

세계화하는 企業支配: 형태상의 수렴인가 기능상의 수렴인가*

로날드 제이 길슨**
金 建 植 *** 譯

세계화로 말미암아 기업지배에 대한 비교연구는 괄목하게 성장하였다. 과거 이 연구분야는 주로 분류학자들의 영역이었다. 이들은 각국의 기업지배시스템의 핵심적인 특성을 정리하고 구체적인 속성에 따라 각각의 시스템을 분류하는 일에 주력하였다. 그 결과는 아마도 다소 삭막하기는 하겠지만 그런대로 재미있는 작업이었다. 우리는 각국의 기업지배시스템이 여러 중요한 차원에서 극적인 차이를 보이고 있음을 알게 되었다. 일부의 기업지배시스템——특히 미국과 기타의 영미계통국가들의 시스템——은 주식시장중심의 자본시장에 기반을 두고 있다. 반면 독일, 일본을 비롯한 다른 시스템들은 은행중심의 자본시장에 의존하고 있다. 일부 시스템들은 일본의 계열, 한국의 재벌, 유럽의 지주회사구조와 같이 대규모의 기업집단이 존재하는 것이 특징이다. 캐나다, 이태리, 그리고 놀랍게도 독일도 포함하는 일부의 시스템들은 대기업의 소유가 가족에 집중되고 있다는 특징을 갖고 있다.⁽¹⁾ 각국의 시스템마다 경영의 스타일도 차이가 있다. 미국과 프랑스에서는 경영의 권한이——미국에서는 관행에 의하여, 그리고 프랑스에서는 법률에 의하여——황제와 같은 최고경영자(chief executive officer)(미국)와 사장(president directeur générale)(프랑스)에게 집중되고 있다.

무역장벽의 급속한 축소는 국제적인 경쟁을 유발하였을 뿐 아니라 학계에도 영향을 미쳤다. 우리는 각국의 시스템내에 존재하는 제도(institutions)의 형성은 효율성뿐 아니라 역사와 정치로부터도 영향을 받았다는 사실을 알게 되었다. 예컨대 미국에서 금융기관이 기업지배에서 미미한 역할만을 수행하고 있는 것——즉 벌리와 민

* 이 글은 1997년 10월 10일 서울대 법대 심포지엄에서 강연한 원고를 수정한 것이다. Ehud Kamar, 김건식, 김화진, 송웅순 씨의 유익한 논평에 감사한다.

** Ronald J. Gilson : 스탠포드大 찰스 제이 마이어스(Charles J. Meyers) 석좌교수 겸 콜럼비아大 에바 스텐(Eva Stern) 석좌교수.

*** 서울大學校 法科大學 副教授

(1) Julian Franks and Colin Mayer, Ownership, Control and the Performance of German Corporations, Working Paper, Jan. 1997.

즈 식의 소유와 경영의 분리가 생겨난 것——은 경제만의 산물이 아니라 연방제도 하의 대중주의적인 정치(populist politics)의 산물이기도 하다.⁽²⁾ 마찬가지로 일본의 기업지배의 중심점으로 평가되는 종신고용제는 경제학문헌에서 흔히 주장되는 것처럼 종업원의 인적 자원에 대한 투자를 촉진시키기 위한 노력을 반영한다기보다는 오히려 제2차 세계대전후 고용수준을 합리화하고 경영자에 의한 산업지배를 복구하려는 정치적인 타협의 결과라고 할 것이다.⁽³⁾

각국의 기업지배시스템의 차이가 불가피한 수렴의 道程에서의 정거장에 불과한 것이 아니라는 점을 이해하게 되자, 비교연구자들은 제도상의 차이가 경쟁결과에 영향을 미치는 것으로 보기 시작했다. 경쟁은 단순히 제품들 사이에서만이 아니라 기업지배시스템들 사이에서도 일어난다는 것이다. 예컨대 아오키 마사히코(Masahiko Aoki)의 주장에 따르면, 일본의 저비용생산(lean production)은 ——주 거래은행에 의한 비상시의 감시와 주식상호보유를 통해서 경영자와 근로자를 주주의 요구로부터 보호함으로써 종신고용을 보장하는 반면에 실적이 신통찮은 경우에는 양쪽에 모두 제재를 가하는—— 일본의 기업지배시스템과 밀접한 관련을 맺고 있다.⁽⁴⁾

다른 이들은 일본식 계열구조가 상호감시의 중요한 수단을 제공하고 있다고 주장하였다.⁽⁵⁾ 마이클 포터(Michael Porter)의 주장에 의하면, 독일과 일본의 은행중심의 자본시장은 경영자들이 멀리 내다보고 경영하는 것을 허용하는 데 반하여, 미국의 경영자들은 분기별 수익증가에 열심히 신경을 쓰지 않다가는 주식시장의 변동이 기업지배시장(the market for corporate control)에서 경영권상실을 초래할 수도 있다는 두려움 때문에 근시적인 투자를 하고 있다.⁽⁶⁾

한편 다른 학자들은 미국의 시스템이 주식시장중심의 자본시장을 통한 외부적인 감시에 노출되어 있음으로 해서 경제환경의 변화에 재빨리 대응할 수 있다는 이유

(2) Mark J. Roe, *Strong Managers, Weak Owners*(1994).

(3) Ronald J. Gilson and Mark J. Roe, Lifetime Employment: Labor Peace and the Evolution of Japanese Corporate Governance, Law and Economics Center Working Paper, Columbia Law School(Sept. 1997).

(4) Masahiko Aoki, Toward an Economic Model of the Japanese Firm, 27 *J. Econ. Lit.* 1 (1990); Masahiko Aoki, The Japanese Firm as a System of Attributes: A Survey and Research Agenda, in *The Japanese Firm: The Sources of Competitive Strength* 11 (Masahiko Aoki & Ronald Dore eds. 1994).

(5) Ronald J. Gilson and Mark J. Roe, Understanding the Japanese Keiretsu: Overlaps Between Corporate Governance and Industrial Organization, 102 *Yale L. J.* 271 (1993); Eric Bergloff & Enrico Peroti, The Governance Structure of the Japanese Financial Keiretsu, 36 *J. Fin. Econ.* 259(1994).

(6) Michael Porter, Capital Disadvantages: America's Failing Capital Investment System, *Harv. Bus. Rev.*, Sept.-Oct. 1992.

로 미국의 시스템을 칭찬하기도 하였다.⁽⁷⁾ 어떠한 입장을 택하던간에 기업지배에 관한 논의는 특정 국가의 제도와 경쟁력 사이의 관계——즉 이 제도가 효율적인가——에 대한 주장들에 의존하게 되었다.

이러한 관점에서는 ——경쟁의 압력으로 인하여 각국의 시스템이 한가지의 효율적인 형태를 취하게 될 것이라고—— 수렴을 예측하는 것이 커다란 비약은 아니었다. 물론 각국의 시스템이 장차 어떠한 형태로 수렴될 것인가는 논의 당시 어느 나라의 시스템이 가장 성공적인 것으로 평가되고 있는가에 따라 차이가 있었다. 일본의 “버블경제”가 붕괴되기 전에는 주거래은행시스템이 미래를 대표하였다. 효율적인 생산의 새로운 기준이라고 할 수 있는 저비용생산을 뒷받침하기 위해서는 일련의 보완적인 제도들이 필요하였다.⁽⁸⁾

그로부터 머지 않아 일본의 버블이 붕괴하고 미국 경제가 호황——지속적인 성장, 낮은 실업률, 그리고 가장 놀라운 것으로 낮은 인플레이——을 맞게 되었는데 이는 국제경쟁에 대한 신속한 대처, 주식시장중심의 자본시장, 주식시장에 의하여 보완되는 외부감시에 힘입은 것이다. 그렇게 되자 이제는 미국의 시스템이 기업지배의 진화에 있어 종착점인 것처럼 되어 버렸으며 이 점은 최근의 G-7회의에서 클린턴대통령도 강조한 바 있다.

이러한 기업지배의 수렴론은 그들의 예측이 서로 엇갈린다는 점보다도 더 심각한 문제점을 지니고 있다. 각국의 기업지배시스템은 수렴론자들이 예상한 것보다는 기능상 보다 적응력이 있기 때문에 형태상 보다 지속성이 있다는 점이 드러났다. 예컨대 종신고용제하에서 협조성과 창의성을 갖게 된 종업원들, 그리고 부품공급업체와의 긴밀하고 장기적인 관계라는 두 개의 기둥에 의하여 뒷받침되고 있는 일본의 저비용생산시스템은 미국의 기업지배제도를 극적으로 변화시키지 않고는 맞설 수 없는 것으로 생각되었다. 사실 미국의 생산자들도 저비용생산시스템을 채택하였지만 그것에 적합하도록 자신의 제도들을 적응시킨 것이 아니라 오히려 그것을 자신의 제도들에 적합하도록 적응시켰던 것이다. 척 세이블(Chuck Sabel)이 적절히 강조한 바와 같이, 제도적인 형태와 생산기술과의 관련은 예상했던 것보다는 덜 긴밀

(7) 예컨대 Ronald J. Gilson, *The Political Ecology of Takeovers: Thoughts on Harmonizing the European Corporate Governance Environment*, 61 *Fordham L. Rev.* 161 (1992); Ronald J. Gilson, *Corporate Governance and Economic Efficiency: When do Institutions Matter?*, 74 *Wash. U.L.Q.* 327(1996) 참조.

(8) 예컨대 Masahiko Aoki & Hugh Patrick, eds., *The Japanese Main Bank System: Its Relevance for Developing and Transforming Economies*(1994) 참조.

하였다.⁽⁹⁾ 미국시스템의 기능상의 적응력은 예상했던 것보다 컸음이 밝혀졌고 그에 따라 제도적인 형태는 거의 그대로 유지되었다.

이 글에서 나는 한편으로는 기능상의 적응력과 다른 한편으로 제도상의 지속성 또는 경로의존성(path dependency)[역주: 역사적 사정으로 일단 형성된 길은 나중에 그러한 사정이 사라진 후에도 변경하기가 어려움을 나타내는 개념] 사이의 상호작용을 검토하고자 한다. 이러한 상호작용은 우리가 보게 될 기업지배의 수렴이 형태상의 것일지 아니면 기능상의 것일지에 영향을 줄 것이다. I에서는 제도적인 형태와 기능이 충돌하는 적응력과 경로의존성의 교차점을 보여줄 것이다. 그후 나는 그러한 충돌에서 생겨날 수 있는 다양한 결과를 검토하고자 한다. II에서는 수렴이 형태상으로도 아니라 기능상으로 진행되었거나 진행될 두 가지——하나는 역사적이고 다른 하나는 추정적인——경우, 즉 실적이 신통찮은 고위경영자의 해임과 독일의 공동결정제도의 無力化에 대해서 서술한다. III에서는 형태상의 수렴없이 기능상의 수렴을 달성하려는 노력이 보다 어려운 것으로 밝혀진 한 가지 경우, 즉 벤처캐피탈시장과 주식시장중심인 자본시장 사이의 지속적인 관계에 대해서 검토한다. IV에서는 거래를 주의깊게 설계함으로써——나는 이를 계약에 의한 수렴이라고 부른다——형태상의 수렴과 기능상의 수렴 사이의 격차를 메울 수 있는 가능성을 고찰하고자 한다. 이러한 기법은 의결권행사나 자본시장에 의한 감시와 같은 전통적인 지배메카니즘에 의해서가 아니라 증권의 실계를 통해서 투자자에 대한 책임을 확보시켜 준다. 계약에 의한 수렴은 예컨대 가족지배를 유지하기 위한 복수의결권주식과 같이 미국의 기관투자자들이 부당하다고 여기는 기법들을 지배구조에서 채택하고 있는 유럽국가들에서 특히 두드러질 수 있을 것이다.

I. 적응력과 경로의존성의 상호작용

각국의 기업지배제도의 제도적인 특성들은 경로의존성을 보여주고 있다.⁽¹⁰⁾ 역사적인 우연이나 정치적인 의도에 따라 결정된 최초의 조건이 한 나라의 경제를 특정

(9) Charles Sabel, *Ungoverned Production: An American View of the Novel Universalism of Japanese Production Methods*, Law and Economics Center Working Paper, Columbia Law School(Feb. 1996); Susan Helper, John MacDuffie & Charles Sabel, *The Boundaries of the Firm as a Design Problem*, Law and Economics Center Working Paper, Columbia Law School(Feb. 1997).

(10) 경로의존성은 다음 세 가지 형태로 나타날 수 있다: 1) 현재의 상태가 출발점의 영향을 받았지만 효율에는 영향을 미치지 않은 경우, 즉 역사가 의미가 있는 경우; 2) 현재의 상태가 출발점의 영향을 받았으며 현재는 결과적으로 비효율적이지만 출발당시에는 다른 출발점이 보다 나을 것이라는 점을 알 수 없었던 경우; 3) 출발점이 비효율적인 결

한 경로로 이끌 수 있다. 예컨대 미국의 금융기관의 취약성과 종신고용제와 주거대 은행제도를 비롯한 일본의 기업지배의 중요한 특성들은 효율성을 고려하여 생겨난 것이 아니라, 미국의 경우에는 대중주의와 연방제 사이의 상호작용⁽¹¹⁾에서 그리고 일본의 경우에는 제2차 세계대전중과 그 직후의 경험⁽¹²⁾에서 그 유래를 찾을 수 있다. 그러한 최초의 상태에서부터 만약 효율을 추구한다고 하면 —자신의 성과를 증대시킬 뿐 아니라 자신이 보완하게 되는 기존제도들의 성과도 증대시키는 결과를 가져옴으로써 전체시스템에 기여할—새로운 제도를 추가하는 것이 바람직할 것이다.⁽¹³⁾ 예컨대 금융기관이 기업지배에 관여하는 것을 막는 장애물이 있다면 그것은 주주의 적극적인 활동을 뒷받침하는 제도들에 의하여 보완될 수 있다. 이러한 성과체증의 특성은 기존의 제도의 성과를 증대시키는 속성을 결한 대안보다는 그러한 속성을 지닌 새로운 제도들의 선택을 각단계마다 선호함으로써 발전의 경로를 결정짓는다. 그리하여 기업지배시스템의 발전은 보완적인 제도들이 상호연결됨으로써 도미노식으로 진행되는 것이다.⁽¹⁴⁾

이러한 제도적 보완의 시스템에서 제도적인 형태는 여전히 최초의 출발점에 의하여 결정되며 그것은 경우에 따라서는 문제를 발생시킬 수도 있다. 보완적인 시스템

과를 낳았지만 다른 출발점을 택했거나 지금이라도 개혁을 한다면 비효율을 개선할 수 있는 경우로서 현재 비효율이 남아 있는 경우. Mark Roe, Chaos and Evolution in Law and Economics, 109 *Harv. L. Rev.* 641, 647-53(1996); S. J. Leibowitz & Stephen Margolis, Path Dependency, Lock-In, and History, 11 *J. L. Econ. & Org.* 205-206-08(1995) 참조. 이 글에서는 이들 세 가지를 구분하지 않기로 한다.

- (11) Roe, *supra* note 2; Miguel Cantillo Simon, The Rise and Fall of Bank Control in the United States, Working Paper RPF-254-REV, Haas School of Business, University of California at Berkeley(Jan. 1997) 참조.
- (12) 예컨대 Gilson & Roe, Lifetime Employment, *supra* note 3; Masahiko Aoki, Unintended Fit: Organizational Evolution and Government Design of Institutions in Japan, Center for Economic Policy Research Working Paper No. 434, Stanford University (1994); Takeo Hoshi, Cleaning-up the Balance Sheets: Japanese Experience in the Post-War Reconstruction Period, in *Corporate Governance in Transitional Economies: Insider Control and the Role of Banks* 303(Masahiko Aoki & Hyung-Ki Kim, eds. 1995); Tetsuji Okazaki The Japanese Firm under the Wartime Planned Economy, 7 *J. Jap. & Int'l Econ.* 175(1993) 참조.
- (13) 이러한 성과체증의 특성은 “supermodularity”라고 불리고 있다. Paul Milgrom & John Roberts, Complimentarities and Systems: Understanding Japanese Economic Organization, 9 *Estudios Economicos* 3(1994) 참조. 밀그롬(Milgrom)과 로버츠(Roberts)는 다특성시스템이 처음의 출발점에서 어떻게 발전되어가는가에 대한 분석을 다음의 연구에서 전개하고 있다. Paul Milgrom & John Roberts, Complimentarities and Fit: Strategy, Structure and Organizational Change in Manufacturing, 19 *J. Acct'g & Econ.* 179(1995); Paul Milgrom & John Roberts, The Economics of Modern Manufacturing: Technology, Strategy and Organization, 80 *Am. Econ. Rev.* 511(1990).
- (14) Milgrom & Roberts, Complimentarities and Systems, *supra* note 13.

을 점진적으로 변화시키는 것은 어렵다. 레버리지와 마찬가지로 보완성은 바람직하지 않은 단면을 지니고 있다. 외부의 경제적 변화에 따라 하나의 제도적인 속성을 변경해야 하는 경우 다른 속성들은 바로 이 변경된 속성을 선용하기 위하여 선택된 것들이기 때문에 그러한 변경으로 말미암아 시스템 전체의 생산성이 극적으로 감소될 수도 있다.⁽¹⁵⁾ 예컨대 미국의 자본시장의 구조는 정치적으로 결정된 최초의 조건 하에서 보완적인 제도들이 효율을 추구하며 발전한 경우를 보여주고 있다. 그러나 변경된 경제상황 때문에 기존의 시스템의 효율이 감소되는 경우에는 이러한 동일한 제도들이 변화를 가로막는 장애물이 될 수도 있다.

그러나 경로의존성은 기업지배의 제도들의 형태에 영향을 주는 유일한 動因은 아니다. 기존의 제도들은 강력한 환경적인 선택메카니즘의 적용을 받는다. 만약 기존의 제도들이 달리 조직된 경쟁자들과 경쟁해낼 수 없다면 그들은 살아남지 못할 것이다. 한 나라의 기업지배제도들의 경로의존적인 형태상의 특성들은 보다 효율적인 구조에로의 기능상의 수렴과, 그것이 안되면, 형태상의 수렴을 촉구하는 활발한 선택메카니즘의 압력에 직면하고 있다. 그리하여 한 나라의 제도들은 내가 다른 글에서 “기업지배의 床板地殼構造”(corporate governance plate tectonics)——그 내부에서 현재의 상황에서 나오는 요구가 최초의 조건이 갖는 영향력을 마모시킨다——라고 부른 바 있는 것에 의하여 형성되고 있다.⁽¹⁶⁾ 이러한 관점에서는 형태상의 제도변화를 막는 장애물을 회피하는 기능상의 수렴이 먼저 일어난다. 나름의 경제적, 정치적 지지세력을 수반하는 보완적인 제도들을 변화시켜야 하는 과상적인 ——정치적인 비용을 포함한—— 비용을 수반하게 마련인 형태상의 수렴은 최후의 수단으로 출현하는 것이다.⁽¹⁷⁾

II. 형태상이 아닌 기능상의 수렴: 고위경영자의 교체

독일, 일본, 미국의 기업지배시스템에 관한 최근의 실증연구는 형태상이 아닌 기

(15) Id.

(16) Gilson, *Corporate Governance and Economic Efficiency*, supra note 7, at 332.

(17) 제도들이 기능적인 수렴을 하기에 너무 융통성이 없고 정치적인 제도가 기존의 형태상의 수렴의 결과를 보호하려는 이해집단의 저지노력에 너무 민감하다면 어떠한 종류의 수렴도 실패할 것임은 물론이다. 20세기초의 아르헨티나——1930년대부터 크게 위축된 최초의 세계적인 국가——는 바로 그러한 실패의 예일 것이다. Mark J. Roe, *Backlash*, *Colum. L. Rev.* 1998 게재예정.

능상의 수렴이 발생한 예를 보여주고 있다.⁽¹⁸⁾ 독일과 일본의 기업지배는 長期指向的이어서 경영자들이 사업을 선택함에 있어 株價나 회계상의 이익의 단기적인 변동을 무시할 수 있다고 주장되고 있다.⁽¹⁹⁾ 독일과 일본에서는 은행과 회사 사이에 장기적이고 다차원적인 관계를 통해서 회사실적에 대해서 주가나 회계수치보다 우수한 정보를 얻을 수도 있다.⁽²⁰⁾ 반면에 미국의 주식시장중심시스템은 실적을 단기지향의 주가와 회계자료에 기해서만 측정하기 때문에 경영자들은 달리 정보채널이 없는 일차원적인 주식시장투자자들이 분명하게 관찰할 수 있는 단기성과를 가져오는 사업에 투자할 수밖에 없다고 주장되고 있다.⁽²¹⁾

이들 3개 시스템의 제도상의 특성, 즉 독일과 일본시스템하의 강력한 금융중개기관과 미국시스템하의 약한 중개기관은 경로의존적이다. 형태상의 수렴은 일어난 바 없다. 기능상의 수렴이 일어났었는지, 즉 형태상의 차이가 실적에 영향을 주었는지는 실증적으로 측정할 수 있다. 성공적인 시스템이라면 어느 것에서나 실적이 신통찮은 고위경영자를 교체하는 방도가 있어야 한다. 만약 형식적인 제도상의 특성이 영향을 미치는 것이라면 미국의 고위경영자의 재직기간은 독일과 일본의 경영자의 경우보다 주가와 회계상의 수익의 단기적 변동에 보다 밀접한 연관을 보여야 할 것이다.

실증연구들에서는 형태상의 수렴이 아니라 기능상의 수렴이 나타나고 있다. 이들 3개 지배시스템사이에 제도적인 형태의 극적인 차이가 존재함에도 불구하고 이들 세 나라의 회사들에서 고위경영자는 ——주식시장수익을 기준으로 하든 회계상의 수익으로 하든—— 실적이 부진하면 교체되고 있다.⁽²²⁾ 이러한 기능상의 수렴은 도태과정을 통해서 진행되고 있다. 신통찮은 경영자가 경영권을 유지할 수 있는 시스템은 성공할 수 없다. 각 시스템하의 기업지배제도들은 각자의 경로의존적인 한계 내에서 해결책을 발견할 수 있을 정도로 충분한 융통성을 지니고 있기 때문에 형태

(18) 이 부분은 다음 글에 의존하였다. Gilson, Corporate Governance and Economic Efficiency, supra note 7.

(19) 예컨대 Porter, supra note 6 참조.

(20) Jeremy Edwards & Klaus Fisher, *Banks, Finance and Investment in Germany*, Ch. 2는 이러한 주장을 제시한다.

(21) Jeremy C. Stein, Takeover Threats and Managerial Myopia, 96 *J. Pol. Econ.* 61, 64-78(1988)은 그러한 과정을 모델화하고 있다.

(22) Steven Kaplan, Top Executive Rewards and Firm Performance: A Comparison of Japan and the U. S., 102 *J. Pol. Econ.* 510(1994); Steven Kaplan, Top Executive Turnover and Firm Performance in Germany, 10 *J. L. Econ. & Org.* 142(1994); Jun-Koo Kang & Anil Shivdasani, Firm Performance, Corporate Governance, and Top Executive Turnover in Japan, 38 *J. Fin. Econ.* 29(1995); Steven Kaplan & Bernadette Minton, Appointments of Outsiders to Japanese Boards: Determinants and Implications for Managers, 36 *J. Fin. Econ.* 225(1994) 참조.

상의 수렴은 찾아볼 수 없는 것이다. 미국에서는 주식시장의 정보와 외부의 압력이 해결책을 제공한다. 일본에서는 실적 부진이 있으면 주거래은행의 비상감시가 작동 되게 되어 있다.⁽²³⁾ 독일에서는 은행의 의결권지배와 감사회참여를 통한 내부정보의 확보가 원동력이라고 할 수 있다. 각경우에 제도상의 형태의 면에서는 수렴을 발견 할 수 없다. 오히려 각시스템의 구체적인 반응은 진화이론가인 스티븐 제이 굴드(Stephen J. Gould)의 용어를 빌면 “제한된 범위의 활용가능한 요소들에 의하여 임시변통적으로 결정되는 것이다.”⁽²⁴⁾

이러한 분석은 다음과 같이 하나의 패턴을 제시하고 있다. 기존제도의 형태를 변화시키는 데는 비용이 많이 들기 때문에 경쟁적인 압력에 대한 최초의 반응은 기능상의 수렴이다. 새로운 제도들은 새로운 투자를 요하며, 기존의 제도들은 필요한 정치적인 행동을 보다 어렵게 만드는 관련 이해집단들을 이미 형성시켰을 것이다.

더욱이 기존의 제도를 중심으로 조직된 이익집단에게 부분적인 변화의 위협은 보완성 때문에 더 심화된다. 맨서 올슨(Mancur Olson)은 집단의 복지를 앞세우고자 하는 이익집단중심의 정치는 사회전체의 복지를 증대시킬 변화를 가로막을 수 있음을 강조하며 그러한 현상이 국가의 상대적인 성장율에 중대한 영향을 미칠 수 있다고 주장하고 있다.⁽²⁵⁾ 변화하는 경제상황에 대처하여 자신의 효율성을 향상시키기 위하여 제도의 형태를 변화시키는 경우 실제에 있어서는 전체시스템의 생산성이 증가하는 것이 아니라 오히려 감소할 수도 있다. 새로운 형태는 시스템을 구성하는 나머지 제도들과 저촉될 수도 있다. 그에 따라 형태의 변화를 겪지 않은 제도들조차도 실적이 감소할 수 있는 것이다. 상호보완성이라는 특성을 지닌 시스템에서는 하나의 제도를 고쳐서 사정을 개선할 수 있으려면 나머지 보완적인 제도들을 모두 고쳐야 할 필요가 있을 수도 있다.⁽²⁶⁾ 결과적으로 보호할 기득권있는 이익집단의 수가 증가할 것이다. 기존의 제도에서의 기능상의 변화——다시 굴드의 표현을 빌자면 “멋진 해결책이라기보다는 임기용변적인 편법”⁽²⁷⁾——은 경제적인 변화에 대처

(23) Masahiko Aoki, Monitoring Characteristics of the Main Bank system: An Analytical and Developmental View, in *The Japanese Main Bank System: Its Relevance for Developing and Transforming Economies*(Masahiko Aoki & Hugh Patrick, eds. 1994).

(24) Stephen J. Gould, *The Panda's Thumb: More Reflections in Natural History* 20(1980). Steven Kaplan & Mark Ramseyer, Those Japanese Firms with Their Disdain for Shareholders: Another Fable for the Academy, 74 *Wash. U.L.Q.* 403(1996)도 기능상의 수렴을 가능케 하는 일본시스템의 능력을 강조하고 있다.

(25) Mancur Olson, *The Rise and Decline of Nations*(1982).

(26) Milgrom & Roberts, Complimentarities and Systems, supra note 13.

(27) Gould, supra note 24, at 24.

하는 최저비용의 대안인 경우가 많다.⁽²⁸⁾

정치적으로 보다 어려운 형태상의 변화와는 반대되는 기능상의 변화의 두번째 예는 독일의 대규모회사의 감사회에 대한 근로자의 참여를 개혁하는 문제에 관한 것이다.⁽²⁹⁾ 공동결정이 독일회사가 세계적인 경쟁에 적응하는 능력을 제한하고 높은 실업율을 가져오는 대신에 기존의 취업자들을 보호한다고 가정해 보자.⁽³⁰⁾ 나아가 형태상의 변화——해당법률의 개정——에 대한 정치적인 장애가 극심하다고 가정하자. 이러한 경우 공동결정을 폐지하기보다는 무력화함으로써 형태상의 수렴에 대한 장애를 우회하는 기능상의 시도를 생각해 볼 수 있다.

기존의 법률하에서는 주주에 의하여 선임된 감사회원이 의장의 캐스팅보트(가부 결정권)의 도움을 받아 감사회의 다수를 차지하고 있다. 그리하여 주주가 선임한 구성원이 다수를 차지함에도 불구하고 근로자가 영향력을 갖는 것은 주주가 선임한 소극적인 구성원들의 도전을 받지 않는 내부경영자와 근로자 대표간의 연합 때문일 수도 있다.⁽³¹⁾ 그 문제에 대하여 기능적으로 대처한다면 주주에 의하여 선임된 감사회구성원들의 성격을 변화시켜야 할지도 모른다. 만약 독일의 대규모은행들이 이러한 막강한 연합에서 비롯된 경직성이 초래하는 비용이 너무 높다고 결론짓는다면 주주가 선임하는 감사회구성원들을 새로이 선출하여 보다 적극적인 주주측 구성원들이 막강한 연합을 무력화할 수 있도록 함으로써 대응할지도 모른다.⁽³²⁾ 물론 근로자측은 형태상의 보호를 더 추구하는 방법으로 이에 대응할 수도 있다. 그러나 의회의 협조를 얻는 것은 형태상의 수렴을 가져올 조치를 저지하는 것보다 더 어려울 것이다.

(28) 본문은 효율을 증대시키는 변화를 가로막는다는 면에서 문제를 파악하고 있다. 그러나 이익집단은 자신에게 유리한 적극적인 변화를 도모할 수도 있다. 이처럼 행동의 저지의 측면을 강조하는 것은, 행동을 가로막는 데는 행동을 취하는 경우보다 정치력이 덜 필요하기 때문에 보다 만연한 문제라는 가정——이에 대해서는 여기서 정당화하지 않기로 한다——을 반영하고 있다.

(29) 이 부분은 Mats Isaksson과의 대화에 근거한 것이다.

(30) Katharina Pistor의 다음 논문은 공동결정의 정치적인 기원을 분석하고 뜻하지 않게 생겨난 지배의 외부효과를 평가하고 있다. Co-determination in Germany: A Socio-Political Model with Governance Externalities, paper presented at a conference on Employees and Corporate Governance, Columbia Law School/Sloan Foundation Project on Corporate Governance, November 22, 1996.

(31) Cf. John C. Coffee, Unstable Coalitions: Corporate Governance as a Multi-Player Game, 78 *Geo. L. J.* 1495(1990).

(32) Cf. Ronald J. Gilson & Reinier Kraakman, Reinventing the Outside Director: An Agenda for Institutional Investors, 43 *Stan. L. Rev.* 863(1991). 이와 유사한 방안으로는 근로자대표가 참여하지 않는 위원회를 감사회에 설치하는 것이다. Pistor의 논문 (supra note 30)은 이러한 방안을 고찰하고 있다.

III. 기능상의 수렴의 실패: 벤처캐피탈과 자본시장의 구조⁽³³⁾

미국의 자본시장과 일본, 독일의 자본시장을 비교하는 것은 이제 낯설지 않은 작업이다. 대부분의 설명은 은행과 주식시장의 상이한 역할들에 초점을 맞추고 있다. 미국에는 기업지배에서 미미한 역할을 수행하는 수많은 소규모 은행들과 경영권시장을 포함하는 선진적인 주식시장이 존재하고 있다. 일본과 독일의 은행들은 수는 적지만 일본과 독일의 일반기업들에 비하여 규모가 더 크고 회사경영진을 감시함으로써 커다란 기업지배상의 역할을 수행한다고 주장되고 있다.⁽³⁴⁾ 두 나라 중 어느 곳도 경영권시장이 활성화되어 있지 않다. 보다 덜 알려진 사실은 은행중심의 자본시장과 주식시장중심의 자본시장 사이에 또하나의 체계상의 차이가 존재한다는 점이다. 주식시장중심의 시스템에는 훨씬 더 강력한 벤처캐피탈산업이 존재한다는 사실이 그것이다.⁽³⁵⁾ 활발한 벤처캐피탈시장은 기술혁신을 촉진함에 있어 결정적으로 중요하다고 주장되고 있기 때문에 많은 국가들이 미국의 성공을 흉내내려고 열심히 노력하였다. 은행중심의 시스템이 걸맞는 벤처캐피탈시장을 키워내는 데 실패한 것은 기능상의 수렴의 실패——은행은 벤처캐피탈에서 주식시장이 수행하는 역할을 본뜨는 식으로 자신의 기능을 변화시킬 수는 없었다——와 아울러 보완적인 시스템의 변용에 필요한 시스템차원의 변화를 실행하는 것이 어려움을 입증하고 있다.

다른 논문에서 버나드 블랙(Bernard Black)과 나는 주식시장과 벤처캐피탈시장의 연관에 대해서 연구한 바 있다. 대상회사에 대한 투자를 회수하는——이른바 “퇴출”하는—— 능력은 벤처캐피탈투자자에게는 긴요한 것이다. 대상회사에 대한 그들의 기여는 금전적 기여와 경영서비스, 고도의 감시, 명성과 같은 금전외적 기여——이들은 범위의 경제(economies of scope)에 따라 결합되고 있다——로 구성되어 있다.⁽³⁶⁾ 대상회사가 일단 벤처캐피탈이 행하는 금전외적 기여의 가치가 감소할 정도로 성공한다면 자신들의 기여를 필요로 하는 단계에 있는 회사에 재투자할 수

(33) 이 부분은 상당부분 다음의 글에 의존하였다. Ronald Gilson & Bernard Black, *Venture Capital and the Structure of Capital Markets: Banks Versus Stock Markets*, Law and Economics Center Working Paper, Columbia Law School(August, 1997) (forthcoming, *J. Fin. Econ.*).

(34) 예컨대 Aoki, *Monitoring Characteristics of the Main Bank System*, supra note 23; Edwards & Fischer, supra note 20; Roe, supra note 2 참조.

(35) Gilson & Black, supra note 25은 각국의 벤처캐피탈시장의 규모에 관한 실증적 자료들을 소개하고 있다. Curtis Milhaupt, *The Market for Innovation in the United States and Japan: Venture Capital and the Comparative Corporate Governance Debate*, 91 *Nw. L. Rev.* 865(1997)은 벤처캐피탈에 관한 일본의 경험을 훌륭하게 설명하고 있다.

(36) Gilson & Black, supra note 33.

있도록 환수하는 편이 보다 효율적일 것이다. 그러나 금전적 기여와 금전외적 기여를 결합시킴으로써 발생하는 범위의 경제 때문에 금전적 기여도 함께 회수할 필요가 있다. 퇴출이 중요한 것은 바로 이 때문이다.⁽³⁷⁾

퇴출의 구체적인 형태는 기업가에게 중요한 것은 물론이고 벤처캐피탈업체와 기업가 사이의 계약의 조건에도 중요한 의미를 갖는다. 퇴출이 주식시장중심의 자본시장에서만 가능한 기업공개 방법으로 이루어지는 경우에는 기업가는 벤처캐피탈의 투자시에 벤처캐피탈에 넘겨주었던 지배력을 회복하는 것이 보통이다. 이는 통상 그러한 것처럼 벤처캐피탈업자가 기업공개시에 투자분을 전부 처분하지 않는 경우에도 그러하다. 이와는 대조적으로 퇴출이 대상회사를 제3자에게 매각하는 방법으로 행해지는 경우——이는 은행중심의 자본시장에서 현재 가능한 퇴출방안이다——에는 기업가는 벤처캐피탈업자에 넘겨준 지배력을 빼앗길 뿐 아니라 자신에게 남겨두었던 지배수단들마저도 상실하게 된다. 기업공개를 통하여 퇴출하는 기회가 주는 결정적인 영향은 최초의 투자시에 당사자들이 기업가에게 회사의 성공시에 행사할 수 있는 지배권에 대한 콜옵션——이는 벤처캐피탈업체가 기업공개시에 공식적인 지배수단을 포기하는 형태로 거래에 반영된다——을 부여하는 효과를 갖는 묵시적인 계약을 체결할 수 있는 것이다. 이러한 묵시적계약이 지니는 인센티브효과는——기업가가 지배권을 거래하는 것인—— 창업절차의 핵심을 이루고 있기 때문에 그것이 주식시장중심의 자본시장에서만 존재한다는 것은 은행중심의 자본시장을 가진 나라에서 활발한 벤처캐피탈시장이 부재하는 이유에 대한 설명을 돕는다.⁽³⁸⁾

은행중심의 시스템은 이러한 경쟁상의 불리에 대해서 기능상의 수렴을 통해서 대처할 수도 있을 것이다. 즉 자본시장의 구조를 유지하는 한편으로 은행용자를 통하여 창업회사의 기술혁신이나 대기업에 의한 창업과정의 내부화에 자금을 지원하는 것이 그것이다. 이러한 대안적인 제도들을 통해서도 주식시장에 연계된 미국의 벤처캐피탈시장과 기능상 동일한 성과를 거둘 수 있다면 變容은 비용이 보다 많이 소요되는 형태상의 수렴을 통해서가 아니라 기능상의 수렴을 통해서 행해질 것이다.

은행중심의 시스템에서도 기능면에서 다름바 없는 기술혁신을 위한 금융제도가 존재하는지를 평가하는 데 필요한 실증적인 증거는 찾아볼 수 없다. 그러나 몇 가지 실례를 보면 회의적인 견해를 갖게 된다. 미국은 바이오테크놀로지와 컴퓨터관련첨단기술과 같이 벤처캐피탈시장이 중심적인 역할을 수행하는 바로 그러한 산업에서 세계를 선도하고 있다. 나아가 미국과 유럽의 대규모 제약회사들은 기업가들에게 직접 자금을 지원함으로써가 아니라 기업가적인 회사——대부분 미국에 소재

(37) Id.

(38) Id.

하고 원래 벤처캐피탈의 자금지원을 받은——에 창업 이후의 자금을 지원하거나 동업관계를 맺음으로써 바이오테크놀로지분야의 기술혁신에 대처하고 있다.⁽³⁹⁾

많은 유럽회사들은 기능상의 수렴이 일응 실패하였음을 인정하고 형태상의 수렴을 위하여 노력을 기울이고 있다. 주목할 만한 예로 증권거래소에 소규모 신설기업을 위한 특별부를 창설한 것을 들 수 있다. 그러나 그것이 성공하지 못한 것을 보면 보완적인 제도들로 구성된 시스템을 단편적으로 변화시키는 것이 어려움을 분명하게 알 수 있다.

프랑스와 독일은 1980년대에 처음으로 소규모회사를 위한 주식시장을 창설하려고 노력하였다. 1990년대에 이르러서는 이러한 작업은 종결되거나 도외시되었다.⁽⁴⁰⁾ 계속되는 작업으로는 다음과 같은 것들이 있다. 런던증권거래소의 Alternative Investment Market; 프랑스의 Le Nouveau Marché, 독일의 Neuer Market, 벨기에의 New Market의 합작품인 Euro NM; 미국의 NASDAQ을 모방한 것이 분명한 EASDAQ——NASDAQ의 소유자인 NASD가 일부를 소유하고 있음——가 그것이다. 그러나 보완성이 중요하다는 점을 인식한다면 단순히 주식시장을 창설하는 것만으로는 벤처캐피탈시장을 뒷받침하는 데 필요한 제도적인 인프라를 제공하기에 충분치 않다는 점을 알 수 있다. 미국의 주식시장에서 발달된 다음과 같은 보완적인 제도들도 또한 결여되어 있다: 벤처캐피탈조직, 유한책임조합투자방식, 초기단계회사의 공개에 경험있는 투자은행, 그리고 가장 중요한 것으로는 벤처캐피탈의 자금지원이 있었기에 생겨날 수 있었던 기업가(entrepreneur)들의 출현.

보완성을 고려하여 이러한 다양한 제도를 거의 동시에 창설해야 하는 문제에 대한 한가지 접근방법은 자본시장의 세계화에 의하여 가능하게 되었다. 버나드 블랙과 내가 주장한 바와 같이 은행중심시스템하의 회사들은 다른 나라의 기존제도에 편승할 수 있다. 특히 미국의 벤처캐피탈관련제도들——NASDAQ과 벤처캐피탈투자자, 벤처캐피탈의 기업공개에 경험있는 투자은행, 경험있는 변호사와 회계사를 비롯한 제도적 인프라——은 유럽의 신설기업들도 이용할 수 있다. 이러한 대안적인 제도들을 이용하는 경우에는 현지의 제도들이 형태상의 수렴을 이루기 위하여 발전하는 기간동안 변용이 촉진될 수 있을 것이다.⁽⁴¹⁾

(39) Id. 은행이 첨단기술창업회사에 대출하는 것은 애당초 실현가능하지 않다. 그러한 회사들은 위험이 높고 현금흐름이 마이너스이기 때문에 부채증서는 高利의 이자후지급사채(zero coupon bond)와 비슷하게 될 것이다. 기능적인 면으로 볼 때 그 증서는 주식에 접근할 것이다.

(40) Sebastian Rasch, *Special Stock Market Segments for Small company Shares in Europe What Went Wrong?*, Center for European Economic Research Discussion Paper No. 93-13(1994).

(41) Gilson & Black, *supra* note 33.

IV. 계약에 의한 수렴

기능상의 수렴이 성공한 분야와 형태상의 수렴이 필요한 것으로 보이는 분야를 검토하였으므로 이제는 내가 계약에 의한 수렴이라 부르는, 아직 추론단계인 세 번째의 분야를 살펴보는 것으로 이 고찰을 끝맺기로 한다.⁽⁴²⁾ 여기서 나는 기존의 제도들이 기능상의 수렴을 달성할 수 있는 융통성은 없지만 기존의 제도를 변화하는 비용, 특히 정치적인 비용 때문에 형태상의 수렴이 어려운 경우의 수렴을 염두에 두고 있다.

미국의 투자자들, 특히 대규모 연금기금을 비롯한 기관투자자들은 이제 유럽의 공개회사 주식을 상당량 보유하고 있다. 예컨대 미국의 최대 퇴직연금기금인 캘리포니아주공무원연금기금(CalPERS)은 거의 200억달러에 달하는 외국주식——이는 전체 주식보유고의 거의 20%를 차지한다——을 보유하고 있다.⁽⁴³⁾ 이러한 종류의 미국의 기관투자는 특정국가에서는 발행주식의 상당한 비율을 차지하고 있다. 프랑스에서 공개기업 발행주식의 3분의 1은 외국의 투자자들이 보유하고 있다. 네덜란드의 회사의 경우에는 이 수치가 41퍼센트에 이른다.⁽⁴⁴⁾

이처럼 외국인투자의 비중이 높아지자 유럽의 기업지배시스템을 변화시키라는 요구가 나오게 되었다. 예컨대 네덜란드, 프랑스, 스웨덴에서는 영미식의 一株一議決權 모델로부터 상당히 벗어나 있으므로 기존경영진은 자본시장의 감시로부터 보호될 수 있다. 외부감시가 존재하지 않는 것처럼 보이는 기업지배시스템을 대하게 된 미국의 기관투자자들은 유럽의 회사들도 미국식의 기업지배에 보다 비슷하게 만들기 위하여 형태상의 지배관련제도들을 대폭 변경할 것을 주장하기 시작하였다. 이러한 움직임을 선도하는 CalPERS는 일반원칙들을 선포한 바 있다. 그 6개조의 일반원칙에는 주주에 대한 이사의 책임과 일주일의결권원칙 등이 포함되어 있다. 이러한 일반원칙에 이어 1997년에는 영국과 프랑스에 대한 구체적인 기준이 발표되었고 독일과 일본에 대해서도 비슷한 기준의 발표가 계획되고 있다.⁽⁴⁵⁾

유럽의 기업지배를 미국식 모델에 형태적으로 수렴시키는 것은 특히 기업의 경영

(42) 이 부분의 논의는 Swedish Corporate Governance Forum 회합에서 Karl-Adam Bonnier, Raulf Gonec, Mats Isaksson, Michael Jensen, Gunnar Nord, Robert Ohlsson을 비롯한 참가자들과의 토론에서 도움을 받았다.

(43) Sara Webb, Calpers Sees New Targets Overseas, *Wall St. J.*, Oct. 20, 1997, p. C1. col. 6.

(44) Joel Chernoff & Patrick Farmon, Governance Codes Vary by Market, *Pensions & Investments*, Sept. 16, 1997, p. 16.

(45) Kayla J. Gillan, CalPERS Takes Corporate Governance Abroad, 5 *Corp. Gov. Advisor*, Number 3, p. 30(May/June 1997).

권문제에 관한 한 매우 어렵다고 여겨질 수 있다. 差等議決權制度는 가족지배(네덜란드에서는 재단지배)를 보호하기 위하여 고안된 것이다. 차등의결권을 제한하기 위하여 회사법을 개정함으로써 그러한 지배를 전면적으로 약화시키는 것은 정치적으로 엄청난 장애에 부딪칠 것이다. 보다 공식적인 책임확보메커니즘에 대한 기관투자자들의 요구와 형태상의 지배수단을 포기하는 것에 대한 유럽인들의 주저 사이의 갈등에서 타협책을 발견할 수 있는 약간의 가능성은, 미국의 기관투자자들도 투자대상인 회사들에 대해서 모두 동일한 형태상의 지배구조를 항상 요구하고 있는 것은 아니라는 사실에서 찾아볼 수 있다. 이러한 투자는 유한책임조합의 사적인 지분의 형태로 행해진다. 그러한 조합에서 투자자들은 비상장증권에 대한 투자와 관련하여 무한책임조합원의 전문적인 서비스를 확보하는 대가로 미국의 전통적인 기업지배메커니즘을 포기하는 셈이다.⁽⁴⁶⁾

그렇다고 해서 벤처캐피탈유한책임조합(venture capital limited partnerships)이나 LBO기금(leveraged buyout funds)과 같은 기구에 대한 투자자들은 전통적인 기업지배테크닉이 대상으로 삼는 친숙한 대리인문제(agency problems)로부터 무방비상태에 있는 것은 아니다. 오히려 그들은 계약에 의하여 창설된 매우 다른 메커니즘에 의하여 보호되고 있다.⁽⁴⁷⁾ 이러한 투자수단의 전체적인 지배구조를 살펴보는 것은 이 강연의 목표는 아니지만 한 가지 특성을 검토하는 것은 참고가 될 것이다.

전형적인 사적인 유한책임조합은 일정한 기간——통상 10년——지속된다. 그 이후에는 조합은 청산되고 그 자산은 투자자들에게 반환된다. 이러한 확정된 청산은 여러 가지로 중요한 목적을 달성한다. 가장 중요한 것은 무한책임조합원이 극히 불확실할 수밖에 없는 비유동적인 투자시에 재량을 누릴 필요와 책임확보메커니즘에 대한 투자자들의 필요 사이에 균형을 잡는다는 점이다. 공개회사에서는 잉여현금흐름(free cash flow)의 誤用이 내부적으로는 이사회에 의하여 견제되고 외부적으로는 의결권행사나 경영권시장을 통한 주주들의 행동에 의하여 견제된다. 이 모든 경우에 주주는 주식시장가격을 통하여 전달되는 실적관련정보에 의하여 판단을 하게

(46) 예컨대 평균적으로 연금기금은 매년 미국의 벤처캐피탈기금의 기여금의 40%를 넘는 자금을 공급하고 있다. Gilson & Black, *supra* note 33 참조.

(47) 벤처캐피탈유한책임조합의 무한책임조합원과 투자자사이의 표준적인 계약서의 개설에 대해서는 William A. Sahlman, *The Structure and Governance of Venture-Capital Organizations*, 27 *J. Fin. Econ.* 473(1990) 참조. Paul Gompers and Joshua Lerner, *The Use of Covenants: An Empirical Analysis of Venture Partnership Agreements*, 39 *J. L. & Econ.* 463(1996)은 벤처캐피탈유한책임조합에서 약정에 의한 보호를 이용하는 실증적인 증거를 제공하고 있다. LBO 유한책임조합의 구조에 관한 개설에 대해서는 Michael Jensen, *The Eclipse of the Public Corporation*, *Harv. Bus. Rev.* 61(Sept.-Oct. 1989) 참조.

된다. 사적인 유한책임조합의 경우 잉여현금흐름의 문제는 무한책임조합원이 현금화된 투자금액을 배분해야 한다는 요건과 조합의 존속기간만료시에 조합이 청산되고 자산이 투자자들에게 반환되어야 한다는 요건에 의하여 해결된다. 이러한 특성들 때문에 무한책임조합원이 수익성있는 투자가 불가능한 자본을 무한정 보유할 수는 없는 것이다.

분배를 위하여 조합자산을 청산해야 할 필요는 또한 무한책임조합원의 실적을 평가할 수 있는 뚜렷한 척도를 제공한다. 그 시점전까지는 유한책임조합의 포트폴리오에 대한 시장지표는 그의 사적인 지분투자가 유동성이 없기 때문에 구할 수 없었다.

드디어 청산을 강제함으로써 말미암아 무한책임조합원은 그 실적에 대해서 책임을 지게 되는 것이다. 조합의 존속기간만료시 투자자는 무한책임조합원이 설립하는 새로운 조합에 투자하기로 결정함으로써 그로 하여금 자신의 자금을 계속 관리하도록 허용할 것인가를 결정할 수 있는 기회를 갖게 된다. 그 시점에서 무한책임조합원은 청산되는 조합의 투자자들의 자금을 관리할 기회를 위하여 다른 기금관리자들과 경쟁하여야 하며 그의 과거의 실적은 그 결과에 가장 중요한 영향을 미친다.

가족이나 기타의 소유집중 때문에 형태상의 수렴의 비용이 높은 나라에서는 투자자에 대한 책임은 이러한 사적인 지분투자기법을 활용함으로써도 확보할 수 있을지 모른다. 이것이 달성될 수 있도록 증권을 설계하는 것은 이곳에서 내가 의도하는 바를 뛰어넘는 것이지만, 차등의결권주식을 발행하여 특정한 가족이 복수의결권주식을 지배하고 있는 유럽회사가 미국의 기관투자자들에 주식을 발행하여 자금을 조달하고자 하는 경우를 상상해 보라. 그러나 그 회사는 차등의결권주식의 구조를 제거함으로써 자신의 경영권을 일방적으로 공중에 양도하기는 원하지 않는다.

기관투자자는 의결권에 차이가 있는 자본구조 때문에 지배주주가 선임한 경영진의 실적에 대한 외부적인 감시가 불가능한 경우에는 투자하기를 꺼릴 수도 있다. 그 대신 우리가 그 기관투자자에게 사적인 지분투자에서의 존속기간과 마찬가지로의 기능을 하는 지분증권을 제공한다고 하자. 차등의결권주식을 발행하고 있는 공개회사와 사적 유한책임조합은 모두 전통적인 기업지배상의 책임확보메카니즘을 갖지 못하고 있기 때문에 이처럼 일치시키는 것은 의미가 있다.

증권의 구조는 다양한 형태를 지닐 수 있다. 예컨대 기관투자자에게, 평소에는 의결권의 수가 적지만 일정한 기간말에는 회사의 실적이 일정한 기준——아마도 경쟁사들중 일정순위——에 미달하는 경우에는 복수의 의결권을 가질 수 있는 주식을 배정할 수도 있을 것이다. 만약 기관투자자의 의결권이 증가되는 사태가 일어난다면 가족이 선임한 경영진은 회사를 계속 경영할 수 있는 기회를 놓고 경쟁해야만

할 것이다. 투자규모에 따라서는 회사의 경영권이 이전될 가능성도 있다. 이러한 방법 대신에 투자자에게 경쟁사들의 실적에 맞춘 수익을 보장하는 매도선택권(put rights)을 증권에 부착시킬 수도 있다. 매도선택권의 행사에 의한 매수자금을 마련하기 위하여 자금을 조달해야 할 필요는 동일한 견제효과를 가질 것이다.

이상의 짧은 설명은 그러한 증권에 필요한 조항들의 일람표는 물론이고⁽⁴⁸⁾ 고안될 수 있는 증권유형들의 예상범위조차도 제시하지 않는다. 현재로서는 과제는 훨씬 제한된 것이다. 나는 기존의 지배제도가 기능상의 수렴에 필요한 융통성과 형태상의 수렴에 필요한 변형가능성을 갖지 못한 경우에 적합할 수도 있는 중간적인 계약에 의한 수렴방식의 개요를 간추리고자 했을 뿐이다.

V. 결 론

이 글에서 나는 기업지배의 수렴방식으로 세가지를 살펴보았다. 먼저 “기능적인 수렴”은 기존의 지배제도들이 변화된 상황의 수요에 대해서 제도의 형태적인 특성을 변경하지 않고도 충분히 대응할 수 있을 정도로 융통성이 있는 경우에 일어난다. 둘째, “형태적인 수렴”은 효과적인 대응을 위해서 기존지배제도의 기본구조를 변경하는 입법적 조치가 필요한 경우에 일어난다. 끝으로 “계약에 의한 수렴”은 기존의 지배제도가 형태상의 변경없이도 대응할 수 있는 융통성이 없을 뿐 아니라 정치적인 장애로 인하여 형태상의 제도변경을 행할 능력이 제한되는 경우에 일어난다. 상황이 다양하기 때문에 각국의 기업지배제도가 어떤 방식으로 수렴할지를 일반적으로 예측하기는 불가능하다. 기업지배제도와 정치제도의 융통성은 나라마다 다를 뿐 아니라 변화된 상황이 요구하는 구체적인 대응에 따라 개별국가내에서도 차이가 있다. 그러므로 우리가 기껏 예측할 수 있는 것은, 상이한 각국의 시스템사이에서는 물론이고 개별시스템내에서도 상당한 다양성——즉 앞서 스티븐 제이 굴드가 말한 “멋진 해결책이라기보다는 임기응변적인 편법”——이 생겨날 것이라는 점이다.⁽⁴⁹⁾

(48) 예컨대 증권의 설계자는 경영진이 실적이 신통찮은 경우에 증권의 만기가 다가오면 과도한 위험을 부담할 유인에 대해서 대처해야 할 것이다. 보다 기술적인 차원에서는 발행회사의 실적을 측정할 비교대상회사의 집단을 수정할 필요가 있을 것이다.

(49) Gould, *supra* note 24, at 24.