creative commons
COMMONS DEED

저작자표시-비영리-변경금지 2.0 대한민국

이용자는 아래의 조건을 따르는 경우에 한하여 자유롭게

- 이 저작물을 복제, 배포, 전송, 전시, 공연 및 방송할 수 있습니다.

다음과 같은 조건을 따라야 합니다:

저작자표시. 귀하는 원저작자를 표시하여야 합니다.

비영리. 귀하는 이 저작물을 영리 목적으로 이용할 수 없습니다.

변경금지. 귀하는 이 저작물을 개작, 변형 또는 가공할 수 없습니다.

- 귀하는, 이 저작물의 재이용이나 배포의 경우, 이 저작물에 적용된 이용허락조건을 명확하게 나타내어야 합니다.
- 저작권자로부터 별도의 허가를 받으면 이러한 조건들은 적용되지 않습니다.

저작권법에 따른 이용자의 권리는 위의 내용에 의하여 영향을 받지 않습니다.

이것은 이용허락규약(Legal Code)을 이해하기 쉽게 요약한 것입니다.

Disclaimer

dCollection

법학석사 학위논문

미국의 단기실적주의 논쟁에 관한 고찰

2017년 2월

서울대학교 대학원

법과대학 상법전공

최 윤 정

미국의 단기실적주의 논쟁에 관한 고찰

지도교수 송 옥 렬

이 논문을 법학석사 학위논문으로 제출함
2016년 10월

서울대학교 대학원
법과대학 상법전공
최 윤 정

최윤정의 석사 학위논문을 인준함
2016년 12월

위 원 장 _____ (인)
부위원장 _____ (인)
위 원 _____ (인)

<국문초록>

미국의 단기실적주의 논쟁에 관한 고찰

서울대학교 대학원
법과대학 상법전공
최 윤 정

미국의 주식소유구조는 우리나라와는 달리 강력한 지배주주가 존재하지 아니하고 주주들에게 분산되어 있다. 이러한 상황에서 주주들의 단기 투자적 성향은 곧 이사회나 경영진에 대한 실적 압박으로 작용하고 헤지펀드의 행동적 개입도 활발하게 이루어진다. 이러한 주주들의 단기차익 실현 목적의 투자와 헤지펀드의 행동적 개입은 결국 단기이익을 실현하는 데에 그칠 뿐 회사의 장기적인 성장을 저해하는 문제를 야기하므로 이를 개선하여야 한다는 주장이 제기되었다. 미국에서는 이러한 단기실적주의(short-termism)의 문제점과 해결책에 관한 논쟁이 오랜 기간 동안 활발하게 전개되어 왔다.

미국처럼 주식 소유구조가 분산되어 있지 않고, 강력한 지배주주가 존재하며 소유와 경영의 분리가 엄격하지 아니한 우리나라의 경제체제에서는 단기 투자로 인한 단기실적주의의 문제가 크지 않지만, 지배주주를 사익 추구 가능성과 대리비용이 높은 우리나라의 주식소유구조의 문제점이 계속 지적되고 있는 만큼, 앞으로는 주식소유구조가 변화할 가능성이 없지 않고 그러한 경우에 발생할 수 있는 단기실적주의의 문제를 미리 고찰해보는 것이 의미를 가진다.

단기실적주의를 야기하는 원인으로는 매매차익 실현을 목적으로 한 주주의 단기적 투자성향과 행동주의적 헤지펀드의 개입이라는 크게 두 가지 요소가 지목되는데, 이에 대하여는 반론도 만만치 않게 제기되고 있다. 즉, 단기실적주의

는 회사 내부의 경영메커니즘 자체의 문제이거나 급속한 사회변화에 따라 나타나는 자연스러운 현상이며, 헤지펀드의 행동적 개입 역시 회사의 장기이익을 저해하지 않는다는 견해이다. 이러한 반론에도 불구하고, 주주의 단기 투자적 성향과 헤지펀드의 행동적 개입은 일반적으로 회사의 단기실적 상승을 우선적으로 추구함으로써 장기이익을 고려하지 않는 결과를 낳게 된다는 점을 부인하기 어렵다.

단기실적주의 문제를 개선하기 위해서는 이사회를 주주와 단절시켜 자율성을 보장하는 정책이 필요하다. 이러한 정책의 지향선상에서 단기실적주의 문제 해결을 위하여 이사 선임권의 제한, 이사의 중도 해임 제한, 테뉴어 보팅을 통한 이사회의 경영권 방어 등이 이사회 자율성 보장정책으로 제시되고 있다. 이에 대한 반론으로, 이사회 자율성 보장이 단기실적주의 문제 해결에 도움이 되지 않고, 제도적 개입은 오히려 악효과를 낳을 수 있으며 시장의 기능에 맡겨야 한다는 주장도 제기되고 있는데, 2008년의 금융위기 등을 겪으면서 제도적 개입 없이 시장의 기능에만 의존하여 단기실적주의 문제의 해결을 바라는 것은 무리한 기대라고 보이고, 단기주주나 행동파 주주의 압박으로부터 이사회나 경영진을 격리시킬 수 있는 적절한 제도적 조치가 필요하다고 생각된다.

위와 같은 이사회의 자율성 보장 정책들은 단기실적주의의 발생원인과 회사경영 사이의 연결고리를 단절시킴으로써 문제를 해결하고자 하는 것이라면, 단기실적주의의 발생원인 자체의 발생을 경감시키는 것도 해결책이 될 수 있다. 즉, 주주의 단기투자를 억제하고 장기투자를 유인하는 정책이다. 그 대표적인 예가 세제 혜택을 통해 장기 투자를 유인하는 것으로, 단기주주에게 증권거래세와 자본이득세를 강화함으로써 단기 투자를 억제하고 장기투자를 유인할 수 있다. 또한, 주식의 보유기간에 따라 이익배당금을 차등 지급함으로써 장기 주식보유의 인센티브를 부여할 수 있다.

그 밖에 투자자가 단기 시야를 버리고 장기적인 투자 시야를 가지기 위해서는 회사의 장기가치에 대하여 적정하게 평가를 할 수 있는 정보의 축적이 필요하므로, 이를 위해 회사의 정보공시 시스템이 개선될 필요가 있고, 회사의 경영자가 단기실적에 집착하지 않도록 하기 위해서는 그들에 대한 보상시스템이 단기 성과와 연결되지 않도록 하는 경영자 보상제도의 개선도 필요하다.

이러한 제도적 해결책은 우리나라처럼 이미 강력한 지배주주가 존재하여 이

사회나 경영진이 그 지배주주의 영향에서 벗어나지 않는 현재의 주식소유구조에서 적합하다고 보기는 어렵다. 우리나라는 단기투자자나 행동파 주주의 영향을 크게 받지 않고 오히려 지배주주의 신임을 얻기 위하여 단기 성과에 치중할 가능성이 더 큰 구조이기 때문이다. 단기실적주의의 문제와 해결책에 관한 논의는 주식소유구조가 분산된 상황에서 발생하는 문제의 고찰로서 의미를 가진다.

주요어: 단기실적주의, 이사회의 자율성 보장, 행동주의적 헤지펀드, 주주행동주의, 테뉴어 보팅

학 번: 2006-21665

<목 차>

<국문초록> ····· i

제1장 서론 ····· 1

Ⅰ. 연구의 배경 ····· 1

1. 단기실적주의(short-termism) 문제가 제기된 배경 ····· 1

2. 우리나라 주식소유구조 특징과 논의의 관련성 ····· 2

Ⅱ. 연구의 목적 ····· 4

Ⅲ. 연구의 구성 ····· 5

제2장 단기실적주의 현상과 문제점 ····· 6

Ⅰ. 단기실적주의의 개념 ····· 6

Ⅱ. 근시안적 경영(myopia)의 문제점 ····· 7

1. 회사의 장기가치의 손실 ····· 7

2. 지속가능한 성장의 필요성 ····· 8

Ⅲ. 단기실적주의 현상 ····· 9

1. 일반사업회사(비금융회사)의 단기실적주의 ····· 9

2. 금융회사의 단기실적주의 ····· 10

제3장 단기실적주의 발생 원인에 관한 논쟁 ····· 13

Ⅰ. 문제의 제기 ····· 13

Ⅱ. 단기실적주의의 원인 ① - 주주의 단기적 투자성향 ····· 14

1. 단기적 투자의 영향 ····· 14

2. 기관투자자들의 투자성향이 단기적인가 ····· 15

(1) 기관투자자의 비율과 영향력 증가 ····· 15

(2) 자금유치를 위한 경쟁과 정보 분석의 용이성으로 인한 단기 실적 집중 현상 ····· 16

(3) 기관투자자들의 단기적 투자 성향에 관한 반론 ····· 18

(4) 검토 ····· 19
3. 경제적 효용을 주지 않음에도 단기 투자가 일어나는 이유 ····· 22
4. 단기적 투자가 단기실적주의를 야기하는 원인인지 여부 ····· 23
(1) 일시적 기관투자자의 단기 거래 지향성이 단기실적주의를 야기한다는 견해 ····· 24
(2) 반대의 견해 - 주주들의 단기적 투자시야와 단기적인 주식시장이 근시안적인 경영을 초래하는 근본 원인이 아니라는 주장 ····· 26
(3) 소결 ····· 30
Ⅲ. 단기실적주의의 원인 ② - 행동주의적 헤지펀드의 개입 ····· 33
1. 주주행동주의(shareholder activism) ····· 33
2. 헤지펀드의 주주행동주의 ····· 33
3. 행동주의적 헤지펀드의 행동목적에 따른 분류와 차이점 ····· 35
(1) 분류 ····· 35
(2) 다른 기관투자자와의 차이점 ····· 37
4. 행동주의적 헤지펀드의 개입이 단기실적주의를 야기하는 원인인지 여부 ····· 38
(1) 행동주의적 헤지펀드의 개입이 단기실적주의 원인으로 작용한다는 견해 ····· 38
(2) 반론 ····· 39
(3) 검토 ····· 44
(4) 우리나라의 사례 ····· 46

제4장 단기실적주의 문제 해결의 정책적 방향에 관한 논쟁 ····· 47
Ⅰ. 논의의 배경 - 이사회의 자율성 보장(insulation)의 필요성 ····· 47
Ⅱ. 이사회의 자율성 보장 정책의 타당성에 관한 찬반론 ····· 49
1. 문제점 ····· 49
2. 주주중심주의(Shareholder Primacy)와 이사회중심주의(Director Primacy) · 49
(1) 쟁점 ····· 49
(2) 주주중심주의 ····· 50
(3) 이사회중심주의 ····· 51
(4) 검토 ····· 52

3. 정책적 타당성에 관한 반론 ····· 54
(1) 단기주의의 문제는 시장의 기능과 그에 따른 행동주의 개입으로 해결될 수 있다. ····· 54
(2) 경영자들이 단기성과에 치중하는 이유는 주주의 압박 때문이 아니다. ····· 55
(3) 비용과 이익의 균형 문제는 시장에서 해결될 수 있다. ····· 56
(4) 이사회 참호구축으로 인한 이익이 비용을 초과한다는 점에 대한 실증적 근거를 찾기 어렵다. ····· 57
(5) 사법적 개입의 한계 ····· 58
(6) 경영진이 장기주주를 위한 경영을 한다고 하여 회사의 경제 가치가 상승한다고 단정할 수 없다. ····· 59
4. 소결 ····· 61
(1) 장기주주와 단기주주의 구별 필요성 ····· 61
(2) 우리나라의 주식 소유구조와 관련하여 ····· 62

제5장 단기실적주의의 개선방안 ····· 64
Ⅰ. 개괄 ····· 64
Ⅱ. 이사회의 자율성 강화 정책 ····· 64
1. 이사 선임권 제한 ····· 64
(1) 문제점 ····· 64
(2) 각국의 입법례 ····· 65
(3) 우리나라 회사법 ····· 66
(4) 검토 ····· 67
2. 이사의 중도 해임 제한 ····· 68
(1) 문제점 ····· 68
(2) 각국의 입법례 ····· 68
(3) 우리나라 회사법 ····· 70
(4) 검토 ····· 71
3. 테뉴어 보팅을 통한 이사회의 경영권 방어 ····· 72
(1) 의의 ····· 72
(2) 각국의 입법례 ····· 73

(3) 우리나라 회사법 ····· 75
(4) 검토 ····· 76
Ⅲ. 장기 투자를 장려하는 제도적 해결방안 ····· 77
1. 세제를 통한 장기투자의 인센티브 ····· 77
(1) 증권거래세의 부과 ····· 77
(2) 자본이득세의 부과 - 주식양도소득에 대하여 ····· 81
2. 이익배당금의 차등 지급(loyalty dividends) ····· 87
(1) 의의 ····· 87
(2) 각국의 입법례 ····· 87
(3) 차등배당에 대한 비판적 견해 ····· 89
(4) 우리나라 회사법 ····· 90
(5) 검토 ····· 91
Ⅳ. 회사정보의 공시제도의 개선 ····· 91
1. 투자자 보호와 정보공시 ····· 91
2. 정보공시가 불충분, 부정확할 경우의 문제점과 단기실적주의 ····· 92
3. 정보 공시에 관한 제도적 개선책 ····· 94
(1) 회사의 장기가치를 중심으로 한 재무보고의 재검토 ····· 94
(2) 투자자들에 대한 정보 제공의 강화 ····· 96
(3) 투자자 공시의 강화 ····· 97
Ⅴ. 경영진에 대한 보상 형태의 변경 ····· 98

제6장 결어 ····· 100

[참고문헌] ····· 102

Abstract ····· 110

제1장 서론

Ⅰ. 연구의 배경

1. 단기실적주의(short-termism) 문제가 제기된 배경

회사는 생산과 경제활동의 편이와 촉진을 위해서 법률이 '법인격'이라는 이름으로 행위능력을 부여한 개체이다. 현대 사회의 경제활동은 회사를 빼놓고는 생각조차 할 수 없을 정도로 회사는 오늘날 경제활동의 주체로서 핵심적인 역할을 담당한다. 회사의 본질은 소유자에 의한 경영위임이고, 핵심적 특성은 투자자에 의한 공동 소유와 주식의 양도가능성, 이사회 구조 하에서의 중앙집권적 경영방식이다.[1] 즉, 회사의 소유자가 아니라 소유자의 위임을 받은 이사회가 회사의 운영에 관한 거의 모든 의사결정을 한다. 이에 더하여, 주식의 양도가능성은 회사의 소유자의 변동에도 불구하고 회사가 계속 업무를 수행할 수 있도록 함으로써 구성원 탈퇴로 인한 복잡한 문제를 피할 수 있게 한다.[2]

이처럼 회사의 본질적 요소인 주식의 양도가능성은 자본시장의 유동성을 증진하고 투자를 촉진하며 경제성장을 자극하는 기능을 하지만, 한편으로는 경제가치의 손실을 야기하는 문제점도 있다. 예를 들면, 주식의 가격은 시장의 평가에 의하여 책정되기 때문에 시장의 흐름에 따라 변동성을 가지고, 주주는 주가의 변동성으로 인하여 주식의 매매차익을 실현하거나 손실을 받게 된다. 주주는 회사의 지배구조상 이사 선임 등 경영을 위임하는 절차에서 의결권을 행사하고, 경영 자체는 선임한 이사들에게 맡기되, 이익배당으로 투자 자본에 대한 수익을 획득하는 것이 회사법이 근본적으로 상정하고 있는 주주의 지위와 권한이다. 그런데 현실적으로는 주주가 이사 선임과 해임 등 의결권의 행사나 이익 배당에

1) 김건식 외 옮김, 회사법의 해부, 소화, 2014 〔Reinier Kraakman et al., The Anatomy of Corporate Law (2d ed. 2009)의 번역서], 28면.

2) 앞의 책, 36면.

는 별 관심이 없고, 오로지 매매차익의 실현 목적으로 주식을 사고 파는 경우가 많다.

뿐만 아니라, 단기적인 주가 상승과 이익 실현을 목적으로 한 헤지펀드가 목표회사에 개입하여 회사의 경영전략과 지배구조의 변화를 초래하고, 이로 인하여 회사의 단기 영업실적은 향상되고 주가가 상승하기도 한다.

이러한 주주들의 단기차익 실현 목적의 투자와 헤지펀드의 행동적 개입이 주식시장에서 주식매수인과 매도인의 이익과 손실로 귀결되는 데에 그치고 전체적인 경제가치의 손실을 가져오지 않는다면 회사법적 측면에서 구조적 해결이 필요한 문제로 지적되지는 않을 것이다. 하지만, 단기적인 투자나 행동적 개입이 전체 경제가치의 면에서도 회사의 단기이익에 집중하여 장기적인 성장을 저해하고 이로 인하여 회사의 장기주주나 채권자 등 이해관계인 전부가 손실을 입게 된다는 문제점이 제기되었는데, 미국에서 특히 이에 관한 논의가 오랜 기간 동안 활발하게 전개되었다. 미국의 주식소유구조는 우리나라와 달리 강력한 지배주주가 존재하지 아니하고 분산되어 있기 때문에, 주주의 단기투자적 성향은 곧 이사회나 경영진에 대한 단기실적 압박으로 작용할 수 있고, 헤지펀드의 행동적 개입도 활발하게 이루어진다. 이로 인하여 경영진은 단기 실적을 목표로 하는 근시안적인 경영정책을 펴게 되고 이는 결국 회사의 장기 주주, 근로자, 채권자 등 모든 이해관계인과 경제 전체의 파이(pie)를 축소시킴으로써 경제가치의 손실을 가져온다는 관점에서 단기실적주의(short-termism)를 경계하고 그에 대한 해결책을 마련해야 한다는 주장이 제기되어 왔다.

2. 우리나라 주식소유구조 특징과 논의의 관련성

미국과 달리 우리나라에서는 단기실적주의에 관한 논쟁이 거의 이루어지지 않았는데, 그 이유는 우리나라의 주식소유구조의 특성과 관련이 있다. 우리나라의 상장기업들은 대부분 강력한 지배주주가 존재하고 그 지배주주가 회사를 직접 경영하거나 경영에 적극 관여하고 있다. 따라서 우리나라 회사들의 주주총회나 이사회는 지배주주와 직접 대립하는 기관이라고 보기 어렵고,[3] 오히려 그 이익을 대변하는 기관으로서 역할을 한다. 따라서 지배주주가 아닌 주주들이 단

3) 김화진, “기업 경영권 시장과 헤지펀드”, 서울대학교 법학 제48권 제1호(2007), 263-264면.

기 투자적 성향을 가진다고 해도 이들이 경영진이나 이사회에 별다른 영향력을 행사하기 어렵다. 또한, 헤지펀드의 행동적 개입 역시 근래에 몇 차례 시도가 있었고,[4] 이 헤지펀드들이 회사의 경영전략에 어느 정도 영향을 미쳤으며, 언론에서는 이들이 우리 토종기업들의 경영권을 위협한다며 부정적으로 보도하여 왔으나, 이들 헤지펀드들의 개입은 미국에서 단기실적주의의 원인으로 지목되는 행동적 개입과는 달리 오히려 지배주주의 사익 추구를 견제하고 지배구조 개선에 긍정적 효과를 불러왔다고 평가되기도 한다. 즉, 우리나라와 같이 지배주주의 사익 추구의 가능성이 높은 지배구조에서 헤지펀드의 행동적 개입은 사익 편취를 방지하여 오히려 기업가치를 상승시키는 효과를 가져오는 순기능을 보여준 것으로 평가된다.[5] 따라서 우리나라에서의 헤지펀드의 행동적 개입은 적어도 현재까지의 사례에 비추어 볼 때에는 미국에서 단기실적주의의 원인으로 지목되는 헤지펀드의 행동 전략과는 그 성격상 차이가 있다.

그럼에도 불구하고, 우리나라에서도 단기실적주의 논쟁에 관한 고찰이 필요한 이유는 우리나라의 주식소유구조와 회사지배구조가 장래에도 현재와 같은 모습으로 계속 유지될 것이라고 장담하기 어렵기 때문이다. 어떠한 회사지배구조와 주식소유구조가 타당한지 여부나 미국의 분산된 주식소유구조를 쫓아가는 것이 최선인지 여부는 이 글에서 다룰 논점은 아니다. 그러나, 현재 지배주주 중심의 주식소유구조는 굳이 부의 재분배라는 사회정치적 관점을 들고 오지 않더라도, 지배주주와 경영진의 사익 추구의 대리비용이 높고 기업경영권 시장을 경직시킴으로 인하여 비효율성이 증대되는 등 순수하게 경제적인 측면에서도 여러 문제점이 지적되고 있다. 이러한 문제 개선을 위하여 우리나라에서도 주식소유구조 변화가 본격적으로 시도되거나, 당장의 변화는 어렵더라도 장기적인 관점에서 주식 소유가 분산되는 경제체제로 변화할 경우 우리나라 역시 단기실적주의의 현상과 문제점을 어떻게 극복할 것이냐의 문제에 당면하게 될 것이다. 따라

4) 2003년 소버린(Soverign)은 SK(주)의 지분 14.99%를 매입하고 경영권을 흔들다가 2년 후 8,000억 원의 차익을 실현하였고, 2006년 칼 아이칸(Carl Icahn) 연합은 케이티앤지(KT&G)의 주식을 매입하여 경영진을 압박한 후 2006년 12월 1,500억 원의 주식매매차익을 실현하고 철수하였다. 한편, 2015년의 삼성물산과 제일모직의 합병 발표 후 삼성물산의 주주인 엘리엇 펀드는 합병이 불공정하여 무효라고 주장하면서 법원에 주주총회 소집 통지 및 결의금지 등 가처분신청을 하였으나 전부 기각되었다.

5) “삼성물산 합병의 회사법적 쟁점”, BFL 제74호, 서울대학교 금융법센터(2015. 11.), 81면.

서 본 연구는 우리의 회사구조가 장래에 당면할 수 있는 문제점을 미리 고찰해 보는 데에 의의가 있다.

아울러, 단기실적주의에 관한 논쟁은 우리가 앞으로 어떠한 주식소유구조를 추구하여야 하는가에 관한 방향설정에 있어서도 도움이 된다. 단기실적주의의 문제가 부각되고 있는 현재 미국의 논쟁을 고찰함으로써 단기실적주의의 문제가 주식소유구조가 분산된 사회에서 필연적으로 생기는 문제점인지, 적절한 해결책은 무엇인지, 혹은 단기실적주의 현상은 문제점이라고 할 수 없으므로 정책적으로 해결할 필요도 없는 것인지 등에 관하여 생각해보는 것은 현재 우리의 경제체제와도 비교하면서 앞으로 나아가야 할 주식소유구조의 방향을 결정하는 데에도 시사점을 제공해 줄 수 있다.

Ⅱ. 연구의 목적

본 연구는 위와 같은 배경에서 시작되었으므로, 미국에서 문제가 부각되어 현재까지도 활발하게 진행 중인 단기실적주의에 관한 논쟁을 고찰하는 것을 목적으로 하고, 이를 토대로 우리나라에서 미국과 같은 주식소유구조를 취할 경우에 나타날 수 있는 문제점과 개선방안을 미리 파악한다는 점에 의의를 둔다.

미국에서의 논쟁을 살펴보면 주주의 단기적 투자와 헤지펀드의 행동적 개입을 단기실적주의의 발생 원인으로 인식하여야 하는지 여부에서부터 그 입장 차이가 확연하다. 이로 인하여 단기실적주의 문제의 심각성을 파악하는 입장도 다르고, 해결방향에 관하여도 마찬가지이다. 먼저, 단기실적주의 문제의 원인을 단기 주주의 투자성향과 헤지펀드의 행동적 개입에 있다고 바라보는 입장에서는 이 문제의 심각성을 부각하면서 그로 인한 폐해를 지적하고, 정책적, 제도적 개입을 통한 해결이 필요하다고 주장하고 있는 반면, 주주의 투자성향이나 헤지펀드의 행동전략과 단기실적주의는 관련이 없다고 주장하는 입장에서는 회사의 단기실적주의 문제를 해결하기 위한 별도의 법적, 제도적 개입이 필요하지 않으며 그 제도적 개입이 오히려 더 큰 부작용을 초래한다고 주장한다. 그 중에서도, 단기실적주의 해결방안으로 제시되는 이사회 자율성 보장책(insulation)은 회

사의 지배구조상 주주와 이사의 권한획정문제와도 연결되는 것으로 견해의 대립이 첨예한 부분이다.

Ⅲ. 연구의 구성

이 논문은 다음과 같이 구성된다.

먼저, 제2장에서는 단기실적주의의 현상과 문제점에 관하여 금융회사와 비금융회사로 구분하여 살펴본다. 금융회사의 특수성과 단기실적주의 문제가 강조되는 점에 다소 차이가 있으므로, 아래에서의 논의는 일반사업회사 즉, 비금융회사를 중심으로 전개한다.

제3장에서는 단기실적주의의 발생 원인에 관한 논쟁을 살펴본다. 미국에서는 회사를 근시안적으로 경영하여 장기이익을 저해하게 되는 단기실적주의가 단기주주의 투자 성향과 헤지펀드의 행동적 개입 때문에 나타난다고 보는 주장과 이는 주주의 문제가 아니라 경영진의 자연스러운 단기실적 추구의 속성에 있다고 보는 주장이 대립하고 있다.

제4장에서는 이러한 단기실적주의 문제의 개선책으로 제시되는 이사회 자율성 보장의 정책적 타당성에 대하여 살펴본다. 단기실적주의의 발생 원인을 주주에게서 찾는 입장에서는 이사회가 단기주주의 영향에서 벗어나 자율적으로 의사결정을 할 수 있도록 독립성을 보장해야 한다고 주장하고, 주주의 문제가 아니라고 보는 입장에서는 이사회의 독립성과 자율성을 보장하는 방향의 정책은 부적절하고 오히려 더 큰 문제를 야기한다고 주장한다.

제5장에서는 단기실적주의의 구체적인 개선방안에 대하여 살펴본다. 단기실적주의의 발생 원인이 주주에게 있다고 보는 입장에서는 크게 두 가지의 개선방안을 제시하고 있는데, 하나는 회사의 지배구조상 이사회의 독립성과 자율성을 보장하는 방안이고, 다른 하나는 이익배당이나 세제 혜택에 차별을 둠으로써 장기투자를 촉진하고 단기투자를 억제하는 방안이다. 이에 더하여 경영진의 단기실적 추구를 억제하기 위하여 경영진에 대한 보상체제를 변경하고 회사 정보공시제도를 개선하는 방안도 제시되므로 이에 관하여도 검토한다.

제2장 단기실적주의 현상과 문제점

Ⅰ. 단기실적주의의 개념

넓은 의미에서 단기실적주의는 일반적으로 '회사 경영자, 자산 운용가, 투자자, 애널리스트들이 회사의 경영 전략, 내재적 자산 가치나 장기적인 가치 상승에 대하여 관심을 두지 않고, 단기적인 성과, 즉, 분기별 이익이나 단기적인 성과에 대하여 과도하게 집중하는 현상'으로 정의되고 있다.[6] 한편, 이보다 좁게 회사경영의 측면에서 단기실적주의는 회사경영자들이 투자자들의 압력에 대응하여, 또는 그들 자신의 지위를 공고히 하기 위하여 장기적인 관점에 대한 고려 없이 단기 수익의 획득에 관심과 에너지를 쏟는 현상으로 정의되고 있다.[7]

단기실적주의의 문제점과 폐단에 관하여는 오래전부터 논란이 있어 왔는데, 2001년, 2002년의 엔론(Enron) 파산사건, 월드컴(Worldcom) 사태, 2008년의 금융위기 등으로 인하여 다시 관심을 받기 시작하였고, 기업들이 지나치게 단기 실적에 경도되어 장기적인 이익을 저해하는 경영을 함으로써 결국 파산하거나 파산에 직면하는 위험을 초래하였다는 문제의식이 제기되었다.

---

6) Dean Krehmeyer, Matthew Orsagh & Kurt N. Schacht, CFA Center for Financial Market Integrity & Business Roundtable Institute for Corporate Ethics, "Breaking the Short-term Cycle: Discussion and Recommendations on How corporate Leaders, Asset Managers, Investors, and Analysts Can Refocus on Long-Term Value"(2006)(이하 "Breaking the Short-term Cycle"), 3면.

7) Austl. Gov't Corps. & Mkt. Advisory Comm., The Social Responsibility of Corporations Report 21 (2006).

Ⅱ. 근시안적 경영(myopia)의 문제점

1. 회사의 장기가치의 손실

회사 경영의 측면에서 단기실적주의는 곧 '근시안적 경영'(myopia)으로, 회사 경영자들이 단기적으로 이익을 낼 수 있으나 장기적으로는 가치를 떨어뜨리는 경영행위를 하는 것을 의미한다.

경영진이 택한 회사경영 전략이 단기이익과 장기이익 모두 증가를 가져오는 것이라면 아무런 문제가 되지 않는다. 그리고 단기적 관점에서 정책 결정을 한다고 하여 그것이 항상 장기적으로 손실을 가져오는 것도 아니다. 다만, 경영자들이 단기 주가 상승을 위한 주주의 압력이나 그 밖의 여러 가지 이유로 단기이익은 증대되는 반면에 장기적으로는 손실을 가져오는 경영상의 선택을 할 때, 회사에 남아 있는 장기주주들은 손실의 위험을 안게 된다.

이와 같은 단기주의적인 사고에 바탕을 둔 경영전략으로 인하여 장기가치에 손실을 입는 경우, 이는 주주에게만 해가 되는 것이 아니다. 회사가 창출할 수 있는 경제가치가 저하되면, 주주뿐만 아니라 회사근로자, 채권자 등 회사의 다른 이해관계인들에게도 손해가 되고, 회사들의 경제가치 손실은 결국 사회 전체의 경제가치 손실을 의미한다. 근시안적 경영의 대표적인 예는, 미래에 큰 이익이 실현될 수 있는 과제에 대한 연구개발비를 삭감함으로써 회사의 단기 수익을 늘리는 것이다.[8] 이러한 단기 수익의 실현으로 주가가 상승하면, 이 때 주식을 매도하고 떠나는 주주는 매매차익을 실현할 수 있을 것이나, 잔류하는 주주들은 주식 가치가 하락하는 손실을 입고, 회사의 지속가능한 성장이 저해되어 근로자들에게는 고용불안을 가져오며, 회사채권자들의 채권 미회수의 위험도 증가하게 된다.

중요한 것은 단기실적주의가 그 자체로 문제되는 것은 아니라는 점이다. 회사 경영진이 단기실적에 치중하면서 장기이익을 고려하지 않고 장기이익에 저해가

8) Lucian A. Bebchuk, "The Myth that insulating boards serves long-term value", *Columbia Law Review* vol. 113(2013. 10), 1면.

된다는 점을 알면서도 단기실적을 위한 경영정책을 추구할 때 문제가 되는 것이지, 장기이익과 단기이익을 동시에 상승시키는 경영전략은 아무런 문제가 되지 않는다.

2. 지속가능한 성장의 필요성

단기실적주의가 문제되는 또 하나의 이유는 경제의 지속가능한 성장에 방해가 되기 때문이다.

근래 들어 기업의 사회적 책임(Corporate Social Responsibility; CSR) 내지 윤리경영(ethics management)에 관한 관심이 크게 높아지고, ISO[9] 26000의 등장에서도 알 수 있듯이 '지속가능발전'이라는 국제적 의제가모든 사회구성원들에게 지구적 난제에 대한 관심과 해결 노력을 요구하고 있는 상황이다.[10]

기업의 사회적 책임의 이행은 단기적으로는 비용을 증가시킬 수 있으나, 기업이미지 제고와 신뢰 증가로 인하여 장기적으로는 매출액의 증대 등 이익을 가져올 수 있다.[11] 반면에, 회사의 목표가 단기적 이익에만 고정되는 경우, 회사는 사회적, 윤리적, 환경적 문제들에 대한 적절한 주의와 관심을 갖지 않고, 비용증가를 이유로 정책결정에 사회적, 환경적 문제를 반영하지 않게 되며, 이는 결국 회사의 이미지 손상, 주가의 하락, 가치 저하를 야기한다.[12]

일반적으로 장기주주들은 회사의 즉각적인 주가 최대화에 따른 이익 외의 것, 즉, 사회적, 환경적 문제들에도 관심을 가지게 되는데, 이는 그들이 어떠한 깊고 예리한 관심이 있어서가 아니라 그 문제들을 경시하는 것은 궁극적으로 회사의 최종적인 순익에 큰 위험을 가져다줄 수 있다는 것을 잘 알기 때문이다.[13] 따라

---

9) International Organization for Standardization

10) 이동승, "기업의 사회적 책임 -기업이론을 중심으로-", 상사판례연구 26집 2권, 한국상사판례학회(2013), 118면

11) 이동원, 기업의 사회적 책임 구현을 위한 법적 과제, 안암법학 25호 하, 고려(2007. 11.), 990면

12) Cynthia A. Williams & John M. Conley, "An Emerging Third Way? The Erosion of the Anglo‐American Shareholder Value Construct", 38 *Cornell International Law Journal*(2005), 493, 547면.

13) Emeka Duruigbo, "Tackling Shareholder Short-termism and Managerial Myopia", *Kentucky Law Journal* vol. 100 (2011. 4.)(http://ssrn.com/abstract=1802840), 543면.

서, 기업이 사회적 책임을 다하는 경영을 하도록 하려면, 결국 근시안적 경영을 타파하고 장기적 이익을 추구해야 하고, 단기 투자자들의 영향력을 축소하고 그 영향력 행사에 적절한 책임을 부과하여야 한다는 주장이 설득력을 가지게 된다. 즉, 개별 기업의 가치뿐만 아니라 사회 공동체적 관점에서도 장기이익을 고려한 회사 경영정책이 장려되어야 한다는 것이다.

Ⅲ. 단기실적주의 현상

1. 일반사업회사(비금융회사)의 단기실적주의

단기실적주의는 회사의 장기 건전성을 희생시키는 것을 감수하면서 현재 얻을 수 있는 이익을 최대화하고, 이를 통하여 현재의 주가나 영업순이익을 증대시키는 현상이다.[14] 위와 같은 목적 달성을 위하여 비용 지출을 재량껏 경감하고, 장기 보유 자산을 저평가하며, 단기 수입을 최대화하기 위하여 따르는 위험도 기꺼이 감수한다.[15] 그로 인하여 회사의 가치는 장기적으로 감소하고, 단기적으로 상승된 회사 이익은 단기 주주나 단기성과에 기초하여 성과급을 받는 경영자가 얻게 된다. 이로 인한 문제점을 해결하자는 관점에서 시작된 논의가 아래에서 살펴볼 단기실적주의의 논쟁인데, 이하에서 논의를 전개할 대상은 주로 일반사업회사(비금융회사)의 단기실적주의이다. 그 중 많은 부분이 금융회사와 공통되기는 하나 일반사업회사와는 구별되는 금융회사만의 특징과 강조점이 있으므로, 금융회사의 단기실적주의는 이 글에서는 이를 상세히 다루지 않고 간략히 짚고 넘어가기로 한다.

---

14) Joseph E. Stiglitz, “Using Tax Policy to Curb Speculative Short-Term Trading”, 3 J. FIN. SERV. RES.(1989) 101, 106면; Lynne L. Dallas, “Legal studies Research Paper Series: Short-Termism, the Financial Crisis, and Corporate Governance”, *Journal of Corporation Law*, Vol. 37(2012), 267면.

15) Sanjee Bhojraj & Robert Libby, “Capital Market Pressure, Disclosure Frequency-Induced Earnings/Cash Flow Conflicts, and Managerial Myopia”, 80 *ACCT. REV.* (2005) 1, 3면; Lynne L. Dallas, 앞의 논문(주 14), 267면.

2. 금융회사의 단기실적주의

금융회사가 단기실적주의를 취하게 되면, 금융상품의 레버리지 증대와 투기적 금융의 증가를 가져오고, 이러한 경향이 극대화되었을 때 경제 불황과 맞물리게 되면 금융위기가 초래된다.

2008년의 금융위기가 초래된 원인과 단기실적주의의 관계에 관한 Minsky의 이론에 따르면, 금융회사는 경제가 활황이고 이자율이 낮은 때에는 레버리지를 증대시키고, 이러한 높은 레버리지는 재정적 불안정을 야기한다.[16] 예를 들어, 은행과 같은 금융회사는 대출을 실행할 때 추후 계속하여 가치가 상승할 것이라고 기대되는 자산을 담보로 삼는데, 담보물인 자산의 가치가 증가하는 경우, 금융회사는 더 많은 돈을 빌려주게 되며, 그 결과 금융회사들은 정해진 레버리지를 계속 유지하거나 레버리지를 더 높이게 된다.[17] 이러한 행동들은 자산가치가 지속적으로 상승할 것이라는 낙관적인 전망이 있는 경우에 두드러진다.[18] 이러한 현상을 잘 설명해 주는 예로 2008년의 금융위기 직전에 투자은행의 레버리지 비율이 30대1에서 41대1까지 30%나 증가한 것을 들 수 있다.[19] 실제로 2000년부터 2007년까지 금융기관에 대한 부채는 총 8.4 trillion 달러에서 15.8 trillion 달러로 증가하였다.[20]

금융회사는 이처럼 레버리지가 높은 대출을 하면서 보다 투기적인(speculative) 채권을 보유하게 되고, 폰지 대출(ponzi debt)의 비율이 증가하게 되면서 큰 재정적 불안을 야기한다.[21] 헤지 채무(hedged debt)는 적어도 원금과 이자 모두를 변제할 수 있는 수익을 발생시키는 자산을 이용한 것이지만, 투기적 채무(speculative debt)는 이자는 변제할 수 있으나 원금 변제를 기대할 수 없는 채무

16) Hyman. P. Minsky, “Stabilizing An Unstable Economy”(2008), 219-38면.

17) Minsky, 앞의 논문(주 16), 232-235면.

18) Dallas, 앞의 논문(주 14), 293면.

19) Jose Gabilondo, “Leveraged Liquidity: Bear Raids and Junk Loans in the New Credit Market”, 34 *J. CORP. L.*(2009), 493면.

20) Arthur E. Wilmarth, Jr., “The Dark Side of Universal Banking: Financial Conglomerates and the Origins of the Subprime Financial Crisis”, 41 *CONN. L. REV.*(2009), 1003면.

21) Minsky, 앞의 논문(주 16), 230-232면.

로서, 일반적으로 단기 채무이고 원금 상환을 기대하는 것이 아니라 재금융 또는 기한 연장을 예정한 것이다.[22] 폰지 채무는 이에 더 나아가 원금이나 이자 모두 변제할 수 없고 결국 담보 자산의 매각으로 인하여 변제되는 것을 예정하고, 그러한 대출을 실행하는 과정에서의 거래 수수료나 자산 가치 상승분에 해당하는 이익을 얻는다.[23] 그런데 이처럼 단기적인 시야에 따라 움직이는 금융시장이 예상치 못하게 갑자기 위축되는 경우 결국 폰지 대출을 갚기 위해서는 자산이 매각되어야 하고 자산들이 대량으로 급매로 시장에 공급되면서 자산의 시장가격이 떨어지며 결국 그 채무는 자산이 매각되어도 원금이 상환되지 못하게 되면서 시장경제의 위기가 초래된다.[24]

이처럼 금융회사가 눈앞의 이익에 급급하여 당장의 거래수수료와 이익 증대를 위하여 폰지 금융이나 투기적 금융에 몰입하는 경우, 회사는 위기 상황에 제대로 대처할 수 없고 파산의 위험을 안게 되며 경제 전반에도 큰 타격을 준다. 그럼에도 불구하고 금융회사가 투기적 금융을 실행하면서 근시안적 경영을 하게 되는 이유는 단기실적에 연동되어 성과급이 지급되는 경영자 보수체계 내지 금융회사들 서로간의 경쟁에 기인하는 면이 크다고 보인다. 이는 일반사업회사에서 나타나는 단기실적주의의 발생원인과도 공통된 것으로 제4장에서 보다 자세히 살펴본다.

또한, 금융회사는 비금융회사에 자본을 투자하는 주주로서의 지위를 가지기도 하는데, 이는 뒤에서 살펴볼 기관투자자로서의 문제에 해당한다. 금융회사가 단기실적주의를 취하게 되면 투자대상 회사의 중추적 가치를 무시하고 단기 실적과 성과에 집중 투자하거나 차익거래를 실현하기 위한 전략을 세우게 된다.[25] 나아가, 금융회사는 투자대상 회사들에 대한 의결권을 행사함으로써 중요 자산 매도, 주식 환매 등을 통하여 주주들에게 즉각적인 이익을 가져다주는 결정을 하게끔 압력을 행사할 수 있고, 이익조정에 대한 압력을 가하기도 한다.[26] 이처

22) Dallas, 앞의 논문(주 14), 293면.

23) Id.

24) Dallas, 앞의 논문(주 14), 294면.

25) Stiglitz, 앞의 논문(주 14), 101, 106면; Dallas, 앞의 논문(주 14), 267면.

럼, 금융회사의 경영에서 나타나는 단기실적주의는 투자대상인 일반사업회사에 대하여는 주주의 지위에서 경영자에게 단기실적의 압박을 가하는 결과를 낳게 되고, 이는 결국 일반사업회사의 단기실적주의 논쟁으로 귀결된다.

26) Dallas, 앞의 논문(주 14), 267면.

제3장 단기실적주의 발생 원인에 관한 논쟁

Ⅰ. 문제의 제기

장기적인 경제가치의 손실을 감수하는 회사의 근시안적인 경영이 회사의 주주뿐만 아니라 회사의 이해관계인들과 경제 전반에 손해를 끼친다는 점에 관하여는 별다른 이론의 여지가 없다. 그런데, 이러한 근시안적 경영이 무엇 때문에 초래되는가, 즉, 투자자가 원인인가 회사 경영의 내부적 속성이 원인인가에 관하여 미국에서는 견해의 차이가 크다. 이는 단기실적주의의 발생 원인에 관한 논쟁이다.

투자자들의 단기적 시야가 단기실적주의를 초래하는 주요 원인이 된다고 보는 입장에서는 투자의 영역에서 단기실적주의를 야기하는 두 가지의 원인을 제시하고 있는데, 하나는 주주들의 단기적 투자 시야이고, 다른 하나는 행동주의적 헤지펀드의 개입이다. 이들 주주들은 단기간만 주식을 보유할 것을 예상하고 그 기간 동안 회사가 우수한 실적을 올리기를 원한다는 특성을 가진다는 점에 있어서는 공통된다.

단기적 투자시야를 가진 주주 또는 행동주의 헤지펀드들은 회사의 장기가치를 희생시키더라도 단기 주가를 상승시키는 행위를 추구하고, 회사가 그러한 정책결정을 하도록 압력을 가한다. 게다가, 회사의 정관 등 자치규범(arrangements)에서 주주들이 이사들을 교체하거나 영향을 미치기 쉽게 규정되어 있는 경우, 회사의 경영진은 만족할 만한 단기성과를 얻지 못하면 주주의 개입이 있을 것이라는 불안감으로 인하여 장기 가치의 손실을 감수하면서 단기 이익에 과도하게 집중하도록 스스로 압박을 받기도 한다.[27]

뒤에서 살펴보겠지만, 회사 경영의 단기실적주의는 경영의 내부적, 본질적 속성과도 일부 관련이 있으므로 온전하게 투자자의 문제라고만 할 수는 없다. 그러나, 회사 지배구조에서 차지하는 주주의 권한, 주주가 투자하는 자본에 의하

27) Bebchuk, 앞의 논문(주 8), 1면.

여 회사가 경영된다는 점을 고려하면 결국 단기 성과를 보여주고자 하는 경영자의 속성 역시 주주의 투자 내지 지지를 받기 위함에서 비롯한다는 것이 단기실적주의 원인을 투자의 영역에서 찾는 입장에서 제시하는 설명이다. 주주의 단기적 투자 성향과 관심은 회사의 경영정책의 결정에 영향을 주게 되고, 주주가 단기 실적을 원한다는 점을 잘 알고 있는 회사 경영진이 이를 무시한 경영정책을 펴기는 어렵다고 할 것이므로, 투자자의 단기적 성향은 회사 운영상 단기실적주의를 야기하는 핵심 원인으로 지목될 수 있다.

그런데, 이처럼 주주들의 단기적 투자 시야가 단기실적주의의 원인이라는 주장에 관하여 미국에서 많은 반론이 제기되면서 현재까지도 논쟁이 계속되고 있다. 이는 단기실적주의 문제를 둘러싼 정책 결정의 방향을 결정짓는 전제요소에 관한 논쟁이다. 아래에서는 단기실적주의의 발생 원인에 관한 양 견해의 대립을 검토한다.

Ⅱ. 단기실적주의의 원인 ① - 주주의 단기적 투자성향

1. 단기적 투자의 영향

일반적으로 회사의 단기 실적이 우수하면 그 실적이 시장에 즉각 반영되어 주가가 상승하고, 단기 주주들은 주식을 매각하면서 더 많은 이윤을 남길 수 있기 때문에 회사에 단기 실적에 대한 압박을 가하게 된다.[28] 이러한 주식시장의 단기주의가 회사 안으로 전파되어 이사회나 경영진은 주식 시장 또는 주주들을 만족시키기 위한 단기 성과를 위하여 장기적 가치 추구를 포기하게 되고, 수익을 관리, 조작하게 되는 문제도 발생한다.[29] 주주들의 단기적 투자가 회사에 미치는 영향은 투자의 유형에 따라 구분하여 생각해볼 수 있는데, Brian Bushee의 분류에 따르면 기관투자자 주주는 세 가지 종류로 구분된다. 일시적(transient) 주

28) Alfred Rappaport, “The Economics of Short-Term Performance Obsession”, *Financial Analysts Journal*, Vol. 61, No. 3 (2005. 5) 66면; Mark J. Roe, “Corporate Short-Termism – In the Boardroom and in the Courtroom”, *Business Lawyer* Vol 68(2013. 8), 985면.

29) Roe, 앞의 논문(주 28), 985면.

주, 전념적(dedicated) 주주, 외견상(quasi-indexer) 주주들이다.[30] 이 중에서 일시적 주주로서의 기관투자자들이 단기실적주의와 관련이 있다.[31] 기관투자자가 아닌 소액주주들의 단기 주식 매매는 대체로 매매차익을 목적으로 한 거래이고 주주권 행사를 염두에 둔 것이 아닌데다가, 그들의 의사가 응집되어 있지도 않으므로 이들의 주식 회전율이 높다고 하여 그 자체로 회사 경영에 어떤 압박을 준다고 보기는 어렵다. 다만, 단기 투자를 목적으로 한 소액주주들이 주식시장에 집합하여 시장 전체가 단기 성향으로 흐르게 되면서 주가가 회사의 단기 이익에 즉각적으로 반응하는 경우, 회사의 단기 실적의 저하는 주식의 저평가를 가져오므로, 이를 막기 위하여 경영진은 단기 실적 올리기에 치중하게 될 우려가 존재한다.

한편, 기관투자자들 중에서도 행동주의적 헤지펀드는 공적 연기금, 뮤츄얼 펀드 등 일반적이고 전통적인 기관투자자들과는 다른 특성을 가지는데, 이들 헤지펀드는 주식시장의 단기주의 흐름과는 무관하게 특정한 회사를 투자 목표로 삼아 그에 대한 행동주의적 개입을 통하여 직접적인 단기실적 압박을 가한다. 이에 관하여는 아래 Ⅲ.에서 별도로 살펴본다.

2. 기관투자자들의 투자성향이 단기적인가

(1) 기관투자자의 비율과 영향력 증가

기관투자자는 타인을 대신하여 자산을 투자하는 기능을 수행하는 기구로서 연기금, 보험사, 은행, 뮤추얼 펀드[32]나 투자신탁 등을 일컬으며, 전문적 투자자를 의미하기도 한다.[33] 우리나라의 자본시장 및 금융투자업에 관한 법률(이하 '자본시장법')은 직접적으로 기관투자자의 개념을 정의하고 있지는 않으나, 위험감수능력에 따라 전문투자자와 일반투자자를 구분하여 규제를 달리하고 있다.[34]

---

30) Dallas, 앞의 논문(주 14), 302면.

31) *Id.*

32) Mutual Fund. 우리나라의 자본시장법상 개방형 투자신탁과 같은 집합투자형태를 말한다.

33) Institutional investor: An organization whose function is to invest assets on behalf of others, For example, pension funds, insurance companies, banks, mutual funds or unit trusts, and investment trust companies, Sometimes used to mean professional investor(Peter Mole & Nicholas Terry, *The Handbook of Institutional Financial Terms*, oxford, 1997).

자본시장법에 따라 전문투자자로 분류되는 기관들은 은행, 보험회사, 금융투자업자, 집합투자기구, 신용보증기금, 금융지주회사 등이고, 구 증권거래법과 법인세법시행령에서는 구체적으로 기관투자자의 범위를 명시한 바 있다.

오늘날 미국 주식시장에서 가장 영향력 있는 주주들은 개인투자자가 아니라 이러한 기관투자자들인데, 이들은 대부분 그들에게 투자한 자본 공급자(ultimate investors)를 위한 대리인의 역할을 한다. 실제로 미국 회사 주식의 약 1/3을 뮤추얼 펀드와 헤지펀드가 차지하고 있다[35](이 중 헤지펀드는 특히 투자대상 회사에 적극적으로 개입하는 행동적 성격을 가지고 있으므로 뒤에서 다시 살펴본다).

우리나라의 경우에도 과거에는 증권시장에서 개인투자자가 가장 큰 비중을 차지하였으나, 외환위기 이후 개인투자자의 비율이 감소하면서 기관투자자의 비율이 20% 이상으로 급증하였고,[36] 2012년 말 기준으로 우리나라 상장법인의 표준적인 주주구성비는 소유주식수 기준으로 기관투자자 11.4%, 사업법인 24.6%, 개인주주 48.8%, 외국인 11.6%이며,[37] 시가총액을 기준으로 하면 기관투자자의 비율이 15.8%이다. 2013년 말에는 기관투자자의 비율이 16.1%로 증가하였다.[38]

⑵ 자금유치를 위한 경쟁과 정보 분석의 용이성으로 인한 단기 실적 집중 현상

일반적으로 기관투자자들은 자금유치를 위해 서로 경쟁하고, 이러한 경쟁은 기관투자자들이 단기실적주의, 즉 단기적 투자 시야를 갖게 하는 원인으로 작용한다.[39] 이는 기관투자자의 고객인 자본공급자들이 기대하는 수익과 관련이 있

---

34) 김건식・정순섭, 자본시장법(제3판), 2013, 150면.

35) Aspen Institute, “Overcoming Short-Termism: A Call for a More Responsible Approach to Investment and Business Management”(2009)(이하 “Overcoming short-termism”이라 한다), 2면.

36) 이상복, “기업지배구조와 기관투자자의 역할”, 기업법연구 제22권 제4호(통권35호), 한국기업법학회(2008), 249-250면.

37) 이철송, 회사법강의, 박영사(22판), 2014, 473면.

38) www.krx.co.kr 한국거래소 2014. 6. 10.자 보도자료 “2013년도 주식투자인구 및 주식보유현황 조사결과”.

39) Dallas, 앞의 논문(주 14), 294면.

다. 기관투자자의 고객들은 자산운용자들의 능력에 대하여, 또는 투자대상 회사에 대하여 완전한 정보를 가지지 못하므로, 정보를 쉽게 습득가능하다면 정당한 범위라고 생각하였을 수익보다 더 높은 수익을 자산운용자들에게 요구하게 된다.[40] 기관투자자의 자산을 운용자들이 쉽게 교체될 수 있거나, 투자 자금의 회수가 쉽게 이루어지는 상황에서 기관투자자는 장기적인 실적보다 단기의 고수익을 목표로 투자하게 된다.[41] 또한, 뮤추얼 펀드 같은 일시적 기관투자자들은 대개 높은 단기적 성과를 보여주어야 투자자를 유치하는 데에 도움이 되므로 투자에 대한 단기적 시야를 가지게 된다.[42] 연기금 운용자들 역시 단기 성과를 올림으로써 그들의 운용계약을 갱신하거나 새로운 계약을 체결하여 지위를 유지할 수 있다.[43]

게다가, 주식의 장기적 가치를 평가하기 위해서는 복잡하고 기술적으로 분석이 어려운 정보들을 평가 분석하여야 하는데, 이에 반하여 분기별 이익(quarterly earnings results)은 상대적으로 분석이 단순하므로 자산운용자들은 이를 기준으로 자신들의 실적을 알리게 된다.[44] 단기실적을 목표로 하는 경우 자산운용자들은 장기 보유 자산의 가격 산정 오류의 위험을 피할 수 있어, 위험 부담이 적고 비용도 덜 들게 된다.[45] 또한, 투자자들에게도 장기적인 거래 기록보다는 단기 거래 기록을 제공하면 이해를 구하기 쉽고, 이는 투자자들로부터 더 많은 자금을 유치하고, 자금 회수 가능성을 줄이는데 도움이 된다.[46] 이러한 이유로 많은 투자기관의 자산운용자들이 단기실적에 치중하는 투자 전략을 취하게 된다.

이에 관한 미국의 상당수 연구 결과에 의하면, 높은 주식 회전율과 공격적인 투자전략을 가진 일시적 기관투자자들이 지배주주인 회사의 경우 R&D에 대한 비용 절감이 발생할 가능성이 크다고 한다.[47] 기관투자자들이 지배주주로 있는

---

40) *Id.*

41) Dallas, 앞의 논문(주 14), 295면.

42) Overcoming short-termism, 앞의 논문(주 35), 2면.

43) *Id.*

44) Roe, 앞의 논문(주 28), 985면.

45) Dallas, 앞의 논문(주 14), 295면.

46) *Id.*

회사들에 대한 설문조사에서 400명의 재무 담당 임원들 중 80% 이상의 응답자가 R&D, 광고, 유지보수 부분의 투자를 줄이고 단기실적 목표를 달성하는 데 집중할 것이라고 답하기도 하였다.[48] 위 설문조사에서 50%의 응답자들이 새로운 사업계획을 연기하는 것이 회사의 장기적 가치창조를 희생하는 결과를 초래한다고 하더라도 계획을 연기할 것이라고 답하기도 하였다.[49]

⑶ 기관투자자들의 단기적 투자 성향에 관한 반론

위와 같이 기관투자자들의 단기적 투자 성향이 근시안적 경영을 초래한다는 시각에 관하여는 만만치 않은 반론도 제기되고 있다. 그 근거는 첫째로, 기관투자자들의 투자가 일시적이고 단기적이라는 기본 전제가 잘못되었고, 둘째로, 설령 기관투자자들의 투자 성향이 단기적이라고 하더라도 이로 인하여 회사의 단기실적주의가 야기된다는 인과관계를 뒷받침할 만한 실증적 근거가 없다는 것이다.[50]

구체적인 논거를 살펴보면, 금융경제학 팀이 최근에 데이터를 수집하여 살펴본 결과 미국 회사들의 주요 기관 주주들인 Fidelity와 Vanguard의 1985년 이래 주식보유기간이 변화하지 않았다.[51] 주식 소유가 분산된 미국에서 핵심 주주집단이라고 할 수 있는 뮤추얼 펀드와 연금펀드의 전반적인 주식보유기간은 1985년부터 2010년까지 4분의 1세기 동안 오히려 증가하였을 뿐만 아니라, 1985년에 미국의 평균 주식보유기간은 1.2년이었는데, 2010년에는 오히려 1.5년으로 증가하였다는 통계가 있다.[52] 그리고 기관투자자들의 평균적인 주식 보유기간 역시

---

47) Brian J. Bushee, “The Influence of Institutional Investors on Myopic R&D Investment Behavior, 73 *The Accounting Review*.(1998. 7) 305, 306-307면; William W. bratton & Michael L. Wachter, “The Case against Shareholder Empowerment”, *University of Pennsylvenia Law Review*. Vol 158(2010), 702-703면.

48) Kurt N. Schacht, “Breaking the Short-term Cycle”, in Fourth Annual Director’s Institute on Corporate Governance(2006), 583, 591면.

49) *Id.*

50) Roe, 앞의 논문(주 28), 1000면.

51) Martijn Cremers, Ankur Pareek & Zacharias Sautner, “Stock Duration and Misvaluation”(2013. 2.)(http://ssrn.com/abstract=2190437), 11면; Roe, 앞의 논문(주 22), 1000면.

52) *Id.*

1985년과 비교할 때 변동이 없거나 다소 증가하는 추세를 보였다.[53]

뿐만 아니라, 기관투자자들이 지배주주인 경우에 경영자들에게 단기적 시각을 갖게 한다는 일반적인 견해와는 달리 오히려 그러한 회사에서 혁신과 연구개발 부분의 투자가 더욱 촉진되었다는 연구결과도 있다.[54] 그 외에도 상당수의 연구결과들이 기관투자자가 지배주주인 회사들이 R&D 부분에 더 높은 수준으로 투자를 하고 금융시장에서 격리되어 이사회의 경영권 방어가 잘 이루어진 회사일수록 오히려 투자를 줄이는 경향이 있다는 결론을 보여주고 있다.[55]

⑷ 검토

기관투자자들의 투자 성향이 단기적이라는 말은 그들의 절대적인 주식 보유기간이 짧다는 의미뿐만 아니라, 기관투자자들이 회사의 장기적인 가치증대나 경영계획에 관하여 큰 관심이 없다는 의미도 내포한다. 기관투자자가 회사 경영에 수동적이고 무관심한 태도를 취하게 되면서 이들의 투자 성향은 자연히 단기적이 된다. 이들은 타인의 예탁자산을 가지고 고율의 수익을 실현해야 하는 운용자산의 특수성 때문에 투자대상회사의 경영방침에 불만이 있는 경우에도 이를 극복하는 해결방안을 제시하기 보다는 보유주식을 매각하는 전략을 택한다.[56] 기관투자자들의 이러한 행동경향을 소위 “wall street rule” 또는 합리적 무관심으로 일컫는데[57], 기관투자자들이 이러한 성향을 가지게 되는 이유는, 무임

---

53) *Id.*

54) Sunil Wahal & John J. McConnell, “Do Institutional Investors Exacerbate Managerial Myopia?”(1997. 10.)(http://ssrn.com/abstract=47271 or http://dx.doi.org/10.2139/ssrn.47271) 14면. 위 연구에 따르면, 예를 들어 1994년 기준으로 조사했을 때 기관투자자 지분이 1% 많아지는 경우 1010만 달러의 R&D 부분을 더 지출하는 추산이 가능하다고 본다(14면).

55) Li Eng & Margaret Shackell, “The Implications of Long-Term Performance Plans and Institutional Ownership for Firms’ Research and Development (R&D) Investments”, *Journal of Accounting, Auditing & Finance* vol. 16 no. 2(2001. 4) 117면; Jennifer Francis & Abbie Smith, “Agency Costs and Innovation: Some Empirical Evidence”, *Journal of Accounting and Economics* vol. 19(1995) 383-409면; Peggy M. Lee & Hugh M. O’Neill, “Ownership Structures and R&D Investments of U.S. and Japanese Firms: Agency and Stewardship Perspectives”, *Academy of Management Journal* vol. 46)(2003), 212-225면; Roe, 앞의 논문(주 22), 994면.

56) 이철송, 앞의 책(주 37), 475면.

승차의 문제, 즉, 특정한 기관투자자가 기업의 경영자를 감시하는데 참여하는 경우 그 기관투자자는 모든 감시비용을 부담하고, 나머지 투자자들은 비용 부담 없이 이익을 보게 된다는 점, 그리고 기관투자자들이 회사 감시역할을 수행하는데 비용을 들이면, 회사가 심각한 경영상 위기에 처하는 경우에 회사를 떠나는 것이 더 어려워진다는 점 등을 들 수 있다.[58]

이와 같은 사정으로 인하여, 실제로 행동주의적 헤지펀드를 제외한 일반적인 기관투자자들은 대개 주주의 권한을 충실히 행사하지 않는 경향이 있다.[59] 미국의 뮤추얼펀드의 경우 등록된 공모펀드에 대한 규제 압박, 펀드운용자에 대한 단순한 보수체계, 이해관계의 충돌 등을 이유로 투자대상 회사에 대한 적극적 경영참여를 하기 어렵다.[60] 연기금의 경우에도 경영참여의 결과가 실패했을 때 받게 되는 정치적 압력 등 이해관계에 따르는 제약으로 인해 수익 극대화를 추구할 동기가 상대적으로 적다.[61] 일반적으로 기관투자자들은 회사의 지배구조에 별달리 개입하지 않고, 위임장 권유나 주주제안권도 적극적으로 행사하지 않으며, 그들을 대표할 이사 선임에도 관심이 없다.[62] 무엇보다도 주주가 회사의 장기 운영계획에 관심을 갖고 변화를 일으키기 위해서는 회사 내부 정보를 획득하고 면밀하게 감시하는 일을 계속하여야 하는데, 기관투자자들에게는 그 정도의 비용과 노력을 감당할 의지가 부족하다.[63] 뿐만 아니라 이들이 일정한 비용을 감수하고 회사 감시를 시작하더라도, 이를 통하여 발견한 문제의 해결을 위해서는 이사의 해임과 같은 극단적 해결책을 실행할 필요가 생기는데, 이는 다른 주주들의 지지를 받지 못하면 실행될 수가 없다.[64] 특히 주식 소유가 분산된 미국의 공개회사에서는 위임장 권유 등과 같은 고비용의 시스템으로 주주들의

57) *Id.*

58) 이상복, 앞의 논문(주 26), 263면.

59) Stephen M. Bainbridge, “Director Primacy and Shareholder Disempowerment”, 119 *Harvard Law Review*(2006), 28면

60) 김세욱, “헤지펀드의 도입에 관한 연구”, 서울대학교 대학원 석사학위논문(2009. 2), 15면.

61) *Id.*

62) Bainbridge, 앞의 논문(주 58), 28면.

63) *Id.* 29면.

64) *Id.*

응집이 이루어지므로, 기관투자자들이 회사 내부 문제에 관심을 가질 유인이 적다.[65] 따라서, 기관투자자 주주들은 대체로 회사 정책 결정과정에서는 한 발 떨어진 상태에서, 투자수익 실현을 위하여 가시적인 성과를 원하게 된다. 이러한 관점에서 보면, 미국에서 지난 25년 동안 기관투자자들의 절대적인 주식보유기간이 짧아지지 않았거나 다소 늘어났다고 하여 이들의 투자시야가 장기적으로 변화하였다고 보기는 어렵고, 여전히 이들 기관투자자들은 단기주의적 성향을 띤다고 평가할 수 있을 것이다.

우리나라의 경우 한국거래소 자료로 산출한 국내·외 기관주주의 주식보유기간(2010년 기준)은 연기금 1.23년, 외국인 1.14년, 보험사 0.15년, 은행 3.70년, 자산운용사 0.36년, 증권사 0.04년 등이다.[66] 주식소유 분산형 국가로서 주주권의 정도가 약하다고 평가받는 미국과는 달리[67] 우리나라 회사법은 주주의 권한이 강한 주주 중심의 법제에 속하므로, 기관투자자의 주주권 행사가 용이한 법제라고 할 수 있다. 따라서 앞서 본 바와 같이 위와 같은 미국에서의 기관투자자의 투자 성향에 관한 논의를 그대로 적용하기는 어려운 면이 있다. 그런데, 이유는 다르지만 우리나라의 기관투자자들 역시 미국처럼 의결권 행사에 소극적이다. 소수의 지분으로 기업 집단을 지배하는 지배주주가 존재하는 우리나라 회사 지배구조의 특성상 현 지배주주에 동조하는 것이 일반적인 행동 경향이 되었고,[68] 기관투자자들의 소유구조가 이미 산업자본에 의존하고 있어 독립적인 의결권 행사에 소극적이고, 정치적 압력에서도 자유롭지 못하며,[69] 안건에 대한 반대의 결권을 행사하는 비율도 적다.[70] 최근, 한국에서 크게 문제가 된 삼성물산과 제

65) *Id.*

66) 송홍선, "주식시장 안정을 위한 기관투자자의 역할 제고", 자본시장 weekly opinion, 2012-13호, 자본시장연구원(2012).

67) 김건식 외 옮김, 앞의 책(주 1), 142면.

68) 이철송, 앞의 책(주 37), 474면.

69) 강윤식, "기관투자자의 의결권 행사와 주주총회 의안분석기관", CGS Report 2011년 1호, 한국기업지배구조원, 2면.

70) 강정민, 2010년 기관투자자 의결권행사 실태와 문제점, 기업지배구조연구 36권, 좋은기업지배구조연구소(2010), 17-18면; 이처럼 기관투자자의 의결권행사가 부족한 이유로는 국내 대형 기관투자자 대부분이 재벌기업이나 금융지주사에 소속되어 있어 사실상 반대의견을 내기 어렵다는 점, 상장법인의 주주총회가 특정 날짜에 몰려 있다는 점, 금융당국 등이 제시한 가이드라인이 요식행위에 그치고 있다는 점 등이 지적된다. 서완석, "주주행동주

일모직의 합병결의에서 대주주인 국민연금이 정치적 압력에 기인하여 찬성표를 행사하였음이 보도된 바 있는데, 이는 우리나라 기관투자자의 의결권 행사의 현실을 단적으로 보여주고 있다고 하겠다.

3. 경제적 효용을 주지 않음에도 단기 투자가 일어나는 이유

단기적인 주식거래는 궁극적으로는 네거티브 섬(negative-sum) 게임이고, 누군가는 손실을 보게 되는 거래이다.[71] 단기 차익을 추구하는 주식 거래는 한 당사자에게는 이익을, 다른 당사자에게는 손실을 가져다주게 되는데, 누가 손실을 볼지, 이익을 볼지는 주가 상승이나 하락 여부에 달려있다. 이는 결국 제로섬게임으로, 여기에 수반되는 거래 비용을 고려하면(수수료, 관리비용, 시장조사비) 결국 네거티브 섬 게임이 된다.[72] 이러한, 네거티브 밸류는 오직 그러한 거래가 자산 유동성이나 가격효율성(경쟁력), 세금 절감 효과 등 다른 이익을 가져다 줄 때에만 상쇄된다.[73]

이는 부동산 투자와도 유사하다. 부동산 투자에서도 가격상승의 기대감으로 부동산을 매수한 자는 가격이 하락할 경우 손실을 보게 되지만, 부동산 매도자는 그만큼의 이익을 얻게 되고 결국 전체적으로 부동산 거래비용만 지출한 셈이 되어 네거티브섬 게임이다.[74] 다만, 그 부동산 매수자가 가격 차익만을 기대한 것이 아니라 그 부동산을 실제로 이용하였다면 이는 가격 하락에도 불구하고 제로섬 게임이 되지는 않는다.[75] 이는 주식 거래 역시 마찬가지이다. 그런데, 높은 회전율의 포트폴리오는 빈번한 거래에 수반되는 비용이 이익을 상당 부분 잠식할 수 있으므로, 궁극적으로 자본투자자(ultimate inverstor)들에게 돌아가는 수익에는 해를 끼치게 된다.[76]

의의 문제점과 대처방안", 성균관법학 제2권 제1호, 성균관대학교 출판부(2014. 3), 218면.

71) Lynn A. Stout, "Are Stock Markets Costly Casinos? Disagreement, Market Failure, and Securities Regulation", *Virginia Law Review* vol. 81, No. 3(1995. 4), 622면 (1995); Dallas, 앞의 논문(주 14), 299면.

72) *Id.*

73) *Id.*

74) Dallas, 앞의 논문(주 14), 299면.

75) *Id.*

그렇다면, 여기서 왜 투자자들이 주주로서의 권한행사에 관심을 두지 않고 이처럼 누군가는 손실을 볼 수밖에 없는, 즉 전체적으로 볼 때 경제적 효용이 없는 단기 주식 거래를 하는가하는 의문이 제기된다.[77]

이에 대한 한 가지 설명은 이러한 주식 거래 자체가 소득 수단이 되는 사람들이 존재한다는 점이다.[78] 펀드 운용, 거래의 실행, 금융 전망 분석 등의 과정에서 자산운용자나 중개인들은 수수료를 지급받는다. 이는 거래 회전율을 높이는 하나의 원인이 된다.[79] 게다가, 현대 기술의 발달과 거래비용의 감소로 인하여 주식거래 규모가 증가하고, 거래가 편리해지면서 주주로서의 권한 행사보다 단기 차익을 추구하는 거래가 더 용이해졌고, 기관투자자들 역시 단기 거래 전략을 실행하기 쉽게 되었다.[80] 여기에다가 거품이 낀 시장상황은 죄수의 딜레마(prisoner's dilema)를 낳고, 이는 자산운용자들 사이의 경쟁을 더욱 촉진시킨다.[81] 일반적으로 자신의 거래 능력을 낙관하는 자들이 일반적으로 이러한 회전율 높은 거래에 관여한다고 본다.[82] Lynn A. Stout는 이러한 현상을 두고 주식 거래 행위에서의 와비건 호수 효과(Lake Wobegon effect)라고 칭하기도 하였다.[83] 이러한 현상을 잘 설명해 주는 예로 2007년 금융위기 직전에 투자은행의 레버리지 비율이 30대1에서 41대1 까지 30%나 증가한 것을 들 수 있다.[84] 2000년부터 2007년까지 금융부분 부채는 8.4조 달러에서 15.8조 달러로 증가하였다.[85]

4. 단기적 투자가 단기실적주의를 야기하는 원인인지 여부

76) Overcoming short-termism, 앞의 논문(주 35), 2면.

77) Dallas, 앞의 논문(주 14), 300면.

78) *Id.*

79) *Id.*

80) *Id.* 298면.

81) *Id.* 300면.

82) *Id.*

83) Stout, 앞의 논문(주 71), 636-637면 (1995); 와비건 호수 효과(lake wobegon effect)는 스스로를 평균보다 더 낫다고 착각하는 경향을 말한다.

84) Gabilondo, 앞의 논문(주 19), 493면.

85) Wilmarth, Jr., 앞의 논문(주 20), 1003면.

(1) 일시적 기관투자자의 단기 거래 지향성이 단기실적주의를 야기한다는 견해

1) 단기 투자의 영향

위에서 본 Bushee의 분류에 따른 세 가지 종류의 주주들 중에서도 단기거래의 성향을 가진 일시적 기관 투자자들이 대주주로서 영향력을 행사하게 되면, 그들은 회사에 대한 장기 투자를 고려하지 않고 위기 상황에서 매도전략을 취한다는 전제에서 단기간만 주식을 보유하므로 그 기간 동안 회사가 우수한 실적을 올리기를 원하게 된다.[86] 그렇게 해야 주주들이 주식을 매각할 때 더 많은 이윤을 남길 수 있기 때문이다.[87] 이에 회사들은 그들의 요구에 따라 R&D에 대한 비용지출을 줄이고 분기별 이익 목표를 달성하고자 한다. 즉, 기관투자자들은 근시안적인 투자 결정을 통하여 현재 얻을 수 있는 이익을 최대화하고, 그로 인하여 주식 가격을 지탱하고자 하는 것이다. 나아가, 경영자들은 주가 상승 또는 유지를 위해 이익 조정을 위한 탈법적인 회계처리를 할 수도 있다.[88] 2001년의 엔론 파산사건이 단기실적주의의 폐해 사례로 지적되는 이유가 경영자가 대규모 자금조달을 위해서 단기 성과를 부풀리는 방향으로 회계장부를 조작하였기 때문이다. 이처럼 경영자가 이익으로 평가될 수 없는 부분을 이익으로 처리하여 부정한 재무 보고를 할 가능성이 상존한다.

게다가, 단기 거래로 인한 이익에 집중하는 자산운용자들은 회사의 장기적인 성과나 외부효과에 관심이 없으므로, 적절한 위임투표권을 행사하거나 장기적인 관점에서 이익이 되고 지속가능한 회사 운영 정책 결정을 지지하는 역할을 할 것이라고 기대하기 어렵다.[89] 이는 궁극적으로 회사의 자본 유치와 경영에 부정적 영향을 끼치게 된다. 또한, 일시적 기관 투자자인 주주의 비율이 높아지면 회사의 내부 통제력이 약화되고,[90] 이는 경영진의 사익추구 가능성을 높이게 된다.

---

86) Roe, 앞의 논문(주 28), 985면.

87) *Id.*

88) *Id.*

89) Overcoming short-termism, 앞의 논문(주 35), 2면.

90) Dallas, 앞의 논문(주 14), 304면.

단기 투자의 증가로 인하여 주식회전율이 높아진다는 것은 그만큼 주식의 가치에 대한 평가가 서로 다르다는 것을 의미한다.[91] 이처럼 서로 다른 평가가 존재할 때, 그리고 그러한 평가가 단기 거래에만 적용되는 경우, 주식가격은 대다수의 낙관적 투자자들이 평가하는 가치의 영향으로 상승하게 된다.[92] 이처럼 과대평가된 주식은 회사경영자들에게 그에 부합하는 실적을 이루기 위하여, 궁극적으로 회사의 장기적 가치를 떨어뜨리는 비효율적인 분야에 과다투자하게 하는 결과를 초래하기도 한다.[93] 즉, 주식시장 전반의 단기주의가 회사 내부로 전파되어 이사회나 경영진은 주식 시장의 기대를 만족시키는 방향으로 단기 성과를 위하여 장기적 가치 최대화를 포기하게 되고, 수익을 관리, 조작하게 되는 것이다.[94] 회사의 주식 회전율이 높을수록, 회사의 투자 수준이 오평가된 주가에 더욱 예민하게 반응한다는 연구결과도 있다.[95]

2) 2008년의 금융위기와 단기실적주의 문제점의 부각

단기실적주의가 금융회사와 비금융회사에서 모두 발현된다는 점은 앞서 살펴본 바와 같다.

2008년의 금융위기는 단기투자자들과 장기투자자들이 얻은 이익에 있어서 큰 차이를 보여주었고, 금융시장이 항상 회사의 기초가치를 반영하고 투자자들이 항상 순수하게 합리적으로 거래에 임한다는 생각에 의문을 제기하였다.[96] 담보대출의 기초대상자산인 주택가격이 하락하고 대출자들이 실직하면서 금융회사들은 큰 손실을 보았고, 이와 같은 금융위기를 겪으면서, 단기 주주의 단기적 투자 시야가 경영에 전파되어 경영진과 이사진의 판단을 왜곡시키는 병폐가 되고 있다는 우려가 커지기 시작했다.[97] 단기실적주의 문제를 심각하게 보는 관점

91) *Id.* 305면.

92) *Id.*

93) *Id.*

94) Roe, 앞의 논문(주 28), 985면.

95) Christopher K. Polk & Paola Sapienza, “The Stock Market and Corporate Investment: A Test of Catering Theory”, Review of Financial Studies(2009), 187, 188, 205면.

96) Emeka Duruigbo, 앞의 논문(주 13), 544-545면.

97) Martin Lipton, Jay W. Lorsch & Theodore N. Mirvis, Wachtell, Lipton, Rosen & Katz, The Proposed “Shareholder Bill of Rights Act of 2009,” *The Harvard Law Sch. Forum on Corporate Governance & Fin. Regulation* (May 12, 2009, 4:56 PM); Bebchuk, 앞의 논문(주

에서는 이러한 문제가 미국의 자유 시장 체제와 경제의 근간으로 지속될 것이라는 믿음을 무너뜨린다고 주장한다.[98] 이처럼 단기실적주의 문제의 심각성을 강조하면서 그 해결을 모색해야한다는 주장은 미국뿐만 아니라 전 세계적으로 나타나고 있는데, 영국에서는 2012년 상장기업의 단기실적주의를 혹평하고 단기실적주의를 완화하는 수단을 모색하는 내용의 Kay 공식 보고서(Official Kay Report)가 많은 관심을 받았다.[99] 2011년에는 OECD에서도 회사의 단기실적주의 타파를 위한 시도를 시작하였다.[100] 그 밖에 수많은 입법자들이 회사법이 단기실적주의 타파를 위해 개정되어야 한다고 주장하고 있고,[101] 실제로 그러한 방향의 제도 개정이 이루어지기도 하였다. 그 예로, 미국증권거래위원회(SEC)가 2010년 이사후보자지명규정(proxy rule)을 도입하면서 3년 이상 주식을 보유한 주주에게만 후보지명권을 부여하는 제한을 둔 것을 들 수 있다.[102]

⑵ 반대의 견해 - 주주들의 단기적 투자시야와 단기적인 주식시장이 근시안적인 경영을 초래하는 근본 원인이 아니라는 주장

회사의 경영 전략이 단기실적에 치중되는 것은 위에서 본 바와 같은 투자자들의 단기실적 지향적 사고가 원인이 아니라, 그와 별개로 경영자들 내부에서 비롯한다는 반론이 있다.[103] 회사 경영에서 나타나는 단기실적주의는 경영의 본질적인 속성 내지 외부적인 사회 변화, 과도한 성과보수제 등에 기인하는 것이고, 주식시장의 단기거래관행이나 주주의 경영진에 대한 압력 때문이 아니라는 것인데, 이러한 측면을 강조하는 입장에서는 단기실적주의의 문제를 투자자의 문제로 바라보지 않고, 정책적 해결에 있어서도 그 방향을 달리 한다. 위 견해는 아래와 같은 세 가지의 점을 논거로 한다.

---

8), 1면.

98) Overcoming short-termism, 앞의 논문(주 35), 2면.

99) John Kay, “The Kay Review of UK Equity Markets and Long-term Decision Making”(2012); Roe, 앞의 논문(주 28), 984면.

100) Roe, 앞의 논문(주 28), 984면.

101) *Id.*

102) Facilitating Shareholder Director Nominations, 75 Fed. Reg. 56,668, 56,697-99 (2010. 9.)

103) Roe, 앞의 논문(주 28), 979면.

1) 주식시장은 단기적이면서도 장기적이다.

주식시장은 단기적이면서도 동시에 장기적인 관점을 반영하므로, 기관투자자들이 지배주주인 경우에 경영자들에게 단기적 시각을 갖게 한다는 일반적인 견해와는 달리 오히려 그러한 회사에서 혁신과 연구개발 부분의 투자가 더욱 촉진되었다는 연구결과가 있다.[104]

또한, 주식시장이 장기적으로 움직이는 대표적인 예로 기술 산업이나 신생 산업에서 종종 주가의 거품이 발생해 왔다는 점 역시 주목할 만하다.[105] 21세기 초반에 지금은 버블이라고 판단되는 IT 산업 관련 주식의 가격 붐(boom)이 있었다.[106] 투자자들은 인터넷이 소매업, 정보분야 등 많은 사업 분야를 재편할 것이라고 여겼고, 이와 관련하여 많은 회사들이 상장되고 때때로 어마어마한 주가 상승을 누렸다.[107] 이러한 주식 고평가는 주식시장을 장기적으로 해석한 데에서 비롯하는 것이었고, 시장이 그 회사들을 즉각적인 이익을 내지 못하더라도 좋은 투자 가치가 있다고 평가한 것이었다.[108] 그에 대한 일례가 Amazon, Apple, Google과 같은 기업의 주가가 한 때 급등하였던 현상인데, 이는 주식시장이 항상 단기주의적인 성격을 띠지는 않는다는 점을 보여준다.[109] 이와 같은 주식시장의 고평가로 인하여 해당 IT 회사들뿐만 아니라 주가 상승 시장의 수혜를 함께 누리는 다른 회사들 역시 보다 장기적인 관점에서 투자를 하고, 새로운 프로젝트를 실행할 수 있었다.[110]

그리고 이러한 주식가격의 버블과 과도한 장기주의 현상은 그것이 옳은 방향이라는 뜻이 아니고 그 자체로 문제를 일으킬 수 있는 현상이기는 하나, 위 주장에서 말하고자 하는 핵심은 이러한 현상이 주식시장이 단기주의에서 비롯된

104) Wahal & McConnell, 앞의 논문(주 53), 307면.

105) Roe, 앞의 논문(주 28), 995면.

106) John M. Griffin, Jeffrey H. Harris, Tao Shu & Selim Topaloglu, “Who Drove and Burst the Tech Bubble?”, *The Journal of Finance* 66(2011). 1251, 1284면; Roe, 앞의 논문(주 28), 995면.

107) Roe, 앞의 논문(주 28), 995면.

108) *Id.*

109) *Id.* 980면.

110) Murillo Campello & John R. Graham, “Do Stock Prices Influence Corporate Decisions? Evidence from the Technology Bubble”, *Journal of Financial Economics* Vol. 107(2013. 1), 89면; Roe, 앞의 논문(주 28), 995면.

것이 아니라 오히려 과도한 장기주의에서 비롯된 문제라는 점이다.[111] 그리고 이러한 주식시장의 고평가는 IT 분야에 국한에 특이현상이 아니라. 철도, 자동차, 전화, 플라스틱 제품 제조 회사들 역시 역사적으로 고평가의 시기를 여러 번 거친 바 있으므로, 주식시장이 단기적이라는 명제는 타당하지 않다고 본다.[112]

2) 근시안적 경영의 원인은 단기적인 주식시장이 아니라 내부 경영메커니즘 자체에 있다.

위와 같이 주식시장이 단기적이라고 단정할 수 없다는 주장과 함께, 회사의 경영진이 근시안적인 경영을 하게 되는 원인은 주식시장이 단기적이거나 투자자가 단기적 관점을 가지기 때문이 아니고, 회사 내부의 경영메커니즘 자체가 회사 경영의 목표를 단기적으로 설정, 왜곡하기 때문이라는 주장도 제기된다. 미국처럼 주식 소유구조가 분산된 나라의 경우, CEO는 대부분의 상장 기업에서 가장 영향력 있는 의사결정권자이다. CEO가 자신의 임기 동안 좋은 성과를 올리고자 하는 것은 인간의 자연스러운 본성이다.[113] 대부분의 CEO들은 자신의 임기동안에 좋은 결과를 실현하는 것을 선호할 것이고, 나쁜 결과는 임기 후로 미루고 싶을 것이다.[114] 이러한 자연적인 인간심리에 비추어본다면, 통상적으로 CEO는 장기적인 결과보다는 자신의 임기 내에 나타날 결과에 더 무게를 두는 것이 당연하다.[115] 특히, 퇴임이 얼마 남지 않은 중년의 CEO의 경우에는 대개 R&D에 대한 투자를 줄이고 회사 전체의 위험을 분산시키는 방향으로 회사를 운영하는 경향이 있고, 위험이 적은 방향으로 회사를 운영한다는 연구결과가 있다.[116] 이들은 대주주에 의하여 해임될 것을 우려하고, 그들의 현재 지위가 퇴

111) Roe, 앞의 논문(주 28), 995면.

112) *Id.*

113) *Id.* 996면.

114) *Id.*

115) *Id.*

116) Jon A. Garfinkel, Jaewoo Kim & Kyeong Hun Lee, External Governance, “Risk Taking and Outcomes: The Importance of CEO Career Concerns” (2012) (unpublished manuscript) (http://ssrn.com/abstract=2171005); 위 연구는 1993년부터 2000년까지 델라웨어주 회사를 중심으로 50대 이상과 그 이하를 나누어 조사하였고, 50세 이하의 젊은 CEO들이 위험을 감수하는 성향이 강하다는 결론을 도출하였다.

직 시까지 유지되기를 바라기 때문에, 단기적인 성과를 선호한다.[117] 뿐만 아니라, CEO가 아닌 나머지 임원진들 역시 자신이 비록 현재 회사의 수장은 아니지만 미래의 수장 지위를 기대하는 자들이므로 다른 회사에 스카웃되는 데에 유리하도록 성과를 임기 내에 보여주고 싶을 것이다.[118] 이처럼, 경영자가 가지는 본질적 속성에서 비롯하는 문제가 근시안적 경영의 원인으로 작용하고, 이러한 속성은 경영자의 보수가 단기 성과에 연동되는 성과보수제와 맞물려 단기실적주의를 더욱 강화한다.

실증적으로 상당수의 연구 결과들은 나이든 CEO들이 젊은 CEO들보다 투자를 적게 한다는 사실을 보여준다.[119] 위 연구결과에 따르면, 금융시장에서 CEO의 자율성을 높이는 것이 오히려 근시안적 경영의 증가를 야기할 뿐 완화하지는 않는다.[120] 예컨대, Dechow과 Sloan의 연구결과는 CEO들이 첫해에는 R&D 부분의 지출을 늘리다가 마지막 해에는 오히려 지출을 줄이고 있음을 지적하고 있다.[121] 이를 통하여 CEO들이 주주들의 재신임을 얻고자 노력한다는 것이다.

아울러, 주식소유가 분산된 경제체제 하에서 회사 경영자들은 회사 운영에 관한 복잡하고 기술적인 정보를 비전문가들이 모인 주식시장과 주주들에게 효과적으로 전달하기가 어렵다. 이러한 정보 전달의 곤란에 따른 자연스러운 결과로 경영자들은 가시적인 성과에 치중하게 된다.[122]

---

117) *Id.*

118) *Id.* 980면.

119) Marianne Bertrand & Sendhil Mullainathan, “Enjoying the Quiet Life? Corporate Governance and Managerial Preferences”, *Journal of Political Economy* 111(2003) 1043, 1072면; Paul Gompers, Joy Ishii & Andrew Metrick, “Corporate Governance and Equity Prices”, *The Quarterly Journal of Economics* 118(2003), 107, 133면; Andrei Shleifer & Robert W. Vishny, “Management Entrenchment: The Case of Manager-Specific Investments”, *Journal of Financial economics* vol. 25(1989), 123, 125면.

120) Roe, 앞의 논문(주 28), 996면.

121) Patricia Dechow & Richard Sloan, “Executive Incentives and the Horizon Problem: An Empirical Investigation”, *Journal of Accounting and Economics* vol. 14(1991), 51, 52면.

122) Roe, 앞의 논문(주 28), 998면.

3) 급속한 사회변화와 불안정한 정책이 단기실적주의를 촉진한다.[123]

21세기의 사회는 20세기보다 더 빠르게 움직이고 있고, 기술적 변화속도도 빨라졌으며 인터넷은 구식의 사회 체계를 파괴하고 있다. 컴퓨터는 사업의 운영방법을 바꾸고 있고, 현대통신수단은 전세계의 시장을 통합하고 있다. 그리고 급변하는 경제 정책이 사업 계획을 장기적으로 설정하기 어렵게 한다.

석유나 가스 같은 전통적인 분야의 사업들은 장기적인 관점에서 기반시설투자가 이루어져야만 하는 사업인 반면에, 기술 중심의 정보산업은 기술 발전의 속도가 워낙 빨라졌기 때문에, 전통적인 제조업 분야와 같이 장기적인 수익을 예측하고 투자하는 사업방식을 그대로 유지하기가 어렵다. 사업가들은 장래의 세금과 소비수준, 규제, 이율 등에 관하여 확신하지 못하고, 이러한 불확실성이 그들에게 장기 투자를 위한 지출을 방해하고 있으며, 고용불안을 야기한다. 정책 변화의 불확실성에 대응하는 차원에서 회사들은 더욱 단기적인 계획을 세울 필요를 느끼게 되고, 이러한 단기정책은 불확실한 미래에 대처하는 적절한 방식으로 회사의 장기적 발전에도 더 유용할 수 있다.

이러한 관점에서, 단기실적주의 문제는 단기적인 금융시장에서 비롯된 것이 아니라 급속도로 변화하는 기술로 인한 신사업 분야의 확산, 세계화 그리고 급변하는 정부정책에 대한 예측의 불확실성과 그에 대응하는 과정에서 자연적으로 발생하였다고 봄이 타당하다는 주장이다.

⑶ 소결

1) 단기적인 주식시장의 영향

이와 같이 미국에서의 논쟁을 살펴보면, 회사의 근시안적 경영이 주주의 투자성향과는 무관한 경영메커니즘의 본질, 즉, 단기 성과를 보여주고 싶어하는 경영자의 자연스러운 본성과 주주들에 대한 정확한 정보전달이 어려운 시장 환경에서 유래한다는 지적과 급속한 사회변화와 기술발전으로 인한 신사업 분야의 특성이 단기실적주의를 야기한다는 주장은 일응 수긍이 가는 측면이 있고, 이러한 요소들이 단기실적주의 현상에 일조하여 왔음을 부정하기 어렵다. 그렇지만, 이러한 사정들이 곧바로 주주들의 단기적 투자성향과 근시안적 경영 문제가 무

123) 이하는 *Id.* 1001-1003면 참조.

관하다고 보는 근거가 되기는 어렵다.

우선, IT 산업 관련 주가의 급등현상이 주식시장의 장기적 성격을 보여주는 예에 해당되는지 의문이다. 이는 해당 사업의 장래성과 수익성에 관한 낙관적인 전망이 시장에 전달되고 그에 따른 투자가 증가하면서 주가가 급등한 것일 뿐, 그 주주들이 장기적 투자를 염두에 두고 주식을 매수한 것으로 볼 수 없다. 오히려, 주가가 급등하는 추세를 보이면 단기 차익 실현을 목적으로 한 주주들의 움직임이 증가한다.

또한, 경영자들이 가시적인 성과를 추구하는 성향은 일정 부분 경영메커니즘 자체의 속성에 기인하는 면이 있긴 하나, 이를 부추기는 것은 결국 주주들이다. 주주들이 단기적 투자성향을 가지는 경우 이들은 주식시장의 주가 변동에 민감하게 반응한다. 그런데, 미국과 같이 주식 소유가 분산되어 있는 경제구조 하에서는 기업의 장기적인 전망을 주주에게 전달할 수 있는 방법이 별로 없다.[124] 기업이 수익성 높은 장기적인 투자기회가 이더라도 이러한 장기적인 투자에 대한 정보는 시장에 쉽게 전달되지 않기 때문에, 결국 장기적으로 좋은 투자기회가 있고, 이러한 투자를 하는 기업의 경우에는 시장에서의 주가가 저평가되기 마련이다.[125] 그리고 이러한 상황은 적대적 기업인수의 가능성을 높이고, 이처럼 적대적 기업인수의 가능성이 높은 상황에서, 경영진이 시장에서의 저평가를 감수하면서까지 장기적인 투자를 하려고 하지 않으므로, 경영진은 그에 따른 결과로 단기실적주의의 성향을 보이게 된다.[126] 따라서 단기실적주의의 문제를 경영의 본질적 특성에 기인한 것으로만 단정할 수는 없고, 단기성향의 주식시장에서 회사의 단기실적에 따라 주가가 민감하게 변동하고 그 변동하는 주가에 따라 투자자들이 쉽게 이동하며, 이로 인하여 주식시장의 단기 성향은 더 높아지는 순환현상 때문이라고 볼 수 있다. 단기적 투자가 지배하는 주식시장에서 회사의 경영진은 단기 실적 저하를 이유로 한 해임이나 교체의 위험에서 자유로울 수가 없고, 주주들이 실제로 개입하지 않더라도 그들이 개입하여 이사회나 경영진을 해임할 수도 있다는 우려 때문에 단기 이익 실현에 더 치중하게 된다.

---

124) 송옥렬, "포이즌필의 도입에 따른 법정책적 쟁점", 상사법연구 27권 2호, 한국상사법학회(2008), 83면.

125) *Id.*

126) *Id.*

실제로 미국의 상장회사와 비상장회사를 비교한 예를 보면, 비상장회사가 상장회사보다 회사 운영에 더 많은 돈을 투자하는 등 장기적 시각을 갖고 운영한다는 점을 보여준다.[127]

2) 우리나라의 주식 소유구조와 단기실적주의

주식 소유가 분산된 미국과 달리 우리나라 기업의 소유구조는 아직도 소수의 지분으로 기업 집단을 지배하는 지배주주가 존재하고 있고, 지배주식의 프리미엄도 세계에서 가장 높은 수준에 속한다.[128] 이처럼 지배주주가 존재하는 회사에서 소액주주에게 장기투자에 관한 정보가 전달되지 않으면 시장에서 기업가치가 저평가되는 문제가 있기 때문에 얼핏 생각하면 지배주주도 경영진과 비슷하게 단기실적을 중시하는 성향을 보인다고 단정하게 될지도 모른다.[129] 그러나 지배주주는 단기적인 투자수익을 목적으로 하지 않기 때문에 언제나 회사의 장기적인 수익성을 생각하게 된다.[130] 지배주주는 복잡한 정보를 습득하여 장기성과에 이익이 될지 여부를 판단할 수 있고, 주가 하락을 막기 위하여 그 정보를 주식시장에 잘 전달할 유인도 가진다.[131] 따라서 우리나라는 주주의 단기 투자 성향으로 인한 단기실적주의의 문제의 심각성이 크지 않은 편이고, 오히려 지배주주의 재신임을 얻기 위하여 경영진 스스로 단기실적에 집중하는 부작용이 우려되는 상황에 있으므로, 미국에서의 논의를 그대로 적용하지는 어렵다. 아울러, 아래에서 살펴보겠지만(4장의 Ⅱ. 3. (6)), 이처럼 강력한 지배주주가 존재하는 상황에서 경영진은 지배주주의 이익을 위해 자기주식의 취득과 유상증자를 통하여 전체 경제가치의 손실을 가져오는 행위를 할 유인이 커지는 문제도 있다.

---

127) John Asker, Joan Farre-Mensa & Alexander Ljungqvist, “Comparing the Investment Behavior of Public and Private Firms”, *NBER Working Paper* No. w17394(2011), (http://ssrn.com/paper=1931164); John Asker, Joan Farre-Mensa & Alexander Ljungqvist, “Corporate Investment and Stock Market Listing: A Puzzle?”, *Review of Financial Study*(2014. 10)(www.ssrn.com/abstract=1603484); Roe, 앞의 논문(주 28), 986면.

128) 송옥렬, 앞의 논문(주 124), 89-91면.

129) *Id.*

130) *Id.*

131) *Id.* 998면.

Ⅲ. 단기실적주의의 원인 ② - 행동주의적 헤지펀드의 개입

1. 주주행동주의(shareholder activism)

주주들이 회사의 의사결정 과정에 개입하여 자신들의 의사를 적극적으로 관철시키고자 하는 태도를 주주행동주의라고 일컫는다. 20세기 말부터 회사 지배구조에서 주주의 가치가 우선시 되어야 한다는 주주 우위론(shareholder primacy)이 광범위하게 지지되면서, 회사법과 관계 법령은 주주에게 이사후보자지명권(proxy access)을 부여하는 등 주주의 권한을 강화하는 쪽으로 개정되어 왔고,[132] 이는 주주행동주의를 뒷받침하는 근거가 되고 있다.

미국에서 주주행동주의는 1946년 주주가 스스로의 비용으로 위임장권유를 하지 않으면서도 다른 주주에게 그가 제안하고자 하는 내용을 알릴 수 있는 SEC Rule 14a-8이 채택되면서 시작되었고,[133] 그 후 현재까지 장기간의 오랜 논의를 통하여 발전해왔다. 반면, 우리나라의 경우에는 1990년대 중반까지 주주행동주의가 발현된 예가 거의 없었고,[134] IMF 사태 이후 참여연대를 시작으로 하여 기업운영의 투명성 제고를 목적으로 하는 시민단체들을 중심으로 주주행동주의가 활발해지기 시작하였다.[135]

2. 헤지펀드의 주주행동주의

주주행동주의의 양상은 헤지펀드에서 가장 적극적으로 나타난다. 헤지펀드는 원래 감독기관의 인가 또는 등록을 하지 아니하고 소수의 자산가를 대상으로 자금을 모집한 다음, 전문투자매니저에 의한 자산운용의 수익을 투자자에게 배분하는 사모집합투자기구(private collective investment vehicle)라고 개념 정의할 수 있다.[136] 헤지펀드에 관하여 국제증권감독기구(International Organization of

---

132) Lynn A. Stout, “The Shareholder Value Myth: How Putting Shareholders First Harms Investors, Corporations, and the Public”, Berrett-Koehler Publishers(2013. 4).

133) 서완석, 앞의 논문(주 69), 202면.

134) *Id.* 214면.

135) *Id.*

Securities Commissions: IOSCO)는 ①통상적인 집합투자기구에 부과되는 레버리지 규제를 받지 않고, ②운용보수 및 성과보수를 지급하며, ③분기, 반기, 또는 연도별로 정기적인 펀드 환매가 이루어지고, ④ 헤지펀드의 운용자의 자금이 투자되고, ⑤투기적 목적으로 파생상품의 활용과 공매도투자가 이루어지고, ⑥ 다양한 리스크 또는 복잡한 구조의 상품에 투자하는 요소들을 지닌 것으로 보고 있다.[137] 우리나라 자본시장법 역시 헤지펀드의 도입을 위한 준비단계로서 적격투자자만을 대상으로 하는 사모집합투자기구, 즉 전문사모집합투자기구를 도입하였다.

헤지펀드는 기관투자자이면서도 이들과 다른 행동 패턴을 보이고, 행동주의적 개입 성향이 강하다. 종래의 주주행동주의는 기업의 경영에 일정한 문제가 발생하였을 때 그에 상응하는 어떠한 조처를 취하는 방식으로 이루어졌으나, 헤지펀드의 행동주의는 수익을 추구하는 사전적 투자 전략을 짠 다음 그 이행방법으로 필요한 만큼의 주식을 취득하고 일정한 행동을 취하는 방법으로 이루어진다.[138]

또한, 헤지펀드의 행동주의는 기업지배구조와 기업금융의 두 가지 측면이 상호 융합하여 작용하는 양상을 띠는데, 전자의 측면에서는 다수 의결권의 획득, 이사회의 재구성, 사외이사 등의 요구를, 후자의 측면에서는 파생금융기법의 활용, 일정한 거래에 대한 지지 혹은 반대를 들 수 있다.[139] 헤지펀드의 운용자는 그 수익이 성과와 연동되어 있기 때문에 고도로 수익 지향적이고 이를 위하여 공격적인 전략을 사용하며 의결권약정, 주식의 대차거래, 기타 파생금융상품거래 기법을 활용하여 다량의 의결권을 확보한다.[140]

한편, 내용적 측면에서 헤지펀드의 요구사항은 회사의 경영판단과 관련한 사

136) 김병연, “헤지펀드에 대한 법적규제-한국형 헤지펀드의 도입과 관련하여-”, 상사법연구 31권 1호(2012), 287면.

137) IOSCO, Regulatory and Investor Protection Issues Arising from the Participation by Retail Investors in (Funds-of) Hedge Funds, Feb. 2003.

138) 최민용, “기업지배구조 개선과 기관투자자 행동주의 -헤지펀드 행동주의를 중심으로-”, 경영법률 18집 1호 / 한국경영법률학회(2007), 158면.

139) *Id.*

140) *Id.*

항이 많다. 근래 미국에서는 헤지펀드가 맥도날드사의 기업공개과정에서 기업을 분할(spin-off)하도록 영향력을 행사하였고, 타임워너(Time Warner)사가 경영전략을 수정하도록 영향력을 발휘하기도 했다.[141] 앞서 언급(각주 4)한 우리나라의 케이티앤지와 칼아이칸 연합의 사례 역시 이에 해당한다.

헤지펀드의 구체적인 행동적 개입의 예로는 헤지펀드가 주주제안을 통하여 공개적으로 회사에 변화를 요구하거나, 위임장 경쟁이나 회사에 대한 제소로 위협을 하거나, 실제로 위임장 경쟁을 개시하거나 소를 제기하는 등 여러 형태의 구체적인 모습으로 전개되는데, 그 중에서도 헤지펀드가 경영진과 주기적인 의사교환의 기회를 갖고자 한다고 선언하는 경우가 가장 많다고 할 수 있다.[142]

헤지펀드의 행동주의적 개입 건수는 미국이 가장 많은데, 헤지펀드가 다른 기관투자자와 달리 행동주의적 개입에 유리한 이유는 헤지펀드 운용자는 막대한 성과보수를 받을 수 있기 때문에 이윤창출에 대한 동기가 매우 강하다는 점, 뮤추얼펀드가 적용받는 분산의무 조항의 적용을 받지 않아 소수의 회사에 집중적으로 투자를 할 수 있다는 점, 주식의 차입 도는 파생시장을 통하여 기업의 주식을 매입하지도 않고 필요한 의결권 수를 확보할 수 있어 주주 위임장 대결에서 유리하다는 점, 헤지펀드의 투자자들은 운용자의 투자전략에 대하여 수동적이거나 개입할 권한을 가지고 있지 않다는 점 등 때문이다.[143]

3. 행동주의적 헤지펀드의 행동목적에 따른 분류와 차이점

(1) 분류

행동주의적 헤지펀드는 그 행동목적과 전략에 따라 크게 두 가지 종류로 나눌 수 있다.

141) 최민용, 앞의 논문(주 138), 159면.
142) 김세욱, 앞의 논문(주 59), 17면.
143) 김세욱, 앞의 논문(주 59) 17면; 최민용, 앞의 논문(주 138), 157면.

① 회사운영(operational)에 관한 주주행동주의[144]

이들 주주들은 회사의 경영 전략이나 운영 형태 등의 변화를 추구한다. 예를 들면 자산을 매각하거나 투자나 회수율에 변동을 주거나, 자본구조를 바꾸거나 CEO를 교체하는 일 등이다.[145] 최근의 사례로는, 헤지펀드 운용자인 David Einhorn이 Apple사가 막대한 현금을 보유하고 있음에도 이를 주주에게 분배하지 아니하자, 회사에 압력을 가하여 이를 주주에게 배당하도록 한 일이 있었고, 이러한 헤지펀드의 행동주의적 개입이 사회의 주목을 받았다.[146] 헤지펀드의 행동주의를 단기실적주의 발생 원인으로 보는 관점에서는 David Einhorn의 위와 같은 개입을 Apple과 그 장기 주주들의 장기 이익에 부정적인 영향을 끼치는 행동적 개입으로 본다.[147]

주주가 회사운영에 관하여 행동주의를 취하기 위해서는 먼저 해당 회사특성(company-specific)에 관하여 상당히 많은 양의 정보를 습득하는 것이 필요한데, 여기에는 또 많은 비용이 든다.[148] 따라서, 이러한 비용을 감당할 만한 자금이 있는 행동주의적 헤지펀드들은 주로 회사의 상당 지분을 취득하고, 자신들의 행동주의적 개입에 따른 변화를 통하여 나타날 성과로서 지분 가치 상승의 이익을 누리고자 하는 경우가 많다.[149] 이러한 이유로, 회사운영적 측면에서 행동주의적 개입을 하는 자들은 주로 자금력이 있는 행동주의적인 헤지펀드이거나 외부의 대량주식보유자들이다.[150]

---

144) Bebchuk, 앞의 논문(주 8), 20면: Bebchuk은 헤지펀드 행동주의의 유형을 회사의 운영적 측면과 지배구조적 측면으로 분류하고 있다.

145) *Id.*

146) *Id.*; Roe, 앞의 논문(주 28), 1002면.

147) Martin Lipton, Wachtell, Lipton, Rosen & Katz, “Bite the Apple; Poison the Apple; Paralyze the Company; Wreck the Economy”, *The Harvard Law School Forum on Corporate Governance & Financial Regulation*(2013).

148) Bebchuk, 앞의 논문(주 8), 20-21면.

149) *Id.*

150) *Id.* 21면.

② 회사지배구조(governance)에 관한 주주행동주의

회사지배구조에 관하여 행동적 개입을 하는 주주들은 회사가 지배되는 방식을 결정하는 규칙이나 관행의 변화를 추구한다.[151] 예컨대 시차이사회제도(staggered board) 규정과 같이 자신들이 보기에 최선의 지배구조가 아니라고 생각되는 요소들을 제거하는 것이다.[152] 이는 직접적으로 회사 운영에 영향을 주는 것은 아니지만, 그러한 변화가 추후에 회사 실적 개선에 도움이 될 것이라는 생각이 있기 때문에 실행된다.[153] 이러한 지배구조의 변화는 회사 운영적인 변화를 추구하는 행동주의적인 헤지펀드들에 의해서 함께 이루어지기도 한다.[154] 다만, 이는 회사운영에 관한 행동주의와는 달리 해당 회사에 관한 정보를 많이 얻어야 하는 것이 아니기 때문에 해당 회사에 집중된 투자를 하지 않는 공적연기금 등도 회사의 지배구조의 변화를 꾀하는 행동주의를 취할 수 있다.[155] 1990년대 초 미국의 보험회사, 뮤추얼펀드, 은행 등이 적극적으로 회사 지배구조 개선을 요구하기 시작하면서, 공적연기금과 노동조합펀드를 중심으로 한 기관투자자들이 적극적으로 경영개입을 통해 기업 가치를 증대시킨 것이 그 예라고 할 수 있다.[156]

⑵ 다른 기관투자자와의 차이점

헤지펀드는 보통 단기실적의 상승을 목표로 회사에 투자하므로 이들의 행동주의적 개입은 단기실적주의의 문제를 야기하는데 반하여, 공적 연기금이나 뮤추얼 펀드 등 전통적인 기관투자자들의 행동주의는 앞서 살펴보았듯이 적극적인 경영 개입과 감시를 통해 대상 회사에 대한 장기적이고 안정적인 투자를 추구하게 되므로 오히려 단기실적주의를 완화할 수 있는 성격을 가지고 있다.

---

151) *Id.*

152) *Id.*

153) *Id.*

154) *Id.*

155) Marcel Kahan & Edward B. Rock, “Hedge Funds in Corporate Governance and Corporate Control”, *University of Pennsylvania Law Review* Vol. 155(2007), 1048-1062면; Bebchuk, 앞의 논문(주 8), 21면.

156) 서완석, 앞의 논문(주 69), 207면.

4. 행동주의적 헤지펀드의 개입이 단기실적주의를 야기하는 원인인지 여부

(1) 행동주의적 헤지펀드의 개입이 단기실적주의 원인으로 작용한다는 견해

헤지펀드의 주주행동주의는 단기실적주의를 야기하는 주요 원인으로 지적되고 있다. 행동주의 헤지펀드의 공격은 2000년에 27건에서 2014년에는 250건으로 급증하였고[157](물론 드러나지 않은 공격은 더욱 많다고 보인다), 이들의 개입은 단기적인 주가상승을 일으킨다.

그런데 문제는 이처럼 단기적으로 달성된 주가상승의 이익이 장기적으로 지속가능한 회사의 성장과 가치 창조를 희생한 대가로 얻어진다는 점이다.[158] 공격적인 행동파 주주들은 회사를 매각하려는 계획을 갖고 있거나, 추가 배당과 주식 환매를 위한 자금 마련을 위해 회사 자산이나 자회사를 매각하는 등의 시도를 하고, 고용 감소, 자본 지출과 연구개발 투자의 감소 등 극단적인 비용 절감을 추진한다.[159] 행동주의적 헤지펀드 주주들은 회사에 변화를 일으킨 후 단기간에 주가가 상승하면 주식을 팔고 떠나버림으로써 자신이 취한 행동의 결과를 자신이 떠안지 않기 때문에, 단기적으로는 이익이 될지는 몰라도 장기적으로는 회사의 가치를 떨어뜨리는 변화를 시도하게 된다.[160] 이는 회사의 장기가치를 희생시켜 주가를 올리면서 회사를 잠식하는 행위이다.[161]

행동주의 헤지펀드인 주주는 회사에 대한 개입을 통하여 이익실현을 장기적으로 기대하여야 하는 사항들, 이를테면 연구개발에 대한 투자, 자본적 지출, 시

157) Martin Lipton, Wachtell, Lipton, Rosen & Katz, “Some thoughts for Boards of Directors in 2015”, *The Harvard Law School Forum on Corporate Governance & Financial Regulation* (2014. 12).

158) *Id.*

159) *Id.*

160) Jack Jacobs, “ “Patient Capital”: Can Delaware Corporate Law Help Revive It?”, 68 *WASH. & LEE Law Review*(2011), 1651면.

161) Martin Lipton, Wachtell, Lipton, Rosen & Katz, “Important Questions About Activist Hedge Funds”, *The Harvard Law School Forum on Corporate Governance & Financial Regulation* (2013. 3)

장 개발비용, 새로운 사업시도를 줄이도록 하고, 결국 회사는 장기적인 실적 감소를 겪고, 직원들은 사기가 저하된다.[162] 이러한 행동은 대체로 부를 창조하는 것이 아니라 장기적인 부를 단기적인 형태로 바꾸기만 하는 것이고, 이러한 변화는 노동자들과 장기 주식 보유자들의 희생을 통하여 이루어지는 것이므로,[163] 이는 결과적으로 대상 회사뿐만 아니라 사회와 경제 전반에 해를 끼치게 된다.

(2) 반론

헤지펀드의 행동주의적 개입이 단기실적주의를 야기한다는 위 주장에 관하여 반론도 강하게 제기되고 있는데, 이는 아래와 같은 네 가지 사항을 논거로 한다.

1) 행동주의적 헤지펀드의 투자시야가 단기적이지 않다.

행동주의적 헤지펀드가 회사에 개입하는 행동을 취할 때를 시기 A, '단기'가 경과하여 행동파 주주가 주식을 양도하고 떠나고, 나머지 주주가 남는 시점을 시기 B, '장기'가 도래하여 행동파 주주가 당초 취했던 행동의 결과가 완전하게 도래한 시점을 시기 C라고 상정하고, 시기 B과 시기 C의 회사의 가치를 V1, V2로 각 상정한다.[164] 이때 행동주의적 헤지펀드의 개입이 단기실적주의를 초래한다고 보는 입장에서는 행동주의적 헤지펀드가 V1에 긍정적인 영향을 주는 행동을 취하고, 그 행동이 V2에는 부정적인 영향을 줄 가능성이 크다고 본다.[165]

이 주장의 전제는 현대 자본시장에서 행동주의적 헤지펀드들이 대개 단기의 투자 시야를 가진다는 것인데,[166] 이러한 전제가 잘못되었다는 반대 견해가 있다.[167] 위 견해에 따르면, 미국 주주들의 주식회전율이 높아졌다는 주장은 미국

162) Martin Lipton & Steven A. Rosenblum, "A New System of Corporate Governance: The Quinquennial Election of Directors", in *The University of Chicago Law Review* 58(1991), 210면.

163) Lipton, 앞의 논문(주 157).

164) Bebchuk, 앞의 논문(주 8), 22면.

165) *Id.*

166) Bebchuk, 앞의 논문(주 8), 23면.

167) Roe, 앞의 논문(주 28), 998-1001면.

주주들의 짧은 주식보유기간을 보여주는 시장 회전율에 관한 데이터 해석이 잘못되어 비롯된 것이고, 올바른 해석에 의하면 주식보유기간이 짧아지지 않았다는 것이다.[168] 예를 들어,[169] 1985년에 100명의 주주가 100개의 주식을 가지고 3년마다 매각한다고 했을 때 이들의 평균주식보유기간은 3년이 된다. 그런데 2013년에는 100명의 주주 중에 10명이 거래지향적인 투자자가 되어서 주식을 4개월마다 매매한다면, 이 회사는 1년에 30명의 주주가 거쳐 간 셈이고, 3년 동안 90명의 주주가 거쳐 가게 된다. 이러한 90명의 주주에게는 평균적인 주식보유기간은 4개월이다. 그러나 그 외 나머지 90명의 주주는 여전히 평균적 주식보유기간이 3년이다. 그렇다면 총 180명의 주주의 평균주식보유기간은 20개월이고 예전의 36개월에 비하여는 수치상으로 훨씬 짧아졌다고 말할 수 있을 것이지만, 90퍼센트의 주주들에게는 주식보유기간은 변화가 없고 짧아지지 않았기 때문에 주식시장의 전반적인 투자성향이 짧아졌다고 해석할 수는 없다.

헤지펀드의 경우에도 이와 마찬가지로, 이들이 주식보유기간이 짧기 때문에 투자시야가 단기적이라는 것은 그 해석이 잘못되었다는 지적이 있다.[170] 헤지펀드 중에서도 행동주의 헤지펀드는 일반적인 헤지펀드와는 달리 단기주주와 장기주주의 사이에 위치하고 일시적 거래자가 아니라 가치투자자로 평가해야 한다는 주장도 제기된다.[171] 행동주의적 헤지펀드의 주식보유기간이 단기적이지 않고 투자 시야도 단기적이지 않다고 보면, 이들이 V2의 가치를 버리면서 V1의 가치의 극대화를 추구할 이유가 없으므로, 행동주의적 헤지펀드의 개입이 단기실적주의의 원인이 되지 않는다는 결론에 이르게 된다.[172]

2) 행동파 주주들은 장기적인 성과를 함께 추구할 유인이 있다.[173]

행동파 주주들이 취하는 행동은 네 가지로 분류될 수 있는데, 단기적으로는 이익을 장기적으로는 손실을 가져오는 행동(positive-negative, 이하 PN), 단기적,

168) *Id.*

169) 이하의 예시는 Roe, 앞의 논문(주 28), 999면 참조.

170) Bebchuk, 앞의 논문(주 8), 23면.

171) Alon Brav, Wei Jiang & Hyunseob Kim, “Hedge Fund Activism: A Review”, *Foundations and Trends in Finance* Vol. 4, No. 3(2010), 207, 231-232면.

172) Bebchuk, 앞의 논문(주 8), 23면.

173) 이하의 논의는 Bebchuk, 앞의 논문(주 8), 24-26면 참조.

장기적으로 모두 이익이 되는 행동(positive-positive, 이하 PP), 단기적으로는 손실이고 장기적으로는 이익이 되는 행동(negative-positive, 이하 NP), 단기적으로, 장기적으로 모두 손실이 되는 행동(negative-negative, 이하 NN)이 있다.

그런데 단기실적주의의 관점에서 문제가 되는 경우는 주주의 행동이 PN을 택하는 경우뿐이다. 그러나, 행동파 주주들이 의도적으로 PP의 행동을 취하지 않을 이유가 없고, 오히려 PN과 PP 중에서는 PP를 더 선호할 가능성이 높다. 그리고 주식시장이 장기적인 정보를 즉각 반영하지 못하는 비효율성을 가진다고 하더라도 그것이 장기가치를 완전하게 배제하는 것을 뜻하지는 않으며, 부분적으로 미약하게라도 시장에 장기가치가 반영이 될 수 있다. 설령, 주식시장에 장기가치가 완전히 반영되지 못한다고 하더라도, 장기가치와 단기가치의 변화가 서로 같은 방향으로 움직일 가능성이 크고, 금융시장은 장기적인 가치 상승이 예상되는 행동에 대하여 단기적으로도 가치가 있다고 평가하는 경우도 많다.

예를 들어, 무능력한 CEO를 교체하거나, 가치가 없다고 여겨지는 과도한 투자 계획을 포기하는 등의 행동으로 얻게 되는 장기적인 이익은 시장참여자들에게 분명하게, 또는 적어도 일부라도 인식될 수 있다. 이러한 경우에 단기적 투자시야를 가진 행동파 주주라고 하더라도 회사의 장기가치에 긍정적인 영향을 주는 행동을 취할 유인을 가지게 된다. 따라서 행동파 주주들이 회사의 장기적 가치에 부정적인 영향을 주는 행동을 취함으로써 손실을 야기하더라도, 행동주의자가 취하는 행동이 장기적인 이익에 보탬이 되는 경우 역시 상당히 많다는 전제에서 보면, 행동주의적 개입으로 장기적으로 보게 될 손실이 그로부터 얻게 될 이익을 초과한다는 결론이 명확히 도출될 수 있어야 헤지펀드의 행동주의적 개입에 대한 비판이 타당성을 얻게 되는데, 그러한 계산이 명백하지 않다는 것이다.

3) 헤지펀드의 개입으로 인하여 장기이익이 저해되는 경우가 있더라도 이에 관하여 지나친 우려를 할 필요가 없다.[174]

회사의 어떠한 정책 결정이 장기적으로 부정적인 성과를 낸다고 하더라도, 항상 그것이 단기적으로 좋은 성과를 내는 것이 아니다. 즉, 장기적으로나 단기적

174) 이하의 논의는 Bebchuk, 앞의 논문(주 8), 26-28면 참조.

으로나 모두 부정적인 결과를 초래하는 행동(NN)도 상당히 많다.

예를 들어, 회사가 배당을 늘리는 것은 주식의 단기적 가치를 상승시키는 반면 장기적으로는 투자와 지출을 감소시키면서 주가가 거꾸로 떨어지는 손실을 초래하는 것으로 해석하는 학자들이 있는데, 이러한 주장은 근거가 미약하다. 행동주의적 헤지펀드가 단기간에 이익을 내고 주식을 판다고 하더라도, 그 주식 시장에서 다른 투자자들이 그 상승된 가격에 주식을 기꺼이 매수함으로써 장기적으로 초래될 결과를 감수하고 있고, 행동주의적 헤지펀드를 제외한 다른 주주들도 이 같은 회사의 행동에 긍정적으로 반응하고 있는 점을 고려하면, 이러한 주주들의 반응을 단순한 과잉반응(overreaction)으로만 해석할 수는 없다. 오늘날 수많은 전문적 금융종사자들이 단기적으로 상승된 가격에 주식을 기꺼이 산다는 것은 현실적으로 헤지펀드의 행동적 개입이 과연 회사의 장기이익을 저해하는지 여부에 관한 의문을 제기하는 단서이다. 만일, 행동주의적 헤지펀드의 개입으로 인하여 회사 장기가치가 떨어지는 일이 자주 일어난다면, 대다수의 금융종사자들이 왜 이러한 패턴을 미처 알지 못하고 그들로부터 주식을 매수할 수 있느냐는 것이다.

게다가 행동파 주주들의 압력에 따라 회사가 연구개발부분의 투자와 지출을 줄인다고 하더라도 이것이 장기적인 회사 가치의 감소를 일으킨다고 보기 어렵다. 즉, Apple사처럼 막대한 현금을 보유하고 있으면서도 이를 주주들에게 배당하지 않는 것은 상장 기업이 가지는 중요한 대리 문제의 하나일 뿐, 그것이 회사의 장기이익 달성에 방해가 된다고 단정할 수는 없다. 경영자들은 자신이 통제권을 가지는 지배범위를 줄이고 싶어하지 않으므로, 현재의 투자수준과 현금보유량이 지나치더라도 이를 유지하고 싶어하고, 이는 오히려 기존 주주의 이익을 저해하는 요소가 된다. 이러한 경향을 견제하는 행동파 주주의 개입으로 회사가 현금보유고와 투자수준을 줄이게 되면, 오히려 회사는 장기적으로 볼 때 최적의 수준을 유지할 수 있다. 즉, 헤지펀드의 행동주의적 개입으로 회사의 장기가치가 상승할 수도 있는데, 이러한 점을 간과해서는 안 된다는 주장이다.

4) 행동주의적 헤지펀드들이 개입한 회사들의 장기 실적이 저하되었다는 실증적 근거가 없다.[175]

Alon Brav와 그 공동 저자들의 두 연구는 Schedule13D(the filing of a Schedule13D, 상장회사의 5% 이상의 주식을 보유하게 되는 경우 SEC에 신고함)가 발표된 회사들의 이후 2년간 영업 실적의 변화를 조사하였다.[176] 이들은 영업실적을 평가하는 데에 세 가지 기준지표를 사용하였는데, 이는 자산수익(Return on Assets, ROA), 영업순이익, 토빈의Q(Tobin's Q, 회사의 실물가치를 주식가치로 환산함으로써 효율성을 측정하는 것)이다. 위 연구들은 행동파 주주들이 개입한 대상 회사들이 13D의 제출 후 2년 동안 그렇지 않은 유사한 회사들과 비교할 때 위 지표들이 더 개선되었음을 보여주었고, 그 회사들의 영업실적은 발표 전에는 오히려 저조했고, 발표 후 2년간 실적이 회복되었다.

Alon Brav, Wui Jiang, Bebchuk의 공동 연구(이하 'BBJ study')에서는 1997년부터 2007년까지 헤지펀드가 개입한 약 2000개의 사례에 관하여 조사하였다.[177] 헤지펀드의 개입이 처음 공개된 시점(Schedule 13D)부터 이후 5년간의 회사 실적을 조사한 결과, 이전의 연구결과와 같이 행동주의적 헤지펀드들은 이미 잘 운영되고 있는 회사들을 대상으로 삼지는 않고, 오히려 이들의 목표가 되는 회사는 동종의 다른 회사들에 비하여 실적이 저조하고 쇠락해가고 있는 회사들이었다고 밝혔다. 그리고 행동주의 헤지펀드의 개입 이후에 그 회사들의 실적이 다시 회복되기 시작하였다는 점을 지적하였다. 회사의 영업실적이 향상되었고, 이러한 향상이 단지 미래의 실적을 희생한 대가가 아니었으며, 행동주의 헤지펀

175) 이하의 논의는 Bebchuk, 앞의 논문(주 8), 30-35면 참조.

176) Alon Brav, Wei Jiang, Frank Partnoy & Randall Thomas, "Hedge Fund Activism, Corporate Governance, and Firm Performance", 63 *Journal of Finance*(2008), 1770-73면 (2008) (위 연구에서는 2001년부터 2006년까지의 기간동안 헤지펀드의 행동적 개입을 받은 회사들의 실적을 조사하였는데, 헤지펀드는 Schedule 13D의 신고 후 곧장 주식을 팔지 않고, 오히려 그 반대로 상대적으로 긴 기간 동안 지분을 보유하였으며, 헤지펀드가 행동적 개입을 한 회사들의 94%에서 헤지펀드는 자신들이 추구한 경영 정책이 실행되기 전에는 회사를 떠나지 않았다는 점을 밝혔다); Brav, Jiang & Kim, 앞의 논문(주 171), 185, 221-230면(위 연구에서는 1991년부터 2008년까지의 데이터를 분석하였는데, 헤지펀드는 주로 가치가 저평가된 회사들을 타겟으로 삼아 가치를 향상시키는 역할을 하고 있고, 대상 회사의 수익은 행동적 개입이 있기 전보다 오히려 그 후 2년이 경과할 때까지도 상승하고 있음을 알 수 있다고 지적한다.)

177) Lucian A. Bebchuk, Alon Brav, Wei Jiang, "The Long-Term Effects of Hedge Fund Activism", 115 *Columbia Law Review*(2015).

드의 개입이 있은 지 3년, 4년, 5년이 지난 후에도 영업실적은 더 좋아졌고, 나빠지지 않았다고 밝히고 있다. 또한, 위 연구의 저자들은 행동주의적 헤지펀드가 개입한 회사들이 금융위기가 닥쳤을 때 그렇지 않은 회사에 비하여 더 큰 금융 손실이나 실적 악화를 겪는다고 단정할 만한 실증적인 근거가 없다고 주장한다. 오히려, 행동주의적 헤지펀드가 어떤 회사를 타겟으로 삼아 개입한다는 사실이 Schedule13D로써 공개되면, 주식시장은 그 소식에 긍정적으로 반응하여 주가는 곧바로 상승한다.

BBJ 연구에서는 행동주의적 헤지펀드의 개입 후 5년의 기간 동안 대상 회사의 주식 가치(stock returns)가 비정상적인 하락 추세를 보인 적이 없음을 밝혔고, 행동주의 헤지펀드가 자신의 회사 지분을 5프로 이하로 줄이기 시작한 시점으로부터 3년간 대상회사의 주가를 관찰한 때에도, 헤지펀드의 이탈 후에 회사가 비정상적 주가 하락현상을 겪는다는 증거는 발견되지 않았음을 지적한다.

⑶ 검토

헤지펀드가 금융시장에 미치는 효과가 부정적이라고만 볼 수는 없고, 이들의 행동적 개입은 시장의 효율성이나 유동성을 높이는 역할을 하기도 한다. 그런데, 헤지펀드의 자산운용자들은 주로 즉각적인 성과에 따라 보상을 받는 시스템을 가지고 있고,[178] 이로 인하여 헤지펀드는 대상회사에 대한 행동주의적 개입을 통하여 단기수익을 지향하게 된다.

반론에서 지적하는 바와 같이, 행동주의적 헤지펀드와 같은 행동파 주주들이 무조건 장기 성과를 저해할 유인을 가지는 것은 아니다. 그렇지만, 이들이 장기 성과를 추구할 유인을 가지는 것도 아니다. 단기 성과를 추구하면서 취하는 어떤 전략이 결과적으로 회사의 장기 성과의 증대를 함께 가져오는 경우도 물론 상당할 것이나, 이는 행동주의적 헤지펀드가 장기 성과를 고려해서가 아니라, 단지 그들이 회사의 단기 실적을 위하여 선택한 어떤 전략이 우연히 장기 이익도 아울러 증대시키는 방법이 된 것일 뿐이라고 할 것이다. 주식시장에서 행동

178) Carl Ackermann, Richard McEnally & David Ravenscraft, “The Performance of Hedge Funds: Risk, Return, and Incentives”, 54 *Journal of Finance*(1999), 833, 834면; Roe, 앞의 논문(주 28), 985면.

파 주주의 개입으로 단기적으로 상승된 주식이 거래되는 이유는 주식시장의 단기 투자 지향성으로 인한 것이지, 그 매수자들이 장기 가치의 상승을 기대하고 매수하는 것이라고 단정하기 어렵다.

또한, 행동주의적 헤지펀드의 개입이 Schedule13D로 공개된 후 수년간의 회사의 실적에 대한 조사 결과 대상 회사의 실적이 상승했다는 사정만으로 헤지펀드의 행동주의가 장기적으로 회사에 이익이 되는 것이라고 볼 수는 없다. 회사의 실적이 상승했다고 하여 장기가치가 저해되지 않았다고 볼 수가 없기 때문이다. 예를 들어, 회사가 a라는 경영전략을 취하였을 때 장래의 어떤 시점에서 회사의 경제가치가 10만큼 상승하고, b라는 경영전략을 취하게 되면 경제가치가 5만큼 상승하는 경우에, b라는 경영전략을 취하는 것은 회사의 장기이익을 저해하는 것이다. 5만큼의 경제가치의 손실을 가져온 것이기 때문이다. 따라서, 단순히 회사의 실적이 상승했다는 점만으로 장기이익이 저해되지 않았다고 볼 수는 없다.[179] 더 큰 실적 상승을 희생한 대가일 수도 있기 때문이다. 한편, BBJ 연구에서는 행동파 주주의 개입 후 5년의 기간 동안, 그리고 행동파 주주가 그 지분을 5% 이하로 줄이기 시작한 시점으로부터 3년의 기간 동안에도 대상 회사의 주식 가치(stock returns)가 비정상적인 하락 추세를 보인 적이 없다고 하나, 어느 정도의 하락이 있어야 비정상적(abnormal) 하락인지 평가하는 기준도 모호하다.

행동주의적 헤지펀드가 영업실적이 저조한 회사에 개입하여 회사 지배구조나 경영상의 약점을 개선하여 경쟁력을 강화하는 긍정적 기능도 수행하고 있음을 부정하는 것은 아니다. 그러나, 그 기능을 수행하는 과정에서 행동파 헤지펀드는 대상 회사의 장기 주주가 될 의사가 없기 때문에 단기성과를 목표로 삼아 회사의 경영 판단에 영향력을 행사한다. 이러한 개입 또는 개입의 우려로 인하여 경영자들은 단기 이익 실현에 치중함으로써 장기적 투자의 수준이 달라지고 왜곡될 수 있다. 경영진이 이들의 요구를 수용하는 과정에서 회사는 불필요한 비용을 지출하게 되며, 장기 건전성을 희생하는 경영 선택을 하게 된다. 이러한 관점에서 행동주의적 헤지펀드의 개입은 단기실적주의를 야기한다고 볼 수 있다.

179) Martin Lipton, Wachtell, Lipton, Rosen & Katz, 앞의 논문(주 147).

(4) 우리나라의 사례

우리나라도 자본시장이 개방되면서 상장회사의 외국인 지분비율이 증가하였는데, 외국인 투자자들은 대부분 기관투자자들로서, 이들 중 헤지펀드나 사모펀드가 투자대상인 기업의 경영에 직접적인 목소리를 내면서 대상회사의 경영과 관련된 적극적인 요구를 하기도 한다. 2003년 소버린자산운용이 SK(주)의 주식을 대거 매입하여 적극적인 경영 개입을 한 사례와 2005년 칼 아이칸 연합이 KT&G 주식을 매입하여 지배구조 개선을 요구한 사례, 2015년의 삼성물산과 제일모직의 합병에 대하여 삼성물산의 주주인 엘리엇 펀드가 적극적인 반대의사를 표명하면서 소송을 제기하는 등 압박을 가한 사례 등을 들 수 있다.

그런데, 이들 헤지펀드들이 수익의 측면에서 단기간에 거액의 주식 시세 차익을 실현한 것은 사실이나, 이들의 행동주의적 개입이 미국과는 달리 대상회사들의 장기가치에 손실을 입힌 것으로 평가되지는 않고 있다. 헤지펀드의 공격을 받은 우리나라 대기업들은 강력한 지배주주가 존재하고, 지배주주의 사익추구나 대리비용이 높은 주식소유구조를 가지고 있는데, 헤지펀드들은 주로 이러한 지배구조의 개편을 요구하면서 지배구조의 개선으로 회사의 가치가 상승할 수 있다고 주장하였다. 우리나라에서는 위 반론에서 지적된 바와 같이 지배구조의 개선을 요구하는 헤지펀드의 행동적 개입으로 회사의 단기 실적과 장기 이익이 모두 상승할 수 있는 여지가 크고, 이 때문에 수 차례의 헤지펀드의 공격이 있었음에도 불구하고, 행동주의적 헤지펀드의 개입으로 인한 단기실적주의가 사회적 문제로 부각되지는 않았다. 하지만, 앞으로 우리나라의 주식 소유구조가 분산되고 지배구조가 변화하게 된다면, 우리나라에서도 헤지펀드의 행동적 개입은 이제까지와는 다른 양상으로 나타날 수 있고, 헤지펀드가 회사 운영에 적극 개입하여 단기 실적을 추구하고 장기가치에 손실을 입히는 문제가 발생할 수 있다.

제4장 단기실적주의 문제 해결의 정책적 방향에 관한 논쟁

Ⅰ. 논의의 배경 - 이사회의 자율성 보장(insulation)의 필요성

미국에서 단기실적주의 문제의 심각성을 강조하는 학자들은 그 병폐를 해소하기 위하여 이사회와 경영진의 자율성을 법적, 제도적으로 보장해야 한다고 주장하고, 이사회를 주주의 압력으로부터 격리시키는 이사회의 참호구축을 지지한다. 이는 비효율적인 자본시장과 투자자들의 단기적인 시야가 단기실적주의 문제를 야기하므로, 단기적 주주의 압력으로부터 이사회를 격리하여 독립성을 보장하면, 이사회는 회사의 장기적 가치를 증진시키는 데 집중할 수 있다는 취지이다. 이사에게 장기간의 임기를 보장하거나 이사회와 경영진의 자율성을 넓게 보장하는 방법으로 단기적인 주식시장과 기업 내부 경영 사이의 전달 메커니즘을 없애면, 회사 경영자는 회사를 합리적으로 장기적 시각을 가지고 운영할 수 있다.[180]

지난 수십 년간 미국 회사법계에서 이사회의 자율성을 지속적으로 강하게 주장해 온 Martin Lipton은 1979년에 이미 단기실적주의에 대한 우려와 함께 이사회의 참호구축이 회사의 장기적 이익 실현에 도움이 된다는 주장을 하면서 적대적 기업인수 방어제도의 정당성을 주장한 바 있다.[181] 1980년대에 많은 저명한 법학, 경영학 학자들 역시 단기실적주의가 당시 미국 기업의 저조한 성과를 야기한 중요 원인이라고 주장하였고, 그 때부터 이사회의 참호구축론은 이사회와 주주 분리를 강화하는 규정들(arrangements)을 지지하고 그러한 분리를 약화시키는 방향의 규정 개정을 반대하는 근거로 제시되어 왔으며, 회사 운영의 실

180) Roe, 앞의 논문(주 28), 986면.

181) Martin Lipton, "Takeover Bids in the Target's Boardroom", *The Business Lawyer* vol. 35(1979), 104면.

패나 위기를 설명하는 근거가 되었다.[182] 헤지펀드의 행동주의 등 금융시장의 압력으로 단기성과를 지나치게 집착할 수 있으므로, 이사회와 경영진이 실적에 대한 시장의 압력에 굴하지 않기 위해서는 금융시장으로부터 격리되어 자율성을 증대할 필요가 있다는 주장이다.[183] 위 주장은 기업인수방어 제도를 아우르면서 주주의 이사진 교체 권한에 대한 제한, 단기 주주들의 권리 제한 등도 포함한다.[184]

미국에서 회사 관련 소송이 가장 많은 델라웨어 주 상사법원의 대법관(Chancellor) Leo Strine과 Jack Jacobs는 단기실적주의에 대한 강한 우려를 표명하면서 이사회의 자율성 보장을 지지하는 입장에 서있다. Jacobs는 3년으로 규정한 이사 임기가 정당하다고 보면서 델라웨어의 회사법을 장기 자본 유치를 촉진할 수 있는 수단으로 보았다.[185] Strine은 단기주의 문제를 '중요한 정책적 딜레마'라고 보면서 경영자나 이사회를 교체할 수 있는 권한을 가진 주주들이 회사의 장기전망보다는 주가 변동에 기초하여 단기적으로 주식을 사고파는 경우, 그 회사의 경영자나 이사회에게 장기적으로 회사를 운영할 것을 기대할 수는 없을 것이라고 주장하였다.[186] SEC도 이러한 관점에서 이사 후보자 지명권 규정(The Proxy Access Rule)을 개정하면서 3년 이상 주식을 보유한 주주들에게만 그 규정이 적용되도록 하는 제한을 두기도 하였다.[187] 이사회 참호구축 내지 자율성 보장은 단기적인 주식시장의 영향으로 인한 단기실적주의의 문제보다는 헤지펀드의 행동주의적 개입에 대항하여 이들 주주의 단기적 요구를 차단할 수 있다는 점에서 단기실적주의 문제를 완화하는 효과가 있다.

---

182) Bebchuk, 앞의 논문(주 8), 9면.

183) Lipton & Rosenblum, 앞의 논문(주 162), 187, 205-14면.

184) Bebchuk, 앞의 논문(주 8), 2면.

185) William T. Allen, Jack B. Jacobs & Leo E. Strine, Jr., "The Great Takeover Debate: A Meditation on Bridging the Conceptual Divide", *University of Chicago Law Review* Vol. 69(2002), 1067, 1096, 1100면; Jacobs, 앞의 논문(주 160), 1645, 1661-63면.

186) Leo E. Strine, Jr., "One Fundamental Corporate Governance Question We Face: Can Corporations Be Managed for the Long Term Unless Their Powerful Electorates Also Act and Think Long Term?", *Business Law* vol 66(2010), 1-2면.

187) 위 규정은 2011년 Business Roundtable v. SEC 사건의 결정으로 무효화되었다. 647 F.3d 1144, 1154–56(D.C. Cir. 2011).

Ⅱ. 이사회의 자율성 보장 정책의 타당성에 관한 찬반론

1. 문제점

헤지펀드의 행동주의적 개입을 단기실적주의의 발생 원인으로 보아 이를 해결해야 한다는 관점에서는 주주가 회사의 이사회나 경영진에게 영향력을 행사할 수 있는 권한이 강화될수록 주주의 단기실적주의 압박으로 회사는 장기적인 손실을 보게 되고, 이는 금융위기와 사회경제적 위기를 초래한다고 본다. 따라서 주주의 권한을 강화시키는 내용의 제도나 법령의 정비를 반대하고 오히려 권한을 약화시켜 이사회나 경영진에 되도록 간섭하지 않는 방향으로 법령을 재정비할 필요가 있다고 보고 있다.[188] 따라서 주주의 영향에서 최대한 벗어난 이사회의 참호구축과 경영권 방어정책을 지지한다.

이에 반대하여, 앞서 살펴보았듯이 주주의 단기적 투자시야나 헤지펀드의 주주행동주의가 단기실적주의의 원인이 되지 아니한다는 입장에서는, 주주의 권한 약화가 정책적으로도 이론적으로도 타당하지 않다는 반론을 제기한다. 회사는 주주의 이익 극대화를 위하여 존재하고 운영되는 것이어서 주주의 영향력에서 격리된 이사회의 참호구축이 허용되어서는 안 된다는 것이다. 양 견해의 대립은 그 이론적 바탕에서 회사의 지배구조에 관한 주주중심주의와 이사회중심주의의 대립 문제를 내포하고 있으므로, 그 대립에 관하여 먼저 살펴본다.

2. 주주중심주의(Shareholder Primacy)와 이사회중심주의(Director Primacy)

(1) 쟁점

회사법 분야에서 주주총회의 의결권 행사 또는 주주제안 등의 소수주주권 행사를 통해 표출되는 주식회사 주주의 권한과 회사의 경영에 관한 제반 결정을 내리고 경영진을 감독하는 이사회의 권한 사이의 경계획정은 가장 원초적인 과제들 중 하나이다.[189] 회사법은 이사회의 구성을 주주들이 하도록 하고 합병 등

188) Lipton, Lorsch & Mirvis, Wachtell, Lipton, Rosen & Katz, 앞의 논문(주 97).

189) 김화진, 앞의 논문(주 3), 263면.

회사의 중요한 구조변경에 관하여 주주총회의 승인을 그 요건으로 함으로써 주주의 권한을 가장 상위에 두는 듯하지만 실제로 주주총회 내지 주주와 이사회 간의 힘겨루기는 서구에서도 100년이 넘는 역사를 가지고 있고, 아직도 전개되고 있는 영원한 권력투쟁으로 표현되기도 한다.[190]

미국에서는 주주중심주의와 이사회중심주의가 대립하여 현재까지 오랜 기간 동안 주주와 이사회의 권한 획정에 관한 논쟁이 활발하게 이루어져 왔다.

⑵ 주주중심주의

주주행동주의는 주주의 가치가 우위에 있어야 한다는 주주중심주의(Shareholder Primacy)에 근거한 지지를 받고 있다. 이는 주주가 회사를 소유하는 것이고, 이사와 임원들은 회사 소유자들, 즉 주주들이 원하는 대로 움직여야 하며 경영의 목적은 주주의 가치가 극대화에 있다는 생각이 바탕에 있다.[191]

주주는 회사의 자산 중 다른 이해관계인들의 고정된 몫이 모두 지불되고 난 나머지 재산에 대하여만 권리를 갖는 지위에 있으므로, 주주의 이익을 최대화하는 것이 회사 전체의 이익을 최대화하고 사회에도 이익이 된다.[192] 따라서 이사회나 경영진은 주주의 이익을 보호하기 위한 주주들의 대리인이라는 시각에서, 회사법상 주주의 가치와 권한이 다른 어떤 이해관계자들의 이익보다 우선되어야 한다. 이러한 주주중심주의에 기초한 회사 법 이념은 현재까지도 지배적인 이념으로 자리하고 있다. 같은 관점에서, 단기실적주의에 대한 정책적 해결로서의 이사회 의 자율성 증대, 경영권 방어전략의 지지는 회사법이 추구하는 주주중심주의와 배치되어 이념적인 근거를 결여한 것이 된다.

적대적 인수합병에 대한 방어전략과 관련하여 주주중심주의의 입장에서는 피인수회사의 이사회가 인수제의에 응할 것인지 여부, 매매가격의 수용여부 등에 관하여 이사회의 경영판단은 현재 주주의 의사와 이익에 최대한 부합해야 하고 이사회의 재량에만 맡겨서는 안 된다고 주장한다. 이는 이사회중심주의에서 언급되는 잠재가치모델(hidden value model)과 대비되는 현실가치모델(visible value

190) *Id.*

191) Stout, 앞의 논문(주 132).

192) *Id.*

model)이다.[193]

(3) 이사회중심주의[194]

주주중심주의에 반대하는 주장으로 주주의 가치 중심 사고는 타당하지 않으며, 심지어 주주들에게도 좋은 것이 아니라고 보는 이사회중심주의(Director Primacy) 이론이 있다. 주주들이 소유하는 것은 주식일 뿐이고, 주주와 회사사이의 계약 유형에 따라 주주들은 제한된 법적 권리를 부여받는다. 이러한 측면에서 보면 주주들은 회사의 채권자, 직원 등 다른 이해관계인들과 같은 지위에 있다. 또한, 법률상 본인/대리인의 관계의 핵심 요소는 본인이 대리인의 행동을 통제할 수 있는 권리인데, 주주들은 이사나 임원들을 통제할 수 있는 법적 권리가 없다. 전통적으로, 회사의 지배구조에서 주주가 가지는 권한은 제한적이며 간접적이다. 그 권리는 주로 이사를 선임하고, 그들의 신인의무 위반에 대한 소송을 제기하는 것에 그친다. 이사회는 주주의 단순한 대리인이 아니라 독자적인 실체이고, 회사를 구성하는 다양한 계약의 연결 지점으로서 일종의 수호자에 해당한다고 본다.[195]

델라웨어주 상사법원은 1980년대 중반부터 명시적으로 이사회중심주의의 입장을 택하면서 적대적 기업인수 방어전략에 대한 이사회의 판단을 존중하고 사법적 심사를 자제하는 태도를 취하여왔다. 이러한 이사회중심의 접근과 주주의 이익을 위해 회사가 운영되어야 한다는 전통적인 델라웨어 회사법의 개념을 조화시킨 원칙이 잠재가치모델(Hidden Value Model)이다.[196] 이사회는 회사의 숨은 가치(hidden value)를 가장 잘 파악할 수 있는 지위에 있고, 이들은 현재의 주주에 이익이 되는 방향이 아니라 장기 주주의 이익이 되는 것이 무엇인지 잘 알 수 있으며 이들의 판단을 되도록 존중해야 한다.[197] 이 모델에 의하면 피인수회

193) Bernard Black and Reinier Kraakman, “Delaware’s Takeover Law: The Uncertain Search For Hidden Value”, *Discussion paper* No 359, Harvard John M. Olin Center for Law, Econimics, and Business(2002. 4).

194) Stout, 앞의 논문(주 132).

195) Stephen Bainbridge, “Director V. Shareholder in the Convergence Debate”, *UCLA School of Law Research Thesis*(2002), 2-4면

196) Black & Kraakman, 앞의 논문(주 193), 37면.

197) *Id.*

사의 장기주주의 이익을 보장하고 회사의 잠재가치가 주식매매가에 반영될 수 있도록 이사회에 광범위한 재량을 부여하고 경영판단의 원칙이 적용되며, 그 판단에 대한 사법적 개입은 자제함이 바람직하다.[198]

단기실적주의의 발생 원인으로 헤지펀드의 주주행동주의를 지목하면서 이를 비판하는 학자들은 이사회중심주의 이론에 근거하여 이사회 자율성 보장을 강화하는 정책이 타당하다고 주장한다.

(4) 검토[199]

우리나라에서 이에 관한 논쟁이 그다지 큰 화두가 되지 못하였던 이유는 회사를 직접 경영하는 지배주주가 존재하는 우리나라 주식 소유구조의 특성상 주주총회가 이사회가 직접 대립되는 기관이 아니기 때문이다.[200] 그러나, 근래 우리나라 회사들도 외국인 주주의 비율이 늘어나고 헤지펀드의 공격에서 자유롭지 못하며, 주식 소유구조가 변화할 가능성도 있으므로, 이사회와 주주총회의 권한획정의 문제를 고찰할 가치가 있다.[201]

① 역사적으로 주주우위론의 개념은 상대적으로 최근에 나타난 경영철학 이론이다. 20세기 중 대부분의 기간 동안 대규모 상장기업들은 경영자본주의(managerial capitalism)를 따랐다. 즉, 이사회는 대개 스스로 의사결정을 하고 자율적인 의사결정체를 가졌으며, 분산된 주주들은 수동적인 역할을 할 뿐이었다. 게다가 이사들은 자신들을 주주들을 위해 일하는 자들이 아니라 주주뿐만 아니라 다른 이해관계인들, 즉 소비자, 채권자, 직원, 그리고 사회 전체의 이익도 함께 고려해야 하는 거대한 집합체의 수탁자라고 생각하였다. 오직 주주만이 중요하게 고려되어야 할 요소는 아니라는 의미이고, 주식의 가격이 회사실적을 가장

198) 이에 대하여, 인수합병과 같이 회사의 존립과 주주의 지위에 직접적인 영향을 미치고 대리비용이 큰 사항에 관한 결정은 오로지 이사회의 결정에 의존하는 것이 아니라 이사회의 결정에 대하여 주주총회의 승인을 거치도록 함으로써, 이사회와 주주 양측의 결정을 모두 요구하는 방식(Bilateral Decision Rule)이 바람직하다는 주장도 제기된다. 이를 통하여 이사회의 잘못된 결정을 바로잡는 기능을 할 수 있다는 것이다.(Id. 37-39면 참조)

199) 이하의 논의는 Stout, 앞의 논문(주 132)을 참조하였다.

200) 김화진, 앞의 논문(주 3), 263-264면.

201) 이하 ①, ②, ③은 Stout, 앞의 논문(주 132) 참고.

잘 대변한다고 여기지도 않았다. 그런데, 1970년에 노벨상 수상자인 Milton Friedman이 뉴욕타임즈에 기고한 논문에서 사업의 유일하고도 타당한 목표는 회사 소유자의 이익을 극대화하는 것이라고 주장하였으며, 뒤이어 많은 학자들이 그 이론을 따르는 주장을 하였고, 특히 행동주의적 성향이 있는 기관투자자들이나 주가 상승폭에 따라 보수가 결정되는 CEO 들을 포함한 이해관계 있는 집단들이 이를 지지하였다. 그 결과로 주주중심주의가 오늘날 지배적인 경영원칙으로 자리 잡았으나, 결국 역사적으로 볼 때 주주중심주의는 회사법 분야의 이념적, 역사적 시초는 아니었던 것이다.

② 법적인 측면에서 볼 때에도, Friedman은 주주가 회사를 '소유'한다고 보고 위와 같은 주주중심주의를 주창하였으나, 이는 잘못된 개념으로, 인간이 자기 자신을 소유하듯이 회사는 그 자신을 소유하는 법적 개체(legal entities)이다. 주주들이 소유하는 것은 주식이고, 주주와 회사사이의 계약 유형에 따라 주주들은 제한된 법적 권리를 부여받는다. 또한, 주주의 잔여재산 분배권은 오직 회사가 파산으로 청산절차에 들어갈 때에만 현실화되고, 건강한 회사의 경우 회사는 그 자체가 잔여재산 분배권자이고, 이사회는 그 이익을 보유하거나 사용할지 여부에 관한 결정권을 가진다.

예를 들어, 이사의 신인의무 위반 여부를 판단할 때 적용되는 '경영 판단의 원칙'은 그들이 주주 가치의 극대화를 위해 노력할 어떠한 강제된 법적 의무가 없다는 것을 의미한다. 이사들은 주주의 이익을 위한 선택을 할 수도 있지만, 다른 이해관계인들의 보호까지 고려한 다른 선택을 할 수도 있고, 이것이 회사 자체나 사회에 도움이 되는 선택이 될 수 있다. 따라서 주주중심주의는 경영상의 선택 문제이지 법적 요구조건이 아니다.

③ 실증적 측면에서 주주중심주의가 타당하다고 보려면 이러한 방향의 정책을 택한 회사들의 실적이 더 좋거나 그 회사들의 주주들이 얻는 투자수익이 더 많아야 할 것인데, 이를 실제로 증명하는 사례들이 없다.

예를 들어 주주권한을 약화시키는 차등의결권 주식을 발행하는 회사의 경우 회사의 실적에 아무런 영향을 주지 못하거나, 다소 부정적인 영향을 주었다는 연구결과가 있기는 하지만, 이와 반대로 회사의 실적에 긍정적인 영향을 주었다는 연구결과도 존재한다.[202]

202) Valentin Dimitriv and Prem C. Jain, " "Recapitalization of One Class of Stock into

위와 같은 측면에서 주주중심주의는 회사법이 근본적으로 추구해야 할 이념으로 보기 어렵고, 주주중심주의를 이론적 근거로 들어 이사회의 자율성 보장정책을 비판하는 것은 타당하지 않다고 보인다. 회사를 둘러싼 법률관계는 주주뿐만 아니라 채권자, 근로자 등 무수한 이해관계인들과 관련되는 것이므로, 이사는 주주뿐만 아니라 이들 전체 이해관계인과 사회의 이익 전반을 고려하여야 한다고 봄이 타당하다. 이러한 관점에서, 행동주의적 헤지펀드 등 단기주주의 요구에 따른 단기실적주의 문제를 해결하기 위해서도 이사회중심주의의 관점에 입각하여 정책적으로 이사회의 자율성을 보장할 필요성이 있다.

3. 정책적 타당성에 관한 반론

미국에서는 이처럼 이사회의 자율성을 강화하는 방향의 정책 시행에 반대하면서 오히려 부작용을 초래할 뿐이라는 반론도 만만치 않게 제기되고 있는데, 그에 관한 논거는 아래와 같다.

(1) 단기주의의 문제는 시장의 기능과 그에 따른 행동주의 개입으로 해결될 수 있다.[203]

시장의 문제는 시장에서 해결될 수 있다는 기본전제에서 출발하는 주장이다. 만약, 상장회사에 대한 주식시장의 단기주의적인 압박으로 회사가 지나치게 단기적 운영을 하게 된다면, 장기적 안목을 가진 사모투자자가 회사를 인수하여 상장을 폐지하고 장기적인 관점에서 운영을 전환할 수 있다. 이를 보여주는 한 예로 Dollar General(이하 'DG')의 인수를 들 수 있다. DG는 월마트와 비슷한 형태의 대형 소매업을 운영하는 회사인데, 한때 DG의 실적이 형편없었을 당시, 회사의 일부 경영진과 외부인들은 월마트의 영향이 미치지 않는 좀 더 작은 규모의 지역사회 등과 같은 틈새 시장이 존재한다고 생각했다. KKR이라는 사모인수회사(private equity firm)가 DG를 인수하여 상장을 폐지시키고, 매장들을 리모델링하였으며, 판매상품의 질을 높이고, 월마트보다 경쟁력이 있다고 생각되는

Dual-Class: Growth and Long-Run Stock Returns," " 12 *Journal of Corporate Finance*(2006), 342면.

203) 이하의 논의는 Roe, 앞의 논문(주 28), 987-989면을 참고함.

틈새시장을 공략하여 그 지역들의 매장 수를 늘렸다. 즉, DG는 상장회사에서 벗어남으로써 월스트리트의 압박 없이 1, 2년의 기간을 기업 재건에 쏟고 더 공격적인 투자를 할 수 있었던 것이다.[204] 상장 폐지될 무렵 8000개의 매장을 가지고 있었던 DG는 2012년 11월경 DG는 만 개가 넘은 매장을 운영하게 되었다. 위와 같이 새로운 경영전략이 성공한 후 DG는 다시 상장회사로 전환되었다.

이처럼 회사를 인수하여 상장 폐지한 사모인수회사들은 그 대상회사가 강점이 있는 분야를 특화시키는데 주력해왔다.[205] 실제로, 회사가 비공개(비상장)로 운영되는 경우 또는 폐쇄적인 소유구조인 경우에(block ownership) 장기적 관점의 투자가 더 많이 이루어진다는 연구결과들이 있다.[206] 최근의 한 연구는 헤지펀드가 회사의 지배주주인 경우에 그렇지 않은 경우보다 더 '고품질의, 영향력이 큰 혁신과 효율적인 R&D'가 이루어질 가능성이 높다는 결과도 보여주었다.[207]

보다 일반적으로는, 시장의 경쟁을 통해 단기실적주의는 부분적으로 조정될 수 있다. 즉, 단기실적에만 치중하여 경영되는 회사는 이후 동종 회사에 비하여 기술적으로나 실적으로나 뒤처지게 되었다는 점을 어느 순간에는 시장이 알아차릴 것이고, 그 결과가 주가에 반영될 것이며, 이러한 경우를 대비하여 회사는 그 자체적으로 장기 실적을 목표로 하는 유인(incentive to catch up)을 가질 수 있다.

(2) 경영자들이 단기성과에 치중하는 이유는 주주의 압박 때문이 아니다.

이에 관하여는 앞에서 자세히 살펴보았으므로 생략한다. 이 주장의 핵심은 회

---

204) Jeremy W. Peters, "KKR Signs a Record $6.9 Billion Buyout of Dollar General", N. Y. TIMES (2007. 3. 12.), http:// www.nytimes.com/2007/03/12/business/worldbusiness/12iht-dollar.4887326.html?_ r=0

205) Josh Lerner, Morten Sorensen & Per Strömberg, "Private Equity and Long-Run Investment: The Case of Innovation", 56 *J. FIN.* 445, 455-56 (2011).

206) James Mahoney, Chamu Sundaramurthy & Joseph Mahoney,"The Effects of Corporate Antitakeover Provisions on Long-Term Investment: Empirical Evidence", Managerial & Decision Economics vol 18.(1997), 349면

207) Ying Wang & Jing Zhao, "Hedge Funds and Corporate Innovations 2" (Dec. 1, 2012) (www.ssrn.com/abstract=2191744).

사 경영자들이 그 지위와 역할의 본질적 특성으로 인하여 단기 성과를 중시하는 성향을 가지는 것이지 주주의 압박 때문이 아니므로, 이사회의 참호구축을 위한 경영권 방어정책이 단기실적주의의 해결책이 될 수 없다는 것이다.

⑶ 비용과 이익의 균형 문제는 시장에서 해결될 수 있다.

행동주의적 헤지펀드의 개입은 회사에 손실만 초래하는 것이 아니라 이익도 가져올 수 있는데, 이러한 이익이 이사회 경영권 방어전략과 참호구축으로 인하여 상실될 수 있는 문제점이 있다. 이사회와 주주의 격리를 실행할 때에는 그로 인한 비용을 함께 고려하여야 한다는 것이다.[208)]

경영자들은 주주의 개입에 대한 우려로 인하여 단기실적에 치중함으로써 장기투자에 대한 판단이 흔들릴 수는 있는 단점도 있는 반면에, 그와 같은 우려로 인하여 얻을 수 있는 장점도 있다. 이사들이나 회사 내부 경영자들이 주주 개입에서 자유롭게 되면, 주주의 이익을 위해 회사를 운영할 유인이 줄어들고, 경영진과 이사회에게 부여되는 재량이 커질수록 대리비용이 커질 가능성이 높다.[209)] 경영진이 나태해지거나, 오버페이 등 다른 사적인 이익 추구 행위를 할 여지가 많아지기 때문이다. 이들은 주주에게 손해를 끼치면서 자신들의 이익을 추구할 우려가 있다.[210)] 이는 적대적 기업인수에 대한 방어 전략의 허용여부에 관한 쟁점에서도 마찬가지로 제기되는 문제인데, 강력한 기업인수 방어전략을 가지는 회사들은 경영진의 세력 구축 정도가 높고, 경영진이 지급받는 보수의 수준도 더 높다는 연구결과도 있다.[211)]

게다가 이사나 임원진의 능력이 뒤떨어진다는 등의 사유로 이들을 해임하는 것이 회사를 위해 더 바람직한 경우가 많이 있는데, 이사회의 참호구축과 경영권 방어전략의 수용은 원활한 임원 교체가 이루어지지 못하도록 하므로 결국 회사 실적에 악영향을 끼친다.[212)] 이는 이사회와 경영진을 금융시장으로부터 격

208) Bebchuk, 앞의 논문(주 8), 41면.

209) 김건식 외 옮김, 앞의 책(주 1), 71면.

210) Bebchuk, 앞의 논문(주 8), 41면.

211) Kenneth A. Borokhovich, Kelly R. Brunarski & Robert Parrino, “CEO Contracting and Antitakeover Amendments”, *Journal of Finance* vol 52(1997), 1505 – 16면.

212) Olubunmi Faleye, “Classified Boards, Firm Value, and Managerial Entrenchment”, 83 J. Fin. Econ.(2007) 525 – 526면; Bebchuk, 앞의 논문(주 8), 42면.

리시키면 그에 따른 이익뿐만 아니라 비용도 분명하게 발생한다는 점을 보여주는 것이다.[213]

이처럼 이사회 참호구축을 위한 경영권 방어전략의 실행을 논의할 때에는 비용과 이익의 균형 문제를 생각해야 하는데, 비용과 이익의 균형은 굳이 제도적인 개입 없이도 시장에서 이루어질 수 있다.[214] 만일 경영진이 효율적이고 경쟁력 있는 행위를 하지 않는다면, 금융시장은 자연스럽게 더 나은 경영전략을 택하도록 자극할 수 있다. 그렇지 않고 이들이 시장의 지표를 마음대로 무시할 수 있다면, 그리고 회사법 정책이 이를 허용한다면, 이는 근시안적 경영 문제를 개선하는 이익을 가져오는 것에 그치는 것이 아니라, 근시안적 경영 문제를 개선하는 이익에 대한 대가로 또다른 경영 감시와 대리문제가 발생하고 여기에서 더 많은 비용이 지출될 수도 있다.

예컨대, 금융시장이 일시적으로 단기적 성과에 중점을 두는 방향으로 움직이더라도, 결국에는 시장 원리에 따라 비용과 이익 사이에 균형을 이루게 되고, 회사가 어느 시점에서 단기실적주의적 경영 형태를 보이더라도 이 역시 시장에 의하여 균형을 이루는 과정이거나 균형이 이루어진 상태라는 반증이므로 더 이상 제도적으로 개입하는 것은 비용과 이익 사이의 불균형을 초래하게 될 뿐이다.[215]

(4) 이사회 참호구축으로 인한 이익이 비용을 초과한다는 점에 대한 실증적 근거를 찾기 어렵다.[216]

위와 같은 비용과 이익의 균형을 이루어야 한다는 관점에서 보면, 이사회 참호구축 제도가 타당성을 가지기 위해서는 이사회와 주주를 격리함으로써 얻을 수 있는 이익이 비용을 초과한다는 명제가 입증되어야 하는데, 이를 뒷받침하는 실증적인 근거가 없다는 비판이 있다.

이사들이 단기실적에 대한 압박을 가지는 것은 광범위한 주주들이 존재하는

213) Roe, 앞의 논문(주 28), 989면.

214) *Id.*

215) *Id.*

216) 이하의 논의는 Bebchuk, 앞의 논문(주 8), 43-46면 참고.

상장회사뿐만 아니라 1인 또는 소수의 개인이 자산을 투자하여 경영하는 회사의 경우에도 마찬가지로 발생하는 문제이다. 이 경우에 경영자가 단기 이익에 대한 압박을 느껴 장기적으로 손실을 가져올 위험이 크다고 판단된다면, 회사 소유자는 스스로 경영에 개입하지 않는 규칙을 만들고 경영자에게 장기의 임기를 보장하는 등의 의사결정을 하는 것이 당연한 결과로 보이는데, 실제로는 어떠한 1인 회사의 소유자도 그러한 결정을 하였다는 사례가 제시된 바가 없다.

또한, 단기실적주의의 직접적 해결방안은 아니지만 적대적 기업인수의 방어제도의 하나로서 이사회의 자율성을 보장하는 제도라고 할 수 있는 시차임기제에 대한 연구결과들은 이사회 참호구축을 지지하는 자들의 주장과 다르게 시차이사회를 운영하는 회사들의 기업가치가 오히려 감소하였음을 보여주고 있고,[217] 최근의 연구결과에서도 이사회와 주주간의 강한 격리는 오히려 회사의 가치, 자산 수익, 매출성장, 순수익 등의 감소와 연관관계를 보이고 있다.[218]

(5) 사법적 개입의 한계[219]

회사가 자체적으로 이사회의 격리를 꾀하여 경영권 방어전략을 택하는 경우, 주주의 권한 침해 문제가 발생하므로 이는 사후적인 사법 심사의 대상이 될 수 있다. 이와 관련하여 델라웨어 주 법원은 Airgas 기업인수 방어 전략에 관한 사건[220]에서 강력한 기업인수 방어 전략의 정당화 근거로 단기주주로 인하여 야기되는 회사 경영상의 곤란을 주장하는 회사 측의 손을 들어주었다. 재판 과정에서 양 당사자의 전문가(감정증인)들은 모두 “단기 차익을 노리는 투자자들은 그 주식 가격이 회사의 장기가치를 반영하지 못한다고 할지라도 가격이 적절한지 여부와 무관하게 매수 제의를 한다”는 점에 있어서는 동일한 결론을 내렸다. 이는 단기실적주의 문제에 입각한 이사회의 권한 범위에 관한 주장이 기업인수의 맥락에서 판결에 반영된 것이라고 볼 수 있다.

---

217) Lucian A. Bebchuk & Alma Cohen, “The Costs of Entrenched Boards”, 78 *J. Fin. Econ.*(2005), 430면; Michael Frakes, “Classified Boards and Firm Value”, 32 *Del. J. Corp. L.*(2007), 132, 145–149면 (2007).

218) Lucian A. Bebchuk, Alma Cohen & Charles C.Y. Wang, “Learning and the Disappearing Association Between Governance and Returns”, 108 *J. Fin. Econ.*(2013), 323면.

219) 이하의 논의는 Roe, 앞의 논문(주 28), 989-992면 참고.

220) Air Prods. & Chems., Inc. v. Airgas, Inc., 16 *A. 3d* 48, 108-09 (Del. Ch. 2011).

그런데, 이 같은 문제에 관하여 법원이 경제정책의 결정 등을 내리기에 적합한 기관이 아니라는 비판도 제기된다. 즉, 법관은 회사 경영과 관련한 결정과 사후적 판단을 하기에 적합하지 않고, 상사법원은 회사 경영이 너무 단기적인지, 장기적인지, 또는 적절한지에 관한 평가를 되도록 자제하여야 한다는 것이다. 델라웨어 주의 법령 역시 그 주의 지역적 범위 내에서 주로 운영되는 회사들을 벗어난 사안에 관하여 판단을 하기에는 부적절하다. 오히려 사법부의 규제가 아니라, 세금 제도나 소유구조 개선과 같은 다른 정책들이 단기실적주의를 해결하는 데에 보다 적합하다. 아울러, 회사 소유 구조에 관하여, 위에서 논한 바와 같이 지배주주가 존재하게 되면, 그 지배주주는 주식시장을 교란시키는 복잡하고 기술적이며 이해하기 어려운 회사 정보들을 더 잘 다룰 수 있고, 장기 경영관점의 결정이 주식 가치에 더 유익하다는 점을 공개된 주식시장에 알릴 수 있는 유인이 있으므로 단기실적주의 문제 해결에 더 용이하다.

(6) 경영진이 장기주주를 위한 경영을 한다고 하여 회사의 경제 가치가 상승한다고 단정할 수 없다.[221]

단기실적주의의 문제점이 부각되는 이유는 경영진이 단기주주의 이익을 위해 회사를 경영하는 경우 회사의 장기 가치의 손실을 가져온다는 점 때문이다. 그렇다면 경영진이 장기주주의 이익을 위해서 행동하는 경우에 그것이 가치의 손실을 가져오지 않는다고 말할 수 있는가. 즉, 경영진이 단기주주를 위해 행동하는 경우보다 장기주주를 위해 행동하는 경우가 회사에 경제적으로 이득이 된다고 할 수 있는지 의문이 제기된다.

장기주주의 이익을 위한 경영전략이 회사에 이익이 된다는 명제는 회사가 자기주식취득이나 유상증자 등의 주식거래를 하지 않는다는 전제에서만 도출될 수 있고, 대부분의 상장회사들이 매년 상당한 규모의 자기주식을 사고파는 오늘날의 경제현실에서는 적용될 수 없다.[222]

---

221) 이하의 논의는 Jesse M. Fried, “The Uneasy Case for Favoring Long-term Shareholders”, Harvard John M. Olin Discussion Paper Series Discussion Paper No 795(2014. 11), 124 *Yale law Journal* 1554(2015) No. 795(2014) 참고.

222) 미국의 경우 회사들은 일반적으로 5년의 기간 동안 시가 총액의 40%에 가까운 정도에 해당하는 주식을 사고 파는 것으로 추산된다. 따라서 100억의 자본이 있는 회사는 추후 5년 동안 40억에 달하는 주식을 매매할 것으로 예측할 수 있다. *Id*, 6면.

먼저, 자기주식취득의 경우 회사가 자기주식을 낮은 가격에 매입할수록 장기주주가 취득하는 이익이 커지는데, 이는 주식가치의 총합으로 대변되는 회사 자체의 경제가치에는 아무런 영향이 없고, 회사에 주식을 매도한 주주에게서 장기주주에게로 가치가 이동하는 것일 뿐 가치가 증가하는 것이 아니다.[223] 이 때, 경영진은 회사의 자기주식을 저가에 취득하기 위해서 이익조정이나 내부정보를 이용하는 등의 행위를 하거나, 주식 매입에 과도한 자금을 투자하여 다른 유익한 프로젝트를 포기할 가능성이 있다. 이는 회사의 전체 가치 측면에서는 분명한 손실이지만, 자기주식의 염가 매수에 따라 장기주주는 오히려 이득을 보게 된다. 특히, 경영진의 보상이 주식 가격에 연동되는 경우, 경영진은 어떤 주주의 이익을 위해서라기보다는 자신들의 이익을 위해서 회사의 주가가 낮을 때 주식을 매입하여 주가를 상승시킬 유인을 가지므로, 자기주식의 염가매수는 회사 경영진이 회사 주식을 보유한 비율이 높거나 장기주주의 영향력이 큰 회사에서 발생가능성이 커진다.

다음으로, 회사가 유상증자를 하는 경우에는 되도록 고가에 주식을 발행하는 것이 장기주주에게 이익이 된다. 고가에 주식을 발행하면 회사에 자본이 많이 유입되는 것을 의미하고 발행가격과 적정가격과의 차이가 클수록 장기주주는 이익을 얻게 된다. 하지만 장기주주가 이익을 얻게 된다고 하여 회사의 전체 가치(economic pie)에는 영향이 없다. 이 역시 회사로부터 비싼 가격에 주식을 매입함으로써 손실을 보는 주주에게서 장기주주에게로 가치가 이동하는 것일 뿐, 가치가 증가하는 것이 아니다. 오히려 회사의 경영진은 고가의 유상증자를 위하여 회사 경영진은 자기주식을 취득하는 경우와는 반대로 회사의 영업이익을 부풀리는 방식의 이익조정을 하거나, 주가 상승을 위해 무리하게 회사에 도움이 되지 않는 자산을 매입하는 등으로 회사의 영업을 확장할 수도 있는데, 그 자산은 회사 외부에서 더 높은 경제적 가치를 창출할 수 있으므로 결과적으로 자산의 매입은 경제가치의 손실을 가져온다. 반면, 장기주주에게는 이익이 되는 경

223) 자기주식거래를 하지 않는 회사의 경우 경영진이 단기 주가 상승을 위하여 이익을 조정하고 장기 투자를 하지 않는 등의 전략을 취할 경우 단기주주의 이익이 상승하는 반면, 회사의 장기적 이익이 저해되고 이는 곧 장기주주의 이익 감소를 의미한다. 반대로 경영진이 단기주주의 이익과 무관하게 회사의 경제가치가 상승하도록 운영하는 경우 장기주주의 이익은 증가한다. 그러나, 자기주식거래를 하는 회사의 경우 실제 가치보다 저가에 자기주식을 매입한 후 주가가 상승하면, 회사의 경제가치가 상승하는 것은 아니지만 장기주주는 이익을 보게 된다.

영전략이다.[224]

4. 소결

(1) 장기주주와 단기주주의 구별 필요성

단기실적주의 문제 해결을 위한 이사회의 자율성 증대 내지 경영권 방어제도의 도입에 관하여 위에서 살펴본 바와 같은 반론이 제기되고는 있으나, 단기실적주의의 발생 원인이 주주의 단기적 투자성향과 헤지펀드의 행동주의적 개입에 있다고 보는 이상, 이를 시장의 흐름에만 맡기는 것은 적절치 못하다. 자본시장이 그 자체 시장의 흐름만으로는 합리적인 적정선을 찾지 못함으로써 2008년 금융위기가 초래되었다. 이는 장기투자자들이 심각한 손실을 보았던 사례였고, 시장 논리에 따른 이익과 비용의 균형이 제대로 이루어지지 못하였다는 것을 의미한다. 이사회와 경영진이 단기적인 주식시장과 행동주의적 헤지펀드의 단기적 요구에서 벗어날 수 없는 이상 단기 성과에의 집중은 피할 수 없으므로, 이사회의 자율성을 보장하는 정책적 방향은 타당하다고 할 수 있다. 다만, 이사회의 과도한 자율성의 보장이 또 다른 대리 비용의 증가 문제와 앞서 (6)에서 논의된 바와 같은 장기주주의 이익을 위해 회사 가치를 손실시키는 등의 문제를 야기하지 않도록 적정한 한계를 유지하는 것이 필요하다.

이사회의 권한 강화는 앞서 본 바와 같이 주주의 권한 약화와 맞물려 있는데, 주주중심주의가 아닌 이사회중심주의에 입각하여 이사회 경영권 방어이론이 단기실적주의 타파를 위한 제도적 해결책으로서 근거를 가지고 있기는 하나, 이와 반대로 단기실적주의 문제를 해결하고자 하는 목표, 즉 장기 주주를 육성하는 관점에서는 주주의 권한 약화가 별 도움이 되지 않는다. 오히려 이는 장기주주의 육성을 저해하는 결과를 낳을 수 있다. 회사의 장기 주주가 된다는 것은 회사에 대하여 매도(exit)전략이 아닌 보이스(voice) 전략을 취하여 회사의 경영을

224) 구체적인 예로 2000년 AOL의 Time Warner사 인수를 들 수 있다. AOL은 타임워너사를 인수하기 위하여 2000억 불의 시가총액 중 1620억 원에 달하는 주식을 발행했고, 인수 당시 양 회사의 시가총액은 동등하였다. 그러나 인수합병 당시 예상했던 시너지 효과는 달성하지 못한 채 9년 후에 다시 분할되었고, 전체 경제가치의 면에서는 손실을 가져오는 거래였음이 분명하나, AOL의 장기주주들은 위 인수합병으로 인하여 결과적으로 주식가치가 상승하는 이익을 얻었다. (Id. 64-65면 참조)

감시하고 적극적인 의결권을 행사함으로써 장기가치 상승에 기여할 수 있는 상황을 전제로 한다. 그런데 주주의 권한 약화로 보이스 전략이 효율적으로 기능하지 못하는 경우, 주주는 장기적 관점에서 회사에 투자를 할 유인이 줄어든다. 따라서, 이사회의 자율성을 보장하는 정책을 시행함에 있어서 중요한 것은 단기주주와 장기주주를 구별하여 주주의 권한에 차이를 둠으로써 장기주주의 권한은 강화하고 단기주주의 권한은 약화하면서 이사회의 경영권 방어 전략이 단기주주와의 관계를 중심으로 실행되도록 하는 것이고, 이로 인하여 금융시장이 과도하게 위축되지 않도록 경계하는 것이다. 특히 이사회와 경영진의 사익 추구 방지에 필요한 주주의 경영 감시 권한이 약화되어서는 안 된다. 이 때, 반론 (6)에서 본 바와 같이 이사회가 장기주주의 이익을 위하여 회사 운영을 하는 경우, 장기주주의 이익에 도움이 되는 이익조정이나 주가 조작 등의 행위를 함으로써 전체 경제가치가 저하되는 손실이 발생할 수 있다는 우려가 존재하기는 한다. 그러나, 단기주주의 경우 회사의 장기적 경제가치에 극도의 손실이 발생하더라도 단기 주가 상승으로 이익을 취할 수 있지만, 장기주주는 회사의 경제가치 손실의 정도가 커질 경우 그로 인한 영향을 받을 수밖에 없다. 이는 장기주주와 단기주주의 취급을 차별화하는 근거가 된다.

⑵ 우리나라의 주식 소유구조와 관련하여

일반적으로 소유구조와 관계없이 경영진은 회사의 장기적인 전망 및 필요한 투자의 선택에 있어서 주주보다는 정보적인 우위에 있다. 따라서 경영진은 만일 필요하다면 회사의 장기적인 발전을 위해서 단기적인 손실을 감수할 용의가 있을 것이고, 그것이 주주에게도 이익이 된다. 그러나 이러한 장기적인 전망에 대한 정보가 없는 주주로서는 당장 눈에 보이는 단기적인 손익에 민감하게 마련이다.[225] 따라서 이러한 주주의 개입을 최소화하고 이사회의 자율적인 결정을 존중하는 것은 회사의 지속가능한 성장과 발전에 도움이 된다. 또한, 위에서 살펴본 바와 같이 지배주주가 존재하는 회사의 경우 그 지배주주가 장기적인 전망에 관한 정보를 시장에 전달하는 역할을 함으로써 단기실적주의 문제를 해결하는 기능을 할 수 있다.

---

225) 송옥렬, 앞의 논문(주 124), 68-69면.

그러나, 우리나라처럼 이미 강력한 지배주주가 존재하고 이사회나 경영진이 그 지배주주의 영향을 크게 받고 있는 기업지배구조에서는 이사회나 경영진이 단기 투자자의 압박 때문이 아니라 지배주주의 신임을 얻기 위하여 단기 성과에 치중할 가능성이 더 크다. 앞서 반론 (6)에서 본 바와 같이 지배주주인 장기주주의 영향력이 큰 회사지배구조상 경영진이 지배주주의 이익을 위한 경영의 일환으로 주가 상승이나 하락을 위한 이익조정을 하거나 내지 R&D에 지출할 돈으로 자기주식을 취득하고, 유상증자를 위해 과도한 투자를 하는 등의 경영행위를 할 가능성이 높다. 따라서 미국에서 제안되고 있는 이사회의 자율성을 보장하는 방향의 정책은 오히려 우리나라에서는 이사회의 권한 강화와 동시에 지배주주의 권한을 강화시키는 역효과를 낳을 수 있다. 따라서 현재의 우리나라 상황에서 이사회의 권한을 강화하는 정책은 적절하지 않지만, 주식소유가 분산된 구조 하에서 단기실적주의를 개선하는 방안으로서는 큰 의미를 가질 수 있다.

제5장 단기실적주의의 개선방안

Ⅰ. 개괄

미국에서는 단기실적주의 문제의 해결을 위한 개선책으로 여러 방안이 제시되고 있는데, 이사회와 단기 주주의 격리를 강화하는 정책적 수단, 단기투자를 장려하고 장기 투자를 장려하는 인센티브 도입, 그리고 회사 정보 공시제도와 경영자 보상제도의 개선 등이 있다. 이 중에서도 회사 정보공시와 경영자 보상제도를 제외하고 이사회 자율성 강화와 장기투자를 장려하는 정책은 우리나라와 같은 주식소유구조가 지배주주에게 집중된 형태의 경제체제에서는 적합하지 않다는 점은 앞서 언급한 바와 같다. 그러나, 미국에서는 아래와 같은 정책들이 단기실적주의에 대한 강력한 해결방안으로 제시되고 있으므로, 이러한 제도들의 성격과 단기실적주의 개선과의 관련성을 짚어볼 필요가 있다.

Ⅱ. 이사회의 자율성 강화 정책

1. 이사 선임권 제한

(1) 문제점

주주는 이사 선임권을 가지므로, 이사 선임에 관여하는 주주의 권한이 클수록 이사는 주주의 성향에 민감하게 반응하게 되고, 경영정책 결정에도 영향을 미치게 된다. 주주중심주의와 이사회중심주의의 대립에서 볼 때, 이사회중심주의 관점에서는 주주가 이사를 쉽게 교체할 수 있도록 주주에게 권리를 부여해서는 안 되고, 주주의 이사선임권을 강화하는 것은 이사들이 회사의 미래성장을 버리고 즉각적인 이익을 창출하도록 유인하는 것으로 보고 있으며,[226] 단기실적주의

의 개선책으로서 주주의 이사 선임권을 약화하여 이사회의 경영권을 강화하는 방안을 제시하고 있다.

이러한 견해에 따라 미국에서는 주주들에게 이사 후보를 정하는 권한을 부여하는 내용의 이사후보자 지명권(the Proxy access) 규정을 전체적으로 반대하거나, 그 권한 부여에 상당한 제한을 가하여야 한다는 주장(이를테면 주식을 장기간 보유한 주주들에게만 허용하여야 한다는 등)도 제기된다.

⑵ 각국의 입법례

① 미국

종래 미국 회사법은 주주들에게 회사의 위임장 서류나 주주총회의 안건에 이사후보자를 포함시킬 권리를 부여하지 않았고, 주주들이 추천하는 이사 후보가 회사가 추천한 후보와 경쟁하기 위해서는 주주가 독자적으로 위임장을 권유하고, SEC의 심사를 받아야 하는 투표용지, 증권신고서, 기타 부속서류와 같은 독자적인 권유문서를 배포하여야 하였다. 이 때문에 미국의 주주는 고비용의 위임장 경쟁을 통하지 않고는 회사 측에서 추천한 후보가 이사로 선임되는 것을 저지할 수 없었으나, 최근의 법 개정을 통해 이사선임 실무가 변화하였다.[227)]

2010년 입법되어 시행중인 미국의 일명 도드-프랭크법(Dodd-Frank Wall Street Reform and Consumer Protection Act, Pub. L. No. 111-203 (2010) (이하 '도드-프랭크법')에서도 이사회의 감독기능을 제고하기 위한 여러 가지 장치를 마련하고 있는데, 그 중 하나가 동법 제951조의 주주에 대한 이사후보추천권 부여규정이다. 동조 및 동조 위임에 따라 제정된 미국증권위원회 규칙 14a-11에 의하면, 미국 내 모든 상장기업에서는 최근 3년 이상 의결권 있는 발행주식 총수의 3% 이상을 보유한 주주는 경영진의 주주총회 위임장설명서(Proxy Statement)에 자신이 원하는 이사후보자의 명단을 포함시킬 수 있도록 허용하고 있으며, 이 경우 전체 이사수의 25%에 해당하는 후보자를 주주들이 추천할 수 있게 함으로써 과거의 독립성 요건 강화에만 집중했던 정책에서 나아가 직접 주주들이 경영진을

226) Martin Lipton & William Savitt, "The Many Myths of Lucian Bebchuk", 93 *Virginia Law Review* vol 93.(2007) 747면; Bebchuk, 앞의 논문(주 8), 16면.

227) 김건식 외 옮김, 앞의 책(주 1), 103-104면.

효율적으로 감독할 수 있는 이사후보자를 총회에 추천할 수 있도록 허용하였다. 다만, 위 규정은 그 후 미국 내 200대 대기업 협의체인 Business Round Table과 미국 상공회의소(Chamber of Commerce)가 무효화 소송을 제기하여 SEC가 패소함으로써 효력을 상실하였다. 그러나 이사 선임과 관련된 주주제안을 배제할 수 있었던 규정이 개정되면서, 정관 변경에 관한 주주제안을 통하여 회사별로 Proxy Access Rule 도입이 가능해졌다.[228)]

② 유럽

영국에서 주주는 누구든지 원칙적으로 주주총회 이전에 이사후보를 제안할 수 있다(Art. 76, Table A). 독일에서도 주주가 주주총회일 2주 전에 이사후보를 추천하는 것이 허용된다(독일 주식법 제127조, 다만 이는 경영이사후보에 관한 제안이 아니라 감독이사후보의 제안에 관한 것이다).[229)]

③ 일본

일본에서는 일정한 자격을 가준 소수주주(의결권의 1퍼센트 또는 300주)가 이사후보를 제안할 수 있으며, 회사는 소수주주가 제안한 이사후보를 전자투표용지나 위임장 관련 서류에 반드시 포함해야 한다(일본 회사법 제303조, 제305조).

⑶ 우리나라 회사법

이사는 주주총회에서 보통결의로 선임된다(상법 382조 1항). 이처럼 이사의 선임은 주주총회의 고유권한이므로 정관이나 주주총회의 결의에 의해서도 다른 기관에 위임할 수 없고, 이사후보자를 특정한 주주가 지명 또는 추천하는 것도 허용될 수 없다.[230)]

2009년 2월 개정상법은 일반상장회사가 주주총회에서 이사를 선임할 때에는 상법 제542조의4 제2항에 따라 통지 · 공고한 후보자 중에서 선임해야 한다고 규정하고(상법 542조의5), 대규모상장회사는 사외이사가 총 위원의 2분의 1 이

228) 17 *CFR* 240. 14A-8(i)(8).

229) 독일의 이사회는 복층이사회 구조로 감독이사회와 경영이사회가 분리되어 있다.

230) 이철송, 앞의 책(주 37), 632면.

상인 사외이사후보추천위원회를 설치한 후(상법 542조의8 4항) 그 위원회가 추천한 자 중에서 사외이사를 선임하도록 규정하고 있다(법 542조의8 5항 1문). 이때, 주주의 이사후보자 추천권을 보장하기 위해서 상법 제542조의5 제2항에 따른 주주제안권을 행사할 수 있는 요건을 갖춘 주주가 주주총회일의 6주 전에 추천한 사외이사 후보자를 그에 함께 포함시키도록 규정하고 있다(상법 542조의8 5항 2문).

따라서 현행법상, 주주가 이사후보자를 직접 추천하기 위해서는 주주제안절차에 따르는 방법밖에 없는데, 주주제안권은 의결권 있는 발행주식총수의 100분의 3 이상의 주식을 소유한 소수주주만이 주주총회일 6주 전에 행사할 수 있으므로(상법 363조의2), 이사회가 이사선임에 관한 주주총회를 이미 소집한 때에는 시기적으로 사실상 주주가 이사후보자를 추천할 수는 없다. 이러한 입법태도에 대해 위헌성을 주장하는 견해도 제기되고 있다.[231]

즉, 우리나라의 이사후보자지명권 규정은 그 실효성이 크지 않은 편이고, 이사들에게 실질적인 압박이 될 수 있다고 보기 어려우며, 주주의 권한 강화와도 큰 관련이 없다.

⑷ 검토

미국 이외의 대부분의 국가에서는 일정한 지분(아주 작은 비율로 정해져 있는 것이 보통이다)을 가진 소수주주는 주주총회 의안에 이사후보자를 추가함으로써 이사회가 제안한 후보자와 경쟁시킬 수 있고, 미국도 최근의 입법에 따라 정관변경으로 이사후보자추천권을 주주에게 부여하는 것을 허용하고 있다.

이사후보자지명권 내지 추천권을 주주에게 부여하는 제도 자체는 이사회중심주의에 반대되는 것이나, 앞서 언급하였듯이 단기실적주의를 해결하기 위한 이사회의 자율성 강화 정책을 도입함에 있어서는 무조건적인 주주의 권한 약화가 필요한 것이 아니라, 단기주주로부터의 격리가 필요한 것이고, 반대로 장기 주주의 권한 행사는 장려될 필요가 있다. 따라서 이사후보자추천권 제도 역시 단기주주와 장기주주를 구별하여 장기주주에게만 이를 부여함으로써 단기실적주의 문제를 완화할 수 있으며, 이사후보자추천권을 일정 기간 이상 주식을 보유

231) *Id.* 633면.

한 장기주주에게만 부여함으로써 이사회에 대한 단기주주의 영향력을 약화시킬 수 있다.

한편, 우리나라와 같이 지배주주가 존재하는 주식소유구조에서는 소수주주에게 이사후보자를 추천하는 권한이 있다고 하여 회사 경영자를 실질적으로 압박하게 되지는 않는다. 미국에서 이사후보자추천권 제도가 주주의 권한을 강화하는 기능을 하는 것은 주식소유가 분산된 체제이기 때문이다.

2. 이사의 중도 해임 제한

(1) 문제점

법률이나 정관의 규정에 의하여 이사의 임기를 보장하고 정당한 이유 없는 한 중도 해임을 금지함으로써 주주의 이사 해임권을 제한하는 것은 가장 강력한 이사회 자율성 보장 방안이 될 수 있다. 회사 경영에 관하여는 이사가 가장 잘 알고 있다는 전제에서, 임기 중 중도 해임될 우려가 없는 이사는 단기 주주의 압력에서 벗어나 보다 자유롭게 회사 자체의 이익을 위한 의사결정을 할 수 있고, 이는 장기가치의 상승, 지속가능한 성장을 추구하게 하는 효과가 있다.

그런데, 임기 중의 이사를 정당한 이유에 의해서만 해임할 수 있는가, 혹은 이유를 불문하고 언제든지 해임할 수 있는가에 대하여는 학계에서도 논란이 있고, 각국의 입법도 달리 규정하고 있다.

(2) 각국의 입법례

① 미국

미국의 델라웨어 주 법(DGCL)[232] §141(k)(1)은 시차임기제를 채택하고 있는 경우에는 기본정관에 달리 규정하지 않는 한 정당한 이유에 의한 해임만 인정하는 방식으로 이사의 해임을 제한한다. 또한 델라웨어 주 회사법은 정관에 명시적 규정이 없는 한 주주에게 임시 주주총회소집권한을 부여하지 않음으로써 주주의 해임권을 제한하고 있다(§211(b), §211(d)). 한편, 캘리포니아 주 회사법

232) Delaware General Corporation Law

(CCC)[233] §303(a)(3)은 집중투표를 통하여 이사선임에 필요한 의결권의 수만큼의 반대표가 있는 경우에는 그 이사를 해임할 수 없다고 규정하고 있다.

Essential Enterprises Corp. v. Automatic Steel Products, Inc. 사건에서 Delaware 주 형평법원은 부속정관 중 기본정관에 위반되는 규정은 무효인데, 기본정관에서 3년의 시차임기제를 규정하고 있음에도 불구하고, 정당한 이유가 없이 주주 과반수 의결에 의하여 이사를 해임할 수 있도록 부속정관에서 규정하는 것은 기본정관에 위반되어 무효이고, 따라서 6인의 이사 중 3인을 정당한 이유 없이 일시에 해임하고 신임 이사를 선임한 경우 그 이사들의 해임과 선임은 모두 무효라고 판시하였다.

미국에서는 이처럼 주주의 이사 교체 권한을 제한하고자 하는 시도에서, 주주에게 매년 이사 선임권을 부여하는 것이 아니라 몇 년에 한 번씩만 부여하자는 주장도 제기되고 있다. Martin Lipton과 Steven Rosenblum[234]은 5년에 한 번씩 이사를 선임하는 제도를 제안하기도 하였다. 5년간 주주의 손을 묶어놓음으로써 경영진에게 회사의 대표권을 장기간 충분히 부여할 수 있고, 이를 통하여 경영진은 회사의 장기적 건전성 유지를 위해 필요한 결정을 내릴 수 있다는 것이다.[235] 델라웨어 주의 대법관 Jacob 역시 이러한 관점에서 5년의 임기제를 주장하였고, 델라웨어 주의 법령도 이를 위해 개정되어야 한다고 주장하였다. 그는 매년 이사를 선임하는 것은 이사회와 경영진이 장기적인 계획을 하는 데에 방해가 되고, 인내 자본이 있어야 회사가 효율적으로 경쟁하는 데에 도움이 되며, 이사들은 5년의 임기를 보장받음으로써 장기적인 안목으로 혁신적인 상품과 서비스를 창출할 수 있고, 이는 결과적으로 현재 침체에 빠져 있는 미국 경제 전체가 경쟁력을 회복하는데 도움이 된다고 주장한 바 있다.[236]

② 유럽

독일은 공개회사에 대하여 경영이사회와 감독이사회로 구분되는 복층이사회 형태를 강제하고 있다. 복층이사회구조에서 감독이사회와 경영이사회는 법적으

233) California Corporations Code

234) Lipton & Rosenblum, 앞의 논문(주 162), 225-230면.

235) *Id.* 224면.

236) Jacobs, 앞의 논문(주 160), 1660-1664면.

로 반상하적 관계에 서지만 사실상 경영이사회가 더 강력한 권한을 가지며 독립된 법적 지위를 누리며, 감독이사회는 정당한 사유 없이 경영이사회를 해임할 수 없다.[237] 독일 회사의 주주들은 감독이사에 대하여 강력한 임면권을 가지지만, 정당한 사유 없이 감독이사를 해임하기 위해서는 의결권 있는 주식 4분의 3 이상의 동의를 요한다.(독일 주식법 §103 Ⅰ).[238]

이와 달리 영국(§ 168 and § 303 companies act 2006), 프랑스(Art. L. 225-18 Code de commerce and 225-103), 이탈리아(Art. 2383 and 2367, Civil Code and Art, 126-2, Consolidated Act on Financial Intermediation)는 모두 아무런 사유 없이 이사를 그 임기 도중에 해임할 수 있는 포기 불능의 권리를 과반수 주주에게 부여하고 있다.[239]

③ 일본

일본 상법 제256조는 이사의 임기는 2년을 초과하지 못하고, 최초 이사의 임기는 1년을 초과하지 못한다고 규정하고 있다. 그러나 이사는 언제든지 주주총회의 특별결의로 해임할 수 있으므로(제257조), 법이나 정관으로 이사의 임기를 규정하더라도 큰 의미를 가지지 못한다. 또한, 이사의 직무수행에 관하여 부정한 행위 또는 법령 내지 정관에 위반한 행위를 하였음에도 불구하고 주주총회에서 이사의 해임을 부결한 경우 6개월간 계속하여 발행주식 총수의 3/100을 가진 주주는 30일 이내에 이사의 해임을 법원에 청구할 수 있다.

⑶ 우리나라 회사법

우리 회사법은 이사의 임기가 3년을 초과하지 못한다고 규정하고(제383조 제2항), 일본과 마찬가지로 이사의 임기가 정해져 있다고 하더라도 주주총회 특별결의로 언제든지 이사를 해임할 수 있다(제385조 제1항). 다만, 이사가 그 임기 전에 정당한 이유 없이 해임된 때에는 해임으로 인한 손해배상을 청구할 수 있

237) 김건식 외 옮김, 앞의 책(주 1), 100면.

238) *Id.* 108면.

239) *Id.* 107면.

을 뿐이다.

⑷ 검토

어떤 학설이나 입법례에 의하더라도 임기 중의 이사를 전혀 해임할 수 없다는 것은 아니고 법령이나 정관위반 또는 부정행위를 하였다면 해임할 수 있다는 것에는 의견이 일치한다.[240] 다만, 이러한 사유가 없어도 해임할 수 있는지 여부에 대하여 견해가 나뉘는데, 이사회의 자율성 보장을 강조하는 입장에서는 정당한 이유 없는 해임이 금지되어야 한다고 본다. 이사회가 자율적인 회사 경영권을 보장받아야 단기성과에 치중하지 않고 장기 가치의 증대를 위한 정책결정을 할 수 있기 때문이다.

그런데, 이처럼 이사의 중도 해임이 금지되면 주주는 무능한 이사를 해임할 수 없게 되고 이사의 사익 추구를 부추기게 될 우려가 있다. 게다가, 위와 같이 이사의 중도 해임을 일률적으로 금지하는 것은 장기 주주의 경영 감시 기능을 약화시키고, 이는 장기 주주의 육성을 오히려 저해하는 것이다. 따라서, 이사의 임기 중 중도 해임을 무조건 금지할 것이 아니라, 주식을 일정 기간 이상 보유한 장기주주의 해임권은 강화하거나 유지하되, 단기 주주의 해임권을 제한하는 것으로 조정할 필요가 있다. 이처럼 단기주주와 장기주주의 이사 해임권한의 정도를 달리 취급하기 위해서는 결국 이사해임 안건에 대한 단기주주와 장기주주의 의결권 차등을 부여하는 방법을 이용해야 하므로, 이는 뒤에서 살펴 볼 차등의결권의 부여 문제로 귀결된다.

우리나라 회사법은 임기 중의 이사를 제한 없이 중도에 해임할 수 있도록 규정하고 있는데, 폐쇄회사 혹은 지배주주가 존재하는 상장회사의 경우 지배주주가 곧 경영자이자 이사의 역할도 하고 있거나 지배주주의 영향 하에 있으므로, 단기실적주의 문제를 이유로 이사의 중도 해임을 제한할 필요성이 별로 없다. 오히려 지배주주의 견제의 측면에서 이사의 중도 해임 제한이 고려될 수 있다.

중도 해임을 제한하는 구체적인 방안으로는 회사 자체적으로 정관에서 이사의 중도 해임을 '정당한 이유'가 있는 때로 제한할 수 있도록 허용하되, 그 정

240) 김지환, "이사해임법제의 유연화에 관한 검토", 상사판례연구 23권 3호, 한국상사판례학회(2010. 9), 49면.

관에 해임사유를 제한하여 규정함에 있어서 '정당한 이유'를 보다 구체적으로 적시하도록 하여 정당한 이유 없는 이사의 중도 해임을 금지하는 방법을 생각해 볼 수 있다.[241] 이사 직무에 관한 부정행위 또는 법령이나 정관에 위반한 행위는 그 자체로 해임사유에 해당할 수 있고(상법 제385조), 회사자산을 유용한 경우, 이사회의 결정에 반하여 회사 비용을 지출한 경우, 경쟁회사를 설립하는 경우 등은 해임의 정당한 이유가 될 수 있다.[242] 이 때 해임의 정당성은 최종적으로 사법심사의 대상이 되므로, 회사가 정당한 이유 없이 주주총회 결의로 이사를 해임한 경우 해당 주주총회결의 무효확인의 소를 제기할 수 있다.

3. 테뉴어 보팅을 통한 이사회의 경영권 방어

(1) 의의

차등의결권 주식은 1주 1의결권 원칙의 예외로서 회사가 발행한 의결권의 수가 서로 다른 종류의 주식을 말한다.[243] 회사가 발행하는 일부 주식에 대하여 의결권수에 있어서 특수한 정함을 하는 것이다.[244] 여기에는 다양한 형태의 차등의결권 주식이 포함되는데, ① 회사가 두 종류 이상의 주식을 발행하고 발행된 주식 사이에 1주당 2개 이상의 의결권을 부여하는 복수의결권주식,[245] ② 1주에 대하여 1개 미만의 의결권을 부여하는 부분의결권 주식, ③ 주식의 보유기간에 따라 의결권의 수에 차등을 두는 보유기간별 차등의결권주식(tenure voting, 이하 '테뉴어 보팅')이 있다.[246] 그 중에서도 단기실적주의와 단기 투자 문제와 관련하여 효과적인 해결책으로 제안되는 것은 테뉴어 보팅이다.

---

241) 김화진, 송옥렬,『기업인수합병』, 박영사(2007), 331면.

242) 임재연, "미국회사법상 이사의 해임에 관한 연구", 성균관법학 20권 3호(별권), 성균관대학교 비교법연구소(2009), 830면.

243) 김화진, 송옥렬, 앞의 책(주 241), 306면.

244) 유영일, "차등의결권주에 관한 연구 -도입필요성을 중심으로-", 상사판례연구 제21권 제4호(2008. 12), 96면.

245) 유주선, "주주평등원칙의 완화와 차등의결권주식의 도입가능성", 증권법연구 제16권 제3호(2015), 126면.

246) 최소 1년 이상 주식을 보유한 자에게만 의결권을 부여하는 방식도 있다. Justin Fox & Jay W. Lorsch, "What Good Are Shareholders?", *Harvard Bus. Rev.*,(2012. 7), 56-57면.

테뉴어 보팅의 경우, 주식을 보유한 기간이 짧은 주주에게 상대적으로 약한 권리를 부여함으로써 단기주의적 행동파 주주들의 의결권을 약화시키고, 장기간 주식을 보유한 회사 내부인들에게 강력한 의결권을 부여함으로써 이사회를 단기 주주의 압력으로부터 격리시킬 수 있다.

⑵ 각국의 입법례

① 미국

미국 모범회사법(Model Business Corporation Act)상 회사는 정관에 의하여 다양한 종류의 주식을 발행할 수 있다.[247] 델라웨어 주 회사법 제151조는 정관의 정함이 있으면 테뉴어 보팅을 허용하고 있다.[248] 뉴욕 주 회사법 제501조는 회사가 정관으로 각 종류별로 의결권에 대하여 달리 정할 수 있도록 하고 있고, 뉴욕증권거래소 상장규정 역시 상장 이전에 이미 차등의결권 제도를 도입한 회사의 상장이나 차등의결권제도의 유지는 가능한 것으로 하고 있다. 다만, 이미 상장된 회사가 신규로 차등의결권제도를 도입하는 것은 기존 주주의 이익을 침해하는 것이 되므로 금지된다.

델라웨어 주 법원의 Williams v. Geier 판결[249]은 보유기간에 따른 의결권에 차등을 둔 차등의결권 주식, 즉 테뉴어 보팅의 유효성을 인정한 사례이다. 위 사안의 개요는 다음과 같다. Milacron사의 가족지분이 총 의결권 중 약 50%이상을 지배하고 있었다. 위 회사의 이사회와 주주총회는 3년 이상 주식을 보유한 주주에게 1주당 10개의 의결권을 부여하되, 주식을 매각하거나 양도하는 경우 매수인 또는 양수인이 그 날로부터 3년 이상 주식을 보유하지 않으면 다시 1주 1의결권 주로 회복되는 테뉴어 보팅에 관한 사항을 정관 개정으로 추가하였다. 이에 대하여 소수주주 Williams는 회사와 이사들을 상대로 소송을 제기하였다. 델라웨어 주 최고법원은 위와 같은 정관개정을 승인한 주주들의 결의가 회사의

247) 7. 21(a) “정관에 다른 정함이 없으면, 각 발행주식은 종류에 관계없이 1주당 1개의 의결권을 갖는다”

248) Del. Code Ann. tit. 8, § 151 (2011) “회사는 의결권을 달리하는 다양한 종류의 주식을 발행할 수 있다”

249) Williams v. Geier, 671 A. 2d 1368 (Del. 1996).

장기가치를 제고하고, 경영진이 단기적인 전략을 택하지 않도록 하여 지속적인 성장과 투자를 가능하게 하는 것으로서 유효하다고 판단하였다.

아울러, 앞서 살펴보았듯이 SEC가 2010년 이사후보지명권 규정(the Proxy Access Rule)(Rule 14a-11)을 제정하면서 이사후보지명권을 3년 이상 주식을 보유한 주주들에게만 부여한 것도 테뉴어 보팅과 같은 맥락으로 해석할 수 있다. 이사후보지명권 자체는 주주의 권한을 강화시키는 제도이나, 이를 3년 이상의 주주에게만 부여함으로써 장기주주의 권한이 강화되고, 단기주주의 권한은 약화되므로, 단기주주와의 관계에서 이사회의 독립성과 자율성이 강화된다.

② 유럽

독일 주식법은 복수의결권을 명문으로 금지하고 있고(독일주식법 §12(2))[250], 이탈리아도 복수의결권을 금지하고 있다(Civil code Art. 2351(4)). 따라서 이들 국가는 주주에게 보유기간에 따른 차등의결권도 불허하는 것으로 해석된다.

이에 반하여, 프랑스 상법은 2014. 3. 플로랑주법("Florange Law")이 통과되어 시행됨에 따라 정관에서 이중의결권을 배제하지 않는 한, 주식을 2년 이상 보유한 상장회사의 명의주주는 1주당 2개의 의결권을 자동적으로 부여받게 되었다.[251] 무기명주식으로 전환되거나 소유권이 이전되는 경우에는 차등의결권을 상실하게 되나, 상속 등의 경우에는 권리가 유지된다. 위 법의 시행 전에는 opt-in 방식(정관에 특별한 규정이 있는 경우에 그 효력을 인정하는 방식)으로 차등의결권을 규정하고 있었으나, 위 법의 시행으로 회사가 2배 의결권을 배제하는 정관을 두지 않으면 위 규정이 자동 적용되는 opt-out 방식으로 변경되었다. 2015년까지 Societe des Bourses Francaises 120 index에 상장된 회사 가운데 70개 이상의 회사들이 이처럼 장기주식보유자에게 의결권을 가중하여 부여하는 내용의 정관을 두고 있다.[252]

---

250) 독일 주식법은 종래 복수의결권주와 최고의결권주 모두를 인정했으나, 이들 제도가 자본시장의 국제화에 역행한다는 비판에 따라 1998년 제정된 '기업의 지배 및 투명성에 관한 법률'에서 복수의결권주를 명시적으로 금지하고 있다. 반면, 최고의결권주는 비상장회사에 한하여 인정된다(독일주식법 134조 1항 2문); 유영일, 앞의 논문(주 244), 101면.

251) Article L. 225-123; proxy insight, French Florance Act, Proxy Monthly November 2014 (volume 1, Issue 5), at 9(www. proxyinsight.com).

252) 김수연, "장기주식보유인센티브 도입에 대한 회사법적 검토", *KERI Brief* 15-06 (2015),

③ 일본

일본은 1주 1의결권의 원칙과 주주평등의 원칙을 유지하고 있기는 하나, 2001년 6월 상법 개정을 통하여 기존의 단위주[253] 제도를 폐지하고 주식병합절차를 간소화하기 위한 단원주[254] 제도를 도입하였다. 이는 의결권의 수에 변형을 가하는 것은 아니지만 일정한 주식을 하나의 단원으로 묶어 각 단원에 대하여 하나의 의결권을 부여할 수 있으므로, 1단원을 가지지 못하는 주주는 의결권이 박탈되는 효과가 발생한다. 소액주주에게 무의결권 보통주를 발행하는 것과 비슷한 효과가 생기는 것이어서 사실상 복수의결권과 비슷한 효과를 낼 수 있다. 다만 단원주식수에는 법정한계가 있고, 현재는 1,000주 또는 발행주식총수의 200분의 1에 해당하는 주식수로 설정되어 있다(회사법 시행규칙 제34조).

한편, 일본 최고재판소는 주주의 공동이익을 위해서 다수결로써 주주를 차별적으로 취급할 수 있다는 취지의 판시를 한 바 있는데,[255] 이에 따르면 회사의 기업가치가 훼손될 우려가 있거나 주주 공동의 이익이 침해되는 것을 막기 위하여 주주총회의 다수결 결의로써 의결권의 차등을 둘 수 있다는 것으로, 회사의 장기 이익이 저해될 우려가 있는 경우 주주총회의 결의로서 테뉴어 보팅을 도입하는 것 역시 적법하게 평가될 수 있다.

⑶ 우리나라 회사법

우리나라 상법은 주주평등의 원칙에 따라 1주 1의결권 원칙을 규정하고 있고(상법 제369조 제1항), 이 규정은 강행규정이므로 법이 특별히 인정하는 예외적

11면.

253) 주식 1단위를 5만엔 이상으로 규제하는 제도.

254) 일정한 수의 주식을 하나의 단원으로 정하고 각각의 단원에 하나의 의결권을 인정하는 제도.

255) 일최고재 2007. 8. 7. 결정, 상사법무 1809호 (2007) 16쪽; “주주평등의 원칙은 개개의 주주 이익을 보호하기 위해 회사에 대해 주주를 평등하게 취급할 것을 의무지우는 것이지만, 개개 주주의 이익은 회사의 존립, 발전이 없이는 생각할 수 없는 것이므로 특정 주주에 의한 경영지배권의 취득에 수반하여 회사의 존립, 발전이 저해될 염려가 생기는 등 회사의 기업가치가 훼손되고, 회사의 이익 나아가서는 주주 공동의 이익이 침해되는 것과 같은 경우에는 그 방지를 위해 당해 주주를 차별적으로 취급하였더라도 그 취급이 형평의 이념에 반하거나 상당성을 결하는 것이 아닌 한, 이를 바로 주주평등의 원칙의 취지에 반하는 것이라고 할 수는 없다.”

인 경우를 제외하고는 정관 또는 주주총회의 결의로도 이에 반하는 정함을 할 수 없다는 것이 통설의 입장이다.[256] 대법원 역시 같은 입장에서 판시를 하고 있다.[257] 그러므로 상법상 차등의결권주는 정관이나 주주총회 결의에 의해서도 발행될 수 없고, 주식회사가 법률이 아닌 자체 정관으로 차등의결권을 부여하는 것은 위법하다. 상법은 1주 1의결권 원칙에 대한 예외로서 종류주식을 인정하고 있는데(제344조), 의결권과 관련한 다양한 종류주식을 인정함으로써 실질적으로는 차등의결권 주식과 유사한 것을 만들어 낼 수 있다고 보는 견해도 있다.[258]

(4) 검토

테뉴어 보팅의 도입은 새로 유입되는 주주의 권한을 축소시킴과 동시에, 내부자에 해당하는 기존 주주의 권한을 강화하여 지배주주의 존립과 경영권 행사를 용이하게 한다. 위 제도의 부작용으로 지배주주의 대리비용을 억제하는 기업지배권시장이 위축되고 비효율적이고 무능한 이사들과 경영진이 자신의 경영권을 계속 유지할 수 있다는 문제점이 지적된다. 특히, 우리나라처럼 주식 소유구조가 분산되지 않고 지배주주가 존재하는 경제체제의 경우 차등의결권 주식의 도입이 오히려 지배주주의 대리비용을 심화시키고, 주식의 지배권과 현금흐름권의 분리로 지배주주의 인센티브가 비효율적인 방향으로 강화될 우려도 있다.[259] 그러나, 미국과 같이 주식소유구조가 분산된 경제체제에서 테뉴어 보팅 제도는 단기차익을 노린 투자자들의 압력과 장기이익을 저해하는 헤지펀드의 행동주의적 개입을 억제할 수 있는 효용가치가 크고, 이러한 이유에서 단기실적주의 문제를 해결하는 효과적인 대책으로 기능할 수 있다.

다만, 창업주나 지배주주 또는 경영진의 경우 주식 보유기간이 경과할수록 이

256) 유영일, 앞의 논문(주 244), 98면.

257) 대법원 2009. 11. 26. 선고 2009다51820 판결 참조. “상법 제369조 제1항에서 주식회사의 주주는 1주마다 1개의 의결권을 가진다고 하는 1주 1의결권의 원칙을 규정하고 있는바, 위 규정은 강행규정이므로 법률에서 위 원칙에 대한 예외를 인정하는 경우를 제외하고, 정관의 규정이나 주주총회의 결의 등으로 위 원칙에 반하여 의결권을 제한하더라도 그 효력이 없다”

258) 유영일, 앞의 논문(주 244), 98면.

259) 송옥렬, “복수의결권주식 도입의 이론적 검토”, 상사법연구 34권 2호, 한국상사법학회(2015), 269면.

들의 주식 수는 증가할 것인데, 기간이 경과함에 따라 주주에게 지나치게 많은 의결권을 부여할 경우 소수의 주식으로 경영권을 고착화시키는 등의 폐해가 우려되므로, 보유기간 및 의결권 수의 상한을 정하여 의결권에 차등을 두는 것이 필요하다.[260]

Ⅲ. 장기 투자를 장려하는 제도적 해결방안

1. 세제를 통한 장기투자의 인센티브

(1) 증권거래세의 부과

1) 의의

증권거래세에 제도적인 변화를 주어 단기적인 증권거래에만 세금부과를 강화하게 되면, 장기적인 교환이익 실현에는 부담을 주지 않고 빠르게 움직이는 자본에만 세금 부담을 주어, 단기적 투기거래를 줄일 수 있다. 이는 세금의 주된 목적인 국가의 조세수익확보와는 궤도를 달리하고, 오히려 알콜과 담배소비에 부과되는 악행세(sin taxes)와 유사하다. 이는 세금이 상품가격을 올려 소비자들의 이용을 줄인다는 사고에 바탕을 둔 것이다.[261]

2) 단기실적주의의 개선 효과

단기거래에 대한 증권거래세 부과 강화를 찬성하는 학자들은 대체로 증권거래세가 단기투자로 인한 두 가지 측면의 현상들을 해결할 것으로 기대한다.

첫째로, 단기 투자를 감소시켜 회사 경영자들의 투자 기간을 장기화할 수 있다.[262] 즉, 즉각적인 상황을 넘어서는 미래의 상황에 무관심한 단기 투자자들을 회사에서 쫓아냄으로써, 회사는 분기 이익의 증가에 연연하지 않고, 장기적으로 이익을 실현할 수 있는 투자에 집중할 수 있는 여유를 갖게 된다.[263] 또한, 단

260) 문준우, “차등의결권주식을 상법에 도입하여야 하는 이유 및 도입방법”, 262면.

261) Duruigbo, 앞의 논문(주 13), 548면.

262) Joseph E. Stiglitz, 앞의 논문(주 14), 103면.

기 거래에 대한 증권거래세 부담을 강화하는 제도를 시행하면 그 자체로 회사 경영진에게 앞으로 투자자들이 장기적으로 주식을 계속 보유할 것이라는 예상을 갖게 하고, 자유롭게 장기적인 전략을 추구해도 된다는 신호를 주게 된다.[264] 실제로 미국에서 1965년 의회가 연방 주식거래세를 폐지한 후, 그리고 뉴욕 주가 1981년 거래세를 폐지한 후 주식 회전율이 증가하였다는 조사 결과가 있다.[265] 증권거래세의 부과는 장기주주에 대하여 큰 영향이 없고, 노이즈 트레이더들에게 부담을 주게 되어 주가에 대한 투기성 예측을 감소시키게 된다.[266]

둘째로, 증권거래세는 주주들을 회사에 장기간 체류시키게 되므로, 주주들이 경영을 감시하고, 적절한 계획과 투자활동이 일어나고 있음을 확인하는 등 회사 경영에 적극적인 역할을 하도록 유도한다.[267] 따라서, 증권거래세는 주주들의 탈출(exit), 즉 매도전략을 택하지 않고, 주주들이 회사 내부에서 목소리를 내도록(voice)하는 것에 목적이 있다고 볼 수 있다. 주주들이 회사 운영에 불만족하더라도 회사를 버리고 떠남으로 인하여 막대한 세금 등 제반비용을 지출해야 한다면, 이들은 회사를 떠나는 대신 회사 정책에 영향을 미치는 방법을 택할 가능성이 높아지기 때문이다.[268]

3) 비판적 견해

증권거래세는 위와 같이 회사가 이익을 실현하는데 도움이 되지만, 단점에 대한 우려도 있다. 먼저, 세금의 증가로 시장 유동성과 투자를 감소시키고, 이로 인하여 자본 보유자들이 안게 되는 위험을 증가시킬 수 있다는 우려가 제기된다.[269] 투자자들은 장차 획득 가능하다고 보이는 이익에서 세금을 공제함으로써 현재 지불할 가격의 적정선을 산정하게 되므로, 이는 투자의 이동을 어렵게 하

263) Lawrence H. Summers & Victoria P. Summers, “When Financial Markets Work Too Well: A Cautious Case for a Securities Transactions Tax”, 3 *J. Fin. Services Res.*(1989) 273면.

264) *Id.*

265) Stout, 앞의 논문(주 71), 634-635면.

266) Summers & Summers, 앞의 논문(주 263), 268면.

267) *Id.* 273면.

268) *Id.* 273-274면.

269) Duruigbo, 앞의 논문(주 13), 554면.

는 요인이 되고 시장유동성이 감소한다.

다음으로, 일부 비판론자들은 세금 부과의 목적이 국가의 수익확보에 있어야 하고, 수익이 아닌 정책적 목적을 실현하는 수단이 되어서는 안 된다고 주장한다.[270] 그리고 증권거래세가 부과되면 부유층이 전체 투자자 중 큰 부분을 차지한다는 점에서 누진세가 되어 부의 재분배의 역할을 할 것으로 이론적으로는 예측할 수 있으나, 실제로는 공적 연기금의 주된 수익자들인 중산층과 지방세, 주세 납세자들은 증권거래세 부과로 인한 공적 연기금 자산의 손실을 메꾸어야 할 부담을 안게 되므로, 결과적으로는 역진세의 기능을 하게 될 수도 있다.[271] 또한, 증권거래세는 주가가 급격히 변동하는 경우에 일어나는 거래에만 부과되는 것이 아니고, 시장 유동성이 제로에 가깝다고 할지라도 모든 거래에 부과되는 것이어서 오히려 큰 사회적 비용을 유발할 수도 있다.[272] 즉, 단기실적주의 문제의 근원이 되지 않는 소액 투자자들에게도 일률적으로 증권거래세를 부과하는 것은 적절치 못하다는 주장이다.

증권거래세의 또 다른 약점은 과세 관리에 실질적 어려움이 있다는 것이다. 탈세를 위한 여러 수단이 고안될 수도 있고, 증권거래세가 오직 국내에서만 부과될 경우 이는 투자자들을 외국의 금융 중심지로 쫓아내버리는 결과를 초래할 수도 있다.[273] 이에 대한 반론으로, 산업화된 국가들은 이미 어떤 형태로든 금융거래세를 가지고 있으므로 증권거래세의 강화로 인하여 투자자들이 이탈하는 효과는 크지 않을 것이고, 금융산업이 발달한 다른 국가들과 법규를 서로 맞춤으로써 거래활동이 그 국가로 탈출하는 것을 막을 수 있으므로 별 문제가 되지 않는다는 시각도 있다.[274] 그러나 한편, 주요 금융 중심지들이 세제에 관하여 협력하더라도, 몇몇 조세피난처 국가들은 사업을 유치하는 기회를 놓치지 않을 것이라는 점에도 유의할 필요가 있다.[275] 그리고 거대투자기관들은 대개 세금이

---

270) Douglas M. Branson, Book Review, “Lawrence E. Mitchell, Corporate Irresponsibility – America’s Newest Export (Yale University Press, New Haven, Connecticut, 2001)”, 65 *U. Pitt. L. Rev.*(2004), 928면 (2004).

271) Joseph A. Grundfest & John B. Shoven, “Adverse Implications of a Securities Transactions Excise Tax”, 6 *J. Acct., Auditing. & Fin.*(1991) 411면.

272) *Id.*

273) Carrasco & Kristen J. Berg, “Praxis-Oriented Pedagogy: The E-Book on International Finance and Development”, 32 *Lov. L.A. L. Rev.*(1999), 745면.

274) Summers & Summers, 앞의 논문(주 263), 280면; Duruigbo, 앞의 논문(주 13), 556면.

도입되기 전에 쉽게 그들의 재산을 매각할 수 있으므로 증권거래세 부과로 영향을 덜 받는 반면에, 소규모 투자자들은 세금을 내거나 아니면 그들의 재산을 움직일 수 없으므로, 증권거래세는 소규모 투자자들의 행태에 대하여만 목적을 달성할 수 있을 뿐이라는 지적도 있다.[276] 거래비용을 높인다고 해서 유동성이 완화되거나 거래규모가 감소하지는 않는다는 연구결과도 있다.[277]

마지막으로 증권거래세는 가장적인(온정주의적인) 성질을 가진다는 점에서 비판을 받는다. 증권거래세의 차등 부과는 결국 'noise'에 의존하는 투자자들이 스스로와 사회에 손해를 끼친다는 이유로 제국적인 보호를 제공하는 것이다. 개개인이 자유롭게 금융자산을 매매함으로써 손실을 입는다면 권한당국이 그 자유를 제한하는 것이 현명하고 온정적이라는 관점에서 증권거래세를 이용하는 것이기 때문이다.[278] 이에 대한 비판론자들은 증권거래세의 부과는 많은 대안과 적절한 정보에 대한 접근가능성을 가지는 합리적인 당사자들 사이의 자율적인 거래를 금지하거나 방해해야 할 필요성에 관한 견고한 근거를 갖고 있지 않다고 주장한다.[279]

4) 검토

세금은 국가 정책적으로 고안되어 거래활동을 촉진하거나 제한하는 역할을 할 수 있고, 이러한 역할 수행이 근본적으로 부적절하다고 볼 수 없다. 과세제도는 국가의 정책적 의사결정의 일환으로 시행되는 것이므로 사회 경제적 목표 달성과 무관하게 움직인다고 보기도 어렵다. 오늘날 조세입법자는 재정수입의 확보라는 목적 이외에 국민경제적, 재정정책적 및 사회정책적 목적 달성을 위하여 여러 가지 관점을 고려할 수 있기 때문에 세법의 내용을 어떻게 정할 것인가에 관하여는 입법자에게 광범위한 형성의 자유가 인정된다.[280] 증권거래세 부

275) *Id.*

276) Duruigbo, 앞의 논문(주 13), 556면.

277) Lynn Bai & Rujing Meng, "Detering Double-Play Manipulation In Financial Crisis; Increasing Transaction Cost as a Regulatory Tool", 35 *N.C. J. Int'l L. & Com. Reg.* 137, 163-164면.

278) Paul G. Mahoney, "Is There a Cure for "Excessive" Trading?", 81 *Va. L. Rev.* 714면; Duruigbo, 앞의 논문(주 13), 556면.

279) Duruigbo, 앞의 논문(주 13), 556면.

과에 관하여 주식 보유기간에 따라 세율의 차이를 두게 되면 주주들은 주식을 장기로 보유할 유인이 생기게 되므로, 이는 주식시장의 단기적 투자성향을 완화하는데 도움이 될 수 있다. 단기실적주의의 문제는 시장 유동성이 지나치게 강화되어 오는 문제이기도 하므로, 증권거래세의 차등부과로 시장유동성이 감소하게 된다는 지적은 적절한 비판이 되기 어렵다. 증권거래세는 보유기간에 따른 세율의 차이를 둠으로써 장기 주주에게 인센티브를 부여하는 수단으로서의 역할을 하여 단기실적주의의 문제 완화에 기여할 수 있다.

우리나라 세법도 1978년부터 증권거래세를 도입하여 과세를 시행하고 있다. 주권을 대체결제하거나 증권회사를 통하여 주권을 양도하는 경우에는 증권회사 등이 주권 등을 양도하는 자로부터 증권거래세를 거래징수하여 납부하도록 하고 있고, 개인이 거래시장을 통하지 아니하고 주권 등을 양도하는 경우에는 당해 주권의 양도자가 증권거래세의 납세의무자에 해당하여 우리나라의 증권거래세는 수익세적 성격을 띤 유통세로서 양도소득세의 보완세로서 기능을 하고 있다. 증권거래세의 세율은 현재 5/1000이고, 유가증권시장에서 양도되는 주권의 적용세율은 1,000분의 1.5, 코스닥시장, 코넥스시장에서 양도되는 주권은 1,000분의 3이다. 그리고 자본시장의 육성을 위하여 긴급히 필요하다고 인정되는 때에는 증권시장에서 거래되는 주권에 한하여 종목별로 그 세율을 인하하거나 영의 세율로 할 수 있다. 즉, 우리나라 세법은 증권거래가액을 기준으로 과세를 하고 있으나, 증권의 보유기간에 따른 세율의 차이는 두고 있지 않다. 우리나라는 지배주주가 곧 장기주주이므로 증권의 보유기간이 장기화될수록 세율을 낮추어야 한다는 주장은 지배주주의 이익을 증대하고 지배력을 강화하는 것이어서 설득력을 얻기 어렵다. 즉, 증권거래세의 보유기간에 따른 차등은 주식소유가 분산된 경제체제에 적합한 단기실적주의 해결책이다.

⑵ 자본이득세의 부과 - 주식양도소득에 대하여

1) 의의

자본이득(capital gains)란 일반적으로 자본자산(capital assets)을 구입 또는 취득할 당시의 가치와 처분할 당시의 가치와의 차액을 의미하는 것으로 자본이득세

280) 헌법재판소 2002. 10. 31. 2002헌바43 결정.

(capital gains tax)는 여기에서 얻어지는 이득에 부과하는 세금을 의미한다.[281] 자본이득에 세금을 부과할 것인가의 문제는 과세정책에 관한 영구적인 논쟁거리로 다루어지고 있는데,[282] 대표적인 자본이득이 주식양도소득이다. 자본이득은 오늘날 대부분의 국가에서 소득의 하나로 과세하고 있는데, 소득세의 창안 당시부터 과세된 것은 아니었다.[283] 18세기 말 소득세가 창안된 영국에서도 자본이득은 1965년에 와서야 과세되기 시작하였고[284], 당시 자본이득을 과세하게 된 것은 일반소득(ordinary income)을 자본이득(capital income)으로 전환하여 그에 대한 과세 회피를 방지하는 데에 기본 목적이 있었다.

2) 단기주의 완화 효과

자본이득에 대한 세금부과는 투자자들의 행동에 영향을 미칠 수 있고, 이러한 세제개혁을 통하여 단기투자로 실현된 이익에 대하여 더 높은 세금을 부과함으로써 투자자의 단기주의를 완화할 수 있다.[285] 주식보유기간에 따른 차등적인 세금부과는 기관투자자들이 단기적인 성과에 집중하는 경향을 장기주의적 시각으로 전환시키는 것을 도와준다.[286] 또한 자본이득세의 부과로 시장 유동성이 다소 감소하고, 주주들이 회사를 쉽게 탈퇴하는 매도 전략을 취하는 경향을 개선시킬 수 있으며, 장기 투자의 장려수단으로 기능할 수 있다.[287]

---

281) 정운오・전병욱, “금융소득 과세에 관한 연구 -이자소득과 자본이득의 구분을 중심으로-”, 조세학술논문집 제26집 제2호(2010), 270면.

282) George R. Zodrow, “Economic Analysis of Capital Gains Taxation: Realizations, Revenues, Efficiency and Equity”, 48 *Tax L. Rev.*(1993), 419, 422면; Duruigbo, 앞의 논문(주 13), 557면.

283) 오윤, “자본이득과세제도 개선방안”, 조세학술논문집 제28집 제2호(2012), 185면.

284) 영국은 장・단기의 구분 없이 18%의 단일세율로 자본이득세를 징수하고 있다.

285) Matjorie Kelly & Allen White, “Corporate Design: The Missing Organizational and Public Policy Issue of Our Time”, 42 *New Eng. L. Rev.*(2008), 772면; Duruigbo, 앞의 논문(주 13), 557면.

286) Duruigbo, 앞의 논문(주 13), 558면.

287) Aleta G. Estreicher, “Beyond Agency Costs: Managing the Corporation for the Long Term”, 45 *Rutgers L. Rev.*(1993), 600, 601면; Duruigbo, 앞의 논문(주 13), 559면.

3) 각국의 입법례

① 미국

미국은 1931년 소득세법 도입 이후 유가증권의 양도차익에 대하여 과세하고 있는데, 주식의 경우 1년을 초과하는 장기자본이득(1년 초과분)에 대하여 15%의 세율로 자본이득세를 부과하고, 1년 미만의 주식을 양도해서 얻은 소득은 보통소득에 포함시켜서 높은 보통소득세율로 과세하고 있다. 그러나, 실제로 자본이득이 과세되더라도 그 적용세율이 보통소득세율보다 낮아서 자본이득이 보통소득보다 상대적으로 더 유리한 형태의 소득이 되고 있다.[288]

구체적인 제도 개선과 관련하여 미국에서는 단기거래로 실현된 이익에 관한 소득세를 현재의 약 35%에서 더 높게 올리거나, 또는 장기거래에 대한 자본이득세를 현행 15%에서 더 줄이는 것과 같은 방법이 제안되고 있다.[289] 이외에도 주식 매각 이전에 보유한 기간에 따라 차등적으로 세율을 정하는 세제도 제안되고 있다.[290] 장기 보유주식에 대한 자본손실의 공제 한도를 없애는 것도 이와 같은 효과를 가져올 수 있다(미국은 현재 보유기간에 관계없이 자본손실액의 공제한도가 매년 3,000불로 정해져 있다).[291]

② 독일

독일은 1925년 소득세법 시행 이래 일부 자산의 단기자본이득에 대하여만 과세하고 그 외의 자본이득에 대해 과세대상에서 제외하여 오다가, 2009년 이원적 소득세제인 Abgeltungssteuer의 도입이후 원칙적으로 모두 과세하는 체제를 유지하고 있다.[292] 종전에는 1년 이상 보유한 주식의 양도차익은 비과세하였으나, 위 법 시행으로 보유기간에 관계없이 자본이득은 25%의 단일세율에 따라 세금

288) 미국은 1970년대부터 시작된 세제의 변화로 소득세와 자본이득세 사이의 차이를 현격하게 줄였고, 장기적으로 주식을 보유하는 유인이 실질적으로 감소되었다. 이러한 제도 변화가 있기 전에는 투자자들은 장기간 그들의 주식을 보유하지 않으면 실현된 이익의 최대 75% 까지 세금을 납부해야하는 부담을 안고 있었다. Duruigbo, 앞의 논문(주 13), 557면 참조.

289) *I.R.C.* §1.(West 2011); Duruigbo, 앞의 논문(주 13), 557면.

290) Martin Lipton, "Corporate Governance in the Age of Finance Corporation", 136 *U. Pa. L. Rev.*(1987), 64면.

291) Overcoming short-termism, 앞의 논문(주 35), 4면.

292) 오윤, 앞의 논문(주 283), 185면.

을 부과하고 있다.[293]

③ 일본

일본은 미국의 영향을 받아 1946년 소득세법의 개정으로 자본이득에 대하여 과세를 시작하였다. 현재 일본은 상장주식・비상장주식・주식옵션에 이르기까지 주식의 보유기간에 관계없이 최고 20%의 세율로 분리과세하고 있다.[294]

④ 우리나라의 주식양도차익 과세

우리나라는 그동안 증권시장의 규모가 비약적으로 성장하고 주식의 소유가 고소득층에 편중되어 있음에도 자본시장 활성화정책 목적상 주식매매차익 등에 대한 비과세 및 세부담 경감제도 등을 계속 유지하여 오다가, 1979년 처음으로 상장법인의 과점주주주식을 과세대상에 포함하였고, 1989년에는 자산총액 중 부동산 비율이 80% 이상이고, 골프장·스키장·휴양콘도미니엄·전문휴양시설 등을 건설 또는 취득하여 직접 운영하거나 분양 또는 임대하는 사업을 영위하는 법인의 주식을 양도하는 분에 대해 양도소득세 과세대상에 추가하였다. 1990년에는 과점주주 소유주식의 과세를 강화하여 부동산 보유비율, 주식 등의 지분비율 및 양도비율이 일정한 요건을 갖춘 경우에 특정과점주주의 소유주식에서 발생한 양도차익을 과세대상에 추가하였고, 1991년에는 비상장주식 전체를 양도소득세 과세대상으로 포함하였으며, 2000년에 이르러서 일반 상장주식의 과세대상 대주주 범위를 확대하고 세율을 상향조정하였다. 현재 우리나라는 기본적으로 주식양도소득을 과세대상으로 삼고 있기는 하지만, 자본시장에 미치는 영향을 고려하여 지분율이 3% 이상이거나 보유주식의 시가총액이 100억 원 이상인 대주주가 양도한 경우와 비상장주식의 양도의 경우에만 과세하는 태도를 취한다.[295]

---

293) *Id.* 186면.

294) 단, 500만 엔 이하의 상장주식 양도차익에는 10%의 세율이 적용된다. 정운오・전병욱, 앞의 논문(주 281), 272면.

295) 장경상, "양도소득에 대한 과세제도 개선방안 연구(1)- 특정주식 등의 양도차익 과세를 중심으로 -", 국세월보 제468호(2006), 15면.

4) 주식양도차익 과세에 관한 견해의 개립

미국, 영국, 프랑스, 일본 등 주요 선진국들은 대부분 주식양도소득에 세금을 부과하고 있기는 하지만, 자본이득에 대한 적용세율이 보통소득세율과 비교할 때 더 낮은 것이 보통이고, 비례세율을 적용하고 있다.[296] 이처럼 자본이득을 보통소득에 비해 과세상 유리하게 취급하고 있는 이유는 조세혜택의 제공을 통해 개별 투자자의 세금부담을 감소시킴으로써 경제성장에 필요한 투자를 촉진하고 경제성장을 자극하기 위한 것이다.[297] 그런데, 주식 회전율의 과도한 상승으로 단기실적주의가 문제되는 상황에서는 굳이 이 같은 자본이득세의 혜택을 부여할 필요가 없고, 단기적 주식거래에 대하여 보통소득세율보다 높은 세율을 적용함으로써 단기거래를 억제하고 장기 투자를 장려해야 한다는 주장이 설득력이 있다.

이에 관한 반론으로, 근본적으로 단기차익을 의도한 투자자들이 나쁜 것인지, 그들의 행위가 억제될 필요가 있는지에 대한 의문을 제기함과 동시에, 주식양도차익에 관한 과세가 단기 매매 차익을 노리는 단기 주식 거래자들에게 추가비용을 부담시키는데, 단기 차익 지향 거래자들은 주가의 가격책정이 잘못되어 있을 경우 이를 바로잡는 순기능을 하기도 하므로(예를 들어, 주가가 과대평가되어 있다고 생각하면 이를 곧 매도하는 등으로), 이들에 대한 자본이득세가 오히려 시장에서의 주가 오류 수정에 장애가 될 수 있다는 견해가 있다.[298]

또한, 미국에서 2003년에 자본이득세의 세율이 감소함으로써 시장 유동성 개선에 유익한 영향을 끼쳤고, 이로 인하여 연방정부는 오히려 2002년의 2690억 달러에서 2005년의 5390억 달러로 세금 수입이 증가하는 결과를 얻었다는 점을 지적하면서 자본이득세의 세율을 높이는 것은 이러한 순기능을 억제하는 결과를 가져온다는 주장도 제기된다.[299] 게다가 세금으로 매매 억제정책을 쓰는 것

296) 오윤, 앞의 논문(주 283), 196면.

297) 정운오・전병욱, 앞의 논문(주 281), 276면.

298) Erik F. Gerding, “Laws Against Bubbles: An Experimental-Asset-Market Approach to Analyzing Financial Regulation”, 2007 *Wis. L. Rev.* 977, 981면; Duruigbo, 앞의 논문(주 13), 559면.

299) John F. Olson, “Reflections on a Visit to Leo Strine’s Peaceable Kingdom”, 33 *J. Corp. L.* 73, 79(2007); Duruigbo, 앞의 논문(주 13), 559면.

은 투자자들이 그들의 지위를 양도하는 것을 막음으로써, 경영이 우수한 회사가 더욱 성장하는 것을 막고 인위적으로 시장 원칙에 간섭하는 행위를 하게 된다는 우려도 있다.[300]

다음으로, 투자자들이 합리적이든 비합리적이든 관계없이 모든 투자자들에게 자본이득세의 세율에서 혜택을 주는 것은 장기주의를 장려하기 위한 효과적인 방안이 되지 않는다는 주장도 제기된다. 합리적인 투자자들이 존재하는 시장의 경우에는, 회사가 단기 실적에 치중하지 않고 장기적 관점에서의 이익을 최대화하는 경영을 하는 경우, 주식 매수인들이 그 회사의 장래 수익성을 높이 평가하지 않는다면 높은 주가 형성을 기대하기는 어렵다는 것을 잘 알기 때문에, 굳이 자본이득세의 혜택을 고려하지 않더라도 장기적 경영을 염두에 둔 투자를 할 것이다.[301] 반대로, 비합리적인 투자자들이라면 그 정의 자체로 알 수 있듯이 자본이득세가 장기 투자에 혜택을 준다고 하더라도 이를 이용하기 위해서 굳이 주식을 장기간 보유하는 행동을 하지 않을 것이라는 지적이다.

5) 검토

위와 같은 반론에도 불구하고 단기 거래 주식의 양도소득세를 높이는 것은 미국과 같이 주식소유가 분산된 경제체제 하에서 주식시장의 단기거래 지향성을 억제할 수 있고, 이는 단기실적주의를 완화하는 데에 도움이 된다.

반면, 지배주주가 존재하는 우리나라의 주식 소유구조에서는 소득세법상 주식거래의 양도차익 과세대상이 되는 지분율 높은 대주주는 이미 주식을 장기로 보유한 지배주주에 해당하는 경우가 많을 것이어서, 이들에 대한 양도소득세를 감면하거나 단기 투자에 대한 소득세를 높이는 것은 적절한 대책이 되지 못한다. 따라서 우리나라는 대주주 지분 이외에 상장주식의 양도차익에 대하여 과세를 하지 않는 입장을 취하고 있고, 그 주식 보유기간에 따른 차등도 두고 있지 않다.

---

300) *Id.*

301) Jmanes R. Reppeti, "The Misuse of Tax Incentives to Align Management-Shareholder Interests", 19 *Cardozo L. Rev.*(1997), 697-713면; Duruigbo, 앞의 논문(주 13), 560면.

2. 이익배당금의 차등 지급(loyalty dividends)

(1) 의의

학자들은 일반적인 주식 배당이 주주들의 감시기능을 돕는다고 주장해왔다. 주식 배당에 대한 기대는 주주들이 경영감시를 자주, 효과적으로 하게 하는 유인을 제공하기 때문이다. 같은 근거에서, 추가적인 차등 배당은 주주들의 경영감시기능을 더욱 강화하고, 주주들은 회사가 장기가치를 최대화하는 방법으로 운영되는 것이 추가배당을 보장받기 위한 유일한 방법이라고 여기고, 그에 대한 감시를 더욱 강화할 것이다.

구체적인 차등배당의 방법으로는 일반 이익배당이 이루어진 후 장기주식보유자에 대한 추가배당을 하는 방법이 제안되는데, 추가 배당은 loyalty에 대한 대가가 될 것이고 장기 주식보유자가 회사에 대하여 민주적인 의결권행사의 책임을 부담함으로써 지불하게 되는 부가적 비용을 보전해 줄 수 있다.

장기주식보유자에 대한 추가배당은 주주들에게 장기적인 주식 보유에 대한 유인을 제공하는 역할 외에도 회사의 경영진과 주주들 사이의 직접적인 의사소통의 기회를 창출함으로써 이들의 관계 개선에 도움이 된다.[302] 즉, 이러한 배당제도는 장기 주식보유자들이 회사의 방향에 동의하지 않을 때 주식을 매도하고 회사에서 벗어나는(vote with their feet) 방식 대신에 회사경영에 대한 참여를 증진시키는 데 도움이 된다.[303]

(2) 각국의 입법례

① 미국

미국 회사법계에서도 같은 종류 주식에 대한 평등 대우는 근본원칙으로 자리잡았다. 다만, 델라웨어 주 회사법은 모든 주식을 반드시 동등하지는 않더라도 정당하게(fair) 취급할 것을 요구한다.[304] 주식에 대한 차등 취급의 이면에 회사

302) Proxy Voting Guidelines, Triodos Bank(2010) 3면; Duruigbo, 앞의 논문(주 13), 563면.

303) Thomas A. Briggs, “Corporate and the New Hedge Fund Activism: An Emprical Analysis”, 32 *J. Corp. L.*(2007), 681,712면.

의 이익이 있다면 '정당성' 요건은 충족된다는 것이다. 미국은 현재 주 정부의 별도 규제 없이도 회사가 자발적으로 정관으로 이러한 차등배당의 원칙을 택할 수 있는데, 회사들이 각자 그들의 고유한 경영환경에 적절한 배당방식을 택할 수 있는 이점이 있다.[305] 회사가 스스로 원칙을 택하는 경우에는 보다 적절한 방식을 택할 수 있기 때문이다. 배당을 개시하려면 참여주주에 의한 명의 등록이 필요한데, 이는 회사가 주주들과의 직접적인 접촉을 통해 회사에 위협적인 도발이 일어날 가능성을 살필 수 있는 기회를 제공한다고 평가되고 있다.[306]

② 네덜란드[307]

차등배당제도는 네덜란드 기업에서 처음 도입되었는데 2007년의 'Royal DSM NV' 화학 기업이다. 위 회사는 3년 동안 계속적으로 주식을 보유한 장기주주에 대하여 10% 가산된 이익배당금을 주기로 결정하였고, 주주들은 그들의 주식을 등록하고 부가적인 요건을 갖추어야 한다. 이에 대하여 당시 주주 중의 하나였던 한 헤지펀드가 위 결정이 네덜란드법이 규정한 주주평등의 원칙에 어긋난다는 주장을 하며 Dutch Enterprise Chamber(네덜란드 상공회의소)에 금지청구의 소를 제기하였다.

Chamber는 헤지펀드의 손을 들어 주었으나, 네덜란드 대법원에서 위 결정을 뒤집었다. 대법원은 차등배당제도가 가지는 법적 문제점에 대하여 명쾌한 법적 논리를 설시하지는 못하였다. 그럼에도 불구하고 일부 학자들은 대법원의 판단에 동의하면서, 차등배당정책은 같은 종류의 주주들이 다르게 취급되더라도 정당화될 수 있다는 근거에서 유효하게 보아야 한다고 주장한다. 네덜란드 법학계는 이전부터 이미 합리적이고 정당한 근거가 존재하는 경우 주주평등의 원칙의 예외를 인정하여온 바 있다.

네덜란드 대법원의 위 판결에 따르면, 차등배당정책으로 실현하고자 하는 목적이 주주들의 단기적 목표를 대체하는 경우에는 주주평등의 원칙의 예외를 적

304) Douglas M. Branson, "The Very Uncertain Prospect of "Global" Convergence in Corporate Governance", 34 *Cornell Int'l L. J.*(2001) 330면.

305) Duruigbo, 앞의 논문(주 13), 564면.

306) *Id.* 565면.

307) 김수연, 앞의 논문(주 252), 10면; Duruigbo, 앞의 논문(주 13), 567면.

용할 수 있는 근거가 될 수 있다고 보고 있다. 위 법원은 주주평등의 원칙은 오직 기업 가치를 최대화하기 위한 수단으로 작용하여야 하고, 합리적인 목적의 달성을 위하여 '주주평등의 원칙'을 예외적으로 완화하여 적용할 수 있으며, 주주들이 너무 쉽게 주식을 매도해버리는 현상으로 인하여 발생하는 폐해를 최소화하기 위하여 이러한 인센티브는 합리적인 수준에서 운용될 수 있다고 명시하였다. 또한, 주주에게 동등한 대우라는 측면에서, 장기주주 인센티브는 모든 주주에 대하여 동일한 조건, 즉 모든 주주는 자유롭게 자신의 선택에 따라 장기보유라는 조건을 충족함으로써 인센티브를 부여받을 수 있으므로 문제가 없다고 판시하였다.

③ 프랑스

프랑스 상법은 회사가 정관으로 영업연도의 종료 시에 2년 이상 주식을 보유한 장기 주식보유자에 대하여는 이익배당금을 10%의 범위 내에서 인상하여 부여할 수 있도록 규정하는 것을 허용하고 있다. 그 인상률은 주주총회의 의결에 의하여 정해진다. 다만, 가중된 이익배당금을 받을 수 있는 주식의 수는 자본의 0.5% 이내이어야 한다는 제한이 있다(프랑스 상법 article L.232-14).

④ 일본

일본회사법 109조 제1항은 '주식회사는 주주를 그 소유하는 주식의 내용 및 수에 따라 평등하게 취급하여야 한다'고 규정하여 주주평등의 원칙을 적용하고 있으므로, 이익배당에 있어서 차등을 둘 수 없다. 다만, 앞서 살펴본 일본 최고재판소의 판시에 따르면 주주 공동의 이익을 위하여 다수결로써 주주를 차별적으로 취급할 수 있으므로, 보유기간에 따른 이익배당의 차등 역시 회사의 이익 나아가 주주 공동의 이익을 위해 허용될 수 있다고 해석된다.

⑶ 차등배당에 대한 비판적 견해

비판론의 주요 근거는 차등의결권 행사에서와 마찬가지로 1주 1의결권 원칙인 주주평등원칙에 위배된다는 것이다.[308] 또한, 차등배당이 단기실적주의에 대

308) *Id.*

한 대책으로 효과적이지 않을 가능성이 크다는 점도 지적되고 있다. 단기실적주의 문제에 대처하기 위해서는 회사 주식을 장기적으로 보유하는 주주들이 상당한 수가 존재할 것이 필요하다. 그러나, 그와 같은 장기 주주의 수적 증가를 위해서는 그들의 loyalty에 대한 대가로 주주들에게 실제로 회사경영 감시 권한을 부여하는 방향으로 회사지배구조를 바꿀 필요가 있다.[309] 또한, 높은 주식회전거래로 인한 금전적 대가가 차등배당으로 인한 이익보다 많다면, 차등배당은 효과적인 대안이 될 수 없고 배당금에 대한 세금 감면혜택과 같은 추가적인 경제적 유인이 더 필요할 수 있다. 차등배당은 회사 개개의 특수성을 고려하여 회사 자체적으로 규율할 수 있도록 한다는 면에서 장점을 가지는데, 회사 자체적으로 이를 해결하지 못하고 추가적인 제도적 규제를 필요로 하게 되면 차등배당제도의 장점을 희석시킬 수도 있다.[310]

(4) 우리나라 회사법

우리나라 상법 제464조는 종류주식을 제외하고 주주평등의 원칙에 따라 각 주주가 가진 주식의 수에 비례하여 배당할 것을 규정하고 있고, 통설은 이를 강행규정으로 본다. 즉, 동일한 종류의 주식 간에는 주주의 지분비율에 따라 배당이 비례적으로 이루어 져야 한다는 것이다. 다만, 주주총회에서 주주전원의 찬성으로 소액주주에게 높은 배당률을 제공하였던 차등배당의 법적효력에 대한 사건에서 법원은 '주주가 배당받을 몫의 일부를 자발적으로 포기한 것은 유효'하다고 판시한 바 있다(대법원 1980. 8. 26. 선고 80다1263판결). 즉, 주주 전원의 동의가 있으면 차등 배당이 유효하다는 것이다. 따라서 이익배당을 이사회결의로 정하는 경우에는 주주의 의사가 반영될 수 없으므로 차등배당이 허용되지 않는다. 즉, 우리나라 상법상 이익배당의 가중을 장기주식보유에 대한 인센티브로 부여하는 것은 불가능하고, 같은 종류의 주식은 평등하게 배당받아야 한다고 해석된다.

309) Duruigbo, 앞의 논문(주 13), 568면.

310) *Id.*

⑸ 검토

차등배당은 장기주식 보유를 유인하는 인센티브로 효과적인 방법이 될 수 있고, 단기실적주의의 문제 개선에 도움이 된다. 다만, 차등배당으로 어느 정도의 범위에서 배당금을 인상할지 여부가 문제되는데, 그 비율이 지나칠 경우 주식을 장기 보유한 지배주주에 이익이 편중될 우려가 있고 지배주주의 대리비용이 커지는 문제점이 발생한다. 반면에, 주주가 10%의 배당가산금보다 단기 주식매매로 인한 차익이 더 클 경우 주주로서는 장기 투자의 인센티브가 사라진다. 따라서 차등배당으로 장기 투자자를 유치하고 이들이 적극적인 경영 감시기능이나 정책결정에 참여할 것을 기대하려면, 개개 회사의 특수한 상황을 고려한 적정한 배당가산비율을 정하는 것도 중요하고, 이를 정관 규정으로 자율적으로 정하게 하는 것이 바람직하다.

한편, 우리나라와 같이 지배주주가 존재하는 주식소유구조에서는 지배주주는 곧 장기주주이고, 장기주주에 대한 차등배당은 결국 지배주주의 배당이익을 높이게 된다. 따라서 우리가 현 상황에서 도입하기 적합한 제도라고 보기는 어렵지만, 주식소유가 분산된 경제체제에서 단기실적주의 해결방안으로서 도입될 가치가 있다.

Ⅳ. 회사정보의 공시제도의 개선

1. 투자자 보호와 정보공시

주주와 투자자를 보호하기 위하여는 그들의 판단 기초가 될 회사관련 정보가 정확하고 신속하게 공시되는 것이 필요하다. 이처럼 정보를 공시하면 투자자들은 스스로 판단을 하여 현명한 투자결정을 할 것으로 기대할 수 있다. 각국의 회사법과 증권거래법은 이러한 정보공개(disclosure)의 철학을 바탕으로 하고 있다.[311]

311) 정동윤, “현대 회사법의 동향과 과제”, 상사법연구 29권 2호(2010. 8.), 한국상사법학회, 18-19면.

우리 상법은 회사의 공고(제289조 제3항 내지 제6항), 재무제표의 공시(제448조)와 대차대조표의 공고(제449조 제3항), 주주총회의 소집통지 시 이사 · 감사 후보자에 대한 정보제공(제542조의4 제2항, 제3항), 주요주주 등 이해관계자와의 거래보고(제542조의9) 등에 관한 규정을 두었고, 전자기술의 발전을 반영하여 전자문서에 의한 공시방법을 규정하고 있다. 자본시장법은 미국의 증권법(The Securities Act of 1933) 및 증권거래법(The Securities Exchange Act of 1934)과 같이 증권의 발행과 유통과 관련하여 회사의 중요한 정보를 개시하도록 요구하고 있다(자본시장법 제118조 이하, 제133조 이하, 제159조 이하).[312]

2. 정보공시가 불충분, 부정확할 경우의 문제점과 단기실적주의

회사의 장기가치에 대한 시장의 정보가 충분하지 않거나 왜곡되는 경우 단기실적주의 경향이 강화된다.[313] 예를 들어, 투자자가 어떠한 회사를 투자대상으로 삼아 단기 차익 기회실현의 수단으로 이용하는 것은, 대상 회사가 효율적으로 자신의 장기 가치를 시장에 드러내지 못한 점에도 기인한다고 볼 수 있다.

2008년 발생한 금융위기에 관하여 보면, 모기지 증권에 관한 부적절한 정보공시와 신용등급평가가 시장의 정보신호의 왜곡을 초래하였고, 이는 금융위기를 촉발하는 요인이 되었다.[314] 증권 발행인, 인수인, 신용평가기관들이 각각의 주의의무를 다하여 이러한 시장의 lemon problem(정보불균형으로 인한 시장의 실패)을 예방하였어야 하나, 증권인수기관과 신용평가기관의 이익충돌과 느슨한 심사기준으로 인하여 위와 같은 문제를 해결하지 못하였다.[315] 금융위기 당시 신용평가기관의 신용등급평가는 장기적인 데이터와 꼬리리스크(tail risk)를 무시한 금융평가모델을 사용한 것이어서 시장이 필요로 하는 충분한 정보를 제공하지 못하였고, 파생상품시장은 적절한 규제가 이루어지지 못하여 투자자들이 파생상품에 대한 가치나 위험의 정도를 제대로 평가할 수가 없었다.[316] 이에 더하

312) *Id.*

313) Dallas, 앞의 논문(주 14), 322면.

314) *Id.*

315) *Id.*

316) *Id.*

여, 왜곡된 시장 신호는 죄수의 딜레마에 빠진 시장 참여자들이 서로 협력하여 대응하는 것을 막았다. 회사 경영자는 부정확한 시장신호에 따라 움직이는 군중을 따라 움직이면서 그들이 가진 고유한 정보는 무시하게 되었다.[317]

부정확한 공시가 투자자에게 큰 손실을 가져다 준 또 다른 사례로는 2001년의 엔론(Enron) 파산사건을 들 수 있다. 엔론은 미국의 에너지 관련 기업으로 1990년대 초 미국의 에너지 분야의 선도기업으로 급부상하면서 199년 총 자산 규모 634억 달러에 이르는 거대기업으로 성장하고, 2000년에는 Fortune이 선정한 시계 500대 기업 중 7위에 오르기도 하였다.[318] 엔론은 에너지 외의 신규 사업에 진출하며 사업범위를 확장하였으나 경영실패로 수익이 악화되었고, 만성적인 자금부족에 시달리게 되자 그 방법으로 부채를 끌어다 쓰는데, 단기간에 무려 300억 달러를 빌린 것으로 확인되었다.[319] 그런데, 엔론은 이러한 단기간의 부채 급증이 그대로 공개될 경우 신용등급이 하락할 것을 우려하여, 이를 은폐하기 위하여 재무제표의 조작, Market-to-Market 회계기준 사용을 통한 수익 부풀리기, 특수목적회사를 이용한 손실은폐, partnership(합자회사)의 설립을 통한 편법적인 자금조달과 회계분식 등 사기적인 회계부정방법을 동원하였다.[320] 미국에서는 엔론 파산사건을 계기로 종래의 공시규제만으로는 투자자 보호에 미흡하다는 반성이 있었고, 정책적 방향이 회사의 지배구조를 개선하는 것으로 선회하였으며, 이를 반영한 것이 미국 회계개혁법(Sarbanes-Oxeley Act of 2002)이다.[321] 엔론이 이처럼 심각한 회계부정행위를 자행했던 이유는 회사가 공시하는 재무제표는 과거의 실적과 현재의 손익계산을 중심으로 기재되고, 그 계산결과는 회사의 주가에 곧바로 영향을 미치고, 신용등급평가와도 직결되므로, 회사의 가치를 높게 평가받기 위함이었다. 즉, 분기별 이익보고와 손익계산을 중심으로 한 회사의 재무제표가 시장에서의 평가를 결정짓는 요소가 되는 상황에서, 회사는 재무제표에 반영될 수 있는 실적 올리기에 급급하게 되는 것이다.

---

317) Dallas, 앞의 논문(주 14), 323면.

318) 서영수, "미국 Enron사 회계부정사건 연구-회계부정 유형 및 원인-", 형사법의 신동향 통권 제23호(2009.12), 324면.

319) *Id.* 326면.

320) *Id.* 326-343면.

321) 정동윤, 앞의 논문(주 311), 19면.

결국, 투자자들이 파악할 수 있는 회사의 정보가 단순히 숫자로 표현되는 자산, 부채, 손익과 영업실적 등이 전부이고, 장기적인 이익이나 위험에 관한 지표들이 없다면 투자자들은 단기적 관점에서 왜곡된 시장신호를 쫓아 투자하게 되고, 회사 경영자들도 단기 실적이 저하된 재무제표가 공시됨으로써 주가가 하락하는 일이 생기지 않도록 해야 한다는 압박을 받게 된다. 이는 회사의 지속가능한 성장을 저해하고 장기적 경제가치의 손실을 가져오는 것이다. 이와 반대로 회사가 자신의 장기가치를 평가할 수 있는 정보를 충분히 공시한다면, 장기 주주들이 유입되면서 투자자들의 단기주의적 성향이 완화될 수 있다.

3. 정보 공시에 관한 제도적 개선책

(1) 회사의 장기가치를 중심으로 한 재무보고의 재검토

1) 장기가치 평가에 도움이 되는 정보들

장기가치와 관련된 정보의 공시는 단기실적주의의 문제를 완화시키고 경영자와 투자자들이 회사의 장기 건전성을 살피는 관행을 정착시키는데 도움이 된다.[322] 회사 경영자들은 대체로 '회사자산에 대한 정보의 질 개선이 장기적 관점으로 계획을 세우고 투자결정을 하는 데에 필수적'이라고 보고 있다.[323] 따라서 재무보고를 재검토하도록 의무를 부과하는 것은 단기주의를 타파하고 분기별 이익 보고의 중요도를 감소시키는 데 일조할 수 있다.[324] Robert Eccles 교수는 연구결과 회사의 시장가치의 25%만이 장부가액의 회계평가에 기반하고, 나머지 75%는 회사의 경영전략, 생산 혁신, 고객의 로열티 등과 같이 무형의 가칭평가에 기반한다고 언급한 바 있다.[325] Barauch Lev 교수는 현재의 회계평가 시스템을 비판하고 있는데, 현재의 시스템은 과거 제조회사들을 위하여 고안된 것이어서, 지식산업에 기반한 현대 회사들에는 적절한 평가방식이 아니라고 주장한다.[326]

---

322) Dallas, 앞의 논문(주 14), 323면.

323) *Id.*

324) *Id.*

325) *Id.*

326) *Id.* 322면.

Lev 교수는 현재 회사정보 공시제도가 과거의 거래들에 관한 정보 공시에 그치고 있고, 회사의 가치 평가에 매우 중요한 네 가지 요소들, 네트워킹 활동, 미이행 의무, 무형 자산, 위험관리(risk profiles)를 포함하고 있지 못하다고 주장한다.[327] 회사들은 네트워킹을 통해 연합체 구성, 합작사업, 동업, 특수목적회사 설립과 같은 활동을 행한다. 이러한 사업활동 과정에서 미이행 의무나 계약조항은 장래에 회사가 부담하게 될 책임과 관련이 있다. 예를 들면, 주요 금융기관들이 서브프라임 모기지 관련 증권에 대한 책임을 구조화투자전문회사에 전가함으로써 이를 숨길 수 있었다.[328] 무형자산은 특허, 브랜드, 등록상표, 조직설계, 지식경영 시스템 등, 회사 가치의 지속성에 기여하는 것을 말한다.[329] Lev 교수는 이러한 무형자산이 대략 회사 가치의 60 내지 75% 정도를 구성하는 것으로 추정한다. 마지막으로, 위험관리에 관하여 현재 정보공개 문서에서 이용되는 표준문안은 다양한 파생상품과 증권들이 존재하는 오늘날 금융혁신의 시대에서는 위험평가에 별 도움이 되지 않는다고 본다.

2) 정보공시 제도의 개선방안

위와 같이, 장기가치 판단에 도움이 되는 정보가 투자자들에게 공개되어야 한다는 관점에서, 분기별 이익 보고를 중심으로 하는 현재의 공시제도를 회사의 장기가치의 평가와 추정에 도움이 되는 정보 공시제도로 대체해야 한다는 주장이 제기된다.[330]

Alfred Rappaport 교수는 “회사 실적 진술서(Corporate Performance Statement)” 제도의 도입을 제안하였는데, 이는 전통적인 손익계산서 보고 대신에 회사의 실질적 현금흐름에 관한 정보를 포함한 전반적인 운영실적에 관한 정보를 공시해야 한다는 것이다.[331] 이 제안에 따르면, 발생주의 회계원칙(accruals)이 아니라 현실화된 현금흐름에 관한 정보를 투자자들에게 제공해야한다는 것이고, 장기적

327) Lessons Learned from Enron’s Collapse: Auditing the Accounting Industry: Hearing Before the Committee on Energy and Commerce, 107th Cong. 96 (2002) 103-105면; Dallas, 앞의 논문(주 14), 323면.

328) Dallas, 앞의 논문(주 14), 324면.

329) *Id.* 325면.

330) *Id.* 326면.

331) Rappaport, 앞의 논문(주 28), 70-72면.

현금흐름에 관한 정보를 최대한 많이 제공하는 것이 장기주주 보호에 가장 효과적인 방법이라고 주장한다.[332] 구체적으로, 회사는 회계기준상 발생주의 원칙에 따른 발생액(accruals)을 불확실성의 정도에 따라 분류하여 근사치의 추정가액을 기재하여야 하고, 감가상각이나 무형자산의 상각과 같은 임의적이고 가치와 무관한 요소들은 배제하여야 한다. 또한, 중단한 영업에서 비롯된 일시적인 손익과 비용 등도 배제시켜야 하고, 무엇보다도 최종결산결과(bottom line)을 표기하지 말아야 한다는 것이다.[333] 이는 단순한 수치로 회사의 역량을 표현할 수 없다는 생각에서 비롯된 것으로, 최종결산결과를 수치로 표기하지 않게 되면 증권 분석가들이나 자산운용자들도 단지 분기별 이익을 근거로 투자를 추천하는 단순화된 태도를 지양할 수 있다.[334]

(2) 투자자들에 대한 정보 제공의 강화

장기적 관점에서의 실적과 경영능력에 관한 회사의 정보를 적절하게 시장에 제공하는 것도 중요하지만, 그에 못지않게 회사의 정보 공시로 이익을 보는 수혜자들 즉, 투자자들이 그 제공된 정보를 정확하게 이해하는 것도 중요하다.[335] 금융중개업자들이 그 투자자들을 보호하기 위하여 회사의 정보를 세밀하게 분석해줄 것이라는 신뢰는 환상에 불과하다는 것이 최근의 금융위기를 통하여 증명된 바 있다.[336]

따라서, 금융중개업자들에게 높은 수준의 설명의무를 부과하여 이들이 투자자들에게 펀드의 장기적 운용방향에 관하여 고지하는 등의 조치를 취하도록 할 필요가 있다.[337] 공개하는 정보에는 투자 포트폴리오뿐만 아니라, 펀드운용자에 대한 보상, 성과급, 거래비용, 위임투표 정책, 펀드가 명시한 목적과 관련이 있는 발생 가능한 문제들을 포함한다.[338]

---

332) *Id.* 72면.

333) *Id.*

334) *Id.*

335) Dallas, 앞의 논문(주 14), 328면.

336) Jennifer S. Taub, “Enablers of Exuberance: Legal Acts and Omissions that Facilitated the Global Financial Crisis”(Sept. 4, 2009) 1-3면.

337) Dallas, 앞의 논문(주 14), 328면.

338) Overcoming short-termism, 앞의 논문(주 35), 4면.

예를 들면, 펀드운용자들은 투자자들에게 이들이 투자처를 자주 바꾸게 되면 그 결과 과도한 단기실적 압박을 초래하고 대개는 투자수익이 증대되지도 못한다는 점에 대한 충분한 정보를 제공하여야 한다.[339] 투자자문회사들의 경우에도 주식양도에 따른 세금 문제나 장기 주식 보유로 나타나게 될 효과를 신중히 고려하고, 이를 투자자들에게 알려주도록 강화된 신인의무를 부과할 필요가 있다.[340] 또한, 뮤추얼 펀드의 경우 공개되는 정보에는 증권위탁수수료(brokerage commission)를 거래비용으로 명시하고 있지 아니한데, 실제로 위탁수수료가 비용의 상당부분을 차지하므로 개인 투자자들이 이 비용을 투자 전략에 반영할 수 있도록 명확히 표기될 필요가 있다.[341] 나아가, 장기적인 관점으로 움직이는 펀드운용자들에 대한 보상을 펀드의 장기 성과에 기초하여 보상을 하는 방향으로 제도나 정책을 입안하여야 하고, 현재 회사들에 적용되는 보상 공시요건을 펀드에도 확장하여 적용할 필요가 있다.[342]

(3) 투자자 공시의 강화[343]

오늘날 전형적이지 않고 복잡한 구조로 이루어지고 파생된 계약들의 출현으로 인하여 투자자들은 그들의 지위나 계획의 존재나 성질을 공개할 의무를 부담하지 않고 회사의 정책결정에 영향력을 행사할 수 있게 되었다. 이러한 투명성의 결여는 공시제도를 무력화시키고, 투자자들이 장기 가치의 창출을 희생시키고 단기 이익을 얻고자 회사에 영향력을 행사하는 수단이 된다. 이처럼 복잡하지만 점점 더 보편화되고 있는 파생 계약을 고려하여 공시 제도를 개선함으로써, 회사 정책 결정자들은 회사의 주주와 그 주주들 가지는 동기에 대하여 이해할 수 있게 되고, 이는 회사가 장기적 관점에서 경영되는 데에 도움이 될 것이다.

---

339) Stout, 앞의 논문(주 71), 674-675면.

340) Overcoming short-termism, 앞의 논문(주 35), 4면.

341) Dallas, 앞의 논문(주 14), 329면.

342) Overcoming short-termism, 앞의 논문(주 35), 4면.

343) *Id.*

Ⅴ. 경영진에 대한 보상 형태의 변경

단기실적주의 문제는 주주들의 단기적 투자 성향과 헤지펀드의 단기적 요구 등에 기인하는 것이기는 하나, 어느 정도는 경영의 본질적 속성에서 비롯되는 것이라는 점에 관하여 앞서 언급한 바 있다. 따라서, 단기 투자로 인한 주주의 압력 문제를 해결하더라도, 경영자 스스로 단기적인 관점에서 회사를 운영할 가능성도 적지 않다는 점에 유의하여야 한다. 경영자들은 회사에서 자신들이 주주보다 더 일찍 떠날 것이라는 생각을 하므로, 장래의 가치 있는 목표를 추구할 동기가 별로 없다.[344] 스톡옵션과 같은 보상은 경영자들이 그 옵션을 실행하여 팔 경우에 이익을 보기 위해 단기적인 주가를 올리는 것이 유리할 것이므로, 회계 정보를 부풀리거나 조작하게 하는 원인이 될 수도 있다.[345] 이러한 관점에서 경영진에 대한 보상 형태의 변경이 필요하다는 주장이 제기된다.

먼저, 경영자 보상형태 중 하나인 스톡옵션(주식매수선택권, stock option)은 경영진과 주주 사이의 이해관계를 일치시킴으로써 대리 비용(agency cost)을 감소시키기 위한 의도에서 고안된 것인데, 실제로 의도치 않은 반대의 결과가 발생하였다. 이를테면, 경영진은 주가가 하락하는 기간에는 옵션을 행사하지 않고, 주가가 상승한 때 옵션을 행사하게 되면 주가 하락으로 인한 손실을 입을 가능성이 별로 없다.[346] 이는 경영진과 주주의 이해관계가 달라지는 결과를 낳는다. 이러한 문제를 해결하기 위하여 스톡옵션에 장기의 권한 확정기간(vesting period) 또는 많은 조건을 부가하는 방법이 대책으로 제안되었다.[347] 선택권의 행사시기를 장기로 정하는 경우 경영자는 주식의 장기가치를 염두에 두고 회사를 운영할 수 있다. 아울러, 스톡옵션의 단점을 보완하는 대안으로 양도제한 조건부 주식(restricted stock)이 활용될 수 있다.[348] 양도제한 조건부 주식은 임직원

344) David I. Walker, “The Challenge of Improving the Long-Term Focus of Executive Pay”, 51 *B. C. L. Rev.* 457 (2010).

345) Umakanth Varottil, “Evolution and Effectiveness of Independent Directors in Indian Corporate Governance”, 6 *Hastings Bus. L. J.*(2010), 302면); Duruigbo, 앞의 논문(주 13), 570면.

346) Dallas, 앞의 논문(주 14), 357면.

347) Duruigbo, 앞의 논문(주 13), 571-72면.

들에게 시가 또는 법률상 허용되는 할인율을 적용하여 주식을 발행하되 해당 주식의 처분을 일정 기간 동안 제한시키고 처분제한 기간이 경과된 이후에 처분할 수 있는 주식을 의미한다.[349] 이는 경영진이 처분제한 기간 경과 후의 주식가격이 발행시점보다 높아지도록 업무를 독려하는 인센티브의 역할을 하고, 스톡옵션과 달리 주식가격이 하락할 경우 오히려 손실을 입을 수도 있다.[350]

다음으로, 경영진에 대한 성과급이 주식가격 등 회사의 성과지표에 연동하여 산정되기도 하는데, 이는 경영진이 단기성과에 집착하는 요인이 된다. 성과지표는 대개 주식가격 또는 경영지표가 되므로 경영진은 분기 이익에 치중하는 경향을 갖게 된다. 따라서 경영진에 대한 성과급 산정에 있어 분기별 성과지표 대신에 장기적이고 미래지향적인 지표를 반영할 필요가 있다.

우리나라와 같이 지배주주가 존재하는 주식소유구조에서도 단기실적에 연동되는 경영진의 성과보수제는 단기실적주의를 야기하는 원인이 된다. 따라서 위와 같이 성과보수제를 개선하고 장기적 지표를 성과지표에 반영하는 방향의 제도 개선이 필요하다.

348) Dallas, 앞의 논문(주 14), 357면.

349) 이경윤, 황광연, "주식관련 임원보상제도의 법률상 쟁점", *BFL* 65호, 서울대학교 금융법센터(2014. 5), 39면.

350) *Id.* 40면.

제6장 결어

이상으로 미국에서 단기실적주의가 문제되는 현상과 발생원인 그리고 그에 대한 해결방안으로서 제도적 보완책을 살펴보았다. 단기실적주의가 야기되는 원인은 양도차익 실현을 목적으로 한 주주의 단기적 투자성향과 행동주의 헤지펀드의 단기실적 추구의 두 가지로 요약할 수 있는데, 전자의 경우 일시적 기관투자자의 투자성향이 문제되고 이들이 기본적으로 회사의 장기가치에 관심을 두지 않고 장기 투자를 목표로 하지 않는다는 점이 주요 원인이므로, 그에 대한 해결방안으로는 주주의 단기투자 성향을 억제하고 장기 투자를 유인하는 인센티브를 부여하는 제도가 있고, 아울러 기관투자자 주주들의 기업에 대한 관심 강화와 경영참여 및 감시기능의 확대가 수반될 필요가 있다. 반면, 후자의 경우 헤지펀드의 행동주의로부터 회사를 보호하기 위하여 이사회의 자율성과 독립성 보장을 통한 단기 주주와의 격리가 우선적인 해결책이 된다. 전자에 대한 해결방법이 투자자의 단기적 성향을 장기적으로 전환하는데 중점을 두고 있다면, 후자에 대한 해결방법은 기본적으로 단기적 성향을 가진 투자자로부터 회사의 장기가치를 보호하는 것에 중점을 둔다고 하겠다.

나아가, 구체적인 개선방안으로 이사의 선임과 해임에 있어서의 주주의 권한 조정, 차등의결권의 부여, 증권거래세나 자본이득세와 같은 세제개혁을 통한 장기 주주의 확보, 장기 주주에 대한 차등배당을 통한 인센티브의 부여 등 여러 제도에 관하여 살펴보았다.

아울러, 투자자가 단기 시야를 버리고 장기적인 투자 시야를 가지기 위해서는 회사의 장기가치에 대하여 적정하게 평가를 할 수 있는 정보의 축적이 필요하고, 이를 위해 회사의 정보공시 시스템이 개선될 필요가 있고, 회사의 경영자가 단기실적에 집착하지 않도록 하기 위해서는 그들에 대한 보상시스템이 단기 성과와 연결되지 않도록 하는 보상제도의 개선도 필요하다는 점도 짚어 보았다.

한편, 미국과 같이 주식 소유구조가 분산되어 있지 않고, 강력한 지배주주가

존재하여 소유와 경영의 분리가 엄격하지 아니한 우리나라의 경제체제에서는 단기실적주의의 문제가 단기적 투자나 헤지펀드의 행동주의에서 비롯한다고 보기 어렵고, 따라서 미국에서 논의되는 해결방안 역시 우리나라가 처한 현재 상황에 적합하다고 보기는 어렵다. 그러나, 지배주주의 대리비용과 사익추구가 문제로 지적되고 있는 우리나라의 주식소유구조가 언제까지나 현재와 같이 유지되리라고 장담할 수 없고, 주식소유구조가 변화할 경우 미국에서와 같은 문제에 부딪치게 될 수 있으므로 그에 대한 대처를 위하여 미국의 단기실적주의 논쟁을 고찰하는 것이 의미를 가진다.

회사가 단기 이익에 치중하는 것이 문제되는 이유는 그것이 장기가치의 훼손을 가져올 수 있다는 점이 가장 크다고 할 것이나, 그 폐해가 단지 개별 기업의 가치손실에만 국한되는 것은 아니다. 회사가 단기 이익에 치중하는 경우에 회사가 사회경제 공동체의 일원으로서 고려해야 할 사회적, 환경적 이익을 무시하게 된다는 점과 단기 성과를 과장, 왜곡하는 내용으로 재무제표 등을 조작할 가능성이 커진다는 점 간과되어서는 안 되는 부분이다.

한편, 단기실적주의 문제 개선을 위하여 제도적 대책을 강구하는 경우에 고려해야 할 것은 제도의 시행으로 나타날 수 있는 부작용인데, 공통적으로 예상되는 부작용은 시장 유동성의 감소로 인한 금융시장의 위축, 기업지배권 시장의 위축이다. 무능한 경영진은 해임되는 것이 타당하고, 경영 전망이 어두운 회사에 대한 투자보다 전망이 밝은 회사에 대한 투자가 더 많이 이루어져야 경제가 성장한다. 단기실적주의 문제를 해결하고자 도입한 제도가 투자이동을 저지함으로써 오히려 경제성장을 저해하는 결과를 초래해서는 안 될 것이다. 이러한 관점에서 단기실적주의 문제의 해결은 그러한 부작용이 적은 부분, 즉, 정보 공시 제도의 개선과 경영자 보상제도 개선부터 우선적으로 도입을 고려할 필요가 있다. 이는 직접적인 개입이라기보다는 간접적으로 장기 경영을 촉진하는 제도이다. 다음으로 주식 보유기간에 따른 권한이나 이익의 차등을 두어 장기주주와 단기주주의 구별을 전제로 한 의결권의 차등이나 세금 혜택을 고려하되, 과도한 단기 주주의 권한 억제로 인하여 금융시장의 위축을 가져오지 않도록 주의해야 할 것이다.

[참 고 문 헌]

Ⅰ. 국내문헌

1. 단행본

김건식 · 정순섭, 자본시장법(제3판), 2013.

김건식 외 옮김, 회사법의 해부, 소화, 2014 〔Reinier Kraakman et al., The Anatomy of Corporate Law (2d ed. 2009)의 번역서].

김화진 · 송옥렬, 기업인수합병, 박영사, 2007.

이철송, 회사법강의, 박영사(22판), 2014.

2. 논문

김병연, “헤지펀드에 대한 법적규제-한국형 헤지펀드의 도입과 관련하여-”, 상사법연구 31권 1호(2012).

김세욱, “헤지펀드의 도입에 관한 연구”, 서울대학교 대학원 석사학위논문(2009. 2).

김수연, “장기주식보유인센티브 도입에 대한 회사법적 검토”, KERI Brief 15-06 (2015).

김지환, “이사해임법제의 유연화에 관한 검토”, 상사판례연구 23권 3호, 한국상사판례학회(2010. 9).

김화진, “기업 경영권 시장과 헤지펀드”, 서울대학교 법학 제48권 제1호(2007).

문준우, “차등의결권주식을 상법에 도입하여야 하는 이유 및 도입 방법”, 상사법연구 31권 2호, 한국상사법학회(2012).

서영수, “미국 Enron사 회계부정사건 연구-회계부정 유형 및 원인-”, 형사법의 신동향 통권 제23호(2009.12).

서완석, “주주행동주의의 문제점과 대처방안”, 성균관법학 제2권 제1호, 성균관대학교 출판부(2014. 3).

송옥렬, “포이즌필의 도입에 따른 법정책적 쟁점”, 상사법연구 27권 2호, 한국상사법학회(2008).

송옥렬, “복수의결권주식 도입의 이론적 검토”, 상사법연구 34권 2호, 한국상사법학회(2015).

송홍선, “주식시장 안정을 위한 기관투자자의 역할 제고”, 자본시장 weekly

opinion, 2012-13호, 자본시장연구원(2012).
오윤, “자본이득과세제도 개선방안”, 조세학술논문집 제28집 제2호(2012).
유영일, “차등의결권주에 관한 연구 -도입필요성을 중심으로-”, 상사판례연구 제21권 제4호(2008. 12).
유주선, “주주평등원칙의 완화와 차등의결권주식의 도입가능성”, 증권법연구 제16권 제3호(2015).
이경윤, 황광연, “주식관련 임원보상제도의 법률상 쟁점”, BFL65호, 서울대학교 금융법센터(2014. 5).
이동승, “기업의 사회적 책임 -기업이론을 중심으로-”, 상사판례연구 26집 2권, 한국상사판례학회(2013).
이동원, 기업의 사회적 책임 구현을 위한 법적 과제, 안암법학 25호 하, 고려(2007. 11.).
이상복, “기업지배구조와 기관투자자의 역할”, 기업법연구 제22권 제4호(통권35호), 한국기업법학회(2008).
임재연, “미국회사법상 이사의 해임에 관한 연구”, 성균관법학 20권 3호(별권), 성균관대학교 비교법연구소(2009).
장경상, “양도소득에 대한 과세제도 개선방안 연구(1)- 특정주식 등의 양도차익 과세를 중심으로 -”, 국세월보 제468호(2006).
정동윤, “현대 회사법의 동향과 과제”, 상사법연구 29권 2호(2010. 8.), 한국상사법학회.
정운오・전병욱, “금융소득 과세에 관한 연구 -이자소득과 자본이득의 구분을 중심으로-”, 조세학술논문집 제26집 제2호(2010).
최민용, “기업지배구조 개선과 기관투자자 행동주의 -헤지펀드 행동주의를 중심으로-”, 경영법률 18집 1호, 한국경영법률학회(2007).

3. 기타자료

강윤식, “기관투자자의 의결권 행사와 주주총회 의안분석기관”, CGS Report 2011년 1호, 한국기업지배구조원.
강정민, 2010년 기관투자자 의결권행사 실태와 문제점, 기업지배구조연구 36권, 좋은기업지배구조연구소(2010).
“삼성물산 합병의 회사법적 쟁점”, BFL 제74호, 서울대학교 금융법센터(2015. 11.).
한국거래소 2014. 6. 10.자 보도자료 “2013년도 주식투자인구 및 주식보유현황 조사결과”(www.krx.co.kr).

Ⅱ. 외국문헌

1. 단행본

Hyman. P. Minsky, “Stabilizing An Unstable Economy”(2008).

2. 논문

Aleta G. Estreicher, “Beyond Agency Costs: Managing the Corporation for the Long Term”, 45 *Rutgers L. Rev.*(1993).

Alfred Rappaport, “The Economics of Short-Term Performance Obsession”, *Financial Analysts Journal* Vol. 61, No. 3 (2005. 5).

Alon Brav, Wei Jiang, Frank Partnoy & Randall Thomas, “Hedge Fund Activism, Corporate Governance, and Firm Performance”, 63 *Journal of Finance*(2008).

Alon Brav, Wei Jiang & Hyunseob Kim, “Hedge Fund Activism: A Review”, *Foundations and Trends in Finance* Vol. 4, No. 3(2010)

Andrei Shleifer & Robert W. Vishny, “Management Entrenchment: The Case of Manager-Specific Investments”, *Journal of Financial economics* vol. 25(1989)

Arthur E. Wilmarth, Jr., “The Dark Side of Universal Banking: Financial Conglomerates and the Origins of the Subprime Financial Crisis”, 41 *CONN. L. REV.*(2009)

Bernard Black and Reinier Kraakman, “Delaware’s Takeover Law: The Uncertain Search For Hidden Value”, *Discussion paper* No 359, Harvard John M.olin Center for Law, Econimics, and Business(2002. 4)

Brian J. Bushee, “The Influence of Institutional Investors on Myopic R&D Investment Behavior, 73 The Accounting Review.(1998. 7)

Carl Ackermann, Richard McEnally & David Ravenscraft, “The Performance of Hedge Funds: Risk, Return, and Incentives”, 54 *Journal of Finance*(1999)

Carrasco & Kristen J. Berg, “Praxis-Oriented Pedagogy: The E-Book on International Finance and Development”, 32 *Lov. L.A. L. Rev.*(1999)

Christopher K. Polk & Paola Sapienza, “The Stock Market and Corporate Investment: A Test of Catering Theory”, *Review of Financial Studies*(2009)

Cynthia A. Williams & John M. Conley, “An Emerging Third Way? The Erosion of the Anglo‐American Shareholder Value Construct”, 38 *Cornell International Law Journal*(2005)

David I. Walker, “The Challenge of Improving the Long-Term Focus of Executive Pay”, 51 *B. C. L. Rev.* 457 (2010)

Douglas M. Branson, Book Review, “Lawrence E. Mitchell, Corporate Irresponsibility – America’s Newest Export (Yale University Press, New Haven, Connecticut, 2001)”, 65 *U. Pitt. L. Rev.*(2004)

Douglas M. Branson, “The Very Uncertain Prospect of “Global” Convergence in Corporate Governance”, 34 *Cornell Int’l L. J.*(2001)

Emeka Duruigbo, “Tackling Shareholder Short-termism and Managerial Myopia”, *Kentucky Law Journal* vol. 100 (2011. 4.)

Erik F. Gerding, “Laws Against Bubbles: An Experimental-Asset-Market Approach to Analyzing Financial Regulation”, 2007 *Wis. L. Rev.*

George R. Zodrow, “Economic Analysis of Capital Gains Taxation: Realizations, Revenues, Efficiency and Equity”, 48 *Tax L. Rev.*(1993)

Jack Jacobs, “ “Patient Capital”: Can Delaware Corporate Law Help Revive It?”, 68 *WASH. & LEE Law Review*(2011)

James Mahoney, Chamu Sundaramurthy & Joseph Mahoney, “The Effects of Corporate Antitakeover Provisions on Long-Term Investment: Empirical Evidence”, *Managerial & Decision Economics* vol 18.(1997)

James R. Reppeti, “The Misuse of Tax Incentives to Align Management-Shareholder Interests”, 19 *Cardozo L. Rev.*(1997)

Jennifer Francis & Abbie Smith, “Agency Costs and Innovation: Some Empirical Evidence”, *Journal of Accounting and Economics* vol. 19(1995)

Jennifer S. Taub, “Enablers of Exuberance: Legal Acts and Omissions that Facilitated the Global Financial Crisis”(Sept. 4, 2009)

Jesse M. Fried, “The Uneasy Case for Favoring Long-term Shareholders”, Harvard John M. Olin Discussion Paper Series Discussion Paper No 795(2014. 11), 124 *Yale law Journal* 1554(2015) No. 795(2014)

John M. Griffin, Jeffrey H. Harris, Tao Shu & Selim Topaloglu, “Who Drove and Burst the Tech Bubble?”, *The Journal of Finance* 66(2011)

John Asker, Joan Farre-Mensa & Alexander Ljungqvist, “Comparing the Investment Behavior of Public and Private Firms”, *NBER Working Paper* No. w17394(2011), (http://ssrn.com/paper=1931164)

John Asker, Joan Farre-Mensa & Alexander Ljungqvist, “Corporate Investment and

Stock Market Listing: A Puzzle?", *Review of Financial Study*(2014. 10)(www.ssrn.com/abstract=1603484)

John F. Olson, "Reflections on a Visit to Leo Strine's Peaceable Kingdom", 33 *J. Corp. L.* 73, 79(2007)

Jon A. Garfinkel, Jaewoo Kim & Kyeong Hun Lee, External Governance, "Risk Taking and Outcomes: The Importance of CEO Career Concerns" (2012)(http://ssrn.com/abstract=2171005)

Jose Gabilondo, "Leveraged Liquidity: Bear Raids and Junk Loans in the New Credit Market", 34 J. CORP. L.(2009)

Joseph E. Stiglitz, "Using Tax Policy to Curb Speculative Short-Term Trading", 3 *J. Fin. Serv. Res.*(1989)

Joseph A. Grundfest & John B. Shoven, "Adverse Implications of a Securities Transactions Excise Tax", 6 *J. Acct., Auditing. & Fin.*(1991)

Josh Lerner, Morten Sorensen & Per Strömberg, "Private Equity and Long-Run Investment: The Case of Innovation", 56 *J. FIN.*(2011)

Justin Fox & Jay W. Lorsch, "What Good Are Shareholders?", *Harvard Bus. Rev.* (2012. 7)

Kenneth A. Borokhovich, Kelly R. Brunarski & Robert Parrino, "CEO Contracting and Antitakeover Amendments", *Journal of Finance* vol 52(1997)

Kurt N. Schacht, "Breaking the Short-term Cycle", in Fourth Annual Director's Institute on Corporate Governance(2006)

Lawrence H. Summers & Victoria P. Summers, "When Financial Markets Work Too Well: A Cautious Case for a Securities Transactions Tax", 3 *J. Fin. Services Res.*(1989)

Leo E. Strine, Jr., "One Fundamental Corporate Governance Question We Face: Can Corporations Be Managed for the Long Term Unless Their Powerful Electorates Also Act and Think Long Term?", *Business Law* vol 66(2010)

Li Eng & Margaret Shackell, "The Implications of Long-Term Performance Plans and Institutional Ownership for Firms' Research and Development (R&D) Investments", *Journal of Accounting, Auditing & Finance* vol. 16 no. 2(2001. 4)

Lucian A. Bebchuk, "The Myth that insulating boards serves long-term value", *Columbia Law Review* vol. 113(2013. 10)

Lucian A. Bebchuk, Alon Brav, Wei Jiang, "The Long-Term Effects of Hedge Fund

Activism", 115 *Columbia Law Review*(2015)

Lucian A. Bebchuk & Alma Cohen, "The Costs of Entrenched Boards", 78 *J. Fin. Econ.*(2005)

Lucian A. Bebchuk, Alma Cohen & Charles C.Y. Wang, "Learning and the Disappearing Association Between Governance and Returns", 108 *J. Fin. Econ.*(2013)

Lynn A. Stout, "Are Stock Markets Costly Casinos? Disagreement, Market Failure, and Securities Regulation", *Virginia Law Review* vol. 81, No. 3(1995. 4)

Lynn A. Stout, "The Shareholder Value Myth: How Putting Shareholders First Harms Investors, Corporations, and the Public", Berrett-Koehler Publishers(2013. 4)

Lynn Bai & Rujing Meng, "Detering Double-Play Manipulation In Financial Crisis; Increasing Transaction Cost as a Regulatory Tool", 35 *N.C. J. Int'l L. & Com. Reg.* 137

Lynne L. Dallas, "Legal studies Research Paper Series: Short-Termism, the Financial Crisis, and Corporate Governance", *Journal of Corporation Law* Vol. 37(2012)

Marcel Kahan & Edward B. Rock, "Hedge Funds in Corporate Governance and Corporate Control", University of Pennsylvania Law Review, Vol. 155(2007)

Marianne Bertrand & Sendhil Mullainathan, "Enjoying the Quiet Life? Corporate Governance and Managerial Preferences", *Journal of Political Economy* 111(2003)

Mark J. Roe, "Corporate Short-Termism – In the Boardroom and in the Courtroom", *Business Lawyer* Vol 68(2013. 8)

Martijn Cremers, Ankur Pareek & Zacharias Sautner, "Stock Duration and Misvaluation"(2013. 2.)(http://ssrn.com/abstract=2190437)

Martin Lipton, "Corporate Governance in the Age of Finance Corporation", 136 *U. Pa. L. Rev.*(1987)

Martin Lipton, "Takeover Bids in the Target's Boardroom", *The Business Lawyer* vol. 35(1979)

Martin Lipton, Jay W. Lorsch & Theodore N. Mirvis, Wachtell, Lipton, Rosen & Katz, "The Proposed Shareholder Bill of Rights Act of 2009", The Harvard Law Sch. Forum on Corporate Governance & Fin. Regulation

Martin Lipton & William Savitt, "The Many Myths of Lucian Bebchuk", 93 *Virginia*

Law Review vol 93.(2007)

Martin Lipton & Steven A. Rosenblum, “A New System of Corporate Governance: The Quinquennial Election of Directors”, in *The University of Chicago Law Review* 58(1991)

Martin Lipton, Wachtell, Lipton, Rosen & Katz, “Important Questions About Activist Hedge Funds”, The Harvard Law School Forum on Corporate Governance & Financial Regulation (2013. 3)

Martin Lipton, Wachtell, Lipton, Rosen & Katz, “Bite the Apple; Poison the Apple; Paralyze the Company; Wreck the Economy”, The Harvard Law School Forum on Corporate Governance & Financial Regulation(2013)

Martin Lipton, Wachtell, Lipton, Rosen & Katz, “Some thoughts for Boards of Directors in 2015”, The Harvard Law School Forum on Corporate Governance & Financial Regulation(2014. 12)

Matjorie Kelly & Allen White, “Corporate Design: The Missing Organizational and Public Policy Issue of Our Time”, 42 *New Eng. L. Rev.*(2008)

Michael Frakes, “Classified Boards and Firm Value”, 32 *Del. J. Corp. L.*(2007)

Murillo Campello & John R. Graham, “Do Stock Prices Influence Corporate Decisions? Evidence from the Technology Bubble”, *Journal of Financial Economics* Vol. 107(2013. 1)

Olubunmi Faleye, “Classified Boards, Firm Value, and Managerial Entrenchment”, 83 *J. Fin. Econ.*(2007)

Patricia Dechow & Richard Sloan, “Executive Incentives and the Horizon Problem: An Empirical Investigation”, *Journal of Accounting and Economics* vol. 14(1991)

Paul Gompers, Joy Ishii & Andrew Metrick, “Corporate Governance and Equity Prices”, *The Quarterly Journal of Economics* 118(2003)

Paul G. Mahoney, “Is There a Cure for “Excessive” Trading?”, 81 *Va. L. Rev.*

Peggy M. Lee & Hugh M. O’Neill, “Ownership Structures and R&D Investments of U.S. and Japanese Firms: Agency and Stewardship Perspectives”, *Academy of Management Journal* vol. 46)(2003)

Sanjee Bhojraj & Robert Libby, “Capital Market Pressure, Disclosure Frequency-Induced Earnings/Cash Flow Conflicts, and Managerial Myopia”, 80 *ACCT. REV.* (2005)

Stephen M. Bainbridge, “Director Primacy and Shareholder Disempowerment”, 119

Harvard Law Review(2006)

Stephen M. Bainbridge, “Director V. Shareholder in the Convergence Debate”, *UCLA SChool of Law Research Thesis*(2002)

Sunil Wahal & John J. McConnell, “Do Institutional Investors Exacerbate Managerial Myopia?”, (1997) (http://ssrn.com/abstract=47271)

Thomas A. Briggs, “Corporate and the New Hedge Fund Activism: An Emprical Analysis”, 32 *J. Corp. L.*(2007)

Umakanth Varottil, “Evolution and Effectiveness of Independent Directors in Indian Corporate Governance”, 6 *Hastings Bus. L. J.*(2010)

Valentin Dimitriv and Prem C. Jain, “ “Recapitalization of One Class of Stock into Dual-Class: Growth and Long-Run Stock Returns,” ” 12 *Journal of Corporate Finance*(2006)

William T. Allen, Jack B. Jacobs & Leo E. Strine, Jr., “The Great Takeover Debate: A Meditation on Bridging the Conceptual Divide”, *University of Chicago Law Review* Vol. 69(2002)

William W. bratton & Michael L. Wachter, “The Case against Shareholder Empowerment”, 158 *University of Pennsylvenia Law Review* Vol 158(2010)

3. 기타자료

Aspen Institute, “Overcoming Short-Termism: A Call for a More Responsible Approach to Investment and Business Management”(2009)

Austl. Gov’t Corps. & Mkt. Advisory Comm., “The Social Responsibility of Corporations Report 21” (2006)

Dean Krehmeyer, Matthew Orsagh & Kurt N. Schacht, CFA Center for Financial Market Integrity & Business Roundtable Institute for Corporate Ethics, “Breaking the Short-term Cycle: Discussion and Recommendations on How corporate Leaders, Asset Managers, Investors, and Analysts Can Refocus on Long-Term Value”(2006)

Proxy Voting Guidelines, Triodos Bank(2010)

John Kay, “The Kay Review of UK Equity Markets and Long-term Decision Making”(2012)

Jeremy W. Peters, “KKR Signs a Record $6.9 Billion Buyout of Dollar General”, N. Y. TIMES (2007. 3. 12.)

Abstract

A Study on the Controversy about Short-termism in the U.S.

Department of Law, Commercial Law
The Graduate School
Seoul National University

Choi, Yoon Jung

Unlike South Korea, the stock ownership structure in the United States does not have a powerful controlling shareholder, but the stocks are distributed among many shareholders. In this situation, the tendency of shareholders to make short-term investments leads to pressure on performance for the board of directors or mand intervention of activist hedge funds. Such investment of shareholders for short-term benefits and activism of hedge funds merely achieve short-term profits, but rather hinder the firm's long-term growth, and thus there were arguments over the need to prevent it altogether. The US has actively discussed the issues of short-termism and solutions for a long time.

In the South Korean economic system, the stock ownership structure is not distributed like the US, and ownership and management are not strictly separated due to the existence of a controlling shareholder. Thus, the issue of short-termism due to short-term investments is not as significant. However, as there are voices raising constant issues about South Korea's stock ownership structure focused on the controlling shareholder, there is a possibility that the stock ownership structure might change in the future. Accordingly, it is meaningful to examine the issue of

short-termism in advance as it may occur in such case.

There are two causes of short-termism: tendency of shareholders to make short-term investments to obtain profit on purchase and sale, and the intervention of activist hedge fund. But this is met with quite a few counterarguments. In other words, there are arguments that short-termism is an issue of the firm's internal management mechanism itself or a natural phenomenon due to the rapid social changes, and that activist intervention of hedge fund also does not hinder the firm's long-term profits. Despite the counterarguments, it is undeniable that the tendency of shareholders to make short-term investments and activist intervention of hedge fund generally seeks short-term performance of the firm, thereby failing to consider long-term profits.

To resolve this issue, there are strong voices suggesting the policy to guarantee autonomy by cutting off the board of directors from shareholders. In line with this policy aim, there are policies to guarantee the autonomy of the board of directors to resolve the issue of short-termism, such as limiting the right to appoint directors, limiting dismissal of directors midway through, and defending the management rights of the board of directors through tenure voting. Some others object that guaranteeing the autonomy of the board of directors does not help resolve the issue of short-termism, and institutional intervention may only result in adverse effects and thus must be left to market functions. However, it seems somewhat unreasonable to depend only on market functions to resolve the issue of short-termism without institutional intervention as it can be seen from the financial crisis of 2008. There is a need for an appropriate institutional measure to separate the board of directors or the management from the pressure of short-term or activist shareholders.

While the policy above is to resolve the issue by cutting off the connection between the cause of short-termism and corporate management, there is also a solution to mitigate the cause itself. This is a policy to suppress short-term investments of shareholders and induce them to make long-term investments. A typical example is to attract them to long-term investments by offering tax privileges. It is possible to suppress short-term investments and induce long-term

investments by increasing securities transaction tax and capital gains tax. Moreover, incentives of long-term equity can be given by offering differential rates of dividends depending on the shareholding period.

In addition, in order for investors to discard their short-term sight and have a long-term vision about investments, they need to gather information to adequately evaluate the firm's long-term value. To this end, it is necessary to improve the firm's information disclosure system. To prevent the firm's manager to be obsessed with short-term performance, it is also necessary to improve the manager reward system so that their rewards are not linked to short-term performance.

This institutional solution cannot be considered suitable for the current stock ownership structure in South Korea in which the board of directors or the management is under the influence of the controlling shareholder. This is because South Korea has a structure that is not much affected by short-term investors or activist shareholders but that tends to focus more on short-term performance to gain trust from the controlling shareholder. Discussions about the issue of short-termism and solutions in the US have significance in examining the issues raised in the situation where the stock ownership structure is distributed.

Key words: Short-termism, insulation of the board, activist hedge fund, shareholder activism, tenure voting

Student number: 2006-21665