프로그램 순서

2003 년 12 월 15 일(월요일)

09:40 ~ 10:10 **등록 및 네트워킹**

10:10 ~ 10:25 개회
환영사: 김중수 한국개발연구원 원장

10:30 ~ 11:50 **제 1 세션: 증권집단소송**

사회: 전홍택 (한국개발연구원 부원장)

발표 1: 한국에서의 증권집단소송 도입 문제
발표: Choi, Stephen J. (UC 버클리 법대 교수)
토론: 김건식 (서울대학교 교수)
김주영 (좋은 기업지배구조 연구소 소장)

11:50~13:30 점심

13:30 ~ 16:10 **제 2 세션: 기업지배구조에 대한 실증분석**

사회: 정광선 (중앙대학교 교수)

발표 2: 계열사 출자공시에 대한 주식시장의 반응
발표: 조성욱 (고려대학교 교수)
이가연 (아시아기업지배연구소 책임연구원)
토론: Klausner, Michael (스탠포드 법대 교수)
Black, Bernard S. (스탠포드 법대 교수)

발표 3: 한국기업의 지배구조 결정요인 분석
발표: Black, Bernard S. (스탠포드 법대 교수)
장하성 (고려대학교 교수)
김우찬 (KDI 국제정책대학원 교수)
토론: 박창균 (한국개발연구원 연구위원)
최용석 (한국개발연구원 연구위원)

16:10 ~ 16:40 휴식

16:40 ~ 18:00 **제 3 세션: 회사채 지배구조**

사회: Fox, Merritt B. (콜롬비아 법대 교수)

발표 4: 한국의 회사채 수탁제도의 설계에 관한 실증연구
발표: 윤영신 (충남대학교 교수)
이창용 (서울대학교 교수)
신성환 (홍익대학교 교수)
토론: Fox, Merritt B. (콜롬비아 법대 교수)
Klausner, Michael (스탠포드 법대 교수)

■2003 년 12 월 16 일(화요일)

08:30 ~ 09:00　등록 및 네트워킹

09:00 ~ 11:50　**제 4 세션: 기업지배구조의 집행 (I)**

사회: Gordon, Jeffrey N. (콜롬비아 법대 교수)

발표 5: 기업지배구조의 사법적 강제: 한국의 경험
발표: 김상조 (한성대학교 교수)
전성인 (홍익대학교 교수)
토론: Milhaupt, Curtis J. (콜롬비아 법대 교수)
Choi, Stephen J. (UC 버클리 법대 교수)

발표 6: 사외이사의 책임: 한국에의 시사점
발표: Klausner, Michael (스탠포드 법대 교수)
토론: 김준기 (연세대학교 교수)
정영철 (법무법인 율촌 변호사)

11:50~13:30　점심

13:30 ~ 16:10　**제 5 세션: 기업지배구조 관련 규제**

사회: Black, Bernard S. (스탠포드 법대 교수)

발표 7: 한국의 자사주 규제에 대한 검토
발표: Fried, Jesse M. (UC 버클리 법대 교수)
토론: 고창현 (김&장 법률사무소 변호사)
송옥렬 (서울대학교 교수)

발표 8: 한국에서의 재벌 지배구조의 대리인 비용에 대한 규제
발표: 임영재 (한국개발연구원 연구위원)
토론: Gordon, Jeffrey N. (콜롬비아 법대 교수)
Milhaupt, Curtis J. (콜롬비아 법대 교수)

16:10 ~ 16:40　휴식

16:40 ~ 18:00　**제 6 세션: 증권시장과 기업지배구조**

사회: 유정호 (한국개발연구원 연구위원)

발표 9: 주식가격의 정확한 측정과 투자자 보호 제도: 한국에의 시사점
발표: Fox, Merritt B. (콜롬비아 법대 교수)
토론: 성태윤 (한국개발연구원 연구위원)
조성빈 (한국개발연구원 연구위원)

■2003 년 12 월 17 일(수요일)

08:30 ~ 09:00 등록 및 네트워킹

09:00 ~ 11:50 제 7 세션: 이사회 제도와 이사의 의무

사회: 강문수 (한국개발연구원 연구위원)

발표 10: 이사의 회사지배 관련의무와 준법감시 관련의무: 금융그룹 규제의 맥락에서

발표: 이중기 (한림대학교 교수)

토론: Black, Bernard S. (스탠포드 법대 교수)

Gordon, Jeffrey N. (콜롬비아 법대 교수)

발표 11: 이사회 제도에 대한 고찰: 한국에서의 적용

발표: Gordon, Jeffrey N. (콜롬비아 법대 교수)

토론: 이종구 (세종법무법인 변호사)

이중기 (한림대학교 교수)

11:50~13:30 점심

13:30~ 16:10 제 8 세션: 기업지배구조의 집행 (II)

사회: 이영기 (KDI 국제정책대학원 교수)

발표 12: 투자자 보호와 NGO: 경제적 이론 및 동아시아의 실증자료

발표: Milhaupt, Curtis J. (콜롬비아 법대 교수)

토론: 임원혁 (한국개발연구원 연구위원)

장하성 (고려대학교 교수)

발표 13: 한국의 대표소송과 기업지배권시장의 활성화에 관한 소고

발표: 송옥렬 (서울대학교 교수)

토론: Choi, Stephen J. (UC 버클리 법대 교수)

Fox, Merritt B. (콜롬비아 법대 교수)

16:10 ~ 16:30 휴식

16:30 ~ 18:00 자유토론 및 종료세션

사회: 김중수 한국개발연구원 원장

▌ 세션 1: 증권집단소송(Shareholder Class Action)

논문 1: 한국에서의 증권집단소송 도입 문제
(Securiries Class Actions in Korea?)

발표자: Stephen J. Choi (UC 버클리 법대 교수)

(1) 국문요약

□ 주주집단소송의 필요성 : 소위 "집단행동의 문제"에 대한 해결방안 → 집단적으로 소송비용을 내부화함으로써, 주식시장에서의 사기로 인한 피해자들에게 제소의 인센티브를 제공하게 됨.

□ 주집단소송의 문제점

- 협박소송의 문제 (frivolous suits) : 실제로 회사의 잘못이 별로 없거나 입증이 불가능함에도 불구하고 화해가능성만을 노리고 소송을 제기함.
- 원고와 원고 변호사의 대리비용 문제 (agency problem) : 설사 소송이 협박소송이 아니라고 하더라도, 원고의 변호사는 소송을 보다 빨리, 그리고 원고 주주가 원하는 금액보다 보다 적은 금액으로 화해로 종결시키려는 인센티브를 가짐.
- 원고 변호사는 작은 회사에 대한 소송에는 별로 관심을 두지 않음 (피고 회사의 규모와 소송비용과는 별로 상관이 없기 때문에, 동일한 비용으로 많은 수임료를 받기 위해서는 규모가 큰 회사를 상대로 소를 제기할 필요가 있음).

- 궁극적으로 집단소송은 (a) 협박소송의 제기 가능성을 줄이고, (b) 대규모 회사만을 상대로 하는 경향도 줄이면서, (c) 원고 변호사의 대리비용을 줄이는 등 세가지 문제를 동시에 해결해야 하는데, 어느 한 문제에 대한 처방은 다른 문제를 더 악화시키게 된다는 딜레마가 있음. 실제로 미국은 협박소송의 문제를 해결하고자 1995 년 증권소송개혁법(PSLRA)을 제정하였으나, 이는 변호사의 비용부담을 증가시킴으로써 협박소송이 아닌 집단소송까지 억지하는 효과를 가져왔을 뿐만 아니라 소규모의 회사를 상대로 한 소제기를 힘들게 만들었음.

□ 한국의 집단소송 도입에 대한 몇가지 제안

- 회사의 규모의 중요성 : 설사 미국식 집단소송법을 도입한다고 하더라도 소송비용을 증가시키는 방식으로 도입한다면 30 대 대기업을 제외한 소규모 회사에 대한 집단소송의 가능성은 거의 없게 되므로 실효성이 떨

어질 수 있음 (그러나 일부 대기업에 대한 집단소송도 사회적으로 큰 파장을 가져올 수 있으며, 재벌 구조를 생각하면 일률적으로 단언하기 어려움).
- 피고적격을 확대시키면 소규모의 회사에 대한 제소가 용이해지는 효과가 있음.
- 사기의 구체적인 내용을 어느 정도로 입증할 것을 요구하는지의 문제는 구체적으로 한국에서 협박소송의 가능성이 얼마나 큰지에 관한 연구를 바탕으로 하여 결정할 문제임 (입증부담을 줄일수록 협박소송으로 인한 부작용이 커지므로).
- 소제기 요건으로서의 0.01% 이상의 주식보유 요건은 대규모 공개회사에 대한 집단소송을 어렵게 만들 가능성이 있음.

□ 집단소송은 만병통치약이 아니고 그에 따른 비용이 크기 때문에, 현재 한국의 경제현실과 제도를 고려하여 실증적으로 비용편익을 분석하여 도입하여야 함.

(2) 영문요약

This essay examines the desirability of introducing securities class actions into Korea. Class actions offer the promise of energizing private enforcement of the securities laws, including in particular antifraud liability. For shareholders of large, publicly-held corporations, the individual benefits of pursuing a fraud action are often outweighed by the considerable costs of litigation. Without a class action, many fraud lawsuits may simply go unfilled. Nonetheless, the essay explores three related problems with class actions: (a) the problem of frivolous suits (and the need to allow meritorious suits); (b) the lack of incentive of plaintiffs' attorneys to focus on smaller companies (a potentially acute problem in Korea); and (c) the agency problem between plaintiffs' attorneys and the plaintiff class. Examining evidence from the United States (in particular on the impact of the Private Securities Litigation Reform Act of 1995) the essay addresses the feasibility of solving these three problems in the specific context of Korea. Korea, for example, has a smaller capital market with few large companies. Just as significantly, Korea has relatively few large law firms capable of bringing (or defending) a large scale class action. The essay also examines several policy options available to those who support class actions in Korea.

▌세션 2: 기업지배구조에 대한 실증분석
(Empirical Analyses of Corporate Governance)

논문 2: 계열사 출자공시에 대한 주식시장의 반응
(Market reaction to public disclosure on equity investment in affiliated firms)

발표자: 조성욱(고려대학교 교수)
이가연(아시아 기업지배연구소 책임연구원)

(1) 국문요약

1. 논문의 배경

1997 년 한국의 경제위기는 기업과 금융부문의 구조적 취약점, 특히 지배구조의 낙후성과 연관된 것으로 인식된다. 경제위기 발생 이후 기업지배구조 개선을 포함한 많은 개혁수단들이 도입되었다. 기업지배구조를 개선하기 위한 인프라로 적절한 공시제도의 중요성이 강조되면서 공시 적용 범위가 확대되었고, 최대주주와 관련된 거래에 대한 공시, 그리고 공정공시제도를 도입하는 등 공시제도는 강화되었다. 기업지배권 시장 등이 취약한 경우 기업의 경영과 회계 정보의 투명성의 확보를 위한 기초로서 공시제도의 중요성은 더 커진다고 볼 수 있다.

2. 실증 분석의 목적 및 자료

본 연구는 경제위기 이후 상장기업에 있어 최대주주와의 거래에 대한 공시에 대하여 주식시장 참여자들이 어떻게 반응하는지를 평가해보고자 한다. 이 연구는 사건분석방법을 통하여 1996 년 1 월 1 일부터 2000 년 12 월 31 일 사이에 발생한 최대주주와 관련된 거래 중 계열사 출자를 주식시장이 어떻게 평가하는 지를 실증적으로 분석하였다.

3. 실증분석의 결과

1998 년까지 주식시장은 계열사에 대한 출자와 비계열사에 대한 투자를 크게 차별화하지 않은 것으로 보인다. 그러나, 1999 년 이후 계열회사에 대한 출자를 하는 기업의 주가수익률은 하락하는 반면 비계열회사에 대한 투자는 투자기업의 주가수익률을 높이는 것으로 나타났다. 이런 결과는 시장참여자들이 계열회사에 대한 출자에 대해 부정적 견해를 가지고 있으며, 계열사출자가 기업가치를 증가시키기보다는 감소시킨다고 믿고 있음을 보여준다. 이는 계열회사에 대한 출자가 내부지분율을 높이고 지배주주의 통제를 강화시키며 소유와 지배의 괴리를 크게 함으로써 지배주주로 하여금 사적 이익을 추구하고 기업가치를 감소시키는 유인을 제공할 수 있다는 주장과 일관된다.

4. 연구의 의의 및 시사점

이 연구는 주식시장은 기업의 투자 및 경영 정보에 대해 반응을 함으로써 기업에 대한 감시자 역할을 담당하며, 주식가격은 경영의사결정에 대한 시장평가를 반영하고 있음을 보여준다. 주식시장은 상장기업의 계열사출자에 대하여 부정적 반응을 통하여 감시자 역할을 하고 있으므로 이에 대한 정부의 직접적인 간섭이나 지배구조의 규제는 공시시스템의 정착과 함께 중요도가 감소할 수 있음을 시사한다.

(2) 영문요약

It is argued that the Korean economic crisis in 1997 was caused by structural weakness of the corporate and financial sectors which is deeply related to poor corporate governance system. After the crisis, the government has introduced many reform measures including those for the public disclosure system. New regulations on public disclosure extend the coverage including transactions with the largest shareholders and adopt the fair disclosure principle.

In order to evaluate whether public disclosure can play an important monitoring role, we investigate whether the stock market responds to publicly disclosed information. In particular, this study investigates how the stock market responds to transactions with the largest shareholders. Employing an event study method, we empirically show the stock market responses to equity investment into affiliated firms from January 1996 to December 2000.

The test shows that until 1998 the stock market did not respond differently to investment into affiliated firms and non-affiliated firms. However, since 1999 the stock market has responded negatively to the announcement of investment into affiliated firms, while it has responded positively to investment in non-affiliated firms. Investment into affiliated firms for a ten day window period yields around negative 1% cumulative average abnormal stock market return while investment into non-affiliated firms yields a 5% cumulative return.

These results suggest that stock market participants perceive that investment into affiliated firms does not increase the firm values, rather it destroys the firm values. These results are consistent with an argument that equity investment into affiliated firms increases the control by the largest shareholder through an increase in intra-group shareholding, which in turn increases the disparity between control rights and ownership rights. A large disparity between ownership and control rights provides entrenched controlling shareholders with an incentive to pursue their private benefits at the cost of minority shareholders.

The stock market incorporates relevant and material information into its price. As the stock prices reflect the market's evaluation on firm management actions and decisions, the stock market can play an important monitoring role by rewarding value enhancing activities and punishing value destroying actions. As the market plays a monitoring role when proper information is provided, the results of study suggest that government actions should focus on how to ensure timely, accurate disclosure on firm activity rather than direct intervention.

▌ 세션 2: 기업지배구조에 대한 실증분석
(Empirical Analyses of Corporate Governance)

논문 3: 한국기업의 지배구조 결정요인 분석
(Predicting Firms' Corporate Governance Choices: Evidence from Korea
발표자: Bernard S. Black(스탠포드 법대 교수)
장하성(고려대경영대학원 교수)
김우찬(KDI 국제정책대학원 교수)

(1) 국문요약

□ 본 논문은 기업이 지배구조를 선택하는데 영향을 미치는 요인을 규제요인, 산업요인, 기업요인 세 가지로 나누고 이들의 상대적 중요성을 실증적으로 구명하는 것을 목적으로 함.

- 2001 년 한국증권거래소(KSE)에 의하여 수행된 상장사의 기업지배구조에 대한 설문조사에서 획득된 자료를 바탕으로 저자들이 작성한 기업지배구조지수(Corporate Governance Index: CGI)가 본 논문이 설명하려는 변수
- GCI 는 주주의 권리 행사와 관련된 5 개 항목, 이사회의 구성 관련된 4 개 항목, 이사회의 운영과 관련된 26 개 항목, 공시와 관련한 3 개 항목, 그리고 소유권 배분에 대한 지수 등 기업의 지배구조와 관련된 총 39 개 항목을 지수화한 것
- CGI 는 0 점에서 100 점 사이에 분포하며 100 점에 가까울수록 양호한 지배구조를 가진 기업으로 간주 가능
- 기업이 선택하는 지배구조는 공적인 규제의 수준에 따라 달라질 것
- 자산 2 조원이 넘는 회사, 은행, 국영기업에 대해서는 각종 내부 통제 장치, 공시 등에 대하여 여타 회사들에 비하여 강한 수준의 규제가 적용되며, 이들 변수들은 본 연구에서 규제요인으로 분류됨.
- 또한, 기업이 선택하는 지배구조는 그 기업이 속하는 산업(industry)의 특성에 의해서도 영향을 받을 것
- 특정 산업에 내재하는 특성으로 인하여 그 산업에 속하는 기업들은 다른 산업에 속하는 기업들에 비하여 평균적으로 더 낫거나 못한 지배구조를 가질 것으로 기대할 수 있음.
- 특정기업의 지배구조 형성에는 그 기업만이 직면하고 있는 여러 가지 변수들이 중요한 역할을 수행할 것
- 기업의 규모, 영위하는 사업에 내재하는 위험도, 수익성 등의 변수들이

기업의 지배구조 형성에 중요한 역할을 수행할 것으로 기대되며, 본 연구에서는 이들을 기업요인으로 분류

□ 각 기업의 CGI 성취도를 설명하는데 위에서 제시된 세 가지 요인들이 유용한지를 통계적 기법을 통하여 실증적으로 구명
- 연구에서는 2001 년 KSE 에 의하여 수행된 설문조사 자료와 더불어 표본에 포함된 517 개 기업과 관련된 각종 재무적?비재무적 자료들이 사용되었음.

□ 기업의 적절한 지배구조 구축에는 규제요인이 가장 중요한 역할을 하는 것으로 판명되었으며 산업요인, 기업요인도 일정한 역할을 하는 것으로 판명됨.
- 지배구조, 공시 등 각종 측면에서 다른 기업에 비하여 상대적으로 강한 공적 규제가 가해지는 자산 2 조원 이상 기업, 은행, 국가 소유 기업의 지배구조가 여타 기업의 지배구조에 비하여 양호한 것으로 나타남.
- 이들 그룹에 속하는지 여부만을 가지고 기업의 지배구조 성취도를 약 60% 정도 설명 가능
- 자산 규모가 클수록, 주가의 변동성이 클수록, 장기적 수익성이 낮을수록 지배구조가 좋은 기업일 가능성이 높은 것으로 나타났으나, 그 영향은 규제요인이나 산업요인에 비하여 상대적으로 크지 않은 것으로 나타남.
- 자산규모가 큰 대규모 기업일수록 복잡한 조직과 의사소통 체계의 약점을 극복하기 위하여 보다 정교하고 우월한 지배구조를 구축할 것임.
- 사업의 불확실성(주가의 변동성으로 측정)이 큰 기업이나 장기적 수익성이 낮은 기업일수록 투자자 유치를 위해서는 투명한 지배구조를 구축할 것임.

□ 한편 본 연구에서는 다른 조건이 동일한 경우 미래의 성장 가능성이 큰 기업, 주식시장을 통한 자본 유치의 필요가 큰 기업일수록 더 나은 지배구조를 보유하고 있으며 기업들이 경제상황의 변동에 대응하여 새로운 지배구조를 구축하는 데 상당한 시간이 소요됨을 발견하였음.

(2) 영문요약

This paper contributes to a new literature on how regulatory, industry, and economic factors affect firms' corporate governance practices. In an earlier paper (Black, Jang and Kim, *Does Corporate Governance Affect Firms' Market Values? Evidence from Korea*, 2003), we construct a corporate governance index (*CGI*) for almost all listed Korean public companies and report strong evidence that higher *CGI* predicts higher firm market values. In this paper, thus armed with a strong index, we investigate the factors that predict a firm's score on *CGI* and the five subindices that comprise *CGI* (for shareholder rights, board structure, board procedure, disclosure to investors, and ownership parity). We explore the relative importance of regulatory, industry, and firm-specific factors: firm growth, profitability, and other firm-specific factors, industry factors, and regulatory factors. Regulatory factors are highly important. Industry factors are also important. Firm-specific factors are less

important and have only a modest effect on governance, even when they are statistically significant.

Among firm-specific factors, the most significant are size (larger firms are better governed), firm risk (riskier firms are better governed) and long-term profitability (more profitable firms are *worse* governed). Other papers find firm growth to be significant, but use crude industry and regulatory controls. We find that long-term firm growth predicts governance with 2-digit industry dummies but this effect disappears with 4-digit industry dummies. Industry-level growth predicts *CGI* more strongly than firm growth. Need for equity finance (a measure that combines growth and profitability) predicts better governance; this effect is driven by the negative correlation between profitability and *CGI*. Long-term averages of growth, profitability and equity finance need are stronger than short-term averages, suggesting that firms alter governance slowly in response to economic factors. Ownership by the largest shareholder is sometimes but not reliably significant. The effect of growth, profitability, and equity finance need is important for small firms (assets < 2 trillion won), which are subject to weaker governance rules, and for non-chaebol firms (which may have less access to chaebol-supported financing), but not for large firms or *chaebol* firms.

▌ 세션 2: 기업지배구조에 대한 실증분석
(Empirical Analyses of Corporate Governance)

논문 4: 한국의 회사채수탁제도의 설계에 관한 실증연구
(Designing Governance Structure for Corporate Bonds in Korea: Empirical Study on Corporate Bond Indentures in Korea)

발표자: 신성환(홍익대학교 교수)
윤영신(충남대학교 교수)
이창용(서울대학교 교수)

(1) 국문요약

□ 회사채의 지급불능위험성 인식 및 표준무보증사채수탁계약서의 강제

- 우리나라 기업의 높은 부채비율 및 기업 자금조달에서 회사채가 차지하는 비중에도 불구하고 사채권자 관점에서 지배구조를 논한 연구는 참아보기 어려운 것이 현실임.
- 외환위기 이후 우리나라의 회사채 시장이 무보증 사채시장을 재편됨에 따라 투자자들도 사채의 지급불능 위험에 대해 인식을 하게 됨. 이와 같은 환경변화에 따라 수탁계약서 및 수탁회사를 통한 사채권자보호 문제에 대한 관심이 등장하게 되었고, 2002 년 2 월부터 공모사채의 경우 표준무보증사채수탁계약서가 강제되기에 이름.

□ 연구의 목적

- 표준수탁계약서의 도입으로 인해 사채권자보호가 얼마나 효율적으로 이루어지게 되었는지를 실증 분석함.

□ 연구의 기초자료 및 실증분석의 내용

- 연구의 기초자료로 2000 년 8 월부터 2003 년 8 월까지 금융감독원에 제출된 유가증권신고서 및 이에 첨부된 389 건의 사채모집위탁계약서의 내용을 분석함.
- 이를 통해 표준무보증사채수탁계약서 도입 이후 투자자 보호가 강화됨에 따라 기업의 자금조달 비용이 감소하였는지, 또한 covenant 조항이 개별 기업의 특성 및 agency 문제의 정도에 따라 차별화 되고 있는 지를 실증분석함.

□ 실증분석 결과 및 함의

- 표준수탁계약서 도입 이후에 자금조달비용이 변화하였다는 증거를 발견할 수 없었음. 즉, 표준수탁계약 사용 이전과 이후 신용등급 변

화가 없는 기업의 회사채만을 표본으로 분석하여도, benchmark 대비 발행금리가 표준수탁계약서의 도입 이후에도 (즉, 채권자 보호가 강화된 이후에도) 감소하지 않음.
- 회귀분석 결과 표준수탁계약서의 내용 또한 개별 회사의 특성 및 agency 문제의 정도를 나타내는 여러 변수와 통계적으로 유의한 관계가 없음을 발견함
- 현재 우리나라에서는 인수인이 수탁회사를 겸하는 경우가 대부분이며, 수탁수수료가 역시 극히 명목적인 액수에 그치고 있었음.
- 이와 같은 점을 볼 때 현재 우리나라에서는 표준수탁계약서의 도입에 따라 형식적으로는 사채권자 보호를 위한 법적 장치가 마련되었지만, 시장에서는 여전히 수탁계약을 형식으로 받아들이고 있는 듯함. 수탁계약의 내용 정비는 사채권자보호를 위한 필요조건이지 충분조건은 될 수 없음. 실제로 이 제도가 실효성을 가지기 위해서는 이사의 책임추궁 소송의 예에서 볼 수 있는 바와 같이, 향후 법적 책임 추궁 사례를 통해 투자자 인식 및 관행이 변해야 할 것임.

(2) 영문요약

Corporate bond markets in Korea have changed drastically since the crisis in 1997. Prior to 1997, corporate bonds were mostly guaranteed by banks and were virtually “disguised bank loans” rather than capital market instruments. After the crisis, however, banks and investment trust companies could no longer afford to provide financial guarantees to bond issuers; accordingly, most corporate bonds issued after the crisis were non-guaranteed bonds. As a consequence, investors begin to realize default risks associated with bond investments, and hence various initiatives were pursued to provide adequate protection for bond investors. The introduction of mandatory standard bond indentures in February 2002 is an example.

This paper empirically analyzes the effect of the introduction of the mandatory Standard Indenture on the cost of bond financing and on protection for bond investors. We collected 389 bond indentures from the Data Analysis, Retrieval and Transfer System (DART) at the Financial Supervisory Service (FSS) for the period of August 2000 to August 2003. Our empirical analysis shows that, despite the introduction of mandatory standard bond indentures, such standard indentures are still a formality in Korea in many respects: the cost of bond financing has not decreased since the introduction of more restrictive indentures (and therefore, greater investor protection) after taking into account borrowers’ credit characteristics (such as credit ratings). We also found that the level of restrictions in indenture covenants had no statistical relationship with either the proxy variables that measured the borrowers’ individual characteristics or the degree of agency problems. In addition, the trustee function in Korea is still regarded as a supplementary service that must be provided by underwriters. As such, the joint appointment of underwriter and indenture trustee is common practice despite problems with potential conflicts of interest. Finally, trustee fees are extremely low and show virtually no variance across agents.

The introduction of standard indentures definitely contributed to the enhancement of the

legal rights of bondholders. Nonetheless, our empirical results show that creating appropriate legal infrastructure is only a necessary first step. For such new infrastructure to function properly, market participants have to adjust their behavior. In Korea, for standard bond indentures to be an effective investor protection mechanism, market participants have to understand and recognize the true legal rights and obligations embedded in such indentures. Lawsuits against negligent trustees in the future should serve such a purpose.

▌ 세션 4: 기업지배구조의 집행 (I)
(Enforcement of Corporate Governance (I))

논문 5: 기업지배구조의 사법적 강제: 한국의 경험
(Enforcing the Corporate Governance Structure through Court
: the Korean Experience)
발표자: 김상조(한성대학교 교수), 전성인(홍익대학교 교수)

(1) 국문요약

전통적으로 주주대표소송은 소수주주들의 권리침해를 치유하기 위해 주로 사용된 수단은 아니었다. 그러나 1997 년의 외환위기를 겪으면서 이 같은 상황은 근본적으로 변화하였다. 바람직한 기업지배구조의 정착이 효율적이고 건전한 자본주의 경제를 정착시키는 중요한 조건 중 하나임을 뒤늦게 깨달은 정부가 이와 관련한 제도적 개혁을 추진하는 데 상당한 노력을 기울였기 때문이다. 주주대표소송은 비록 외환위기 이전에도 제도 자체는 원시적 형태로 존재하고 있었지만 이런 정부의 노력에 의해 비로소 제도정비가 이루어졌고 그 이후 이사들의 일탈적 행위를 교정하는 장치로 광범위하게 사용되었다.

우리들은 제일은행 판례와 삼성전자 판례를 포함하여 주주대표소송과 관련된 중요 판례를 검토하였다. 우리들은 법정에서 치열하게 법리공방의 대상이 되었던 논점들을 정리하였다. 이 논점 중에서 일부는 법원의 판결이나 관련법제도의 정비에 의해 해결되었다. 다른 논점들은 장차 증권분야에 대한 집단소송제도가 도입되면 해결될 것으로 보인다. 그러나 우리들은 입법부의 의식적인 노력이 없는 한 해결되기 어려울 것으로 보이는 논점들도 있음을 보였다. 그것들은 (1) 원고가 감독기관의 행정명령에 의해 주주지분을 상실하게 된 경우 소송의 당사자 적격을 유지할 수 있는가의 문제, (2) 주주대표소송에 재판개시 전 증거조사제도의 도입 필요성, (3) 이중 주주대표소송에서의 최소 주식보유요건의 산정문제 등이다. 우리들은 또한 사업상의 판단의 범주에 관한 현재의 재판부의 입장이 기업자율성의 보장과 사회적 효율성의 달성이라는 두 가지의 목표가운데 적절한 균형을 지키고 있는지에 대해서도 살펴 보았다.

(2) 영문요약

Traditionally derivative suit was not a tool in the legal arsenal of minority shareholders. Recently the Environment has changed drastically, especially after the foreign currency crisis of 1997. Korean government belatedly realized that proper corporate governance was one of the key elements in building an efficient and sound capitalist economy and put much effort on providing necessary institutional reform. Derivative suit had existed in very primitive form even before the currency crisis, but was benefited significantly during the reform wave and

was used extensively thereafter as a device correcting wrongdoings of corporate directors.

We reviewed several landmark cases, including the Korea First Bank case and the Samsung Electronics case. We summarized the legal issues that were tried intensely in the court. Some of them were resolved either by the verdict of the court or by the amendment of related laws. Some of the issues will be resolved with the introduction of class action in security dealings. Still we can identify some remaining issues that will not be resolved automatically without positive effort of the legislative body. Those are (1) the qualification issue when the plaintiff loses its shareholding by the administrative order from the governmental supervisory agency, (2) the introduction of discovery into the derivative suit, (3) the calculation of threshold shareholding in a double derivative suit. We also examined that the current scope of business judgment allowed by the court is appropriate in striking a balance between corporate autonomy and social efficiency.

▌ 세션 4: 기업지배구조의 집행 (I)
(Enforcement of Corporate Governance (I))

논문 6: 사외이사의 책임: 한국에의 시사점
(Outside Director Liability)

발표자: Michael Klausner (스탠포드 법대 교수)

(1) 국문요약

사외이사도 때로는 무책임할 수 있다. 가끔은 엄청난 실책을 범하기도 한다. 그러나, 미국에서는 회사법, 증권법, 환경법, 연금법 또는 기타 관계법령에 명시된 상장회사 사외이사의 업무상 ‘경계의 의무(Vigilance Duties)’를 지키지 않아도 사외이사들이 선의로만 행동을 했다면 개인적으로 배상책임을 지는 경우는 거의 없다. 사외이사들은 해당 기업의 손실보상, 임원책임보험, 소송절차법, 그리고 피고, 원고 및 보험가입자 간의 조기합의 유인요건들로 인해 명목상의 책임(nominal liability)만 질 뿐, 이들이 실제 배상책임 (actual liability)을 져야 하는 경우는 거의 없다. 사외이사들은 유독 증권법에 따라 실질적인 배상책임이 발생할 수 있다. 첫 번째는 해당 문제기업이 너무 부실해서 회사자체에 대하여 부과된 배상금을 지불할 수 없을 뿐만 아니라 이사들의 손실도 보상하지 못하는 경우이다. 두 번째는 배상금액이 해당회사의 임원책임보험한도를 초과하고 해당 사외이사가 손실보상을 해줄 수 있는 기관의 대표로 선임된 이사가 아니면서 해당 이사가 배상을 추궁할 수 있을 만큼 개인적인 부를 가지고 있는 경우이다. 결국, 사외이사들이 받을 수 있는 가장 큰 제재는 유형의 금전적 손실이 아닌 바로 명예의 실추이다.

Bernard Black 과 Brian Cheffins 가 공동 집필한 ‘국가별 사외이사책임제(Outside Director Liability Across Countries, 2003)’는 6 개국(호주, 영국, 캐나다, 프랑스, 독일, 일본)을 대상으로 대륙법체계과 보통법체계에서의 사외이사의 책임을 비교연구하였다. 연구결과 법적 규제와 명목적인 책임에 상당한 차이가 있다는 결론을 얻게 되었다. 구체적으로 증권법과 회사법에 따른 책임위험요소는 점점 축소하는 반면, 기타 나머지 법령에서는 명목상 책임의 비중이 점점 증가하고 있다는 사실이다. 한편, 매우 미미하기는 하지만 이사들의 실질적인 책임위험이 연구대상국간에 유사한 형식으로 존재하고 있다는 것을 발견하였다. 이러한 결과를 토대로, 이사들이 실질적인 책임을 약간 부담하게 하는 것이 임원책임보험시장이나 정치적 맥락에서 모두 견실한 해결책이라는 결론을 내릴 수 있다. 또한, 실질적인 위험부담가능성을 미미하게 유지함으로써 기업지배구조제도 면에서도 좋은 해결책이 될 수 있는데, 이는 이사들이 최적의 상태(최상은 아님)로 성실히 일할 수 있도록 유인하고, 위험기피증에 빠지지 않는 범위 내에서 자신들

이 업무상 실책을 할 경우 부담할 수 있는 책임들을 각인시키면서, 또한 유능한 인재가 이사가 될 수 있도록 유도하는 장치가 될 수 있기 때문이다. 구체적으로, 책임을 부과하는 견제 장치가 마련되어 있는 근거나 방법은 결국 이사들의 실제 행동에 큰 영향을 주지 않을 수 있다.

(2) 영문요약

Outside directors can do a bad job, sometimes spectacularly. Yet outside directors of U.S. public companies who fail to meet what we call their "vigilance duties" under corporate, securities, environmental, pension, and other laws almost never face actual out-of-pocket liability for good faith conduct. Their nominal liability is almost entirely eliminated by a combination of indemnification, insurance, procedural rules, and the settlement incentives of plaintiffs, defendants, and insurers. The principal risk of actual liability is under securities law, for an insolvent company (which can neither pay damages itself nor indemnify the director) and a seriously rich (hence worth chasing) director, where damages exceed the D&O insurance policy limits and the director does not represent an institution that can indemnify him. The principal sanction against outside directors is harm to reputation, not direct financial loss.

In a companion paper, Bernard Black & Brian Cheffins, *Outside Director Liability Across Countries* (2003), we study six comparison common-law and civil-law countries (Australia, Britain, Canada, France, Germany, and Japan). We find huge differences in legal rules and nominal liability. Securities and corporate law risk recedes, while nominal liability under other laws becomes central. Yet we find a similar pattern of a tiny but nonzero risk of actual liability. This suggests that a barely open window of actual liability is a stable solution, both politically and in the D&O insurance market. A barely open window may also be a sensible policy solution, given the multiple goals of incenting directors to be optimally (not maximally) diligent, wanting directors to be aware of potential liability for misconduct yet not overly risk averse, and wanting good candidates to become directors. The details of where the liability risk comes from may have only a small effect on director behavior.

▌ 세션 5: 기업지배구조 관련 규제
(Corporate Governance and Relation)

논문 7: 한국의 자사주 규제에 대한 검토
(Rethinking the Regulation of Share Repurchases in Korea)
발표자: Jesse M. Fried (UC 버클리 법대 교수)

(1) 국문요약

□ 회사의 잉여현금의 반환수단으로서 자기주식취득의 순기능과 역기능

- 순기능 : (1) 정책의 유연성, (2) 대리비용의 감소에 대한 신호, (3) 주식의 저평가에 대한 신호, (4) 주주의 거래비용 감소, (5) 종업원지주제 또는 스톡옵션과의 연계 가능성, (6) 주주의 세부담 감소.
- 역기능 : 자기주식취득은 경영진이 결정 → 자기주식취득으로 주주의 부가 경영진으로 이전될 가능성이 있음. 본 논문은 이러한 가능성이 있음을 이론적, 실증적으로 지적하고 그에 대한 적절한 규제를 제시함.

□ 자기주식취득제도로 인하여 경영진의 인센티브는 어떻게 왜곡되는가?

- 현금의 낭비적 배분 (cash squandering distortion) : 주주가 가지는 투자기회보다 더 수익성이 높은 투자기회를 회사가 보유하고 있음에도 불구하고 (따라서 회사가 그대로 현금을 보유하고 있는 것이 경제적으로 효율적임), 경영진이 자신의 이익을 위하여 현금을 자기주식취득의 형태로 주주에게 배분할 수 있음.
- 현금의 비효율적 보유 (cash-hoarding distortion) : 주식이 고평가되어 있는 경우 경영진들은 자기주식취득이 경영진과 주주의 부를 매도주주에게 이전시키기 때문에 현금을 그대로 보유하고자 하는 인센티브가 있음 → 경제적으로 비효율적일 수 있음.

□ 가격압박효과 (price pressure effect)

- 자기주식취득으로 인한 주식가격 상승이 사실은 단순히 비관적인 투자자에게 낙관적인 투자자에게로 주식이 이전되기 때문에 발생하는 현상일 수 있음.
- 경영진들이 이러한 현상을 이용하여 주가를 부양하고자 자기주식을 취득한다면 위에서 설명한 현금의 낭비적 배분과 비효율적 보유와 같은 현상이 더 심각해 질 수 있음 (경영진은 개인적 이익을 얻기 위하여 회사가 자기주식을 취득한 직후 자신의 주식을 매각할 수 있음).
- 한국과 같이 주식시장의 유동성이 떨어지는 경우에는 가격압박효과가 더 심하게 나타나게 됨.

□ 제안 : 자기주식취득에 대한 공시

- 회사가 계획하고 있는 자기주식취득의 구체적 내용에 관하여 사전공시를 강제.
- 경영진은 공시 내용과 달리 내부정보를 이용하여 자기주식취득의 스케쥴을 조정할 수 없으므로 경영판단의 왜곡이 줄어들게 됨.
- 이러한 제안은 앞서 살펴본 6 가지 순기능에 대해서는 아무런 역효과를 가져오지 않는다는 장점이 있음.

▌ 세션 6: 증권시장과 기업지배구조
(Securities Market and Corporate Governance)

논문 9: 주식가격의 정확한 측정과 투자자 보호 제도: 한국에의 시사점
(Measuring Share Price Accuracy)
발표자: Merritt B. Fox (콜롬비아 법대 교수)

(1) 국문요약

□ 본 연구는 주식가격의 정확도를 측정하는 새로운 지표를 제안하고 여러 정책수단들을 평가하는데 있어서 이 지표가 이론적으로 그리고 실증적으로 기존의 지표보다 유용함을 보임

- 주식가격이 기업의 실질가치를 보다 정확하게 반영하면 정보의 비대칭성 완화되어 새로운 투자에 대한 선택의 질이 개선되고 기존의 자산을 보다 효율적으로 운영하게 되며 그 결과 사회적으로 희소한 자원인 자본이 보다 효율적으로 배분되고 부가가치가 높아짐

- 주식가격의 기업의 실질가치를 어느 정도 반영하고 있는지 파악하는 것은 경제의 효율성 증진을 위한 정책, 예를 들어 공시제도의 개선 등 주식가격의 정확도를 증진하기 위한 증권시장 규제와 관련하여 중요한 정책적 함의를 가짐

- 본 논문은 기존의 주식가격의 정확성의 지표로 이용되던 주식가격의 분산(variance) 대신 개별주식가격이 주식시장의 다른 주식가격들과 어느 정도 연동되어 움직이는 가를 반영한 새로운 지표()를 제안하고 국가간 비교를 통해 새로운 지표가 보다 정확하게 주식가격을 측정하는 지표임을 보임

□ 가 주식가격의 정확성에 대한 보다 좋은 지표라는 결론은 한국 자본시장의 발전을 위한 법·제도의 도입 및 정비에 중요한 함의를 가짐

- 이 지표는 국가간 주식가격의 비교연구결과 제시된 것으로 한국에도 쉽게 적용될 수 있는 지표임. 예를 들어 내부자 거래제한의 효과 및 한국 법의 여러 가지 측면을 검증하는 데 이용될 수 있음

- 이 지표를 이용하여 미국 자본시장에서의 공시제도 및 내부자거래 등과 관련된 각종 규제의 효과에 대한 연구를 통하여 한국의 자본시장에 유용한 교훈을 제공할 수 있음

(2) 영문요약

This paper concerns how to measure share price accuracy. It is prompted by the fact that many scholars believe that the prices established in the stock market affect the efficiency of the real economy. In their view, more accurate prices increase the amount of value added by capital utilizing enterprises as these enterprises use society's scarce resources for the production of goods and services. More accurate share prices help improve both the quality of choich among new proposed Investment projects in the economy and the operation of existing real assets currently in corporate hands.

The proposition that more accurate share prices improve the efficiency of the real economy implies that promoting share price accuracy is a worthy goal of public policy. It would therefore be helpful to be able to measure whether the policies adopted in fact accomplish this aim. A wide variety of policy measures are implicated here. Does issuer disclosure increase share price accuracy? What is the effect of various restrictions on insider trading and tipping? What is the effect of selective disclosure by issuers to institutional investors or analysts? Should analysts be regulated in some fashion? All of these questions are subjects of unresolved theoretical debates. Good empirical input could be of great value.

Developing a practical measure of share price accuracy, however, is tricky. As will be discussed below, a share price is more accurate if it is a better predictor of a firm's dividends and other distributions to its shareholders over the rest of the life of the firm. How well a firm's share price scores in this regard cannot be determined definitively until the firm's life ends and it liquidates. To be useful for policy making, a measure of share price accuracy must be able to be made earlier, while firms are still operating. Thus scholars have looked for proxies for the definitive measure that can only be made after liquidation. Traditionally share price variance over time has been used as such a proxy. A smaller variance has been interpreted as suggesting a more accurate price. More recently, some scholars have adopted a different measure, called R^2, which reflects the extent to which a firm's share price moves

with the prices of all the other firms in the economy. A lower R^2, meaning less co-movement, is taken by these scholars to mean a more accurate price. I will argue here, through a combination of theoretical and empirical analysis, that R^2 is in fact a better proxy measure of share price accuracy than share price variance.

This paper has important implications for Korea. The conclusion that R^2 is a better proxy than variance can help design legal institutions that will promote the development of Korea's capital markets. R^2 is a very adaptable tool. It was initially developed as a result of crosscountry comparisons of stock price behavior. It has already been used to consider the effectiveness, for example, of the various counties' prohibitions on insider trading and it could be used to test various aspects of Korean law. Moreover, its anticipated use studying the U.S. capital market can help resolve theoretical debates concerning the value of regulations relating to matters such as issuer disclosure, insider trading, tipping, selective disclosure and analyst behavior. The light that it can shed on these debates can provide useful lessons for Korea as well since the debates relate to underlying features present in all capital markets.

▌세션 7: 이사회 제도와 이사의 의무 (Boards and Directors)

논문 10: 이사의 회사지배 관련의무와 준법감시 관련의무: 금융그룹 규제의 맥락에서
(The Directors' Duties Regarding Compliance and Governance and the Operation of the Corporate Personality: in the context of a Financial Group)

발표자: 이중기(한림대학교 교수)

(1) 국문요약

이 글에서는 **먼저 금융기관에 대해 부과되는 네가지 종류의 의무에** 대해서 간단히 살펴본다; (1) 금융기관이 고객에 대해 부담하는 위임계약상 의무, 예를 들어 비밀유지의무 혹은 정보이용의무, (2) 정부가 발표한 것처럼 통합금융법을 도입하는 경우에 금융기관에 부과되는 금융규제상 의무, 특히 업무행위의무 및 통제장치 설정의무, 그리고 (3) 회사의 이사에게 부과되는 전통적인 회사에 대한 의무를 살펴본다. 이 글에서는 금융기관이 고객에 대해 금융서비스를 제공할 때 이러한 네가지 의무가 대표이사에 대해서 어떻게 작동하고 상호작용하는가를 살펴본다.

먼저, 네가지 의무를 의무의 부과근거에 따라 성질을 검토한 다음**, "그 의무가 고객에 대해 부담하는 의무인가 혹은 주주에 대해 부담하는 의무인가"에 따라 "준수가 강제되는 고객에 대한 외부의무"와 "지배구조와 관련된 주주에 대한 내부의무" 2 가지 유형으로 분류한다**. 그리고 이 두가지 유형의 의무가 다음 세가지 상황에서 어떻게 작동하고 상호작용하는지를 살펴본다 : (1) 복수의 금융업을 하나의 금융기관이 수행하는 경우, (2) 복수의 금융업을 복수의 금융기관을 통해 수행하는 경우, 그리고 (3) 복수의 금융업을 지주회사체제를 통해 운용하는 경우.

이 글에서는 **"주주에 대한 내부의무"의 관점에서 보면, 복수의 금융업을 하나의 금융기관을 통해서 수행하는 것이 이익충돌을 피할 수 있는 장점**이 있다는 점을 지적한다: 복수의 금융기관을 통해 운영하는 경우, 그룹전체의 이익과 개별금융기관의 이익 사이에서 개별금융기관의 이사들이 심각한 이익충돌에 빠지게 되는데 반해, 하나의 금융기관을 통해 복수의 영업을 수행하는 경우 한 집단의 주주만이 존재하게 되므로 이러한 이익충돌은 피할 수 있다. **반면에 "고객에 대한 외부의무"의 관점에서 보면, 복수의 금융업을 복수의 금융기관을 통해 수행하는 것이 의무충돌을 회피할 수 있는 장점이** 있다는 점을 지적한다: 복수의 금융업을 하나의 금융기관을 통해 운영하는 경우, 각 업무로 인한 의무는 다른 업무로 인한 의무와 심각히 충돌한다. 지주회사체제를 설정한 경우에도 복수의 금융기관을 통한 업무

수행과 동일한 문제가 발생한다.

금융서비스의 경우 통합서비스를 제공하는 것이 전반적인 추세이고 이것은 금융소비자들에게도 긍정적으로 작용할 수 있다. 따라서 통합서비스의 제공을 전제하면, 하나의 금융기관을 통해서 제공하건, 수개의 금융기관을 통해서 제공하건, 혹은 지주회사체제를 통해서 제공하건 간에, “주주에 대한 내부의무”의 충돌 혹은 “고객에 대한 외부의무”의 충돌 중의 하나는 회피할 수 없는 것이다. 따라서 어느 경우이건 “주주에 대한 내부의무”의 충돌을 완화시키거나 혹은 “고객에 대한 외부의무”의 충돌을 완화시켜주는 회사법인격의 수정 혹은 위임법상의 책임제한 등이 필요하게 된다. 그런데, 회사법인격의 수정이 회사법상 가능한 것인지에 대해서는 심각한 고려를 해야 한다. 특히 규제목적상 설치된 chinese wall 이 내부자거래와 같은 형벌부과의 목적상으로도 유효한지는 의문이다. 또 위임법상의 책임제한의 경우에도 약관규제법상의 통제과정을 거쳐야 할 것이다.

(2) 영문요약

In this paper, I will briefly touch 4 kinds of duties: (1) the mandate duties on financial firms such as the duty to use information or duty of confidentiality, which are owed to their clients, (2) the regulatory duties on the firms, which the Korean government may introduce through the intended “consolidated financial regulatory regime”, particularly the COB obligations and the SYSCON obligations on the firms, and (3) the traditional company law duties such as the directors' fiduciary duties to the shareholders. I will examine how these four kinds of duties are imposed on the representative directors, and how they operate and interact with each other, when a financial firm is providing its services to its clients.

First, I will examine and compare the nature of these 4 kinds of duties in accordance with their sources of law. Then, I will categorize these 4 duties into two (ie. internal Governance duties to the shareholders and external Compliance duties to the clients). Secondly, I will look at how these two categories of duties operate and interact in three situations: I) Where multiple businesses are undertaken in separate entities, ii) Where multiple businesses are undertaken in one entity, and iii) Where multiple businesses are undertaken under a holding company structure.

This paper argues that, in terms of the Governance duties to the shareholders, it is desirable to pursue multiple financial businesses under one roof. On the contrary, in terms of the

Compliance duties to the clients, it is desirable to pursue multiple financial businesses in several entities. It is suggested that, since it is inevitable for firms to provide multiple financial services on an integrated basis, either in one entity, several entities or under a holding company structure, the Korean company law and mandate law may have to reflect the reality in financial services area. In this case, a chinese wall operating at a group level may exonerate the representative directors working for a specific division of a firm from the undivided loyalty to the outside clients or the internal shareholders. But it is still unclear whether such qualification of the company law or mandate law is valid. Furthermore, it is neither clear whether these qualification will be applicable for criminal purposes such as insider dealing crime etc.

❙ 세션 7: 이사회 제도와 이사의 의무 (Boards and Directors)

논문 11: 이사회 제도에 대한 고찰: 한국에서의 적용
(Boards with a reference to Korean developments)
발표자: Jeffrey N. Gordon (콜롬비아 법대 교수)

(1) 국문요약

최근의 Enron, Worldcom 등의 사태는 회사법과 증권법의 개혁을 가져왔다. 그 하나인 Sarbanes-Oxley 는 여러가지 수단을 통한 공시제도의 개혁을 주된 대상으로 하고 있다. 하지만 이사회의 지배구조 능력을 강화시키기 위한 여러가지 노력도 존재한다. 첫째 Delaware 주 법원은 주회사법의 면책범위 밖에 있는 duty of good faith 개념을 개발함으로서 이사들의 책임가능성을 증대시켰다. 둘째, 거래소들은 이사들의 독립성 기준에 대한 보다 엄격한 기준을 제시하고 독립이사들의 회사지배에서의 강제적인 역할을 확대하는 내용의 상장기준을 채택하였다. 셋째, SEC 는 안정적인 주주들에게 의결권대리행사의 권유를 쉽게하게 함으로서 약간명의 독립이사의 지명을 가능하게 하는 제안을 하였다.

이사회를 바로잡기위한 노력은 회사지배구조론이 항상 추구해 왔던 과제이다. 근대 회사법의 역사를 살펴보면 회사의 위기에 대한 전형적인 대응은 이사회의 역할을 변화시키거나 이사회구성을 변화시킨 것이다. 60 년대의 회사의 사회적책임, 70 년대의 회사의 실적 저조, 90 년대의 회사의 경영감시문제, 2000 년대의 회사의 재무적 통제 문제 등에 대한 대응은 모두 이사회의 개혁을 가져왔다. 문제는 **이러한 개혁들은 종종 서로 상반된 목표를 추구하고 있다는 점이다. 회사지배의 쟁점은 바뀌고, 한 문제를 해결하기 위한 이사와 이사회의 활동은 다른 문제는 해결하지 못한다 : 회사의 사회적 책임문제를 가장 잘 해결할 수 있는 이사는 회사의 실적문제에 적합한 인물은 아니며, 또한 이 이사가 재무상황에 대한 통제능력을 갖고 있지는 못하다. 특히 완전한 독립이사회의 타당성에 대한 증거는 약하다고 볼 수 있다.** 이미 다수가 독립이사인 이사회의 경우 내부이사를 독립된 외부이사로 대체할 때의 효과는 오히려 부정적일 수 있다.

이사회는 많은 중요한 기능을 한다: 경영진을 도와 전략적 협조자로서 기능하고, 경영진을 감시해 경영실적향상의 유인을 제공하고, 준법감시 및 재무보고 및 공시에 대한 내부통제력을 확보하고, 주주와 이해관계자들간의 이익의 균형을 고려한다. **최근에 와서야 이사회기능과 이사의 전문화에 대한 논의가 시작되었다: 이사회는 다른 기능을 수행하여야 하고, 이들 기능은 서로 긴장관계에 있을 수 있다. 이사회의 다른 기능은 전문화된 다른 자격 및 다른 임명구조를 요구한다.** SEC 가 제안한 이사지명제도는 일원적인 선임시스템의 유형을 깨고, 다른 목소리를 내는

수단으로서 한 세대전의 누적투표제에 다시 귀를 기울이는 것이다. 아마도 감사위원회 위원과 같이 “매우 독립된” 이사에 대한 선임절차 같은 다른 기능적인 문제를 해결하려면 더 급진적인 생각을 해야 할지 모른다. 감사위원의 임무수행은 매우 강한 외부성을 가지므로, 이들을 선임하고 독립성을 보장하는 방법에 대해 다른 방법, 예를 들어 임기가 제한된 승계체제를 통한 방법 등을 고려해야 할지 모른다.

이 글은 이사회의 내부통제책임과 실적향상책임 간에는 분명한 구분이 있어야 한다는 점을 지적한다. 전자의 역할은 독립성이 요구되지만, 후자의 역할은 독립성이 요구되지 않는다. 전자를 위하여 감사위원회 위원들은 경영진으로부터의 압력으로부터 자유롭기 위해 스스로를 선임하는 권한을 가져야 한다. 반면에 후자의 역할수행자에게 필요이상의 독립성을 요구하는 것은 바람직하지 않다. 이사의 독립성은 주주의 승인요건에 의해 더 강화될 수 있다. 경영진의 보수결정과 같은 어려운 문제들은 영국에서와 같이 회사의 보수정책에 대하여 주주의 승인을 얻도록 하는 것이 도움이 된다.

마지막으로 **한국의 경우 미국의 경험을 적용함에 있어, 소유구조와 충실의무의 집행체제가 다르기 때문에 이사회의 개혁에 대한 미국의 경험을 적용함에 있어 조심스럽게 접근해야 한다.**

▌세션 8: 기업지배구조의 집행 (II)
(Enforcement of Corporate Governance (II))

논문 12: 투자자 보호와 NGO: 경제적 이론 및 동아시아의 실증자료
(Nonprofit Organizations as Investor Protection: Economic Theory, and Evidence from East Asia)

발표자: **Curtis J. Milhaupt (콜롬비아 법대 교수)**

(1) 국문요약

□ 투자자 보호가 제대로 이뤄지기 위해서는 엄정한 법 집행이 필수적이지만, 상당수 국가의 경우 법제의 미비와 소송 제기 비용이 편익을 초과하는 구조적 문제 등으로 인해 투자자 보호에 한계를 노정하고 있음.

□ 투자자 보호와 관련된 법 집행의 문제를 해소하기 위해 내부자의 기회주의적 행동을 사전 차단하거나 법제가 발달된 선진국 시장에 주식을 상장하는 방안 등을 고려해 볼 수 있음.
- 예를 들어 집중투표제를 의무화하고 내부자 거래에 대해서는 이사회의 사전승인을 요구함으로써 이해상충 문제의 발생 소지를 줄일 수 있음.

□ 투자자에 대한 보호를 제고하는 또 하나의 대안으로 비영리단체를 활용하는 방안이 있는데, 특히 동아시아 지역의 경우 투자자 보호를 목적으로 활발히 활동을 전개하고 있는 비영리단체의 역할이 부각되고 있음.
- 한국의 참여연대, 대만의 SFI(Securities and Futures Institute), 일본의 주주 옴부즈만(Shareholder Ombudsman)이 대표적인 단체임.
- 사적구제 제도가 발달되어 있어 이해당사자인 주주가 변호사를 통해 소송을 제기하는 미국과는 달리 한국, 대만, 일본에서는 비영리단체가 주주를 대신하여 소송을 제기하는 경우가 빈발하고 있음.

□ 비영리단체의 이와 같은 활동은 사적구제 제도가 발달되어 있지 않은 지역에서 투자자 보호라는 공공재를 제공한다는 점에서 긍정적으로 평가할 수 있음.
- 특히 투자자 보호 관련 법제의 미비와 법 집행의 문제를 지속적으로 제기하여 인식의 전환을 유도하고 제도개혁이 이뤄지도록 여건을 조성한다는 점을 높이 평가할 수 있음.

(2) 영문요약

Enforcement problems plague shareholder activism and investor protection in many parts of the world. The importance of solving this problem has led scholars to consider a range of partial alternatives to weak domestic corporate law enforcement regimes, ranging from writing “self enforcing” corporate laws to using cross listings on foreign stock exchanges as a means of bonding firms to higher quality enforcement.

The recent experience of the three largest capitalist market economies of East Asia suggests that there is another partial solution to the problem of weak investor protection and corporate law enforcement, one that has received no theoretical or empirical attention—the nonprofit organization. This partial solution emerges from a puzzle at the center of contemporary East Asian corporate governance: Nonprofit organizations (NPOs) have emerged as arguably the most important corporate law enforcement agents in Korea, Japan and Taiwan. In each system, an NPO holding a portfolio of shares is engaged directly in the exercise of shareholders’ rights to combat corporate fraud and mismanagement, and to improve the investor protection climate. In numerous instances, these organizations have won significant court victories or settlements against management, changing the investor protection climate. This development is puzzling because the defining characteristic of an NPO is the nondistribution constraint. That is, while nonprofits are not prohibited from making profits, they are prohibited from distributing them to their owners. Why are three organizations operating within the nondistribution constraint—rather than institutional investors or individual shareholders represented by plaintiffs’ attorneys—the principal shareholder activists cum corporate law enforcement agents in this region?

This paper analyzes the role of NPOs in East Asian corporate governance, and applies economic theory on the existence of nonprofits as suppliers of public goods (along with several complementary theories) to explain the rise of NPOs as suppliers of investor protection in the region. The paper also examines the academic and policy implications of the East Asian experience. Academically, the NPO as a corporate law enforcement mechanism is a highly distinctive illustration of functional convergence in corporate governance: several societies have spontaneously generated substitutes for the attorney-oriented incentive mechanisms relied upon in the United States to enhance investor protection. Yet each NPO displays its own unique structure and strategy, differences that can be tied directly to the distinct domestic legal and political structures in which they operate. At the level of law reform, for transition economies the NPO has several advantages as a corporate law enforcement device, particularly in societies reluctant or unable to transplant the U.S. “attorney as bounty hunter” model of law enforcement. First, the nondistribution constraint inherent in the NPO form provides a built-in check on frivolous litigation. Second, shareholder activist NPOs seek to use and improve local law enforcement institutions, while most of the alternatives discussed in the literature involve abandoning weak local enforcement regimes.

▌세션 8: 기업지배구조의 집행 (II)
(Enforcement of Corporate Governance (II))

논문 13: 한국의 대표소송과 기업지배권시장의 활성화에 관한 소고
(Ineffective Derivative Suits and Corporate Control Market in Korea)

발표자: 송옥렬(서울대학교 교수)

(1) 국문요약

□ 대표소송의 중요성

- 기업지배구조에 대한 사후적 견제수단 : 과실있는 경영진에게 금전적인 손해배상을 물을 수 있을 뿐만 아니라 평판이나 지위에 치명적인 손실을 입힐 수 있기 때문에 경영진에 대하여 좋은 위협수단이 됨
- 사전적 견제수단의 불완전성 : 최근 여러 연구에서 사외이사, 스톡옵션, 경영진보수, 기관투자자 등 사전적 견제수단이 그다지 큰 역할을 하지 못하고 있다는 점이 계속적으로 보고되고 있음
- 사후적 견제수단으로서의 기업지배권 시장이 작동하지 않는 상황에서 대표소송의 역할은 매우 큼 (우리나라에서는 재벌의 소유구조상 적대적 기업인수가 거의 불가능하다는 것이 일반적인 견해임)

□ 한국에서는 대표소송이 거의 제기되지 않음 : 최근 제일은행과 삼성전자에 대한 두건의 대표소송을 비롯하여 10 건 미만의 대표소송이 지금까지 제기됨.

- 대표소송의 제기 가능성이 경영진에게 위협으로 작동하지도 않음.
- 제도적인 결함: 현행 제도는 오히려 미국의 제도보다 훨씬 대표소송을 제기하기 쉽게 되어있음.
- 미국과의 비교 : 원고측의 유일한 부담은 0.01%의 지분비율을 확보해야 한다는 것뿐이고, 나머지는 우리나라가 원고에게 유리하게 되어 있음.

□ 대표소송의 활성화

- 대표소송은 원고의 소제기 인센티브가 결정적으로 결여되어 있음.
- 대표소송의 인센티브 문제는 변호사에게 금전적 이익을 부여하여 해결할 수밖에 없으며, 이는 변호사가 소송의 실질적 위험을 지는 것을 의미 : 특히 소송비용과 관련하여 착수금 관행 및 패소시 피고의 소송비용 부담의 문제로 인하여 원고주주가 패소에 따르는 실질적 부담을 변호사

에게 이전시키는 데 방해가 됨 → 이는 원고주주와 변호사 사이의 사적 계약에 의하여 달성 가능.

- 왜 이러한 사적 계약이 등장하지 않는가? 이러한 사적 계약을 맺으면서까지 원고 변호사가 이익을 추구할 필요가 없는 시장구조가 문제. 현재와 같이 지대추구가 가능한 시장에서는 굳이 변호사들이 많은 위험을 부담하면서까지 수익을 추구할 인센티브를 가지지 않음. 결국 문제는 법률서비스 시장의 구조를 어떻게 경쟁적으로 만들 것인가로 귀착됨.
- 대표소송이 남용 가능성? 화해를 노리고 무작정 소를 제기할 가능성? 장기적인 관점에서는 대표소송의 남용을 규제할 필요가 있으나, 현재 상황에서 남용가능성을 강조하는 것은 필연적으로 활성화를 저해하는 결과밖에 가져오지 않음 (나아가 우리나라는 미국과 같은 사전증거조사 절차가 없고 패소시 원고의 부담이 크기 때문에 간접적으로 남용을 방지할 수 있음).

(2) 영문요약

Among many corporate monitoring tools, derivative suits have distinctive feature: “relatively feasible” ex post remedy for governance failure. Since they can deprive managers of money, prestige, or even their jobs, these suits serve an important threatening or disciplinary function that can deter the management from engaging in wrongdoings. Moreover, such deterrence effect may well be emphasized once the limits of ex ante monitoring measures are taken into account. In spite of recent statutory reforms, for instance, the ex ante monitoring or incentive mechanisms such as independent directors, executive compensation, institutional shareholders, and voting system are inherently or practically defective. Even the market for corporate control is hard to provide disciplinary function. In this situation, this paper explores how to activate shareholder litigations.

The derivative suits in Korea do not discipline managers, just because almost no suits have been filed. Roughly put, fewer than 10 derivative suits have been filed since the late-1990s. This is puzzling enough, because Korea has more pro-litigation rules than the United States. Except for minimum shareholding requirement of 0.01%, a shareholder in Korea has several advantages; he or she does not have to be contemporaneous shareholder, the board cannot block the suit, and in ordinary cases security of expenses is not required. Why then are derivative suits rarely used in Korea? I argue that such failure results from the difficulties in shifting litigation costs to plaintiff attorneys combined with less competitive legal service market. A shareholder must bear two significant litigation costs associated with losing the suits, which is hard to shift to professional attorneys. One is a nonrefundable retainer, and the other is the expenses incurred by winning defendants (British rule). Although private arrangement between plaintiff shareholders and their attorneys has been available, profit-seeking lawyers have not yet attempted to do this, because Korean lawyers have been able to seek rents more easily in other areas so far. Recently, however, regulators started to make the legal service market more competitive, and it is expected that several lawyers will find the derivative suits profitable in spite of the high risks they have to bear.

Several researchers are concerned about the attorney-driven derivative suits. The point is that the derivative suits are very likely to end up with settlement, which does not depend on the merit of the suits, and therefore they have no effect of improving corporate governance system. Since the final outcome does not depend on the merit of the suit, no threat or deterrence may not be generated. In fact, it is very hard to resolve this issue perfectly, because both parties have strong incentives to settle. Moreover, any effort to regulate managerial incentive to settle may raise the expenses that corporations must incur in order to attract good managers. I argue, however, that anti-abuse regulation should not be incorporated in the statute or be taken by the court, since such provisions are likely to paralyze the derivative suit mechanism itself. Allowing attorneys to pursue adequate profits is more important than depriving them of the profits in case of settlement, if the legal system decided to adopt a derivative suit.