

〈논문〉

## 주주와 경영진의 이상한 권력투쟁\*

金 和 鎮\*\*

### 요 약

회사법은 주주와 경영진 사이에서 발생하는 대리인 비용을 통제하기 위한 법이다. 이 대리인 비용은 지배주주가 존재하는 회사에서도 발생한다. 지배주주는 경영진을 가장 효과적으로 통제하지만 스스로의 경제적 이익이 회사의 경제적 이익과 다를 수도 있기 때문이다. 이 논문은 대규모의 자본집적을 가능하게 하고 그로부터 발생하는 의사결정의 비효율을 제거하기 위해 생성된 주식회사 소유와 경영의 분리가 주주와 그 대리인인 경영진간의 권력투쟁을 야기시켰다는 시각을 제시한다. 이 권력투쟁의 결과는 회사법의 도처에서 주주총회와 이사회간의 권한배분에 관한 규칙을 중심으로 나타난다. 우리 상법은 미국 델라웨어 주 회사법과 같이 경영진의 권한을 강화하는 선택을 하고 있는데 이는 물론 경영진의 사적 이익 추구를 장려하고자 해서가 아니라 주주 전체의 이익을 위해서이다. 그러나, 여기서 발생하는 경영진의 사적 이익 추구는 대리인 비용을 증가시키므로 상법은 주주제안권을 중심으로 한 소수주주권, 주식양도자유의 원칙 등 제반 원칙을 통해 그를 제어하려고 한다. 주주의 의결권은 그 과정에서 가장 기초적인 역할을 수행한다. 주주와 경영진간의 권력투쟁은 소유가 분산된 주식회사의 경영권 분쟁과 적대적 M&A 상황에서 가장 극단적인 형태로 드러난다. 이 논문은 전반적으로 상법이 소수주주권을 강화하는 동시에 경영권 방어에 있어서는 경영진의 행동의 자유를 강화해 줌으로써 주주와 경영진간의 권력이 균형을 추구해야 한다고 지적한다.

주제어: 소유와 경영, 이사회, 주주총회, 의결권, 국민연금, 경영권 분쟁, 상법개정안, 포이즌 필

\* 이 논문은 서울대학교 법학발전재단 출연 법학연구소 기금의 2009학년도 학술연구비의 보조를 받았음.

\*\* 서울대학교 법과대학·법학대학원 부교수.

## I. 서론

상법 제393조는 그 제1항에서 ‘중요한 자산의 처분 및 양도, 대규모 재산의 차입 … 등 회사의 업무집행은 이사회에 결의로 한다’고 규정하고 그 제2항에서 ‘이사회는 이사의 직무의 집행을 감독한다’고 규정하며, 제389조 제1항은 ‘회사는 이사회에 결의로 회사를 대표할 이사를 선정하여야 한다. 그러나 정관으로 주주총회에서 이를 선정할 것을 정할 수 있다’고 규정하며, 제361조는 ‘주주총회는 본법 또는 정관에 정하는 사항에 한하여 결의할 수 있다’고 규정함으로써 법률상 주식회사의 소유와 경영을 분리시키고 회사의 경영을 이사회와 경영진에게 맡긴다. 기업형태로서의 주식회사의 사업이 주주의 대리인인 경영자를 통해 운영된다는 특성과 그것을 법률적으로 표현한 위 규정들은 현대 주식회사의 4대 특성, 회사법의 4대 원칙들 중 기능적으로 가장 중요한 것이다.<sup>1)</sup> 이 원칙에 의해 사업상의 제반 결정은 소수의 전문가들에 의해 효율적으로 내려지게 되고 회의체의 공동의사결정이 불가능할 정도로 많은 수의 주주들이 회사에 참여하더라도 회사는 목적사업을 영위할 수 있게 된다.

우리 상법은 제361조가 잘 보여주듯이 제정 당시에 이사회에 권한을 강하게 설정하는 선택을 한 법이다.<sup>2)</sup> 그러나, 당시 우리 나라 기업들에 있어서 소유와 경영이 잘 분리되어서 주주총회의 회의체 의사결정기구로서의 비효율성 때문에 회사의 사업을 이사회가 담당하도록 하고 그 때문에 이사회에 권한을 강하게 설

1) 다른 세 가지 특성은, 주식회사는 ① 독립된 법인격을 보유하고, ② 그에 투자하는 주주는 개인 재산으로 회사의 채무에 대해 책임지지 않으며, ③ 자유롭게 주식을 양도함으로써 투자를 회수할 수 있다는 것 등이다. 주식회사의 이 네 가지 특성은 점차 법원칙의 지원을 받게 됨으로써 회사형태의 사업조직이 더 공고해지게 되었다. 우리 회사법도 이 네 가지 특성을 법원칙으로 확인한다. ① 상법 제171조 제1항은 ‘회사는 법인으로 한다’고 규정하여 회사에 법인격을 부여하고 있다. ② 상법 제331조는 ‘주주의 책임은 그가 가진 주식의 인수가액을 한도로 한다’고 규정하여 주주유한책임의 원칙을 천명한다. ③ 상법 제335조 제1항 전단은 ‘주식은 타인에게 이를 양도할 수 있다’고 규정하여 주식양도자유의 원칙을 천명한다. 회사법의 4대 기초 원칙에 대하여, Henry Hansmann & Reinier Kraakman, “What is Corporate Law?,” in: Reinier Kraakman et al. eds., *The Anatomy of Corporate Law 1* (Oxford University Press, 2004); Robert C. Clark, *Corporate Law 1-34* (Little, Brown and Company, 1986) 참조. 4원칙에 대한 역사적인 설명으로는, Paul G. Mahoney, “Contract or Concession? An Essay on the History of Corporate Law,” 34 *Georgia Law Review* 873 (2000) 참조.

2) 이철승, **회사법강의** 제16판(박영사, 2009), 392-393.

정했다고 보기는 어려울 것이다. 우리나라 기업들에 있어서 서구형의 소유와 경영 분리가 사회현상 내지는 정책과제로 등장한 것은 1970년대 이후라고 생각된다. 오히려 당시로서는 주주총회와 이사회를 명료하게 대비시킬 필요성이 없었고 주요 주주와 경영진이 대개 같은 경우를 상정하면서 형식적인 기구적 분류 개념에 입각했을 가능성이 크다. 주주와 경영진이 완전히 일치하는 회사에 있어서 주주총회와 이사회간 권한 배분 문제는 큰 의미를 가지지 못한다. 이는 물론 역사적, 실증적 검증이 필요한 문제이다. 그렇다면 우리 상법은 주식회사 지배구조의 궁극적인 목적이 무엇이라고 여기고 있는가?

## II. 이사회와 경영진의 권한

영미를 포함하여 자본주의 시장경제체제 하의 모든 주식회사의 궁극적인 목표는 회사가 설립된 목적을 중심으로 사업적 성공을 통해 주주들의 경제적 이익을 최대화 하는 데 있다고 여겨진다.<sup>3)</sup> 여기서 종업원을 포함한 다른 이해관계자의 이익을 어떻게 배려할 것인가에 대한 논의가 있으나 법률이 주식회사 이사회와 경영진에게 일정한 권한을 부여한 이유가 이사와 경영자의 사적인 이익 추구를 지원하기 위한 것이라고 볼 근거는 전혀 없으므로 이사회의 역할은 주주의 이익 실현을 위해 법령과 정관에 따른 방식으로 충실하게 업무를 수행하는 것이다. 즉, 법률이 주주의 의결권을 내용과 강도를 어떻게 구성하고 주주총회와 이사회 의 권한을 어떻게 배분하든 그것은 주주의 이익을 도모하기 위한 방법론 상의 문제에 불과하다. 이는 이사회의 권한 강화를 주장하는 학자들에 의해서도 인정된다.<sup>4)</sup> 그러나, 이사회와 경영진은 그 권한을 주주의 이익이 아닌 개인적인 이익이나 기구로서의 이사회, 그룹으로서의 경영진의 이익을 성취하는 데 사용하는 경우가 많기 때문에 그를 견제하기 위해 주주총회의 권한, 주주의 의결권이 필요하다. 즉, 주주의 이익 극대화를 위해서는 이사회와 경영진의 강력한 권한이 보

3) Henry Hansmann & Reinier Kraakman, "The End of History for Corporate Law," 89 *Georgetown Law Journal* 439 (2001); Melvin Eisenberg, "The Conception That the Corporation is a Nexus of Contracts, and the Dual Nature of the Firm," 24 *Journal of Corporation Law* 819, 832 (1999) 참조.

4) Margaret M. Blair & Lynn A. Stout, "A Team Production Theory of Corporate Law," 85 *Virginia Law Review* 247 (1999).

장되어야 하는데 그러다 보면 사익추구가 발생하므로 법률은 두 가지 문제가 동시에 가장 적절한 구조로 해결될 수 있게 만들어져야 하는 것이다. 이에 더하여, 우리나라의 경우처럼 많은 수의 대기업이 경영을 직접 담당하는 지배주주를 가지고 있다면 그러한 나라의 법률은 보다 더 복잡한 과제를 안게 된다. 지배주주가 경영자의 지위를 이용하여 사익을 추구하는 경우 주주의 의결권, 주주총회의 권한을 통해 다른 주주들의 이익이 침해되지 않도록 하는 것은 더 어려운 문제이다.

크게 보아 이 문제에 대한 답은 두 방향에서 나올 수 있다. 첫째는, 경영진의 사익추구 위험이 대단히 크고 회사에 대한 모든 정보를 독점하고 있는 경영진이 그를 주주와 기타 이해관계자들에게 드러나지 않는 방법으로 사용하여 사익을 추구할 수 있으며 그로 인한 회사와 주주의 손해는 포착되기도 어려울 뿐 아니라 포착된다 해도 시기를 놓치는 경우가 많을 것이므로 사전에 주주의 역할 강화를 통해 그를 통제해야 한다는 생각이 있을 수 있다. 특히, 회사가 어려운 상황이 아니라 실적이 좋은 상황에서는 그 누구도 경영진의 사익추구를 심각하게 추적하지 않는다는 것이 이 생각의 중요한 근거이다. 경영진은 사익추구 행위를 경영판단의 법칙의 보호를 받는 사업상의 결정에 섞어 넣는 경향이 있으므로 그를 법원이 통제하는 것은 어렵다. 이 생각에 의하면 현행 법 상의 주주총회와 이사회간 권한 배분이 적절한 것인지를 점검하고 그 답이 부정적인 경우 주주총회의 권한 강화, 주주제안권을 포함한 소수주주권의 강화, 주주 의결권의 존중 등 필요한 조치가 내려져야 한다. 둘째는, 주주의 권한 강화 등 조치는 회사 지배구조 상의 비용을 높이고 비효율을 증가시키며 경영진의 공격적인 사업상 결정을 억제하므로 바람직 하지 않으며 법률은 주주 이익을 극대화 하는 데 필요한 강력한 권한을 경영진에게 부여해야 한다는 생각이다. 이에 의하면 경영진이 사적 이익을 추구하는 경우 그는 소송이나, 적대적 M&A의 위협, 경영자 고용시장 등 장치를 통해 통제할 수 있으며<sup>5)</sup> 그 비효율성은 주주의 권한 강화로 인해 발생하

5) 대리인인 경영자들은 회사의 자본조달 비용을 낮추기 위해 가장 효율적인 회사구조를 선택한다는 가정이 있다. 그러나, 이 가정은 회사 설립이나 외부 투자자 유치시에 그 타당성을 인정 받을 수 있다 해도 경영자들은 일단 투자가 이루어지고 나면 아래에서 논의하는 대리인 비용을 발생시키는 방식으로 행동한다. 이는 비효율적인 경영판단의 형태로 나타나기도 하고 사익추구의 형태로 나타나기도 한다. 그러나, 그럼에도 불구하고, 경영자들은 외부 세력에 회사를 빼앗기지 않으려는 인센티브와 어떠한 경로로 이든 보다 유능한 경영자에게 자리를 빼앗기지 않으려는 인센티브에 의해 효율적인

는 지배구조 내부의 비효율보다는 규모가 적을 것이다. 이러한 두 가지 상이한 생각의 법령 상 차이는 주식회사 합병에 필요한 주주총회 승인 요건이 단순 비교가 다소 어렵기는 하지만 우리 상법에서는 2/3이지만 미국 델라웨어 주 회사법에서는 1/2이라는 것을 통해 잘 드러난다.<sup>6)</sup> 우리 상법 상 주주총회의 합병승인결의 요건을 출석주주 과반수로 변경해야 하는가? 그렇게 하면 경영진의 사업상 결정이 보다 효과적으로 내려지고 집행되어 주주들의 이익이 증가할 것인가? 아니면, 그와 반대로 사익 추구를 숨긴 결정이 보다 수월하게 주주총회를 통과하게 되어(나아가, 그런 결정이 보다 쉽게 유인되어) 주주들의 이익이 침해될 것인가?)

---

회사구조를 선택하려는 경향을 보인다. George G. Triantis, "Organizations as Internal Capital Markets: The Legal Boundaries of Firms, Collateral, and Trusts in Commercial and Charitable Enterprises," 117 *Harvard Law Review* 1102, 1108-1109 (2004) 참조. 또, Philip G. Berger et al., "Managerial Entrenchment and Capital Structure Decisions," 52 *Journal of Finance* 1411 (1997); Jeffrey Zwiebel, "Dynamic Capital Structure under Management Entrenchment," 86 *American Economic Review* 1197 (1996) 참조.

- 6) 휴렛-패커드(Hewlett-Packard: HP)와 컴팩(Compaq)의 합병 사례가 이를 보여준다. HP는 우여곡절끝에 2002년 4월 Compaq과 합병하였는데, 경영진이 추진한 합병에 창업자의 아들이자 대주주가 반대하여 주주총회에서 표대결이 벌어졌다. 주주총회에서는 찬성이 8억 3,790만주, 반대가 7억 9,260만주였기 때문에 간신히 과반수를 넘겨 합병이 승인되었다. 델라웨어주 회사법은 합병승인에 과반수 찬성의 요건을 부과한다. 만일 HP가 뉴욕주 회사였다면 뉴욕주 회사법상의 2/3 찬성 요건을 만족시키지 못해 합병이 부결되었을 것이다. 이 합병에 반대한 주주들의 거의 절반이 창업자 Hewlett과 Packard의 가족 또는 그들이 설립한 재단 보유 주식이었었는데, 따라서 이 사례는 델라웨어주 회사법이 주주들보다는 경영진(HP의 경우 Carly Fiorina 회장)에게 얼마나 유리하게 되어 있는지를 극명하게 보여 주었다. 1886년경까지는 미국의 모든 주들이 합병의 승인을 주주전원의 동의가 필요한 사항으로 정하고 있었으나 이것이 약 100년의 시간이 지나면서 대다수의 주가 주주 과반수의 찬성에 의한 합병승인을 인정하는 것으로 변화한 것이다. 이 사례에 대하여는 버지니아대 경영대학원 사례연구 자료 참조: Robert F. Bruner & Anna D. Buchanan, *The Merger of Hewlett-Packard and Compaq* (UVA-F-1450, 1451, 1452) (SSRN, 2008). 또, 김화진, *소유와 경영* (박영사, 2003), 209-210 참조.
- 7) 이론상, 과반수에 미치지 못하는 의결권의 찬성에 의한 합병은 있을 수 없으므로 1/2이라는 요건이 가장 경영진에게 유리한 회사법의 진화형태인 것으로 볼 수 있을 것이다. 그러나, 상법 제527조의3에 의한 소규모합병은 합병 대상인 소멸회사가 존속회사에 비해 그 규모가 대단히 작을 경우 존속회사의 주주총회 결의를 생략할 수 있게 한다. 이는 주주총회의 합병에 대한 승인권이 부분적으로 더 잠식되는 것을 보여준다.

### III. 주식회사와 대리인 비용

#### 1. 경제학

우선 대리인 비용 문제의 기원부터 생각해 본다. 회사란 무엇인가? 의 문제를 최초로 생각한 경제학자는 아담 스미스(Adam Smith: 1723-1790)이다. 아담 스미스는 회사 형태의 사업조직이 전문화를 촉진하고 생산성을 향상시킬 것이라고 보았다. 그러나, 아담 스미스는 특히 주식회사 형태에 대해 회의적인 시각을 가졌던 것으로 보인다. 스미스에 의하면 주식회사는 경영자를 필요로 하는데 경영자는 소유자보다는 열심히 일하지 않는다. 회사가 커질수록 소유자가 경영자를 감독하고 통제하는 데 어려움이 발생하므로 주식회사 형태는 널리 이용되지 못할 것이다. 이 예측은 빗나갔지만, 스미스는 현대 주식회사의 핵심적인 특성과 문제를 정확히 간파하였다. 그러나, 아담 스미스 이후 경제학자들은 회사를 포함한 경제주체들이 활동하는 시장(market)에 대한 연구에 주로 관심을 기울였고 회사의 본질에 대한 연구에는 별 관심을 보이지 않았으며 회사에 대한 연구는 20세기 후반에 와서야 비로소 활성화 되었다. 그 때까지 경제학자들은 무수한 경제적 활동과 거래가 시장에서뿐 아니라 회사 내부에서도 일어난다는 사실을 간과하였고 그 결과 회사가 존재하는 이유에 대해서도 의문을 갖지 않았던 것이다. 경제학자들의 관심 영역이 경쟁과 독점 등 시장에 관한 것에서 회사의 조직과 기능 등에 관한 것으로 넓혀진 것은 1970년대이다.

회사의 존재이유에 대한 연구는 시카고대학의 로널드 코오스(Ronald Coase)에 의해 탄생하였다. 코오스는 1937년에 발표한 논문을 통해<sup>8)</sup> 경제주체들간의 시장에서의 거래는 거래비용(transactions cost)을 발생시키기 때문에 위계조직과 보상체계를 갖춘 회사라는 조직이 시장보다 효율적인 거래 장소인 경우가 있고, 그 때문에 회사라는 조직이 발생하게 되었다고 결론짓는다. 즉, 회사는 시장과 유사한 기능을 수행한다는 것이다. 단, 회사 내에서는 계약이 조사와 협상을 거쳐서가 아니라 지시와 징계에 의해 체결되는 셈이다. 코오스에 의하면 복잡하고 반복적인 내용의 거래일수록 시장에서는 많은 협상이 필요하며 매수와 매도간의 가장 적절한 가격을 발견하는데 노력이 들어가고 그러한 노력은 종종 낭비로 끝나

<sup>8)</sup> Ronald H. Coase, "The Nature of the Firm," 4 *Economica* 386 (1937). 또, Steven Cheung, "The Contractual Nature of the Firm," 26 *Journal of Law & Economics* 1 (1983) 참조.

게 된다. 즉, 높은 거래비용을 수반한다. 이에 비해 회사는 복잡한 거래를 상대적으로 적은 비용에 이루어질 수 있게 하는 혁신적인 장치이다.<sup>9)</sup> - 여기서, 효율성의 측면에서, 그러면 어떤 유형의 거래는 시장에서의 거래에 적합하고 어떤 유형의 거래는 회사 내부에서의 거래로 하는 것이 적합한가의 의문과, 회사 내부에서의 거래로 구성할 경우 회사 내부의 거래주체들을 어떤 방식으로 조직할 것인가의 문제가 발생하게 된다.<sup>10)</sup>

코오스의 통찰을 보다 구체화 시킨 학자는 버클리대학의 올리버 윌리엄슨이다. 윌리엄슨에 의하면 재원의 소유자인 경제주체들은 거래비용을 절감하고 그로부터 발생하는 효율성을 나누어 갖기 위해 회사와 같은 일종의 계약적인 관계(구조)에 참여하게 된다.<sup>11)</sup> 한편, 재원의 소유자인 경제주체는 타인을 통해 거래하게 되며 그로부터 대리인 비용(agency cost)이 발생한다. 대리인 비용은 회사 내부에서의 거래에서 특히 중요하며 아담 스미스가 오래 전에 지적한 문제를 그대로 보여준다. 즉, 회사 형태의 기업조직은 소유자와 그를 경영하는 경영자가 분리되는 경우 시장에서 절감한 거래비용의 다른 형태인 대리인 비용을 발생시키는 것이다. 여기서는 대리인이 본인의 경제적 이익이 아닌 대리인 자신의 경제적 이익을 극대화 하려는 동기를 가진다는 사실이 전제된다. 이러한 관점에 입각, 마이클 쟈슨과 윌리엄 메클링은 1976년에 발표된 논문에서<sup>12)</sup> 회사란 기업의 생산활동에 소요되는 모든 형태의 재원의 소유자들간 계약의 집적체(complex of

9) 코오스 계열 이론에 대한 대표적인 이견은 하버드대학교 경제학부 하트 교수에 의해 제시되었다. 하트는 회사를 회사가 소유하거나 지배하는 재산권의 집적체로 본다. Oliver Hart, "An Economist's Perspective on the Theory of the Firm," 89 *Columbia Law Review* 1757 (1989); Oliver Hart & John Moore, "Property Rights and the Nature of the Firm," 98 *Journal of Political Economy* 1119 (1990). 하트 계열의 연구로, Raghunan Rajan & Luigi Zingales, "Power in a Theory of the Firm," 53 *Quarterly Journal of Economics* 381 (1998); Eric Orts, "Shirking and Sharking: A Legal Theory of the Firm," 16 *Yale Law & Policy Review* 265 (1998) 참조.

10) 회사를 내부금융시장이라고 보는 시각에 대해 Triantis, 위의 논문 참조.

11) Oliver E. Williamson, *The Economic Institutions of Capitalism* (Free Press, 1985).

12) Michael C. Jensen & William H. Meckling, "The Theory of the Firm: Managerial Behavior, Agency Costs, and Ownership Structure," 3 *Journal of Financial Economics* 305 (1976). 이 이론의 선행연구로, Armen Alchian & Harold Demsetz, "Production, Information Costs, and Economic Organization," 62 *American Economic Review* 777 (1972) 참조. 또, Edward L. Rubin, "Images of Organizations and Consequences of Regulation," 6 *Theoretical Inquiries in Law* 347 (2005); Sharon Hannes, "Images of Organizations and Interfirm Externalities: A Comment on Prof. Rubin," 6 *Theoretical Inquiries in Law* 391 (2005) 참조.

contracts)임을 지적하였다.

회사의 경영자는 정보와 경영능력을 소유한 계약 당사자이며 그를 통해 창출되는 효용을 통해 재산의 소유자인 투자자들과 계약을 체결한다. 그러나, 경영자의 이익과 투자자의 이익은 항상 일치하지는 않기 때문에 필연적으로 대리인 비용을 발생시키게 되고 실제로 회사의 재원을 통제하는 경영자는 그로 인해 회사라는 경제주체의 가치를 극대화 시키지 못하게 된다. 그 외에도, 회사에서는 다수주주와 소수주주간, 회사와 채권자간의 대리인 비용이 발생하며 그로 인해 사회적 후생은 극대화 되지 못한다. 이 대리인 비용 이론은 회사의 본질을 이해하게 해 주는 동시에 회사법과 기업지배구조이론의 과제를 제시해 준다. 회사라는 사업영위 형태는 거래비용을 절감하게 해 주지만 대리인 비용을 발생시킨다. 따라서, 이 형태가 성공적으로 작동하기 위해서는 대리인 비용을 최대한 낮추어야 한다. 회사법 규범의 대부분과 기업지배구조 개선 장치들은 대리인 비용을 발생시키는 이들 경제주체들간의 이해상충 문제를 조정함으로써 그 비용을 낮추기 위한 것이다.

공통의 통제하에 있는 회사의 그룹인 기업집단도 회사가 생성된 것과 유사한 이유에서 생성된다. 개별적인 경제주체들간 시장에서의 거래비용 때문에 회사라는 조직이 발생되었다면 회사들간 시장에서의 거래비용을 낮출 필요도 있게 되고 기업집단은 그 해결 방법의 하나이다. 회사들간 시장에서의 거래비용을 낮추는 첫 번째 방법은 회사들끼리 합병을 통해 시장에서의 거래를 내부화 시키는 것이다. 이는 회사가 발생한 것과 마찬가지로의 메커니즘이다. 두 번째 방법은 회사들마다의 독립성은 유지한 채 공통의 통제하에서 서로 거래하는 것이다. 이는 사실상 한 회사와 같은 경제적 효과를 발생시킨다. 합병을 통해 한 회사로 하지 않고 별개의 회사들을 유지하는 이유는 여러 가지가 있다. 회사의 크기가 지나치게 커지면 조직의 관리 부담에서 오는 비효율성을 포함한 여러 형태의 비효율이 발생한다. 위에서 본 대리인 비용도 점점 더 커지게 된다. 독립성을 유지함으로써 경영자들의 인센티브가 증가하기도 하고 사업별, 사업부분별 독립성 유지가 생산성 제고에 도움이 되기도 한다.<sup>13)</sup> 마찬가지로, 한 개의 회사 내부에서도 하

13) 독립된 법인격의 인정은 주주유한책임의 원칙과 불가분의 관계를 가지지만 실질적으로는 사업상의 효율성을 발생시키는 기초가 되기도 한다. 독립된 법인격은 회사의 영업, 재무, 인사 등 모든 운영의 한 단위가 되기 때문이다. 독립된 법인격, 즉 별개의 사업조직이라는 관념은 그에 투자하고 그를 위해 일하는 사람들에게 고유의 인센티브를 제공하고 별도의 법인격을 가진 다른 사업조직과 차별성을 유지하게 해 준다. 회사



부 사업조직이 하나의 경제적 의미를 갖는 조직으로 정착하여 다른 조직과 거래하는 현상이 나타날 수 있다. 이는 법률이 경계를 획정하는 조직 유형은 아니지만 경제학자들은 그에도 의미를 부여하고 있다.<sup>14)</sup>

## 2. 회사의 소유구조와 대리인 비용

대리인 비용의 개념은 원칙적으로 주주 - 경영자라는 이분법에 기초한 것이다. 즉, 주주가 아닌 순수한 대리인으로서의 경영자를 상정한다. 이는 미국과 영국의 대기업들이 문제의 시발점이기 때문이다. 미국과 영국의 대기업들은 그 규모 때문에 소유가 광범위하게 분산되어 있다. 예컨대, 2008년 말 기준 파이낸셜 타임즈 글로벌500 리스트에 의하면 엑슨모빌(ExxonMobil)이 시가총액 1위로 4,060억 달러를 기록하였다. 70위인 삼성전자가 시가총액 574억 달러이므로 엑슨모빌은 삼성전자의 약 7배 되는 회사이다. 여기서는 어떤 주주도 예컨대 1% 이상, 3% 이상과 같은 지분을 보유할 수 없기 때문에<sup>15)</sup> 주주에 의한 경영자 통제는 불가능하다. 이러한 소유구조 하에서는 주식을 전혀 소유하지 않은 경영자(이를 흔히 전문경영인이라고 부른다)가 사실상 회사를 지배하게 되며 주주가 대리인을 통제하지 못하는 상황에서 어떤 방법으로 대리인 비용을 줄여야 할 것인가 연구 과제였다. 1932년 버얼리(Adolf Berle), 미인즈(Gardiner Means) 두 교수는 공저 ‘The Modern Corporation and Private Property’를 통해 미국의 대규모 공개회사들에 있어서 소유의 분산으로 인해 소유와 경영이 분리되어 있음을 최초로 밝힌 바 있는데<sup>16)</sup> 회사의 소유가 분산되면 주주들은 무력하고 소극적이며

---

법뿐 아니라 모든 법률이 법인격을 단위로 하여 회사의 사회적인 존재의미를 인정하고 그에 상응하는 대우를 행한다. 경제활동의 심리적, 인간적 유대감도 법인격을 기준으로 발생하며 심지어 법인격은 각각의 ‘기업문화’를 발생시키기도 한다. 경제적으로는 이해를 같이하는 기업집단 내에서도 경쟁은 법인격 단위로 이루어지는 것이 보통이다. 그룹 또는 계열회사 내부에서는 그렇지 않으나 시장의 투자자들은 경영진의 실적을 법인격 단위로 인식하며 금융기관, 신용평가회사 등 외부의 이해관계자들도 법인격 단위로 회사를 평가한다.

14) Raghuram G. Rajan & Luigi Zingales, “The Firm as a Dedicated Hierarchy: A Theory of Origins and Growth of Firms,” 116 *Quarterly Journal of Economics* 805, 842-843 (2001). 또, Raghuram G. Rajan & Luigi Zingales, “The Influence of the Financial Revolution on the Nature of Firms,” 91 *American Economic Review* 206 (2001) 참조.

15) 환율을 1,300원으로 계산하면 4,060억 달러는 527조 8,000억원이다. 이 액수의 0.01%가 527억원이다. 투자자의 전 자산이 한 회사에 투자될 수는 없음을 생각해 보면 엑슨모빌 지분 0.01%를 보유하는 투자자의 투자여력은 10배로 생각하면 5,000억원이 된다.

합리적으로 무관심하게 되어 미국 회사들은 아주 작은 수의 주식을 소유하거나 전혀 소유하지 않는 전문경영인들의 지배하에 놓여 있다는 것이었다. 이는 오늘날에도 여전히 타당한 문제의식이다. 특히, 엑스모빌과 같은 거대 회사들은 필연적으로 금융기관과 기관투자자들이 큰 비중으로 투자하게 되는데 이들은 다시 간접투자자인 궁극적인 주주들의 이익을 추구해야 하고, 간접투자자들은 재무적 이익의 실현을 목적으로 하므로 회사의 경영이 단기실적 위주로 이루어지는 문제가 발생한다.<sup>17)</sup> 단기실적 위주의 경영이란 그로부터 보상을 받는 경영진의 사적 이익 추구라고도 볼 수 있다. 즉, 다시 대리인 비용이 발생한다.

한편, 대주주가 직접 회사의 경영에 참여한다면 대주주는 경영진을 직접 통제할 강력한 인센티브를 가지고 있어 별도의 경영진 통제장치가 필요하지 않을 것이다. 그러나, 문제는 대주주의 경제적 이익과 회사의 가치가 정확히 일치하지 않는 것이 현실이라는 데 있다.<sup>18)</sup> 대주주는 회사에 손해가 발생하더라도 자신에게 그 손해의 전부가 귀속되지 않으며 경우에 따라서는 회사의 손해가 자신의 이익으로 연결되는 상황까지 생각할 수 있다. 이로 인해 대주주인 경영자도 대리인 비용을 발생시킨다. 대주주지배 기업에서 대리인 비용 문제가 발생할 가능성은 대주주의 경제적 이해관계가 지배력과 상이할수록 높아진다. 이 수치는 우리나라 대기업들의 경우 각각 8.42%와 29.51%였으므로 그 유리가 심한 것이다. 삼성그룹의 경우 그룹 내 상장회사들에 있어서 이 수치는 각각 1.14%와 13.52%로 나타났다.<sup>19)</sup> 우리나라 기업들의 경영권의 사적 이익 수준도 상당히 높다. 우리나라 기업들에 있어서 기업의 시장가치 대비 경영권의 가치는 약 34% 정도로 계

16) 이 책에 관한 분석으로 William W. Bratton, "Berle and Means Reconsidered at the Century's Turn," 26 *Journal of Corporation Law* 737 (2001) 참조.

17) 김화진, "글로벌 에너지산업과 국제정치," **경제규제와 법** 제2권 제1호(2009) 참조.

18) Ronald J. Gilson & Jeffrey N. Gordon, "Controlling Controlling Shareholders," 152 *University of Pennsylvania Law Review* 785, 785-786 (2003) 참조("The presence of a controlling shareholder reduces the managerial agency problem, but at the cost of the private benefits agency problem. Non-controlling shareholders will prefer the presence of a controlling shareholder so long as the benefits from reduction in managerial agency costs are greater than the costs of private benefits of control.")

19) James Jinho Chang & Hyun-Han Shin, "Family Ownership and Performance in Korean Conglomerates," 15 *Pacific-Basin Finance Journal* 329 (2007). 또, Kee-Hong Bae et al., "Tunneling or Value Added? Evidence from Mergers by Korean Business Groups," 57 *Journal of Finance* 2695 (2002); E. Han Kim & Woochan Kim, "Changes in Korean Corporate Governance: A Response to Crisis," *Journal of Applied Corporate Finance* 47 (Winter 2008) 참조.

산되는데 이는 이태리의 29%보다도 높고 덴마크의 1%, 독일의 9%, 미국의 2% 보다는 대단히 높은 것이다.<sup>20)</sup> 경영권의 사적 이익이 크고 소유와 지배력의 유리가 크므로 대리인 비용의 발생 가능성이 크다고 보아야 한다. 즉, 우리나라 회사들도 대리인 비용 축소를 과제로 가지고 있다.

## IV. 이사회 의 권한

### 1. 법률

상법은 주식회사 이사회 의 권한에 관한 규정을 두고 있고 그 중 일부는 정관의 규정을 통해 주주총회 의 권한으로 할 수 있게 하면서 나머지 사안은 정관으로도 이사회 의 권한에서 박탈할 수 없도록 한다.<sup>21)</sup> 그러한 이사회 의 고유권한으로 이사의 직무집행에 대한 감독권(제393조 제2항)과 중요재산의 처분, 대규모 재산의 차입권(제393조 제1항) 등을 들 수 있다. 이러한 권한은 주주총회 의 권한으로 되어 있는 회사명칭의 변경이나 본점소재지의 변경 등과 같이 현대의 대형 주식회사에게는 기능적으로 지극히 부수적인 사안과 비교하면 회사 의 운명과 주주들의 경제적 이해에 막대한 영향을 미치는 사안에 대한 결정권이다. 경영전략의 결정, 투자전략의 결정과 집행 등이 모두 이 권한의 범위 내에 속한다. 또, 주주총회 의 소집(제362조), 재무제표의 승인(제447조), 사채의 발행(제469조) 등도 이사회 고유의 권한으로서 정관으로 주주총회 의 권한으로 할 수 없다. 반면, 이사회 의 권한에 속하지만 정관으로 주주총회 가 결정하게 할 수 있는 사안은 대표 이사의 선정(제389조 제1항), 신주발행(제416조), 전환사채의 발행(제513조 제2항) 등이다.<sup>22)</sup> 이들 중 특히 주주총회 의 소집권한은 주주와 경영진간의 권한 분배라는 관점에서 큰 중요성을 가진다.<sup>23)</sup> 주주는 법령이 규정하는 범위 내에서만 주주총회 가 개최될 것을 기대할 수 있고 임의로 주주총회 의 개최를 요구하여 의사를 표시할 기회를 갖지 못한다.<sup>24)</sup>

20) Tatiana Nenova, "The Value of Corporate Voting Rights and Control: A Cross-Country Analysis," 68 *Journal of Financial Economics* 325 (2003).

21) 김화진, **이사회** 제2판(박영사, 2007), 25-30.

22) 이철송, 위의 책, 544-549 참조.

23) 같은 뜻으로, 이철송, 위의 책, 397 참조.

24) 상법 제361조와 제362조가 조합되어 만들어 내는 주주 권한에 대한 강력한 제어는 상

법률이 전적으로 이사회에 권한으로 하는 사안과 주주총회의 승인을 받도록 하는 사안간의 경계 확정 기준은 두 가지이다. 첫째, 본인인 주주들은 대단히 중요한 사안에 관한 결정은 직접 내리고 싶어하며, 둘째, 직접 결정을 내리는 경우에도 그에 필요한 능력을 갖춘 경우에만 그렇게 한다. 따라서, 합병이나 기타 중요한 사안에 있어서는 전적으로 대리인인 이사회에 권한을 부여하지 않게 되고 일상적인 사업운영에 관한 결정에 있어서는 분산된 다수의 주주들이 결정을 내릴 능력이 없으므로 그는 이사회에 맡기고 주주들은 투자에 관한 큰 결정에만 직접 관여하게 된다.<sup>25)</sup> 세계 각국의 회사법은 정도의 차이는 있으나 대체로 이러한 대리인의 결정에서 발생하는 잠재적 비용의 논리에 따라 주주총회와 이사회간의 권한을 배분하고 있다. 그러나, 서두에서 언급한 바와 같이 경영진의 사적 이익 추구 가능성 때문에 이러한 권한 배분은 항상 유동적인 형태로 나타나고 있으며 미국의 경우 효율성의 논리가 우세한 결과 경영진의 권한이 증가하고 있고 법률상 주주의 권한으로 유보되어 있는 사안들도 그 세부적인 내용에 있어서는 주주의 권한을 약화시키는 방향으로 변화되고 있다.

## 2. 실제

더 중요한 문제는 법령 상의 이러한 이사회에 권한이 아니라, 주주총회의 권한으로 되어 있는 사안들에 있어서도 실질적인 권한은 이사회에 있게 되는 현실이다. 주주총회에서 주주들이 승인하게 되는 안건은 이사회가 선정한다. 주주총회의 가장 고유한 권한인 이사 선임권도 이사회가 후보를 추천하는 과정을 통해 명목상의 것으로 변질될 수 있다. 주주들의 경제적 이해관계에 가장 직접적인 영향을 주는 회사의 합병, 분할 등 구조변경에 관한 사안도 그 기획, 내용 등 모든 측면을 이사회가 통제하고 이사회가 가장 적절하다고 생각하는 내용의 안건이 주주총회에 회부된다.<sup>26)</sup> 그리고, 사외이사들은 사업상의 중요한 기획과 결정 과정에 참여하지 않고 사후적으로 그를 검토, 승인하기 때문에 주식회사의 궁극적인 권력은 경영진이 보유하게 되는 것이다. 주주들은 이러한 실질적으로 제한된

---

법 제365조 제1항, 제2항과 상법 제366조에 의해 부분적으로 완화된다.

25) William T. Allen & Reinier Kraakman, *Commentaries and Cases on the Law of Business Organization* 429-431 (Wolters Kluwer, 2003).

26) Dale A. Oesterle & Alan R. Palmiter, "Judicial Schizophrenia in Shareholder Voting Cases," 79 *Iowa Law Review* 485, 501-506 (1994) 참조.

권력을 다시 주주총회라는 시간적, 공간적인 제약 하에서만 행사할 수 있다. 주주총회는 보기에 따라서는 시대착오적인 메커니즘이며<sup>27)</sup> 소수의 주주가 지리적으로 가까운 장소에 거주하던 초기 자본주의 시대의 기구가 아직도 특별한 대안을 찾을 수 없어 건재 하는 것이다. 주주는 주주총회라는 제약을 벗어나기 위해 서면투표나 위임장의 작성 등 추가적인 장애물을 넘어야 하는데 그러한 방식의 의사표시조차도 주주총회라는 기구를 통해서만 유효하게 인정된다. 주주총회는 경영진의 준비와 절차진행에 따르며 주주의 의결권 행사에 효력을 부여하거나 거부하는 것도 경영진의 일원인 주주총회 의장의 권한이다. 주주는 사후적으로 법원의 구제에 의존할 수 있을 뿐이다.

## V. 대리인 비용 통제와 주주의 의결권

### 1. 의결권의 의의

이렇게 상법이 이사회 중심의 권력구조를 설정하고 주주들의 제한된 권력도 그나마 실질적으로도 잠식되고 있으나, 그럼에도 불구하고 이사회와 경영진의 권한은 무한한 것이 아니며, 회사의 정관과 회사법 내의 다양한 원칙과 집행 메커니즘에 의한 통제를 받는다. 그리고, 무엇보다도, 대리인인 이사회와 경영진은 본인인 주주들의 법률적 통제 하에 있다. 이 통제는 평상시에는 위력을 발휘하지 못하지만 한계상황이나 분쟁상황에서는 그 위력을 발휘한다. 대리인들을 통제하는 주주들의 권한은 의결권(right to vote), 주식을 타인에게 양도할 권리(right to sell), 소송제기권(right to sue), 정보청구권(right to information) 등으로 분류된다.<sup>28)</sup> 주주들의 이러한 권리는 상호 작용하면서 이사회와 경영진을 통제하는 기능을 발휘하는데, 그 중에서도 이사를 선임, 해임할 수 있고 회사의 중요한 구조 변경 등에 대해 최종적인 의사를 표시할 수 있는 의결권이 가장 직접적이고 효과적인 통제 수단이다. 주식회사의 주주는 법령과 정관이 정하는 주주총회의 권한 내에 속하는 사항에 대해 의결권을 행사함으로써 그 의사를 표시하여 주주총회를 통해 표현되는 주주 공동의 의사형성에 참여하게 된다. 개별 주주의 그러한

27) Oesterle & Palmiter, 위의 논문, 507 참조.

28) Clark, 위의 책, 93-105; William Allen et al., *Commentaries and Cases on the Law of Business Organization* 177-179 (2<sup>nd</sup> ed., Wolters Kluwer, 2007) 참조.

의사형성에의 참여는 주주총회에의 참석, 서면투표, 전자투표, 타인에 대한 위임장의 교부에 의한 참석 등 다양한 형태로 나타나며 참여의 강도 내지 폭은 주주가 보유한 주식의 수에 비례하여 결정된다. 한편, 의결권은 주주총회에서 행사되므로 주주총회 밖에서 의결권과 유사한 기능을 하는 소수주주권도 같은 범주에 포함시켜 생각할 수 있다.

회사법의 역사를 주주총회와 이사회에의 ‘권력투쟁’이라는 시각에서 보는 경우 주식회사 주주의 의결권에 관한 이론과 실무는 회사법의 역사에서 가장 핵심적인 위치를 차지하며 주식회사라는 사회경제의 부가가치 창출 수단을 어떻게 조직하고 운영할 것인가의 문제를 다룸에 있어서 중요한 연구 대상이다. 주주의 의결권에 관한 법률의 취급은 회사 내에서뿐 아니라 회사가 포함되어 있는 한 경제단위 전체의 정치구조에도 영향을 미친다. 의결권은 회사의 경영권을 좌우하는 매개체이며 큰 회사의 경영권은 그 회사가 속해 있는 공동체의 재산적 역량과 그로부터 파생되는 정치권력을 배분하는 데도 무시할 수 없는 영향력을 보유하기 때문이다. 한 사회의 경제적 계층들간의 이해충돌도 회사의 지배구조와 그를 결정하는 회사법 원칙들의 지배 하에서 전개되며<sup>29)</sup> 의결권은 그를 변화시킬 수도 있고 고착시킬 수도 있는 장치이다.

## 2. 지배구조와 의결권

주주의 의결권은 기업지배구조 논의에 있어서 세 가지 의미를 가질 수 있다. 첫째, 주주의 수가 적은 폐쇄회사(close corporation)에 있어서 주주의 의결권은 사실상 사업상의 의사결정 도구이다. 폐쇄회사에서도 형식적으로는 소유자인 주주와 경영자인 이사회가 분리되지만 주주와 경영자는 실질적으로 동일한 실체이므로 주주의 의결권이 사업상의 결정권이다.<sup>30)</sup> 둘째, 서구의 기업지배구조론이 전통적으로 연구의 초점을 맞추어 온, 소유와 경영이 완전히 분리된 대규모 상장회사의 경우 주주는 회사의 사업상 결정에 참여할 만한 정보와 인센티브를 공히

29) 이 관점은 하버드 법대의 로 교수가 대표한다. Mark J. Roe, *Political Determinants of Corporate Governance: Political Context, Corporate Impact* (Oxford University Press, 2003). 또, Peter A. Gourevitch & James Shinn, *Political Power and Corporate Control: The New Global Politics of Corporate Governance* (Princeton University Press, 2005) 참조.

30) Stephen M. Bainbridge, “The Case for Limited Shareholder Voting Rights,” 53 *UCLA Law Review* 601, 602 (2006).

결여하고 있으므로 주주의 의결권은 명목상의 권리에 불과해 지는 경향이 있다. 서구의 학계에서는 이 문제를 둘러싸고 주주의 의결권을 현재보다는 더 실효적이고 직접적인 것으로 할 것인지에 대한 논의가 진행되고 있다.<sup>31)</sup> 물론, 소유와 경영이 완전히 분리된 회사의 경우에도 이사회와 경영진의 권한은 주주의 의결권을 그 정치적 기반으로 한다고 이해되어 있다.<sup>32)</sup> 셋째, 영미를 제외하고는 대기업의 소유와 경영이 완전히 분리되어 있지 않으며 대기업들을 포함하여 거의 대부분 기업들에 지배주주가 존재하는 것으로 밝혀지고 있는데<sup>33)</sup> 그러한 기업에 있어서 지배주주는 회사의 사업상 결정에 참여하는 데 필요한 정보를 보유하고 있고 그에 대한 인센티브도 가지므로 의결권은 강력한 경영자 통제장치의 역할을 한다. 이 경우 지배주주의 의결권은 해임을 포함하여 경영자에게 제재를 가할 수 있다.<sup>34)</sup>

우리나라 대기업들에는 지배주주가 존재함에도 불구하고 상법은 소유와 경영이 분리된 회사의 모델을 규제체제의 근간으로 설정하고 있다. 이러한 상법의 태도에 더하여, 자본시장법은 주주의 의결권 행사를 통한 회사 사업상 결정에의 관여를 다각도로 제한한다.<sup>35)</sup> 우선 자본시장법은 이른바 5% 규칙을 통해(제147조 내지 제151조) 주요주주와 그 그룹의 주식보유 현황을 보유목적, 자금원 등과 함께 상세히 공시하도록 하고 있다. 이는 다량의 주식보유를 견제하는 역할을 하며 이로써 경영자의 입지가 강화된다. 또, 자본시장법은 주주들간의 연대에 의한 집단적 의사형성에 대해 위임장권유규제를 통한 제약을 가하고 있다(제152조 내지

31) 예컨대, Lucian A. Bebchuk, "The Case for Increasing Shareholder Power," 118 *Harvard Law Review* 833 (2005); Stephen M. Bainbridge, "Director Primacy and Shareholder Disempowerment," 119 *Harvard Law Review* 1735 (2006); Leo E. Strine, Jr., "Toward a True Corporate Republic: A Traditionalist Response to Bebchuk's Solution for Improving Corporate America," 119 *Harvard Law Review* 1759 (2006); Lucian A. Bebchuk, "Letting Shareholders Set the Rules," 119 *Harvard Law Review* 1784 (2006) 참조. 추가적인 문헌은, 김화진, "기업 경영권 시장과 헤지펀드," **서울대 학교 법학** 제48권 제1호(2007) 236, 263 참조.

32) Bainbridge, 위의 논문, 602 참조.

33) Ronald J. Gilson, "Controlling Shareholders and Corporate Governance: Complicating the Comparative Taxonomy," 119 *Harvard Law Review* 1641 (2006); Ronald J. Gilson, "Controlling Family Shareholders in Developing Countries: Anchoring Relational Exchange," 60 *Stanford Law Review* 633 (2007).

34) Bainbridge, 위의 논문, 602.

35) 이는 미국법과의 대비를 통해 더 명확하게 이해할 수 있다. Bainbridge, 위의 논문, 617-619 참조.

제158조). 이는 5% 규칙에 의한 주주정보 공시와 더불어 경영진에게 유리하게 작용하는 메커니즘이다. 일단 정보를 제공하고 주요주주가 되었다 하더라도 주주는 구체적인 주주총회에 있어서는 2차적인 행동의 제약을 받는 셈이다. 나아가, 자본시장법에 의한 내부자거래규제와(제174조, 제175조) 단기매매차익반환제도(제172조) 주요주주의 재무적 인센티브를 감소시킨다. 주요주주는 일반주주에 비해 내부정보에 접할 기회가 많고 그 때문에 대규모의 자금을 고정시키게 되는데 내부정보를 활용하는 것이 위법이기 때문에 그러한 혜택을 활용할 수 없다. 단기매매차익반환제도는 주요주주로 하여금 주식의 거래 자체를 단념하게 하는 효과를 발휘한다. 자본시장법의 이 세가지 장치는 주주의 의결권을 원천적으로 약화시킴으로써 회사의 경영자 지배를 촉진하는 역할을 수행한다.

### 3. 과제

주주의 의결권을 어떻게 이해하고 그에 관한 시각을 어떻게 정립하는가에 따라 기업지배구조 상의 중요한 문제들에 대한 입법론과 해석론이 달리 도출된다. 현행법의 주주제안권은 그 행사 요건과 행사 범위가 적정한가? 현행법의 소수주주권은 그 행사 요건과 행사 대상 사안이 적정하게 설정되어 있는가? 집중투표제도를 원칙으로 하는 현행법의 태도는 타당한가? 주주의 의결권을 제한하는 제반 규정은 타당한가?<sup>36)</sup> 정관을 변경하여 주주의 의결권 행사에 법령상의 제약 외의 추가적인 제약을 도입하는 것이 허용되어야 하는가? 초다수의결권제도를 도입해야 하는가? 자본시장법의 지분공시제도는 강화되어야 하는가? 위임장권유제도는 적절한 규제강도에 의해 운영되고 있는가? 회사의 주주에 대한 경영정보제공의무를 도입할 것인가? 포이즌 필(poison pill) 등의 경영권 방어장치를 도입하는 경우 그 설정과 가동에 주주의 개입을 어느 정도로 허용할 것인가? 이러한 문제들은 크게는 한 가지로 다시 요약할 수 있다. 주주는 주주총회를 통해 이사를 선임하고 해임하며 회사의 중요한 구조변경에 대해 결정권을 행사함에 더하여 회사의 사업 운영에 보다 직접적인 권력을 행사해야 하는가? 특히, 현행법이 주주총회의 권한으로 하고 있는 정관의 변경, 합병, 영업양도 등의 결의도 실질적으로는 이사회가 그를 입안하여 주주총회에 상정함을 고려하여, 주주가 보다 직접적으로 그러한 안건들을 주주총회에 제출하도록 하여야 할 것인가? 아니면

36) 우리나라 제반 법령상 주주의 의결권 제한에 관한 포괄적인 조사자료가 있다. 최규윤, “주주의 의결권행사 제한제도에 대한 고찰,” **상장협** 제45호(2002) 162.



주주로 하여금 기본적으로 이사회의 구성권한을 통해서만 권력을 행사하게 하고 있는 현행법의 태도가 유지되어야 하는가? 물론, 이러한 문제는 소유와 경영이 완전히 분리되어 있지 않고 지배주주의 존재가 큰 비중을 차지하고 있는 회사의 경우에는 덜 중요한 문제로 여겨질 수 있을 것이다. 그러나, 이 문제는 지배주주의 지분이 작을수록, 그리고 작아질수록 중요해지기 때문에 우리나라 대기업들의 소유구조의 변화에 대비하여 이에 대한 이론적인 논의는 미리 많이 이루어질수록 좋을 것이다.

#### 4. 주식양도자유의 원칙

주주의 의결권 행사는 적극적인 형태의 권력 행사이다. 그러나 소극적인 형태의 의사표시가 훨씬 더 큰 권력행사에 해당하는 경우가 있다. 주주의 주식 처분이다. 주주는 경영진의 경영철학이나 실적, 또는 사익추구 행동에 대해 주식을 양도하고 회사에서 탈퇴함으로써 제재를 가할 수 있다. 이러한 주식의 양도는 회사의 주가를 하락시키고 회사의 자금조달 비용을 상승시키며 그로부터 경영실적의 저하가 초래된다. 경영진에게 주주의 주식처분만큼 부담되는 것은 없는 것이다. 주주의 이러한 권력행사는 주식양도자유의 원칙에 기초하여 행사된다.

상법은 제335조 제1항 전단에서 주식양도자유의 원칙을 천명하여 주주의 권력을 보장한다. 그러나, 다른 한편으로는 주식회사는 그 규모가 작을수록 단체로서의 성격을 강하게 지니므로 원치 않는 주주의 참여를 막을 수 있게 할 필요도 있다. 상법은 주식양도자유의 원칙을 예외적으로 수정하여 정관에 주식의 양도에 이사회의 승인을 받게 할 수 있도록 하며(제335조 제1항 단서) 그로부터 발생하는 주주의 불편과 손해를 방지 내지 감소시키는 데 필요한 여러 규정을 둔다(제335조의2 내지 제335조의7). 여기서 주주의 권력에 대한 경영진의 견제가 어느 정도 가능해진다.<sup>37)</sup>

37) 한편, 주주유한책임의 원칙이 없다면 주식양도자유의 원칙도 큰 의미를 갖지 못할 것이다. 주식이 양도될 때마다 새로운 주주의 자력에 대한 평가가 이루어져야 하기 때문이다. 그러나, 주주유한책임의 원칙은 새로운 주주가 누구인지를 중요치 않게 해 준다. Frank Easterbrook & Daniel Fischel, "Limited Liability and the Corporation," 52 *University of Chicago Law Review* 89, 94-97 (1985) 참조.

## VI. 주주평등의 원칙과 1주 1의결권의 원칙

우리 상법에서는 명문의 규정 없이 해석상으로만 인정되고 있으나 예컨대 독일 주식법(Aktiengesetz) 제53a조는 “주주는 동일한 조건 하에서는 평등하게 대우하여야 한다.(Aktionäre sind unter gleichen Voraussetzungen gleich zu behandeln.)”고 규정함으로써 주주평등의 원칙을 천명하고 있다.<sup>38)</sup> 여기서 주주평등이라고 함은 주주평등을 의미하고 회사의 지배에 관하여 그 대표적인 발현 형태는 주주의 주주총회에서의 의결권 행사는 주식마다 평등한 취급을 통하여 행해진다는 것이다. 이렇게 주주가 회사의 지배구조에 대해 갖는 비례적 이익이 평등하다는 원칙에서 1주 1의결권의 원칙이 파생되어 나온다.<sup>39)</sup> 상법은 제369조 제1항에서 ‘의결권은 1주마다 1개로 한다’고 규정하여 1주 1의결권의 원칙을 표방하는데 이는 우리나라 주식회사 지배구조의 근간을 이루는 규정들 중 하나이다.

1주 1의결권의 원칙은 경제적으로 효율적인 원칙으로 평가된다.<sup>40)</sup> 이 원칙이 대리인 비용을 통제하는 효과를 발휘하는 것으로 이해되기 때문이다.<sup>41)</sup> 1주 1의결권 원칙이 경영권 시장의 기능을 제고한다는 주장이 있으며<sup>42)</sup> 대주주가 있는 회사에서는 1주 1의결권이 대주주의 경영진에 대한 통제에 필요하다는 주장이 있다.<sup>43)</sup> 나라마다 차이는 있으나 1주 1의결권의 원칙은 대다수 국가에서 기본적인 회사법 원칙으로 설정되어 있다. 그러나, 1주 1의결권 원칙은 현대의 대규모 주식회사 등장과 함께 그 가치를 인정받은 원칙이며 회사 발달 역사의 초기에는 정치적 의사결정에 있어서와 같이 1주주 1의결권 원칙이 통용되었다.<sup>44)</sup> 이는 초

<sup>38)</sup> Dirk A. Verse, *Der Gleichbehandlungsgrundsatz im Recht der Kapitalgesellschaften* (Mohr Siebeck, 2006) 참조.

<sup>39)</sup> 문헌: Joel Seligman, “Equal Protection in Shareholder Voting Rights: The One Common Share, One Vote Controversy,” 54 *George Washington Law Review* 687 (1986); Guido Ferrarini, “One Share – One Vote: A European Rule?,” 3 *European Company & Financial Law Review* 147 (2006) 참조.

<sup>40)</sup> Bernard Black & Reinier Kraakman, “A Self-Enforcing Model of Corporate Law,” 109 *Harvard Law Review* 1911, 1945-1946 (1996).

<sup>41)</sup> Frank Easterbrook & Daniel Fischel, *The Economic Structure of Corporate Law* 63-89 (Harvard University Press, 1991).

<sup>42)</sup> Sanford Grossman & Oliver Hart, “One Share – One Vote and the Market for Corporate Control,” 20 *Journal of Financial Economics* 175 (1988).

<sup>43)</sup> Andrei Shleifer & Robert Vishny, “Large Shareholders and Corporate Control,” 94 *Journal of Political Economy* 461 (1986).

기 자본시장에서 주주의 수가 많지 않은 폐쇄회사가 주종을 이룬대도 기인하며, 의결권의 행사 방법이 주주들의 회합에서의 거수였기 때문이기도 한 것으로 보인다.<sup>45)</sup> 1주주 1의결권 원칙은 19세기 전반에 걸쳐 통용되다가 일부 회사들이 1주 1의결권 원칙을 주주별 의결권 상한(예컨대 주주당 10개의 의결권)과 함께 도입하기 시작하였다. 프랑스에서는 소액주주에게 의결권을 인정하지 않기도 했으며 영국, 독일에서는 대주주의 의결권이 일정한 수준에서 제한되었다. 이는 정치적인 원칙인 1주주 1의결권 원칙을 경제적인 원칙인 1주 1의결권 원칙이 대체해 가는 과도기적 현상이었던 것으로 여겨진다.<sup>46)</sup>

1주 1의결권 원칙을 최초로 법제화한 나라는 미국이다. 1897년에 델라웨어 주 헌법은 주식회사의 이사를 선임하는 경우 주주들의 의결권은 보유 주식수마다 1개로 한다고 규정하였다. 그러나, 이 규정은 곧 개정되었는데 델라웨어 주는 정관이 다르게 규정하지 않는 한 1주 1의결권의 원칙이 적용된다는 법률을 제정하여 이것이 오늘날 델라웨어 주 회사법전에 그대로 남아있다.<sup>47)</sup> 즉, 1주 1의결권 원칙은 임의규칙이다. 다른 주들도 유사한 태도를 취한다. 그러나, 뉴욕 주와 같이 이를 강행규정으로 하는 주도 있다.<sup>48)</sup> 미국에서 1주 1의결권 원칙이 회사법전에서 대개 임의규정임에도 불구하고 많은 기업들이 이를 채택하기 시작한 것은 주주들의 압력이나 다른 정치적 이유가 그 원인이 아니고 뉴욕증권거래소의 역할 때문이다. 1926년에 뉴욕증권거래소는 무의결권보통주식의 상장을 금지하는 결정을 내렸는데 당시 기업지배구조는 복수의결권주식, 의결권 신탁 등의 장치를 통해 구성되고 있었으며 예컨대, Dodge Brothers는 발행주식의 2% 미만을 보유하고 있던 투자은행인 Dillon Read의 지배 하에 있었다.<sup>49)</sup> 당시에 발표된 학술 논문 한편이 이 문제를 거론하고 있다.<sup>50)</sup> 이러한 관행에 대한 여론의 비판이 점

44) Shaun Martin & Frank Partnoy, "Encumbered Shares," 2005 *University of Illinois Law Review* 775, 781-782 참조.

45) Katharina Pistor et al., "The Evolution of Corporate Law: A Cross-Country Comparison," 23 *University of Pennsylvania Journal of International Economic Law* 791, 819 (2002) 참조.

46) Martin & Partnoy, 위의 논문, 783 참조.

47) Martin & Partnoy, 위의 논문, 783 참조.

48) Martin & Partnoy, 위의 논문, 783-784 참조.

49) Joel Seligman, 위의 논문, 694.

50) W.H.S. Stevens, "Shareholders' Voting Rights and the Centralization of Voting Control," 40 *Quarterly Journal of Economics* 353 (1926).

증하자<sup>51)</sup> 뉴욕증권거래소는 의결권에 대한 차등을 부정적으로 평가하고 무의결권보통주식의 상장을 금지하는 결정을 내린다.<sup>52)</sup> 여기서 1주 1의결권 원칙이 새로운 의미를 가지고 그 위치를 굳혀나가게 되었다. 1주 1의결권 원칙은 일시적으로 포기되기도 했고 포드자동차나<sup>53)</sup> 뉴욕타임즈 주식의<sup>54)</sup> 경우처럼 예외가 인정되기도 했으나 현재까지 뉴욕증권거래소 상장규정의 근간을 형성한다.<sup>55)</sup>

주주와 경영진의 권력관계 측면에서 주주평등의 원칙과 1주 1의결권 원칙이 가지는 의미를 평가하는 것은 쉽지 않다. 소유가 광범위하게 분산된 회사에 있어서 1주 1의결권 원칙은 1주주 1의결권 원칙보다는 주주들에게 다소 유리하게 작용하는 민주적인 원칙으로 기능할 것이다. 소유가 집중된 회사에 있어서 이 원칙은 소수주주들에게 확실히 유익한 기능을 할 것으로 보인다. 순환출자나 기타 사실상 의결권의 수를 증가시키는 방법을 사용하지 않는 한 지배주주 경영자의 파워는 투입한 자본의 규모에 비례한다. 이 원칙을 벗어나기 위해 복수의결권 주식을 발행하기 위해서는 제도가 그를 허용하더라도 소수주주들의 양해나 지배구조에 대한 무관심이 필요하다.<sup>56)</sup> 그리고, 복수의결권 주식은 주식의 보유자에게 통

51) 김화진, “투자은행의 역사,” **증권** 134호 (2008) 94, 110 참조.

52) John C. Coffee, Jr., “The Rise of Dispersed Ownership: The Roles of Law and the State in the Separation of Ownership and Control,” 111 *Yale Law Journal* 1, 38 (2001) 참조.

53) Robert B. Thompson, “Collaborative Corporate Governance: Listing Standards, State Law and Federal Regulation,” 38 *Wake Forest Law Review* 961, 977 (2003) 참조. 포드자동차 복수의결권에 대해서는, 김화진·송옥렬, **기업인수합병**(박영사, 2007), 370-371 참조.

54) Martin & Partnoy, 위의 논문, 785 참조.

55) Martin & Partnoy, 위의 논문, 785-787 참조. 상법 제369조 제1항 자체는 이 규정을 정관으로 배제할 수 있는지에 대해 침묵하고 있어서 학설이 이 규정을 강행규정으로 해석하고 있다. 그러면, 이 규정은 왜 강행규정인가? 그에 대해 학설은 특별한 이유를 들지 않는다. 필자는 이 규칙이 임의규칙으로 해석될 수 있다고 오래 전에 주장한 바 있다. 김화진, **M&A와 경영권** 개정증보판(박영사, 1999) 제6장 참조. 동 원칙은 회사법 내 규정의 강행/임의규정 판별기준을 제시한 컬럼비아 법대 고든 교수의 4 유형 테스트에 의한 강행규칙 유형의 어디에도 해당되지 않는다. Jeffrey Gordon, “The Mandatory Structure of Corporate Law,” 89 *Columbia Law Review* 1549 (1989). 즉, 절차규칙도 아니며 주주와 경영진의 권한분배에 관한 규칙으로 보기도 어렵고 회사의 경제적 구조변경과 관련되는 규칙도 아니다. 따라서 동 원칙은 정관으로 그 적용을 배제할 수 있고 복수의결권주식의 발행이나 주주별 의결권 상한 설정은 현행 상법 하에서도 가능하다고 본다. 복수의결권주식은 상법의 개정을 통해 도입하려는 준비가 진행되고 있고 필자가 여러 곳에서 이미 언급한 바 있으므로 여기서는 더 이상의 논의는 생략한다.

56) 김화진·송옥렬, 위의 책, 364-377 참조.

상 경제적인 양보를 요구한다. 법무부에서 준비 중인 상법개정안은 3개의 의결권을 상한으로 하는 복수의결권 주식 제도를 도입하려고 하는데 초안에 의하면 회사 설립 시의 정관에 규정을 두거나 주주 전원의 동의를 얻어야 그를 발행할 수 있다고 하므로 주주들의 권력에 치중한 방향이 설정된 것이다.

## VII. 경영권 분쟁

### 1. 경영진의 권력

주주와 그 대리인인 경영진간의 권력투쟁은 경영권 분쟁이 발생하는 경우 가장 이해하기 어려운 형태로 진행된다. 소유가 분산된 회사에 있어서 예컨대, 10% 정도의 지분을 보유한 주주가 등장하여 경영진을 교체하고자 하는 경우, 경영진은 해당 대주주의 의사가 전체 주주의 의사와는 다르다는 이유로 경영진 교체 시도에 저항할 수 있을 것이다. 그러나, 예컨대, 30~40%의 지분을 보유한 주주가 경영진의 교체를 시도한다면 경영진이 그에 저항할 수 있는 명분은 무엇인가? 대리인은 본인의 판단에 오류가 있다는 이유로 대리인의 지위를 유지할 수 있는가? 경영진은 여기서 10~20%의 지분을 보유한 다른 대주주의 지지를 받음을 이유로 저항할 수 있는가?

서구의 많은 기업들은 제도상의 지원에 의해 위에서 논한 1주 1의결권 원칙을 벗어날 수 있으며 그에 따라 복수의 의결권을 보유한 주식을 발행할 수 있다. 이를 통해 회사의 수익과 자산에 예컨대 10%의 이해관계를 가진 주주가 지배구조에는 50%의 이해관계를 가지는 일이 발생한다. 이런 지배구조 하에서는 극단적으로 90%의 재무적 이해관계를 가지는 주주가 10%의 재무적 이해관계를 가지는 경영진을 교체할 수 없다. 이를 가능하게 하는 법률은 어떻게 설명될 수 있는가? 우리 나라도 상법개정을 통해 보통주식에 복수의 의결권을 부여하고자 하는데 이를 경영진의 주주 전체의 경제적 이익 추구 의무와 부합하는 방식으로 설명할 수 있는가? 아니면 이는 경영진의 사적 이익 추구 위험성을 지나치게 높이기 때문에 바람직하지 못한 움직임인가?

대주주의 경영진 교체에 가장 극적으로 저항하였고 성공을 거둔 경영진의 사례는 구치(Gucci)이다.<sup>57)</sup> 1999년 1월에 프랑스의 LVMH(루비통)가 구치의 지분 34.4%를 취득하였는데 이에 대해 경영진은 방어를 결심하였다. 경영진은 우선

우리사주조합을 결성해서 다량의 신주를 발행해 줌으로써 LVMH의 지분을 희석시키려 시도하였다. 구치는 우리사주조합에 약 3,700만주를 발행하였고 LVMH의 지분은 25.6%로 희석되었다. 이에 대해 LVMH는 구치의 설립국인 네덜란드 암스테르담의 법원에 소송을 제기하였지만 구치의 경영진은 이를 통해 시간을 벌어 PPR(프랭탕)과의 제휴를 성사시켰다. 이에 의해 PPR측은 구치 지분의 40%에 해당하게 되는 신주를 30억불에 인수하고 LVMH의 지분은 다시 21%로 희석되었다. LVMH는 여러 가지 각도에서 구치의 경영진이 취한 방어조치를 무효화하기 위한 법적 조치를 강구하였고 암스테르담 법원은 우리사주조합에 대한 신주의 발행이 위법하다는 판결까지 내렸으나(네덜란드 대법원은 2000년 9월 27일 암스테르담 법원의 판결을 파기하였다) 구치는 성공적으로 경영권을 방어하였다. 2001년 9월 구치-루비통-프랭탕간에 화해협약이 체결되어 모든 소송은 취하되었고 PPR은 LVMH로부터 구치 지분의 8.6%를 인수하였다. LVMH는 2001년 12월에 구치 지분의 잔량 11.5%를 크레디 리요네에 처분하고 구치로부터 완전히 철수하였다. 이 사건은 다른 주주의 원조를 받아 경영진이 대주주에게 저항한 사건이기는 하지만 초기에는 다른 대주주가 존재하지 않았으므로 도움을 준 주주는 경영진이 새로 만들어 낸 주주이다. 새로 주주를 만들어 낼 수 있는 권력을 법률이 경영진에게 부여하고 있음과 경영진이 그를 활용할 수 있음이 이 사례가 보여준다. 회사의 경영권은 독립된 법인격을 가진 경제적 에너지의 결집체인 회사의 역량을 경영진의 판단에 따라 활용할 수 있게 하는 권력이며 이 권력은 경영진의 본인인 주주들에서 나오지만 일단 창출되면 독자적인 생명력을 가지고 주주들마저 그를 통제할 수 없어지는 경우가 발생하는 것이다. 경영진에게 부여된 권력은 기업금융상의 권력이지만 기업금융과 지배구조는 의결권이 부착된 주식이라는 매개체로 연결되어 있다. 여기서 금융방법의 지배구조 차원에서의 활용이 허용될 것인가의 문제가 발생하며, 하급심 판결이지만 우리나라의 법원은 그것을 정면으로 인정하는 태도를 보인 바 있다(수원지방법원 여주지원 2003. 12. 12. 선고 2003카합369 판결).

57) 버지니아대 경영대학원 사례연구 참조: Robert F. Bruner et al., War of the Handbags: The Takeover Battle for Gucci Group N.V. (UVA-F-1473) (SSRN, 2008). 또, 김화진, **소유와 경영**(박영사, 2003), 3-12; Sara Gay Forden, *The House of Gucci* (William Morrow, 2000) 참조.

## 2. 포이즌 필

미국의 대기업들이 가장 널리 사용하는 경영권 방어장치인 포이즌 필에 대해서는 이미 많은 논의가 진행되어 있다.<sup>58)</sup> 2005년에 포이즌 필을 도입한 일본에서는<sup>59)</sup> 분쟁을 통해 판례까지 등장하고 있다.<sup>60)</sup> 포이즌 필은 경영진의 사적 이익 추구를 위한 경영권 방어장치가 아니며 주주 전체의 경제적 이익을 위해 활용되어야 하는 도구라는 원칙과 그러나 실제로는 경영진의 사적 이익 추구를 위해 남용될 수 있는 도구라는 시각이 대립한다. 미국에서는 특히 회사가 어려운 상황에 처할 때 포이즌 필의 도입과 사용에 일정한 정도까지 주주들의 개입을 인정하는 경향이 있다. 즉, 주주와 경영진의 권력투쟁이 여기서도 나타난다. 예컨대, 텍사코는 1989년에 회사정리계획에 대한 주주들의 승인을 획득하기 위해 포이즌 필을 폐지하고 주주들이 승인하거나 투자는행이 주주들에게 공정하다고 인정한 내용의 포이즌 필을 채택하기로 하였는데 텍사코의 주주총회에서는 그러한 내용을 포함한 정관개정안이 84.2%의 찬성으로 채택된 바 있다.

법무부가 준비 중인 상법개정안<sup>61)</sup> 신주인수선택권이라는 명칭으로 포이즌 필을 도입하려고 한다. 이에 의하면 회사는 정관으로 주주에게 그가 가진 주식의 종류 및 수에 따라 미리 정한 가액으로 일정한 기간내에 회사에 대하여 신주의

58) 김화진·송옥렬, 위의 책, 345-364 참조.

59) Satoshi Kawai, "Poison Pill in Japan," 2004 *Columbia Business Law Review* 11; Ronald J. Gilson, "The Poison Pill in Japan: The Missing Infrastructure," 2004 *Columbia Business Law Review* 21; William B. Chandler III, "Hostile M&A and the Poison Pill in Japan: A Judicial Perspective," 2004 *Columbia Business Law Review* 45; Hideki Kanda, "Does Corporate Law Really Matter in Hostile Takeovers?: Commenting on Professor Gilson and Chancellor Chandler," 2004 *Columbia Business Law Review* 67 참조. 일본법의 경영권 방어장치 일반에 대하여, 권중호, **일본 적대적 M&A법제의 글로벌화와 시사점**(전국경제인연합회, 2009) 참조.

60) Kenichi Osugi, "Transplanting Poison Pills in Foreign Soil: Japan's Experiment," in *Transforming Corporate Governance in East Asia* 36, 43-51 (Hideki Kanda et al. eds., Routledge, 2008) (일본방송사건과 니레코사건 분석); Osugi, Kenichi, "What is Converging?: Rules on Hostile Takeovers in Japan and the Convergence Debate," 9 *Asian-Pacific Law & Policy Journal* 143, 157-159 (2007) (불독소스사건 분석). 일본의 미국법 계수 일반에 대해 Mark D. West, "The Puzzling Divergence of Corporate Law: Evidence and Explanations from Japan and the United States," 150 *University of Pennsylvania Law Review* 527 (2001) 참조.

61) 송중준, "포이즌 필의 도입과 경영권 방어의 적법기준: 2008년 상법개정초안을 중심으로," **저스티스** 제109호(2009) 161.

발행을 청구할 수 있는 권리를 부여할 수 있으며 이 권리가 신주인수선택권이다. 신주인수선택권을 부여하려는 회사는 정관으로 신주인수선택권의 행사에 따라 발행할 수 있는 신주의 종류 및 발행한도를 정해야 하고 회사의 가치 및 주주 일반의 이익을 유지 또는 증진시키기 위하여 필요한 경우에 한하여 그 정관의 규정에 따라 신주인수선택권을 부여할 수 있으므로 초기 단계에서 주주의 개입을 인정하고 있다. 회사는 신주인수선택권의 행사기간이 개시되기 이전에는 주주총회의 결의 또는 이사회 결의로써 대가를 지급하지 않고 신주인수선택권 전부를 소각할 수 있으므로 이를 주주총회의 권한 사항으로 한다면 주주들이 형식적으로는 포이즌 필을 폐기할 수 있는 것이다. 그러나, 상법개정안은 신주인수선택권의 구체적인 내용에 대해 개별적으로 주주들의 승인을 요구하지는 않으므로 역시 경영진의 권한을 보장해 주는 선택을 하고 있다.

### 3. 파생상품과 의결권의 유상거래<sup>62)</sup>

빌린 주식이라 해도 주주명부에 명의개서가 이루어지면 의결권을 행사할 수 있으며 현재 그에 장애가 되는 규제는 존재하지 않는다. 즉, 1주 1의결권 원칙의 적용으로 차주가 주주총회에서 주당 1개의 의결권을 행사하게 된다. 심지어는 주주명부에 명의개서를 하기 위해 기준일 바로 전 날 주식을 빌리고 기준일 바로 다음 날 주식을 되갚아 주주의 지위를 보유하지 않은 상태에서 주주총회에 출석, 회사의 중요한 구조변경에 대해 결정권을 행사할 수 있다. 주식의 공매도와 대차를 규제해야 하는가에 대해서는 논의가 있어왔지만<sup>63)</sup> 주식의 대차가 발생한 후 대상 주식에 부착된 의결권의 소재에 대해서는 논의가 드물었으나 빌린 주식에 대해서는 의결권을 제한해야 한다는 주장이 나타나고 있다.<sup>64)</sup>

주식의 대차가 아닌 단순한 의결권의 유상거래는 위법이다.<sup>65)</sup> 미국 자본시장의

<sup>62)</sup> Anish Monga, "Using Derivatives to Manipulate the Market for Corporate Control," 12 *Stanford Journal of Law, Business & Finance* 186 (2006).

<sup>63)</sup> Michael R. Powers et al., "Market Bubbles and Wasteful Avoidance: Tax and Regulatory Constraints on Short Sales," 57 *Tax Law Review* 233 (2004); Jonathan R. Macey et al., "Restrictions on Short Sales: An Analysis of the Uptick Rule and Its Role in View of the October 1987 Stock Market Crash," 74 *Cornell Law Review* 799 (1989) 참조.

<sup>64)</sup> Martin & Partnoy, 위의 논문, 794-804 참조.

<sup>65)</sup> 이철송, 위의 책, 437 참조. 문헌으로, Robert Clark, "Vote Buying and Corporate Law," 29 *Case Western Reserve Law Review* 776 (1979); Douglas R. Cole, "E-proxies



초기에는 의결권의 유상거래가 위법하지 않은 시기도 있었으나<sup>66)</sup> 지금은 대다수 국가에서 이를 금지한다. 의결권의 유상거래를 위법으로 취급하는 것은 선거에서 매표를 위법으로 취급하는 데서 유래하는 전통이라고 한다.<sup>67)</sup> 그러나, 의결권의 유상거래가 허용되면 의결권 관련 시장이 형성될 것이며 의결권의 유상거래가 기업 경영권 시장을 보다 효율적으로 만들 것이라는 견해가 있다.<sup>68)</sup> 만일 의결권의 유상거래가 허용되면 현행 제도에 의한 주주의 위임장 캠페인이 그 효과 측면에서 진화하게 되므로 주주의 권력이 증가하게 될 것이다. 그리고, 의결권의 유상거래가 허용되더라도 위임장 권유와는 달리 회사에 의한 의결권의 유상 취득은 허용되지 않을 것이므로 지배주주가 없고 소유와 잘 분산된 회사의 경우 경영진은 상대적으로 권력의 약화를 경험하게 될 것이다.

#### 4. 회사소송<sup>69)</sup>

주주는 주주총회의 결과에 대해 회사소송을 제기하여 특정 주주총회결의를 취소시키거나 무효화할 권리를 가진다. 회사소송이 활발할수록 주주의 파위가 실질적으로 행사된다는 의미가 되겠으나, 그와는 반대로 예컨대 상법 제376조에 의한 주주총회결의취소소송이 빈번할수록 회사의 소유지배구조 상 문제가 많고 지배구조에서 소수주주들이 부당한 대우를 받고 있다는 의심을 가질 수 있을 것이다. 또, 우리나라에서 발생하는 주주총회결의 관련 소송들은 경영진과 주주간의 권력투쟁의 산물이라기 보다는 지배주주와 소수주주간의 다툼의 산물로 보는 것이 정확할 것이다.

주주와 경영진이라는 주제 하에 회사소송에 관해 특별히 상세히 논의할 내용은 없으나, 최근 법원이 상법 제379조에 근거한 재량기각을 비교적 보수적으로 활용한다는 점은 특기할 만 하다. 재량기각은 하자 있는 주주총회결의라 할지라

---

for Sale? Corporate Vote-buying in the Internet Age,” 76 *Washington Law Review* 793 (2001); Susan Christoffersen et al., *Vote Trading and Information Aggregation* (European Corporate Governance Institute Working Paper, 2007) 참조.

66) Edward B. Rock, “Encountering the Scarlet Woman of Wall Street: Speculative Comments at the End of the Century,” 2 *Theoretical Inquiries in Law* 237 (2001) 참조.

67) Oesterle & Palmiter, 위의 논문, 500.

68) Douglas H. Blair et al., “Unbundling Voting Rights and Profit Claims of Common Shares,” 97 *Journal of Political Economy* 420 (1989).

69) 일반적으로, Martin Schwab, *Das Prozessrecht der gesellschaftsinterner Streitigkeiten* (Mohr Siebeck, 2005) 참조.

도 그를 취소하고 다시 성립하게 하는 경우 결국 같은 결과를 기대할 수 밖에 없다면 불필요한 법률관계의 불안정과 경제적 낭비를 방지해야 하기 때문에 인정되는 것이다. 그러나, 현대의 대규모 회사들의 소유구조는 수시로 변동하며 주주들의 경제적 이해관계도 항상 변화하므로 재량기각을 쉽게 활용할 것은 아니다. 주주총회의 재개가 발생시키는 비용이 명백히 하자 있는 결의를 그대로 두는 데서 발생하는 지배구조 측면에서의 비용에 비해 적다는 보장이 없다. 특히, 회사소송은 결과에 관계없이 주주가 그 의사를 표시하는 효과적인 수단의 하나이며 소송에 수반하여 미디어를 통해 다른 주주들에게 필요한 정보와 의견이 전달되는 경우가 많다. 또, 이는 주주들에 대한 관계는 별론으로 하고, 경영진과 지배주주에 대한 의사전달을 가장 실효적으로 할 수 있는 방법이다. 재량기각을 널리 인정하는 것은 법원이 기업의 지배구조에 실증적인 근거 없이 개입하는 결과를 발생시키게 된다.

### VIII. 특수한 경우: 국민연금의 의결권

정치공동체를 구성하는 기본단위이며, 정치권력을 창출하는 힘을 가진 국민들의 납입으로 조성된 국민연금기금이 대기업의 지배구조에 영향을 미치는 대규모 의결권행사의 주체가 되는 경우, 참여한 정치, 경제적 파장을 생산할 수 있다. 국민연금기금의 영향력은 정치적으로 남용될 수 있는 동시에 국민연금기금은 통상적인 자산운용사들과 차별되는 투자지평, 의결권행사 기준 등을 설정할 수 있어 독보적인 사회경제적 순기능을 발휘할 수도 있다. 국민연금기금의 투자대상기업 지배구조와 사회경제에 미치는 영향, 정치적 영향력 등은 보유 주식의 의결권이라는 도구를 매개로 발현되므로 국민연금기금의 의결권 행사 문제는 주식회사 대한민국의 효율적인 지배구조 구축에 있어서 핵심적인 위치를 차지할 것이다.

근년에 들어 국민연금기금의 조성 규모와 주식투자 비중이 증가함에 따라 국민연금기금이 행사할 수 있는 의결권의 수도 늘어나고 있다. 기본적으로는 분산투자 전략이 활용되어야겠으나 수익전망이나 기타의 요인에 의해 일부 기업에 대한 보유지분의 크기, 나아가 의결권의 수가 상대적으로 높은 수준에 이를 수도 있다. 전체 및 개별기업에 대한 투자의 적정 수준에 관한 문제는 경제적, 실증적 분석을 통해 수립되는 전략에 의해 해결되겠으나 법률적으로는 두 가지 문제가

발생하게 된다.

첫째, 우리 법이 보유하고 있는 다양한 종류의 대주주, 주요주주 의결권 제한 장치를 국민연금기금의 의결권과 연결시켜 생각해 볼 필요성이 발생한다. 우리 법 상의 그러한 의결권 제한장치들은 개인 대주주와 그 친인척들이 상대적으로 대규모인 지분을 보유하고 그를 통해 회사에 대한 지배를 확립하여 경영권의 사적 이익을 추구하는 것을 제어하기 위한 것이며 이를 특수한 성격을 가진 기관 투자자인 국민연금기금에 그대로 적용하는 것이 타당한가에 대한 연구의 필요성이다. 현행의 제도에 대하여도 그 재산권 침해 소지와 기준의 자의성 등에 관한 비판이 있으며, 국민연금기금을 통해 국민 전체가 간접적으로 보유하고 있는 재산인 국민연금기금이 투자대상 주식의 가장 중요한 속성인 의결권에 제한을 받는다면 그에는 타당한 근거가 있어야 할 것이다.

둘째, 대량의 의결권을 보유한 국민연금기금이 투자대상 기업의 지배구조에 직접적인 영향을 미치는 문제에 어떻게 대응할 것인가에 대한 연구가 필요하다. 의결권의 행사는 관련 지침과 위원회를 통해 집행되지만 지배구조에 대한 가장 강력한 개입방법인 소송이나 소수주주권행사를 어떻게 할 것인지, 다른 주주들이 소송이나 소수주주권행사를 하는 경우 그에 대해서는 어떤 입장을 취할 것인지를 미리 연구하여 의결권행사 지침과 유사한 방식으로 사전 정리를 해야 할 필요성이 발생한다. 지배구조에 대한 영향력 행사는 의결권의 행사 외에도 다양한 경로를 통해 이루어지며 국민연금기금은 필요한 경우 일반 주주들과 공동으로, 또는 단독으로 그에 참여하여야 한다. 또, 참여하지 않는다면 어떤 이유에 의해 참여하지 않는지를 기준으로 정립해야 할 것이다.<sup>70)</sup>

70) 그 외, 대량지분 보유를 증권시장에 공시하도록 하는 현행의 법령이 국민연금기금에도 차별 없이 적용되어야 하는지의 문제가 있다. ‘자통법 시행된 판에 ... 국민연금 5%룰 또 논란,’ **이데일리**(2009년 2월4일자) 참조. 대량지분공시제도는 주요주주의 투자전략을 시장에 공시하여 일반 투자자들에게 스스로를 보호할 수 있도록 하는 장치이다. 특히 투자대상 회사에 경영권 분쟁이 발생하거나 투자대상회사가 적대적 M&A의 표적이 되는 경우, 주가가 단기간에 큰 변동폭안에서 등락할 수 있으며 그것을 통해 불공정거래와 주가조작 등이 발생할 수 있으므로 주요주주의 신원과 투자목적 등을 일반 투자자들에게 알림으로써 투자자보호에 도움을 주는 장치인 것이다. 반면, 이 제도는 엄격한 형사처벌 규정 등이 수반되어 있어 기술적으로 공시의무를 이행하기 어려운 외국인 투자자 등에게는 투자에 대한 장애요인이기도 하다. 외국인들은 일정한 경우 공시의무를 정해진 기일 내에 이행하지 못할 것으로 예상되면 투자 자체를 포기하기도 한다. 따라서, 투자자보호와 투자의 촉진이라는 두 가지 목표를 적절히 조화시키는 선의 제도 설정과 운용이 항상 과제로 되어 있다. 국민연금기금의 경우 이 제도가 어

국민연금을 주주와 경영진간의 권력투쟁이라는 틀 안에서 보면 국민연금은 원칙적으로 소수주주이다. 국민연금은 그 보유지분의 규모가 많은 경우 1대 주주의 위치를 차지할 정도로 크지만(예컨대, 2009년 4월 현재 국민연금기금은 KT 지분의 7.5%를 보유한다) 경영에 직접 관여할 수 있는 속성을 가지지는 않는 주주이다. 이 점은 기관투자자들이 갖는 공통적인 특성이지만 국민연금은 다른 기관투자자들보다 상대적으로 더 경영진으로부터 멀리 떨어진 위치에 있다. 따라서, 국민연금은 주주의 권력 확대 노력 차원에서는 가장 큰 역할을 할 수 있는 존재이다. 국민연금의 의결권 행사 규칙과 실재는 향후 투자대상 기업들의 기업지배구조 설정과 경영권 분쟁 등에서 지대한 영향력을 발휘할 것으로 예상되므로<sup>71)</sup> 이론과 실무가 이에 초점을 맞출 필요가 대단히 크다.

## IX. 주주제안권

상술한 바와 같이 현행 법의 주주와 이사회간 권한 배분에 의해 이사회가 사실상 주주총회의 안건을 결정하게 되므로 이는 우리 법이 이사회 권한 중심의 회사법이라는 좋은 징표로 여겨질 수 있다. 만일 어떤 정치적 결정에 의해 현재의 균형을 변화시키고자 한다면 그를 위한 가장 중요한 방법이 주주제안권을 통한 것이다. 주주가 회사의 경영에 직접 관여하거나 주주총회의 안건 설정에 직접 개입하는 것은 지나친 비용을 발생시키고 대규모 회사의 경우 현실적으로도 가능하지 않을 것이다. 따라서, 주주제안이라는 장치를 여하히 조정하여 주주들의 권한을 강화할 것인지를 논의하는 것으로 이사회 권한을 축소시키거나 견제할 수 있다. 미국의 한 연구는 주주제안이 해당 회사의 기업가치를 높였다는 증거를 발견하지 못하였다고 한다.<sup>72)</sup>

---

편 의미를 가지며 주식투자의 규모, 성격 등이 이 제도와 어떻게 조화를 이루어야 할 것인지에 대한 연구가 필요하다. 실제로 국민연금기금의 투자전략은 이 제도와 직접적인 상관관계를 가진다.

71) 국민연금 ‘거수기’ 거부 ... 의결권 반대 6.4%, **매일경제**(2009년 4월 19일자) 참조.

72) Jonathan M. Karpoff, *The Impact of Shareholder Activism on Target Companies: A Survey of Empirical Findings* (Working Paper, 2001), 26-27. 또, Jonathan Karpoff, Paul Malatesta & Ralph Walkling, “Corporate Governance and Shareholder Initiatives: Empirical Evidence,” 42 *Journal of Financial Economics* 365 (1996) 참조.

주주제안권의 행사는 적법한 경우 주주의 의사가 회사가 준비하는 자료에 반영되게 하므로 주주가 직접 다른 주주들과 연락하여 공동의 의사를 형성하는 것보다 훨씬 비용이 덜 드는 수단이다. 반면, 경영진의 입장에서는, 그리고 경영자인 대주주의 입장에서는, 주주제안은 회사가 원하는 방식의 주주총회 준비와 진행에 잠재적으로 큰 비효율을 발생시킨다.<sup>73)</sup> 예컨대, 100명의 주주가 적법한 주주제안을 각기 행하는 경우를 생각해 보면 문제의 심각성이 분명해 진다. 회사로부터 자료를 받는 주주들은 그 분량 때문에 중요성에 관한 포커스를 잃을 수 있고 회의의 안전에 대해 파악하지도 못하게 되며 결국에는 효과적인 의결권의 행사에 장애를 겪게 될 것이다. 실제로 권리남용적인 주주제안도 이루어질 수 있으며, 경영진은 그러한 경우를 상정하여 주주제안권의 행사를 주주 전체의 경제적 이익에 반하는 유해한 것이라고 규정할 가능성이 있다. 물론, 경영진은 여기에 경영진의 사적 이익 추구에 방해가 되는 주주제안도 주주 전체의 이익에 반한다는 이유로 포함시킬 수 있을 것이다.

주주제안권을 행사하는 소수주주는 감사의 선임, 임원보수, 배당 등에 관한 제안도 할 수 있지만 대개의 경우 이사의 선임을 위해 그 권리를 행사한다.<sup>74)</sup> 즉, 주주제안은 대개 지배구조 상의 다툼이나 경영권 분쟁과 결부되어 행사되는 소수주주권이다. 주주제안을 하는 주주는 상당 수준의 지분을 확보하고 있는 것이 보통이므로 현행 상법의 기준보다 주주제안을 위한 지분 요건을 하향 조정할 필요는 없을 것이다.<sup>75)</sup> 물론, 상법은 상장회사에 대하여는 그 행사요건을 완화하고 있다(제542조의6 제2항).<sup>76)</sup> 내용상으로도, 아무런 제약 없는 주주제안권의 행사를 허용할 수는 없으므로 구 증권거래법이 규정하고 있다가 2009년 1월 30일 개정으로 상법에 도입된 정도의 제한 사유는 원칙적으로 유지되어야 할 것이다(상법 시행령 제5조). 상법은 그 제363조의2 제3항에서 그 내용이 법령 또는 정관에 위반되는 경우에만 주주제안의 내용을 주주총회의 목적사항으로 하지 않을 수 있다고 규정하였었는데 구 증권거래법(그리고 현행 상법) 추가적인 사유들을

73) Allen et al., 위의 책, 222 참조.

74) 2006사업연도에 주주제안을 받은 상장회사 18개사 중 9개 회사가 이사의 선임에 관한 주주제안을 받았다고 한다. 한국상장회사협의회, **상장회사 주주총회 백서**(2007. 9), 55-57 참조.

75) 김화진, “상장회사를 어떻게 규제할 것인가?,” **서울대학교 법학** 제49권 제1호(2008) 159, 203-205 참조.

76) 일반적으로, 이철송, 위의 책, 407-412 참조.

규정한 이유는 상장회사 주주의 주주제안권 행사의 남용을 의식한 것이다. 그러나, 이 제한사유들은 일정한 논리적 기초 없이 선정된 느낌을 준다. 예컨대, 부결된 의안을 3년 내에 다시 제안하지 못하게 하는 것은 주주와 지배구조의 변동이 잦고 외부 경영환경의 변화에 큰 영향을 받는 상장회사의 특성에 비추어 볼 때 다소 장기적인 제한으로 여겨지며 2년 정도로 단축되는 것이 좋을 것이다. 제한사유도 조금 더 구체적으로 설정하는 것이 바람직하다. 주주제안에 관한 미국의 SEC Rule 14a-8는 주주총회의 결의 대상이 아닌 사안, 회사의 사업과 이렇다 할 관련이 없는 사안, 회사의 일상적인 업무 범위에 속하는 사항에 관한 사안 등을 포함하여 회사가 거부할 수 있는 13개 항목의 주주제안 종류를 열거하고 있다.<sup>77)</sup>

한편, SEC의 Rule 14a-8에 의하면 주주는 1%의 지분을 보유하고 있거나 최소 2,000달러에 해당하는 주식을 주주제안의 대상이 되는 주주총회 개최와 관련한 주주제안 제출 일을 기준으로 지난 1년 동안 계속하여 보유하였어야 한다.<sup>78)</sup> 이 규칙은 1980년대에 주주행동주의자들이 특정 주주총회를 위해 최소한의 주식을 매입해서 주주제안권을 남용하는 것을 방지하기 위해 도입된 것이다.<sup>79)</sup> 그리고, 한 주주는 단 한 건의 주주제안만을 제출할 수 있으며<sup>80)</sup> 주주제안은 500 단어를 넘지 못한다.<sup>81)</sup> 미국법이 주주제안권의 행사요건을 우리 법보다 강하게 설정하고 있는 것은 미국에서 주주와 경영진간의 권력투쟁에서 경영진이 우세함을 반증한다. 주주제안권의 행사요건과 제한을 디자인할 때 미국법이나 외국법을 참고하려면 해당 법의 전체적인 진화과정과 현황을 같이 고려해야 한다.

이렇게 주주제안권이 주주와 경영진 사이의 권력투쟁에 있어서 대단히 중요한 위치를 차지하는 메커니즘이지만 소수주주권 일반도 유사한 역할을 수행할 수 있다. 특히, 지배주주가 아닌 소수주주들은 법률이 보장하는 소수주주권의 행사를 통해 회사의 경영에 영향을 미치거나 경영권 분쟁에 참여할 수 있다. 상법은 여러 규정을 통해 소수주주권의 내용과 행사 요건을 규정하며 2009년 1월 30일자 개정을 통해 구 증권거래법이 규정하던 상장회사 소수주주권에 관한 규정을 내용상의 수정을 거쳐 제542조의6으로 흡수하였다. 상장회사는 그 평균적 대규모

77) SEC Rule 14a-8(i)(1)-(13).

78) SEC Rule 14a-8(b).

79) Hanno Merkt & Stephan Göthel, *US-amerikanisches Gesellschaftsrecht* 407 (2. Aufl., Verlag Recht und Wirtschaft, 2006).

80) SEC Rule 14a-8(c).

81) SEC Rule 14a-8(d).

성으로 인해 한 주주가 보유할 수 있는 주식의 수에 한계가 있으므로 상법의 일반 요건을 따르도록 한다면 소수주주권의 행사가 대단히 어려워 지기 때문에 행사 요건이 완화되어 있다.

## X. 맺는 말

이 글의 제목에서 주주와 경영진의 권력투쟁이 ‘이상한’ 권력투쟁이라고 함은 양자간의 다툼은 주주에게는 자신이 가지고 있고 자신의 이익을 위해 대리인에게 부여한 권력을 다시 찾아오려고 하는 다툼의 모습으로 나타나며, 경영진에게는 주주의 이익을 위한 주주와의 권력투쟁의 모습으로 나타나기 때문이다. 물론, 경영진에게는 사적 이익의 추구를 위한 다툼이라고 할 수도 있겠으나 그는 본질적인 것은 아니다. 경영진은 법률상으로는 사적 이익의 추구를 엄격히 금지 당하고 있기 때문이다. 서두에서도 언급한 바와 같이 주식과 주주의 의결권을 중심으로 전개되는 주식회사 주주와 이사회간의 권한 배분 다툼은 당해 회사뿐 아니라 그 회사가 소속된 사회경제 전체의 자원배분에 영향을 미치고 그를 통해 정치 권력의 향배와 행사 내용으로까지 연결된다. 예컨대, 우리나라에서 삼성그룹의 경영권 소재가 경제, 사회, 정치 전반에 파급효과를 가져오는 것이 이를 상징적으로 보여준다. 1주 1의결권의 원칙을 포함한 주주의 의결권에 관한 상법과 기타 여러 법령상 제반 제도가 법률은 물론이고 경제학적 분석의 대상이 되는 것은 그러한 배경에 의한다.

이 글에서는 경영진의 권한과 주주의 의결권에 관한 제반 문제를 서구의 최신 이론들의 도움을 받아 에세이의 형식으로 조명해 보았다. 영미 대기업들의 표준 모델인 소유의 분산과 그로 인한 소유와 경영의 분리가 주주 의결권 강화 제안으로 나타나고 있는 현황은 우리로서도 미래에 대한 대비의 차원에서 관심 있게 지켜보면서 연구해야 할 것이다. 그러나, 최소한 당분간은 지배주주의 존재로 특징지어지는 집중형의 소유구조 하에서 우리나라 대기업들을 규율하는 회사법의 태도가 어떠해야 하는지를 생각해 보면 영미의 경우보다 우리 회사법은 소수주주의 의결권을 상대적으로 더 강화하는 방향을 선택해야 할 것이다. 주주제안권이 그 핵심에 위치한다. 이는 우리 회사법이 이사회 권한, 즉, 지배주주 경영자의 권력을 이미 충분히 보장해 주고 있으며 소수주주의 비중이 점증하고 있다

는 사실에 비추어 보아 타당한 결론이라고 생각된다. 법령에 의한 의결권의 제한은 축소하고 정관자치에 의한 의결권 제한은 넓게 허용해야 할 것이다. 그러나, 이와는 반대로 기업의 경영권에 관한 현행 상법의 내용은 전반적인 권한배분 구도와는 상당히 다른 모습을 하고 있다. 이는 입법자의 특별한 결정이라기 보다는 상법이 경영환경의 변화를 제대로 따라가지 못한 결과이다. 따라서, 기업의 경영권에 관한 이사회와 경영진의 행동 반경을 확대해 주는 제도개선이 소수주주 보호장치의 강화와 함께 이루어져야 할 것이다. 물론, 이러한 결론은 우리나라 기업들의 소유지배구조가 점진적으로 변화해 감에 따라 재조명 되어야 할 것이고 그 결론에 맞춘 조정 작업도 뒤따라야 할 것이다. 그리고, 주주의 권한을 어떻게 설정하든 의결권의 왜곡과 은닉 등이 발생하지 않게 하는 제도의 정비작업은 수시로 이행되어야 할 것이다.

투고일 2009. 4. 21    심사완료일 2009. 6. 15    게재확정일 2009. 6. 16
---



## 참고문헌

- 김화진·송옥렬, *기업인수합병*(박영사, 2007)
- 김화진, 상장회사를 어떻게 규제할 것인가?, *서울대학교 법학* 제49권 제1호 (2008) 159
- 김화진, *소유와 경영*(박영사, 2003)
- 이철송, *회사법강의* 제16판(박영사, 2009)
- 최기원, *신회사법론* 제13대정판(박영사, 2009)
- William Allen et al., *Commentaries and Cases on the Law of Business Organization* (2<sup>nd</sup> ed., Wolters Kluwer, 2007)
- Stephen M. Bainbridge, “The Case for Limited Shareholder Voting Rights,” 53 *UCLA Law Review* 601 (2006)
- Douglas H. Blair et al., “Unbundling Voting Rights and Profit Claims of Common Shares,” 97 *Journal of Political Economy* 420 (1989)
- Margaret M. Blair & Lynn A. Stout, “A Team Production Theory of Corporate Law,” 85 *Virginia Law Review* 247 (1999)
- Robert F. Bruner & Anna D. Buchanan, The Merger of Hewlett Packard and Compaq (UVA-F-1450, 1451, 1452) (SSRN, 2008)
- Robert F. Bruner et al., War of the Handbags: The Takeover Battle for Gucci Group N.V. (UVA-F-1473) (SSRN, 2008)
- Robert C. Clark, *Corporate Law* (Little, Brown and Company, 1986)
- Frank H. Easterbrook & Daniel R. Fischel, *The Economics Structure of Corporate Law* (Harvard University Press, 1991)
- Frank Easterbrook & Daniel Fischel, “Limited Liability and the Corporation,” 52 *University of Chicago Law Review* 89 (1985)
- Ronald J. Gilson & Jeffrey N. Gordon, “Controlling Controlling Shareholders,” 152 *University of Pennsylvania Law Review* 785 (2003)
- Sanford Grossman & Oliver Hart, “One Share - One Vote and the Market for Corporate Control,” 20 *Journal of Financial Economics* 175 (1988)
- Jonathan Karpoff, Paul Malatesta & Ralph Walkling, “Corporate Governance and Shareholder Initiatives: Empirical Evidence,” 42 *Journal of*

*Financial Economics* 365 (1996)

Reinier Kraakman et al. eds., *The Anatomy of Corporate Law* (Oxford University Press, 2004)

Shaun Martin & Frank Partnoy, “Encumbered Shares,” 2005 *University of Illinois Law Review* 775

Hanno Merkt & Stephan Göthel, *US-amerikanisches Gesellschaftsrecht* (2. Aufl., Verlag Recht und Wirtschaft, 2006)

Anish Monga, “Using Derivatives to Manipulate the Market for Corporate Control,” 12 *Stanford Journal of Law, Business & Finance* 186 (2006)

Dale A. Oesterle & Alan R. Palmiter, “Judicial Schizophrenia in Shareholder Voting Cases,” 79 *Iowa Law Review* 485 (1994)

Andrei Shleifer & Robert Vishny, “Large Shareholders and Corporate Control,” 94 *Journal of Political Economy* 461 (1986)

Karsten Schmidt & Marcus Lutter (Hrsg.), *Aktiengesetz Kommentar* (Verlag Dr.OttoSchmidt, 2008)

<Abstract>

## The Curious Case of Shareholder-Manager Power Struggle

Hwa-Jin Kim\*

Corporate law controls the agency costs between shareholders and managers. The agency costs also exist in firms with the controlling shareholder. The controlling shareholder effectively checks managers. However, the private benefit of control for controlling shareholder may cause him or her to act not in the best interest of all shareholders. This Article offers the view that separation of ownership and control in large public firms has resulted in the power struggle between shareholders and managers. It results in various provisions in corporate law statutes regarding the distribution of authorities between shareholders' meeting and board of directors. The Korean Commercial Code, like the Delaware General Corporation Law, chose to move in the direction in favor of the board of director's authority. It does not mean that the Korean Commercial Code encourages the pursuit of private benefit for controlling shareholder-directors. The board's authority is supposed to be exercised for the benefit of all shareholders and company's value. However, the stronger the board's authority is, the more often managers seek the private benefit of control. The Commercial Code handles the problem through minority shareholders' right, including the shareholder proposal, free transfer of shares, voting rights, etc. The struggle between shareholders and managers reaches its highlight in the contest for corporate control as it was exemplified in the Gucci Group case. This Article argues that the Commercial Code must enhance further the minority shareholder's rights, but, at the same time, strike the balance between the active market for corporate control and takeover defenses so that the overall balance in the struggle could be achieved in efficient ways.

Key words: Ownership and Control, Shareholders' Meeting, Voting Rights, Korea National Pension Fund, Control Contests, Draft New Commercial Code, Poison Pill

---

\* Associate Professor, College of Law/School of Law, Seoul National University.