

© BRIEF

E.S.G.

E.S.G.와 이해관계자 지배구조



손창완

연세대학교 법학전문대학원 교수

* 이 글은 2023년 3월 16일 제4차 E.S.G. 법제 포럼에서 논의를 거쳐 저자가 정리한 의견으로서, G - Brief에 수록된 글의 저작권은 한국법제연구원에 있습니다.

** 따라서 이 글을 인용할 경우, 손창완, “E.S.G.와 이해관계자 지배구조”, G - Brief No.2., 한국법제연구원(2023), ○○면을 표기하여야 합니다.

I. 서론

회사(Corporation)는 전세계적으로 가장 대표적인 기업형태이다. 2020년 발표된 포춘 글로벌 500(Fortune Global)에 속하는 회사는 2019년 기준으로 33.3조 달러의 돈을 벌어들였고, 이는 전세계 국가의 GDP를 합한 GWP(Gross World Product) 87.7조 달러의 1/3을 상회한다.¹⁾ 그러나 물질문명 진보에 기여한 회사의 역할이 막대함에도 불구하고 회사에 대한 대중의 이미지는 동서를 막론하고 좋지 않다. 회사에 대한 대중의 인식에 대해 요세프 슈페터(Joseph A. Schumpeter)는 <자본주의, 사회주의, 민주주의>에서 자본주의는 그 발달과정에서 '적개심'을 발생시킨다고 지적한 바 있다.²⁾ 최근에는 레베카 헨더슨이 자신의 저서에서 자본주의는 “역사적으로 시장의 균형을 유지해주던 제도들, 가족, 지역공동체, 위대한 신앙의 전통, 정부 심지어 인간공동체라는 소속감까지도 붕괴”시키고 있다고 지적한다.³⁾

자본주의 그리고 회사제도의 어두운 면은 압축성장의 대명사인 우리나라에서도 뚜렷이 나타나고 있다. 자본주의가 회사를 통해 발생시킨 두 가지 핵심적인 문제는 '부의 불평등'과 개별 회사 차원의 이기적 선택에 기한 '부정적 외부효과'이다. 이러한 문제가 기후변화, 부의 양극화, 과도한 경쟁체제, 저출생, 적대적 노사관계 등 대한민국의 사회의 지속가능성을 위협하는 여러 문제의 직·간접적인 원인이 되기 때문이고, 이러한 문제를 회사의 실패(the failure of the corporation)라고 부를 수 있다. 그렇다면 “부의 불평등과 부정적 외부효과를 발생시키는 회사제도를 바꿀 수 있을 것인가? 회사가 경제적 불평등과 부정적 외부효과를 발생시키지 않으면서 경제적 부를 창출하게 할 방법은 없을까?” 이러한 고민은 회사제도를 지속가능한 방향으로 구축하는데 가장 핵심적인 질문이 될 것이다.

* 이 글은 줄저 「진보회사법」(한울엠플러스, 2017) 및 줄고 「회사제도의 과거, 현재 그리고 미래」, 연세대학교 법학전문대학원 편, 「연세법학, 또 다른 백년」(연세대학교 대학출판문화원, 2021)의 내용을 발췌하여 작성된 것임을 밝힌다.

1) <https://fortune.com/global500/>

2) 요세프 슈페터(이종인 역), 『자본주의, 사회주의, 민주주의』 제2부(97-236), 북길드, 2016.

3) 리베카 헨더슨(임상훈 역), 『자본주의 대전환』, 어크로스, 2020, 32면.

E.S.G.는 환경(Environment), 사회(Social), 지배구조(Governance)의 영문 첫 글자를 딴 것으로 회사의 '지속가능성'을 담보하기 위한 비재무적 요소로 이해되고, 이러한 회사의 실패에 대한 투자자 관점에서의 반성적 고려에서 구체화된 것이라고 볼 수 있다. 이러한 점에서 이 글에서는 현재의 회사지배구조론에서 지배적인 이론인 주주지상주의의 의의 및 변천과정, 주주지상주의의 지속가능성에 대한 회의와 그 대안으로서의 E.S.G.의 등장에 대하여 살펴 본 후 E.S.G.의 회사지배구조적 측면에서의 대안이라고 할 수 있는 이해관계자 지배구조를 소개해 보고자 한다.

II. 주주지상주의의 의의와 변천과정

1. 주주지상주의의 확립

1) 의의 및 기원

주주지상주의(shareholder primacy)는 회사의 목적은 주주의 이익 극대화(shareholder wealth maximization)이고, 회사의 궁극적인 지배권도 주주에게 있다는 입장을 말하고, 경제학에서는 주주자본주의라고 한다. 주주지상주의는 19세기 말 및 20세기 초반 당시의 일반적인 생각이었다. 당시 미국의 대기업들은 수익을 추구하기 위해 어떠한 수단도 마다하지 않았고, 그 과정에서 회사의 이해관계자들의 이익은 대부분 무시되었으며, 회사의 사회적인 측면은 전혀 고려되지 않았다.⁴⁾ 이러한 주주지상주의는 1919년 <Dodge 판결(Dodge v. Ford Motor Co., 170 N. W. 668(Mich, 1919))>에서 법적으로 인정되었고, 회사의 목적에 관한 주류적 입장으로 확립되었다. 위 사건에서 미시간주 대법원은 “회사는 주주의 수익을 주요한 목적으로 하여 조직되고 운영되므로 이사의 권한이 주주의 수익 이외의 다른 목적을 위하여 그 권한이 확장될 수 없

4) 로버트 라이시(형선호 역), 슈퍼자본주의, 김영사 2008, 35면.

다”고 판결하였다.⁵⁾ <Dodge 판결>의 법리는 많은 법원에 의해 채택되었고, 이러한 이유로 위 판결은 미국에서 주주지상주의를 확립한 판결로 평가되고 있다.⁶⁾

2) <근대 회사와 사유재산>에 의한 이론적 기초의 확립

아돌프 베리(Adolf A. Berle)는 회사의 소유와 지배자 분리되는 현상을 근대 회사의 특징으로 지적하면서 <근대 회사와 사유재산>에서 주주지상주의에 이론적 기초를 제공하였다.⁷⁾ 베리에 의하면 주식이 광범위하게 분산된 공개회사에서는 주주와 경영자 간에 피할 수 없는 이익충돌이 존재하고, 이로 인하여 사유재산권 자체에 위기가 발생한다고 지적한다. 즉 베리는 분산된 주식소유구조에서 주주는 경영자를 통제할 유인이 없기 때문에 경영자는 주주의 이익보다 경영자 개인의 이익을 추구할 수 있다는 것이다. 따라서 베리는 이와 같은 문제를 해결하기 위하여 회사는 주주의 소유이며, 경영자를 주주의 수탁자(trustee)로 보아 주주를 위하여 권한을 행사해야 한다고 주장했다.⁸⁾

2. 주주지상주의의 전성기

1) 레이건 혁명

1980년 레이건 대통령이 ‘레이건 혁명(Reagan Revolution)’으로 불리는 신자유주의적 정책을 시행하면서 주주지상주의는 지금까지 최고의 전성기를 구가하고 있고, 델라웨어 형평법원(Delaware Court of Chancery)은 eBay Domestic Holdings, Inc. v.

5) Dodge, 170 N.W. 684 (졸저 111면 각주 233면에서 재인용).

6) Stephen M. Bainbridge, “Director Primacy: The Means and Ends of Corporate Governance,” 97 Nw. U. L. Rev. 547, 2003, 575; 다만 판결의 회사법적 의의가 과대평가되었다는 주장으로는, Lynn A. Stout, “Why we should stop teaching Dodge v. Ford,” Va. L. & Bus. Rev. 3 (2008).

7) Adolf A. Berle Jr, & Gardiner C. Means, *The Modern Corporation and Private Property*, Reprinted, Transaction Publishers, 1991.

8) Adolf A. Berle, “Corporate Powers as Powers in Trust,” 44 Harv. L. Rev. 1049, 1931. 1049 (졸저, 217면 각주 19에서 재인용).

Newmark 판결⁹⁾에서 다음과 같이 판시하였다.

회사의 형식은, 적어도 자신의 투자에 대하여 이익을 실현하려는 주주가 없지 않으면, 순수한 인류애적 목적을 위한 수단으로 적절하지 않다. (중략) 영리법인인 회사에서 이사는 그 형식에 수반하는 신인의무와 기준에 구속되고, 그 기준은 주주의 이익을 위하여 회사의 가치를 증진시키는 것이 포함되며, 회사의 뒤에 붙여지는 “Inc.”는 이를 의미하는 것이다. 따라서 회사가 주주의 이익을 위하여 경제적 이익을 극대화하지 않는 것을 회사 정책으로 명시하는 것을 인정할 수 없다.

2) ‘계약’에 근거한 주주지상주의 이론의 정립 - 계약의 결합체

레이건 혁명 이후의 주주지상주의는 경제학적 회사이론에 기반하여 계약을 그 이론적 기초로 한다.

마이클 쟈슨(Michael Jensen)과 윌리엄 메클링(William Meckling)은 회사의 본질을 개인 간 계약 관계의 집합을 위한 연결점으로 기능하는 법적 의제라는 이론을 주장하였고,¹⁰⁾ 이러한 이론¹¹⁾에 의하면 회사는 ‘계약의 결합체(nexus of contract)’로서 생산 요소 소유자들 사이의 계약적 관계를 결합(nexus)시키는 역할을 하는 법적 의제(legal fiction)이며, 회사는 자연인으로 취급되기 위해 법에 의하여 만들어진 인공적 구성체(artificial construct)가 된다.¹²⁾

프랭크 이스터브룩(Frank Easterbrook)과 다니엘 피셀(Daniel Fischel)은 경제학적 회사이론인 계약의 결합체 이론을 법학적 회사이론으로 수용하였다. 이들에 의하면 기

9) Court of Chancery of Delaware. 16 A.3d 1, 2010.

10) Michael C. Jensen & William H. Meckling, “Theory of the Firm: Managerial Behavior, Agency Costs and Ownership Structure,” *Journal of Financial Economics* vol. 3, no. 4, 1976, 310-311 (졸저, 143면 각주 74에서 재인용).

11) ‘계약의 결합체(nexus of contract)’ 이론이라고 한다.

12) Jensen & Meckling, “Theory of the Firm,” 310 footnote 12 (졸저, 143면 각주 76에서 재인용).

업은 생산의 효율성을 위하여 조직되는 “시장 외부에 존재하는 팀생산방식”¹³⁾이고, 회사는 ‘자본조달 수단(financial device)’에 불과하다.¹⁴⁾ 이와 같이 이스터브룩 · 피셀은 회사의 실체를 부인하고 첸슨 · 메클링의 이론을 따라 회사를 ‘계약의 결합체(nexus of contracts)’로 정의한다.

3) 주주이익극대화규범 및 주주 중심의 지배구조

주주이익극대화규범은 회사가 주주의 이익 극대화를 목적으로 운영되어야 한다는 규범이고, 일반적으로 ‘주주가치극대화’로 부르기도 한다.¹⁵⁾ ‘계약의 결합체’ 이론에서 회사는 회사 이해관계자들 간 계약관계의 집합이므로 이중 특정한 이해관계자 집단에 게 우선권이 인정되지 않는다.¹⁶⁾ 따라서 주주는 생산요소 중 하나인 ‘자본의 공급자’로서,¹⁷⁾ 회사에 대한 계약상 권리만을 가진다.¹⁸⁾ 그러나 주주는 비용을 공제한 이익에 대해서만 배당을 받을 수 있는 잔여청구권자(residual claimant)로서, 회사의 의사결정 결과에 대해 가장 큰 위험을 부담하기 때문에 주주에게 회사를 지배할 궁극적인 권위를 부여해야 한다고 본다.¹⁹⁾ 이와 같이 주주이익극대화규범은 주주가 회사 정책을 결

13) 프랭크 H. 이스터브룩·다니엘 R. 피셀(이문지 역), *회사법의 경제학적 구조*, 자유기업센터, 1999, 32면(줄저, 202면 각주 379에서 재인용).

14) Frank H. Easterbrook & Daniel R. Fischel, “The Corporate Contract,” 89 Colum. L. Rev. 1416, 1989, 1423-1425 (줄저, 203면 각주 380에서 재인용).

15) Steven M. H. Wallman, “Understanding the Purpose of a Corporation: An Introduction,” 24 J. Corp. L. 807, 1998-1999, 808.

16) Melvin A. Eisenberg, “The Conception That the Corporation is a Nexus of Contracts, and the Dual Nature of the Firm,” 24 J. Corp. L. 819, 1999, 833 (줄저, 239면 각주 104에서 재인용).

17) Andrew R. Keay, “Shareholder Primacy in Corporate Law: Can it Survive? Should it Survive?,” Working paper, University of Leeds School of Law Centre for Business Law and Practice, 2009, available at SSRN: <http://ssrn.com/abstract=1498065>, 19 (줄저, 239면 각주 105에서 재인용).

18) Stephen M. Bainbridge, “In Defense of the Wealth Maximization Norm: A Reply to Professor Green,” 50 Wash. & Lee L. Rev. 1423, 1993, 1427-1428; Jonathan R. Macey, “An Economic Analysis of the Various Rationales for Making Shareholders the Exclusive Beneficiaries of Corporate Fiduciary Duties,” 21 Stetson L. Rev. 23, 1991, 27 (줄저, 239면 각주 106에서 재인용).

19) Jonathan R. Macey, “Externalities, Firm-Specific Capital Investments, and the Legal Treatment of Fundamental Corporate Changes,” 1989 Duke L. J. 173, 1989, 175 (줄저, 240면 각주 109에서 재인용).

정할 최선의 집단임을 전제로 하고,²⁰⁾ 이러한 이유로 주주에게 궁극적인 회사 지배권을 부여하면 궁극적으로 회사 전체의 이익이 증가하여 다른 이해관계자들에게도 이익이 된다는 것을 정당화 근거로 한다.

주주가치극대화규범은 회사지배구조이론에서 주주와 경영자 간의 관계를 대리인 이론을 전제로 한다. 즉 주주지상주의는 주주를 주인으로 경영자를 대리인으로 설정하고, 이들 간의 이익충돌을 회사법의 중심 문제로 이해한다.²¹⁾ 주주지상주의는 경영자를 감시하는 데에 소위 '대리인비용(agency cost)'이 이 비용을 줄이기 위해서는 경영자가 주주에 대하여 직접 의무를 부담하여야 한다고 본다.²²⁾ 따라서 경영자의 오로지 주주와의 계약관계에서 발생하는 의무를 준수하는 것이고, 다른 이해관계자에 대하여는 아무런 의무도 부담하지 않는다.

III. 주주지상주의에 대한 도전과 E.S.G.의 등장

1. 주주지상주의에 대한 도전

1) 경제구조의 변화와 주주지상주의의 한계

가) 낙수효과(trickle down)의 한계 - 불평등한 부의 분배를 교정할 수단의 부존재

주주지상주의는 주주가치를 극대화 하는 것이 장기적으로 사회후생도 극대화하는 길이라고 본다. 주주지상주의는 주주가 잔여청구권자로서 회사의 부를 극대화할 유인을 가지고 있기 때문에 주주 이익을 우선하면 그 결과로 사회의 부도 증진되고 다른 구성

20) Frank H. Easterbrook & Daniel. R. Fischel, "Voting in Corporate Law," 26 J. L. & Econ. 395, 1983, 403 (출저, 242면 각주 117에서 재인용).

21) 김건식·노혁준·천경훈, 회사법, 박영사, 2021, 25면.

22) David Millon, "Radical Shareholder Primacy," 10 U. St. Thomas L. J. 1013, 2012-2013, 1019 (출저, 248면 각주 144에서 재인용).

원들도 이익이 된다는 것이다.²³⁾ 회사가 수익을 많이 창출하면 그 과실이 일부 이해관계자에게 돌아갈 수 있다는 점은 역사적으로도 어느 정도 증명되는 사실이다. 이를 경제학에서 낙수효과라고 하는데, 주주지상주의는 위와 같은 낙수효과를 그 정당성의 근거로 한다. 낙수효과의 논리가 경제정책의 중심으로 등장한 것은 1980년대이며 레이건 및 부시 대통령 시대 주로 대기업이나 부유층의 이익 증대를 추구하는 근거로 사용되었다.²⁴⁾ 그러나 주주지상주의에 따라 이해관계자를 배려할 필요가 없는 회사의 경우 회사 이익을 이해관계자와 공유하는 시스템이 없는 이상 회사가 창출한 이익을 주주 외의 다른 이해관계자에게 분배된다는 보장이 없다.²⁵⁾ 실제로 노동자의 임금 상승은 회사의 자발적 인상보다는 노동조합의 투쟁에 더 기인한다는 것도 역사적으로 증명되는 사실이다. 더욱이 낙수효과의 작동 여부는 불확실한 반면, 주주의 이익을 최우선으로 하는 회사는 사회 전반에 위험한 결정, 즉 부정적 외부효과를 발생시키는 결정을 내릴 가능성이 더 크다는 문제도 있다. 가장 근본적인 문제는 현재 낙수효과가 존재하느냐는 것이다. 이 부분에 대한 정확한 증명은 경제학의 영역이겠지만, 적어도 IT분야 같은 일부 산업분야를 제외하고 사회 전체 차원에서의 낙수효과를 기대하기는 힘들다.²⁶⁾

나) 기업의 성장에서 자본의 역할에 대한 비중 축소

자동차, 정유, 화학, 전자, 조선 등 20세기 대량생산시대를 대표하는 산업에는 대규모의 자본이 필요했고, 상대적으로 자본이 희소하고 노동력이 풍부한 시기였기 때문에 자본가에게 더 많은 분배가 이루어 질 수 있었다. 그러나 자본주의와 회사는 ‘4차 산업혁명(4차혁명)’이라 불리는 산업의 대전환을 목전에 두고 있다. 인공지능, 블록체인 등 슈페터가 자본주의의 핵심이라고 부른 ‘창조적 파괴’ 즉 낡은 것을 파괴하고 새로운 것

23) 프랭크 H. 이스터브룩·다니엘 R. 피셀(이문지 역), 회사법의 경제학적 구조, 자유기업센터, 1999.

24) 홍운선·윤용석. “낙수효과의 개념과 실제에 관한 연구,” 중소기업금융연구 제38권 제2호, 2018, 74면.

25) Greenfield Kent, “Debate: Saving the World with Corporation Law?”, 57 Emory L.J., 2007-2008, 967.

26) 최근 거시적·산업별 분석기법을 활용한 기존 연구결과를 보면, 낙수효과의 크기는 줄어들고 있다는 지적으로는, 홍운선·윤용석. 앞의 글, 102면.

을 창조하는 과정에 놓여 있는 것이다. 이와 같이 클라우스 슈밥(Klaus Schwab)이 제안한 후, 전세계적인 화두가 된 4차혁명에서 기업의 핵심역량은 자본이 아니라 기술을 개발할 수 있는 ‘사람’이 되었다. 4차혁명시대에 회사는 자본을 제공한 주주를 중심으로 회사를 운영하기가 어렵게 된 것이다. 이처럼 최근 신기술의 발전이 급속하게 진행되면서 대부분의 산업분야에서 회사들은 IT기업으로 변화해야 하는 시대가 된 상황을 감안하면, 주주지상주의를 고수하는 회사의 경우 회사의 핵심인재가 이탈하는 현상으로 그 성장동력을 상실할 가능성도 발생할 수 있다.

2) 기후변화로 인한 경제성장의 한계

전세계 인류의 생존을 위협하는 원인으로 떠오른 기후변화는 주주지상주의로 인한 회사의 실패 중 하나인 부정적 외부효과와 관련이 있다. 그 동안 전세계 회사들은 환경오염에 대한 큰 비용 부담없이 생산활동을 확대하였고, 환경 규제에 지속적으로 반대하여 왔다. 리베카 헨더슨은 전세계 화력발전소가 사회에 전가하는 비용이 그들이 창출하는 총수입보다 훨씬 크고, 2000년부터 2017년 사이 화석연료 산업이 기후변화 법안에 반대하는 로비를 위해 최소 30억달러를 지출했다고 지적한다.²⁷⁾

기후변화에 대비하기 위하여 UN은 1992년부터 <기후변화 협약>을 체결하여 기후문제에 대한 과학적 합의를 공표하여 세계적으로 기후변화로 인한 위기를 환기시켜 왔다.²⁸⁾ 1997년에는 제3차 기후변화 협약 당사국 총회에서 <교토의정서> 채택되기도 하였다. 이후 각 국 별로 기후문제를 대비하여 관련 법안을 제정하고 친환경에너지를 보급하려는 노력이 있었지만, 결국 이전보다 더 많은 온실가스를 배출하였다.²⁹⁾ 2016년 <파리기후협약>이 체결되어 기온상승을 2도 이내로 유지하는 것을 전 지구적인 목표로 삼았지만, 협약을 이행하는 국가는 거의 없었다.³⁰⁾ 현재대로 라면 2100년까지 기온이 4도 이상 올라간다고 예상되고, 그러한 경우 아프리카, 호주, 미국 남아메리카

27) 헨더슨, 앞의 책, 49, 53면.

28) 데이비드 윌러스 웰즈(김재경 역), 2050 거주불능지구, 추수밭, 2020, 17면.

29) 위의 책, 25면.

30) 위의 책, 25면.

의 파타고니아 북부지역, 아시아의 시베리아 남부지역이 직접적인 열기와 사막화, 홍수로 인해 사람이 살기 어려운 곳으로 변한다.³¹⁾

기후변화는 경제에도 대공황을 넘어서는 영향을 줄 것으로 예상된다. 한 분석에 의하면, 2100년까지 전세계 생산량은 20%이상 감소할 수 있고, 1인당 GDP도 50%이상 감소할 수 있다고 한다.³²⁾

기후변화로 인하여 회사제도에 발생할 수 있는 영향은 일단 에너지 비용을 비롯하여 생산비가 이전보다 급격하게 상승할 것이 예상되므로 그에 따라 회사가 판매하는 재화의 가격이 상승할 것으로 예상된다. 특정 재화의 경우에는 아예 생산이 불가능하거나 제한되는 경우도 발생할 것이다. 위와 같은 생산조건의 제한은 회사의 매출 감소로 이어질 가능성이 크기 때문에 결국 산업에 따라 편차가 있겠지만 전체 산업이 위축되는 결과를 가져올 가능성이 매우 크다. 자본주의의 핵심인 경제성장이 멈추는 상황에 예견되고 있다.

2. E.S.G.의 등장

1) 래리 핑크의 2018년 경영자에게 보낸 편지

세계 최대 규모 글로벌 헤지펀드 블랙록(Black Rock)의 회장인 래리 핑크 (Larry Fink)는 2018년 경영자들에게 다음과 같은 편지를 보냈다.³³⁾

사회는 공·사기업 모두에게 사회적 목적에 봉사할 것을 요구하고 있다. 회사가 계속 성장하기 위해서는, 모든 회사는 재무적 성과만이 아니라 사회에 긍정적인 기여를 하여야 한다. 회사는 주주, 근로자, 고객, 지역사회 등 모든 이해관계자에게 이익이 되어야 한다.

31) Gaia Vince, "How to Survive the Coming Century," New Scientist, Feb.25, 2009, available at <https://www.newscientist.com/article/mg20126971-700-how-to-survive-the-coming-century/>

32) 웰즈, 앞의 책, 179면.

33) Larry Fink, A Fundamental Reshaping of Finance, available at <https://www.blackrock.com/hk/en/insights/larry-fink-ceo-letter>

위와 같은 서한은 현대 자본주의의 침병이라고 할 수 있는 헤지펀드의 대표가 공언한 것이었기 때문에 전세계적인 화제가 되었다.

2) 2019 비즈니스 라운드테이블(Business Round Table: BRT)

BRT는 1978년부터 회사지배구조에 관한 원칙을 발표하여 왔고, 1997년 부터 회사는 주주를 위하여 존재한다는 ‘주주지상주의’를 회사지배구조의 원칙으로 삼았다.³⁴⁾ 그러나 2019년 기존의 원칙을 변경하면서 새로운 회사지배구조 원칙을 발표하였다.³⁵⁾

회사는 일자리 창출, 혁신 선도, 상품과 서비스의 제공을 통하여 경제에 중대한 역할을 수행한다. (중략) 각 개별회사가 자신의 회사 목적을 가지고 있지만 우리는 우리의 모든 이해관계자들을 위한 근본적 약속을 공유한다. (중략) 모든 이해관계자는 중요하고, 우리는 회사의 미래 성공을 위하여 그들 모두에게 가치를 제공할 것을 약속한다.

181개의 미국 우수 기업의 최고경영자가 회원인 단체인 BRT가 회사지배구조의 원칙을 주주지상주의에서 이해관계자주의로 전환하는 원칙을 천명한 것은 주주지상주의가 이제는 한계에 봉착했다는 자백과 같은 것이라고 생각된다. 더 이상 주주지상주의를 고수하는 것이 회사의 성장에도 도움이 안된다는 것을 반증하는 것이기도 하다.

2) 세계경제포럼(World Economic Forum) <다보스 선언 2020(The Davos Manifesto 2020)>

2019년 개최된 세계경제포럼에서는 제4차산업혁명시대의 회사의 일반적인 목적에 관

34) Business Round Table 홈페이지, available at <https://www.businessroundtable.org/business-roundtable-redefines-the-purpose-of-a-corporation-to-promote-an-economy-that-serves-all-americans>

35) Business Round Table 홈페이지, <https://www.businessroundtable.org/business-roundtable-redefines-the-purpose-of-a-corporation-to-promote-an-economy-that-serves-all-americans>

한 다음과 같은 선언을 하였다.³⁶⁾

회사의 목적은 모든 이해관계자들을 위한 공유되고 지속적인 가치 창출에 중사하는 것이라고 하며, 이러한 가치 창출을 위해서는 회사가 주주만이 아닌 모든 이해관계자를 위하여 운영되어야 한다. 모든 이해관계자들의 다양한 이익을 이해하고 조화시키는 가장 최선의 길은 정책과 결정에 대한 헌신을 공유하여 회사의 장기 성장을 지속시키는 것이다.

위와 같은 선언이 왜 필요한가에 대하여는, 자본주의에는 주주자본주의, 국가자본주의, 이해관계자 자본주의가 있는데 현재 인류의 사회적 환경적 도전에 가장 적합한 대안(the best response to today's social and environmental challenges)이 될 수 있기 때문이라고 설명한다.³⁷⁾ 따라서 위 선언은 회사가 부를 창출하는 경제조직 이상의 것이며, 사회시스템의 일부로서 인간적·사회적 열망을 실행한다는 점을 전제로 한다.

3) E.S.G.의 회사지배구조적 의미 - 이해관계자 고려

E.S.G.의 회사지배구조적 의미는 기존 주주지상주의에 대한 반성적 고려에서 주주 이외의 이해관계자도 같이 고려하자는 것을 핵심으로 하고, 이러한 입장은 이해관계자주의에 대한 어느 정도의 수용을 전제로 한다.

이해관계자주의는 일반적인 의미로 주주 이외에 회사에 이해관계를 가지는 이해관계자의 이익도 고려하여야 한다는 이론이다. 법학 분야에서 이해관계자주의는 머릭 도드에서 비롯되었고,³⁸⁾ 도드에서 비롯된 법학적 이해관계자주의는 경영자주의와 결합하여 회사 경영의 실질적 지도원리로 작용하였고, '기업의 사회적 책임론'의 이론적 토

36) <https://www.weforum.org/주지자agenda/2019/12/davos-manifesto-2020-the-universal-purpose-of-a-company-in-the-fourth-industrial-revolution/>

37) Why we need the 'Davos Manifesto' for a better kind of capitalism, <https://www.weforum.org/agenda/2019/12/why-we-need-the-davos-manifesto-for-better-kind-of-capitalism/>

38) Lawrence E. Mitchell, Lawrence A. Cunningham & Lewis D. Solomon, Corporate Finance and Governance: Cases, Materials, and Problems for an Advanced Course in Corporations, 3rd. ed., Carolina Academic Press, 2006, 7-29 (줄저, 255면 각주 180에서 재인용).

대가 되기도 하였다.³⁹⁾ 이해관계자주의는 이해관계자도 주주와 같이 회사의 자본에 일정한 기여를 하기 때문에 회사의 자산과 이익에 대하여 일정한 권리를 가진다는 것을 이론적 근거로 하고, 채권자는 주주와 같은 금전적 자본을 주주보다 장기간 회사에 직접 제공을 하고, 직원은 인적 자본을 직접 제공한다.⁴⁰⁾ 이해관계자주의는 이해관계자의 기여도 주주의 투자와 동일하게 보아야 한다고 주장하며, 주주 이외의 이해관계자를 비자본투자자(non equity investor)라고 표현한다.⁴¹⁾ 이해관계자주의는 지역사회와 정부도 사회기반시설을 제공함으로써 간접적으로 회사에 기여를 하고, 소비자와 공급자도 수익을 연결고리로 회사와 상호 의존적 관계에 있다고 본다.⁴²⁾

이러한 회사 지배구조의 변화에 대하여는 기존의 주주지상주의 입장에서 반대하는 견해도 있지만,⁴³⁾ “회사의 사업활동과 E.S.G.와 같은 사회적 가치를 분리할 수 있다는 생각은 더이상 타당하지 않고, 기업이 단순히 법률을 준수하는 것을 넘어서, 투자자들이 기업에게 E.S.G.와 같은 사회적 가치들을 고려할 것을 요구하는 것이 효율적일 수 있다는 점에서 원론적인 측면에서 E.S.G.가 정당화될 수 있다”는 견해도 있다.⁴⁴⁾ 현재 시점에서 E.S.G.에 대한 평가를 하는 것은 이르다고 판단되나, 적어도 그 동기가 어떻건간에 인류의 지속가능성에 대한 반성적 고려에서 나온 것임은 확실한 것 같다. 따라서 E.S.G.는 무제한의 이익추구를 목적으로 하는 기존의 주주지상주의를 포기하고, 주주의 이익을 근간으로 하지만 환경과 이해관계자의 이익까지 고려하는 최소한 ‘확장된 주주가치’를 추구하는 것으로 이해될 수 있다.⁴⁵⁾

39) 졸저 256면.

40) Roberta S. Karmel, “Implications of the Stakeholder Model,” 61 Geo. Wash. L. Rev. 1156, 1992-1993, 1171. (졸저, 263면 각주 210에서 재인용).

41) Kent Greenfield, “Debate: Saving the World with Corporate Law?,” 57 Emory L. J. 947, 2007-2008, 964 (졸저, 263면 각주 212에서 재인용).

42) Karmel, “Implications of the Stakeholder Model”, 1172 (졸저, 263면 각주 213에서 재인용).

43) Lucian A. Bebchuk & Roberto Tallarita, The Illusory Promise of Stakeholder Governance, 106 Cornell L. Rev. 91, 2020.

44) 정준혁, “ESG와 회사법의 과제”, 상사법연구 제40권 제2호, 2021, 27면.

45) 신석훈, “최근 기관투자자의 ESG 요구 강화에 따른 회사법의 쟁점과 과제”, 상사법연구 제38권 제2호, 2019, 18면.

3. 소결 - 전환점 모색

E.S.G. 시대 회사지배구조에 대해서는 E.S.G.를 전혀 고려하지 않고 회사가 주주의 이익만을 추구하여야 한다는 전통적 주주지상주의 입장을 고수하기는 어렵다. 따라서 3가지의 선택이 있을 수 있다. 우선 ① 주주의 이익을 근간으로 하지만 환경과 이해관계자의 이익까지 고려하는 ‘확장된 주주가치’를 추구하는 ‘완화된 주주지상주의’ 정도의 변화를 추구하는 것과 ② 회사가 이해관계자 전체의 이익을 고려하여야 한다는 전통적인 이해관계자주의적 입장으로 대전환을 하는 것 및 ③ 회사가 이해관계자 전체의 이익을 고려하되, 회사에 대한 주주의 이해관계를 ‘특별히’ 고려하는 ‘완화된 이해관계자주의’와 같이 절충적인 입장도 가능할 것이다.

IV, ‘완화된 이해관계자주의’에 기초한 이해관계자 지배구조

1. ‘완화된 이해관계자주의’로의 전환 - 공정하고 지속가능한 회사제도의 구축

회사는 근대 최고의 발명이라고 말해질 만큼 인류문명의 진보에 커다란 역할을 해왔다. 회사는 끊임 없는 기술혁신을 통해 새로운 상품을 개발하여 인간의 생활방식을 바꾸어 왔다. 오늘날 우리는 세탁기, 자동차, 텔레비전, 핸드폰이 없는 세상을 상상하기 어렵다. 그러나 회사제도를 지배하던 주주지상주의에 의한 부작용은 교정되어야 한다. 우리는 회사와 회사제도의 목적을 구분하여야 한다. 회사의 목적이 이윤추구인 점은 이론의 여지가 없으나, 회사제도의 목적은 공익(公益)의 증진에 있다. 따라서 개별 회사의 이윤추구는 공익을 해치지 않는 범위 내로 제한되어야 한다. 회사의 이익은 사회 구성원의 불평등을 악화시키지 않도록 공정하게 배분되어야 하고, 그 이익이 부정적 외부효과를 통하여 창출된 것이어서는 안된다.

필자는 이미 줄고 <진보회사법>에서 회사의 실패를 교정하기 위하여 주주지상주의를 대체하는 팀생산이론에 입각한 ‘이해관계자 지배구조(stakeholder governance)’를

제시한 바 있다.⁴⁶⁾ 이해관계자 지배구조는 주주 중심의 회사지배구조를 변화시켜 회사의 순기능인 경제적 생산능력을 증진시키는 동시에 부의 공정한 분배와 회사의 행동 변화를 통한 부정적 외부효과도 줄이는 것을 목적으로 한다. 즉 이해관계자 지배구조는 ‘회사특정투자(firm specific investment)’를 유도하여 회사의 효율성 자체를 증가시킬 수 있으므로 주주지상주의보다 효율적일 수 있으며, 회사의 성공에 기여하는 모든 이해관계자의 이익을 고려한다는 점에서 평등하다.⁴⁷⁾ 이러한 점에서 이해관계자 지배구조는 최근에 소개된 파이코노믹스적 사고와 그 궤를 같이 하는데, 그 핵심 내용은 다음과 같다.⁴⁸⁾

‘파이키우기’ 사고 방식은 파이 크기가 고정되어 있지 않다. 따라서 이해관계자에게 투자하면 파이가 줄어드는 것이 아니다. 기업은 파이를 키워 궁극적으로는 투자자에게 이익을 줄 수 있다. 기업이 근무 여건을 개선하면 직원들은 보다 높은 의욕으로 생산성을 올릴 수 있다. 약값을 떠나 전염병 확산을 막고자 신약을 개발한 제약사가 결과적으로는 약품 상용화에 성공할 수도 있다. 이러한 가치에 감화된 고객, 직원, 투자자를 끌어들여 결국 회사에 이로운 결과를 가져온다.

이해관계자 지배구조는 이러한 파이키우기 사고방식에 기초해 있다. 회사의 이해관계자들이 공정하게 배려되면서 장기적인 공동의 목표에 협력하면 주주, 채권자, 노동자, 소비자, 공급자, 지역사회 나아가 환경 등 모든 이해관계자를 만족시킬 수 있는 가치를 창출할 수 있다는 것이다. 이러한 이해관계자 지배구조에서 주주는 여전히 계속 회사에서 주도적인 지위를 인정받을 것이고, 회사의 효율성 증대로 인한 금전적 손해도 없거나 더 증가할 수도 있을 것이다. 이해관계자 지배구조는 회사를 모든 이해관계자를 위한 도구로 보기 때문에 이해관계자에게 회사에 대한 주인의식을 고취시킬 수 있는 장점이 있고, E.S.G.도 완화된 주주지상주의에 근거하는 것 보다는 완화된 이해

46) 자세한 내용은 줄고, 제6장 참조.

47) 줄고, 500면.

48) 알렉스 에드먼스, ESG 파이코노믹스, 매일경제신문사, 2020, 17면.

관계자주의에 근거를 두는 것이 이론적으로 더 잘 설명될 수 있다.

2. 이해관계자지배구조의 작동 구조 - 경영자의 의무와 행위기준

회사는 자본과 노동을 결합한 생산조직을 구성하여 재화의 생산·판매를 하고, 그 이익을 구성원들에게 분배한다.⁴⁹⁾ 이러한 과정에서 회사는 우선 외부적으로 재화의 생산·판매를 통한 이익을 추구한다.⁵⁰⁾ 주주지상주의는 위와 같은 영리추구행위를 무제한 허용하여 회사이익극대화를 추구해야 한다는 입장이나, 이해관계자주의적 측면에서 영리추구행위는 부정적 외부효과를 발생시키지 않는 한도 내의 이익극대화로 제한될 것이다. 회사의 이해관계자와 관련하여 문제될 수 있는 회사의 행위는 환경오염을 유발하는 재화의 생산, 세수를 감소시키는 조세회피, 소비자 후생을 침해하는 가격인상 등이 있을 수 있다. 이러한 행위가 관련 법령을 위반하는 것이 아닌 이상 부정적 외부효과를 발생시킨다고 위법한 행위가 되는 것은 아니므로 이러한 행위 여부는 전적으로 관련시장의 경쟁상황을 고려한 회사 경영자의 경영판단 사항이 될 것이다, 이러한 측면에서 이해관계자주의적 입장에서도 경영자가 외부적 행위를 함에 있어 큰 변화가 발생하지는 않을 것으로 예상된다. 다만 주주지상주의에서 경영자가 부정적 외부효과를 발생시키더라도 수익을 창출하라는 압력을 받았다면, 적어도 이해관계자주의에서는 이러한 압력을 받지 않을 것이고, 회사 내·외부의 평가를 통하여 회사의 경쟁력을 해하지 않는 범위 내에서 경영자의 자발적인 행위를 유도할 수 있는 여지가 주주지상주의보다 클 것이다.

회사 경영자는 영리행위로 얻은 수익을 생산과정에 기여한 이해관계자들에게 분배해야 한다. 생산과정에 기여한 이해관계자에는 주주, 채권자, 공급자, 노동자가 있을 수 있고, 경영자는 이들에게 얼마만큼의 이익을 줄 것인지 결정할 권한이 있다. 즉 경영자는 주주에 대한 이익배당 여부와 그 액수를 결정하고, 노동자의 임금과 공급자에 대한 공급대금도 협상을 통해 결정한다. 이사의 선관주의의무는 회사의 이익을 최대화하는

49) 정응기, “노동이사제와 이사의 신인의무”, 기업법연구, 제34권 제3호, 2020, 26면.

50) 경영자의 행위를 외부적 행위와 내부적 행위로 나눈 것은 고 정응기 교수의 아이디어를 차용한 것이다.

것 뿐만 아니라, 이익을 분배함에 있어서도 적용된다.⁵¹⁾ 이러한 결정과정에서 주주지상주의가 제시하는 기준은 다른 이해관계자에게 돌아갈 이익을 줄이고, 주주에게 최대한 이익을 보장하라는 것이다. 경영자가 이러한 행동기준을 따르면 공급자에 대한 대금을 후려치게 되고, 노동자의 임금인상 요구를 거부하게 된다.⁵²⁾ 반면 이해관계자주의에서 경영자는 회사의 이익을 분배함에 있어 ‘공정한 중립적 이해조정자’의 역할을 할 것을 요구받게 된다.⁵³⁾ 이 과정에서 경영자는 공급자와 노동자에게 적어도 자발적인 지속적 참가를 보장할 수 있는 정도의 공정한 대가를 지급하여 회사의 효율성을 증대시킬 회사 특정 투자를 이끌어 내야 한다.

V. 결론

앞으로 회사 경영에서 E.S.G. 실현은 회사의 장기적인 존속과 성장의 관건이 될 것이고, 그러한 방향으로 회사도 변화해 갈 것으로 예측된다. E.S.G.에서 특히 중요한 것은 ‘G’이다. E.S.G. 시대에 더 이상 오로지 주주의 이익만을 중시하는 전통적 주주지상주의는 유지되기 어렵다. 좋은 회사지배구조가 확립되어야 환경과 사회에 유익한 회사정책이 실행될 수 있다. 이러한 의미에서 이해관계자 지배구조로의 전환은 E.S.G.의 법적인 구현으로는 가장 근본적인 방향이 될 수 있다. 이해관계자 지배구조의 목적은 외부적으로 회사의 지속가능한 장기성장을 추구하고, 내부적으로 회사의 이해관계자를 공정하게 취급할 수 있는 체제를 구축하는 것이다. 그리고 이를 위한 상징적인 입법으로 회사의 목적 측면에서 미국 회사법상의 ‘이해관계자 조항’을 참조하여 이해관계자 지배구조를 가능하게 하는 상법 개정안을 마련하면 좋을 것으로 생각된다.⁵⁴⁾

51) 정응기, 앞의 글, 28면.

52) 채권자의 경우 고정된 이자율이 있으므로 위와 같은 문제가 발생하지 않는다.

53) 졸고, 402면.

54) 이해관계자 조항에 관하여 상세한 내용은, 졸고, 376-387면.

참고문헌

- 김건식·노혁준·천경훈, 회사법, 박영사, 2021. 데이비드 윌러스 웰즈(김재경 역), 2050 거주불능지구, 추수밭, 2020.
- 로버트 라이시(형선호 역), 슈퍼자본주의, 김영사, 2008.
- 리베카 헨더슨(임상훈 역), 자본주의 대전환, 어크로스, 2020.
- 신석훈, “최근 기관투자자의 ESG 요구 강화에 따른 회사법의 쟁점과 과제”, 상사법연구 제38권 제2호, 2019.
- 알렉스 에드먼스, ESG 파이코노믹스, 매일경제신문사, 2020.
- 요세프 슈페터(이종인 역), 「자본주의, 사회주의, 민주주의」 제2부, 북길드, 2016.
- 정응기, “노동이사제와 이사의 신인의무”, 기업법연구 제34권 제3호, 2020.
- 정준혁, “ESG와 회사법의 과제”, 상사법연구 제40권 제2호, 2021.
- 손창완, 진보회사법 시론 : 회사법의 경제민주화 해석, 한울엠플러스, 2017.
- 프랭크 H. 이스터브룩·다니엘 R. 피셀(이문지 역), 회사법의 경제학적 구조, 자유기업센터, 1999.
- 홍운선·윤용석, “낙수효과의 개념과 실제에 관한 연구”, 중소기업금융연구 제38권 제2호, 2018.
- 연세대학교 법학전문대학원 편, “회사제도의 과거, 현재 그리고 미래”, 『연세법학, 또 다른 백년』, 연세대학교 대학출판문화원, 2021.
- Adolf A. Berle Jr. & Gardiner C. Means, The Modern Corporation and Private Property, Reprint ed, Transaction Publishers, 1991.
- Adolf A. Berle, “Corporate Powers as Powers in Trust”, 44 Harv. L. Rev. 1049, 1931.
- Andrew R. Keay, “Shareholder Primacy in Corporate Law: Can it Survive? Should it Survive?”, Working paper, University of Leeds School of Law Centre for Business Law and Practice, 2009.
- Court of Chancery of Delaware, 16 A.3d 1, 2010.
- David Millon, “Radical Shareholder Primacy”, 10 U. St. Thomas L. J. 1013, 2012-2013.
- Dodge, 170 N.W. 684. Stephen M. Bainbridge, “Director Primacy: The Means and Ends of Corporate Governance”, 97 Nw. U. L. Rev. 547, 2003.

- Frank H. Easterbrook & Daniel. R. Fischel, “The Corporate Contract”, 89 Colum. L. Rev. 1416, 1989.
- Frank H. Easterbrook & Daniel. R. Fischel, “Voting in Corporate Law”, 26 J. L. & Econ. 395, 1983.
- Gaia Vince, “How to Survive the Coming Century”, New Scientist, Feb. 25, 2009.
- Jensen & Meckling, “Theory of the Firm”, 310 footnote 12.
- Jonathan R. Macey, “An Economic Analysis of the Various Rationales for Making Shareholders the Exclusive Beneficiaries of Corporate Fiduciary Duties”, 21 Stetson L. Rev. 23, 1991.
- Jonathan R. Macey, “Externalities, Firm-Specific Capital Investments, and the Legal Treatment of Fundamental Corporate Changes”, Duke L. J. 173, 1989.
- Greenfield Kent, “Debate: Saving the World with Corporate Law?”, 57 Emory L. J., 2007-2008.
- Lawrence E. Mitchell, Lawrence A. Cunningham & Lewis D. Solomon, Corporate Finance and Governance: Cases, Materials, and Problems for an Advanced Course in Corporations, 3rd. ed., Carolina Academic Press, 2006.
- Lucian A. Bebchuk & Roberto Tallarita, The Illusory Promise of Stakeholder Governance, 106 Cornell L. Rev. 91, 2020.
- Lynn A. Stout, “Why we should stop teaching Dodge v. Ford”, Va. L. & Bus. Rev. 3, 2008.
- Melvin A. Eisenberg, “The Conception That the Corporation is a Nexus of Contracts, and the Dual Nature of the Firm”, 24 J. Corp. L. 819, 1999.
- Michael C. Jensen & William H. Meckling, “Theory of the Firm: Managerial Behavior, Agency Costs and Ownership Structure”, Journal of Financial Economics vol. 3, no. 4, 1976.
- Roberta S. Karmel, “Implications of the Stakeholder Model”, 61 Geo. Wash. L. Rev. 1156, 1992-1993.
- Stephen M. Bainbridge, “In Defense of the Wealth Maximization Norm: A Reply to Professor Green”, 50 Wash. & Lee L. Rev. 1423, 1993.
- Steven M. H. Wallman, “Understanding the Purpose of a Corporation: An Introduction”, 24 J. Corp. L. 807, 1998-1999.

G - BRIEF No.2

주주행동주의와 한국형 지배구조의 구조적 문제 해결 가능성

발행일 2023년 4월 28일

발행인 한영수

발행처 한국법제연구원

세종특별자치시 국책연구원로 15 (반곡동, 한국법제연구원)

T. 044)861-0300 F. 044)863-9915

등록번호 1981. 8.11. 제2014-000009호

<http://www.klri.re.kr>

1. 본원의 승인없이 轉載 또는 譯載을 禁함.
2. 이 책자의 내용은 본원의 공식적인 견해가 아님.

E.S.G.

③

BRIEF