

# A Critical Examination of Stakeholder Theory

## 이해관계자 이론의 비판적 검토

Woonghee Lee  
Hanyang University  
(victory@hanyang.ac.kr)

Although there exists a significant body of research that criticizes stakeholder theory overseas, it has not been actively discussed in Korea. Five major problems of stakeholder theory are identified through extensive literature review. First, Freeman's definition of stakeholder, which is still widely used, is simply too ambiguous. Stakeholder theorists not only include competitors, government and media as stakeholders, but they also include animals and terrorists as stakeholders. Second, imposing multiple fiduciary duties to stakeholders is unethical by itself and may result in manager's moral hazard. Third, since the interests of stakeholders are well protected by contract law and regulation, additional protection may be redundant. Fourth, stakeholder theorists have been insisting on stakeholder participation on the board (especially labor). But evidence from Germany suggests that it is not working well. Fifth, so-called 'stakeholder management' is even more ambiguous and simply re-state existing managerial principles. In addition, three misunderstandings about shareholder primacy model are discussed. First, the purpose of shareholder primacy model is to protect shareholders because shareholders, who are residual claimants, are the most vulnerable stakeholder among all other stakeholders. Second, the current shareholder primacy model does not assume that shareholders 'own' the corporation. Third, it was the managers who harmed the company and shareholders in financial scandals such as Enron and Worldcom, not the other way around. Finally, it is suggested that long-term shareholder view can also protect stakeholders' interests as much as stakeholder theory promises.

Key Words: Stakeholder Theory, Shareholder Primacy, Freeman, Fiduciary Duty

### 1. 서론

널리 알려진 바와 같이, 2019년 BRT(Business Roundtable)에서 아마존의 제프 베이조스, 애플의 팀쿡 등 CEO 181명은 주주 이외에 다양한 이해관계자(stakeholder)들의 이익을 추구하겠다는 '기업

목적 선언'에 서명했다. 하지만 최근 하버드 법대의 Bebchuk과 Tallaria 교수가 이 181개 기업을 대상으로 한 실증연구에 따르면, 설문에 답한 기업들 거의 대부분이 그 약속을 지키지 않은 것으로 나타났다(Bebchuk & Tallarita, 2020). 단 1개 기업만 이사회에 의한 후속조치가 있었고, 나머지는 그들의 논문 제목처럼 '공허한 약속'(illuistry promise)을

Submission Date: 10. 04. 2022

Revised Date: (1st: 01. 11. 2023)

Accepted Date: 02. 03. 2023

Copyright 2011 THE KOREAN ACADEMIC SOCIETY OF BUSINESS ADMINISTRATION

This is an open access article distributed under the terms of the Creative Commons Attribution License 4.0, which permits unrestricted, distribution, and reproduction in any medium, provided the original work is properly cited.

한 것으로 보인다. 또한 런던 정경대의 Raghunandan교수와 콜럼비아 대학의 Rajgopal 교수는 BRT에서 서명한 181개 기업 중 공개기업을 대상으로 연구한 결과, 이들은 비교집단에 비해 환경과 노동문제 관련 법률 위반건수가 더 많았다는 사실을 밝혔다(Raghunandan & Rajgopal, 2021). 서명 기업들은 비교집단에 비해 대정부 로비건수도 더 많았고, 따라서 정부지원금 액수도 많았다. 이런 연구결과는 기업들이 공개적으로 이해관계자를 위한다고 할 때 이것이 진심이 아니고 위선적일 수 있다는 것을 암시하고 있다.

그러나 위 연구들은 일부 기업의 위선적 태도를 비판한 것이지, 이해관계자를 중시하는 경영 자체를 비판하는 것은 아니다. Bebchuk & Tallarita(2020)의 경우, 장기적 관점에서 이해관계자 중시 경영을 옹호하고 있으며 Raghunandan & Rajgopal(2021)도 기업들이 진심으로 환경과 노동문제에 관심을 갖기를 촉구하고 있다. 기업경영에서 소비자, 종업원, 주주, 공급자 등 주요 이해관계자를 잘 살펴야 하는 것은 경영에서 가장 기본이라는 것을 누구도 부인할 수는 없을 것이다. 미리 결론부터 말하자면 경영자, 주주, 경영학자를 막론하고, 기업경영에 관련된 모든 사람들은 기업의 주요 이해관계자를 중시하고 그들을 고려한 경영을 해야 할 것이다.

하지만 본 논문에서는 기존 이해관계자 이론에 대한 국내외의 비판들을 종합적으로 고찰하여, '이해관계자들을 위한 경영'과 현재 학계에서 논의되고 있는 '이해관계자이론(Stakeholder Theory)' - 특히 Freeman(1984, 2002, 2010)과 그의 동료들이 주장하는 것 - 과는 큰 괴리가 있다는 점을 지적하고자 한다. Freeman은 자타가 공인하는 경영학 내 이해관계자 이론의 최고 권위자로 볼 수 있는데, 그가 내린 이해관계자의 정의(定義)는 현재

도 많은 학자들이 쓰고 있다. 그런데 그는 이해관계자의 범위 안에 정부, 언론, 경쟁자, 그리고 심지어 테러리스트까지 포함시켰으며, 그리고 최근에는 그의 추종자들이 식물과 동물까지 포함시키고 있어서 큰 혼란을 부추기고 있다. 왜냐하면 이해관계자 이론가들은 기업의 이해관계자로 파악된 사람 또는 단체에 대해 경영자가 주주에게 하는 것만큼의 신의와 성실의 임무를 다해야 한다고 주장하기 때문이다.

나아가 이해관계자 이론가들은 각 이해관계자들이 직접 이사회에 이사로 참여해서 회사의 주요 정책결정에 참여해야 한다는 논리를 제공한다(Freeman & Evan, 1990). 특히 이 논리는 이해관계자들 중 노동자의 이사회 참여의 당위성을 뒷받침하고 있는데(Freeman et al, 2010; Pallandino, 2021; O'Connor, 1993), 따라서 이해관계자 이론은 미국, 한국 모두 노동계의 지지를 받고 있다. 국내에서도 이미 공기업에서 시행 중인 '노동이사제'의 이론적 근거 또한 이해관계자 이론이 제공하고 있다(Ahn, 2017; Park et al, 2020).

그러나 한국에서 이해관계자 이론을 비판적으로 검토한 논문은 찾아보기 어렵다. 국내 논문으로 법학분야에서 이해관계자 이론을 비판적으로 접근한 논문들만 몇 개가 있을 뿐(eg. Lee, 2014; Choi, 2007), 경영학 분야에서는 거의 없더라도 과언이 아니다. 반면 주주중심주의를 비판하는 논문의 숫자는 매우 많은 것이 현실이라, 한쪽으로는 쏠림현상이 심하다고 보여진다. 하지만 외국에는 주주중심주의 뿐만 아니라 이해관계자 이론을 비판적으로 검토한 논문들이 상당히 많은 편으로, 두 관점이 서로 어느 정도 균형을 이루고 있어 그렇지 않은 한국의 현실과는 많이 대조가 된다(〈Table 1〉 참조).

특히 해외에서는 법학보다 경영학의 Freeman이

해관계자 이론의 결함을 더 심각하게 보고 이를 주요 비판의 대상으로 삼고 있다. 본 논문도 법학보다는 경영학에 조금 더 초점을 맞춰 비판하여 현재 취약한 국내 문헌을 보완하고자 한다. 본 논문의 구성은 다음과 같다.

제II장에서는 이해관계자 이론에 대한 간략한 소개와 함께 이에 대한 기존 해외문헌의 비판을 크게 네 가지로 구분하였고, 추가로 본 논문 저자만의 비판을 하나 더 추가하여 총 다섯 가지 측면에서 비판하였다.

첫째, 경영학자 Freeman(1984, 2010)이 주장하는 이해관계자 이론의 정의(定義)와 범위가 너무 모호하고 광범위하다. 특히, Freeman은 이해관계자의 범위에 경쟁자 뿐만 아니라 테러리스트 (Freeman, 1984; Phillips, 2003)까지 포함시켰으며, 그 후 학자들은 나무(Starik, 1995), 그리고 최근 논문들에서는 동물들까지 이해관계자로 포함시켜야 한다고 주장하고 있다(Tallberg, García-Rosell & Haanpää, 2021; Smart, 2021). 한편 법학 내 주요 이해관계자 이론에서는 반대로 공급자와 고객마저 이해관계자에 포함시키지 않아, 정반대의 혼선을 빚고 있다.

둘째, 경영자가 복수의 이해관계자들에 대한 신의 성실 의무(fiduciary duty)를 가져야 한다는 이해관계자 이론에 대한 비판이다. 복수의 신인의무는 윤리적 문제와 함께, 책임회피와 도덕적 해이로 이어질 공산이 크다. 또한 법이 주주에게만 신인의무를 인정하는 법경제학적 논리도 무시되어서는 안될 것이다.

셋째, 이해관계자를 보호하는 기존 법규와 제도가 이미 발달되어 있다는 점이다. 예를 들어, 소비자, 노동자, 공급자 등 각각의 이해관계자를 보호하는 법안의 종류가 매우 다양한데도, 경영자에게 이해관

계자를 보호하는 조치를 요구하는 것은 중복적일 수 있다.

네째, 이해관계자의 이사회참여를 주장하는 것에 대한 비판이다. 이해관계자 이론이 단지 '경영자가 주주뿐만 아니라 이해관계자에게도 더 따뜻한 관심을 가져야 한다'라는 이론이라고 생각한다면, 그것은 매우 감상적이고 순진한 생각이다. 이해관계자 이론가들의 궁극적 목적 중 하나는 이해관계자의 이사회 진출이다. 특히 노동자가 이사회 멤버가 되는 '노동이사제'를 궁극적으로 지향하고 있으며, 노동이사제의 이론적 배경으로 이해관계자 이론이 쓰이고 있다(Ahn, 2017; Park et al, 2022). 그러나 노동이사제를 일부 실시하고 있는 독일의 사례를 보면 노동이사제를 채택하는 기업 수는 감소추세이다.

다섯째, 이해관계자라는 개념뿐만 아니라, 소위 '이해관계자 경영'이라는 것의 실체가 모호하다는 점이다. 이해관계자 경영은 기존 경영학의 각론(마케팅/SCM/인사/노사/CSR/ESG 등) 또는 심지어 주주중심 경영과 동일한 내용을 반복하고 있는 듯하다. 예를 들면, 이해관계자 경영을 통해 노동자 복지증진, 공급자와의 상생을 추구해야 한다는 주장을 하지만, 이런 내용들은 이미 기존의 인사/노사관리, 공급자관리론 등 경영 각론에서 과거 몇십 년간 반복되어 주장된 것들이라, 새로운 것이 거의 없다. 또한 Freeman이 주장하는 이해관계자 경영이, "상충(trade-off)문제를 벗어나 가치창출을 하는 것"이라면 이는 이미 수천년간 상거래에서 존재해 왔던 것들이다.

제III장에서는 이해관계자 이론이 주주중심주의에 대한 불만과 오해에서 비롯되었다고 보아, 주주중심주의에 대한 세 가지 오해를 풀어보고자 하였다. 첫째, 주주중심주의는 주주만을 위한 제도가 아니라, 주주가 다른 이해관계자들을 먼저 챙기고, 자신에게 돌

아오는 몫을 맨 마지막에 배정하는 제도라는 점을 설명하였다. 또한 주주는 잔여청구권자(residual claimant)로서 가장 위험에 노출되어 있어 이해관계자들 중 가장 취약하다. 따라서 **취약한 주주를 보호하는자는 의미에서 주주를 우선적으로 앞세운 것이 주주중심주의(shareholder primacy)라 볼 수 있다.** 둘째, 흔히들 주주중심주의에서는 주주를 회사의 소유자로 생각하는 경향이 있지만, **현대의 주주중심주의에서는 주주를 기업의 소유자로 보지 않는다는 점**을 지적하였다. 셋째, **주주 중심주의의 폐해라고 흔히들 꼽았던 사례들이, 실제로는 정반대로 주주가 피해를 입었던 경우였음을** 지적하였다. 예를 들어, 2000초반 기업스캔дал로 유명해진 엔론(Enron), 월드콤(Worldcom), 글로벌크로싱(Global Crossing) 등의 사태는 주주중심주의의 병폐가 그 원인이 아니라, 거꾸로 경영자들이 주주에게 큰 피해를 입힌 케이스이다.

제IV장에서는 단기주주중심주의의 문제를 극복하고 이해관계자를 고려한 경영방식으로 **장기적 주주중심주의(long-term shareholder view) 또는 계몽적 주주중심주의(enlightened shareholder view)**를 대안으로 제시하는 여러 학자들의 의견을 소개하였다. 또한 단기적 시각의 폐해는 단기적 주주중심주의 뿐만 아니라, 단기적 노동자중심주의, 단기적 소비자중심주의, 단기적 공급자중심주의(예: 공급자의 기회주의), 단기적 경영자중심주의(예: 대리인문제) 등 주주 이외에도 모든 이해관계자에 공통적으로 나타날 수 있음을 지적하였다.

마지막 V장 결어에서는 막연한 오해나 지나친 감상적 낙관을 자제하고 균형잡힌 시각으로 각 이론을 보는 것을 제안하였다.

## II. 이해관계자 이론과 그 비판

### 2.1 이해관계자 이론과 비판 개괄(overview)

이해관계자 이론의 발전은 크게 경영학과 법학의 두 분야로 구분해 볼 필요가 있다. 이해관계자에 대한 논쟁은 법학자들 사이에서 먼저 촉발되었는데, Berle (1931)과 Dodd(1932) 두 법학자의 논쟁이 그것이다. 당시는 1930년대 대공황을 겪으며 기업에 대한 대중의 적대적 감정과 비판이 높아지던 시기였다. Berle은 사회 전반적으로 기업 엘리트 경영자들에게 경제적 파위가 집중되는 것을 큰 문제로 보고, 그들이 주주에게 신의성실을 다하도록 함으로써 기업경영자들의 전횡을 막고자 하였다. 이로 인해 Berle은 주주중심주의의 가장 중요한 수호자로 여겨지게 되었지만, 사실 당시 그의 목적은 엘리트 경영자에 치중된 기업권력을 견제하려는 것이었다. 이에 반해 Dodd는 경영자가 주주뿐만 아니라 다른 이해관계자도 고려해야 한다고 주장하여 이해관계자 이론의 기초를 제공했다(Sommer, 1991; Lee, 2022). 두 학자 간 팽팽한 대립에도 불구하고, 이들은 모두 기업, 특히 기업경영자들의 독주를 경계했다는 공통점이 있었다. 그만큼 당시에는 기업과 '엘리트 경영자'에 대해 부정적 인식이 짙었던 것이다. 그러나 1940년대 이후엔 이 논쟁보다 다른 이슈가 더 중요해졌는데 그 이유는 2차대전 중에 기업들의 기여가 컸었던 점과, 경영자들이 전후 경제성장과 미국의 번영을 이끌었던 점을 국민들이 인지하면서, 국민들이 기업과 엘리트 경영자를 보는 태도가 우호적으로 변했기 때문이다(Mitchell, 2019). 따라서 이해관계자 논쟁이 크게 지속되지 않았지만 1970년대까지 기업의 핵심 이해관계자에 대한 많은 보호정책과 규제는 계속 생겨났

다(Sundaram & Inkpen, 2004a; Bradley et al, 1999). 그 이유는 대공황 이후 집권한 민주당 프랭클린 루즈벨트 대통령과 뉴딜정책가들의 사상적 영향이 70년대 초까지 이어졌고, 이들의 영향으로 노동자 및 소비자를 보호하는 각종 법과 규제가 늘어났기 때문이다(Styhre, 2017).

한편 1970년대부터는 신고전학과 경제학의 영향이 법학 내 점차 증대하고, Jensen & Meckling(1976)의 대리인 이론이 소개되면서 기업을 ‘계약의 집합체’(nexus of contract)로 보는 관점이 대두되게 되었다. 이에 따라 대리인비용을 줄이고 주주의 가치를 보호해야 한다는 인식이 당시 유행하던 법경제학의 붐과 함께 더욱 확산되었고 점차 주주중심주의가 대

세로 자리잡게 되었다(Velasco, 2010). 그 이후 2010년대까지는 주주중심주의 시대라고 보아야 할 것이다. 당시 주주중심주의의 확고한 위치는 법학 분야에서 이해관계자 이론의 주요 학자로 꼽히는 Stout(2012)의 발언에서도 확인되는데, Stout는 “적어도 20세기말까지는 법학계, 정부, 기업인들의 대부분이 주주중심주의를 의심없이 지지하고 있었다”라고 평가한 바 있다.

하지만 70년대부터 2010년대까지 주주중심주의가 대세였음에도 불구하고, 이해관계자 관점은 간혹 주요한 현실적 이슈를 계기로 불거지곤 했다. 예를 들어 1980년대 적대적 M&A가 늘어나자, 미국내 30여개의 주에서 이해관계자 보호법(constituency

〈Table 1〉 이해관계자이론을 적극 비판한 학자들의 문헌  
(원곡하게 비판한 문헌은 별도로 언급)

위치	비판 요지	저자
논문 II장	1. 이해관계자의 정의와 범위의 혼란	Sternberg(1997), Stieb(2009), Charron(2007), Key(1999), Antonacopoulou & Méric(2005), Jensen(2002), Mainardes et al.(2011), Sundaram & Inkpen(2004a), Bebchuk & Tallarita(2020), Dent(2008)
	2. 복수 이해관계자에 대한 신인의무의 문제점	Marcoux(2003), Goodpaster(1991), Bainbridge(1993), Stieb(2009), Jensen(2002), Bebchuk & Tallarita(2020), Easterbrook & Fischel(1991), Fama(2021), Macey(1999), Sternberg(1997), Hasnas(1998), Sundaram & Inkpen(2004a), Van der Weide(1996), Velasco(2006, 2010), Child & Marcoux(1999), Cennamo et al.(2009)
	3. 각 이해관계자들을 위한 기존 법규들이 존재	Bebchuk & Tallarita(2020), Sundaram & Inkpen(2004a), Velasco(2010), Hansmann & Kraakman(2001)
	4. 이해관계자의 이사회 참여를 중용하는 문제 (예: 노동이사제)	Child & Marcoux(1999), Hasnas(1998), Dammann & Eidenmüller(2020), Hansmann & Kraakman(2001)
	5. 모호한 ‘이해관계자 경영’ (논문저자의 주장)	- Freeman, “이해관계자 경영은 상충(trade-off)문제를 벗어나 가치창출을 하는 것” (그러나 역사상 모든 상거래 활동이 상충을 극복한 이해관계자간 가치창출)
논문 III장	주주중심주의에 대한 오해	Denis(2019), Smith(2003), Norman(2004), Sundaram & Inkpen(2004a), Van der Weide(1996), Macey(1999), Dent(2008)

statutes)을 제정하여, 경영자가 단기적 주주의 이익만 쫓지 않고 기존 경영자와 종업원들의 이익을 보호할 수 있도록 한 것이 그런 예이다(Standly, 2012). 한편 이론적 측면에서는 법학계에서 1999년 Blair & Scout의 팀생산(team production) 이론이 소개되면서 이해관계자 이론에 대한 법경제학적 시각이 보완되었다. Blair & Scout의 이론은 Alchian & Demsetz(1972)의 팀생산이론, Grossman & Hart(1986)의 불완전 계약이론 등의 기업이론들을 받아들이며 법경제학적 시각을 통해 오히려 이해관계자 이론을 옹호하였다.

법학 분야와는 달리, 경영학 분야에서는 1984년 Freeman이 경영전략 수립의 한 방향으로 이해관계자 관점을 적용하기 시작했고, 1990년대 Donaldson, Jones, Phillips 등과 같은 학자들이 Freeman에 가세하면서 경영학 내에서 이해관계자 이론의 주류 담론을 형성해 왔다(Freeman, 1984; Freeman, 2002; Freeman et al, 2010; Freeman & By, 2022; Donaldson & Preston, 1995; Jones, 1995; Jones et al, 2018; Phillips, 2003). 그 후 현재까지, Freeman의 이해관계자 이론은 마케팅, 경영전략, 재무관리, 인사/조직 등 경영학의 각 분야에 적용되며 범위를 넓혀왔다.

본 논문에서는 방대한 이해관계자 문헌 중, 주로 경영학 분야의 이해관계자 문헌을 대상으로 분석, 비판했으며, 법학분야의 문헌은 일부만 다루었다. 그 이유는 Freeman을 중심으로 하는 경영학내의 이해관계자 이론에 더 큰 문제가 있다고 보았기 때문이다.

<Table 1>은 그간 이해관계자 이론을 적극 비판한 해외학자들의 문헌 총 28개를 비판요지별로 정리한 것이다. 여기엔 이해관계자 이론을 기본적으로 추종하지만, 이론의 문제점을 완곡하게 비판한 논문은 제외되었고, 모두 이해관계자 이론의 핵심 개념에

대해 강하게 비판한 학자들만을 선정하였다(이해관계자 이론을 완곡하게 비판한 학자들에 대해서는 별도의 절에서 언급할 예정이다).

## 2.2 이해관계자의 정의(定義)와 범위의 혼란

### 2.2.1 Freeman의 정의: 경쟁자와 테러리스트도 이해관계자에 포함

경영학에서 이해관계자를 어떻게 정의(定義)하는가는 매우 어려운 문제일 수도 있지만, 과거부터 현재까지 대부분의 경영학자들이 Freeman(1984)의 정의를 사용하고 있고 일부 법학자들도 Freeman을 인용한다. 하지만, Freeman의 이해관계자 정의는 아래와 같이 그 범위가 너무 넓어서 이 이론의 가장 큰 문제점으로도 지적된다.

“Stakeholder in an organization is any group or individual who can **affect** or **is affected by** the achievement of the organization’s objectives.” (Freeman, 1984: p. 46, 강조추가)

(“조직의 이해관계자는 조직의 목적달성에 **영향을 미치거나**, 혹은 그로 인해 **영향을 받는** 모든 개인이나 그룹이다”)

위 정의에 따르면 조직의 이해관계자는 ‘그 조직에 의해 영향을 받거나, 혹은 그 조직에 영향을 줄 수 있는 모든 개인과 집단’으로 정의되어 사실상 전 세계 모든 개인과 집단이 이에 잠재적으로 해당될 수 있다고 볼 수 있다. 흔히들 이해관계자라고 하면, 주주외에 종업원, 고객, 공급자, 지역사회 정도를 꼽을 것이다. 그리고 이해관계자 경영이란, 경영자가 주주외에 이런 그룹들을 좀 더 배려하는 경영을 하는 것이라고 낭만적으로 생각할 것이다. 그러나 위

Freeman의 정의를 보면 그것은 순진한 생각이었음을 알게 된다.

이에 대해 일찍이 Sternberg(1997)은 교통과 통신이 발달한 현대에는 세상의 거의 모든 것들이 서로 어느 정도 연관되어 기업의 이해관계자가 될 수 있다고 Freeman의 폭넓은 정의를 비판하였다. 그리고 이런 비판은 아직도 여전히 유효하다. 왜냐하면 Freeman은 위 정의를 변경시키지 않고, Freeman & McVea(2000, p. 183), Freeman et al.(2007, p. 6), Freeman et al.(2010, p. 9) 등의 논문을 통해 똑같은 정의를 일관되게 주장하고 있고, 자신의 생각이 변함이 없음을 보여주고 있기 때문이다. Fassin은 Freeman의 이해관계자에 대한 정의를 “the most accepted of the definitions of a stakeholder”(Fassin, 2008, p. 116)라고 평가한 바 있는데, 이는 대다수의 경영학자들이 수용할 것이라고 생각한다. 더욱이 Freeman의 정의는 2022년 최근까지도 주요 학술지에 게재된 연구논문들 대다수에서 그대로 인용되고 있어 현재도 학계의 표준으로 공고히 자리잡고 있음을 알 수 있다(eg. Joshi, et al, 2022; Sebhatu & Enquist, 2022; Kapstein, 2022; Bettinazzi & Feldman, 2021; Gupta, et al, 2020; Eskerod, 2020; Bundy, et al, 2018; Dorobantu & Odziemkowska, 2017).

하지만 이해관계자의 정의가 이렇게 모호하다보니, 일반적으로 납득이 어려운 그룹도 이해관계자에 포함되는 경우도 있다. 대다수 경영학자나 경영자들은 가장 중요한 이해관계자로, 주주, 채권자, 종업원, 고객, 공급자, 지역사회 정도를 꼽을 것이다. 그러나 Freeman은 이해관계자의 범위에 정부, 미디어, 그리고 기업의 ‘경쟁자’와 ‘테러리스트’까지 포함시켰다(Freeman, 1984 p. 53; Phillips, 2003). 불행히도 이런 과격한 추세는 수그러들지 않고, 점점 더

확대되는 듯 하다. 일례로 **나무와 자연환경**도 이해관계자로 주장하는 의견이 대두되더니(Starik, 1995), 급기야 최근에는 ‘**동물**’까지 **이해관계자에 포함**시킨 논문들이 경영학에서 권위있는 학술지에 속속 게재되고 있는 상황이다(Tallberg, García-Rosell & Haanpää, 2021; Smart, 2021).

이런 이유로 이해관계자 이론을 추종하는 그룹 내부에서조차 과거부터 비판과 자성의 소리가 있어왔다. 아래는 이들의 하소연을 과거부터 최근까지 정리한 것으로, 이해관계자 이론에 후호적인 학자들마저 이 이론의 모호성에 대해 강한 불만이 있었음을 잘 보여주고 있다.

“Stakeholder theory offers a **maddening variety of signals** on how questions of stakeholder identification might be answered... Among the various ways of identifying stakeholders... we have found no single attribute within a given theory that can guide us reliably on these issues.” (Mitchell et al, 1997, pp. 853-854, 강조추가)

(“이해관계자 이론은 이해관계자를 파악하는 방법에 **미처버릴 정도로 많은 방식**을 제공한다... 우리는 이 이론에서 이 문제를 진정으로 해결하는데 어떠한 단서도 찾을 수 없었다”)

“...there is considerable confusion arising from the multitude of conflicting views... failure to recognize and map this diversity has weakened rather than strengthened the stakeholder.” (Stoney & Winstanley, 2001, p. 605)

(“...수많은 상충된 관점으로 인해 심각한 혼란이 일어나고 있다. 이런 혼란을 파악하고 정리하는데 실패한 것이 이해관계자 이론을 약화시켰다”)

“A significant shortcoming in stakeholder thinking is in the discernment of which groups are stakeholders

and why—that is, the problem of stakeholder identity.” (Phillips, 2003, p. 25)

“(이해관계자 이론의 가장 큰 단점은 어떤 그룹이 이해관계자인지 아닌지를 구분하는 - 즉, 이해관계자 파악의 문제에 있다”)

“The stakeholder model is seen as suffering from vagueness in scope and ambiguity due to the possible interpretations of the basic stakeholder concept.” (Fassin, 2009, p. 116)

“(이해관계자 모델은 이해관계자에 대한 기본적 개념의 자의적 해석 때문에 그 범위의 모호함과 애매함의 문제를 겪고 있다”)

“The actual identification of stakeholder groups has remained vague and superficial, limiting the theory’s use and running the risk that ‘stakeholder’ will become a meaningless term.” (Crane & Ruebottom, 2011, p. 77)

“(이해관계자 그룹은 그 실체가 모호하고 피상적이다. 그래서 이론의 활용도가 낮아지고, ‘이해관계자’란 말의 의미없어지는 위험이 있다”)

“Stakeholder theory is widely accepted but elementary aspects remain indeterminate as the term ‘stakeholder’ is an essentially contested concept.” (Miles, 2017, p. 437)

“(이해관계자 이론은 널리 보급되었지만, 사실 ‘이해관계자’라는 말이 논란이 있는 개념이기 때문에 아직도 기초적인 측면들이 정립이 안되어 있다”)

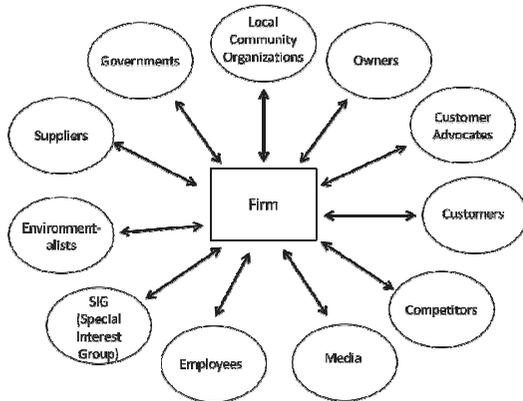
위와 같이 이해관계자 범위를 파악하는 데에 지난 40년간 큰 혼란이 있었는데, 이 혼란은 아직도 끝나지 않았다. 과연 누가 기업의 이해관계자인가? 이 문제가 해결이 안되면 그 다음 단계의 논의로 발전하기도 어렵고, 사실 하나의 이론으로서 받아들여지기도 어렵다. 더욱이 지난 40년간 Freeman의 모호한 정의에 자극받은 수많은 학자들이, 자신만의 이해관

계자 정의(definition)를 내리면서 벌어졌던 혼란 또한 간과할 수 없다. 예를 들어, Mitchell et al. (1997)은 1997년까지 38개의 이해관계자 정의들이 난립하고 있다고 보고했으며, Friedman & Miles (2006)는 55개, 그리고 Laplume et al.(2008)은 179개, Miles(2011)는 435개, 2017년에는 Miles(2017)가 593개의 정의들이 난립하고 있다고 호소했다. 결론적으로 최근까지도 그 모호함이 지속되고 있는 것이다.

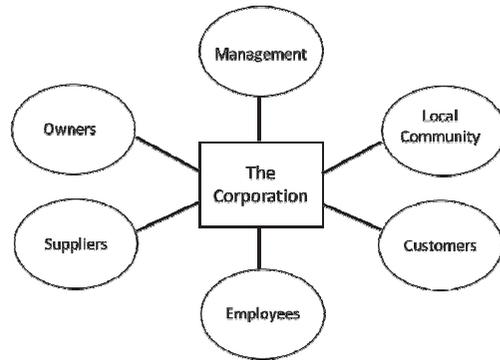
이 중 Freeman을 따르는 이해관계자 학자들 사이에서마저 논란이 컸던 것이 바로 Freeman(1984)이 **미디어, 경쟁자, 테러리스트** 등 기업에 위협을 주는 ‘위협그룹’까지 기업의 이해관계자에 포함시킨 것이다. 이에 대해 Donaldson & Preston(1995)과 같이 이해관계자를 열렬히 추종하는 학자들마저 미디어와 경쟁자가 이해관계자에 들어간 것을 비판적으로 보면서, 이것은 Freeman의 이해관계자 정의가 지나치게 넓기 때문이라고 지적했다.

물론 Freeman도 애당초 이해관계자를 <Figure 1>과 같이 ‘협의의 이해관계자’(narrow sense of stakeholder)와 ‘광의의 이해관계자’(wide sense of stakeholder)로 구분한 적이 있다(Freeman & Reed, 1983).

<Figure 1>의 우측 그림에는 ‘협의의 이해관계자’의 범위가 표시되었는데, 여기엔 고객, 공급자, 종업원, 주주, 경영자, 그리고 커뮤니티를 포함시켜, 일반적으로 통용되는 범위와 부합하는 것으로 보인다. 반면, 그림 좌측에 있는 ‘광의의 이해관계자’를 보면, 경쟁자, 미디어, 정부, 환경단체 등 기업을 위협할 수 있는 그룹들도 포진하고 있다. 두 가지 구분 중, 대부분의 학자들은 협의의 이해관계자(우측 그림) 범위에 수긍할 것이다. 하지만 Freeman은 협의 또는 광의, 이런 구분을 두는 것에 크게 개의치



광의의 이해관계자(Freeman, 1984, p. 25)



vs. 협의의 이해관계자(Freeman, 2002, p. 42)

<Figure 1> Freeman 이해관계자의 범위 비교

않는다는 입장이었고, 굳이 따지자면 협의보다는 광의의 이해관계자를 선호한다는 것을 강조한 바 있다 (Freeman & Reed, 1983, p. 105).

그 이유는 그의 이해관계자의 정의(定義)를 다시 보면 명확하다. Freeman에 따르면, 이해관계자의 정의는 “조직의 목적달성에 영향을 미치거나, 혹은 그로 인해 영향을 받는 모든 개인이나 그룹”이다. 그런데 애당초 이 정의 자체가 너무 광범위하다. **사실이 Freeman의 이해관계자 정의는 <Figure 1>에 보이는 광의의 이해관계자 범위마저 넘어서다.** 이런 이유로 Freeman은 협의보다는 광의의 이해관계자 개념을 더 선호한다고 했던 것으로 보인다. 그러나 범위를 너무 확대하다보니 외부의 그룹 중 회사에 우호적 그룹뿐만 아니라 테러리스트처럼 회사를 위협하는 그룹까지 모두 이해관계자로 정의하게 된 것이다.

위 정의를 보면 테러리스트도 분명 회사에 영향을 미치므로 이해관계자로 보는데 전혀 문제가 없다. Freeman은 이 점을 그의 저술에서 명확히 했는데, 그는 ‘어떤 외부 그룹이 한 조직에게 부적절한

(inappropriate) 요구를 하더라도 그 그룹 또한 이해관계자로서의 정당성(legitimacy)이 있다’고 단언했다(Freeman, 1984, p. 45). 그리고 바로 이런 논리하에서 Freeman은 테러리스트와 같이 우호적이지 않은 외부 그룹까지 이해관계자로 보아야 한다고 주장했다(Freeman, 1984; Dunham et al, 2006).

Freeman이 테러리스트를 이해관계자에 포함시킨 것에 대해서는 Sternberg(1997)의 신랄한 비판이 대표적이다. 그러나 오히려 테러리스트 문제는 이해관계자 지지학자들 사이에 벌어진 ‘광의와 협의의 논쟁’(broad vs. narrow debate)에서 더 뜨겁게 논박되었다(Phillips, 2003). 즉, 지지학자들 간에 테러리스트를 이해관계자에 포함시키느냐의 문제로 대립한 것이다(Phillips, 1997; Mitchell et al, 1997; Phillips, 2003; Fassin, 2008). 이런 파장을 고려할 때, Freeman이 테러리스트를 언급한 것은 단순한 비유나 일회성 해프닝으로 보기는 어렵다.

무엇보다 Freeman의 제자인 Phillips(1997)가 스승이 이해관계자에 테러리스트, 경쟁자, 자연환경

과 같은 집단마저 포함시킨 것을 비판하며 이 논쟁에 참여했다.

“It has been suggested that groups as disparate as terrorists, competitors, and natural environments can be considered stakeholders. In fact, it would seem that current theory is unable to rule out any group from stakeholder status.” (Phillips, 1997, p. 53)

(“테러리스트, 경쟁자, 그리고 자연환경과 같은 이질적 그룹들도 이해관계자로 간주되고 있다. 사실상 현 이론은 모든 그룹을 이해관계자라고 보고 있는 것이다.”)

Phillips는 자신의 1997년 논문을 통해 자기 스승의 주장과는 달리, 테러리스트가 이해관계자가 아님을 주장했지만, 같은 시기 또 다른 이해관계자 지지자인 Mitchell et al.(1997, p. 878)은 테러리스트를 ‘위험한 이해관계자’(dangerous stakeholder)로 구분하면서, 테러리스트가 혐오스럽긴 하지만 ‘반드시 이해관계자에 포함시켜야 한다’라며 Phillips(1997)와 정반대의 주장을 했다. 이에 다시 Phillips는 2003년 논문에서 테러리스트가 이해관계자인가를 면밀히 재검토한 후, 테러리스트와 같이 위협을 가하는 집단 또한 ‘파생적 정당성’(derivative legitimacy)을 가진 이해관계자로 봐야한다고 최종결론을 내리면서(Phillips, 2003), 자신의 지난 번 주장(Phillips, 1997)을 아래와 같이 뒤집었다.

“In this paper, I argue that terrorists do merit managerial/organizational consideration(p. 27)... Such **terrorists may**, though no obligation is owed them, be legitimate objects of managerial attention as **derivative stakeholders**.” (Phillips, 2003, p. 34. 강조 추가).

(“이 논문에서 나는 테러리스트들에게 관리적/조직적 고려를 해줘야 한다고 주장한다... 이런 **테러리스트들에게**, 기업이 도덕적 의무는 없지만, 그들은 **파생적 이해관**

**계자**로서 경영의 합당한 관심 대상으로 봐야 한다)

이렇듯 이해관계자 개념의 모호함으로 인해, 자신의 제자마저 주장을 왔다갔다 번복함에도 불구하고, Freeman 자신은 결코로운 이해관계자의 범위 논쟁에 깊이 관여하지 않은 상태로 그의 이론을 고수해 왔다. 그리고 그는 그의 이론에 대해, “하나의 고정된 정의를 고집하는 것보다 목적에 따라 정의가 바뀔 수도 있다”라는, 매우 불분명한 주장도 하였다(Freeman et al, 2010, p. 412). 또한 “이해관계자 이론은 이론(theory)라기 보다 일종의 ‘프레임워크’(framework) 또는 ‘장르’(genre)다”라고 주장하며, 이해관계자 개념의 모호성에 대한 책임을 비껴가려고도 했다(Freeman et al, 2010).

그러나 그것이 이론이든 프레임워크이든, 현실의 경영자 입장에서는 회사의 이해관계자에 대한 명확한 범위가 설정이 되어야 그 이해관계자들을 만족시키는 경영을 할 수 있을 것이다. 기업의 이해관계자에 과연 경쟁자가 포함되어야 하는지, 또는 정부, 언론사, 노조, 협회, 실직자, 동식물, 테러리스트 등이 포함되어야 하는지가 정해지지 않는다면, 이 이론을 실행하려는 경영자는 아무것도 할 수 없다. 만약 한 회사의 이해관계자 범위 내에 주주와 경쟁자가 같이 있다고 생각해 보자. 경영자가 주주와 경쟁자 사이의 이해관계와 갈등을 조율할 수 있을까? 상식적으로 생각해봐도 주주와 경쟁자 간에는 서로 이해관계가 다른 것이 당연한데, 이를 경영자가 잘 ‘관리’ 할 수 있을 것인가? 다시 강조하지만, 범위의 문제가 해결이 안되면, 이해관계자 이론은 여기서 그 다음 단계로 단 한 발자국도 나갈 수 없을 것이다. 특히 동식물, 테러리스트도 이해관계자에 포함시킨다면 더 말할 나위가 없다.

Freeman이 제시한 이해관계자의 이론이 이토록

혼돈스러운 이유는 과연 무엇일까? 본 논문은 그것이 아마도 그가 처음 이 이론을 소개했을 때, 이해관계자 관점을 '경영전략(strategic management) 수립의 도구'로서 제시하고자 했음을 지적하고자 한다(Freeman, 1984). Freeman(1984)은 이해관계자 관점을 SWOT분석 등과 같은 내외부 전략분석의 틀(tool)처럼 활용하려 했음을 그의 책, "Strategic Management: A Stakeholder Approach" 곳곳에서 말하고 있다. 일반적으로 경영전략의 수립 시, 기업경영자는 그 기업에 긍정적 또는 부정적 영향을 줄 수 있는 모든 요인을 파악해야 한다. 이는 SWOT 분석 또는 내외부 환경분석의 기본 방법론이다. 예를 들어, 초고층건물을 짓는 건설회사는 고층빌딩에 대한 규제완화(Opportunity) 뿐만 아니라, 근로자의 불의의 사고(Threat), 또는 미국의 911사태와 같은 테러리스트의 위협(Threat)까지도 당연히 고려해야 한다. Freeman은 이런 상황을 가정하고 광범위한 이해관계자 분석의 필요성을 주장한 것으로 보인다. 그는 기업전략 수립 시에 기업에 영향을 주는(긍정적이든, 부정적이든), 모든 이해관계자를 파악해야 한다고 보았던 것이다. 그가 이 첫 단계만 이야기했다면 그의 이론은 그리 혼란스럽지 않다. 기업이 전략 수립할 때, 사업에 영향을 주는 긍정적, 부정적 이해관계자를 파악하는 것은 경영의 기본이기 때문이다. 물론 굳이 이 첫 단계에 대해서도 비판하자면, 이 정도 수준의 분석은 이해관계자 논리를 도입하기보다 기존 SWOT분석으로도 충분하다. 오히려 SWOT분석이 이해관계자 분석보다 우월하다. 그 이유는 이해관계자 분석은 개인과 그룹만 분석하지만, SWOT분석은 개인과 기업은 물론, 거기 속하지 않은 기술변화, 사회문화 변화까지 읽어내기 때문이다. 예를 들어 전통적 결혼정보 회사가 SWOT분석을 한다면, '비혼주의 문화'나 '데이팅 앱 기술혁신'

을 경영의 위협요인(Threat)으로 파악할 수 있지만, 이 회사가 이해관계자 분석을 한다면, 이런 무형의 사회문화변화, 기술변화에 의한 위협요인을 잘 잡아내기 어렵기 때문이다. 따라서, 이 첫 단계인 전략분석의 단계에서조차 이해관계자 방법론은 SWOT분석에 비해 뒤떨어진다.

물론 더 심각한 문제는 그 다음 두 번째 단계인데, Freeman은 경영전략 수립 시에 파악한 광범위하고 다양각색의 이해관계자에 대해, 경영자가 '윤리적/도의적' 책임을 해야한다는 것, 또는 더 나아가 현재 경영자가 주주에게 지고 있는 '신의성실의 의무'를 이들에게까지 확대해서 책임져야 한다는 점을 결부시켰다. 본 논문은 이것이 바로 이해관계자 이론 혼란의 핵심 원인이라고 본다. 우리가 이해관계자의 범위 안에 경쟁자, 테러리스트가 들어가는 것에 대해 불편하게 느끼는 이유는, 우리의 생각으론 기업이 주주뿐만 아니라 주위 이해관계자들에게도 잘 대해줘야 된다고 믿기 때문인데, Freeman은 그 잘해줘야 하는 대상에 경쟁자와 테러리스트 같은 경영전략 수립 시의 위협요인(Threat)까지 포함시켰기 때문이다.

본 논문의 저자는 항공사 같은 기업이 SWOT분석을 하면서 테러리스트를 위협요인으로 파악하는 것에 대해 아무런 이견이 없다. 마찬가지로 일반 기업이 단순히 환경분석의 용도로 이해관계자 논리를 사용하면서 테러리스트를 위협적 이해관계자로 파악하는 것에 대해서도 당연히 아무런 반대도 없다. 다만, 이렇게 환경분석의 위협요인으로 파악한 테러단체를, 마치 기업이 잘 대해줘야 하는 윤리경영의 대상으로 삼는, 그런 류의 이해관계자 이론에 반대하는 것이다. 한마디로 요약하면, **Freeman은 '전략경영' 분석대상의 이해관계자와, '윤리경영' 대상으로서의 이해관계자를 하나의 정의와 모델에 섞어 놓아 많은 혼란을 야기했다.** 그리고 이 문제 하나만으로 그의

이론은 크게 잘못되었다고 말할 수 있다.

일찍이 Goodpaster(1991)은 이해관계자 이론이 주주가치와 경제적 성과를 강조하는 '전략적'(strategic) 요소와, 윤리를 강조하는 '복수의 신인의무'(multi-fiduciary) 요소로 구성되어 있음을 지적했다. 또한 Hasnas(1998)도 유사한 구분을 했다. 본 논문에서 Freeman의 이해관계자 정의에 전략경영과 윤리경영의 두 요소가 혼재되어 있다는 주장도 이 두 저자의 인식과 일맥상통한 것이다.

또한 본 논문의 후속 절에 논의되었지만, Freeman은 여기서 한 걸음 더 나아가 이해관계자들을 이사회 멤버로 앉혀 기업의 주요 의사결정에 참여시켜야 한다고 주장한다. 이와 관련, 그가 동식물과 테러리스트의 이사회 초빙에 대해 어떤 의견을 가졌는지는 아직 명확히 밝혀진 바는 없다.

### 2.2.2 법학내 이해관계자 범위의 혼란: 공급자와 고객이 빠지는 문제

한편 법학 분야에서도 이해관계자 범위의 모호성은 존재한다. 물론 법학분야에서도 Freeman의 정의를 종종 인용하긴 하지만, Freeman이론과 같은 문제점이 크게 나타나지 않는다. 그 이유는 법학분야에서는 경영전략의 도구로서 이해관계자 논의를 하지 않고, 곧바로 윤리적 또는 지배구조적 차원에서 이해관계자를 보기 때문이며, 따라서 그 범위도 고객, 종업원, 공급자, 지역사회 등으로 <Figure 1>에서 정의된 협의의 이해관계자 범위와 비슷하다. 한국의 경우에도 법조계에서 소비자, 종업원, 공급자, 채권자 모두 이해관계자로 보고 있다. 본 논문도 이 범위가 훨씬 타당하다고 판단한다. 물론 미국의 법학분야도 이해관계자 범위에 대한 의견일치가 없어 여전히 혼란이 존재한다. 경영학보다 혼란의 범위는 좁지만

그 안에도 편차가 있다. 대표적인 것이 현재 법학계의 이해관계자 주요 학자인 Blair & Stout(1999)이 주장한 팀생산이론이다. 이 이론은 Alchian and Demsetz(1972)의 팀생산이론에, Grossman & Hart(1986)의 불완전계약이론에서 자산특수성과 재산권의 문제를 발췌해서 이들을 조합해 만든 이론으로, 주주 중심모델이 아닌 경영자 중심모델(director primacy)로 간주된다. 이들의 이론에 대해서는 이미 몇몇 비판들이 있지만(Meese, 2002; Velasco, 2010), 여기서는 이해관계자의 '범위'에 관련해서만 지적하고자 한다.

Blair & Stout의 이론은 특수자산 투자로 인해 기회주의적 위협에 노출된 이해관계자들을 제3의 경영자(director)가 공정한 위계적 조정자(mediating hierarchy)로서 이해관계자들을 보호한다는 논리이다. 따라서 이 위계질서(hierarchy) 내에 포함되는 이해관계자는 기업내의 주주, 채권자, 종업원이 고작이다. 통상 중요한 이해관계자로 간주되던 **공급자(supplier)와 고객(customer)은 위계조직의 밖에 있기에 Blair & Stout의 이론에는 포함되지 않는다.** 왜냐하면, 공급자는 위계조직에 같은 팀 멤버로 존재할 수가 없다. 만약 같은 위계조직내에 있다면, 그것은 이미 수직통합을 통해 같은 조직내 흡수된 것이기 때문에 외부공급자로 볼 수 없을 것이다. 단적으로 보자면 이 모델은 주주, 채권자, 종업원, 그리고 경영자로 구성된 아주 단출한 조직 내 이해관계자만을 위한 이론이며, 당연히 경쟁자, 정부, 미디어, 협회, 환경, 동식물 등 광의의 이해관계자는 포함이 안된다.

"Participants—including **shareholders, employees,** and perhaps other stakeholders such as **creditors** or the **local community**—enter into a "pactum subjectionis"

under which they yield control over outputs and key inputs (time, intellectual skills, or financial capital) to the hierarchy.” (Blair & Stout, 1999, p. 278, 강조추가)  
 (“주주, 종업원, 그리고 채권자, 지역사회 같은 이해관계자들은 조직의 위계체계에 일종의 ‘복종계약’을 하며, 그들의 생산물이나 시간, 지적능력, 자금과 같은 핵심 투입물에 대한 통제를 받는다”)

위 문구 뿐만 아니라 위 논문 전체에서 공급자 (supplier), 고객(customer)에 대한 언급은 보이지 않고, 저자들의 후속 논문에서도 마찬가지로 언급이 없다(Blair, 2012). 왜냐하면 공급자는 애당초 다른 위계체계를 가진 별도의 회사이고, 고객도 종업원, 주주와 같은 팀으로 볼 수 없기 때문이다. 반면 위에서는 지역사회(local community)는 위계질서내에 포함시켜 놓았는데, 과연 지역사회가 어떤 특수자산투자를 해서 회사 내 팀으로 간주될 수 있을지에 대해서는 설명이 없다. Blair & Stout (1999) 이론에서 공급자/고객의 부재의 문제와 지역사회를 어떻게 ‘복종계약’을 한 같은 팀으로 볼 수 있는지의 모호성에 대해서는 최근 Bratton(2021,

p. 1561)와 Mocsary(2006)가 지적한 바 있다. 따라서 Blair & Stout(1999)의 논리를 근거로 기업이 소비자, 공급자, 일반대중 및 환경 등 폭넓은 기업의 사회적책임(CSR)을 해야 한다는 주장은, 그 취지는 좋으나 팀생산 이론을 잘못 이해하고 적용하는 것이라고 볼 수 있다(eg. Clarke, 2020; Sachs & Maurer, 2009).

한편, 법학이론이 아닌 현실 법 차원에서도 이해관계자 범위의 혼란은 존재한다. 미국에서는 1980년대 단기적 주주가치 상승목적의 적대적 M&A가 크게 유행하였다. 당시 이에 위협을 느낀 경영자들은 BRT를 중심으로 적대적 M&A를 방어하기 위해 적극적 로비를 하였고, 결국 이해관계자 보호법(constituency statute)을 얻어낸 역사가 있다. 이 법은 적대적 M&A를 하더라도 목표기업의 경영자, 종업원 등의 이해관계자를 보호해야 한다는 규정을 담고 있다(Standly, 2012). 2019년 기준 미국 32개의 주(州)에서 이 법이 적용되고 있는데, 재미있는 사실은 <Table 2>에서 보듯 주(州)마다 이해관계자

<Table 2> 미국 각 주의 이해관계자 보호법(Constituency Statutes)에 나타난 이해관계자 유형별 빈도 (2019. 12. 기준)

이해관계자 항목	선택한 주의 숫자
종업원(Employee)	31
고객(Customer)	31
공급자(Supplier)	28
채권자(Creditor)	22
지역사회(Local Community)	22
사회(Society)	13
주 또는 국가경제 (Economy of the State or Nation)	12
환경(Environment)	2
기타	2

[출처] Bebchuk & Tallarita(2020, p. 117)의 자료에서 발췌

를 정의하는 기준이 많이 다르다는 것이다. 이것은 일부 법학이론 뿐만 아니라 현실에서도 이해관계자의 범위를 파악하는데 혼란이 있음을 보여준다고 하겠다.

### 2.3 복수 이해관계자에 대한 신인의무의 문제점 비판

이해관계자의 범위가 정해졌다면, 그 다음 문제는 '어떻게 이해관계자들을 위한 경영'을 할 것인가의 문제일 것이다. 하지만 Freeman은 이해관계자에 대한 정의와 범위만 모호하게 말했을 뿐만 아니라, '이해관계자를 위한 경영'의 문제에 관해서도 모호하고 혼란스런 주장을 해왔다. 예를 들어, 서로 앞뒤가 맞지 않는 이야기를 하거나 자신의 주장을 반복하는 일이 많았는데, 이 문제에 대해 Steib(2009)은 다음과 같이 불평하였다.

"Each of Freeman et al.'s articles must be taken singly. Not only does each convey distinct conclusions and arguments, but also their arguments and conclusions sometimes clash or contradict" (Steib, 2009, p. 404).

(Freeman논문들은 각각 별도로 분석되어야 한다. 논문 각각이 제 나름의 결론과 주장을 가질 뿐만 아니라, 각 결론과 주장들간에 서로 충돌되고 모순된다.)

Freeman이 제시한 '이해관계자 경영'에서 가장 중요한 부분이 아마도 경영자가 주주뿐만 아니라 여러 이해관계자에 대해 '**복수의 신인의무**'(multiple fiduciary duty)를 가져야 한다는 주장일 것이다 (Freeman, 1994; Freeman, 2002). 물론 Freeman의 이런 주장은 이전 Dodd(1932)부터 법학내에서 주장된 바가 있어 그리 새로운 주장은 아니다.

그러나 Freeman의 이해관계자 정의는 그 자체가 광의의 정의이므로, 동식물뿐만 아니라 기업에 위협

이 되는 경쟁자와 테러집단까지 다 포함하고 있다. 상식적으로 경영자가 이들에게까지 신인의무를 해야 한다는 것은 어불성설이다. 조금 양보하여 동식물과 테러집단과 같은 극단적인 경우를 제외하고, <Figure 1> 왼쪽에 표시된 '광의의 이해관계자'를 적용해도 문제는 마찬가지이다. 광의의 범위에는 경쟁자, 정부, 미디어, 환경단체들이 포함되기 때문이다. 이들에 대해 경영자가 신의성실의 의무를 다해야 한다는 것도 역시 비상식적이다.

이런 문제에 대해, Freeman은 복수의 신인의무를 위해서는 광의보다는 '협의를 정의'로 일단 시작하는 것이 좋겠다고 하며 다음과 같이 주장했다(Freeman, 2002).

"I shall begin with modest aim: to articulate a stakeholder theory using the narrow definition(p. 42)... However, **competitors and government** would be the first to be included in an extension of this basic theory" (Freeman, 2002, p. 44, 강조추가).

(나는 협의의 정의를 이용해 이해관계자 이론을 주장하는 겸손한 목표로 시작할까 한다... 그러나 이 기본이론의 확장에는 **경쟁자와 정부**가 첫 번째로 포함될 것이다)

그러나 그는 위 문장 말미에, 협의의 정의로 시작한 복수의 신인의무 이론을 다시 경쟁자, 정부가 포함되는 광의로 확대시킬 수 있음을 시사했다. 다시 요약하면, 이해관계자의 정의는 광의이고, 복수의 신인의무 이론의 출발은 협의이고, 이를 다시 광의로 넓혀나갈 수 있다는 것이 그의 주장이다. 한마디로 주장이 왔다갔다 하는데, 이는 그의 이론에 일관성이 없음을 자인하는 것이다. 특히 앞서 언급했다시피 그는 '하나의 고정된 정의를 고집하는 것보다 목적에 따라 정의가 바뀔 수도 있다'라는 말을 했는데 (Freeman et al, 2010, p. 412), 이런 주장도 그

의 이론의 신뢰성에 의문을 갖게 한다.

다시 강조하지만, 이해관계자 범위의 문제가 해결이 되지 않으면, '이해경영자를 위한 경영'이라는 그 다음 단계의 논의로 절대로 나아가지 못한다. 그러나 이해관계자 이론의 주요 주장인 복수의 신인의무 문제를 검증해보기 위해, 이해관계자 이론에서 '범위의 문제'가 완벽히 해결되었다는 전제하에 신인의무의 논의를 진행하고자 한다.

'신인의무'(fiduciary duty, 信認義務) 또는 '신의 성실의 의무'란 전통적으로 경영자가 주주에게만 지는 의무이다. 미국에서 신인의무를 표현할 때 흔히 'No man can serve two masters' (어느 누구도 두명의 주인을 섬길 수는 없다)라는 성경구절이 자주 인용되는 이유는, 이것이 오직 한 사람만을 위한 의무임을 강조하기 위해서이다(Bogle, 2009).

물론 한국이나 미국이나, 회사법상 경영자는 주주가 아닌 법인의 대리인이다. 그러나 실질적으로 경영자가 주주에게 신의성실을 해야하는 이유는 다음과 같다.

법적으로 **경영자는 주주의 대리인이 아닌 법인의 대리인**이다... 그러나 이와 같은 법인격의 부여는 기업을 둘러싼 법률관계를 간편하게 처리하고 구성원(주주)의 변동에도 불구하고 기업의 영속성을 보장하기 위한 장치에 불과하다는 것을 깨달아야 한다. 법적 장치가 그렇게 되어 있다고 해서 경영자가 주주를 배제하고 경영자의 독단에 의해 회사를 경영하고 회사의 부를 멋대로 다른 이해관계자에게 분배할 수는 없다. **주주란 최고의 중요한 이해관계자**이며, 최우선적으로 고려하여야 할 대상이다" (Choi, 2022, pp. 42-43. 강조추가).

그러나 Dodd(1932) 이후, 주주중심모델과 이해관계자 중심 모델간의 논쟁에서 주주에게 국한된 신인의무를 이해관계자까지 넓히거나 기존 신인의무를 재해석하려는 시도는 계속 이어져 왔다(eg. Mitchell,

1992; Blair and Stout, 1999; Greenfield and Smith, 2008; Stout, 2012; Bae, 2019). 반면 이 견해에 동의하지 않고 경영자는 주주에게만 신인의무를 가지고 있다고 주장하는 학자들의 반대의견도 지속적으로 제기되어 오면서 이 논쟁은 현재까지 계속되고 있다(Goodpaster, 1991; Marcoux, 2003; Child & Marcoux, 1999; Stieb, 2009; Bainbridge, 1993; Bebchuk & Tallarita, 2020; Easterbrook & Fischel, 1991; Fama, 2021; Sternberg, 1997; Hasnas, 1998; Sundaram & Inkpen, 2004a; Van der Weide, 1996; Macey, 1999; Velasco, 2006, 2010).

본 논문은 이해관계자 이론에 비판적 논문들 위주로 리뷰하는 것이 주 목적이므로, 위 복수의 신인의무에 대한 비판의견에 초점을 맞춰 그 비판들을 아래의 세가지로 구분하였다.

첫 번째 비판의 요지는 복수의 이해관계자에 대해 신인의무를 가지는 것은 **비윤리적이고, 경영자의 책임회피로 이어진다는 주장**이다. 이 관점으로 Marcoux (2003)가 가장 신랄하게 비판하였고 Goodpaster (1991), Hasnas(1998)도 비슷한 의견을 제시했다. 이 주장은 신인의무란 법적으로 자신의 이해나 제3자의 이해보다 특정 수혜자의 이해를 제일 앞에 내세우는 의무를 말하는 것이므로, '복수의 신인의무'라는 그 개념 자체가 잘못된 것이고 모순이라는 것이다. 즉, 경영자가 이해관계가 다른 여러명에게 동시에 충성을 맹세하는 것은 결혼맹세를 여러 명에 하는 것과 같이 매우 비도덕적이라는 관점이다. '복수의 신인의무를 부과하는 것은 신인의무 자체를 없애는 것과 마찬가지로'라는 주장은 바로 이 시각을 반영한다(Marcoux, 2003; Jensen, 2002; Sternberg, 1997).

또한 경영자가 복수의 신인의무를 지면 자연히 주

주중심에서 멀어지고, 따라서 전통적인 대리인 위험도 증가하게 된다(Fama & Jensen, 1983b). 즉, 경영자 자신을 이해관계자 당사자로 보아 자신을 위한 경영을 하는 도덕적 해이가 증가할 수도 있는 것이다(Bainbridge, 1993; Cennamo et al., 2009; Bebchuk & Tallarita, 2020). 예를 들어 80년대 도입된 이해관계자 보호법(constituency statute)은 적대적 M&A로부터 경영자와 종업원들의 일자리를 지키는 데 사용되었다. 그러나 이 법은 당시 Business Roundtable(BRT) 경영자들의 로비에 의해 만들어진 것으로 나중에 밝혀졌다(Romano, 1988). 결국 경영자 자신들의 이익과 책임회피를 위해 이해관계자 보호법을 만들었던 것이다.

물론 경영자는 도덕적 해이의 수혜자가 자기 자신이 아니라도 복수의 신인의무를 빙자해 경영에서 자신의 책임을 회피해 갈 수 있다(Van der Weide, 1996). 예를 들어 고객 불만이 높아지면, 경영자는 노동자 복지에 신경쓰느라고 그랬다고 변명할 수도 있고, 성과가 안좋아지면, 그것은 경영자가 사회적 가치와 '환경'이란 이해관계자에 충실하다가 그리되었다고 하며 장기적으로는 성과가 올라갈 것이라고 변명을 할 수도 있을 것이다. 종종 주주중심주의에서 이해관계자들 사이에 이해가 상충(trade-off)될 경우가 있다. 물론 경영자는 이런 이해상충을 조율해가는 것이 그의 일이다. 그러나 여러 이해관계자에게 동시에 신인의무를 갖는다는 것은 단순히 이해조율의 차원을 넘어서는 다른 것이다. Fama(2021)는 Arrow의 불가능성 정리를 이용해, 이것이 달성 불가능하다고 지적했다.

두 번째 비판은 법경제학적 시각의 관점으로, 주주는 다른 이해관계자와 달리 **잔여재산청구권자(residual claimant)**라는 **취약성**이 있기에 경영자는 취약한 주주를 보호하기 위해 주주에게만 신인의무를 갖는

다는 주장이다. 종업원, 채권자, 공급자와 같은 이해관계자는 대부분 계약에 따른 고정보상(fixed claim)을 받는다. 반면 주주는 다른 모든 이해관계자가 자기 몫을 가져간 다음에야 남은 부분에 대해 자신의 몫을 청구할 수 있는 잔여청구권자(residual claimant)이기에, 기업의 성과여부에 따라 하나도 못받을 수도 있다(Fama & Jensen, 1983a, 1983b; Fama, 1990). 이런 주주의 취약한 포지션을 고려해 주주에게만 신인의무를 준 것이다(Van der Weide, 1996; Easterbrook & Fischel, 1991). 잔여청구권자로서의 주주의 취약성에 대해 더 상세한 내용은 본 논문 제III장에서 더 자세히 다룰 예정이다.

세 번째 유형의 비판은 복수의 신인의무가 일부 이해관계자의 재산권 침해 등 **사적영역을 침범**할 수 있다는 점이다. Stieb(2009)은 경영자가 주주 이외의 이해관계자의 이해를 추구할 경우, 주주 재산권 침해의 여지가 있고, 평등주의적 관리로 인해 기업의 부(富)창출에 기여가 적거나 상관없는 쪽을 보상하는 문제가 생길 수 있다고 보았다. Hasnas(1998)는 경영자가 복수의 신인의무를 갖고 주주에 손해를 끼치면서 다른 이해관계자를 만족시킨다면 이것은 그 자체가 복수의 신인의무가 아니라고 했다.

#### 2.4. 각 이해관계자들을 보호하는 기존 법규와 제도의 존재

주주를 제외한 다른 이해관계자들은 명시적 계약(explicit contract)을 통해 1차적으로 자신들의 이해를 충족시킨다(Sundaram & Inkpen, 2004a). 예를 들어 근로자, 공급업체, 채권자는 기업과 명시적인 계약을 맺고 있다. 이들이 자발적 계약을 맺었다는 사실은 일단 자신들의 이해가 어느 정도 반영되고, 충족되었다는 것을 의미한다. 하지만 계약에

는 불확실성과 기회주의가 존재하여(Williamson, 1985) 계약이 완벽할 수가 없기에, 이에 대비해 각 이해관계자들을 더 특별히 보호하는 세부 법들이 존재한다. 예를 들어, Bradley et al.(1999, pp. 24-27)은 미국에서 노동자, 소비자, 경영자, 환경 등의 이해관계자에 대해 각 법규가 어떻게 제정되어 왔는지를 상세히 기술하고 있다(환경의 경우, 직접적 계약관계는 없지만, 외부효과로 인한 피해를 볼 수 있기 때문에 법규의 필요성이 대두된다). 미국은 특히 1960~70년대에 노동자, 소비자, 공급자 및 환경 등 주요 이해관계자에 대한 여러 법률이 제정되었는데, 이 당시 노동분야만 보더라도 The Equal Pay Act(1963), Title VII of the Civil Rights Act(1964), The Age Discrimination in Employment Act(1967), The Occupational Safety and Health Act(1970), The Employee Retirement Income Security Act(1974) 등이 제정되어 주요 이해관계자인 노동자를 보호하였다. 이 밖에 온갖 소비자, 공급자 및 환경관련 법률까지 합치면 수많은 법들이 이해관계자를 보호하고 있다.

한국에서도 소비자는 소비자 보호법, 제품안전기본법 등에 의해 보호받고 있고, 공급자는 상생법, 하도급거래공정법 등에 의해 보호받고, 지역사회와 환경은 환경법과 각종 환경규제를 통해 보호받는다. 특히 노동자는 근로기준법(최저임금, 52시간제 등 포함)으로 보호받고, 여기에 노동3권(단결권·단체교섭권 및 단체행동권)으로 노조를 결성하여 강력한 힘을 행사할 수 있고, 그 외에도 산업안전보건법, 중대재해처벌법, 파견근로자 보호법 등 수많은 법률을 통해 보호받고 있다.

물론 이 문제에 대해서는 Freeman도 인지를 하고 있었지만(Freeman & Evan, 1990; Freeman, 1994; Freeman, 2008), 그는 이런 외부적 법적

보호로는 부족하다고 보아 내부적으로 복수의 신인 의무를 부과해야 한다고 주장했던 것이다. 그러나 기존 이해관계자들과 기업간의 명시적 계약이 존재하고, 여기에 위와 같은 외부 법규들이 다시 한번 보호를 해주는데, 추가로 회사법 개정을 통한 복수의 신인의무 부과라는 세 번째 보호를 하는 것은 다소 과하다고 볼 수 있다(Velasco, 2010). 더욱이 각 이해관계자를 위해 특별히 제정된 법률이 회사법 개정을 통한 이해관계자 보호보다 효율성 측면에서 더 우수할 것이라는 주장들도 있다(Hansmann & Kraakman, 2001; Bebchuk & Tallarita, 2020; Sundaram & Inkpen, 2004a).

또한 각 세부 이해관계자별로 존재하는 법적 보호 장치 외에도 주주중심주의에는 경영자가 모든 이해관계자를 공통으로 배려할 수 있는 법적 기준이 있다. **‘경영판단의 원칙’**(business judgement rule)이 그것인데, 이는 경영자가 자신의 판단으로 다른 이해관계자를 배려하는 경영을 하여 회사에 손해가 발생하더라도 개인적 책임을 지지 않는다는 법률적 판단이다. 물론 경영판단의 원칙의 범위가 애매하기 때문에 이 판단도 그리 간단치는 않지만(Bainbridge, 2019), 경영자 재량의 범위가 넓어진 것이므로 경영판단의 원칙은 주주중심주의하에서도 이해관계자를 위하는 경영을 할 수 있는 여지를 준다.

통상 주주중심주의에서도 경영자의 의사결정 대부분은 주주와 이해관계자간 상호 win-win하는 의사결정들이 많다(예: 소비자를 위한 신제품 개발, 종업원 신규채용, 공급자와 공동기술개발). 단기적으로 주주이익만 추구하고 이해관계자에게 손해를 끼치는 경영은 예외적이다. 반면 경영판단의 원칙은 lose-win, 즉 주주에게 손해를 끼치고 이해관계자에게 이익이 되는 의사결정을 해도 경영자에게 법적 책임을 묻지 않는 것이다.

## 2.5 이해관계자의 이사회 직접 참여의 문제

(예: 노동이사제)

### 2.5.1 Freeman의 논리 비판

Freeman(2002)을 비롯한 일부 이해관계자 학자들은 이해관계자에 대한 복수의 신인의무를 넘어, 나아가 이해관계자들이 이사회에 참여하여 의결권을 가져야 한다고 주장했다. 예를 들어, Freeman & Evan(1990)은 Williamson의 거래비용 논리와 Rawls의 '무지의 베일'(veil of ignorance)' 논리를 적용하여, 여러 이해관계자들 중 주주에게 의결권을 주는 것이 가장 바람직하지 못하고, 나머지 이해관계자에게 이사회 의결권을 주어야 한다고 주장했다.

"The only logical outcome of such an interpretation is that stakeholders be accorded voting rights with respect to deciding how to manage the affairs of the corporation(p. 338)... Hence, it is rational for stakeholders to choose voting membership on the board, in addition to whatever other safeguards may be feasible." (Freeman & Evan, 1990, p. 353)

(이 해석의 논리적 결과는 이해관계자들에게 기업경영에 관한 의결권을 주어야 한다는 것이다... 그러므로, 이해관계자들은 가능한 다른 안전장치를 강구하는 것 외에도 이사회에 들어가 의결권을 행사하는 것이 합리적이다)

하지만 Freeman & Evan(1990)의 주장은 Hasnas(1998)와 Child & Marcoux(1999)에 의해 반박되었다. 우선 Hasnas(1998)는 Rawls의 이론은 사회의 기본구조를 구축하기 위해 만들어졌지만, Freeman & Evan(1990)은 이를 전혀 상황이 다른 기업지배구조에 무리하게 적용했다고 비판했다. 그리고 기업과의 계약에 영향을 받는 모든 이해관계자들이 협상할 권리가 있다고 말하는 것은 이해관계

자 이론의 정의 - 즉, 기업활동에 영향을 받는 모든 이들을 기업이 고려해야 한다는 것 - 가 문제가 있었던 것과 마찬가지로 문제가 있다고 지적했다. Child & Marcoux(1999)도 심층적인 비판을 가했는데, 예를들어 그들은 Freeman & Evan(1990)이 가정한 '무지의 베일' 뒤에 있는 의사결정자는 Rawls의 경우보다 훨씬 더 많은 정보를 가지고 있으며(예를 들어 기업지배구조에 대한 지식), 따라서 Rawls의 이론을 그대로 적용하기 어렵다고 보았다.

### 2.5.2 노동이사제의 문제

그동안 이해관계자들을 이사회에 참여시켜야 한다는 주장은 여러 이해관계자들 중 유독 노동자 참여를 요구하는 '노동이사제'를 추구하는 방향으로 주로 논의되어왔다(Freeman et al, 2010; Pallandino, 2021). 예를 들면, O'Connor (1993)의 경우, 미국의 회사법 변경을 통해 노동이사제를 법으로 보장하도록 촉구하였다. 반면, 이해관계자 이론을 주장하는 학자 중에서 노동자가 아닌 다른 이해관계자, 예를 들어 공급자, 소비자, 경쟁자 등을 이사회에 참여시키자는 주장은 거의 없다(Ju, 2020). 물론 일본과 같이 주거래 은행을 이사회에 참여시켜 서로 윈윈 관계로 가는 사례는 있지만(Kim, 2004), 대부분 독일과 같이 노동자들이 이사회에 의무적으로 참여하는 공동결정제(codetermination)를 지지하는 의견들이 다수이다.

물론 이사회에 어떤 이해관계자를 참여시키는 문제는 각 기업이 제일 잘 알아서 할 것이다. 업종에 따라, 산업에 따라, 노동 이해관계자를 참여시키는 것이 기업의 가치를 높일 수도 있다(Allen et al, 2015). 만약 노동자 대표 등 이해관계자들을 이사회에 참여시켜 기업가치가 올라간다면 그것도 주주가치 극대

화의 한 방법으로 사용할 수 있을 것이다. 본 논문의 제IV장에 소개될 장기적 주주가치제고 관점은 장기적으로 기업가치를 올릴 수 있는 모든 방법을 다 포괄하므로 이해관계자들의 참여도 긍정적으로 고려한다. 하지만, 이 모든 것은 기업의 자율적 판단과 선택에 의해야 한다. 노동자 대표를 이사회에 참여시켜 성과가 올라갈지 안올라갈지는 그 기업이 알아서 판단하면 될 일이다. ‘노동이사제’라는 법규로 강제하거나, 사회적 여론으로 압박을 가하는 준강제적 방식은 바람직하지 않아 보인다.

외국뿐만 아니라, 한국 노동계도 전부터 노동이사제를 주장해왔는데, 물론 그 배경이론으로 이해관계자 이론이 주로 활용되었다(Ahn, 2017; Park et al., 2020). 이런 노력의 결과, 한국에서도 2022년 8월 4일부터 공기업에 한정되어 노동이사제가 시행되었고, 이에 따라 공기업에서는 노동자 대표가 추천하거나 노동자 과반수 동의를 얻은 비상임이사(노동이사) 1명을 반드시 이사회에 두어야 한다. 노동이사제가 한국에서 과연 일반기업들까지 확산될지는 모르겠으나, 앞으로도 계속 이해관계자 이론은 노동이사제 확산을 위해 노동계에 배경 논리를 제공할 것이다.

노동이사제를 주장하는 배경에는 기업경영에서 노동자의 이해가 충분히 반영이 안된다는 시각이 있다. 그러나 위에 언급했듯이, 기존 주주중심 시스템에서도 노동자 보호를 위한 여러 관련 법과 제도들이 존재한다. 가장 중요한 것이 노동법이다. 노동자는 이 법에 근거해 노조라는 강력한 그룹을 탄생시킬 수 있다. **노조는 임금협상을 위해 만들어진 하나의 합법적 독점조직이다.** 임금도 가격의 일종이어서 만약 사용자가 독점력이 있다면, 협상력이 낮은 개별 노동자는 끌려다닐 수밖에 없다. 따라서 사용자가 독점력이 있는 경우, 그에 맞먹을 수 있는 독점력으로 대항하려 만들어진 것이 노조이다.

실제로 미국 최초의 독점금지법인 셔먼(Sherman) 법은 노조를 독점으로 규정했고, 그 후에도 노동자들이 노조를 결성해 임금을 올리려는 행위는 이 법의 적용을 받았다(Baird, 2000; Lande & Zerbe, 1985). 그러나 그 후 클레이튼 법(Clayton)과 전국노동관계법(일명 와그너 법)이 제정되고, 여기서 노조가 반독점법의 대상에서 빠지면서 드디어 합법의 길이 열렸다(Schwochau, 2000; Jones, 1957). 미국 법무부 총무차관(Solicitor General)을 역임한 하버드대의 아치벌드 콕스(Archibald Cox)는 그 과정을 다음과 같이 요약했다.

“The purpose and effect of every labor organization is to **eliminate competition in the labor market...** United Steelworkers of America controls the supply of labor available to United States Steel Corporation. In this sense **every union is an avowed monopolist...** The National Labor Relations Act goes farther and declares a national policy of protecting the growth of labor unions and the use of the **employees’ collective (i.e., monopoly) power** in negotiating wages, hours and other conditions of employment” (Cox, 1955, p. 254. 강조추가).

(모든 노조의 목적과 효과는 노동시장에서 **경쟁을 없애는 것이다...** 미국철강노조는 US스틸에 제공되는 노동력을 통제하고 있다. 이런 면에서 모든 **노조는 명백한 독점이다...** 더 나아가 전국노동관계법은 노조의 성장과 임금, 근로시간, 노동조건 등을 협상하기 위한 노동자의 집단력(ie, **독점력**)을 보호하기 위한 국가적 정책을 선언했다)

따라서 법은 노동자간의 ‘임금담합’을 허용해 임금협상에서 독점력을 갖도록 배려한 것이다. 결국 노조의 힘은 단합된 독점력에서 나오고, 이를 활용해 기업 전체를 멈출 수도 있고 심지어 산업전체의 흐름도 막아 국민경제에 영향을 줄 수도 있다. 개별 노동자는 약자일 수 있지만, 이들이 뭉쳐 독점력을 가

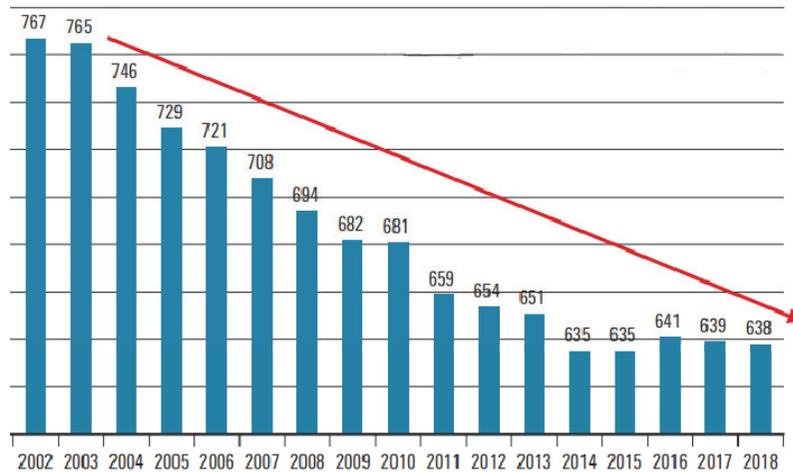
진 노조는 더 이상 사회적 약자가 아니다. 만약 노조의 독점력 위에 노동이사제라는 혜택까지 더해진다면 이것은 이중적인 혜택으로 볼 수 있고, 한국적 노조의 강력한 힘을 고려해보면 노사간 힘의 균형이 더 심하게 기울어질 수도 있을 것이다.

또한 이해관계자 이론을 토대로 노동자의 이사회 참여를 주장하는 학자들이 많이 드는 사례가 독일의 노동이사제이다. 그러나, 한국과 독일은 많은 차이점이 있다. 주식회사가 많은 한국과는 달리, 독일의 기업형태는 유한회사가 95%이고, 주식회사는 1% 정도에 불과하다. 그리고 독일의 이사회는 감독이사회와 경영이사회가 나누어져 있고, 노동자는 주로 감독이사회에만 참여한다. 물론 감독이사회는 경영이사회와 임명, 해고, 보상 등과 같은 중요한 경영의사결정에 관여한다.

한편, Kim & Nam(2021, p. 96)은 독일 노동조합총연맹(DGB) 산하 한스뵉클러재단의 IMU연

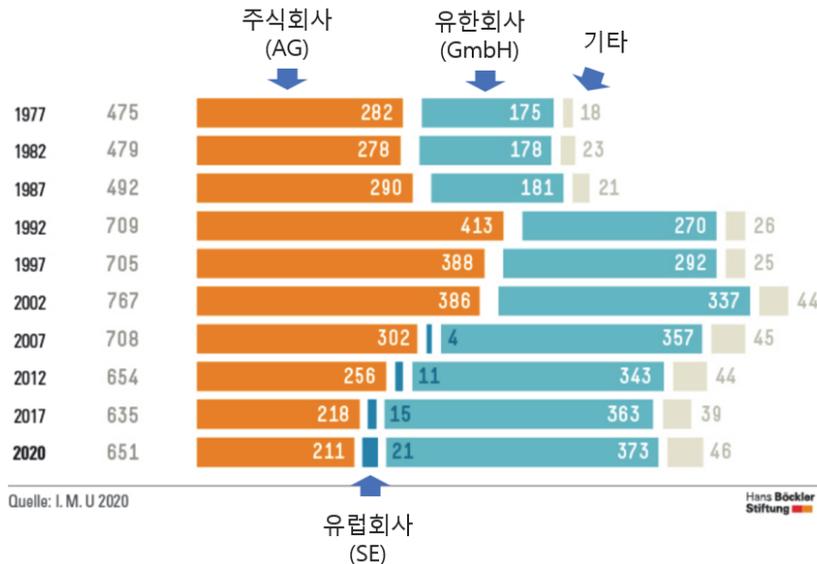
구소 2020년 보고서를 인용하여, 독일에서 노동이사제를 채택하는 기업의 수가 계속 감소하고 있음을 지적했다. IMU보고서에서 발췌한 <Figure 2>를 보면 독일에서 노사동수 감독이사회 운영 기업의 수가 감소함을 보이고 있고 <Figure 3>은 이 중 주식회사(AG)의 감소가 가장 가파르게 나타나고 있음을 보이고 있다. Kim & Nam(2021)은 그 이유가 노동이사제가 주식회사라는 형태와 안맞기 때문이라고 주장했다. 이들은 또한 독일에서 노동이사제를 운영해야 하는 기업들 중 약 3분의 1이 노동이사제를 회피하고 있다는 IMU연구소의 자료도 제시했다.

물론 독일식 공동결정제(codetermination)와 노동이사제가 독일의 사회문화적 상황에서 잘 작동되었다는 찬사도 있고 이로 인해 독일경제를 성공적으로 이끌었다는 평도 있다. 그러나 공동결정제가 독일기업의 가치에 긍정적 역할을 했는가에 대한 실증 연구는 혼재되어 있어 뚜렷한 결론을 내지 못한 상



[출처] IMU (2020.4.), "Mitbestimmung der Zukunft." Mitbestimmungsreport der Hans-Böckler-Stiftung, 58에서 발췌. <https://www.mitbestimmung.de/html/erosion-als-herausforderung-fur-die-14188.html>

<Figure 2> 독일에서 노동이사제(노사동수 감독이사회)를 채택하는 기업 수의 감소세



[출처] IMU (2020.4.), "Mitbestimmung der Zukunft," Mitbestimmungsreport der Hans-Böckler-Stiftung, 58 에서 발췌.  
<https://www.imu-boeckler.de/de/mitbestimmte-unternehmen-in-deutschland-19328.htm>

〈Figure 3〉 감소추세의 노동이사제 채택기업 중 주식회사의 비중축소

테이다(Dammann & Eidenmüller, 2021). 독일의 공동결정에 대한 비판적 의견을 낸 Hansmann & Kraakman(2001)은 독일기업의 이사회에 투자자와 노동자가 같이 들어오는 경우 갈등을 피할 수 없고, 따라서 그것보다는 기존의 노동자, 공급자들과의 합리적 계약체결과 함께 외부 규제(노동자 보호, 공급자 보호 등)를 더하는 것이 훨씬 더 효과적이라고 주장했다. 또한 Dammann & Eidenmüller(2021)는 만약 미국에 독일식의 제도를 도입한다면 미국의 장점인 위험을 감수하는 기업가정신이 가장 타격을 받을 것이라고 우려했다.

## 2.6 모호한 이해관계자 경영

서두에서 언급했듯, 기업에서 주요 이해관계자들을

파악하고 이에 대처해야 하는 것은 경영자의 기본적인 임무일 것이다. 그렇기 때문에 이미 경영학에서는 각 이해관계자들 별로 세부적인 학문과 이론이 잘 발전되어 있다. '소비자'라는 매우 중요한 이해관계자를 잘 만족시켜주기 위해 '마케팅'이란 학문이 이미 고도로 발달되어 있고, '종업원과 노동자'라는 중요한 이해관계자를 위해 '인사/조직관리 및 노사관리'라는 학문분야에 무수한 이론들이 나와 있다. 또한 '공급자'라는 이해관계자를 위해 생산관리 또는 공급망사슬 관리(SCM) 등의 세부 연구분야가 존재한다. '주주'라는 이해관계자를 위해서는 재무관리 분야가 있다고 볼 수 있겠다. 이미 주주중심 경영의 틀 아래에서, 여러 각 이해관계자를 위한 세부 이론과 방법론이 다양하게 존재하고 있는데, 소위 '이해관계자를 위한 경영이론'은 경영자에게 어떤 도움을 제공하는가?

가령 최신 이해관계자 이론은 기존 마케팅의 다양한 이론과 기법에 비해 ‘고객’이란 이해관계자의 이해를 얼마나 더 잘 만족시켜 줄 수 있는가? 또한 이해관계자 이론은 최근 글로벌 공급망 위기에 빠진 기업들에게, ‘공급자’의 이해를 만족시켜 줄 수 있는 방안에 대해 현재 공급망사슬관리(SCM) 전문가들보다 더 나은 대안을 제시할 수 있는가?

물론 경영자의 관점이 너무 각 이해관계자들의 세부적 이해만 살피느라, 나무만 보고 숲을 못보는 문제가 생길 수도 있다. 그래서 이해관계자 이론은 이해관계자들 모두에 대한 전체적인 시각을 주며, 이들을 ‘조율’해주는 역할을 할 수 있다고 주장할지 모르겠다. 그런데, 그런 기능은 이미 경영학에도 존재한다. 1980년대 초 이후 등장한 ‘경영전략’이라는 세부 분야는 여러 이해관계자들의 이해를 종합적으로 분석하여 기업의 성과를 높이는 방법에 대해 연구한다(Schendel & Hofer, 1979; Porter, 1980). 그리고 이 모든 것은 대부분 기존 주주중심경영의 틀 안에서 이루어졌고 그동안 경영학과 기업은 비약적으로 발전해왔다.

혹자는 경영학의 각론과 총론이 모두 효율성과 기업의 경제적 성과, 그리고 좁은 범위의 이해관계자 집단에만 초점을 맞추기 때문에 더 포괄적인 이해관계자 이론 이를 보완해 줄 수 있는 시각이라고 주장할 수도 있겠다. 그러나 이미 경영학에는 그 분야를 전문적으로 이야기하는 분야가 또 있다. 바로 기업의 사회적책임(CSR) 분야이다. 물론 공유가치창출(CSV), 사회적기업, 지속가능성, 환경보호, ESG도 있다. 이해관계자 경영이론은 위 분야들에 비해 어떤 점에 차별성이 있는가? 예를 들어, 이해관계자간 가치창출 논리와 이해관계자간 공유가치창출(CSV)논리는 크게 다른가? 과연 이렇게 촘촘하게 개발된 세부 경영이론들 사이에서 ‘이해관계자 경영이론’이 설

자리는 어디이고, 경영자에게 어떤 추가적 시사점을 줄 수 있는가.

간혹 기존 경영각론에 환경문제나 노동문제, CSR 문제를 결부시킨 경우가 있다. 예를 들면, 지속가능한 마케팅, 지속가능한 공급망관리 등이다. 그러나 이들을 이해관계자 마케팅, 이해관계자 공급망 관리 등의 또 다른 이름으로 부르는 것은 기존 개념에 혼선을 추가하는 것으로 보인다. 또한 전문적인 이해관계자 범위의 문제는 여기에도 해당된다.

이 모든 것의 해답은 ‘이해관계자 경영’의 실체가 무엇인가에 달렸다. 이해관계자 경영에는 앞서 언급한 복수의 신인문제와 같은 법적인 문제와 ‘실제 경영의 문제’가 있다. 실제 경영으로서 ‘이해관계자 경영’은 과연 어떤 것인가? 이에 대한 단서는 Freeman이 가지고 있다. 앞서 Steib(2009)이 Freeman의 경영이론이 혼란스럽다고 비판했지만, 아래 Freeman의 주장에서 ‘이해관계자 경영’의 확실한 단서를 찾아볼 수 있다.

“In the economists’ view of the world, there are always trade-offs...(p. 8) Managing for stakeholders is about creating as much **value** as possible for stakeholders, without resorting to **trade-offs**” (Freeman, 2010, p. 9. 강조추가).

(경제학자의 세계관에는 항상 상충의 갈등관계가 있다... 그러나 이해관계자 경영은 이해관계자들간의 **상충 문제(trade-offs)**를 **탈피**해, 가능한 이들을 위해 많은 **가치**를 창출하는 것이다)

위 주장은 정도의 차이는 있지만 Freeman의 여러 저작에서 반복되는 것으로 확인하였고(eg. Freeman, 2002; Freeman, 2010; Freeman et al, 2010; Freeman & By, 2022), 따라서 이해관계자 경영의 핵심적인 내용이라고 볼 수 있다. 즉, **Freeman**

에 따르면, 이해관계자 경영은 여러 이해관계자들 사이에서 발생하는 '상충(trade-off)문제를 벗어나 가치창출을 하는 것'이라 정의할 수 있다.

그러나 이 또한 모든 경영자들의 일상 업무로 보인다. 고객은 더 싼 물건을 원하고, 공급자는 조금이라도 가격을 높이고 싶어한다. 이 두 이해관계자의 목표에는 근본적으로 상충(trade-off)이 있다. 공급자가 가격을 올리면 공급자는 만족하지만, 제품판매가 같이 올라가 고객이 싫어한다. 경영자는 이 둘 사이에서 매일 줄타기를 하면서 양쪽을 대상으로 협상을 해서 서로 만족하는 가격을 제시해 양쪽 모두에게 가치(value)를 창출하고 동시에 자신의 기업에도 이윤을 가져와야 한다. 이런 win-win-win 상거래는 수천년간 이어져왔고, 시장경제의 근간을 이뤄왔다. 사실 상충(trade-off)를 탈피해 가치를 창출하는 것은 아담 스미스(Adam Smith) 이래 모든 자유시장 경제학자들이 관찰해온 시장경제의 가장 큰 장점이다. 또한 이는 어려운 상황에서도 가치창출을 하는 기업가정신과도 일맥상통한다. 예를 들어 어떤 이가 창업을 할 때는 고객, 물품공급자, 채권자, 종업원 등등 모든 이해관계자와의 거래에서 서로 win-win 하는 가치를 줄 수 있다는 확신이 들때 창업한다. 즉, 이런 가치창출은 지난 수십년간 주주중심주의하에서도 무수히 일어나 엄청난 경제발전의 원동력이 되어왔던 것들이다. 최근에 경영전략분야의 주요 학자들이 - 특히 과거 자원기반이론에 기여했던 학자들 중심으로 - 이해관계자 이론을 받아들이고 있는 것도 바로 이 '가치창출'의 구호때문인 것으로 보인다(eg. Klein, et al, 2012; McGahan, 2020, Barney, 2018). 하지만 이들은 지금까지 설명한 이해관계자 이론의 여러 문제점을 간과한 경향이 있어 두 영역 간의 시너지를 너무 낙관적으로 보았다고 판단된다.

위 Freeman이 제시한 '가치창출을 지향하는 이

해관계자 경영' 자체는 누가 봐도 지극히 맞는 말이다. 단지 Freeman의 주장은 전혀 새로운 것이 아니라 이미 수천년간의 상거래 역사와 경제이론에 존재해 왔음을 강조하고 싶다. 또한 위 사례에서 오해하지 말아야 할 것은 경영자가 공급자와 소비자를 동시에 만족시켰다고 해서 이 둘에게 '복수의 신인의무'를 한 것으로 볼 수는 없다는 점이다. 경영자는 주주 가치를 올리는 단일목표를 위해, 공급자와 소비자 둘 사이의 이해관계를 조율한 것 뿐이다. 앞서 언급했듯, 경영자가 단지 이해관계를 조율한 것과 두 집단에게 신인의무라는 법적책임을 지는 것과는 다르다.

물론 주주중심주의에서 주주를 위한 단기적 기회주의로 다른 이해관계자를 희생하면서 눈앞의 주주의 몫을 늘리는 일도 일어난다. 임금을 억누르거나, 가격을 갑자기 올려 배당을 늘리는 경우 등이다. 그러나 이런 단기적 기회주의는 주주뿐만 아니라 모든 이해관계자에게 일어난다. 노조의 경우 지나친 임금 인상 요구나 교통수단을 막고 불법투쟁을 하는 경우, 다른 이해관계자에 악영향을 미친다. 공급자의 경우도, 물량수급이 어려울 때 단기적으로 가격을 올려 폭리를 챙기는 경우가 있다. 고객도 '고객이 왕'이라는 자만심에 종업원에게 폭언과 갑질을 하는 경우가 있다. 즉, 모든 이해관계자들은 단기적 이익을 추구하려는 기회주의적 잠재성이 있다. 주주도 그 중의 하나일 뿐이다. 그러나 이런 폐해가 주주중심주의의 본질은 아니다. 불법 폭력투쟁이 노조의 본질이 아니고, 조교를 착취하는 것이 교수활동의 본질이 아님과 마찬가지로이다.

Freeman 등 이론가들은 주주가 단기적, 기회주의적 목적으로 다른 이해관계자의 부를 빼앗아 가는 사례들을 집중적으로 거론하며 주주중심주의를 사악한 것으로 매도한 경향이 있다. 그는 주주중심주의엔 상충(trade-off)이 있지만, 자신의 이해관계자 경

영에서는 상충이 사라지고 가치가 창출된다고 주장한다. 문제는 그 상호가치가 창출되는 경영이란 것이 바로 단기적 기회주의적 문제가 배제된 주주중심주의하의 경영과 똑같다는 점이다.

단기 기회주의가 배제된 장기적 주주중심주의에서는 주주의 이해와 다른 이해관계자의 이해가 서로 조율되며 win-win한다. 예를 들어, 직원의 교육훈련에 투자하는 것은 종업원에게도 도움이 되고, 장기적으로 주주가치도 증대된다. 회사가 공급자를 신뢰감으로 대하는 것은 공급자에게도 좋고 장기적 주주가치에도 좋다. 회사가 고객서비스를 업그레이드 하는 것은 고객에게도 좋고, 장기적 주주가치에도 좋다. 즉, 장기적인 관점에서 주주가치를 올리려면 주변 이해관계자에게 모두 잘할 수밖에 없다. Freeman이 이 모든 것을 이해관계자 경영의 이름으로 칭송한다면, 그는 동시에 장기적 주주중심주의를 칭송하는 것과 같다. 이 둘의 유사성과 수렴에 대해서는 IV장에서 더 자세히 논의될 것이다.

### III. 주주중심주의에 대한 오해

#### 3.1 주주중심주의: 이해관계자 중 가장 취약한 주주를 보호하기 위한 제도

우선 주주중심주의(shareholder primacy)에 대한 몇가지 대중적 오해를 더 해소할 필요가 있다. 흔히들 주주중심주의라고 하면, 경영자가 주주의 이익만 중시하고 다른 핵심 이해관계자들(예: 종업원, 고객, 공급자 등)의 이해를 무시하는 냉혹하고 이기적인 시스템이라고 생각하는 경향이 있다. 그러나 이것은 오해이다. 주주중심주의에서 '주주'를 중심에

놓고 경영자에게 특별히 주주에 대한 신인의무를 지게하는 데는 세 가지 합당한 이유가 있다.

그 첫째 이유는 주주가 잔여청구권자(residual claimant)로서 제일 후순위로 재산청구권이 있기 때문이다. 기업이 돈을 잘 벌고 있을 때나 아니면 반대로 망했을 때, 주주는 잔여청구권자(residual claimant)로서, 모든 이해관계자 중에 제일 마지막에 자기 몫을 청구하게 되어 있다(Macey, 1999; Dent, 2008). 즉, 여러 이해관계자들 중에 재산청구권 측면에서 가장 취약하기 때문에, 특별히 약자인 주주를 보호하는 차원에서 주주를 중심에 놓아두고 경영자가 신인의무를 지는 것이다.

에당초 회사설립 시, 주주는 상당한 위험감수를 각오하고 기업이 필요한 자금을 제공해준다. 그리고 기업활동 과정에 참여한 공급자, 노동자, 채권자와 같은 이해관계자들에게 계약에 따른 합당한 보상을 한다. 공급자에게는 공급대금을 주고, 종업원에게는 임금을 준다. 그리고 채권자에게는 이자를 준다. 이들 이해관계자들은 비교적 큰 불확실성 없이 계약에 따라 고정된 청구권(fixed claim)을 받아간다.

그러나, 주주는 종업원, 공급자, 채권자 등 다른 모든 이해관계자들이 자기 몫을 가져간 후, 남은 부분에 대해서만 자신의 권리를 청구할 수 있다. 기업이 청산될때도 마찬가지로 모든 이해관계자들이 먼저 자기 몫을 가져간 후, 맨 마지막에 남은 부분에 대해 잔여재산권을 청구할 수 있다. 이것이 주주의 법적인 위치를 잔여청구권자(residual claimant)라고 하는 이유이다(Fama & Jensen, 1983a, 1983b; Fama, 1990). 경영학 문헌에서는 주로 기업이 생존시의 현금흐름에서의 잔여청구 예를 많이 들고(Sundaram & Inkpen, 2004a; Denis, 2019), 법학에서는 기업청산시의 잔여재산청구권에 대한 예를 주로 들고 있다(LoPucki, 2004).

따라서 맨 마지막에 청구권이 있는 주주마저 돈을 벌었다는 말은, 그 이전에 돈을 먼저 받아갔던 이해관계자들(종업원, 공급자, 채권자)의 이해는 이미 다 충족이 되었음을 뜻한다(Sundaram & Inkpen, 2004a; Denis, 2019; Velasco, 2006). 그래서 만약 경영자가 주주이익 극대화를 시켰다면, 그 과정에서 이미 다른 이해관계자들의 이해가 충족되었을 것이다. **결국 주주중심주의는 주주보다 다른 이해관계자의 이해를 먼저 충족시키고 주주가 맨 마지막에 자신의 이해를 챙겨가는 시스템이다.** 회사의 성과가 안 좋으면 주주의 몫이 적거나 아예 없을 수도 있다.

한편 주주의 취약성을 계약의 불완전성에서 찾는 경우도 있다. Easterbrook & Fischel(1989), Van der Weide(1996)은 기업내에서 고정된 청구권(fixed claim)을 갖는 종업원, 채권자의 계약은 불확실성이 적은 반면, 주주의 계약은 불확실성이 매우 큰 불완전계약(incomplete contract)이고, 이것이 신인의무(fiduciary duty)가 주주-경영자 간에만 특별히 존재하는 이유라고 설명했다. Sundaram & Inkpen(2004a)과 Marcoux(2003)도 다른 이해관계자의 경우, 기업과 명시적계약(explicit contract)을 체결하여 계약법(contract law)에 의해 보호받지만, 주주와 경영자와의 관계는 묵시적계약(implicit contract)의 형태이므로 보호가 취약하여 신인의무(fiduciary duty)가 있다고 보았다. 즉, 주주중심주의는 잔여청구권자라는 특수한 입지와 계약의 불완전성에 의해 취약한 주주를 배려한 모델로 볼 수 있다.

둘째, 주주의 인센티브는 회사전체 가치를 올리는 것과 일치하고, 위험감수(risk-taking)에 특화되어 있어 주주중심주의는 회사전체의 성장과 발전에 기여하기 때문이다. 위에서 설명한 지급구조에서, 주주를 제외한 다른 이해관계자들 입장에선, 자신이 계약

한 고정적 보상(fixed claim)을 우선적으로 중시하고, 회사 전체의 성과를 고려하지는 않는다. 그러나 주주는 이들에 대한 보상이 끝난 후, 그 나머지를 가져가는 잔여청구권자이므로, 기업의 전체성과에 따라 자신의 수입이 좌우된다. 즉, 자신의 인센티브가 기업 전체와 연동되어 있는 것이다(Alchian & Demsetz, 1972). 주주중심주의에서 주주에게 투표권을 주는 이유도 이들의 이해관계가 회사 전체의 가치증진과 맞물려 있기 때문이다(Easterbrook & Fischel, 1991).

더욱이 이런 인센티브 구조로 인해, 만약 새롭고 혁신적인 사업이 성공할 경우 그에 비례해서 돈을 벌 수도 있기 때문에 주주는 도전적이고 혁신적 사업 추진에 더 적극적이 될 수밖에 없다. 반면 대부분 고정수입을 받는 다른 이해관계자들은 회사가 굳이 불확실성이 높은 신사업을 추진하는 것을 선호하지 않는다. 한마디로 모든 이해관계자 중에서 주주가 가장 위험감수(risk-taking)하고자 하는 인센티브가 높다(Fama & Jensen, 1983a; Sundaram & Inkpen, 2004a). 물론 다른 이해관계자들 중 경영자도 위험감수를 한다는 주장도 타당한 하나(Coffee, 1986), 잔여청구권자로서의 위험감수 인센티브는 주주가 유일하다.

이런 성향은 주주가 위험을 효과적으로 분산시킬 수 있다는 장점 때문에 더 두드러지게 된다. 주주는 분산투자를 하므로 신규 프로젝트 추진에도 위험을 분산시킬 수 있기 때문이다(Fama & Jensen, 1983). 주주중심주의의 미국 기업들이 전통적으로 그렇지 않은 나라들의 기업에 비해 도전적이고 혁신적인 것에는 이런 이유도 있을 것이다(Dammann & Eidenmüller, 2021). 물론 이런 점 때문에 기업이 지나치게 위험감수를 하여 과거 금융위기를 몰고 왔다는 비판도 받는다. 하지만, 이런 시스템이 전반적으로 미국의 경제에 활력을 주었음을 크게 부정

하기는 어려울 것이다.

세 번째 이유는, 널리 알려진 대리인 문제 때문이다(Jensen & Meckling, 1976). 주주는 잔여청구권자라는 열악한 위치에 있기도 하지만, 소유와 경영이 분리되면서 경영자의 기회주의적 행동에 노출되는 약점도 있다. 따라서 경영자에게 신인의무를 주어 주주를 위한 경영을 하도록 한 것이다. 다른 이해관계자들도 주주나 경영자의 기회주의적 행동에 피해를 볼 수 있지만, 전술한 바와 같이 이들은 다시 별도의 법에 의해 보호받고 있다.

주주중심주의에는 주주의 취약한 특성과 주주와 회사가치간의 상생관계가 반영되어 있다. 주주중심주의란 명칭이 마치 주주가 다른 사람을 착취하는 것처럼 들릴 수 있지만, 사실 그 구성원리를 보면 나름대로 합당한 이유가 내재되어 있는 것이다.

### 3.2 현대의 주주중심주의는 주주를 기업의 주인으로 보지 않음

또 다른 오해는 주주중심주의에서는 주주가 기업의 유일한 주인 행세를 한다는 것이다. 이런 관념에 반발하여, '기업의 주인은 주주뿐만이 아니라 종업원을 포함한 모든 이해관계자이다'라는 주장이 나온다고 본다(Mygind, 2009). 그러나 주주를 기업의 주인으로 보는 관점은 소위 전통적 관점(traditional view)이고, 이 관점은 80년대부터 퍼진 대리인이론(Jensen & Meckling, 1976)과 그에 따라 기업을 계약의 집합체(nexus of contract)로 보는 계약론적 관점(contractarian view)을 많은 법학자들이 받아들이면서 거의 사라지게 되었다(Velasco, 2006, 2010, Bainbridge, 1993).

계약의 집합체(nexus of contract)관점에 따르면, 회사란 누구의 소유가 아니라, 단지 여러 참가자들

이 인적, 물적, 금전적 투자를 하고 그에 상응하는 대가를 얻는 계약을 맺은, 법적의제(法的擬制, legal fiction)이다. 예를 들어 종업원은 고용계약을 하고, 공급자는 공급계약을 하는 등이다. 따라서 주주라고 특별한 지위가 있는 것이 아니라 자금을 공급하고 잔여청구권이란 권리를 갖게 되는 하나의 참여자로 간주된다. Jensen & Meckling(1976) 이후, 주주는 기업의 소유자도 아니고 잔여청구권자로서 취약한 존재로 '전락'하게 되었다는 점은 아이러니가 아닐 수 없다(Lee, 2012).

따라서 일반 대중들의 인식과는 달리, 1990년대 이후 주주중심주의를 주장하는 법학자들은 '계약의 집합체' 관점을 받아들여 더 이상 주주를 기업의 주인으로 보지 않는다. 이는 1990년대 이해관계자 논리에 맞서 주주중심주의를 옹호하던 대표적 학자인 Bainbridge의 주장에도 잘 나타나 있다.

"The firm is seen as simply a legal fiction representing the complex set of contractual relationships between these inputs. In other words, the firm is treated not as a thing, but rather as a nexus or web of explicit and implicit contracts establishing rights and obligations among the various inputs making up the firm. Because shareholders are simply one of the inputs bound together by this web of voluntary agreements, ownership is not a meaningful concept in nexus of contracts theory... **Shareholders are not property owners.**" (Bainbridge, 1993, p. 1427. 강조추가)

("기업은 여러 투입요소간의 복잡한 계약관계를 대표하는 단순한 법적허구, 또는 법적의제(擬制)이다. 즉, 기업은 어떤 실체가 있는 것이 아니라 그것을 구성하는 여러 투입요소간의 권한과 의무를 담은 명시적 또는 묵시적 계약의 집합체 또는 연결망에 불과하다. 주주도 이런 자발적 합의의 연결망에 포함된 하나의 투입요인에 불과하기 때문에, 계약집합체이론에서 소유권이란 별로 의미 있는 개념이 아니다... **주주는 재산소유자가 아니다.**")

### 3.3 주주중심주의가 모든 기업스캔달의 원인?

종종 이해관계자 관점을 주장하는 학자들은 2000년 초 대형 기업스캔달을 주주중심주의 실패의 대표적인 사례로 꼽는다. 가장 대표적인 사례가 엔론(Enron), 월드콤(WorldCom), 타이코(Tyco), 헬스사우스(HealthSouth), 글로벌크로싱(Global Crossing) 등이다.

“The dogma of shareholder primacy predicts that Corporate America’s mass embrace of shareholder value thinking over the past two decades should have greatly improved the business sector’s performance. This prediction plainly has not been borne out... We have suffered a daisy chain of costly corporate scandals and disasters, from massive frauds at **Enron**, **HealthSouth**, and **WorldCom** in the early 2000s.” (Stout, 2012, p. 4, 강조추가)

(“주주중심주의의 신조는 지난 20년간 주주가치를 중시하던 미국기업들의 성과가 좋아질 것으로 예측했다. 이 예측은 빗나갔다... 우리는 2000년 초, **Enron**, **HealthSouth**, **WorldCom**의 대형사기에서 시작해 끊임 없이 기업 스캔들과 재앙을 겪었다.”)

그러나 여기 거론되는 기업들의 스캔달은 단기 주주중심주의의 대표적 폐해로 많이 소개 되었지만 그것은 사실이 아니다. 위 사례들의 실제 내막을 보면, 범인은 경영자이지, 주주가 아니다. 경영자들이 본인들의 이기심을 위해 회계부정 등으로 주주에게 큰 피해를 입힌 전형적인 케이스라는 것은 이미 명백하게 밝혀졌다(Smith, 2003; Norman, 2004; Stieb, 2009). 주주는 오히려 피해자였던 것이다. 이 사건은 경영자가 주주에게 신인의무(fiduciary duty)를 제대로 하지 않은 것이 핵심이다. 즉, 이 스캔달은 주주중심주의의 폐해가 아니라 주주중심주의가 제대로

로 작동되지 않아 발생한 일이다.

이에 대해 Carson(2003)은 이것이 주주를 무시하고 이해관계자를 중시하는 나이브한 태도가 초래한 사태라고 정리한 바 있고, Heath(2006)도 아래와 같이 지적하며 이 사태들은 주주의 비용으로 기업들의 경영자 배를 불린 사건이라고 분석했다.

“Managers at Enron, Parmalat, Tyco, and WorldCom enriched themselves primarily at the expense of shareholders.” (Heath, 2006, p. 538)

(“Enron, Parmalat, Tyco, WorldCom의 경영자들은 주주들을 희생시켜 자신들의 부를 쌓았다.”)

비단 모든 기업스캔달이 다 경영자 때문만은 아니겠지만, 그것들이 모두 다 주주중심주의 때문도 아니다. 기업내에는 수많은 기회주의의 요인이 산재해 있다. 이런 잠재요소가 드러나 큰 스캔달로 번졌을 때 일반대중이나 학자나 이것을 모두 다 주주자본주의의 실패로 돌리려는 경향이 있는데, 이 또한 오패라고 볼 수 있다.

## IV. 이해관계자 배려하는 장기적 주주중심주의

이 세상에 암만 완벽한 시스템을 갖추더라도 인간이 나쁘게 마음만 먹으면 얼마든지 기회주의적으로 단기적 이해추구의 문제를 일으킬 수 있다. 주주중심주의도 마찬가지로 단기적 주주 이익을 위한 기회주의적 위험에 노출되어 있다. ‘단기적 주주가치 극대화’를 위한 꼼수들은 다양하게 존재한다. 앞서 언급했듯이, 주주가 경영자를 앞세워 종업원을 임금을 억누르거나 공급자의 거래대금을 지나치게 깎으면서

최종적으로 주주에게 돌아가는 몫을 크게 가져갈 수도 있을 것이다(Denis, 2019). 또한 당장 눈앞의 이익을 위해 성장에 필요한 투자를 안하거나, 인재 양성과 교육에 소극적이거나, 자사주 매각을 통해 단기 주가 급등을 노리거나 등등 수많은 전략을 생각할 수 있다. 분명 단기적 주주가치 극대화는 눈앞의 주주이익을 위해 다른 이해관계자의 이익을 침해하거나 회사전체의 성장성을 떨어뜨린다. 그리고 이는 장기적으로 투자하는 주주의 이해에도 부정적 영

향을 미친다.

그러나 이는 주주중심주의 뿐만 아니라 다른 이해관계자 중심모델을 구축해도 마찬가지다. 단기적 노동자중심주의, 단기적 소비자 중심주의, 단기적 공급자 중심주의, 단기적 경영자 중심주의 등 단기이익 추구의 폐단은 주주 이외에도 모든 이해관계자에 공통적으로 나타날 수 있다. 예를 들어 거래비용이론은 공급자의 단기적이고 기회주의적 행동의 가능성을 강조하였고(Coase, 1937; Williamson, 1985),

<Table 3> 장기적 주주중심주의는 이해관계자들을 만족시킨다는 주장들 (강조추가)

저자	내용
Bebchuk & Tallarita(2020)	Thus, it is undeniable that, to effectively serve the goal of enhancing <b>long-term shareholder value</b> , corporate leaders should take into account <b>stakeholder effects</b> – as they should consider any other relevant factors (p. 109) ( <b>장기적 주주가치 제고</b> 를 위해서 기업의 리더들은 다른 요인들과 함께 이해관계자 효과를 필히 고려해야 한다)
Inkpen & Sundaram(2022)	Our argument has always been that SVM(shareholder value maximization) with a <b>long-term view</b> should be the preferred objective because it will maximize value for all <b>stakeholders</b> (p. 564) (전부터 우리는 <b>장기적 관점</b> 을 가진 <b>주주가치 극대화</b> 가 목적이어야 한다고 주장해 왔다. 왜냐하면 그렇게 하는 것이 모든 <b>이해관계자</b> 의 가치를 극대화시키기 때문이다)
Sommers(1991)	If it is accepted that the prevailing norm for directors’ conduct is the <b>long-term</b> interests of shareholders, then a reconciliation of the positions of the proponents and opponents of the other constituency statutes is discernible. (만약 경영자의 행위가 <b>장기적 주주이해</b> 를 위한 것이라면, 이해관계자 보호법에 대한 지지와 반대의 입장의 차이가 쉽게 조율될 것이다)
Jensen(2002)	<b>Enlightened value maximization</b> utilizes much of the structure of <b>stakeholder</b> theory but accepts maximization of the <b>long-run value</b> of the firm as the criterion for making the requisite tradeoffs among its <b>stakeholders</b> , and specifies long-term value maximization or value seeking as the firm’s objective (p. 235) ( <b>계몽된 가치극대화</b> 는 <b>이해관계자이론</b> 의 구조를 활용하면서도 기업의 <b>장기가치 극대화</b> 원칙을 받아들이는데, 이를 통해 이해관계자간 상충관계를 조절한다. 그리고 이것은 장기가치극대화 또는 장기가치추구를 기업의 목표로 삼는다)
Smith(2003)	More thoughtful shareholder theorists often refer to a need for ‘ <b>enlightened self-interest</b> ,’ which - if embraced - would lead a corporation’s managers to take a long-term orientation. (보다 신중한 주주중심주의 이론가들은 ‘ <b>계몽된 자기이익</b> ’ 추구의 필요성을 주장하는데, 만약 이것이 수용된다면 기업의 경영자들이 보다 장기적 성향을 가지게 될 것이다)

대리인 이론은 경영자의 단기적이고 기회주의적인 행동의 폐단에 초점을 맞추었다(Jensen & Meckling, 1976).

주주중심주의에서는 주주와 기업가치를 중심으로 경영자가 여러 이해관계자들의 다양한 단기적 기회주의를 제어할 수 있다. 그러나 주주중심주의를 폐기하고 이해관계자 모델을 채택한다면, 그리고 경영자가 모든 이해관계자들에게 신의성실의 의무로만 대한다면, 이해관계자들의 숫자만큼 단기적 기회주의가 발생할 수 있기에 오히려 주주중심모델보다 5~6배 문제가 더 많은 모델이 될 가능성도 존재한다.

따라서 현재의 주주중심주의에 내재된 단기 지향성을 억제하고, 보다 장기적 방향으로 이끄는 것이 필요하다(Rappaport, 2011). 그리고 이런 '장기적 주주중심주의'는 다른 이해관계자들의 이해도 충족시켜주면서 기업을 성장시킬 수 있을 것이다(Sommer, 1991). 예를 들어, 고객마케팅에서 단기간에만 고객을 이용하려 하지 않고, 장기적으로 고객가치 증대를 통해 브랜드를 쌓아가는 방식이다. 공급자와 종업원을 대할 때도 단기적으로 이용하는 개념이 아닌 장기적 파트너 관계로 회사와 같이 성장할 수 있는 경영을 해야 할 것이다. 물론 이것들도 새로운 것이 아니라, 지난 몇십 년간 주주중심주의하에서 누누이 지적되어온 이야기들이다. 이미 마케팅, 인사관리, 공급자관리 분야에 이런 장기적 경영을 권하는 책과 논문은 넘치고도 남는다. Freeman의 '이해관계자 경영'도 우리가 기존에 누누이 들어왔던 이런 장기적 경영제언과 다르지 않아 보인다.

장기적 주주중심주의는 사실 이전부터 수많은 학자들이 주장한 적이 있어 전혀 생소한 개념은 아니다. 그리고 이것은 여러 이해관계자와 같이 상생하는 모델이라 이해관계자 이론가들이 바라는 이상과도 큰 괴리가 없다. <Table 3>는 장기적 주주중심주의를

지지하는 학자들의 핵심 주장을 요약하였다. 저자마다 장기적 주주중심주의를 지칭하는 용어가 약간씩 다른데 Jensen(2002)과 Bebchuk & Tallarita (2020)는 공히 이를 '계몽된 주주가치 극대화'(enlightened shareholder value maximization)라고 표현한 바 있다.

이해관계자 이론과 관련된 주장 중, 이해관계자 정의와 범위를 혼란스럽게 하는 논리와 이해관계자 이사회 참여를 법적으로 강제하려는 논리 등 몇몇 극단적 논리를 제외한다면, 그 나머지의 주장들은 대개 장기적 주주중심주의와 수렴한다고 생각된다. 가장 대표적인 것이 이해관계자 경영을 '가치창출'로 본 Freeman의 주장이다(Freeman & By, 2022). 두 이론이 절충을 한다면 결국 이 부분에서 합의점을 찾아야 할 것이다. 물론 이것은 이해관계자 경영의 '가치창출' 논리가 나름대로 별도의 이론적 골격이 있다는 전제하에서이다. 만약 이해관계자 경영에서 말하는 '가치창출'이 기존 경제학이나 주주중심경영에서의 가치창출과 동일한 내용을 말하는 것이라면, 사실 두 진영간 '절충'이란 말은 적합하지 않다. 이해관계자 경영의 가치창출 개념이 사실 기존 경제학이나 주주중심경영에서의 가치창출 개념을 그대로 가져온 것이라는 점만 확인하면 될 것이다.

## V. 결 어

서두에도 언급했지만, 기업경영에 있어 기업의 이해관계자는 매우 중요하고, 주주나 경영자, 또는 경영학자를 막론하고 기업의 이해관계자를 위한 경영에 의당 관심을 가져야 할 것이다. 그러나 적어도 현재의 '이해관계자 경영이론'은 무엇보다 그 범위와

개념설정 등 몇가지 심각한 결함이 있으며, 소위 '이해관계자 경영' 역시 기존 경영이론들에 비해 그 실체가 여전히 모호하다는 것을 본 논문을 통해 주장하였다.

본 논문에서는 다섯 가지 측면에서 이해관계자 이론을 비판하였는데, 이들은 외국 문헌에는 이미 많이 소개되었으나, 한국에서는 아직까지 이런 비판들이 잘 소개되고 있지 않았다. 이런 점은 기존 국내 이해관계자 연구의 한계라고 보여지며, 본 논문은 이런 간극을 해소하고자 하였다.

보다 근본적인 문제는 주주중심주의를 오해한 나머지 그 장점을 무시하고, 실체가 모호한 이론을 지나치게 미화하고 정당한 것으로 떠받드는 추세이다. 특히 최근 들어 경영학자들은 경영이론이 이제 기업을 넘어 사회에까지 '선한' 영향력을 행사할 수 있다는 자신감에 취해, 냉철한 분석보다 추상적이고 감성적 요소에 성급히 이끌리는 경향이 있는 듯하다. 그러나 경영학자들의 강점은 사회적 정의(正義)를 재단하고 전파하는데 있다기보다, 논의되는 경영이론의 내용들이 실제 경영에 있어 구체성과 현실성을 갖추었는지를 판단하는 능력에 있을 것이다.

Van der Weide(1996)는 주주중심주의에 단점도 있지만, 이해관계자주의의 오류에 비하면 아주 사소하다고 지적하면서, 이해관계자주의보다 주주중심주의가 사회적 가치를 더 많이 생산한다고 주장했다. 본 연구를 통해 이해관계자 뿐만 아니라 기업과 사회전체에 긍정적인 영향을 주는 시스템들의 장단점에 대해 보다 냉정하고 균형잡힌 논의의 물꼬가 트이기를 희망한다.

## 참고문헌

- Ahn, T. S.(2017), "Industrial Democracy and Stakeholder Capitalism - A Review of Contemporary Requirement for Co-determination and Stakeholder Capitalism," *Korea Economic Law Review*, 16(1), pp.31-55. (In Korean)
- Alchian, A. A. and H. L. Demsetz(1972), "Production, Information Costs, and Economic Organization," *American Economic Review*, 62(5), pp.777-795.
- Allen, F., E. Carletti and R. Marquez(2015), "Stakeholder Governance, Competition, and Firm Value," *Review of Finance*, 19, pp.1315-1346.
- Antonacopoulou, E. P. and J. Méric, (2005), "A Critique of Stake-holder Theory: Management Science or a Sophisticated Ideology of Control?," *Corporate Governance*, 5(2), pp. 22-33.
- Arrow, K. J.(1950), "A Difficulty in the Concept of Social Welfare," *Journal of Political Economy*, 58, pp.328-346.
- Bae, J.(2019), "Conflicts of Interest and the Moral Arbitrariness of the Firm," *Korean Journal of Management*, 27(4), pp.151-169. (In Korean)
- Bainbridge, S. M.(1993), "In Defense Of The Shareholder Wealth Maximization Norm: A Reply To Professor Green," *Washington and Lee Law Review*, 50, pp.1423-1447.
- Bainbridge, S. M.(2019), "The Business Judgment Rule as Abstention Doctrine," *Vanderbilt Law Review*, 57, pp.83-130.
- Baird, C. W.(2000), "Unions and Antitrust," *Journal of Labor Research*, 21(4), pp.585-600.

- Barney, J. B. (2018), "Why Resource-based Theory's Model of Profit Appropriation Must Incorporate a Stakeholder Perspective," *Strategic Management Journal*, 39, pp.3305-3325.
- Bebchuk, L. A. and R. Tallarita (2020), "The Illusory Promise of Stakeholder Governance," *Cornell Law Review*, 106, pp.91-177.
- Berle, A. A., Jr. (1931), "Corporate Powers as Powers in Trust," *Harvard Law Review*, 44 (7), pp. 1049-1074.
- Blair, M. M. and L. Stout (1999), "A Team Production Theory of Corporate Law," *Virginia Law Review*, 85, pp.247-328.
- Blair, M. M. (2012), "Corporate Law and the Team Production Problem," *Vanderbilt University Law School*, Working Paper Number 12-14.
- Bogle, J. C. (2009), "The Fiduciary Principle: No Man Can Serve Two Masters," *Journal of Portfolio Management*, 36(1), pp.15-25.
- Bradley, M., C. A. Schipani, A. K. Sundaram, and J. P. Walsh (1999), "The Purposes and Accountability of the Corporation in Contemporary Society: Corporate Governance at a Crossroads," *Law and Contemporary Problems*, 62(3), pp.9-86.
- Bratton, W. W. (2021), "Team Production Revisited," *Vanderbilt Law Review*, 74(6), pp.1539-1581.
- Bundy, J., R. M. Vogel, and M. A. Zachary (2018), "Organization-Stakeholder Fit: A Dynamic Theory of Cooperation, Compromise, and Conflict between an Organization and its Stakeholders," *Strategic Management Journal*, 39, pp.476-501.
- Carson, T. L. (2003), "Self-Interest and Business Ethics: Some Lessons of the Recent Corporate Scandals," *Journal of Business Ethics*, 43, pp.389-394.
- Cennamo, C., P. Berrone, and L. R. Gomez-Mejia (2009), "Does Stakeholder Management have a Dark Side?," *Journal of Business Ethics*, 89, pp.491-507.
- Charron, D. C. (2007), "Stockholders and Stakeholders: The Battle for Control of the Corporation," *Cato Journal*, 27(1), pp.1-22.
- Child, J. W. and A. M. Marcoux (1999), "Freeman and Evan: Stakeholder Theory in the Original Position," *Business Ethics Quarterly*, 9(2), pp.207-223.
- Choi, J. (2007), "Shareholder Capitalism and Stakeholder capitalism," *Korea Commercial Law Journal*, 26 (2), pp.169-192. (In Korean)
- Choi, J. (2022), *Corporate Law*, 17th Edition, Samyoung Publishing, Seoul. (In Korean)
- Clarke, T. (2020), "The Contest on Corporate Purpose: Why Lynn Stout was Right and Milton Friedman was Wrong," *Accounting, Economics, and Law: A Convivium*, 10(3), pp.1-46.
- Coase, R. H. (1937), "The Nature of the Firm," *Economica*, 4, pp.386-405.
- Coff, R. (2010), "The Co-evolution of Rent Appropriation and Capability Development," *Strategic Management Journal*, 31, pp.711-733.
- Coffee, J. C. Jr. (1986), "Shareholders Versus Managers: The Strain in the Corporate Web," *Michigan Law Review*, 85(1), pp.1-109.
- Cox, A. (1955), "Labor and the Antitrust Laws-- A Preliminary Analysis," *University of Pennsylvania Law Review*, 104, pp.252-284.
- Crane, A. and T. Ruebottom (2011), "Stakeholder Theory and Social Identity: Rethinking Stakeholder Identification," *Journal of Business Ethics*, 102, pp.77-87.
- Dammann, J. and H. Eidenmüller (2020), "Codeter-

- mination: A Poor Fit for U.S. Corporations," *Columbia Law Journal*, 3, pp.870-941.
- Denis, D.(2019), "The Case for Maximizing Long-run Shareholder Value," *Journal of Applied Corporate Finance*, 31(3), pp.81-89.
- Dent, G. W. Jr.(2008), "Stakeholder Governance: A Bad Idea Getting Worse," *Case Western Reserve Law Review*, 58(4), pp.1107-1144.
- Dodd, E. M.(1932), "For Whom are Corporate Managers Trustees?," *Harvard Law Review*, 45, pp. 1145-1163.
- Donaldson, T. and L. E. Preston(1995), "The Stakeholder Theory of the Corporation: Concepts, evidence, and implications," *Academy of Management Review*, 20, pp.65-91.
- Dorobantu, S. and K. Odziemkowska(2017), "Valuing Stakeholder Governance: Property Rights, Community Mobilization, and Firm Value," *Strategic Management Journal*, 38, pp.2682-2703.
- Dunham, L., R. E. Freeman, and J. Leidtka(2006), "Enhancing Stakeholder Practice: A Particularized Exploration of Community," *Business Ethics Quarterly*, 16(1), pp.23-42.
- Eskerod, P.(2020), "A Stakeholder Perspective: Origins and Core Concepts," *Oxford Research Encyclopedias: Business and Management*, Online Publication. doi:10.1093/acrefore/9780190224851.013.3
- Easterbrook, F. H. and D. R. Fischel(1989), "The Corporate Contract," 89, *Columbia Law Review*, 89(7), pp.1416-1448.
- Easterbrook, F. H. and D. R. Fischel(1991), *The Economic Structure of Corporate Law*, Harvard University Press, Cambridge, MA.
- Fama, E. F.(1990), "Contract Costs and Financing Decisions," *Journal of Business*, 63, pp.S71-S91.
- Fama, E. F.(2021), "Contract Costs, Stakeholder Capitalism, and ESG," *European Financial Management*, 27, pp.189-195.
- Fama, E. F. and M. C. Jensen(1983a), "Separation of Ownership and Control," *Journal of Law and Economics*, 26, pp.301-325.
- Fama, E. F. and M. C. Jensen(1983b), "Agency Problems and Residual Claims," *Journal of Law and Economics*, 26, pp.327-349.
- Fassin, Y.(2009), "The Stakeholder Model Refined," *Journal of Business Ethics*, 84, pp.113-135.
- Freeman, R. E.(1984), *Strategic Management: A Stakeholder Approach*. Pitman, Boston.
- Freeman, R. E.(1994), "The Politics of Stakeholder Theory: Some Future Directions," *Business Ethics Quarterly*, 4(4), pp.409-421.
- Freeman, R. E.(2002), "Stakeholder Theory of the Modern Corporation," in T. Donaldson and P. Werhane (Eds.), *Ethical Issues in Business: A Philosophical Approach*, Englewood Cliffs, NJ, Prentice Hall, pp.38-48.
- Freeman, R. E.(2010), "Managing for Stakeholders: Trade-offs or Value Creation," *Journal of Business Ethics*, 96, pp.7-9.
- Freeman, R. E. and R. T. By(2022), "Stakeholder Capitalism and Implications for How We Think about Leadership," *Journal of Change Management*, 22(1), pp.1-7.
- Freeman, R. E. and W. M. Evan(1990), "Corporate Governance: A Stakeholder Interpretation," *Journal of Behavioral Economics*, 19(4), pp.337-359.
- Freeman, R. E., J. S. Harrison, A. C. Wicks, B. L. Parmar, and S. De Colle(2010), "Stakeholder Theory: The State of the Art," *The Academy of Management Annals*, 3(1), pp.403-445.

- Freeman, R. E. and J. McVea(2001), "A Stakeholder Approach to Strategic Management," in M. Hitt, E. Freeman, J. Harrison, (Eds). *Handbook of Strategic Management*. Blackwell Publishing, Oxford, U.K., pp.189-207.
- Freeman, R. E. and D. L. Reed(1983), "Stockholders and Stakeholders: A New Perspective on Corporate Governance," *California Management Review*, 25(3), pp.88-106.
- Freeman, R. E., A. C. Wicks, and B. Parmar(2004), "Stakeholder Theory and 'The Corporate Objective Revisited'," *Organization Science*, 15(3), pp.364-369.
- Goodpaster, K. E.(1991), "Business Ethics and Stakeholder Analysis," *Business Ethics Quarterly*, 1(1), pp.53-73.
- Govindarajan, V. and A. Srivastava(2020), "We are Nowhere near Stakeholder Capitalism," *Harvard Business Review* online article, Jan.
- Greenfield, K. and D. Smith(2008), "Saving the World with Corporate Law?," *Emory Law Journal*, 57 (4), pp.947-1010.
- Grossman, S. J. and O. D. Hart(1986), "The Costs and Benefits of Ownership: A Theory of Vertical and Lateral Integration," *Journal of Political Economy*, 94, pp.691-719.
- Gupta, K., D. Crilly, and T. Greckhamer(2020), "Stakeholder Engagement Strategies, National Institutions, and Firm Performance: A Configurational Perspective," *Strategic Management Journal*, 41, pp.1869-1900.
- Hansmann, H. and R. Kraakman(2001), "The End of History for Corporate Law", *Georgetown Law Journal*, 89, pp.439-468.
- Hasnas, J.(1998), "The Normative Theories of Business Ethics: A Guide for the Perplexed," *Business Ethics Quarterly*, 8(1), pp.19-42.
- Heath, J.(2006), "Business Ethics Without Stakeholders," *Business Ethics Quarterly*, 16(3), pp.533-557.
- IMU(2020.4.), "Mitbestimmung der Zukunft," Mitbestimmungsreport, 58.
- Inkpen, A. and A. Sundaram(2022), "The Endurance of Shareholder Value Maximization as the Preferred Corporate Objective," *Journal of Management Studies*, 59 (2), pp.555-568.
- Jensen, M.(2002), "Value Maximization, Stakeholder Theory, and the Corporate Objective Function," *Business Ethics Quarterly*, 12 (2), pp.235-256.
- Jensen, M. and W. H. Meckling(1976), "Theory of the Firm: Managerial Behavior, Agency Costs and Ownership Structure," *Journal of Financial Economics*, 3(4), pp.305-360.
- Jones, D. L., (1957), "The Enigma of the Clayton Act," *Industrial and Labor Relations Review*, 10(2), pp.201-221.
- Jones, T.(1995), "Instrumental Stakeholder Theory: A Synthesis of Ethics and Economics," *Academy of Management Review*, 20(2), pp.404-437.
- Jones, T. M., J. S. Harrison, and W. Felps(2018), "How Applying Instrumental Stakeholder Theory can Provide Sustainable Competitive Advantage," *Academy of Management Review*, 43(3), pp.371-391.
- Ju, J.(2020), "Corporate Governance and the Fiduciary Duties of Loyalty: A Comparative Law and Economics Approach," *Commercial Cases Review*, 33(3), pp.3-93. (In Korean)
- Key, S.(1999), "Toward a New Theory of the Firm: A Critique of Stakeholder 'Theory'," *Management Decision*, 37(4), pp.317-328.
- Kim, H. S.(2004), "Stakeholders and the Institutional Context of CEO/shacho Succession in Japan,"

- Journal of Korea-Japan Economics and Business*, 29, pp.248-288. (In Korean)
- Kim, K. S. and J. H. Nam(2021), "Discussion on the Legislation of the Labor Director," *Korea Ordo Economics Journal*, pp.89-108. (In Korean)
- Klein, P. G., J. T. Mahoney, A. M. McGahan, and C. N. Pitelis(2012), "Who is in Charge? A Property Rights Approach for a Stakeholder Theory of the Firm," *Strategic Organization*, 10(3), pp.304-315.
- Lande, R. H. and R. O. Zerby Jr.(1985), "Reducing Unions' Monopoly Power: Costs and Benefits," *Journal of Law and Economics*, 28, pp.297-310.
- Lee, D. S.(2012), "The Implications and Limits of Shareholder Primacy Paradigm," *Business Law*, 22(2), pp.181-215. (In Korean)
- Lee, J. S.(2014), "An Exploration of Stakeholder Theory's Critique on Shareholder Primacy: A Theoretical and Empirical Analysis," *Korea Commercial Law Journal (Korean)*, 33(1), pp.299-334. (In Korean)
- Lee, S-Y.(2022), "Justification of Stakeholder Capitalism Theory of Corporation: Concepts, History, Legal Backgrounds, and Issues," *Korean Management Review*, 51(5), pp. 1297-1322. (In Korean)
- LoPucki, L. M.(2004), "A Team Production Theory of Bankruptcy Reorganization," *Vanderbilt Law Review*, 57(3), pp.741-780.
- Macey, J. R.(1999), "Fiduciary Duties as Residual Claims: Obligations to Nonshareholder Constituencies from a Theory of the Firm Perspective," *Cornell Law Review*, 84(5), pp. 1266-1281.
- Marcoux, A.(2003), "A Fiduciary Argument Against Stakeholder Theory," *Business Ethics Quarterly*, 13(1), pp.1-17.
- Mainardes, E. M., H. Alves, and M. Raposo(2011), "Stakeholder Theory: Issues to Resolve," *Management Decision*, 49(2), pp.226-252
- McGahan, A. M.(2020), "Where Does an Organization's Responsibility End?: Identifying the Boundaries on Stakeholder Claims," *Academy of Management Discoveries*, 6(1), pp.8-11
- Meese, A. J.(2002), "The Team Production Theory of Corporate Law: A Critical Assessment," *William & Mary Law Review*, 43, pp.1629-1702.
- Miles, S.(2011), "Stakeholder Definitions: Profusion and Confusion," EIASM 1st interdisciplinary conference on stakeholders, resources and value creation, IESE Business School, University of Navarra, Barcelona.
- Miles, S.(2012), "Stakeholders: Essentially Contested or Just Confused?," *Journal of Business Ethics*, 108, pp.285-298.
- Miles, S.(2017), "Stakeholder Theory Classification: A Theoretical and Empirical Evaluation of Definitions," *Journal of Business Ethics*, 142, pp.437-459.
- Mitchell, L. E.(1992), "A Theoretical and Practical Framework for Enforcing Corporate Constituency Statutes," *Texas Law Review*, 70 (3), pp.579-643.
- Mitchell, R., B. Agle, and D. Wood(1997), "Toward a Theory of Stakeholder Identification and Salience: Defining the Principle of Who and What Really Counts," *Academy of Management Review*, 22, pp.853-886.
- Mocsary, G. A.(2016), "Freedom of Corporate Purpose," *BYU Law Review*, 5, pp.1319-1395.
- Mygind, N.(2009), "Stakeholder Ownership and

- Maximization," *Corporate Governance*, 9(2), pp.158-174.
- Norman, W.(2004), "What can the Stakeholder Theory Learn from Enron?," *Zeitschrift für Wirtschafts- und Unternehmensethik*, 5(3), pp.326-336.
- O'Connor, M. A.(1993), "The Human Capital Era: Reconceptualizing Corporate Law to Facilitate Labor-Management Cooperation," *Cornell Law Review*, 78(5), pp.899-965.
- Palladino, L.(2021), "Economic Democracy at Work: Why (and How) Workers Should Be Represented on U.S. Corporate Boards," *Journal of Law and Political Economy*, 1(3), pp.373-396.
- Park, K. C., E. J. Park, and O. S. Kwon(2020), "In Defense of Labor Participation Law and Its Implications," FKTU Research Center, Research Paper 2020-10. (In Korean)
- Phillips, R.(1997), "Stakeholder Theory and a Principle of Fairness," *Business Ethics Quarterly*, 7(1), pp.51-66.
- Phillips, R.(2003), "Stakeholder Legitimacy," *Business Ethics Quarterly*, 13(1), pp.25-41.
- Popper, K. R.(1963), *Conjectures and Refutations. The Growth of Scientific Knowledge*. Routledge & Kegan Paul, New York.
- Raghunandan, A. and S. Rajgopal(2021), "Do Socially Responsible Firms Walk the Talk?," SSRN: <http://dx.doi.org/10.2139/ssrn.3609056>
- Rappaport, A.(2011), *Saving Capitalism from Short-Termism: How to Build Long-Term Value and take back our Financial Future*, McGraw Hill. New York.
- Romano, R.(1988), "The Future of Hostile Takeovers: Legislation and Public Opinion," *Cincinnati Law Review*, 57, pp.457-505.
- Sachs, S. and M. Maurer(2009), "Toward Dynamic Corporate Stakeholder Responsibility," *Journal of Business Ethics*, 85, pp.535-544.
- Schendel, D. E. and C. W. Hofer(1979), *Strategic Management: A New View of Business Policy and Planning*, Little, Brown, Boston.
- Schwochau, S.(2000), "The Labor Exemptions to Antitrust Law: An Overview," *Journal of Labor Research*, 21, pp.535-555.
- Smart, J.(2021), "Animals as Stakeholders," in N. Thomas (Ed.), *Animals and Business Ethics*. Springer. Berlin, pp.297-324.
- Smith, J.(2003), "The Shareholder vs. Stakeholder Debate," *Sloan Management Review*, Summer, pp.85-90.
- Sommer, A. A., Jr.(1991), "Whom Should the Corporation Serve? The Berle-Dodd Debate Revisited Sixty Years Later," *Delaware Journal of Corporate Law*, 16(1), pp.33-56.
- Standly, N. E.(2012), "Lessons Learned from the Capitulation of the Constituency Statute," *Elon Law Review*, 4 (2), pp.209-233.
- Starik, M.(1995), "Should Trees have Managerial Standing? Toward Stakeholder Status for Non-human Nature," *Journal of Business Ethics*, 14, pp.207-217.
- Sternberg, E.(1997), "The Defects of Stakeholder Theory," *Corporate Governance*, 5(1), pp.3-10.
- Stieb, J.(2009), "Assessing Freeman's Stakeholder Theory," *Journal of Business Ethics*, 87(3), pp.401-414.
- Stoney, C. and D. Winstanley(2001), "Stakeholding: Confusion or Utopia? Mapping the Conceptual Terrain," *Journal of Management Studies*, 38(5), pp.603-626.
- Stout, L.(2012), *The Shareholder Value Myth:*

- How Putting Shareholders First Harms Investors, Corporations, and the Public*, Berrett-Koehler, San Francisco.
- Styhre, A. (2017), "The Making of the Shareholder Primacy Governance Model: Price Theory, the Law and Economics School, and Corporate Law Retrenchment Advocacy," *Accounting, Economics, and Law: A Convivium*, 8(3), pp.1-31.
- Sundaram, A. and A. Inkpen, (2004a), "The Corporate Objective Revisited," *Organization Science*, 15(3), pp.350-363.
- Sundaram, A. and A. Inkpen, (2004b), "Stakeholder Theory and 'The Corporate Objective Revisited': A Reply," *Organization Science*, 15(3), pp. 370-371.
- Tallberg, L., J-C. García-Rosell, and M. Haanpää (2022), "Human-Animal Relations in Business and Society: Advancing the Feminist Interpretation of Stakeholder Theory," *Journal of Business Ethics*, 180, pp.1-16.
- Van der Weide, M. E. (1996), "Against Fiduciary Duties to Corporate Stakeholders," *Delaware Journal of Corporate Law*, 21(1), pp.27-86.
- Velasco, J. (2006), "The Fundamental Rights of the Shareholder," *U. C. Davis Law Review*, 40, pp.407-448.
- Velasco, J. (2010), "Shareholder Ownership and Primacy," *University of Illinois Law Review*, pp.897-956
- Williamson, O. E. (1985), *The Economic Institutions of Capitalism*, Free Press, New York.

- 
- The author Woonghee Lee is currently a professor at Hanyang University Business School. He graduated from Yonsei University Business School. He received MBA from the University of Illinois, Champaign, and Ph.D. from the Ohio State University in strategic management. After he got his Ph.D., he worked as a chief researcher at Samsung Economic Research Institute in Seoul, Korea. His research interests include corporate strategies that draws on economic theories such as institutional economics and Austrian economics.