

Contents

Vol.85 | 2017. 2호

- 03 연구논단 I** 내부 및 외부 지배구조의 형태와 효율성
신진영 연세대학교 경영대학교 교수
한국기업지배구조원 객원연구위원
- 29 연구논단 II** '주주활동(Shareholder Engagement)'의 최근 동향과
한국형 스투어드십코드에의 시사점
안수현 한국외국어대학교 법학전문대학원 교수
한국기업지배구조원 객원연구위원
- 56 연구논단 III** 부당지원행위 규제의 판례 동향에 대한 소고(小考)
송태원 한국기업지배구조원 변호사



내부 및 외부 지배구조의 형태와 효율성

연구논단 I

신진영 | 연세대학교 경영대학교 교수, 한국기업지배구조원 객원연구위원

I. 서론

기업지배구조(corporate governance structure)는 다양하게 정의되고 이해될 수 있으나 일반적으로 기업의 경영과 통제에 관한 시스템으로 기업경영에서 주주와 경영진 및 기타 이해집단 간의 이해관계를 조정하고 규율하는 제도적 장치와 운영 체제라 할 수 있다.¹⁾ 가장 일반적인 형태의 기업으로서 소유와 경영이 분리된 주식회사의 경우 주주로부터 기업의 경영을 위임받은 경영진에게서 발생할 수 있는 대리인 문제(agency problem)를 제어할 수 있는 체제를 포괄적으로 의미하게 된다. 그러나 각국마다의 경제, 사회적 배경이 다르고 경제 체제가 정착되는 과정에서 기업지배구조는 상이한 특성을 지니게 된다.²⁾

우리나라는 1997년 외환위기를 겪으면서 기업지배구조의 중요성이 인식되고 이와 관련된 각종 제도가 마련되고 정착되기 시작하였다. 대부분의 기업에서 지배주주가 존재하며 재벌이 경제에서 차지하는 비중이 높은 특수성으로 인해 지배주주가 소액주주의 이익에 반하여 사적 이익을 추구하려는 동기를 어떤 방식으로 통제할지의 여부가 우리나라 지배구조 문제의 핵심이라 할 수 있다. 외환위기 과정에서 IMF는 기업의 사외이사 선임 법제화를 요구하였고 우리 정부는 이를 수용하여 1998년 유가증권 상장법인에 한하여 사외이사의 선임 의무화하는 규정을 제정한 것이 기업지배구조를 제도화한 첫 시작이라 할 수 있다. 이후 상법, 자본시장법, 경쟁법에 걸친 다양한 제도의 도입 2016년 스투어드십 코드 제정에까지 이르게 된다. 이러한 제도의 도입과 정착은 기업의 지배구조와 운영 방식뿐만 아니라 주주를 포함한 다양한 이해당사자들의 의식

1) OECD 기업지배구조 원칙 (1999)에 따른 정의로서 김성훈, 박철순(2000)에서 재인용.

2) 이에 대한 자세한 논의는 Morck (2005) 참조

과 태도에도 큰 변화를 가져오는 계기가 되어왔다.

경영진에게서 발생할 수 있는 대리인 문제를 제어하고 이들에 대한 견제와 감독 및 통제가 기업 내부에서 이루어질 경우 이를 내부 기업지배구조(internal corporate governance)라 분류하며, 기업 외부에서 이루어진다면 이는 외부 기업지배구조(external corporate governance mechanism)로 불리게 된다. 내부 기업지배구조 혹은 내부 통제수단(control mechanism)의 종류는 다양하여 내부 감사(audit)를 통한 경영진에 대한 직접적인 감시 및 감독, 보상계약(compensation contract)을 통한 동기부여 등이 포함되며 이 중 가장 큰 중요성을 지니는 수단은 이사회를 통한 통제라 할 수 있다. 한편 외부 기업지배구조는 외부 통제수단(external control mechanism)이라고도 불리우며 이는 주주가 직접적으로 경영진을 통제하는 수단 외의 모든 것을 포함할 수 있다. 외부 통제수단의 종류 역시 다양하여 지배구조와 관련된 다양한 법률 및 규제, 인수·합병과 같은 기업지배권 시장(market for corporate control), 제품시장에서의 경쟁(product market competition), 노조와 같은 외부 이해관계자들의 압력, 경영진의 노동시장(labor market for management), 자본시장을 통한 감독과 견제 등이 포함될 수 있다.³⁾

내부 및 외부기업지배구조를 분류하는 방식은 다양하다. 박경서, 이은정, 정재영, 윤진수(2006)는 내부통제시스템의 지표로서 (a) 주주의 권리(기업지배구조헌장 도입여부, 집중투표제도 채택여부, 서면투표제도 채택여부, 전환사채발행한도 명시여부 등), (b) 이사회 구성(사외이사의 비중, 감사위원회 설치 여부 등), (c) 이사회 운영(이사회 개최 횟수, 이사의 출석률 등), (d) 투명성(평균이상의 자진공시 여부, IR 활동여부 등)의 4개 항목을 제시하였다. 한편 외부통제시스템의 지표로서 (a) 투명성 제도지표(공시제도, 외부감사제도 등), (b) 투명성 집행지표(감독기관의 독립성, 사적 견제장치의 효율성 등), (c) 책임성지표(적대적 기업인수의 가능성, 책임추궁제도의 정비 등)의 3개 항목을 포함하고 있다.⁴⁾

크레딧리요네 증권(Credit Lyonnais Securities Asia, CLSA)은 우리나라를 포함한 신흥시장(emerging market) 20국 475개 기업을 대상으로 기업지배구조를 정기적으로 평가하고 있다. CLSA는 규율, 투명성, 독립성, 책임추궁가능성, 책임성, 공정성, 사회적 책임을 내부 지배구조 평가항목으로 분류하고 외부 지배구조 항목으로는 투명하

3) 우리나라 정부 역시 이러한 점을 인식하여 2003년 발표한 시장개혁 3개년 로드맵에서 재정경제부와 공정거래위원회는 기업의 투명성과 공정성의 척도로 기업 내부 견제 시스템, 기업 외부 견제 시스템, 기업집단의 소유 및 지배구조 개선을 제시하였다.

4) 이러한 분류는 한국기업지배구조원이 2003년부터 2006년까지 실시한 우리나라 지배구조 평가자료를 바탕으로 이루어졌다.

고 포괄적인 규제 여부, 정치적 규제적 환경, 국제회계원칙의 채택 여부 등을 사용하고 있다.

경영진에 대한 견제와 감독을 위한 수단으로서 위에서 설명한 내부와 외부 통제수단이 상호 배타적인 것은 아니다. Gompers, Ishii and Metrick(2001)은 이를 명시적으로 고려하여 지배구조를 계량적으로 측정할 G-index를 제안하였다. G-Index는 포이즌필(Poison pill), 시차임기제 등 경영권 방어 관련 총 24개 항목이 정관 조항으로 명시될 경우 각 1점으로 부여하는 방식으로 산출하고 있다. 이는 적대적 M&A에 대한 방어수단이 주주권리를 침해하고 기업지배구조를 악화시킬 가능성이 높다고 보아 외부 통제수단인 M&A에 대해 경영진이 어떤 방식으로 대응하느냐에 초점을 맞춘 척도이다. 이 지표는 내부 및 외부통제수단의 상호작용을 반영한 지배구조지수로서 이후 많은 연구에서 지배구조를 평가하는 계량 척도로 사용되어왔다.

본 논문에서는 내부 및 외부 통제수단의 효율성에 대한 기존의 연구를 살펴보고 이를 통해 향후 효율적인 기업지배구조의 방향이 무엇인지에 대한 시사점을 찾아보고자 한다. 본 논문의 구성은 다음과 같다. 제II장에서는 내부 및 외부 기업지배구조와 관련된 선행연구를 통해 두 통제수단에 대한 비교와 상호작용에 대해 살펴본다. 제 III장에서는 최근 이슈가 되고 있는 주주행동주의에 대해 논의해보고 특히 논란의 대상이 되고 있는 헤지펀드의 주주행동주의 사례인 KT&G, SK, 삼성물산의 경영권 분쟁을 살펴보고자 한다. 제 IV장에서는 기술진보에 따라 그 활용도가 넓어지는 블록체인이 기업지배구조에 미칠 영향에 대해 분석하고 제IV장에서 결론을 맺고자 한다.

II. 선행 연구

1. 내부 통제수단

김건식, 송옥렬, 노혁준(2008)은 우리나라 기업, 특히 재벌을 포함한 기업집단의 내부 통제시스템으로서 사외이사제도, 감사제도, 집중투표제와 서면, 전자투표제에 대한 그간의 제도 변화와 효과에 대해 분석하고 있다. 이러한 내부 통제수단 중 외환위기 이후 가장 중요한 부문은 사외이사 제도 도입과 개선을 통한 이사회 기능의 강화라 할 수 있다. 이사회는 주주총회의 권한 사항을 제외한 회사의 업무집행에 관한 모든 의사결정을 내리는 주식회사 내의 핵심기관으로서 사내이사와 사외이사로 구성된다. 현행 제도는 자산규모 2조원 이상의 상장회사의 경우, 3인 이상, 그리고 이사 총수의 과반수

이상을 사외이사로 선임하도록 되어있고 일반 상장회사의 경우 이사총수의 4분의 1 이상을 사외이사로 선임하도록 규정하고 있다⁵⁾.

이사회 구성과 기능에 관한 기존의 국내외 연구들은 사외이사가 경영진으로부터 독립적일 것이라는 가정 하에 사외이사의 비중과 수로서 이사회의 경영진으로부터의 독립성을 측정하고 이러한 이사회의 독립성이 경영진에 대한 견제와 기업성과에 미치는 영향을 분석하고 있다.

Black and Kim(2012)은 우리나라 기업을 대상으로 하여 자산규모 2조원 이상의 기업에 한하여 사외이사비율을 50% 이상을 유지하도록 의무화한 1999년도의 법제도 변경의 효과를 실증적으로 분석하고 있다. 이 논문은 대규모 기업일수록 사외이사 제도 도입 이후 주가 상승 폭이 더 큼을 밝히고 있는데 이는 사외이사의 비중 확대가 기업가치에 긍정적인 영향을 미치는 것으로 이해할 수 있다. 전무경, 이기은(2013)은 국내 유가증권시장에 상장된 369개의 기업을 대상으로 실증 분석을 수행하였다. 이사회 규모, 하위 위원회 수, 사외이사 비율은 기업가치 증가에 기여하는 반면, CEO의 이사회 의장 겸직은 기업가치에 부정적 영향을 미치고 있다는 결과를 도출하여 이사회 독립성이 기업가치에 실질적인 영향을 미침을 보이고 있다. 사외이사의 비중 확대가 기업가치에 긍정적인 영향을 미친다는 위의 연구들과는 달리 김창수(2006)는 국내 기업의 경우 사외이사 비율과 기업가치 간에는 통계적으로 유의한 관계가 존재하지 않음을 제시하고 있다. 다만 외국인 사외이사가 존재하는 경우 이와는 달리 기업가치에 긍정적인 영향을 미치는 것을 보임으로써 단순한 사외이사의 비중이 아닌 사외이사의 실질적인 독립성이 기업가치에 기여할 수 있음을 밝히고 있다.

해외 연구 역시 이사회의 독립성과 기업가치 간의 관계에 있어 상반된 결과를 보이고 있다. Weisbach(1988)는 사외이사 비율의 증가는 경영진의 기업 지배력이 약화시켜 주주의 부에 부정적 영향을 미치는 경영진의 대리인 문제를 완화시킴을 보이고 있다. 특히 사외이사 비율이 높을수록 기업의 성과가 좋지 못할 때 CEO가 해임될 가능성이 높다는 것을 밝힘으로써 독립적인 이사회가 경영진에 대한 효율적인 통제수단임을 보이고 있다. Rosenstein and Wyatt(1990) 역시 사외이사 선임 시 해당 기업의 주가 수익률이 양의 초과수익률을 기록하는 것을 보임으로써 사외이사제도가 기업가치에 긍정적인 영향을 미친다는 결과를 제시하고 있다.

위의 연구 결과들과는 달리 사외이사가 기업가치에 별다른 영향을 미치지 않거나 도리어 부정적으로 작용할 수 있음을 보이는 연구들 역시 다수 존재한다. 이들 연구들은

5) 사외이사제도에 대한 보다 자세한 설명과 제도 변화에 대해서는 “사외이사제도의 이해와 실무” (2011) 한국상장회사협의회 참조.

기업들이 각자의 특성에 따라 이사회 규모의 규모, 사외이사의 비중 등을 최적화하여 이사회를 구성하고 있기 때문에 사외이사 비율과 기업가치 간의 방향성은 일관성을 지닐 수 없다고 주장한다. 특히 정부가 규제를 통해 강제적으로 사외이사의 수를 증가시키는 것은 최적화된 이사회 구성을 무너뜨려 도리어 기업가치가 감소시킬 수 있는 과당규제라 주장하고 있다. 실증 분석을 통해 Romano(2005)는 기업의 사외이사의 선임은 단순히 규제를 지키기 위한 노력일 뿐, 기업가치 제고와는 연관성이 없음을 보이고 있다. Agrawal and Knoeber(1996) 역시 사외이사 비율의 증가가 Tobin's Q로 측정된 기업가치를 유의하게 감소시키는 결과를 제시하고 있다.

최근 연구들은 사외이사 비율을 이사회 독립성의 대용변수로 설정하는 단순한 전제에서 벗어나 사외이사과 경영진 및 지배주주와의 관계를 보다 면밀히 파악하는 시도를 하고 있다. 이들 연구들은 사외이사를 독립적인 사외이사(Independent director)와 경영진에 대해 우호적인 사외이사(affiliated director)로 구분하여 이사회 독립성을 분석하고 있다. Weisbach(1988)은 해당 회사의 전현직 임원을 우호적 사외이사로 분류하고 이들을 제외한 나머지 사외이사를 독립적인 사외이사로 구분하였다. 분석 결과 사외이사의 비율이 높은 이사회인 경우 기업의 성과가 좋지 못할 때 CEO를 해임할 가능성이 높다는 것을 밝혀 이사회 독립성이 경영진에 대한 내부통제에 있어 중요함을 보이고 있다. Dahya, Dimitrov and McConnell(2008)은 세계 22개국의 799개사를 대상으로 6개의 기준에 의해 지배주주로부터 독립적인 사외이사를 구분하고 이들 독립적 사외이사의 비중 증가가 기업가치 제고에 기여함을 보이고 있다. 특히 법적 보호(legal protection)가 약한 국가의 경우에는 이사회 독립성과 기업가치 간의 긍정적 관계가 더 강하다는 결과를 제시하고 있다.

강운식, 국찬표(2012)의 연구는 현 경영진과 동일 고등학교 혹은 동일 대학(원)의 동일 학과 출신이거나, 사직 이후 냉각기간과 상관없이 과거에 당해 회사 및 계열회사의 임직원이었다던 사외이사는 비독립적인 사외이사로 분류하여 독립적인 사외이사가 기업가치 제고에 기여함을 보이고 있다. 손혁, 정재경(2015)은 독립적 사외이사가 기업가치 제고에 기여하는 원인을 분석하여 사외이사가 최고경영자와 학연 혹은 지연으로 연결될 경우 과잉투자를 제어하지 못함으로 인해 기업가치에 부정적인 영향을 미침을 실증적으로 보이고 있다.

김재경, 신진영(2016)은 사회 연결망(Social network) 이론을 적용하여 이사회 독립성이 기업가치에 미치는 영향을 분석하였다. 우리나라 기업 이사회에서 사외이사의 사회적 연결(social tie) 상 가장 중요한 특성을 지역, 학력, 관계회사에서의 과거 경력으로 설정하여 사외이사과 사내이사 간의 지연, 학연, 관계회사에서의 과거 경력 중 공

통된 부분이 존재하는지를 파악하여 해당 이사회 의 독립성 score를 측정하였다. 이와 같이 측정된 이사회 의 독립성과 기업가치 간의 관계를 계량적으로 분석하여 이사회 의 독립성이 실질적으로 기업가치에 어떤 영향을 미치는지를 파악하였다. 이와 더불어 우리나라 기업 지배구조의 특성 상 지배주주의 존재가 중요하므로 지배주주 중 최대주주 1인과 사외이사 간의 사회적 연결을 고려하여 이사회 의 독립성을 측정하고 기업가치에 미치는 영향을 분석하였다. 분석 결과 사외이사와 사내이사 간 사회적 연결이 높을수록 이사회 의 독립성이 훼손되어 기업가치에 부정적인 영향을 미침을 확인하였다. 반면 단순한 사외이사 비율로 이사회 의 독립성을 측정한 변수는 기업가치에 통계적으로 유의한 영향을 미치지 못함을 밝혔다. 이러한 결과는 사외이사가 경영진으로부터 독립적일수록 경영진에 대한 보다 효율적인 모니터링과 견제 및 감독을 통해 기업가치 제고 효과가 큼을 의미한다. 현 사외이사제도가 더욱 효율적으로 기능하기 위해서는 사외이사의 자격기준을 독립성의 관점에서 보다 엄격하게 규정하고 시행하는 것이 우선적이라 할 수 있다. 반면 사외이사와 최대주주 간의 사회적 연결과 기업가치 간에는 통계적으로 뚜렷한 관계를 찾을 수는 없었다. 사내이사로부터의 독립성이 최대주주로부터의 독립성보다 중요한 것은 실제 이사회 운영에 있어 사외이사들과 직접 안건을 논의하고 결정을 내리는 것은 사내이사들이므로, 이들과의 사회적 연결이 사외이사들의 독립적인 의사결정에 장애가 되어 기업가치에 부정적인 영향을 미치는 것으로 해석할 수 있다.

2. 외부 통제수단

외부 통제수단은 다양한 형태를 지니는데 가장 넓은 범위로는 지배구조와 관련된 다양한 법률 및 규제, 기업문화, 자본시장의 구성과 성숙도라 할 수 있다. La Porta, Lopez-de-Silanes, Shleifer and Vishny(1997, 1998, 2000)는 법률과 규제 등을 통한 투자자 보호가 자본시장의 발달, 기업의 외부 자금조달의 용이성과 기업가치 제고에 미치는 영향을 국가 간 비교를 통해 분석하고 있다.

내부와 외부 통제수단 간의 관계가 상호 보완적인지 혹은 상호 대체적인지 여부는 학문적인 관심에서 뿐만 아니라 각 경제 체제에 부합한 최적 지배구조 체제의 정립을 위한 정책수립을 위해서도 매우 중요하다. 두 통제수단이 보완적이라면 외부 통제수단의 강화는 이사회, 지배주주, 경영진으로 하여금 이사회 의 전문성과 독립성 제고, 경영진에 대한 감독체제 정비 등 내부 통제수단을 보완하고 정비하는 방향으로 작용할 것이다. 그러나 두 통제수단이 대체적 관계에 있다면 법률이나 규제의 변화를 통한 한 통제수단의 강화는 다른 통제수단을 보완하고 정비할 동기를 약화시킬 수 있을 것이다. 또한 내부와 외부통제수단의 관계는 기업지배구조를 둘러싼 법률 및 규제 환경의 변화에

따라 역동적으로 바뀔 수도 있을 것이다.

Enron 등 대규모 분식회계 사태에 따라 이를 방지하기 위해 2002년 미국에서 제정된 Sarbanes Oxley 법 시행 이후 기업들은 사외이사의 수와 비중을 늘리는 것을 포함하여 내부 기업지배구조를 의무적으로 개선하게 되었다. Barber and Liang(2008)는 기업은 각각의 통제수단 정립에 따른 비용과 편익을 고려하여 전반적인 지배구조를 구성한다는 것을 연구의 전제로 삼는다. 이들은 Gompers et al.(2001)의 G-Index를 외부 통제수단의 대용치로 설정하고, 내부 통제수단은 이사회 독립성으로 측정한 후 2002년 전후로 내부와 외부 통제수단 간의 관계를 분석하였다. 실증 분석 결과 법 제정 이전에는 두 통제수단이 명확한 대체관계를 지니고 있으나 이후에는 이러한 관계가 약화되며 특히 적대적 M&A에 대한 방어조항을 늘리는 방향으로 기업들이 대응함을 보이고 있다. 이는 법 제정으로 내부지배구조를 의무적으로 강화하게 된(경우에 따라서는 최적 수준 이상으로) 기업들이 M&A라는 외부 통제수단에 대한 규율은 약화시키는 방향으로 대응함을 보이고 있다. Barber, Liang and Zhu(2012)는 기업의 재무제표 재작성(Financial accounting restatement)이 Sarbanes Oxley 법 시행 전후 기업의 내부와 외부기업지배구조와 어떤 관련성을 지니고 있는지를 분석하고 있다. 기업의 재무제표 재작성은 기업의 투명성과 밀접한 관련을 지니고 있으므로 이는 당연히 지배구조에 의해 영향을 받을 가능성이 높다고 추론할 수 있다. 이들의 분석 결과는 법 제정 이전에는 지배구조와 재무제표 재작성 간에 유의한 관계가 존재하지 않으나 이후에 내부와 외부 통제수단 모두가 재무제표 재작성을 줄이는 방향으로 작용하고 있음을 보이는데 이는 법과 규제 환경에 따라 지배구조가 기업에 미치는 영향이 변화된다는 것으로 이해할 수 있다.

Bruno and Claessns(2007)는 23개국 자료를 이용하여 내부와 외부통제수단이 기업가치에 미치는 영향을 다각적으로 분석하고 있다. 분석결과는 내부와 외부 통제수단 모두 기업가치 제고에 긍정적인 영향을 미치고 있으나 그 정도는 국가 별, 기업 별 특성에 따라 상이함을 보이고 있다. 기업의 규모가 크고 외부 자금조달 의존도가 높은 기업일수록 지배구조 개선에 따른 기업가치 제고가 큰 반면, 기업의 내부지배구조가 취약한 경우 국가 차원의 투자자 보호 개선은 기업가치에 별다른 영향을 주지 못하고 있다는 결과를 제시하고 있다. 특히, 이미 기업들이 우수한 내부지배구조를 정립하고 있을 경우 과도한 지배구조 관련 규제는 도리어 기업가치를 훼손시킬 수 있으므로 정부 규제의 적정성은 기업의 내부지배구조에 맞추어 결정되어야 함을 제안하고 있다.

Martin and McConnell(1997)은 적대적 M&A에 의한 인수된 기업들의 경영진 교체 가능성이 기업의 성과가 저조할수록 증가함을 보임으로써 M&A가 경영진에 대한 효

율적인 통제수단임을 보이고 있다. 이후 다수의 연구들은 M&A가 매우 효율적인 외부 통제수단으로 기능한다는 결과를 제시하고 있다. Leal and Miller(2014)는 국가 간 자료를 이용하여 M&A를 장려하는 법과 규제 통과 이전과 이후, 그리고 이러한 법과 규제를 제정하지 않은 국가를 비교하여 M&A가 효율적인 외부통제수단인지 여부를 실증적으로 검증하고 있다. 그 결과는 법 통과 이후 성과가 부진한 기업이 적대적 M&A의 대상이 될 확률이 그 이전에 비해, 그리고 이러한 법이 제정되지 않은 국가에 비해 현저히 증가한다는 결과를 제시하고 있다. 특히 투자자 보호가 미약한 국가일수록 이러한 법의 제정은 성과가 저조한 경영진이 M&A에 의해 교체될 가능성을 증가시킨다는 결과를 통해 외부 통제수단 간의 대체관계를 실증적으로 밝히고 있다.

종업원들은 기업의 중요한 이해당사자인데 이들이 노동조합으로 조직화될 경우 경영진에 대한 견제와 감독 기능을 수행할 수 있을 것으로 추정된다. Atanassov and Kim(2009)는 이러한 추론과 달리 투자자 보호가 취약한 경우 강력한 노동조합은 경영 성과가 부진한 기업의 구조조정을 위한 자산매각을 지연시켜 도리어 기업의 상황을 악화시킬 수 있음을 보이고 있다. Faleye, Mehrotra and Morck(2006)는 종업원 주주 기업의 성과를 분석하여 이들 기업은 다른 기업에 비해 투자가 감소하고 노동과 총요소 생산성이 저하되는 등 전반적인 기업성과가 하락함을 보이고 있다. 이는 주주로서 종업원의 이해상충이 결과적으로 기업의 가치 제고에는 도움이 되지 못한다는 결과를 제시로 해석될 수 있다.

Shleifer and Vishny(1997)에 따르면 시장의 경쟁은 기업의 효율성을 제고하는 메커니즘으로써 내부 기업지배구조와 상호 보완적인 관계를 가진다. Defond and Park(1999)에 따르면, 산업 경쟁도(Industry product market competition)가 높은 산업에서 상대적 성과평가(relative performance evaluation)에 기초한 회계 성과가 낮을수록 최고경영자가 교체될 가능성이 높게 나타났다. 신일항, 이명건, 이은철(2014)은 내부 기업지배구조가 양호할수록 산업 경쟁도가 낮은 산업에서 이익조정을 통해 이익을 상향시키고자하는 동기를 감소시켜, 외부 기업지배구조와 내부 기업지배구조의 상호작용이 이익조정을 감소시키는 결과를 보여주었다. 박경서, 변희섭, 이지혜(2011)에 따르면 상품시장경쟁도가 높은 산업에 속한 기업의 내부 기업지배구조가 우수할 경우 이들 기업은 투자를 늘리고 배당은 감소시키나 반면, 상품시장경쟁이 활발하지 않은 산업에 속한다면 투자를 줄이고 배당은 증가시켜 경영활동을 규율하는 것을 보이고 있다.

Kim and Lu(2011)은 높은 산업경쟁도가 경영진의 대리인문제를 완화시키는 외부 기업지배구조로서 기능을 하는지의 여부를 실증적으로 검증하였다. 이들은 산업집중도(industry concentration ratio)로 측정한 경쟁도가 높은 산업에 속한 기업의 경우

CEO의 지분율과 기업가치 간의 관계는 유의미한 관계를 지니지 못함을 보임으로써 내부 기업지배구조로서의 CEO의 지분율과 외부 기업지배구조 간에는 대체관계가 있음을 밝히고 있다. 이러한 연구들은 내부 및 외부 기업지배구조 간의 상호 작용이 기업에서 이루어지는 다른 주요 의사결정 및 활동에 영향을 미칠 수 있다는 가능성을 보여준다.

박상미, 신진영(2016)은 외부 통제수단으로서 산업 경쟁도의 역할과 영향을 실증적으로 분석하고 있다. 산업 경쟁도가 낮은 산업에 비해 경쟁도가 높은 산업에 속한 기업의 경우 경영성과가 좋지 않을수록 최고경영자 교체 가능성이 증가하는지 여부를 검증하였다. 또한 내부 기업지배구조가 양호한 기업과 그렇지 않은 기업으로 구분하고 각각의 경우에서 산업경쟁도와 기업 경영성과에 따른 최고 경영자 교체 민감도를 분석하여, 최고경영자 교체에 있어 내부 기업지배구조와 외부 기업지배구조 간의 상호 보완관계를 보이는지 확인하고있다. 주요 결과로서 산업경쟁도가 높을수록 산업 조정 자산수익률로 측정된 기업 경영성과가 좋지 않은 최고경영자의 교체 가능성은 증가하며, 특히 내부 기업지배구조가 양호한 기업에 있어서는 산업경쟁도가 증가할수록 성과에 따른 최고경영자의 교체 가능성이 높아졌다. 이러한 결과는 이사회 구성 등 내부 기업지배구조와 대비되는 외부 기업지배구조로서 산업 경쟁도가 최고경영자 감시 및 통제 등에 있어 효율적인 기능이 있음을 확인시켜주고 있다.

III. 주주행동주의

1. 주주행동주의 동향

주주행동주의란 넓은 의미에서 주주로서의 권리를 최대한 행사하려는 적극적인 투자 의식에 따라 주주가치를 제고하기 위해 오랜 기간에 걸쳐서 주주들이 자신들의 권리를 행사하고 실현하는 것으로 이해될 수 있다 의미한다.⁶⁾ 이는 기업의 향후 주가 전망에 따라 주식을 매매하여 수익을 기대하는 방식에서 벗어나 특정 기업의 지분을 상당 부분 보유하여 주요 주주가 된 이후 기업 경영에 적극적으로 관여하여 기업 가치의 상승을 추구하고 이를 통해 투자 이익을 얻는 방식이라 할 수 있다. 이러한 투자방식을 취하는 투자자들을 행동주의 투자자(Activist investors)라 부른다.

Grossman and Hart(1980)이 밝힌 바와 같이 소액주주들은 이들이 태생적으로 지

6) 노미리 (2015)

년 무임승차 문제로 인해 경영진의 대리인 문제를 해결하기 위한 행동을 직접 취하기 어렵다. 즉, 기업 경영에 개입할 경우 그에 따른 비용은 본인이 전적으로 부담하나 그 결과로서 기업가치 상승이 이루어질 경우 혜택은 다른 주주들이 모두 공유하게 되므로 본인이 직접 나서기 보다는 다른 주주들이 행동을 취하길 기다리게 되는 것이다. 소액 주주의 무임승차 문제로 인하여 주주행동주의는 이미 기업의 주요 주주인 기관투자자들이나 저평가된 기업을 대상으로 단독 혹은 다른 주주와의 연합을 통해 기업전략이나 재무구조의 변경, 경영진 교체 등을 통해 기업가치를 제고를 시도하는 헤지펀드 행동주의 투자자들에 의해 수행된다.

주주행동주의는 경영진에 대한 내부 및 외부 통제수단의 특성을 모두 지니게 된다. 최근 주목을 받는 헤지펀드 주주행동주의는 목표 기업의 지분을 일정 수준 매입한 후 본격적으로 경영진에 대해 압박을 가하게 되는데 이러한 측면에서는 외부 통제수단으로 이해될 수 있다. 그러나 헤지펀드가 매입하는 지분의 수준은 경영권 자체를 획득할 수준은 아니므로 이들의 투자전략이 성공하기 위해서는 다른 주주, 특히 기관투자자들의 지원이 필요하므로 결국 기존 주주들의 내부 통제와 헤지펀드의 외부 통제가 결합된 방식으로 이해될 수 있다.⁷⁾

헤지펀드 주주행동주의는 실적이 저조한 기업을 대상으로 대량의 지분을 매입한 후 경영진을 압박하거나 직접 이사회를 장악한 후 핵심자산 매각, 대규모 구조조정을 통해 단기차익을 취하고 지분을 매각하는 1980년대의 기업사냥꾼(corporate raider)와 동일시되어 기업뿐만 아니라 일반에게도 부정적인 이미지가 강하다. 그러나 최근의 헤지펀드 주주행동주의는 철저한 사전조사를 통해 대상 기업을 선정하고 기존 주주 특히 기관투자자들과의 연합하여 기업가치의 장기적인 제고를 목표로 투자 전략을 수행하고 있다. 투자 대상이 되는 목표 기업의 규모 역시 기업사냥꾼들과는 달리 대기업의 비중이 증가하는 추세이다.⁸⁾

전세계적으로 주주행동주의 헤지펀드 수와 투자대상 기업의 수는 가파른 증가세를 보이고 있다. 2012~2013년 주주행동주의 펀드 수는 150~160개 전후였으나 이후 2014년 203개, 2015년 397개로 급증하였다. 이들 펀드가 목표로 하는 기업의 수 역시 2014년 344개에서 2015년 551개에 달하는 상황이며 이는 2010년 75개에 비해

7) "CPPIB backs Pershing Square in CP proxy row" 2015년 5월 11일 The Global and Mail 기사에서 잘 나타난 바와 같이 대표적인 헤지펀드 행동주의 투자자인 Pershing Square가 Canadian Pacific Railways에 대해 압력을 가할 때 캐나다 최대 공적연금인 CPPIB가 공개적으로 Pershing Square 지지를 선언했다.

8) 헤지펀드 주주행동주의 대상 기업 중 시가총액 20억 달러 초과 대기업의 비중은 2011년 16%에서 2014년 23%로 증가하였으나 3억 달러 미만 소기업의 비중은 동 기간 62%에서 45%로 감소하였다. 헤지펀드 주주행동주의의 최근 동향에 대한 자세한 논의는 KB 지식 비타민(2015) "주주행동주의와 행동주의 펀드의 성장" 참조

현저히 증가한 수준이다. 투자전략 역시 단순히 의결권을 행사하는 구조에서 적극적으로 기업 구조 개혁을 요구하는 방향으로 전환하는 등 공격적인 방식을 취하고 있다. 주목할 점은 이들의 투자 대상이 점차 아시아 지역으로 확대되는 양상을 보인다는 것이다. 2015년 삼성물산과 엘리엇의 위임장 경쟁의 사례와 같이 헤지펀드 주주행동주의의 목표가 된 아시아 기업의 수는 2014년 14개에서 2016년 상반기에만 10개에 이르고 있다. 특히 일본의 경우 이미 소니, 닌텐도, 교세라, 캐논 등이 Third Point, Oasis Management 등 대표적인 주주행동주의 헤지펀드의 목표가 되었다. 일본 기업이 이들 헤지펀드의 집중 공격 대상이 된 이유는 높은 성장성과 자산 가치에도 불구하고 불투명한 경영으로 인해 주가가 저평가되었기 때문이다. 이들은 특히 지배 구조가 취약한 가족 기업을 목표로 하는데 이는 창업자 가족 주주들이 낮은 지분율로 과도한 영향력을 행사하고 단기적 투자성향으로 다른 주주의 장기적 이익을 훼손하는 경우가 많기 때문이다. 우리나라 기업 역시 삼성물산의 사례와 같이 기업들이 사내 유보금이 많고 지배 구조가 개선될 여지가 크기 때문에 향후 이들의 목표가 될 가능성이 높은 것으로 전망된다.⁹⁾

주주행동주의 헤지펀드들이 단기 차익을 취하는데 집중한다는 일반의 인식이 정확한지는 실증 검증의 대상이라 할 수 있다. 최근 이들 펀드들은 공적연기금과 같은 기존의 기관투자자들과 연합하여 경영진에 대해 영향을 행사하는데 기관투자자들은 일반적으로 장기투자자이므로 만약 주주행동주의가 단기 차익을 취하는데 집중된다면 기관투자자들의 투자 목표와는 상반될 수 있다. Swanson and Young(2017)은 1994년부터 2014년 사이 2,652개 기업을 대상으로 이루어진 4,870 건의 주주행동주주를 분석하고 있다. 먼저 주가 수익률은 주주행동주의의 목표가 된 직후 1주간 시장수익률 대비 3.4% 상승한다. 주주 제안 별로는 기업의 일부 혹은 전부를 매각하라는 제안에 대해서는 가장 높은 13%, 기업전략, 이사회 구성, 지배구조 관련 제안에 대해서는 가장 낮은 2.5%의 시장수익률 대비 초과수익률을 얻고 있다. 2년 간에 걸친 장기 누적수익률은 시장수익률 대비 10.6%의 초과수익률을 기록하고 있으며 단기 수익률의 경우와 같이 기업의 일부 혹은 전부를 매각하라는 제안에 대해서는 21.6%, 기타 제안에 대해서는 9.6%의 시장수익률 대비 초과수익률을 보이고 있다. 기업의 공매도(short sales)는 기업의 향후 주가 전망이 부정적일 때 증가하게 되는데, 주주행동주의 시도될 시점에는 시가총액 대비 공매도 비중은 4.7%였으나 2년 후에는 4.1%로 통계적으로 유의한 수준으로 감소하는 것을 보이고 있다. 이는 주주행동주의의 투자 대상이 아닌 기업들의 평균인 4.6%보다도 낮은 수준이다. 이러한 결과는 주주행동주의의 결과로 기업에 대한

9) “행동주의 헤지펀드, 日 이어 한국기업 눈독” 한국일보 2016년 10월 8일 기사

부정적인 전망이 상당히 완화됨을 나타내는 것으로 해석된다. 한편 해당 기업의 수익률, 부채비율, 영업이익률 등 기업의 전반적인 경영 상의 성과를 측정하는 지표 역시 주주행동주의 결과 현저히 개선되는 효과를 보이고 있다. 주주 구성에 있어서도 단기 투자를 목적으로 하는 주주의 비중은 주주행동주의 이전 16.7%에서 2년 후 14.8%로 감소하는 반면, 장기 투자자의 비중은 이전 10%에서 10.6%로 증가하였다. 이러한 실증 결과는 주주행동주의가 일반의 우려와는 달리 대상 기업에 대해 장기적으로 지속되는 긍정적인 효과를 미치고 있음을 밝히고 있다.

주주행동주의의 대상이 된 기업, 특히 보다 공격적인 헤지펀드들이 압력을 받게 되는 기업의 경영진 입장에서는 이러한 주주들의 적극적인 움직임이 반갑지는 않을 것이다. 그러나 빠르게 증가하는 주주행동주의 헤지펀드의 요구와 행동을 무조건적으로 무시하거나 막을 수는 없으므로 경영진은 이에 대한 적절하고 현명한 대처를 취해야 할 것이다. 경영진의 대응 방식은 네 가지로 정리될 수 있다.¹⁰⁾ 첫째 주주행동주의 헤지펀드의 실체를 파악해야 한다. 많은 기관투자자들은 패시브 투자자인 반면 소수의 Third Point, 엘리웃 등 전문화된 헤지펀드는 상세한 사전 검토를 통해 이들 기관투자자들의 지원 하에 목표 기업에 대한 행동을 취하게 된다. 둘째, 헤지펀드의 압력에 대응할 준비가 평소에도 철저히 마련되어야 할 필요가 있다. 주주들과 투자자들을 대상으로 한 IR을 수시로 시행하여 기업 경영 전반에 대한 정보를 공유하고 이해를 구하는 것이 중요하다. 셋째, 헤지펀드가 압력을 가하게 되면 설사 이들의 요구가 적절하지 않다하더라도 성실하고 현명하게 대처해야 하며 단순히 무시하고 적대시 하는 것은 적절하지 않다. 넷째, 이들 요구의 일부 혹은 전부가 타당하다면 수용하는 것이 바람직 할 것이다. 궁극적으로 주주행동주의에 대한 가장 적절한 대응책은 기업의 실적을 개선하고 투명하고 적절한 지배구조를 확립하여 이들 헤지펀드의 목표가 되지 않는 것이라 할 수 있다.

2. 헤지펀드 주주행동주의 국내 사례

앞 절에서 설명한 바와 같이 주주행동주의 헤지펀드의 투자 대상이 점차 아시아 지역으로 확대되는 양상을 보이고 있으며 이미 우리나라도 아래 세 가지 사례와 같이 이들과 경영권 분쟁을 겪은 바 있다.

10) 보다 자세한 논의와 사례는 “A boss’s guide to fending off an activist attack”, The Economist 2017년 5월 11일 자 기사 참조

(1) KT&G vs. 칼 아이칸

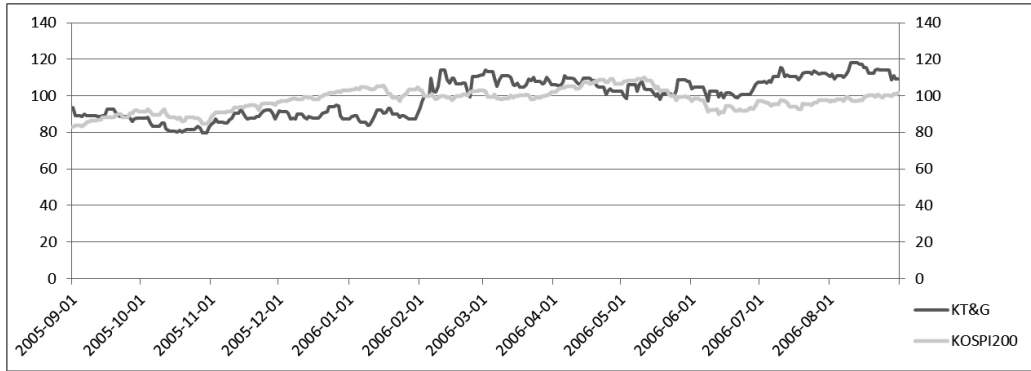
민영화 이후 뚜렷한 대주주가 없던 KT&G 지분을 칼 아이칸이 사들이기 시작한 시점은 2005년 9월 28일부터이며 2006년 1월 9일까지 KT&G 주식 776만주를 매입했다. 이후 2006년 2월 3일 스틸 파트너스와 함께 KT&G 지분 6.59%를 보유하고 있다고 금융감독원에 신고하면서 본격적인 경영권 경쟁에 돌입하게 된다. 칼 아이칸은 주주자격으로 KT&G의 자회사인 인삼공사의 매각과 부동산 처분 등을 요구하였으며 2006년 3월 17일 정기주주총회에서 위임장 대결을 통해 자신을 대리할 사외이사 1명을 이사회에 진출시키는데 성공하여 주주행동주의 헤지펀드의 방식을 취하게 된다. 경영진과 적대적 관계에 있는 외국인 주주가 사외이사로서 선출된 것은 우리 기업 사상 처음 있는 일이었다.

이후 KT&G는 자사주 소각을 포함해 2조8000억원을 주주들에게 환원하겠다고 발표하는 등 경영권 방어를 위한 조치를 취하게 된다. 칼 아이칸의 지분 매입과 KT&G의 대응으로 주가는 4만원대에서 6만원 대로 상승하였으며 이후 KT&G는 3.4%의 지분을 가지고 있는 국민연금을 포함한 국내 기관투자자들의 도움을 받아 경영권을 유지할 수 있었다.

2006년 12월 5일 아이칸은 주주 가치 제고, 경영 참여 등 그간의 요구와는 달리 주식을 매도하기 시작하였다. 그 결과 칼 아이칸은 이날 매각분에 대한 차익 874억원과 남은 지분의 평가차익 추정치 480억원을 합쳐 1,354억원의 주식 매매 차익을 얻게 되었으며 여기에 2005 회계연도 배당액 124억원을 더하면 KT&G 투자로 총 1,478억원의 이익을 얻은 것으로 추정된다. 투자 기간 중 원·달러 환율 하락에 따른 환차익까지 고려한다면 10개월 만에 약 1,500억 원을 얻고 철수하게 되어 주주가치 제고 등을 내세우며 경영권을 압박했지만, 결과적으로 단기차익 목적으로 한 투자로 마무리되었다.

[그림 1]은 칼 아이칸이 금융감독원에 주식 보유를 신고한 직후인 2006년 3월 1일 당시 KT&G 주가와 코스피200지수를 100으로 환산하여 상대적인 주가 추이를 파악한 그래프이다. 전반적인 주가 추이를 보면 2006년 3월 1일 이전에는 KT&G 주가가 코스피200지수를 상대적으로 하회하는 추세를 보이나 이후에는 역전되는 2006년 연말까지의 수익률은 KT&G가 코스피200지수보다 우월한 성과를 보이고 있다. 이는 칼 아이칸의 경영권 공세가 적어도 단기적으로는 상대적으로 저평가된 KT&G 주가를 견인하는 효과를 가져왔음을 보이고 있다.

[그림 1] KT&G 주가 추이



2006년 2월 3일 기준으로 코스피200지수와 1KT&G 주시가격 각각 100으로 환산

(2) SK vs 소버린

2003년 1월 8일, 참여연대는 최태원 회장과 손길승 회장, 유승렬 전 SK그룹 구조조정본부장 등이 SK글로벌 해외법인 등 계열사를 동원해서 미국계 금융회사인 JP모건과의 이면계약을 통해 SK증권 주식을 이중 거래한 혐의가 있다며 이들을 검찰에 고발한다. 같은 해 3월 11일, 검찰은 SK글로벌의 수사 과정에서 1조 5천억 원에 이르는 분식회계를 적발했다는 수사 결과를 발표하였다. 이 사이 SK(주)의 주가는 하락하기 시작하여 2003년 3월 14일 장중 최저가는 5,890원을 기록하였고 이후에도 매도세는 지속되었다.

2003년 4월 3일, 금융감독원에 ‘크레스트 시큐리티즈’라는 소버린 자산운용의 100% 자회사는 SK(주)의 주식을 1천만 주 이상 매입하여 8.64%의 지분을 확보했다는 사실이 보고되었고 이 소식에 주가는 급반등하기 시작한다. 한편 소버린은 자신들의 목표는 주주가치를 확립하며 SK(주)를 한국에서 기업지배구조의 모델 기업으로 바꾸도록 경영진과 건설적으로 협조할 계획임을 밝혔다. 이후 지속적인 매입을 통해 소버린은 총 1,689억원으로 주당 평균 9,293원에 SK(주) 주식 1,902만여 주를 매입하여 자산 규모 17조 원 기업의 1대 주주로 등극하게 된 것이다. 당시 최태원 회장 등 총수 일가의 직접 지분은 1.39%에 그쳐 경영권 방어에 매우 취약한 상황이었다. 소버린은 경영투명성 제고 등을 내세워 SK를 상대로 계열사 청산, 경영진 교체, 기업지배구조 개선, 부실 계열사에 대한 지원 중단 등을 요구하였다. 이는 이후 양측이 주주총회에서 위임장 대결로 향하게 되는 결정적 계기로도 작용하게 된다.

최태원 회장 등이 법원에서 유죄 판결을 받았을 즈음인 6월 15일, 최태원, 손길승 회장을 제외한 8명의 SK(주) 이사들은 ‘SK글로벌 지원’을 결정한다. 이러한 이사회 결

정에 대해 소버린은 SK글로벌에 대한 지원 중단과 더불어 부당 내부거래, 분식회계 문제 등으로 유죄 판결을 받은 최태원 회장 등 현직 이사들의 자진 사퇴까지 요구하기 시작하였다. 그해 12월 SK 이사회가 우호지분을 확대하여 경영권 방어에 활용한 목적으로 보유 자사주의 의결권을 부활하고 해당 주식을 하나은행이 인수하려 하자 소버린은 SK를 상대로 의결권 침해 금지 가처분을 법원에 내기에 이른다. 당시 법원은 소버린이 제기한 의결권 침해 금지 가처분 신청을 기각하였고 결과적으로 SK는 자사주 매각으로 9.7% 지분의 의결권을 확보하게 된다.

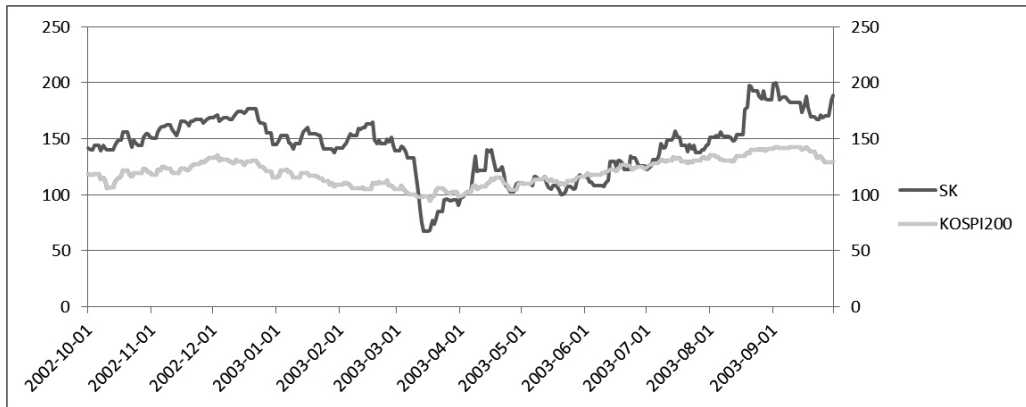
3월 주주총회를 앞두고 소버린은 SK그룹과 독립적인 위치에서 SK(주)의 경영에 참여할 사외이사 5명을 추천하는 동시에 정관 개정안을 제안한다. 이에 맞서 SK는 적극적인 백기사 모집에 나서는 등 1조원 가량의 비용을 투입하였고 결국 소버린은 '이사해임의 안'(최태원 회장 해임)과 '정관변경의 안'(전과자 이사선임 금지) 등 안건을 놓고 벌인 주총 표 대결에서 패배하였다.

2004년 3월 정기 주총이 끝나자 SK(주)의 백기사를 자청했던 국내 우호 세력들은 거의 대부분 보유 주식을 매도하였고 SK 측 우호 세력의 감소로 승산이 있다고 판단한 소버린은 또다시 최태원 회장의 퇴진 등을 담은 안건으로 임시주총 소집을 요구하였다. 그러나 2004년 10월, 소버린의 임시주총 요구는 이사회가 이를 거부함으로써 무산되었고 소버린은 이후 1년 간 임시주총소집을 요구하는 소송을 이어갔으나 이듬해인 2005년 3월 정기주총에서 또 한 번 패배하였다.

결국 소버린은 같은 해 6월 SK(주)의 보유 목적을 '경영 참여'에서 '단순 투자'로 전환하고 이후 한 달 외국계 투자가들과의 극비리 작업 끝에 7월 18일 SK(주) 주식 전량을 처분하였다. 그 결과 2년 4개월 간의 투자를 통해 매매 차익과 배당금, 환차익을 합산하면 총 9,437억원의 수익을 얻게 되는데 이는 투자금의 4배에 가까운 금액이다.

[그림 2]는 소버린이 본격적으로 SK(주)에 투자를 시작한 시점인 2003년 4월 3일을 기준으로 SK(주)와 코스피200지수 간의 상대적 주가 추이를 보이고 있다. SK(주)의 경영상황이 악화되기 이전 상대적으로 우월한 주가를 유지하던 SK(주)는 이후 급락을 거듭하였으나 이후 소버린의 투자가 시작되면 전반적인 상승 추세로 전환하여 2003년 말에는 코스피200지수에 비해 월등한 수익률을 나타내고 있다. 이는 KT&G의 경우와 마찬가지로 기업지배권 경쟁이 적어도 단기적으로는 주주들에게 이익이 되는 방향으로 전개됨을 보이고 있다.

[그림 2] SK 주가 추이



2003년 4월 3일 기준으로 코스피200지수와 1KT&G 주시가격 각각 100으로 환산

(3) 삼성물산 VS 엘리엇

제일모직은 2014년 12월 18일 유가증권시장에 상장된 지 6개월이 지난 시점인 2015년 5월 26일 삼성물산과의 합병을 발표하였다. 삼성그룹은 글로벌, 성장공유, 신사업 인큐베이터 등의 시너지 효과를 위해 합병을 한다고 발표하였으나, 합병에 대한 시장의 평가는 이재용 부회장의 그룹 승계를 위한 과정이라는 것이 중론이었다. 이재용 부회장은 제일모직 지분 23.3%를 보유한 최대주주이나 그룹의 핵심인 삼성전자의 보유 지분은 0.57%에 불과하였다. 삼성전자의 주가를 감안한다면 이재용 부회장이 사재를 투입하여 삼성전자의 지분을 확보하는 것을 현실적으로 불가능한 일이었다. 삼성물산은 삼성전자의 지분 4.1%를 보유하고 있으므로 제일모직과 삼성물산이 합병한다면 이재용 부회장은 4.1%의 지분을 실질적으로 보유하는 효과를 얻게 된다. 더욱이 삼성물산은 삼성생명의 지분 19.3%를 보유하고 있으므로 두 기업이 합병한다면 삼성생명이 가진 삼성전자 주식 7.2%까지 총 11.3%의 지배권을 확보하게 되는 것이다.

합병 비율에 있어 제일모직 지분율이 높은 이재용 부회장 입장에서는 제일모직 주가는 높을수록, 삼성물산의 주가는 낮을수록 지분 확보에 유리하게 되고 결국 삼성그룹은 합병비율을 1(제일모직):0.35(삼성물산)로 정하게 된다. 이에 엘리엇은 합병비율이 불합리하고 삼성물산의 주식가격이 저평가되었다고 주장하며 합병에 대해 이의를 제기하기 시작한다. 매수청구권 행사 가격인 주당 57,000원을 기준으로, 삼성물산의 가치는 약 9조원이나, 삼성전자 지분 가치만으로도 8조원을 포함하여 삼성물산이 보유한 계열사 지분가치는 상장사만 13조원에 이르므로 매수청구권이 지나치게 낮게 설정되었다는 것이 엘리엇의 주장이었다. 즉, 엘리엇은 합병 및 지배구조 승계에 대해 반대하는 것이 아니다. 합병비율이 불공정하고 불법적인 요소로 인해 삼성물산 주주에게 피해가 되므

로 이를 시정하고 합병을 진행하라는 것이었다.

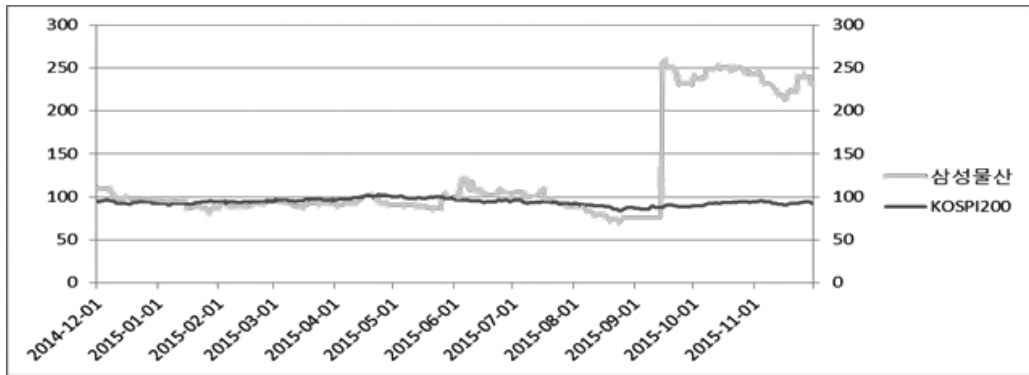
삼성 측은 삼성물산 주주총회에서 우호지분을 늘리기 위해 2016년 6월 10일 KCC에게 자사주 5.76%를 매각하였다. 이에 엘리엇은 자사주 매각 가치분 소송을 제기하였고 법원은 엘리엇 항고 가치분 신청도 모두 기각하였다. 상법 제 522조 제 3항 및 제 434조 특별결의 사항에 따라 합병결의는 출석 주주의 2/3 이상, 발생 주식 총수의 1/3 이상이 찬성을 필요로 한다. 엘리엇은 자체 보유 지분 7.12% 외에 일성신약과 26% 가량의 외국인 투자자 중 상당수를 우호 세력으로 확보하고 있어 삼성 측은 주총에서 합병 통과를 낙관할 수 없는 상황으로 몰리게 된다.

7월 3일 세계 최대 의결권 자문사인 ISS가 “합병 비율에서 제일모직이 고평가됐다”며 합병을 반대한다는 권고 의견서를 발표하면서 상황은 엘리엇에게 유리한 방향으로 전개된다. 이후 17일 주주총회까지 약 보름 여 동안 국민연금 등 국내외 기관투자자들이 속속 찬반 의견을 결정했고, 엘리엇과 삼성물산은 막판까지 소액주주들 표를 모으는데 집중했다. 엘리엇은 소액주주들이 가입해 있는 온라인 카페 등을 통해 위임장 모집에 나서고, 삼성물산은 신문·방송 광고로 “합병을 지지해 달라”고 호소하였다.

2015년 7월 17일 주주총회 결과, 주주 총 출석률은 84.73%, 이중 69.53%가 찬성, 30.47%가 반대 또는 기권을 하여 결국 근소한 차이로 합병안은 통과 되었고, 2015년 9월 1일 건설, 패션, 상사, 리조트 4개 부문을 거느린 통합 삼성물산이 출범하게 된다. 이 과정에서 국민연금의 합병 찬성이 결정적인 역할을 하게 되었고 이는 이후 박근혜 대통령 탄핵과정에서 중대한 법적 문제를 야기한다.

엘리엇은 7월 17일부터 8월 6일까지 주식매수청구권 행사 기간에 삼성물산 보유 지분 4.95%에 대해 행사를 신청하였다. 합병안 발표 이후인 6월 3일 매입한 지분 2.17%는 주식매수청구권 행사 대상이 아니므로 엘리엇이 팔 수 있는 자분 전체를 내놓았다고 볼 수 있다. 엘리엇의 주식매수청구로 인해 삼성물산주가는 7월 17일 69,300원에서 8월 6일 56,200으로 하락하였다. 삼성물산은 주주들로부터 주식매수청구권을 받은 결과 총 1,171만 730주(6,702억 5,096만원)가 접수되었다고 밝혔다. 주식매수청구권의 행사 가격은 주당 57,234원 이었고 이를 통해 엘리엇은 손실 상당 부분을 회피하였다. KT&G와 SK의 사례와 달리 엘리엇은 기업지배권 경쟁 과정에서 도리어 손실을 보고 철수하게 된다.

[그림 3] 삼성물산 주가 추이



삼성물산과 제일모직이 합병한다는 공식보도로 엘리엇과 분쟁이 시작된 시점인 2015년 5월 26일 5월26일을 기점으로 코스피200지수와 삼성물산 주가를 각각 100으로 설정한 주가 추이. 단, 2015년 9월 15일 이후는 합병 후 재상장된 삼성물산이므로 제일모직과의 통합 주가임.

IV. 블록체인과 기업지배구조

1. 블록체인의 개념과 활용

블록체인(Blockchain)은 분산된 공개장부인 “블록”을 다수가 참여하는 인증과정을 통해 합의된 방식으로 “연결”시켜 Peer-to-Peer 방식의 거래를 가능하게 하는 기술이다.¹¹⁾ 이러한 기술은 “분산원장(Distributed ledger)”라는 개념으로 통용되고 있는데 이는 거래 원장의 복사본이 각 네트워크 구성원에게 ‘분산되어(distributed)’ 새로운 거래가 발생할 때마다 구성원들의 동의를 통해 해당 거래를 인증하는 방식으로 진행되기 때문이다. 블록체인은 중앙 집중화된 시스템에 의존하지 않고 Peer-to-Peer의 네트워크 방식에 기반하고 있기 때문에 거래 중개자(intermediary)가 존재하지 않으므로 적은 비용으로 보다 빠르고 안전한 거래가 가능하게 되어 거래의 효율성을 높이고 한다. 블록체인은 동일한 거래 장부가 네트워크 참여자들 모두에게 개방되고 새로운 정보가 실시간으로 동시에 업데이트 됨에 따라 거래의 투명성을 높이게 된다. 또한 하나의 거래정보를 임의로 변경하려면 수많은 컴퓨터를 동시에 해킹해야 하는데 이는 사실상 불가능하므로 블록체인을 통해 높은 신뢰도를 지닌 거래를 성사시킬 수 있게 된다.¹²⁾

블록체인은 암호화폐(cryptocurrency)인 비트코인(Bitcoin)으로 인해 주목을 받게

11) 블록체인과 금융업의 활용에 대한 보다 자세한 논의는 서정호, 이대기, 최공필(2017) 참조

12) 이재영(2017)

되었는데 이는 중앙은행의 지원과 통제를 받지 않고 독립적으로 운용되는 가상화폐로서 중앙관리자 없이도 개인 간의 네트워크를 통해 작동하고 있다. 금융에 있어서 블록체인의 활용은 암호화폐에 국한된 것이 아니라 다양한 영역에서의 적용이 가능하며 이를 통해 상당한 변화를 가져올 것으로 예상된다.

전자금융거래가 활성화되면서 인증체계(Authentication)가 더욱 중요해지고 있다. 우리나라의 경우 공인인증서를 주로 사용하는데 이에 따른 비효율성 등 다양한 문제가 제기되고 있다. 블록체인에 기반한 인증체계는 사용자와 금융기관을 직접 연결시켜주는 방식을 사용하므로 전자금융거래의 효율성과 신뢰도를 현저히 제고할 것으로 전망된다. 블록체인은 결제와 송금 분야(Payment and remittance)에서의 활용 가능성이 높을 것으로 보인다. 암호화폐를 통한 거래뿐만 아니라 블록체인이 지닌 높은 보안성과 효율성을 활용하여 해외송금에 걸리는 시간과 비용을 절약하면서 송금의 안정성을 높이는 시스템의 개발이 세계 주요 금융기관들에 의해 진행되고 있다. 우리나라의 경우에도 KB국민은행, KEB하나은행, 기업은행, 카카오뱅크 등이 스타트업 기업들과 제휴하여 해외송금과 결제 영역에서의 적용 방안을 모색하고 있다.

블록체인은 무엇보다도 증권거래의 활용이 높을 것으로 보이며 이는 향후 기업지배 구조에 있어서도 상당한 영향을 미칠 것으로 전망된다. 블록체인을 통해 증권거래가 이루어질 경우 거래가 신속하게 체결될 수 있을 뿐만 아니라 직접 매매 확인과 승인이 가능해질 것으로 보인다. 미국의 NASDAQ은 2015년부터 전문투자자용 장외시장인 NASDAQ Private Market에 블록체인 기술을 시범 적용하여 거래시간을 3일에서 10분으로 단축시킨 바 있다. 미국 증권거래위원회(SEC)는 2015년 OverStock이라는 회사가 블록체인을 적용하여 인터넷 공모 주식을 발행할 수 있는 권한을 부여하였다. 이외에도 캐나다, 영국, 일본, 호주의 거래소 역시 블록체인을 활용하기 위한 연구와 개발을 추진 중이다. 우리나라의 한국거래소는 블록체인에 기반한 거래 플랫폼 개발을 시작하여 장외시장 거래에 도입하고 이를 향후 상장 주식 거래에도 도입할 것이라는 계획을 발표하였다.

2. 블록체인이 기업지배구조에 미칠 영향

금융에 있어서 블록체인의 활용이 확대될 경우 기업지배구조에도 직간접으로 상당한 영향을 미칠 것으로 예상된다.¹³⁾ 앞 절에서 설명한 바와 같이 블록체인을 활용한 증권거래가 확대될 경우 거래의 속도, 신뢰도, 투명성이 높아질 것으로 전망된다. 또한 회계

13) 블록체인과 기업재무 전반에 미칠 영향에 대한 자세한 논의는 Yermack(2017) 참조

정보를 비롯한 기업정보가 블록체인을 통해 처리된다면 기업 관련 정보의 신뢰도와 투명성 역시 제고될 것으로 예상된다. 이러한 변화는 기업지배구조의 다양한 측면에서 영향을 미칠 것으로 보인다.

증권거래 특히 주식의 거래가 블록체인을 통해 이루어질 경우 거래의 속도가 현저히 빨라지면서 주식 거래 전반의 유동성이 높아질 것이다. 블록체인의 특성 상 이를 통한 주식거래는 기업의 지분 보유 및 변화 현황이 실시간으로 모든 투자자들에게 공개되는 효과를 가져올 것으로 보이며 이는 경영진에 대한 견제와 감독, 그리고 기업지배권 시장에 상당한 영향을 미칠 것으로 예상된다.

앞 장에서 설명한 주주행동주의 특히 헤지펀드의 주주행동주의는 대상 기업의 일정 지분을 매입한 후 이를 기반으로 다양한 경영 관련 압력을 통해 이익을 실현하기 위한 시도를 한다. 이때 5% 룰을 회피하기 위해 지분을 분산하여 매입한 후 경영진에게 영향력을 행사할 수 있는 지분 규모에 도달하게 되면 본격적인 행동을 취하게 된다. 블록체인을 통한 주식의 거래가 이루어진다면 경영진과 다른 주주들은 이러한 헤지펀드와 기관투자자들의 지분 변동을 실시간으로 파악할 수 있게 되기 때문에 사전에 이들에 대한 대비를 취할 수 있게 될 것이고 이는 기존 경영진의 경영권 방어에 유리한 방향으로 작용할 수 있을 것이다.

그러나 블록체인이 주식 거래를 비용을 낮추고 신속한 매매를 가능하게 한다면 앞서의 추론과는 달리 경영진에 대한 견제를 도리어 용이하게 할 가능성 역시 예상할 수 있다. 기존의 다수의 연구가 밝힌 바와 같이 대주주의 존재는 경영진에 대한 견제와 감독을 용이하게 하고 소액주주들의 무임승차 문제를 완화할 수 있다. 주식의 거래가 블록체인을 활용하여 이루어질 경우 경영진의 심각한 대리인 문제로 인해 주식 가치가 저평가된 기업의 주식을 투자자들이 보다 신속하게 낮은 비용을 매입하여 경영진에 대한 압력을 가하는 것이 용이하게 될 것이다. 블록체인은 주주들의 지분 보유 현황을 실시간으로 정확하게 공유하는 것이 가능하게 하므로 대주주의 존재와 지분 규모가 다른 주주들에게 투명하게 공개되어 소액주주들이 대주주와 연합하여 경영진에게 압력을 가하거나 교체하는데 따른 제약이 줄어들 것이다. 즉, 블록체인은 소액주주의 무임승차 문제를 완화하여 경영진의 대리인 문제를 제어할 수 있는 매우 유효한 외부 통제수단으로 기능할 수 있음을 예측할 수 있다.

블록체인을 통한 주식의 거래는 경영진에게 직접적인 영향을 미칠 것으로 보인다. 블록체인을 활용한 주식의 거래는 경영진의 지분 보유 규모와 변화를 실시간으로 기존 주주를 포함한 모든 투자자들에게 공개하는 효과를 가져오므로 경영진이 내부거래(Insider trading)를 통해 이익을 취할 수 있는 여지는 현저히 줄어들게 될 것이다. 불

법적인 내부거래는 당연히 형사처벌의 대상이나 Manne(1966) 등이 설명한 바와 같이 정보의 비대칭성을 활용한 경영진의 주식 거래는 그 자체가 경영진에 대한 보상의 일부로 볼 수 있는데 이러한 거래가 블록체인을 통해 제약된다는 것은 실질적으로 경영진에 대한 보상 수준이 감소하는 효과가 있을 것으로 보인다. 또한 경영진의 지분 거래는 그 자체가 기업의 경영 상황에 대한 중요한 정보를 포함하고 있는데 이러한 지분 거래 정보가 투명하게 공개된다는 것은 경영진에 대한 견제와 감독을 보다 용이하게 할 것으로 전망할 수 있다.

블록체인을 통한 주식의 거래는 주주명부가 실시간으로 정확하게 공개되는 효과를 가져올 수 있으므로 주주총회에서 위임장 경쟁이 보다 활성화될 수 있을 것으로 전망된다. 새도우보팅의 폐지에 따른 최근 논란의 사례와 같이 주주명부의 파악이 어렵고 주주들의 주주총회 참석률이 낮은 문제는 블록체인을 통한 주주명부의 작성과 공개에 전자투표의 활성화가 더해진다면 상당히 해결될 수 있을 것으로 보인다. 이는 주주들의 보다 적극적인 주주총회 참여를 유도하여 경영진에 대한 견제와 감독을 효율적으로 시행할 수 있는 길을 여는 것이라 할 수 있다.

블록체인을 통해 주식의 거래뿐만 아니라 재무제표 등 기업 관련 정보가 블록체인을 통해 투자자들 사이에 공유될 수 있다면 이 역시 기업 경영의 투명성을 제고하여 기업 지배구조를 개선하는 효과를 가져올 것이다. 경영진의 대리인 문제가 발생하는 가장 중요한 원인은 경영진과 주주 간의 정보의 비대칭성에서 기인하는데 블록체인을 통해 실시간으로 정확한 기업 관련 정보가 주주를 포함한 기업의 이해당사자 사이에 공유될 수 있다면 이는 정보의 비대칭성 문제를 상당 부분 완화하여 경영진의 대리인 문제를 현저히 해결할 수 있을 것이다.

블록체인은 아직 그 보급과 활용이 초기 단계이므로 그 효과와 영향이 어느 방향으로 얼마나 파급될 지 예측하기는 어렵다. 그러나 블록체인을 비롯한 기술의 진보가 주식 거래의 효율성과 신속성을 높이고 경영진과 투자자 간의 정보의 비대칭성을 완화하는 방향을 작동한다면 이는 경영진에 대한 효과적인 통제수단을 제공하게 될 것이며 이를 통해 기업지배구조 개선을 기대할 수 있을 것으로 보인다.

V. 결론

우리나라는 1997년 외환위기를 겪으면서 기업지배구조에 대한 인식이 본격적으로 이루어졌으며 이후 다양한 법과 규제 등을 통해 지배구조 개선을 위한 노력이 경주되어 왔다. 재벌이 우리 경제에서 차지하는 비중이 높고, 상당수의 기업들이 지배주주 일가에 의해 소유되고 경영되는 특수성 하에서 그간의 기업지배구조 관련 제도 변화는 기업의 지배구조와 운영 방식뿐만 아니라 주주를 포함한 다양한 이해당사자들의 의식과 태도에도 큰 변화를 가져왔다.

기업지배구조는 경영진의 의사결정 행위에 대한 견제와 감독 및 통제가 기업 내부에서 이루어지는 내부 기업지배구조와 외부에서 이루어지는 외부 기업지배구조로 나눌 수 있다. 본 논문은 내부 및 외부 기업지배구조와 관련된 기존 연구를 살펴보고 이를 통해 향후 기업지배구조 제도와 체제가 나아갈 방향에 대한 의미를 찾고자 하였다.

현재 전세계적으로 활성화되면서 우리나라를 비롯한 아시아 지역 국가에도 파급되는 주주행동주의의 개념과 사례를 통해 향후 우리 기업들이 이에 대한 이해와 대응을 제고하기 위해서는 기업지배구조 개선을 통해 기업가치 제고가 필수적이라는 함의를 얻을 수 있었다. 기술 발전은 기업지배구조에도 상당한 영향을 미칠 것으로 전망되는데 특히 분산원장 기술에 바탕을 둔 블록체인은 아직 증권거래나 기업정보의 보관과 공유에 널리 사용되지는 않으나 앞으로 그 활용도가 커질 경우 기업지배구조에도 많은 영향을 미칠 것으로 전망된다.

2016년 스투어드십 코드의 제정으로 우리나라 기업지배구조에도 많은 변화가 있을 것으로 전망된다. 이사회 독립성과 전문성 확보를 통한 내부 기업지배구조 뿐만 아니라 기관투자자들의 적극적인 참여, 경영권 시장의 활성화 등 외부 지배구조 역시 더욱 발전할 것을 기대해 본다.

〈참고문헌〉

- 강윤식, 국찬표(2012), “사외이사의 독립성과 기업가치”, 재무연구, 제25권 제3호: pp.451-498.
- 김건식, 송옥렬, 노혁준(2008), “기업집단 규율의 국제비교-우리나라 기업집단의 변화추이와 관련법제의 국제적 정합성 검토-”, 서울대학교 금융법센터.
- 김성훈, 박철순(2000) “사외이사제도의 이론적 배경과 시대적 의미”, 전략경영연구 제3권 제2호: pp.1-23.
- 김재경, 신진영(2016), “이사회 독립성이 기업가치에 미치는 영향: 사외이사의 사회적 연결(Social Tie)을 중심으로”, 한국증권학회지, 제45권 제4호: pp.713-739.
- 김창수(2006), “한국의 사외이사제도 도입과 기업가치”, 재무연구, 제19권 제2호: pp.105-153.
- 노미리(2015), “헤지펀드 행동주의가 증가한 원인과 대응방안”, 동아법학, 제69권: pp.171-201
- 박경서, 변희섭, 이지혜(2011), “상품시장에서의 경쟁과 기업지배구조의 상호작용이 투자와 배당에 미치는 영향”, 재무연구, 제24권 제2호: pp.483-522.
- 박경서, 이은정, 정재영, 윤진수(2006), “기업 내외부 견제시스템 평가”, 공정거래위원회 용역보고서.
- 박상미, 신진영(2016), “산업경쟁도가 최고경영자 교체에 미치는 영향”, 공정거래연구, 제1권 제2호: pp.1-20.
- 서정호, 이대기, 최공필(2017) “금융업의 블록체인 활용과 정책과제”, KIF 금융리포트 2017-02, 한국금융연구원.
- 손혁, 정재경(2015), “사외이사는 최고경영자의 감시자인가 또는 지지자인가?: 사외이사와 최고경영자의 사회적 관계가 과잉투자에 미치는 영향”, 회계학연구, 제40권 제5호: pp.327-366
- 신일향, 이명건, 이은철(2014), “산업 내 경쟁정도와 실제이익조정: 기업지배구조와의 상호작용을 중심으로”, 회계학연구, 제39권 제3호: pp.57-90.
- 이제영(2017) “블록체인(Blockchain) 기술동향과 시사점”, 동향과 이슈, 제34호, 과학기술정책연구원
- 전무경, 이기은(2013), “이사회 구조 및 독립성이 기업성과에 미치는 영향에 관한 연구”, 한국기업경영학회, 제20권 제20호: pp.235-250.

- Agrawal, A. and C. Knoeber(1996), "Firm Performance and Mechanisms to Control Agency Problems between Managers and Shareholders", *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, Vol.31, No.3: pp.377-397.
- Atanassov, J. and E. Han Kim(2009), "Labor and Corporate Governance: International Evidence from Restructuring Decisions", *Journal of Finance*, Vol.64, No.1: pp.341-374.
- Barber, W., and L. Liang(2008), "Association between internal and external corporate governance characteristics and consequences of regulating governance practices", Working Paper.
- Barber, W., Liang, L. and Z. Zhu(2012), "Association between internal and external corporate governance characteristics: Implication for investigating financial accounting restatement", *Accounting Horizon*, Vol.26, No.2: pp.219-237.
- Black, B. and W. Kim(2012), "The Effect of Board Structure on Firm Value: A Multiple Identification Strategies Approach Using Korean Data", *Journal of Financial Economics*, Vol.104: pp.203-226.
- Bruno, V. and C. Claessns(2007), "Corporate governance and regulation: Can there be too much of a good thing", World Bank Policy Research Paper 4140.
- Dahya, J., Dimitrov, O. and J. McConnell(2008), "Dominant Shareholders, Corporate Boards and Corporate Value: A Cross-Country Analysis", *Journal of Financial Economics*, Vol.87: pp.73-100.
- DeFond, M. L., and C. W. Park(1999), "The effect of competition on CEO turnover", *Journal of Accounting and Economics*, Vol.27, No.1: pp.35-56.
- Faleye, O., Mehrotra, V. and R. Morck(2006), "When labor has a voice in corporate governance", *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, Vol.41, No.3: pp.489-510
- Gompers, P., Ishii, J. and A. Metric(2001), "Corporate governance and equity

- prices”, *Quarterly Journal of Economics*, Vol.118: pp.107-155
- Grossman, S. and O. Hart(1980) “Takeover bids, the free rider problem, and the theory of the corporation”, *Bell Journal of Economics*, Vol.11, No.1, pp.42-64.
- Kim, E. and Y. Lu(2011), “CEO ownership, external governance, and risk-taking”, *Journal of Financial Economics*, Vol.102: pp.272-292.
- La Porta, R., F. Lopez-de-Silanes, A. Shleifer, and R. Vishny(1997), “Legal determinants of external finance”, *Journal of Finance*, Vol.52: pp.1131-1150.
- La Porta, R., F. Lopez-de-Silanes, A. Shleifer, and R. Vishny(1998), “Law and finance”, *Journal of Political Economy*, Vol.106: pp.1113-1155.
- La Porta, R., F. Lopez-de-Silanes, A. Shleifer, and R. Vishny(2000), “Investor protection and corporate governance”, *Journal of Financial Economics*, Vol.58: pp.3-29.
- Lel, U., and D. Miller(2014), “Does takeover activity cause managerial discipline? Evidence from international M&A laws”, Working Paper.
- Manne, H.(1966) “Insider Trading and the Stock Market”, Free Press, New York.
- Morck, R.(2005) “A history of corporate governance around the world: Family business groups to professional managers”, National Bureau of Economic Research Conference Report
- Romano, R.(2005), “The Sarbanes-Oxley Act and the making of quack corporate governance”, *Yale Law Review*, Vol.114: pp.1521-1611.
- Rosenstein, S. and J. G. Wyatt(1990), “Outside Directors, Board Independence and Shareholder Wealth”, *Journal of Financial Economics*, Vol.26: pp.175-191.
- Shleifer, A., and R. W. Vishny(1997), “A survey of corporate governance”, *The Journal of finance*, Vol.52, No.2: pp.737-783.
- Swanson, E., and G. Young(2017) “Are activist investors good or bad for business? Evidence from capital market prices, informed traders, and

firm fundamentals”, Mays Business School Research Paper No.2823067, Texas A&M University.

Weisbach, M. S.(1988), “Outside directors and CEO turnover”, Journal of Financial Economics, Vol.20: pp.431-460.

Yermack, D.(2017), “Corporate governance and blockchains”, Review of Finance, Vol.21, No.1: pp.7-31.

‘주주활동(Shareholder Engagement)’의 최근 동향과 한국형 스투어드십코드에의 시사점

연구논단II

안수현 | 한국외국어대학교 법학전문대학원 교수, 한국기업지배구조원 객원연구위원

I. 서론

한국형 스투어드십코드인 『기관투자자의 수탁자책임에 관한 원칙(이하 ‘원칙’이라고 칭함)』에서는 수탁자책임의 이행활동으로서 기관투자자의 ‘engagement’를 제시하고 있다. 이 표현은 원칙 여러 곳에서 대화 또는 관여, 소통, 주주활동 등 매우 다양하게 표현되고 있다.¹⁾

그런데 이러한 ‘engagement’를 넓게 정의할 경우 일용 “회사와 주주와의 사이에서 행해지는 다양한 활동”이라고 할 수 있다. 즉 engagement는 주주만 의욕을 갖고 하는 것이 아니고 회사도 적극적으로 개시할 수 있는 것이다. engagement를 소개하는 경우 주로 주주의 활동측면에 포커스를 두는 경우가 일반적이지만 기업의 입장에서도 적극적인 필요가 있다. 이러한 점에서 기업에게는 주주에 대한 IR활동의 일환으로 볼 여지도 없지 않다. 그러나 engagement는 기업의 지배구조상의 책임과 투자자의 장기 수익률 증대차원에서 접근하는 핵심조치가 된다는 점에서 IR과는 큰 차이가 있다.

이러한 주주의 engagement는 크게 공식적인 것과 비공식적인 활동으로 구분되는데, 최근 외국에서는 공식적인 주주활동보다는 ‘비공식적’으로 회사와 주주간에 행해지는 다양한 접촉활동을 경향이 있다. 즉 비공식적인 engagement를 더 선호하는데, 기업의 지배구조와 사업성과의 개선을 위하여 기업과 투자자간에 쌍방향으로 대화하고 다양한 방식으로 접촉하는 비공식적 활동이 이에 속한다.

우리나라에서는 그간 주주의 engagement라는 용어가 그리 친숙한 편은 아니고 이를 위한 기업과 투자자의 실무도 적박한 상황이다. 무엇보다 engagement라는 용어에

1) 사건으로는 폭넓게 주주의 목소리를 낸다는 점에서 주주활동으로 표현하는 것이 더 바람직할 것으로 보인다. 다만 이 글에서 문맥상 필요한 경우 주주관여를 혼용하기로 한다.

대해서도 의견이 분분하다. 대표적으로 주주행동주의(Activism) 또는 행동주의자(Activist)와 구분도 잘 안되어 있다. 한편에서는 이러한 주주의 engagement가 회사법 원칙에 반한다는 주장도 없지 않다.²⁾

그러나 주주의 engagement에 대한 상이한 이해는 기업의 지배구조 개선을 위한 글로벌 추세에 부합하지 않음은 물론, 바람직한 투자관행 확립과 주주의 보호 그리고 나아가 기업의 지속가능성면에서 바람직하지 못하다고 할 것이다. 따라서 이에 대한 이해를 높일 필요가 있는데 이러한 상황에서 engagement에 대한 최근 외국의 움직임은 여러 면에서 시사점을 줄 것으로 보인다. 주주활동(shareholder engagement)이 활발한 영국과 미국만 보더라도 각국의 engagement의 상세 전개과정은 차이를 보이고 있다. 예컨대 영국에서는 이미 기관투자자 주도의 기업지배구조의 개선이라는 경험이 쌓여 있는데³⁾ 최근에는 정부 주도로 고품질의 주주 engagement가 기업경쟁력의 중요한 요소라고 인식하고 이를 위한 투자관행을 확립하는데 정부가 매우 적극적인 모습을 보이고 있다.⁴⁾ 반면에 미국에서는 engagement의 중요성을 인식한 기업 스스로 자발적으로 이를 활용하여 주주총회에 상정된 안건에 대해 주주의 반응이 부정적일 것으로 예상되는 경우 선제적으로 대응하고 있는 등 국가마다 주주활동의 양상은 다르다. 그러나 공통적인 것은 주주활동의 목적이 주주와 경영진의 이해를 일치시키고 중장기적으로 투자수익을 확보하며, 투자대상기업의 지속성장과 기업가치 향상에 기여하기 위함이라는 것이다.

이하에서는 이러한 인식하에 영미의 최근 주주활동의 움직임과 특징들을 소개하고 시사점을 제안함으로써 이에 대한 이해를 높이고 국내에서의 바람직한 주주활동의 방향과 제도를 설계하는데 조금이나마 기여하고자 한다.

2) engagement가 주주의 책임을 강조하는데, 회사법상 주주에게는 책임이 없다는 논거에서이다.

3) 1960년 이후부터 기관투자자들은 투자대상기업에 대한 교섭수단의 하나로 engagement를 활용하였는데 대표적인 예가 회사의 무의결주식의 발행에 대해 사실상 발행을 저지한 것이 그것이다. Bernard S. Blac & John C. Coffee, Jr., "Hail Britannia?: Institutional Investor Behavior under Limited Regulation", 92 MICH. L. Rev. 1997, 2024, 2035 (1997)

4) 리먼쇼크 이후 기관투자자의 주주활동에 대하여 정책적으로 강력하게 드라이브를 거는 시도가 행해졌고 이를 분명히 밝힌 것은 Walker Review 발표이후라 할 것이다. 자세한 것은 A Review of Corporate Governance in UK Banks and Other Financial Industry Entities: Final Recommendations (Nov. 26, 2009) 참고.

II. 주주활동(Shareholder Engagement) 개관

1. 개념과 의의

‘Shareholder engagement’란 주주의 지위에서 투자대상기업에게 목소리를 내는 다양한 주주활동을 넓게 칭하는 것이라고 할 수 있다.⁵⁾ 대표적으로 연기금 등과 같이 대량의 주식을 보유하고 있는 기관투자자의 경우 스스로 내지 그로부터 주식운용을 수탁받은 운용회사는 주식에 내재한 의결권에 기초하여 다음의 행동을 할 수 있다. 그중의 하나가 적극적으로 목소리를 내서 경영진으로 하여금 행동에 변화를 가져오게 하는 것이며 ‘목소리내기(Voice) 또는 직접 개입(direct intervention)’이라고 표현되기도 한다. 다른 하나는 월스트리트규칙에 따라 주식을 매각하는 것으로 주주활동은 이들 양자를 모두 포함한다. 다만 주식매각을 바로 하기보다는 당초 계획한 주주활동의 목표가 달성되었는지에 따라 단계별로 주주활동을 하며⁶⁾ 궁극적으로 아무런 성과도 얻지 못한 경우 최종수단으로 보유주식을 매각하여 투자포트폴리오에서 제외시킨다.⁷⁾

그런데 이러한 주주활동은 투자대상기업과 기관투자자 모두에게 열심히 할 유인이 있다. 우선 기관투자자의 경우 장기적인 투자수익의 관점에서 현재 포트폴리오에 편입된 투자대상기업의 사업방침과 전략을 상세히 파악할 수 있는 기회를 제공받는 이점이 있다. 기업 측으로서는 주주활동에 적극적으로 부응함으로써 회사가 주주총회에서 제안하는 안건에 대해 사전에 투자자들로부터 지지와 동조를 받을 기회를 얻게 되고 기관투자자의 폭넓은 경험과 조언을 통해 급변하는 비즈니스환경에 부응하는 사업수행방안을 수립할 수 있어 장기적으로 경쟁력 강화와 신뢰제고 및 명성을 확고히 할 수 있는 이점을 기대할 수 있다.

5) ISS에서 조사한 보고서에 의하면 “engagement”는 광의로 주주와 회사(이사회구성원 포함)가 직접 접촉하는 것이라고 하고 있다. Marc Goldstein, Defining Engagement: An Update on the Evolving Relationship Between Shareholder, Directors and Executive, A Study conducted by Institutional Shareholders Services for the Investor Responsibility Research Center Institute, April 10, 2014.

6) 기업과 원활하게 대화가 이루어지지 않은 경우 다음 단계의 주주활동을 하는 것을 말한다. 예를 들어 의결권행사서 반대표를 내거나 의안에 대해 주주제안을 하거나 CEO선임에 반대하는 것 등의 의사표명을 하는 것을 들 수 있다. 그 외에 대중매체를 이용하거나 소송을 검토할 수도 있다.

7) 주주활동의 결과로 투자대상에서 기업을 제외하는 경우는 드물기는 하지만 유럽의 기관투자자들의 경우 이러한 경험이 있다고 한다.

2. 유형

(1) 공식적·비공식적 주주활동

주주가 투자대상기업에게 목소리를 내는 방법은 여러 가지가 있다. 구체적으로 (i) 공식적인 것과 (ii) 비공식적인 것으로 구분할 수 있는데 전자의 대표적인 예로는 주주총회에서 의결권을 행사하거나 주주제안 내지 대표소송 등 회사법상의 주주권을 행사하는 것을 들 수 있다. 반면 비공식적인 것에는 (i) 경영진과 대화하거나 토론 내지 (ii) 경영진의 배석 없이 이사회 구성원과 대화 내지 토론하거나 (iii) 회사에게 서면질의 등의 방법으로 의견을 듣는 방법 등이 이에 해당한다. 한 연구⁸⁾에 의하면 장기적 관점⁹⁾에서 투자하는 기관투자자들은 비공식적으로 목소리를 내는 주주활동을 더 선호한다고 한다. 그러나 경영진 내지 이사회구성원들과의 대화와 토론 등의 비공식적인 활동이 만족스럽지 않거나 사전에 설정한 주주활동목표를 달성하지 못한 경우에는 주주제안이나 대중매체를 활용하여 공식적으로 목소리를 내는 단계로 이행한다. 다만 주주제안이나 공식적으로 목소리를 내는 전략을 채택하더라도 여전히 비공식적인 주주활동과는 병행해서 하는 게 보통이다. 왜냐하면 비공식적 주주활동이 실패한 후 주주제안을 하는 것을 경험한 회사로서는 비공식적인 주주활동단계에서부터 긍정적으로 임하는 경향을 보이기 때문이다. 기관투자자들이 주주총회 전 주주제안한 것을 철회하는 경향이 많은 것은 이러한 전략을 반증한 것이라는 분석이 있다.¹⁰⁾

한편, 주주가 목소리를 내는 빈도는 단기적 이슈보다는 지배구조나 회사전략에 더 관심을 갖는 경우가 많으며¹¹⁾ 주주활동과 투자대상기업의 주식을 매각하는 것과의 관계를 보면 보유주식의 매각은 경영진의 행동에 변화를 유도하는데 효과가 있지만 주식매각이 주주활동을 대체하기보다는 잠재적 매각대상 기업의 경우 매각 전에 주주활동을 하는 경향이 있는 점에서 둘 간에 보완관계가 있다고 할 수 있다.

8) Joseph A McCahery, Zacharias Sautner, and Laura T. Starks, Behind the Scenes: The Corporate Governance Preferences of Institutional Investor, (working paper, 2015), available at <http://ssrn.com/bsract=1571046>

9) 주주활동을 적극적으로 하는 것과 관련해서는 장기적 관점을 가진 투자자가 더 적극적으로 한다는 연구결과와 그와 달리 단기적 이익을 추구하는 투자자(예컨대 헷지펀드)가 더 적극적으로 한다는 연구결과가 혼재하고 있다. 후자에 관한 연구결과로는 우선, Bratton, William, and Michael Wachter, The Case against Shareholder Empowerment, University of Pennsylvania Law Review 158, 653-728, 2010.

10) Id. at 8

11) Id. at 1

(2) 주주활동의 태양

주주활동의 국면과 유형을 분류해 보면 (i) 경영진과의 대화·토론, (ii) 경영진에 반대하는 의결권 행사 (iii) 주주활동목표와 성과에 대한 불만으로 주식 매각 (iv) 경영자 배석 없이 이사회 구성원과 대화·토론 (v) 회사지배구조에 대한 불만으로 주식 매각 (vi) 경영자에게 특정한 행동을 하도록 제안 (vii) 설명회 등에서 경영자에게 공격적으로 질문 (viii) 주주총회에서 경영자와 이사회를 비난 (ix) 의안에 반대한다는 의사표시를 사전에 공표 (x) 주주제안 (xi) 경영진에 대한 소송 제기 (xii) 대중매체를 통해 경영진을 공개적으로 비난 (xiii) 공개매수 내지 위임장쟁탈 개시 등 매우 다양하다. 더욱이 이러한 활동은 전화·온라인을 통해 의사를 전달하거나 기업이 만든 팟캐스팅(podcasting)같은 매체를 이용하여 전달·토론하는 것도 가능하다는 점에서 창의적이고 다양하게 행해질 수 있다.

3. 주주활동의 동기 내지 촉발사유

주주활동을 하는 동기나 촉발사건은 매우 다양하기 때문에 일의적으로 제시하기는 어렵지만 개별기업의 경우에는 대체로 사건, 사고가 있거나 투자시 유의해야 할 중대한 위반이 있는 경우 주주활동이 촉발되는 경향이 있으며, 통상의 경우에는 주주총회의 의안에 반대하는 경우 사전에 행해지는 경향이 있다. 전형적으로 주주활동이 행해지는 경우를 보면, 예컨대 분식회계나 사기가 발각된 경우가 대표적이며 그 외에 영미의 경우를 보면 주로 지배구조와 회사방침이슈가 문제가 된 경우 주주활동이 이어지는 경향을 나타내고 있다¹²⁾. 지배구조와 관련한 경우란 대체로 적절하지 않은 지배구조가 이슈가 되거나 임원의 과다보수가 문제되는 경우이다. 회사방침의 경우란 주로 회사사업전략을 말한다. 이처럼 주주행동을 하는 동기는 반드시 재무상의 단기적인 이유에서만 아니라 회사방침 내지 전략과 같이 장기적인 이슈를 이유로 함을 알 수 있다.¹³⁾

12) Joseph A McCahery, Zacharias Sautner, and Laura T. Starks, Id., at 20.

13) 최근 영미에서 비공식적인 주주활동이 증대된 배경에는 기업의 사업방향과 전략에 대한 정보공개가 너무 제한적이라는 투자자의 불만 내지 지적도 큰 비중을 차지하고 있다. 특히 금융위기 이후 기업의 회계부정과 파산에도 불구하고 고위경영진들이 거액의 보수를 받았던 것이 문제되면서 외국에서는 공통적으로 주주활동에 대한 인식과 활동이 증대되는 경향을 보이고 있다.

4. 주주활동에 대한 접근 내지 시각

주주활동과 관련해서는 투자대상기업과 기관투자자의 상호 인식에 차이가 있는 것으로 나타나고 있다. 미국의 한 연구에 의하면 투자대상기업의 경우 주주활동, 특히 비공식적인 주주활동을 기관투자자와의 '대화의 연속'이라고 보는 반면에 투자자들은 주주활동을 투자절차의 한 과정으로서 가장 핵심이 된다고 보고 있다.¹⁴⁾ 또한 투자자들은 비공식적인 주주활동 기간을 1달로 잡는데 비해 투자대상기업은 1주일 남짓 잡는¹⁵⁾ 경향을 보이며 주주활동이 성공적이라고 평가하는 경우도 기업들은 투자자와의 대화가 원활한 경우 성공적이라고 평가하는 반면 투자자는 투자대상기업이 명백히 구체적으로 행동의 변화를 보인 경우 주주활동이 성공했다고 평가하는 경향이 있다.

5. 주주활동의 특징

주주활동과 관련하여 투자대상기업은 주식을 대량 보유한 대주주와 보다 긴밀하게 의사소통을 하려는 반면에 투자자들은 자신의 포트폴리오에서 가장 비중을 많이 차지하는 대규모회사에 집중하여 주주활동을 하려는 경향을 보이고 있다. 특히 비중을 많이 차지하면서 가장 이슈가 되는 기업에 초점을 맞추는 경향이 있다.

6. 주주활동의 제약요소

주주활동을 활발하게 하는데 있어 제약도 적지 않은데, 이러한 제약은 (i) 법적 장애와 (ii) 비법적 장애로 구분할 수 있다. 전자의 대표적인 유형으로 투자자들은 대량보유제도와 공정공시제도를 제시하는 경향이 있으며, 후자의 유형으로는 무임승차문제와 주주활동에 드는 비용과 시간 그리고 투자대상기업이 대화를 원하지 않으려는 소극적인 태도¹⁶⁾ 등을 제기하는 경향이 있다. 특히 최고경영자가 본인이 없는 곳에서 이사들이 회사에 관해 이야기하는 것을 극도로 민감해 하는 경우 투자대상기업은 대화를 꺼리게 된다.¹⁷⁾

14) Marc Goldstein, *supra* note 5.

15) 심지어 몇 시간 정도로 보는 경향도 없지 않다.

16) 기업들이 소극적으로 대화를 하지 않으려는 배경에는 공정공시규제를 의식한 부분이 없지 않지만, 한편에서는 오히려 이를 기회로 투자자와의 적극적인 의사소통을 회피하려고 한다는 기관투자자들의 불만도 제기되고 있다.

17) James Kim and Jason D. Schloetzer, *Id.* at 3.

III. 영미의 최근 주주활동 동향

1. 영국

(1) 적극적인 주주활동의 배경

영국은 전통적으로 지배구조모범규준(Corporate Governance Code)에서 기관투자자와 회사간의 대화(dialogue)가 갖는 가치를 강조해 왔다. 그럼에도 불구하고 실무에서 기관투자자가 주주총회가 아닌 그 외의 장소에서 투자대상기업의 임원과 정기적으로 직접 대화하는 것이 그리 일반적이지는 않았다. 이러한 점을 인식하고 2010년 이후 영국 감독기관은 회사의 장기적인 수익 개선을 위해서는 이사회와 주주간의 대화를 활성화시키는 것이 중요하다고 보고 정책적인 차원에서 뒷받침하기 시작하였다. 이러한 입장은 재무보고위원회(Financial Reporting Council)가 제정한 스투어드십코드(Stewardship Code)에서도 여실히 나타나고 있는데, 즉 모범규준의 제정목적에서 기관투자자와 기업간에 고품질의 engagement가 되도록 하여 장기적으로 수익을 투자자에게 제공하고 기업에게는 지배구조와 관련하여 효과적으로 책임을 지도록 하는데 있다고 밝히고 있다. 아울러 스투어드십코드 제4원칙에서는 특히 engagement활동의 강화를 중시하고 있는데¹⁸⁾ 이에 따라 수탁자로서 활동하기 위하여 언제, 어떻게 행동할 것인지에 관하여 명확하게 가이드라인을 마련할 것을 요구하고 있다. 그 결과 현재 영국에서는 주주활동이 회사의 탁월한 성과 달성과 경쟁력 강화에 가장 핵심적인 요소로 보는 경향이 확대되고 있다.

(2) 빈번히 이용되는 주주활동 유형과 내용

가. 비공식적인 유형

주주활동의 유형 중 빈번히 이용되고 영국 감독기관도 권고하는 유형이 바로 기관투자자와 주주간의 ‘대화’이다.

나. 공식적인 유형

한편, 영국에서 빈번히 이용되는 공식적인 주주활동유형으로는 주주제안제도가 이용되는 경향이 있다. 영국의 경우 주주제안권은 크게 의안설명서 송부청구권과 공개회사에서 의안 등의 통지청구권으로 실효성을 갖는데, 전자는 제안된 의안 또는 기타 주주총회에서 취급되는 의안에 관한 설명서(statement)를 주주총회 개최 전에 모든 주주에

¹⁸⁾ FRC, The UK Stewardship Code, September 2012

게 송부할 것을 회사에게 청구하는 권리를 말한다(영국회사법 제314조 제1항). 반면에 의안 등의 통지청구권이란 공개회사의 주주에게 인정되는 것으로 다음 정기주주총회에 제출되는 의안을 해당 총회의 소집통지를 받는 주주에게 통지하도록 회사에 청구하는 권리를 말한다(영국회사법 제338조). 두 권리 모두 소수주주권으로¹⁹⁾ 2006년 회사법에서 제314조, 제315조에 기초한 설명서(공개회사의 정기주주총회에서 의안에 관한 설명서에 국한)의 송부 및 제338조, 제339조에 기초한 의안 통지에 관한 비용은 의안 통지청구가 정기주주총회 직전의 사업년도 말일 이전에 회사에 도달한 경우 회사가 부담한다(동법 제340조 제1항, 제340B조 제1항).²⁰⁾ 한편, 주주에게 송부하도록 청구하는 의안설명서는 1,000자 이내로 제한되며(동법 제314조 제1항) 주주에게 통지하도록 청구할 수 있는 의안 등의 통지청구권은 정기주주총회에 제출될 수 있는 사안으로 제한된다(동법 제338조 제1항). 이러한 의안은 (i) 제출된 의안대로 결의가 성립되어도 정관 위반, 기타 이유에 의해 결의가 효력을 갖지 않거나 (ii) 의안이 타인의 명예를 훼손하는 경우 또는 (iii)의안의 법적 근거가 없다는 것이 명백하거나 당혹스럽게 할 목적인 경우(제338조 제2항)가 아닌 한 통지할 것을 청구할 수 있다.

영국에서 2000년부터 2006년까지 상장회사에서 주주제안이 행해진 결과를 보면 이 기간 동안 총 85개사의 주주제안이²¹⁾ 있었고 특히 이사의 과반수를 교체할 것을 요구하는 회사지배권 쟁탈관련 사안에서 임시주주총회의 소집청구가 주주제안으로서 주로 이용되며 이러한 제안의 가결률은 51%나 되는 점에서 주주제안내용이 실현될 가능성이 상당히 높은 것으로 나타났다.

[표 1] 회사지배권에 관한 주주제안 결과

	의안수	제안받은 회사수	제안을 받은 정기주총 수	제안을 받은 임시주총 수	제안내용의 실현율
주총에 부의된 의안	25건	27사	2	28	51%
부의전에 철회된 의안	86건	11사	0	11	69%

19) 행사요건은 같다. 즉 정기총회에서 의결권을 행사할 수 있는 주주가 갖고 있는 의결권총수의 5% 이상 보유하거나 정기총회에서 행사할 수 있는 의결권을 보유하고 있고 1인당 납입금액이 100파운드 이상인 주식을 보유하고 있는 주주 최소 100명이면 행사할 수 있다(영국회사법 제314조 제2항, 제338조 제3항).

20) 이는 정기주주총회의 직전의 사업년도 말일 이전에 발송청구·통지청구가 회사에 도달한 경우에만 가능하다.

21) 松尾健一, イギリスにおける株主提案権制度, 株主提案権の在り方に関する会社法上の論点の調査研究業務報告書, 平成28年3月, 一般財団法人 比較法研究センター, 57頁.

반면에 회사지배권 이슈가 발생하거나 지배권쟁탈의 경우가 아닌 경우에 주주제안의 주주총회부의율 내지 부의된다 하더라도 가결률은 그리 높지 않은 것으로 나타났다.

[표 2] 회사지배권 외의 사안에 관한 주주제안 결과

	의안수	제안받은 회사수	제안을 받은 정기주총 수	제안을 받은 임시주총 수	제안내용의 실현율
주총에 부의된 의안	132건	46사2	22	29	17%
부의전에 철회된 의안	47건	19사	9	11	51%

구체적으로 조사대상이 된 주주가 제출한 의안의 경우 그 내용과 비중은 다음과 같다.

[표 3] 주주제안의 내용과 비중

이사회 관련	사업 관련	지배구조관련	환경 관련	사회적 이슈	보수관련
421 (85%)	48 (10%)	15 (3%)	6 (0.8%)	4 (0.8%)	2 (0.4)

위의 표와 같이 주주제안의 약 85%가 이사회에 관한 것이고 그 대부분이 이사의 선·해임에 관한 것이며, 사업에 관한 의안은 회사의 경영방침이나 전략에 관한 것으로 구체적으로 잉여금의 배당 내지 자기주식의 취득건이 된다. 지배구조에 관한 것은 인수방어책에 관한 것 내지 회계감사인이 회계감사외의 서비스를 제공하는 것을 금지해 달라고 요청한 것이 포함되어 있다. 환경에 관한 것이란 온실가스의 배출을 규제해 달라는 것이고 사회적인 이슈에 관한 것은 회사가 한 정치헌금에 대한 보고를 할 것을 요청한 경우 등이 해당된다.²²⁾

한편, 주주제안을 하는 주주의 성격과 제안한 의안의 내용을 보면 다음과 같다. 이중 기존경영자에는 창업자등 이전에 회사의 경영에 참여한 자가 포함되며, 거래처 등에는 경쟁회사가 포함된다. 개인주주란 주주제안요건을 만족하기 위하여 연합한 영세한 소액주주를 말한다.

22) 전계보고서 58頁.

[표 4] 주주제한한 주주의 성격

	기관투자자	기존 경영자등	거래처등	펀드등	개인	기타
제한수	209(42%)	117(24%)	65(13%)	52(10%)	39(8%)	14(3%)
이사회관련	84%	95%	98%	94%	54%	10%
회사사업 관련	13%	3%	2%	2%	33%	
지배구조 관련	2%	3%		4%	8%	
환경관련						60%
사회적 이슈관련					3%	30%
보수관련					3%	

[표 5] 제안주주의 성격과 지주비율 및 제안실현율

	기관투자자	기존경영자	거래처등	펀드등	개인주주	기타
지주비율						
평균치	21.0%	19.4%	22.5%	22.5%	18.8%	0%
중간치	10.1%	8.5%	7.2%	8.1%	3.3%	-
실현율	62%	26%	18%	83%	3%	9%

위 표에서 나타난 제안주주의 지주비율과 제안실현율을 보면 제안주주의 지주비율이 대체로 높은 것으로 나타나고 있다. 특히 기관투자자와 펀드의 경우 제안내용의 실현율도 상당히 높은 것으로 나타나고 있는데, 이는 제안한 주주의 지주비율이 높아 실제 주주제안을 통해 회사와 교섭하는 경우 상당한 압력을 가할 수 있어 주주총회에서의 실현율도 높은 것으로 해석된다. 1990년대 초 이미 연기금과 보험회사와 같은 기관투자자의 주식보유비율이 약 60%에 달하고 있는 데다 1개 기관투자자가 5% 이상 보유하는 것이 통상적이지는 않지만 몇 개의 기관투자자들이 협동하여 회사의 경영에 결정적인 영향력을 미치는 것이 어렵지 않기 때문이다.²³⁾

이상의 결과를 보면 기관투자자들의 주주활동을 뒷받침하는 영국회사법상의 주주제한제도의 특징은 다음과 같이 정리할 수 있다. 첫째, 주주제한권을 행사할 수 있는 주주의 자격에 있어 의결권 비율이라는 요건 외에 주식가치의 총액이라는 기준을 사용하고 있는 점, 100명이상의 주주 내지 1인의 납입금액이 100파운드 이상이어야 하는 등 주주의 두수요건도 조합하여 사용하고 있다는 점이다. 둘째, 제안내용에 대해서는 특별한 제한은 두지 않고 있으며, 업무집행에 관한 사항도 제안이 가능하며 실제 그러한 제안

²³⁾ Davies and Worthington, Principles of Modern Company Law at 448-449 (9th ed. 2012)

이 있다는 점이다. 셋째, 주주제안 관련 비용은 원칙적으로 직전 회계연도 말까지 제안이 회사에 도달한 경우에만 회사가 비용을 부담하도록 한다는 점이다. 넷째, 주주제안의 실현율이 비교적 높고 주주유형 중에서도 기관투자자 외에 창업자등 전임 경영자의 제안도 적지 않다는 점이다. 마지막으로 영국의 경우 주식분산정도가 낮아 비교적 소수의 기관투자자 내지 대주주들이 연대하여 행동하기가 용이한 점도 주주제안의 이용과 성공에 영향을 미치고 있다는 점이다.

(3) 기타 회사측의 engagement

한편, engagement는 투자대상 기업에서도 적극적으로 대응하고 있는데, 그 배경에는 영국 Stewardship Code에서 이사회 의장이 연차보고서에 서면으로 지배구조에 관해 설명할 것을 강조하고 있는 것과 무관하지 않다.²⁴⁾

2. 미국

(1) 주주활동 개관

미국의 기관투자자들도 대체로 비공식적인 주주활동을 더 선호하는 경향이 있지만 주주총회에서의 의결권 행사나 주주제안 내지 위임장 쟁탈과 같이 공식적인 주주활동이 더 주목받는 경향이 있다. 한편, 미국의 기관투자자들은 주주제안보다는 의결권 행사를 통해 경영진에 대해 반대의 의사표시를 명확히 하는 경우가 많고²⁵⁾ 주주제안은 비공식적인 주주활동과 연계해서 하는 경우가 적지 않다. 경영자와의 토론 후 성과없이 끝난 경우 기관투자자들은 후속조치로서 주주제안을 하기 때문인데 이 경우 오히려 비공식적인 주주활동이 성공할 확률이 높은 것으로 나타나고 있다.²⁶⁾ 한편, 공식적인 주주활동 중 가장 적극적이고 극단적인 주주활동은 회사와 임원을 상대로 소송을 제기하는 것과 공개적으로 투자대상기업을 비난하는 것이 된다.²⁷⁾ 그러나 대부분의 기관투자

24) James Kim and Jason D. Schloetzer, Global Trends in Board–Shareholder Engagement, Director Notes, No. DN–V5N20, October 2013, The Conference Board, at 4. (available in https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=2335489)

25) 주주제안을 한 의안이 주주총회결의에서 통과되는 비율이 크지 않다는 점이 배경으로 작용한다. 주주제안의 가결율이 떨어진다는 연구로는 Gillan, Start, and Laura Starks, The Evolution of Shareholder Activism in the United States, Journal of Applied Corporate Finance 19, 55–93 (2007).

26) Vanguard같은 대형 기관투자자들은 주주제안보다는 비공식적인 주주활동을 더 선호한다고 한다. 왜냐하면 주주제안은 무엇을 시정하라고 직접적으로 제시하는 것인데 비해 비공식적인 주주활동은 경영자에게 재량권을 주기 때문이라고 한다.

27) Dell사의 buyout에 대해 기관투자자들은 법적 소송제기와 공개적으로 비난을 한 바 있다. Benoit, Daid, Sharon Terlep, Joann S. Lublin, and Ben Worthen, Dell Battles to protect Deal–Founder defends &24.4 billion Buyout as large Investor Balks and rival Circles, Wall Street Journal, March 7, A1.

자들은 이러한 공식적인 주주활동보다 비공식적인 협상을 더 선호하고 있는 것으로 나타나고 있으며, 그 내용들이 대중에게 공개될 경우 오히려 경영자에 대한 협상력은 떨어지는 것으로 보고 있다.²⁸⁾

특히 미국의 경우 2011년 이후 주주활동의 빈도와 중요성이 증대²⁹⁾된 것으로 나타나고 있는데, 그 배경에는 금융위기를 경험하면서 기업의 지배구조 이슈가 사회적 이슈로 부각된 것이 하나의 이유라고 할 수 있다³⁰⁾. 2014년도에 행해진 조사결과에 의하면 대부분의 기관투자자들이 주주활동을 하는 것으로 나타났고, 이중 50% 이상의 기관투자자들은 통상 10가지가 넘는 유형의 주주활동을 하는 것으로 나타나고 있다³¹⁾. 이중 주주들이 가장 많이 관심을 보이는 이슈와 분야는 이사선임 방법으로 종래 주주총회에서 다수결이 아닌 순차적으로 많은 순으로 뽑았던 plurality원칙을 변경하여 과반수를 요건으로 하게 한 것을 들 수 있다.

한편, 미국에서도 공식적이건 비공식적이건 기관투자자들이 적극적으로 주주활동을 하려고 하는 경우 많은 제약에 직면한다고 호소하고 있다. 이러한 제약은 법적인 제약과 비법적인 제약으로 구분되는데, 전자의 대표적인 유형으로 공동보유자규제(“acting in concert” rule³²⁾)³³⁾와 공정공시규제를 들고 있으며³⁴⁾ 비법적인 제약으로는 무임승

28) Levit, Doron, Soft Shareholder Activism, Working Paper, Wharton School, 2014

29) ISS는 2011년부터 미국의 주주활동에 관한 조사보고서를 발표하고 있다. ISS, The State of Engagement Between U.S. Corporations and Shareholders, A Study Conducted by Institutional Shareholder Services for the Investor Responsibility Research Center, 2011.참고.

30) 회계부정, 스톡옵션 남용, 모기지등 약탈적 대출 등 다양한 이유로 투자자들은 위험에 더 민감해졌고 이사회가 투자자를 보호한다고 단순히 믿는데서 탈피하는 모습을 보이고 있다. 예를 들어 이사와 감사위원의 독립성에 대해 문제를 제기하는 경향을 보이고 있으며 이해상충이슈 및 보상프로그램에 대해서도 자주 문제제기를 하는 경향이 있다.

31) Marc Goldstein, Id., supra note 5.

32) Rule 13D

33) 2008년 6월 11일 뉴욕남부법원은 CSX Corp v. TCI사건에서 피고인 TCI(The Children’s Investment Fund ET AL.)가 거래소법 제13(d)를 위반하였다고 판시하였다. 영국계 헤지펀드인 TCI는 equity total return swap거래의 일방당사자로, 미국의 철도운송회사인 CSX의 주가가 경영진의 방침에 따라 실제가치보다 저평가되었다고 보고 금융회사와의 TRS약정(통상 TRS라고 불리는 Total Return Swap은 총수익스왑 또는 총수익교환약정으로 불리우는데, 거래당사자가 계약기간 내에 발생한 기초자산의 거래로부터 발생하는 손익과 비용을 서로 교환하는 약정을 말한다)을 통해 CSX의 주식을 매입하기 시작하였다. TCI가 체결한 TRS약정은 현금결제방식이었고, 이에 의거해 TCI는 지분공시절차를 밟지 않았다. 이후 TCI는 주가차익을 높이기 위해 CSX에 주가가 상승할 수 있도록 경영방침을 변경할 것을 요구하였다. 그러나 요구가 받아들여지지 않자 차입인수를 통해 CSX의 경영방침을 바꾸고 주가가 상승할 수 있도록 하겠다는 의사를 CSX와 다른 헤지펀드들에게 전달하였다. CSX가 이를 따르지 않자 TCI는 위임장경쟁을 통해 자신들의 의사를 관철하고자 2008.1.8. 자신들이 지지하는 이사를 CSX경영진에 선임하는 의안을 제안하였다. 이에 CSX는 2008.3.17. TCI가 TRS약정을 통해 실질적으로 보유한 지분을 공시하지 않은 것은 미국 증권거래소법을 위반하였으므로 대상 주식을 근거로 의견권을 행사할 수 없다는 취지의 소송을 제기하였다. 따라서 1심에서 1934년 증권거래소법 제13d-3(a)에 의거 그 교환대상인 주식의 실질적 소유자에 해당하는지가 다투어졌다. 실질적 소유자인 경우에는 Schedule 13D 공시서류에 실질적 소유자로서 보고하여야 하기 때문이다. 1심(CSX Corp.v.Chlderen’s Inv.Fund Mgmt. (UK) LLP, 562 F. Supp.2d 511(2008)은 실질적 보유에

차문제35)와 그 외 산업구조와 문화36), 이해상충 등을 들고 있다.

(2) 주주활동에 영향을 미치는 법제도

가. 도드-프랑크법(Dodd-Frank Wall Street Reform and Consumer Protection Act)상의 지배구조 개혁조치

2010년 도드-프랭크 월가개혁 및 소비자개혁법(이하 ‘도드-프랭크법’)에 의하여 증권거래소법에 제14(A)(a)규정의 신설로 이른바 경영진보수에 대한 주주투표권(shareholder advisory votes on executive compensation 내지 “Say on Pay”)이 도입되었다. 이 조항에 의하면 이사회에서 결정한 개별 CEO의 보수액은 공개되어야 하고, 주주들은 최소 3년에 1회 이상 주주총회에서 경영진의 보수가 적정한지에 대하여 투표하고 그 내용을 공표하여야 한다.³⁷⁾ 임원보수에 대한 투표결과를 회사가 반드시 따라야 할 의무가 있는 것은 아니지만(즉 권고적 결의에 불과) 주주들은 경영진의 보수에 대해서 표결로 의사를 표명할 수 있게 된 것이다. 따라서 회사는 주주총회 전에 경영진의 보수 관련 정보를 위임장권유설명서에 기재하여 사전에 주주들에게 제공하여야 하며 주주들도 지급계획에 관한 정보를 회사에 추가로 요구할 수 있다. 한편, 이 규정에 근거해 주주들은 인수합병 등으로 퇴임하는 임원에게 거액의 퇴직금이나 스톡옵션을 지급하는 황금낙하산에 대해서도 투표할 수 있게 되었다.³⁸⁾ 기업을 인수합병하거나 중

해당한다고 보아 공시의무 위반으로 보았으나 2심(CSX Corp.v.Children’s Inv.Fund Mgmt. (UK) LLP, 654 F.3d 276(2011)은 이에 대해 별도로 판단하지 않았다. 한편, 피고들(3G Fund L.P포함) 제13(d)조에서 규정한 ‘그룹’을 형성하였다고 판시하였다. 그러나 규칙 제13조 위반이라고 보았음에도 불구하고 의결권행사중단 내지 매각명령등의 조치를 할 것을 명령하지 않고 추후 위반하지 않을 것을 명령하였다. 아울러 의결권행사중단명령을 하지는 않았지만 다른 사건의 경우 그러한 결정을 할 수도 있다는 점을 분명히 하였다. 이 사건에 대해서는 Keith E. Gottfried & Barry H. Genkin, U.S. District Court Rules Against Hedge Fund in CSX Corp. V. The Children’s Investment Fund ET AL. Wall Street Lawyer, August 2008, (<https://www.blankrome.com/index.cfm?contentID=37&itemID=1665>) ; 국내에서의 소개로는 이정두, “지분공시제도의 투명성을 해치는 TRS약정의 편법적 악용가능성에 대한 소고”, 「상장」, 2015년, 상장협의회, 12면.

34) 그 외 펀드의 경우 분산투자를 강하게 요구하는 규제가 있는 경우 주주활동이 제약받을 수 있다.

35) Shleifer, Andrei, and Robert Vishny, Large Shareholders and Corporate Control, Journal of Political Economy 94, 461-488, (1986)

36) 예를 들어 열심히 기관투자자로서 주주활동을 하더라도 정작 수혜자인 투자자들이 그 활동에 보상을 하지 않거나 투자자들이 주주참여활동을 수탁자의 중요한 임무로 보지 않는 경우라면 주주참여활동은 활발하기 어렵다.

37) 다만 SEC에 의해 일정한 회사에 대해서는 적용면제가 가능하다. Securities Exchange Act of 1934 14A(e)

38) 일반적인 임원보수와 관련하여 Say on Pay규제는 SEC가 시행령으로 시가총액 \$75million 이상의 상장회사에 대해서만 적용되는 것으로 하고 있다. 그러나 기업합병 등의 대가로 받게 되는 특별보수에 대한 공개 및 주주권고안의 행사는 기업규모와 상관없이 모든 상장회사를 대상으로 한다. 자세한 것은 김희철, “미국과 우리나라의 상장회사 임원 보수규제에 관한 법적 구조의 비교- Dodd Frank법의 Say on Pay 규제와 우리 상법 및 자본시장법의 이사 보수에 관한 규제를 중심으로, 중앙법학 16(4), 중앙대학교, 2014, 145면 이하 참고. ; 문상일, “임원보수제도의 개혁-미국의 주주승인권(Say on Pay)제도를 중심으로, 「상사법연구」 제28권 제3호, 상사법학회, 2009년

요한 재산을 처분할 때 이를 제안한 사람이 대상회사나 인수회사의 이사, 주주등과 어떠한 관련이 있는지, 그리고 인수합병과 관련하여 어떠한 보상이나 금전을 받기로 한 약정이 있으면 이를 위임장서류에 기재하여야 하며 이러한 약정의 승인에 있어 주주투표를 거치도록 하고 있는 것이다. 이러한 조치는 실무에서 기관투자자의 모니터링 강화에 기여할 것으로 기대되었는데, 실제 대기업의 경영진 보수지급관행에도 변화가 있는 것으로 나타났다.³⁹⁾

나. 영향

도드-프랭크법상의 기업지배구조 개혁을 위한 조치들은 종전보다 특히 기업과 기관투자자간의 대화필요성을 증대시켰는데, 이중 임원의 보수와 관련하여 주주활동이 증가되는 양상을 나타내고 있다.

(3) 기관투자자의 주주활동 동향과 특징

가. 기관투자자 유형별 주주활동⁴⁰⁾

① 대형 연기금

CalPERS와 CalSTRS는 대형 연기금이자 운용자산 잔고면에서 전미에서 1, 2위의 공적 연기금에 해당한다. 이들 기금들은 모두 주식투자와 관련하여 passive운용전략으로 자체에서 운용하기도 하지만 active전략으로 위탁운용도 병행하고 있다. 때문에 수익자 보호를 위해 위탁운용종목을 포함하여 전 보유종목에서 의결권 행사와 주주활동을 적극적으로 하는 것으로 나타나고 있다.

우선, 의결권 행사와 관련하여 의결권자문회사를 이용하면서도 최종적으로 의결권 행사의 판단은 스스로 하며, 이를 위하여 의결권행사에 관한 지침과 회사지배구조 원칙을 자체적으로 제정해 두고 있고 그 방침 하에 원칙적으로 의결권을 행사하고 있다. 아울러 의결권행사를 공시함에 있어서도 행사 후 결과공시 뿐 아니라 사전공시를 하는 경우도 적지 않다. 의결권 행사는 통상 보유종목 전체를 대상으로 주주총회에서 부의된 안건에 대해 행사하는 것을 기본으로 하는 반면 주주활동은 순위를 정해 우선 순서대로 하는 경향을 보이고 있다. 경우에 따라서는 ESG(Environment, Social, Governance)이슈가 현안이 되기도 하며 이 경우 주주활동은 한 번의 대화로 그치지

39) 예컨대 say on pay조항 이후 경영진에게 조건부로 부여한 세금우대조항을 삭제한 회사들이 늘어났으며, 스톡옵션의 지급방법이 종래보다 엄격하게 변경되는 등 실무에서 변화가 있었다. 자세한 내용은 기업지배구조원, 해외동향, 기업지배구조리뷰, 2011년, 118면. 참고.

40) 이하 본문의 내용은 寺山 惠, 米国のシェアホルダー・エンゲージメント, 資本市場(No.379), 2017.3, 20頁이하를 참조하여 작성되었다.

않고 투자대상기업과의 관계구축에 중점을 두는 경향을 보이고 있다.

② 소형 연기금

대형연기금과 달리 소형연기금은 전 종목에서 의결권 행사와 주주활동을 할 수 있는 인적 자원이 많지 않기 때문에 위탁운용기관에게 의결권 행사와 주주활동을 위임하는 경우가 많다.

③ 자산운용회사

자산운용회사는 active운용전략과 passive운용전략을 모두 사용하는 경향이 있는데, 연기금으로부터 위탁받은 자산은 통상 active운용전략을 사용하여 운용한다. 즉 기업의 펀더멘털을 분석하여 종목을 선정·운용하는데, 이 경우 ESG를 고려하여 종목을 편입시켜 운용하기도 한다. 실무에서 active투자팀은 투자대상기업과 미팅을 하는 것이 투자프로세스의 일부로 인식하고 있고 주주활동도 투자팀에서 담당하는 경우가 적지 않다. 이들은 미팅에서 재무부분(현금잉여금의 사용처, 투자자금의 최적배분방법 유무, 비즈니스전략)외에 자본구성, 소수주주의 권리 등 회사지배구조에 관해서도 많은 시간을 할애하는 것이 보통이며 사내외 ESG분석가들의 지원을 받아 환경, 사회에 관한 리스크에 관해 투자대상기업과 대화와 토론을 하기도 한다. 즉 active운용을 하는 자산운용회사들은 의결권의 행사를 고객이 맡긴 자산을 수익극대화를 위하여 하는 투자활동의 일부로 보고 있는 것이다.⁴¹⁾ 이를 위하여 자산운용회사들은 자체 의결권행사 가이드라인을 정해 놓고 있으면서 이와 함께 ISS나 Glass Lewis 같은 의결권행사자문회사가 만든 가이드라인에 기초한 조언을 받기도 한다.⁴²⁾

④ ESG 특화 자산운용회사

ESG특화운용기관은 실제 매우 다양한데, 대부분 기업의 펀더멘털가치에 기초하여 업종과 종목을 선정하고 이들 종목들의 ESG실사를 ESG애널리스트 내지 외부기관의 ESG점수를 참조하여 ESG위험과 투자기회를 검토한 다음 포트폴리오에의 편입 여부를 결정하는 순으로 진행되는 경향이 있다. 즉 ESG부문에서 최고인 종목만 갖고 운용하는 것은 아니다. ESG특화 자산운용사의 특징은 종목을 보유한 이후에 나타나게 되는데 의결권 행사나 주주활동을 통해 투자대상기업의 ESG 이슈에 적극적으로 대응하기 때문

41) 寺山 惠, 米国のシェアホルダー・エンゲージメント, 資本市場(No.379), 2017.3, 20頁.

42) 의결권 행사 외에 주주활동도 투자팀의 업무에 속하는데 투자팀은 빈번히 투자대상기업과 대화를 하며 다양한 주주 활동을 한다. 다만 ESG이슈가 불거질 때에도 기업의 성과에 영향을 미치는 이슈에 한정해서 하는 경향이 있으며 주주활동을 할지 선택할 때 고객의 자산가치를 극대화한다는 원칙과 적합성을 갖는지를 세심하게 검토한다.

이다. 아울러 이러한 것이 투자프로세스에서 중요한 부분을 차지하고 있다. 특히 ESG 특화 자산운용회사의 경우 의결권 행사는 투자대상기업에게 하는 의사표시의 중요한 기회 및 적극적인 의사전달의 수단으로 생각하는 경향이 있다.

나. 최근 기관투자자가 한 주주활동의 대표적 유형

① 임원보수의 권고적 결의("Say on Pay")

Say on Pay는 앞서 소개한 바와 같이 금융위기 후 지배구조 강화의 일환으로 도드-프랭크법에서 도입되었는데 이에 의해 적어도 3년마다 주주총회에서 최고경영자, 재무책임자, 기타 3인의 고위임원의 보수에 관하여 주주가 권고결의를 하도록 되어 있다. 그러나 이는 권고적 결의에 불과해 구속력은 없다.

도드-프랭크법에서 신설된 이후 2011년 처음 시행된 Say on Pay투표에서 찬성율은 높았던 반면에 반대율이 많지는 않았으나 2012년부터는 상당히 부결결의가 이루어졌다. 즉 2012년에는 52개사에서 그리고 2013년에는 53개사에서 부결권고가 이루어졌다.⁴³⁾ 때문에 실무에서는 비록 결의 자체는 권고적 결의에 불과하여 구속력이 없다 해도 실제 그 권고적 결의의 영향력은 매우 크다고 느끼고 있다. 왜냐하면 2011년 부결된 기업의 25%에서 이후 최고경영자가 교체되었고, 일부 기업의 경우 이사회회장 내지 수석사외이사가 교체되었기 때문이다. 다만 미국에서는 고액보수를 문제 삼는 것은 아니고 기업성과 내지 주가가 나쁨에도 경영진이 고액을 받는 과다보수가 문제되었다. 그 외에 경영진의 보수에 대해 주주제안을 하거나 보수위원회 구성원인 이사들의 재선임을 반대하는 것으로 후속행동이 이루어지기도 하였다.⁴⁴⁾ 때문에 기업들은 경영진의 보수이슈에 대해 사전에 반대하는 주주들이 많을 것으로 예상되는 경우 주주총회에서의 부결을 방지하기 위하여 주주활동에 적극적으로 나서며 의견 개진과 대화하려는 움직임을 보이고 있다.

이처럼 미국에서 이사회에 전적인 권한이라고 여겨왔던 이사의 보수결정에 관해 투자자들이 목소리를 냄으로서 주주총회의 영향력이 커졌다고 평가할 수 있다. 이러한 점에서 Say on Pay는 단순히 이사의 보수설계에 반대하는 것에 그치는 것이 아니라 기업의 성과에 불만을 나타내게 한다. 이러한 점을 인식하여 경영진들도 적극적으로 투자자들을 만나 사전에 설득과 지지를 얻을 수 있도록 행동하는 경향이 있으며 Say on Pay 제도화로 투자대상기업과 기관투자자들이 주주총회 개최나 의결권 행사 외에 별도로 대화를 하는 주주활동 여지가 커졌다고 평가할 수 있다.

43) US SIF, US Sustainable, Responsible and Impact Investing Trends 2014, p.84

44) Marc Goldstein, at 6. *supra* note 5.

② 주주제안

미국의 경우 다른 나라에 비해 주주제안이 빈번히 이용되는데⁴⁵⁾ 상장회사의 경우 Regulation 14A 및 그 하위규정인 Rule 14-8에 의해 (i) 의결권이 있는 주식을 시가로 2000달러 이상 보유⁴⁶⁾하거나 1% 이상 보유한 자로서 (ii) 제안 시까지 1년 이상 보유한 경우에는 누구든지 주주제안을 이용할 수 있게 하고 있다.⁴⁷⁾⁴⁸⁾ 아울러 주주총회일까지 주식을 보유하고 있다는 것을 서면으로 제시하고⁴⁹⁾ 본인 또는 그 대리인이 출석하도록 하고 있다. 출석하지 않는 경우 불이익이 주어지는데⁵⁰⁾ 왜냐하면 제안을 심의하는 주주총회에 출석하지 않을 정도의 의지라면 이러한 제안주주에게는 장래에 일정 기간 주주제안제도이용을 배제시켜 남용적인 제안을 방지하기 위해서이다. 아울러 주주제안은 1인당 1건만 청구가 가능하다. 때문에 복수의 제안을 한 경우 채택이 거절된다.⁵¹⁾ 아울러 절차상 주주제안은 제안과 그 이유를 합쳐 500자 이내의 제안서를 작성하도록 되어 있어⁵²⁾ 분량이 제한⁵³⁾된다.

절차와 관련해서는 회사가 작성한 주주총회의 소집통지서에 주주가 제안할 의안을 기재할 것을 요청하면 회사는 제안과 제안이유 외에 (i) 원칙적으로 제안주주의 성명 및 주소 그리고 보유하는 의결권 있는 주식의 수를 기재하여야 한다.⁵⁴⁾ 주주는 회사에 대하여 성명을 기재하지 않을 것을 요청할 수 있지만 회사가 이를 따를 의무는 없다.⁵⁵⁾

45) 상장회사의 경우에는 연방증권거래소법에 의한 위임장권유규제를 받는다. 즉 연방증권거래소법 제12조에 의해 등록 회사의 경우 위임장 권유시 동조 제14조와 그 하위규정인 연방규칙(Regulation 14A)에 의해 위임장권유규제를 준수하지 않으면 안된다. 즉 주주가 제안내용·이유를 회사의 위임장권유자료에 기재할 것을 요청하는 경우에는 Rule 14a-8의 규정을 준수하여야 한다.

46) 2000달러 시가의 요건은 제안시로부터 60일전까지의 기간에 항상 2000달러를 초과하고 있는지를 갖고 판단한다. SEC Staff Legal Bulletin No. 14, Fed.Sec.L.Rep. (CCH) ¶60014,at C. 1.a. (Jyly 13, 2001).

47) 다만 상장회사의 정관에 따라서는 주주가 제안을 하고자하는 경우 일정기일까지 회사에 대해 사전에 통지하여야 한다고 규정하고 있어 종종 그 효력이 주법상 문제되고 있다.

48) 주주는 주주제안제도를 이용하는 대신(즉 회사측의 위임장권유자료에 주주제안을 기재할 것을 구하지 않고) 스스로 위임장권유를 할 수도 있다. 이 경우에는 연방증권거래소법 Rule 14a-8의 규정은 적용되지 않는다. 예컨대 이사의 교체를 요구하는 지배권쟁탈과 같은 사안 내지 회사가 제안한 것과 다투어지는 제안을 하는 경우에는 회사가 한 위임장권유자료에 기재하는 방법대신 제안자인 주주가 직접 위임장권유를 하는 경우가 대부분이다.

49) 17 C.F.R. § 240.14-18(b)(2) (2015)

50) 정당한 이유 없이 결석한 경우 회사는 이후 2년간 개최되는 주주총회에서 당해 주주가 하는 일체의 주주제안에 대해 위임장권유자료에 기재할 필요가 없다. 17 C.F.R. §240 14a-8(h). 제안주주가 제안을 한 주주총회에서 출석하지 않은 의사를 명백히 한 경우에도 회사는 그의 주주제안을 배제할 수 있다는 것이 SEC의 공식의견이다. SEC Staff Legal Bulletin No. 14 Fed.Sec.L.Rep. (CCH) ¶60014,at C. 1.a. (Jyly 13, 2001).

51) Kiddie Products, Inc., SEC No-Action Letter, 1988 SEC No-Act LEXIS 130, at*1(Jan. 29, 1988)

52) 17 C.F.R. §240.14a-8(d) (2015)

53) 그러나 제안서에는 홈페이지만 게재하면 1단어로 보기 때문에 실제로 분량이 문제되지 않는다. 왜냐하면 홈페이지에서 상세한 제안이유를 설명하는 것이 가능하기 때문이다.

54) 17 C.F.R. §240.14a-8(1) (1) (2015)

(ii) 회사가 위임장권유자료에 기재하는 주주제안을 지지하지 않는 경우 회사는 그 취지와 이유를 위임장권유자료에 기재할 수 있다.⁵⁶⁾

이처럼 미국에서는 주주의 제안내용이 위임장권유자료에 기재되고 제안자가 총회에 출석하면 의결하게 된다. 그러나 회사는 SEC에 신청해서 비조치의견서(No action letter)를 받는 것으로 주주제안의 소집통지서에의 기재를 거절할 수 있다. 즉 규칙상의 절차 내지 요건을 충족하지 못한 채 주주제안이 행해진 경우 회사는 위임장권유자료에 기재하지 않을 수 있다.⁵⁷⁾ 이 경우 회사는 SEC의 비조치의견서를 받아 주주제안 수령일로부터 14일 이내에 절차 또는 요건의 하자⁵⁸⁾와 당해 주주가 반대의견을 제출할 수 있는 기한을 해당 주주에게 통지하여야 한다. 또한 요건과 절차를 충족한 주주제안이라 하더라도 일정한 내용은 회사가 위임장권유자료에 기재하지 않을 수 있는데, Rule 14a-8에서는 배제의 사유로 13가지 사유를 규정⁵⁹⁾하고 있다.

이처럼 미국에서는 2000달러의 주식만 보유하면 주주제안이 가능하기 때문에 다른 나라에 비해 개인 투자자의 주주제안이 많이 이용되고 있으며 기관투자자로서는 의사표시의 기회가 되며 경영진에게 메시지를 줄 수 있는 기회로 생각하는 경향이 있다. 회사도 기관투자자가 어떻게 투표할지에 대해 관심이 크며, 사실상 주주제안의 내용은 기관투자자의 투표경향에 영향을 미치는 경향이 있다.

한편, 매년 주주제안이 행해진 건수를 보면 2014년 주주제안건수는 총 443건으로 이중 SEC가 비조치의견서를 발급⁶⁰⁾한 사안이 46건, 의안이 총회까지 못하고 철회된 것이 180건, 결의까지 간 것은 217건으로 파악되고 있다.⁶¹⁾ 즉 상당수 철회됨을 알

55) SEC Staff Legal Bulletin No. 14Fed.Sec.L.Rep. (CCH) ¶60014,at C. 1.a. (Jly 13, 2001).

56) 17 C.F.R. §240.14a-8(m)(1).

57) 17 C.F.R. §240.14a-8(f)(1) (2015)

58) 이는 주주에게 하자를 수정할 수 있는 기회를 제공하는 것이기 때문에 절차적인 하자를 치유하기 위하여 무엇을 하여야 하는지를 기재할 필요가 있다. SEC Staff Legal Bulletin No. 14Fed.Sec.L.Rep. (CCH) ¶60014,at C. 1.a. (Jly 13, 2001). 이를 해태한 경우 회사는 그 주주의 주주제안을 위임장권유자료에 기재하지 않으면 안된다. AMERCO, SEC No-Action Letter, 2000 SEC No-Act LEXIS 756 (July 21,2000)

59) 17 C.F.R. §240.14a-8(i) 이에는 (i)주회사법상 인정되지 않는 사항의 제안 (ii)회사의 법령위반을 야기하는 제안 (iii)위임장권유규제에 반하는 제안, (iv) 제안한 주주가 이해관계가 있는 제안 (v)회사의 사업과 중요한 관계가 없는 제안 (vi)회사가 유효하게 실행할 수 있는 능력이나 권한이 없는 행위를 요구하는 제안, (vii) 회사의 통상의 사업경영에 관한 제안 (viii) 이사의 선임에 관한 제안, (ix)회사제안과 대립되는 제안 (X) 회사가 이미 실질적으로 실시하고 있는 내용의 제안 (xi) 선행하는 다른 주주에 의한 제안과 중복되는 제안 (xii)과거 5년동안 실질적으로 동일한 내용의 주주제안이 회사의 위임장권유자료에 기재하였지만 주주총회에서 일정비율 이하의 찬성표를 얻은 경우 그리고 (xiii)특정액의 배당을 제안하는 경우 등이 그것이다.

60) No-action letter제도를 이용한 것은 1942년 주주제안제도 초창기 확립때부터는 아니지만 도입당시부터 남용적인 제안이 이루어질 것에 대한 우려가 있었고 실제 그러한 예가 있어 제도취지가 몰각될 우려가 있다는 점이 우려되어 균형차원에서 활용되기 시작하였다. 주주제안제도에 No action letter를 이용하게 된 연혁에 대해서는 SEC Statement of Informal Procedure for the Rendering of Staff Advice with Respect to Shareholder Proposals, SEC Release No. 9344, 1976 WL 160411(July 7, 1976)

수 있다. 이러한 경우는 사전에 회사가 개선조치를 하기로 약속한 경우인 것으로 추정된다. 회사로서는 주주제안이 압도적으로 지지를 받는 경우 이를 완전히 무시할 수 없기 때문에 사전에 미리 약속을 하고 주주제안을 철회하도록 시도하는 경우가 많기 때문이다. 특히 의결권행사자문회사들은 과반수 이상의 지지를 받은 주주제안에 충실히 대응하지 않는 이사에 대해 이후 선임에 반대하도록 추천하는 경우가 적지 않다.⁶²⁾ 한편 2015년에는 총 536건 정도로 집계되었으며 이중 과반수가 proxy access(소수주주가 추천한 이사후보자를 위임장권유자료에 기재할 것을 요청)와 기타 지배구조관련(이사 보수 제외)된 사항이고 그 외 사회적 이슈(3분의 1차지)⁶³⁾가 차지하고 있다. 사회적 이슈의 경우에는 주주로부터 지지받는 비중이 지배구조의 경우 과반수를 넘는 지지를 받는 것과 달리 지지를 받지 못하는 것으로 나타나고 있다.⁶⁴⁾ 이처럼 사전에 회사가 조치할 것을 약속하면서 주주제안이 철회된 경우도 주주활동유형으로 보는데, 주주제안 제도는 여하간 회사와 투자자간에 대화를 넓히는 기회 내지 수단으로 여겨지는 경향이 있다.

특히 지배구조와 관련한 주주제안을 하는 주주유형으로 개인주주가 과반수를 차지하며 다음으로 공적 연기금(약 23%)과 노동조합(약 16%) 등으로 나타나고 있다.⁶⁵⁾ 이처럼 미국에서 일반투자자의 주주제안 이용률이 높은 것은 연방규칙에 의한 주주제안요건이 매우 완화되어 있는 것과 무관하지 않다는 지적이 많다. 때문에 위임장권유자료에 기재되기에는 상당수의 제안이 불명확하거나 개인의 주관적인 제안이 많아 실제 대규모 상장기업의 경우에는 매년 SEC에 비조치의견서를 신청하는 횟수도 적지 않은 것으로 나타나고 있다. 실무에서는 주주제안에 대응하는 경영자의 부담이 많고, 기업가치의 향상과 관계없는 권고적 제안이 많아 대응에 상당히 많은 비용이 든다는 불만이 크다.⁶⁶⁾

③ Proxy Access(소수주주가 추천한 이사후보자를 위임장권유자료에 기재할 것을 요청)

한편, Proxy Access는 현재까지 미국에서 가장 격론이 일고 있는 부분인데, 연혁적

61) Id. at 23

62) See, e.g., Institutional Shareholder Services, United States Summary Proxy Voting Guidelines: 2016 Benchmark Policy Recommendations 15(Dec. 18, 2015).

63) Sullivan & Cromwell, LLP, 2015 Proxy Season Review 4

64) Harold S. Bloomenthal & Samuel Wolf, Securities Law Handbook §§ 18:68 (2015)

65) Georgeson, 2015 Annual Corporate Governance Review 15 fig. 4 (2015), at 17.

66) SEC Roundtable on Proposals for Shareholders, at 32-48.

으로도 혼선을 보이고 있다. 과거 SEC는 2003년에 일정한 주주의 경우 회사의 위임장권유자료에 스스로 추천한 이사후보자를 기재해 줄 것을 요청하는 것을 허용하는 Rule 14a-11의 신설안을 발표하였다.⁶⁷⁾ 이후 그러나 위임장권유자료에의 기재 거절을 인정하는 비조치의견서를 다수 발급하였는데, 이후 2006년 법원이 판례⁶⁸⁾를 통해 SEC의 입장을 뒤집는 판시를 하자 이에 대응하여 2007년 SEC는 재차 Rule 14a-8(i)(8)을 개정하여 위임장권유에의 기재 거절을 인정하였다. 그런데 돌연 2010년에 방침을 전환하여 proxy access를 인정하는 개정안을 발표⁶⁹⁾하기에 이르렀는데, 이렇게 입장을 변경한 배경에는 도드-프랭크법 제971조에서 SEC로 하여금 주주가 제안한 이사후보자를 회사의 위임장권유 등에 기재하는 요건 및 그 절차에 관하여 규칙을 제정할 수 있는 권한을 분명히 하였기 때문이다. 그러나 이에 대해 기업들이 심한 반발을 보이자 현재까지 SEC는 입장을 분명히 하지 못하고 있는 상태이다.⁷⁰⁾ 현재까지 Rule 14a-11는 제정에 이르지 않은 상태이나 당시 함께 공표되었던 Rule 14a-8은 개정되어⁷¹⁾ 현재 회사별로 부속정관의 변경을 통하여 개별적으로 인정⁷²⁾하는 것은 가능한 상태이다. 2016년 2월 기준으로 S&P 500기업 중 이를 정관에 기재한 기업이 150개사에 이르고 있어 이후 이를 허용한 기업들은 더 증가할 것으로 예상되고 있다.⁷³⁾ 이처럼 미국에서는 도드-프랭크법 이전에는 이사후보를 이사회 내 위원회인 지명위원회가 결정하는 것이 보통으로 주주제안제도가 있기는 하지만 소수주주가 추천한 이사후보를 직접 위임

67) Security Holder Director Nominations, Exchange Act Release No. 34-48626, 68 Fed. Reg. 60,784(October 14, 2003)

68) 제2순회구역항소법원은 일정한 주주(3%이상 주식을 보유한 자로서 1인 후보자를 제안)가 한 이사후보자를 회사의 위임장권유자료에 기재하도록 요구할 수 있는 것을 허용하는 정관의 개정을 요청하는 주주제안에서 이러한 제안을 배제할 수 없다고 판시하였다. Am.Fed'n of State, County & Mun. Emp. v. Am. Int'l Group, Inc., 462 F. 3d 121 (2d Cir. 2006)

69) Facilitating Shareholder Director Nomination, Exchange Act Release No. 33-9136, 75 Fed. Reg. 566,77 & 566,688 즉 의결권있는 주식의 3% 이상을 3년 이상 계속 보유하고 있는 주주에게 정원의 25%까지 이사후보자를 제안할 수 있도록 Rule 14a-1을 창설하는 안이다. 아울러 Rule 14-a(i)(8)도 개정하여 회사가 이사 선임에 관한 주주제안을 위임장권유자료로부터 배제할 수 없도록 하는 내용도 제안하였다. 전자는 일정한 요건을 충족한 주주에 대하여 이사후보자를 내는 주주제안의 기재를 요구하는 권리를 부여한데 비해 후자의 개정은 주주제안으로 그 요건과 절차를 완화하는 것이 골자라는 점에서 차이가 있다.

70) 게다가 워싱턴 특별구 연방항소법원은 이러한 SEC의 규칙 개정은 자의적으로 권한을 행사한 것이라는 이유로 효력을 부정하였다. Business Roundtable v. SEC, 647 F. 3d 1144 (D.C. Cir. 2011)

71) 현재 Rule 14a-9(i)(8)은 이사의 선임에 관한 제안에 있어 다음의 (i)-(v)를 충족한 경우 위임장권유자료에 기재하지 않아도 무방하다고 하고 있다. 즉 (i) 이사후보자의 자격을 상실시키는 제안 (ii)임기만료전에 이사를 해임하도록 하는 제안 (iii) 이사 내지 그 후보자의 자질, 경영판단, 인격·품성에 의문을 제기하는 제안 (iv) 회사의 위임장권유자료에 특정 개인을 이사후보자로 하는 제안 (v) 기타 당해 주주총회에서 이사의 선임의 결의에 영향을 미칠 수 있는 제안 등이 그것이다. 17 C.F.R. §240.14a-8(i)(i)-(v) (2015)

72) 예컨대 델라웨어주도 2009년 proxy access를 인정하는 부속정관의 규정설치가 가능하다는 것을 명문으로 인정하는 규정을 일반회사법 제112조에 마련하였다.

73) Bloomberg BRIEF, Sustainable Finance, Thursday, Feb. 11, 2016.

장권유자료에 기재할 수 있는 제도가 마련되어 있지는 않았다. 도드-프랭크법에서 이를 제도화할 수 있는 법적 근거를 마련함으로써 향후 proxy access의 활용이 증대될 것으로 전망되고 있다. 이를 통해 투자자는 주주제안과 같이 이사후보를 추천할 수 있다. 사실 투자자는 주주제안을 통해 이사후보를 추천할 수 있고 SEC는 그러한 주주제안에 대해 회사가 거부하지 못하도록 하고 있어 현재 많은 기업에서는 주주제안제도를 이용하는 경향이 있다. 특히 주주제안 중에는 이사선임에서 과반수를 받지 못했음에도 다수 득표순으로 선임이 되는 plural vote에서⁷⁴⁾ 다수결에 의한 이사선임(Majority Vote)을 제안하거나 이사의 매년선임(Board Declassification)을 제안하는 등 이사선임에 있어 주주활동을 강화하는 안건들이 많이 제안되고 있다. 다만 부속정관의 변경을 통해 proxy access가 이용된다고 하더라도 현 경영진에게 큰 위협이 되지 않을 것이라고 보는 견해⁷⁵⁾도 적지 않은데, 왜냐하면 통상 지배권을 획득하거나 현경영진을 교체하는 것을 원하는 주주의 경우 주주제안이나 proxy access보다 직접 위임장권유를 하는 것이 보다 효과적이기 때문임을 이유로 든다.

④ 위임장쟁탈

한편, 위임장쟁탈은 헷지펀드나 행동주의자들이 자신들이 제안한 의안을 주주총회에서 가결시키려고 할 때 많이 사용하지만 주주제안에 비해 소집통지서를 직접 주주에게 보내야 하고 주주의 지지를 받아야 하기 때문에 주주제안제도의 이용에 비해 비용이 많이 드는 단점이 있다. 그러나 경영권인수를 위해 통상 시도하는 공개매수에 비해서는 비용이 저렴하기 때문에 이용의 실익은 큰 편이다.

미국에서 그간 위임장쟁탈이 행해진 현황을 보면 2015년 350건 정도가 발생하였으며, S&P 500기업의 경우에는 65건이 발생한 것으로 나타나고 있다.⁷⁶⁾ 이들 위임장쟁탈의 목적은 대부분 이사 선임건인데 다만 진행 중 회사와 합의하는 경우가 많아 실제 위임장쟁탈전까지 간 사례는 23건에 그치고 있다.

이처럼 행동주의주주가 위임장쟁탈을 하는 경우에는 다른 기관투자자들의 지지를 받는 것이 중요하기 때문에 위임장쟁탈전의 대상이 된 기업 내지 잠재적인 기업들로서는 사전에 기관투자자와의 대화 내지 이들의 주주활동에 상당히 관심을 갖지 않을 수 없다.⁷⁷⁾ 때문에 기관투자자들은 직접 위임장쟁탈을 하지는 않지만 행동주의주주들의 위

74) 주주총회결의와 관련하여 통상 이사의 선임을 제외하고는 원칙적으로 출석의결권수의 과반수를 요구한다. 반면에 이사선임에 관해서는 과반수가 아닌 다수투표제가 디폴트로 되어 있다. DEL.CODE ANN.tit.8, § 216(3)

75) 대표적으로 松中 学, アメリカ荷おける株主提案権制度, 株主提案権の在り方に関する会社法上の論点の調査研究業務報告書, 平成28年3月, 一般財団法人 比較法研究センター, 33頁.

76) 전계논문, 24頁.

입장쟁탈전 시도에 의해 투자대상기업의 경영에 대하여 의사를 전달할 기회를 자주 갖게 된다. 이러한 경우 자산운용회사들, 특히 active운용기관들은 개별 사건별로 의사결정을 하며 이 때 행동주의주주에 찬성할지 아니면 월스트리트룰에 따라 사전에 매각할지를 결정하게 된다.⁷⁸⁾⁷⁹⁾ 반면 대형연기금은 다소 다른 모습을 보이는데, 왜냐하면 연기금들은 주로 passive운용전략을 사용하기 때문이다. 즉 매각이라는 전략은 잘 고려되지 않는다.⁸⁰⁾

(4) 주주활동관련 인적자원

ISS가 2013년 133개사 미국상장기업과 82개사 기관투자자(미국기업 소유)에 대한 온라인서베이와 이중 20개사 기업과 25개사의 기관투자자를 선정해 심층인터뷰를 한 결과 얻은 통계에 의하면 기업과 기관투자자들은 대체로 주주활동 관련인력을 5명 정도 배치하는 것으로 나타났다. 또한 조사대상기업의 10% 정도와 기관투자자의 30% 이상이 10명 이상의 인력을 배치하고 있고 8%정도는 전혀 관련 인력을 배치하지 않는 것으로 나타났다.⁸¹⁾

(5) 주주활동방식 등

미국의 투자자의 경우 주주활동 시 가장 선호하는 방법은 서면이나 이메일, 전화 등을 이용하는 것으로 나타났다. 반면에 기업들이 주주들을 접촉하는 경우에는 서면이나 이메일보다는 전화를 더 선호하는 것으로 나타났다.⁸²⁾ 한편, 투자자들이 회사경영에 대해 주주활동을 할 경우 우선 전형적으로 IR부서를 접촉하고 그 외 총무부서와 법무실, 경영진(재무이사 포함)등을 접촉하는 것으로 나타났으며, 사안과 기준에 관계가 어느 정도 구축되었는지에 따라 이들 중 하나의 방법을 취하거나 복수의 방법을 취하는 것으로 나타나고 있다. 이사회구성원과의 만남을 갖고자 시도하는 경우에도 통상 총무팀이나 IR팀을 접촉해 이사회구성원과의 미팅을 부탁하고 있으며, 이사회 의장 내지 선임

77) 대표적으로 2015년 최대의 위임장쟁탈전이 일어났던 듀폰사의 경우 ISS와 CalSTRS는 행동주의주주에게 찬성한 반면 passive자산운용기관인 블랙락과 뱅가드, 스테이트스트리 등은 회사를 지원해 회사가 쟁탈전에 이겼던 것도 기관투자자의 지지가 중요하다는 것을 잘 보여준다.

78) 이 경우 통상 내부위원회를 통한 심의절차를 거쳐 최종적으로 투자팀에서 결정하는 경우가 일반적이다.

79) 반면, 자산운용회사들이 Passive전략을 쓰는 경우는 통상 보유주식수가 많은 경우로 캐스팅보트를 쥐고 있는 경우가 많다.

80) 반면, 대형 연기금인 CalSTRS는 행동주의주주들과 연대하여 행동하는 것으로 알려져 있고, 또 적극적으로 주주권을 행사하는 행동주의 자산운용회사에게 위탁하는 경향이 있다. 전계논문, 25頁

81) Marc Goldstein, at 9.

82) Id. at 13.

급 이사를 접촉하는 경우도 적지 않으며 사안에 따라 보수위원회 위원장을 접촉하는 것으로 나타났다.

반면, 기업 측이 먼저 주주와의 만남을 시도할 경우 만남은 주로 법무실, IR팀, 총무팀이 맡으며 이사회 의장이나 선임급 이사가 하는 경우는 그리 많지 않고 사안에 따라 접촉창구는 다른 것으로 나타났다. 예를 들어 지배구조이슈의 경우 통상 법무팀이 접촉하는 데 비해 재무적 이슈는 IR팀에서 하는 것 등이 그것이다. 이처럼 컨택포인트가 사안에 따라 다른 것에 대해서는 기관투자자들도 유익하다는 입장이다. 왜냐하면 사안에 따라 가장 적절한 부서에서 답변하는 것이 효과적이라고 보기 때문이다. 이는 반대로 유능하지도 적합하지도 않은 부서에서 답변할 경우 그 효과는 부정적이라는 것을 보여 준다. 이사회구성원과의 미팅도 마찬가지인데, 이사들 특히 사외이사들이 당해 사안에 대해 이해도가 높지 않은 경우 내지 확일적으로 사전에 준비된 대로만 답변하는 경우 그 효과는 매우 부정적이라고 인식하고 있다.

흥미로운 것은 주주와 이사와의 만남에 대해 미국기업의 경우 유럽의 기업들에 비해 개방적이지 않아 유럽계 기관투자자들의 불만이 적지 않다는 것이다.⁸³⁾ 다만 미국에서도 최근 이사들이 투자자를 만나는 빈도가 종전보다 증가하는 추세에 있고 이사회에서도 주주들이 어떤 이슈에 관심이 있는지에 관해서 다루는 빈도도 증가하는 경향을 보이고 있어⁸⁴⁾ 미국에서도 주주활동에 대한 회사의 대응면에서 상당한 변화가 있을 것으로 전망된다.

(6) 연대방식의 주주활동

미국의 경우 기관투자자들이 연대하여 주주활동을 하는 경우는 많지 않고 대체로 혼자 하는 경향인 것으로 나타나고 있다.⁸⁵⁾⁸⁶⁾ 또한 공동으로 하더라도 투자대상기업을 선정하는 것은 독자적으로 결정하고 이후 다른 기관투자자의 참여를 원하는 경우가 없지 않다. 그러나 대체로 연대방식의 주주활동을 선호하지는 않는데 실질적으로 기여하지 않는 투자자의 무임승차를 우려하기 때문이며, 한편으로는 독자적으로 하는 것이 비용과 시간면에서 훨씬 효과적이라고 보기 때문이다. 다만 SRI(social responsible

83) Marc Goldstein, at 22.

84) Id. at 23.

85) Id. at 26.

86) 이는 유럽의 기관투자자들과는 매우 차이가 있는 것으로 보인다. 유럽의 기관투자자들은 주주활동의 비용면에서 뿐 아니라 주주활동의 영향력을 높이기 위해 연대하는 경향이 강하기 때문이다. 특히 외국에서 주주활동을 하는 경우 법규제나 기업문화 등 여러 면에서 차이가 있기 때문에 해당 지역의 기관투자자와 협동함으로써 대상기업과 우호적인 관계를 구축하거나 해당 국가의 법제나 기업관행을 바꾸는데 보다 효과적으로 대응하기 위해서 연대하는 경향이 있다.

investment)전문 투자자의 경우 연대하여 하는 것이 보다 효과적이라는 입장이고 규모가 작은 투자자의 경우 주주활동과 관련하여 연대활동을 할 때 보다 회사 이사나 임원에 대한 접근성이 높다고 느끼는 것으로 나타나고 있다.⁸⁷⁾

(7) 주주활동의 성공지표

주주활동이 성공했다고 하는 경우 기업과 투자자의 생각은 상당히 차이나는 것으로 나타나고 있다. 즉 많은 기업들은 ‘대화’가 잘 되었을 때를 주주활동이 성공이라고 보는 경향이 있으며 특히 특정 이슈에 대해 건설적인 대화를 할 경우를 성공이라고 보고 있다. 즉 대화 시 상호간에 다투어지는 부분이 많아도 대화가 행해지면 성공이었다고 본다. 이밖에 기업들은 장래 우려되는 이슈에 대해 개선을 약속하거나 주주제안을 철회하게 한 경우 engagement가 성공했다고 본다. 반면에 투자자의 경우에는 대화한 것을 주주활동의 성공이라고 보지는 않고 대체로 장래 이슈에 대해 회사가 이행을 약속하거나 회사정책이나 방침에 대하여 회사공시를 증대시킨 경우 내지 개선한 경우 주주활동이 성공적이었다고 보는 경향이 있다.

IV. 결론에 갈음하여 : 한국형 스투어드십코드에의 시사점

‘한국형 스투어드십코드’인 『기관투자자의 수탁자책임에 관한 원칙』⁸⁸⁾이 지난 2016년 12월 19일에 전격 공표, 시행된 이래 현재 15개 자산운용사(PF 운용사 포함)가 원칙에 참여할 것을 공표하였고 현재 준비 중이지만 향후 참여하겠다고 발표한 참여예정자도 45개사에 이르고 있다. 다만 아직 연기금과 보험회사와 같이 대형 기관투자자는 가입하지 않은 상태이다.⁸⁹⁾

『기관투자자의 수탁자책임에 관한 원칙』은 모두 7가지로 원칙은 전문과 본문 그리고 후문으로 구분되며 전문에서는 <원칙의 도입목적과 의의>와 <원칙의 적용>을 기술하고 있다. 원칙에서 지향하는 수탁자책임은 고객과 수익자의 중장기적인 이익을 도모하지만 이를 위한 이행활동의 범위는 의결권 행사에 한정하지 않는다고 명시하고 있다. 그리고 원칙에서 이러한 이행활동의 예로서 기업 경영전략과 성과, 위험관리, 지배구조 등 핵

87) Id. at 28

88) 상세한 내용은 안수현, 『기관투자자의 수탁자책임에 관한 원칙』 검토: 한국 스투어드십코드의 원활한 시행과 정칙을 위하여, 「증권법연구」 제18집 1호, 한국증권법학회, 2017년, 25-27면 참고.

89) 현재 참여자 목록은 한국기업지배구조원 홈페이지(<http://www.cgs.or.kr/>)에 게시되어 있다.

심 경영사항에 대한 점검과 이사회 등과의 협의 및 주주제안과 소송참여 등 보다 적극적인 형태의 활동을 포괄하고 있으며, 기관투자자의 주주활동은 ‘명확하고 건설적인’ 목적을 지향하는 회사와의 대화를 포함하는 광범위한 주주활동이라고 명시하고 있다.

한편, 원칙에서 때로는 ‘관여’라는 표현으로 기술되거나 “소통”, “대화”라는 용어를 사용하고 있는데 이들 용어들은 대체로 주주활동(내지 관여)으로 표현되는 ‘engagement’를 표현하고 있다. 이와 관련하여 원칙에서 대화와 주주활동(engagement)중 어느 것에 초점을 둔 것인지 의구심이 제기될 수 있다⁹⁰⁾. 다만 원칙에서 기관투자자와 투자대상회사 양 방향간의 ‘대화’를 강조하고 있는데, 이는 대화를 통해 투자대상회사와 이들 회사에 투자하는 기관투자자의 투자프로세스 양 방향의 투명성을 높이려는데 목적이 있다고 이해된다.

그러나 국내에서는 구체적으로 이러한 대화를 통한 수탁자책임의 이행과 같은 비공식적 주주활동이 그다지 익숙하지 않은데다 실효성에 대해서도 적지 않은 의문이 제기된다. 그간 국내에서 기관투자자의 주주활동이 그다지 적극적이지 않았고 이에 대한 경험 부족과 이러한 대화를 기관투자자는 물론 투자대상기업도 비용과 시간의 낭비로 보는 시각이 많고, 이를 기화로 회사 경영권에 간섭할 것이라는 우려도 적지 않기 때문이다. 따라서 어렵게 도입한 한국형 스투어드십코드가 빠른 시간 내에 정착하기 위해서는 무엇보다 ‘대화’를 통한 주주활동의 지위, 방법, 효과, 다른 주주활동과의 관계, 대화에 있어 장애요인의 분석과 극복방안의 모색, 효과적인 대화를 위한 수단 등 다양한 이슈들이 연구되고 공유될 필요가 있다. 기관투자자와 투자대상기업 쌍방간의 솔직하고 지속적인 대화는 유효·적절한 ‘주주활동’의 실효성을 담보할 뿐 아니라 장기적으로 기업의 성장과 경쟁력 강화에 기여하기 때문이다.

이러한 점에서 앞서 살펴본 영미의 주주활동에서 나타난 시사점을 정리하면 다음과 같다. 우선, 그동안 기업정보에 대한 접근성이 제한되어 있었던 반면에 갈수록 기업의 지배구조 등의 이슈가 문제되면서 기업의 장기적인 지속가능한 발전과 경쟁력 증대차원에서 주주활동의 중요성이 커지고 인식도 높아지고 있다는 점이다. 우리나라 역시 기업의 정보제공에 소극적이고 투명성에 대한 신뢰가 강하지 않은 상태에서 투자자와 투자대상기업간의 적극적인 대화를 통한 비공식적인 주주활동에 대한 기대와 효과는 클 것으로 전망된다. 둘째, engagement는 투자자 측에서만 지향되는 것은 아니고 투자대상기업들이 투자자로부터의 신뢰 구축과 회사의 의사결정과 관련한 지지를 받기 위하

90) 대화 내지 소통과는 구분하여 주주활동이라고 표현하고 있기 때문이다. 대표적으로 <원칙 4>의 안내지침에서 “기관 투자자는 적극적인 주주활동과정에서 미공개 중요정보의 이용 금지에 관한 자본시장법상 규정의 위반하게 될 가능성이 있음에 주의하여야 한다”고 하고 있다.

여 사전적으로 보다 효과적으로 활용 또는 접근할 인센티브가 적지 않다는 점이다. 셋째, 투자자가 제목소리를 내는 다양한 주주활동에서 특히 공식적인 주주권 행사보다 비공식적인 주주활동이 기관투자자로서는 선호되고 있다는 점이다. 물론 이러한 비공식적인 주주활동이 실패한 경우 공식적인 주주권행사로 이어지지만 이러한 공식적인 주주권 행사는 비공식적인 주주활동과 연계하여 이루어진다는 점을 유의할 필요가 있다. 이러한 점에서 비공식적인 주주활동에 기업들이 보다 적극적으로 관심을 갖고 대응할 필요가 있다. 넷째, 주주입장에서 기관투자자들은 보다 효과적인 기업과의 대화채널과 대화내용을 통해 기업의 사업방침과 전략에 대해 자신들이 우려하고 있는 부분과 기대하는 부분들을 의사소통하려고 한다는 점이다. 이러한 점에서 양쪽의 대화는 기업과 기관투자자 모두에게 유익하고 이점이 되는데, 기관투자자는 자신들의 의사를 전달할 소통창구가 마련되는 점에서 투자대상기업의 지속가능한 성장가능성에 대해 깊이 이해할 수 있는 기회가 되고, 투자대상기업은 이를 통해 투자자를 더 잘 이해시키고 지지를 받을 수 있는 수단이 되기 때문이다.⁹¹⁾ 다섯째, 이러한 점에서 비공식적인 주주활동인 투자대상기업의 대화와 토론의 의사소통채널은 보다 효과적으로 구축되고 접근성이 용이할 필요가 있다. 영미에서는 이러한 의사소통방식으로 이사회와의 접촉, 이사회회장 내지 선임사외이사와의 대화 등을 권하는 경향이 있음을 참고할 필요가 있다. 여섯째, 다만 이러한 비공식적인 주주활동이 보다 활발하기 위해서는 법적인 장애와 비법적인 제약요인들이 해소될 필요가 있다. 이를 위해서는 우선 국내에서 그간 행해진 주주활동의 정확한 상태를 파악하고 부족한 점과 보완이 필요한 점 그리고 외국과의 차이점과 이러한 차이를 발생시키는 요인들에 대한 분석이 우선 선행될 필요가 있다. 더불어 영미에서 보여지듯이 바람직한 engagement를 위한 가이드라인이 제정·확산될 필요가 있다.

이처럼 기관투자자의 주주활동은 향후 한국형 스톱워드십코드가 성공하는데 있어 핵심이라고 해도 과언이 아닐 것이다. 그러나 스톱워드십코드가 성공적으로 정착하는데 있어 기관투자자에게 포커스를 둔 주주활동으로는 한계가 있어 보인다. 즉 투자대상기업의 투자자에 대한 활동도 못지않게 중요하기 때문이다. 많은 기관투자자들의 지지와 이해 및 높은 신뢰를 사전에 구축해 두기 위해서는 기관투자자의 주주활동에 대처하는

91) 2013년 Conference Board는 회사와 투자자간의 Engagement에 관한 TF를 설치하고 이후 2014년 3월에 권고 사항과 가이드라인을 제안하였는데, 여기서 이사들로 하여금 반드시 회사의 지배구조와 전략에 대해 주주들이 어떻게 보는지를 반드시 고려하여야 한다고 권고하였다. 아울러 투자자에 대해서는 주주활동을 할 경우 이사가 아닌 이사회와 접촉할 것을 권고하고 있으며 특히 이사회와 경영진의 신뢰 재구축을 위해 CEO 승계관련 이사회 구성방식, 그리고 CEO승계를 어떻게 할 것인지 그리고 임원보수에 대해 다룰 것을 제시하였다. 이러한 회사와 투자자간의 직접적인 접촉은 투자자와 기업 모두에게 이로운데, 기업의 이사는 회사의 장기전망과 지배구조에 대해 어떻게 보고 있는지를 설명할 기회를 갖게 되며, 주주에게는 기업의 사업성과 외에 생각하는 바를 전달하는 기회가 되기 때문이라고 한다. Guidelines for Engagement, Conference Board Research Report 1541-14-RR, March 2014

대상기업의 활동이 더 긴급하고 중요하다고 할 수 있다. 영미에서 나타난 최근의 주주 활동 동향은 이러한 점을 잘 보여주고 있다. 기관투자자의 주주활동에 선제적이고 창의적인 기업들의 대응과 노력을 기대해본다.

부당지원행위 규제의 판례 동향에 대한 소고(小考)

연구논단Ⅲ

송태원 | 한국기업지배구조원 변호사

I. 들어가며

계열사간 거래를 통한 부의 이전에 대해 독점규제 및 공정거래에 관한 법률(이하 “공정거래법”이라 한다.)상 부당지원행위 규제가 도입되기 이전에는 불공정거래행위 중 ‘계열회사를 위한 차별취급’으로 규제해왔다. 그러나 이는 차별의 비교대상이 되는 비계열회사와의 거래가 있어야 한다는 측면에서 한계가 있었고, 상품·용역 거래 이외에 자금·자산지원에 대해서는 규제의 법적 근거가 없는 문제점이 있었다. 상기한 문제점을 해결하기 위하여 1996년 12월 30일자 법개정을 통해 공정거래법상 부당지원행위 규제가 마련되었다.¹⁾

부당지원행위 규제가 도입된 초기에는 가지급금 또는 대여금 등을 통한 자금 지원행위, 유가증권·부동산·무체재산권 등 자산을 통한 지원행위가 주로 규제되었다. 이후 계열사 간 거래를 통한 부의 이전이 상품·용역거래 형식으로 변모함에 따라 부당지원행위 규제 대상도 상품·용역 거래 중심으로 옮겨가게 되었다. 상품·용역 거래를 통한 부당지원행위의 규제에서는 정상가격, 거래규모의 현저성 요건이 실무상 쟁점이 되었다. 지원행위의 판단을 위해서는 정상가격이 먼저 산정되어야 하는데, 용역거래의 경우 일률적인 시장가격의 책정이 곤란한 경우가 있어 정상가격 요건이 쟁점이 된 것이다. 소위 물량 몰아주기를 통한 부당지원행위에서도 현저한 규모가 어느 정도 규모를 말하는 것인지 명확한 기준이 없어 논란이 되었다.

이후 공정거래법은 지원규모가 현저한 정도에 미치지 못하거나 특수관계인 개인을 지원하는 경우에는 공정거래저해성을 입증하는 것이 곤란하다는 고려에서 2013년 8월

1) 이호영, “상품·용역거래를 통한 계열회사 지원의 규제”, 「경제법판례연구」 제1권, 2004. 228면.

13일 개정되었다. 주요 개정사항은 부당지원행위의 요건에서 종전의 ‘현저히’ 유리한 조건을 ‘상당히’ 유리한 조건의 거래로 완화하였고, 특수관계인에 대한 부당이익제공 금지규정을 신설한 것이다.²⁾

2017년 새 정부 출범 이후 공정거래위원회는 대규모 기업집단의 일감 몰아주기 등 부당지원행위에 대해 강도 높은 규제를 할 것임을 시사하고 있다. 이러한 상황에서 본고는 부당지원행위 규제에 관한 법원 판례의 경향을 살펴보고 실무상 난점을 도출하여 부당지원행위 규제의 개선방안을 모색해보고자 한다.

II. 부당지원행위 규제에 대한 개관

1. 부당지원행위 규제의 의의

부당지원행위는 공정거래법 제23조 제1항 제7호의 사업자가 부당하게 특수관계인 또는 다른 회사에 대하여 상품, 용역, 자금, 자산, 인력 등을 무상으로 제공하거나 현저히 유리한 조건으로 거래하여 지원함으로써 공정한 거래를 저해할 우려가 있는 행위를 말한다.³⁾ 부당지원행위는 경제상 이익을 제공하는 거래대상 및 형식에 따라 부당한 자금·자산·인력 지원⁴⁾, 부당한 거래단계의 추가⁵⁾의 세부유형이 있다. 부당한 거래단계의 추가는 거래단계의 중간에서 실질적인 역할 없이 수수료만 챙기는 이른바 통행세 관행의 규제 근거를 마련한 것이다. 통행세 관행은 종래 공정거래법 하에서도 상품·용역거래를 통한 지원행위로서 규제되었는데 보다 명확히 규제근거가 마련된 것이다.⁶⁾

2) 부당지원행위는 공정거래법 제23조 제1항 7호의 불공정거래행위로 규정되어 있고, 특수관계인에 대한 부당한 이익제공의 금지는 별도로 법 제23조의2에 규정되어 있다. 특수관계인에 대한 부당한 이익제공은 엄밀히 말해 부당지원행위와는 다른 별도의 규제라 할 수 있다. 양자를 별도의 규제로 이해하는 견해로는 김윤정, 「대기업집단의 부당지원행위 규제제도 개선방안 연구」, 한국법제연구원, 2013, 59면.

3) 한철수, 「공정거래법」, 공정경쟁연합회, 2016, 514면; 신동권, 「독점규제법」, 2016, 박영사, 763면.

4) 공정거래법 제23조 제1항 제7호 가목.

5) 공정거래법 제23조 제1항 제7호 나목.

6) 공정거래위원회는 종래부터 거래 단계 중간에 계열사를 끼워 넣음으로써 유통마진을 남길 수 있도록 하는 행위에 대하여 그 거래조건이 통상의 경우에 비하여 지원객체에 유리한 경우 물량몰아주기에 의한 부당지원으로 규제하였다. ‘MRO·유통·건설 분야에서 웅진, 한화, STX 기업집단 소속회사의 지원행위 건’이 그것이다(2011년 12월 공정거래위원회 의견). 웅진의 경우 지배주주 지분율이 높은 (주)웅진홀딩스의 이익을 높일 목적으로 MRO 거래에서 (주)웅진홀딩스를 거래단계 중간에 넣고 유통마진을 남기도록 한 것이며, 한화의 경우 석유화학제품 중간원료를 유통함에 있어 계열사인 한화폴리드리머(주)에 유통 물량의 30% 이상을 몰아주고 통상의 경우보다 높은 위탁 판매 수수료(최대 4.8 배 높은 수준)를 지급했던 사건이다. STX의 경우 아파트 건축 경험이 전혀 없는 STX건설(주)에 통상의 경우보다 15% 높은 대가로 수의계약을 했던 사건이다. 이후 공정거래위원회가 통행세 거래 관행을 규제한 것이라고 최초로 보도자

상기 세부유형들은 모두 외관상 거래를 통한 경제적 부의 이전이라는 점에서 공통점이 있다. 경제상 부의 이전 그 자체는 시장집중의 문제가 아니라 일반집중의 문제인데, 일반집중은 기존의 독립경영기업을 부당하게 배제하거나 잠재적 경쟁자의 신규진입을 억제하여 시장기능을 저해할 수 있기 때문에 공정거래법 영역에서 규율되는 것이다.⁷⁾

이러한 부당지원행위는 거래를 통해 경제상 이익을 제공할 것 및 부당성이 요건이 된다. 지원행위 요건과 관련하여 법 제23조 제1항 제7호 가목의 행위 유형에서는 정상 가격의 산정이 관건이 되고, 같은 법조항 나목의 행위 유형에서는 거래상대방이 실질적인 역할 및 거래의 필요성이 관건이 된다. 부당성 요건은 판례에 따르면, 기본적으로 당해 지원행위로 인하여 지원객체의 관련시장에서 경쟁이 저해되거나 경제력집중이 야기되는 등으로 공정한 거래를 저해할 우려가 있는지 여부에 따라 판단한다.⁸⁾

참고로, 부당지원행위 규제는 외국의 입법례에서는 유례를 찾아볼 수 없는 제도이다. 동 제도를 다른 선진국에서는 찾기 힘든 이유는 우리나라 특유의 재벌에 의한 경제력 집중 문제에 대한 우려에서 마련된 제도이기 때문이다.⁹⁾ 다만, 미국, EU 등에서는 모회사, 자회사 간에도 경쟁제한적인 합의가 성립될 수 있느냐에 대한 논의가 있다. 모회사가 자회사를 지원하기로 하는 합의는 부당지원행위와 구조적으로 유사한 측면이 있다. 이에 관하여, 미국에서는 모회사가 자회사를 지원하기로 하는 합의는 기업내부의 공모 이론에 따라 셔먼법 제1조가 적용되지 않는다는 것이 일반적이고¹⁰⁾, EU에서도 경제적 단일체 이론을 적용하여 동일한 기업집단에 속하는 계열회사간의 협정 또는 협조적 행위는 EU기능조약 제101조 위반으로 규율되지 않는다.¹¹⁾ 이는 해외에서는 경쟁법의 목

료를 낸 사례는 ‘롯데피에스넷(주)의 롯데알미늄 지원행위 건’인데(2012년 7월 공정거래위원회 의결), 롯데피에스넷(주)는 편의점 등에 ATM 서비스를 제공하는 회사인데, ATM 기기를 구매함에 있어 제조자로부터 직접 구매할 수 있음에도 재무구조가 열악한 롯데알미늄(주)를 통하여 간접 구매했던 사건이다. 특히 롯데알미늄(주)는 보일러제조 전문회사로서 ATM 기기 유통과 아무런 관련이 없어 전형적인 통행세 관행으로 볼 수 있는 사건이었다. 한편, 통행세 거래관행 규제 사례는 ‘삼양식품(주)의 내추럴삼양(주)에 대한 지원행위 건’이 있다.(2014년 1월 공정거래위원회 의결) 삼양식품은 종래 대형마트에 라면을 공급함에 있어 모두 직접 공급하였음에도 2008년부터 2012년까지의 기간 동안 이마트에 공급하는 라면은 내추럴삼양(주)를 통하여 통상의 경우보다 높은 할인율로 유통되도록 함으로써 내추럴삼양(주)이 3.4~4.8%의 중간 마진을 취하도록 하였다. 참고로 내추럴삼양(주)은 총수일가가 지분의 90%를 보유하고 있는 회사이고 삼양식품(주)의 최대주주여서 지배구조의 최정점에 있는 회사로서 통행세 관행을 통하여 총수일가가 지배주주로 있는 계열회사에 경제상 이익을 이전했던 사건이다.

- 7) 공정거래위원회, 부당내부거래 규제제도의 필요성, 공정거래위원회 홈페이지 자료 (http://www.ftc.go.kr/info/assembleinfo/policyView.jsp?princ_plcy_data_no=26).
- 8) 대법원, 2004. 4. 9. 선고 2001두6197 판결 외 다수.
- 9) 윤창호·최윤동, “대기업집단 내부거래 규제에 관한 연구”, 「산업조직연구」제15집 제1호, 2007, 7면.
- 10) 미국 연방대법원은 Copperweld 판결(Copperweld Corp. v Independence Tube., 467 U.S. 752, 1984)에서 모회사와 그 완전자회사와의 내부적 공동행위는, 셔먼법 제1조하에서 단일기업의 행위로 간주된다고 하면서, 모회사 및 그 자회사는 이익의 동일체를 형성하고 양사의 목표는 공통되며 행동도 단일한 의식에 의해서 결정되기 때문에 거래제한적인 합의가 될 수 없다고 판단하였다.
- 11) 독일 연방최고재판소는 1982년 6월 29일자 결정(BGHZ 84, 320, WuW/E B 1947)에서 모회사가 자회사를

적이 시장경쟁과 관련이 있는 행위를 직접 규제하여 경쟁질서를 회복시키는 것이라는 점을 분명히 하고, 경제력 집중과 같이 경쟁질서와 직접 관련이 높지 않은 것은 고려하지 않기 때문이다.

2. 기업의 내부거래 동기 및 문제점

(1) 내부거래의 동기

일반적으로 내부거래는 시장을 통한 거래비용이 내부거래 비용을 능가하는 경우에 발생한다. 내부거래가 시장거래보다 거래비용 측면에서 보다 효율적이기 때문에 기업은 거래를 내부화하여 시장거래 비용을 줄이고자 한다는 것이다. 기업의 형성이 시장거래를 대체하는 거래의 내부화라 할 수 있으므로, 거래의 내부화는 기업의 본질적 기능이라고도 볼 수 있다. 이런 측면에서 내부거래의 동기는 수직적 기업결합과 수평적 기업결합의 동기와 유사하다.

추가로 내부거래의 동기로 시장거래로 인한 불확실성의 감소를 들 수 있다. 시장에서 자산의 특정성(asset specificity)¹²⁾이 존재하는 경우 발생할 수 있는 거래상대방의 기회주의적 행태에 노출될 위험을 감소시키는 것을 말한다. 이러한 동기에 의한 내부거래는 기업의 전략적 의사결정의 결과물이라 할 수 있으며, 영업의 자유로 보호되는 측면이 있다.¹³⁾

(2) 부당내부거래의 문제점

부당내부거래는 한계기업의 퇴출 저지 및 독립 신규기업의 진입 저지, 공정한 경쟁기회 박탈, 자원의 비효율적 배분, 소액주주 등 이해관계인의 이익 침해 등의 문제가 있다고 지적된다.

공정거래위원회는 ‘현대자동차 기업집단 계열회사의 부당지원행위에 대한 건’에서 부당지원행위의 폐해를 아래와 같이 실시하면서, 부당지원행위는 관련시장에서 공정하고 자유로운 경쟁을 저해하거나 경제력집중을 야기함으로써 국민경제의 균형 있는 발전을 저해하므로 금지되어야 한다고 보고 있다.¹⁴⁾ 구체적으로 첫째, 기업집단 계열회사 간

위하여 행한 무상의 광고 게재는 자회사의 경쟁력을 강화하지만 경쟁제한금지법상 위법이 아니라고 판단하였다.

12) 자산의 특정성란 자신의 자산이 다른 조직에서는 효용이 없다는 이전불가능성으로서 자산의 특정성이 높을수록 굳이 다른 조직과의 거래가 불필요하므로 내부조직화가 이루어진다는 것이다.

13) 이재형·박병형, 「기업집단 내부거래의 평가와 정책대응」, KDI 정책연구시리즈 2016-07, 2016, 17면, 19면; 한현옥, “내부거래 규제 근거와 타당성 검토”, 공정거래법 전면 개편방안(상), 한국경제연구원, 2004, 335면.

14) 공정거래위원회 전원회의 의결 제2007-504호, 현대자동차 기업집단 계열회사의 부당지원행위에 대한 건.

부당한 지원행위가 있는 경우에는 계열회사가 자기의 경쟁력이나 경영상 효율과는 무관하게 계열회사의 보조·지원 이라는 수단을 통하여 경쟁상의 우위를 확보하게 되어 다른 기업과의 공정한 경쟁이 왜곡된다. 둘째, 계열회사는 지원에 의한 경제상 이익으로 당해 상품 또는 용역의 가격을 경쟁사업자보다 상당 기간 낮게 설정할 수 있게 됨에 따라 중소·중견 경쟁사업자를 당해 시장에서 배제시킬 우려가 있다. 셋째, 퇴출되어야 할 한계기업이 존속함으로써 자원배분의 비효율이 발생하고 독립기업이 공정한 경쟁을 할 수 있는 기회를 박탈할 수 있다. 넷째, 잠재경쟁자의 신규진입이 억제되고 그 결과 시장에서 경쟁이 제한되는 결과가 초래된다.¹⁵⁾

헌법재판소도 부당지원행위 규제의 위헌성 여부가 문제된 사건에서 부당지원행위의 폐해를 다음의 네 가지로 밝힌바 있다.¹⁶⁾ 첫째, 퇴출되어야 할 효율성이 낮은 부실기업이나 한계기업을 계열회사의 형태로 존속케 함으로써 당해 시장에서 경쟁자인 독립기업을 부당하게 배제하거나 잠재적 경쟁자의 신규 시장진입을 억제함으로써 시장의 기능을 저해된다. 둘째, 계열회사 간에 이루어지는 지속적인 부당내부거래는 독과점적 이윤을 상호간에 창출하도록 하여 결과적으로 대기업집단 소속 계열회사들의 독점력을 강화함으로써 경제력 집중의 폐해를 야기한다. 셋째, 부당내부거래는 우량 계열기업의 핵심역량이 부실 계열기업으로 분산·유출되어 우량기업의 경쟁력이 저하됨에 따라 기업집단 전체가 동반 부실화할 위험을 초래한다. 넷째, 기업의 투명성을 저해하고 주주, 특히 소액주주와 채권자 등의 이익을 침해하게 된다.

3. 부당지원행위 규제의 타당성

공정거래법으로 부당지원행위를 규제하는 것이 타당한가에 대하여 이를 반대하는 입장과 찬성하는 입장 간 논쟁이 계속되고 있다.

부당지원행위 규제에 반대하는 견해는 부당지원행위를 부의 편법적인 이전에 대한 경쟁법적 규제라 본다. 그런데 부의 편법적인 이전에 대해서는 회사법, 형사법, 세법, 공정거래법 상의 다른 규정을 통해 규제가 가능하므로 부당지원행위 규제는 대폭 축소 내지 폐지되어야 한다는 견해이다.¹⁷⁾ 즉 상법상 주주대표소송이 활성화되어 다수의 주주대표소송이 이루어지고 있으며, 회사기회유용금지도 도입되어 있다. 형법상 배임죄는 민사법의 형사화라는 비판에도 불구하고 부의 부당한 이전을 규제하는 주요한 장치로

15) 공정거래위원회, 계열사간의 자산 자금거래 관련 부당 지원행위조사에 관한 용역보고서, 1996, 10면, 29-33면.

16) 헌재 2003.07.24, 2001헌가25.

17) 최승재, “부당지원행위와 터널링 규제에 관한 연구”, 「규제연구」 제18권 제2호, 2009, 132면; 이윤석, “공정거래법상 부당지원행위 규제의 타당성과 대체수단”, 「경제법연구」 제9권 2호, 2010, 257면.

가능하고 있다. 또한 공정거래법상으로도 계열사에 대한 차별취급 규정 등 부당지원행위를 보완할 수 있는 다른 규정이 있고, 세법상의 부당행위계산 부인을 통해서도 고가 또는 저가에 의한 자산이나 자본거래의 경우는 역지력을 획득할 수 있다. 이러한 점들을 종합하여 볼 때 현재의 부당지원행위 금지 규정에 대한 폐지를 검토할 시점이 되었다는 것이다.

이 견해는 부당지원행위 규제의 모호성과 기업구조의 중립성 훼손을 부당지원행위 규제의 문제점으로 제시한다. 이 중 규제의 모호성은, 부당지원행위가 성립하기 위해서는 지원행위의 부당성이 인정되어야 하는데 그 요건의 명확성이 결여되어 있다는 것이다. 수범자인 사업자들은 예측가능성이 거의 없는 규제에 직면하게 된다는 것이다.¹⁸⁾ 기업구조 중립성의 훼손은 기업은 기업의 조직 내에서 경제적 목적을 달성할지 아니면 기업 외부에 별도의 조직체를 두고 거래를 통해 경제적 목적을 달성할지는 선택의 자유가 있는데, 부당지원행위 규제는 기업이 후자의 선택을 하는 것을 저지하게 만들어 기업구조의 중립성을 훼손한다는 것이다.

상기에 대해서는 다음과 같은 반론이 있다.¹⁹⁾ 첫째, 계열회사 간 부당내부거래는 지배주주의 사적이익 추구 또는 불법적인 경영권승계를 위한 수단 또는 퇴출되어야 할 부실계열회사의 퇴출억제를 위한 수단으로 사용되어 규제의 필요성이 있다. 그리고 규제반대론이 주장하는 바와 같이 거래비용 절감 등의 경쟁촉진적 효과를 가지는 내부거래는 법 집행과정에서 지원행위의 부당성 판단에서 고려가 이루어지면 되는 것이지 부당지원행위 규제 자체를 부정하는 근거가 될 수 없다. 둘째, 실제의 법집행실적을 보더라도 부당지원행위 규제는 사실상 대기업집단에 적용된 것으로서 경제력집중 억제조치의 일환이라고 할 수 있는데, 특히 IMF 위기 전후로 대기업집단들이 부실계열회사를 대상으로 대규모로 행한 지원행위의 위법성을 선언하고 부당내부거래의 관행을 개선하는데 기여하였다고 평가할 수 있다.

부당지원행위 규제의 타당성 여부는 부당지원행위 규제목적에 정립하고 규제수단이 목적달성에 적합한 수단인가 측면에서 살펴볼 필요가 있다. 부당지원행위의 규제목적으로 경제력집중 억제, 경쟁 저해 방지, 소액주주 및 채권자 보호, 한계기업의 퇴출 등 기업구조조정 촉진 등이 언급된다. 먼저 부당지원행위의 규제는 경쟁법적인 관점에서 의미가 있어야 할 것이므로, 설령 부당지원행위가 지원주체기업의 소액주주 및 채권자 보호, 한계기업의 퇴출에 효용이 있다고 할지라도 그것들이 모두 경쟁법적 규제수단으로서 부당지원행위의 규제목적이 될 수는 없을 것이다. 또한 내부거래의 폐해에 대해서

18) 최승재, 앞의 논문, 147면.

19) 이호영, “경제력집중 억제를 위한 경쟁법적 규제의 유용성과 한계”, 『법학논총』 제24집 제1호, 2007, 160면.

는 세법, 상법, 형법 등 다른 개별 법률에서 보완책이 있으므로, 내부거래의 모든 폐해를 막기 위하여 공정거래법이 항상 우선적으로만 적용되어야 한다고 볼 수도 없다. 결국 부당지원행위 규제의 정당성은 대법원 판례²⁰⁾가 실시하는 바와 같이 경제력집중 억제와 경쟁 저해 행위의 방지에서 찾을 수 있다.

Ⅲ. 부당지원행위 규제에 관한 판례 동향의 경과

1. 부당지원행위 규제 도입 초기

부당지원행위 규제 도입 초기 대법원은 구체적인 사건들에서 부당지원행위 심사지침에서 규정하고 있는 것과 동일한 기준을 적용하여 지원행위의 부당성을 판단하여 왔다. 당시는 심사지침이 지원행위로 규정하는 행위에 대해서는 경제력 집중의 억제와 그로 인한 관련시장에서의 공정거래저해성을 다소 용이하게 추단하는 태도를 취하였다.

대법원이 지원행위의 부당성을 인정한 구체적인 사례들은 다음과 같다. 먼저 대한주택공사의 부당한 지원행위 사건에서 대법원은 대한주택공사가 자회사로부터 지급받아야 할 정산금의 지급을 유예한 행위에 대하여 지원객체인 자회사의 매출액(302억 9,100만원) 및 순이익(2억 5,000만원)과 비교하여 지원성 거래규모(281억 9,600만원) 및 지원금액(2억 2,600만원)이 현저한 점과 자회사가 속한 주택관리 시장은 대부분 영세사업자들로 구성되어 있는 상황에서 해당 지원행위는 자회사의 자금사정을 개선시켜 당해 시장에서 유력한 사업자로서의 지위를 유지·강화시킬 수 있다는 점을 근거로 부당성을 인정하였다.²¹⁾

또한 기업집단 ‘현대’의 부당내부거래 사건에서, 대법원은 무보증전환사채나 기업어음의 인수 등을 통하여 계열회사의 지원행위에 대하여 당시 지원객체들의 자금조달이 지극히 곤란하였던 점, 당해 지원행위로 부도를 면하거나 부도가 유예된 점, 현저한 규모의 경제적 이익이 제공된 점, 특정한 계열회사에 대하여 다수의 계열회사들이 조직적으로 지원한 점, 이에 따라 지원객체가 관련업계에서 종전의 지위를 계속 유지할 수 있게 된 점을 근거로 지원행위의 부당성을 인정하였다.²²⁾

20) 대법원 2004. 10. 14. 선고 2001두2881판결. ‘기업집단 대우의 대우자동차판매에 대한 부당지원행위에 대한 사건’에서 대법원은 지원행위의 부당성 판단기준에 대하여 “당해 지원행위로 인하여 지원객체의 관련시장에서 경쟁이 저해되거나 경제력 집중이 야기되는 등으로 공정한 거래가 저해될 우려가 있는지 여부를 기준으로 한다.”고 판시하여 경쟁저해방지와 경제력집중 억제를 부당지원행위 금지의 목적으로 보고 있다.

21) 대법원 2003. 9. 5. 선고 2001두7411판결.

그 당시 대법원은 구체적인 사건들에서 부당지원행위 심사지침에서 규정하고 있는 것과 동일한 기준을 적용하여 지원행위의 부당성을 판단하여 왔다. 심사지침에서 열거하는 행위들에 대해서는 ‘① 지원행위 → ② 자금력 제고 내지 경영여건 개선 → ③ 경쟁조건이 경쟁사업자에 비해 유리하게 되거나 유력한 사업자로서의 지위를 유지·강화 → ④ 관련시장에서의 경쟁저해 → ⑤ 부당성’으로 형식화된 논리로 부당지원행위를 인정해 온 측면이 있었다. 이에 지원객체의 경쟁조건이 조금만 유리하게 되어도 부당한 지원행위가 성립된다는 결론에 이르게 된다는 비판이 있었다.²³⁾

2. 이후 부당지원행위에 대한 종전보다 강화된 입증 요구

(1) 정상가격에 대한 입증 요구

2006년 금호산업 판결에서는, 원심법원은 후순위대여 및 후순위사채 매입행위 등이 부당지원행위에 해당하는지 여부와 관련하여 “부당지원행위가 성립함에 있어 반드시 정상금리의 존재를 전제로 한다고 할 수 없다.”고 하면서 실제적용금리와 정상금리를 비교하지 않고 지원행위의 현저성을 인정하였다.²⁴⁾

이러한 원심판단에 대하여, 대법원은 “후순위 자금거래에 실제로 적용된 금리와 정상금리를 서로 비교하여 그 차이가 현저한지 여부를 판단하기 위하여 먼저, 무엇을 정상금리로 볼 것인지로부터 확정하여야 하고, 그러한 정상금리의 존재에 대한 입증책임은 시정명령 등 처분의 적법성을 주장하는 피고(공정거래위원회)에게 있다”고 판시하였다. 그리고 “피고가 위 각 거래행위에 대하여 정상금리라고 주장하는 금리들을 제시하고 있으므로, 이러한 경우 원심으로서 피고가 제시하는 위 금리들이 위 각 거래행위의 실제적용금리와 비교할 만한 정상금리에 해당하는지 여부 및 그 차이 등에 관한 심리를 해 본 후 위 각 거래행위가 현저히 유리한 조건의 거래인지를 판단하였어야 함”을 지적하고 “원심판결에는 정상금리의 확정 필요성 및 입증책임에 관한 법리를 오해하여 심리를 다하지 아니함으로써 판결에 영향을 미친 위법”이 있다는 이유로 원심판결을 파기 환송하였다.²⁵⁾

이러한 법리에 따라 특정 자금거래의 특성상 실제 시장에서의 당해 자금거래의 정상금리를 산정할 수 없는 경우라 할지라도, 당해 자금거래가 현저히 유리한 조건의 거래

22) 대법원 2004. 4. 9. 선고 2001두6197판결.

23) 서정, 「부당한 지원행위 규제에 관한 연구」, 서울대학교 대학원 법학 박사학위 논문, 2008, 96면.

24) 주진열, “최근 독점규제법 주요 판례에 나타난 비교법경제학적 쟁점 분석”, 「경쟁법연구」제23권, 2011, 368면; 서울고법 2006 4. 12. 선고 2005누13614 판결.

25) 대법원 2008.6.26. 선고 2006두8792 판결.

로서 부당지원행위에 해당한다고 하기 위해서는 사안에 따라 추정된 ‘정상금리’에 대한 경제적 분석증거가 필요하게 되었다.²⁶⁾

(2) 종래 법률상 요건인 현저성에 대한 입증

정상가격 산정을 통한 지원행위가 인정되면 이를 당해 거래에 적용된 실제가격과 비교하여 당해 지원행위의 현저성 여부를 판단하게 된다. 특수관계인들 간에 설사 유리한 조건의 거래가 있다고 하더라도 ‘현저성’이 부인되면 당해 거래행위는 부당지원행위에 해당하지 않았다.

2006년 에스케이텔레콤 등 판결에서 대법원은 “현저히 유리한 조건의 거래에 해당하는지 여부를 판단함에 있어서는 급부와 반대급부 사이의 차이는 물론 지원성 거래규모와 지원행위로 인한 경제상 이익, 지원기간, 지원횟수, 지원시기, 지원행위 당시 지원객체가 처한 경제적 상황 등을 종합적으로 고려하여 구체적·개별적으로 판단”하여야 한다고 실시하였다. 대법원 판례에서는 ‘현저히 낮거나 높은 대가’에 있어서의 ‘현저히’에 대하여 정상가격과 비교하여 20% 이상 차이가 나는 경우를 판단기준으로 삼은바 있다.²⁷⁾

한편, 소위 ‘물량 몰아주기’에서 현저성 요건과 관련하여, 판례는 “거래규모는 거래수량에 관한 사항으로서 거래조건에 포함된다고 할 수 있고 현실적인 관점에서 경우에 따라서는 유동성의 확보 자체가 긴요한 경우가 적지 않음에 비추어 현저한 규모로 유동성을 확보할 수 있다는 것 자체가 현저히 유리한 조건의 거래가 될 수 있다.”는 점을 인정하면서도, “‘현저한 규모로 제공 또는 거래하여 과다한 경제상 이익을 제공’하는 것도 같은 법 제23조 제1항 제7호 소정의 ‘현저히 유리한 조건의 거래’의 하나라고 볼 수 있을 것이지만, 현저한 규모의 거래라 하여 바로 과다한 경제상 이익을 준 것이라고 할 수 없고 현저한 규모의 거래로 인하여 과다한 경제상 이익을 제공한 것인지 여부는 지원성 거래규모 및 급부와 반대급부의 차이, 지원행위로 인한 경제상 이익, 지원기간, 지원횟수, 지원시기, 지원행위 당시 지원객체가 처한 경제적 상황 등을 종합적으로 고려하여 구체적·개별적으로 판단하여야 한다”는 입장이다.²⁸⁾

상기 대법원의 입장에 따를 경우, 거래규모의 현저성이 현저히 유리한 조건 여부를 판단하는 요소임에는 분명하나 단지 이를 이유로 과다한 경제상의 이익의 제공으로 인정될 수 없다고 판시함으로써 거래규모의 현저성 뿐만 아니라 과다한 경제상 이익의 제공도 함께 인정되어야만 부당지원행위가 성립될 수 있다는 점을 명백히 하였다.²⁹⁾

26) 주진열, 앞의 논문, 369면.

27) 대법원 2006 11. 23. 선고 2003두15188 파기환송판결, 서울고법 2008. 1. 24. 선고 2006누29142 판결로 확정; 서울고법 2008. 4. 16. 선고 2006누25096 판결.

28) 대법원 2007. 1. 25. 선고 2004두7610 판결.

(3) 사실상 '경쟁저해성'에 대한 입증 요구

부당지원행위의 위법성 징표로서, 공정거래저해성과 관련해서는 논란이 많다. 공정거래저해성은 불공정거래행위의 위법성 징표이다. 공정거래저해성은 행위 유형에 따라 경쟁의 자유를 침해하는 것, 경쟁수단이 불공정한 것, 경쟁의 기반을 침해하는 것으로 구분할 수 있다. 불공정거래행위 유형 중 거래거절은 경쟁제한성이 위법성 징표가 되고, 부당고객유인은 경쟁수단의 불공정성이 위법성 징표가 되며, 거래상 지위남용은 경쟁기반을 침해하는 것이 위법성 징표가 된다.

부당지원행위 규제는 규제 목적이 1차적으로 경제상 부의 이전을 통한 경제력 집중의 억제가 목적이면서도³⁰⁾, 체계상 불공정거래행위 유형에 위치함으로 인하여 공정거래저해성이 인정되어야 한다. 대법원은 삼성 SDS의 대기업 집단 총수 일가에 대한 부당지원행위 사건 판결³¹⁾에서, 원 판결이 실시한 “부당지원행위가 불공정거래행위로 되기 위하여는 나아가 ‘공정한 거래를 저해할 우려’ 즉 공정경쟁저해성이 있을 것을 필요로 한다고 할 것이고, . . . (중략) . . . 부당지원행위가 성립하기 위하여는 사업자가 특수관계인 또는 다른 회사에 대하여 지원행위를 하고, 그 지원행위로 인하여 지원객체가 그 소속한 시장에서 다른 경쟁자에 비하여 유리한 지위를 확보하는 등으로 경쟁사업자를 배제하거나 새로운 경쟁자의 진입을 저지하는 등의 행위를 할 우려가 있어야 한다고 해석함이 상당하다”라는 판결이유를 그대로 인정함으로써, 부당지원행위가 인정되기 위해서는 공정거래위원회가 공정거래저해성, 특히 경쟁제한성을 입증해야 한다는 점을 인정하였다.³²⁾

이 판결을 계기로 법원은 부당지원행위의 부당성을 경쟁제한성보다는 넓은 범위의 공정거래저해성으로 보면서도 사실상 지원행위로 인한 시장에서의 경쟁저해성 입증을 요구하게 되었다.

29) 임영철, “물량 몰아주기 어떻게 접근할 것인가”, 『경쟁저널』, 2010. 3, 12면.

30) 부당지원행위 규제는 일반집중을 통해 시장경쟁에 영향을 미치는 지원행위를 규제하고자 하는 것이기 때문에 규제의 1차적 목표는 경제력 집중 억제가 된다고 볼 수 있다.

31) 대법원 2004. 9. 24. 선고 2001두6364 판결.

32) 김윤정, “공정거래법상 사업기회제공의 성립요건과 위법성 판단기준”, 『경쟁법 연구』 제32권, 2016, 290면.

IV. 부당지원행위 규제의 실무상 난점

1. 정상가격 산정의 어려움

부당한 지원행위가 성립하기 위한 ‘대가의 현저한 불균형’이라 함은 지원주체가 지원객체에 제공하는 실제 거래가격과 정상가격 간 차이로 인하여 쌍방 거래의 대가가 불균형한 경우를 의미한다. 따라서 대가의 불균형에 따른 지원행위의 존재여부를 판단하려면 공정한 가격 내지 거래조건을 규정한 뒤, 실제 거래와 비교하는 방식으로 불균형성 심사가 이루어져야 한다. 따라서 실무상 ‘정상가격’의 산정이 주로 문제되는데, 정상가격은 대부분 실제로 거래 실례가 있는 가격이 아니라 어떤 거래에서 거래를 하였어야 할 가격의 수준을 나타내는 것으로 다분히 가상적이며 추상적인 경우가 많다.³³⁾

부당지원행위 심사지침에 따르면 “정상가격”이란 “지원주체와 지원객체 간에 이루어진 경제적 급부와 동일한 경제적 급부가 시기, 종류, 규모, 기간, 신용상태 등이 유사한 상황에서 특수관계가 없는 독립된 자간에 이루어졌을 경우 형성되었을 거래가격”을 의미한다.³⁴⁾ 그러나 이와 같이 정상가격을 산정하기 어렵거나 비교 기준이 정상가격으로 삼기에 적절하지 않은 경우에는 그러한 비교기준이나 참고가 되는 다른 지표를 종합적으로 고려하여 지원행위성을 판단하기도 한다. 정상가격을 산정하는 방법은 부당지원행위 심사지침에서 비교적 상세히 규정하고 있는데, 동 지침은 지원행위의 세부유형별로 정상가격 산정기준을 제시하고 있다.

한편, 상품·용역 거래의 경우 정상가격은 거래 당시 특수관계가 없는 자간에 형성될 시기에 의하되 그 산정방법은 자금거래에 관한 산정방법을 준용한다.³⁵⁾ 지원주체가 동일한 상품이나 용역을 지원객체와 비계열회사 모두 거래하고 있으면 비계열회사와의 거래가격이나 거래조건을 정상가격으로 취급할 수 있다. 그러나 지원객체하고만 상품·

33) 이러한 점에서 부당지원행위 금지가 문제되는 거래유형에는 계열회사를 위한 차별취급이 적용될 수 있는 여지가 거의 없다. 또한 부당지원행위 사건에서 공정거래위원회와 법원이 부당지원행위 성립한다는 결론은 동일하나, 정상가격 산정방법의 차이로 인하여 지원금액이 잘못 산출, 부과되었다는 이유로 공정거래위원회가 패소하는 경우가 상당히 많다.

34) 부당지원행위 심사지침 Ⅱ. 5.; 대법원도 여러 판결에서 “급부와 반대급부가 현저히 유리한지 여부를 판단하는 기준이 되는 정상금리라 함은 지원주체와 지원객체 사이의 자금거래와 시기, 종류, 규모, 기간, 신용상태 등의 면에서 동일 또는 유사한 상황에서 그 지원객체와 그와 특수관계에 없는 독립된 금융기관 사이에 자금거래가 이루어졌다면 적용될 금리, 또는 지원주체와 지원객체 사이의 자금거래와 시기, 종류, 규모, 기간, 신용상태 등의 면에서 동일 또는 유사한 상황에서 특수관계 없는 독립된 자 사이에 자금거래가 이루어졌다면 적용될 금리”라고 명시한바 있다(대법원 2004. 10. 14. 선고 2001두2935 판결, 대법원 2005. 2. 10. 선고 2003두15171 판결, 대법원 2006. 7. 27. 선고 2004두1186 판결, 대법원 2007. 1. 25. 선고 2004두1490 판결, 대법원 2008. 3. 27. 선고 2005두9972 판결).

35) 부당지원행위 심사지침 Ⅲ. 4. 나.

용역 거래를 하는 경우에는 비교대상이 없으므로 정상가격 산정이 곤란할 수 있다. 이에 구체적인 지원금액의 산정을 포기하고 지원성거래 규모만을 파악한 후 과징금을 부과하는 경우가 많다.³⁶⁾ 요컨대, 실무상 용역거래의 경우 일반 제3자와 거래가 없어 시장가격 수준을 판단할 기준이 마련되지 않은 경우 정상가격 인정이 쉽지 않다.

한편, 비교대상이 될 특수관계인 아닌 제3자와의 거래가 존재하는 경우에도 개별 거래의 특수성을 감안하는 경우 정상가격의 인정이 쉽지 않은 점을 확인할 수 있다. 대표적인 사례가 신세계 부당지원 사건이다. 신세계 부당지원 판결에서 서울고등법원은 신세계백화점이 본점 등에 신세계SVN 카페 ‘베키아 에 누보’를 입점시킨 뒤 2005년부터 22%였던 판매수수료율을 2009년부터 15%로 인하하여 다른 매장보다 낮은 판매수수료율을 적용해 부당지원했다는 의혹에 대해 부당지원된 판매수수료율과 비교할 만한 정상 판매수수료율을 계산할 수 없다며 부당지원행위를 인정하지 않았다. 동 사건에서 법원은 델리존, 스위트존 등과 같은 백화점 매장 내 파트 구분은 관리의 편의를 위한 것으로서 반드시 그 매장의 성격이 동일하다거나 동일 수준의 판매수수료율 적용대상이라고 할 수 없고, 베키아 에 누보 매장은 레스토랑, 카페, 베이커리, 델리 매장의 성격을 복합적으로 갖고 있는데 이런 매장들은 판매수수료율 편차가 커 이를 그대로 베키아 에 누보에 적용할 수 없다고 판시하였다. 또한 재판부는 신세계가 신세계SVN을 기업형 슈퍼마켓SSM인 이마트에브리데이 내 베이커리, 이마트 내 피자 매장에 각각 입점시켜 부당지원했다는 의혹에 대해서도 정상 판매수수료율을 계산할 수 없다며 부당지원 사실을 인정하지 않았다.³⁷⁾

위 사건에 관한 상고심에서 대법원은 “정상가격이 이와 같이 부당한 지원행위에 해당 하는지 여부의 판단요소가 되어 부당한 지원행위에 따른 시정명령이나 과징금부과 등 제재적 행정처분과 형사처벌의 근거가 된다는 점이나 구 공정거래법이 부당한 지원행위를 금지하는 취지 등을 고려할 때, 피고가 당해 거래와 동일한 실제 사례를 찾을 수 없어 부득이 유사한 사례에 의해 정상가격을 추단할 수밖에 없는 경우에는, 단순히 제반 상황을 사후적, 회고적인 시각에서 판단하여 거래 당시에 기대할 수 있었던 최선의 가격이나 당해 거래가격보다 더 나은 가격으로 거래할 수도 있었을 것이라 하여 가벼이 이를 기준으로 정상가격을 추단하여서는 아니 되고, 먼저 당해 거래와 비교하기에 적합한 유사한 사례를 선정하고 나아가 그 사례와 당해 거래 사이에 가격에 영향을 미칠 수 있는 거래조건 등의 차이가 존재하는지를 살펴 그 차이가 있다면 이를 합리적으로 조정하는 과정을 거쳐 정상가격을 추단하여야 한다. 그리고 정상가격이 이와 같은 과정

36) 예컨대 공정거래위원회 2007. 10. 24. 의결 제2007-504호(현대 글로벌스 사건).

37) 서울고등법원, 2014. 3. 14. 선고 2013누45067 판결.

을 거쳐 합리적으로 산출되었다는 점에 대한 증명책임은 어디까지나 시정명령 등 처분의 적법성을 주장하는 피고에게 있다”고 판시하며, 공정거래위원회에 대하여 ‘정상가격’ 요건에 대하여 다소 엄밀한 증명을 요구하고 있다.³⁸⁾ 위 사건은 계열사의 열악한 재무사정 등으로 지원의도 하에서 종전보다 판매수수료를 낮춤으로써 계열사에 대한 수수료를 제3자와 달리 우대하여 적용했음에도 정상가격에 대한 입증이 없다고 본 건은 과도하게 높은 수준의 입증을 요구하는 것이 아닌가하는 의문이 든다.

법원이 정상가격의 입증에 있어 다소 엄격한 입증책임을 지우는 듯한 태도는 부당지원행위로 인한 시정명령, 과징금 부과 등의 제재처분이 침익적 행정행위라는 점에서 일응 이해할 수 있다. 그러나 이러한 법해석은 당초 부당지원행위를 계열회사를 위한 차별적 취급과 달리 규정한 취지를 몰각할 우려가 있다. 즉 상품·용역의 거래를 위한 계열회사 지원을 당초 계열회사를 위한 차별취급으로 규제하기 쉽지 않았던 이유는 차별취급을 인정하기 위해서는 비교가 될 계열회사 아닌 제3자와의 거래가 있어야 한다는 점 때문이었다. 부당지원행위 규제는 비교대상이 될 제3자와의 거래가 없어도 규제가 가능할 수 있도록 한 것인데, 정상가격의 입증에 있어 실증적인 자료를 통해 다소 엄격한 요구하는 것은 당초 입법취지에 반할 수 있다는 것이다.³⁹⁾

2. 부당성 판단기준의 불명확

실제로 발생하는 부당지원행위의 모습은 극히 다양하여 그 부당성을 판단하는 구체적인 기준을 설정하는 것은 매우 어려운 문제라고 할 것이다.⁴⁰⁾ 부당성 판단기준에 관하여 심사지침은 “원칙적으로 지원주체와 지원객체의 관계, 지원행위의 목적과 의도, 지원객체가 속한 시장의 구조와 특성, 지원성거래규모와 지원행위로 인한 경제상 이익, 지원기간, 지원횟수, 지원시기, 지원행위 당시 지원객체의 경제적 상황, 중소기업 및 여타 경쟁사업자의 경쟁능력과 경쟁여건의 변화 정도, 시장개방의 정도 등을 종합적으로 고려하여 당해 지원행위로 인하여 지원객체의 관련시장에서 경쟁이 저해되거나 경제력 집중이 야기되는 등으로 공정한 거래를 저해할 우려가 있는지 여부에 따라 판단한다”는 기본원칙을 제시하고 있을 뿐이어서, 지원행위의 부당성을 판단하기 위한 명확한 기준을 설정하기는 쉽지 않다.

심사지침은 부당성이 인정되는 전형적인 경우로서 (1) 지원객체가 당해 지원행위로

38) 대법원 2015. 1. 29. 선고 2014두36112 판결.

39) 주진열, “공정거래법상 부당지원행위 관련 정상가격 산정 기준-대법원 2016.1.29. 선고 2014두36112판결-”, 「법학논고」 제51집, 2015, 284면은 대상 대법원 판결의 정상가격 입증에 관한 엄격한 입증 요구를 지지하며, 정상적인 거래를 부당한 거래로 오판하지 않도록 주의해야 한다고 것을 지적한다.

40) 이호영, 「독점규제법」(5판), 홍문사, 2015, 377면.

인하여 일정한 거래분야에 있어서 유력한 사업자의 지위를 형성·유지 또는 강화할 우려가 있는 경우, (2) 지원객체가 속하는 일정한 거래분야에 있어서 당해 지원행위로 인하여 경쟁사업자가 배제될 우려가 있는지 경우, (3) 지원객체가 당해 지원행위로 인하여 경쟁사업자에 비하여 상당히 유리하게 되는 경우, (4) 지원객체가 속하는 일정한 거래분야에 있어서 당해 지원행위로 인하여 지원객체의 퇴출이나 타사업자의 신규진입이 저해되는 경우, (5) 관계법령을 면탈 또는 회피하는 등 불공정한 방법 또는 절차를 통해 지원행위가 이루어지고, 이로 인하여 지원객체가 속하는 일정한 거래분야에서 경쟁이 저해되거나 경제력 집중이 야기되는 등으로 공정한 거래가 저해될 우려가 있는 경우 등을 열거하고 있다.⁴¹⁾

부당지원행위의 규제 목적을 경제력 집중 억제와 관련시장에서의 경쟁저해성 방지로 정리하였으므로 부당지원행위에서 부당성의 의미는 지원행위로 인하여 경제력집중이 야기되거나 경쟁저해성이 있는 것으로 이해된다. 문제는 얼마만큼의 경제력집중이면 부당성이 있고 얼마만큼의 경쟁제한성이 있으면 부당성이 있다고 볼 것인가가 관건이다. 원칙적으로 부당성 요건은 부당지원행위 인정에 있어 핵심적인 요소라는 점에서 법령상 최대한 규정되어 있어야 할 것이지만, 부당성이라는 불확정개념 및 그 판단기준은 개별 사안마다 다를 수 있고 사전에 일의적으로 정의될 수 없는 측면이 있다. 부당성의 의미를 지원행위를 통한 경제상 이익의 이전으로보만 보는 경우 지원행위는 언제나 부당성이 있는 것으로 취급될 수 있으므로 얼마만큼의 지원행위이면 부당성이 있는 것으로 취급할 것인지 기준이 마련되어야 할 것이다. 법령에서 이에 대한 기준이 없는 상황에서 공정거래위원회나 법원이 법해석 적용을 통하여 이에 관한 기준을 만들어가기도 쉽지 않은 상황이다. 이에 경제력집중 억제 그 자체가 단독으로 규제목적이 되어 부당성 판단기준을 마련하기는 매우 어려운 측면이 있다.

다음으로 경쟁저해성의 판단기준이다. 공정거래법상 경쟁저해성의 판단기준에도 행위 유형별로 다른 척도가 적용될 수 있다. 시장지배적 지위남용행위의 경우 경쟁제한성 판단은 엄격한 증명을 요구하는 방식으로 운용되고 있으며⁴²⁾, 부당한 공동행위의 경우 부당성은 합의로 인한 경쟁제한의 우려만으로 족한 것으로 운용되고 있다.⁴³⁾

살피건대, 부당지원행위에서 경쟁제한성은 기본적으로 공정거래법상의 규제는 경쟁제한 효과를 야기할 우려가 있는 행위에 대한 규제라는 점에서 시장지배적 지위남용 행위에서와 같이 엄격한 경쟁제한성의 의미로 이해하는 것은 바람직하지 않고 경쟁제

41) 부당지원행위 심사지침 IV. 2.

42) 대법원 2007.11.22. 선고 2002두8626 전원합의체 판결 외 다수.

43) 대법원 2013.11.14. 선고 2012두19298 판결 외 다수.

한의 우려 수준으로 완화되는 것이 바람직하다고 본다. 왜냐하면, 지원행위는 일반적으로 신생 회사나 한계상황에 처해 있는 회사에 대하여 이루어지는 경우가 많은데 관련 시장의 경쟁에 미치는 영향을 실증적으로 요구할 경우 경쟁저해성 요건은 인정되기 어려워 결국 부당지원행위 규제 및 그 입법 목적의 달성은 어려워지는 측면이 있기 때문이다.

V. 마치며

부당지원행위 규제는 경제력 집중 억제를 주요한 목적으로 도입되었으나 체계상 불공정거래행위의 한 유형으로 규정되었다. 불공정거래행위에서의 부당성 개념은 행위 유형에 따라 경쟁제한성 또는 거래조건의 불공정성으로 이해되나, 법원과 공정거래위원회는 부당지원행위에서의 부당성을 경제력집중 억제 및 공정한 거래의 저해로 해석하고 있다.

이러한 부당지원행위 규제에 대해서는 규제의 정당성 등에 대해 논란이 있으나, 부당지원행위 규제는 일응 경쟁정책적 목적의 달성에 기여하는 측면이 있음을 주지할 필요가 있다. 그리고 법집행당국은 지원행위가 관련시장에서의 경쟁에 미치는 영향에 대한 분석, 판단을 통한 부당성 판단을 함으로써 부당지원행위 규제가 단순히 경제력 집중 억제 목적만을 수행하는 것이 아니라 시장의 경쟁에 파급효과를 미치는 '부당한' 지원행위를 규제하도록 하는 것이 바람직하다. 다만 부당한 것으로 취급되는 경쟁저해성의 정도는 부당지원행위의 경우에는 시장지배적 지위남용행위나 부당한 공동행위 등 공정거래법상 다른 금지행위 유형의 경우와 비교할 때 가장 완화된 수준으로 집행되는 것이 바람직하다. 왜냐하면 실무상 부당지원행위 규제는 지원행위 인정을 위한 전제로서 정상가격의 산정에 어려움이 있는바, 부당지원행위에서의 정상가격은 특수관계가 없는 제3자와 동일한 조건으로 거래가 이루어졌더라면 적용되었을 가상적, 추상적인 가격이라는 점에서 실증적인 자료를 통한 입증이 어려운 측면이 있기 때문이다. 정상가격에 대한 엄밀한 입증을 요구하는 판례의 경향에 따른다면, 지원의도를 갖고 지원성 거래를 하여 부를 이전하고 경쟁상 우려를 야기하는 행위에 대해서도 부당지원행위 규제를 하지 못하는 문제점이 있다. 이는 부당지원행위에서 공정거래위원회의 입증책임을 다소 완화한 개정 공정거래법 하에서도 마찬가지이다. 부당지원행위에서 '정상가격'의 개념은 가상적 개념이라는 점에서 반드시 실증적 분석을 통해 입증되는 것이 아니라는 점에

서 이에 대한 엄격한 입증책임을 요구하는 것이 필요하다고 본다. 향후 부당지원행위 규제에 있어 공정거래위원회 심결, 법원 판결 등을 통해 수범자들에게 예측가능성을 부여할 수 있도록 구체적인 기준들이 제시되는 것이 중요할 것이다.

〈참고문헌〉

- 김윤정, “대기업집단의 부당지원행위 규제제도 개선방안 연구”, 한국법제연구원, 2013.
- _____, “공정거래법상 사업기회제공의 성립요건과 위법성 판단기준”, 「경쟁법 연구」, 제32권, 2016
- 공정거래위원회, 계열사간의 자산 자금거래 관련 부당 지원행위조사에 관한 용역보고서, 1996.
- 서 정, “부당한 지원행위 규제에 관한 연구”, 서울대학교 대학원 법학 박사학위 논문, 2008.
- 서 정, “지원행위의 부당성 판단기준”, 「경제법 판례연구」, 제4권 2008.
- 신영수, “현저한 규모에 의한 지원행위(물량 몰아주기)의 위법성 판단”, 서울대 경쟁법센터·시장과 정부 연구센터 공동세미나 : 부당지원행위 규제의 문제점과 대안 발표자료, 2011.
- 양명조, “경제법 강의”, 신조사, 2011.
- 유진희, “공정거래제도 30년 운영성과와 향후 정책방향”, 「경쟁법연구」, 제23권, 2011,
- 윤창호·최운동, “대기업집단 내부거래 규제에 관한 연구”, 「산업조직연구」, 제15집 제1호, 2007.
- 이봉의, “부당지원행위와 경쟁질서”, 서울대 경쟁법센터·시장과 정부 연구센터 공동세미나 : 부당지원행위 규제의 문제점과 대안 발표자료, 2011.
- 이윤석, “공정거래법상 부당지원행위 규제의 타당성과 대체수단”, 「경제법연구」, 제9권 2호, 2010.
- 이재형·박병형, “기업집단 내부거래의 평가와 정책대응”, KDI 정책연구시리즈 2016-07, 2016.
- 이호영, “상품·용역거래를 통한 계열회사 지원의 규제”, 「경제법판례연구」, 제1권, 경제법판례연구회, 2004.
- _____, “경제력집중 억제를 위한 경쟁법적 규제의 유용성과 한계”, 「법학논총」, 제24집 제1호, 2007.
- _____, “독점규제법”(5판), 홍문사, 2015.
- 임영철, “물량 몰아주기 어떻게 접근할 것인가”, 한국공정경쟁연합회, 「경쟁저널」, 2010.
- 주진열, “최근 독점규제법 주요 판례에 나타난 비교법경제학적 쟁점 분석”, 「경쟁법연구」,

제23권, 2011.

_____, “공정거래법상 부당지원행위 관련 정상가격 산정 기준-대법원 2016.1.29.

선고 2014두36112판결-”, 「법학논고」, 제51집, 2015

최승재, “부당지원행위와 터널링 규제에 관한 연구”, 「규제연구」, 제18권 제2호, 2009.

한철수, “공정거래법”, 공정경쟁연합회, 2016.

한현옥, “내부거래 규제 근거와 타당성 검토, 공정거래법 전면 개편방안”(상), 한국경제연구원, 2004.

기업지배구조 리뷰

Corporate Governance Review

발행처 한국기업지배구조원

발행인 조명현

발행일 2017년 12월

주 소 서울시 영등포구 여의나루로 76 (07329)

Tel 02)3775-3339

Fax 02)3775-2630

E-mail cgsweb@cgs.or.kr

Home <http://www.cgs.or.kr>

인쇄처 경성문화사 Tel (02)786-2999
