

미국의 주주행동주의 연구: 네 가지 기제를 중심으로

이 상 민 *

기업을 둘러싸고 있는 환경이 날로 복잡해짐에 따라 기업에 대한 사회의 요구도 점차 증대하고 있다. 주주행동주의는 기업의 사회적 책임과 기업지배구조라는 토양 아래서 다양한 형태로 발현된다. 본 연구는 주주행동주의는 기업의 사회적 책임과 기업지배구조라는 토양 아래서 다양한 형태로 발현되며 여기에 각국이 채택한 경제체제의 특성에 따라 발현되는 시기와 모습이 달라질 수 있다는 시각으로부터 출발한다. 이를 위해 본 연구는 주주행동주의가 가장 발달하였으며 주주자본주의 경제체제를 채택하고 있으면서 동시에 기업의 사회적 책임 개념이 일찍이 발달한 미국의 사례를 중심으로 분석하고자 한다. 구체적으로 주주행동주의가 구현되는 네 가지 구체적 기제들 - 합의, 표결, 소송, 인수합병 - 을 중심으로 분석틀을 구성하여 미국에서 발현된 주주행동주의의 역사적인 전개 과정을 분석한 뒤, 최근 미국의 현황을 네 가지 기제에 따라 적용하고자 한다. 특히, 이러한 기제들이 구현되는데 있어 소액주주들과 기업 사이에 작용하는 경제적 이익 추구 부분이 어떠한 영향을 미쳤는지를 살펴보고자 한다. 이를 통해 최근 미국에서 주목받고 있는 사회적책임투자(SRI)의 현황을 살펴봄으로써 미국식 주주행동주의가 가지는 특성을 도출하고자 한다. 마지막으로 미국의 주주행동주의 분석 결과가 외환위기 이후 성장하고 있는 국내의 주주행동주의에 주는 시사점을 제시하고자 한다.

주제어: 기업의 사회적 책임, 주주행동주의, 소액주주, 사회적책임투자, 기관투자자

* 한양대학교

1. 문제의 제기

기업의 지배구조는 각 나라의 법적 전통, 기업의 개념과 조직구조, 그리고 자본시장의 발달 정도 등에 따라 다양한 모습을 보여준다. 최근 들어 기업지배구조에 있어 지역적 특색이 많이 사라지고 있고, 경영감시 형태가 점차 하나로 수렴되는 양상을 보여주고 있지만 각 나라마다의 사회·문화, 기업 및 산업형태에 따라 기업지배구조는 다를 수밖에 없다. 특히, 미국식과 유럽식 자본주의 체제 사이에 존재하는 기업지배구조 상의 차이점은 여전히 유효하다고 할 수 있다. 예를 들어, 미국에서는 증권시장을 통한 직접금융이 활성화되어 있고 주주의 경영감시가 활발한 주주자본주의(shareholder capitalism)를 채택하고 있는 반면, 유럽 국가들(EU)은 상대적으로 기업금융의 은행 의존도가 높고, 기업경영 감시에 은행의 역할이 강조되며 기업 의사결정과정에서 근로자도 참여하는 이해관계자 자본주의(stakeholder capitalism)를 채택하고 있다. 특히 유럽의 경우 1990년대 말 이후 EU 출범, 단일화폐 도입, 역내 자본·재화·서비스의 자유로운 이동 등에 따라 EU 전체 기업에게 적용할 통일적 기업지배구조 원칙을 만들 것을 검토하였으나, 최근 통합 권고안을 만들 필요가 없다고 판단하였다(전경련, 2004). 이는 지속적으로 변화하는 환경에 적응하기 위해 지배구조 운용에 유연성을 유지하는 것이 필요하다는 판단이었다.

이러한 기업지배구조의 지역적 차이는 주주들이 영향력을 행사하는 방법과 주주행동주의에 있어서도 지역별로 그 차이점을 드러낸다. 미국에서 주주행동주의가 발달한 배경에도 주주가 기업 경영에 절대적인 권한을 행사하는 주주자본주의가 있다. 주주자본주의 하에서는 기업의 성과에 대해 전문경영인과 주주 사이에 책임의 소재가 명확하다. 따라서 소액주주운동은 기업의 경영진과 기관투자가들을 앞세운 소수주주들 사이에 성과에 대한 배당의 문제라는 차원에서 중요시되게 된다. 미국은 주주행동주의가

구현될 수 있는 제도적 장치 역시 발전하여 주주들은 기업 지배구조에 실질적 영향력을 행사한다. 특히, 미국에서 주주는 각 주의 법에 따라 이사를 선출하고, 회사와 관련된 중대한 변경사항을 승인하며, 제한된 범위 내에서 이기는 하지만 이사의 해임을 발의할 권한을 갖는다. 또 연방법의 규정에서 정하는 요건을 갖추어 자신들의 제안을 주주총회의 안건에 포함시킬 권한도 있다. 주주의 판단을 돕기 위해 연방법은 회사로 하여금 많은 양의 정보를 주주에게 공개하도록 요구하고 있다.

반면, 유럽의 경우 주주의 권한이 상대적으로 미흡하며 기업 경영에 전문경영인과 더불어 많은 이해관계자들이 연관되어 있기 때문에 주주행동주의에 대한 논의가 미국에 비해 상대적으로 덜 발달할 수밖에 없었다. 특히, 유럽 국가들은 대부분 주식회사의 의사결정과정에서 주주뿐만 아니라 근로자도 참여시키는 방식을 채택하고 있다. 일반적으로 주주의 이익보다 노동자의 이익을 더 중요시하는 유럽형 모델에서는 미국에서와 같은 활발한 주주행동주의가 일찍이 발달하지 못하였다. 주주 권리의 현황을 살펴보면, 먼저 주주의결권의 경우 1주 1의결권 원칙이 지켜지고 있으나, 많은 나라가 예외를 허용하고 있다 또한, 주주 제안권의 경우 자본이나 지분을 제한 조건이 다양하나, 대체적으로 주주제안 요건이 엄격하다(전경련, 2004).

따라서 유럽에서는 주주들이 회사의 이사들이나 직원들을 상대로 소송을 제기하기가 어렵게 되어 있다. 일반적으로 유럽 국가들의 회사법은 주주대표소송과 집단소송을 허용하지 않는다(KPMG, 2003). 그리고 미국 회사법의 중추를 이루는 주주와 경영자간의 신인 원칙(fiduciary doctrine)과 같은 개념도 유럽에는 제대로 정립되어 있지 않다. 예를 들어, 프랑스 회사법에는 경영자가 자신의 이익을 위해서 회사에게 주어진 영업의 기회를 뺏어서는 안 된다는 영업기회 남용 금지의 원칙(corporate opportunity doctrine)이 없다. 또 미국에서와는 달리 프랑스와 독일의 경우 충실의무(duty of loyalty)의 개념도 제대로 자리를 잡지 못하고 있다. 이런 상황에서

주주가 경영자를 상대로 소송을 제기하기는 매우 어렵다. 경영자의 재량권을 견제하기 위한 소송이 불가능한 상황에서 주주들은 자신들의 이익을 보호하기 위한 다른 장치를 필요로 한다. 따라서 유럽의 국가들은 주주에 의한 소송이 아닌 다른 투자자 보호 장치들을 마련하고 있지만 미국의 회사법과 비교할 때 다른 보호 장치들이 제대로 정비되어 있지 않다. 회사의 장부 열람 청구권을 인정하지 않는 나라도 많다. 게다가 유럽의 국가들에서는 주주들의 의결권을 제한하는 일도 자주 발생한다. 예를 들어 독일 주식회사의 경우 아무리 많은 주식을 소유하고 있을지라도 한 사람의 주주가 행사할 수 있는 의결권의 숫자가 제한되어 있다(Romano, 1993).

유럽의 주주행동주의는 미국의 활발한 기관투자자행동주의와 비교된다. 일반적으로 미국기업에서는 주주총회에 직접 참석하여 투표한 사람 수가 전체 투표권자의 70-80%에 이른다(Bethel and Gillan, 2002). 반면, 영국의 경우 기관투자자들이 전체 주식시장의 65-85%를 소유하고 있음에도 불구하고, 역사적으로 주주총회에서 그들의 몫을 행사하지는 않는다. 실례로, 1995년 250개의 영국 대기업을 대상으로 한 조사에서 이들 기업의 90%가 기관투자자에 의해 투표권이 직접적으로 행사된 비율이 52% 이하라고 응답하였다(Mallin, 1995).

기업지배구조에 있어서도, 미국의 경우 소액주주들의 집합적 힘이 상당한 영향력을 미치는 데 반해, 유럽 기업들의 지분 소유구조는 경영자와 종업원 등 회사 내부의 이해관계자가 중시되는 체제이다. 예를 들어, 전통적으로 독일 상장사들의 최대주주는 비금융회사, 은행 혹은 보험회사들로 이들이 전체 주식의 절반 이상을 차지하고 있다. 특히 기업과 은행들은 상호출자에 의한 광범위한 연결망을 통해 안정적인 지배관계를 형성하고 있다. 은행은 전통적으로 독일기업들의 소유구조에 핵심적인 존재로서 주요 대기업들의 주식을 다량 보유하고 있어 채권자로서 뿐만 아니라 지배주주로서 기업경영에 깊숙이 간여한다. 이러한 독일기업들의 지배구조 상

특징은 상대적으로 개인투자자들의 영향력을 약화시켰고 더불어 소액주주의 발언권 역시 미미하다(김득갑, 2003).

이렇듯 기업을 둘러싸고 있는 환경이 날로 복잡해짐에 따라 기업에 대한 사회의 요구도 점차 증대하고 있다. 본 연구는 주주행동주의는 기업의 사회적 책임과 기업지배구조라는 토양 아래서 다양한 형태로 발현되며 여기에 각국이 채택한 경제체제의 특성에 따라 발현되는 시기와 모습이 달라질 수 있다는 시각으로부터 출발한다. 본 연구는 주주행동주의가 가장 발달하였으며 주주자본주의 경제체제를 채택하고 있으면서 동시에 기업의 사회적 책임 개념이 일찍이 발달한 미국의 사례를 중심으로 분석하고자 한다. 이는 유럽의 경우 위에서 서술한 특유의 제도적 틀로 인하여 소액주주권과 주주행동주의가 발달하지 못하였고, 외환위기 이후 금융시장 개방화로 인하여 미국식 주주자본주의가 글로벌 스탠더드로 간주되고 있고, 더불어 국내 금융시장에 미국식 주주자본주의를 지탱하는 다양한 제도적 장치들의 도입이 거꾸로 이를 견제하고자 하는 장치들, 즉 주주행동주의까지 미국식으로 진화하는 상황에 주목하고자 하기 때문이다. 본 연구는 구체적으로 주주행동주의가 구현되는 네 가지 구체적 기제들-합의, 표결, 소송, 인수합병-을 중심으로 분석틀을 구성하여 미국에서 발현된 주주행동주의의 역사적인 전개과정을 분석한 뒤, 최근 미국의 현황을 네 가지 기제에 따라 적용하고자 한다. 특히, 이러한 기제들이 구현되는데 있어 소액주주들과 기업 사이에 작용하는 경제적 이익 추구 부분이 어떠한 영향을 미쳤는지를 살펴보고자 한다. 이를 통해 최근 미국에서 주목받고 있는 사회적책임투자의 현황을 살펴봄으로써 미국식 주주행동주의가 가지는 특성을 도출하고자 한다. 마지막으로 미국의 주주행동주의 분석 결과가 외환위기 이후 성장하고 있는 국내 주주행동주의에 주는 시사점을 제시하고자 한다.

2. 주주행동주의의 이론적 배경: CSR을 중심으로

1) 기업의 사회적 책임(CSR)

기업의 사회적 책임(corporate social responsibility, CSR)에 대한 개념 정의는 매우 다양하다. 시대별로 그리고 국가별로 기업을 바라보는 시각이 변화하듯이 기업이 가지는 사회적 책임에 대한 논의 역시 다양할 수밖에 없다(Garriga and Melé, 2004). 기업의 사회적 책임이라는 개념 자체도 자본주의의 지역적 특성에 따라 미국식 주주자본주의를 표방하는 명시적(explicit) 성격의 기업의 사회적 책임과 유럽식 이해관계자 자본주의를 표방하는 묵시적(implicit) 성격의 기업의 사회적 책임 개념으로 나뉘기도 한다. 전자의 경우, 기업이 사회적 관심사에 대해 전략적인 정책으로 대응하는 경우인데, 주로 ‘자발적 혹은 자기이익 추구적인’ 사회공헌활동 등을 통해 프로그램화되어 있는 것이 특징이다. 반면, 후자의 경우 그 해석이 좀 더 거시적이다. 즉, 기업의 사회적 책임을 기업이 사회적 관심사에 대해 공유하는 책임으로 바라봄으로써 이를 하나의 공식적, 비공식적 제도로까지 확장시켜 해석하고 있다. 따라서 후자에서는 기업의 사회적 책임 속에 사회의 이해관계자들이 기업인들에게 요구하는 따라서 기업인들이 ‘강제적 혹은 관습적’으로 따라야 하는 가치와 규범 그리고 규칙들이 포함되게 된다. 전자의 경우 기업의 사회적 책임이 주로 기업 스스로에 의해 행해지는 정책의 일부인 반면, 후자의 경우 기업의 사회적 책임이란 사회적 규범 혹은 정부의 강제적 법안의 일부분, 즉 제도인 것이다(Matten and Moon, 2004).

한편, 기업의 사회적 책임 개념은 자본주의의 지역적인 특성에 따른 분류를 넘어서 이를 바라보는 학문영역에 따라서도 첨예한 대립을 보여 왔다. 이러한 논의들은 일반적으로 <그림 1>에서 보듯이, 하나의 스펙트럼

으로 이해하는 것이 적절하다. 즉, 기업의 사회적 책임을 부정하는 신고전주의 경제학(neo-classical economics) 시각을 스펙트럼 상의 한 쪽으로 두고 다른 끝 쪽에는 반대로 이를 적극적으로 강조하는 이해관계자론(stakeholder theory)의 시각이 존재하는, 그리고 그 중간에 이 둘 사이를 함께 수렴하는 절충적 시각이 자리 잡고 있는 구도로 볼 수 있다. 이러한 스펙트럼적 접근은 각 나라의 역사적, 문화적 배경에 따라 기업의 사회적 책임 개념이 시간적으로 혹은 공간적으로 다양한 형태의 모습으로 나타날 수 있다는 사실을 인정한다는 측면에서 그 장점을 가진다.

〈그림 1〉 기업의 사회적 책임에 대한 스펙트럼

신고전주의 경제학 (경제적 책임)	수렴론(사회적 투자론) (경제적+사회적 책임)	이해관계자론 (사회적 책임)
-----------------------	------------------------------	--------------------

먼저 신고전주의의 경제학적 시각은 기업의 사회적 책임 자체를 부정하는 경향이 강하다. 이들에 따르면, 기업은 단 하나의 책임, 즉 경제적 성과만 내면 된다. 주주는 기업의 주인이기 때문에 기업이 창출하는 이익은 당연히 주주들의 몫이어야 한다(Friedman, 1970). 기업의 경영자는 단지 주주들로부터 전권을 일임 받은 중개인이기 때문에 주주들의 이익을 보장하는 경영을 한다는 도덕적 책임을 가져야 한다. 따라서 경영자들의 결정에 의한 기부행위는 금해야 하며, 만약 사회의 요구가 거세질 경우 세금을 더 내면 되는 것이다. 주주는 기업과 관련된 이해관계자들과 맺는 계약에 의해 자신들의 이익을 보장받는다. 각각의 이해관계자들은 기업과 계약관계를 맺고 있고 이들이 기업에 제공하는 서비스에 비례하여 그만큼의 혜택을 받게 된다(Schwartz, 1996; Himmelstein, 1997).

반면, 이해관계자론(stakeholder theory)을 주장하는 측에서는 자본주의

의 발달과 함께 기업의 규모가 커지고 그에 비례하여 권력과 영향력이 증대됨에 따라 이에 상응하는 기업의 사회적 책임 또한 커지게 되었다고 주장한다. 따라서 모든 사람들이 살기 좋은 사회를 만드는데 협력해야 하듯이 기업도 사회의 구성원으로서 당연히 책임 있는 역할을 수행해야 한다고 주장한다. 장기적으로 보면 사회의 요구를 외면할 경우 결국 사회전체의 비용으로 되돌아오게 되어 기업의 비용 지출이 증대될 수밖에 없다는 것이다. 따라서 사회 전체의 발전이 기업의 발전에도 유리하다는 논리이다(Johnson, 1971; Carroll, 1999).

한편, 최근에 들어서는 기업이 사회에 대한 책임을 가지고 있다는 사실은 인정하되 그렇다면 어떻게 책임져야 하는가에 대한 수렴론적인 논의가 활발하다. 즉, 종업원이나 지역사회 같은 이해관계자의 요구에 충실하면서 동시에 주주들의 이익을 극대화시킬 수 있는 새로운 의미의 기업의 사회적 책임은 무엇인가에 대한 논의이다. 이 시각에 따르면, 장기적인 관점에서 볼 때 기업의 주주들에게 이익이 되는 것은 동시에 이해관계자들에게도 이익이 된다. 따라서 주주도 이해관계자에 포함되기 때문에 장기적인 관점에서 보면 이들 두 집단이 가지는 이해관계는 궁극적으로 하나로 수렴된다는 것이다(Reich, 1998).

따라서 기업의 목표는 이익 추구이지만 그것이 기존의 단기적인 이익 추구와는 구별되는 장기적인 이익의 극대화에 초점을 맞추어야 한다는 것이다. 즉, 사회적으로 책임 있는 기업이 장기적으로는 주주에게도 더 많은 이익을 가져다준다는 것이다. 이러한 수렴론은 기업의 ‘사회적 투자’(social investment)(Stump, 1999), 또는 ‘심층적 책임’(meta-responsibility) (Reich, 1998)이라고 불리며, 기업의 자선 활동은 이타주의적 시각이나 이익 추구적 시각과 같은 일방적인 관점에서만 바라볼 수 없다는 주장이다. 이 시각에 따르면 이익(profits)과 사회적 책임은 별개의 사안이 아니다.

2) 주주행동주의와 기업의 사회적 책임

캐롤(Carroll, 1991, 1999)에 따르면, 기업은 경제적 이윤창출, 법률 준수, 윤리적 책임, 자선적 책임 등 네 가지의 책임을 가지고 있다. 먼저, 경제적 책임은 이익의 극대화를 의미한다. 두 번째, 법적 책임이란 사회는 기업이 법적 요구사항이라는 구조 내에서만 경제적 임무를 수행할 것을 요구하기 때문에 법과 규제를 준수해야만 한다는 의미이다. 세 번째, 윤리적 책임이란 법으로 규정화 하지는 못하지만 기업에게 사회의 일원으로서 기대하는 윤리적 행동과 활동들을 의미한다. 마지막으로, 자선적 책임이란 기업시민정신(corporate citizenship)으로 특징 지워지는, 즉 기업에 대해서 명백한 메시지를 갖고 있지 않지만 기업의 개별적 판단이나 자발적 선택에 맡겨져 있는 책임이다.

주주행동주의(shareholder activism)란 주주로서의 권리를 최대한 행사하려는 적극적인 투자의식으로 기업의 사회적 책임으로부터 발현하는 개념이다(Vogel, 1983). 신고전주의 경제학 관점이 주주행동주의에서 경제적 성과에 집착하는 협의의 ‘주주’ 개념에 초점을 맞추고 있다면, 수렴론과 사회적 투자론에서는 주주의 개념을 보다 더 폭넓게 해석하고 있는 것이 특징이다. 즉, 기업의 사회적 책임이 모든 주주에게 동일한 의미로 받아들여지는 것은 아니며 어떤 주주에게는 경제적 성과를 의미할 수 있고, 다른 주주에게는 윤리적인 문제에 대해 사회적으로 책임 있는 행동을 수행하는 것이 될 수 있다(Votaw, 1973).

따라서 주주자본주의의 핵심명제인 경제적 책임에 ‘행동주의’라는 개념이 더해짐으로써 나머지 세 가지 기업의 사회적 책임(법적, 윤리적, 자선적)을 함께 공유하는 주주로서 재해석하고 있기 때문에, 주주행동주의자들을 움직이는 동기에 있어서도 도덕적 동기(옳다고 생각되는 일을 하는 것)와 경제적 동기(주어진 자원을 이용해 최대의 성과를 거두어야 하는

것)가 상호배타적이지 않게 되는 것이다(피터 드러커, 2000). 이에 따르면 이윤을 추구하는 주주는 단기적인 시세차익에만 의존하는 소극적인 투자 행태를 취하기보다는, 투자가치의 제고를 위해 주주의 권한에 의거해 기업경영에 대한 적극적인 견제와 감시기능을 수행해야 한다. 결국, 기업의 1차 목표는 이익추구이지만 그것이 기존의 단기적인 이익추구와는 구별되는 장기적인 이익의 극대화에 초점을 맞추어야 한다는 것이다. 즉, 주주행동주의는 사회적으로 책임 있는 기업이 장기적으로는 주주에게도 더 많은 이익을 가져다준다고 간주한다(Reich, 1998; Stump, 1999).

3. 미국 주주행동주의의 발달과정

기업의 사회적 책임이 주주행동주의가 표방하는 이념적 기반이라면, 주식의 소유권 행사는 기업지배구조에 주주행동주의가 발현되는 제도적 장치라고 할 수 있다. 주주행동주의는 성과가 낮은 기업의 경영활동에 적극적으로 개입하여 주주와 경영자간에 발생하는 대리인 문제(agency problem)를 완화하고 경영성과를 제고함으로써 기업 가치를 높이는 것에 목적을 두고 있다.

1) 1930년대~1970년대: 사회적 행동주의

미국에서는 1900년대 초반부터 보험회사나 뮤추얼펀드, 은행들이 기업들의 지배구조 문제에 개입하고자 하였다. 하지만 당시 미국법은 금융기관들의 개입을 제한하고 이들이 기업지배구조에 적극적인 역할을 수행하지 못하도록 하였다. 특히 은행들이 기업의 주주권을 직접 소유하는 것은 금지되었다(Roe, 1990). 미국에서 주주의 권리가 처음 등장한 시기는 1920년

대 후반까지 거슬러 올라간다. 1929년 주식시장의 대폭락을 경험한 미국의 투자자와 정책입안자들은 그 주요 원인을 기업지배구조의 투명성 부족으로부터 찾으려 하였다. 당시 주식을 소유하고 있던 미국인은 대략 3백만에서 7백만 명으로 추산되는데, 월스트리트의 펀드에 투자했던 1백만 명 이상이 주가 폭락으로 큰 피해를 보게 된다(Perlo, 1958). 자연스럽게 금융기관에 대한 미국민의 감정은 격화되어 있었다. 더불어 정치인들은 그 동안 기업경영자들의 힘이 너무나 강력해져 이들이 또 다른 파워집단으로 부상하는 것을 경계하기 시작하였고 경영인들은 통제해야 할 대상으로 간주하기 시작했다. 이에 대해 시민들은 은행과 금융기관의 활동을 억제하는 것을 골자로 하는 정치인들의 주장을 적극적으로 지지하였다(Roe, 1994).

그 결과 1933년과 1934년에 걸쳐 증권법(Securities Act of 1933 and 1934)이 입안되고 미국증권거래위원회(SEC)가 설립되었다. 결국 1933년과 1934년 개정된 증권법은 월스트리트의 금융기관과 은행들로 하여금 기업의 주식을 소유하는 것을 금하는 것을 골자로 하는 대책이 발표되게 된다(Roe, 1990). 개정된 증권법의 본래 목적은 거대 금융기관들이 기업경영진에 필적할만한 세력으로 부상하는 것을 방지함으로써 전국에 분산되어 있는 주주들에게 충분한 권한을 부여하고자 함이었다(Ryan, 2000). 또한 주식공개 기업의 각종 보고서를 수집한 자료가 공개되어 투자자들을 보호하는 제도적 장치가 처음으로 마련되기 시작했고 대공황과 같은 악몽을 되풀이 할 수 없다는 반성이 사회적으로 확산되게 된다(FOE, 2005).

1946년은 미국 주주행동주의의 중요한 전환점이 된 해이다. 이 해 SEC는 주주총회를 앞두고 기업들이 주주들에게 보내지는 위임장설명서(주총예정사항)에 처음으로 주주결의(shareholder resolutions)를 포함시키도록 한 법안(rule 14a-8)을 채택하였기 때문이다(O'Rourke, 2003). 이 시기를 기점으로 1950년대까지 미국에서의 주주행동주의는 소위 '쇠파리(gadflies)'라 불리던 초기 사회운동가들(Gilbert 형제, Wilma Soss, James Peck 등)에 의

해 주창되어진 ‘사회적 행동주의(social issue activism)’를 그 특징으로 한다. 사회운동가들은 주식시장 폭락과 대공황을 통해 사회적으로 확산된 기업경영자들의 능력과 역할에 대한 의구심을 기반으로 경영자들의 빈 공백을 누가, 어떻게 메울 것인가에 대해 사회적인 문제제기에 나서게 된다. 이 당시까지만 해도 기관투자가들이 존재는 했지만 오늘날만큼 그들의 위치가 강하지 못하던 시기였고, 사회운동가들의 경우 기업총회에 참석하였지만 기업으로부터 의도적으로 무시와 무례를 받고 있었다. 하지만 이 시기 사회운동가들은 스스로를 ‘도덕적 십자군’으로 간주하고 있었다.¹⁾ 한편 팩(Peck)의 경우 최초의 ‘전투적 행동주의자’로 불리는데 그는 기업의 인종차별정책에 맞서 활발한 사회운동을 전개하였다. 실제로 1948년 팩은 그의 동료와 함께 그레이하운드사의 주식 한주를 샀다. 그 이유는 이 회사의 주주총회에 참석해서 남부에서 벌어지고 있었던 그레이하운드 버스의 인종별 좌석분리 배치제도의 문제점을 제기하고자 했던 것이다. 팩은 그 후 3년간 주주총회와 SEC, 그리고 법정 등에서 그레이하운드사의 부당함을 알리고 이를 주주들에게 이슈화하였다(Peck, 1952).²⁾

초기 사회운동가들과 NGO들의 활동은 당시에는 성공적이지 못했지만, 이후 1960년대와 1970년대를 거쳐 재등장한 ‘사회적 행동주의’에 큰 영향을 주게 된다. 이 시기 NGO와 주주행동주의자들은 흑인의 인권문제, 동등한 기회부여, 고용과 직업훈련, 그리고 살상무기 생산 등과 같은 사회적 이슈를 가지고 기업을 압박했다(Vogel, 1983). 이러한 노력의 결과

1) 그 예로 루이스 길버트(Lewis Gilbert)의 경우 기업으로부터 이사직과 자문역 자리를 제의받았으나 단호히 거절한 반면, 자신의 강의와 주주들의 모임을 위해 스스로 제작한 연례보고서를 제작할 경우에만 예외적으로 금전적 지원을 받았다. 따라서 이들의 활동 동기에는 기업에 대한 일종의 복수심과 동시에 고도의 도덕주의가 혼합되어진 것으로 평가된다(Marens, 2002).

2) 흥미로운 점은 이 시기 사회운동을 이끌던 Gilbert 형제, 소스(Soss), 그리고 팩 모두가 부유한 집안의 자제이거나 풍족한 경제적 기반을 가지고 있던 높은 사회경제적 지위의 사람들이었다는 점이다(Marens, 2002).

1970년 미 법원은 SEC가 베트남전에서 네이팜 폭탄 생산을 금지하는 것을 목적으로 다우케미칼사에 제출된 주주제안을 불허한 결정이 위법이라고 판결함으로써 주주행동주의자들의 손을 들어주게 된다(Brancato, 1997). 또한 같은 해 랄프 네이더(Ralph Nader)의 ‘캠페인 GM’은 NGO들이 주주위임권을 이용하여 GM으로 하여금 생산물 안전, 환경 오염, 고용차별 등과 같은 사회적 요구에 책임 있는 조치를 취하도록 압력을 넣었다(O’Sullivan, 2000; Monks and Minnow, 1991). 이들의 주주제안은 기존의 주주제안과 뚜렷이 대비되었는데, 주 초점을 기업의 경영성과에 대한 사회적 측면에 맞추고 있었기 때문이었다. 이 사건은 GM의 주주총회에 상정되어 부결되었지만 1970년대를 대표하는 공익적 주주제안을 촉발시킨 계기로 작용하게 된다.

2) 1980년대~현재: 기관투자자 행동주의

1970년대까지 미국의 주주행동주의가 NGO들에 의한 사회운동의 일부로 전개된 소액주주 중심의 사회가치 추구형이었다면, 1980년대는 투기자본 중심의 단기차익을 추구하는 주주행동주의가 성행하는 시기였다. 기업의 취약한 지분구조와 제도적인 미비점 등으로 인해 기업사냥꾼들이 주체가 되어 많은 기업들이 적대적 인수합병에 노출되게 된다. 실례로, 1980년대 초반 매년 100여건의 인수합병이 발생하였으며 그중 30% 내외가 적대적 인수합병이었다(상공회의소, 2004).

이 시기 기업들 간의 인수합병 과정을 통해 기업지배를 고수하려는 경영자들과 이 과정을 통해 이익을 얻으려는 주주행동주의자들 사이의 갈등이 증가하게 된다(Davis and Thompson, 1994). 이에 따라 대부분의 대기업 경영진들은 자신들의 동의 없이 외부로부터 진행되는 인수합병 기도를 막기 위한 방지책을 마련하고자 하는데 그 중 대표적인 장치가 “상어퇴치

법”(shark repellents-경영권 방어를 위해 주주들로부터 특별결의를 구해 기본정관 또는 부속정관을 변경하는 매수기도 저지방안)과 “독소증권발행”(poison pills, 일부러 지출을 늘리고 기업 가치를 떨어뜨림으로써 경영권 인수의 동기를 꺾어버리는 수법)이다(Walsh and Seward, 1990). 하지만 이러한 방안들은 기관투자자들에게는 불리하게 작용한다. 그 이유는 이들 장치가 기업의 주식가치를 하락시키는 경향이 있었고, 또한 인수 시 입찰 가격에 대한 주주들의 재량권을 감소시킴으로써 주주들에게 돌아가야 할 기업지배구조에 대한 권리가 훼손 되기 때문이다(Davis, 1991). 또한 기관 투자자들에게 그린메일(green mail, 기업사냥꾼들이 경영권을 담보로 보유 주식을 시가보다 비싸게 되파는 행위) 역시 불리하게 작용한다.

이러한 시장의 과도기적 단계를 거치면서 미국의 주주행동주의는 이후 ‘기관투자자행동주의(institutional investor activism)’의 모습으로 전환하게 된다. 그 결과 1985년 ‘기관투자자협회’가 설립되어 여기에 소속된 투자기들과 연기금의 재정적 이익을 보호하는 기능을 맡게 된다. 1980년대 후반 들어서서 ‘투자자-환경주의자연합’이라는 새로운 주주행동주의가 나타나는데, 이는 기업들이 사회적 책임 수행 차원에서 환경문제에 얼마나 관심을 가지고 경영활동을 벌이는가에 주 초점이 맞추어졌다. 이에 따라 1989년 미국의 정유 회사인 엑손(Exxon)사의 대형 유조선 발데즈(Valdez)호가 알래스카에서 침몰하여 해양환경을 오염시킨 사건을 계기로 투자자들과 NGO, 환경운동가들은 ‘환경 책임 경제연합(CERES)’을 설립하게 된다. 이들은 자신들이 소유한 주주권을 행사하여 기업으로 하여금 환경에 대한 일련의 원칙을 도입하게 하고 표준화된 연례환경보고서 작성을 요구하였다(FOE, 2005).

1980년대 중반까지 연기금과 노조기금을 배경으로 한 기관투자자들은 주주제안권을 개별적으로 혹은 상호협력 등을 통해 기업에 발의하는 전략을 사용하였다. 하지만 1990년대 들어 이들의 전략은 기업경영진과의 직접 협상을 통해서 또는 언론을 통해 기업을 표적으로 삼는 방법 등으로

바뀌어졌다. 이에 따라 1997년 Corporate Board가 실시한 펀드운용자와 기관투자가 231명에 대한 조사에서 응답자의 77%가 어떤 형태의 행동주의에 참여한 전력이 있다고 답하였다(Corporate Board, 1997). 또한 연기금을 중심으로 한 기관투자자들이 실적 저조기업의 주식을 매각하는 전통적인 투자방식에서 탈피하여 적극적인 경영개입을 통해 기업 가치를 증대시키고 장기적이고 안정적인 투자를 추구하는 방향으로 초점을 맞추게 된다. 동시에 미국정부 역시 기관투자자들이 기업소유권 문제에 개입하는 것에 대해 긍정적으로 정책을 바꾸게 된다. 예를 들어, 미 노동부는 각종 연기금들이 기업가치를 높이는 경우에 있어 주주제안권이 기업경영 감시에 활용되도록 독려하고 있다. 1992년과 1997년 SEC는 주주들 상호간의 대화와 주주제안권 제출과 관련하여 유연성을 촉진시키는 일련의 조치를 취하였다. 또한 1999년 미 의회는 은행에 의한 직접적 주주권 소유를 제한하던 Glass-Steagall Act를 폐기하였고, 2003년 7월 SEC는 이사 선출과정을 주주들에게 공개하도록 조치하였다(Gillan and Starks, 2003). 특히, 2001년과 2002년에 발생한 대규모 기업 회계부정사건은 기관투자자들의 목소리를 한층 강화시키는데 일조하게 된다. 이에 따라 미국은 회계부정 사태 이후 SEC와 NYSE를 중심으로 CEO 인증의무, 이사회 독립성 강화, 회계감사와 컨설팅 연계 금지 등 기업의 통제기능을 강화하는 방향으로 지배구조 개편을 추진하고 있다.

4. 주주행동주의의 구현 기제

주주행동주의자들은 소수주주들의 소유권을 행사함으로써 기업 활동에 영향력을 미치려고 시도한다. 하지만 단기적 시세차익과 배당에 대한 관심보다는 장기적으로 주식을 보유하고 경영에 적극적으로 참여하는 방법

을 사용한다. 일반적으로 주주행동주의에 있어 주주들의 영향력 행사는 크게 네 가지 전략이 사용되는데 여기에는 i) 경영진과 직접적으로 대화하여 합의에 이르는 방법; ii) 주주총회결의를 준비하여 주주제안권을 제출하여 표결에 붙이는 방법; iii) 표결에서 패할 경우 혹은 주주총회결의에 이의가 있을 경우 소송을 제기하는 방법; iv) 인수합병시장에서 매입자의 편에 서는 방법 등이 포함된다.³⁾

1) 합의

주주행동주의자들은 경영진과의 공동이익 추구를 위한 협력으로 그들의 전략을 구사할 수 있는데 소액주주들이 주주총회 이전에 타깃으로 삼고 있는 기업을 대상으로 현안에 대해 경영진과 직접적으로 대화하는 방법이다. 소액주주의 입장에서는 주주제안을 통해 주주총회에서 표결까지 갈 경우 현실적으로 이길 확률이 그리 높지 않은 상황에서 사전에 기업과 직접 대화를 통해 자신들이 제기하는 문제가 해결될 수 있기 때문에 이를 선호한다. 마찬가지로, 기업의 입장에서도 소액주주들의 문제제기가 주주총회에서 등장할 경우 기업이미지 손상과 주가하락 등에 따른 경제적 손실 등을 고려하여 사전에 소액주주들의 문제제기를 들어주는 것이 더 이익이 될 수 있다(FOE, 2005). 한편, 소액주주들이 주주제안을 이미 신청한 뒤에도 합의는 가능하다. 즉, 기업은 주주총회가 열리기 이전에 소액주주들과 접촉하여 이미 제출된 주주제안을 철회(withdrawn)하도록 하기도 한다. 이는 기업의 입장에서 주주총회장 당일 표결에 들어갈 경우 소액주주

³⁾ 이밖에도 주주행동주의자들은 매우 공격적인 방법으로 그들의 전략을 구사할 수 있다. 공격적인 방법의 대표적인 것은 CEO의 해고다. 실례로, 1991년 8월부터 1993년 1월까지 18개월 동안 Fortune500 기업 중 13명의 CEO가 해고되었다. 또 다른 방법은 기업성과와 무관한 CEO의 보수를 깎는 일인데, 이로 인해 기업의 경영진들은 적은 보수 대신 많은 주식을 소유하게 된다(Ward, 1997).

들의 활발한 캠페인성 홍보활동들이 언론에 공개되어 여론의 비판을 받기 보다는 주총일 이전에 소액주주들과 접촉하여 그들의 요구를 일정부분 수용함으로써 주주제안을 철회시키는 것이 이득이라고 판단할 경우이다. 따라서 이 경우 소액주주들의 입장에서는 주주제안권의 비공식적 사후수용, 즉 결과적으로 합의라는 성과물을 얻게 된다.

2) 주주제안과 표결

주주제안권(shareholder proposal)이란, 소액주주가 주주총회에서 논의될 의제와 의안을 채택할 것을 제안할 수 있는 권리를 부여하는 것으로 경영진 중심으로 주총안건이 마련되는 관행을 개선, 소액주주들의 경영참여를 보장하기 위한 제도이다. 주주제안권을 접수받은 이사는 이사회에 이를 보고하고 이사회는 주주제안의 내용이 법령 또는 정관에 위반되는 경우를 제외하고는 이를 총회의 목적사항으로 하여야 하며, 그 주주의 청구가 있는 경우에는 총회에서 해당 의안을 설명할 기회를 주어야 한다. 주주총회에서는 소액주주가 제기한 주주제안을 표결(voted on)에 붙이게 된다. 표결의 결과를 가지고 기업은 최종적으로 주주총회결의(shareholder resolution)를 이끌어 낸다. 여기서 주주총회결의란 주주총회가 회사의 의사를 결정하는 하나의 법률행위이다. 주주총회는 주식회사의 최고의사결정기관이기 때문에 이 총회가 회사의 운영에 관한 중요한 사항에 관하여 어떤 의사결정을 하면 이 의사는 바로 회사의 의사로 되는 것이고, 이러한 결의는 회사의 모든 구성원과 기관을 구속한다.

3) 소송

소액주주들이 제기한 주주제안권이 주주총회 표결에 붙여져 패할 경우

혹은 주주총회결의에 이의가 있을 경우 소액주주들은 소송을 제기할 수 있다. 이러한 소송은 크게 주주대표소송(shareholder derivative suits)과 증권집단소송(class action suits)으로 분류된다(Bhagat, Brickley, and Coles, 1987). 먼저 주주대표소송은 일정 지분 이상을 가진 소액주주들이 회사 이익을 해친 경영진의 책임을 추궁할 수 있는 견제장치로써 소송에서 승소할 경우 배상금이 원고당사자가 아닌 회사로 귀속되는 공익적인 성격의 소송이다. 주주대표소송제도는 소유와 경영의 분리라는 회사경영구조에 입각해 회사의 손해를 경영자들로부터 보상받음으로써 간접적으로 주주이익을 보호하려는 것이다. 반면, 증권집단소송이란 경영진이 일부의 주주에게 손해를 끼쳤을 경우 피해자 주주의 일부가 대표당사자가 되어 제기되는 소송을 말한다. 집단소송은 회사를 상대로 직접 손해를 배상받음으로써 기업이 주주에게 이익을 되돌려 주어야 한다는 취지를 보여주는 제도이다. 따라서 피해를 본 모든 주주들이 직접 소송을 제기하지 않더라도 반대의사만 표시하지 않는다면 대표당사자와 동일하게 1주당 얼마씩의 배상을 받게 된다. 주주대표소송과 증권집단소송의 가장 큰 차이는 승소시의 배상이 누구에게 귀속되는가이다. 대표소송에서는 회사로 귀속하는 반면 집단소송에서는 원고에게로 직접 지급된다. 집단소송의 경우 반대만 하지 않는다면 자동적으로 원고의 자격을 가지게 된다(김대연, 1997).

하지만 집단소송제도는 일종의 보험으로 변질되어 간다는 지적도 있다. 개별 소송에 비해서 집단소송은 화해로 끝나는 경우가 많은데 미국의 경우 임원배상책임보험제도가 발달하여 소송을 당한 해당 기업 임원들이 대체로 화해를 원하며, 더욱이 변호사들이 원고에게 돌아가는 배상액은 줄이고 변호사 수입료는 늘리는 방향으로 화해를 유도하는 경우가 많다는 것이다, 또한 실제의 원고들(즉 피해자들이) 재판의 진행이나 화해의 내용에 대해 무관심하다는 것이다(김정호 · 박양균, 2000).

4) 인수합병(M&A)

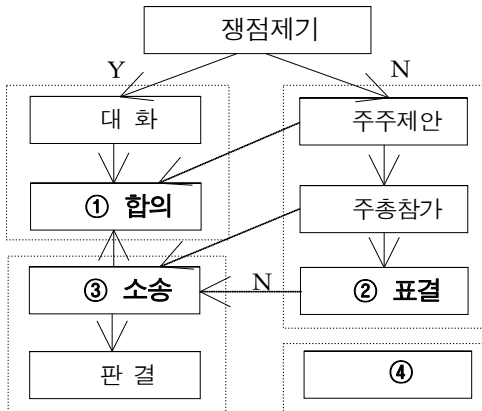
한편, 시장에서 인수합병이 성행할 경우 주주행동주의는 일정한 그들의 역할을 담당한다. 일반적으로 인수합병은 기업 소유주와 경영진 사이의 갈등을 악화시키는 역할을 하게 된다. 그 이유는 새로이 회사를 매입하는 측이 주주들로부터 주식을 매입하는 과정에서 프리미엄을 제공하기 때문에 주주들은 인수합병을 통하여 대부분 이익을 얻게 되는 반면, 경영자들은 기업지배에 대한 통제력을 상실하고 곧이어 해직되는 경우가 대부분이기 때문이다. 따라서 인수합병이 성행할 경우 불필요한 인수합병 시도로부터 회사를 방어함으로써 그들의 지배권을 유지, 확대하려는 경영진들과, 그 반대편에서 인수합병 과정에서 이익을 취하려는 기관투자자들 사이의 갈등이 증폭된다(Davis and Thompson, 1994). 이에 따라 대부분의 대기업 경영진들은 주주들을 달래는 동시에 그들 스스로가 인수합병 시도 이전에 미리 비용절감과 구조개혁 프로그램을 단행하여 리스크를 줄이려고 시도한다(Ward, 1997).

한편, <그림 2>는 일반적으로 주주행동주의에 있어 주주들의 영향력 행사에 있어 사용되는 네 가지 전략을 그 절차에 따라 흐름도로서 정리한 것이다. 먼저, 해당 기업과 관련한 쟁점이 제기될 경우 소액주주들(혹은 그들을 대변하는 기관투자자)과 기업은 이 사안을 주주총회로 가지고 가지 아니면 사전에 대화를 통해 문제를 해결해야 할지를 판단해야 한다. 만약 기업의 입장에서 소액주주들의 요구를 사전에 수용하거나 적당한 선에서 타협을 하는 것이 이익이라고 판단이 들 경우, 해당 기업은 소액주주들과 대화를 통해 합의를 이끌어낸다. 하지만 기업의 입장에서 도저히 소액주주들의 요구를 들어주기 어렵거나 혹은 이 사안을 주총으로 가지고 가 공식화 시켜도 아무런 문제가 없다면 대화를 거부한다. 이렇게 되면, 소액주주들은 전체 주주들을 대상으로 이를 알리고 주주제안을 하게 된

다. 이후 주총에 참가하여 그들의 제안을 알리고 표결에 들어가게 된다.

만약 표결에서 승리한다면 소액주주들에게는 가장 큰 이익을 가져다주겠지만, 현실적으로 이러한 상황이 사전에 예견되었다면 기업의 입장에서 주총 이전에 미리 대화를 시도하여 합의를 이끌어내려고 했었을 것이기 때문에 그 사례는 많지 않게 된다. 하지만, 소액주주들은 표결에서 패배하더라도 이에 굴복하지 않고 법원에 소송(주주대표소송과 증권집단소송)을 제기할 수 있다. 소액주주들은 이러한 소송에서 승소하는 판결을 이끌어낸다면 최선이고 그렇지 않더라도 다시 한 번 기업과 대화를 통해 중간에 소를 취하하는 화해를 이끌어낼 수 있는 기회를 가질 수 있다. 또한 소액주주들은 해당 기업이 인수합병 대상이 될 경우 새로운 인수자에 힘을 모아주어 기업 자체의 주인을 바꾸는 데 일조를 할 수 있다.

〈그림 2〉 주주행동주의의 구현 과정 흐름도



주: Y는 소액주주가 기업에게 사안에 대한 문제를 제기하거나 주총 표결에 불복할 때, 기업이 문제 해결을 위해 이에 응하는 경우를 의미하며, N은 이에 응하지 않는 경우 혹은 표결 결과에 소액 주주들이 불응하는 경우를 의미함.

5. 최근 미국 주주행동주의의 현황

1) 주주행동주의의 구현 기제

최근 미국에서 주주행동주의가 구현되는 주요한 수단은 NGO들이 사회적 이슈에 문제를 제기하면, 이를 기관투자자들이 해당 기업의 주주총회에 주주제안권을 제기하여 표결 전에 합의를 통하여, 즉 주주제안권을 철회함으로써 자신들의 의견을 관철시키는 형태를 띠고 있다. 일반적으로 주주행동주의자들에게 주주제안의 철회는 기업측이 자신들의 제안을 받아들인 것으로 간주되기 때문이다(Graves, Rehbein, and Waddock, 2001). <표 1>에서 보듯이, 미국의 기관투자자들은 2001년~2004년 동안 기업의 사회적 책임과 관련하여 평균 242건의 주주제안을 제출하여 4년간 평균적으로 33%의 합의를 이끌어 내었다. 또한 기업측이 절대적으로 유리한 표결에까지 간 경우는 절반 정도인 48%로 나타났다. 한편 소송의 경우, 일반적으로 제소 되는 수는 많지만 상당부분 중간에 소를 취하하는 화해를 선택하고 있다. <표 1>에서 보듯이, 증권집단소송의 경우 4년 평균 315건이 제소되었는데, 그 중에서 47%가 선고까지 가지 못하고 사전에 기업과의 화해를 통해 종료되었다.

<표 1> 미국의 주주행동주의의 기제 현황, 2001-2004

	2001	2002	2003	2004	평균
주주제안1)	237	265	250	216	242
합의(철회)	64(27%)	95(36%)	91(36%)	66(31%)	33%
표결	130(55%)	122(46%)	115(46%)	98(45%)	48%
소송2)	505	281	234	238	315
화해	133(26%)	122(43%)	160(68%)	119(50%)	47%

주: 1) 기업의 사회적 책임과 관련된 주주제안. 2) 법원에 제소된 증권집단소송만 포함.
 자료: ICCR(2005)와 NERA(2005) 연례보고서 원자료에서 각각 재구성.

이러한 미국의 상황은 주주행동주의의 구현 기제가 최근 정치적인 이익보다는 경제적 이익 부분이 강화되고 있음을 보여준다. 즉, 최근 미국의 기관투자자행동주의는 기업의 사회적 책임 수행을 기업가치 제고의 측면에서 접근하여 사회적으로 책임 있는 기업이 기업 가치를 끌어 올려 장기적으로는 주주에게도 더 많은 이익을 가져다준다는 것이다. 따라서 미국의 주주행동주의는 윤리 혹은 선과 악 등과 같은 과거의 기준으로부터 벗어나 수익성, 리스크관리, 주주가치 등의 새로운 기준에 초점을 맞추고 있다(O'Rourke, 2003). 이는 다시 말해 최근의 미국 주주행동주의의 경우, 과거 1970년대까지 사회적 행동주의를 표방한 NGO들로 대표되는 것처럼 정치적 색채가 강하였지만, 이제는 NGO들의 사회적 문제제기에 기관투자자들에 의한 경제적 이익추구 목표가 추가되어 중첩되고 있다는 점이다. 이는 시간이 흐르면 흐를수록 미국의 주주행동주의에 있어 NGO들의 목소리보다 기관투자자들에 의한 사회적 이슈 선점이 더 큰 동력으로 작용할 수 있음을 함의한다. 이렇듯 미국의 주주행동주의는 기업의 사회적 책임 구현이라는 공익적 목표를 표방하고 있지만, 그 이면에 깔린 기제는 분명히 경제적 측면에서의 이익 추구이다. 즉, 사회적으로 그 책임을 성실히 수행하는 기업이 경영성과에 있어서도 앞서나가며 주주들에게도 더 많은 이익을 안겨 준다는 수렴론적인 논리이다. 따라서 미국의 기관투자자들에게 이익(profits)과 사회적 책임은 별개의 사안이 아니다.

2) 구현 기제의 경제적 효과

최근 미국의 주주행동주의가 사회적, 환경적 이슈만을 주장하는 것이 아니라 여기에 경제적 이익과 기업가치 제고를 직접적으로 연계하는 방향으로 수정되면서 주주행동주의의 주요 구현 기제(합의, 표결, 소송, 인수 합병)는 각각의 상대적인 경제적 효과를 나타내게 된다.

첫째, 합의(직접대화와 철회)는 기업과 소액주주 양자 모두에게 상대적으로 정(+)¹의 효과를 가져다준다. 기업의 입장에서는 주주총회에서 표결에 붙여 승리하는 것이 최선의 방법이지만, 직접대화를 통해 혹은 주주제안을 철회시킴으로써 향후 소송이 제기될 경우 지불해야 할 비용을 사전에 최소화 할 수 있다는 장점을 가진다. 또한 소액주주 입장에서도 향후 소송에 들어갈 경우 들어가는 시간적, 금전적 비용을 지불하는 것보다는 합의를 하는 것이 상대적으로 더 유리할 수 있다. 위의 <표 1>에서 보듯이 2001년~2004년에 걸쳐 4년 동안 평균적으로 33%의 합의가 이루어진 것을 보면 알 수 있다.

둘째, 표결은 상대적으로 기업에게는 정(+)²의 효과를, 소액주주에게는 부(-)³의 효과를 가져다준다. 기업의 입장에서는 법적인 절차를 통해 주주제안권을 받아들이고 주주총회에서 표 대결을 통해 승리함으로써 회사 주주들의 입장을 공식적으로 표명할 수 있는 기회를 얻을 수 있다. 또한, 소액주주들의 문제제기가 진정 해당 기업 주주들의 이익을 높이지 못한다는 점을 주주들의 표결로 명문화시킬 수 있다는 장점을 가진다. 반면, 소액주주들의 입장에서는 문제제기 자체에는 성공했다 하더라도 명목상 이익일 뿐 실질적 이익은 얻을 수 없기 때문에 상대적으로 부(-)⁴의 효과를 가져다준다. 물론, 표결에 들어갔다는 것은 현실적으로 기업측에 절대적으로 유리하게 작용된다는 점을 고려할 때, 위의 <표 1>에서 보듯이, 2001년~2004년에 걸쳐 4년 동안 평균적으로 48%의 표결이 이루어진 것을 두고 그 수치가 작다고 평가할 수도 있다. 하지만 소액주주들 입장에서 정치적인 쟁점제기(issue fighting)를 통해 얻게 되는 이익은 보다 더 장기적인 차원에서 구현된다는 점을 고려한다면 경제적 효과 측면에서는 합의의 경우보다는 상대적으로 부(-)⁵를 가져다준다.

하지만, 표결은 소액주주들에게 경제적 효과보다는 정치적 효과를 가져올 수 있다. 실례로, 주주행동주의가 초기 단계인 한국의 경우, 표결은 소

액주주들(참여연대)에게 강력한 정치적 효과를 가져다주었다. 즉, 재벌개혁이라는 명분 아래 해당 기업의 주주총회에 참석하여 쟁점제기를 한다는 사실 자체만으로도 언론의 주목을 받았다. 이는 회원확보와 재정자립이 충분하지 않은 국내 여건상 주로 현안에 대한 성명서 발표를 통한 쟁점제기에 의존하며 언론을 통해 이를 여론화하는 것을 운동의 주요 전략으로 삼았기 때문이다.

셋째, 1980년대 미국 경제계에 불어 닥쳤던 인수합병의 광풍과 더불어 최근 거대 정보통신업체들 간 혹은 금융기관들 간의 인수합병 시도는 표결과는 반대로 소액주주들에게는 정(+)의 효과를, 기업에게는 부(-)의 효과를 가져다준다. 시장에서 일단 해당 기업의 인수합병이 진행될 경우 새로이 기업을 인수하려는 측에서는 소액주주들에게 유리한 조건을 제시하는 반면, 기존 회사의 경영진들은 해고의 위협에 노출되기 때문에 자연스럽게 협상력이 제한될 수밖에 없다. 이 상황에서 미국의 소액주주들은 경제적 이익과 사회적 책임이라는 이분법적 도식으로부터 심리적으로 해방되어 이 두 가지가 한꺼번에 해결될 수 있다는 단초를 학습하는 기회를 가질 수 있다. 다시 말해, 미국의 주주들은 시장경제의 가장 극단적인 형태인 적대적 인수합병 과정을 통해 역설적으로 기업의 사회적 책임의 원칙이 현실에서도 실행 가능하다는 사실을 깨우치게 되었다. 이는 최근 미국에서 급격히 성장하고 있는 사회책임투자(Socially Responsible Investment)에 커다란 자극제로 작용하게 된다.

넷째, 소송은 소액주주와 기업 양자 모두에게 상대적으로 부(-)의 효과를 가져다준다. <표 1>에서 보듯이, 소송의 경우 절반 가까이 화해로 끝나는 이유는 다음과 같다. 먼저, 주주대표소송의 경우 소송에 걸리는 시간이 길고 판결까지 들어가는 비용이 크다(김대연, 1997). 소액주주들의 입장에서 볼 때 소송을 제기하는 자신들에게 승소 시 배상이 돌아가는 것이 아니라 회사에 귀속되기 때문에 현실적으로 경제적 이익이 돌아오지 않는

다. 다만 사회적으로 문제를 제기하여 승리했다는 정치적 이득은 취할 수 있다. 오히려 소송의 이익은 주로 변호사들에게 돌아간다(오승중, 2005). 즉, 변호사는 대표소송에서 승소하거나 소송당사자가 화해하는 경우에 원고의 소송비용을 기업으로부터 받아낼 수 있기 때문이다.

기업의 입장에서 승소했다 해도 재판에 걸리는 오랜 기간 동안 언론에 회사의 치부가 공개되어 주가에 부정적 영향을 받기 쉽기 때문에 긍정적이지만은 않게 된다. 결국 주주대표소송의 경우 그 이익은 주로 변호사들에게 돌아가기 때문에 변호사들은 일단 주주대표소송 제기를 권고하거나 심지어 소송 제기 자격을 갖춘 주주를 찾아내 소송을 제기하도록 권유하기도 한다. 이렇듯 미국에서 원고와 원고의 변호사측이 승산 없는데도 화해로 소송을 종결할 목적으로 주주대표소송을 제기하는 것을 ‘위협소송(strike suit)’이라고 한다(정윤모·손영락, 1999). 실제로, 미국의 주주대표소송건수는 연간 2000-3000건에 이르며, 1995년의 경우 대표소송 취하조건으로 지불한 화해금 총액이 16억 6천만 달러에 달한다(이건성, 1997).

증권집단소송 역시 일반적으로 소액주주와 기업 양자보다는 변호사에게 그 이익이 돌아간다. 피고인 경영자나 재판을 이끄는 변호사 양측 모두 강력하게 합의를 원하기 때문이다. 즉, 증권 관련 사건에 있어 피고는 주로 회사의 경영진들인데 그들은 거의 대부분 임원배상책임보험에 들어 있고 이 보험에서는 합의금도 보험금으로 지급하고 있다(김정호·박양균, 2000). 또한 기업의 입장에서는 재판을 계속하는 것이 기업경영에 막대한 지장을 초래할 뿐만 아니라 증거개시절차 시에 기업의 기밀이 유출될 가능성이 있고, 최종판결에서 패소하여 법률을 위반하였다고 인정될 경우 임원책임배상보험이 지급되지 않아 경영자 개인들이 막대한 손해배상에 대한 연대책임을 져야 하기 때문이다(이한득, 2002).

소액주주들의 입장에서 원고의 숫자가 클 뿐 개별적 피해의 규모는 작으며 원고의 수가 많기 때문에 소송에서 이기더라도 개인에게 돌아오는

액수는 작을 수밖에 없다. 더욱이 실제의 원고들이 재판의 진행이나 화해의 내용에 대해 무관심하다. 결국 변호사들이 원고에게 돌아가는 배상액은 줄이고 변호사 수입료는 늘리는 방향으로 화해를 유도하게 되는 것이다(Bhagat et al. 1987).⁴⁾ 결국 미국에서 증권집단소송이 실제의 재판으로 가는 경우는 아주 드물다. 1987년 연방법원에 계류 중인 총 5,147건의 집단소송과 개별 소송의 경우 단지 224건(5%미만)만이 재판으로 해결되었고, 1983년 상장된(IPO) 컴퓨터 관련 기업의 경우 100%가 화해로 해결되었으며, 단 한 건도 재판으로 해결되지 않았다. 더욱이 합의금은 과실의 정도에 의해서 결정되는 것이 아니라 소위 시세(going rate)에 의해서 결정되어 피고측의 잘잘못의 정도와는 무관하게 어떤 종류의 사건은 얼마라는 식으로 합의금이 결정된다(김정호·박양균, 2000).

결론적으로 소액주주들의 영향력 행사와 이에 대응하는 기업 양자 사이의 상호작용에 적용되는 상황을 정리한 것이 <그림 3>이다. 여기에서 +와 -는 평상시가 아닌, 주주행동주의가 발현되었을 경우 이후 예상되는 상대적인 경제적 효과를 의미한다.

<그림 3> 미국 주주행동주의의 기제와 소액주주-기업 간의 경제적 효과

		소액주주	
		+	-
기업	+	합의	표결
	-	인수합병	소송

⁴⁾ 경제컨설팅회사인 NERA 조사에 의하면, 미국에서 1991년부터 1999년 6월까지 제기된 전체 증권집단소송 1,571건 중에서 82%인 1,291건이 화해로 종결되었고 기각된 것이 16%인 253건이었다. 최종판결까지 간 것은 2%에도 미치지 못하는 27건에 불과하였다(NERA, <http://www.nera.com>).

3) 주주행동주의의 신 기제: 사회책임투자(SRI)

최근 들어 미국의 주주행동주의는 그 초점을 새롭게 사회책임투자(Socially Responsible Investment, SRI)에 맞추고 기업의 사회적 책임 문제를 보다 더 경제적 이익(수익률 증대) 부분과 연관시키려고 시도하고 있다. 사회책임투자가 주주행동주의의 신기제로 등장하는 배경에는 상당 부분 구 기제가 ‘합의’로 종료되고 있기 때문에 이제는 그 효력이 다했음을 함의하고 있다. 따라서 4가지 기제와 사회책임투자 개념들을 동일선상에 놓고 보면 분석단위가 달리 보이지만, 주주행동주의자들 입장에서는 기업으로부터 얻어내고자 하는 바를 달성하는 데 있어 동일한 효과를 보여준다. 사회책임투자는 펀드에 투자자와 신탁자가 투자를 하고 그 자금이 사회적 책임의 원칙을 지키는 기업들에 투자되면 기업들이 자금조달비용을 낮추기 위해 사회적 책임 원칙을 지킬 유인이 생긴다는 경제적 요소와 사회적 요소가 결합된 투자방식이다. 사회책임투자는 구체적으로 ‘선별투자(screening)’, ‘주주행동주의(shareholder activism)’, 그리고 ‘공동체투자(community investment)’ 등 세 가지 방식으로 진행된다(Domini, 2001). 한편, ‘주주행동주의’는 앞에서 이미 다루었기 때문에 여기서는 ‘선별투자’와 ‘공동체투자’ 부분만을 다루도록 하겠다.

첫째, ‘선별투자’는 투자대상 기업 또는 펀드 등 금융상품을 선별하여 투자하는 것을 의미한다. 이는 다시 ‘부정적 선별투자’와 ‘긍정적 선별투자’로 나뉜다. 전자는 술, 담배, 도박, 무기, 낙태, 음란물 제조 등과 같은 업종에 속하여 상품을 제조하거나 판매하는 기업을 투자대상에서 제외시키는 것이다. 반면, 후자는 반대로 사회적, 환경적 책임을 다하는 기업 그리고 주주, 소비자, 종업원, 지역사회, 납품업자, 환경 등 모든 이해관계자들과의 관계가 우수한 기업을 선별하여 투자하는 방식이다. 예를 들어, 친환경 녹색경영을 표방하거나 고용확대에 주력하는 기업, 직장 내 남녀평

등에 힘쓰는 기업에 집중적으로 투자하는 방식이다.

둘째, ‘공동체투자’란 저소득 공동체나 지역개발을 위해 투자하는 것으로 ‘지역사회개발금융’이라고도 부른다. 대표적으로 2006년 노벨평화상 수상자인 방글라데시의 무하마드 유누스(Muhammad Yunus)와 그가 창설한 그라민 은행의 무보증 소액창업 대출사업(마이크로크레딧)이 여기에 포함된다. 공동체투자는 저소득층과 빈민층, 원주민 공동체, 여성 영세업자, 실업자 등 높은 이자와 까다로운 대출조건 때문에 일반 금융기관을 이용할 수 없는 소외된 이들에게 종자돈을 저리로 대출하여 지원하는 투자를 말한다. 공동체투자은행은 기금을 이와 같은 소외된 사람들의 사업에 대출해주고 나머지 기금은 사회적책임투자 방식으로 운용한다. 따라서 투자자들의 입장에서 보면 위의 세 가지 방식 중 자신의 가치와 윤리를 가장 많이 할당하는 형태의 투자이다.

<표 2>에서 보듯이, 미국에서는 2005년 말 현재 총 201개의 SRI 펀드가 활동 중이며 그 규모는 2조2900억 원에 달하고 있다. 이는 2005년 미국 내 전문적인 펀드운용기관이 투자한 전체 금액의 약 10%에 해당하는 액수이다. 더욱이 사회적책임투자 펀드는 과거 10년간 미국 내에서 운영된 일반펀드보다 4% 더 빠르게 성장하고 있다. 사회적책임투자의 3가지 방식(선별투자, 주주행동주의, 공동체투자)중 하나 또는 3가지 방식 모두를 적용하여 운용되고 있는 총자산 규모는 1995년 6390억 달러에서 2005년 2조2900억 달러로 258퍼센트나 성장하였다. 반면 전문기관에서 운영하는 다른 모든 일반펀드들의 자산은 같은 기간 동안 7조에서 24조4000억 달러로 249퍼센트에 못 미치는 성장을 보였다. 이는 일반펀드 전체 자산 중 9.4퍼센트를 차지하며, 미국 내 전문펀드운용기관의 10달러 중 1달러가 SRI 펀드에 투자되고 있음을 의미하는 것이다. 특히, 지난 10년간 사회적책임투자와 관련된 뮤추얼펀드는 1995년 1백20억 달러에서 2005년 2005년 1790억 달러로 무려 15배나 증가하였다. 이는 뮤추얼펀드가 사회적책임투

자 펀드 중에서도 가장 급성장을 하고 있는 부문임을 보여 준다 (Social Investment Forum, 2006).

〈표 2〉 미국의 사회적책임투자 현황(1995-2005)

단위: 십억 달러

	1995	1997	1999	2001	2003	2005
선별투자자 ¹⁾	\$162	\$529	\$1,497	\$2,010	\$2,143	\$1,684
주주행동주의	\$473	\$736	\$922	\$897	\$448	\$703
선별투자자 + 주주행동주의 ²⁾	-	(\$84)	(\$265)	(\$592)	(\$441)	(\$117)
공동체투자	\$4	\$4	\$5	\$8	\$14	\$20
합계	\$639	\$1,185	\$2,159	\$2,323	\$2,164	\$2,290

주: 1) 선별투자 부문에는 개별 선별투자펀드와 뮤추얼펀드가 포함됨.

2) 선별투자자와 주주행동주의 펀드 규모에서는 중복을 피하기 위하여 별도로 편성.
자료: Social Investment Forum(2006).

구체적으로, 첫째 ‘선별투자’된 사회적책임투자 펀드의 총규모는 1995년 1천5백90억 달러에서 2005년 1조5000억 달러로 10배 가까이 증가하였다. 이 중 173억 달러는 개인투자자들 위한 것이며, 1조4900억 달러는 기관투자자들을 위해 운용되고 있다. 하지만 2004년 이래로 기관투자자들은 개별 이슈만으로 선별투자하는 전략은 줄어든 반면, 주주행동주의를 통한 주주의결권 행사를 선호하고 있다. 이와 더불어, 기관투자자들은 환경문제, 억압적인 정권(특히 수단), 그리고 테러리스트 정권 등과 연계된 기업들에 대해 부정적 선별투자하는 방식을 시도하고 있다. 둘째, ‘주주행동주의’와 연계된 사회적책임투자 펀드의 총규모는 2003년 4480억 달러에서 2005년 7030억 달러로 약 57퍼센트가 증가하였다. 미국에서는 사회성과 환경 이슈와 관련된 주주결의안이 증가하고 있는 추세로, 2003년에 299건에서 2005년 348건의 결의안으로 증가하였다. 이 중 기업의 사회적

책임과 관련된 결의안에 대한 투표율은 22퍼센트가 더 높아졌는데 2003년 145건에서 2005년 177건으로 높아졌다. 기관투자자들은 사회적 책임과 환경 이슈와 관련하여 투자기관 개별 또는 공동으로 결의안을 상정하고 있다. 셋째, ‘공동체투자’의 규모는 기관투자자들이 늘어나면서 1995년 40억 달러에서 2003년 140억 달러, 그리고 2005년 196억 달러로 지난 10년간 약 5배가 증가하였다(Social Investment Forum, 2006).

사회책임투자는 시장에서도 높은 경제적 성과를 나타내고 있다. 1993년 미국의 다우존스는 스위스의 자산관리사인 SAM과 전 세계 기업들의 지속가능성을 평가하고 상위 10% 업체만을 선정해 그 주가를 나타내는 ‘다우존스 지속가능성 지수’(DJSI)를 만들었다. 1993년 12월 이후 현재까지 DJSI 총 수익률은 227%로, 주류인 모건스탠리 지수(MSCI)의 166%를 훨씬 초과해, 사회적 책임을 건실히 수행하는 기업의 주가가 다른 기업보다 더 많이 오른 것으로 나타났다(Dow Jones, 2006). 또한 미국의 KLD가 고안한 ‘도미니 사회지수400’(DSI400)은⁵⁾ 2007년 1월 현재 수익률이 2.04%로, 같은 기간 월스트리트의 우량기업주를 중심으로 선정된 S&P500 지수 수익률 1.51%를 크게 웃돌았다. 또한 이 지수가 처음으로 적용된 1990년 5월 이후부터 2007년 1월 현재까지의 누적수익률도 DSI400 지수가 연간 12.17%이고, S&P500은 11.49%였다. 특히, S&P500 지수의 경우, 투자한 뒤 1년에서 5년까지의 단기간에는 DSI400보다 더 높은 수익률을 올리지만, 10년간 수익률에서는 그 추세가 역전된다. 즉, 장기적으로 투자에 임하는 이들에게는 사회적 책임을 다하는 기업을 선호하는 것이 더 많은 수익을 가져다준다는 실증적 결과이다(KLD, 2007).

5) DSI400은 S&P500지수에서 지배구조, 환경보호, 지역사회공헌, 품질 및 안전성 제고 노력, 다각화 등의 분야에서 뛰어난 기업들의 비중을 강화하고, 도박이나 술, 무기, 담배, 포르노업종을 제외한 지수이다.

6. 맺음말

주주행동주의는 기업을 둘러싸고 있는 제도와 문화, 그리고 역사에 의해서 다르게 해석될 수 있다. 따라서 현재 미국에서 의미하는 주주행동주의와 한국에서 의미하는 소액주주운동에는 분명한 차이점이 존재한다. 본 연구는 주주행동주의가 가장 일찍이 발달한 미국의 경험에 초점을 맞추었다. 먼저 주주행동주의는 기업의 사회적 책임(CSR)이라는 토양 아래서 자라나는 개념이라는 사실로부터 출발하여 미국에서 주주행동주의가 뿌리를 내리는 과정을 역사적으로 정리하였다. 이로부터 미국의 주주행동주의는 초기의 경우 시민운동가들이 주도하는 정치적 성격을 가지는 사회적 행동주의(Social Issue Activism)가 중심이었지만, 1980년대에 걸쳐 불어 닦힌 적대적 인수합병의 성행 과정을 거치면서 점차 연기금을 운용하는 기관투자자들이 중심이 되는 기관투자자행동주의(Institutional Investor Activism)로 그 양상이 변모하였음을 알 수 있었다.

특히, 본 연구는 기관투자자의 속성 상 기업의 사회적 책임 구현과 더불어 수익률 증대라는 경제적 이익 추구의 기제가 현재 미국 주주행동주의의 성격을 반영한다는 사실에 주목하였다. 이는 미국에서 기업의 사회적 책임의 개념이 기존 신고전주의 경제학에서 주장하던 이익 극대화만이 아닌 기업시민으로서의 사회적 책임을 강조하는 이해관계자론이 결합된 일종의 수렴론적인, 즉 이익과 사회적 책임이 별개가 아니라는 시각이 지배적임을 보여준다. 따라서 본 연구는 미국 주주행동주의가 구현되는 구체적인 네 가지 기제(합의, 표결, 소송, 인수합병)를 기술적 통계를 살펴보고, 이들 사이에 차이가 나는 배경을 분석하였다. 그 결과, 미국 주주행동주의의 주요 수단은 일반적으로 합의에 기초하고 있었다. 이는 주총결의에 있어 주주제안 철회의 높은 비율 그리고 소송의 경우 화해로 종결되는 높은 비율 등이 잘 나타내고 있다. 한 발 더 나아가, 본 연구는 미국식 주

주자본주의 체제에서 이에 저항하는 방식, 즉 미국식 주주행동주의가 보여주는 특징 중 하나인 경제적 이익 추구 부분을 이해하기 위해서는 소액주주와 기업측 사이의 경제적 효과 부분을 2×2 매트릭스로 구분하였다. 이를 통해 소액주주와 기업 양자 모두에게 경제적 이익을 줄 수 있는 기제는 합의라는 사실을 발견하였다. 이러한 결과는 미국 주주행동주의에 있어 제 3자일 수 있는 변호사 집단의 경제적 이익 부분이 적지 않은 영향을 미친다는 사실을 도출 할 수 있었다.

마지막으로 본 연구는 미국식 주주행동주의의 가장 최근 특징 중 하나인 사회책임투자(SRI)에 초점을 맞추어 기업의 사회적 책임 구현의 새로운 트렌드를 살펴보았다. 사회책임투자는 경제적 이익과 사회적 책임이 별개가 아니라는 수렴론을 가장 충실히 반영하는 미국식 주주행동주의의 방식이다. 선별투자를 통해 사회에 해를 끼치는 기업에는 투자하지 않으며 공동체투자를 통해 경제적 이익이 남지 않는 부문에도 자금이 지원될 수 있도록 하는 등, 분명히 시장경제의 기본 원칙을 지키면서도 기업의 사회적 책임을 등한시 하지 않는 방식이다. 그럼에도 불구하고 사회책임투자 펀드들은 기존 월가의 주류 펀드들에 비해 더 많은 장기적 수익률을 기록하고 있다.

한편, 미국 주주행동주의의 특징(경제적 이익 추구 + 사회적 책임)과 그에 따른 사회책임투자의 급속한 성장 사례는 국내에도 일정 부분 시사하는 바가 크다. 국내 자본주의 체제의 발달 양상은 미국의 주주자본주의나 유럽의 이해관계자 자본주의와 일정 부분 구별되는 혼합(hybrid)의 형태를 띠고 있다. 이는 결과적으로 한국만의 독특한 기업 지배구조체제를 발달시켜왔다. 한국의 기업지배구조는 재벌 사주와 가족들이 상호 지급보증을 통해 서로 연결되어 있는 계열사를 소수의 지분을 가지고 패쇄적으로 지배하고 있다. 따라서 이러한 혼합 체제를 바꾸려 시도하는 국내 주주행동주의의 양상 역시 미국이나 유럽의 경우와 정치경제적 의미와 맥락

이 다를 수밖에 없다.

국내에서도 참여연대 주도의 소액주주운동이 전개된 지 이제 만 8년이 지나고 있고 그 성과에 있어 긍정적인 부분과 부정적인 평가가 동시에 나오고 있다. 기업지배구조의 투명성 확보라는 긍정적인 면이 있지만, 외국 자본에 의한 국내 자본시장의 침식 혹은 너무 과도한 정치적 운동으로의 변모 등과 같은 부정적인 평가 역시 존재한다. 이에 따라 그 동안 정치적 차원의 사회운동으로 접근하였던 국내의 주주행동주의는 최근 들어 새로운 방향을 모색하고 있다. 참여연대 스스로 이제는 시민단체 자체가 거대한 정치권력 기구화하는 문제를 고민하고 반성해야 한다는 것이다. 또한 참여연대 내부에서조차도 향후 정치적 차원의 사회운동 차원에서 탈피하여 소액주주운동 2라운드는 경제적 차원의 시장에서 이루어져야 함을 강조하면서 소액주주운동의 다음 단계로 미국에서 발달한 사회책임투자(SRI)에 큰 관심을 보이고 있다(장하성, 2004).

더불어, 국내 주주행동주의에 있어 기업지배구조의 개선은 시민단체에 게만 그 역할이 주어진 것이 아니다. 그 보다는 이해관계자이면서 동시에 시장의 직접적 감시자인 기관투자가들이나 사법부도 일정 부분 그 역할을 수행할 수 있다. 사실 시민단체 주도의 기업지배구조 개선은 일정 부분 한계를 가질 수밖에 없다. 시민단체라는 대리인적 속성 상 비용과 책임으로부터 자유로운 사회운동 차원에 주된 초점이 맞추어져 있기 때문이다. 따라서 경제적 인센티브와 책임이 부재한 상태에서 추진하는 시민단체의 소액주주운동은 장기적인 관점에서 볼 때 그 한계를 보이기 쉽다. 더욱이 소수주주권의 행사는 원칙적으로 개인 소액주주의 활발한 참여를 전제로 하지만 국내에서는 아직까지 이에 대한 인식이 미흡한 것 또한 사실이다. 이는 소액주주운동이 주주 자신의 자발적 관심과 참여보다는 시민단체 주도로 전개되었기 때문일 것이다. 최근 참여연대도 인정하듯이 소액주주운동 초기 재벌개혁의 일환으로 시작된 사회운동은 향후 경제적 성과를 답

보하는 시장 스스로의 기제로 움직일 것으로 전망된다. 기업가치와 구조를 감시한다면 기업을 둘러싼 다양한 이해관계자들 간의 이익갈등을 고려할 때 소액주주운동이 전문성과 독립성이 담보되어야만 그 효과가 극대화될 수 있기 때문이다.

참여연대의 이러한 움직임은 국내 주주행동주의가 미국의 그것과 동조화하는 양태로 나아갈 수 있다는 단초를 제공한다. 하지만, 미국에서 최근의 수렴론적인 기업의 사회적 책임 개념이 자리 잡기까지는 적지 않은 시간이 필요했음을 주목할 필요가 있다. 더욱이 미국에서 사회책임투자가 급성장하고 있고 수익률에 있어서도 큰 성과를 내고 있다는 사실이 반드시 국내에서도 재현 가능할 것이라는 예측은 다소 성급하다고 보여진다. 이는 국내에서 아직까지 기업의 사회적 책임에 대한 사회적 합의가 도출되지 못한데 기인한다. 일부에서는 여전히 기업의 사회적 책임 자체를 부정하는 신고전주의 경제학적 시각이 상당히 존재하고 있는 반면, 다른 일부에서는 기업의 경제적 이익 추구보다 사회적 책임 수행 부분에 과도한 강조를 하는 시각이 공존하고 있기 때문이다.

비록 일부 재벌기업들이 최근 사회공헌활동에 큰 관심을 가지고는 있으나 아직까지는 상대적으로 그룹 총수에 의한 일방향적 성격을 띠고 있어 기업 구성원들 모두가 내면화하는 단계에까지는 미치지 못하고 있다. 특히, 재무나 기획 파트에 종사하는 기업 실무자들의 경우 기업의 사회적 책임에 대한 의식 자체가 전무한 경우가 많고, 단지 회장의 지시니까 어쩔 수 없이 자금을 집행한다는 차원에 머무르고 있다. 따라서 기업의 사회적 책임 실행이란 장기적인 측면에서 볼 때 일종의 사회적 투자라는 인식을 하지 못하며 이는 다시 구체적인 전략 개념이 없이 CEO의 사적 인맥을 통한 예산 집행이 다수를 이루게 되는 상황이 발생한다. 반대로, 일부에서는 기업의 사회적 책임 구현에 가장 기초가 되어야 할 이익 극대화는 외면한 채, 부의 사회 환원과 형평성만이 전부인양 주장하고 있다. 이

러한 상황에서 기업의 사회적 책임에 대한 논의는 양 극단의 논리만이 평행선을 달릴 뿐 이윤과 사회적 책임이 공존할 수 있다는 제 3의 지대가 조성될 여지가 없게 된다.

본 연구에서 기업의 사회적 책임이란 정지해 있는 개념이 아니라 시간과 지역에 따라 그 의미가 변화하는 일종의 스펙트럼으로 접근해야 한다고 본 이유가 여기에 있다. 1990년대 말 불어 닥친 외환위기 이후 우리 사회는 미국식 신자유주의적 세계화 물결 속에 자의든 타의든 함께 가고 있다. 기업지배구조가 미국이 주창하는 글로벌스탠더드에 맞추어 따라가고 있다면, 우리가 주목해야 할 사실은 기업지배구조를 바꾸려고 저항하는 그 반대편의 주주행동주의 역시 미국식 글로벌스탠더드를 따라가야 하는가에 대한 성찰인 것이다.

참고문헌

- 김대연. 1997. “주주대표소송에서의 화해.” 『상사판례연구』 8권, 단일호: 471-501.
- 김정호·박양균. 2000. 『증권집단소송제도의 경제학』. 자유기업원.
- 상공회의소. 2004. “최근 국내외 M&A 동향과 정책시사점.”
- 오승중. 2005. “집단소송과 대표소송에 있어서 변호사의 직업윤리.” 『저스티스』 통권 제74호: 102-129.
- 이건성. 1997. “주주행동주의와 기업경영.” 『주식』 6. 22면.
- 이한득. 2002. “미국사례로 본 증권집단소송의 명암.” 주간경제 659호. LG경제연구원.
- 장하성. 2004. “소액주주운동 2라운드는 시장에서.” 이코노미 21. 9월 10일자.
- 전경련. 2004. “최근 EU·일본의 기업지배구조 동향과 시사점.”

- 정운모 · 손영락. 1999. “미일의 주주대표소송제도 운영실태 및 그 시사점.” 한국 증권연구원.
- 피터 드러커. 2000. 『비영리단체의 경영』, 한국경제신문사.
- Arnold C. and K. Breen. 1997 “Investor Activism Goes Worldwide.” *Corporate Board*. 18(103). 7-12.
- Bethel, J. and S. Gillan. 2002. “The Impact of the Institutional and Regulatory Environment on Shareholder Voting.” *Financial Management*, 31(4). 29-54.
- Bhagat, S., J. A. Brickley and J. L. Coles. 1987. “Managerial Indemnification and Liability Insurance: The Effect on Shareholder Wealth.” *The Journal of Risk and Insurance*, 54(4). 721-736.
- Brancato, CK. 1997. *Institutional Investors and Corporate Governance*. McGraw-Hill.
- Carroll, B. A. 1991. “The Pyramid of Corporate Social Responsibility: Toward the Moral Management of Organizational Stakeholders.” *Business Horizons*. 34: 39-48.
- Carroll, B. A. 1999 “Corporate Social Responsibility.” *Business and Society*. 38(2). 268-295.
- Corporate Board. 1997. “Institutional Investors Set Higher Boardroom Standards.” 18(104). 26-28.
- Davis, F. G. 1991. “Agents Without Principles? The Spread of the Poison Pill through the Intercorporate Network.” *Administrative Science Quarterly*. 36. 83-613.
- Davis, F. G. and A. T. Thompson. 1994. “A Social Movement Perspective on Corporate Control.” *Administrative Science Quarterly*. 39. 141-173.
- Domini, A. 2001. *Socially Responsible Investing*. Chicago: Dearborn Press.
- Dow Jones. 2006. “DJSI Monthly Update.” June.
- FOE. 2005. “Shareholder Activity as a Tool for Corporate Transparency & Democracy.” <http://www.foe.org/shareholder/>
- Friedman, M. 1970. “The Social Responsibility of Business is to Increase Its Profits.” *New York Times Magazine*. 32. Sept. 13. 122-126.

- Garriga, E. and D. Melé. 2004. "Corporate Social Responsibility Theories." *Journal of Business Ethics*, 53(1-2). 51-71.
- Gillan, L. S. and T. L. Starks. 2003. "Corporate Governance, Corporate Ownership, and the Role of Institutional Investors: A Global Perspective." *Journal of Applied Finance*. 13(2). 4-22.
- Graves, A., K. Rehbein and S. Waddock. 2001. "Fad and Fashion in Shareholder Activism: The Landscape of Shareholder Resolutions 1988-1998." *Business and Society Review*. 106(4). 3-314.
- Himmelstein, J. L. 1997. *Looking Good and Doing Good: Corporate Philanthropy and Corporate Power*. Bloomington: Indiana Univ. Press.
- ICCR. 2000-2004 각호, 2005. "Status of Shareholder Resolutions in the US."
- Johnson, H. L. 1971. *Business in Contemporary Society: Framework and Issues*. Belmont: Wadsworth.
- KLD. 2007. <http://www.kld.com/indexes/ds400index/performance.html>.
- KPMG. 2003. "Corporate Governance in Europe." *KPMG Survey* 2001/02.
- Mallin, C. 1995. "Voting and Institutional Investors." *Accountancy*, 116(1225). 76.
- Marens, R. 2002. "Inventing Corporate Governance: The Mid-Century Emergence of Shareholder Activism." *Journal of Business and Management*. 8(4). 365-389.
- Matten, D. and J. Moon. 2004. "Implicit and Explicit CSR: A Conceptual Framework for Understanding CSR in Europe." *ICCSR Research Paper Series*. 1-41.
- Monks, R. and N. Minnow. 1991. *Power and Accountability*, New York: Harper Collins.
- NERA. 2005. "Recent Trends in Shareholder Class Action Litigation." Feb. <http://www.nera.com>.
- O'Rourke, A. 2003. "A New Politics of Engagement: Shareholder Activism for Corporate Social Responsibility." *Business Strategy and the Environment*. 12(4). 227-239.
- O'Sullivan, M. 2000. *Contests for Corporate Control*. Oxford: Oxford Univ. Press.

- Peck, J. 1952. "Minority Stockholders vs. Jim Crow II." *Crisis*. 367-8.
- Perlo, V. 1958. "People's Capitalism and Stock Ownership." *American Economic Review*. 48. 333-347.
- Reich, B. R. 1998. "The New Meaning of Corporate Social Responsibility." *California Management Review*. 40. 8-17.
- Roe, M. 1990. "Political and Legal Restraints on Ownership and Control of Public Companies." *Journal of Financial Economics*. 27(1). 7-41.
- Roe, M. 1994. *Strong Managers, Weak Owners: The Political Roots of American Corporate Finance*. Princeton: Princeton Univ. Press.
- Romano, R. 1993. "Production of Corporate Law in the European Community." in *The Genius of American Corporate Law*. 128-140: AEI Press.
- Ryan, L. V. 2000. "Shareholders and the Atom of Property: Fission or Fusion?" *Business & Society*. 39. 49-75.
- Schwartz, J. 1996. "Corporate Philanthropy Today: From A.P. Smith to Adam." *NCPCR Working Paper*.
- Social Invest Forum. 2006. "2005 Report on SRI Trend in the US: 10 Year Review."
- Stump, S. 1999. "Attracting Social Investors, Appeasing Shareholders." *Investor Relations Business*. Jan. 4.
- Vogel, D. 1983. "Trends in Shareholder Activism: 1970-1982." *California Management Review*, XXV(3): 68-87.
- Votaw, D. 1973. "Genius Becomes Rare." in D. Votaw & S. P. Sethi (eds.) *The Corporate Dilemma*. Englewood: Prentice Hall.
- Walsh, J. P. and J. K. Seward. 1990. "On the Efficiency of Internal and External Corporate Control Mechanisms." *Academy of Management Review*. 15(3). 421-458.
- Ward, R. D. 1997. *21st Century Corporate Board*. New York: John Wiley.

A Study of Shareholder Activism in the US:
Focused on the Four Mechanism

Sang-Min Lee

Today shareholder activism is regarded as an important tool in embedding the way in which the corporations work for society. In this study, I seek to explain the growing influence of shareholder activism in the US. This study utilized corporate social responsibility(CSR) on shareholder activism to explain relationships between small shareholders and the corporations. In particular, this study attempts to present the major characteristics in shareholder activism in the US. This research interest is centered around the four mechanism in which shareholder activism is proceeded i) communication/withdrawal, ii) shareholder resolution/voting, iii) law suits, and iv) M&A. This study found that there have been major characteristics in the US: first, the American shareholder activism has been no longer based on the social movement led by NGOs, but on the corporate social investment led by the institutional investors; second, the American institutional investors are interested in corporate social responsibility but they also pursue financial success; third, in the US, the crucial ways of the movement are direct communications for settlements or withdraw of shareholder proposals.

Key words: corporate social responsibility, shareholder activism, institutional investors.