 정한다.

제542조의4 (자기주식의 취득 및 처분) ①상장회사는 대통령령이 정하는 금전의 신탁계약에 의하여 신탁업자로부터 신탁계약이 해지·종료된 때에 반환받는 방법에 의하여 자기주식을 취득할 수 있다. 다만, 신탁업자가 제341조제1항 각 호에 따라 취득한 경우에 한정한다.

[부 록]

- ②제1항의 경우 신탁계약에 의한 계약금액은 제341조제1항 단서의 취득가액으로 본다.
- ③상장회사가 제1항 및 제341조제1항에 따라 자기주식을 취득하는 경우에는 제341조제2항 각 호의 사항에 관하여 이사회 결의만으로 자기주식을 취득할 수 있다.
- ④상장회사가 이익배당을 할 수 있는 한도 등의 감소로 인하여 제341조제1항 단서에 따른 범위를 초과하여 자기주식을 취득하게 된 경우에는 그 날부터 대통령령이 정하는 기간 내에 그 초과분을 처분하여야 한다.
- ⑤자기주식을 취득·처분·소각하는 경우에는 그 이후 처음으로 소집되는 주주총회에 보고하여야 한다.
- ⑥상장회사가 자기주식을 취득하거나 처분하는 경우(신탁계약을 체결하거나 해지하는 경우를 포함한다)에는 대통령령이 정하는 요건·절차 등의 기준에 따라야 한다.

제542조의5 (주주총회 소집공고) ①상장회사가 주주총회를 소집하는 경우 대통령령이 정하는 수 이하의 주식을 소유하는 주주에게는 정관에서 정하는 바에 따라 주주총회일의 2주 전에 주주총회를 소집하는 뜻과 회의의 목적사항을 2 이상의 일간신문에 각각 2회 이상 공고하거나 대통령령이 정하는 바에 따라 전자적 방법에 의하여 공고함으로써 제363조제1항의 소집통지에 갈음할 수 있다.

②상장회사가 제363조제1항의 소집통지 또는 제1항의 공고를 하는 경우에는 대통령령이 정하는 사항을 통지 또는 공고하여야 한다. 회의의 목적사항이 이사·감사의 선임에 관한 사항인 경우에는 이사·감사 후보자의 성명·약력·추천인 그 밖에 대통령령이 정하는 후보자에 관한 사항을 통지 또는 공고하여야 한다.

- 제542조의6 (소수주주권) ①6월 전부터 계속하여 상장회사의 발행 주식총수의 1천분의 15 이상에 해당하는 주식을 보유한 자는 제 366조 및 제467조에서 규정하는 주주의 권리를 행사할 수 있다.
- ②6월 전부터 계속하여 상장회사의 발행주식총수의 1천분의 5 이상에 해당하는 주식을 보유한 자는 제363조의2에서 규정하는 주주의 권리를 행사할 수 있다.
- ③6월 전부터 계속하여 상장회사의 발행주식총수의 1만분의 25 이상에 해당하는 주식을 보유한 자는 제385조(제415조에서 준용하는 경우를 포함한다) 및 제539조에서 규정하는 주주의 권리를 행사할 수 있다.
- ④6월 전부터 계속하여 상장회사의 발행주식총수의 1만분의 5 이상에 해당하는 주식을 보유한 자는 제466조에서 규정하는 주주의 권리를 행사할 수 있다.
- ⑤6월 전부터 계속하여 상장회사의 발행주식총수의 10 만분의 25 이상에 해당하는 주식을 보유한 자는 제402조에서 규정하는 주주의 권리를 행사할 수 있다.
- ⑥6월 전부터 계속하여 상장회사의 발행주식총수의 1만분의 1 이상에 해당하는 주식을 보유한 자는 제403조(제324조, 제415조, 제424조의2, 제467조의2 및 제542조에서 준용하는 경우를 포함한다)에서 규정하는 주주의 권리를 행사할 수 있다.
- ⑦상장회사는 정관에서 제1항부터 제6항에서 정하는 것 보다 단기의 주식 보유기간을 정하거나 낮은 비율을 정할 수 있다.
- ⑧조, 제542조의7제1항 및 제542조의8제1항에서 “주식을 보유한 자”라 함은 주식을 소유한 자, 주주권 행사에 관한 위임을 받은 자, 2명 이상의 주주의 주주권을 공동으로 행사하는 자를 말한다.

[부 록]

제542조의7 (이사·감사 후보자 추천권) ①상장회사의 의결권 있는 발행주식총수의 1천분의 5 이상에 해당하는 주식을 보유한 자는 이사에게 대통령령이 정하는 바에 따라 주주총회일(정기주주총회의 경우에는 직전연도의 정기주주총회일에 해당하는 당해 연도의 해당일) 6주 전까지 이사 또는 감사의 후보자를 추천할 수 있다. 다만, 정관에서 이 보다 낮은 비율을 정할 수 있다.

②제1항 본문의 경우 후보자를 추천한 자의 청구가 있을 경우에는 주주총회에서 해당 후보자에 관한 사항을 설명할 기회를 주어야 한다.

③상장회사가 주주총회에서 이사 또는 감사를 선임하고자 하는 경우에는 제542조의5제2항제2문의 규정에 따라 통지 또는 공고된 후보자 중에서 선임하여야 한다.

제542조의8 (집중투표에 관한 특례) ①대통령령이 정하는 상장회사의 의결권 있는 발행주식총수의 100분의 1 이상에 해당하는 주식을 보유한 자는 제382조의2제1항에 따른 집중투표 청구권을 행사할 수 있다.

②제1항에서 규정하는 상장회사가 정관에서 집중투표를 배제하고자 하거나 그 배제된 정관을 변경하고자 하는 경우에는 의결권 없는 주식을 제외한 발행주식총수의 100분의 3을 초과하는 수의 주식을 가진 주주는 그 초과하는 주식에 관하여 의결권을 행사하지 못한다. 다만, 정관에서 이 보다 낮은 비율을 정할 수 있다.

③1항의 상장회사가 제2항에 따른 집중투표의 배제 여부에 관한 정관의 변경을 주주총회의 목적사항으로 하고자 하는 경우에는 그 밖의 사항의 정관 변경에 관한 다른 의안과 별도로 상정하여 의결하여야 한다.

④제1항의 청구는 주주총회일(정기주주총회의 경우에는 직전연도의 정기주주총회일에 해당하는 당해연도의 해당일) 6주 전까지

이사에게 서면 또는 전자문서로 하여야 한다.

제542조의9 (사외이사의 선임) ①상장회사는 대통령령이 정하는 경우를 제외하고는 이사 총수의 4분의 1 이상을 사외이사로 하여야 한다. 다만, 제542조의8제1항에서 규정하는 상장회사의 사외이사는 3명 이상으로 하되, 이사 총수의 과반수가 되도록 하여야 한다.

②상장회사의 사외이사는 제382조제3항 뿐만 아니라 다음 각 호의 어느 하나에 해당되지 않아야 하며, 이에 해당하게 된 경우에는 그 직을 상실한다.

1. 미성년자, 금치산자 또는 한정치산자
 2. 파산선고를 받은 자로서 복권되지 아니한 자
 3. 금고 이상의 형을 받고 그 집행이 종료되거나 집행을 받지 아니하기로 확정된 후 2년을 경과하지 아니한 자
 4. 대통령령이 별도로 정하는 법률에 의하여 해임되거나 면직된 후 2년을 경과하지 아니한 자
 5. 상장회사의 주주로서 의결권 있는 발행주식총수를 기준으로 본인 및 대통령령이 정하는 그의 특수관계인이 소유하는 주식의 수가 가장 많은 경우 그 본인(이하 '최대주주'라 한다) 및 그의 특수관계인
 6. 누구의 명의로 하든지 자기의 계산으로 의결권 있는 발행주식총수의 100분의 10 이상의 주식을 소유한 자와 이사·집행임원·감사의 선임과 해임 등 회사의 주요 경영사항에 대하여 사실상의 영향력을 행사하는 주주(이하 '주요주주'라 한다) 및 그의 배우자와 직계존비속
 7. 그 밖에 사외이사로서의 직무를 충실하게 수행하기 곤란하거나 회사의 경영에 영향을 미칠 수 있는 자로서 대통령령이 정하는 자
- ③제1항의 상장회사는 사외이사의 사임·사망 등의 사유로 인하여

[부 록]

사외이사의 수가 제1항의 이사회 구성요건에 미달하게 된 때에는 그 사유가 발생한 후 최초로 소집되는 주주총회에서 제1항의 요건에 합치되도록 하여야 한다.

④제1항 단서에서 규정하는 상장회사는 사외이사 후보를 추천하기 위하여 제393조의2의 위원회(이하 이 조에서 ‘사외이사후보추천위원회’라 한다)를 설치하여야 한다. 이 경우 사외이사후보추천위원회는 사외이사가 총 위원의 2분의 1 이상이 되도록 구성하여야 한다.

⑤제1항 단서에서 규정하는 상장회사의 경우 주주총회에서 사외이사를 선임하고자 하는 때에는 사외이사후보추천위원회의 추천을 받은 자 중에서 선임하여야 한다. 이 경우 상장회사의 사외이사후보추천위원회가 사외이사 후보를 추천함에 있어서는 제363조의2제1항, 제542조의6제2항 또는 제542조의7제1항의 권리를 행사할 수 있는 요건을 갖춘 주주가 주주총회일(정기주주총회의 경우 직전연도의 정기주주총회일에 해당하는 당해 연도의 해당일)의 6주 전에 추천한 사외이사 후보를 포함시켜야 한다.

제542조의10 (주요주주 등 이해관계자와의 거래) ①상장회사는 다음 각 호의 자를 상대방으로 하거나 그를 위하여 신용공여를 하여서는 아니된다.

1. 주요주주 및 그 특수관계인
2. 이사(제401조의2제1항 각 호의 어느 하나에 해당하는 자를 포함한다. 이하 이 조에서 같다) 및 집행임원
3. 감사

②제1항에도 불구하고 다음 각 호의 어느 하나에 해당하는 신용공여의 경우에는 이를 할 수 있다.

1. 복리후생을 위한 이사·집행임원 또는 감사에 대한 금전대여 등

으로서 대통령령이 정하는 신용공여

2. 다른 법령에서 허용하는 신용공여
3. 대통령령이 정하는 충분한 담보를 제공하는 경우의 신용공여
4. 그 밖에 상장회사의 경영건전성을 해할 우려가 없는 금전대여 등으로서 대통령령이 정하는 신용공여

③대통령령이 정하는 상장회사는 최대주주, 그의 특수관계인 및 해당 상장회사의 특수관계인으로서 대통령령이 정하는 자를 상대방으로 하거나 그를 위하여 다음 각 호의 어느 하나에 해당하는 거래(제1항에 따라 금지되는 거래를 제외한다)를 하고자 하는 경우에는 이사회에 승인을 받아야 한다.

1. 단일 거래규모가 대통령령이 정하는 규모 이상인 거래
2. 해당 사업연도 중에 특정인과 해당 거래를 포함한 거래총액이 대통령령이 정하는 규모 이상이 되는 경우의 해당 거래

④제3항의 경우 그 승인 결의 후 최초로 소집되는 정기주주총회에 해당 거래의 목적·상대방 그 밖에 대통령령이 정하는 사항을 보고하여야 한다.

⑤제3항에 불구하고 상장회사의 영위 업종에 따른 일상적인 거래로서 다음 각 호의 어느 하나에 해당하는 거래는 이사회에 승인을 받지 아니하고 할 수 있으며, 제2호에 해당하는 거래에 대하여는 그 거래내용을 주주총회에 보고하지 아니할 수 있다.

1. 약관에 따라 정형화된 거래로서 대통령령이 정하는 기준에 해당하는 거래
2. 이사회에서 거래총액을 승인하고 그 승인된 금액의 범위 안에서 이행하는 거래

⑥이 조에서 신용공여라 함은 금전 등 경제적 가치가 있는 재산의 대여, 채무이행의 보증, 자금 지원적 성격의 증권의 매입, 그 밖에 거래상의 신용위험을 수반하는 직접적·간접적 거래로서 대

[부 록]

통령령이 정하는 거래를 말한다.

제542조의11 (상근감사) ①대통령령이 정하는 상장회사는 주주총회 결의에 의하여 회사에 상근하면서 감사업무를 수행하는 감사(이하 ‘상근감사’라고 한다)를 1명 이상 두어야 한다. 다만, 이 절에 따라 감사위원회를 설치한 경우에는 그러하지 아니하다.

②다음 각 호의 어느 하나에 해당하는 자는 상장회사의 상근감사가 되지 못하며, 이에 해당하게 되는 경우에는 그 직을 상실한다.

1. 제542조의9제2항제1호부터 제4호에 해당하는 자
2. 주요주주
3. 회사의 상무(常務)에 종사하는 이사·집행임원 및 피용자 또는 최근 2년 이내에 회사의 상무에 종사한 이사·집행임원 및 피용자. 다만, 감사위원회 위원인 이사는 제외한다.
4. 제2호 및 제3호 이외에 회사의 경영에 영향을 미칠 수 있는 자로서 대통령령이 정하는 자

제542조의12 (감사위원회) ①제542조의8제1항에서 규정하는 상장회사는 감사위원회를 설치하여야 한다.

②상장회사의 감사위원회는 제415조의2제2항의 요건 이외에도 다음 각 호의 요건을 갖추어야 한다.

1. 위원 중 1명 이상은 대통령령이 정하는 회계 또는 재무전문가일 것
2. 감사위원회의 대표는 사외이사일 것

③상장회사의 사내이사인 감사위원회의 위원은 제542조의11제2항 각 호의 어느 하나에 해당되어서는 아니된다.

④상장회사는 사외이사의 사임·사망 등의 사유로 인하여 사외이사의 수가 제415조의2제2항의 감사위원회의 구성요건에 미달하게 된 때에는 그 사유가 발생한 후 최초로 소집되는 주주총회에서

제415조의2제2항의 요건에 합치되도록 하여야 한다.

제542조의13 (감사의 선임 등) ①제393조의2에 불구하고 상장회사의 감사위원회 위원을 선임하거나 해임하는 권한은 주주총회에 있다.

②상장회사는 주주총회에서 이사를 선임한 후 선임된 이사 중에서 감사위원회 위원을 선임하여야 한다.

③최대주주와 그 특수관계인 그 밖에 대통령령이 정하는 자가 소유하는 상장회사의 의결권 있는 주식의 합계가 해당 회사의 의결권 있는 발행주식총수의 100분의 3을 초과하는 경우 그 주주는 그 초과하는 주식에 관하여 감사 또는 사내이사인 감사위원회 위원의 선임 또는 해임에 있어서는 의결권을 행사하지 못한다. 다만, 정관에서 이 보다 낮은 비율을 정할 수 있다.

④제542조의8제1항에서 규정하는 상장회사의 의결권 있는 발행주식총수의 100분의 3을 초과하는 수의 주식을 가진 주주는 그 초과하는 주식에 관하여 사외이사인 감사위원회 위원의 선임에 있어서는 의결권을 행사하지 못한다. 다만 정관에서 이 보다 낮은 비율을 정할 수 있다.

⑤상장회사가 주주총회의 목적사항으로 감사의 선임 또는 감사의 보수결정을 위한 의안을 상정하고자 하는 경우에는 이사의 선임 또는 이사의 보수결정을 위한 의안과는 별도로 상정하여 의결하여야 한다.

⑥상장회사의 감사 또는 감사위원회는 제447조의4제1항에도 불구하고 이사에게 감사보고서를 주주총회일의 1주 전까지 제출할 수 있다.

제542조의14 (액면미달발행에 대한 특례) ①상장회사는 제417조제1항 및 제3항에도 불구하고 제434조의 주주총회의 결의만으로 주

[부 록]

식을 액면미달의 가액으로 발행할 수 있다. 다만, 이미 액면미달의 가액으로 발행한 경우에는 그 액면미달 총액의 상각을 완료하지 아니한 때에는 그러하지 아니하다.

②제1항의 주주총회의 결의에서는 대통령령이 정하는 방법에 따라 산정한 가격 이상으로 주식의 최저발행가액을 정하여야 한다.

③제1항의 주식은 주주총회에서 달리 정하는 경우를 제외하고는 주주총회의 결의일부터 1월 이내에 발행하여야 한다.

제542조의15 (일반공모증자) ①상장회사는 제418조제1항 및 제2항에도 불구하고 정관에서 정하는 바에 따라 이사회 결의로써 주주의 신주인수권을 배제하고 불특정다수인(해당 회사의 주주를 포함한다)을 상대방으로 하여 신주를 모집하는 방식(이하 ‘일반공모증자방식’이라 한다)에 의하여 신주를 발행할 수 있다.

②일반공모증자방식에 의하여 신주를 발행하는 경우 그 발행가격은 대통령령이 정하는 방법에 따라 산정한 가격 이상이어야 한다.

③제1항에서 “모집”이라 함은 대통령령이 정하는 방법으로 산출한 수 이상의 투자자에게 신주 취득의 청약을 권유하는 것을 말한다.

제542조의16 (현물출자의 검사에 관한 특례) 상장회사가 발행한 주식을 현물로 출자하는 경우로서 대통령령이 정하는 바에 따라 그 출자 주식의 가격을 평가한 때에는 제422조제1항에 따른 검사인의 조사 또는 감정인의 감정에 의한 가격으로 본다.

제542조의17 (주식배당의 특례) ①상장회사는 제462조의2제1항제2문에도 불구하고 해당 회사가 발행한 주식의 시가가 권면액 이상인 경우에는 이익의 배당을 이익배당 총액에 상당하는 금액까지 새로이 발행하는 주식으로써 할 수 있다.

②제1항의 주식의 시가 산정방법은 대통령령으로 정한다.

제542조의18 (배당에 대한 특례) ①제462조의3제1항에도 불구하고 연 1회의 결산기를 정한 상장회사는 정관에서 정하는 바에 따라 사업연도 중 그 사업연도 개시일부터 3월·6월 및 9월의 마지막 날의 주주에게 이사회 결의로써 이익배당(이하 ‘분기배당’이라 한다)을 할 수 있다.

②제1항의 이사회 결의는 제1항에 따른 마지막 날부터 45일 이내에 하여야 한다.

③제1항에 따른 분기배당금은 이사회 결의가 있는 날부터 20일 이내에 지급하여야 한다. 다만, 정관에서 분기배당금의 지급시기를 따로 정한 경우에는 그에 따른다.

④분기배당의 경우에는 제462조의3제2항부터 제6항까지의 규정을 준용한다.

⑤제635조제1항제22호의2의 적용에 관하여는 제3항의 기간을 제464조의2제1항의 기간으로 본다.

제542조의19 (재무관리기준) 상장회사가 다음 각 호의 어느 하나에 해당하는 행위를 하고자 하는 경우에는 대통령령이 정하는 요건, 방법 등의 기준에 따라야 한다.

1. 유상증자를 하고자 하는 경우
2. 배당을 하고자 하는 경우
3. 대통령령이 정하는 해외증권을 발행하고자 하는 경우
4. 그 밖에 상장회사의 재무처리와 관련한 것으로서 대통령령이 정하는 행위를 하고자 하는 경우

제542조의20 (합병 등의 특례) 상장회사는 다음 각 호의 어느 하나에 해당하는 행위를 하고자 하는 경우에는 대통령령이 정하는 요

[부 록]

건, 방법 등의 기준에 따라야 한다.

1. 다른 회사와 합병하고자 하는 경우
2. 대통령령이 정하는 중요한 영업 또는 자산을 양수 또는 양도하고자 하는 경우
3. 주식의 포괄적 교환 또는 포괄적 이전을 하고자 하는 경우
4. 분할 또는 분할합병을 하고자 하는 경우

제545조를 삭제한다.

제556조의 제목 “(持分の讓渡)”를 “(지분의 양도)”로 하고, 같은 조 제1항을 다음과 같이 한다.

- ①사원은 그 지분의 전부 또는 일부를 양도하거나 상속할 수 있다. 다만, 정관에서 지분의 양도를 제한할 수 있다.

제556조제2항 및 제3항을 각각 삭제한다.

제571조의 제목 “(社員總會의 召集)”을 “(사원총회의 소집)”으로 하고, 같은 조 제1항 본문을 다음과 같이 한다.

사원총회는 이 법에서 달리 규정하는 경우 외에는 이사가 소집한다.

제571조제1항 단서 중 “臨時總會는 監事도 이를 召集”을 “임시총회는 감사도 소집”으로 하고, 같은 조 제2항 본문을 다음과 같이 한다.

사원총회를 소집함에는 사원총회일을 정하고 1주 전에 각 사원에게 서면으로 통지를 발송하거나 각 사원의 동의를 받아 전자문서로 통지를 발송하여야 한다.

제571조제2항 단서 중 “期間은 定款으로 短縮”을 “기간은 정관에서 단축”으로 하고, 같은 조 제3항을 다음과 같이 한다.

- ③제363조제2항과 제364조는 사원총회의 소집에 준용한다.

제607조의 제목 “(有限會社の 株式會社에의 組織變更)”을 “(유한회사의 주식회사에의 조직변경)”으로 하고, 같은 조 제1항부터 제5항까지를 각각 다음과 같이 한다.

- ①유한회사는 총사원의 일치에 의한 총회의 결의로 주식회사로 조직을 변경할 수 있다. 다만, 회사는 그 결의를 정관에서 정하는 바에 따라 제585조의 사원총회의 결의로 할 수 있다.
- ②제1항의 경우에는 조직변경시에 발행하는 주식의 발행가액의 총액은 회사에 현존하는 순재산액을 초과하지 못한다.
- ③제1항의 조직변경은 법원의 인가를 얻지 아니하면 그 효력이 없다.
- ④제1항의 조직변경의 경우에 회사에 현존하는 순재산액이 조직변경시에 발행하는 주식의 발행가액의 총액에 부족하는 때에는 제1항의 결의 당시의 이사, 감사와 사원은 회사에 대하여 연대하여 그 부족액을 지급할 책임이 있다. 이 경우에 제550조제2항과 제551조제2항, 제3항의 규정을 준용한다.
- ⑤제1항의 조직변경의 경우에는 제340조제3항, 제601조제1항, 제604조제3항 및 제606조를 준용한다.

제624조의2 및 제634조의3을 각각 다음과 같이 신설한다.

제624조의2 (주요주주 등 이해관계자와의 거래 위반의 죄) 제542조의10제1항을 위반하여 신용공여를 한 자는 5년 이하의 징역 또는 2억원 이하의 벌금에 처한다.

제634조의3 (과태료에 처할 행위) ①다음 각 호의 어느 하나에 해당하는 자는 5천만원 이하의 과태료에 처한다.

1. 제542조의4제4항을 위반하여 자기주식을 처분하지 아니한 자
2. 제542조의9제1항을 위반하여 사외이사 선임의무를 이행하지 아니한 자

[부 록]

3. 제542조의9제4항을 위반하여 사외이사후보추천위원회를 설치하지 아니하거나 사외이사가 총 위원의 2분의 1 이상이 되도록 사외이사후보추천위원회를 구성하지 아니한 자
 4. 제542조의9제5항에 따라 사외이사를 선임하지 아니한 자
 5. 제542조의10제3항을 위반하여 이사회 승인 없이 거래한 자
 6. 제542조의12제1항을 위반하여 감사위원회를 설치하지 아니한 자
 7. 제542조의12제2항을 위반하여 같은 항 및 제415조의2제2항 각 호의 요건에 적합한 감사위원회를 설치하지 아니한 자
 8. 제542조의12제4항을 위반하여 감사위원회가 제415조의2제2항의 감사위원회 구성요건에 적합하도록 하지 아니한 자
- ②다음 각 호의 어느 하나에 해당하는 자는 1천만원이하의 과태료에 처한다.
1. 제542조의5제2항을 위반하여 주주총회 소집의 통지·공고를 한 자
 2. 제542조의13제1항 또는 제2항을 위반하여 의안을 별도로 상정하여 의결하지 아니한 자

부 칙

제 1 조 (시행일) 이 법은 공포 후 2009. 2. 1.부터 시행한다.

제 2 조 (일반적 경과조치) 이 법은 특별한 규정이 있는 경우를 제외하고는 이 법 시행 전에 발생한 사건에 대하여도 적용한다. 다만, 종전의 규정에 의하여 생긴 효력에는 영향을 미치지 아니한다.

제 3 조 (벌칙 등에 관한 경과조치) ①이 법 시행 전의 행위에 대한 벌칙은 「증권거래법」에 따른다.

②이 법 시행 전의 행위에 대한 과태료의 부과는 「증권거래법」에 따른다.

제 4 조 (다른 법률 또는 규정의 인용) 이 법 시행 당시 다른 법령에서 『증권거래법』 또는 그 규정을 인용하고 있는 경우 이 법 중 그에 해당하는 규정이 있는 때에는 이 법 또는 이 법의 해당 규정을 인용한 것으로 본다.

신·구 조문 대비표

현 행	개 정 안
<p>제318조 (納入金保管者の 證明과 責任) ①納入金を 保管한 銀行 其他의 金融機關은 發起人 또는 理事의 請求가 있는 때에는 그 保管金額에 關하여 證明書を 交付하여야 한다.</p> <p>②前項의 銀行 其他의 金融機關은 證明한 保管金額에 對하여는 納入의 不實 또는 그 金額의 返還에 關한 制限이 있음을 理由로 하여 會社에 對抗하지 못한다.</p> <p><신 설></p> <p>제340조의2 (株式買受選擇權) ① 會社는 定款이 정한 바에 따</p>	<p>제318조 (납입금보관자의 증명과 책임) ① 납입금을 보관한 은행 그 밖의 금융기관은 발기인 또는 이사의 청구가 있는 때에는 그 보관금액에 관하여 증명서를 교부하여야 한다.</p> <p>② 제1항의 은행 그 밖의 금융기관은 증명한 보관금액에 대하여는 납입이 부실하거나 그 금액의 반환에 관한 제한이 있다는 것을 이유로 하여 회사에 대항하지 못한다.</p> <p>③ 제1항의 규정에도 불구하고 자본금 총액이 10억원 미만인 회사를 제295조제1항에 따라 발기설립하는 경우에는 제1항의 증명서를 은행 기타 금융기관의 잔고증명서로 대체할 수 있다.</p> <p>제340조의2 (주식매수선택권) ① 회사는 정관에서 정한 바에</p>

라 第434條의 規定에 의한 株主總會의 決議로 會社의 設立·경영과 技術革新등에 기여하거나 기여할 수 있는 會社의 理事·監事 또는 被用者에게 미리 정한 價額(이하 “株式買受選擇權의 行使價額”이라 한다)으로 新株를 引受하거나 자기의 株式을 買受할 수 있는 權利(이하 “株式買受選擇權”이라 한다)를 부여할 수 있다. 다만, 株式買受選擇權의 行使價額이 株式의 實質價額보다 낮은 경우에 會社는 그 差額을 金錢으로 지급하거나 그 差額에 상당하는 자기의 株式을 讓渡할 수 있다. 이 경우 株式의 實質價額은 株式買受選擇權의 行使日을 기준으로 評價한다.

②다음 各號의 1에 해당하는 者에 대하여는 第1項에 規定된 株式買受選擇權을 부여할 수 없다.

1. 議決權없는 株式을 제외한

따라 第434조의 주주총회의 결의로 회사의 설립·경영과 기술혁신 등에 기여하거나 기여할 수 있는 회사의 이사·집행임원·감사 또는 피용자에게 미리 정한 가액(이하 ‘주식매수선택권의 행사가액’이라 한다)으로 신주를 인수하거나 자기의 주식을 매수할 수 있는 권리(이하 ‘주식매수선택권’이라 한다)를 부여할 수 있다. 다만, 주식매수선택권의 행사가액이 주식의 실질가액보다 낮은 경우에 회사는 그 차액을 금전으로 지급하거나 그 차액에 상당하는 자기의 주식을 양도할 수 있다. 이 경우 주식의 실질가액은 주식매수선택권의 행사일을 기준으로 평가한다.

② 다음 각 호의 어느 하나에 해당하는 자에게는 제1항의 주식매수선택권을 부여할 수 없다.

1. 의결권 없는 주식을 제외한

發行株式總數의 100分の 10
이상의 株式을 가진 株主

2. 理事·監事の 選任과 解任
등 會社の 主要經營事項에
대하여 事實상 影響力을 행
사하는 者

3. 第1號와 第2號에 規定된 者
의 配偶者와 直系尊·卑屬

③第1項의 規定에 의하여 발
행할 新株 또는 讓渡할 자기
의 株式은 會社の 發行株式總
額의 100分の 10을 초과할 수
없다.

④第1項에 規定한 株式買受選
擇權의 行使價額은 다음 各號
의 價額 이상이어야 한다.

1. 新株를 발행하는 경우에는
株式買受選擇權의 附與日을
기준으로 한 株式의 實質價
額과 株式의 券面額중 높은
금액

2. 자기의 株式을 讓渡하는 경
우에는 株式買受選擇權의 附
與日을 기준으로 한 株式의

발행주식총수의 100분의 10
이상의 株式을 가진 株主

2. 이사·집행임원·감사의 선
임과 해임 등 회사의 주요
경영사항에 대하여 事實상
영향력을 행사하는 자

3. 제1호와 제2호에 규정된 자
의 배우자와 직계존·비속

③ 제1항에 따라 발행할 신주
또는 양도할 자기의 주식은
회사의 발행주식총액의 100분
의 10을 초과할 수 없다.

④ 제1항의 주식매수선택권의
행사가액은 다음 각 호의 가
액 이상이어야 한다.

1. 신주----- 주식매
수선택권의 부여일-----
-- 주식의 실질가액과 주식
의 권면액 중 -----

2. 자기의 株式을 양도하는 경
우에는 株式買受選擇權의 부
여일을 기준으로 한 株式의

實質價額

제363조 (召集의 通知, 公告) ①
總會를 召集함에는 會日을 定하여 2週間前에 各株主에 對하여 서면 또는 전자문서로 通知를 發送하여야 한다. 다만, 그 通知가 株主名簿상의 株主의 住所에 계속 3年間 도 달하지 아니한 때에는 會社는 당해 株主에게 總會의 召集을 通知하지 아니할 수 있다.

②前項의 通知書에는 會議의 目的事項을 記載하여야 한다.

③會社가 無記名式의 株券을 發行한 境遇에는 會日의 3週間前에 總會를 召集하는 뜻과 會議의 目的事項을 公告하여야 한다.

④前3項의 規定은 議決權없는 株主에 對하여는 適用하지 아니한다.

<신 설>

실질가액

제363조 (소집의 通知, 公告) ①
주주총회를 소집하는 경우에는 주주총회일을 정하여 2주 전에 각 주주에게 서면으로 통지를 발송하거나 각 주주의 동의를 받아 전자문서로 통지를 발송하여야 한다.-----
--- 주주명부상의 주주의 주소에 계속 3년간 -----
-- 회사는 해당 주주에게 주주총회의 소집-----.

② 제1항의 通知서에는 회의의 목적사항을 기재하여야 한다.

③ 회사가 무기명식의 주권을 발행한 경우에는 주주총회일의 3주 전에 총회를 소집하는 뜻과 회의의 목적사항을 공고하여야 한다.

④ 제1항부터 제3항은 의결권 없는 주주에게는 적용하지 아니한다.

⑤ 제1항에도 불구하고 자본금 총액이 10억원 미만인 회

<신 설>

<신 설>

사가 주주총회를 소집함에는 주주총회일을 정하여 1주 전 (이 기간은 정관에서 단축할 수 있다)에 각 주주에게 서면으로 통지를 발송하거나 각 주주의 동의를 받아 전자문서로 통지를 발송할 수 있다. 다만, 회사가 무기명식의 주권을 발행한 경우에는 주주총회일의 2주 전에 주주총회를 소집하는 뜻과 회의의 목적사항을 공고할 수 있다.

⑥ 제5항의 회사는 주주 전원의 동의를 있을 경우에는 소집절차 없이 주주총회를 개최할 수 있고, 서면에 의한 결의로써 주주총회의 결의에 갈음할 수 있다. 결의의 목적사항에 대하여 주주 전원이 서면으로 동의를 한 때에는 서면에 의한 결의가 있는 것으로 본다.

⑦ 제6항의 서면에 의한 결의는 주주총회의 결의와 동일한 효력이 있다.

<신 설>

제363조의2 (株主提案權) ①議決權 없는 株式을 제외한 發行株式總數의 100分の 3 이상에 해당하는 株式을 가진 株主는 理事에 대하여 會日의 6週전에 書面으로 일정한 사항을 株主總會의 目的事項으로 할 것을 提案(이하 '株主提案'이라 한다)할 수 있다.

②第1項의 株主는 理事에 대하여 會日의 6週전에 書面으로 會議의 目的으로 할 사항에 추가하여 당해 株主가 제출하는 議案의 要領을 第363條에서 정하는 통지와 公告에 기재할 것을 請求할 수 있다.

③理事는 第1項에 의한 株主提案이 있는 경우에는 이를

⑧ 주주총회에 관한 규정은 서면에 의한 결의에 준용한다.

제363조의2 (주주제안권) ① 의결권 없는 株式을 제외한 발행주식총수의 100분의 3 이상에 해당하는 株式을 가진 주주는 이사에게 주주총회일(정기주주총회의 경우 직전연도의 정기주주총회일에 해당하는 당해 연도의 해당일. 이하 이 조에서 같다)의 6주 전에 서면으로 일정한 사항을 주주총회의 목적사항으로 할 것을 제안(이하 '주주제안'이라 한다)할 수 있다.

② 제1항의 주주는 이사에게 주주총회일의 6주 전에 서면으로 회의의 목적으로 할 사항에 추가하여 해당 주주가 제출하는 의안의 주요한 내용을 제363조에서 정하는 통지와 공고에 기재할 것을 청구할 수 있다.

③ 이사는 제1항에 의한 주주제안이 있는 경우에는 이를

理事會에 報告하고, 理事會는 株主提案의 내용이 法令 또는 定款에 위반되는 경우를 제외하고는 이를 株主總會의 目的事項으로 하여야 한다. 이 경우 株主提案을 한 者의 請求가 있는 때에는 株主總會에서 당해 議案을 설명할 기회를 주어야 한다.

<신 설>

이사회에 보고하고, 이사회는 주주제안의 내용이 법령 또는 정관에 위반되는 경우와 그 밖에 대통령령이 정하는 경우를 제외하고는 이를 주주총회의 목적사항으로 하여야 한다. ----- 주주제안을 한 자의 청구----- 주주총회에서 해당 의안-----

제13절 상장회사

제542조의2 (적용범위) 이 절은 대통령령이 정하는 증권시장에 상장된 주권을 발행한 주식회사(이하 ‘상장회사’라 한다)에 대하여 적용한다.

제542조의3 (주식매수선택권)

① 상장회사는 제340조의2제1항 본문에도 불구하고 대통령령이 정하는 관계회사의 이사·집행임원·감사 또는 피용자(대통령령이 정하는 자를 제외한다. 이하 이 조에서 같다)에게 주식매수선택권을 부여할 수 있다.

② 상장회사는 제340조의2제3항에도 불구하고 발행주식총수의 100분의 20의 범위 안에서 대통령령으로 정하는 한도까지 주식매수선택권을 부여할 수 있다.

③ 상장회사는 제340조의2제1항 본문에도 불구하고 정관이 정하는 바에 따라 발행주식총수의 100분의 10의 범위 안에서 대통령령이 정하는 한도까지 제340조의3제2항 각 호의 사항을 이사회가 결의함으로써 제1항의 규정에 따른 해당 회사의 집행임원·감사 또는 피용자 및 그 관계회사의 이사·집행임원·감사 또는 피용자에게 주식매수선택권을 부여할 수 있다. 이 경우 그 부여일 이후 최초로 소집되는 주주총회의 승인을 받아야 한다.

④ 제340조의4제1항에도 불구하고 상장회사의 주식매수선택권을 부여받은 자는 대통령령이 정하는 경우를 제외하고는 주식매수선택권을 부여하

기로 하는 주주총회 또는 이사회
회의 결의일로부터 2년 이상
재임 또는 재직하여야 주식매
수선택권을 행사할 수 있다.

⑤ 제1항부터 제4항까지 규정
된 것 외에 상장회사의 주식
매수선택권에 관하여 필요한
사항은 대통령령으로 정한다.

제542조의4 (자기주식의 취득
및 처분) ① 상장회사는 대통
령령이 정하는 금전의 신탁계
약에 의하여 신탁업자로부터
신탁계약이 해지·종료된 때
에 반환받는 방법에 의하여
자기주식을 취득할 수 있다.
다만, 신탁업자가 제341조제1
항 각 호에 따라 취득한 경우
에 한정한다.

② 제1항의 경우 신탁계약에
의한 계약금액은 제341조제1
항 단서의 취득가액으로 본다.

③ 상장회사가 제1항 및 제34
1조제1항에 따라 자기주식을
취득하는 경우에는 제341조제
2항 각 호의 사항에 관하여 이
사회의 결의만으로 자기주식

을 취득할 수 있다.

④ 상장회사가 이익배당을 할 수 있는 한도 등의 감소로 인하여 제341조제1항 단서에 따른 범위를 초과하여 자기주식을 취득하게 된 경우에는 그 날부터 대통령령이 정하는 기간 내에 그 초과분을 처분하여야 한다.

⑤ 자기주식을 취득·처분·소각하는 경우에는 그 이후 처음으로 소집되는 주주총회에 보고하여야 한다.

⑥ 상장회사가 자기주식을 취득하거나 처분하는 경우(신탁계약을 체결하거나 해지하는 경우를 포함한다)에는 대통령령이 정하는 요건·절차 등의 기준에 따라야 한다.

제542조의5 (주주총회 소집공고) ① 상장회사가 주주총회를 소집하는 경우 대통령령이 정하는 수 이하의 주식을 소유하는 주주에게는 정관에서 정하는 바에 따라 주주총회일의 2주 전에 주주총회를 소집

하는 뜻과 회의의 목적사항을 2 이상의 일간신문에 각각 2회 이상 공고하거나 대통령령이 정하는 바에 따라 전자적 방법에 의하여 공고함으로써 제363조제1항의 소집통지에 갈음할 수 있다.

② 상장회사가 제363조제1항의 소집통지 또는 제1항의 공고를 하는 경우에는 대통령령이 정하는 사항을 통지 또는 공고하여야 한다. 회의의 목적사항이 이사·감사의 선임에 관한 사항인 경우에는 이사·감사 후보자의 성명·약력·추천인 그 밖에 대통령령이 정하는 후보자에 관한 사항을 통지 또는 공고하여야 한다.

제542조의6 (소수주주권) ① 6월 전부터 계속하여 상장회사의 발행주식총수의 1천분의 15 이상에 해당하는 주식을 보유한 자는 제366조 및 제467조에서 규정하는 주주의 권리를 행사할 수 있다.

② 6월 전부터 계속하여 상장

회사의 발행주식총수의 1천분의 5 이상에 해당하는 주식을 보유한 자는 제363조의2에서 규정하는 주주의 권리를 행사할 수 있다.

③ 6월 전부터 계속하여 상장회사의 발행주식총수의 1만분의 25 이상에 해당하는 주식을 보유한 자는 제385조(제415조에서 준용하는 경우를 포함한다) 및 제539조에서 규정하는 주주의 권리를 행사할 수 있다.

④ 6월 전부터 계속하여 상장회사의 발행주식총수의 1만분의 5 이상에 해당하는 주식을 보유한 자는 제466조에서 규정하는 주주의 권리를 행사할 수 있다.

⑤ 6월 전부터 계속하여 상장회사의 발행주식총수의 10만분의 25 이상에 해당하는 주식을 보유한 자는 제402조에서 규정하는 주주의 권리를 행사할 수 있다.

⑥ 6월 전부터 계속하여 상장

회사의 발행주식총수의 1만분의 1 이상에 해당하는 주식을 보유한 자는 제403조(제324조, 제415조, 제424조의2, 제467조의2 및 제542조에서 준용하는 경우를 포함한다)에서 규정하는 주주의 권리를 행사할 수 있다.

⑦ 상장회사는 정관에서 제1항부터 제6항에서 정하는 것보다 단기의 주식 보유기간을 정하거나 낮은 비율을 정할 수 있다.

⑧ 이 조, 제542조의7제1항 및 제542조의8제1항에서 “주식을 보유한 자”라 함은 주식을 소유한 자, 주주권 행사에 관한 위임을 받은 자, 2명 이상의 주주의 주주권을 공동으로 행사하는 자를 말한다.

제542조의7 (이사·감사 후보자 추천권) ① 상장회사의 의결권 있는 발행주식총수의 1천분의 5 이상에 해당하는 주식을 보유한 자는 이사에게 대통령령이 정하는 바에 따라

주주총회일(정기주주총회의 경우에는 직전연도의 정기주주총회일에 해당하는 당해 연도의 해당일) 6주 전까지 이사 또는 감사의 후보자를 추천할 수 있다. 다만, 정관에서 이 보다 낮은 비율을 정할 수 있다.

② 제1항 본문의 경우 후보자를 추천한 자의 청구가 있을 경우에는 주주총회에서 해당 후보자에 관한 사항을 설명할 기회를 주어야 한다.

③ 상장회사가 주주총회에서 이사 또는 감사를 선임하고자 하는 경우에는 제542조의5제2항제2문의 규정에 따라 통지 또는 공고된 후보자 중에서 선임하여야 한다.

제542조의8 (집중투표에 관한 특

례) ① 대통령령이 정하는 상장회사의 의결권 있는 발행주식총수의 100분의 1 이상에 해당하는 주식을 보유한 자는 제382조의2제1항에 따른 집중투표 청구권을 행사할 수 있다.

② 제1항에서 규정하는 상장

회사가 정관에서 집중투표를 배제하고자 하거나 그 배제된 정관을 변경하고자 하는 경우에는 의결권 없는 주식을 제외한 발행주식총수의 100분의 3을 초과하는 수의 주식을 가진 주주는 그 초과하는 주식에 관하여 의결권을 행사하지 못한다. 다만, 정관에서 이 보다 낮은 비율을 정할 수 있다.

③ 제1항의 상장회사가 제2항에 따른 집중투표의 배제 여부에 관한 정관의 변경을 주주총회의 목적사항으로 하고자 하는 경우에는 그 밖의 사항의 정관 변경에 관한 다른 의안과 별도로 상정하여 의결하여야 한다.

④ 제1항의 청구는 주주총회일(정기주주총회의 경우에는 직전연도의 정기주주총회일에 해당하는 당해연도의 해당일) 6주 전까지 이사에게 서면 또는 전자문서로 하여야 한다.

제542조의9 (사외이사의 선임)

① 상장회사는 대통령령이 정

하는 경우를 제외하고는 이사 총수의 4분의 1 이상을 사외 이사로 하여야 한다. 다만, 제 542조의8제1항에서 규정하는 상장회사의 사외이사는 3명 이상으로 하되, 이사 총수의 과반수가 되도록 하여야 한다.

② 상장회사의 사외이사는 제 382조제3항 뿐만 아니라 다음 각 호의 어느 하나에 해당되지 않아야 하며, 이에 해당하게 된 경우에는 그 직을 상실한다.

1. 미성년자, 금치산자 또는 한정치산자
2. 파산선고를 받은 자로서 복권되지 아니한 자
3. 금고 이상의 형을 받고 그 집행이 종료되거나 집행을 받지 아니하기로 확정된 후 2년을 경과하지 아니한 자
4. 대통령령이 별도로 정하는 법률에 의하여 해임되거나 면직된 후 2년을 경과하지 아니한 자
5. 상장회사의 주주로서 의결

권 있는 발행주식총수를 기준으로 본인 및 대통령령이 정하는 그의 특수관계인이 소유하는 주식의 수가 가장 많은 경우 그 본인(이하 '최대주주'라 한다) 및 그의 특수관계인

6. 누구의 명의로 하든지 자기의 계산으로 의결권 있는 발행주식총수의 100분의 10 이상의 주식을 소유한 자와 이사·집행임원·감사의 선임과 해임 등 회사의 주요 경영사항에 대하여 사실상의 영향력을 행사하는 주주(이하 '주요주주'라 한다) 및 그의 배우자와 직계존비속

7. 그 밖에 사외이사로서의 직무를 충실하게 수행하기 곤란하거나 회사의 경영에 영향을 미칠 수 있는 자로서 대통령령이 정하는 자

③ 제1항의 상장회사는 사외이사의 사임·사망 등의 사유로 인하여 사외이사의 수가 제1항의 이사회 구성요건에

미달하게 된 때에는 그 사유가 발생한 후 최초로 소집되는 주주총회에서 제1항의 요건에 합치되도록 하여야 한다.

④ 제1항 단서에서 규정하는 상장회사는 사외이사 후보를 추천하기 위하여 제393조의2의 위원회(이하 이 조에서 ‘사외이사후보추천위원회’라 한다)를 설치하여야 한다. 이 경우 사외이사후보추천위원회는 사외이사가 총 위원의 2분의 1 이상이 되도록 구성하여야 한다.

⑤ 제1항 단서에서 규정하는 상장회사의 경우 주주총회에서 사외이사를 선임하고자 하는 때에는 사외이사후보추천위원회의 추천을 받은 자 중에서 선임하여야 한다. 이 경우 상장회사의 사외이사후보추천위원회가 사외이사 후보를 추천함에 있어서는 제363조의2제1항, 제542조의6제2항 또는 제542조의7제1항의 권리를 행사할 수 있는 요건을 갖

춘 주주가 주주총회일(정기주주총회의 경우 직전연도의 정기주주총회일에 해당하는 당해 연도의 해당일)의 6주 전에 추천한 사외이사 후보를 포함시켜야 한다.

제542조의10 (주요주주 등 이해관계자와의 거래) ① 상장회사는 다음 각 호의 자를 상대방으로 하거나 그를 위하여 신용공여를 하여서는 아니된다.

1. 주요주주 및 그 특수관계인
2. 이사(제401조의2제1항 각 호의 어느 하나에 해당하는 자를 포함한다. 이하 이 조에서 같다) 및 집행임원

3. 감사

② 제1항에도 불구하고 다음 각 호의 어느 하나에 해당하는 신용공여의 경우에는 이를 할 수 있다.

1. 복리후생을 위한 이사·집행임원 또는 감사에 대한 금전대여 등으로서 대통령령이 정하는 신용공여
2. 다른 법령에서 허용하는 신

용공여

3. 대통령이 정하는 충분한 담보를 제공하는 경우의 신용공여

4. 그 밖에 상장회사의 경영건전성을 해할 우려가 없는 금전대여 등으로서 대통령이 정하는 신용공여

③ 대통령이 정하는 상장회사는 최대주주, 그의 특수관계인 및 해당 상장회사의 특수관계인으로서 대통령이 정하는 자를 상대방으로 하거나 그를 위하여 다음 각 호의 어느 하나에 해당하는 거래(제1항에 따라 금지되는 거래를 제외한다)를 하고자 하는 경우에는 이사회를 승인 받아야 한다.

1. 단일 거래규모가 대통령이 정하는 규모 이상인 거래

2. 해당 사업연도 중에 특정인과 해당 거래를 포함한 거래총액이 대통령이 정하는 규모 이상이 되는 경우의 해당 거래

④ 제3항의 경우 그 승인 결의 후 최초로 소집되는 정기주주총회에 해당 거래의 목적·상대방 그 밖에 대통령령이 정하는 사항을 보고하여야 한다.

⑤ 제3항에 불구하고 상장회사의 영위 업종에 따른 일상적인 거래로서 다음 각 호의 어느 하나에 해당하는 거래는 이사회를 승인받지 아니하고 할 수 있으며, 제2호에 해당하는 거래에 대하여는 그 거래내용을 주주총회에 보고하지 아니할 수 있다.

1. 약관에 따라 정형화된 거래로서 대통령령이 정하는 기준에 해당하는 거래
2. 이사회에서 거래총액을 승인하고 그 승인된 금액의 범위 안에서 이행하는 거래

⑥ 이 조에서 신용공여라 함은 금전 등 경제적 가치가 있는 재산의 대여, 채무이행의 보증, 자금 지원적 성격의 증권의 매입, 그 밖에 거래상의 신용위험을 수반하는 직접적

· 간접적 거래로서 대통령령이 정하는 거래를 말한다.

제542조의11 (상근감사) ① 대통령이 정하는 상장회사는 주주총회 결의에 의하여 회사에 상근하면서 감사업무를 수행하는 감사(이하 ‘상근감사’라고 한다)를 1명 이상 두어야 한다. 다만, 이 절에 따라 감사위원회를 설치한 경우에는 그러하지 아니하다.

② 다음 각 호의 어느 하나에 해당하는 자는 상장회사의 상근감사가 되지 못하며, 이에 해당하게 되는 경우에는 그 직을 상실한다.

1. 제542조의9제2항제1호부터 제4호에 해당하는 자
2. 주요주주
3. 회사의 상무(常務)에 종사하는 이사·집행임원 및 피용자 또는 최근 2년 이내에 회사의 상무에 종사한 이사·집행임원 및 피용자. 다만, 감사위원회 위원인 이사는 제외한다.

4. 제2호 및 제3호 이외에 회사의 경영에 영향을 미칠 수 있는 자로서 대통령령이 정하는 자

제542조의12 (감사위원회) ① 제542조의8제1항에서 규정하는 상장회사는 감사위원회를 설치하여야 한다.

② 상장회사의 감사위원회는 제415조의2제2항의 요건 이외에도 다음 각 호의 요건을 갖추어야 한다.

1. 위원 중 1명 이상은 대통령령이 정하는 회계 또는 재무 전문가일 것

2. 감사위원회의 대표는 사외이사일 것

③ 상장회사의 사내이사인 감사위원회의 위원은 제542조의11제2항 각 호의 어느 하나에 해당되어서는 아니된다.

④ 상장회사는 사외이사의 사임·사망 등의 사유로 인하여 사외이사의 수가 제415조의2제2항의 감사위원회의 구성요건에 미달하게 된 때에는 그

사유가 발생한 후 최초로 소
집되는 주주총회에서 제415조
의2제2항의 요건에 합치되도
록 하여야 한다.

제542조의13 (감사의 선임 등)

① 제393조의2에 불구하고 상
장회사의 감사위원회 위원을
선임하거나 해임하는 권한은
주주총회에 있다.

② 상장회사는 주주총회에서
이사를 선임한 후 선임된 이
사 중에서 감사위원회 위원을
선임하여야 한다.

③ 최대주주와 그 특수관계인
그 밖에 대통령령이 정하는
자가 소유하는 상장회사의 의
결권 있는 주식의 합계가 해
당 회사의 의결권 있는 발행
주식총수의 100분의 3을 초과
하는 경우 그 주주는 그 초과
하는 주식에 관하여 감사 또
는 사내이사인 감사위원회 위
원의 선임 또는 해임에 있어
서는 의결권을 행사하지 못한
다. 다만, 정관에서 이 보다 낮
은 비율을 정할 수 있다.

④ 제542조의8제1항에서 규정하는 상장회사의 의결권 있는 발행주식총수의 100분의 3을 초과하는 수의 주식을 가진 주주는 그 초과하는 주식에 관하여 사외이사인 감사위원회 위원의 선임에 있어서는 의결권을 행사하지 못한다. 다만 정관에서 이 보다 낮은 비율을 정할 수 있다.

⑤ 상장회사가 주주총회의 목적사항으로 감사의 선임 또는 감사의 보수결정을 위한 의안을 상정하고자 하는 경우에는 이사의 선임 또는 이사의 보수결정을 위한 의안과는 별도로 상정하여 의결하여야 한다.

⑥ 상장회사의 감사 또는 감사위원회는 제447조의4제1항에도 불구하고 이사에게 감사보고서를 주주총회일의 1주 전까지 제출할 수 있다.

제542조의14 (액면미달발행에 대한 특례) ① 상장회사는 제417조제1항 및 제3항에도 불구하고 제434조의 주주총회의

결의만으로 주식을 액면미달의 가액으로 발행할 수 있다. 다만, 이미 액면미달의 가액으로 발행한 경우에는 그 액면미달 총액의 상각을 완료하지 아니한 때에는 그러하지 아니하다.

② 제1항의 주주총회의 결의에서는 대통령령이 정하는 방법에 따라 산정한 가격 이상으로 주식의 최저발행가액을 정하여야 한다.

③ 제1항의 주식은 주주총회에서 달리 정하는 경우를 제외하고는 주주총회의 결의일로부터 1월 이내에 발행하여야 한다.

제542조의15 (일반공모증자) ① 상장회사는 제418조제1항 및 제2항에도 불구하고 정관에서 정하는 바에 따라 이사회결의로써 주주의 신주인수권을 배제하고 불특정다수인(해당 회사의 주주를 포함한다)을 상대방으로 하여 신주를 모집하는 방식(이하 ‘일반공

모증자방식'이라 한다)에 의하여 신주를 발행할 수 있다.

② 일반공모증자방식에 의하여 신주를 발행하는 경우 그 발행가격은 대통령령이 정하는 방법에 따라 산정한 가격 이상이어야 한다.

③ 제1항에서 “모집”이라 함은 대통령령이 정하는 방법으로 산출한 수 이상의 투자자에게 신주 취득의 청약을 권유하는 것을 말한다.

제542조의16 (현물출자의 검사에 관한 특례) 상장회사가 발행한 주식을 현물로 출자하는 경우로서 대통령령이 정하는 바에 따라 그 출자 주식의 가격을 평가한 때에는 제422조 제1항에 따른 검사인의 조사 또는 감정인의 감정에 의한 가격으로 본다.

제542조의17 (주식배당의 특례)

① 상장회사는 제462조의2제1항제2문에도 불구하고 해당 회사가 발행한 주식의 시가가 권면액 이상인 경우에는 이익

의 배당을 이익배당 총액에 상당하는 금액까지 새로이 발행하는 주식으로써 할 수 있다.

② 제1항의 주식의 시가 산정 방법은 대통령령으로 정한다.

제542조의18 (배당에 대한 특례)

① 제462조의3제1항에도 불구하고 연 1회의 결산기를 정한 상장회사는 정관에서 정하는 바에 따라 사업연도 중 그 사업연도 개시일부터 3월·6월 및 9월의 마지막 날의 주주에게 이사회 결의로써 이익배당(이하 ‘분기배당’이라 한다)을 할 수 있다.

② 제1항의 이사회 결의는 제1항에 따른 마지막 날부터 45일 이내에 하여야 한다.

③ 제1항에 따른 분기배당금은 이사회 결의가 있는 날부터 20일 이내에 지급하여야 한다. 다만, 정관에서 분기배당금의 지급시기를 따로 정한 경우에는 그에 따른다.

④ 분기배당의 경우에는 제462조의3제2항부터 제6항까지의

규정을 준용한다.

⑤ 제635조제1항제22호의2의 적용에 관하여는 제3항의 기간을 제464조의2제1항의 기간으로 본다.

제542조의19 (재무관리기준) 상장회사가 다음 각 호의 어느 하나에 해당하는 행위를 하고자 하는 경우에는 대통령령이 정하는 요건, 방법 등의 기준에 따라야 한다.

1. 유상증자를 하고자 하는 경우
2. 배당을 하고자 하는 경우
3. 대통령령이 정하는 해외증권을 발행하고자 하는 경우
4. 그 밖에 상장회사의 재무처리와 관련한 것으로서 대통령령이 정하는 행위를 하고자 하는 경우

제542조의20 (합병 등의 특례) 상장회사는 다음 각 호의 어느 하나에 해당하는 행위를 하고자 하는 경우에는 대통령령이 정하는 요건, 방법 등의 기준에 따라야 한다.

第545條 (社員總數의 制限) ①

社員의 總數는 50人을 超過하지 못한다. 그러나 特別한 事情이 있는 境遇에 法院의 認可를 얻은 때에는 그러하지 아니하다.

②前項의 規定은 相續 또는 遺贈으로 因하여 社員의 數에 變更이 생기는 境遇에는 適用하지 아니한다.

제556조 (持分の 讓渡) ①社員은

第585條의 規定에 依한 社員總會의 決議가 있는 때에 限하여 그 持分の 全部 또는 一部를 他人에게 讓渡할 수 있

1. 다른 회사와 합병하고자 하는 경우
2. 대통령령이 정하는 중요한 영업 또는 자산을 양수 또는 양도하고자 하는 경우
3. 주식의 포괄적 교환 또는 포괄적 이전을 하고자 하는 경우
4. 분할 또는 분할합병을 하고자 하는 경우

<삭 제>

제556조 (지분의 양도) ① 사원

은 그 지분의 전부 또는 일부를 양도하거나 상속할 수 있다. 다만, 정관에서 지분의 양도를 제한할 수 있다.

다. 그러나 定款으로 讓渡의 制限을 加重할 수 있다.

②讓渡로 因하여 社員의 總數가 第545條의 規定에 依한 制限을 超過하는 境遇에는 遺贈의 境遇를 除外하고는 그 讓渡는 效力이 없다.

③社員相互間의 持分の 讓渡에 對하여는 第1項의 規定에 不拘하고 定款으로 다른 定함을 할 수 있다.

제571조 (社員總會의 召集) ①社員總會는 本法에 다른 規定이 있는 境遇外에는 理事가 이를 召集한다. 그러나 臨時總會는 監事도 이를 召集할 수 있다.

②社員總會를 召集함에는 會日을 定하고 1週間前에 各社員에 對하여 書面으로 그 通知를 發送하여야 한다. 그러나 이 期間은 定款으로 短縮할 수 있다.

③第363條第2項과 第364條의

<삭 제>

<삭 제>

제571조 (사원총회의 소집) ① 사원총회는 이 법에서 달리 규정하는 경우 외에는 이사가 소집한다.----- 임시총회는 감사도 소집-----.

② 사원총회를 소집함에는 사원총회일을 정하고 1주 전에 각 사원에게 서면으로 통지를 발송하거나 각 사원의 동의를 받아 전자문서로 통지를 발송하여야 한다.----- 기간은 정관에서 단축-----.

③ 제363조제2항과 제364조는

規定은 社員總會의 召集에 準用한다.

제607조 (有限會社의 株式會社에의 組織變更) ①有限會社は 總社員의 一致에 依한 總會의 決議로 그 組織을 變更하여 이를 株式會社로 할 수 있다.

②前項의 境遇에는 組織變更時에 發行하는 株式의 發行價額의 總額은 會社에 現存하는 純財産額을 超過하지 못한다.

③第1項의 組織變更은 法院의 認可를 얻지 아니하면 그 效力이 없다.

④第1項의 組織變更의 境遇에 會社에 現存하는 純財産額이 組織變更時에 發行하는 株式의 發行價額의 總額에 不足하는 때에는 第1項의 決議當時의 理事, 監事와 社員은 會社에 對하여 連帶하여 그 不足額을 支給할 責任이 있다. 이

사원총회의 소집에 준용한다.

제607조 (유한회사의 주식회사에의 조직변경) ① 유한회사는 총사원의 일치에 의한 총회의 결의로 주식회사로 조직을 변경할 수 있다. 다만, 회사는 그 결의를 정관에서 정하는 바에 따라 제585조의 사원총회의 결의로 할 수 있다.

② 제1항의 경우에는 조직변경시에 발행하는 주식의 발행가액의 총액은 회사에 현존하는 순재산액을 초과하지 못한다.

③ 제1항의 조직변경은 법원의 인가를 얻지 아니하면 그 효력이 없다.

④ 제1항의 조직변경의 경우에 회사에 현존하는 순재산액이 조직변경시에 발행하는 주식의 발행가액의 총액에 부족하는 때에는 제1항의 결의 당시의 이사, 감사와 사원은 회사에 대하여 연대하여 그 부족액을 지급할 책임이 있다.

<p>境遇에 第550條第2項과 第551條第2項, 第3項의 規定을 準用한다.</p> <p>⑤ 第340條第3項, 第601條第1項, 第604條第3項과 前條의 規定은 第1項의 組織變更의 境遇에 準用한다.</p> <p><신 설></p> <p><신 설></p>	<p>이 경우에 제550조제2항과 제551조제2항, 제3항의 규정을 준용한다.</p> <p>⑤ 제1항의 조직변경의 경우에는 제340조제3항, 제601조제1항, 제604조제3항 및 제606조를 준용한다.</p> <p>제624조의2 (주요주주 등 이해관계자와의 거래 위반의 죄) 제542조의10제1항을 위반하여 신용공여를 한 자는 5년 이하의 징역 또는 2억원 이하의 벌금에 처한다.</p> <p>제634조의3 (과태료에 처할 행위) ① 다음 각 호의 어느 하나에 해당하는 자는 5천만원 이하의 과태료에 처한다.</p> <ol style="list-style-type: none">1. 제542조의4제4항을 위반하여 자기주식을 처분하지 아니한 자2. 제542조의9제1항을 위반하여 사외이사 선임의무를 이행하지 아니한 자3. 제542조의9제4항을 위반하여 사외이사후보추천위원회
--	---

를 설치하지 아니하거나 사
외이사가 총 위원의 2분의 1
이상이 되도록 사외이사후
보추천위원회를 구성하지
아니한 자

4. 제542조의9제5항에 따라 사
외이사를 선임하지 아니한 자

5. 제542조의10제3항을 위반
하여 이사회 승인 없이 거래
한 자

6. 제542조의12제1항을 위반
하여 감사위원회를 설치하
지 아니한 자

7. 제542조의12제2항을 위반
하여 같은 항 및 제415조의2
제2항 각 호의 요건에 적합
한 감사위원회를 설치하지
아니한 자

8. 제542조의12제4항을 위반
하여 감사위원회가 제415조
의2제2항의 감사위원회 구
성요건에 적합하도록 하지
아니한 자

② 다음 각 호의 어느 하나에
해당하는 자는 1천만원이하의
과태료에 처한다.

[부 록]

	<ol style="list-style-type: none">1. 제542조의5제2항을 위반하여 주주총회 소집의 통지·공고를 한 자2. 제542조의13제1항 또는 제2항을 위반하여 의안을 별도로 상정하여 의결하지 아니한 자
--	---