

〈특집: 사법학 연구의 첨단〉

회사 지배구조에서 법규제(Legal Rule)와 소프트 로(Soft Law)의 역할 및 관계*

尹 榮 信**

I. 서 론

소프트 로란 명확한 정의가 존재하는 개념은 아니지만, Eisenberg 교수는 “사적 기관(private institution)이 선언한 기준(standards), 원칙(principles) 또는 규정(rules)의 집합체로서, 일종의 구속력이 있지만 그 구속력이 국가의 제재로 뒷받침 되는 것이 아닌 것”¹⁾이라고 일응 정의하고 있다.²⁾ 흔히 우리가 자율규제(self-regulation)라고 하는 것이 이 범주에 포함된다고 할 수 있을 것이다. 소프트 로는 이를 준수하지 않는다고 하여 국가에 의한 제재를 받는 것이 아니므로 전통적인 법, 즉, 소프트 로와 대비한 개념으로서의 하드 로(hard law)와 같은 강행성이 있는 것은 아니고, 그 준수가 기본적으로 당사자의 임의에 맡겨져 있다는 점, 즉, 자발적 준수가 특징이다.

미국의 Eisenberg 교수는 미국의 회사법이라고 하면 흔히 주의 제정회사법(state statutory law)만을 생각하는 경향이 있는데 이는 회사법을 너무 좁게 파악하는 것이라고 하면서, 회사법은 주의 제정회사법, 증권관계법과 같은 연방법, 주 법원의 판례법(state judge-made law)과 소프트 로를 통한 사적 질서형성(private

* 이 논문은 2007년 3월 12일 법학연구소가 개최한 心堂 宋相現 教授 정년기념학술회의 “사법학 연구의 첨단”에서 발표된 논문을 수정·보완한 것이다.

** 충남대학교 법과대학 조교수

1) Melvin A. Eisenberg, “The Architecture of American Corporate Law: Facilitation And Regulation”, 2 *Berkeley Bus. L. J.* 167, 182 (2005).

2) 소프트 로 개념은 국제공법이나 국제경제법 분야에서 많이 이용되고 있는데, 그 개념 정의에 대해서는 많은 논란이 있다. 일반적으로 법의 중요한 지표라고 인식되고 있는 국가에 의한 강제가 결여되어 있다는 점에서 이를 ‘법’이라고 하는 것은 타당하지 않다는 견해도 있다.

ordering)을 포함한 4가지 단위로 이루어져 있다고 함으로써,³⁾ 소프트 로의 중요성을 지적하고 있다.

회사법 분야에서 소프트 로를 통한 사적 질서 형성은 매우 다양한 형태로 나타나고 있다. ① NYSE나 NASDAQ의 상장규칙과 같은 것 ② 영국의 “통합규준(the Combined Code)”⁴⁾ 및 이에 영향을 받아 공표된 유럽이나 영연방 국가의 회사지배구조에 관한 각종 규준과 같은 유형 ③ 미국법조협회(American Law Institute)의 회사지배구조원칙(Principles of Corporate Governance, 1992)이나 경영자원탁회의(Business Roundtable)의 회사지배구조성명(Corporate Governance Statement, 1997)과 같이 각종 기관에서 선언한 가이드라인이나 최선실무관행(best practice) 또는 권고⁵⁾와 개별 회사의 행위규준(code of conduct)⁶⁾과 같은 유형이 존재한다.

소프트 로는 자발적 준수가 특징이라고 하지만, 사실 그 자발성의 정도에는 큰 차이가 있다. ① 첫 번째 유형으로서 NYSE나 NASDAQ의 상장규칙에 포함되어 있는 기업지배구조에 관한 조항은 증권시장에 상장을 하기 위해서는 이의 적용을 배제할 수 없지만, 상장을 하지 않음으로써 적용을 회피할 수 있다는 점에서는 자발적 준수라고 할 수 있다. 그러나 대규모의 공개회사가 자본시장을 외면하는 것은 사실상 매우 어렵기 때문에, 형식적으로는 자발적 준수임에도 불구하고 실제적으로는 법규정과 유사한 정도의 강행성을 가진다. ② 두 번째 유형인 영국의 통합규준은 뒤에서 자세히 설명하겠지만 이를 준수하지 않는 경우에도 상장할 수 없는 것도 아니고 그 외에 다른 공식적 제재가 있는 것이 아니므로 ①과 같은 강한 강행성은 없다. 그러나 상장규칙에 통합규준의 준수 여부 및 준수하지 않은 경우에는 그 이유를 공시하여야 한다는 조항을 규정함으로써 통합규준과 차이가 있는 회사지배구조의 채택을 상당 부분 억제한다. ③ 반면에 세 번째 유형은 단순한 기준점(benchmark) 제시에 그침으로써 강행성이 없다.

미국 자본시장의 규모나 심도 및 잘 정비된 규제체계, 영국시장이 국제적 자본조달에서 미국시장의 가장 강력한 대안으로서 가지는 지위와 같은 점들을 고려

3) Eisenberg, 앞의 논문, p. 176.

4) 영국 통합규준은 <http://www.frc.org.uk/corporate/combinedcode.cfm>. (2007.3.5 방문)

5) 그 외 미국 변호사협회(American Bar Association)의 이사 가이드북(Corporate Director's Guidebook), CalPERS Corporate Governance Market Principles, 1998, Council of Institutional Investors Core Policies, Positions and Explanatory Notes, 1998 등.

6) 대표적으로 GM이사회는 90년대 초의 경영위기에 대응하여 1994년 Corporate Governance Guidelines를 발표하였다.

한다면 현재 이들 양국가의 제도가 국제적 자본시장의 참가자들에게 지배구조 측면에서 강력한 영향을 미치고 있고 그 영향력이 당분간 계속될 것이라는 점은 부인할 수 없을 것이다.⁷⁾ 광범위하고 엄격한 공시 및 회계제도, 세련된 자본시장 관행과 이를 뒷받침하는 SEC와 사적 집단소송을 통한 강제 등을 배경으로 하는 미국식 모델은 Enron 등의 회계부정 스캔들 이전에는 국제적 전거로서 높게 평가되고 있었다.⁸⁾

그러나 Enron, WorldCom 및 기타 스캔들은 미국식 모델의 취약점을 노정시켰고, 여기에 대해 미국정부는 기업지배구조 및 회계개혁법(the Sarbanes-Oxley Act of 2002: SOX)⁹⁾의 제정으로 대응하였다. SOX는 연방증권관계법을 개정하는 형식을 취하고 있는데, 공시주의에 입각한 기존의 증권 규제를 실제적 규제로 전환하는 규제방식의 질적 변화와 법규제의 확대 방향이 특징이다. 또한 상장규칙이 자주규제라고는 하지만 위에서 언급한 것 같이 실질적으로는 법규제와 유사한 강행성을 가지고 있다는 점도 법규제 확대와 동일선상에서 파악할 수 있을 것이다.¹⁰⁾

미국의 이와 같은 법규제 확대 방향은 영국의 회사법 개정작업의 기본 방향과

7) George S. Dallas & Hal S. Scott, "Mandating Corporate Behavior: Can One Set of Rules Fit All?", Standard & Poor's, spring 2006 Available at SSRN: <http://ssrn.com/abstract=907346>, pp. 15-16,

8) Ibid.

9) 정식명칭은 Public Company Accounting Reform and Investor Protection Act, Pub. L. 107-124, 116 Stat. 745. Sarbanes-Oxley Act에 대한 자세한 내용은 김화진, "미국의 회계개혁법률이 우리나라 기업들에 미치는 효과", BFL 제5호 (2004.5); 안수현, "회계제도 개혁법의 입법 현황과 실무상 몇 가지 고려점", 증권법연구 제4권 제2호 (2003).

10) SOX의 주요 내용은 다음과 같다. ① 재무제표의 진실성을 담보하기 위하여 CEO와 CFO가 인증서(certification)를 제출하도록 하고 ② 회사내부에서 재무정보의 정확성을 담보하기 위하여 내부통제시스템을 구축할 것을 강제하고 ③ 기존에는 주회사법이나 연방법상 감사위원회에 관한 규정이 없었는데 반하여, 전원 사외이사로 구성되는 감사위원회를 두도록 하고, 감사위원인 사외이사의 독립성 요건을 규정하였으며 ④ 회사의 업무집행사원 등이 연금중단(blackout) 기간 중에 자사주를 매각하는 것을 제한하고 회사에 대하여 일정한 부외거래를 공시할 것을 요구하고, 회사가 업무담당자에 대하여 개인대출을 하는 것을 제한하였으며 ⑤ 회계감사인의 독립성을 확보하기 위하여 새로운 요건을 부가하고, 외부감사인이 감사대상 기업에 컨설팅 등 8가지 서비스를 제공할 수 없도록 엄격하고, 외부감사 비용을 공시하도록 하였으며, 회계감사인에 대한 감독을 강화하기 위하여 공개회사회계감사위원회(Public Company Accounting Oversight Board: PCAOB)를 설치하여 기존에 미국 공인회계사협회(AICPA)에 의해 이루어지던 자주규제를 종결하였다.

대비된다. 영국에서는 1998년 통상산업성(the Department of Trade and Commerce: DTI)의 주도로 전면적인 회사법개정검토(the Company Law Review)가 시작되어 2006년 11월 8일 ‘2006년 회사법(the Companies Act 2006)’이 통과되었다.¹¹⁾ 영국 회사법 개정작업에서는 통합기준과 같은 소프트 로에 의한 사적 질서형성의 방향을 유지하고 있다. 이와 같은 영국의 통합기준은 영연방국가 및 유럽대륙국가에 많은 영향을 미쳤다.

회사지배구조에 대한 이와 같은 규율 방향의 차이는 소프트 로에 의한 규율에 대한 관심이 증대되는 계기가 되었다. 우리나라의 회사법은 전통적으로 특정적, 구체적 강행법규정이 중심을 이루고 있었고, 외환위기라는 외부적 충격에 따라 회사지배구조에 관하여 이러한 강행법규정에 의한 규율이 더욱 강화되었다. 최근에서는 SOX의 입법에 영향을 받아 유사한 조항을 도입하기도 하였다.

이 글에서는 회사지배구조에 관한 규율 패러다임의 설정에서 고려되어야 할 요소에 대해 고찰함으로써 우리나라 회사지배구조 규율 방향에 대한 시사점을 찾고자 하였다. II.에서는 우선 논의 전제로서 영국의 통합기준의 성립배경 및 그 준수 강제 방식과 규율의 실효성과 효율성에 대하여 살펴보고 III.에서는 통합기준에 대한 이해를 바탕으로 소프트 로와 법규제의 관계에 대해 고찰하였다.

II. 영국의 통합기준

1. 성립배경

영국에서 회사법의 제정 및 개정은 1855년 회사법 성립 이래 회사 스캔들에 대한 대응과정이었다. 통합기준도 마찬가지로 회계부정이나 일반적인 회사지배구조의 부실이나 이사의 과도한 보수 등의 회사스캔들에 기인하여 촉발되었다.¹²⁾ 1990년대에 영국에서는 산업계 및 금융계의 실무가 및 전문가로 이루어진 위원회가 구성되어 회사지배구조에 관한 최선의 실무관행(best practice)을 제안하였다.

¹¹⁾ 2006년 회사법 조문은 http://www.opsi.gov.uk/acts/acts2006/ukpga_20060046_en.pdf (2007. 3.5. 방문). 영국 회사법개정 경과에 대해서는 윤영신, “영국의 회사법 개정방향과 그 시사점”, *상장현연구* 제54호 (2006 추계호).

¹²⁾ Jonathan Rickford, “Do Good Governance Recommendations Change the Rules for the Board of Directors?”, in *Capital Markets and Company Law* (Oxford University Press, 2003), p. 467.

각 위원회는 그 의장의 이름을 따라서 Cadbury,¹³⁾ Greenbury, Hampel 위원회¹⁴⁾라고 불리웠다. 제일 처음 성립된 Cadbury 위원회는 1992년에 이사회역의 역할과 구성 등에 관한 그들의 제안을 두 페이지의 간결한 최선실무관행규준(Code of Best Practice: Cadbury 기준)으로 정리하였는데,¹⁵⁾ 이것이 영국 최초의 실무관행규준이었다. 그 이후 Greenbury 위원회는 1995년에 Cadbury 기준 중 업무집행이사(executive director)의 보수에 관한 부분을 구체화하고 개선한 실무관행규준(Greenbury 기준)을 보고하였고,¹⁶⁾ Hampel 위원회는 위의 양 위원회에서 제안된 최선실무관행의 효과를 검토하여 개선방안을 제안하는 보고서를 1998년에 제출하였다.¹⁷⁾¹⁸⁾

13) 당시 Cadbury 경은 Cadbury Schweppes plc.의 전 이사회 의장이었다.

14) Hampel 경은 당시 Imperial Chemical Industries plc.의 이사회 의장이었다.

15) Committee on the Financial Aspects of Corporate Governance, *Report and Code of Best Practice* (London; Gee, 1992). Cadbury 위원회의 제안의 개요는 다음과 같다. 이사회역의 역할, 특히 이사회가 1인에 의해 지배되지 않도록 하여야 하고, 독립성을 유지할 수 있도록 구성되고 작동되어야 하며, 이사회역의 기능과 구성, 특히 비업무집행이사의 자질, 이사보수의 공시 구조 및 절차, 회사의 보고서에 회사의 성과에 대해 이사회가 균형 잡힌 견해를 제공하여야 할 의무, 효율적인 내부통제와 외부회계감사인과 관계를 수립하고 유지하여야 할 의무의 가이드라인을 제시하였다.

16) The Study Group on Directors' Remuneration, *Directors' Remuneration* (London; Gee, 1995). Greenbury 위원회에서 발표한 기준의 주요 내용은 독립적인 비업무집행이사만으로 구성된 이사보수위원회가 업무집행이사의 성과를 검토하고 보수를 정하도록 하고, 감사를 받은 연차보수보고서를 위원회 명의로 발표하고 여기에 각 이사에 관해 모든 보수와 상여를 기재하도록 한 것이다.

17) The Committee on Corporate Governance, *Report of the Committee on Corporate Governance* (London; Gee, 1998). Hampel 위원회는 특히 주주와 회계감사인의 회사지배구조에서의 역할을 검토하여 기준의 범위를 확장하였다. 또한 Greenbury 기준에 따라 이사의 보수에 관한 투명성이 강화되어 오히려 이사의 보수수준을 높였다는 우려와 이러한 기준의 준수비용에 대한 우려가 문제되었다.

18) Hampel 위원회의 주요 권고사항은 다음과 같다. ①회사는 회사를 지도하고 지배하는(lead and control) 효율적 이사회에 의해 인도되어야 한다. ② 이사회 의장과 CEO는 “통상은” 분리되어야 한다. ③ 최소한 이사회역의 3분의 1이 비업무집행이사이어야 하고, 이의 과반수는 경영진으로부터 독립되어 있고 독립적 판단을 실질적으로 방해할 수 있는 사업 또는 기타 관계가 없는 자이어야 한다. ④ 통상적으로 다음 세 개의 위원회를 이사회에 두어야 한다. 이사회추천위원회: 비업무집행이사이지만 반드시 독립적인 이사일 필요는 없는 이사로 구성되어 업무집행이사 또는 비업무집행이사 여부를 불문하고 이사의 선임을 검토하고 전체 이사회에 권고를 한다. 보수위원회: 전원 독립적인 비업무집행이사로 구성되어야 하고 모든 업무집행이사의 보수를 결정하고 이사회에 이사보수의 기본 틀을 권고한다. 감사위원회: 최소한 3인 이상의 이사로 구성되고, 전원 비업무집행이사이며 과반수가 독립적이어야 한다. 외부감사의 범위, 결과

이들 위원회의 작업을 통합하여 1998년 6월에 ‘통합규준(The Combined Code)’이 성립되기에 이르렀고, 그 이후 2차례의 개정이 이루어졌다.¹⁹⁾

2. 영국 통합규준의 준수 확보 방식

영국 최선실무관행규준이나 통합규준은 그 내용 자체가 혁신적인 것이 아니라, 규준의 임의성을 유지하면서도 구속력을 확보하는 새로운 방식을 제시하였다는 점에서 의미가 있다. Cadbury 위원회는 런던증권거래소의 상장규칙(Listing Rules)에²⁰⁾ 상장회사는 주주에 대한 연차보고서에 Cadbury 규준의 준수 여부에 대하여 공시하여야 한다는 규정을 추가하도록 함으로써,²¹⁾ 공시의무를 통하여 규준의 구

와 비용편익 및 외부감사인과의 관계에 대해 검토한다. ⑤ 주주에 대한 정보제공과 주주와의 대화를 할 이사회의 책임이 강조되었다. 이사회는 회사의 입장과 전망에 대해 균형 있고 이해가 쉬운 평가를 제공하여야 하고 주주는 주주총회소집통지와 함께 적절한 정보, 예를 들어 이사회에 대한 상세한 이력 등을 수령할 수 있어야 한다. ⑥ 주주가 회사의 운영에 대하여 접촉할 선임비업무집행이사(lead non-executive director)가 정해져야 한다. ⑦ 내부통제, 위험관리체제를 포함하여 운영, 재무, 준수체제는 최소 연 1회 검토되어야 하고, 주주에게 보고서가 제공되어야 한다. 이사회의 운영에 관한 규정 외에 Hampel은 또한 주주와의 대화 및 기관투자자의 행동에 대해서도 권고를 하였다. 주요한 내용은 다음과 같다. ① 회사는 기관투자자와의 대화에 개방되어 있어야 하고, 정기총회는 개인투자자와 ‘건설적으로’ 의사소통하기 위해 이용되어야 한다. ② 기관투자자의 의결권의 행사를 ‘신중한 고려(considered use)’로 해야 하고 회사와의 대화에 개방적이어야 한다. ③ 기관투자자는 지배구조에 대한 공시를 그들의 주의 범위 내에 들어 온 모든 요소에 적절한 가중치를 두어 평가하여야 한다. ④ 기관투자자는 그들의 의결권 행사 의도가 실행될 수 있도록 확보하여야 한다(기관투자자의 소유구조의 복잡성에 대한 언급).

19) 2003년 1월에 공표된 비업무집행이사에 관한 Higgs Review (Derek Higgs, Review of the role and effectiveness of non-executive directors (2003.1) (<http://www.dti.gov.uk/files/file23012.pdf>, 2007.3.5. 방문) 및 감사위원회에 관한 Smith 보고서(Robert Smith, Audit Committees Combined Code Guidance - A report and proposed guidance by an FRC-appointed group chaired by Sir Robert Smith (2003.1))에 따라 통합규준의 개정안이 기초되어 광범위한 의견조회(consultaion) 결과를 반영하여 2003년 7월에 「개정통합규준(The Combined Code on Corporate Governance July 2003)」이 공표되었고 이는 2006년 6월에 재차 개정되었다.

20) 상장규칙의 관할 주체는 후에 증권거래소가 아니라 금융감독청(Financial Services Authority)으로 변경되었다.

21) 상장규칙은 회사와 증권거래소간의 계약의 일부가 되고, 런던증권거래소는 영국에서의 증권 시장에 사실상의 독점력을 가지고 있었기 때문에 규준을 상장회사에 간접적으로 강제하는 것이 가능하였다. 그러나 런던증권거래소의 독점적 지위는 더 이상 유지되고 있지 않다.

속력을 강화하고자 하였다.

앞에서도 언급한 것처럼 미국의 상장규칙에 의한 자율규제에서는 회사지배구조에 대한 실제적 규제조항이 있고, 상장을 선택하는 이상 그 규정의 적용을 배제할 수 없으므로 이것이 사실상 강행법과 유사한 구속력을 가진다. 반면 Cadbury 위원회의 방식은 상장규칙에 공시의무만을 규정함으로써 규준을 따르지 않는 경우에도 공식적 제재가 없다. 따라서 자발적 준수의 측면이 훨씬 강하게 나타나고 있다. 그렇지만 공시의무가 없는 경우에도 시장압력만으로 동일한 수준의 준수가 가능했을 것인가에는 의문이 있기 때문에 순전히 자발적 준수에 의존하고 있다고 보기도 어렵다.²²⁾

이와 같이 최선실무관행을 증권거래소의 공시의무에 의해 간접적으로 강제하는 ‘준수 또는 설명(comply or explain)’ 방식은 직접적 선례가 없었고 Cadbury 규준이 최초였다.²³⁾ 실제로 미국의 증권거래소에서 상장회사를 위해 작성한 자체 가이드라인에서 회사지배구조 문제는 대개 무시되고 있었다.²⁴⁾

이러한 공시의무에 의한 규준의 구속력 확보 방식은 통합규준에서도 답습되었다. 통합규준은 ‘원칙(principles; 주요원칙(main principles)과 지원원칙(supporting principles))’과 ‘규정(provisions)’으로 구성되어 있는데,²⁵⁾ 상장회사는 상장규칙에 따라 연차보고서 및 회계서류에 ① 첫째, 통합규준상의 ‘원칙’이 어떻게 준수되고 있는가에 대하여 주주가 준수의 방식을 평가할 수 있도록 하는 형식으로 서술적 설명(narrative account)을 하고 둘째, ‘규정’에 관해서는 규정을 준수하였는지 여부를 기재하고, 만약 규정과 다른 지배구조를 택하는 경우에는 그 이유 및

²²⁾ Rickford, 앞의 논문, p. 479.

²³⁾ Brian R. Cheffins, “Corporate Governance Reform: Britain as an Exporter”, *Corporate Governance and the Reform of Company Law*, Hume Papers on Public Policy, Vol. 8, No. 1, March 2000 Available at SSRN: <http://ssrn.com/abstract=215950> or DOI: 10.2139/ssrn.215950, p.6; Weil & Gotshal & Manges LLP, *Comparative Study of Corporate Governance Codes Relevant to the European Union and Its Member States*, Available at http://ec.europa.eu/internal_market/company/docs/corpgov/corp-gov-codes-rpt-part1_en.pdf, Final Report & Annex I-III (2002.1), p. 69

²⁴⁾ J. Sargent, “Governance Goes Global”, *Global Finance* 11 (1997. November), p. 16.

²⁵⁾ Hampel위원회는 기존의 규준을 새로운 형식으로 개편할 것을 제안하였다. 이사회가 회사지배구조의 철학을 선언하는 ‘일반원칙’과 이 원칙을 구체화하고 과거의 규준을 반영하는 ‘예시’로의 두 부분으로 구성하는 것이었다(Committee on Corporate Governance, Preliminary Report, August 1997.1.7., Ch. 2, Final Report, Ch. 2). 이러한 제안이 통합규준에 반영된 것이다.

정당성에 대한 설명을 하고 ② 이사의 보수에 대한 정책과 각 이사별로 모든 형태의 보수에 대한 상세한 기술을 하여야 한다.²⁶⁾ 또한 통합규준의 특정 규정과 관련된 회사의 진술은 외부감사인의 감사를 받아야 한다.

3. 영국 통합규준의 다른 나라에의 영향

Cadbury 위원회의 작업은 내용 뿐 아니라 ‘준수 또는 설명’이라는 규제방식이 많은 국가에 영향을 미쳤다. 영연방국가에서는 영국의 규준과 내용면에서 대체적으로 유사한 규준이 채택되었고,²⁷⁾ 영국법계와 상관이 없는 유럽대륙국가에서도 Cadbury 위원회의 아이디어는 광범위한 환영을 받았다.²⁸⁾ 프랑스에서는 1995년과 1999년 Vienot Reports가 공표되었고, 네덜란드에서는 1997년에 Peters Report가, 벨기에 및 스페인 등에서도 최선실무관행규준이 채택되었다.

영국의 ‘준수 또는 설명’ 방식을 모든 영연방국가나 유럽대륙국가가 채택한 것은 아니었지만, 대부분의 영연방국가는 공시의무 체제를 채택하였고,²⁹⁾ 스페인도 영국과 유사한 방식을 취하였다. 반면 인디아,³⁰⁾ 네덜란드, 프랑스, 벨기에의 회사지배구조규준은 공시의무체제를 선택하지 않았다.

독일에서도 ‘준수 또는 설명’ 방식의 아이디어가 채택되었다. 독일에서는 2000년에 Baums 교수를 좌장으로 하는 회사지배구조에 관한 위원회(Regierungskommission)

²⁶⁾ Rule 12.43A.

²⁷⁾ Canada - Toronto Stock Exchange Guidelines for Improved Corporate Governance (Dey Report), 1994; Australia - Corporate Practices and Conduct (Bosch Report) 1995; India - Confederation of Indian Industry, Desirable Corporate Governance - a Code, 1998; Malaysia - High Level Finance Committee Report on Corporate Governance, Kuala Lumpur, 1999; Singapore - Stock Exchange, Manual and Best Practices Code, 1999; Hong Kong- Stock Exchange of Hong Kong, Guide for Directors, 1997; South Africa - Institute of Directors of South Africa, Report on Corporate Governance (King Report), 1994.

²⁸⁾ Eddy Wymeersch, “Corporate Governance after the Investment Services Directive”, *European Financial Services Law* 3 (1996), p. 138.

²⁹⁾ 오스트레일리아에서는 Australian Stock Exchange listing rule 4.10.3에서 공시의무를 규정하였다; Canada에서도 Dey Report에 관해 Toronto 증권거래소와 Montreal 증권거래소가 공시요건을 규정하고 있다; Hong Kong 증권거래소도 거래소의 최선실무관행 가이드라인의 준수여부를 공시하도록 하고 있다; South Africa도 King Report에 관해 유사한 요건을 규정하고 있다;

³⁰⁾ 인도에서는 공시의무가 규정되지는 않았지만, 채택된 규준에서 증권거래소가 상장회사로부터 매년 준수증명서를 받을 것을 추천하고 있다.

가 연방정부의 위임을 받아 독일 회사의 경영 및 감독제도의 개선작업을 개시하였다. Baums 위원회의 제안에 따라 2002년에 ‘회사지배구조에 관한 기준(Deutscher Corporate Governance Kodex: DCGK)’이 제정되었다. DCGK는 서문, 권고규정(Empfehlungen), 제안규정(Anregungen) 및 기타규정으로 구성되어 있는데, ‘투명성 및 공시에 관한 법률(das Transparenz und Publizitätsgesetz: TransPuG)’에 의하여 개정된 주식법 161조는 권고규정에 대해서는 이사회와 감사회에 ‘준수 또는 설명의무(entsprechen oder erklären)’를 부과하였다.³¹⁾ 영국과 달리 법률에 의해 공시의무가 부과되고 있지만, 기본적 아이디어는 동일하다.

4. 영국 통합기준의 준수 실태

통합기준은 형식적으로 강제성이 없지만 상당히 높은 준수율을 보이고 있다. 1999년 Pensions and Investment Research Consultants Ltd (PIRC)가 Hampel 보고서가 제출된 후 1년간의 준수율에 대하여 조사한 바에 의하면,³²⁾ 비업무집행이사가 이사회 3분의 1을 초과하는 회사가 FTSE 100 회사 중에는 93%, FTSE 350 범위를 벗어나는 SmallCap 회사에서도 74%에 달했다. 이러한 비율은 Cadbury 위원회의 보고서 이후 꾸준히 증가하였다. 그러나 보수보고서를 주주총회에 제출할 것인가에 대한 이사회 고려투에 대한 준수율은 훨씬 낮아서 FTSE 100 회사에서는 48%였고 SmallCap 회사에서는 22%였다.

Rickford는 상장회사가 Code를 준수하지 않는 경우에 정당화 사유를 공시하도록 하는 상장규칙이 통합기준의 준수에 대한 규제상의 추정(regulatory presumption - presumption in favor of compliance)을 형성함에 따라 이사회가 기준에서 언급하고 있는 문제들에 관심을 가지고 이를 준수하지 않는 경우에 예외보고서(exception report)를 작성하는데 매우 주의를 기울이게 하는 인센티브를 형성하였다고 한다.³³⁾

³¹⁾ 독일의 DCGK 및 회사지배구조 개선에 대해서는, 김건식 등(21세기 회사법 개정의 논리-2006년 법무부 상법개정작업 기초실무 자료(기업재무편))(소화출판사, 2007).

³²⁾ PIRC Ltd, *Compliance with the Combined Code* (London, PIRC, September 1999) (Rickford, 앞의 논문, pp. 481에서 재인용).

³³⁾ Rickford, 앞의 논문, pp. 479-480.

5. 영국 통합기준의 경제적 효율성

기준이 광범위하게 준수된다는 것만으로는 기준이 회사성과의 향상이라는 경제적 효율성을 초래하였다는 증거는 될 수 없다. 회사지배구조와 회사성과의 상관관계에 관한 연구는 광범위하게 이루어졌는데, 그 결과가 불확실하거나 상반되는 경우가 많다.

Franks와 Mayer의 연구는 영국에서 회사의 성과부진과 경영진에 대한 제재(경영진의 교체)와 이사회에 개방성(이사회에 비업무집행이사의 수)³⁴⁾ 간의 상관관계를 미국과 대비하여 분석하였는데, 영국에서 상관관계가 높지 않음을 발견하였다.³⁵⁾ Millstein과 MacAvoy는 이사회에 개방성과 회사의 성공 사이에 명백한 상관관계가 있는 것으로 보인다는 연구결과를 발표하였다.³⁶⁾ 그렇지만 양자가 동시에 나타난다는 것이 반드시 인과관계가 있다고 단정할 수는 없다. Franks와 Mayer는 영국에서 성과부진 회사에서 CEO의 교체와 비업무집행이사인 이사회회장의 존재 간에 강한 정의 연관관계가 있다는 실증연구를 발표하였다. 이는 미국의 연구에서도 마찬가지였지만 미국에서는 이사회회장과 CEO의 분리의 경우가 많지 않으므로 일반화 될 수 있는 결론인가는 명확하지 않다.

회사법개정검토 과정에서 위임을 받아 이루어진 실증연구에서도 일치된 의견이 없다는 점이 확인되었고,³⁷⁾ 이 실증연구보고서를 갱신하는 보고서에서도 비업무집행이사가 회사의 성과부진에 대한 제재에서 중요한 역할을 하고 있지 못하다는 점이 지적되었다.³⁸⁾

34) ‘이사회에 개방성(board openness)’은 비업무집행이사가 이사회 의장이나 선임이사(lead director)인가, 독립적 이사만의 별도의 정기적 회의 여부, 이사회와 경영진간의 관계에 대한 공식적인 규정이나 가이드라인의 존재에 따라 결정된다.

35) J. Franks & C. Mayer, *Governance as a Source of Management Discipline*, National Bank of Belgium Working Papers-Research Series (2002).

36) I. M. Millstein and P. W., MacAvoy, “The Active Board of Directors and the Large Publicly Traded Corporation”, 98 *Columbia Law Review* 1282 (1998).

37) J. Cook & S. Deakin, *Empirical Evidence on Corporate Control*, ESRC Center for Business Research, Cambridge (1999), pp. 5-34 (Rickford, 앞의 논문, p. 483에서 재인용).

38) Updating survey by S. Letza and P. Hardwick (Rickford, 앞의 논문, p. 484에서 재인용).

Ⅲ. 법규제와 소프트 로의 관계

1. 회사지배구조 규율 방향 설계시 고려요인

앞에서도 살펴본 바와 같이 회사지배구조에 관해서는 강행법규제의 확대방향과 소프트 로에 의한 규율 유지의 방향이 대조되고 있다. SOX로 대표되는 법규제의 확대에 대해서는 지배구조선택의 유연성 상실로 인한 비효율을 우려하는데 반하여, 소프트 로에 의한 규율에 대해서는 강행성 부족으로 인하여 필요한 지배구조 개선이 이루어지기 어렵다는 비난을 한다. 이하에서는 이러한 충돌과 비용을 살펴보기로 한다.

(1) 지배구조 선택의 유연성의 요청

좋은 회사지배구조가 어떠한 것인가는 당해 회사, 그 회사가 처해 있는 환경, 동일한 회사의 경우에도 시간의 경과에 따라 다를 수 있다.³⁹⁾ 회사의 규모라든가, 회사 조직이 얼마나 복잡한가, 다수의 분산된 주주가 존재하는 회사인지 또는 주식의 소유가 집중되어 있는 회사인가, 신생회사인가 아니면 성숙단계의 회사인가, 회사의 발전전략이나 외부자금조달의 필요성 등등의 요인에 따라 회사의 성과를 제고할 수 있는 지배구조는 차이가 날 수 밖에 없다. 또한 그 회사가 속해 있는 사회 및 국가의 경제적, 정치적 환경이나 법체계, 기타 사회규범에 의해서도 효율적인 지배구조는 달라진다. 또한 시간의 경과에 따라 효율적 지배구조는 진화한다.

이처럼 객관적으로 최상의 지배구조는 존재하지 않으므로 가장 적절한 지배구조를 선택할 수 있는 유연성이 인정되어야 한다. 이러한 특성을 무시한 획일적 기준의 강제(one-size-fits-all)는 결국 과잉규제 또는 과소규제가 될 가능성이 크다.

소프트로는 회사지배구조 선택의 유연성을 살릴 수 있다는 점에서는 강행법규제보다 효율적이다. ‘준수 또는 설명’ 방식은 단순한 ‘기준점’ 방식보다는 유연성

³⁹⁾ Weil & Gotshal & Manges LLP, Comparative Study of Corporate Governance Codes Relevant to the European Union and Its Member States on behalf of the European Commission, Internal Market Directorate General Final Report & Annex I-III (2002.1), p. 68; L. Van Den Bergh, “Do Good Governance Recommendations Change the Rules for the Board of Directors?”, in *Capital Markets and Company Law* (ed. by Klaus J. Hopt & Eddy Wymeersch, (Oxford University Press, 2003).

이 제약될 것이나, 규준을 준수하지 않는 것이 합리적이라고 시장에서 받아들여지는 경우에는 시장에 의한 제재가 없을 것이므로 유연성의 제약의 정도는 크지 않을 것이다. Arcot과 Bruno의 연구결과, 즉 불준수에 대하여 양질의 설명을 한 경우가 형식적으로 준수한 것으로 표시하는 것(box-ticking compliance)보다 회사의 좋은 성과와 더 높은 관련이 있다는 것⁴⁰⁾은 이러한 점을 뒷받침한다.

강행법규제는 위반에 대해 법적 제재 때문에 강행법상의 기준과 다른 지배구조를 택하기 어렵고, 따라서 과잉규제·과소규제의 비효율을 피하기가 힘들다. 물론 강행법규정으로 개입하는 경우에도 유연성을 유지하기 위한 방법을 강구할 여지가 없는 것은 아니다. 단일 규정이 아니라 복수의 규정을 정하여 회사가 선택을 할 수 있도록 하는 것이 일례이다. 그러나 여기에는 입법자의 제도 고안 능력의 한계와 비용 증가의 문제가 있어서, 많은 경우 이러한 선택을 하기가 쉽지 않을 것이다.

(2) 강행성

소프트 로는 준수를 하지 않는 경우에 대한 직접적 제재가 없으므로 강행법규제가 소프트 로에 의한 규제보다 효과적 강제가 가능하다는 점을 강행법규제 확대의 근거로 주장할 수 있다. 그러나 소프트 로의 경우에도 자발적 준수의 유인이 존재하고, 강행법규제가 형식적으로는 준수가 되고 있는 것으로 보이지만 실질적으로는 규제가 없는 것과 마찬가지로인 경우가 있다는 점, 강제되는 회사지배구조가 과연 효율적인가에 대한 보장이 없다는 점 및 비용에 대한 고려가 필요하다.

1) 자발적 준수의 유인 및 한계와 ‘준수 또는 설명’ 방식

소프트 로의 경우에도 투자자들에 의한 시장의 압력으로 자발적 준수가 이루어질 수 있다. 기업지배구조 관련 규준들은 많은 경우 투자자 관련 기관에서 공표되므로, 규준을 공표한 기관과 관련된 투자자들은 당해 기관의 규준의 준수 여부를 투자판단에서 고려한다.⁴¹⁾ 투자자와 무관한 기관이 공표한 규준이라고 할지

⁴⁰⁾ Sridhar R. Arcot & Valentine G Bruno, “One Size Does Not Fit All, After All: Evidence from Corporate Governance”, mimeo, *Financial Markets Group, London School of Economics* (2006), Available at http://fmg.lse.ac.uk/upload_file/757_s_Arcot.pdf

⁴¹⁾ Weil, Gotshal & Mange LLP, 앞의 보고서, p. 69.

라도 회사지배구조개선의 효과가 있는 규준의 준수 여부에 대한 정보가 시장에서 이용 가능한 경우에는 시장에서의 투자자들의 평가를 통하여 준수가 촉진될 것이다. 유럽에서는 회사의 성과와 지배구조에 대한 정보가 점점 증가하고 있다고 한다.

정보의 제공은 회사의 공시에 의해서도 이루어질 수 있고, 지배구조 규준에 대해 투자자에게 자문을 하는 사업이나 주주에 의한 감독 단체와 평가기관 등의 등장에 따라⁴²⁾ 이들에 의해 이루어질 수 있는데, 자발적 공시도 증가하는 추세이고, 연금이나 기관투자자들의 의결권 행사 공시가 증가하고 각종 평가기관 등도 증가하고 있다.⁴³⁾

이와 같이 자발적 준수의 유인이 존재하고 준수압력이 증가하고 있지만, 여기에는 한계가 있다. 무임승차 문제로 인하여 투자자들의 감독의 유인이 크지 않고, ‘주식보유자(shareholder)’라기보다 ‘주식거래자(share trader)’의 성격을 가지는 주주가 많은 상황에서 이러한 주주들이 회사지배구조 관련 규준의 준수에 대한 관심이 있을지는 의문이다.⁴⁴⁾ 또한 기관투자자에 의한 개입은 몇 개의 기관투자자가 연합을 하여야 하는 경우가 있는데, 그 경우에는 증권법이나 회사법상의 ‘공동보유자(group acting in concert)’에 해당되는 것이 아닌가 하는 우려가 있어 감독의 장애가 될 소지가 있다. 또한 기관투자자가 투자대상회사와 다른 사업상의 관계를 가지는 경우, 예를 들자면 일정 기관이 회사의 연금의 관리자를 하거나 회사 재무나 M&A에 관한 자문을 하는 경우 등과 같이 투자기관으로서의 이익과 사업관계상의 이익이 충돌하는 경우에는 감독보다는 주식의 매각을 하는 것이 일반적이다.⁴⁵⁾ 앞에서 언급한 것처럼 자발적 준수의 전제 조건은 정보가 제공되어야 한다는 것인데, 자발적 공시가 증가하고 있는 추세라고는 하지만, 회사 지배구조에 관한 정보 공시를 할 유인이 크지 않은 경우라면 정보비대칭이 발생할 우려가 있고 이는 자발적 준수의 한계로 작용할 것이다.

여기서 영국은 ‘준수 또는 설명’ 방식을 통하여 정보제공을 강제함으로써 강행 법규제와 ‘기준점’ 제공을 하는 소프트 로를 결합시킨 새로운 방식을 창안하였다. 공시의무의 부과는 결국 비용이 소요되므로 그 이익과의 비교를 통해 제도 선택

42) Ibid; Rickford, 앞의 논문, p. 481.

43) Ibid.

44) Weil, Gotshal & Manges LLP, 앞의 보고서, pp. 68-69.

45) Rickford, 앞의 논문, p. 487.

여부를 결정하여야 할 것이다. 비용에 대해서는 뒤에서 보기로 한다.

2) 실질적 강제력의 부족의 문제

일반적으로 강행법규제는 공식적 제재가 뒷받침 되므로 강한 강제력이 인정된다고 하지만, 반드시 그러한 것은 아니다. 강행법규정에는 특정적이고 구체적 명령 또는 금지를 하는 것도 있지만(rule), 일반적이고 추상적인 기준(standard)을 규정하는 것도 있다. 후자의 전형적 예가 ‘신인의무(fiduciary duty)’라고 할 수 있다. 전자는 위반에 대한 판단이 쉬우므로 쉽게 강제력을 발휘할 수 있다. 그렇지만 후자는 사법에 의한 해석이 전제가 되어야 한다. 신인의무는 미국에서는 ‘충실의무(duty of loyalty)’와 ‘주의의무(duty of care)’로 이해되고 있는데 주의의무위반에 대해서는 책임이 인정된 사건이 거의 없다는 점에서⁴⁶⁾ 매우 낮은 책임의 기준(liability standard)과 높은 수준의 주의가 기대되는 행위기준(standard of conduct)이 괴리되어 있다.⁴⁷⁾ 따라서 위반에 대한 제재 즉, 책임위협이 거의 없으므로 실제적으로는 법규정이 없는 것과 거의 동일하다. 그렇다고 하여도 완전히 자발적으로 준수여부를 결정할 수 있는 것은 아니다. Smith v. Van Gorkom 사건처럼 예외적으로 책임을 지게 되는 경우가 있기 때문이다.⁴⁸⁾

46) 주의의무 규정의 역사는 오래 되었지만 실제로 소송이 제기된 것은 최근이다. 델라웨어에서 최초로 이사의 주의의무가 인정된 사건은 1963년의 Graham v. Allis-Chalmers Manufacturing Co., 188 A.2d 125 (1963)이다(Henry Ridgely Horsey, “The Duty of Care Component of the Delaware Business Judgment Rule”, 19 *Del. J. Corp. L.* 971 (1994)). 그 이후 1970년대에 사건이 없고, 최초로 책임을 인정한 사건은 1985년 Smith v. Van Gorkom 판결이다. 그 이후 책임을 인정한 판결은 존재하지 않는다.

47) Melvin A. Eisenberg, “Corporate Law and Social Norm”, 99 *Colum. L. Rev.* 1253 (1999); Edward Rock & Michael L. Wachter, “Islands of conscious Power: Law, Norms and the Self-Governing”, 149 *U. Pa. L. Rev.* 1619 (2001). pp. 1665-1686.

48) Smith v. Van Gorkom 488 A.2d 858 (Del., 1985) 사건에서는 부주이나 중과실은 있지만, 사기, 위법 또는 이익충돌은 없었으므로 주의의무에 관한 전통적인 법리에 의한다면 당연히 책임이 부정되었어야 할 사건이었다. 그런데 책임이 인정되자 여러 가지 이유에서 이를 비난하는 견해들이 제기되었다. Rock & Wachter는 이 사건은 일반적인 주의의무 사건과는 약간 차이가 있다는 이유로 판결의 결론을 정당화하였다. 게임의 최종 순간(end of game)에는 의무위반으로 얻을 수 있는 이익이 막대한 경우에 이를 억제할 경영진 시장, 명성 등의 시장압력이 작동하지 않으므로 책임을 인정하는 것이 정당화된다고 하고 있다. Van Gorkom 사건에서는 Van Gorkom이 은퇴를 앞두고 있었으므로 바로 게임의 최종순간에 있었다고 할 수 있다는 것이다(Edward B. Rock & Michael L. Wachter, “Islands of Conscious Power: Law, Norms, and the Self-Governing Corporation”, 149 *U. Pa. L. Rev.* 1619 (2001)).

한편 영국의 통합규준은 위에서 살펴본 바에 의하면 일견 상당한 강제력을 가지고 있는 것으로 보인다. 그러나 통합규준도 일반적인 조항의 경우에는 형식상으로 준수가 잘 되고 있는 것으로 보이는 경우에도 실질은 그러하지 아니한 경우가 많다. 예를 들어 ‘독립’이사에 관한 조항의 준수 여부를 판단할 때 통합규준에서 요구하는 ‘독립성’은 매우 모호하고 추상적이기 때문에 실제로는 독립성을 결여한 이사로도 독립이사로 구분되어 규정의 준수가 이루어졌다고 표시되는 경우가 있다는 것이다. 이러한 형식적 준수(box-ticking)는 회사지배구조 향상에 영향을 미치지 못한다. PIRC가 자체적으로 설정한 합리적으로 엄격한 요건에 따라 통합규준의 독립이사에 관한 조항의 준수여부에 대해 조사한 결과, 거의 3분의 1의 회사가 독립이사가 과반수이어야 한다는 요건을 채우지 못한 것으로 나타났다. 또한 보수위원회의 3분의 1만이 전원 독립이사로 구성되었고, 이사 후보추천위원회의 43%만이 과반수의 독립이사를 갖춘 것으로 나타났다.⁴⁹⁾

여기서 알 수 있는 것은 단순히 법규제나 소프트 로이냐가 준수의 정도를 결정하는 결정적 기준은 아니라는 것이다.

3) 비효율적 지배구조 강제의 문제

일정한 회사지배구조의 강제는 강제되는 특정 지배구조가 효율적인 경우에만 정당성을 가질 수 있다. 그런데 특정 지배구조가 효율적인 것인가는 판단하기가 어렵다. Millsten과 MacAvoy의 “능동적이고 독립적인 이사회가 회사의 성과에 관련이 있다는 경제적 증거를 찾는 것은 불가능하다”는 경고가 단적으로 나타내듯이, 실증적인 연구를 통하여 경제적 효과를 측정하는 것은 근본적으로 쉽지 않은 일이다.⁵⁰⁾ 미국에서 이사회에 관한 실증연구에 의하면 사외이사의 비율과 회사의 성과의 관계에 관한 체계적인 경향은 단정할 수 없다고 한다. 또 이사회의 구성과 기업 성과와의 관계를 실증적으로 명확하게 하는 것의 곤란함이 지적되기도 한다.⁵¹⁾ 앞의 영국의 통합규범의 효율성에 대한 연구에서도 이 점에 대한

⁴⁹⁾ Chris Riley, “The Juridification of Corporate Law”, in *The Reform of United Kingdom Company Law* (ed. by John de Lacy, Cavendish Publishing Limited, 2002), pp. 195-196.

⁵⁰⁾ I. M. Millstein and P. W. MacAvoy, “The Active Board of Directors and the Large Publicly Traded corporation”, 1998 *Colum. L. Rev.* 1282.

⁵¹⁾ Bhagat and Black, “The uncertain Relationship between Board Composition and Firm Performance”, 54 *Bus. Law.* 921 (1999).

의견의 일치가 이루어지지 못하고 있다는 점이 지적되었다. 특정 지배구조의 효율성이 불확실한 상황에서 이를 강행법으로 강제하는 것은 바람직하지 않은 측면이 있다.⁵²⁾

(3) 비용

회사지배구조에 대한 강행법규제는 정보의 수집 및 이해 비용(cost of becoming informed)을 감소시킬 수 있다. 투자자는 투자판단의 결정에서 회사의 지배구조를 감안할 수 있는데, 회사의 지배구조가 강행법규제에 의해 규율되는 경우에는 이것이 일종의 표준양식(standard form)이 되어 정보를 수집하고 이해하는 비용을 한 번만 지급하면 다른 투자대상회사의 판단에서도 이를 이용할 수 있기 때문이다. 반면에 소프트 로에 의한 규율에서는 투자자는 각 투자마다 정보의 수집 및 이해 비용을 지급하여야 한다. 이 중 ‘기준점’ 방식은 ‘준수 또는 설명’ 방식의 경우보다 정보수집비용이 더 많이 소요될 것이다. 일반적으로 소프트 로에 의한 규율에 강행법규제보다 더 많은 정보수집 이해비용이 소요된다고 할 수 있지만, 소프트 로에 의한 규율에서도 그 준수율이 높은 경우에는 그 지배구조가 표준양식화 하기 때문에 강행법규제와의 비용 격차가 줄어들 것이다.⁵³⁾

다음으로 규제비용을 살펴보자. 회사 및 국가가 부담하는 규제비용은 소프트 로의 경우가 저렴하다. 강행법규제의 경우에는 국가가 정책고안비용, 집행비용, 시장남용을 감시하는 비용 등을 포함하는 강제비용(enforcement cost)을 부담하여야 한다. 게다가 회사도 내부통제를 하는 것과 같이 회사의 관행을 감독하고 평가하고, 새로운 지배구조를 실행하고, 공시를 해야 한다. 뿐만 아니라 강행규제 위반에 대한 이사 및 임원 책임 보험의 보험료도 숨은 비용이 될 것이다. 그러나 소프트 로에 의한 규율의 경우에는 회사의 준수 비용과 국가의 강제비용이 훨씬 감소할 것이다.

총체적으로 따져 보면 소프트 로에 의한 규제가 강행법규제보다 저렴할 가능성이 크다. 규제비용은 소프트 로의 경우가 저렴하고, 강행법규제의 이익인 최소한의 기준 설정, 준수의 강화, 투자자의 정보 수집 및 이해 비용의 감소는 위에서 살펴본 바와 같이 소프트 로의 경우에도 어느 정도 실현될 수 있기 때문이다.⁵⁴⁾

⁵²⁾ George S. Dallas & Hal Scott, 앞의 메모, pp. 6-7.

⁵³⁾ Anita Indra Anand, “An analysis of Enabling vs. Mandatory Corporate Governance: Structures Post-Sarbanes-Oxley”, 31 *Del. J. Corp. L.* 229, 241 (2006), pp. 241-242.

2. 법규제와 소프트 로의 상호 관계

(1) 소프트 로가 법규제 해석의 기준이 될 가능성

영국에서는 최근 이사의 주의의무에 대해 판례에서 객관적 해석을 하는 경향이 있다. 이러한 경우에는 주의의무를 해석하고 적용하는데 있어서 업무집행이사 와 비업무집행이사, 이사회 의장 등 각 이사의 지위에 따른 객관적 역할이 무엇인가, 이러한 역할의 일환으로 이사의 주의의무를 완수하기 위하여 구축하여야 할 회사지배구조가 무엇인가가 문제될 가능성이 있다. 이 경우에 법원은 통합규준이 회사 내부에서의 이사의 역할과 회사를 위하여 구축되어야 할 회사지배구조의 측면에서 이사에게 기대되는 바를 나타낸 것이라고 판시할 가능성도 점차 지고 있다.⁵⁵⁾

그러나 실제로 이러한 방향의 해석이 이루어질 가능성은 크지 않으리라고 한다. 왜냐하면 통합규준이 현재 너무 추상적이고, 규준이 모든 회사에 적용되는 것이 아니라는 점을 규준 자체에서 강조하고 있기 때문이다.⁵⁶⁾

(2) 법규제에 의한 소프트 로 준수 환경 제공

소프트 로에 의한 규율을 중시하는 경우에도 그 준수 환경을 제공하는데 있어서 법규제는 중요한 역할을 한다는 점에 유의할 필요가 있다. 영국에서는 보고나 외부감사와 같은 공시의 측면과 제재의 측면에서 법규제의 역할이 강화되고 있다. DTI가 통합규준의 계속적 검토 및 장래의 내용에 대해 큰 관심을 가지고 있다는 점은 회사법개정검토(Company Law Review) 과정에서 발간된 정부의 백서에도 잘 나타나 있다.⁵⁷⁾ 기대의 표명은 그것이 달성되지 못하는 경우에는 직접적인 개입의 가능성이 있음을 시사하므로 이에 의한 압력이 적지 않을 것이다.⁵⁸⁾

⁵⁴⁾ Ibid, pp. 242-243.

⁵⁵⁾ Riley, 앞의 논문, p. 190.

⁵⁶⁾ Ibid., p. 191

⁵⁷⁾ Modernising Company Law, Cm 5553 (2002. 7), Part 2, Para 5.12.

⁵⁸⁾ 野田 博, “コーポレート・ガバナンスにおける法と社會規範について”, ソフトロー研究 제1호 (2005), 119면.

IV. 결 론

기업지배구조가 어떠한 요인에 의해 결정되는가에 관해 전통적인 법경제학에서는 주로 시장과 법규제에 의한 인센티브에 관심을 두고 설명해 왔다. 현재까지 미국의 회사법학계의 지배적 주류는 회사는 회사의 다양한 참가자들의 ‘계약의 망(nexus of contracts)’⁵⁹⁾으로서 회사법은 기본적으로 표준규정(default rule)을 제공함으로써 당사자들이 모든 세부적 사항에 대해 협상을 하고 발생가능성이 희박한 사항들에 대해 예측할 필요가 없도록 하여 거래비용을 감소시키는 것이라고 본다. 이러한 수권(enabling) 모델은 미국이나 영국 회사법의 기본이 되었다.

그러나 최근 엔론 사의 대규모 분식회계 등의 회사스캔들에 대한 대응으로 등장한 SOX는 수권모델에서 법규제의 확장으로의 중심이동 가능성을 시사하였는데 반하여, 영국에서는 소프트 로에 의한 규율을 중시하는 입장을 견지하였다. 이러한 규율 방향의 차이는 소프트 로에 대한 관심이 증대되는 계기가 되었다.

따라서 이 글에서는 우선 영국의 통합규준(the Combined Code)에 대하여 고찰하였다. 특히 일반적으로 소프트 로의 약점이라고 지적되는 강제력의 부족을 보완하는 방안으로서, 규준의 준수 여부를 공시하고 이를 따르지 않는 경우에는 설명을 하도록 함으로써 자발적 준수라는 기본적 특징을 유지하면서도 구속력을 제고한 ‘준수 또는 설명’이라는 새로운 접근방식에 대해 살펴보았다. 그리고 영국 통합규준에 대한 이해를 바탕으로 우리나라의 규율방향을 선택하는 경우에 고려되어야 할 요인을 고찰함으로써 사고의 틀을 제공하고자 하였다.

양자의 선택에서 가장 기본적으로 고려되어야 할 것은 회사지배구조 선택의 유연성 요청과 효율적인 지배구조의 강제 요청의 조화에 있다. 어떠한 것이 가장 효율적인 지배구조인가에 대해 단정적이고 확실적인 답은 있을 수 없고 이는 각 회사의 상황에 따라 차이가 난다는 점을 무시하는 것은 과잉규제인 동시에 과소규제가 된다는 점과, 일반적으로는 강행법규제의 강제력이 더 높다고 할 수 있지만 여러 가지 변칙이 존재한다는 것과, 소프트 로에 의한 규제비용이 저렴하다는 측면을 고려할 필요가 있을 것이다.

⁵⁹⁾ Michael C. Jensen & William H. Meckling, “Theory of the Firm: Managerial Behavior, Agency costs and Ownership Structure” 3 *J. fin. Econ.* 305, 311 (1976);, Eugene F. Fama, “Agency Problems and the Theory of the Firm” 88 *J. Pol. Econ.* 288, 290 (1980).

미국과 영국을 모범으로 삼는 여러 국가들이 많은 경우 영국의 방식을 따르고 있다는 것,⁶⁰⁾ 소유가 집중된 유럽대륙 국가에서도 영국과 유사한 방식을 택하는 경우가 많다는 점, 또한 런던에 상장하는 회사가 증가하는 경향이 있다는 점은 위의 고려와 관련이 있을 것으로 생각된다.

다만 우리나라의 상황과 관련하여 특히 주의하여야 할 점은 우리나라의 법체계와 기타 사회 및 문화규범의 환경에서 지배주주와 소수주주의 이익충돌에서 소수주주의 이익이 희생되는 대리인 비용이 너무 큰 경우에는 소프트 로의 약한 강행성이 충분한 억제가 될 수 있을 것인지에 대한 검토가 필요하는 점이다. La Porta 등은 각 국가의 법체계가 회사의 지배구조와 성과에 미치는 영향을 비교 조사한 기념비적인 연구에서⁶¹⁾ 효율적인 투자자보호를 하는 법체계와 강제수단을 가진 국가의 자본시장이 발전하였다는 비교연구를 발표하였다. 그러나 투자자보호의 강행법규제를 강화한다고 하여도 더 이상 자본시장의 발전이 촉진되지 않거나 발전하기는 하나 체감하는 비율로 발전하는 경계지점이 있을 것이다. 매우 강력한 투자자보호 법규제를 가진 미국의 경우에는 투자자보호법규제를 증가시킨다고 하여도 이에 상응하는 효율을 올리지 못할 수 있다.⁶²⁾ 반면에 그 이전 단계에서는 강제수단의 효용이 클 수가 있다. 이러한 측면에서 Winter의 “법규제에 의한 개입은 주주에 대한 수익을 일반적으로 감소시킬 수 있고 이 비용은 이익충돌거래나 경영부실의 감소와 비교형량하여야 한다”⁶³⁾ 언급에 주목할 필요가 있다.

주제어: 회사지배구조, 소프트 로, 자율규제, 통합규준, 통합준칙, 통합규범, 준수 또는 설명

⁶⁰⁾ Ruth V. Aguilera, Igor Filatotchev, Howard Gospe & Gregory Jackson, King's College London Department of Management Research Papers Number 41 - An Organizational Approach to Comparative Corporate Governance: Costs, Contingencies, and Complementaries (First Draft: May 31, 2006 Revised December 22, 2006), p. 30 (available at <http://www.kcl.ac.uk/schools/sspp/mgmt/research/paper42.html>, 2007.3.5 방문).

⁶¹⁾ Rafel La Porta, Florencio Lopez-de-Silanes, Andrei Shleifer & Robert W. Vishny, “Legal Determinants of External Finance”, 52 *J. Fin.* 1131 (1997).

⁶²⁾ Mark J. Roe, “Political Determinants of Corporate Governance: Political Context, Corporate Impact (Oxford University Press, 2003), pp. 18-20.

⁶³⁾ Ralph K. Winter, Jr. “State Law, Shareholder Protection, and the Theory of the Corporation”, 6 *J. Legal Stud.* 251, 261 (1977).

<Abstract>

Legal Rules and Soft Law in Corporate Governance

Youngshin Yoon*

The corporate governance models of US and UK have influenced many countries around the world. After the Enron scandal in the US, merit regulation on corporate governance by mandatory legal rules was enhanced by enacting Sabanes-Oxley Act. On the other hand, UK kept on the soft law approach on corporate governance suggested first by the Cadbury Committee. In the UK, listed companies are required by the Listing Rules to disclose whether they comply with the Code or explain the reason in case of the deviation from the Code. This 'comply or explain' approach has been followed by many countries, including Germany.

In this article, the merits and weaknesses of these two comparable approaches on corporate governance regulation are analyzed to provide some implications in designing the regulations on corporate governance of Korean companies.

Key word: legal rules, soft law, self-regulation, private-ordering, corporate governance, the combined code, comply or explain

* Assistant Professor, College of Law, Chungnam National University