

KCGS

기업지배구조 리뷰

Corporate Governance Review

연구논단 I 주주행동주의의 순기능 강화를 위한 몇가지 논의
안수현 | 한국외대 법학전문대학원 교수

연구논단 II 대기업 경제력 집중과 경제성장
배기홍 | York대학교 경영대학 교수

Contents

Vol.96 | 2020. 3호

03 **연구논단 I** 주주행동주의 개관과 순기능 강화 방안의 모색
안수현 | 한국외대 법학전문대학원 교수

34 **연구논단 II** 대기업 경제력 집중과 경제성장
배기홍 | York대학교 경영대학 교수, 한국기업지배구조원 객원연구위원



주주행동주의 개관과 순기능 강화 방안의 모색*

연구논단II

안수현 | 한국외대 법학전문대학원 교수

I. 서론

외국과 비교하여 우리법상 주주권은 그리 강화되어있지 못하다는 평가가 많다. 때문에 최근 몇 년간 회사법을 개정하여 주주의 권리를 강화하는 법안이 여러 차례 발의된 바 있다. 이러한 주주권의 강화움직임은 주주행동주의(Shareholder Activism)를 표방하는 펀드와 스튜어드십코드를 준수하고자 하는 기관투자자에게 많은 영향을 미칠 것으로 예상된다. 한편에서는 최근 국제적으로 주목받는 최대 이슈가 헷지펀드에 의한 주주행동이라는 점에서 주주권이 강화될 수록 헷지펀드가 주주행동에 남용함으로써 타겟이 된 회사들에게 악영향을 미칠 것이라는 우려도 커지고 있다.

국내에서 주주행동주의에 대한 관심은 이전에도 있었지만 최근 부쩍 관심이 높아지면서 활발하게 논의되는 경향이 있다. 주주행동주의 또는 적극적인 주주행동에 대해 자본시장에서 긍정적인 기능이 있다는 점에 대해서는 대체로 수긍하는 입장이 많아 보인다. 특히 주주권이 강화되어 있지 못하다는 평가를 받는 국내 상황을 고려할 때 적극적으로 주주권 내지 소유자로서의 주주의 지위(active ownership)를 행사하라는 요구는 당위에 그치는 것이 아니라 실제 실현될 필요가 있다.

다만 주주의 권리를 적극적으로 행사하라는 것과 어느 범위까지 주주가 회사의 경영 활동에 관여하는가는 정책적으로 결정이 필요하고 법적으로도 중요한 사항이 된다. 왜냐하면 우리법상 회사의 경영에 관한 정책과 업무의 집행은 이사회(상법 제 393조 제1항), 주주총회는 법과 정관에 정하는 사항에 한하여 정할 수 있기 때문이다

* 이 글은 「경영법률」 제30집 제3호(2020)에 게재한 글을 수정·보완한 것으로 최근 논의를 추가하였다.

(상법 제361조). 이러한 점에서 회사의 경영활동에 대해 주주가 적극적으로 회사의 정책이나 운영정책 내지 기존관행을 변화시키려는 의도로 적극적으로 행동하는 주주행동주의에 대하여 관심과 논쟁이 높아지는 것은 당연하고 또 유익하다고 본다.

다만 자본시장에 참여하는 주주의 유형은 매우 다양하고 이들이 하는 행동 이면에 작동하는 인센티브유형도 동일하지 않다. 따라서 주주행동주의가 기업의 지배구조에 긍정적인 변화를 가져오는지 판단하기 위해서는 보다 세분화하여 살펴볼 필요가 있다. 따라서 주주유형별로 적극적으로 주주권을 행사하려는 배경과 유인체계(인센티브)가 무엇인지 아는 것이 필요할 것으로 보인다. 아울러 이들이 주주행동주의를 표방하는 경우 이용하는 전략을 살펴볼 필요가 있다. 이 경우 외국과 차이가 있는지도 살펴볼 필요가 있는데 왜냐하면 나라마다 주주권 행사와 관련한 법제의 수준 내지 보호수단이 동일하지 않기 때문이다.

이하에서는 이러한 목적하에 주주행동주의를 개관하여 살펴본 다음 주주행동을 하는 주주유형을 구분하고 이들이 선호하는 투자대상과 주주행동 전략 관련 우리나라의 법적 현황을 개괄적으로 살펴보기로 한다. 아울러 주주행동주의의 순기능을 강화하는 방안들을 제시하기로 한다. 이는 주주행동주의 내지 적극적인 주주권 행사가 남용되는 것을 예방하고 선제적으로 회사가 기업가치를 높이도록 행동하는데 참고가 되도록 하기 위함이다. 한편에서 주주행동주의의 적극적인 주주활동을 적대적 기업인수와 같은 관점에서 접근하는 경향이 없지 않은데 이러한 접근은 적극적인 주주활동의 순기능을 억제할 가능성이 크다. 이러한 우려를 고려하여 주주행동주의의 순기능을 증대시키는 방안들이 심도 깊게 모색될 필요가 있다. 이하에서는 이러한 목적을 넘두에 두고 기술하기로 한다.

II. 주주행동주의 개관

1. 주주행동주의의 개념과 의의

(1) 개념

“주주행동주의”란 투자대상회사의 경영을 개선할 목적으로 기업의 운영이나 정책에 대하여 변화를 요구하기 위하여 주주권 행사와 같은 공식적 방법은 물론 비공식적인 방법을 행사하는 것을 말한다고 할 수 있다. 다른 말로 적극적인 투자(activist

investing)를 하는 자들이라고 할 수 있는데, 이들은 경영자와 이사회에 대하여 회사의 변화를 요구하며 주주 가치를 높이고자 하는 의도를 갖고 회사의 운영방식이나 관행의 개선을 요구한다. 예컨대 투자대상회사에 대하여 기업전략을 수정하도록 요구하거나 운영의 개선, 효과적인 자산배분, M&A 시도 그리고 기업지배구조 관행들을 개선하도록 압력을 행사한다.¹⁾

통상 주주의 행동은 주주총회에서 의결권의 행사를 통해 이루어지는 경우가 일반적이나 그에 한정되지 않는다. 최근 비공식적으로 주주의 의사를 투자대상회사에 전달하는 주주행동이 많이 이용되고 있으며 그 효과에 대해서도 관심이 높아지고 있다.

최근에는 경영전략과 회사운영사항 외에도 정치, 환경, 사회 내지 경제 등 다양한 부분에서 적극적인 변화를 추구하기도 한다. 즉 social activism과 결합하여 stakeholder activism화 되는 경향이 있다.²⁾

(2) 주주관여(shareholder engagement)와의 차이

기관투자자들은 스투어드로서 수탁자책임이 요구된다. 그리고 수탁자활동의 핵심은 투자대상회사에 대한 “주주관여(engagement)”로 보통 표현된다. 즉 engagement는 주요주주와 이사간의 목적을 가진 대화를 통해 주주의 의견과 견해, 우려사항에 대한 주주의 목소리에 귀를 기울여 통찰력을 얻는데 목표를 두고 있다³⁾.

그런데 국내에서 주주권의 적극적인 행사의 발현으로 나타난 행동주의와 수탁자책임을 지는 기관투자자에게 스투어드로서 engagement⁴⁾를 강조하는 스투어드십코드를 둘러싸고 최근 전개되는 것을 보면 행동주의주주와 engagement가 차이가 있는지, 있다면 어떻게 구분하여야 하는지 경계선이 명확하지 않아 보인다. 대표적으로 기관투자자의 수탁자책임에 관한 원칙을 정한 한국 스투어드십코드⁵⁾에서 engagement를 강조하면서 행동주의 주주로서의 성향을 강화시키는 내용들도 함께 강조⁶⁾되고 있고 국민연

1) Kendall Greenberg, You Can Run But You Can't Hide: The Advance of Shareholder Activism, (2018).

2) 대표적으로 미국에서는 연기금등이 상위 랭킹의 경영진에서 나아가 중간관리자의 보수도 공시할 것을 요구하는 경향이 있다.

3) Giovanni Strampelli, Knocking at the Boardroom Door: A Transatlantic Overview of Director-Institutional Investor Engagement in Law and Practice, 12 Va. L. & Bus. Rev. 187, at 189-190, 2016.

4) 한국스튜어드십코드에서는 engagement를 ‘명확하고 건설적인 목적’을 지향하는 회사와의 대화를 포함하는 광범위한 주주활동’이라고 정의하고 있다.

5) 한국 스투어드십코드에 대해서는 안수현, “기관투자자의 수탁자책임에 관한 원칙 검토- 한국 스투어드십 코드의 원활한 시행과 정착을 위하여”, 『증권법연구』 18권 1호, 2017년 참고.

6) 대표적으로 기관투자자의 수탁자 책임에 관한 원칙에서 도입목적과 의의를 다음과 같이 밝히고 있다. “원칙”의 도입 목적과 의의

3. 기관투자자는 이사회가 부여받은 책임을 충실히 이행하는지 점검하고 필요에 따라 이사회와 적극 대화하는 등

금이 발표한 ‘국민연금기금 수탁자책임에 관한 원칙’⁷⁾에서도 수탁자책임활동을 넓게 포괄하고 있어⁸⁾ 둘 간의 경계를 어렵게 하고 있다.

일반적으로 ‘주주관여’로 지칭되는 engagement는 기존 경영진과 우호적인 관계 형성을 목표로 하고 있는 점에서 공개·적극적인 주주활동을 의미하는 주주행동주의와는 다소 차이가 있다. 또한 주주관여는 비공개적이고 장기적인 개입을 선호하기 때문에 위임장경쟁이나 미디어를 활용한 캠페인과 같이 공개적이고 공격적인 주주활동을 선호하지 않는 점에서도 주주행동주의와는 수단면에서도 구별된다. 그렇다고 주주관여활동이 목적하는 바를 관철시키기 위해 적극적인 수단을 활용하는 것을 배제하지는 않는다. 목적하는 바를 위해 주주관여 수단으로 사적 대화, 주주제안, 다른 기관투자자와의 연대, 의결권 행사는 물론 집단소송도 활용하기 때문이다⁹⁾.

한편 투자대상 기업의 경영자들은 주식을 많이 보유한 외부 주주들과 접촉하려는 경향이 있다. 그러한 배경에는 이들의 투자의도를 파악하여 선제적으로 행동하려는 것도 있지만 이들이 언제 적극적으로 행동주의주주로 바뀔 수도 있고 경영권에 도전할 수 있어 이에 대비하려는 의도가 없지 않다. 때문에 engagement에 대해서는 회사도 적극적으로 부합하려는 의지와 수요가 있다.

주식을 대규모로 보유한 기관투자자들도 그들이 투자대상회사에 갖고 있는 입장과 의견을 투자대상회사와 공유하여 회사에 대한 영향력을 행사할 수 있다. 이는 수탁자책임으로서 주주관여활동으로 볼 수 있지만 경우에 따라서는 행동주의주주와 구분하기가 쉽지 않다.

주주행동은 통상 투자대상회사의 운영 개선, 사업전략의 변경까지 요구하지만 최근 주주관여활동이 회사의 지배구조 뿐 아니라 경영전략적인 이슈까지 포함하는 경향이 있음을 고려할 때 양자의 경계선은 갈수록 더 모호해지고 있다.¹⁰⁾ 다만 주주관여는 대

건설적인 관여활동에 나설 책임이 있다.

4. 수탁자책임 이행활동의 범위는 의결권 행사로 한정되지 않는다. 기업 경영전략과 성과, 위험관리, 지배구조등 핵심 경영사항에 대한 점검과 이사회등과의 협의를 포함하며, 주주제안과 소송참여 등 보다 적극적인 형태의 활동을 포괄한다. 기관투자자의 관여활동은 ‘명화하며 건설적인 목적’을 지행하는 회사와의 대화를 포함하는 광범위한 주주활동이다.

7) 국민연금기금 수탁자책임에 관한 원칙은 2019. 12.27 시행되었다.

8) 수탁자책임활동에는 의결권행사, 중점관리사안 선정, 사실관계 확인, 기업의 입장표명 요청, 현황 파악을 위한 자료·정보 요청, 기업의 조치사항 확인, 개선대책 요구등, 이사회·경영진 등 회사를 대표할 수 있는 자와의 면담, 질의서·의견서 발송등, 비공개중점관리기업, 공개중점관리기업 선정, 공개서한 발송, 주주제안, 의결권 행사 연계, 주주대표 소송, 투자자 손해배상소송 제기, 이사회 구성·운영, 이사·감사 선임 등 책임투자 및 주주권 행사 관련 가이드라인 마련 등 넓게 포괄하고 있다. 자세한 것은 국민연금기금 수탁자책임에 관한 원칙 (원칙 4)

9) 송홍선, 스투어드십코드와 기관투자자의 주주권 행사, 조사보고서 18-02, 자본시장연구원, 2018년, 38-39면.

10) Assaf Hamadi & Sharon Hannes, The Future of Shareholder Activism, Boston University Law Review, Vol. 99, at.976.

화 등 비공식적인 활동에 주안점을 두는 경우가 많은 반면, 행동주의주주는 대부분 그 목표가 이사의 선임이 되는 경우가 많다는 점에서 뚜렷한 차이가 있다. 적극적으로 주주행동을 하도록 야기시킨 회사 스스로 변화를 한 것으로는 충분히 문제를 해결하지 못한다고 보아 해당 회사의 이사의 교체가 요구된다고 보는 경우가 많기 때문이다. 그리고 새로 교체된 이사는 경영자를 상시 모니터링하며 나아가 회사의 경영전략과 전개를 자신을 지지한 행동주의 주주에 맞추는 경향이 있다.¹¹⁾

2. 주주행동주의의 연혁과 전개

주주행동주의 활동시기는 미국의 대공황 이전을 시작으로 이후 기업사냥꾼이 활동한 주주행동 1.0시대와 회사의 경영전략에 영향을 미치는 2.0시대, 그리고 최근 연기금, 사모펀드와 헷지펀드 등 투자펀드가 큰 영향을 미치는 3.0시대로 구분하는 경향이 있다.

우선 주주행동주의의 뿌리는 1926년 벤자민그라함이 Northern Pipeline사에 대하여 잉여현금을 주주에게 배분하라고 압력을 넣은 때로 거슬러 올라간다. 이러한 조치는 회사운영에는 그다지 영향을 미치지 못하지만 투자자에게는 상당한 수익을 가져다 줄 수 있는 것이었다. 이러한 점에서 벤자민그라함은 가치투자의 대부로 알려져 있지만 한편으로 과도하게 자본을 쌓는 회사에 대하여 그 수익을 주주에게 반환하라고 설득한 측면에서 행동주의 투자의 아버지라고 불리운다.¹²⁾ 이후 대공황을 거쳐 미국에서 1933년 증권법과 1934년 증권거래소법이 제정되면서 대중의 주식 소유가 증가하면서 펀드와 연기금의 자산도 확대되었다. 이에 따라 유통시장을 모니터링하고 개인투자자들을 보호하는 조치와 함께 다른 한편에서 이를 뒷받침하기 위하여 1942년 SEC는 주주제안에 회사의 지배구조와 재무성과 관련 안전을 포함할 수 있는 규정을 제정하였다.¹³⁾

이후 1970년대와 1980년대 기업사냥꾼으로 악명높은 Carl Icahn, T. Boone Pickens, Nelson Peltz는 지배를 목적으로 공개회사의 주식을 보유하면서 이사회 의석을 놓고 위임장 쟁탈전을 벌이었다. 이들의 목적은 경영진을 교체하거나 회사를 분할해 자신들이 보유한 지분의 가치를 높이기 위함이었다. 이를 위하여 이들은 적대적 공개매수를

11) Assaf Hamadi & Sharon Hannes, Id. at 977.

12) Kendall Greenberg, You Can Run But You Can't Hide: The Advance of Shareholder Activism, (2018), at.8

13) Karen Brenner, Shareholder Activism and Implications for Corporate Governance, March 26, 2008, at 2. SEC 규정 14a-8의 전신인 규정이 마련되었다,

적극적으로 이용하였다.¹⁴⁾ 때문에 이들의 무자비한 공격에 대비하여 많은 기업들이 기업사냥꾼에 의한 적대적 인수에 대비하는 조치들을 사전에 마련하려는 경향이 강했으며 이에는 포이즌필, 황금낙하산 같은 것이 포함되었다. 주주행동주의자들의 활동시기를 구분하여 볼 때 주주행동주의 1.0 시기가 바로 이러한 기업사냥꾼의 등장시대라고 할 수 있다.

이후 등장한 주주행동주의자들의 2.0시대는 앞의 시기와는 다른 양상을 보였는데 이들은 외부 투자자들로부터 자금을 조달하여 M&A를 포함한 다양한 이슈 등 회사의 전략(예컨대 운영상의 효율성 및 재무상의 구조조정)에 영향을 미치려 했기 때문이다.¹⁵⁾ 이들은 기존 경영진도 회사에 참여하게 하는 방식인 이른바 LBO나 MBO를 활용하기도 하고 정크본드를 이용해 목적을 달성하기도 한다. 대표적으로 KKR, Forstmann Little & CO 등이 해당된다. 같은 시기에 기관투자자들 역시 공개회사의 주식 소유를 가속화하였으며 한편에서 수동적인 투자, 즉 지수투자전략을 많이 이용하였다. 이들 지수투자자(Index investors)들은 다른 투자자들처럼 Wall Street Walk(자신이 보유하고 있는 주식을 매도하는 것을 표현하는 말로 매도함으로서 이익제거의사를 표시하는 것이라고 볼 수 있다)가 통하지 않기 때문에 그들이 선택한 지수를 복제하는 수준의 회사의 지분을 반드시 소유하지 않으면 안되었다. 따라서 이들은 회사의 경영자의 경영전략에 목소리를 내지 않거나 아니면 행동주의 투자자들과 같은 전략을 사용하여 재무적 성과를 올리지 않으면 안되었다.

그리고 나서 1980년대 후반과 1990년대 초 기관투자자들이 투자대상회사의 경영자와 대화를 시도하면서 다시 주주행동주의가 부상하였다.¹⁶⁾ 대형 기관투자자들이 의결권위임을 주주로부터 받으려는 움직임이 강해지면서 부각되었기 때문이다. 이 시기에는 기관투자자들은 투자대상회사 및 이사회와의 대화를 적극 요구하였으며 한편에서는 노동기금이 적극적으로 주주제안을 하기 시작하였다. 이들은 단순히 경영진에게 제안을 하는데 그치지 않고 미디어를 통해 경영진에게 압력을 행사하는 등의 적극적 행동을 시도하였다. 이러한 주주행동은 2000년 초까지 계속 이어졌다.

14) 예컨대 1985년 Icahn의 Trans World Airlines에 대한 적대적 공개매수와 이후 자산매각은 그에게 \$ 469 million의 개인적 이익을 안겨준 반면 TWA에게는 \$ 540 million의 부채만 남겼다.

15) Kendall Greenberg, You Can Run But You Can't Hide: The Advance of Shareholder Activism, (2018), at.9

16) 1985년 전미기관투자자평의회(CII)가 설립되면서 개인투자자를 대신하여 기관투자자가 주주행동주의를 담당하는데 큰 영향을 미쳤다.

이후 2000년대 후반부터 주주행동은 보다 적극적으로 빠르게 전환되었는데, 이러한 변화는 국제적으로 많은 관심을 받고 있다. 이러한 변화의 배경에는 투자자의 유형 변화가 큰 비중을 차지한다. 전통적으로 투자자 유형에서 개인과 법인이 많은 비중을 차지하였다면 갈수록 연기금, 자산운용회사, 헷지펀드와 같은 투자펀드에 의한 소유 비중이 높아졌기 때문이다. 주주행동을 하는 경우 특히 가장 많이 보유한 투자펀드가 중요한 역할을 하게 된다. 최근에는 국제적으로 헷지펀드와 사모펀드가 적극적으로 활동을 하는 경향이 강해짐으로써¹⁷⁾ 종래의 주주행동과는 차이가 있다는 평가도 있다. 이런 점에서 현재의 주주행동주의는 3.0 시대라고 명명해도 틀리지 않을 것으로 보인다.

3. 주주행동주의 구분

(1) 주주별 유형과 특징

주주행동주의에 속하는 주주의 유형은 다양하다. 초기 개인투자자들의 경우 기업에 대해 자신들의 권리를 요구하면서 캠페인을 벌이는 등의 방식을 이용했지만 이러한 주주행동주의는 한계가 있다. 이후 기관투자자들이 주주로서의 권리를 행사하면서 행동주의로 진화되었다고 할 수 있다. 그러나 모든 기관투자자들이 행동주의 주주로 주주권을 적극 행사하지는 않는다¹⁸⁾. 다만 이러한 기관투자자들의 주주권 행사의 증가 내지 engagement는 적어도 기업의 지배구조를 교정하는 메카니즘으로 작용할 수 있다는 점에 대해서는 긍정적인 평가가 많다.¹⁹⁾

기관투자자의 주주행동주의는 크게 두가지 유형으로 구분된다. 하나는 헷지펀드와 사모펀드 기타 주주행동주의자가 된다. 이들의 목적은 기업매각, 기업구조조정, 그리고 기업의 근본적인 변화를 통해 신속히 주주가치를 증대시키는 것이다. 이러한 점은 개인 투자자들의 주주행동이나 전통적인 기관투자자의 행동과는 차이가 있다. 이와 다른 유형은 노동조합, 공적 연기금, 뮤추얼펀드, 그리고 기관투자자에게 위임장관련 서비스를 제공한 조직 내지 단체들이 된다. 이들의 주주행동은 대개 위임장시준에만 일어나고

17) Augustin-Teodor Zegrean, Shareholder Activism Around the World- Regulation, Practices and Effects, Tilburg University, 2016, at. 3.

18) 일부 기관투자자들은 기업과의 현재 내지 장래의 사업관계 가능성 때문에 기업의 압력에 민감하며 이익충돌의 문제가 있을 수 있기 때문이다.

19) 기관투자자의 지배구조 교정기능은 우리나라 외에도 일본, 미국에서도 견해가 대부분 일치한다고 한다. 자세한 것은 최준선, "주주행동주의에 대한 대응방안, 「기업법연구」 33권 3호, 2019년, 기업법학회, 258면

대부분 기업지배구조를 개선하기 위하여 대상기업에게 압력을 행사한다.²⁰⁾ 다만 최근에는 지배구조의 변화를 강하게 요구하는 헷지펀드도 등장하고 있어 지배구조개선에 초점을 맞추는 지 여부가 크게 다른 점이라고 하기 어려운 점도 없지 않다.

이는 주주행동주의에 속한다고 해도 기관투자자 사이에서 차이가 많이 나며, 심지어 동일한 형태의 기관투자자유형에서도 차이가 크다는 것을 암시한다.²¹⁾

(2) 성과

주주유형별 주주행동주의 성과에 관해서도 연구결과는 차이를 보이고 있다. 예컨대, 연기금 등이 주주행동을 한 경우 성과가 있는지를 검토한 실증연구를 보면 타겟이 된 기업의 성과 또는 지배구조에 크게 직접적으로 성과가 나타나지는 않은 것으로 보고가 된다. 그러한 이유에는 여러 가지가 있겠지만 연기금과 뮤추얼펀드 같은 기관투자자들 내부에 대리인문제를 경감시키는 메커니즘이 없거나 이들 기관들은 주주가치 극대화정책을 준수해야 할 압력에 시달리지 않는 등 인센티브가 작동하지 않기 때문이다. 규제들도 영향을 미친다는 것이 근거로 제시된다. 단기차익반환에 관한 규제와 분산투자를 원칙으로 하는 규정 등이 대표적이다.

반면에 헷지펀드에 의한 주주행동은 어느 정도 성과가 있는 것으로 제시되고 있다. 헷지펀드가 행동주의주주로서 활동하는 경우 이들은 기업전략의 변경 내지 배당의 증가를 요구하고 이사회에서 자리를 확보하여 지배구조의 개혁을 요구하거나 기업의 채산성이 낮은 부분의 매각 등으로 기업가치를 높이고 높은 가격으로 매각케 한다는 것이다. 특히 이들은 실적에 매우 민감한 보수체계를 갖고 있고 1년~3년의 기간동안 매각을 못하는 lock-up조항을 두고 있는 등 유동성의 제한이 있기 때문에 투자대상회사의 실적을 감시할 인센티브가 크다는 것이다.²²⁾

많은 경우 헷지펀드의 주주행동은 자신들의 이익은 물론 다른 주주의 이익도 증대시키는 결과를 가져온다. 적극적으로 경영진과 대화하고 지속적으로 변화를 요구하는 투자자의 모습을 띠기 때문이다. 즉 이들은 특정 회사에 집중 투자한 다음 보유비율을 높이고 이후 경영자와 대화하며 주가 증시의 경영정책의 실현을 추구하는 경향이 있다.

20) Mayer Brown Rowe & Maw, Securities Update- Hedge Fund and Institutional Shareholder Activism, (2007)(이상복, 전개논문,124면 재인용)

21) Stuart & Gillian & Laura T. Starks, Coporate Governance, Corporate Ownership, and the Role of Institutional Investors: A Global Perspective, JOurnal of Applied Finance, Vol.13, Number 2, 2003, at. 10

22) Pekka Puustinen, Determinants of Hedge Fund Activism and Shareholder Gains, Helsinki School of Economics, Department of Accounting and Finance, 2007, at 17-18.

최근에는 매수포지션만 갖고 운영하는 헷지펀드도 나타나고 있어 일반 펀드와 운용내용이 크게 차이가 나지 않는 경우도 있다. 이러한 전략은 사실 주주행동주의를 표방한 자신의 이익을 위한 것이지만 그렇다고 항상 회사나 다른 주주의 이익을 해치는 것은 아니다. 지분이 분산된 공개회사의 경우 회사 운영방향의 변화에 대한 필요성을 절감하고 이에 관한 의사를 적극적으로 표명할 주주들이 없는 것이 일반적이고 회사에 불만이 있는 주주도 목소리를 내기보다는 지분을 매각하고 회사를 떠나는 wall street 전략을 선택하며, 다수의 주주들이 연대해서 회사에게 영향력을 행사하기가 용이하지 않은 상황인 점을 고려할 때 행동주의주주의 의미있는 제안은 다수주주의 대변자(shareholder advocate)와 같은 역할을 하게 되고 이는 모든 주주의 대변인과 같은 역할을 한다고 볼 수 있다.²³⁾

그러나 헷지펀드의 경우 단기차익을 우선하는 경우가 많아 기업의 장기 경쟁력을 저해하여 회사의 지속가능성과 장기적 이익을 선호하는 일반주주들의 이익을 훼손시킬 수 있다는 우려도 적지않다.²⁴⁾

(3) 타겟이 되는 회사 특징

주주행동주의의 타겟이 되는 경우를 보면, 기관투자자가 행동주의주주로서 주주활동을 하는 경우, 대체로 목표는 대기업인 경우가 많으며 기관투자자의 보유비율이 높은 경우가 대부분인 것으로 나타나고 있다. 그리고 이들이 주주행동을 하기 이전에 이들 대상회사의 성과와 재무상의 수익률은 평균 이하인 경우가 많다.

반면, 행동주의주주가 헷지펀드인 경우 이들은 전형적으로 대상회사에 대한 시장의 저평가 상태를 이용하여 단기수익을 추구하므로, 경쟁기업에 대해 평균 이하의 주식 가격이나 성장률을 보일 수록 행동주의주주의 관심대상이 될 가능성이 크다²⁵⁾. 또한 시장에서 회사의 성과와 재무상의 수익률 저조로 개선을 요구하는 투자자와 기관투자자들의 목소리가 높아지는 경우 해당 회사는 헷지펀드의 관심대상에 포함되는 경향이 있다.

23) 정대익, “주주행동주의의 법적 한계”, 『경영법률』 27권 2호, 경영법률학회, 2017, 239면.

24) Wolf-Georg Ringe, *The Deconstruction of Equity: Activist Shareholder, Decoupled Risk, and Corporate Governance*, Oxford University Press, 2016, at 101; Yvan Allaire, *Hedge Fund Activism: Preliminary Results and Some New Empirical Evidence*, Institute for Governance of Private and Public Organizations, 2015; 최준선, 전계논문, 268면.

25) 정대익, 전계논문, 239면.

(4) 주주별 주주행동 전략

헷지펀드는 소수의 특정 기업에 집중투자하고 이후 지속적으로 보유비율을 높이며 투자대상회사에 대하여 주가 증시의 경영정책을 실현할 것을 추구하기 때문에 이를 위한 수단으로 법적인 권리를 행사하는 경향이 강하다. 국내외를 보더라도 주주제안권을 행사하고 위임장쟁탈을 하는 경우가 적지 않다. 더우기 헷지펀드는 레버리지를 이용하기 때문에 대량의 주식을 매수하는 것이 가능하며, 대량의 주식 보유에 상응하여 발언권도 증가하기 때문에 연기금보다도 효과적으로 지배구조에 영향을 미칠 가능성이 있다. 물론 모든 헷지펀드들이 행동주의주주를 표방하지는 않는다. 주주행동주의를 표방하는 헷지펀드들은 일부에 그치지만 이들은 기업에게 높은 수준의 전문성을 요구하며 장래 기업가치를 높이는 것을 목적으로 한다. 또한 이들은 높은 비용을 부담하더라도 사전에(경영이 악화되기 전)에 경영개선을 하도록 강하게 요구하는 경향이 있다. 이러한 점은 기관투자자와 차이가 있는데, 기관투자자들은 투자실행 후 투자대상기업의 성과가 낮으면 사후적으로 적극적인 행동을 하기 때문이다. 또한 헷지펀드 주주행동주의자들은 특정 종목에 집중 투자하지만 기관투자자들은 분산투자를 원칙으로 한다.

무엇보다 전통적인 기관투자자들의 주주행동전략과 차이가 나는 것은 행동주의주주를 표방하는 헷지펀드는 그들 입장에 선 이사를 투자대상회사의 이사회에 포함시키는 것을 목표로 한다는 점이다.²⁶⁾ 이렇게 선임된 이사는 회사의 정보를 주주인 헷지펀드와 공유하며 피드백을 받으며 한편으로 경영자를 모니터링하기 위한 백업을 헷지펀드로부터 제공받는다. 헷지펀드의 전문성과 정보력을 활용해 이사는 경영자가 제공하는 정보의 참호로부터 벗어나고 한편으로 헷지펀드가 추구하는 경영전략을 투자대상회사에 촉구한다.²⁷⁾

반면에 기관투자자들은 이사를 투자대상회사의 이사회에 포함하는 것을 목표로 할 유인이 없으며 오히려 이를 실행할 경우 포트폴리오 운영상 심각한 제약을 받게 된다.²⁸⁾ 즉 내부정보 이용금지규정에 위반하지 않도록 주의를 기울여야 하기 때문이다. 더구나 수동적인 투자자라고 불리우는 기관투자자로서는 투자대상회사의 이사를 선임한다는 것이 투자성격과 배치되는 점도 큰 부담으로 작용한다.

26) 미국의 경우 2018년의 경우 68개회사에 헷지펀드측의 161명의 이사를 선임시켰다. 비록 일부는 주주총회에서 위임장대결로 선임되었지만 대부분은 이사회와 주주행동을 하는 헷지펀드간의 합의로 결정되었다. 자세한 것은 Assaf Hamadi & Sharon Hannes, Id. at 993.참고.

27) Kobi Kastiel & Yaron Nili, "Captured Boards": The Rise of "Super Directors" and the Case for a Board Suite, 2017 Wis. L. Rev. 19, 63-64 참고. 즉 선임된 이사가 투자대상회사를 보다 효과적으로 모니터링하도록 헷지펀드측이 지원부서(back office)역할을 한다고 한다.

28) 헷지펀드는 기관투자자보다는 덜 불편한데 왜냐하면 분산투자하지 않고 대체로 특정기업에 집중해서 투자하는 경향이 있기 때문이다.

(5) 소결

앞서 주주행동을 하는 주주유형을 살펴본 바에 의하면 행동주의 주주로서 적극적으로 행동할 유인을 가진 주주는 헷지펀드와 투자펀드라고 할 수 있다. 이들은 지분을 많이 가진 주주로서 경영자를 모니터링하고 대리인비용을 감소시킬 인센티브가 있기 때문이다. 특히 헷지펀드는 차입과 공매 등으로 단기수익을 기대하는 경우가 많고 더 많은 자본을 유치하기 위해 높은 수익을 단기에 내야 하는 유인이 있다. 이는 매우 적극적으로 주주행동을 활용할 이유가 된다.

통상 헷지펀드는 자본시장에서 장부가격에 비해 시가가 저렴한 종목에 투자하며 시가총액이 비교적 낮고 ROA가 높은 그리고 현금흐름은 좋아서 이익을 얻을 가능성이 높은 종목을 선택해 집중적으로 투자하는 경향이 있다. 그리고 이후 이들 회사에 대하여 자신들의 제안을 받아들여도록 한다. 앞서 서술한 바와 같이 주주행동주의 전략이 행동주의 주주 자신의 이익을 위한 것이라고 해서 반드시 회사나 기타 주주들의 이해를 침해하는 것은 아니고 오히려 행동주의 주주가 요구한 조치들이 다른 주주나 이해관계자들의 이익을 증진시킬 수 있다. 이러한 점에서 행동주의주주를 표방한 헷지펀드가 주주의 이익에 항상 해를 끼친다고 단정하기 보다는 이들이 회사에 미치는 영향이 매우 크다는 점에서 헷지펀드의 주주행동주의에 관심과 비판이 더 부각되는 경향이 있다.

4. 주주행동주의에 대한 평가

(1) 국내외 학계

가. 기관투자자의 경영자행동 교정기능 v. 이사회 중심의 회사운영원칙 훼손

적극적인 투자자 내지 주주행동주의와 관련하여 기관투자자들이 경영자의 의사결정을 검토하고 이들 경영자의 성과가 매우 저조한 경우 의결권을 행사하여 회사의 정책을 변화하거나 경영진을 교체하도록 변화를 갖을 수 있어 적어도 자본시장에서 기관투자자의 교정활동을 보완하는 효과가 있다는 주장이 있다.

이에 대해 반대입장은 단지 투자자의 지위에 있는 자에게 이러한 검토권을 주는 것은 이들에게 경영에 관한 의사결정권을 부여하는 것과 다를 바 없다는 이유에서 비판한다.²⁹⁾ 회사의 운영은 이사회에 권한에 속하는 사항이고 주주는 주주총회를 통해서 회사의 운영에 영향을 미치는 것이 원칙이라는 것이다.

29) Stephen M. Bainbridge, Shareholder Activism and Institutional Investors, University of California, School of Law, Law&Economics Research Paper No. 05-20, at. 8

국내에서도 이러한 견해에 찬성하는 입장은 주주는 주주총회에서 회사법이나 정관에 서 주주총회의 권한으로 정해놓은 사항에 대하여 의결권의 행사를 통해 회사의 운영방 향에 영향을 미치는 것이 원칙이고 주주총회를 통한 영향력 행사는 의결권을 통한 행사 가 주를 이루는데 회사의 영업정책에 대해 행동주의 주주가 회사의 영업정책에 대하여 의결권 행사 외의 방식으로 직접적인 영향력을 행사하는 경우 이사회중심의 회사운영 원칙은 훼손된다고 주장한다.³⁰⁾

나. 기관투자자의 경영자행동 교정기능 기대 v. 행동주의 행동효과는 크지 않다는 입장

한편, 전통적인 기관투자자들에 의한 주주행동주의는 효과가 크지 않다는 연구결과 가 적지 않은데, 그러한 주장의 주된 이유는 기관투자자들은 구조적으로 친경영자일 수밖에 없는 이해상반에 있다는 것이다. 즉 기업과의 끈끈한 유대관계로 기관투자자들이 경영자의 눈치를 본다라는 것이다.³¹⁾ 이들은 보유한 주식물량이 클 수록 더 이해상충 에 놓이고 법적 제약을 받기 때문에 기관투자자의 주주행동효과는 기대하기 어렵다고 본다.³²⁾

반면, 헷지펀드에 의한 주주행동에 대해서는 긍정적인 평가와 부정적인 평가가 모두 제시되는 경향이 있다. 즉 헷지펀드의 주주행동은 단기적으로는 주주에게 수익을 가져 다주지만 장기적으로는 긍정적인 효과와 불리한 효과가 혼재되어 있다³³⁾.

한편, 헷지펀드의 주주행동이 성공하기 위해서는 기관투자자의 지원이 필요하다는 주장도 있다. 헷지펀드의 주주행동이 성공한 것은 투자대상회사에 많은 지분을 갖고 있 어서 성공했다고 보기보다는 제시하는 경영전략이 설득력이 있어 기관투자자들로 하여 금 따르게 하는 그러한 역량이 적지않게 영향을 미친다는 것이다.³⁴⁾ 이러한 주장에 의 하면 기관투자자들이 구조적으로 이해상반에 놓여 친경영자의 입장에 서 있다고 보는 것은 맞지 않다고 한다. 실제 기관투자자의 투자비중이 많은 회사의 경영자가 헷지펀드

30) 정대익, 전계논문, 240면.

31) 대표적으로 자산운용사들은 한쪽에서는 투자를 하지만 다른 한쪽에서는 기업연금의 운용을 유지 하고 있다. 기업의 경영자들은 기업연금의 위탁을 맡길지 결정할 힘이 있어 자산운용회사에 영향을 미칠 수 있다. 자세한 것은 Marcel Kahan & Edward B. Rock, Hedge Funds in Corporate Governance and Corporate Control, 155 U. PA. L. Rev. 1021 (2007), at 1055.

32) John Morley, Too Big to Be Activist, 92 S. Cal. L. Rev, Vol. 92, 2019, at 1407.

33) 장기적인 측면에서는 기업의 재정상태에 불리한 효과를 가져온다는 주장으로는 Jonathan M. Karpoff, The Impact of Shareholder Activism on Target Companies A Survey of Empirical Findings, University of Washington, Auguts 18, 2001. at. 6-7; 반면에 긍정적 효과를 가져온다는 견해로는 Brenner Karen, Shareholder Activism and Implications for Corporate Governance, NYU Stern School of Business, March 28, 2008. 1~5년후의 성과를 측정한 결과 긍정적이라는 연구결과를 제시하고 있다.

34) Ronald J. Gilson & Jeffrey N. Gordon, The Agency Costs of Agency Capitalism: Activist Investors and the Revaluation of Governance Rights, 113 Colum. L. Rev. 863, at 867

의 개입시 더 지위를 보장받지는 않는다는 결과가 제시되고 있다.³⁵⁾ 또한 기관투자자의 소유비중이 높아지면서 변화를 촉구하는 주주행동을 하는 헷지펀드의 역할이 증대되는 경향이 있다고 한다. 즉 기관투자자들도 보유비중이 막대할 수록 투자대상회사의 주식 가치를 증대시켜 상당한 수익을 얻을 인센티브가 작동하며³⁶⁾ 막대한 지분보유는 이해상충의 문제를 완화시킬 수 있다는 것이다. 미국의 경우 이른바 Big 3라고 불리는 펀드들(BlackRock, Vanguard, State Street가 해당)이 S&P 500기업의 88% 정도를 보유하고 있는데,³⁷⁾ 이들은 막대한 규모로 보유하고 있기 때문에 기업가치를 증대시키는 행동을 할 경우 운용수수료 수익을 얻을 뿐만 아니라 기업가치의 증대라는 이득도 얻게 된다. 아울러 이러한 재무상의 이익 뿐 아니라 상당한 규모의 지분 보유는 주주총회에서 의결권 행사에도 영향을 미치기 때문에 투자대상회사에 영향을 미치고 개입할 인센티브를 갖게 된다.³⁸⁾ 또한 보통 수동적 투자자라고 불리는 펀드들도 일부 적극적 펀드를 함께 운용하는 경우가 많고 이들이 지분을 보유하는 경우 운용수수료를 더 높게 받음으로써 추가적으로 수익을 기대한다.

그러나 기관투자자들이 헷지펀드 만큼 적극적으로 회사에 변화를 가져오도록, 특히 경영상의 변화를 가져오기 위하여 선제적으로 행동하지는 않는 경향이 강하다. 그러한 배경에는 선제적으로 문제를 해결하는데 따른 개인적인 인센티브가 펀드매니저에게는 없기 때문이다. 즉 보다 완곡한 방식으로 문제를 해결하려는 경향이 강한 점에서 기업 경영자와 공통적으로 교감을 갖는다. 그렇다고 경영상의 변화를 모색하지 않는 것은 아니다. 적어도 주주관여(engagement)를 비롯해 기타 다양한 형태의 행동들을 기관투자자들이 취할 가능성이 크고 실제 그러한 경향이 강해지고 있다. 더우기 투자대상회사의 성과에 실망하거나 계속 개선이 없는 경우 이러한 불만은 행동주의 헷지펀드에게 참여할 기회를 제공하고 심지어 비공식적으로 헷지펀드에게 주주행동을 해달라고 요구하기도 한다.³⁹⁾ 따라서 기관투자자의 주주관여활동이 증가하고 강해질 수록 이들의 행동은 보다 적극적인 주주행동으로 전개되고 나아가 공격적인 행동주의 주주가 했던 부분을 대체할 가능성도 없지 않다.⁴⁰⁾

35) Brian R. Cheffins, Delaware and the Transformation of Corporate Governance, 40 Del. J. Corp. L. J., 13, (2015) 논문에 의하면 갈수록 기관투자자들이 헷지펀드의 주주행동에 우호적이라고 한다.

36) Assaf Hamadi & Sharon Hannes, at 982.

37) Assaf Hamadi & Sharon Hannes, at 980.

38) Jill E. Fisch, Assaf Hamdani & Steven Davidoff Solomon, The New Titans of Wall Street: A Theoretical Framework for Passive Investors, Penn L. Rev. Vol. 168, at 26 (2019)

39) Merritt Moran, Ten Strategic Building Blocks for Shareholder Activism Preparedness, Harv. L. Sch. F., ib Corp. Governance & Fin. Reg. (Dec. 20. 2016)

40) Assaf Hamadi & Sharon Hannes, at 990. 기관투자자의 기대에 부응하는 쪽으로 회사가 변하는 경우 헷지펀드의 주주행동이 개입할 여지는 줄어들기 때문이다.

(2) 기업의 대응

행동주의 주주들이 기업가치를 증대하는 제안을 하고 이에 기관투자자들이 지지하는 경우 투자대상회사의 이사회는 이들 주주행동주의자들과 비용이 드는 경쟁을 하는 것을 피할 가능성이 크다. 또한 행동주의 주주가 제안할 것으로 생각되는 것을 이사회가 미리 조치를 취하는 경우 행동주의 주주의 타겟이 될 가능성을 감소시킬 수 있다.⁴¹⁾

무엇보다 이사회와 경영자는 주요 투자자들과 대화할 인센티브를 갖는다. 대규모 지분을 가진 주주가 자신들의 성과 내지 경영전략에 대해 어떻게 생각하는지 알고 싶어하기 때문이다. 더욱이 이들 주주의 지지를 얻지 못하는 경우 행동주의 주주의 타겟이 되거나 궁극적으로 위임장 쟁탈전에서 패배하는 결과를 가져오기 때문에 항상 대규모 지분을 가진 주주의 의사와 수요를 파악하고 대화하는 자세가 필요하다.

(3) 소결

국내 자본시장에서 기관투자자는 다른 나라와 비교하여 단기투자자에 속하고 소액주주와 마찬가지로 기업의 경영에 무관심한 태도를 보여왔다는 지적이 많다. 더욱이 국내에서는 경영진의 성과보상 결정구조가 주가의 등락에 크게 영향을 받지 않는다.⁴²⁾ 때문에 경영진을 외부에서 모니터링하는 수단이 외국에 비해 많지는 않은 상황이다. 이러한 점에서 경영자의 대리인문제 감소 및 모니터링에 대한 인센티브를 갖고 있는 기관투자자에 의한 교정기능을 기대하는 것은 분명히 의미가 있다.

그러나 그간 기관투자자들은 이러한 기대를 충족시킬 만큼 적극적으로 주주권을 행사하지 않았다. 때문에 국내의 경우 기관투자자의 이러한 방관자적 행태를 개선하는게 급선무로 보인다. 기관투자자의 주주참여(engagement)를 요구하는 스투어드십코드의 제정은 이러한 개선의 일환으로 이해되며, 투자목적과 투자대상에 따라서는 보다 적극적인 주주로서 행동하는 것이 요구된다 할 것이다.

그런데 한국 내 기관투자자의 비중은 각각 70%, 47%에 달하는 영미와 달리 19.6%에 그치고 있다. 여전히 개인투자자의 비중이 67.6%로 큰 비중을 차지하고 있고, 외국인투자자도 26%에 달한다⁴³⁾. 이러한 구성을 보면 개인투자자와 일부 헤지펀드를 제외

41) 2019년 주주행동주의의 활성화와 발맞추어 기업들이 자발적으로 지배구조를 개선하려는 모습도 나타났다. SK와 BGF리테일, 오리온 등은 대표이사와 이사회 의장을 분리하는 내용의 정관 변경 안건을 주주총회에 올렸으며 자산 총액 2조원 미만으로 감사위원회 도입 의무가 없는 농우바이오, 원익PS, 한미사이언스 등은 감사위원회 설치를 위한 정관 변경 안건을 상정했다. 즉 주주행동주의의 성과가 영향을 미쳤다고 볼 수 있다.

42) 장우영, “주주로서 기관투자자의 경영참여에 대한 비판적 고찰”, 『기업법연구』 33권 2호, 2019.6, 216면

43) 유가증권시장과 코스닥시장을 합한 경우 기관투자자비중은 13.1%로 더 낮아진다(2018년 7월 기준). 한국거래소, 주식시장의 투자자별 거래비중 현황, 2018. 8. 보도자료, 2면.

한 외국인 투자자는 적극적인 주주행동을 하는게 용이하지 않으며, 기관투자자 역시 투자자간 연대 없이는 크게 영향력을 행사하기 어려워 보인다.

그러나 자본시장에서 기관투자자가 차지하는 비중이 적다고 해서 적극적 역할론을 전혀 기대하기 어렵다고 볼 수는 없다. 주주로서 목소리를 내는 소수주주권 행사요건 이상을 보유하고 있는 경우가 많고, 기관투자자간 연대 내지 공적 연기금⁴⁴⁾과의 연대를 고려하면 그 영향력은 강력하기 때문이다.

Ⅲ. 주주행동주의 전략

1. 선제적 고려사항

(1) 기관투자자가 언제 행동주의 주주로 표방하고 행동하는지 및 적극적 주주행동주의를 지지하고 참여하는지 고려

앞서 설명한 바와 같이 기관투자자들은 적극적으로 회사에 변화를 가져오도록, 특히 경영상의 변화를 가져오기 위하여 선제적으로 행동하지는 않는 경향이 있다. 그러나 회사의 성과가 지속적으로 저조하고 회사의 개선이 이루어지지 않는 경우 주주행동주의자의 행동은 의도하지 않았던 기관투자자에게도 참여하게 하는 효과를 가져온다.

주주행동주의자들이 소수의 특정 회사에 지분을 집중적으로 보유하고 주주행동을 개시하지만 단독으로 목적하는 바를 실현하기는 실제 쉽지 않다. 때문에 주주행동주의자들이 내건 슬로건이 수동적인 투자자에 머물렀던 기관투자자를 설득할 수 있다면 기관투자자들과 연대하여 행동하기가 용이해진다.

(2) 이사회 구성원

주주행동주의자의 경우 많은 경우 투자대상회사의 이사 선임에 관심이 높다. 왜냐하면 주주의 이익을 높이도록 경영전략을 재설계하고 개선하기 위해 누가 이사가 되는지, 자격이 있는 자인지에 관심을 갖기 때문이다. 경우에 따라서는 자신들의 뜻을 회사의 경영전략에 반영시킬 이사를 선임하기 위해서 적극적으로 모색하게 되는데 이는 적극적으로 주주행동을 하는 인센티브가 된다.

44) 2019년 3월 기준으로 국민연금은 증시 전체 시가총액의 6.5%를 보유하고 있다. 국민연금이 5%이상 지분을 보유한 국내기업은 294곳이며, 10%이상 지분을 보유한 기업도 90곳에 달한다. 장우영, 전계논문, 226면. 각주 88.

(3) 회사의 소유구조

한편, 회사의 소유구조가 일부 주주에게 집중된 경우 분산된 회사에 비해 주주행동주의자의 투표율은 훨씬 높게 행사되는 것으로 나타나고 있다.⁴⁵⁾ 이러한 결과는 지배구조의 개선으로 회사의 경영이 개선된다고 기대하고 주주간 심리적 연대가 쉽게 형성되는 경향 때문으로 이해된다.

2. 행동주의주주가 취하는 전략 및 법적 이슈

행동주의주주들은 투자대상회사의 경영을 개선할 목적으로 기업의 운영이나 정책에 대하여 변화를 요구하기 위하여 이슈를 쟁점화하기 위하여 다음과 같은 다양한 방법을 전략적으로 활용한다.

(1) 비공식적 행동 유형

행동주의주주들이 주로 이용하는 비공식적인 주주활동에는 경영진 또는 이사회와의 직접 대화를 개시하거나 Focus List 발표 내지 미디어를 이용한 캠페인⁴⁶⁾이 빈번히 이용된다. 그 외에 투자자연대를 통한 영향력 확대 내지 입법운동도 이에 속한다. 미국에서는 주주제안 전에 백서를 발간⁴⁷⁾하여 주주제안의 주요내용을 설명하고 이에 대한 근거를 제시하여 다른 주주들의 이해를 높이는 경향도 있다. 회사와 사적인 대화를 하는 것과 비교하여 볼 때 Focus List를 발표하거나 백서 발간 내지 미디어를 이용한 캠페인은 적극적인 관여활동에 속한다고 할 수 있다.

최근 국내에서도 행동주의 주주들이 공개서신을 발표하면서 관심을 유발하는 전략을 사용한 바 있다. 이는 기관투자자들의 연대움직임을 이끌었다는 평가를 받고 있다.⁴⁸⁾ 그러나 여전히 국내에서는 의결권 반대 행사만을 적극적인 주주활동으로 간주하는 경향이 있는데 해외의 예에서 보여지듯이 비공식적인 활동도 적극적인 주주활동으로 공

45) Christoph Van der Elst, "Revisiting Shareholder Activism at AGMs: Voting Determinants of Large and Small Shareholders", July 16, 2011, ECGI, Finance Working Paper No. 311/2011

46) Michael Bradley & Alon Brav et.al., Shareholder Activism and Price Dynamics: Evidence from Closed-End Funds, 2007. (이상복, 외국에서의 주주행동주의의 한계와 개선과제, 증권법연구 9권 1호, 2008년, 123면 재인용)

47) 대표적으로 2017년 10월 10일 행동주의 투자자인 넬슨펠츠(Nelson Pelz)가 이끄는 Tian Partners가 미국의 생활용품 제조업체인 Procter & Gamble와 위임장대결을 하면서 주주총회에 앞서 "Revitalize P&G Together"이라는 백서를 발간하였다. 넬슨펠츠는 P&G의 지분을 1.5% 보유하고 있었다. 자세한 것은 김선민, P&G vs Trian의 위임장 대결 및 시사점, KCGS 리포트 8권 4호, 한국기업지배구조원, 2018년, 2면 이하.

48) 에스엠의 3대주주인 케이비자산운용이 주주편지를 보내 문제점을 비판한 이후 에스엠의 4~5대주주인 자산운용회사도 서한 발송을 검토하였고, 증권사 애널리스트들도 그러한 서신에 긍정적인 평가를 하였다. 한겨레, 대주주 문제점 '콕'... 토종 행동주의펀드 '공개편지 전략'반향, 2019. 6.17자 기사.

식적인 활동 못지않게 영향을 발휘하고 있음을 주목할 필요가 있다.

(2) 공식적/법적 행동

가. 주주제안

실제 주주제안은 회사에서 많이 채택하지는 않지만 경영자의 행동을 변화하는데 효과적이라는 평가가 많다. 즉 경영자에게 조직적 변화를 가지도록 압력을 주거나 보다 중요한 이슈에 주주행동이 이루어지도록 다른 주주들에게 상기시킴으로서 간접적으로 회사 정책에 영향을 미치는 효과가 있기 때문이다.⁴⁹⁾ 특히 모든 주주앞에서 그 제안을 표결에 부치는 과정은 정보 통합과 확산을 촉진시키고, 그 제안이 적지않은 지지를 얻을 경우 회사로 하여금 기존의 지배구조나 회사 사업방향을 재고하도록 하는 효과를 갖는다. 또 주주제안은 이사회와 협상하려고 할 때 병행하여 진행되기도 하는데 이러한 병행방식은 언론에 노출되지 않고 비공개적으로 이루어지기 때문에 회사로서는 대중에게 잘 알려지지 않는 경향이 있다.

현행 상법상 주주총회의 소집통지서에 기재할 회의의 목적사항은 이사회에서 결정하므로(동법 제362조, 제363조 제1항, 제2항), 이사회만이 전속적으로 주주총회의 의제와 의안을 제안할 수 있다. 이러한 점 때문에 1997년 증권거래법과 1998년 상법을 개정하여 회사와 주주간의 의사소통을 원활히 하고 주주의 주주총회 참가 의욕의 고취와 동시에 소액주주가 자기의 의사를 주주총회 안건으로 상정하여 이를 관철시키지 못하더라도 주의를 환기시킴으로써 경영자에게 감시기능을 할 수 있도록 주주제안제도가 도입되었다. 그러나 회사가 소집하는 주주총회에 주주가 희망하는 의제·의안을 제출할 기회를 주어 거기서 심의하게 하는 편이 시간적으로나 비용적으로 용이함에도 그동안 잘 활용은 되지 않는다. 지난 20년간 주주제안은 간헐적으로 사용될 뿐 국내에서는 이용이 활발하지 않았으나 최근 주주제안을 활용하는 예가 급격히 증가하고 있다⁵⁰⁾. 또한 종래에 비해 질적으로 단순 배당증액이 아닌 기업지배구조 자체의 개선을 요구하는 등 다양화되고 있다.

49) 주주제안권의 존재의의는 반드시 주주의 제안을 가결시키는 데만 그 뜻이 있는 것이 아니라 주주가 의제나 의안을 총회에 제출하고 이것을 소집통지서 등에 기재함으로써 주주의 의견을 경영자나 다른 주주에게 공시하는데 더 중요한 의미가 있다. 김재두, “주주제안권제도에 관한 법적 검토, 「금융법연구」 11권 2호, 금융법학회 2014년, 367면.

50) 유가증권시장에 상장된 기업중 2019년 주총 시즌에 주주제안이 상정된 회사와 안건의 수는 각각 17개사, 57건으로 2018년(9사, 21건)에 비해 크게 증가하였으며, 상정된 안건도 과거에는 주로 배당 확대에 대한 제안이 주를 이루었던 반면, 2019년에는 사외이사 선임안건이 가장 많이 나타났다. 이수원, 정한욱, 2019 주주총회 리뷰-기관 투자자의 주주참여 현황과 시사점, 한국기업지배구조원, 2019, 2면.

〈표〉 2019년 주총시즌 주요 주주제안 현황

회사명	주주제안 내용	결과
포스코강판	발행주식 총수 1,600만주--> 1억 6,000만주로 정관일부변경	부결
팬스타엔터프라이즈	감사선임	부결
피씨디렉트	사내이사, 기타비상무이사, 감사선임	부결
성도이엔지	1주당 배당금 150원	부결
세이브존 I&C	1주당 400원 현금배당(회사안 50원) 감사 3명 이내로 증권등 정관 일부 변경	부결
한솔홀딩스	1주당 250원 현금배당, 유상감자 3% 사내이사 선임	부결
부산도시가스	1주당 2,500원 현금배당(회사안 500원) 자기주식 9.08% 자사주 소각 비상근감사 선임	부결
아트라스 BX	1주당 1만 1,000원 현금배당(회사 안 400원) 사외이사, 감사위원회 위원 선임	부결

더욱이 회사의 지배권에 도전하는 주주들의 경우 주주제안제도가 주요한 수단으로 부각되고 있다. 대표적으로 집중투표제가 이용되면서 회사의 경영권을 장악하지 못한 소수주주가 자신의 이해관계에 따라 이사를 선임하고 나아가 회사의 경영권까지 장악하는 수단으로 사용하고 있다. 이에 따라 최근에는 주주제안권의 남용이 이슈로 대두되기도 한다.⁵¹⁾

그러나 여전히 행동주의주주가 주주안제도를 적극적으로 활용하기에는 장애가 있다. 무엇보다 절차적으로 장애가 많다. 우선 비상장회사는 의결권 없는 주식을 제외한 발행주식 총수의 3% 이상에 해당하는 주식을 가진 주주(상법 제363조의2 제1항)⁵²⁾가, 상장회사는 6개월 전부터 계속하여 회사의 규모에 따라 의결권 없는 주식을 제외한 발행주식총수의 1% 또는 0.5% 이상에 해당하는 주식을 보유한 주주만이 주주제안을 할 수 있다(상법 제542조의 6 제2항). 즉 소수주주권으로 되어 있어 행사요건이 엄격하다. 대기업의 경우 특히 이러한 요건을 충족하는 것은 사실상 어려운데, 실제 주주제안이 시가총액이 낮은 중소형주식을 발행한 회사 위주로 이루어지는 것은 대기업이 쉽지 않음을 반증한다.⁵³⁾

51) 전형정, “주주제안권과 그 한계”, 「저스티스」 통권 164호, 2018.2, 166면. 주주제안권이 회사의 의사결정에 주주들의 의사를 반영한다는 순수한 목적에서 벗어나, 주주들이 자신들의 이해관계에 따라 회사의 이익을 도외시킨 채 행사하는 경우가 빈번한 반면 주주제안권이 행사될 경우 그 비용을 주식회사가 부담하고, 주주제안권을 남용해도 주주가 비용을 부담할 위험이 없다는 것이다.

52) 나라별로 요건은 차이가 있는데, 영국과 독일, 호주도 5%의 보유요건을 요구한다.

53) 이다원, 윤정화, 정해민, “주주제안 현황 및 제도실태 분석”, 「기업지배구조 리뷰」 Vol.79, 한국기업지배구조원, 2015, 102면.

물론 주주제안의 실효성을 확보하기 위하여 제안된 의제나 의안이 주주총회의 표결에서 통과되어야 하기 때문에 소수주주권으로 한 것으로 이해할 수는 있다. 그러나 주주제안제도가 갖고 있는 장점, 즉 주의를 환기시킴으로서 경영자에게 감시기능을 하고 다른 투자자들에게 경영의 방향을 함께 공감하도록 하는 효과는 전혀 기대하기 어렵다는 점에서는 개선이 필요하다.

둘째, 주주가 제안하는 경우 현행법은 이사회에 주주총회일의 6주 전에 서면 또는 전자문서로 회의의 목적으로 할 사항에 추가하여 당해 주주가 제출하는 의안의 요령을 통지와 공고에 기재할 것을 청구할 수 있다(상법 제363조의2 제2항). 이를 위해서는 적어도 주주총회일의 6주 전까지 주주제안서를 제출하여야 하는데, 정작 주주총회 소집 통지서의 발송은 주주총회일 2주전이기 때문에(상법 제363조 제1항) 주주가 6주 전에 주주총회 개최사실을 알기란 현실적으로 쉽지 않다.⁵⁴⁾ 특히 임시주총의 경우 이를 알기란 거의 불가능하다. 때문에 정기주주총회의 경우 ‘정관에서 정해진 일정한 날 또는 직전연도 정기 주총일에 해당하는 당해 연도의 해당 일을 주총’으로 보아야 하고 임시주주총회의 경우에는 주총소집의 통지·공고기간을 연장하고 주주제안의 시기를 단축하는 방안이 고려될 필요가 있다.⁵⁵⁾

셋째, 주주총회 안건으로 제시하는 만큼 안건에 대한 충분한 설명이 필요한 데 국내 상장회사의 경우 주주제안이 상정되더라도 주주제안임을 나타낼 뿐 제안자에 대한 정보, 제안취지, 필요성 등 의사결정에 필요한 정보가 주주총회 소집공고나 제안자 홈페이지 등에 구체적으로 제시되지 않는 경우가 많다. 더구나 상법 제363조의2에서 주주제안자의 청구가 있는 경우 주주총회에서 발의된 안건에 대하여 설명할 기회를 제공하도록 하고 있으나 이러한 기회를 통해 주주를 설득시키기에는 시간적으로 한계가 있다.

이처럼 절차적인 장애 뿐만 아니라 내용적으로도 한계가 있다. 주주가 제안한 것에 대한 사전 심사권은 이사회에 전속된 것이고, 주주제안의 내용은 법령이나 정관에서 주주총회의 권한으로 정한 사항에 한정된다. 즉 경영에 관한 사항이나 업무집행에 관한 사항은 이사회에 속하기 때문에 주주제안의 대상이 되지 않는다.

그런데 행동주의 주주들은 통상 경영에 관한 사항에 속하는 운영의 개선 등을 경영자에게 요구하는데 현행 상법상 이러한 내용은 주주총회의 권한이 아니기 때문에 원칙적으로 주주제안의 대상이 되지 못한다. 상법상 주주총회의 권한은 ‘상법과 정관에서 정

54) 안수현, “전자증권법 도입에 따른 주주권 행사관련 변화와 몇가지 이슈”, 지배구조 리뷰 Vol.90, 기업지배구조원, 95면.

55) 정준우, “주주제안권의 행사요건과 그 문제점”, 『상사법연구』 21권 3호, 상사법학회, 2003년, 307면.

한 사항'에 한하여 결의할 수 있고(상법 제361조), 주주제안도 상법과 정관에서 정한 사항만 가능하기 때문에 이러한 이슈를 주주제안을 통해 다른 투자자들과 이슈가 무엇 인지를 공감하게 하려는 데에 사용하는 것은 원천적으로 불가능하다. 미국에서도 주회 사법이나 SEC는 '일상적인 영업활동(company's ordinary business operations)을 주주제안의 배제사유로 하고 있어 부정적인 것으로 비추어져 오랜 기간에 걸쳐 SEC는 이러한 사항의 예외를 인정하고 있다⁵⁶⁾. 또한 미국에서는 회사가 주주제안을 거부하려면 SEC에 사유를 제출하는 등 절차적으로 까다롭다. 아울러 만일 기업이 배제조항에 따라 주주제안을 거부하는 경우 이사회에서 충분히 심의를 해야한다⁵⁷⁾.

대체로 상법시행령 제12조에서 규정한 주주제안 배제사유인 대통령령으로 정하는 것에 대해서는 기업과 경영자에게 친화적인 규정으로 평가되고 있다.⁵⁸⁾ 또한 소수주주가 한 주주제안내용을 처음 주주제안내용과 다른 형태로 변형하여 주주총회의 목적 사항으로 정할 수 있다. 이사회나 주주총회 의장이 총회운영에 관한 법적 권한 범위 내에서 주주제안내용을 변형 상정하였다면 설사 그로 인하여 소수주주에게 사실상 불이익이 발생하더라도 이를 무조건 주주제안권의 규정취지를 잠탈하였거나 위법하다고 할 것은 아니라고 보기 때문이다.⁵⁹⁾⁶⁰⁾ 더구나 회사가 정당한 사유 없이 주주제안을 거부하더라도 특별한 제재조치가 없고 일반 이사회결의나 주주총회결의 하자에 관한 구제방법으로 다룰 수밖에 없다. 반면에 미국은 회사가 주주제안을 거절할 경우 거절사유를 적시하여 80일 이내에 SEC에 제출하도록 하고 있고, 그 사본을 해당 주

56) 김지환, “주주권 실현을 위한 주주제안제도”, 『기업법연구』 22권 2호, 기업법학회, 113면, 2008년 ;장정애, 전계논문, 409면.

57) SEC, 2019, Staff Legal Bulletin(SLB) No. 14K

58) 예컨대 제1호에서 주주총회에서 의결권의 100분의 10 미만의 찬성밖에 얻지 못하여 부결된 내용과 같은 내용의 의안을 부결한 날부터 3년 내에 다시 제안하는 것은 주주제안에서 배제되는데, 이러한 제한규정은 주주제안권의 실효성을 반감시킬 우려가 있다. 또한 임기중에 있는 상장회사의 임원의 해임에 관한 사항도 배제되고 있는데, 이는 상법이 상장회사 소수주주에게 이사감사의 해임청구권(상법 제385조, 제415조)를 인정하는 것과 균형이 맞지 않는다는 비판이 많다. 자세한 것은 장정애, 전계논문, 398-399면. 참고.

59) 대체로 경영진의 재량에 달려 있다. 즉 이사가 첨부하거나 수정하는 조건에 따라 제안의 진정성과 효과는 크게 달라질 수 있다. 성민섭, “주주제안권의 내용상 한계와 이사회의 심사·변형 상정가능성- 이사 추가선임 및 집중투표를 청구한 사례들을 중심으로”, 『법학논총』, 28집 3호, 국민대학교 법학연구소, 2016년, 267면.

60) 논리적으로 구분이 되는 여러 안건을 결합하여 하나의 안건으로 주주제안을 하거나 양 당사자가 서로 양립할 수 없는 내용으로 각자 주주제안을 하는 경우 이사회는 주주총회의 적법·적정한 운영을 위하여 필요한 조치를 할 수 있고, 이중 어느 하나를 택일하여 상정하거나 두 제안내용을 원안 그대로 상정해서는 안되고 양 주주의 주주제안내용의 본질적 요소를 해치지 않는 범위 내에서 두 제안 내용이 최대한 반영되도록 변형 상정하는 방안을 강구해야 한다. 성민섭, 전계논문, 290면.; 변형상정의 한계를 벗어났는지 여부를 판단할 때는 주주제안권으로 행사된 안건의 결합형태와 목적, 회사가 변형상정한 안건의 내용과 목적 등을 종합적으로 고려하여 회사가 소수주주의 주주권 행사를 방해할 목적으로 안건을 변형했는지 여부를 판단하면 된다. 자세한 것은 전형정, 전계논문, 178면.

주에게 제공하도록 하고 있다⁶¹⁾.

나. 의결권 대리행사에 관한 위임장 획득

소유가 분산된 회사의 경우 경영진이 한 제안에 반대하고 변화를 요구하기 위해서는 의결권 확보가 필요하다. 그러나 단독으로 정족수 요건을 충족시키기란 상장회사의 경우 쉽지 않다. 때문에 다른 주주들로부터 의결권대리행사에 관한 위임장을 획득하여야 성공가능성이 있다.

그런데 이러한 것을 실행하기란 쉽지 않은데, 우선 회사경영진은 위임장 권유시 그 비용을 회사가 부담하는데 비해 주주의 경우 자신의 비용으로 위임장권유를 하여야 하기 때문이다. 때문에 경영진 교체와 같은 목적이 있는 경우가 아니면 굳이 큰 비용을 들여가며 위임장권유를 할 인센티브도 실익도 없다.⁶²⁾ 미국의 경우도 주주가 단독으로 위임장을 권유할 경우 회사에게 주주명부의 제공을 요청하거나 회사로 하여금 위임장 권유를 하도록 하는 방법을 택할 수 있고 이 경우 위임장 발송을 위하여 필요한 제반비용은 모두 주주 개인이 부담하도록 하지만 제안된 이후 이사회가 동 제안을 채택한 경우에는 위임장 등을 비롯하여 관련비용을 회사가 부담한다⁶³⁾. 비용도 장애지만 주주제안에 들이는 시간도 적지 않다.

한편, 위임장 획득에 패배하였다고 하여 그 표 차이가 미미할 경우 기업의 경영자는 신경을 쓰지 않을 수 없다. 일례로 미국의 Trian은 Dupont사의 실적 및 주가 부진, 지배구조 문제 등을 이유로 2015년 위임장경쟁을 벌였으며 근소한 표차이로 패하였으나 Dupont의 실적 및 주가는 지속적으로 부진을 면치 못했고 결국 CEO가 교체되기에 이르렀다.⁶⁴⁾

다. 의결권 행사

행동주의주주들은 그 적극성의 정도에 따라 주주제안, 이사후보 추천을 통한 이사회 참여, 주주소송 등 다양한 방식의 주주권을 행사할 수 있지만 현실적으로 그들의 목소리를 내는 가장 전형적인 방법은 주주총회에서 의결권을 행사하는 것이다. 법적으로 당연한 권리이면서 권리의 행사가 용이하기 때문이다.

61) SEC 규칙 14a-8(j)

62) 최민용, “기업지배구조 개선과 공시주의-의결권대리행사의 권유를 중심으로”, 「상사법연구」 31권 2호, 상사법학회 2012년, 58-59면.

63) SEC규칙, 14a-8

64) 김선민, “P&G vs Trian의 위임장 대결 및 시사점”, 6면.

라. 임시주주총회 소집

최근 국내외 기관투자자와 소액주주들이 합쳐 상장사를 상대로 임시주총 소집을 하는 경우도 나타나고 있다.⁶⁵⁾

경영권 확보에 영향력을 행사할 수 있을 만큼의 의결권을 확보한 주주는 이사 선임 및 해임등을 안건으로 한 주주총회를 개최하여 새로운 경영진으로의 교체를 시도하고자 하지만 주주총회의 소집권한은 이사회에 속하므로(상법 제362조), 대상회사의 이사회를 장악하고 있는 기존이사 및 지배주주들은 방어에 충분한 의결권 확보시까지 주주총회의 소집을 최대한 미루려는 경향이 있다. 상법은 다수결원칙에 의한 기존 지배주주들의 횡포를 견제하기 위해 일정한 지주요건을 갖춘 주주에게 임시주총 소집을 청구할 수 있도록 하고 청구가 있는 후 지체없이 이사회가 총회소집절차를 밟지 않는 경우 청구한 소수주주가 법원의 허가를 얻어 총회를 소집할 수 있게 하고 있어 임시주총 소집허가 신청을 통해 기존 이사회의 총회소집 거부를 무력화할 수 있다.

즉 상법은 소수주주의 권익 보호를 위하여 발행주식 총수의 100분의 3 이상 가진 주주에 대하여 주주총회 소집청구권을 인정하고 있으며(동법 제366조), 상장회사의 경우에는 발행주식총수의 1천분의 15 이상에 해당하는 주식을 보유하고 6개월 이상 계속하여 주식을 보유한 경우에 한하여 주총소집 청구권을 인정하고 있다(상법 제542조의 6 제1항). 이러한 청구가 있는데도 지체없이 이사회가 총회소집의 절차를 밟지 않은 경우에는 청구한 주주는 법원의 허가를 받아 총회를 소집할 수 있다. 또한 이에 의해 총회는 회사의 업무와 재산상태를 조사하게 하기 위하여 감사인을 선임할 수 있다.

소수주주에 의한 주주총회 소집청구는 대체로 경영권 분쟁과정에서 일어나고 이사·감사의 해임·선임을 목적으로 하는 경우가 많다. 회사의 정기주총에서 이사선임안건이 포함된 주총을 이용하여 선호하는 이사를 선임하는 방법도 있겠지만, 이러한 경우에는 회사가 의장권을 행사하므로 의안상정과 진행 등에서 상대적으로 불리하다. 때문에 임시주총소집청구를 하는 것이 유리하며 법원이 임시주총소집 허가를 하면 소집청구한 주주측이 임시주총 소집절차를 진행하게 되고, 의장직은 총회에서 별도로 선임된 자가 맡게 된다.⁶⁶⁾

그런데 법원의 허가를 받아 소수주주가 임시주총을 소집하려면 각하 내지 기각사유가 없어야 하는데 총회소집 허가신청이 권리남용에 해당하는 경우와 주총 소집의 필요

65) 행동주의 투자자로 알려진 밸류파트너스운용과 소액주주들이 코스닥상장사인 KISCO 홀딩스에 임시주총 소집을 요구한 바 있다. 임시주총 주요안건은 중단배당과 감사위원 선임 건이었다. 파이낸셜뉴스, 감사 새로 뽑고 배당 더 늘려라, 2018. 8.31 기사.

66) 김용호, “적대적 M&A에서 가처분이 활용되는 사례”, BFL 23호, 2007년, 금융법센터, 56면.

성이 없는 경우는 기각사유가 된다. 그러나 법원이 권리남용으로 판단하는 경우 내지 주총소집의 필요성이 없다고 판단하는 이유⁶⁷⁾를 사전에 예측하기는 어려워 임시주총소집이 행동주의주주들에게 이용이 용이하지는 않다.

마. 대표소송·집단소송

주주행동주의의 주주행동중 가장 적극적인 것으로 분류되는 것이 대표소송 내지 집단소송을 제기하는 것이다. 이들 소송은 미국에서 가장 많이 이용되고, 그 뒤로 네덜란드와 독일에서 활발하게 이용되는 반면에 영국에서는 이러한 소송이 잘 이용되지 않는다.⁶⁸⁾

한편에서는 이러한 방식의 주주행동에 대해서는 회의적인 견해도 없지 않다. 그 이유는 주주들이 그들의 권리를 남용할 우려가 있고 그 결과 문제된 이사의 행위보다 회사에 더 많은 손해를 가져올 수 있다는 것이다. 때문에 이같은 사안에서는 주주행동을 하는 행동주의 주주들이 이러한 권리를 행사하는 문제된 상황을 정확하게 파악하고 다른 주주들에게 상세히 알릴 필요가 있고 이에 관한 규제도 엄격하여야 한다는 주장이 있다.⁶⁹⁾

바. 기타

경우에 따라서는 주주총회에 참석하지 않고 의결권을 행사하지 않는 것도 일종의 반대의사표시를 보이는 일환으로 이용하는데 이러한 경우는 주총에서의 안건이 초다수결의를 요구하는 경우가 전형적이다.

67) 법원이 임시주총 소집허가신청이 권리남용으로 해당하는 경우로 객관적으로 보아 총회소집을 허가할 경우 회사로서는 더욱 복잡하고 심각한 법률적 분쟁만을 야기할 것이 명백하여 총회를 소집하는 것이 오히려 유해한 결과를 초래할 가능성이 있을 경우를 제시한다. 한편 주주총회 소집의 필요성이 없는 경우란 비록 소수주주가 법령에 정한 요건을 모두 구비하였더라도 총회소집 안건의 내용과 그 결의의 '시급한 필요 여부, 허가 여부에 따라 신청인과 사건 본인 회사에 미치는 영향, 이사회에 대한 소집청구 및 법원에 대한 소집허가신청에 이르기까지의 당사자의 태도, 분쟁 교섭과정, 안건의 통과 가능성, 신청인과 사건 본인 회사의 각 성격 및 업무의 내용, 신청인과 현 경영진 측의 지분 비율과 우호주주 구성등 제반사정을 종합적으로 고려하여 법원이 후견적인 입장에서 총회 소집의 필요가 없다고 판단하는 경우를 말한다. 자세한 것은 전후재, "경영권 분쟁과 가처분-적대적 M&A를 중심으로", 「인권과 정의」 Vo. 374, 2007년, 40면

68) Cristoph Van der Elst, Revisiting Shareholder Activism at AGMs: Voting Determinants of Large and Small Shareholders, July 16, 2011, ECGI-Finance Working Paper No. 311/2011

69) Augustin-Teoddr Zegrean, Shareholder Activism Around the World-Regulation, Practices and Effects, International Business Law, Tilburg University, 2016, at 14.

IV. 주주행동주의 순기능 강화방안

1. 회사 주체적으로 회사지배구조 개선 노력 증대

한국 기업지배구조의 취약성은 오랜 기간 코리아 디스카운트의 주요인으로 지적되어 왔고, 이는 자본시장에서 행동주의 주주에 의한 교정기능을 기대하기에 이르렀다. 이는 달리 말하면 회사 스스로 지배구조를 개선하려는 노력이 부족했다는 것을 의미한다.

주주행동의 타겟이 되는 회사들은 대체로 이전에 회사의 성과와 재무상의 수익률이 평균 이하인 경우가 많고, 특히 행동주의주주가 헷지펀드인 경우 전형적으로 대상회사에 대한 시장의 저평가 상태를 이용하여 단기수익을 추구하므로 경쟁기업에 비해 평균 이하의 주가가격이나 성장률을 보일수록 행동주의주주의 관심대상이 될 가능성이 크다.

그런데 회사를 변화시키기 위해 행동주의 주주가 단독으로 요구하는 것만으로는 타겟인 회사의 관심을 받기도, 변화시키기도 어렵다. 때문에 다른 투자자를 설득하는 것이 필수이고 이를 위하여 대부분 공감하는 회사지배구조 이슈를 문제삼는 경향이 있다. 이는 회사 스스로 지배구조에 적극적으로 관심을 갖고 개선할 수록 평상시 우호투자자를 모을 수 있다는 것을 의미한다.

한편 금융위원회는 2019년부터 기업지배구조보고서의 작성을 단계적으로 의무화한다고 발표하였다⁷⁰⁾. 이는 지배구조 관련한 통일성 있는 상세 보고서를 제공하게 하기 위함인데, 기업들은 보고서 작성 과정에서 제도보완과 정책 수립을 통해 지배구조의 질을 개선하는 기회로 활용할 수 있다. 즉 주주를 세분화하여 기관투자자 뿐 아니라 외국인, 개인투자자에 대한 정보 제공을 강화하고, 기업가치 제고를 위한 주주제언에 대응함을 명시하는 등 기업지배구조를 중시하는 외국인 투자자들의 관심 증대 및 기관투자자와의 건설적인 대화에 기여할 수 있다.⁷¹⁾

70) 자산총액 2조원 이상 대형사(금융사 39개사, 비금융사 161개사 등 총 200사)부터 의무화하고 공표사항을 구체화한 작성 가이드라인을 제공하였으며, 미공시, 거짓 공시 등에 대한 제재조치도 마련하였다. 2021년부터는 전체 의무화하는 것을 검토하고 있다.

71) 기업지배구조의 질이 투자의사결정에서 중요한 고려요소로 인식되고 있어 기업지배구조에 대한 객관적 평가를 가능하게 하는 기업지배구조보고서는 투자자들의 투자전략으로 활용될 것으로 기대되고 있다. 기본적으로 기업지배구조가 우수한 기업에 투자하는 것이 기업가치 제고, 주주환원 확대, 우발적 지배구조 비용 발생 리스크 회피 등 측면에서 유리하다. 자세한 것은 김동양 & 박주선, 한국과 일본의 기업지배구조보고서: G(지배구조)의 질적 개선 시작, Industry Report, 2019. 6.24, NH투자증권 17면.

2. 주주와의 대화의 질 개선

한국판 스투어드십코드에서도 주주와의 건설적인 대화를 강조하지만 실제 회사들이 주주와의 대화를 IR수준에서 이해하는 경향이 강하다. 그러나 건설적인 대화는 관여(engagement)중 핵심이 되며 회사와 투자자간의 상호 신뢰를 쌓는 가장 중요한 회사 대응책이 된다. 회사는 주주의 목소리에 귀를 기울여 그들이 하는 기대와 우려에 최대한 관심을 기울여야 하는 동시에 회사의 경영방침을 주주에게 이해하기 쉽게 정확하고 명확하게 제공하여야 한다. 건설적인 대화라 할 경우 통상 주요주주를 대상으로 하는 경향이 있는데 이는 주요주주가 많은 지분을 갖고 있어 장기적인 회사의 가치 제고에 많은 관심을 갖고 있고 이들의 전문성을 활용하여 회사의 정책방향을 검토하게 하기 위한 것으로 이해된다. 또한 기업 스스로 대화를 통해 주주총회에 상정될 안전에 대해 주주의 반응이 부정적일 것으로 예상되는 경우 선제적으로 대응할 수 있다.⁷²⁾

이와 병행하여 국내 투자자의 비중이 다른 나라와 달리 개인투자자의 비중이 높다는 점에서 개인투자자를 고려한 회사 경영방침이 명확하고 이해하기 쉬운 형태로 전달하는 방안이 모색될 필요가 있다. 즉 투자자층의 주주활동 못지 않게 투자대상기업의 투자자에 대한 활동이 못지 않게 중요하다.

3. 주주활동 지원을 위한 공시 부담 완화

주주활동과 관련하여 보유한 지분집중 관련 정보를 시장에 공개함으로써 증권시장의 공정성과 투명성 확보는 물론 대상회사에 대하여 경각심을 갖게 하는 제도로 주식등의 대량보유·보고제도(5%보고의무)가 있다. 이는 자본시장법에서 규정하고 있는 주권상장 법인의 주식등을 5% 이상 보유하게 되거나 이후 보유비율이 1% 이상 변동된 경우 또는 보유목적 등이 변경된 경우 그날부터 5일 이내에 그 보유상황 등을 금융위원회와 한국거래소에 보고하도록 하는 제도이다. 이 경우 대량보유는 본인과 특별관계자(특수관계인 및 공동보유자)의 보유 주식 등의 수를 합하여 그 보유비율이 5% 이상인 경우를 의미한다. 법적인 소유 뿐만 아니라 취득이나 처분, 의결권 행사 등에 실질적인 권한을 가지는 경우에도 공시의무가 있는 것으로 본다. 또한 의결권 있는 주식과 관련된 증권으로 해당 주권 뿐 아니라 전환사채 등 잠재적인 주식도 포함된다. 이러한 의무를 위반하게 되면 형사책임(1년 이하의 징역 또는 500만원 이하의 벌금)이 부과되며, 유가증권 발행제한 및 임원해임 권고등 행정상 제재를 받을 수 있다. 특히 5%를 초과해 보유한

72) 회사측에서도 engagement를 적극 활용하는 방안에 대해서는 안수현, “주주활동(Shareholder Engagement)의 최근 동향과 한국형 스투어드십코드에의 시사점”, 기업지배구조 리뷰, 한국기업지배구조원, 29면 이하

지분에 한해 일정 기간 의결권행사를 제한하며 고의 위반자에 대해서는 주식매수일로부터 보고·정정보고를 한 후 6개월이 지날 때까지, 착오로 위반한 경우에는 매수일로부터 보고한 날까지 의결권이 제한된다.

현행법에서는 5%이상 투자자의 주식등의 보유목적이 “경영권에 영향을 주기 위한 것”인 경우와 그렇지 않은 경우를 구분하여 보고사항 및 보고기간 등을 달리 정하고 있다(자본시장법 제147조 제1항 후단 및 동법시행령 제154조 제3항). 연기금, 기관투자자 등은 “경영권에 영향을 주기 위한 것이 아닌 경우”로서 약식보고를 하는 경우가 많은데, 주식등의 보유목적이 ‘경영권에 영향을 주기 위한 것’이 아닌 경우에는 보고기간 연장 및 약식보고가 허용되어 있고 스톱어드십 코드 이후 기관투자자의 주주권 행사가 증가하면서 5일 이내 상세보고 대상인 ‘경영권에 영향을 주기 위한 것’의 범위가 명확하지 않아 주주활동이 제약을 받고 있다는 지적이 제기되었다. 따라서 자본시장법시행령 개정이 추진⁷³⁾, 현재 시행되고 있다.

구체적으로 “경영권에 영향을 주는 것”의 의미를 명확히하고 범위를 축소하는 방안으로 다음의 사항은 “경영권에 영향을 주기 위한 것”에서 제외하는 것으로 상세보고대상의 범위를 조정하였다(시행령 제154조 제1항). 대표적으로 해임청구권등 회사·임원의 위법행위에 대응하는 상법상 권한 행사는 경영권의 영향을 주기위한 범위에서 제외되며, 공적 연기금 등이 투자대상기업 전체의 기업구조 개선을 위하여 사전에 공개한 원칙에 따라 상법상 회사의 기관과 관련된 정관 변경을 추진하는 경우도 제외되었다. 다만 정관변경이 특정 기업의 지배구조 개편을 겨냥하거나 특정 임원의 선·해임에 즉각 영향을 주는 경우에는 종전 규정이 적용된다. 아울러 주주의 기본권리인 배당과 관련한 주주활동, 단순한 의견표명이나 대외적 의사표시도 상세보고대상에 제외된다. 다만 임원선·해임, 합병을 위한 주주제안 등은 경영권에 영향을 주기 위한 것에 포함된다.

또한 보유목적 유형별 보고의무를 세분화하고 전문투자자 특례가 강화되었다. 즉 “경영권에 영향을 주기 위한 것이 아닌 경우”중에서 주식등의 수와 관계없이 법률에 따라 보장되는 권리(의결권, 신주인수권, 이익배당청구권 등)만을 행사하기 위한 경우를 “단순투자목적”으로 분류하여 최소한의 공시의무가 부과되며, 임원보수, 배당관련 주주제안 등 경영권 영향 목적은 없으나 적극적인 유형의 주주활동의 경우(“일반투자목적”)에는 상대적으로 단순투자목적에 비하여 강한 공시의무를 부과하는 등 분류를 세분화되었다(자본시장법시행령 제154조 제3항 및 제200조 제9항).

아울러 특례가 적용되는 전문투자자(증권금융회사, 공적 연기금등)의 경우 기준에 비해 5%의 보고의무를 완화하여 경영권 영향 목적인 경우에도 일반투자자에 비하여 완화

73) 금융위원회는 2019.9.6. 자본시장법 시행령 개정안을 입법예고하였다.

된 보고의무를 정하고, 신설되는 일반투자목적의 경우 보고사항 및 보고기한이 일부 완화되었다.

〈표〉 5% 보고의무관련 자본시장법시행령 개정 내용

보유목적 유형	보고사항	보고기한*
경영권 영향 목적 ○	[일반투자자] (i) 보유상황, (ii) 보유 목적, (iii) 보유주식 등 관련 주요계약내용, (iv) 대량보유자 및 그 특별관계자, (v) 발행인에 관한 사항, (vi) 변동 사유, (vii) 취득 또는 처분 일자·가격 및 방법, (viii) 보유 형태, (ix) 취득에 필요한 자금이나 교환대상물건의 조성내역 등	보유상황 변동일로부터 5일
	[특례 적용 전문투자자] 일반투자자의 단순투자 시 보고사항과 동일	상동
경영권 영향 목적 ×	[일반투자자] 위 (i), (ii), (iii), (iv), (v), (vii), (ix)	보유상황 변동일로부터 10일
	[특례 적용 전문투자자] 위 (i), (ii), (iv), (v)	보유상황 변동이 있었던 달의 다음 달 10일
단순투자 목적	[일반투자자] 위 (i), (ii), (iv), (v), (vii) (보유기간 동안 단순투자 목적 외의 행위 하지 않겠다는 확인 포함)	보유상황 변동이 있었던 달의 다음 달 10일
	[특례 적용 전문투자자] 위 (i), (ii), (iv), (v) (보유기간 동안 단순투자 목적 외의 행위 하지 않겠다는 확인 포함)	보유상황 변동이 있었던 분기의 다음 달 10일

이와 관련해 사모펀드가 활성화될 수록 5%룰도 개선하여 보고의무 기준을 3%로 인하여야 하고 5일 이내가 아닌 1일 이내로 보고하여야 한다는 주장이 있다.⁷⁴⁾ 이러한 주장은 근거로 영국 등 유럽국가를 예로 들고 있다.⁷⁵⁾

보고의무 기준점이 5%보다 낮을 경우 그만큼 대상회사에는 회사에 관심을 갖는 주주 동향을 일찍 파악할 수 있는 이점이 있는 반면 주주활동을 하려는 주주에게는 매우 강한 공시부담으로 주주활동에 많은 제약을 주게 된다. 대량보유 보고의무 위반시 형사처벌이 부과되는 점에서 주주활동을 하려는 주주에게 과도한 공시부담을 주는 것은 바람직하지 않다.

74) 최준선, 전계논문, 279면.

75) 대표적으로 EU투명성지침에서는 의결권이 있는 지분율이 3%, 5%, 10%, 20%, 30%, 50%, 또는 70% 경계선에 도달, 초과 또는 미달한 경우 4 거래일 이내 발행회사에 보고하도록 하고 있으며(제9조 제1항, 제12조 제2항), 독일 증권거래법은 최소 3%부터 일정 수준의 지분 취득시 4거래일 이내에 발행회사에 보고하도록 하고 있고(증권거래법 제23조), 영국도 최소 3%부터 일정 수준의 지분 취득시 2거래일 이내 발행회사에 대한 보고의무가 발생한다(Disclosure and Transparency Rules 5.1.3, 5.8.3)

4. 주주정보 접근성 강화

상법은 회사의 정관과 주주총회의 의사록을 본점과 지점에, 그리고 주주명부와 사채 원부는 본점에 비치하도록 규정하고 있고, 주주와 회사채권자는 영업시간 내에 언제든지 서류의 열람 또는 등사를 청구할 수 있다고 규정하고 있어 회사에 대한 주주의 주주명부 열람·등사요청을 허용하고 있다(상법 제396조). 상법상 주주에게 인정되는 여타의 권리가 대부분 소수주주권인 반면 주주명부열람·등사청구권은 단독주주권이다.

이러한 권리를 통해 다른 주주로부터 의결권을 위임받거나 특정한 방법으로 의결권을 행사하도록 권유하기 위해 주주의 성명과 주소를 확인하여 우편물을 발송하거나 직접 방문하는 등의 방법을 취할 수 있도록 하고 있다. 따라서 이사가 정당한 이유 없이 주주명부 열람·등사를 거부한 경우 500만원 이하의 과태료가 부과된다(상법 제635조 제4호).

상장회사의 경우 주주명부는 전자증권법의 발효로 발행인은 전자등록기관에 소유자명세서를 신청하여 작성하며 여기에 일정한 날을 기준으로 주식등 소유자들의 인적 사항, 각 소유자가 가진 주식 등의 종류, 종목, 수량 등을 기록하고 이렇게 작성된 소유자명세서가 발행인에게 통지되면 발행인은 이를 주주명부에 반영하게 된다(전자증권법 제37조 제6항). 전자등록기관은 요청을 받은 경우 소유자명세를 작성하여 주식의 발행인에게 지체없이 통지하며, 발행인의 임의적 요청으로 발행인에게만 통지된다.

반면 미국의 경우에는 주총을 앞두고 주주가 서면으로 요구할 경우 반드시 주주명부에 관한 정보를 요청한 주주에게 제공하도록 하고 있다⁷⁶⁾⁷⁷⁾

그런데 주주명부 열람·등사청구권은 우리법상 단독주주권인데다 영업시간 내라는 제한을 제외하고는 청구방법을 정하고 있지 않다. 그러나 그렇다고 주주의 요구에 따라 무제한으로 주주명부의 열람·등사를 허용하여야 한다고 할 경우 부정한 목적으로 청구하는 주주에게도 항상 허용하는 문제가 발생한다. 따라서 법원은 주주가 주주명부 열람을 청구할 경우 회사는 그 청구의 목적이 정당하지 아니함을 주장·입증하는 경우에는 이를 거부할 수 있다고 판시하고 있다(대판 1997. 3. 19자 97그7결정). 열람청구의 목적을 둘러싸고 대상회사와 분쟁이 빈번히 발생하며 실무에서는 주주명부열람 및 등사가 처분신청이 적지 않으며⁷⁸⁾ 실질주주명부상의 실질주주명부 열람소송을 제기하기도

76) Augustin-Teodor Zegran, Id., at 30.

77) 독일은 반대로 회사에 대하여 주주에 대한 정보를 다른 주주에게 제공하지 못하도록 금지하고 있다. 그러나 과거 2년간 주총에 참석한 자의 정보에 대해서는 요청할 수 있다. Augustin-Teodor Zegran, Id. at 30. 이러한 태도는 회사에게 유리한 규정으로 평가되며 대규모 지분을 보유한 주주에게도 자신의 보유내역을 외부에 알리지 않도록 하는 효과가 있다.

78) 최근의 사례로는 미디어SR, KCGI 주주명부열람 가처분 소송.. 한진 “목적 밝히면 협조”, 2019.1.29. 기사.

한다. 다만 실제 주주명부 열람·등사 가치분에서 정당한 목적이 없다는 이유로 신청을 기각한 사례는 그리 많지 않다⁷⁹⁾.

한편, 주주명부 열람이 의미가 있으려면 업데이트된 정보가 기재되어 있어야 한다. 그러나 상장회사의 경우 주주들의 변동이 자주 발생하고 실제 주주명부에 있는 정보가 최신화되어 있지 않거나 부정확한 경우가 적지 않다. 때문에 주주행동하는 측에서 공개 홈페이지를 개설해 주주를 찾아나선 예도 보도되고 있다⁸⁰⁾.

5. 행동주의 주주의 책임성 강화

회사의 행동에 가장 영향을 미치는 것은 ‘지배’ 할 수 있는 지분을 가지는 경우가 된다. 그러나 실제 회사를 지배할 수 있는 수준의 지분을 단독으로 보유하기는 쉽지 않다. 법적으로 회사를 지배하는 수준은 50%를 의미하는데 이는 상장회사의 경우 거의 불가능하다. ‘사실상 지배’하는 수준 역시 쉽지 않다.

이처럼 실제 주주행동주의자 내지 적극적인 행동투자자 단독으로는 회사의 행동을 바꿀 수 없기 때문에 다른 투자자와 연합하거나 기관투자자 내지 일반주주를 우호세력으로 만드는 것이 필수이다. 이를 달성하기 위해서는 행동주의 주주가 제기하는 이슈가 일관성 있고 책임질 수 있어야 한다.

또한 engagement를 통해 대상회사와의 신뢰관계를 쌓는 것이 필요하다. 경영진과 단순한 회합만으로는 충분하지 않으며 제기하는 이슈가 기업에 유익한 효과를 가져오기 위해서는 지속적이고 이슈가 해결될 때까지 반복적으로 제기하는 적극적인 의지가 중요하다. 아울러 기업의 경영상의 문제에 대해 단순히 이익을 제기하는 것보다는 책임성, 투명성, 주주권리 강화 등의 높은 수준의 기업지배구조 개선을 가져오도록 함으로써 다른 주주의 이익이나 권리 강화에도 기여할 경우 성공할 가능성이 크다.

최근 한편에서 헷지펀드가 하는 주주행동주의에 대해 남용론이 제기되는 것은 헷지펀드의 구조적 성격 내지 단기 수익을 중시하는 인센티브체계에서 비롯하지만 결국 회사와의 신뢰관계가 사전에 구축되어 있지 않고 제기하는 이슈에 대한 책임성이 결여되어 있는 것에서 야기된 것으로 보여진다.

아울러 기관투자자에 대하여 행동주의 주주로서 권리를 행사하도록 기대하는 것에는 적어도 기관투자자들이 청지기로서 임무를 다한다는 것에 전제한다. 이를 위해서는 적어도 이들의 활동을 견제할 권한이 위탁자에게 인정되어야 한다. 물론 이들 기관투자자

79) 법무법인 화우, 기업소송실무(3), 신주 및 사채/열람등사, 법무법인(유) 화우총서 II, 2014년, 45면.

80) 공개홈페이지에 이메일을 기재한 주주들에게 신상정보와 보유주식 수량등을 기재해 달라는 취지로 이메일을 발송하기도 한다. 미디어SR, KCGI 주주명부열람 가치분 소송.. 한진 “목적 밝히면 협조”, 2019.1.29. 기사.

에 대해 적어도 자본시장에서 펀드교체나 시장기능을 통해 경고가 가능할 것이나 그것으로 충분하지 않다. 즉 기관투자자의 전문성과 책임성을 확보하는 방안이 마련되어야 할 것이다. 기관투자자들의 경우 비용의 증가를 억제하고 전문성 보완 및 의안분석에 드는 비용을 최소화하는 일환으로 내부에 전문인력을 두기보다는 외부 자문회사의 의안분석에 의존하는 경향이 있는데 이는 개선되어야 할 것이다. 적어도 기관투자자가 주주활동을 책임있게 하기 위해서는 많은 안건 분석에 필요한 전문인력의 확보⁸¹⁾와 의결권 가이드라인의 최신화 및 이에 대한 공시가 요구된다.

V. 결론

종래 회사지배구조 개선을 위하여 주주행동으로 주목받았던 것이 경영자에게 책임을 묻기 위한 대표소송 제기 등의 사후책임을 묻는 것이었다면 행동주의 주주에 의해 최근 주목받는 주주활동은 회사의 경영정책과 영업방식 및 관행에 대해 변화를 야기하도록 목소리를 내고 사전에 적극적으로 관여하는 방식이다. 이를 위해 비공식적인 대화를 강조하는 engagement부터 이사의 교체를 목적으로 공식적이고 법적인 조치를 적극적으로 취하는 주주행동(shareholder activism) 등 다양하게 추진되고 있다.

한편에서 이러한 행동주의 주주의 적극적인 주주활동이 자신의 이익만을 우선시하고 다른 주주의 이익을 침해하거나 회사에 손해를 야기할 것이라는 우려가 크다. 행동주의 주주가 전문성과 책임성을 갖지 않은 채 단기 수익만을 추구하기 위한 목적으로 추진할 경우 우려하는 바대로 회사와 다른 주주에게 불리한 결과를 미칠 수 있다. 또한 주주행동주의가 과도한 영향력을 행사할 경우 법상 마련해 둔 주주총회와 이사회에 권한 배분 원칙에도 맞지 않게 된다. 또한 외국에서 빈번히 소개되는 공격적인 헷지펀드에 의한 주주권 남용가능성도 배제할 수는 없다.

그러나 현실적으로 국내 기관투자자⁸²⁾와 기타 펀드의 비중은 다른 나라와 비교할 때 매우 적은 비중을 차지하고 있음을 간과해서는 안될 것이다. 헷지펀드 역시 최근 공격적인 투자전략의 하나로 주주활동을 표방하는 경우가 없지 않으나 이들이 계획한 결과

81) 미국의 경우 조사대상인 기업과 기관투자자들은 대체로 주주활동 관련 인력을 5명 정도 두는 것으로 나타나고 있다. 안수현, '주주활동(Shareholder Engagement)'의 최근 동향과 한국형 스튜어드십코드에의 시사점, 50면.

82) 오히려 투자규모가 클수록 투자구조 내지 사업부문간의 이해상충이 발생할 가능성이 커져 적극적인 주주활동을 못 한다는 주장도 있다. 이에 대해서는 John D. Morley, Too Big To Be Activist, Southern California Law Review, Vol. 92, (2019) at 1407~1455.

를 성취하기 위해서는 충분한 우호세력 즉 다른 기관투자자 내지 일반투자자의 공감을 얻지 않으면 안된다. 이러한 점에서 국내의 경우 현 시점에서는 주주활동의 순기능을 강화하는 방안들이 보다 모색될 필요가 있다.

일부 주주행동주의에 의한 주주활동을 일종의 적대적 기업인수라는 관점에서 접근하려는 시각도 없지 않은데, 이러한 접근은 주주행동주의에 의한 기업지배구조 개선의 순기능을 기대하기 어렵게 할 가능성이 크다. 조기에 기업의 자발적이고 적극적인 지배구조 개선과 기관투자자 및 주요주주와의 건설적인 대화를 통해 신뢰관계 형성 및 기업에 관한 정보 제공의 강화와 일반투자자를 염두에 둔 주주권리 강화 노력은 헛지펀드등의 남용적인 경영관여 시도에 대한 적극적인 예방책이 될 것임을 간과해서는 안된다.

대기업 경제력 집중과 경제성장

연구논단II

배기홍 | York대학교 경영대학 교수, 한국기업지배구조원 객원연구위원

1. 서론

대기업이 경제에서 차지하는 비중은 매우 높다. 2019년 삼성전자 매출액은 239조원으로 국내총생산액 12%에 달한다. 상위 10개사 총 매출액 비중은 무려 37%이다. 대기업이 자본시장에서 차지하는 비중은 더욱 높다. 작년말 시가총액 상위 10대 기업은 유가증권시장 시가총액(1,476조)의 46%를 차지한다.

대기업 경제력 집중 현상은 비단 한국경제에만 국한 된 것은 아니다. 지난 20여년 동안 전 세계에서 나타난 현상이다. 미국은 20세기까지는 관세철폐, 규제완화, 독과점 규제 등과 같은 정책으로 경쟁적 시장을 형성하여 왔으나 21세기 들어온 지난 20여년 동안에는 대부분 산업에서 산업집중도 (industry concentration)가 증가하였다 (Gullon, Larkin, and Michaely, 2019). 각 산업에서 대기업이 차지하는 비중이 커졌을 뿐만 아니라 수익성(markup)도 증가하여 대기업 시장지배력(market power)은 더욱 더 커지고 있다 (Loecker, Eeckhout, and Unger, 2020). 다른 선진국에서도 같은 현상을 볼 수 있다. 전 세계 134개국을 대상으로 지난 40여년간에 걸친 대기업 시장지배력 추이를 보면 북미와 서유럽 대부분 국가에서 시장지배력은 증가하였다 (Loecker and Eeckhout, 2018). 대기업 시장지배력이 지난 20여년간 증가했다는 사실에는 의문의 여지가 없다. 그러나 시장지배력이 경제에 미치는 영향에 대한 해석은 다양하다.

본 연구는 자본시장에서 나타나는 대기업 집중 현상과 경제성장 간 관계를 실증분석하였다.¹⁾ 자본시장에서 대기업 집중 현상을 측정하는 방법은 여러가지가 있을 수 있으

1) 본 연구는 필자의 연구논문 "Why is stock market concentration bad for the economy?"를 기초로 작성되었음을 밝혀둔다.

나 본 연구에서는 시가총액 상위 5대 (또는 10대) 기업이 전체 시장 시가총액에서 차지하는 비중, 즉 주식시장집중도(stock market concentration)로 대기업의 자본시장 집중도를 측정한다. 앞서 소개한 바와 같이 대기업이 한국 주식시장에 차지하는 비중은 높은 편이다. 최근 들어 그 비중은 더 증가하는 추세이다. 주식시장집중도가 증가하는 현상은 비단 한국 주식시장 뿐 아니라 전 세계 주식시장에서 공통으로 나타나는 현상이다. 주식시장이 실물경제를 반영한다고 볼 때 이 같은 현상은 대기업 경제력 집중 현상과 맥을 같이 한다.

주식시장집중도와 경제성장 간에는 두가지 가설이 있다. 시카고 학파 학자들은 주식시장집중 현상을 긍정적으로 본다. 주식시장집중은 시장경제가 작동하여 나타나는 자연스런 결과라는 주장이다. 시장경제에선 늘 승자와 패자가 나온다. 창조적 파괴(creative destruction)의 결과로 나타난 승자 기업 중 일부는 기술혁신으로 대기업으로 성장한다 (Schumpeter, 1912). 경쟁자본시장은 항상 비효율적 기업에서 효율적인 기업으로 자원을 재분배하기 때문에 규모의 경제를 갖는 대기업에 더 많은 자원이 분배된다. 따라서 주식시장집중 현상은 자유경쟁시장에서 나타나는 자연스런 현상이며 주식시장집중도는 경제성장과의 관계를 갖는다는 가설을 세울 수 있다.

반면 자본시장발전 정치경제학이론(political economy of financial development)을 주장하는 학자들은 주식시장집중 현상을 부정적으로 본다. 일부 대기업이 지배하는 시장은 독과점 시장이고 진입장벽이 높은 비경쟁시장으로 대기업은 불공정경쟁으로 높은 수익성과 시장지배력을 유지한다는 주장이다. 이들 기업은 경제력 뿐만이 아니라 정치력까지도 행사하여 경쟁우위를 유지한다 (Zingales, 2017; Ferracuti, Michaely, and Wellman 2020). 더욱이 소수 엘리트 기득권 층은 정치, 경제력을 행사해 자본시장 발전을 저해할 인센티브가 있다 (Rajan and Zingales, 2003a, 2003b; Perotti and Volpin, 2007; Braun and Raddatz, 2008; Girma and Shortland, 2008). 효율적 자본시장은 신흥기업 성장을 도와주고 시장을 더 경쟁적으로 만들지만 자유경쟁시장은 기득권 층 이해에 반하기 때문이다. 예를 들면 소수 일부 대기업이 지배하는 증권거래소시장은 소규모 신흥기업보다는 대기업의 이해관계에 더 민감할 수 밖에 없다. 대기업이 상장폐지를 결정 할 경우 거래소는 막대한 손해를 보기 때문이다. 자본시장발전 정치경제학이론에 따르면 주식시장집중도가 높은 시장은 기업 혁신과 성장을 저해한다. 따라서 주식시장집중도는 경제성장과의 음의 관계를 갖는다는 가설을 세울 수 있다.

본 연구는 1994년에서 2016년 까지 23년 동안 전 세계 47개국 국가-연도 패널 자료(country-year panel data)를 사용하여 주식시장집중에 대한 상반된 두 가설을 검

증하였다. 실증분석 결과를 요약하면 다음과 같다.

1. 시가총액 상위 5대 (10대) 기업 주식시장집중도 전체 평균은 36% (48%)이고 주식 시장집중도는 매년 꾸준히 증가하였다.
2. 주식시장집중도와 경제성장률 간 내생성문제를 고려한 후 두 변수는 음의 관계이다. 음의 관계는 부패지수가 높은 국가에서 더 강하게 나타났다.
3. 주식시장집중도와 자본배분효율성은 음의 관계이다.
4. 주식시장집중도와 최초공모기업의 수는 음의 관계이다.
5. 주식시장집중도와 특허(patent)는 음의 관계이다.

이상의 결과는 시장집중도가 높은 자본시장에서는 자본배분효율성이 낮고 기업공개 및 기업혁신 활동이 미미해 경제성장률이 낮다는 가설과 일치한다. 주식시장집중도가 높을수록 경제성장이 저조한 현상, 특히 부패지수가 높은 국가에서 이러한 현상이 더 강하게 나타난다는 결과는 자본시장발전 정치경제학이론이 주장하는 바이다. 실물시장과 자본시장에서 대기업 지배력이 클 때 이들은 경제력 뿐만이 아니라 정치력까지도 행사할 수 있게 되고 경쟁우위를 유지하기 위해 효율적인 경쟁자본시장의 발전을 저해한다. 경쟁자본시장은 자원을 효율적으로 배분하기 때문에 경제 발전에 필수 요인이다. 효율적 자원배분이 이루어지지 않는 경제는 성장할 수 없다.

본 연구는 다음과 같이 구성되었다. 제 2장에서는 데이터 및 표본 구성에 대해 설명하고 제3장에서는 실증분석 결과를 소개한다. 제4장에서는 연구결과의 시사점으로 결론을 맺는다.

2. 연구 표본 구성

2.1 분석대상 표본

본 연구 분석대상 표본은 Bae, Bailey, and Kang (2020)에서 사용된 표본을 사용하였다. 분석 기간은 1994년에서 2016년 까지 23년이고 분석 대상은 한국을 포함한 전 세계 47개국으로 국가-연도 패널 자료(country-year panel data)를 사용하였다.

2.2 변수 구성 및 정의

2.2.1 주식시장집중지표

각 국가 연도별 주식시장집중도는 6월 말 기준 주식시장 전체 시가총액에서 상위 5개 (또는 10개) 기업 시가총액이 차지하는 비중으로 계산하였다. 주식시장집중도는 아래에서 기술할 종속변수, 즉 경제성장률, 최초공모기업, 기업혁신지표 등 변수와 5년간 시차를 두고 1989년에서 2011년 까지 계산하였다. 이와 같이 시차를 두고 주식시장집중도를 측정하는 것은 현재 주식시장집중도가 향후 5년 후 종속변수에 미치는 영향을 분석하기 위함이다. 자본 및 금융시장이 경제에 미치는 영향은 장기간에 걸쳐 나타난다. 따라서 동 시간대 상관관계(contemporaneous correlation)는 의미가 없다.

시장집중지표로 흔히 사용되는 허쉬만-허핀달 지수(Hirschman-Herfindahl index)를 사용하지 않고 주식시장집중도를 사용한 이유는 대기업이 경제에 미치는 영향은 다른 기업과 근본적으로 다르기 때문이다 (Gabaix, 2011; Fogel, Morck, and Yeung, 2008). 시가총액 자료는 Datastream International 데이터베이스를 사용하였다.

2.2.2 경제성장률

각 국가 연도별 경제성장률은 일인당 실질 국내총생산 (per capita real GDP) 성장률로 측정하였다. 일인당 GDP는 2005년도를 기준으로 하여 인플레이션을 고려한 금액이다. 일인당 GDP는 세계은행(World Bank)에서 제공한 자료를 사용하였다.

2.2.3 자본배분효율성

자본배분효율성(capital allocation efficiency) 계산은 Wurgler (2000)에서 사용된 방법론을 이용하였다.²⁾ 자본배분효율성은 각 산업 투자율과 부가가치증가율, 두 변수 간 상관계수로 측정한다. 사양산업보다 성장산업에 더 많은 자본이 배분 되었을 때 두 변수 간 상관계수가 높기 때문에 이를 자본배분효율성 대용변수(proxy variable)로 볼 수 있다. 자본배분효율성 계산은 Industrial Statistics Database of the United Nations Industrial Development Organization (UNIDO)에서 제공한 자료를 사용하였다.

2.2.4 최초공모기업의 수

기업공개 활동을 측정하기 위해 최초공모기업 수를 국가 인구 수로 나눈 변수를 사용하였다. 최초공모기업 변수는 Thomson Reuter가 제공하는 SDC Platinum Global

2) 자본배분효율성 측정에 관한 자세한 통계적 방법론은 Bae, Bailey, and Kang (2020) 참조.

New Issues Database를 사용하였다.

2.2.5 특허

기업 혁신 활동을 측정하기 위한 변수로 각 국가 연도별 특허 수를 당해 국가 인구 수로 나눈 변수를 사용하였다. 특허 자료는 National Bureau of Economic Research (NBER) Patent Database를 사용하였다.

3. 실증 분석 결과

3.1 기초 통계량

〈표 1〉은 분석에 사용된 변수의 국가별 평균값을 보여준다. 주식시장집중도(상위5개 기업)와 주식시장집중도(상위10개 기업) 전체 평균은 각각 36%와 48%이다. 한국의 경우는 30%와 39%로 전체 평균보다는 약간 작은 수준이다. 주식시장집중도(상위5개 기업) 비중이 가장 높은 국가는 헝가리로 그 비중이 무려 평균 78%에 달한다. 가장 낮은 국가는 미국으로 9%에 불과하다. 미국은 전 세계에서 가장 큰 자본시장을 가진 국가로 외국기업을 포함한 수 많은 기업이 주식시장에 상장되어 있기 때문에 대기업을 주식시장에서 차지하는 비중은 타 국가에 비해 매우 낮은 편이다. 전체 47개 국가 중 주식시장집중도(상위5개 기업)가 20% 미만인 국가는 6개국에 불과하다. 주식시장집중도(상위 10개 기업) 경우는 단지 미국과 브라질 2개국만 그 비중이 20% 미만이다. 즉 대부분 국가에서 주식시장집중은 매우 높은 것으로 보인다.

〈표 1〉 기초통계량

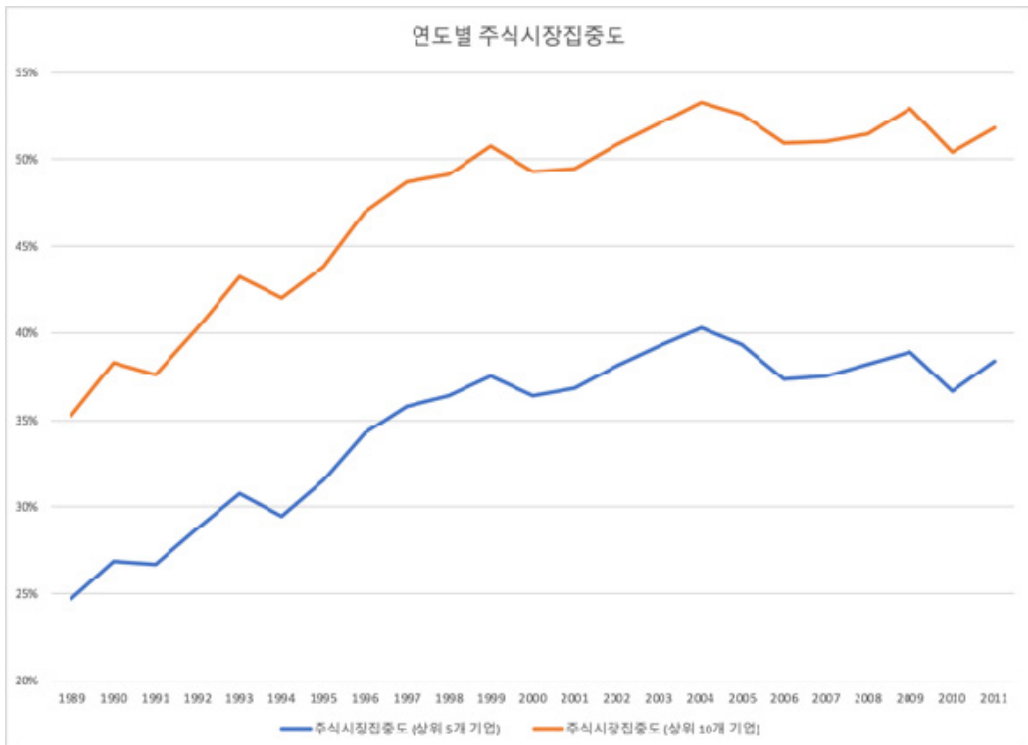
국가명	주식시장 집중도 (상위5개 기업)	주식시장 집중도 (상위10개 기업)	경제성장률 (%)	자본배분 효율성	최초 공모기업	특허
Argentina	0.36	0.45	1.36	—	0.02	0.20
Australia	0.27	0.39	1.88	0.74	3.71	26.13
Austria	0.41	0.59	1.26	0.64	0.25	27.83
Bangladesh	0.30	0.43	4.33	—	0.02	—
Belgium	0.42	0.59	1.33	0.45	0.38	34.42
Brazil	0.10	0.13	1.31	—	0.02	0.21
Canada	0.14	0.22	1.51	—	2.71	60.39

국가명	주식시장 집중도 (상위5개 기업)	주식시장 집중도 (상위10개 기업)	경제성장률 (%)	자본배분 효율성	최초 공모기업	특허
China	0.14	0.19	8.23	—	0.12	0.11
Colombia	0.42	0.60	2.38	—	0.00	0.05
Denmark	0.38	0.50	1.24	0.39	0.60	55.62
Egypt	0.37	0.49	2.09	—	0.02	0.01
Finland	0.51	0.61	1.89	0.60	0.80	125.30
France	0.24	0.38	1.06	1.15	0.56	45.11
Germany	0.27	0.43	1.35	0.81	0.32	91.05
Greece	0.35	0.50	0.70	0.36	0.70	0.41
Hong Kong	0.42	0.55	2.43	—	5.04	19.44
Hungary	0.78	0.88	2.52	0.14	0.05	1.68
India	0.24	0.35	5.23	0.80	0.12	0.12
Indonesia	0.38	0.54	2.61	-0.10	0.06	0.01
Ireland	0.59	0.74	3.33	0.27	0.16	17.44
Israel	0.41	0.51	1.47	0.82	0.17	36.49
Italy	0.38	0.50	0.41	1.18	0.23	17.83
Japan	0.13	0.20	0.85	0.44	0.87	222.54
Kenya	0.54	0.74	1.55	—	0.01	0.01
Korea	0.30	0.39	3.94	0.78	1.21	63.37
Malaysia	0.24	0.35	3.03	0.29	1.40	0.47
Mexico	0.35	0.47	1.35	0.38	0.02	0.21
Morocco	0.52	0.71	2.88	0.53	0.06	0.01
Netherlands	0.53	0.69	1.55	0.29	0.21	68.78
New Zealand	0.39	0.51	1.64	0.67	0.74	15.7
Norway	0.50	0.61	1.42	0.73	1.54	32.67
Pakistan	0.42	0.54	2.00	—	0.01	—
Peru	0.37	0.50	4.11	—	—	0.01
Philippines	0.33	0.49	2.85	0.38	0.04	0.01
Poland	0.45	0.61	3.56	0.65	0.42	0.08
Portugal	0.56	0.78	1.14	0.79	0.14	0.43
Romania	0.47	0.54	4.16	0.71	0.02	—
Singapore	0.41	0.59	3.07	0.30	5.66	43.76
South Africa	0.17	0.27	1.40	—	0.03	0.95
Spain	0.33	0.45	1.42	0.56	0.11	2.89
Sri Lanka	0.30	0.43	4.48	—	0.08	0.00
Sweden	0.31	0.44	1.93	0.30	0.78	125.77
Switzerland	0.47	0.59	0.95	—	0.44	164.70
Thailand	0.30	0.44	2.83	—	0.31	0.08

국가명	주식시장 집중도 (상위5개 기업)	주식시장 집중도 (상위10개 기업)	경제성장률 (%)	자본배분 효율성	최초 공모기업	특허
Turkey	0.34	0.52	3.26	0.64	0.09	0.04
United Kingdom	0.22	0.33	1.62	0.64	1.18	31.10
United States	0.09	0.14	1.50	0.89	0.84	—
전체표본	0.36	0.48	2.24	0.57	0.76	34.78

주식시장집중 현상은 시간이 갈수록 심화되고 있다. <그림 1>은 전체 표본국가의 연도별 평균 주식시장집중도를 보여준다. 주식시장집중도(상위5개 기업)를 보면 1989년 25%에서 2011년 39%로 대기업이 주식시장에서 차지하는 비중은 매년 꾸준히 증가하였다. 주식시장집중도(상위10개 기업) 경우는 1989년 35%에서 2011년 52%로 증가하였다. 이 같은 현상은 현대 경제는 대기업이 지배하고 있다는 주장을 방증한다 (Gabaix, 2011; Zingales, 2017).

<그림 1>



〈표 2〉는 분석에 사용된 변수간 상관관계를 보여준다. 주식시장집중도(상위5개 기업)은 경제성장률, 자본배분효율성, 최초공모기업, 특히 등의 변수와 모두 음의 관계이다. 즉 현재 주식시장집중도가 높을 경우 5년 후에는 경제성장률, 자본배분효율성, 기업공개 및 기업혁신 정도가 모두 낮게 된다.

〈표 2〉 상관관계

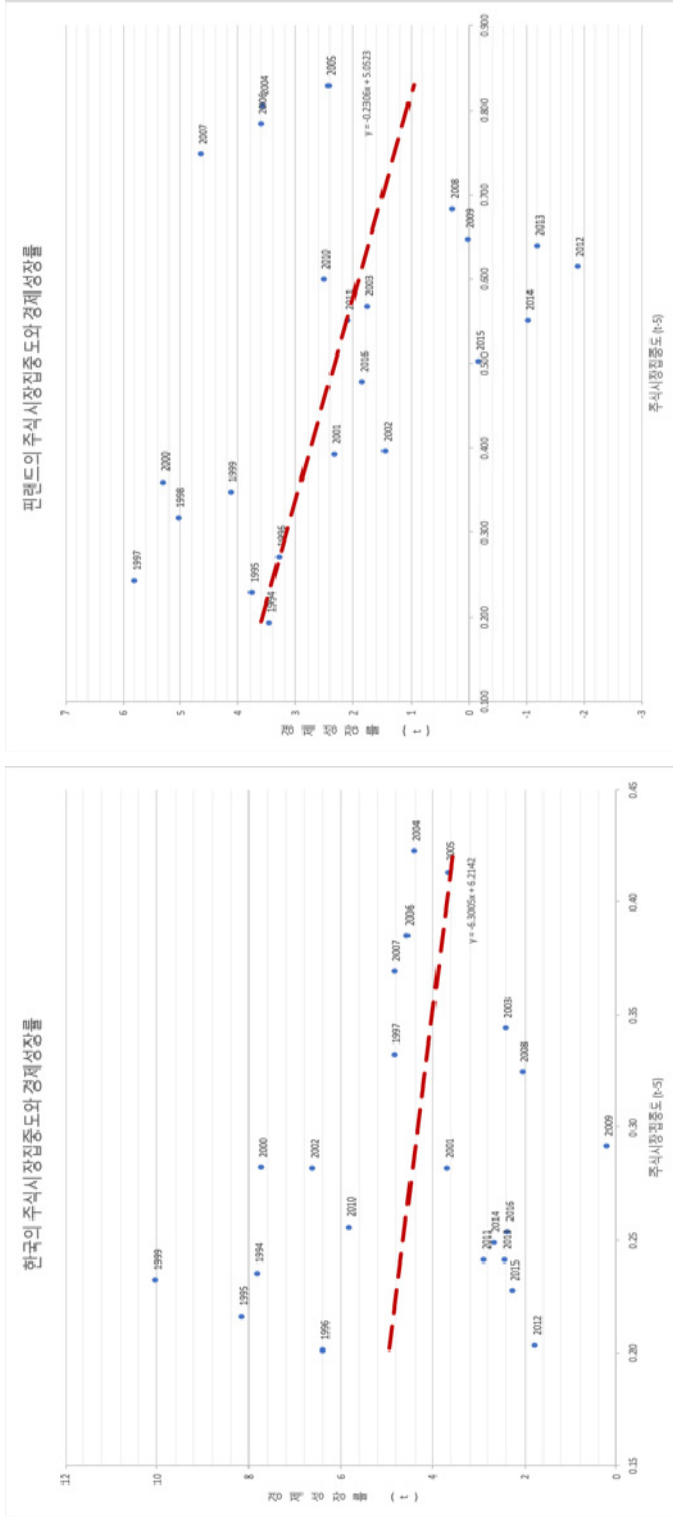
변수명	[1]	[2]	[3]	[4]	[5]	[6]
[1] 주식시장집중도(상위5개기업)	1.00					
[2] 주식시장집중도(상위10개기업)	0.97*	1.00				
[3] 경제성장률	-0.12*	-0.14*	1.00			
[4] 자본배분효율성	-0.26*	-0.26*	-0.07	1.00		
[5] 최초공모기업	-0.17*	-0.17*	0.14*	0.01	1.00	
[6] 특히	-0.13*	-0.18*	-0.11*	0.17*	0.43*	1.00

3.2 주식시장집중도와 경제성장률

〈그림 2〉는 한국과 핀란드 두 국가를 대상으로 t-5 시점 주식시장집중도 (상위5개 기업)와 t 시점 경제성장률 간 관계를 보여준다. 한국의 경우 1998년 외환위기로 인해 경제성장률이 예외적으로 낮았기 때문에 1998년은 누락변수 (missing variable)로 처리하였다. 핀란드도 2009년 세계금융위기로 인해 경제성장률이 예외적으로 낮았기 때문에 2009년은 누락변수로 처리하였다. t 시점 경제성장률을 t-5 시점 주식시장집중도에 단순회귀분석한 결과를 보면 회귀계수가 두 나라 모두 음의 값을 보여 주식시장집중도가 높으면 향후 경제성장률이 낮게 되는 된다는 결과를 보여준다.

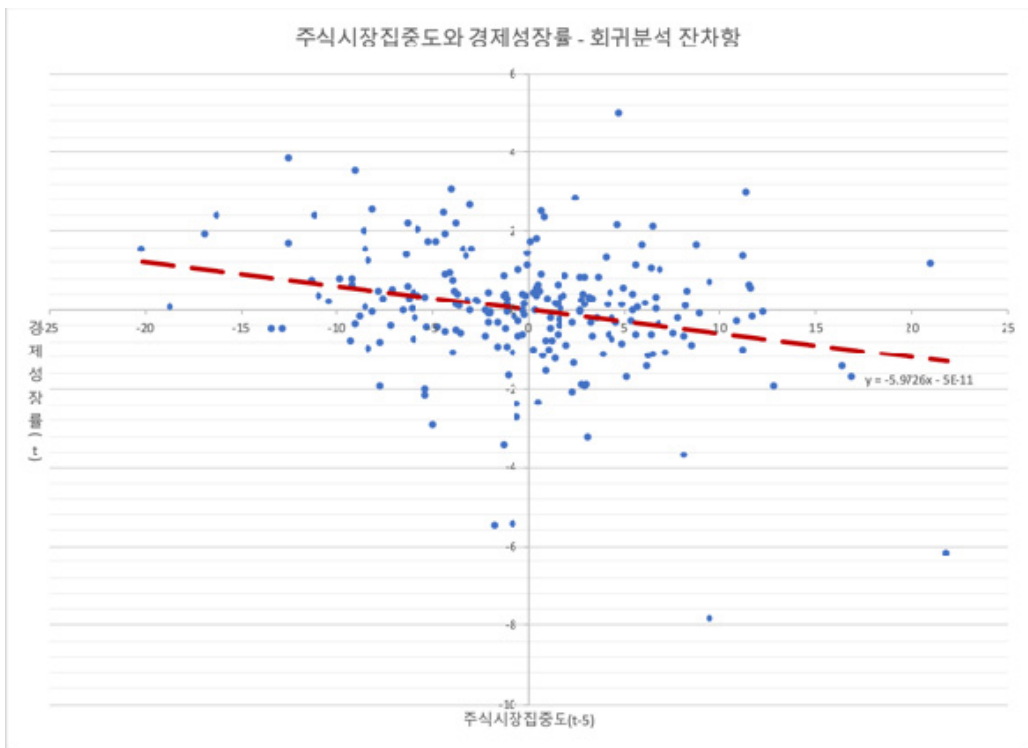
현재 주식시장집중도와 5년 후 경제성장률 간 음의 상관관계가 인과관계(causal relation)를 의미하는 것은 아니다. 인과관계로 볼 수 없는 두가지 이유가 있다. 첫째, 한 국가의 경제성장률은 수 없이 많은 정치, 경제변수에 영향을 받고 또 경제성장이 이 변수에 영향을 주기 때문이다. 즉 변수 간 내생성(endogeneity) 문제가 있다. 둘째, 두 변수간 음의 관계는 단순히 경기순환(business cycle) 때문일 수 있다. 경제가 활황일 때 주식시장집중도는 더 높게 되고 활황인 경제는 시간이 지나면 불황으로 가기 때문에 두 변수가 음의 관계를 보이는 것은 경기순환의 당연한 결과일 수 있다.

〈그림 2〉



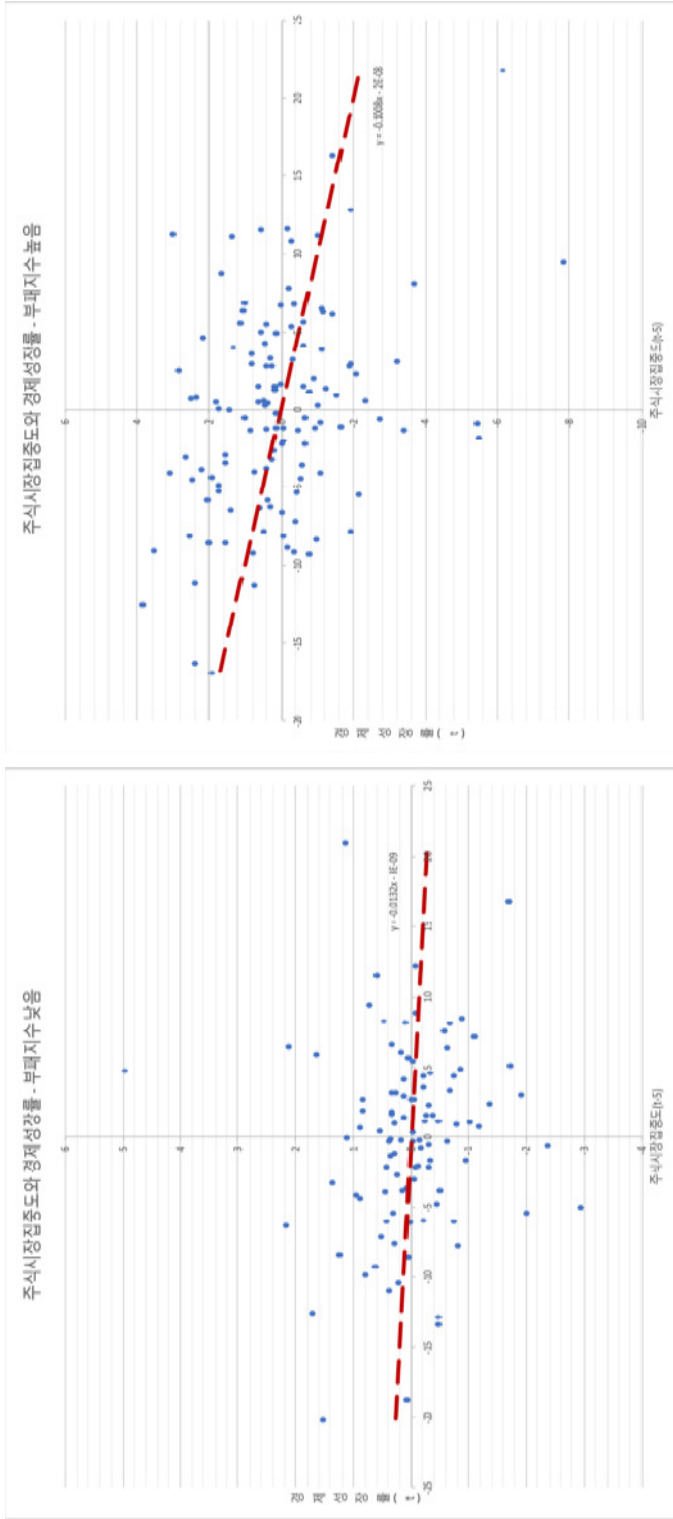
〈그림 3〉은 이 같은 두가지 문제점을 고려한 후 주식시장집중도와 경제성장률 간 관계를 보여준다. 먼저 경기순환으로 인한 문제점을 고려하기 위해 5년간 평균 경제성장률을 계산하였다. 그리고 두 변수간 내생성 문제를 제거하기 위해 경제성장률에 영향을 주는 변수(주식시장집중도는 제외)와 회귀분석을 하여 경제성장률 잔차항을 구하고 같은 방법으로 주식시장집중도 잔차항을 구하였다.³⁾ 〈그림 3〉은 두 잔차항 변수 간 관계를 분석한 것으로 음의 관계가 있음을 보여준다. 자연과학과 달리 사회과학에서 인과관계를 완벽히 규명하는 것은 불가능하다. 그러나 주식시장집중도와 경제성장률 간 내생성문제를 고려했을 때 두 변수간에 시차를 두고 음의 관계가 있다는 것은 주식시장집중도가 높은 자본시장은 경제성장률에 순기능을 하는 것이 아니라 오히려 역기능을 가져옴을 시사한다.

〈그림 3〉



3) 내생성 문제를 해결하기 위한 자세한 통계적 방법론의 내용은 Bae, Bailey, and Kang (2020) 참조.

〈그림 4〉



자본시장발전 정치경제학이론에 따르면 정치 및 경제력을 행사하는 소수 엘리트 기득권 층은 자신의 경쟁력 유지를 위해 자본시장 발전을 저해할 인센티브가 있다 (Rajan and Zingales, 2003a, 2003b; Braun and Raddatz, 2008). 이 이론에 의하면 부패 지수가 높은 국가일수록 소수 엘리트 그룹의 정치력이 더 클 것이고 따라서 주식시장집중도와 경제성장률 간 음의 관계는 더 강하게 나타날 것이다. <그림 4>는 <그림 3>에서 사용한 표본자료를 전체 표본국가의 부패지수 중위값으로 나누어 각각의 하위표본(subsample)에 대하여 회귀분석을 한 결과이다. 부패지수는 IMD World Competitive Center에서 제공하는 부패지수를 사용하였다. 자본시장발전 정치경제학 이론이 예측한대로 부패지수가 높은 국가일수록 주식시장집중도와 경제성장률 간 음의 관계는 더 강하게 나타났다. 부패지수가 낮은 국가에서는 회귀계수 값의 크기가 -0.0132로 매우 작고 통계 유의성도 없다. 반면 부패지수가 높은 국가에서는 회귀계수 값의 크기가 통계적으로 유의한 -0.1002 이다. 즉 부패지수가 낮은 국가에서는 주식시장집중도가 경제성장에 영향을 주지 않지만 부패지수가 높은 국가에서는 주식시장집중도가 경제성장에 악영향을 준다. 본 연구 표본국가 중에서 한국은 부패지수가 높은 그룹에 속한다. 2016년 말 기준으로 42개국 중 상위 18위이다. 터키와 비슷한 수준이다.

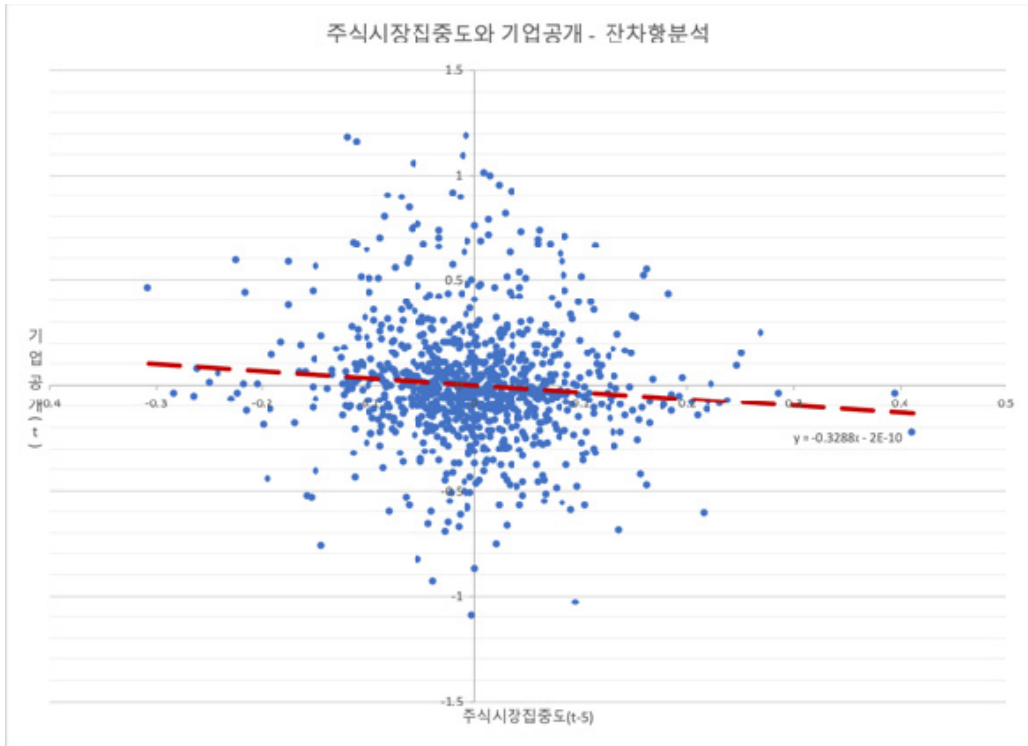
3.3 주식시장집중도와 자본배분효율성

자본시장발전 정치경제학이론에 따르면 주식시장집중도가 경제성장률에 악영향을 주는 이유는 시장집중도가 높은 자본시장에서는 자본시장의 가장 중요한 역할인 자본배분기능이 제대로 작동하지 않기 때문이다. 이러한 가설을 검증하기 위해선 각 국가의 자본배분효율성을 측정해야 한다. 자본배분효율성 측정은 산업별 부가가치와 투자금액의 시계열 자료가 필요하기 때문에 자본배분효율성을 국가-연도 패널 자료(country-year panel data)로 측정하는 것은 불가능하고 각 국가별로만 자본배분효율성을 계산할 수 있다. 일부 국가는 시계열자료가 부족하여 47개 표본국가 중 32개 국가 경우에만 자본배분효율성을 계산할 수 있었다.

<그림 5>는 주식시장집중도와 자본배분효율성 간 단순회귀분석 결과를 보여준다. 회귀계수는 -0.6189이고 통계적으로 유의한 수치이다. 즉 주식시장집중도가 높은 국가에서는 자본배분이 비효율적이다. 본 연구에서 분석하지 않았지만 주식시장 성숙도로 사용하는 GDP 대비 시가총액이나 거래량과 같은 변수를 통제한 다변량회귀분석을 하여도 주식시장집중도는 자본배분효율성과 음의 관계를 보였다 (Bae, Bailey, and Kang, 2020).

모기업 수에 영향을 주는 변수를 통제한 최초공모기업 수 잔차항과 주식시장집중도 잔차항을 회귀분석 결과이다.

〈그림 6〉



분석 결과를 보면 회귀계수 값이 -0.32로 음의 값을 갖고 이는 통계적으로 유의한 수치이다. t-5 시점 주식시장집중도가 높으면 t 시점 최초공모기업 수는 적다는 것이다. 기업공개활동을 최초공모기업 수가 아니라 공모금액으로 측정하여 분석해도 같은 결과를 얻을 수 있었다(Bae, Baily, and Kang, 2020). 시장집중도가 높은 시장에선 향후 생산성 높은 새로운 기업의 출현이 어렵고 또 이들 기업이 공모를 통한 자금조달도 어렵다.

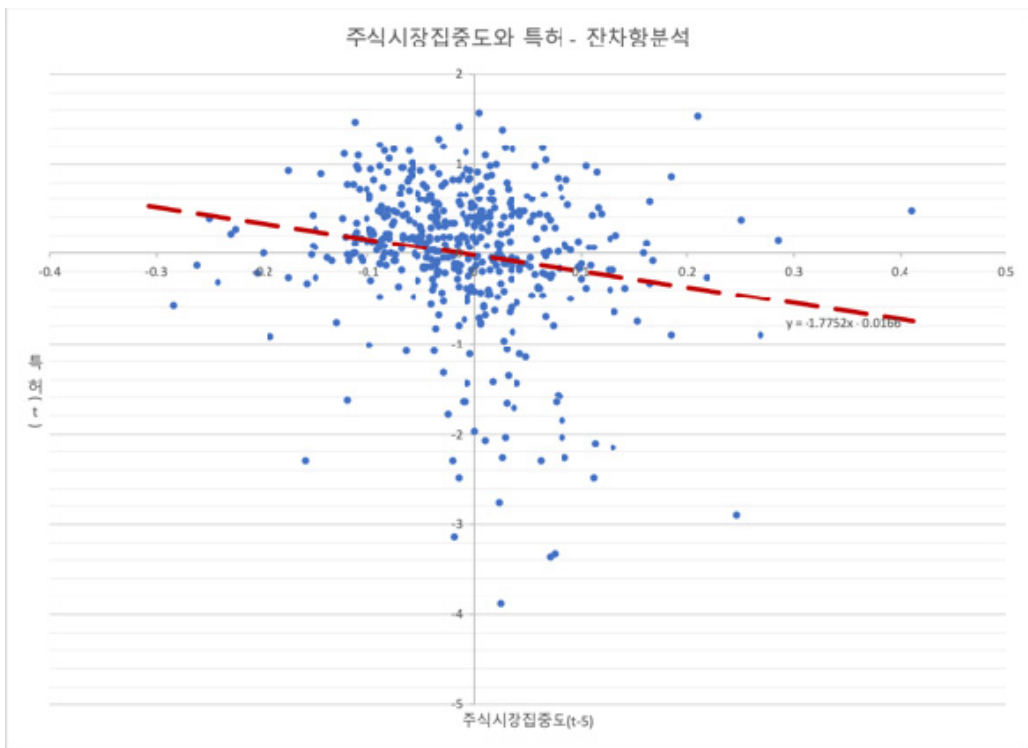
3.5 주식시장집중도와 특허

시장집중도가 높은 자본시장에선 기술혁신으로 성장 가능성이 높은 신흥기업에게 필요한 자금이 제공되지 않고 따라서 이러한 시장에서는 혁신의 결과인 특허도 적을 것이다. 〈그림 7〉은 이와 같은 가설을 검증한 결과이다. 특허는 주식시장집중도에 의해서만

결정되는 것이 아니고 많은 변수에 의해 결정된다. <그림 7>도 <그림 6>과 같이 특허에 영향을 주는 변수를 통제한 특허의 잔차항과 주식시장집중도 잔차항의 회귀분석 결과이다.

분석 결과를 보면 회귀계수 값이 -1.78로 음의 값을 갖고 이는 통계적으로 유의한 수치이다. 즉 t-5 시점 주식시장집중도가 높으면 t 시점 특허는 적다. 특허를 양(quantity)으로 측정하지 않고 질(quality)로 측정하여도 결과는 같다 (Bae, Baily, and Kang, 2020). 이는 시장집중도가 높은 시장에서는 특허의 양과 질이 모두 떨어짐을 의미한다.

<그림 7>



4. 결론과 시사점

현대 자본주의 사회의 가장 큰 특징 중 하나는 승자독식현상이다 (Frank and Cook, 1996). 미국 Russell 3000 기업의 경우 CEO 보수는 직원의 70배이고 대형기업의 경우는 200배 이상에 달한다.⁴⁾ 스포츠나 연예, 예술시장에서 승자독식현상은 더욱 심하다. 고등교육시장에서도 일부 명문대학은 승자로서 편익(rent)을 누린다. 승자독식현상은 기업계에서도 예외가 아니다. 2015년 미국 상장기업 중 상위 30대 기업이 전체 기업 이익에서 차지하는 비중은 무려 50%에 달한다 (Kahle and Stulz, 2017).

본 연구는 자본시장에서 승자독식현상이 경제성장에 미치는 영향을 연구하였다. 승자독식현상 대용변수(proxy variable)로는 시가총액 상위 5대 (또는 10대) 기업 시가총액이 전체 시장 시가총액에서 차지하는 비중, 즉 주식시장집중도로 사용하였다. 자본시장에서 승자독식현상은 경제에 부정적인 영향을 준다. 주식시장집중도가 높은 시장은 자본시장의 가장 중요한 기능인 효율적 자본분배가 이루어 지지 않는다. 생산성이 높고 기술력이 높은 신흥기업에 자원이 제대로 배분되지 않아 결국 경제성장률이 떨어지게 된다. 특히 부패지수가 높은 국가에서 이러한 현상이 더 심하다. 부패가 심한 국가 일수록 소수 기득권자는 자신에게 유리한 제도와 기업환경을 만들고 이 과정에서 자원이 비효율적으로 분배되기 때문이다.

시카고 대학 Luigi Zingales 교수는 현대경제에서 일부 초대형기업의 영향력은 국가 권력에 버금간다고 주장하면서 정치적 기업론(political theory of the firm)을 제안하였다 (Zingales, 2017). 초대형기업이 고용하는 변호사는 법무부 보다도 많고 사설경비업은 대통령 경호실 못지 않다. 이같이 막대한 경제력을 누리는 기업은 정치권력을 행사할 수 있게 되고 이는 자유경쟁시장의 위협요인이 된다. 전통적인 기업이론(theory of the firm)은 초대형기업이 행사하는 정치적 힘은 고려하지 않기 때문에 현대기업이론으로 부적절하고 현대의 대기업은 정치경제학 관점에서 보아야 한다. Luigi Zingales 교수가 주장하는 기업론은 정치권력과 경제권력이 반드시 분리되어야 하는 이론적 근거를 제시한다. 이 이론은 한국경제에 시사하는 바가 크다. 예를 들면 2015년 삼성물산과 제일모직 합병은 현대의 대기업은 정치력을 행사하여 자신이 원하는 기업환경을 만들어 낸다는 정치적 기업론과 정확히 일치하는 사건이다.

한국경제는 재벌이라는 대규모 기업집단이 주도하고 재벌그룹 경제력 집중은 선진국 대기업 경제력 집중보다 훨씬 심각하다. 따라서 본 연구에서 측정한 한국 주식시장집중

4) CEO pay ratio: A deep data dive, Jessica Phan, Equilar, Inc., 2018/05/31 (<https://corp.gov.law.harvard.edu/2018/05/31/ceo-pay-ratio-a-deep-data-dive/>).

도는 우리 재벌그룹이 갖는 실제 시장지배력을 저평가 했을 가능성이 높다. 다시 말해 한국에서 재벌그룹 경제력 집중이 미치는 부정적 영향은 본 연구에서 실증 검증한 결과보다 훨씬 더 클 가능성이 높다. 경제개혁연구소 보고서에 따르면 2000년 이후 신설된 대기업 가운데 비재벌회사 비중이 크지 않아 재벌 주도 경제구조가 새로운 대기업 출현을 막고 있을 가능성이 있다고 한다 (위평량, 2018). 이는 기득권 그룹은 신흥기업 출현을 막는다는 자본시장발전 정치경제학이론이나 정치적 기업론 예측과 정확히 일치하는 현상이다. 재벌그룹 경제력 집중 완화와 지배구조 개선은 단순히 기업가치 제고 차원이 아니라 자유경쟁시장과 경제성장을 위해서 한국경제가 반드시 해결해야 할 과제이다.

〈참고문헌〉

- 위평량, 2018. 재벌로의 경제력집중: 그 동태적 변화와 정책적 시사점. 경제개혁리포트 2018-02호, 경제개혁연구소.
- Bae, K-H., Bailey, W., Kang, J., 2008. Why is stock market concentration bad for the economy? *Journal of Financial Economics.*, forthcoming.
- Braun, M., Raddatz, C., 2008. The politics of financial development: evidence from trade liberalization. *Journal of Finance* 63, 1469-1508.
- Ferracuti, E., Michaely, R., Wellman, L., 2020. Political activism and market power. Available at SSRN: <https://ssrn.com/abstract=3585372>.
- Frank, R., Cook, P., 1996. *The winner-take-all society: Why the few at the top get so much more than the rest of us.* Penguin Books, New York.
- Gabaix, X., 2011. The granular origins of aggregate fluctuations. *Econometrica* 79-3, 733-772.
- Girma, S., Shortland, A., 2008. The political economy of financial development. *Oxford Economic Paer.* 60, 567-596.
- Grullon, G., Larkin, Y., Michaely, R., 2019. Are U.S. industries becoming more concentrated? *Review of Finance* 23, 697-743.
- Loecker, J., Eeckhout, J., 2018. Global market power. National Bureau of Economic Research Working Paper #24768.
- Loecker, J., Eeckhout, J., Unger, G., 2020. The rise of market power and the macroeconomic implications. *Quarterly Journal of Economics* 135, 561-644.
- Perotti, E., Volpin P., 2007. Politics, investor protection and competition. Available at SSRN: https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=957783
- Rajan, R., Zingales. L., 2003a. The great reversals: the politics of financial development in the 20th century. *Journal of Financial Economics* 69, 5-50.
- Rajan, R., Zingales, L., 2003b. Saving Capitalism from Capitalists: Unleashing

the Power of Financial Markets to Create Wealth and Spread Opportunity.
Crown Business, New York.

Schumpeter, J., 1912. *Theorie der Wirtschaftlichen Entwicklung*. Leipzig,
Dunker und Humbolt. Translated by Opie, R. (1934). *The Theory of
Economic Development: An Inquiry into Profits, Capital, Credit, Interest,
and the Business Cycle*. Harvard University Press, Cambridge, Massachusetts.

Wurgler, J., 2000. Financial markets and the allocation of capital. *Journal
of Financial Economics* 58, 187-214.

기업지배구조 리뷰

Corporate Governance Review

발행처 한국기업지배구조원

발행인 신진영

발행일 2020년 9월

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



KCGS

KCGS
한국기업지배구조원
www.cgs.or.kr

서울시 영등포구 여의나루로 76 한국거래소 신관 9층
TEL. 02-3775-3339 FAX. 02-3775-2630