

(사)한국상사법학회 특별학술대회

이사의 충실의무에 관한 상법 개정론의 검토

2024년 9월 5일(목) 13:00-18:00

연세대학교 법학전문대학원 국제회의장

주최 社團 法人 韓國商事法學會
Korea Commercial Law Association



연세대학교 | 법학연구원
YONSEI UNIVERSITY



개 회 사

존경하는 한국상사법학회 회원님,
그리고 이 자리에 참석해주신 여러분께

안녕하십니까?

저는 사단법인 한국상사법학회 제34대 회장인 연세대학교 법학
전문대학원 안강현 교수입니다.



여기 오신 모든 분을 환영합니다!

저희 한국상사법학회는 1957년에 설립되어 현재 1,800여 회원이 활동하는 대한민국
최고(最古), 최대(最大)의 학회로서 매년 춘하추동 4계절마다 1회씩 중요하고 시의성 있
는 상사법의 주제들을 중심으로 학술토론의 장을 마련해오고 있습니다.

이번 학술대회는 정기학술대회가 아니라 요즈음 상법 개정과 관련하여 가장 큰 논의의
중심에 있는 ‘이사의 충실의무’, 특히 ‘이사의 주주에 대한 충실의무’에 대한 집중적이고
실효적인 토론의 장을 제공하고자 하는 취지에서 저희 한국상사법학회가 시급히 준비한
특별학술대회입니다.

주지하시다시피 ‘이사의 주주에 대한 충실의무’에 대하여는 학계에서는 물론이고 실무
계에서도 찬반의 논쟁이 뚜렷하며 특히 입법부와 행정부 및 기업 각각이 입장이 예각적
으로 다투어지고 있는 실정에 있습니다. 이런 차제에 저희 한국상사법학회는 위 주제에
대하여 불편부당한 중립적 입장에서 위 주제를 다루고 그에 관한 토론을 회원 여러분뿐
아니라 관심을 가지시는 국민께 가감없이 제공하고자 그 준비에 만전을 기하였습니다.

이번 특별학술대회는 “이사의 충실의무에 관한 상법 개정론의 검토”라는 특별학술대회
의 대주제 하에 정대익 교수님의 “주주에 대한 이사의 충실의무 부존재 하의 독일법상
주주보호수단”, 권용수 교수님의 “이사의 의무에 관한 일본의 법체계와 시사점”, 손창완
교수님의 “미국 회사법상 이사의 충실의무와 그 시사점”, 천경훈 교수님의 “한국 회사법
상 이사의 의무와 주주의 이익보호” 이상 네 분의 소주제발표 후 심영 교수님을 좌장으
로 하여 관련 전문가이신 김우찬 교수님, 천준범 변호사님, 권재열 교수님, 윤승영 교수
님, 안태준 교수님의 종합토론의 장의 순서로 진행될 예정입니다.



오늘의 특별학술대회에는 보시다시피 아무런 후원이나 협찬이 없습니다.

국민을 향한 상법의 개정의 당부(當否)를 검토하고자 하는 순수한 취지에서, 오로지 저희 한국상사법학회의 재원으로 마련한 학술대회이므로 여기 계신 모든 분은 자유롭게 각자의 합리적 소신을 제시하셔도 되며, 그것이 진정한 상법 발전의 밑거름이 될 것이라는 말씀을 드립니다.

시의성 있는 주제에 대한 특별학술대회를 준비하느라 그간 수고해주신 한국상사법학회의 여러 이사님들과 수고해주신 모든 분들께 깊은 감사를 드립니다.

부디 저희 한국상사법학회가 마련한 오늘의 특별학술대회가 상법 개정론을 올바른 방향을 향도하는 데 적지 않은 기여를 할 수 있기를 바라며,

오늘의 특별학술대회의 개최를 환영해주시는 윤태석 연세대학교 법학전문대학원장님과 이 학술대회의 축사를 해주실 이기수 한국법학원장님께 깊은 감사를 드립니다.

여기 계신 모든 분의 건강을 기원하면서, 개회사를 마칩니다.

감사합니다.

2024. 9. 5.

한국상사법학회 회장 안 강 현 올림





환 영 사

안녕하세요. 반갑습니다. 법전원 원장입니다.

무더운 여름이 지나 학문의 계절인 가을의 문턱에 다다른 오늘 한국상사법학회의 학술대회를 위해 연세대학교에 방문하여 주신 존경하는 한국법학원 이기수 원장님을 비롯한 모든 분을 환영합니다.

제가 흠모하는 안강현 교수님께서 제34대 회장으로 계시는 한국상사법학회는 1957년에 설립되어 상사법 분야 전반을 아우르는 우리나라 최고(最古), 최대(最大)의 학회입니다. 오늘의 학술대회는 최근 핵심 논의의 대상인 “이사의 충실의무에 관한 상법 개정론”에 관하여 한국상사법학회가 상사법 분야 대표학회로서의 책임과 역할을 다하고자 특별히 마련한 것으로 알고 있습니다. 이미 지난 6월 말경 제주에서 성대한 하계학술대회를 마친 후라 다음의 10월 추계 학술대회 준비에도 벅찬 와중에 이렇게 특별학술대회까지 개최함에는 안강현 회장님 이하 회원 여러분의 열정과 책임의식이 없이는 불가능하기에 경탄과 존경심을 갖지 않을 수 없게 합니다.

그 주제를 보더라도 독일, 일본, 미국의 법체계를 아울러 검토하여 우리 회사법의 방향을 제시하고 있는 것이어서 참으로 시의적절하다고 하겠습니다. 이러한 특별학술대회를 저희 법학전문대학원에서 개최하게 된 것을 매우 자랑스럽고 뜻깊게 생각합니다.

연세대학교는 1921년 연희전문학교에서 법학강의가 개설되어 법학을 연구하고 교육한 지 100년이 넘었고, 2021년에 연세법학 100주년을 맞이한 성대한 기념식을 개최하기도 하였습니다. 특히 상법은 박원선 교수님이 초대 상법 교수로 재직하신 이래, 손주찬, 박길준, 홍복기, 신현운 교수님이 재직하신 바 있고, 안강현 회장님을 비롯하여 심영, 김홍기, 손창완, 최난설현, 김유성 교수님이 그 뒤를 이어 연세 상법학의 전통을 이어가고 있습니다. 앞으로도 연세 상법학이 한국상사법학회 나아가 대한민국 상법 발전에 기여할 수 있도록 원장인 저도 할 수 있는 지원을 다 하겠습니다.

연세대학교의 교정은 아름답기로 유명합니다. 본격적인 가을이 되면 더 아름다워 지지만 오늘 방문하신 만큼 본관인 언더우드관 근처를 한번 둘러보셔도 좋겠습니다.





다시 한번 특별학술대회의 개최를 축하드리고 이번 학술대회를 준비하느라 열정과 노
고를 아끼지 않으신 모든 분들께 감사드립니다.

감사합니다.

2024년 9월 5일

연세대학교 법학전문대학원장 윤 태 석 배상



축 사

「이사의 충실의무에 관한 상법 개정론의 검토」라는 주제로 특별학술대회를 개최함을 축하드립니다. 이를 준비해주신 한국상사법학회의 안강현 회장님과 연세대 법전원의 윤태석 원장님께 깊이 감사드립니다.

한국상사법학회는 1956년에 설립된 한국법학원의 학회설립계획에 의하여 네 번째로 1957년 9월 28일에 「한국상사법연구회」로 발족되었습니다. 최태영 서울대 법대 학장께서 초대 회장을 14년간 맡으셨으며, 1971년 1월에 한국상사법연구회의 명칭을 한국상사법학회로 개명하였습니다. 1971년 8월에 제2대 서돈각 회장께서 취임하셨으며 8년간 회장직을 수행하셨습니다.

그 이후에 손주찬 회장을 거쳐 제10대 강위두 회장까지 44년간 상사법학회 1세대(?)가 책임을 맡으셨습니다. 제11대 이균성 회장부터 제20대 최완진 회장까지 11년, 제21대 홍복기 회장부터 현임 제34대 안강현 회장까지 13년, 합하여 24년간 제2세대(?)가 맡아오고 있습니다.

저는 개인적으로 최태영 회장님께는 수학한 적은 없으나 고려대학교 교우회 신년하례식에는 인천에 거주하시던 선생님께서 고려대 교우회관까지 오셔서 소주 3-4잔을 하시던 기억이 생생합니다. 손주찬 선생님께서는 고려대 법대 4학년인 1968년에 상법사례연습을 수강하였으며, 서돈각 선생님께도 서울대 대학원에 재학한 1970년, 1971년에 강의를 직접 수강하였습니다. 두분 선생님께서는 학회가 있을 때마다 직접 참석하셨고, 서돈각 선생님은 대학교 총장직을 맡고 계시면서도 잠시라도 꼭 학회장을 방문해 주신 기억이 새롭고, 감사하기 이룰데 없습니다.

오늘 4개의 주제에 대한 발표자의 논문은 여섯 분의 토론자가 격론을 벌일 것이기에 간단히 그 결론만을 소개하겠습니다.

정대익 교수의 “주주에 대한 이사의 충실의무 부존재 하의 독일법상 주주보호수단-유럽 국가 및 영연방 국가와의 비교를 겸하여-”는 이사의 주주에 대한 충실의무의 신설에 많은 의문을 제기하면서 “공론의 장에서 냉철한 이성을 총동원하여 모두의 지혜를 짜내는 것이다”라고 결론짓고 있습니다.



권용수 교수의 “이사의 의무에 관한 일본의 법체계와 우리나라에의 시사점”에서는 “이사의 주주에 대한 의무는 현행 법체계로부터 당연히 도출될 수 있는 것”이라고 보면서 “지금보다 명확한 방향 제시가 필요하다면 일본처럼 가이드라인 마련 등을 검토해 보는 건 어떨까”라고 결론지었습니다.

손창완 교수의 “미국 회사법상 이사의 충실의무와 그 시사점”에서는 “이사의 주주에 대한 직접적인 의무 부담을 명시하는 충실의무의 도입은 우리나라 회사법리상 타당하지 않으나, 이사의 업무집행 과정에서 주주의 이익을 보호할 의무를 명시하는 것은 필요하다. 최소한 합병, 주식교환/이전에 한해서는 주주의 이익보호의무를 명시할 필요가 있다고 ”결론지었습니다.

천경훈 교수의 “한국 회사법상 이사의 의무와 주주이익의 보호”에서는 상법개정안 논란과 찬반론, 개정안의 평가에 이어 확인적/선언적 보완입법가능성을 검토하고 개정시안 제382조의3(이사의 주의의무와 충실의무)을 제시하고 있습니다.

네 분 교수님의 발표에 이어서 좌장을 모시고 여섯 분의 전문가가 2시간에 가깝게 종합토론을 진행합니다.

이번 특별학술대회가 주최자의 의도대로 뜻깊은 결론이 도출되어 우리나라 상사법학계의 새로운 주춧돌을 놓기를 기대하면서, 함께 해주신 모든 분들의 건승을 기원드립니다. 감사합니다.

2024. 9. 5.

한국법학원 원장 이 기 수





(사)한국상사법학회 특별학술대회

이사의 충실의무에 관한 상법 개정론의 검토

> 프로그램 안내

세부 내용

- ◆ 일 시 : 2024년 9월 5일(목) 13:00~18:00
- ◆ 장 소 : 연세대학교 법학전문대학원 국제회의장
- ◆ 주 최 : 한국상사법학회·연세대학교 법학연구원·한국법학원

> 등록 및 개회식

세부 일정

사회 김효정 총무이사(한국상사법학회)

- | | |
|-------------|--------------------------------|
| 13:00~13:20 | 등록 |
| 13:20~13:40 | 개회식 |
| | • 개회사 : 안강현 회장 (한국상사법학회) |
| | • 환영사 : 윤태석 원장 (연세대학교 법학전문대학원) |
| | • 축 사 : 이기수 원장 (한국법학원) |
| | 사진 촬영 |

> 세부일정표

학술대회

사회 문상일 연구이사(한국상사법학회)

- | | |
|-----------------------|---|
| 【제1주제】
13:40~14:10 | 주주에 대한 이사의 충실의무 부존재 하의 독일법상 주주보호수단
• 발 표 : 정대익 교수(경북대) |
| 【제2주제】
14:10~14:40 | 이사의 충실의무에 관한 일본의 법체계와 시사점
• 발 표 : 권용수 교수(건국대) |
| 【제3주제】
14:40~15:10 | 미국 회사법상 이사의 충실의무와 그 시사점
• 발 표 : 손창완 교수(연세대) |
| 【제4주제】
15:10~15:40 | 한국 회사법상 이사의 의무와 주주의 이익보호
• 발 표 : 천경훈 교수(서울대) |

coffee break (15:30 ~ 15:50)

【종합토론】

16:00~17:50

- 좌 장 : 심 영 교수(연세대)
- 토 론 : 김우찬 교수(고려대)
- 천준범 변호사(와이즈포레스트)
- 권재열 교수(경희대)
- 이중기 교수(홍익대)
- 윤승영 교수(한국외대)
- 안태준 교수(한양대)

> 폐회

폐회식

17:50 폐회사 : 안강현 회장 (한국상사법학회)

만찬 일정

18:00 만찬

목 차 Contents

제1주제	주주에 대한 이사의 충실의무 부존재 하의 독일법상 주주보호수단 3
	발 표 정대익 교수(경북대)
제2주제	이사의 충실의무에 관한 일본의 법체계와 시사점 29
	발 표 권용수 교수(건국대)
제3주제	미국 회사법상 이사의 충실의무와 그 시사점 53
	발 표 손창완 교수(연세대)
제4주제	한국 회사법상 이사의 의무와 주주의 이익보호 79
	발 표 천경훈 교수(서울대)
종합 토론	좌장 : 심 영 교수 (연세대)
	토 론 김우찬 교수(고려대) 105 천준범 변호사(와이즈포레스트) 107 권재열 교수(경희대) 113 이중기 교수(홍익대) 123 윤승영 교수(한국외대) 129 안태준 교수(한양대) 130

[제1주제]

주주에 대한 이사의 충실의무 부존재 하의 독일법상 주주보호수단

발 표 정대익 교수(경북대)

주주에 대한 이사의 충실의무 부존재 하의 독일법상 주주 보호 수단

- 유럽 국가 및 영연방 국가와의 비교를 곁하여 -

정대익**

목 차

- I. 서언
- II. 독일에서 이사의 충실의무
- III. 주주에 대한 이사의 충실의무 부재 하에서 독일의 주주 보호 수단
- IV. 주주에 대한 이사의 충실의무에 대한 비교법적 검토
- V. 결론

I. 서언

현재 한국의 주주 권리 보호가 미흡하다는 판단 하에 주주에 대한 이사의 충실의무(선관주의의무)를 내용으로 하는 상법개정안이 논의되고 있다. 이사의 주주에 대한 충실의무 도입은 누가 주주를 보호해야 하고, 이사는 누구에게 의무를 부담하는지라는 근본적 문제와 관련되어 있어 그 결과에 따라 회사법의 패러다임이 변할 수 있으므로 신중하고 깊은 논의가 필요하다. 더구나, 충실의무가 도출되는 신인관계는 정의를 내리는 것이 매우 어렵고(혹자는 불가능하다고 함), 신인관계의 발생 근거 혹은 본질이 무엇인지에 대해서도 논의만 무성하고 합의가 형성되어 있지 않은 가운데 이사의 주주에 대한 충실의무 도입 논의가 접화되어 학자나 실무가의 어깨를 무겁게 하고 있다.

주주에 대한 이사의 충실의무 도입에 찬성하든 반대하든 한국에서 주주 보호가 충분히 이루어지고 있다고 믿는 사람은 거의 없을 것이다. 반대론자는 주주 보호를 위한 상당한 수단이 있음을 입증하거나 주주에 대한 이사의 충실의무 이외에 주주 보호를 개선할 수 있는 대체 수단을 제시하여야 할 것이고, 찬성론자는 현재 우리나라의 법적 자원(legal resources)을 모두 동원해도 주주 보호는 요원함을 증명하고, 주주에 대한 이사의 충실의무 인정 여부를 판례나 해석에 맡길 수 없고 실정법화(codification)하는 것이 필요함도 증명해야 한다.

* 발표를 위해서만 작성된 초고로서 완성된 논문이 아니므로 인용은 자제해 주기 바랍니다. 이 글은 필자가 접근할 수 있는 범위의 자료만을 활용해서 작성한 것이므로 참고하지 못한 자료로 인한 오류는 언제든지 있을 수 있다.

** 경북대 법학전문대학원 교수

주주에 대한 이사의 충실의무가 없다는 말을 회사는 주주 이익을 보호할 의무가 없다는 말로 오해하는 경우가 많다. 이는 큰 오해이다. 회사와 주주는 직접적 법률관계(사원권관계)가 있기 때문에 회사는 주주의 이익을 보호할 의무가 있다. 한편 이사는 회사의 기관이기 때문에 회사의 의무를 이행하여야 하고 따라서 회사가 부담하는 주주 이익 보호 의무를 이사는 주주에 대한 자신의 의무로서가 아니라 기관으로서 회사에 대한 의무로서 이행해야 한다.¹⁾ 이것이 현행 회사법에서 주주 이익 보호를 위한 기본 구조이다. 이사의 '주주에 대한 직접적인 의무(충실의무)' 도입론이 발화되었으므로 이러한 구조가 주주 보호에 결정적 결함을 보이고 있는지에 대한 깊이 있는 검토가 필요하다.

이 글은 주주에 대한 이사의 충실의무를 인정하지 않고 있는 대표적인 국가인 독일이 왜 충실의무를 인정하지 않고 있는지 그 배경과 이유(이사의 대내적 책임 원칙)를 알아보고, 주주에 대한 충실의무가 없는 상태에서 주주의 이익을 어떻게 보호하고 있는지(사원권관계와 사원권 개념 이용)를 설명하기 위해서 작성되었다. 특히 주주에 대한 이사의 충실의무를 도입하지 않는 경우 주주 보호 방법에 대한 새로운 시각을 제공할 수 있으리라 기대한다.

입법이나 법 해석, 법 실무 등에 있어서 유럽 국가 간 상호 영향을 주고받는 경우가 많은데 유럽 국가 특히, 영미법계에 속하고 영연방 국가에 큰 영향을 끼치고 있는 영국과 영연방 국가인 호주, 뉴질랜드의 논의에 대해서도 상당한 지면을 할애하였다. 필자가 보기엔 이들 국가는 제한된 범위에서 주주에 대한 이사의 충실의무를 인정하는데, 어떤 경우에 인정되는지 범주화(categorization)를 잘하였고 충실의무 인정 논거를 상당한 수준으로 제공해 주는 판례가 정립되어 있어 상당히 참고할 만하다. 이 부분의 서술은 주주에 대한 이사의 충실의무를 도입하는 경우에 어느 정도의 범위에서 충실의무를 인정할 것인지에 관한 기준을 제공할 수 있어 유용할 것으로 본다.

II. 독일에서 이사의 충실의무

1. 회사에 대한 충실의무²⁾

- 1) 이러한 법률구조(법률관계)는 채무자와 이행보조자 및 채권자간의 관계나 약속어음 발행인과 지급인 및 약속어음 소지인의 관계에서도 잘 나타난다. 채무자의 이행보조자는 채권자에 대해 자신의 채무를 이행하는 것이 아니라 채무자와 이행보조자 간의 법률관계(위임, 고용 등)에 기초해 채무자의 채무를 이행할 의무가 있다. 약속어음의 지급인은 약속어음 소지인에 대해 자신의 어음채무를 이행하는 것이 아니라(약속어음 소지인에 대한 지급인의 어음채무는 없음) 약속어음 발행인과 지급인 사이의 법률관계(출연관계)에 기해 어음소지인에게 어음금을 지급할 의무(약속어음 발행인에 대한 의무)가 있다.
- 2) 보통법(판례법, common law) 국가들에서 이사의 회사에 대한 충실의무는 조합(partnership)과 신탁(trust)에 그 연원을 두고 있으며, 판례를 통해 충실의무의 내용에 대한 상당한 수준의 윤곽을 제공하고 있고, 시민법(civil law) 국가들은 충실의무에 대한 포괄적 규정이 없거나 회사법에 충실의무에 관한 규정을 두고 있지 않은 경우가 많다. Gerner-Beuerle/Schuster, "The Evolving Structure of Directors' Duties in Europe", EBOR 15 (2014), p.206. 유럽 국가에서 이사의 회사에 대한 충실의무의 내용에 대한 요약적 비교 검토는 Gerner-Beuerle/Schuster, I bid., pp.206-214. 충실의무의 개념은 확정하기 어렵다고(indefinable) 보는 선도적 학자들의 입장과 신인관계는 특별한 형태나 종류의 법률관계인 것처럼 추론하고 행동하는 변호사와 법관의 입장을 대비시키는 내용은 Miller, "The Fiduciary Relationship", in: Gold/Miller(ed.), Philosophical Foundation of Fiduciary Law, 2014(이하 Philosophical Foundation), p.69.



1) 충실의무의 의미

독일 주식법(AktG)상 이사는 회사에 대해서만 충실의무(Treuepflicht³⁾, Loyalitätspflicht)를 부담하는데, 이사의 주의의무(Sorgfaltspflicht)가 주식법 제93조 제1항 제1문[유한회사 이사의 주의의무는 유한회사법(GmbHG) 제43조 제1항]에 규정된 것과는 달리 이사의 충실의무에 대해서는 명문 규정을 두고 있지 않지만⁴⁾ 이사가 회사에 대해서 충실의무를 부담한다는 점에 대해서는 이론의 여지가 없다.⁵⁾

이사의 회사에 대한 충실의무는 회사의 이익에 관련된 사안에서 오로지 회사의 이익만을 위해서 행위 하여야 하고, 이사 자신의 개인적 이익이나 타인의 이익을 추구하는 행위를 하지 않아야 하는 의무이다.⁶⁾ 이사의 회사에 대한 충실의무는 거래관계에서 부담하는 부수적 의무로서 신의성실의무[독일 민법(BGB) 제242조]보다 더 넓고 더 엄격하다.⁷⁾

주의의무와 관련해서는 이사에게 광범위한 기업가적 재량이 인정되나 충실의무와 관련해서는 그러한 재량이 인정되지 않는다.⁸⁾ 따라서 이사의 회사에 대한 충실의무와 관련해서는 경영판단의 원칙이 적용되지 않으므로 독일 주식법상 주의의무와 충실의무의 구별은 중요한 의미가 있다. 다만, 미국처럼 충실의무 위반 시 이사가 손해배상책임에 더하여 이익반환 의무(duty of disgorgement, 토출의무)를 부담하는 것은 아니다. 그러나 개별적으로 구체화된 충실의무인 경업금지위반이나 회사기회 유용금지위반 시 인정되는 개입권을 통해 이사로부터 이익을 반환받을 수는 있다.

3) 충실의무를 반영한 개별 조문은 두고 있는데, 예컨대 경업금지(주식법 제88조 제1항), 비밀유지의무(주식법 제93조 제1항 제2문) 등이 그것이다. 이사가 회사 기관의 지위에서 부담하는 충실의무라는 점에서 이사의 회사에 대한 충실의무를 기관적 충실의무(organschaftliche Treuepflicht oder organschaftliche Treuebindung)라고 표현한다.

4) 주식법이 아닌 독일 기업지배준칙(Deutsche Corporate Governance Kodex, DCGK) 4.3.3은 이사의 회사에 대한 충실의무를 규정하고 있다. 대부분의 유럽 국가는 이사의 회사에 대한 충실의무에 관해서 일반 규정을 두고 있지 않고 경업금지, 자기거래 제한, 비밀유지의무 등 충실의무가 구체화된 개별 규정만 두고 있거나 계약법의 일반 원칙인 신의성실의무로부터 충실의무를 도출하고 있다. 그러나 모든 국가가 예외 없이 이사의 회사에 대한 일반적 의무로서 충실의무를 인정하고 있다. 유럽 28개 조사 대상국 중 일부 국가의 회사법, 예컨대 영국 회사법(Companies Act 2006 제175조, 제177조), 오스트리아 주식법(AktG 제70조), 스페인 회사법[Ley de Sociedades de Capital(LSC) 제226조], 그리스 회사법(Law 4548/2018 제22a조 제1항), 몰타 회사법(Companies Act 제136A조) 등은 명시적으로 일반 조항으로서 충실의무 규정을 두고 있다. Gerner-Beuerle/Paech/Schuster, LSE Study, pp.118-126. 조사 대상에는 포함되지 않았으나 스위스도 채무법(OR) 제717조 제1항에 이사의 충실의무 조항을 두고 있는데 아래와 같이 규정하고 있다. “Die Mitglieder des Verwaltungsrates sowie Dritte, die mit der Geschäftsführung befasst sind, müssen ihre Aufgaben mit aller Sorgfalt erfüllen und die Interessen der Gesellschaft in guten Treuen wahren(이사와 회사 경영에 관여하는 제3자는 주의의무를 다하여 업무를 집행해야 하고 성실하게 회사의 이익을 보호하여야 한다).” 충실의무를 포함하여 이사의 의무를 신탁(trust) 법리에서 도출하는 보통법(common law) 국가와 대리(agency)나 위임(mandate) 법리에서 도출하는 시민법(civil law) 국가의 차이가 있으나 유럽 대부분의 국가는 실정법과 판례법이 함께 이사의 의무를 규율하고 있다. Gerner-Beuerle/Paech/Schuster, LSE Study, pp.30-45.

5) BGHZ 13, 188, 192; 20, 239, 246.

6) BGH WM 1983, 498; WM 1989, 1335, 1339; Dauner-Lieb, in: Henssler/Strohn (Hrsg.), Gesellschaftsrecht, Kommentar, 6. Aufl. 2024(이하 Henssler/Strohn/Bearbeiter), § 93 Rn. 9.

7) Henssler/Strohn/Dauner-Lieb, § 93 Rn. 9.

8) Fleischer, Handbuch des Vorstandsrechts, 1. Aufl. 2006(이하 Fleischer, Handbuch), § 9. Treuepflicht der Vorstandsmitglieder, Rn.3;

2) 충실의무의 발생 근거

이사의 충실의무는 기관(Organ)으로서 이사와 회사 사이에 존재하는 의무이므로 이사로서 선임됨으로써 발생한다(충실의무의 형식적 근거).⁹⁾ 이러한 형식적 근거와 더불어 이사의 충실의무가 발생하는 실질적 근거는 수탁자, 넓은 의미의 수탁자, 수탁자 역할을 하는 기관, 타인 재산의 신탁적 관리자, 타인 재산의 수탁자, 주주의 수탁자, 타인 재산의 관리자 등 이사의 지위에서 찾는 다양한 견해가 제시되고 있다. 독일 민법이 신탁 개념 규정을 두고 있지 않아 신탁 개념에 대한 합의가 없는 데서 이런 다양한 견해의 이유를 찾을 수 있다.¹⁰⁾¹¹⁾

이러한 수탁자 혹은 수탁자와 유사한 지위에서 충실의무의 실질적 근거를 찾는 것에 반대하는 소수 견해는 이사의 지위는 법률로 제도화되어 있어서 충실의무를 끌어내기 위해서 신탁에 의존할 필요가 없으며, 회사의 기관인 이사의 지위에서 (개별적인) 충실의무를 합리적으로 도출할 수 있다고 본다.¹²⁾

3) 충실의무를 부담하는 이유¹³⁾

이사가 충실의무를 부담하는 이유로는 아래와 같은 의견이 제시되고 있다.¹⁴⁾ 이사의 지위는

9) 이사 선임과 더불어 이사와 회사 사이에 체결되는 임용계약(Anstellungsvertrag)은 원칙적으로 동일한 이사의 충실의무를 발생시키지만 다소 변경은 가능하다.

10) Fleischer, "Zur organschaftlichen Treuepflicht der Geschäftsleiter im Aktien- und GmbH-Recht", WM 2003, 1045; Dubovitskaya, "Sind Vorstandsmitglieder einer AG wirklich Treuhänder?", NZG 2015, 984.

11) 독일의 통설에 따르면 신탁자(Treugeber)가 자신의 재산에서 신탁의 대상인 신탁재산(Treugut)을 수탁자(Treuhänder, Treunehmer)에게 이전하고 수탁자는 신탁계약(Treuhandvertrag)에서 정한 바에 따라 신탁재산에 대한 권한을 행사하는 경우 (계약)신탁(Treuhand)이 성립한다고 본다. Dubovitskaya, NZG 2015, 988은 이사에게 회사의 재산이 이전되지 않고, 이사가 자기명의로 아닌 회사의 명의로 법률행위를 하는 점을 들어 법적인 의미에서 이사는 회사의 수탁자가 아니며, 이사를 회사의 수탁자로 표현하는 것은 법적 은유(eine rechtliche Metapher)에 지나지 않는다고 본다. Dignam/Lowry, Company Law, 12th ed, (2022), p.300도 이사가 회사재산에 대한 소유권을 취득하지 못하고 여전히 회사가 그 소유자임을 들어 이사는 회사의 수탁자(좁은 의미의 수탁자, 신탁법상 수탁자)는 아니라고 본다. 마찬가지로 이유로 이사를 주주의 수탁자로 보기는 당연히 어렵다.

법적 은유(Metaphor)는 오해와 잘못된 결론을 초래할 위험이 크므로 항상 주의 깊게 다루어야 한다. Benjamin Cardozo, "Metaphors in law are to be narrowly watched, for starting as devices to liberate thought, they end often by enslaving it", in: Berkey v. Third Ave. Ry. Co., 155 N. E. 58, 61 (N. Y. 1926).

12) Mülbert, in: Großkommentar zum AktG, vor § 118-147 Rn. 195; W. Müller, "Die Entscheidungsspielräume der Verwaltung einer Aktiengesellschaft im Verhältnis zu ihren Aktionären", in: Festschrift für Semler, 1993, S. 209. 후자는 특히 경제적으로 보면 주주의 재산뿐만 아니라 신용을 제공한 채권자의 재산과 근로자의 노동력 사용도 이사에게 위탁된 것이기 때문에 이사를 주주의 수탁자로 보게되면 일방적으로 이사는 주주의 이익에만 집중해야 하고 주주와 근로자 등 기타 이해관계자(stakeholder)의 이익을 포함하는 기업이익(Unternehmensinteresse)이 무시될 수 있는 문제점을 지적한다. 주주에 대한 이사의 신인의무(충실의무)를 부정하는 연원적 판례인 Percival v. Wright [1902] 2 Ch 421도 이사가 주주에 대한 수탁자(trustee)는 아니라고 본다.

13) 충실의무를 발생시키는 신인관계의 본질 혹은 특성에 관한 영미의 논의는 송지민, 수탁자의 이득토출책임에 관한 연구-영미법상 논의 및 그 시사점을 중심으로, 서울대학교 박사학위 논문(2021), 7-10면; 독일의 논의는 Schmitt, Treuepflichten der Vorstandsmitglieder einer konzernunabhängigen Aktiengesellschaft nach deutschem und U.S.-amerikanischem Recht-Eine vergleichende Analyse zur Treuepflichtverletzung - insbesondere durch Bestechlichkeit, Augsburg, Univ., Diss., 2003, S. 77-95; 호주(영연방 국가)의 논의는 Nosworthy, Finding the Fiduciary: Recognition of Recognition of the Director-Shareholder Relationship in Closely Held Companies, 2013(이하 Finding the Fiduciary), p.33-58.

14) 충실의무가 인정되는 법률관계(신인관계)의 본질이나 특성은 어떤 (법률)관계에 충실의무를 인정할 것인지라는 문제



신뢰에 기반하고 있으므로 이사의 권한은 이러한 신뢰에서 그 정당성을 찾을 수 있다고 보고 충실의무를 부담하는 이유를 이사에게 부여된 신뢰에서 찾는 견해¹⁵⁾, 이사의 광범위한 권한과 영향력을 통제하기 위한 비례적 수단(Korrelat)으로서 엄격한 충실의무가 필요하다는 견해가¹⁶⁾ 있다.

비교적 오래된 전자의 견해보다 다수의 지지를 받고 있는 후자의 견해를 따라 회사의 재산과 이익의 관리를 이사에게 맡겼기 때문에 충실의무를 통한 이사에 대한 법적 구속과 통제가 필요하다고 보는 것이 일반적이다. 특히 이사는 누구의 간섭도 받지 않고(받지 않아야 하고) 자기책임 하에 회사를 운영하며(주식법 제76조 제1항) 제한 불가의 광범위한 대표권을 행사하기 때문에(주식법 제82조 제1항) 충실의무를 통해 업무집행의 기준은 오로지 회사의 이익이 되어야 한다고 본다.¹⁷⁾

2. 주주에 대한 이사의 충실의무 부존재

1) 주주에 대한 충실의무를 인정하지 않는 이유

(1) 회사의 대외적 책임과 이사의 대내적 책임 원칙

독일 주식법은 미국과는¹⁸⁾¹⁹⁾ 달리 주주에 대한 이사의 충실의무를 인정하지 않는다.²⁰⁾ 이사는

를 해결할 때 기준이 될 수 있다.

15) 오래된 판례인 BGHZ 13, 188, 192 f.; BGHZ 20, 239, 246. A. Hueck, Der Treuegedanke im modernen Privatrecht, 1946, S. 12 ff.에 근거하고 있다. 영미의 수탁자(신인의무자)의 신뢰(Trust)와 신임(Confidence) 관계론과 유사하다. 송지민, 전계 박사학위논문, 8-9면; Nosworthy, Finding the Fiduciary, pp.42-44.

16) Zöllner, Die Schranken mitgliederschaftlicher Stimmrechtsmacht bei den privatrechtlichen Personenverbänden, 1963, S. 342-343. 이 견해는 신뢰관계가 없는 주주간에도 충실의무가 발생하는 점을 들어 신뢰에서 신인의무(충실의무)의 근거를 찾는 견해를 비판한다. Zöllner, a.a.O., S. 341. 영미의 수탁자(신인의무자) 권한이론(Fiduciary Power Theory)과 유사하다. Miller, "The Fiduciary Relationship", in: Philosophical Foundation, p.63-90; 송지민, 전계 박사학위논문 8-9면.

17) Fleischer, WM 2003, 1046.

18) 미국의 경우 이사는 회사에 대해서뿐만 아니라 주주에 대해서도 신인의무(충실의무)(fiduciary duty)를 부담하고, 주주에 대한 신인의무(충실의무) 위반이 있으면 주주는 이사를 상대로 직접적인 소(individual, direct, non-derivative action) 제기가 가능하다. 이러한 이사의 주주에 대한 신인의무(충실의무)의 발생 근거는 입사(출자)를 통해 체결되는 회사와 주주 및 주주와 주주 사이의 사원계약(membership contract)으로 본다. Cede & Co. v. Technicolor, Inc, 542 A.2d 1182, 1188 (Del. 1998). 이사와 주주 간 신인의무를 인정하는 이유는 주주와 이사 사이의 계약 관계의 공백(gap)을 메우기 위해서라는 판례는 Unisuper Ltd. v. News Corporation, 31 Del.J.Corp.L. 1186 (Del.Ch. 2005). Easterbrook/Fischel, The Economic Structure of Corporate Law, 1998, pp.92 et seq.도 회사의 계약 구조에서 불완전한 협상(주주가 계약으로 이사의 행위로 인해 발생하는 위험을 방지하기 위해 모든 사안을 특정하는데에는 과도한 비용 소요)을 보완하기 위한 것이 신인의무라고 본다. 각 당사자가 자유롭게 자신에게 이익이 되는 것을 정할 수 있는(self-serving) 통상의 (계약적) 관계와는 달리 신인관계의 대리인 구조에 내재하는 남용 가능성 때문에 수탁자에게 타인의 이익을 고려할 것(other regarding)을 요구한다고 보는 견해는 Sitkof f, "The Economic Structure of Fiduciary Law", 91 BU L Rev 1039, 1049 (2011).

19) 주주가 자신에 대한 이사의 충실의무 위반을 이유로 자기명의로 소(direct suit)를 제기하기 위해서는 ① 회사가 아니라 제소한 주주 개인이 손해를 입었으며, ② 회사가 아닌 제소한 주주 개인이 구제(손해배상)의 이익을 수령하고, ③ 주주가 입었다고 주장하는 손해는 회사의 손해와 무관하며(주주의 독립적인 직접적 손해이며), ④ 위반된 충실의무는 주주에게 부담하는 의무이며 회사에 손해를 끼치지 않고 승소할 수 있는지를 증명해야 하는 요건을 갖추어야 한다. Tooley v. Donaldson, Lufkin & Jenrette, Inc., 845 A.2d 1031, 1035 (Del. 2004).

20) 이사는 회사 이외에 주주를 포함한 어떠한 이해관계자에 대해서도 직접적인 충실의무를 부담하지 않는다.

회사를 위한 수탁자이거나 수탁자와 유사한 지위에 있는 자이지만 이사와 주주 사이에는 아무런 법률관계가 없고²¹⁾ 또한 이사는 주주를 위한 수탁자가 아니므로 이사는 주주에 대해서는 충실의무를 부담하지 않는다.²²⁾ 다만, 이사가 회사에 대해서만 충실의무를 부담하고 주주에 대해서는 직접적으로 충실의무를 부담하는 것은 아니지만 이사의 회사에 대한 충실의무를 통해서 혹은 주주의 이익도 포함된 다원적 이익인 기업의 이익을 위해 행위할 의무(역시 회사에 대한 이사의 의무)를 통해 이사는 주주의 이익을 간접적으로 보호한다고 본다.

이와 같이 이사가 주주에 대해서 직접적으로 충실의무를 부담하지 않은 것은(주주에 대해서 직접적 책임을 지지 않는 것은) 독일 회사법을 지배하는 회사의 대외적 책임과 이사의 대내적 책임 원칙이 작용해서이다.²³⁾ 독일 주식법은 주식회사 기관[경영이사회(Vorstand) 이사와 감독이사회(Aufsichtsrat) 이사²⁴⁾]의 제3자(주주²⁵⁾)에 대한 직접적인 대외적 책임(Außenhaftung)을 원칙적으로 인정하지 않고 회사의 대외적 책임과 이사의 대내적 책임(회사에 대한 책임, Binnenhaftung, 주식법 제93조 제2항)만을 인정하고 있다. 이것을 대외 관계에서 회사로의 책임 집중 혹은 회사의 책임 채널화라고 한다(Haftungskonzentration, Haftungskanalisation). 이사의 의무 위반(임무해태)으로 인해 발생한 회사의 손해에 대한 이사의 대내적 손해배상책임은 이사가 기관의 지위를 취득함으로써 법률 규정(주식법 제93조 제2항)에 따라 발생하는 법정책임으로 보는 것이 통설이다.

(2) 이사의 대외적 책임을 인정하지 않는 이유

원칙적으로 이사의 대내적 책임만 인정하고 대외적 책임을 인정하지 않는 핵심적인 이유로 다음과 같은 것을 든다.²⁶⁾

① 법리적으로 보아 회사의 대외적 책임과 결부된 이사의 내부적 책임은 이사와 주주 사이에 특별한 결합관계(Sonderverbindung, 계약관계 등의 법률관계 혹은 접촉이나 교섭을 통한 신뢰관계)가 없고, 이사는 법률관계가 있는 회사에 대해서만 의무를 부담한다는 것을 기초로 하는 이사 책임구조의 근본 토대이다.

21) BGHZ 83, 122, 134; 110, 323, 324도 주주와 회사의 기관(이사) 사이에는 특별한 결합관계(Sonderverbindung)가 없다고 본다.

22) 독일의 통설. 대표적으로 Kort, "Vorstandshandeln im Spannungsverhältnis zwischen Unternehmensinteresse und Aktionärsinteressen", AG 2012, 606. 독일 주식법상 이사의 회사에 대한 책임에 대해서는 정대익, "이사의 회사에 대한 책임에 관한 독일의 최근 현황과 개정논의", 「상사법연구」, 제36권 제2호 (2017), 101면 이하.

23) Fleischer, WM 2003, 1046. 이사의 회사에 대한 대내적 책임 원칙은 회사는 계약의 결합체(nexus of contract)가 아니어서 이사는 잘못된 표현인 신탁자(truster)로 불리는 주주와의 계약관계에 기초해서 행위하는 것이 아니고(이들 사이에는 계약관계가 없음) 회사에 대한 기관의 지위에서 행위하는 것이라는 이해에 기반하고 있다. Mülbart, in: Großkommentar zum AktG, vor § 118-147 Rn. 194.

24) 이하 단순화를 위해 이사로 표현함.

25) 이하 단순화를 위해 주주로 표현함.

26) 이사의 대외적 책임은 현행법상 이미 낮은 것은 아니어서(예컨대 자본시장 관련법, 경쟁법, 세법 등에서의 이사의 대외적 책임 인정) 특정한 법정정책 목적을 달성하기 위해 특별한 영역에 한정해서(예컨대 독일 증권거래법) 도입할 필요가 있다고 보는 대표적인 소수 견해는 Fleischer, "Erweiterte Außenhaftung der Organmitglieder im Europäischen Gesellschafts- und Kapitalmarktrecht - Insolvenzverschleppung, fehlerhafte Kapitalmarktinformation, Tätigkeitsverbote", ZGR 2004, 443-445.



이 토대에서 벗어나 주주에 대한 이사의 직접적인 대외적 책임을 인정하려면 매우 어려운 논증 부담이 있다.²⁷⁾ 유한책임을 원칙으로 하는 법인인 주식회사에서 이사의 회사를 위한 행위는 회사에 귀속된다. 예외적으로 이사의 개인적인 대외적 책임이 인정되는 경우가 아니면 채권관계의 상대성 원칙(Grundsatz der Relativität der Schuldverhältnisse, Privity of contract)에 의해 회사를 위한 이사의 행위에 대해서는 거래상대방이며 사원권관계상 채권자인 주주에게 이사가 아니라 회사(채무자)가 우선적으로 책임을 진다.²⁸⁾

② 이사는 회사의 의무를 이행하는 자이므로 이사가 회사의 의무를 위반하면 회사 자신의 의무 위반으로 귀속되므로 손해를 입은 주주를 포함한 제3자에 대해서 회사가 손해배상책임을 지는 것이 타당하다. 이사의 행위로 인한 이익이 회사에 귀속되면 이사의 의무위반 행위로 인한 불이익도 당연히 회사에 귀속되어야 한다.²⁹⁾ 이사의 대외적 책임 도입은 이사가 회사에 대해서만 책임을 진다는 이사의 책임구조(대내적 책임 원칙, Binnenhaftung)에 반하여 주식법상 책임 체계(이사의 대내적 책임 원칙과 예외적인 대외적 책임)를 훼손한다.³⁰⁾

③ 이사의 대내적 책임 원칙은 주주나 채권자의 자산 보호는 이사의 회사에 대한 책임을 통해 회사 자산을 보호함으로써 간접적으로 실현된다는 물적 회사인 주식회사의 일반 원칙이다.³¹⁾

④ 법경제학적으로 보면 자산 포트폴리오를 통해 위험을 분산시킬 수 있는(위험 중립적일 수 있는) 주주에 비해 위험 분산이 어려운 이사는 위험 회피적 성향이 더 강하므로 이사의 직접적인 대외적 책임을 인정하게 되면 이사의 과도한 소극적 활동으로 이어지게 된다. 이사의 의무 위반을 방지하기 위한 효과적인 감시·통제 시스템을 구축하도록 회사에 유인 동기를 제공할 수 있는 회사의 대외적 책임(entity liability)과 그에 결부된 이사의 대내적 책임(회사의 구상) 원칙은 이사의 대외적 책임(manager liability)보다 우위에 있다.³²⁾ 이사의 대외적 책임이 주는 과잉 위하 효과는 결국 회사의 발전과 주주의 부 증진에 악영향을 미치게 된다.³³⁾

⑤ 이사의 대외적 책임은 대내적 책임보다 이사의 위법행위에 대한 추가적인 예방 효과나 이사의 행위에 대한 억제 효과를 보여주지 못한다.³⁴⁾ 예방 효과는 이사에 대한 손해배상청구권이 있고 그것이 행사되면 발생하고 누가 손해배상청구권을 가지고 있느냐에 달린 문제는 아니다. 회사가 손해배상청구권을 행사하는 경우 회사는 관련 서류에 대한 접근이 쉬워 주주가 손해배상청

27) Fleischer, "Erweiterte Außenhaftung der Organmitglieder im europäischen Gesellschafts- und Kapitalmarktrecht", ZGR 2004, 443 f.; Bachmann, Gutachten E zum 70. Deutschen Juristentag, "Reform der Organhaftung?-Materielles Haftungsrecht und seine Durchsetzung in privaten und öffentlichen Unternehmen", Bd I, 2014(이하 Bachmann, 70. DJT), E 114.

28) Grigoleit/Grigoleit/Tomasic, 2. Aufl. 2020, AktG § 93 Rn. 160.

29) Schmitz, Die Haftung des Vorstandes gegenüber den Aktionären, Frankfurt(Main), Univ. Diss., 2003, S. 251.

30) Kiethe, "Persönliche Organhaftung für Falschinformation des Kapitalmarkts - Anlegerschutz durch Systembruch?", DStR 2003, 1982; Fuchs/Dühn, "Deliktische Schadensersatzhaftung für falsche Ad-hoc-Mitteilungen-Zugleich Besprechung des Urteils des OLG München", BKR 2002, 1070.

31) Grigoleit/Grigoleit/Tomasic, 2. Aufl. 2020, AktG § 93 Rn. 159.

32) Fleischer, ZGR 2004, 444; Bachmann, 70. DJT, E 114.

33) Kiethe, DStR 2003, 1987 f.; Fuchs/Dühn, BKR 2002, 1071. 이사의 위험 회피적 성향과 이사의 책임을 강화하는 것이 주는 부정적 효과는 Easterbrook/Fischel, The Economic Structure of Corporate Law, pp.340 seq.

34) Fuchs/Dühn, BKR 2002, 1070 f.; Zimmer, "Verschärfung der Haftung für fehlerhafte Kapitalmarktinformation - Ein Alternativekonzept", WM 2004, 12 f.

구권을 행사할 때 비해 이사의 의무 위반에 대한 입증이 더 쉽다.³⁵⁾

⑥ 회사가 가지는 이사에 대한 구상권과 기타의 유인 혹은 제재 메커니즘(평판 손상이니 이사 지위 상실)이 이사의 의무 위반을 충분히 억제하는 유인 동기가 된다.³⁶⁾ 이사의 대외적 책임은 임원 책임보험에 의해 상당 부분 억제 유인 동기로서는 무력화되기 때문에 이미 존재하는 개별책임인 이사의 불법행위책임이외에 이사의 대외적 책임을 확대한다고 하여 의무 위반에 대한 유의미한 추가적 억제 효과를 달성하기는 어렵다.³⁷⁾

⑦ 이사보다는 거액의 배상책임을 쉽게 변제할 수 있는(변제자력이 이사보다 우위에 있는) 회사가 우선적 책임을 지면 주주에 대한 실효적 손해배상이란 점에서 유리하다.³⁸⁾ 또한 회사가 우선적 책임을 지고 회사가 이사를 상대로 구상권을 행사하면(이사가 대내적 책임만 지면) 주주에 대한 의무가 인정되어 그 의무 위반으로 주주에게 직접적인 책임을 지면 불가능한 경영판단의 원칙과 책임 제한을 이사는 원용할 수 있다.³⁹⁾

⑧ 이사의 대외적 책임을 통해 해결하려는 이사의 책임 공백 부분(주주에 대한 책임 결여 부분)은 불법행위책임(독일 민법 제823조, 제826조에 따른 이사의 불법행위책임-대외적 책임)의 요건을 지나치게 엄격하게 해석하지 않음으로써 보완할 수 있다.⁴⁰⁾

⑨ 법 실무상 주주에 대한 이사의 직접적인 대외적 책임이 인정되면 회사 내부에서만 책임이 인정되는 경우 보다 이사에 대한 책임추궁(소송)이 남용될 가능성(이사에 대한 압박 수단)이 더 높다.⁴¹⁾ 이사는 경영이 아니라 남소를 방지하는데 진력하게 된다.⁴²⁾

⑩ 이사의 대내적 책임은 모든 주주와 회사 채권자가 이사의 손해배상책임 이행으로 인한 이익을 동등하게 누리는 효과를 준다.⁴³⁾ 특히, 회사의 파산 시 이러한 이사의 대내적 책임을 통한 모든 채권의 일괄 청산은 채권자(주주인 채권자와 일반 채권자) 동등의 원칙(par condicio creditorum)에 부합한다.⁴⁴⁾ 정당한 사유 없이 이사의 대외적 책임을 인정하면(주주에 대한 책임을 인정하면) 주주인 채권자를 특별히 우대하는 결과가 된다.⁴⁵⁾

⑪ 주주에 대한 대외적 책임을 인정하게 되면 대내적 책임과 대외적 책임의 주관적 요건에 차이를 둘 것인지(대내적 책임은 단순한 과실 대외적 책임은 중과실 여부), 대내적 책임과 대외적 책임 사이 손해분배, 채권자인 주주와 일반 채권자에 대한 차별적 취급 등의 후속 문제를 초래한다.

35) Zimmer, WM 2004, 12.

36) Fuchs/Dühn, BKR 2002, 1070 f.

37) Fuchs/Dühn, BKR 2002, 1071.

38) Schmitz, a.a.O. S. 251

39) Schmitz, a.a.O. S. 251.

40) Fuchs/Dühn, BKR 2002, 1071.

41) Fleischer, ZGR 2004, 444; Bachmann, 70. DJT, E 114; Mülberr, "Empfiehl es sich, im Interesse des Anlegerschutzes und zur Förderung des Finanzplatzes Deutschland das Kapitalmarkt- und Börsenrecht neu zu regeln?", JZ 2002, 832.

42) Kiethe, DStR 2003, 1990; Mülberr, JZ 2002, 832.

43) 이를 특별히 언급한 판례는 BGH NJW 1987, 1077.

44) Grigoleit/Grigoleit/Tomasic, 2. Aufl. 2020, AktG § 93, Rn. 160.

45) Grigoleit/Grigoleit/Tomasic, 2. Aufl. 2020, AktG § 93, Rn. 161.



2) 비교법적 결론질: 영국에서 이사의 대외적 책임

이사가 정관 등 회사 규범(provisions of a company's constitution, 예컨대 companies act, memorandum of association, articles of association, corporate rule 등)⁴⁶⁾ 위반하는 행위로 인해 회사의 손해를 초래하는 것이 아니라 주주의 개인적 권리(personal rights)를 침해하면 주주는 이사에 대해서 정관 등 회사 규범의 준수(위반 행위의 금지)를 청구할 권리를 가지나 그러한 이사를 상대로 직접적인 손해배상청구권을 행사할 수는 없다.⁴⁷⁾

개인적 권리를 침해당한 주주가 이사를 상대로 이러한 금지(유지)청구권을 행사할 수 있는 법적 근거는 주주들이 체결한 회사 계약(company's constitution)에서 찾는데 이러한 계약의 구속력은 주주 사이에서만 아니라 주주와 회사 사이에도 발생한다.⁴⁸⁾

주주의 개인적 권리를 침해당한 경우 회사의 손해를 전제로 회사의 전속적 제소권을 인정한 판례인 Foss v. Harbottle이나 역시 회사의 손해를 전제로 한 주주대표소송 규정(sec. 260 ff. Companies Act 2016)도 적용되지 않는다.⁴⁹⁾ 따라서 독일과 마찬가지로 영국에서 이사는 기관의 지위에서 회사에 부담하는 의무 위반(임무해태)만으로는 주주에 대해서 대외적 책임(손해배상 책임)을 지지 않는 것이 원칙이다.⁵⁰⁾⁵¹⁾

3) 이사의 대외적 책임이 예외적으로 인정되는 경우

(1) 불법행위책임

이사의 과실 있는 업무집행으로 인해 주관적 권리(subjektives Recht)로서 주주의 사원권(Mitgliedschaft, membership)이 침해되면 사원권은 독일 민법 제823조 제1항에 의해서 불법행위로부터 보호받는 기타의 권리(sonstiges Recht)로서 절대적 권리(absolutes Recht)에 해당하기 때문에 이사의 불법행위책임과⁵²⁾ 더불어 독일 민법 제31조(한국 민법 제35조, 한국 상법

46) 회사 규범을 the law of the company로 표현한 판례는 Dunn v. Banknock Coal Co. Ltd (1901) 9 S.L.T. 51, O.H.

47) Mayson/French/Ryan, Company Law 23th ed., 2006-2007, p.683.

48) Sec. 33(1) Companies Act 2016: The provisions of a company's constitution bind the company and its members to the same extent as if there were covenants on the part of the company and of each member to observe those provisions.

49) Davies, Gower and Davies' Principle of Modern Company Law(이하 Principle of Modern Company Law), 7th ed, 2003, pp.449 et seq. 주주 개인의 권리(personal rights)가 아니라 회사의 권리(corporate rights)라고 본다.

50) 독일이나 영국의 입장에서 보면 이사의 임무해태(mismanagement) 시 대외적 책임(제3자에 대한 책임)을 일반적으로 인정하는 우리 상법 제401조는 매우 이례적이고 특별한 규정에 해당한다.

51) Gerner-Beuerle/Paech/Schuster, LSE Study, p.64-65에 의하면 유럽의 많은 국가가 이사의 대내적 책임(회사에 대한 책임, internal liability)과 대외적 책임(주주를 포함한 제3자에 대한 책임, external liability)을 구분하고, 대외적 책임이 발생하기 위해서는 단순한 임무해태나 이해상충(conflict of interest)을 넘어서는, 즉 주의의무나 충실의무 위반을 넘어서는 행위가 있어야 한다. 통상적으로 회사법이나 정관이 요구하는 특정 요건을 위반하거나 주주의 권리만을 침해하거나 혹은 오인을 유발하는 재무제표를 작성하는 행위 등이 필요하다.

52) Grigoleit/Grigoleit/Tomasic, 2. Aufl. 2020, AktG § 93, Rn. 173.

제210조와 유사)를 통해 법인인 회사의 불법행위책임도 발생한다.⁵³⁾ 이러한 이사의 주주에 대한 불법행위책임도 대외적 책임에 해당하나 이는 가해자의 개별책임 원칙이라는 불법행위책임 법리가 작용한 결과이다.⁵⁴⁾

사원권은 회사 내부적으로 회사, 주주 및 회사의 기관과의 관계에서도 독일 민법 제823조 제1항(불법행위), 제1,004조(방해배제청구권과 부작위청구권)를 통한 보호를 누린다. 예컨대 이사의 과실로 인한 불공정한 합병비율로 인해 혹은 신주인수권의 위법한 배제로 인해 주주의 비례적 이익이 침해되거나(지분의 희석) 혹은 회사의 구조조정 시 주주의 참여권(Mitwirkungs- und Beteiligungsrecht)이 침해되면⁵⁵⁾ 주주는 사원권 침해를 근거로 이사에 대해 직접 불법행위책임을 물을 수 있다.

3. 불법행위책임 이외에 이사의 대외적 책임이 인정되는 경우

특별한 위험이나(예컨대 주식법 제318조 제1항) 통상적이지 않은 특별한 사정이 있는 경우(예컨대 조직재편법 제25조 제1항) 특정 영역에 한정해서 특별히 이사의 대외적 책임 규정의 필요성이 있고, 특별히 중요한 법익이나 공공의 이익 보호를 위해 이사의 대내적 책임 원칙으로부터 이탈이 정당화되며, 이사에 대한 유인 동기의 구조적 결여가 있거나 이사의 대내적 책임에 특별한 기능장애가 있는 경우에는 예외적으로 이사의 직접적인 대외적 책임을 인정할 수 있다.⁵⁶⁾ 다음과 같은 경우가 예외적으로 이사의 대외적 책임이 인정되는 경우이다.

1) 주식법 제117조 제2항

고의로 회사에 대한 영향력을 이용하여 주주에게 손해가 되는 행위를 이사에게 지시한 자가 있는 경우 그 지시를 받아 주주에게 손해(직접 손해)를 발생시키는, 의무에 반하는 행위를 직접 행한 이사는 주주에 대해서 직접적인 손해배상책임(지시한 자와 연대책임)을 진다.⁵⁷⁾

53) 이사가 과실로 위법한 행위를 하여 주주의 사원권을 침해함으로써 손해를 발생시키면 회사는 독일 민법 제31조(기관의 행위에 대한 법인의 책임)에 의해 주주에게 손해배상책임을 부담하게 되는데 이로 인하여 주주의 사적 손해(private Schaden)에 대한 사회화(Vergesellschaftung) 현상이 나타나는 점을 지적하면서 독일 민법 제31조는 회사와 사원(주주) 사이에서는 적용되지 않아야 한다고 주장하는 견해는 Wiedemann, Gesellschaftsrecht, Bd. I, 1980, S. 241.

54) 회사의 업무집행 시 기관인 이사의 불법행위와 관련해서도 이사는 자기의 일을 행하는 것이 아니라 회사의 업무를 집행하는 자이기 때문에 회사만 불법행위책임을 지고 이사의 대외적 책임은 인정하지 않아야 한다고 주장하는 견해는 Grunst, Der Geschäftsreiter im Deliktsrecht: Plädoyer gegen die deliktische Organaußenhaftung von Geschäftsführern und Vorständen gegenüber gesellschaftsfremden Dritten, 2016, Diss., S. 318 ff.

55) Grigolet/Grigolet/Tomasic, 2. Aufl. 2020, AktG § 93, Rn. 173. 회사의 중요한 영업부분에 관한 물적 분할을 하는 경우 이사회는 주식법 제119조 제2항에 따라 주주총회의 특별결의를 구할 의무가 있음에도 주주총회의 특별결의를 거치지 아니하거나(Holzmüller 판결, BGH NJW 1982, 1703 = AG 1982, 158) 증자 시 인허자본(genehmigtes Kapital)의 위법한 이용 등이 그 예이다.

56) Fleischer, ZGR 2004, 444 f.; Bachmann, 70. DJT, E 115.

57) 다만, 지배계약(Beherrschungsvertrag)에 기한 경영권(주식법 제308조) 행사나(주식법 제117조 제7항 제1호) 또는 편입(Eingliederung)에 기한 경영권(주식법 제323조) 행사(주식법 제117조 제7항 제2호)의 일환으로 지시가 이루어져 종속회사(자회사) 주주에게 손해가 발생하면 지시한 자와 더불어 지시를 이행한 종속회사(자회사) 이사의 주식법 제117조 제2항에 따른 손해배상책임은 발생하지 않는다. 이 경우 지배계약의 경우 주식법 제304조 상당한 보



2) 주식법 제318조 제1항, 제2항

지배계약(Beherrschungsvertrag)이 없는 경우 종속회사의 이사가 지배회사의 지시에 따라 의무에 반하는, 종속회사에 불리한 행위나 불리한 대책을 행하고 그로 인한 불이익이 상쇄되지 않았음을 결합기업 관계보고서에 기재하지 않으면 그로 인해 직접적인 손해를 입은 종속회사 주주는 종속회사 이사에 대한 직접적인 손해배상청구가 가능하다.

3) 조직재편법(Umwandlungsgesetz) 제25조 제1항

조직재편법상 합병 과정에서 자산 상태의 검사나 합병계약 체결 시 주의의무를 다하지 못한 소멸회사의 이사를 상대로 직접 손해를 입은 소멸회사의 주주는 손해배상청구권을 취득한다. 예컨대 소멸회사 이사의 과실로 인해 합병비율이 불공정하게 산정됨으로써 직접 손해(예: 존속회사에 대한 지분을 희석)를 입은 소멸회사 주주는 소멸회사 이사에 대해 손해배상청구권을 취득한다.

4) 조직재편법 제125조 제1항

분할회사 이사의 과실에 기한 분할로 인해 직접 손해를 입은 주주는 분할회사 이사에 대해 직접적인 손해배상청구권을 취득한다(조직재편법 제125조에 의해 제25조 제1항 준용).

5) 조직재편법 제176조 제1항

자산양도 시 양도회사 이사의 과실로 인해 직접 손해를 입은 양도회사의 주주는 양도회사 이사에 대해 직접적인 손해배상청구권을 취득한다(조직재편법 제176조 제1항에 의해 제25조 제1항 준용).

6) 조직재편법 제205조 제1항

조직변경되는 회사의 이사의 과실에 기한 조직변경으로 인해 직접 손해를 입은 주주는 조직변경되는 회사의 이사에 대해 직접적인 손해배상청구권을 취득한다(조직재편법 제205조 제1항에 의해 제25조 제1항 준용).

상, 제305조의 주식매수, 편입의 경우 제320b조의 주식 대상 등 콘체른법 상 종속회사의 주주를 보호하기 위한 특별규정이 적용된다.

Ⅲ. 주주에 대한 이사의 충실의무 부재 하에서 독일의 주주 보호 수단⁵⁸⁾

1. 회사의 주주 이익 보호의무 위반에 따른 책임구조(책임 모델)

주식법상 이사는 단체법적인 기관의 지위 혹은 회사와의 임용계약상 피용자 지위 중 어떤 지위에서도 주주에 대하여 직접적인 의무를 부담하지 않고, 회사에 대해서만 의무를 부담한다. 따라서 주주 전체의 이익(회사의 이익에 포함된다고 봄)을 배려·보호할 의무는 회사를 통해서(회사에 대해서) 이사가 부담하기 때문에 이사는 ‘간접적으로’만 주주의 이익을 보호할 의무가 있다고 본다. 주주 전체의 이익을 배려·보호할 직접적인 의무는 이사가 아니라 회사가 부담하는 의무이며(주주의 이익을 보호할 의무의 주체는 회사), ‘회사가’ 그 업무집행 기관인 이사를 통해서 이행한다.

조직재편법 제25조 제1항 등과 같은 이사의 대외적 책임을 인정하는 예외적 규정이 없는 경우 과실 있는 이사의 업무집행으로 주주에게 손해(직접 손해)가 발생하면 주주는 회사에 대해서 자신에 대한 회사의 의무 위반(주주 이익 보호의무 위반)을 이유로 손해배상책임을 묻고(이사는 주주에 대한 자신의 의무가 아니라 회사의 기관으로서 회사의 의무를 이행하는 것이므로 이사의 의무 위반은 곧 회사의 의무 위반이 됨), 주주에 대해서 손해배상책임을 이행한 회사는 주주의 이익을 보호할 의무를 위반한 이사를 상대로 구상권을 행사하는 방식으로(주식법 제93조 제2항에 근거) 회사의 내부관계에서 손해를 청산한다(구상 모델, Regress Model).⁵⁹⁾ 이는 이사가 직접적으로 주주에 대한 의무(충실의무)를 부담하는 것을 전제로 의무를 위반한 이사를 상대로 주주가 직접 손해배상청구를 할 수 있는 경우(대표적으로 미국⁶⁰⁾)와 명백하게 대비된다.

2. 회사에 대한 주주의 손해배상청구권의 발생 근거

회사의 업무집행기관인 이사의 과실 있는 업무집행으로 손해를 입은 주주가 회사의 책임을 물을 수 있는 법적 근거는 출자(입사)계약으로 성립하는⁶¹⁾ 주주와 회사 사이의 채권관계인 사원권

58) 위에서 서술한 이사의 불법행위로 인한 회사의 불법행위책임(연대책임)도 충실의무에 의존하지 않는 주주 보호 수단이지만 이사의 대외적 책임하에서 언급하였다. 회사와 이사의 불법행위책임 규정이 있다는 것은 특이한 것이 아니지만 사원권이 절대적으로 보호되는 권리이고, 그 침해 시 불법행위책임이 성립한다는 점은 주목해야 한다.

59) 구상권 행사를 통해 내부관계에서 이사의 회사에 대한 책임이 확실히 이행되도록 하기 위해서 독일 주식법은 단순한 경과실에 대해서도 이사의 책임을 인정하며(주식법 제93조 제2항 제1문), 책임 제한 가능성을 열어두지 않고 있고, 의무위반과 관련하여 이사가 입증책임을 부담하도록 하며(주식법 제93조 제2항 제2문), 임원배상책임보험 체결 시 이사의 자부담의무를 부과하고 있고(주식법 제93조 제3항), 이사에 대한 손해배상청구권의 포기나 화해는 엄격한 요건 하에서만(주식법 제93조 제4항 제3문) 허용하고 있다. 또한 감독이사회(Aufsichtsrat)가 이사(경영이사회)의 책임을 추궁할 권한이 있으며(주식법 제112조) 독일 연방대법원(BGH) 판례(BGHZ 135, 244, 253=NJW 1997, 1926, ARAG/Garmenbeck 판결)는 감독이사회에게 이사의 책임을 추궁할 의무가 있다고 판시하고 있다. 자세한 것은 정대익, 「상사법연구」, 제36권 제2호 (2017), 113-148면.

60) DGCL §102(b)(7)(i); Cal. Corp. Code §309(a); Lindner Fund, Inc. v. Walbaum, Inc., 589 N.Y.S.2d 560, 561 (N.Y. App. Div. 1992), aff'd, 624 N.E.2d 160 (N.Y. 1993); In re Transkaryotic Therapies, Inc., 95 4 A.2d 346, 357 (Del. Ch. 2008).

61) 구체적으로 보면 사원권(관계)은 회사 설립이나 증자 시 주식인수를 통해 원시적으로 발생하고, 주식양도를 통해 주식양수인에게 이전된다. 사원권은 회사에 대한 개별적 권리와 의무를 포괄하며, 회사에 대한 사원의 보호를 포함



관계(Mitgliedschaftsverhältnis)이다. 이사의 과실 있는 업무집행으로 인해 주주의 이익이 침해되면 적극적 채권 침해로 인한 회사의 책임이 발생한다고 본다.⁶²⁾

이사가 과실 있는 업무집행으로 인해 주주의 이익을 침해하여 손해를 발생시키면 주주는 사원권 관계에 대한 침해를 이유로 회사에 대해서 손해배상책임을 물을 수 있고, 상술한 구상 모델에 따라 손해배상책임을 이행한 회사는 과실로 주주의 이익을 침해한 이사에 대해 주주에게 이행한 손해배상액만큼을 구상할 수 있다.⁶³⁾

이사를 주주의 수탁자로 보지 않는 독일에서는 회사의 이사가 과실 있는 업무집행으로 인해 주주의 이익을 침해하는 경우 불법행위가 성립하지 않으면 직접적으로 주주에 대해 손해배상책임을 지지 않고(이사의 대외적 책임은 없고), 회사가 주주의 손해를 배상할 책임을 지며, 내부 관계에서 회사는 주주에게 손해를 끼친 이사를 상대로 구상하는 시스템을 갖추고 있어서 주주의 이사에 대한 직접적인 손해배상청구권을 인정하지 않고 있다(따라서 이사는 회사를 통해, 즉 회사에 대해 손해배상책임을 짐으로써 주주에 대해서 간접적인 책임을 진다고 본다). 회사에 대한 주주의 손해배상청구권은 사원권 관계에 기초한 것이든 불법행위에 기초한 것이든 직접 손해에 한한다.⁶⁴⁾

IV. 주주에 대한 이사의 충실의무에 대한 비교법적 검토

1. 유럽 국가에서 주주에 대한 이사의 의무

광범위한 연구조사 보고서에 의하면 조사 대상인 유럽 국가 28개국 모두 이사의 의무(주의의무와 충실의무)는 원칙적으로 '회사에 대한 것'으로 보고 있으며⁶⁵⁾, 일부 국가만 실정법 규정이 아니라 판례를 통해서 이사와 주주 사이에 특별한 사실관계(special factual relationship)가 있는 매우 예외적인 경우에 주주에 대해 이사가 직접적으로 신인의무(충실의무, fiduciary duty)를 부담한다고 본다.⁶⁶⁾

하고 있는 사원권의 범위는 정관이나 법률로 형성되는, 회사 내부를 규율하는 규범(Binnenrechtsordnung)에 의해 정해진다. 사원권(관계)에 대해서는 Lutter, "Theorie der Mitgliedschaft- Prolegomena zu einem Allgemeinen Teil des Korporationsrechts", AcP 180 (1980), 97 ff; Wiedemann, a.a.O., S. 382 ff.; K. Schmidt, Gesellschaftsrecht, 4. Aufl. 2002, § 19.

62) K. Schmidt, "Die Vereinsmitgliedschaft als Grundlage von Schadensersatzansprüchen —Positive „Vertragsverletzung“ und -sonstiges Recht“ im Innenrecht des Vereins", JZ 1991, 157 ff.

63) 회사 내부적으로 감독이사회가 회사를 대표하여 경영이사회 이사에 대해 구상권을 행사할 권한과 의무가 있다. 감독이사회 책임추궁의무를 인정한 독일의 ARAG/Garmenbeck 판결에 대해서는 정대익, "경영이사회 이사에 대한 감독이사회 책임추궁의무 - 독일 연방대법원의 ARAG/Garmenbeck 판결이 주는 의미", 「금융법연구」 제14권 제2호(2017), 199-233면.

64) Baums, "Empfiehl sich eine Neuregelung des aktienrechtlichen Anfechtungs- und Organhaftungsrechts, insbesondere der Klagemöglichkeiten von Aktionären?," Gutachten F zum 63. Deutschen Juristentag, 2000(이하 Baums, DJT Gutachten), F224 f.

65) 아일랜드 회사법(Companies Act 2014) Section 227(1)은 분명히 하기 위해 심지어 '회사 그리고 오로지 회사에 대해서만(to the company and the company alone)' 신인의무(fiduciary duty)를 부담한다고 규정하고 있다.

66) 영국, 프랑스, 아일랜드, 사이프러스는 주주에 대한 이사의 신인의무를 실정법 규정이 아니라 판례를 통해서 특별

영국 판례에 따르면⁶⁷⁾ 이사가 특정한 거래를 권유하기 위해 주주를 직접 접촉하거나 이사가 주식의 취득이나 처분과 관련하여 주주의 대리인으로 행위한 경우 혹은 주주가 의존하는 공시를 하거나 정보를 제공한 경우 이러한 특별한 사실관계가 발생하여 이사는 주주에 대해 직접적으로 신인의무(충실의무)를 부담한다. 아일랜드 판례에 따르면 회사에 의해 대변되는 주주 전체의 이익(collective interests)이 아니라 개별 주주로서의 이익이 관련되는 경우(interests of the shareholders qua shareholder are concerned) 이사는 예외적으로 주주에 대해서 직접적인 신인의무(충실의무)를 부담할 수 있다고 본다.⁶⁸⁾ 프랑스 판례에 따르면 이사가 주주와 직접 거래를 하는 경우, 예컨대 이사가 주주로부터 직접 주식을 매수하는 경우에는 이사의 주주에 대한 충실의무가 발생한다.⁶⁹⁾

2. 영국을 포함한 영연방 국가에서 주주에 대한 이사의 의무

1) 주주에 대한 신인관계(충실의무) 불인정 원칙과 이유

영연방(common wealth) 국가에서는⁷⁰⁾ 이사는 회사에 대해서만 신인의무(충실의무)를 부담하나⁷¹⁾ 주주에 대해서는 부담하지 않으며⁷²⁾, 주주의 이익은 회사에 대해서 부담하는 이사의 의무를 통해서 간접적으로(mediated) 보호된다고 본다. 이사는 회사의 업무 집행을 위해 선임된 자이므로 회사에 대해서만 신인의무(fiduciary duty)를 부담하고, 채권자나 현재 혹은 장래의 주주 혹은 개인주주에 대한 신인의무를 부담하지 않는다고 본다.⁷³⁾ 영국에서는 이사의 회사에 대한 신

한 사실관계(special factual relationship)가 있는 경우에만(매우 좁은 범위에서만) 인정한다. 이러한 경우에도 신인의무(충실의무) 위반을 이유로 이사에 대해서 손해배상청구를 하려면 주주가 직접 손해(direct loss)를 입어야 하고 간접손해(반사적 손해, reflective loss)만 입은 주주는 손해배상청구를 할 수 없다. 자세한 것은 Gerner-Buehrle/Paech/Schuster, LSE Study, p.55-63.

67) *Peskin v Anderson* [2001] 1 BCLC 372, para. 34. 이 판례는 아래의 ‘영연방 국가의 주주에 대한 이사의 충실의무’라는 제목하에서도 다시 다룬다.

68) *Crindle Investments v Wymes* [1998] 4 IR 567; [1998] 2 ILRM 275은 이러한 요건 하에서 주주에 대한 이사의 직접적인 의무의 가능성을 언급했으나 실제 적절한 사건은 아일랜드 법원에 오지 않았다고 한다. Ahern, “Minority Rule and Minority Protections: Theoretical Framework and National Practice in the Shadow of the EU: The Case of Ireland”, available at <http://hdl.handle.net/2262/90783>, p.9.

69) 비상장회사의 회장(이사)이 주주로부터 주당 3,000프랑으로(현재저 저가로) 주식을 매수한 후 며칠 후 동주식을 주당 8,800프랑에(현재저 고가로) 다시 매도한 사건에서 이사의 주주에 대한 충실의무를 인정하였다. *Cass. Com.* 2 7.02.1996, *JCP E*, 1996, II, 838.

70) 영국, 호주, 뉴질랜드, 캐나다, 남아프리카 공화국, 인도, 말레이시아, 싱가포르 등의 영연방 국가들의 판례는 이사의 주주에 대한 충실의무를 특별한 요건(특별한 사실관계) 하에서만 인정하는 입장이다. 이 글에서는 영국, 호주, 뉴질랜드 판례를 주로 참고하였다.

71) *Dignam/Lowry, Company Law*, 12th ed., (2022), p.301; *Mayson/French/Ryan, Company Law* 37th ed., (2021), p.458; *Davies, Modern Company Law*, 11th ed., 2021, p. 251. 따라서 이사의 신인의무 이행을 강제하거나 신인의무 위반을 이유로 제소할 수 있는 것도 회사에 한한다. 이러한 입장이 반영된 기본판례는 *Foss v Harbottle* (1843) 67 E.R. 189.

72) 이사뿐만 아니라 회사도 주주에 대해서는 충실의무를 부담하지 않는다. *Esplanade Development Ltd v. Dinive Holding Pty Ltd* [1980] WAR 151; *Mayson/French/Ryan, Ibid.*, p. 459.

73) 이러한 입장의 판례는 *Aberdeen Rly Co v Blaikie Bros* (1854); *Multinational Gas and Petrochemical Co Ltd v Multinational Gas and Petrochemical Services Ltd* (1983); *Hawkes v Cuddy (No 2)* (2009); *Mayson/French/Ryan, Ibid.*, p.458. 이사로 선임해 준 주주에 대해서도 신인의무를 부담하지 않으며, 주주가 가족으로 구성된 가족회사 있어서도 이사는 회사에 대해서만 신인의무만을 부담하고 가족 주주에 대해서 신인의무를 부담하



인의무의 근거를 이사의 수탁자 지위 혹은 수탁자와 유사한 지위에서⁷⁴⁾ 찾는다.⁷⁵⁾

회사의 이사가 주주에 대해서는 신인의무를 부담하지 않는다는 영국의 원칙은 Percival v. Wright 판결에⁷⁶⁾ 연원을 두고 있고, 이 판결이 제시한 이러한 원칙은 영국 회사법(Companies Act 2006) 제170조 제1항에 반영되어 있다.

이러한 원칙을 인정하고 있는 중요한 이유는 다음과 같다.⁷⁷⁾

① 주주에 대한 이사의 의무가 인정되면 주주의 이해관계가 동일하지 않기 때문에 피해를 입은 주주의 수많은 제소가 예견된다. 회사와 동시에 주주에 대해서도 신인의무를 부담하면 회사의 권리가 아니라 자신의 권리를 위해 제소하는 방법을 통해 주주대표소송에 대한 제한을 쉽게 회피할 수 있는 문제도 발생한다.⁷⁸⁾ 법인격을 가진 회사의 중요한 특징인 회사에 대한 청구(주주의 회사에 대한 청구) 혹은 회사에 의한 청구(회사의 이사에 대한 청구) 구조는 그 기제의 효율성(mechanical efficiency)이 있다.⁷⁹⁾

② 회사를 매개로 한 피해 구제는 이중 구제 혹은 청구권의 구제 순서 문제를 해소할 수 있다. 많은 경우 주주에게 손해를 발생시킨 것으로 보이는 행위가 동시에 회사에도 손해를 발생시켰을 수도 있는데 이사의 주주에 대한 의무를 인정하면 손해를 입은 모든 당사자가 제소할 권리가 있

지 않는다. 지배주주의 지시를 따르는 것은 회사에 대한 신인의무의 위반이 될 수 있다. 이런 내용의 판례를 요약하고 있는 것은 Dignam/Lowry, *Ibid.*, p.301.

74) 이사의 수탁자 지위 혹은 수탁자와 유사한 지위에서 신인의무의 근거를 찾는 역사적 배경(partnership, trust)과 전개에 대해서는 Sealy, "The Director as Trustee", *Cambridge Law Journal*, Vol. 25, No. 1(1967), pp.83-86; Dignam/Lowry, *Company Law*, 12th ed. (2022), p.300.

75) 이사는 수탁자는 아니나 회사에 대해서 신인의무를 부담함은 의식의 여지가 없다고 보는 견해는 Regal (Hastings) Ltd v Gulliver [1967] 2 AC 134; Mayson/French/Ryan, *Ibid.*, p. 457. seq. 신탁에서 수탁자(trustee)는 신탁 재산의 소유자로서 수익자를 위해서 행위를 하나 이사는 회사재산의 소유자가 아니면서 회사를 위해서 행위를 하므로 신탁에서의 수탁자(좁은 의미의 수탁자)는 아니나 회사의 이익을 위해 회사사업을 경영할 권리와 의무가 있어서 수탁자와 유사한(trustee-like) 혹은 수탁자를 유추해서(analogous to trustees) 책임을 진다고 보는 견해는. Mayson/French/Ryan, *Ibid.*, p.457 et seq; Dignam/Lowry, *Ibid.*, p.300.

76) Percival v. Wright [1902] 2 Ch. 421. 판결의 내용을 요약하면 다음과 같다. 주식을 매도하길 원하는 일부 주주가 Company's Secretary에게 편지를 보내 매수인을 구해 주길 요청했다(주주들의 대리인이 되어주길 요청한 것은 아님). 이에 당해회사의 3인의 이사들이 회사 매각 협상이 진행되고 있음을 알리지 않고 주주들로부터 독립적 감정인 감정한 가격인 주당 12.10 파운드에 주식을 매수하겠다는 제안을 하여 매매가 체결되었다. 주식 매도 후 주주들은 자신들의 주식 매도 협상 전과 협상 진행 중에 이사들이 회사를 매각하는 협상에 관여하였고, 매각이 이루어졌다면 주식 가치가 훨씬 더 높아졌을 것임을 알게 되었다(협상 과정에서 주당 12.10 파운드보다 상당히 높은 매수가 격이 제시되었으나 매수의향자가 확정적 제안을 하지 않아 결렬됨). 이에 주주들은 주식을 매수한 이사들을 상대로 주식매매 계약의 무효를 구하는 소를 제기하였는데, 이사는 통상적으로는 주주에 대해서 신인의무를 부담하지 않으나 주주로부터 주식을 매수하는 이사는 매도를 희망한 주주에 대해서는 수탁자 지위에 있으므로 회사 매각 협상을 공개하지 않은 것은 주주에 대한 신인의무(충실의무)를 위반한 것이라 주장하였다. 법원은 주식을 매수한 이사는 주식을 매도한 주주에게 (최종적으로 결렬된) 회사 매각 협상을 공개할 의무가 없다고 판시하였다. 법원은 공개 의무를 인정하는 반대 견해에 따르면 공개를 하지 않는 경우 이사는 주식을 매수하거나 매도할 수 없고, 회사 매각 협상의 이런 공개는 회사의 이익에 반할 수도 있어 이사를 매우 불리한 입장에 서게 한다는 것을 기각 이유로 제시하였다. 이 판결에서 법원은 주주가 주식을 매도하기 위해 이사들에게 직접 접근한 것이지 이사들이 주식을 매수할 의도로 주주들에게 접근한 것이 아닌 점도 기각 이유로 들고 있는데, 만약 이사들이 주식매수 의사를 가지고 주주들에게 먼저 접근하였다면 다른 결론이 나왔을 수도 있다. 이런 취지로 이해하는 견해는 Davies, *Modern Company Law*, 7th ed, 2003, p.375.

77) Prentice, "Directors, Creditors, and Shareholders", in: McKendrick (Ed.), *Commercial Aspects of Trusts and Fiduciary Obligations*, 1992(이하 *Commercial Aspects*), pp.74-76.

78) Davies, *Modern Company Law*, 11th ed, 2021, p.252.

79) 법인격을 가진 회사의 특징으로 기제 효율성(mechanical efficiency)을 제시하는 견해는 Clark, *Corporate Law*, 1986, p.19.

는지 아니면 누가 우선하여 구제받을 권리가 있는지의 문제가 불가피하게 발생한다.

③ 직접적인 손해배상청구권을 인정받는 주주와 관련하여 시점 문제가 발생한다. 이사의 위법 행위 당시의 주주와 이사의 위법행위가 발견되어서 제소가 이루어진 시점의 주주가 동일인이 아닐 수 있다. 이사에 대한 주주의 직접적인 손해배상청구권이 인정된다면 이사의 위법행위가 알려져 회사의 주식 가치에 중대한 영향을 미친 시점의 주주에게 제소권을 인정하는 것이 출발점이 될 것이다. 이사의 위법행위 공개 시점까지 주식 가치가 위법행위의 영향을 반영하지 못하였으나 위법행위 공개로 인해서 비로소 주식 가치가 하락하면 이러한 입장은 의미가 있다. 이러한 상황에서 현재 주주의 주식 가치는 하락하나 구주주는 주식 처분 당시 이사의 위법행위에 영향을 받지 않는 대가를 수령하기 때문이다. 그러나 현재의 주주가 주식을 매입할 때 이사의 위법행위의 영향을 완전히 반영한 대가를 지급한 경우라면 현재 주주의 이사에 대한 직접적인 손해배상청구권은 횡재(windfall)를 인정하는 것이 되어 설득력이 없을 수 있다. 또한 이러한 논의는 주식 가치에 대해 이사의 위법행위가 영향을 미치는 시점을 정확히 특정할 수 있다는 것을 전제로 하나 많은 경우 그러하지 않다.

④ 많은 경우 이사의 위법행위로 인해 발생한 주주의 손해를 산정하기가 쉽지 않다. 회사에 끼친 10만 파운드의 손해는 이사의 위법행위가 미래에도 반복될 것이라는 두려움이 있으면 주주에게 100만 파운드의 손해를 끼칠 수도 있다.

⑤ 이사에 대한 주주의 직접적인 손해배상청구권이 인정되면 이사는 자신의 에너지를 회사를 위해서가 아니라 주주가 제기한 소송을 방어하기 위해 사용하게 되며, 주주가 이사를 상대로 제소하는 경우 회사의 이익이라는 관점에서 비용-편익 분석이 이루어지기가 쉽지 않으며, 아마도 회사의 손해는 무시되거나 상당히 과소평가 될 가능성이 있다.

2) 주주 이익 보호를 위한 이사의 의무에 대한 간접적 강제 수단

(1) 회사 규범(company constitution)을 준수하여 업무를 집행할 의무⁸⁰⁾

이사의 업무 집행 시 회사 정관 등 회사 규범이 준수되는 것에 관해 주주는 사원(입사)계약(member's contract⁸¹⁾)상 권리를 회사에 대해서 가지고 있으므로⁸²⁾, 이사가 회사에 대해 부담하는 신인의무를 위반하면 그것은 곧 회사의 주주에 대한 사원계약 위반이 되므로⁸³⁾ 주주는 이사의 회사 규범 위반 행위를 금지(유지)시킬 수 있는 권리(injunction)가 있다.⁸⁴⁾

80) 상세한 설명은 Davies, "Directors' Fiduciary Duties and Individual Shareholders", in: Commercial Aspects, p.96-99.

81) 정관(Articles of Association)을 통해 회사와 주주 및 주주와 주주 사이 계약이 체결된다고 본다. 회사와 주주 사이의 계약을 인정하는 판례는 Pender v. Lushington(1877) 6 Ch. D. 70; 주주 사이의 계약을 인정하는 판례는 Hickman v. Kent or Rommney Sheepbreeders Association (1915) 1 Ch. 881.

82) 대표적인 문헌은 Wedderburn, "Shareholders' Right and the Rule in Foss v. Harbottle" Cambridge Law Journal Vol. 194, 1957, pp.207-214.

83) Davies, "Directors' Fiduciary Duties and Individual Shareholders", in: Commercial Aspects, pp.96-97.

84) Rayfield v. Hands (1960) Ch. 1. 참고로 이사가 회사의 능력 외(ultra vires) 행위를 하려는 경우에 주주가 그러한 이사의 행위를 금지시킬 수 있는 권리가 있다는 판례는 Smith v. Croft (No. 3) [1987] BCLC 355, 389.



(2) 부당한 목적(improper purpose)으로 이사의 권한을 행사하지 않을 의무⁸⁵⁾

부당한 목적으로 이사의 권한이 행사되면 회사에 대한 이사의 의무 위반일뿐 아니라 회사와 주주 사이의 계약관계의 기초인 회사의 정관 위반도 되어 부당한 목적으로 행해지는 이사의 권한 행사를 금지시킬 수 있는 주주의 개인적인 계약상 권리가 인정된다. 이사가 정관에 의해 자신에게 부여된 신주발행 권한(수탁자적 권한, fiduciary power)을 부당한 목적을 위해 사용하는 것은, 예컨대 신주발행 권한을 다수파 주주를 제거하거나 새로운 다수파 주주를 만들기 위해서 사용하는 것 등은 부당한 목적으로 이사의 권한을 행사하는 것이 된다.⁸⁶⁾

(3) 다양한 종류의 주주를 공정하게 대우할 의무

다양한 종류의 주주의 권리에 영향을 주는 권한을 행사하고 어떻게 권한 행사를 할지에 대해서 회사의 실질적 이해관계가 없다면 이사는 다양한 종류의 주주를 공정하게(fairly) 대우할 의무가 있다.⁸⁷⁾ 이러한 의무는 정관에 의해 체결된 회사와 주주간 계약(입사 혹은 사원 계약)에 포함된 묵시적 약정(implied term)에 근거해 발생한다고 본다.⁸⁸⁾ 따라서 이사가 특정 종류의 주주를 불공정하게 대우하면 불공정한 대우를 받은 주주는 계약상 권리의 일환으로 이사의 불공정한 대우를 금지할 것을 청구할 수 있다고 본다.⁸⁹⁾

Taylor v. NUM (Derbyshire Area) [1985] BCLC 237 판결도 노동조합(union)의 이사가 노동조합의 능력 외 행위를 위해 노동조합 자금을 사용하자 노조원이 제기한 금지가처분 신청을 인용하였다. 20세기 이후의 판례를 분석한 후 이사가 정관 등 회사 규범을 위반하는 행위를 하는 경우 그러한 행위를 금지시킬 수 있는 주주의 개인적 계약상 권리가 인정된다고 보는 견해는 Wedderburn, "Shareholders' Right and the Rule in Foss v. Harbottle" Cambridge Law Journal Vol. 194, 1957, p 207-214. 회사 규범 위반 행위를 금지시킬 수 있는 주주의 이러한 개인적 권리는 우리 상법 제402조가 소수주주에게 인정하는 위법행위 유지청구권과 유사하다.

85) 자세한 것은 Davies, "Directors' Fiduciary Duties and Individual Shareholders", in: Commercial Aspects, pp.99-102.

86) Re a Company (No. 5136 of 1986) [1987] BCLC 82 판결은 특정 주주 그룹의 의결권을 강화하기 위해 기존 주식 비율이 아니라 주주의 서비스로 부담 비율에 따라 신주를 배정하는 것은 부당한 목적으로 이사의 신주발행 권한을 행사하는 것으로서 주주의 개인적 권리 침해에 해당한다고 보았다. Howard Smith Ltd v Ampol Petroleum Ltd [1974] 1 All ER 1126 판결도 주주간 권한 균형을 변화시키는 신주발행은 부당한 권한 행사로서 무효라고 판시하였다.

87) Finn, Fiduciary Obligations, Sydney, 1979, p.69. 상장회사에 적용되는 영국의 인수합병 규정(City Code on Takeovers and Mergers)도 주주를 공정하게 대우할 의무를 규정하고 있다.

88) 다만 Finn은 이러한 의무를 주주에 대한 이사의 신인의무(fiduciary duty)로 본다. Ibid. p.65 ff.

89) 공정한 대우에 관한 정관상 묵시적 약정 위반이라는 주주의 주장에 대해 불공정한 대우가 아니라고 보아 청구를 기각한 판례는 Mutual Life Insurance Co of New York v. The Rank Organization Ltd [1985] BCLC 11. 이 판례에서 피고회사는 A 보통주를 매각하는 공모(public offer)를 하였는데 그중 절반은 우선적으로 A순위 보통주(Rank A ordinary share) 주주들에게 배정하였는데, 미국과 캐나다의 증권법이 관련되는 것을 원하지 않은 이사회는 미국과 캐나다에 거주하는 A순위 보통주 주주는 우선적 배정 대상에서 제외하였다. 원고인 미국과 캐나다 거주 주주들은 이러한 이사회 결정은 정관에 정한 묵시적 약정, 즉 모든 동순위 주주들은 동등한 대우(pari passu)를 받을 권리가 있으며 주주간 차별없이 순위에 따른 평등한 취급을 받아야 한다는 약정 위반이라고 주장하였다. 법원은 다른 주주들 사이에서 이사의 권한이 공정하게 행사되어야 한다는 묵시적 약정은 있으나 같은 종류 주식의 주주들에게 동등한 대우를 보장해야 한다는 묵시적 약정은 없음을 이유로 불공정한 대우가 아니라고 보아 청구를 기각하였다.

3) 주주에 대한 이사의 직접적인 의무

(1) 불법행위법상 의무(tortious duty)

이사는 주주에 대해서 불법행위법상 정직할 의무(a duty in tort to be honest)를 부담한다. 예컨대 대상회사에 대한 매수 청약이 있으면 대상회사의 이사는 매수 청약에 관해 주주가 어떻게 반응해야 할지에 대한 자문을 하거나 의견을 제시하는 경우 정직하여야 하고 주주의 오인을 유발하지 않을 불법행위법상 의무가 있다.⁹⁰⁾

(2) 예외적 충실의무: 특별한 사실관계론(special factual relationship doctrine, special facts exception)

주주에 대한 이사의 신인의무(충실의무)를 원칙적으로 인정하지 않는 *Percival v. Wright* 판결에도 불구하고 특별한 사실관계나 특별한 사정(special factual relationship or special facts)이 있으면 예외적으로 주주에 대한 신인의무가 인정된다. 회사에 대해서만 이사가 신인의무를 부담한다는 원칙은 이사(기관)의 지위에서 회사를 위한 행위를 하는 경우에만 적용되고 예외적으로 이사와 주주 사이의 거래(dealing)와 같은 특별한 사정이 있는 경우에는 주주에 대한 이사의 신인의무가 발생할 수 있다고 본다.⁹¹⁾

영연방 국가에서 특별한 사실관계 혹은 특별한 사정이 있어 주주에 대한 이사의 신인의무가 인정된 경우를 보면 다음과 같다.⁹²⁾

가. 이사가 주주로부터 주식을 취득하거나 주주의 주식 매도 협상권을 가진 경우

가족회사(폐쇄회사)의 이사가 주주로부터 주식을 매수하는 경우 이사는 주주에 대해 신인의무(충실의무)를 부담하므로 중요한 사실을 공개할 의무가 있다고 본다.⁹³⁾ 주주들이 자신들의 주식

90) 이러한 의무를 위반하면 불법행위인 사기(fraud)에 해당한다. 예컨대 *Prudential v. Newman* (No. 2) [1982] 1 ALL ER 354는 이사들이 부당히 높은 가격에 특정 자산을 회사가 매수하도록 한 것은 회사에 대한 사기이고, 통신문을 보내 주주로 하여금 주주총회에서 이러한 회사의 자산 매수를 승인해 주길 요청한 것은 주주에 대한 사기로 본다.

91) *Peskin v Anderson* [2001] 1 BCLC 372; Davies, *Modern Company Law*, 7th ed, 2003, p.252.

92) Davies, *Modern Company Law*, 7th ed, 2003, p.252.

93) 뉴질랜드 판례 *Colmann v Meyers* [1977] 2 NZLR 225. 이 판례의 사실관계를 보면, 가족기업인 원래 회사의 두 명의 이사가 그 회사의 자산가치가 장부가액보다 훨씬 가치가 있음을 알고 새로운 회사를 설립하여 이 새로운 회사가 원래 회사의 주식을 현저히 저가로 주주로부터 공개매수하였다. 이 사건에서 법원은 이사와 주주 사이의 주식 매수거래 시 이사는 신뢰(trust)와 신임(confidence)을 받은 자이므로 이러한 매수 과정에서 주주에 대한 이사의 신인의무가 있다고 판시하였다. 이 판결은 특히 가족기업으로서 성격, 고도의 내부정보, 기업인수 방식 등을 고려할 때 이사는 주주에 대해 신인의무(충실의무)를 부담하므로 공개매수 상대방인 주주에 대해 중요한 사실을 공개할 의무가 있다고 보았다. 독일에서도 이러한 경우 신인의무가 아니라 계약법상 원칙에 의해 이사가 주주에게 중요한 사실을 공개할 의무(설명 의무)가 있다고 보고, 위반한 경우 이사는 계약상의 과실책임(culpa in contrahendo)을 진다고 보는 견해는 Fleischer, "Informationspflichten der Gesellschafter beim Management Buyout im Spannungsfeld von Gesellschafts-, Kapitalmarkt- und Vertragsrecht", AG 2000, 320 f.



매도를 위해 매도 협상을 할 수 있는 권한을 이사에게 부여했는데 이사가 주식을 주주들로부터 매수하는 경우에는 이사가 마치 주주의 대리인인 것처럼 행위하는 것이기 때문에 이사와 주주 사이의 신인관계를 인정하여 이사의 개인적 이해관계를 공개할 의무가 있다고 보았다. 이사가 주주들로부터 주식을 매수하는 관계는 진정한 의미에서 대리관계는 아니지만 이사를 주주들의 대리인으로 의제하여(on a constructive basis) 이사는 주주에 대해 신인의무를 부담한다고 보았다.⁹⁴⁾ 회사 매각 협상이 진행 중일 때 이사가 회사의 주식을 매집하는 경우에도 매각 협상을 공개해야 할, 이사의 주주에 대한 신인의무가 있다고 본다.⁹⁵⁾

이와 같은 특별한 사정이 있는 경우에는 회사의 기관이라는 지위로 인하여 회사에 대해서만 신인의무를 부담하고 주주에 대한 신인의무가 면제되는 것이 아니다.⁹⁶⁾ 즉 이러한 특별한 사정이 있는 경우 이사의 회사에 대한 신인의무와 주주에 대한 신인의무가 공존할 수 있다.⁹⁷⁾

나. 불이익한 조언 혹은 의사결정에 영향을 미치는 조언을 하는 경우

주주에 대한 이사의 예외적인 신인의무는 회사 규범(정관)에 의해 부여된 권한을 이사가 주주에게 손해를 끼치는 방식으로 행사하거나 혹은 이사가 조언을 통해 주주의 의사결정에 영향을 미치는 경우 발생한다고 본다.⁹⁸⁾ 특히 정관에 의해 부여된 권한을 주주의 의사결정에 영향을 미치

94) Allen v. Hyatt (1914) 30 TLR 444. 사실관계를 보면 이사들이 주주들의 주식을 다른 회사에 매도하는 협상을 할 수 있는 권리를 자신들에게 부여해 줄 것을 유도하였고 주주들로부터 부여받은 이러한 협상 권한을 가지고 주주들의 주식을 직접 다른 회사에 매도한 것이 아니라 자신들이 주주들로부터 주식을 매수하여 다시 다른 회사에 매도하여 수익을 올렸다. 이사들은 주주들의 대리인으로 주식을 매도하였기 때문에 주주에 대한 신인의무에 근거하여 이사들이 주식 매도로 얻은 이익을 주주들에게 공개해야 한다고 판시하였다. 미국 법원이 특별한 사정 원칙(special facts doctrine)에 따라 이사의 주주에 대한 신인의무를 인정한 판례는 Strong v Repide 213 US 419 (1909).

95) Re Chez Nico (Restaurants) Ltd [1992] BCLC 192; Platt v. Platt [1999] 2 BCLC 745. Re Chez Nico (Restaurants) Ltd [1992] BCLC 192는 특별한 사정이 있으면 이사는 주주에 대해 신인의무를 부담한다고 보아 진행 중인 회사 매각 협상 과정을 주주에게 공개하지 않고 이사는 주주로부터 주식을 매수할 수 있다고 본 Percival v Wright 판결을 따르길 거부했다. Platt v. Platt [1999] 2 BCLC 745의 사실관계(특별한 사정)를 보면 다음과 같다. 회사의 유일한 보통주 주주이자 유일한 이사가 회사의 재정 상황이 악화되어 회사를 매각할 계획인데 우선주에 대한 계속적 배당금 지급 의무로 인해 회사 매각이 불가능하며 우선주의 가치는 없어졌으므로 자신에게 주당 1 파운드에 매각을 해야 된다고 거짓으로 우선주 주주들에게 진술했다. 사실 이사는 당시에 회사를 매각할 의사가 없었고 회사의 재정 상태가 곧 개선되리라는 것을 알고 있었다. 4년 뒤 회사는 약 200만 파운드에 매각되었다.

96) Coleman v Myers [1977] 2 NZLR 225, 325(Woodhouse J).

97) Peskin v Anderson [2001] 1 BCLC 372도 뉴질랜드 판례인 Colmann v Meyers [1977] 2 NZLR 225와 호주 판례인 Brunninghausen v Glavanics [1999] 46 NSWLR 538을 따라 특별한 사실관계(special factual relationship)가 있는 경우 이사의 주주에 대한 충실의무를 인정하는 입장인데, 당해사건에 관해서는 이러한 특별한 사실관계가 없음을 이유로 원고의 청구를 기각하였다.

98) Heron International Ltd. v. Lord Grade [1983] BCLC 244; Re A Company (No. 8699 of 1985) [1986] BCLC 382. 후자 판결의 사실관계를 보면 폐쇄회사(비상장회사)인 대상회사의 주식에 대한 경쟁적 매수제안(takeover bid) 중 높은 가격의 매수제안이 성공할 수 없다는 의견을(사실은 그러하지 아니함) 회람용 편지(circular)를 통해 제시하면서 이사 자신이 참여하고 있던 회사가 제안한 낮은 가격(높은 제시 가격의 2분의 1 미만)의 매수제안을 받아들일 것을 주주들에게 조언했다. 이 판결은 회사법(Companies Act 1985) 제459조(불공정한 불이익, Unfair Prejudice, 현재는 Companies Act 2006 제994조) 적용 여부를 다툰 것이었는데, 폐쇄회사지만 공개매수 및 합병 규정(City Code on Takeovers and Mergers, 단축하여 City Code라 칭함)을 유용한 지침으로 참고하였고, 이사의 주주에 대한 신인의무 인정 여부도 다루었다. 이 판례는 폐쇄회사의 경우 이사가 제안의 장점에 대해 주주에게 조언할 의무는 법률상 없지만(상장회사라면 City Code Rule 25가 적용되어 적정한 조언할 의무가 있음, 즉 굳이 주주를 보호하기 위해서 신인의무를 찾을 필요가 없음) 일단 조언하게 되면 조언은 사실적으로 정확해야 하고(오인을 유발하지 않아야 하고) 주주가 최선의 가격으로 매도할 수 있는 조언이어야 한다고 보았다. 이 판례는 주주의 주식 매도 문제와 관련하여 주주의 이익을 위해서 조언할 이사의 의무를 강조함으로써 불법행위범의 영역을 벗

기 위해 사용하면 이해충돌 혹은 자기거래의 가능성이 크기 때문에 주주의 의사결정에 영향을 미치는 조언을 하는 경우 단순히 정확성을 유지하는 것을 넘어서 조언을 받는 주주의 이해관계를 고려해야 하는 신인의무가 발생한다.⁹⁹⁾ 회사의 인수와 관련하여 이사의 주주에 대한 신인의무를 인정한 판결을¹⁰⁰⁾ 보면 인수대상 회사(target company)의 이사들이 저가의 인수 제안에 깊게 관련되어 있었기 때문에 이해충돌 가능성이 특히 분명하였다.

주주들의 주식에 대한 공개매수 제안이 있어도 이사는 원칙적으로 주주에게 조언을 제공할 의무는 없다. 다만, 경쟁적 매수제안(takeover bid)이 있는 경우 이사가 조언을 제공하게 된다면 주주가 최선의 가격에 주식을 매도할 수 있는 매수제안에 대해서 조언할 의무가 있고, 이사 자신이 지지하거나 선호하는 매수제안을 다른 매수제안보다 선호하는 조언을 제공할 수 없다.¹⁰¹⁾

다. 회사가 해산되는 경우

2인의 주주로 구성된 회사(폐쇄회사)가 해산을 앞두고 있는 경우 이사가 주주에 대해 신인의무를 부담할 수 있다고 본다. 준조합적 관계(quasi-partnership)를 인정하여 2인 회사가 존폐 위기에 처해 있으나 아직 해산되지 않았으면 이사는 회사에 대해서만 신인의무를 부담하는 것이 아니라 준조합원의 지위를 가지는 주주에 대해서도 신인의무를 부담하고, 이러한 신인의무는 주주의 개인적 권리(personal right)와 유사한 권리를 발생시키며, 주주가 자신의 이러한 권리를 행사하기 위해 이사를 상대로 직접 소를 제기하는 것이 허용된다.¹⁰²⁾ 특정한 사실(fact)에 기반하여 이사와 주주 간 관계에 대리 혹은 조합을 유추 적용하면 지위(status)에 기반한 신인관계로 보지 않아도 이사와 주주 사이의 신인관계를 인정할 수 있게 되는데, 이는 Allen v Hyatt 판결에서¹⁰³⁾ 이용된 방법이다.

라. 신주발행 권한을 이사가 부당하게 사용하는 경우

신주발행권을 적절히 행사해야 할 이사의 의무는 원칙적으로 회사에 대한 것이지만, 이사가 신주발행권을 부적절하게 행사하는 경우 지분이 희석(dilution)되는 것을 방지하기 위해서 주주에

어나서 이사의 주주에 대한 의무를 신인의무의 영역으로 가지고 왔다고 본다. 이런 시각은 Davies, "Directors' Fiduciary Duties and Individual Shareholders", in: Commercial Aspects, pp.107et seq.

99) Davies, "Directors' Fiduciary Duties and Individual Shareholders", in: Commercial Aspects, p.112.

100) 이사들이 인수가격 제안에 깊이 관련된 경우가 아니어도 일반적으로 회사 인수의 경우 인수대상 회사의 이사들은 직위 보존에 관한 이해관계가 있고, 인수대상 회사의 주주들은 자신들의 주식 가치를 최대화하려는 이해관계가 있어서 이해충돌이 발생할 가능성이 상존한다. Davies, "Directors' Fiduciary Duties and Individual Shareholders", in: Commercial Aspects, pp.112-113.

101) Re A Company (No. 8699 of 1985) [1986] BCLC 382; Davies, Modern Company Law, 11th ed, 2021, pp.253 et seq. 즉 주주에게 제공하는 조언은 주의 깊어야 하고 조언의 정당한 목적(주주의 이익 보호)을 달성하기 위한 것이어야지 이사 자신의 목적을 달성하기 위한 조언은 안 된다.

102) Mesenberg v Cord Industrial Recruiters Pty Ltd (1996) 39 NSWLR 128, 139.

103) Allen v Hyatt (1914) 30 TLR 444. 이 판결은 Brunninghausen v Glavanics (1999) 46 NSWLR 538 판결과 마찬가지로 이사가 주주들로부터 주식을 매수하는 사안에서 이사의 주주에 대한 신인의무를 인정하는데, 주주들로부터 주식을 매수하는 관계는 진정한 대리관계는 아니지만 Glavanics (1996) 19 ACSR 204, 217 판결처럼 이사를 주주들의 대리인으로 의제하여(on a constructive basis) 이사가 주주에 대해 신인의무를 부담한다고 보았다.



대한 신인의무를 인정하고, 이사의 주주에 대한 신인의무 위반을 이유로 주주는 자신의 명의로 이사를 상대로 소를 제기할 수 있다.¹⁰⁴⁾ 지분이 희석되는 것을 방지할 수 있는 이러한 개별적 권리(personal right)가 주주에게 부여되는 근거를 형평법에서 찾는 판례가 있으나¹⁰⁵⁾ 학계는 그 근거를 찾는 것이 용이하지 않다고 본다.¹⁰⁶⁾

마. 폐쇄회사인 경우

주주에 대한 이사의 신인의무가 인정된 경우를 보면 소수의 이사, 소수의 주주(주주이자 동시에 이사), 가족회사 혹은 비공개(비상장) 회사(private company)가 특징인 폐쇄회사들이다.¹⁰⁷⁾ 회사에 소수의 주주와 소수의 이사만 존재하면 이들의 관계는 비개성적(impersonal, 물적) 관계가 아닌 밀접한(close) 관계이며, 이 경우 회사의 비개성적(물적) 성격(impersonality)과 구조의 중요성이 크게 약화되므로 주주를 위한 형평법상 구제수단으로서 이사의 주주에 대한 신인의무를 인정할 수 있게 된다고 본다.¹⁰⁸⁾ 이것은 ‘형평법은 사안의 형식이 아니라 실질을 바라본다 (equity looks to the substance and not the form to the situation)’라는 형평법상 금언(equitable maxim)이 적용되는 경우다.

V. 결론

이 글에서는 우선 주주에 대한 이사의 충실의무를 인정하고 있지 않은 독일 주식법의 이유인 이사의 대내적 책임 원칙과 충실의무 부재 하의 주주 보호수단을 설명하였다. 주주에 대한 충실의무가 없는 한국 상황에서 참조할 만한 내용이 포함되어 있다고 본다. 한국에서도 더 개선된 주주 보호를 위해서 회사가 주주 보호의 주체이며, 회사의 기관인 이사의 임무해태로 인해 주주가 직접적인 손해를 입으면 회사와 주주 사이의 사원권 관계라는 법률관계를 전제로 한 채무불이행 책임을 묻고, 주주의 사원권이 절대권으로 불법행위법상 보호대상인 권리가 됨을 인식하여 이사와 회사의 불법행위책임을 과감하게 묻는 시도를 하는 계기가 되었으면 한다. 이는 기존의 법적 리소스를 이용하는 것이므로 입법 작업이 필요하지 않다는 장점이 있다. 특히, 이사의 내부적 책

104) Ngurl Ltd v McCann (1953) 90 CLR 425.

105) Residues Treatment & Trading Co Ltd v Southern Resources Ltd (No 4) (1988) 14 ACLR. 569.

106) Ben Saunders, "Putting the Spoils of Litigation into the Shareholders' Pockets" (2004) 22 Company and Securities Law Journal 535, 540. James Mayanja, "Standing to Challenge the Implementation of Improper Defensive Measures" (1995) 5 Australian Journal of Corporate Law, 66, 69는 Foss v. Harbottle [1843] 67 ER 189 판결이 인정한 원고적격의 예외(Exceptions to Rule in Foss v. Harbottle)에서 주주의 개별적 제소권의 근거를 찾는다.

107) Davies, Modern Company Law, 7th ed, 2003, p.253.

108) Glavanics v Brunninghausen (1996) 19 ACSR 204, 216-217. 다만 주주에 대한 신인의무가 인정되기 위해서 필요한 폐쇄회사의 이사와 주주의 수에 대한 기준을 판례가 제시하지 않고 있는데 2인 이하의 이사와 5인 이하의 주주로 구성된 회사를 주주에 대한 이사의 신인의무가 발생할 수 있는 폐쇄회사로 보자는 견해는 Nosworthy, Finding the Fiduciary, pp.231 et seq. Davies, Modern Company Law, 7th ed, 2003, p.253도 같은 입장이다.

입과 회사의 대외적 책임 구조가 가지는 장점에 주목하는 계기도 되었으면 한다.

두 번째로, 이사에 대한 주주의 충실의무를 인정하지 않는 국가의 사례만 소개하고 그 사례를 따르는 것이 바람직하다고 한다면 법적 도박을 강요하는 것이 될 수도 있다는 기우에서 유럽 국가와 영국을 포함한 영연방 국가의 주주에 대한 이사의 충실의무를 비교법적으로 탐구해 보았다. 양적으로 볼 때 조사 대상인 28개 유럽 국가 중 주주에 대한 이사의 충실의무를 인정하는 국가는 매우 소수인 4개국에 불과하고, 그것도 판례에 의해 매우 특별한 사정(특별한 사실적 관계, special factual relationship)이 있는 경우에만 제한적으로 인정되고 있다. 주주에 대한 이사의 충실의무가 인정된 판례를 보아도 모두 가족회사와 같은 소수의 주주만 있는 비공개 폐쇄회사를 대상으로 한 것이고, 사안도 기망적 행위가 개입되어 있어 이사에 대해서는 불법행위책임이나 계약상 과실책임 등을 물을 수 있고, 회사에 대해서는 이사의 직무 관련성을 넓게 인정하면 기관의 행위로 인한 회사의 불법행위책임을 물을 수 있거나 경우에 따라서는 이사의 임무해태로 인한 사원권관계상 회사의 채무불이행책임을 물을 수 있는 사안이다. 동일한 사안이 상장회사에서 발생하였다면 주주에 대한 이사의 충실의무를 인정할 필요도 없이 자본시장 관련 법(예컨대 영국의 City Code, 미국 SEC Rule, 한국의 자본시장법 등)을 통해서 주주를 보호할 수 있는 사안이다. 영국을 포함한 영연방 국가는 법률 규정이 아니라 판례를 통해¹⁰⁹⁾ 매우 좁은 범위에서(특별한 사정 혹은 특별한 사실관계가 있는 경우에만) 주주에 대한 이사의 충실의무를 규정하고 있다.

이 글에서 설명의 대상이 된 독일과 유럽 국가 및 영국을 포함한 영연방 국가의 사례가 인식의 지평을 넓히고 새로운 사고의 출발점이 되기를 희망하고, 최소한 사실 확인(fact check)의 역할은 할 수 있기를 바란다.

필자의 시각에는 지금 주사위를 던질 시간인지 걱정이 앞선다. 이사와 주주 간의 관계에 이사의 충실의무가 인정되어야 하는 신인관계적(fiduciary) 요소가 있는가?, 신인관계적 요소가 명백히 있다면 입법 없이도 충실의무를 도출할 수 있지 않는가?¹¹⁰⁾ 외국의 판례가 이사의 주주에 대한 충실의무를 인정하는 매우 예외적인 경우를 위해 입법까지 필요한가?¹¹¹⁾ 현재 우리의 법적 리소스(기존의 법 규정, 법 해석, 법리 등)를 온전히 활용하면 주주 보호 문제가 해결되지 않는가?, 주주 보호 문제의 원인이 다른 곳에 있는 것은 아닌가?¹¹²⁾ 이사의 주주에 대한 충실의무를 도입한다면 그 적용범위는 유럽 일부 국가나 영연방 국가처럼 좁은 범위에서만 인정할 것인가?, 이사진 구성을 통한 기존의 간접적 통제와는 달리 경영진에 대한 주주의 지시가 가능하므로 회사

109) 이는 소수의 예외적인 사안을 규율하기 위해 법 규정을 만드는 것은 바람직하지 않다는 점을 고려하면 당연한 것으로 보인다.

110) 이사의 주주에 대한 충실의무를 간접적으로 인정하지 않고 분명한 법문언(wording)을 통해 명시적 혹은 적극적(positive)으로 규정한 입법례를 찾기는 어렵다.

111) 상술한 바와 같이 조사 대상 유럽 국가 중 이사의 회사에 대한 충실의무 규정을 둔 나라는 극히 소수이고 두지 않은 나라가 대부분이지만 이사의 회사에 대한 법률관계가 신인관계적 특성(본질)을 가지고 있기 때문에 모든 국가가 입법 여부와는 관계없이 이사의 회사에 대한 충실의무를 인정한다. 이런 시각에서 보면 일반 규정으로써 이사의 회사에 대한 충실의무를 신설한 상법 제382조의3(1998.12.28.)은 이미 충실의무가 존재한다는 것을 전제로 충실의무를 구체화한 상법 제397조(경업금지), 구 상법 제398조(이사와 회사간의 거래) 등이 있었기 때문에 입법적 새로움은 없고 매우 선언적 규정이다.

112) 조직재편 행위 시 주주의 지분율이 부당하게 희석되는 사건이 빈발하는데(주주에 대한 충실의무 도입의 발화점이 됨) 이러한 문제를 차단하는 입법의 기여가 문제의 원인이 아닌지 고민을 해 볼 필요가 있다. 자본시장법에 따른 합병비를 산정시 이루어지면 불공정한 합병비율이어도 면죄부를 주거나 물적 분할 시 자기주식에 대한 신주배정 차단 규정 흡결, 취득한 자기주식에 대한 소각 의무 부재와 이사회에 자유로운 처분 가능성 등을 그 예로 들 수 있다.



의 경영에 대한 직접적 통제를 할 수 있는 범위와 회사의 지배구조와 관련하여 사적 규율 (private ordering)을 할 수 있는 범위를 어느 정도 허용하는가?¹¹³⁾, 주주의 남용 가능성은 없으며, 주주대표소송을 우회하기 위한 주주의 직접 소송 우려는 없는가? 라는 연쇄적 물음이 다가온다.

희망컨대 이러한 의문이 모두 해소되길 바라며, 그러기 위해서 지금 필요한 것은 지나치게 열정적인 목소리가 아니라 공론의 장에서 냉철한 이성을 총동원하여 모두의 지혜를 짜내는 것이다.

113) Gerner-Beuerle/Paech/Schuster, LSE Study, p.64는 이런 문제점을 지적하고 있다.

[제2주제]

이사의 충실의무에 관한 일본의 법체계와 시사점

발 표 권용수 교수(건국대)

이사의 의무에 관한 일본의 법체계와 우리나라에의 시사점

권용수*

목 차

- I. 들어가며
- II. 총론 : 일본 회사법상 이사의 의무와 책임에 관한 약간의 검토
- III. 각론 : 이사의 주주에 대한 의무에 관계된 법체계
- IV. 결론 : 우리나라에의 시사

I. 들어가며

합병 등의 조직재편은 기업의 성장 전략이나 자원의 효율적 이전이라는 관점에서 중요한 의미를 지니며,¹⁾ 경제환경이 급변하는 상황에서 그 의미가 한층 더 커지는 경향이 있다. 이 때문에, 바람직한 조직재편 등의 활성화를 도모하려고 노력하는 것이고, 그것을 뒷받침하는 법 제도 정비 등도 추진하는 것이다.²⁾ 다만 조직재편에는 순기능만 있는 게 아니며, 특정주주 등의 이익을 위해 악용되거나 소수주주의 이익을 훼손할 우려도 안고 있다. 모자회사나 계열사 간의 합병 등이 자주 목격되는 우리나라에서는 이러한 우려가 현실화할 가능성이 있고, 실제 불공정한 거래조건 등에 따른 소수주주 이익 보호가 문제 된 사안이 나타나고 있다. 이로부터 합병 등 조직재편에서의 소수주주 이익 보호가 중요한 현안으로 떠올랐고, 22대 국회 개원 이후 소수주주의 이익 보호를 염두에 둔 법안이 연이어 발의되고 있다.³⁾

* 건국대학교 글로벌캠퍼스 교양대학 조교수

- 1) 합병 등 조직재편은 기업이 신사업 추진이나 자원재분배를 통한 기존 사업의 경쟁력 강화를 도모하는 효과적인 수단일 수 있고, 중소벤처기업 등이 투자 성과를 회수하고 재투자·재창업할 수 있는 원동력이 될 수도 있다. 한편, 대상회사의 주주가 시장 주가를 웃도는 가격으로 주식을 매각하는 기회를 제공할 수도 있다.
- 2) 예컨대, 우리나라에서는 기업의 선제적인 사업재편(합병·분할 등에 따른 사업 구조 변경 + 신사업 진출 등) 등을 뒷받침하는 법 제도로써 기업 활력 제고를 위한 특별법이 존재한다. 해당 법률은 사업재편 촉진 관점에서 금융·세제 등 경제적 측면의 인센티브를 제공하는 것 외에 상법·공정거래법 특례를 통해 신속·원활한 합병·분할 등을 지원하고 있다. 2024년에는 탄소중립·디지털 전환이라는 산업 패러다임 전환이나 공급망 위기 등 급변하는 경제환경 속에서 법의 지원 대상과 내용(특례 적용 범위 확장 등)을 강화하는 개정이 이루어졌다.
- 3) 22대 국회 개원 이후 이사의 충실의무 대상을 확대하는 상법 개정안을 비롯해 일반주주가 주주총회 합병 승인 결의 전에 합병에 제동을 걸 수 있는 합병유지청구권 도입, 제삼자이자 전문가인 검사인을 선임해 경영진이 주장하는 합병비용의 적정성 등을 검증할 수 있도록 하는 합병검사인제도 도입 등을 골자로 하는 상법 개정안이 발의되었다(전규향, 「일본의 조직재편 관련 주주권 보호 수단과 시사점」, 「KLCA Issue Paper」(한국상장회사협의회, 2024), 1

합병 등 조직재편 장면에서 주주의 이익을 보호하는 문제는 바람직한 조직재편 활성화 등을 위한 중요한 과제라 생각된다. 그런데 주주의 이익 보호를 어떤 방식으로 실현할 것인가에 관해서는 폭넓은 관점에서 깊은 고민이 필요해 보인다. 예컨대, 이사의 주주에 대한 의무나 책임을 강하게 요구하는 방식(입법 등)으로 주주의 이익을 도모하는 것은 이사의 경영 판단 전반의 위축을 초래할 수 있다는 우려를 떠나서, 오늘날의 실무 관행이나 사회 전체의 지향점과 정합하는 것인지 생각해 볼 필요도 있다. 이사의 주주에 대한 의무나 책임을 강하게 요구하면 할수록 근로자 그 밖의 이해관계자에 대한 배려에 제약이 생길 가능성이 있고, 사회규범 등과의 충돌 상황을 초래할 가능성이 있기 때문이다. 어떤 개념이나 가치가 언제나 어디서나 정의가 되는 것은 아니다. 본문에서 잠시 다룰 예정인 유한책임만을 봐도 주식회사 제도를 성립시키는 획기적 발명으로 평가되는 한편, 이론적 당위성을 지니는 주주 이익 극대화 원칙에 왜곡을 초래하는 요인이 된다.

그렇다면 주주의 이익 보호는 어떤 방식으로 실현하는 것이 좋을까? 이에 대한 답을 함께 모색해 나가는 데 일조하는 차원에서 본 논문은 일본의 사례를 살펴보려 한다. 일본의 사례는 최근 우리나라에서 이사의 충실의무 대상 확대가 화제가 된 것을 고려해 이사의 의무와 책임 등을 중심으로 살펴보려 한다. 구체적으로는 ① 일본 회사법과 그 해석론(판례 포함)에 따라 이사의 의무 대상과 내용이 어떻게 이해되고 있으며 주주를 상정한 것이 있는지를 살펴보고, ② 주주를 상정한 것이 있다고 하면 그 구체적 내용과 실무적 대응 등을 넓은 시야에서 살펴보려 한다. 덧붙여 우리나라에서는 이사의 충실의무 대상 확대와 기업 가치 제고를 관계 짓는 경향이 있는데, 일본에서도 그러한 논의가 있는지 이사의 의무와 책임의 범위 안에서 살펴보려 한다.

II. 총론 : 일본 회사법상 이사의 의무와 책임에 관한 약간의 검토

1. 이사의 의무

1.1. 선관주의의무와 충실의무

일본 회사법은 이사에게 선관주의의무(제330조, 민법 제644조)와 충실의무(제355조 등⁴⁾을 가하고 있다. 이사가 회사의 관리·운영을 적정히 하는 걸 확보하기 위함이다. 위의 ① 선관주의의무는 위임 관계에 기초한 것으로서 이사가 선량한 관리자의 주의로 위임사무를 처리할 것을 요구하는 것이며, ② 충실의무는 이사가 회사의 이익을 희생시키고 자기 또는 제삼자의 이익을 도모하지 않을 것을 요구하는 것이다.

일본에서는 상기 ①②의 의무가 같은 것인지(동질설) 다른 것인지(이질설) 다툼이 있는데, 판례는 양자가 같다는 태도를 명확히 밝히고 있다. 즉, 충실의무는 선관주의의무를 부연하고 한층 더

쪽).

4) 일본 회사법 제355조에서는 이사가 주식회사에 현저한 손해를 미칠 우려가 있는 사실을 발견한 때, 이를 즉시 주주(감사설치회사의 경우 감사)에게 보고하도록 규정하고 있다(이사의 보고의무).



명확화한 것이라는 것이다. 이는 선관주의의무(회사와 이사 간의 이해대립이 없는 경우)와 충실의무(이해대립이 있는 경우)를 구분하는 미국의 경우와 다르다. 이러한 차이의 근본적 배경에는 미국이 양자를 구분하는 이유, 예컨대 이사가 회사의 이익을 해할 위험이 더 큰 이해대립이 있는 경우를 분리해 더 엄격한 규제를 가하는 게 필요하다는 것을 동질설 하에서도 대응하는 게 가능한 사정이나 생각 등이 있다. 일본법에서는 이해대립의 폐해가 심각한 사항에 관한 개별 규제를 두고 있기에 엄격한 규제를 가하기 위해 굳이 이질설을 선택해야 할 필요가 크지는 않다.⁵⁾ 물론 일본법이 이해대립이 있는 모든 경우를 규제하고 있지 않다는 지적이 있을 수 있지만, 일본의 법원은 선관주의의무에 근거해서도 이해대립이 있는 경우에 대해 심사를 엄격화하는 게 가능하다는 것을 이해할 필요가 있다.⁶⁾

덧붙여 일본에서는 충실의무와 관련해서 ‘충실’을 어떻게 볼 것인지에 관한 의미 있는 지적도 있다. 이는 회사와 이사의 이익이 상충하는 경우 무조건 회사의 이익을 우선해야 하는지라는 문제와 관계된 것이다. 이사에게 선관주의의무·충실의무를 요구하는 것은 이사의 경제활동의 자유를 제약함에 따른 비용을 발생시킨다는 점을 고려해, 해당 비용을 웃도는 편익이 예상되는 한도에서 이사에게 의무를 요구하는 해석 태도가 필요하다는 지적이 있다.⁷⁾ 즉, 회사의 이익이 이사의 이익에 무조건 우선한다고 이해해서는 안 된다는 것이다. 생각건대, 이 점은 권리에 초점을 맞춘 논의가 심화하는 상황에서, 우수한 경영 인재 확보 문제가 심화하는 상황에서 검토의 의의와 필요성이 커질 가능성도 있다고 판단된다.

1.2. 이사의 의무 대상과 내용

1.2.1. 회사(주주)의 이익

일본 회사법에 따르면 이사가 의무를 부담하는 대상은 회사이다(제330조, 제355조). 따라서 이사는 ‘회사를 위해’ 선관주의의무·충실의무를 다해야 한다. 여기서 생각해 볼 부분은 ‘회사를 위해’라는 것이 무엇인가이다.

회사는 영리를 목적으로 하는 법인이다.⁸⁾ 이에 기초해 보면 ‘회사를 위해’란 기본적으로 회사의 이익을 되도록 크게 하는 것을 의미한다고 할 수 있다. 그런데 회사의 영리 목적은 대외적 사업 활동을 통해서 이익을 추구하는 것에 그치지 않고, 그것을 구성원에게 분배하는 것까지 상정한 것이다. 일본 회사법의 잉여금 배당(회사법 제105조 제1항 제1호, 제453조)이나 잔여재산 분배(같은 법 제105조 제1항 제2호, 제502조) 등에 관한 규정은 이를 나타낸 것이라 할 수 있다. 이로부터 일본에서는 ‘회사를 위해’가 주주의 이익을 되도록 크게 하는 것을 의미하는 것으로도

5) 田中亘, 「会社法」第4版, 東京大学出版会, 2023, 279頁.

6) 회사와 이사 간의 이해대립이 있는 경우는 이사가 회사의 이익을 해할 위험이 크므로 경영판단 원칙이 적용되지 않고 법원이 엄격한 심사를 진행해야 한다는 것과 관련 판례를 소개한 것으로 田中亘, 「会社法」第4版, 東京大学出版会, 2023, 285頁.

7) 田中亘, 「会社法」第4版, 東京大学出版会, 2023, 295頁.

8) 2005년 개정 전 상법에서는 회사가 영리를 목적으로 하는 사단법인이라는 명문 규정을 두고 있었으나(2005년 개정 전 상법 제52조 제2항), 회사법에서는 해당 명문 규정을 삭제하였다.

이해된다(주주 이익 극대화 원칙).⁹⁾ 주주가 채권자 등 다른 이해관계자들과 비교할 때 가장 후순위의 잔여재산 청구권자임을 생각하면 주주의 이익을 되도록 크게 하는 것이 회사의 이익을 넘어 사회 전체의 이익을 되도록 크게 하는 것보다도 일치하는 경향이 있다¹⁰⁾는 것 등이 이러한 이해를 뒷받침한다. 다만, 회사의 이익을 되도록 크게 하는 것(아래 1.2.3 참고) 혹은 주주의 이익을 되도록 크게 하는 것(아래 1.2.2 참고)이 언제나 지지받을 수 있는 것은 아니며, 일정 수정·제한을 가할 필요성도 인정된다. 이에 관해서는 아래 1.2.2. 및 1.2.3.에서 설명할 예정이며, 특히 1.2.3.의 설명은 최근 우리나라의 이사 충실의무 개정 논의에 시사하는 바가 있다.

추가 쟁점은 회사(주주)의 이익을 어떻게 이해해야 하는가이다. 이 문제는 현시점에서 회사(주주)의 이익을 생각해야 하는지, 미래 시점에서 회사(주주)의 이익을 생각해야 하는지와 관계된 것이기도 하다. 관련해서는 어느 정도 공통된 인식이 형성되었다. 현시점에서 단기적으로 얻을 수 있는 이익뿐만 아니라, 미래 시점에서 장기적으로 얻는 게 기대되는 이익도 생각해야 한다는 것이다. 이러한 이해는 회사(주주)의 이익이라는 일원적인 기준 아래에서 회사(주주) 이외의 것을 고려한다든지(단기적 관점에서 비용 부담을 초래하나 장기적 관점에서 회사의 지속가능한 성장에 이바지하는 고용유지, 탄소중립 대처 등) 회사와 주주를 별개의 존재로 대하는 것(주주의 지지 없이는 회사의 지속가능한 성장이 담보되기 어려운 점 등을 이해하면 주주를 특별히 보호하는 것도 필요) 등을 합리화·정당화시키는 기능이 있다고 생각된다.

1.2.2. 주주의 이익 수정·제한

「회사의 이익 = 주주의 이익」이 항상 성립하는 것은 아니며, 사회의 구성원 일부인 주주 이익 극대화가 다른 구성원의 이익을 포함해 사회 전체의 이익을 극대화하는 데 항상 이바지하는 것도 아니다. 때에 따라서는 주주 이익 극대화가 회사의 채권자를 비롯한 여러 이해관계자, 나아가 사회 전체의 이익을 해하기도 한다. 그래서 일본 회사법에서는 이사가 회사(주주)의 이익을 위해 행동하는 데 일정 수정·제한을 가함으로써 이사의 의무 대상과 내용을 조정하고 있다.

① 이사의 충실의무를 규정하는 일본 회사법 제355조에서는 (i) 법령 및 정관과 주주총회 결의를 준수하고(법령준수의무) (ii) 주식회사를 위해 충실하게 그 직무를 수행해야 한다(충실의무)고 정하고 있다. 여기서 (i)는 사회 전체의 이익을 보호하고자 회사의 이익만을 염두에 두는 이사의 행동에 법적 제한을 가하는 취지로 이해되며, (ii)에 우선하는 것으로 이해된다.¹¹⁾ 따라서 이사는 회사(주주)의 이익 극대화가 기대되는 경우라도 법령 등에 위반하는 행위를 할 수 없다. 물론 법령위반에 귀책 사유(고의 또는 과실)가 없거나¹²⁾ 위법한 업무 결정·집행에 관여하지 않은 이사는 법령준수의무 위반 문제에서 열외라 생각된다. 그러나 이러한 이사도 감시의무 위반이나 내부

9) 田中亘, 「会社法」第4版, 東京大学出版会, 2023, 280頁.

10) 주주 이익 극대화 원칙이 이론적·현실적으로 완벽한 것은 아니며, 때로는 사회 전체의 이익을 훼손하는 예도 있음에 주의할 필요가 있다(권용수, 「기업의 사회적 책임 구현방안에 관한 법적 연구」, 박사학위 논문, 2015, 84~87쪽).

11) 田中亘, 「会社法」第4版, 東京大学出版会, 2023, 281, 286~288頁.

12) 일본에서는 법령위반에 관계된 이사의 임무해태 책임이 인정된 사례가 적지 않은데, 그 대부분은 이사가 법령위반을 인식한 사례(과실은 고사하고 고의가 있었던 사례)였다고 한다(田中亘, 「会社法」第4版, 東京大学出版会, 2023, 287頁).



통제시스템정비의무 위반이 문제 될 수 있고, 이 점에서 책임을 부담하는 경우가 생길 수 있다. 다른 한편으로 이사는 회사(주주)의 이익 극대화와 상충하는 행위라도 그것을 법령의 정합에 따라서 한 경우라면 (ii) 등의 의무 위반이 문제 되지 않을 수 있다(ESG 요소 고려 등).

② 일본 회사법 제429조에서는 이사 등의 직무 수행에 악의 또는 중과실이 있는 경우, 그로 인해 제삼자에게 발생한 손해를 배상하도록 규정하고 있다. 「주주 이익 극대화 원칙 + 주주의 유한책임」은 (회사의 경영이 갑자기 악화하는 등 예기치 못한 상황에서) 이사가 주주의 이익 극대화라는 명목 아래 회사채권자 등 이해관계자의 희생을 감수하고 과도하게 위험한 투자를 하는 등 비효율적인 경영 판단을 해도 그것을 정당화할 수 있다.¹³⁾ 그러나 이는 제삼자 보호, 나아가 사회 전체의 이익 감소 방지라는 관점에서 절대 바람직하지 않다. 이로부터 일본 회사법은 주주 이익 극대화라는 이해 조정원칙을 제한하는 효과를 지닌 상기 규정을 두어 제삼자를 보호한 한편, 이사의 신중한 직무 수행을 꾀한 것이다.

1.2.3. 주주 공동의 이익 도모

일반적으로 회사가 이익을 얻으면 주식 가치가 증가하는 등의 형태로 주주의 이익도 확보된다. 그래서 주주 이익 극대화 원칙을 전제로 하는 때에도, 이사가 회사의 이익을 고려하는 형태로 직무를 수행하는 것이 받아들여질 수 있는 것이다. 그런데 이사의 직무가 회사의 이익을 통하지 않고, 직접 주주의 이익에 영향을 미치는 예가 있다.¹⁴⁾ 이사가 공개매수,¹⁵⁾ 캐시 아웃 또는 조직재편 등에 따른 매수 가격 등의 매수조건을 매수자와 교섭하는 경우가 그 대표적인 예이다. 이러한 경우는 이사가 「주주의 공동의 이익」을 도모하도록 선량한 관리자의 주의를 다해 매수자와 매수 가격 등 매수조건에 관해 교섭하고 결정할 의무를 진다고 이해되고 있다.¹⁶⁾ 그리고 이사가 악의나 중과실로 이 의무를 위반한 결과, 주식의 공정한 가치에 견주어 낮은 금액으로 매수가 성립하였다면 주주에게 손해배상책임을 진다고 이해된다.¹⁷⁾

그런데 이사가 주주 공동의 이익을 도모할 의무를 진다고 할 수 있는 경우, 이를 얼마나 강하게 요구해야 하는가가 문제 된다. 이에 대해서는 미국의 Revlon 의무¹⁸⁾와 버금가는 수준의 의무를 요구할 필요가 있다는 견해도 있고,¹⁹⁾ M&A 거래 위축 우려에 더해 일본의 실무 관행이나

13) 권용수, 「기업의 사회적 책임 구현방안에 관한 법적 연구」, 박사학위 논문, 2015, 85쪽.

14) 田中亘, “企業買収・再編と損害賠償”, 『法律時報』 第88巻第10号(日本評論社, 2016), 23頁.

15) 합병 등과 달리 공개매수는 매수자와 대상회사 주주 간의 거래이므로, 대상회사 이사가 매수자와 교섭해야 하는 것은 아니다. 그러나 실무에서는 매수자가 대상회사의 이사회 동의를 얻어 공개매수를 진행하는 게 일반적이다. 그 경우 이사는 동의 여부를 결정하는 전제로 가격 등의 거래조건에 관해 매수자와 교섭하는 일이 생기게 된다.

16) 田中亘, “企業買収・再編と損害賠償”, 『法律時報』 第88巻第10号(日本評論社, 2016), 23頁; 田中亘, 『会社法』 第4版, 東京大学出版会, 2023, 282頁.

17) 예컨대, 주식 대가 합병에서는 이사가 자사의 주주 이익을 위해 상대방 회사와 합병비율을 교섭해야 하고, 만약 자사 주주에게 불공정한 합병비율로 합병을 진행하면 주주에 대한 책임이 생긴다는 것은 종전부터 당연한 것으로 여겨져 왔다(江頭憲治郎=山本礼二郎=岡田光=阿南剛=二井矢聡子, “MBO取引・完全子会社化時の取締役の行動規範を考える(上)”, 『ビジネス法務』 2011年6月号(中央経済社, 2011), 28, 32頁).

18) 간단히 말해 Revlon 의무는 이사가 주주를 위해 최선의 매수가격을 얻기 위해 합리적인 노력을 다해야 한다는 것이다. 이를 연구한 것으로 김지환, “우호적 기업매수에 있어서의 이사에 대한 규제 법리”, 『증권법연구』 제17권 제2호(한국증권법학회, 2016).

19) 飯田秀総, “MBOを行う取締役の義務と第三者に対する責任”, 『ジュリスト』 2012年2月号(有斐閣, 2012), 99頁.

사회규범 등과의 관계(이사에게 종업원 그 밖에 이해관계자의 이익을 고려하지 않고 주주의 이익만을 고려해 행동하라고 요구하는 것이 일본의 실무 관행이나 사회규범에 비추어 어디까지 현실적인지 등)를 생각할 때 엄격한 의무 요구에 신중할 필요가 있다는 견해도 있다.²⁰⁾ 이사의 주주에 대한 의무 내용·정도에 관해서는 아직 불분명한 점이 많으므로, 판례·학설의 발전이 필요해 보인다.

1.3. 판례에 따른 이사의 구체적 의무

판례에서는 회사법의 개별 규정에 근거해 또는 선관주의의무·충실의무에 근거해 구체적 사안에서 이사가 어떤 의무를 부담해야 하는지를 제시하고 있다. 이로부터 인정되는 대표적인 이사의 의무는 다음과 같이 정리할 수 있다.²¹⁾

① 주의 깊게 업무 집행을 결정할 의무이다. 여기서 중요한 것은 주의 깊게 업무 집행을 했다면 그 결과로써 회사에 손해가 생겨도 의무 위반이 문제 되지 않을 수 있다는 것이다(일본판 경영판단원칙²²⁾). 이는 이사의 업무 집행에 필연적으로 위험이 수반되는 점을 생각할 때, 회사의 손해 발생을 이유로 의무 위반을 문제 삼으면 이사의 경영이 위축되고 회사(주주)의 이익 극대화 기회가 상실될 수 있음을 고려한 것이다. 일본에서는 이사의 경영 판단 과정과 내용에 현저한 불합리가 없으면 이사의 의무 위반이 문제 되지 않는다는 이해 등이 있다(最判平成22·7·15).²³⁾ 그러나 이사와 회사의 이해가 대립하는 때에는 이러한 이해가 적용되지 않으며, 이사의 경영 판단 과정과 내용의 합리성이 요구된다.

② 법령준수의무이다. 이는 일본 회사법 제355조에 근거한 의무이며, 회사를 넘어 사회 전체의 이익을 보호한다는 측면에서 그 의의가 인정된다. 다만 이사가 법령을 위반했다고 해서 무조건 임무태책임이 문제 되는 건 아니다. 법령위반의 고의 또는 과실이 없는 경우는 이사의 임무태책임이 문제 되지 않는다. 때로는 법령준수의무 위반에 관계된 다툼이 불명확했던 법 해석을 명확히 하는 데 이바지함으로써 사회 전체의 이익에 보탬이 될 수 있음을 생각하면 적절한 취급이라 생각된다. 판례는 이사가 법령위반을 인식할 수 없었다고 인정되는 때는 과실이 부정되고 책임 문제가 생기지 않는다는 태도이다.²⁴⁾

③ 감시 의무이다. 일본 회사법 제362조 제2항 제2호는 이사회 의 직무로서 ‘이사의 직무 집행 감독’을 규정하고 있다. 이로부터 판례는 이사회 의 구성원인 이사회 대표이사 등의 업무 집행 일반을 감시할 의무를 진다고 이해하고 있다(最判昭和48·5·22).²⁵⁾ 위와 같은 규정이 없더라도

20) 田中亘, 「会社法」第4版, 東京大学出版会, 2023, 662頁.

21) 이하의 내용은 田中亘, 「会社法」第4版, 東京大学出版会, 2023, 283~297頁.

22) 일본의 경우 법원이 경영 판단에 사후적으로 개입하지 않는 미국과 달리, 법원이 경영 판단의 잘못에 일정 관여를 한다는 점에서 차이가 있다. 미국과 일본의 경영판단원칙의 차이를 설명한 것으로 河本一郎=川口恭弘(권용수 역), 「신·일본회사법」 제2판, 박영사, 2021, 283쪽.

23) 일본에서는 이사의 경영 판단 과정과 내용을 구분한 가운데 (i) 과정(충분한 정보 수집이나 분석·검토 여부)과 관련하여 ‘합리적’인지를 심사하고 내용과 관련하여 ‘현저한 불합리’가 없는지를 심사해야 한다는 견해, (ii) 양자 모두와 관련하여 ‘현저한 불합리’가 없는지를 심사해야 한다는 견해가 있다(田中亘, 「会社法」第4版, 東京大学出版会, 2023, 285頁).

24) 神作裕之=藤田友敬+藤貴仁編, 「会社法判例百選」第4版, 有斐閣, 2021, 98~99頁(南健悟 집필 부분).

25) 神作裕之=藤田友敬+藤貴仁編, 「会社法判例百選」第4版, 有斐閣, 2021, 138~139頁(梅本剛正 집필 부분); 송옥렬,



이사의 감시 의무는 선관주의의무·충실의무에 근거해 인정되기도 한다(新鴻地判平成21·12·1).²⁶⁾ 감시 의무는 조사 의무와 시정 의무로 나누어 생각해 볼 수 있다. 조사 의무는 이사가 회사 업무 상황을 전반적으로 파악하면서 ‘업무 집행의 적정성에 의문을 품을만한 사정 등이 있는 경우’²⁷⁾ 그것을 조사해야 할 의무로써, 경영 상황이 악화한 때 등에 그 필요성이 특히 강조되는 면이 있다.²⁸⁾ 이사 등의 부정행위 등이 확인되면 이사는 그것을 시정하는 조치를 마련할 필요가 있는데, 이것이 시정 의무이다. 이러한 감시 의무는 회사의 업무가 적정하게 이루어지도록 하는데 그 목적이 있다.

④ 내부통제시스템 정비 의무이다. 회사의 사업 규모가 일정 수준 이상이 되면 이사가 회사 업무를 스스로 감시하는 게 불가능해진다. 이 점에서 이사는 선관주의의무·충실의무의 일환으로 회사 업무의 적정성을 확보하기 위한 체제, 이른바 내부통제시스템을 정비할 의무를 진다고 이해되고 있다.²⁹⁾ 주목할 점은 (i) 회사법에서는 대회사(감사설치회사)와 위원회형 회사(지명위원회등설치회사 및 감사등위원회설치회사)에만 내부통제시스템에 관한 이사회 결의를 의무화하고 있다는 것(제348조 제3항 제4호·제4항, 제362조 제4항 제6호·제5항, 제399조의13 제1항 제1호, 제416조 제1항 제1호),³⁰⁾ (ii) 2014년 회사법 개정 후 내부통제시스템 정비 의무의 범위가 법률 규정에 근거해 확대되었다는 것(제362조 제4항 제6호 등),³¹⁾ (iii) 이사의 폭넓은 재량이 인정된다는 것³²⁾이다. (i)·(iii)는 내부통제시스템 정비에 상당 정도의 비용이 소요되는 만큼 비용 대비 효과를 생각한 것이라 할 수 있고, (ii)는 다음의 ⑤에 관계된 이해 등을 고려한 것이라 할 수 있다.

⑤ 모회사 이사의 자회사에 대한 감독 의무(또는 관리의무)이다. 회사법 제정 전 판례에서는 모회사와 자회사가 별도의 법인이므로 특별한 사정(모회사 이사가 자회사에 지시해 위법행위를 하게 한 경우 등)이 없으면, 모회사의 이사에게 자회사에서 이루어진 위법행위와 관련해 의무 위반 책임을 문제 삼을 수 없다고 하였다.³³⁾ 이러한 이해는 현재도 그 유효성이 인정된다고 여겨진다.³⁴⁾ 그러나 기업집단(그룹)의 확대와 그 의의가 점차 강조되는 현실,³⁵⁾ 자회사의 손해가 모

“이사의 감시의무와 내부통제시스템 구축의무”, 『기업법연구』 제36권 제1호(한국기업법학회, 2022), 19쪽.

26) 이 점에서 감시 의무의 근거를 논할 실익이 없다는 지적으로 송옥렬, “이사의 감시의무와 내부통제시스템 구축의무”, 『기업법연구』 제36권 제1호(한국기업법학회, 2022), 20쪽.

27) 감시 의무에서는 이사가 다른 이사 등이 담당하는 업무의 적정성을 의심할만한 특별한 사정이 없으면 다른 이사 등이 적정하게 업무 집행을 하고 있다고 신뢰하는 것을 허용하며, 만약 다른 이사 등이 임무해태를 했다고 해도 감시 의무 위반 책임을 묻지 않는다. 이를 신뢰의 원칙 또는 신뢰의 권리라고 한다.

28) 대표이사들에 의해 부정행위 등이 이루어질 위험이 크기 때문이라는 설명으로 神作裕之=藤田友敬=加藤貴仁編, 『会社法判例百選』第4版, 有斐閣, 2021, 139頁(梅本剛正 집필 부분).

29) 神作裕之=藤田友敬=加藤貴仁編, 『会社法判例百選』第4版, 有斐閣, 2021, 104~105頁(野村修也 집필 부분); 河本一郎=川口恭弘(권용수 역), 『신·일본회사법』 제2판, 박영사, 2021, 284쪽.

30) 이사회는 내부 통제 목표 설정이나 그것을 위한 조직 설치 등, 내부통제시스템의 대강을 결정하면 되고, 구체적인 체제 정비는 각 이사에게 위임할 수 있다. 위임한 사항에 관해서는 신뢰의 원칙 또는 신뢰의 권리가 적용된다.

31) 2014년 회사법 개정에서는 내부통제시스템을 ‘회사의 업무와 회사 및 그 자회사로 이루어진 기업집단의 업무 적정성을 확보하기 위해 필요한 것으로서 법무성령에 정하는 체제’로 정의하였다. 이는 종래 법무성령에서 규정하던 것을 법률상의 규정으로 끌어올린 것이다(河本一郎=川口恭弘(권용수 역), 『신·일본회사법』 제2판, 박영사, 2021, 276쪽).

32) 통상 상정되는 부정행위를 방지할 수 있는 정도의 관리체제를 구축하면 된다는 이해가 있다.

33) 東京地判平成13·1·25.

34) 아직은 모회사 이사의 자회사에 대한 감독 의무(관리의무)의 타당성 범위가 한정적이라는 것으로 神作裕之=藤田友敬=加藤貴仁編, 『会社法判例百選』第4版, 有斐閣, 2021, 107頁(船津浩司 집필 부분).

35) 일본에서는 1997년 순수지주회사가 해금된 이후 ‘모회사 이사가 자회사의 관리·운영에 관해 모회사에 어떤 의무를

회사에 미칠 수 있는 영향 등³⁶⁾을 토대로 위와 같은 태도가 타당한지에 관한 의문도 유력하게 제기되고 있다. 이로부터 모회사 이사가 모회사에 대한 선관주의의무·충실의무의 일환으로 ‘합리적 범위’에서 자회사의 업무를 감독할 의무를 부담한다는 이해가 형성되고 판례의 인정을 받기 시작하였다.³⁷⁾ 다만 문제도 있다. (i) 모회사 이사는 자회사 업무를 직접 감독할 법적 권한이 없다는 점을 고려할 때, 어떻게 자회사에 대한 감독 의무를 다해야 할까이다. 이에 대해서는 보유 주식에 기초해 모회사가 자회사에 가지는 영향력을 행사해 자회사 이사회에 일정 수준의 내부통제시스템을 정비하도록 지시하는 형태로 그 업무를 감독하는 것 등이 지적된다.³⁸⁾ 또한, (ii) 모회사 이사가 자회사에 대한 감독 의무를 위반해 자회사에 손해를 입힌 경우라도 그로 인해 모회사에 손해가 발생했다고 할 수 있는지, 발생했다면 그 손해액을 어떻게 산정해야 하는가이다. 이에 대해서는 적어도 완전자회사에 손해를 입힌 경우는 그 손해만큼 모회사가 가지는 완전자회사 주식의 감가라는 손해가 모회사에 발생했다고 인정할 수 있다는 견해가 있다.³⁹⁾

2. 이사의 책임

2.1. 개요

일본 회사법 제423조 제1항에서는 이사가 그 의무를 게을리해 회사에 손해를 입힌 때에 손해 배상책임을 진다고 규정하고 있다.⁴⁰⁾ 이로부터 이사의 책임이 발생하는 경우는 ① 이사의 임무해태와 ② 회사의 손해 발생이 존재하고, ③ 양자 간에 상당한 인과관계가 있는 경우라 할 수 있다(①②③은 이사의 책임을 추궁하는 자가 주장·입증). 물론 이사가 자신에게 고의나 과실이 없었음을 주장·입증하면 책임을 면할 수 있다. 그러나 이사의 책임을 추궁하는 자가 상기 ①②③의 사실을 주장·입증하는 데 성공하면, 특별한 경우(법령준수의무 위반 문제 등)를 제외하고는 이사가 무과실을 주장·입증하는 것은 사실상 어렵다고 생각된다. 이사의 임무해태가 인정된 이상 과실도 있다고 생각되기 때문이다.⁴¹⁾

이사는 상기 ①②③의 요건이 충족되는 경우 회사의 손해를 배상해야 한다(연대책임⁴²⁾). 이러한 처리는 이사들의 적정한 직무 수행이라는 관점에서 중요한 의미를 지닌다. 그런데 이사의 임무해태 책임을 추궁하는 것이 항상 바람직한 건 아니다. 이사의 의무와 책임을 엄격히 하면 할수

부담하는지, 부담한다면 그 내용은 어떤 것인지’라는 논의가 본격화하였다는 것으로 神作裕之=藤田友敬=加藤貴仁編, 「会社法判例百選」第4版, 有斐閣, 2021, 107頁(船津浩司 집필 부분).

36) 자회사의 손해는 보유하는 자회사 주식의 감가를 통해 모회사도 손해를 입는 결과를 초래한다.

37) 田中亘, 「会社法」第4版, 東京大学出版会, 2023, 294頁; 船津浩司, 「「グループ経営」の義務と責任」, 商事法務, 2010, 155~158頁; 福岡高判平成24・4・13(神作裕之=藤田友敬=加藤貴仁編, 「会社法判例百選」第4版, 有斐閣, 2021, 106~107頁(船津浩司 집필 부분)); 東京高判令和2・9・13.

38) 田中亘, 「会社法」第4版, 東京大学出版会, 2023, 294頁.

39) 田中亘, 「会社法」第4版, 東京大学出版会, 2023, 294頁.

40) 이사와 회사의 위임 관계와 민법상 채무불이행 책임(일본 민법 제415조)을 통해 이사의 책임을 물을 수 있음에도 상기와 같은 규정을 둔 것은 위임 계약에 따른 것뿐 아니라 법률상 당연히 인정되는 의무에 반하는 때의 책임을 명확히 하기 위함이다(田中亘, 「会社法」第4版, 東京大学出版会, 2023, 297頁).

41) 田中亘, 「会社法」第4版, 東京大学出版会, 2023, 298頁.

42) 손해에 대한 각 이사의 기여도에 따라 그 책임액을 감액하는 것이 인정된다(大阪高判平成18・6・9).



록 회사의 경영이 위축되고, 이사의 직무 수행이 소극적으로 이루어질 가능성을 배제할 수는 없기 때문이다. 이것은 회사(주주)의 이익 극대화 기회를 상실시키는 결과로 이어질 수 있는 만큼, 회사(주주)의 이익 보호라는 관점에서도 그리 바람직하지 않다. 이 때문에, 일본에서는 이사의 임무해태 책임 전부 또는 일부를 면제하거나 그 책임을 애초부터 일정액 이하로 한정하는 제도(아래의 <표 1> 참고)를 둬으로써 회사의 경영 위축 등의 문제에 대처하고 있다.

<표 1> 이사의 임무해태책임 면제·한정⁴³⁾

	대표이사	업무집행이사	그 밖의 이사
주주 전원의 동의에 의한 면제(제424조)	책임 전부 가능		
책임추궁 등의 소에서의 소송상 화해에 의한 면제(제850조 제4항)	책임 전부 가능		
주주총회결의에 의한 일부 면제(제425조)	경과실책임에 한해 최저책임한도액(보수 등의 6년분)을 초과하는 부분	경과실책임에 한해 최저책임한도액(보수 등의 4년분)을 초과하는 부분	경과실책임에 한해 최저책임한도액(보수 등의 2년분)을 초과하는 부분
정관 규정에 근거한 이사 등에 의한 일부 면제(제426조) ⁴⁴⁾			
정관 규정에 근거한 책임 한정계약(제427조)	불가	불가	

2.2. 기업 가치 제고와 이사의 책임 경감

2012년 12월 아베 내각이 출범한 이후 지속적 경제성장을 목표로 한 논의가 심화하는 과정에서 기업의 지배구조 개혁 등이 특히 강조되었고,⁴⁵⁾ 관련해서 이사의 책임을 경감하는 제도 정비도 이루어졌다.⁴⁶⁾ 당시 일본 정부는 일본기업의 근본적 문제가 기업 지배구조 쟁점에 따른 보수적 경영이나 안일한 생활의 향유에 있다(과소 투자)고 판단하였다. 이로부터 일본 정부는 공격적인 경영을 촉진한다는 관점에서 주주 관여 활동, (독립)사외이사 도입, 업적연동형 보수제도 도입 등의 촉진⁴⁷⁾ 외에 이사의 책임 경감을 도모하는 제도 정비를 단행한 것이다. 이사의 책임에 관한

43) 田中亘, 「会社法」第4版, 東京大学出版会, 2023, 353頁을 참고해 작성하였다.

44) 이 제도는 이사가 2명 이상인 감사설치회사 또는 위원회형 회사에서만 이용할 수 있다(일본 회사법 제426조 제1항).

45) 일본 정부가 경제성장 정책을 논하면서 기업, 나아가 기업 지배구조 개혁 등에 주목한 배경에는 실제로 경제성장을 주도하는 것은 기업과 같은 민간 부문이라는 판단이 있었다.

46) 아래 내용은 권용수·김윤경, 「최근 10년간 일본의 경제 부양 정책에 관한 연구」, 한국상장회사협의회, 2024 참고.

47) ① 주주 관여 활동 강화(주주권 강화)는 장기 투자와 상충하는 배당이나 주주환원 개선 압력이라는 문제를, ② 독

제도는 이사의 행동을 규율하고 직무 집행의 적정성을 확보하는 데 이바지하지만, 회사 경영을 위축시키고 우수한 이사 인재 확보를 저해할 수도 있기 때문이다.

〈표 2〉 아베 내각 출범 이후 이사의 책임 경감 제도 정비

	정비 규정	개요
2014년 개정 회사법	책임한정계약(법 제427조)	<ul style="list-style-type: none"> 책임한정계약 체결 가능 임원 범위 확대(비업무집행이사 및 사내 감사 추가)
2019년 개정 회사법	보상계약(회사 보상, 법 제 430조의2)	<ul style="list-style-type: none"> 회사법상 보상계약, 임원등손해배상책임보험 계약에 관한 규정을 마련하고, 이러한 계약 체결이 가능함을 명문화 상기 계약의 내용이나 절차의 적정성을 담보 하기 위해 공시 등 일정 규율 마련
	임원 등 배상책임보험 계약 (D&O 보험, 법 제430조의 3)	

아베 내각 출범 이후 이루어진 이사의 책임 경감 제도 정비는 다음과 같이 정리할 수 있다(위의 〈표 2〉 참고).

① 임원의 책임한정계약 대상 확대이다. 현행 일본 회사법 제427조에서는 회사가 비업무집행 이사 등이 직무에 관해 선의·중과실이 없는 때 정관에 정한 금액의 범위 내에서 사전에 회사가 정한 금액과 최저책임한도액 중 높은 금액을 한도로 하는 뜻의 계약을 체결할 수 있도록 규정하고 있다(책임한정계약). 2014년 개정 전에는 책임한정계약의 대상이 사외임원, 회계감사인, 회계 참여 등으로 제한되었는데, 2014년 개정 시에 업무 집행을 담당하지 않는 비업무집행이사와 사내 감사가 추가되었다. 그 배경에는 (i) 업무 집행에 관여하지 않고 오로지 경영에 대한 감사·감독을 하는 것이 기대되는 자는 책임 발생 위험을 충분히 통제·조절할 수 없다는 것, (ii) 업무 집행에 관여하지 않는 자라면 책임한정계약을 인정해도 임무해태 역지라는 관점에서의 피해가 크지 않다는 것 등이 있었다.

② 보상계약 제도 도입이다. 보상계약은 임원 등이 그 직무 집행에 관해 법령 위반 등의 문제로 당국의 조사나 손해배상청구의 대상이 된 경우에 그 임원 등이 부담하는 절차 비용이나 손해배상금 등을 일정 범위에서 회사가 보상할 것⁴⁸⁾을 약속하는 계약을 말한다. 주의할 점은 임원

립사외이사 도입 촉진(주주의 경영자 모니터링 강화)은 경영자의 이니셔티브(initiative) 저하라는 문제를, ③ 업적 연동형 보수 강화는 경영자의 사적 편익 확보를 위한 추가 조작이라는 문제를 발생시킬 가능성이 있는데, 아베 내각은 기업 지배구조 개혁에 따른 이익이 그 비용을 충분히 능가한다고 판단하였다(권용수·김윤경, 위의 보고서, 30 쪽).

48) 참고로 ① 임원 등이 그 직무 집행에 관계된 문제(법령 위반 문제 또는 책임추궁)로 지출하는 비용(방어비용)으로서 통상 요하는 비용을 초과하는 부분, ② 임원 등이 그 직무 집행과 관련해서 제삼자에게 지급하는 손해배상액 중 (i) 해당 임원 등의 임무해태책임에 관계된 부분이나 (ii) 해당 임원의 악의나 중과실로 책임을 부담하는 경우 손해 전부가 보상의 대상이 되지 않는다. 또한, ③ 벌금이나 과징금도 보상의 대상이 되지 않는다.

등의 회사에 대한 손해배상을 대상으로 하는 보상계약은 인정되지 않는다는 것이다. 이는 실질적으로 임원 등의 책임을 사전에 감면하는 것과 같고, 임무해태 책임 감면에 관한 규제(일본 회사법 제424조~제427조)의 잠탈(潛脫)이 될 우려가 있기 때문이다.⁴⁹⁾ 보상계약의 내용은 주주총회 결의로 정하며(이사회설치회사는 이사회 결의), 이사와 보상계약을 체결한 경우는 사업보고서로 일정 사항⁵⁰⁾을 공시해야 한다. 한편, 이사와의 보상계약에는 이해상충 거래규제(일본 회사법 제356조 제1항 제2호·제3호 및 제365조 제1항)가 적용되지 않는다. 이 점에서 보상계약으로 인해 회사에 손해가 발생해도 보상계약 당사자인 이사나 이사회에서 보상계약의 승인에 찬성한 이사에 대한 임무해태가 추정되지 않는다.

③ D&O 보험 제도 도입이다. D&O 보험은 임원 등이 그 직무 집행에 관해 손해배상청구(주주대표소송 등) 등의 대상이 된 경우에 그 임원 등이 부담하는 손해배상금 등을 일정 범위에서 보전하는 내용의 회사와 보험회사 간의 보험계약(피보험자는 임원 등)을 말한다.⁵¹⁾ D&D 보험은 임원 등이 부담하는 비용이나 손실을 보험자가 보상한다는 점에서 위의 보상계약(회사가 보상)과 다르다. 또한, D&O 보험은 보상계약처럼 회사와 임원이 아니라, 회사와 보험자(손해보험회사)가 계약 당사자가 된다는 점에서 불합리한 내용의 계약이 체결될 가능성이 해소되는 면이 있다.⁵²⁾ 이 때문에, 회사법은 보상계약과 달리 D&O 보험의 계약 대상이나 내용에 관해 특별한 규제를 두고 있지는 않다(회사에 대한 손해배상도 계약 대상). 이러한 배경으로 실무에서는 상장회사를 중심으로 D&O 보험이 널리 보급된 상황이다. 다만 D&O 보험에도 문제가 없는 것은 아니므로⁵³⁾ 그 내용을 주주총회 결의로 정하도록 하고 있다(이사회설치회사는 이사회 결의).⁵⁴⁾ 공개회사가 D&O 보험계약을 체결한 경우는 사업보고서에 D&O 보험계약에 관한 사항⁵⁵⁾을 공시해야 한다.⁵⁶⁾ 한편, 이사를 피보험자로 하는 D&O 보험계약에도 이해상충 거래규제(일본 회사법 제356조 제1항 제2호·제3호, 제365조 제2항, 제419조 제2항 및 제423조 제3항)는 적용되지 않는다.

49) 田中亘, 「会社法」第4版, 東京大学出版会, 2023, 388頁.

50) 사업보고서에는 ① 보상계약을 체결한 임원 등의 성명, ② 보상계약의 내용 개요, ③ 보상계약에 따라 비용을 보상한 경우 해당 임원 등이 직무 집행에 관해 법령 위반 또는 책임을 부담하는 것을 안 때는 그 뜻, ④ 보상계약에 따라 손실을 보상한 경우는 그 뜻 및 보상한 금액을 기재해야 한다.

51) ① 피보험자에 보험자와 보험계약을 체결하는 주식회사를 포함한 보험계약으로 해당 주식회사가 그 업무와 관련해서 제삼자에게 발생한 손해를 배상할 책임을 지거나 해당 책임추궁에 관계된 청구를 받음으로써 해당 주식회사에 발생할 수 있는 손해를 보험자가 보전하는 것을 주된 목적으로 체결하는 것(생산물배상책임보험, 기업종합배상책임보험, 사용자배상책임보험, 개인정보누설보험 등), ② 임원 등이 제삼자에게 발생한 손해를 배상할 책임을 지는 것 또는 해당 책임추궁에 관계된 청구를 받음으로써 해당 임원 등에게 발생할 수 있는 손해(임원 등의 의무 위반이나 임무해태에 관계된 손해 제외)를 보험자가 보전하는 것을 목적으로 체결하는 것(자동차배상책임보험, 임의 자동차보험, 해외여행보험 등)은 D&O 보험계약에 해당하지 않는다.

52) 실무에서는 임원 등이 법령 위반을 인식한 때 등 일정 사유가 있는 경우는 보험자의 책임이 면책되는 형태로 계약을 체결하고 있다(田中亘, 「会社法」第4版, 東京大学出版会, 2023, 391頁).

53) 기본적으로 D&O 보험은 회사가 보험료를 부담하고 그 혜택은 임원 등이 누린다는 점에서 이해상충성을 부정할 수 없다. 또한, 계약 내용에 따라서는 임원 등의 직무 집행의 적정성에 영향을 줄 우려도 있다.

54) 감사등위원회설치회사 및 지명위원회등설치회사에서는 이사회가 D&O 보험계약의 내용 결정을 이사회 집행임원에게 위임할 수 없다.

55) 사업보고서에는 ① D&O 보험계약의 피보험자 범위(성명 공시는 불요), ② D&O 보험계약의 내용 개요를 기재해야 한다.

56) D&O 보험의 내용 등은 회사가 안고 있는 위험을 투자자가 평가할 때의 지표 중 하나로 중요한 정보가 될 수 있다.

Ⅲ. 각론 : 이사의 주주에 대한 의무에 관계된 법체계

1. 회사법의 규정과 그 해석론

1.1. 조직재편 등에 있어서 대가의 공정성 확보 의무 등

앞서 설명했듯이 이사는 회사와의 위임 관계에 기초해 선관주의의무·충실의무를 진다. 따라서 해당 의무의 직접적인 대상은 회사이다.⁵⁷⁾ 다만, 영리성(대외적 사업 활동을 통한 이익 추구 + 구성원에 대한 분배)을 본질로 하는 회사의 특성으로부터 그 구성원인 주주의 이익을 고려하는 것은 당연한 것으로 이해되고 있다.⁵⁸⁾ 이 점, 즉 이사가 회사와 주주의 이익을 고려할 필요가 있다는 점, 나아가 양자의 이익이 일치하지 않는 예가 있다는 점에서 이사의 의무 대상이나 내용이 사안에 따라 달리 해석될 필요성도 인정된다. 일반적으로 회사의 이익을 추구하면 주식 가치가 증가하는 형태로 주주의 이익도 제고된다. 그래서 이사가 회사의 이익을 염두에 두고 업무를 집행하는 게 주주의 이익이라는 관점에서 문제 되지 않는다. 개인적으로 최근 ESG 경영이 강조되는 현실을 생각하면 이사가 회사의 이익을 염두에 두고 업무를 집행하도록 하는 것이 ESG 경영과의 모순·충돌을 완화하는 면에서도 긍정적이라 생각된다. 그런데 캐시 아웃이나 조직재편 등 특별한 경우에는 회사의 이익 추구(주식 가치 증가)가 아니라 대가 가치 결정 문제가 주주에게 직접적인 영향을 미친다. 이러한 경우는 이사의 의무 대상과 내용을 회사와 그 이익으로만 하는 것이 주주의 이익이라는 관점에서 적절치 않다.⁵⁹⁾

그렇다면 캐시 아웃이나 조직재편의 경우 이사의 의무를 어떻게 보아야 할 것인가? 결론부터 말하면 이사는 회사의 이익이라는 관점에서 캐시 아웃이나 조직재편 등이 꼭 필요하다고 판단하면 그것을 실시해야 하고(중장기적 이익을 강조하는 주주 이익 극대화 원칙과는 부합), 그때 주주(소수주주)의 이익이라는 관점에서 공정한 가격으로 캐시 아웃이나 조직재편 등을 실시해야 할 의무가 있다고 볼 수 있다.⁶⁰⁾ 이러한 결론을 뒷받침하는 것으로는 이사가 캐시 아웃이나 조직재편 장면에서 주주를 위해 대가의 공정성을 확보해야 한다는 것은 현행 일본 회사법 규정으로부터 도출된다는 견해가 있다.⁶¹⁾ 예컨대, 일본 회사법 제179조의7 제1항 제3호나 제784조의2 제2호 등을 보면 대가가 현저히 부당한 경우 조직재편의 금지 사유가 될 수 있음을 알 수 있다.⁶²⁾ 또

57) 이사가 회사에 대해 선관주의의무를 부담한다는 법 규정을 생각할 때, 해석론으로써 이사에게 주주의 이익을 해하지 않도록 행동할 의무를 부담시키는 것이 간단한 문제는 아니라는 견해도 있다(白井正和, “会社の非上場化の場面における取締役の義務”, 『JSDAキャピタルマーケットフォーラム(第1期)論文集』(日本証券業協会, 2017), 207頁).

58) 이사의 의무는 주주 이익 극대화 원칙에 따라 업무를 집행하는 것으로 이해된다는 것으로 飯田秀総, “特別支配株主の株式等売渡請求”, 『商事法務』第2063号(商事法務, 2015), 31頁.

59) 飯田秀総, “特別支配株主の株式等売渡請求”, 『商事法務』第2063号(商事法務, 2015), 31頁.

60) 이사에게 주주(소수주주)의 이익을 지키는 의무를 부담시키는 것은 사전 단계에서 자본비용 상승을 억제하고, 사후 단계에서 가치 감소형 캐시 아웃 등을 억제해 회사의 장기적인 이익향상에 이바지한다는 지적 등이 있다.

61) 본문의 견해 외에도 ‘주주 간 부의 이전 방지를 요구하는 규정이 회사법에 존재(일본 회사법 제210조 제1호 등)하는 것과 이사의 법령준수의무를 토대로 주주 간 부의 이전을 방지하는 게 이사의 회사에 대한 의무라고 이해하는 견해’ 등이 있다. 일본의 견해를 체계적으로 정리·검토한 것으로 白井正和, “会社の非上場化の場面における取締役の義務”, 『JSDAキャピタルマーケットフォーラム(第1期)論文集』(日本証券業協会, 2017), 207~212頁.

62) 예컨대, 일본 회사법 제179조의7 제1항 제3호는 매도 주주에게 지급되는 대가 등이 대상 회사의 재산 상황 그 밖



한, 같은 법 제831조 제1항 제3호를 보면 지배주주와의 조직재편 대가의 부당성은 주주총회 결의 취소 사유가 될 수 있음을 알 수 있다.⁶³⁾ 이사는 회사법이 조직재편 대가의 공정성을 요구하고 있음을 시사한다. 이러한 회사법의 규정과 뜻을 적절히 구현해 내는 것과 관련해서는 이사의 의무에 조직재편 대가의 공정성을 확보하는 것이 포함된다고 보는 게 가장 직접적이고 효과적인 방안이 될 수 있다.⁶⁴⁾ 이사는 대가의 공정성을 실현하는데 필요한 정보·교섭력 등을 가진 존재이기 때문이다.

참고로 2019년 개정 회사법에서는 회사와 이사가 이해상충 관계에 있는 때나 이사가 회사의 업무를 집행하면 주주의 이익을 해할 우려가 있는 때(MBO 등)는 이사(회)의 결정에 따라 회사의 업무 집행을 사외이사에게 위탁할 수 있고,⁶⁵⁾ 사외이사가 해당 업무 집행을 하더라도 ‘사외성’을 상실하지 않는다는 규정을 마련하였다. 이는 이해상충 관계가 발생하는 상황에서 사외이사가 주체적인 역할을 하는 것이 기대됨에도 불구하고 대외적 행위를 수반하는 활동을 하면 형식상 ‘업무집행이사 등’에 해당해 ‘사외성’이라는 요건을 결하게 되는 것 아니냐는 해석상의 논란을 해소하기 위함이다.

1.2. 회사법상 공정한 가격

2005년 개정 전 상법에서는 조직재편 등을 승인하는 주주총회 결의가 없었더라면 해당 주식이 가졌을 가격(「ナカリセバ」 가격)을 공정한 가격으로 보았다. 그런데 회사법은 「ナカリセバ」 가격을 뜻하는 표현을 삭제하고, 공정한 가격을 특별히 정의하지 않고 있다. 이러한 회사법의 태도 변화는 조직재편 등이 시너지 효과를 일으켜 기업 가치를 증가시키는 경우, 조직재편 등이 이루어지지 않은 때에 실현되는 가치뿐만 아니라 조직재편 등에 따른 기업 가치 증가분의 적절한 반영도 필요하다는 생각을 전제한 것이다. 따라서 조직재편 등에 따라 기업 가치가 증가하는 경우는 해당 증가분도 적절히 반영하는 것이 필요하다(「시너지 적정 분배」 가격). 한 가지 생각할 부분은 조직재편 등으로 인해 기업 가치가 훼손되는 때도 또는 기업 가치에 변함이 없는 때도 있을 텐데, 그러한 경우 공정한 가격을 어떻게 볼 것인지는이다. 그 경우는 과거 상법 규정의 「ナカリセバ」 가격이 보장되어야 한다는 이해가 형성되어 있다. 회사법이 「ナカリセバ」 가격을 뜻하는 표현을 삭제한 것은 주주의 법적 보호를 강화하기 위함이지 그것을 약화할 의도였다고 볼 이유가 없기 때문이다.⁶⁶⁾

요컨대, 현행 회사법의 공정한 가격은 조직재편 등이 기업 가치를 증가시키는 경우는 「시너지 적정 분배」 가격을 의미하는 것이 되고, 조직재편 등이 기업 가치를 훼손하거나 특별한 영향을

의 사정에 비추어 현저히 부당한 경우로 때도 주주가 불이익을 받을 우려가 있는 때는 때도 주주가 특별지배주주에게 주식등매도청구에 관계된 매도주식 등의 전부 취득을 그만둘 것을 청구할 수 있다고 규정하고 있다.

63) 일본 회사법 제831조 제1항 제3호에서는 주주총회 결의에 특별한 이해관계자를 가지는 자가 의결권을 행사함으로써 현저히 부당한 결의가 이루어진 경우는 주주 등이 주주총회 결의일로부터 3개월 이내에 소로써 해당 결의의 취소를 청구할 수 있다고 규정하고 있다.

64) 飯田秀総, “特別支配株主の株式等売渡請求”, 『商事法務』 第2063号(商事法務, 2015), 31頁.

65) 업무집행이사가 지휘·명령하는 형태로는 사외이사에게 업무집행을 위탁할 수 없다.

66) 白井正和=仁科秀隆=岡俊子, 『M&Aにおける第三者委員会の理論と実務』, 『商事法務』, 2015, 46頁.

주지 않는 경우는 「ナカリセバ」 가격을 의미하는 것이 된다.

2. 이사의 주주에 대한 의무를 제시한 판례 : 東京高判平成25·4·17

2.1 사건 개요 및 판시⁶⁷⁾

A사는 Y1(피고·피항소인)이 창업한 주식회사였고, 그 주식은 자스닥⁶⁸⁾에 상장되어 있었다. A사의 수익이 둔화하는 등 경영상의 문제가 생기자 A사의 대표이사였던 Y1이 경영개선방안의 하나로 MBO를 검토하였다. Y1은 B 펀드의 지원을 받아 MBO를 실행하는 것으로 결정하고, B와 MBO에 관한 기본합의서를 교환하였다. 이 건 MBO를 실시하기 위해 B가 설립한 C 주식회사가 2006년 11월 11일부터 1주 23만 엔을 매수가격으로 한 A사 주식 공개매수를 진행하였다. 그 후 A사는 전부취득조항부종류주식을 이용해 공개매수로 취득하지 못한 A사 주식을 강제로 취득하였고, C사 이외의 주주에게는 1주당 23만 엔이 교부되었다. A사 주주였던 X들(원고·항소인)은 이 건 MBO로 인해 1주당 적정 가격이 33만 6,966엔이었던 주식을 23만 엔이라는 낮은 가격에 처분할 수밖에 없었고, 1주당 10만 6,966엔의 손해를 입었다고 주장하였다. 그리고 Y1에 대해서는 회사법 제429조 제1항 또는 민법 제709조에 근거해, A사의 이사·감사였던 Y2들(피고·피항소인)에 대해서는 회사법 제429조 제1항에 근거해 손해배상을 청구하였다. 원심이 X들의 청구를 기각해⁶⁹⁾ X들이 항소하였으나, 도쿄고등법원도 X들의 항소를 기각하였다.

법원의 기각에는 다음과 같은 판단이 있었다. 회사는 그 가치를 높이고 회사의 이익, 나아가 그 소유자인 주주 공동의 이익을 도모하는 체제의 영리기업이다. 따라서 이사의 회사에 대한 선관주의의무는 회사, 나아가 주주 공동의 이익을 도모하는 것을 목적으로 하는 것으로 이해된다. 한편, MBO는 경제적으로 개별 주식거래의 집적에 그치지 않는 기업매수 거래이다. 주주가 받는 주식 이전 대가는 일반적으로 기업 가치를 기초로 하는 매수가격을 발행주식총수로 나누는 형태로 구해지고, 기업 가치 전체가 이사 (및 이를 지원하는 펀드)에 이전해 주주는 주식 이전 대가라는 형태로 기업 가치 분배를 받는 것이 되는 것이다. 또한, MBO에는 경영상의 효용이 있다는 점에서 MBO 시에 실현되는 가치가 있고, 그 가치 중 구주주에게 귀속해야 하는 가치가 프리미

67) 神作裕之=藤田友敬=加藤貴仁編, 「会社法判例百選」第4版, 有斐閣, 2021, 108頁(玉井利幸 집필 부분); 弥永真生, “MBOと取締役等の義務”, 「ジュリスト」2013年 7月号(有斐閣, 2013), 2~3頁; 飯田秀総, “MBOを行う取締役の義務と第三者に対する責任”, 「ジュリスト」2012年 2月号(有斐閣, 2012), 96頁; 白井正和, “会社の非上場化の場面における取締役の義務”, 「JSDAキャピタルマーケットフォーラム(第1期) 論文集」(日本証券業協会, 2017), 195~198頁.

68) 최근 일본에서는 종래 시장 구분을 명확한 콘셉트에 기초해 재편함으로써 상장회사의 지속적인 성장과 중장기적인 기업 가치 향상을 뒷받침하고, 국내외 투자자의 적극적인 참가를 끌어내는 매력적인 시장으로 만드는 것을 목적으로 시장 구분 재검토 작업을 진행하였다. 그 결과로써 2022년 4월 종래의 시장 구분 「시장 제1부, 시장 제2부, 마더스, 자스닥」을 「프라임 시장, 스탠다드 시장, 그로스 시장」이라는 세 가지 시장 구분으로 변경하는 시장개혁을 완성하였다. 종래 자스닥 상장회사는 스탠다드 시장과 그로스 시장에 편입되었다.

69) 원심은 이사가 선관주의의무·충실의무의 내용으로써 주주 공동의 이익에 배려하는 의무를 부담한다고 하였다. 단, 이 건 MBO는 기업 가치 향상을 목적으로 하는 것이며 증권거래법 등 관계 법령을 위반하지 않았다는 것, 대표이사에게 관계된 이해상충 해소를 위한 조치도 취하고 있었다는 것을 지적하며 주주 공동의 이익에 대한 배려 의무를 위반하지는 않았다고 판단하였다. 한편, 이사가 합리적으로 얻을 수 있는 최고 가격이 되도록 공개매수처와 가격 교섭을 할 의무가 있는지는 의문이 있다고 하였다. 원심판결에 관해서는 玉井利幸, “MBOにおける取締役の株主に対する義務”, 「ジュリスト」2012年 4月号(有斐閣, 2012), 96頁.



업이라고 생각된다. 그렇다면 MBO에서 주주는 이사 (및 이를 지원하는 펀드)가 기업 가치를 적정하게 반영한 공정한 매수가격으로 회사를 매수하고, MBO 시에 실현되는 가치를 포함해 적절한 기업 가치 분배를 받는 것에 대해 공동의 이익을 가진다고 이해된다. 그러므로 이사가 기업 가치를 적정하게 반영하지 않은 저가의 매수가격으로 MBO를 실시하고, 구주주에게 귀속해야 할 기업 가치를 취득하는 것은 선관주의의무에 반한다고 해야 한다. 따라서 이사는 선관주의의무의 내용으로 MBO 시에 공정한 기업 가치 이전을 도모해야 하는 의무(공정가치이전의무)를 부담한다고 이해하는 것이 타당하고, MBO를 하는 것 자체가 합리적인 경영 판단에 근거한 경우라도 기업 가치를 적정하게 반영하지 않은 매수가격으로 인해 주주 간의 공정한 기업 가치 이전이 훼손된 경우는 이사에게 선관주의의무 위반이 인정될 여지가 있다. 그러나 이 권 매수가격은 A사의 객관적인 기업 가치에 견주어 낮은 것은 아니므로⁷⁰⁾ 이 권 MBO가 주주 간에 불공정한 기업 가치 이전을 초래했다고는 생각되지 않는다.

2.2. 공정가치이전의무

이 판결에서는 결론적으로 이사의 책임을 부정하였지만, 이사의 주주에 대한 의무(공정가치이전의무와 적정정보공시의무)를 구체적으로 제시했다는 점에서 그 의의가 인정되고 있다. 위에서 언급했듯이 법원은 주식회사가 그 이익을 높여 주주 공동의 이익을 도모하는 체제의 영리기업이라고 언급한 가운데, 주주 공동의 이익을 도모하는 것이 이사의 회사에 대한 선관주의의무의 내용이 된다고 하였다. 그리고 MBO 장면에서 주주 공동의 이익은 대상회사가 기업 가치를 적정하게 반영한 공정한 매수가격으로 매수되고, 대상회사 주주가 MBO에 따라 실현되는 가치를 포함한 적절한 기업 가치 분배를 받는 것에 따라 실현된다고 하였다. 이처럼 판단한 것은 MBO를 실시하는 경우 그것을 통해 발생하는 게 기대되는 기업 가치 증가분을 대상회사 주주(구주주)와 매수자(이사를 포함한 신주주) 간에 어떻게 분배할지가 문제 되는데, 이에 대한 나름의 해답을 제시하기 위함이라 여겨진다.⁷¹⁾ 참고로 주식 취득 가격 결정 신청사건에서는 MBO 실시에 따라 발생하는 게 기대되는 기업 가치 증가분에는 주주(구주주)가 누려야 하는 부분이 있다는 것을 전제로 그러한 증가분의 분배를 포함한 가격이 공정한 가격이라는 판단을 제시하였다(最決平成21·5·29). 이러한 판단과 정합적인 것으로써, 이 판결 법원도 MBO 실시에 따라 실현될 수 있는 가치 일부는 대상회사 주주(구주주)가 파악하고 있다는 전제 아래 그 가치를 구주주에게 향수시키기 위해 대상회사의 이사가 공정한 기업 가치 이전을 도모해야 하는 의무(공정가치이전의무)를 부담한다고 한 것이다.

이 판결에는 공정가치이전의무 도출 방법,⁷²⁾ 가격 최대화 의무 부정, MBO에 참가하는 이사와

70) 법원은 이사의 가격 최대화 의무(주주 공동의 이익을 위해 회사 매각 가격을 최대한으로 높이는 주의의무)는 인정하지 않았다. 주주가 공동 소유에 따라 파악하고 있는 기업 가치를 넘어 이익을 얻는 것까지가 회사법상 이사의 선관주의의무에 의해 보호된다고 이해할 근거를 찾을 수 없다는 것이 그 이유였다.

71) 神作裕之=藤田友敬=加藤貴仁編, 「会社法判例百選」第4版, 有斐閣, 2021, 109頁(玉井利幸 집필 부분).

72) 왜 「회사, 나아가 주주 공동의 이익을 도모」하는 게 이사의 주주에 대한 공정가치이전의무를 도출하는 것이 되는가 가 명확하지 않다는 지적으로 白井正和, “会社の非上場化の場面における取締役の義務”, 「JSDAキャピタルマーケットフォーラム (第1期) 論文集」(日本証券業協会, 2017), 198頁.

그렇지 않은 이사를 구별하지 않은 것 등 몇 가지 의문도 있다. 그러나 MBO 장면에서 대상회사 이사가 공정한 매수가격으로 매수가 이루어지도록 최선을 다할 의무를 부담한다는 점을 명시한 점은 매우 중요한 의미를 지닌다.⁷³⁾ 이 판결은 구조적 이해상충 관계나 정보의 비대칭성이 존재하는 MBO 사안에 관한 판단이지만, 대상회사의 주주에게 기업 가치 증가분이 공정하게 분배되어야 하는 문제, 나아가 분배 비율이 매수자와 교섭하는 이사의 노력에 좌우되게 되는 문제는 MBO 경우에 한하지 않는다. 이로부터 현재는 공정가치이전의무가 구조적 이해상충이 존재하는 상황을 넘어 공개매수, 캐시 아웃, 조직재편 등 폭넓은 상황(주주에게 대가가 교부되는 상황)에서 인정되는 일반적인 의무라는 견해가 유력하다.⁷⁴⁾

덧붙여 이 판결에서는 공정가치이전의무 위반 여부를 어떻게 심사했을까? 법원은 이를 적정한 기업 가치 분배(적정한 매수가격)의 관점에서 판단하였다. 그런데 기업 가치 증가분의 적정한 분배 비율을 일의적·객관적으로 정의하는 것은 쉽지 않다. 그래서 판결에서는 적정한 분배 여부는 적절한 정보 제공이 이루어지는 것을 전제로 대상회사 주주의 총의(總意)⁷⁵⁾로 결정해야 하는 것으로 보았다. 다만, 이 사건에서는 적정정보공시의무 위반이 인정되는 등 주주의 총의에 맡기는 전제를 결하고 있었기 때문에 매수가격이 적정한지가 직접 심사되었다. 현재는 적정한 분배가 이루어지고 있는지를 주주의 판단에 맡긴다는 사고방식에 대한 비판도 적지 않고, MBO의 구조적 문제에 대처하기 위해 어떠한 조치가 어떻게 이용되었는지라는 절차적 측면(공정한 절차로 MBO가 이루어졌는지)에 주목해 의무 위반의 여부를 심사해야 한다는 견해가 힘을 얻고 있다.⁷⁶⁾

2.3. 적정정보공시의무

이미 설명한 대로 이 판결에서는 이사가 선관주의의무의 내용으로 공정가치이전의무와 더불어 적정정보공시의무도 부담한다고 하였다. 그리고 이 사건에서 이사가 적정정보공시의무를 위반하였다고 인정하였다.⁷⁷⁾ 최종적으로는 주주에게 손해가 발생하지 않았음을 이유로 책임까지는 묻지 않았지만,⁷⁸⁾ 이사의 의무로서 적정정보공시의무를 분명히 제시한 것과 해당 의무를 위반한 경우의 책임 요건 등을 분명히 하였다는 점에서 중요한 의의를 지닌다.⁷⁹⁾ 그러나 적정정보공시의무의 대상이 되는 정보의 범위가 명확하지 않은 등 해결해야 과제도 적지 않다. 이것은 이사의 행위 위축 효과를 가져올 수 있는 것으로 간과해서는 안 될 부분이다.

73) 神作裕之=藤田友敬+加藤貴仁編, 「会社法判例百選」第4版, 有斐閣, 2021, 109頁(玉井利幸 집필 부분).

74) 田中亘, 「会社法」第4版, 東京大学出版会, 2023, 661頁; 神作裕之=藤田友敬+加藤貴仁編, 「会社法判例百選」第4版, 有斐閣, 2021, 109頁(玉井利幸 집필 부분).

75) 다수 주주의 공개매수에 대한 응모 또는 주주총회 결의를 통해 주주의 총의를 확인할 수 있다.

76) 神作裕之=藤田友敬+加藤貴仁編, 「会社法判例百選」第4版, 有斐閣, 2021, 109頁(玉井利幸 집필 부분).

77) 이 사건에서는 MBO 개시 전인 8월에 업적 예상 하방 수정이 공표되었고 주가 조락이 의심스러운 상황이 발생하였는데, 주가 조락 의문을 해소하는 정보가 공시되지 않았던 것을 이유로 적정정보공시의무 위반이 인정되었다.

78) 적정정보공시의무 위반을 인정하면서 손해 발생을 부정한 것에 대해서는 비판도 있다. 비판의 배경에는 불공정한 가격 형성으로 이어지는 정보에만 공시의무를 부담시키는 샤를레(シャルレ) 판결과의 모순 등이 있다(金澤大祐, “MBOの局面における取締役の行為規制: 取締役は投資家に対しいかなる法的役割を果たすべきか”, 「証券経済学会年報」第49号別冊(証券経済学会, 2014), 2-8-6頁).

79) 이사의 책임 요건을 분명히 한 것은 이사의 책임을 통한 규율 실효성에 영향을 줄 수 있는 중요한 판단이라는 지적으로 白井正和, “会社の非上場化の場面における取締役の義務”, 「JSDAキャピタルマーケットフォーラム(第1期)論文集」(日本証券業協会, 2017), 197頁.



3. 이사의 주주에 대한 의무를 제시한 가이드라인

일본에서는 주주 공동의 이익 확보가 특히 문제 되는 MBO나 캐시 아웃을 포함한 기업매수 등과 관련해서 가이드라인을 적절히 활용하고 있다.⁸⁰⁾ 예컨대, 2005년 5월에는 경제산업성과 법무성이 ‘기업 가치·주주 공동의 이익 확보 또는 향상을 위한 매수방어책에 관한 지침’을 책정하였고,⁸¹⁾ 같은 달 기업가치연구회가 ‘기업 가치 보고서’를 공표하였다.⁸²⁾ 또한, 2007년 9월에는 ‘기업 가치 향상 및 공정한 절차 확보를 위한 경영자에 의한 기업매수(MBO)에 관한 지침’을,⁸³⁾ 2008년 6월에는 ‘근시의 환경 변화를 토대로 한 매수방어책의 방식’을,⁸⁴⁾ 2019년 6월에는 ‘공정한 M&A 방식에 관한 지침’ 등⁸⁵⁾을 책정하였다. 나아가 2023년 8월에는 ‘기업매수 시 행동 지침’ 책정이 이루어졌다.⁸⁶⁾

이러한 가이드라인 등은 기본적으로 기업 가치나 주주 공동의 이익향상이라는 측면에서 바람직한 기업매수가 활성화되길 바라는 것들인데,⁸⁷⁾ 관련해서 대상회사 이사(회)가 가져야 할 인식이나 취해야 할 행동 등도 제시되고 있다. 이사의 행동규범 대상을 명확하게 구분하고 있지는 않지만, 위 가이드라인이 주주 공동의 이익을 염두에 두고 있다는 점에서 그 내용을 살펴볼 필요성은 있다고 판단된다. 아래에서는 본 연구 및 최근의 새로운 쟁점⁸⁸⁾과 특히 관계가 있는 2019년과 2023년의 지침 정도만을 살펴본다.

3.1. 기업매수 시 행동 지침 : 기업 가치 향상과 주주 이익 확보를 위해⁸⁹⁾

기업매수 시 행동 지침(이하 ‘2023년 지침’이라 한다)은 기업매수에서 존중해야 할 원칙으로 ① 기업 가치·주주 공동의 이익 원칙, ② 주주 의사의 원칙, ③ 투명성의 원칙을 열거한 다음, 매수 제안에 대한 이사·이사회 의 행동규범을 다음과 같이 제시하였다.

80) 권용수, “일본의 매수방어책 관련 논의 동향 : 경제산업성의 「기업매수 시 행동지침(안)」을 소재로”, 「법이론실무연구」 제11권 제3호(한국법이론실무학회, 2023), 22~23쪽; 經濟産業省, 「公正なM&Aに関するルール形成について」, http://www.meti.go.jp/policy/economy/keiei_innovation/keizaihousei/fair-ma-rule.html (검색일 : 2024. 8. 27).

81) 經濟産業省=法務省, 「企業価値・株主共同の利益の確保又は向上のための買収防衛策に関する指針」(2005년5월27일).

82) 企業価値研究会, 「企業価値報告書 : 公正な企業社会のルール形成に向けた提案」(平成17년5월27일).

83) 經濟産業省, 「企業価値の向上及び公正な手続確保のための経営者による企業買収(MBO)に関する指針」(平成19년9월4일).

84) 企業価値研究会, 「近時の諸環境の変化を踏まえた買収防衛策の在り方」(平成20년6월30일).

85) 經濟産業省, 「公正なM&Aの在り方に関する指針 : 企業価値の向上と株主利益の確保に向けて」(2019년6월28일). 2020년에는 해당 지침 해설서가 발간되었다(經濟産業省(각수), 「「公正なM&Aの在り方に関する指針」の解説」, 商事法務, 2020). 해당 지침을 검토한 것으로 권용수, “구조적 이해상충이 내재된 M&A의 공정성 확보 방안”, 「상사판례연구」 제32집 제3권(한국상사판례학회, 2019).

86) 經濟産業省, 「企業買収における行動指針 : 企業価値の向上と株主利益の確保に向けて」(2023년8월31일).

87) 각 가이드라인은 그 배경과 주요 내용에 차이가 있지만, 핵심 원칙으로써 기업 가치 향상과 주주 공동의 이익을 제시하고 있다(家田崇=川本真哉, “キャッシュ・アウトにおける公正性担保措置の意義”, 「商事法務」第2310号, 商事法務, 2022, 55頁).

88) 이사의 충실의무 대상에 주주를 포함하는 것 상법 개정안 외에 “직무를 수행하는 과정에서 전체 주주의 이익을 공평하게 보호하여야 한다”라는 표현을 추가하는 상법 개정안(박상혁의원 대표발의, 상법 일부개정법률안(의안번호 2847)(2024.8.14)) 등이 발의되었다.

89) 經濟産業省, 「企業買収における行動指針 : 企業価値の向上と株主利益の確保に向けて」(2023년8월31일).

첫째, 매수 제안을 받았을 때는 경영진이나 이사가 그것을 신속히 이사회에 부의 또는 보고해야 한다. 이는 바람직한 매수 제안이 이사회에 부의되지 않아 성사될 기회가 상실되어서는 안 된다는 것, 적어도 보고는 함으로써 이사회에 의한 경영진 감독 기능을 발휘시킬 필요가 있다는 것 등에 기초한 것이다. 부의된 이사회에서는 ‘진지한 매수 제안에 대해서는 진지한 검토를 한다’라는 것을 기본으로 해야 한다. 여기서 진지한 매수 제안이란 구체성, 목적의 정당성, 실현가능성이 있는 매수 제안을 말한다.

둘째, 이사회가 매수에 응하는 방침을 결정하는 때에는 기업 가치 향상이라는 관점에서 매수 전반의 사항을 판단함과 더불어 주주가 누려야 할 이익이 확보되는 거래조건(매수 비율이나 매수 가격 등⁹⁰⁾)의 매수가 이루어지도록 합리적인 노력⁹¹⁾을 다해야 한다. 2023년 지침에서는 이사회가 거래조건 개선을 통해 주주에게 되도록 유리한 거래조건을 매수가 이루어지도록 매수자와 진지한 교섭⁹²⁾을 해나갈 필요가 있다고 강조하였다.

셋째, 이해상충이나 정보 비대칭성의 문제, 대상회사의 상황이나 거래구조 등에 따라 특별위원회 활용⁹³⁾ 또는 전문가 조언 등 공정성 담보 조치를 마련해야 한다. 2023년 지침에서는 캐시 아웃 제안 등 거래조건에 대한 우려가 주주의 이익이라는 관점에서 특히 중요하다고 생각되는 경우, 매수에 대한 대응 방침·대항조치를 이용하려고 하는 경우, 시장에서의 설명책임이 높다고 생각되는 경우 등에 특별위원회 활용이 유용하다고 지적하였다. 최근 우리나라의 현안에 비추어 흥미로운 부분은 2019년 지침에서 공정성 담보 조치로 제시한 소수주주의 다수결(majority of minority, MoM)이 빠져 있다는 것이다.

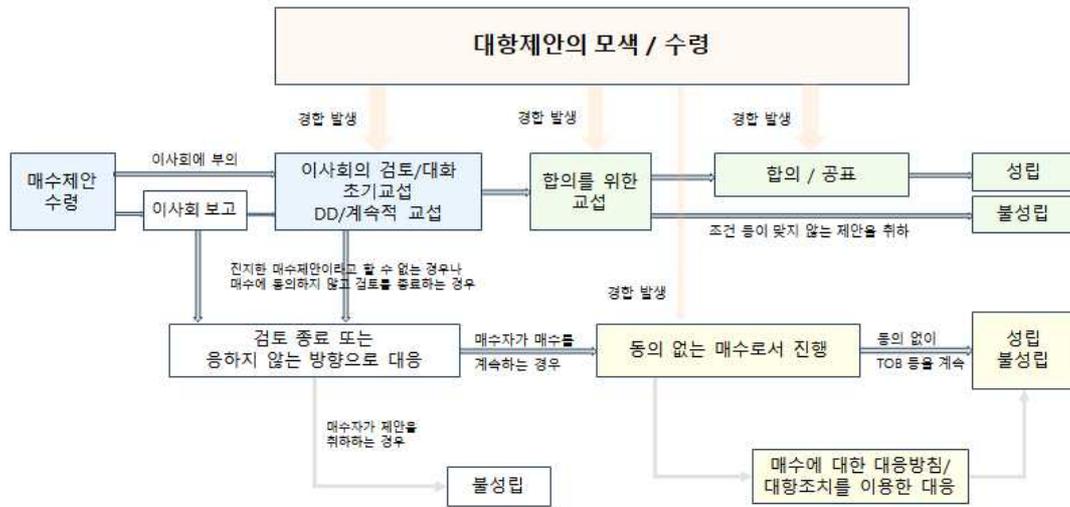
90) 금전을 대가로 하는 전부 매수 제안인 경우는 가격 면의 거래조건을 적절하게 하는 것이 특히 중요하다. 해당 거래조건에 대한 우려가 주주가 대상회사 주식에의 투자 이익(지배권 프리미엄도 포함)을 회수하는 유일한 수단이 될 수 있기 때문이다.

91) 매수자금이 있는지, 당국의 인허가 등(공정거래법 등 인허가) 매수실시 전제조건을 충족할 수 있는지, 지배주주가 보유하는 지배적 지분을 매수할 가능성이 있는지 등을 토대로 판단할 수 있다.

92) 이사회가 매수자에게 기업 가치에 걸맞은 매수가격 결정을 요구한다든지, 경합 제안이 있는 것을 이용해서 경합 제안에 필적할 정도의 매수가격 인상을 요구한다든지, 부분 매수에 따른 문제가 크다고 생각되는 경우 전부 매수로의 변경을 요구하는 등 기업 가치 향상과 주주 이익 확보 실현에 이바지하는 합리적 요구를 하는 것을 생각할 수 있다.

93) 2023년 지침에서는 사외이사가 이사회에 과반수를 차지하는 회사의 경우는 별도로 특별위원회를 설치할 의의가 상대적으로 크지 않음을 지적하고 있다.





〈그림 1〉 매수 제안 검토 절차⁹⁴⁾

덧붙여 2023년 지침에서는 이사·이사회회의의 구체적인 행동규범을 별지로도 추가하고, 그 내용의 하나로 ‘주주가 누려야 할 이익이 확보되는 거래조건을 목표로 한 검토·교섭’⁹⁵⁾을 명시하였다.

3.2. 공정한 M&A 방식에 관한 지침 : 기업 가치 향상과 주주 이익 확보를 위해⁹⁶⁾

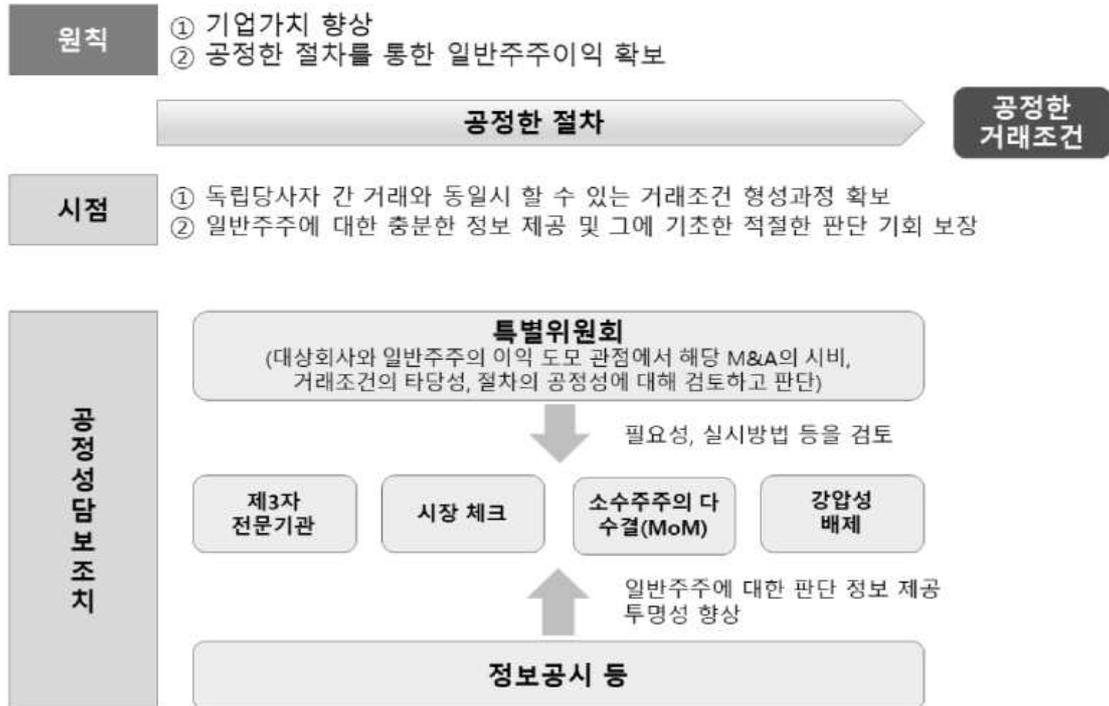
공정한 M&A 방식에 관한 지침(이하 ‘2019년 지침’이라 한다)은 M&A 시에 존중되어야 할 원칙으로 ① 기업 가치 향상(제1원칙)과 ② 공정한 절차를 통한 일반주주 이익 확보(제2원칙)를 열

94) 권용수, “일본의 매수방어책 관련 논의 동향 : 경제산업성의 「기업매수 시 행동지침(안)」을 소재로”, 「법이론실무연구」 제11권 제3호(한국법이론실무학회, 2023), 25쪽.

95) 구체적인 내용은 다음과 같다. “이사회는 스스로 또는 특별위원회를 통해서 교섭을 진행하는 경영진 등으로부터 적절한 시기에 보고받고 검토·지시를 함으로써 매수 제안에 대한 분석·평가 및 매수자와의 교섭에 실질적으로 관여해야 한다. 더불어 이해상충 위험에 대한 대응을 위한 공정한 검토 프로세스를 확보하는 등 감독자로서의 역할을 다해야 한다. 사업 면에 관한 교섭은 경영진이 중심이 되어 이루어지는 예가 많다고 생각되는데, 가격이나 매수하는 비율 등 거래조건에 관한 검토·교섭에는 이해상충 등의 정도에 따라 사외이사나 특별위원회가 검토·교섭 과정에 실질적으로 관여하는 것이 바람직하다. 회사와 경영진·지배주주 등과의 이해상충이 생길 수 있는 장면에서는 사외이사가 독립한 입장에서 적극적으로 관여하고, 그 타당성을 판단하는 것이 기대된다. 특히 이사회 과반수가 사외이사가 아닌 회사에서는 좀 더 사외이사의 관여에 중요성을 두는 것이 바람직하다. 매수자가 취득하려고 하는 주식 비율(매수자가 경영 지배에 미치는 영향의 강도), 기존 주주가 매수 후에 주주로서 남는지(비공개화인지 상장유지인지), 대가의 종류(금전인지 주식인지)는 매수에 따른 기업 가치 향상이나 주주가 누려야 할 이익 확보에 영향을 미치는 것이고, 매수 제안의 분석·평가나 복수의 매수 제안 비교에 있어서는 이러한 점도 고려해야 한다. 또한, 가격 등의 거래조건에 더해 거래의 개연성 정도도 중요한 요소로서 고려되어야 한다. 나아가 복수의 제안 중에서 상장유지 제안을 선택하는 경우는 이사회가 설명한 대로 가치가 실현되었는가는 다양한 외적 요인에 의한 영향은 있지만 업적이나 시장으로부터의 평가를 통해 사후적으로 검증 가능하다고 생각된다. 이사회는 이 점에 유의해 스스로 설명책임을 다하는 것이 바람직하다.”

96) 經濟産業省, 「公正なM&Aの在り方に関する指針 : 企業価値の向上と株主利益の確保に向けて」(2019년6월28일); 권용수, “구조적 이해상충이 내재된 M&A의 공정성 확보 방안”, 「상사판례연구」 제32집 제3권(한국상사판례학회, 2019).

거한 후, 구체적인 상황에 따라 검토·활용할 수 있는 공정성 담보 조치를 제시하였다(아래 <그림 2> 참고). 여러 조치가 제시되고 있는데, 일본에서의 활용과 우리나라의 현안 등을 고려해 특별위원회와 소수주주의 다수결(MoM)에 관한 지침의 내용과 실무 현황을 중심으로 살펴본다.



<그림 2> 공정성 담보 조치⁹⁷⁾

2019년 지침에서는 특별위원회가 M&A 등의 공정성을 담보하는데 실효성이 높은 조치임을 지적하고 있다. 특별위원회는 대상회사의 기업 가치 제고에 이바지하는지의 관점에서 M&A 등의 시비를 검토·판단함과 더불어, 일반주주의 이익을 도모하는 관점에서 거래조건 타당성과 절차의 공정성을 검토·판단하는 역할을 담당할 수 있기 때문이다. 다만 특별위원회가 유효하게 기능하려면 설치 시기나 기간, 위원 구성(독립성, 전문성), 독립한 제3자 전문기관 활용 등 여러 쟁점에 관한 검토가 요구된다. 한편, 2019년 지침에서는 MoM도 일정 경우⁹⁸⁾ 공정성을 담보하는 조치로 평가됨을 언급하고 있다. MoM은 구조적 이해상충이 내재한 상황에서 그 의의가 인정되며, 일반주주의 이익을 강하게 보호하는 면이 있다. 다만 기업 가치 제고에 이바지하는 M&A를 저해할 우려가 있으므로⁹⁹⁾ 모든 경우에 MoM 조건을 설정하는 것은 바람직하지 않다.¹⁰⁰⁾ 참고

97) 권용수, “구조적 이해상충이 내재된 M&A의 공정성 확보 방안”, 「상사판례연구」 제32집 제3권(한국상사판례학회, 2019), 68쪽.

98) 일정 경우는 MoM 조건을 설정함으로써 M&A를 성립시키기 위해 확보하는 게 필요한 일반주주의 찬성이 상당 정도 증가하는 경우를 말한다.

99) 2019년 지침에서는 MoM 조건과 관련하여 ① 매수자가 보유하는 대상회사의 주식 비율이 높을수록 M&A 실행 시에 대상회사 주식을 매집해 M&A를 방해하는 게 쉬워진다는 것(기업 가치 제고에 이바지하는 M&A를 저해할 우려가 커진다는 것), ② 패시브 인덱스 운용 펀드 규모가 확대하는 가운데 거래조건 적부와 관계없이 공개매수에 응하지 않는 투자자도 존재하므로 MoM 조건이 본래의 기능을 발휘하는 데 제약이 있다는 것(M&A 저해 효과 상

로 2014년 회사법 개정 논의 과정에서 캐시 아웃 도입과 관련해 MoM 제도 도입이 논의되었는데, MoM에 관계된 우려(제도 설계·운영상의 우려 포함)와 소수주주 다수 기준(2/3 또는 과반수)에 관한 의견 불일치 등으로 최종 개정에서 제외되었다.¹⁰¹⁾

현재 일본에서는 MBO나 캐시 아웃 등의 공정성 담보 조치로서 특별위원회와 MoM 등이 활용되고 있다.¹⁰²⁾ 그중 특별위원회 활용은 거의 일반화한 모습을 띠고 있다.¹⁰³⁾ 다만 MoM은 거래 유형에 따라 그 활용에 상당한 차이가 나타나고 있으며, 그 활용 비율이 상승 추세를 보이는 것도 아니다.¹⁰⁴⁾ 예컨대, 지배주주가 주도하는 캐시 아웃이나 완전자회사화 안건에서는 MoM 조건을 설정하면 극히 일부 주주의 반대로 거래가 저해되는 결과가 초래되는 등의 문제가 있어 그 활용이 소극적으로 이루어지는 면이 있다.¹⁰⁵⁾ MBO 안건에서는 MoM 활용 비율이 높은 편인데, 이를 활용해도 공개매수 결과에 차이가 생기지 않는다고 전망되는 상황에서 안건의 공정성을 어필할 목적으로 활용하는 경향이 있었다고 한다.¹⁰⁶⁾ 최근 일본에서 공정성 담보 조치의 영향을 분석한 흥미로운 조사가 나왔다.¹⁰⁷⁾ 이에 따르면 일본에서는 충분한 프리미엄을 지급할 수 없는 안건에서 하나의 핑곗거리로 공정성 담보 조치를 도입하고 있다는 것이다.¹⁰⁸⁾ 달리 말하면, 아직 일본에서는 공정성 담보 조치가 실효성을 수반하는 것이 아니라 소수주주의 이익에 배려하고 있음을 표시하는 수단 정도로 기능하고 있을 가능성이 있다는 것이다.

IV. 결론 : 우리나라에의 시사

이사의 의무와 책임에 관한 일본의 법체계와 그것으로부터 도출되는 판례·해석론 등을 보면, 이사의 의무를 통한 (소수)주주의 이익 보호라는 면에서 우리나라의 법체계에 심각한 문제가 있거나 그래서 법 개정이 필요하다는 생각에 이르지 않는다. 달리 말해, 우리나라의 이사의 의무에 관한 현행 법체계는 일본과 비교해서 문제 될 것이 없다. 덧붙여 이사의 의무 대상을 회사로 규정한 현행 규정은 주주의 이익 도모와 이해관계자의 이익 도모 모두를 원만히 해나갈 수

승 요인), ③ 회사법상 공정한 가격이나 캐시 아웃 시 법원이 결정해야 하는 가격은 조직재편 등에 따라 증가한 기업 가치의 공정한 분배분도 포함한 가격이므로 거래조건과 관계없이 주식매수청구권을 행사할 수 있는 지위를 확보하기 위해 주주총회에서 반대 의결권 행사를 하거나 공개매수에 응하지 않을 가능성이 존재한다는 것 등이 지적되고 있음을 언급하였다.

100) 經濟産業省, 「公正なM&Aの在り方に関する指針 : 企業価値の向上と株主利益の確保に向けて」(2019年6月28日), 40頁.

101) 金融商品取引法研究会, 「金融商品取引法制の潮流」, 公益財団法人日本証券経済研究所, 2015, 89~91頁.

102) 이를 분석한 것으로 家田崇=川本真哉, “キャッシュ・アウトにおける公正性担保措置の意義”, 「商事法務」第2310号, 商事法務, 2022; 家田崇=川本真哉, “公正性担保措置と少数株主の富”, 「商事法務」第2366号, 商事法務, 2024.

103) 캐시 아웃 등의 사안에서는 특별위원회 설치 비율이 2007년 16.7%에서 2020년 97.6%로 대폭 상승하였고, 해당 위원회의 사외이사 비율도 매년 증가 추세에 있다(家田崇=川本真哉, “キャッシュ・アウトにおける公正性担保措置の意義”, 「商事法務」第2310号, 商事法務, 2022, 56~61頁).

104) MoM은 2010년을 전후해서 많이 활용되다가 2010년 중후반에 그 활용이 줄어들었고 최근 다시 활용이 증가하는 모습을 보이는 등 그 활용에 변화가 많다(家田崇=川本真哉, “キャッシュ・アウトにおける公正性担保措置の意義”, 「商事法務」第2310号, 商事法務, 2022).

105) 家田崇=川本真哉, “キャッシュ・アウトにおける公正性担保措置の意義”, 「商事法務」第2310号, 商事法務, 2022, 59頁.

106) 家田崇=川本真哉, “キャッシュ・アウトにおける公正性担保措置の意義”, 「商事法務」第2310号, 商事法務, 2022, 59頁.

107) 家田崇=川本真哉, “公正性担保措置と少数株主の富”, 「商事法務」第2366号, 商事法務, 2024.

108) 家田崇=川本真哉, “公正性担保措置と少数株主の富”, 「商事法務」第2366号, 商事法務, 2024, 74頁.

있도록 하는 형태라 생각된다. 다만 법에 기초한 판례·학설의 진척이 아직 더딘 것은 아닌지라는 생각이 든다.¹⁰⁹⁾

일본의 해석론과 판례를 보면 이사의 주주에 대한 의무는 현행 법체계로부터 당연히 도출될 수 있는 것이다. 회사의 본질(영리성)에 대한 이해는 같기 때문이다. 단 여기서 향후 함께 고민해 나가야 할 부분이 있다. 이사의 주주에 대한 의무를 어느 수준에서 요구해야 하는가이다. 이를 일정 수준 이상 요구하지 않으면 주주의 이익 보호가 미흡해질 것이고, 이를 지나치게 엄격히 요구하면 ① 이사의 경영 판단 전반을 위축시키는 것에 더해서 ② 오늘날의 실무 관행(ESG 관련 실무 보급)이나 사회규범 등과 자칫 충돌을 일으킬 수 있기 때문이다. ①은 이사의 소극적인 경영으로 이어져 회사(주주)의 이익 획득 기회를 상실시킬 우려가 있고, ②는 사회 전반의 지향점 설정을 왜곡·지연시킬 우려가 있다. 일본의 학설·판례에서는 이사의 주주에 대한 의무를 요구하면서도 그 수준에는 일정 배려를 하고 있는데(가액 최대화 의무 부정 등),¹¹⁰⁾ 이는 참고의 여지가 있다고 생각된다.¹¹¹⁾ 한편, 이사의 의무에 관한 논의 확장과 더불어 이사의 책임을 경감시키는 방안의 필요성에 관한 논의도 병행할 가치가 있다고 생각된다. 기업(주주)의 이익 확보는 이사의 의무를 강화(소극적 경영 초래 가능성 존재)만 해서는 안 되고 이사의 의무와 책임의 균형점을 찾아 이사의 공격적인 경영을 촉진함으로써 실현할 수 있다고 생각된다.

어떤 목적을 달성하는 데 입법이 중요할 수 있으나, 그것이 만능은 아니다. 예가시라 교수는 「회사법 개정에 따라 일본 회사는 변하지 않는다」라는 논문에서 회사가 올라타 있는 기반, 즉 주주, 경영진 양성·선택 시스템, 법원이 변하지 않는 한 회사는 변하지 않는다고 지적하였다.¹¹²⁾ 이것이 답이라 단정할 수는 없지만, 이사의 의무에 관한 논의에 있어서 한 번쯤 생각해 필요가 있는 지적이라 생각된다. 합병 등 조직재편 장면에서 소수주주의 이익 보호가 필요하고 지금보다 명확한 방향 제시가 필요하다면 일본처럼 가이드라인 마련 등을 검토해 보는 건 어떨까도 생각된다.

109) 우리나라의 현행 법체계에서도 이사의 주주에 대한 의무가 도출된다는 이해가 있다(김태진, “주주평등원칙 분석과 재구성 : 주주 불평등에 관한 소고”, 「2024년 한국상사법학회 하계학술대회 자료집」(한국상사법학회, 2024), 64쪽; 천경훈, 해당 주제에 대한 토론문, 74쪽). 다만, 해당 견해에 의문을 제기하는 견해가 있으며(이사의 주주에 대한 의무 입법 주장이 이를 뒷받침한다), 아직 해석의 진척이 일본보다 느린 듯한 느낌이 있다.

110) 田中亘, 「会社法」第4版, 東京大学出版会, 2023, 662頁.

111) 우리나라는 일본보다 이사의 책임을 경감하는 제도가 미흡한 면이 있는데, 이 점을 생각하면 이사의 주주에 대한 의무 요구 수준에 일본보다 더 배려하는 것도 생각해 볼 수 있다고 판단된다.

112) 江頭憲治郎, “会社法改正によって日本の会社は変わらない”, 「法律時報」第86卷 第12号(日本評論社, 2014).



[제3주제]

미국 회사법상 이사의 충실의무와 그 시사점

발 표 손창완 교수(연세대)

미국 회사법상 이사의 의무와 그 시사점

손창완
연세대학교 법학전문대학원

I. 서론 - 문제상황

- 주주의 이익을 침해하는 조직재편
 - 삼성물산 합병 사건
 - 엘지화학 분할 사건
 - 두산에너지빌리티 분할합병 사건
- 투자시장의 확대
 - 개인투자자 1,000만명 시대 도래
 - 외국/기관 투자자의 적극 투자
 - 행동주의 펀드의 증가
- 코리아 디스카운트
 - 지배주주 위주의 회사지배구조
 - 투자자 소외 => 낮은 주가, 낮은 배당성향

I. 서론 - 문제상황

조선경제 > 머니

청산가치도 안 되는 10대그룹 주가...

韓 10대 그룹의 기업가치 분석
PBR 1배 넘는 그룹은 고작 3곳

주요국 5년 평균 배당성향 비교 단위: %
2024년 4월 기준



밸류업 간담회 참석 10대 그룹 현황

그룹	주가순자산 비율(PBR)	자기자본 이익률(ROE)	배당성향	시가총액
HD현대	1.27배	2.38%	37.73%	61조원
삼성	1.25	4.97	47.37	674조
LG	1.09	2.16	42.32	158조
SK	0.99	-4.36	-22.22	211조
포스코	0.87	3.61	38.64	62조
현대 자동차	0.6	11.31	23.08	142조
한화	0.53	3.31	17.26	40조
GS	0.42	3.47	29.63	12조
롯데	0.31	1.18	91.65	16조
신세계	0.19	0.47	123.13	4조

I. 서론 - 문제제기

- 자본거래에서 주주의 이익을 침해하는 회사의 의사결정
 - 신주발행
 - 자기주식취득/처분
 - 합병, 주식의 포괄적 교환이전
 - 분할
- 위와 같은 주주이익의 침해를 미국 회사법상 이사의 주주에 대한 충실의무로 해결하자는 주장이 제기됨

I. 서론 - 미국 회사법의 논의 필요성

- IMF이전 상법은 이사의 의무에 관한 명시적인 규정이 없고, 회사와 이사의 관계는 위임에 관한 규정을 준용하는 규정만 존재
- 1998. 12. 28. 이사의 책임강화를 통한 건전한 기업운동을 촉진하기 위하여 이사의 충실의무 규정을 도입 - 상법 제382조의3(이사의 충실의무) 이사는 법령과 정관의 규정에 따라 회사를 위하여 그 직무를 충실하게 수행하여야 한다.
- 입법사적으로 충실의무 규정은 영미법상의 신인의무(fiduciary duty)를 도입한 것으로 이해됨
- 현행 상법상 이사의 충실의무를 이해하는데 미국 회사법상 이사의 의무가 참고가 될 수 있음

II. 의무의 기원 - 신인의무(FIDUCIARY DUTY)

1. 회사 & 신탁(trust)
 - 회사와 신탁의 태생적 연관성 - 재산분리기능의 동일성
 - 초기 판례는 회사를 신탁에 비교하면서 이사를 수탁자와 유사하게 취급
 - 신탁과 회사는 모두 전주(investor)와 관리자(manager)의 분리를 특징으로 하고, 이러한 분리로 양자 간 긴장관계 형성
 - 관리자의 재량 & 책임
 - 신탁의 관리자는 소극적인 재산유지 but 회사의 관리자는 적극적인(모험적인) 재산 증식(투자)

II. 의무의 기원 - 신인의무(FIDUCIARY DUTY)

2. 신인의무의 전제 및 발생

1) 의무의 전제

- 신인의무는 신인관계(fiduciary relationship)를 전제로 함
- 신인관계는 수탁자에게 신탁자의 업무가 (백지) 위임된 경우로서 위임인과 수임인 간의 업무수행에 관한 신뢰관계가 핵심 요소 => “믿고 맡기는 관계”

2) 의무의 발생

- 신인의무는 반드시 계약관계를 전제로 하는 것은 아니고 계약관계가 아니어도 발생 가능
- 이사의 의무는 회사 및 주주와의 준신탁(quasi-trustee) 및 대리 관계에서 유래 ([Schoon v. Smith, 953 A.2d 196](#)).

II. 의무의 기원 - 신인의무(FIDUCIARY DUTY)

3. 신인관계/의무의 발생근거 및 특징

1) 발생원인/근거

- 재산(property)이론, 자발적 인수(voluntary assumption/undertaking)이론, 불평등/취약성(inequality/vulnerability)이론, 위탁(entrusting)이론, 계약(contract)이론, 합리적 기대(reasonable expectations)이론, 충성(loyalty)이론, 의존(reliance)이론, 권한과 재량(power and discretion)이론 등 신인관계의 본질에 관한 다양한 이론이 있음
- 신인관계는 지위에 기반한 신인관계와 사실관계에 기반한 신인관계로 구분 가능
 - 신탁, 회사, 조합, 유언집행, 대리, 변호사 등 전문직과 의뢰인 관계 등에서 인정됨
 - 지위에 기반한 신인관계가 아니어도 구체적인 사실관계에서 자신의 이익보다 상대방의 이익을 우선해야 한다고 인정되는 경우 신인관계를 인정하고 신인의무를 부과

Ⅱ. 의무의 기원 - 신인의무(FIDUCIARY DUTY)

4. 신인관계의 특징

- 신인관계는 광범위한 재량을 가진 수임인이 신뢰관계를 배신하지 않도록 방지하는 것이 중요
- “other people’s money” by Adam Smith => 대리인 문제 (agency problem)

회사의 이사는 자신의 돈이 아니라 다른 사람의 돈(other people's money)을 가지고 경영하는 자로 자신이 동업자로 있는 조합의 경우보다 열심히 사업을 돌보지 않을 것이다. (중략) 그러한 회사의 경영에는 태만과 퍼주기가 만연할 것이고, 이는 해외무역을 하는 회사가 개인 기업과의 경쟁에서 버티지 못하는 이유를 설명 해준다. 회사들은 독점적 특권(exclusive privilege)없이 성공하는 법이 없다. 회사는 독점적 특권이 없으면 사업에서 실패하며, 독점적 특권이 부여된 경우에는 잘못 경영할 뿐만 아니라 거래를 제한한다 - <국부론> 중에서 발췌

Ⅱ. 의무의 기원 - 신인의무(FIDUCIARY DUTY)

5. 신인의무의 내용

- 주의의무 (duty of care) – 회사를 위한 최선의 이익이 되는 행위를 할 (적극적인) 의무
- 충실의무 (Duty of loyalty) – 이해충돌상황에서 자기 또는 제3자의 이익을 위하여 회사의 이익을 침해하지 말아야 할 (소극적인) 의무
- 신인관계는 ‘위임’과 유사한 법률관계이나, 대륙법계에서는 온전히 설명하기 어려운 영미법 특유의 법리
- 신인의무는 대륙법적 관점으로는 성문법상 의무가 아닌 불문법상 의무

Ⅱ. 이사의 의무 - 의무의 주체

- 의무의 주체는 이사(director)이지만, 법령 또는 판례에 의하여 집행임원(officer), 지배주주(controlling shareholder)에게도 확대됨
- 충실의무의 주체는 회사가 아닌 이사 등 - A Corporation owes no fiduciary duties to its shareholders; only officers or directors do([Walworth Investments-LG, LLC v. Mu Sigma, Inc., 2022 IL 127177](#))

Ⅲ. 이사의 의무 - 의무의 대상

1. 원칙
 - 일반적으로 이사의 신인의무는 회사에 대한 것이나, 판례는 이사는 회사 및 주주와 신인관계에 있다고 판시
2. 예외
 - 회사가 채무초과 상태가 되면 회사가 아닌 채권자에 대하여 신인의무 부담

Ⅲ. 이사의 의무 - 의무의 대상

3. 문헌상 설명

- 주주는 신인관계에서 '수익자'적 지위를 가짐(Cox/Hazen)
- Directors owe fiduciary duty **possibly** to other shareholders (Henn & Alexander).
- Directors, (중략) owe their corporations and **sometimes** other shareholders, a fiduciary duties (Clark)
- **In some circumstance**, 이사가 주주와 직접(directly) 거래하거나, 주주의 승인이 필요한 거래에서 정보공시를 하는 경우 주주에 대하여 직접 의무를 부담(Allen/Kraakman)

Ⅲ. 이사의 의무 - 의무의 대상

4. 관련판례

- 이사는 회사 및 주주에게 주의의무 및 충실의무를 부담한다 (Directors owe **fiduciary duties of care and loyalty to the corporation and its shareholders**.(McRitchie v. Zuckerberg, 315 A.3d 518, 2024))
- 이사는 우선주주에게도 신인의무를 부담 - A corporation's directors are fiduciaries for the preferred stockholders(Jackson Nat'l Life Ins. Co. v. Kennedy, 741 A.2d 377, 1999)

Ⅲ. 이사의 의무 - 의무의 대상

델라웨어주 판례

eBay Domestic Holdings, Inc. v. Newmark(16 A.3d 1, 2010)	회사의 형식은, 적어도 자신의 투자에 대하여 이익을 실현하려는 주주가 없지 않으면, 순수한 인류애적 목적을 위한 수단으로 적절하지 않다. (중략) 영리법인인 회사에서 이사는 그 형식에 수반하는 신인의무와 기준에 구속되고, 그 기준은 주주의 이익을 위하여 회사의 가치를 증진시키는 것이 포함되며, 회사의 뒤에 붙여지는 "Inc."는 이를 의미하는 것이다. 따라서 회사가 주주의 이익을 위하여 경제적 이익을 극대화하지 않는 것을 회사 정책으로 명시하는 것을 인정할 수 없다.
McRitchie v. Zuckerberg	델라웨어 법인에서 주주들은 단순 절대 소유권 하에 있는 토지의 소유자처럼 회사를 소유하지 않는다. 결국, 아무도 바지 한 벌을 소유하듯이 회사를 소유하지 않는다. 대신 델라웨어 법은 주주들을 집합적으로 회사와 그 자산의 형평법적 소유자 (equitable owners)로 간주한다. 이사들은 주주가 아닌 이해관계자에게 의무를 부담하지 않는다. 이사들은 주주의 이익을 위하여 회사의 가치를 증진시킬 의무가 있다. 따라서 이사들은 재량권의 범위 내에서 주주 복지를 유일한 목표로 삼아야 하며... 다른 이익은 주주 복지를 증진하는 수단으로만 고려되어야 한다.

Ⅲ. 이사의 의무 - 주주에 대한 의무의 근거

1. 주주이익극대화 규범

- 의의 - 이사는 주주가치를 극대화할 의무를 부담한다는 규범
- 근거
 - 재산권이론 - 주주가 회사의 소유자
 - 계약이론 - 주주가 잔여재산청구권자로서 효율적인 회사경영에 가장 큰 이해관계를 가짐
- 대표적인 판례 및 문헌
 - 닷지 대 포드자동차 사건 - 주주이익극대화 규범의 시초
 - ALI - "회사의 목적은 영업활동을 통해 회사 및 주주의 이익을 증진하는 것"

Ⅲ. 이사의 의무 - 주주에 대한 의무의 근거

2. 벨리-도드 논쟁

• 아돌프 벨리의 주장

- 회사가 주주의 소유임을 전제로 경영자의 모든 권한은 주주의 수탁자로서 모든 주주의 이익을 위해 비례적으로 행사되어야 한다
- "Corporate Powers as Powers in Trust," 44 Harv. L. Rev. 1049 (1931).; Adolf .A. Berle, Jr., "For Whom Corporate Managers Are Trustees: A Note," 45 Harv. L. Rev. 1365 (1932).

Ⅲ. 이사의 의무 - 주주에 대한 의무의 근거

2. 벨리-도드 논쟁

• 머릭 도드의 주장

- ① 회사가 허용되는 이유는 사회 기여 때문이지, 주주 이익의 원천이기 때문이 아니다. 회사의 무제한 이익 추구는 헌법상 권리가 아니라 법이 정책적으로 이를 허용하기 때문이다. 따라서 회사의 재산권 주장은 제한적인 범위에서 인정될 수 있고, 사회는 주주의 이익이 축소되더라도 직원, 소비자, 지역사회를 보호하기 위한 조치를 요구할 수 있다.
- ② 자본주의 존속을 위한 안정적 생산·고용 시스템을 위해 주주이익 극대화 공식은 수정될 필요가 있고, 주주를 위한 수익 극대화를 추구하는 경영자 역할도 수정되어야 한다.
- ③ 회사를 주주의 소유로 보는 현재 시스템은 문제가 있고, 배당시를 제외하고 회사와 아무런 연관이 없는 주주에게 회사 운영의 공적 책임을 인식시키는 것은 기대하기 어렵다.
- ④ 회사는 주주의 집합체에 불과한 법적 의체가 아니라 주주와는 별개의 법인격을 가진 실체 (factual unit)이고, 경영자는 주주가 아닌 회사에 대하여 의무를 부담한다.



IV. 이사의 의무 - 의무의 내용

1. 이사의 주주에 대한 의무는 전체주주에 대한 것인가, 개별주주에 대한 것인가?

- 이사의 주주에 대한 의무에 대하여 텍사스주 판례(Ritchie v. Rupe, 443 S.W.3d 856, 2014)는 주주에 대한 의무가 집합적(collectively)인 것임을 명시함.
- 이러한 전제 하에 텍사스주 판례는 추가적으로 주주와 계약관계 또는 특별한 관계가 없는 한 개별 주주에 대해서는 이사가 신인의무를 부담하지 않는다고 판시 (he does not occupy a fiduciary relationship with an individual **shareholder** unless some contract or special relationship exists between them in addition to the corporate relationship).
- 그러나 이사는 일정한 경우 개별 주주에 대하여 신인의무를 부담

IV. 이사의 의무 - 의무의 내용

관련판례

Hoggett v. Brown,
971 S.W.2d 472,
476, 1997

"이사의 신인의무는 개별 주주나 심지어 다수의 주주들에게가 아니라, 오직 회사에 대해서만 발생한다. 이와 마찬가지로, 비상장 기업의 주주는 법적으로 그의 동료주주에게 신인의무를 지지 않는다. 다만 위와 같은 의무가 존재하는지는 상황에 따라 달라지는데, 비밀유지관계(confidential relationship)가 존재하는 경우가 그 예이다.

Remora Invs., L.L.C.
v. Orr, 277 Va. 316,
318, 2009

이사들이 주주들에게 지는 의무는 개별 주주와 회사 간의 거래에서 발생하는 신인의무가 아니라, 회사의 임원 및 이사들과 주주들 전체 간의 거래에서만 적용되는 의무이다. 임원 및 이사들은 주주들과의 거래에서 신인의무를 지며, 이러한 거래를 신의성실의 원칙에 따라 행해야 한다. 그러나 그 **의무는 개별적으로가 아니라 주주들 전체에 대한 것**이다. 이러한 경우 주주들은 신인의무 위반에 대해 임원이나 이사를 상대로 개별적으로 직접 소송을 제기할 수 없으며, 대신 주주들은 회사를 대표하여 대표소송을 통해 구제를 받아야 한다. 대표소송을 요구함으로써 주주들에 의한 소송의 중복을 방지할 수 있고, 회사가 회복한 손해는 모든 주주뿐만 아니라 채권자들도 보호한다.

IV. 이사의 의무 - 의무의 내용

2. 주주의 대표소송과 직접소송

- 개별주주에게 발생한 손해는 주주가 직접 이사에 대하여 자신의 손해에 대한 청구소송을 제기할 수 있음(직접 청구) 그러나 회사에 발생한 손해 즉 전체주주의 손해에 대해서 주주는 직접 소송을 제기할 수 없고, 주주대표소송만 제기할 수 있음.
- 주주의 청구가 파생적 청구인지 직접적 청구인지는: (1) 누가 피해를 입었는가 (법인 또는 개별 주주); 그리고 (2) 회복 또는 기타 구제책의 혜택을 누가 받는가 (법인 또는 주주)에 따라 결정함(*Tooley 기준*).

IV. 이사의 의무 - 의무의 내용

Tooley v. Donaldson, Lufkin, & Jenrette, Inc., 845 A.2d 1031, 2004).

사실관계	회사의 전 주주들이 회사와 그 이사들을 상대로 회사에 대해 제안된 합병의 거래종결 연기에 이사회가 동의함으로써 이사의 신인의무를 위반하였고, 합병 지연으로 자신들의 주식에 대해 지급된 현금의 시간가치 상실에 상응하는 손해가 발생하였다고 주장하였으나, 패소하였다.
판단	주주의 청구가 파생적 청구인지 직접적 청구인지는: (1) 누가 피해를 입었는가 (법인 또는 개별 주주); 그리고 (2) 회복 또는 기타 구제책의 혜택을 누가 받는가 (법인 또는 주주)에 따라 결정한다 대표소송은 주주가 회사를 대신하여 회사에 가해진 손해에 대해 소송을 제기할 수 있도록 하고, 대표소송이 제기되는 경우, 회수된 금액은 회사에 귀속되어야 한다. 그러나 (이사의 의무위반으로) 직접 피해를 입은 주주는 주주로서의 법적 권리에 영향을 미치는 손해에 대해 개인 소송을 제기할 권리를 보유하고, 이러한 청구는 회사에 가해진 손해와는 별개이다. 이러한 개인 소송에서 회복 또는 기타 구제책은 회사가 아닌 주주에게 직접 귀속된다.

IV. 이사의 의무 - 의무의 내용

Brookfield Asset Mgmt. v. Rosson, 261 A.3d 1251, 1255, 2020	
사실관계	Brookfield는 TerraForm의 대주주인데, TerraForm의 다른 회사 합병자금을 마련하기 위한 목적으로 시행된 신주발행에서 Brookfield는 주식의 공정가치에 비하여 할인된 가격으로 TerraForm의 주식을 인수하였고, 원고들은 소수주주인 자신들의 경제적 권리와 의견권 희석화가 발생하였다고 주장하였다.
판단 - 신주의 저가발행은 대표소송 대상	대표소송을 제기하는 것이 아닌, 개인적으로 소송을 제기할 자격을 갖기 위해서는 원고가 단순히 회사에 대한 과실로 인한 손해 이상의 것을 주장해야 한다. 개인 소송을 제기하기 위해 원고는 다른 주주들이 입은 손해와 별개이고 명확하게 구분되는 손해를 주장하거나, 회사의 권리와 독립적으로 존재하는 주주의 계약적 권리와 관련된 과실을 주장해야 한다. 원고가 개인 소송을 제기할 자격을 갖기 위해서는 회사와는 독립적으로 또는 직접적으로 손해를 입어야 한다. 회사가 지배주주와 회사주식을 대가로 자산을 교환하는 경우 부적절한 대가 (inadequate consideration), 지분의 희석 또는 대가의 과다한 지급은 전적으로 대표소송 사안이다.

V. 이사의 주주에 대한 의무 - 입법현황

1. 델라웨어주 회사법(DGCL)

- 이사의 주주에 대한 의무를 직접 규정하지 않고, 판례상 신인의무를 전제로 주주에 대한 충실의무 위반을 정관으로 감면할 수 없음을 규정 - 정관에서 판례상 인정되는 주주에 대한 충실의무를 간접적으로 확인

§ 102. 정관의 내용

(b) (7) 이사로서의 신인의무를 위반하여 발생한 금전적인 손해에 관하여 회사 또는 회사의 주주에 대한 이사의 책임 감면에 관한 규정을 둘 수 있으나 다음의 경우에는 그러하지 아니하다.

- (i) 회사 또는 회사의 주주에 대한 이사의 충실의무(duty of loyalty) 위반의 경우

V. 이사의 주주에 대한 의무 - 입법현황

2. 모범회사법(MBCA)

- 이사의 책임에 관한 규정에서 이사의 주주에 대한 판례상 의무를 전제로 충실의무를 간접적으로 확인

§ 8.3 1. 이사의 책임의 기준

(a) 이사는 소송에서 이사의 책임을 주장하는 당사자가 아래의 사항을 증명하지 않으면, 이사로서 작위/부작위에 관한 결정 또는 어떠한 행위를 한 것에 대한 실패에 대하여 회사 또는 주주에 대하여 책임을 지지 않는다.

(1) (생략)

(2) 문제가 된 행위가 아래의 결과를 구성하거나 초래한 경우:

(v) 이사가 받을 수 없는 금전적 이익의 수령 또는 법적으로 소송가능한 **회사와 주주를 공정하게 대할 이사의 의무** 위반(director's duties to deal fairly with the corporation and its shareholders)

VI. 관련사례 - 이사와 주주의 주식거래

초기 판례

판례의 대립	다수의 판례는 주식거래에서 이사의 신인의무를 인정하지 않았으나, 소수의 판례는 이사의 신인의무를 인정. 다만 다수의 판례에 기반하면서 특별한 사정의 법리(special facts rule)에 근거하여 신인의무가 없는 경우에도 예외적으로 이사에게 신인의무의 법리가 적용될 수 있다는 입장도 존재(<i>Strong v. Repide</i>).
Goodwin v. Agassiz, 283 Mass. 358, 359, 1933	피고가 회사의 이사라는 사실로 주식거래에서 이사와 주주 간에 신인관계가 발생하지 않는다(The fact that a defendant is a director of a corporation does not create a fiduciary relation between him and a stockholder in the matter of the sale of his stock). 이사가 개인적으로 주주로부터 주식을 매수하면서 이사가 그 지위에서 보유한 특유한 회사에 관한 사실을 공개하지 않은 경우, 해당 거래는 자세히 심사된다(closely scrutinized)

VI. 관련사례 – 이사와 주주의 주식거래

초기 판례 – 주주가 대주주인 이사에게 주식 매수를 제안한 경우

Buckley v. Buckley, 230 Mich. 504, 506 (1932)

이사들은 회사 자체와 신인관계에 있고, 주식의 매매와 관련하여 다른 주주들과 거래할 때는 신인관계가 없다. 주주 간의 주식 매매에서 사기를 구성하려면 실제적인 허위 진술이 있어야 하며, 단순한 침묵은 충분하지 않다. 이러한 일반 원칙은 특정한 예외적인 경우에는 수정될 수 있다. 일반 원칙의 전제는 회사의 장부가 모든 주주에게 동일하게 공개되어 있으며, 각 주주가 회사의 상태를 스스로 파악할 수 있다는 점이다. **예외가 인정되는 특별한 사정은 임원들이 알고 있는 주식의 가치를 높이는 확실한 매각, 합병, 또는 기타 사실이나 조건이 주주에게 알려지지 않았으며, 이러한 사실이 장부를 통해 파악할 수 없는 경우이다.**

주주가 이사/임원에 대하여 주식의 매수를 제안하면서 회사의 자산 및 재무 상태, 향후 계획 및 목적, 주식 가치에 영향을 미치는 모든 사실에 대한 정보를 이사/임원에게 요청한 경우, 이에 따라 자신의 의견을 제시하고, 이사나 임원으로서 특별히 알고 있는 정보를 제공하기로 했을 때, 이사/임원은 주주에 대하여 신인의무를 부담하며 그 주주에게 주식의 가치를 영향을 미치는 어떤 정보도 누락하지 않고, 모든 정보를 정확하고 완전하게 제공할 의무가 있다.

VI. 관련사례 – 이사와 주주의 주식거래

최근 판례

Jernberg v. Mann, 358 F.3d 13 (2004)

이사가 또는 임원이 다른 사람으로부터 회사의 주식을 매수할 때, 전자는 사적인 자격으로 행동하는 것이고, 이들은 회사의 이익을 대표하는 공식적인 자격으로 행위하는 것이 아니기 때문에 광범위한 신인의무에 구속되지 않는다. (중략) 이사와 임원은 회사와 신인관계에 있으며 회사의 자산과 사업에 대해 가장 엄격한 신의를 발휘해야 하지만, 주식을 구매할 때 개별 주주들과 유사한 신뢰 관계에 있는 것은 아니다. **특별한 사정이 없는 한, 매사추세츠 주법에 따르면 임원이나 이사는 주식을 매매할 때 신인의무를 지지 않는다**

[McRitchie v. Zuckerberg](#) (2024)

회사의 이사는 자유롭게 주식을 매수할 수 있으며, 개별 주주와 신인 관계가 없다. 이사는 주식의 가치를 영향을 미치는 정보를 주주에게 제공하지 않아도 책임을 지지 않는다. 그러나 이사는 회사와 전체 주주들에 대해 신인관계에 있으며, 회사의 사업을 관리함에 있어 자신의 이익이 아닌 공동의 이익을 증진시키기 위해 최대한의 선의(신의성실의 원칙)를 발휘해야 한다. 따라서 이사는 다른 주주들과 구별되는 위치를 이용하여 직간접적으로 개인적인 이익이나 혜택을 얻을 수 없다.

VI. 관련사례 - 이사와 주주의 부동산 거래

Kane v. Klos, 50 Wash. 2d 778, 314 P.2d 672 (1957)

사실관계	회사사무실이 소재한 건물의 매수옵션을 가진 사장이 한 주주에게 위 건물을 좋은 투자처로 소개하였고, 건물주와의 협상과정에서 위 주주를 도우면서 16,200달러의 이득을 실현함. 이 과정에서 사장은 자신은 위 건물을 사장이라서 살 수 없다고 밝혔으나, 해당 거래로 이득을 얻는다는 사실을 주주에게 공개하지 않았다.
이사의 지위	이사는 회사 소유자의 전적인 수탁자가 된다. 이사는 대주주 뿐만 아니라 소수주주에게도 충실의무를 진다.
평가	부동산 등 주식을 제외한 이사와 주주 간의 재산거래는 개별 사안의 사실관계에 따라 달라진다 - 이사에게 거래와 관련된 사실을 공개할 의무(duty to disclose)가 있는지 여부

VI. 관련사례 - 부실공시(공개매수)

Lynch v. Vickers Energy Corp., 383 A.2d 278, 279, 1977

사실관계	원고인 전(前) 주주는 공개매수에 응해 자신의 주식을 양도한 후, 피고인 회사들과 이사들을 상대로 소송을 제기함. 원고는 피고들이 공개매수에서 순자산 가치에 대한 완전한 정보를 공개하지 않았고, 소수 주주들을 강압하여 심각하게 불충분한 가격으로 주식을 매도하도록 했다고 주장하였다. " 1심 법원은 원고가 강제적이거나 사기적인 허위 진술을 입증하지 못했으며, 엔지니어의 보고서 비공개가 치명적이지 않았다는 이유로 피고들에게 유리한 판결을 내렸으나, 항소심 법원은 피고 회사가 공개의무(fiduciary duty of candor)를 위반했다고 판단하였다.
판단	소수 주주들은 해당 정보를 받을 권리가 있고, 주식을 매도하기 전에 그 정보의 중요성에 대해 판단할 기회를 가질 권리가 있다(The minority shareholders had the right to that information and to make their respective judgments about its significance before they were asked to sell their shares).
평가	항소심은 적당한 사실 공개(disclosure of adequate facts) 기준이 아닌 완전한 사실공개 기준을 채택 (Completeness, not adequacy, is both the norm and the mandate under present circumstances).



VI. 관련사례 – 부실공시(허위공시)

Malone v. Brincat, 722 A.2d 5, 1998

사실관계	회사 실적을 재무제표에 과대하게 기술하였음을 이유로 주주들이 신인의무를 위반을 이유로 이사들에 대하여 소송을 제기하였다.
판단	이사들은 주주와 회사 모두와 신인관계가 있다. 이사의 회사와 주주에 대한 신인의무는 주의 의무, 신의성실, 충실의무이다. 이 삼중의 신인의무는 회사에 대한 모든 이사 행동과 주주와의 상호 작용에서 준수해야 할 지침이다. 이사들은 주주들의 행위를 요구할 때 이사회에서 통제하는 모든 중요한 사실을 완전하고 공정하게 공개할 신인의무가 있다 (directors of, Delaware corporations are under a fiduciary duty to disclose fully and fairly all material information within the board's control when it seeks shareholder). 고의적으로(knowingly) 허위정보를 유포하여 개별 주주들에게 손해를 가한 이사는 자신의 신인의무를 위반할 것이고 그에 따라 책임을 질 수 있다.

VI. 관련사례 – 합병 (Smith v. Van Gorkom)

Smith v. Van Gorkom, 488 A.2d 858, 863, 1985

쟁점	주주인 원고들은 주위적으로 피고 회사의 현금 매각 합병을 취소하거나, 예비적으로 이사들을 상대로 손해 배상을 청구하는 소송을 제기하였고, 이사들의 결정이 경영판단의 원칙에 따른 보호를 받는지가 문제되었다. 사안에서 법원은 이사들이 결정을 내릴 때 1인의 진술에 의존한 것은 합리적 신뢰를 한 것으로 간주될 수 없고, 이사들이 합병 조건이나 제안된 주당 가격의 적정성에 대한 문서를 요청하지 않았다고 보았다.
판시사항	이사는 주주들에게 완전히 솔직한(candor) 분위기에서 거래와 관련된(germane to the transaction) 모든 사실을 공개할 신인의무를 진다. 공개매수 맥락에서 "관련성"은 합리적인 주주가 주식을 팔 것인지 또는 보유할 것인지를 결정하는 데 중요하게 고려되는 모든 정보로 정의된다. 실무에서 "관련성"은 중요한 사실(material facts)을 의미한다.
결론	이사들은 주주에 대한 신인의무를 위반하였다. 원심은 주식의 공정가치를 회사의 본질가치에 기초하여 결정하여야 하고, 가치평가는 Weinberger v. UOP, Inc 사건의 기준에 따라 이루어져야 한다. 주주는 트랜스유니온의 공정가치가 주당 55달러를 초과하는 범위에서 손해배상청구를 할 수 있다.

VI. 관련사례 – 합병 (Unocal case)

Unocal Corp. v. Mesa Petroleum Co., 493 A.2d 946, 949, 1985

쟁점	이사가 적대적 공개매수에 반대할 권한이 있는지 여부 및 이러한 행위가 경영판단의 원칙에 의하여 보호되는지 여부
판시사항	이사회가 적대적 인수 시도를 저지하기 위해 권한을 행사할 때, 법원의 판단은 이사들이 회사 주주들의 최선의 이익 을 위해 행동해야 한다는 기본 원칙에서 시작한다. 이들의 주의무는 회사와 주주들을 제3자나 다른 주주로부터 발생하는 잠재적 위협으로부터 보호하는 것까지 포함되나, 이러한 권한은 절대적인 것이 아니다.

VI. 관련사례 – 합병 (Revlon case)

Revlon, Inc. v. MacAndrews & Forbes Holdings, Inc., 506 A.2d 173 (Del. 1986)

쟁점	Revlon사 이사회는 합병과정에서 특정한 인수희망자와 거래보호조항(lock-up)을 합의하였는데, 이러한 행위가 신인의무 위반인지 여부가 문제되었다.
판시사항	적대적 인수에서 이사회는 Unocal에서 제시된 기준을 엄격히 준수해야 하고, 이러한 기준은 이사들이 회사와 주주들의 최선의 이익을 판단해야 한다는 것이고, 그 이외의 사항에 대하여는 신의성실에 입각한 사항 외에 다른 고려사항에 의해 행위해서는 안될 강화된 의무가 있다. 적대적 인수 상황에서 이사회는 주주들에게 합리적으로 관련된 이익이 발생하는 경우, 다양한 이해관계자들을 고려할 수 있으나, 인수희망자들 간의 경매가 진행 중이고, 회사의 목표가 더 이상 기업을 보호하거나 유지하는 것이 아니라 최고 입찰자에게 매각하는 것이 된 경우, 비주주 이해관계에 대한 고려는 부적절하다.
결론	Revlon사 이사들은 주주의 이익을 위하여 회사의 매각 가격을 극대화하지 않았으므로 의무를 위반한 것이다. 이사들은 회사의 경쟁매각 과정에서 주주의 최선의 이익을 위하여 행위하지 않았고, 이에 대한 이사회 결정은 이사의 주의의무를 위반한 것이다.



VI. 관련사례 – 합병 (Revlon 기준)

Revlon 기준이 적용된 판례

Samjens Partners I v. Burlington Industries, Inc., 663 F. Supp. 614, 1987	적대적 인수전에서 회사가 매각될 것이 명백해 졌을 때, 예를 들어, 이사회가 제3자와의 합병 또는 매각을 협상하도록 경영진에게 권한을 부여했을 때, 이 사회의 역할은 회사의 방어자에서 주주들을 위해 회사 매각 시 최고의 가격을 얻기 위한 경매인으로 변경된다.
McMullin v. Beran, 765 A.2d 910, 914, 2000	이사들은 대주주가 제안한 제3자로의 매각이 소수주주들에게 최대 가치를 제공할 것인지에 대해, 신의성실하게 정보를 충분히 수집하고 신중하게 판단할 의무가 있다.

VI. 관련사례 – 합병 (이사의 이익충돌)

Deutsch v. Cogan, 1989 Del. Ch. LEXIS 34

법리	델라웨어 주법에 의하면 이사는 주주에 대하여 예외없는(uncompromising) 충실의무를 부담하므로 이사 자신의 이익과 의무 간에 충돌이 있어서는 안된다.
사실관계	GFI, Hansac, Knoll은 합병 계약을 체결하였고, GFI는 자회사 Hansac을 통해 Knoll의 모든 주식을 주당 \$12에 현금으로 인수하기로 함. GFI는 이미 Knoll의 Class B 보통주를 100% 보유하고 있었으며, Class A 보통주의 약 35.5%를 보유하고 있어 Knoll의 투표권의 약 90.5%를 차지하고 있었음. Stephen D. Weinroth은 Drexel Burnham의 상무이사이자 Knoll의 이사임. Drexel Burnham은 (1) 과거에 GFI/Knoll과 그 자회사들에 대해 상당한 투자은행 서비스를 제공했으며; (2) Tender Offer와 Merger에 대한 자금을 조달했으며; (3) 거래의 성공적인 완료로 인해 최대 \$1,400,000의 수수료를 받을 것으로 예상됨. 또한 Drexel Burnham과 Weinroth가 이사회 의장 및 주요 주주로 있는 Centronics Data Computer Corporation이 GFI/Knoll의 전환우선주를 매입하였는데, 이 거래는 Tender Offer와 Merger가 승인된 이후, 그러나 실행되기 전의 시점에 이루어졌다.
결론	Weinroth가 Knoll의 소수 주주들에게 지급되는 가격을 최소화하려 했을 것이라고 합리적으로 추론할 수 있다고 판단하였다.

VI. 관련사례 – 합병 (이사의 이익충돌)

Kramer v. Western Pacific Industries, Del.Supr., 546 A.2d 348, 1988 56 A.2d 348 (1988).

법리	합병과 관련하여 직접적 청구를 제기하기 위해서는 주주는 합병의 유효성 자체를 문제 삼아야 하며, 이는 보통 이사들이 불공정 거래와/또는 불공정한 가격을 초래하는 신의성실 의무 위반을 주장함으로써 이루어진다.
사실관계	Western Pacific Industries, Inc.가 Danaher Corporation과 합병되기 직전에 제기되었고, 원고들은 소송에서 Western의 이사 12명 중 2명이 주식 옵션과 황금 낙하산을 통해 Danaher 매각 수익 중 1,100만 달러를 자신들에게 유리하게 배정하고, Western Pacific 매각과 관련하여 1,800만 달러의 과도하거나 불필요한 수수료와 비용을 발생시킴으로써 신의성실 의무를 위반했다고 주장했다. 그러나 법원은 소장이 단지 부실 관리에 대한 파생적 청구만을 진술한다고 판결했다.
결론	법원은 회사의 부실 관리와 그로 인한 회사 주가 하락을 주장하는 청구는 전형적인 파생적 청구로, 주장된 잘못은 회사에 직접적으로, 그리고 모든 주주들에게 간접적으로 피해를 준다고 판단했다.

VI. 관련사례 – 합병 (이사의 이익충돌)

Parnes v. Bally Entertainment Corp., 722 A.2d 1243, 1999

법리	합병과 관련하여 직접적 청구를 제기하기 위해서는 주주는 합병의 유효성 자체를 문제 삼아야 하며, 이는 보통 이사들이 불공정 거래와/또는 불공정한 가격을 초래하는 신의성실 의무 위반을 주장함으로써 이루어진다.
사실관계	Parnes는 Bally와 Hilton 간의 합병 과정에서 Bally의 회장 겸 CEO인 Goldberg가 Bally와의 합병에 대해 자신의 동의가 필요하며, 자신의 동의를 얻기 위해 인수자는 Goldberg에게 상당한 금액의 돈을 지불하고 Bally의 귀중한 자산을 그에게 이전해야 한다고 모든 잠재적 인수자들에게 알렸으나, Goldberg는 그러한 지불과 자산 이전을 요구할 법적 권한이 없었다. Hilton은 위 요구를 수락했으나, 다른 인수자들은 더 높은 가격을 Bally에 지불할 수도 있었으나, 불법 거래에 참여하지 않으려 하여 입찰을 포기했다. 원고는 (i) Goldberg가 Bally와 그 주주들보다 자신을 우선시하여 신의성실 의무를 위반했으며, (ii) 다른 Bally 이사들은 Goldberg의 사리사욕적 협상에 동의하고 불공정한 가격으로 합병을 승인함으로써 신의성실 의무를 위반했다고 주장하였다.
결론	이 사건은 Bally/Hilton 합병의 공정성이 쟁점이고, Bally 이사들은 합리적 근거 없이 합병을 승인하였다(원심파기).

VI. 관련사례 - 합병(우선주주 차별)

Jackson Nat'l Life Ins. Co. v. Kennedy, 741 A.2d 377, 1999

판시사항	합병 대가를 배분할 때, 이사들은 보통주 주주와 우선주 주주 모두에게 신인의무를 지며, 우선주주를 공정하게 대할 의무가 있다. 법원은 우선주주를 대신해 협상하는 독립적인 대리인의 부재와 배분이 공정하다는 투자은행의 사후 의견이 "상대적으로 약한" 절차적 보호만 존재하는 것이 중요한 쟁점이 된다는 것을 전제로 이사에 대하여 충실의무를 위반하였다고 판단
------	--

VI. 관련사례 - 정리

1. 미국에서 이사의 주주에 대한 신인의무는 '판례법'상 인정되는 법적 의무이고, 성문법상 인정되는 의무는 아니다.
2. 주주에 대한 신인의무는 주의의무와 충실의무가 모두 포함된다.
3. 이사의 주주에 대한 신인의무는 포괄적인 의무이나, 실무상으로는 제한적인 상황에서 인정된다.
 - (1) 합병 등 조직재편 과정에서 이사의 주주에 대한 의무가 인정된다. 특히 회사가 매각되는 경우 이사는 주주의 이익을 극대화할 의무가 있다.
 - (2) 이사는 주주에 대하여 공정성의 관점에서 필요한 경우 정보공개의무(duty to disclose)를 부담한다.
 - (3) '특별한 사정'의 존재를 전제로 이사와 주주 간의 개인 거래에도 신인관계가 인정된다.
3. 주주는 이사의 주주에 대한 신인의무위반으로 자신이 직접 손해를 입고, 그 손해가 자신에게 귀속되어야 하는 경우에만 이사에 대한 '직접' 불법행위를 원인으로 한 손해배상청구권이 인정된다 (business torts).

VII. 시사점

1. 미국에서 이사는 주주에 대하여 신인관계를 전제로 한 신인의무를 부담한다. 신인의무의 내용에는 주의의무와 충실의무가 모두 포함된다. 위와 같은 신인의무는 영미법 특유의 법리로서 대륙법계 국가인 우리나라에서 일반적으로 받아들이기에는 법리상 어려움이 있다. 그러나 합병 등 조직재편과정에서 주주를 보호하는 수단으로서 이사에 대한 의무 부과는 입법적으로 도입을 검토할 필요가 있다.

2. 미국에서 이사의 주주에 대한 신인의무는 판례에 의해 포괄적으로 인정되나, 실제 판례에서는 그 인정범위가 제한적이다. 따라서 미국 판례를 참고하여 이사의 주주에 대한 충실의무를 입법하더라도 이를 일반적이고 포괄적인 의무로 규정할 경우 이사가 주주에 대하여 부담하는 의무의 범위에 관하여 해석상 혼란이 발생할 수 있다.

VII. 시사점

3. 자본거래 중에서 이사의 주주에 대한 의무가 문제되는 경우는 합병에 관한 것이 대부분이다.

- 신주발행은 미국에서 주주의 신주인수권이 인정되지 않아 문제될 경우도 없고 신주발행을 일종의 자산양도로 인식하여 회사의 손해로 본다.
- ,영업양도에 상응하는 자산양도는 저가의 양도가 문제되는데, 이러한 경우 손해는 회사의 손해이고 주주의 직접 손해가 아니므로 이사의 주주에 대한 의무가 문제되는 사례는 아닌 것으로 보인다.
- 자사주 취득은 미국에서 바로 소각하는 주가 있고 금고주로 보유하는 주도 있으나, 관련 규정에 따라 규제되고, 불공정한 자사주 취득/처분도 회사의 손해 문제로 보인다.

VII. 시사점

4. 미국에서도 회사에 발생한 손해는 대표소송으로 해결하고 주주에 대하여 직접 손해배상을 인정하지 않고, 주주에게 '직접' 발생한 손해에 대해서만 직접 불법행위 손해배상청구소송(business torts)을 제기할 수 있다. 따라서 이사의 주주에 대한 의무를 인정하더라도 주주의 '간접손해' 즉 회사의 손해로 인한 주가하락은 원칙적으로 직접 손해배상청구의 대상이 되지 않는다.

5. 상법 제401조는 미국에서 주주의 이사에 대한 손해배상청구와 동일한 기능을 수행한다. 상법 제401조에 의하면 이사가 고의/중과실로 임무에 위배하여 주주에게 손해를 발생시킨 경우 그 손해를 배상해야 한다. 그러나 이사의 임무에 주주의 이익보호임무가 포함되는지는 우리 상법이 명확하게 규정하고 있지 않아 상법 제401조에 기한 손해배상청구소송은 제기되기도 인용되기도 어렵다.

VII. 시사점

6. 이사의 주주에 대한 직접적인 의무 부담을 명시하는 충실의무의 도입은 우리나라 회사법리상 타당하지 않으나, 이사의 업무집행 과정에서 주주의 이익을 보호할 의무가 있다는 사실을 확인하는 의미의 입법은 필요하다.

7. 최소한 주주의 이익침해가 가장 문제되는 합병, 주식교환/이전에 한해서 주주의 이익보호의무를 명시할 필요가 있다.

- 합병(교환)비율을 낮게 산정하는 것은 전체주주의 재산권 침해이므로 이에 대해서는 미국과 같이 주주에 대한 '직접' 의무 부담시키는 것도 고려할 필요가 있음
=> 의무 위반시 배임죄 성립이 가능하도록 입법
- 합병(교환)비율 결정은 실질적으로 주주의 재산권이 직접 영향을 미치는 사안을 이사가 주주를 대신하여 결정하는 것으로 이해할 수 있음

VIII. 결론

1. 회사 없는 주주도 존재할 수 없지만, 주주 없는 회사도 존재할 수 없다.
2. ESG 시대 기업지배구조에서 주주는 회사의 '주인(principal)'이 아닌 주요한 이해관계자(stakeholder)이다. 다른 이해관계자와 달리 회사가 주주에 대하여만 충실의무를 부담할 정당한 이유는 없다.
3. 그러나 주주도 제대로 보호하지 못하는 회사가 다른 이해관계자들을 제대로 보호할 리 없고, 주주의 정당한 이익은 회사의 의사결정과정에서 반드시 보호되어야 한다.
4. 이사의 주주에 대한 직접적인 의무 부담을 명시하는 충실의무의 도입은 우리나라 회사법리상 적절하지 않으나, 특정한 상황에서 이사의 업무집행 과정에서 주주의 이익을 보호할 의무를 명시하는 것은 필요하다.
5. 최소한 합병, 주식교환/이전에 한해서는 주주에 대한 의무 인정이 필요하다.



[제4주제]

한국 회사법상 이사의 의무와 주주의 이익보호

발 표 천경훈 교수(서울대)

한국 회사법상 이사의 의무와 주주이익의 보호

천경훈*

목 차

- I. 상법개정안 논란과 찬반론
- II. 개정안의 평가
- III. 확인적 보완입법 가능성의 검토

* 서울대학교 법학전문대학원 교수

한국상사법학회 특별학술대회

한국 회사법상 이사의 의무와 주주이익의 보호

2024. 9. 5.

서울대학교 법학전문대학원

교수 천 경 훈

목차

1. 상법개정안 논란과 찬반론
2. 개정안의 평가
3. 확인적 보완입법 가능성의 검토

상법개정안

■ 제382조의3 (충실의무)의 개정

- 이사는 법령과 정관의 규정에 따라 **주주의 비례적 이익과** 회사를 위하여 그 직무를 충실하게 수행하여야 한다. (21대 이용우 의원안 = 22대 정준호 의원안)
- 이사는 법령과 정관의 규정에 따라 회사와 **총주주의 이익을** 위하여 그 직무를 충실하게 수행하여야 한다. (21대 박주민 의원안 = 22대 박주민 의원안)

※ 기존의 상법 및 판례가 주주의 이익을 제대로 보호하지 못하므로 상법 개정을 통해 이를 명시하겠다는 취지 (이 때 '주주의 이익'이란 개별주주/특정주주의 이익이 아니라 '총주주가 그 지분비율에 따라서 가지는 이익')

개정론의 주요 논거 (1)

- 현행 상법은 이사가 회사에 대하여만 충실의무를 부담하는 것으로 규정하고 주주에 대하여는 충실의무를 부과하지 아니하므로, 이사가 주주의 이익에 반하는 행위를 하더라도 상법상 금지되지 않고 책임도 지지 않음. **["현행법 미비 논변"]**
- 실권주 재배정, 불공정 합병, 지배주주간 프리미엄부 주식매매, '자사주의 마법'(인적분할시 자사주에도 분할신주 배정), '쪼개기 상장'(물적분할 후 상장) 등에 있어 주주의 이익이 침해되었음에도 현행 상법이 무력하였고, 이는 주주에 대한 충실의무 입법을 통해 해소될 수 있음. **["실효적 주주보호 논변"]**

개정론의 주요 논거 (2)

- 코리아 디스카운트 현상의 중요한 원인 중 하나는 한국 회사에서 주주이익 보호가 소홀하고 언제든지 주주이익 침해행위가 일어날 수 있다는 것이므로, 주주에 대한 충실의무 입법을 통해 투자자 신뢰를 회복하고 코리아 디스카운트 현상을 극복할 수 있음. **["밸류업 논변"]**
- 의무공개매수, M&A시 공시강화, 주식매수청구권 대상확대 등 다양한 개정이 이루어지고 있지만, 주주에 대한 충실의무를 규정하는 것이 근본적인 해결책임. **["근본적 해결 논변"]**
- 외국 입법례도 모두 주주에 대한 충실의무를 인정하는데 우리 법만 인정하지 않아서 투자자들의 기피대상이 됨 **["갈라파고스 논변"]**

반대론의 주요 논거 (1)

- “충실의무”는 이사가 회사와 이익충돌을 피하고 회사의 이익을 우선할 의무인데, 주주충실의무란 말은 충실의무의 개념과 맞지 않음. **["충실의무 개념 논변"]**
- 상법상 이사는 회사의 수임인으로서 회사에 대하여 선관주의의무를 지고 회사와 이사 간에 위임관계가 존재하는데, 주주에 대해 충실의무를 진다는 것은 이러한 상법의 기본 구조에 위배됨. **["위임관계 논변"]**
- 이미 현행법으로도 이사의 회사에 대한 의무는 주주 전체의 이익을 보호하는 것을 포함하는 것이고, 주주의 비례적 이익 보호는 주주평등원칙을 통해 보호되고 있음 ⇨ 개정이 되어도 상법상 해석에는 아무 변동이 없음. **["입법 불요 논변"]**

반대론의 주요 논거 (2)

- 주주간에도 이해관계 및 의견이 대립될 수 있고, 주주의 이익과 회사의 이익이 일치하지 않을 수도 있으므로, 주주의 비례적 이익이니 총주주의 이익이라는 것은 이사들의 행위지침으로서 불명확/모호함 ⇨ 이사들의 경영재량을 제약하며 신속한 의사결정을 저해하고 회사를 결정장애에 빠뜨릴 것. **["불명확 논변"]**
- 주주간의 의견은 주주총회에서 다수결로 정하도록 한 회사법의 기본원칙에 반함. **["다수결 논변"]**
- 주주들에 의한 과도한 소송 및 배임죄에 기한 과도한 처벌이 우려됨 **["남소 논변"]**
- 입법례로도 주주는 회사에 대하여 충실의무를 지는 것이 주류이고 주주에 대하여 충실의무를 진다고 규정하는 예는 드물. **["갈라파고스 논변"]**

중간 정리

■ 개정론의 논거

- 현행법 미비
- 실효적 주주보호
- 자본시장 밸류업
- 근본적 해결
- 갈라파고스

■ 반대론의 논거

- 충실의무 개념 오류
- 위임관계와 모순
- 입법불요
- 불명확 (결정장애)
- 다수결 위반
- 남소 우려
- 갈라파고스

목차

1. 상법개정안 논란과 찬반론
2. 개정안의 평가
3. 확인적 보완입법 가능성의 검토

개정 찬반론에 대한 소견

- 개정론은 개정의 순기능을 과장하고, 반대론은 개정의 역기능을 과장하고 있다는 느낌을 떨칠 수 없음.
- 투자자 이익보호 및 신뢰회복이라는 개정론의 문제의식에는 공감하나, 제시한 문구는 선관주의의무 등 상법의 다른 조항과 조화되지 않는 등 체계상 문제가 많음.
- 해외 입법례에 대한 양측의 소개는 해석자의 시각이 과도하게 반영되어 있어, 같은 조문을 개정론과 반대론이 각자의 논거로 인용함.
- 개정 찬반론이 또 하나의 진영논리대결이 되어가는 듯한 우려 (발표자의 발언이 허위 인용된 보도 사례).

중요한 것은 **한국의 기업지배구조와 자본시장의 선진화**에 기여하는 것!
즉 건전한 기업경영의 창의와 재량을 저해하지 않으면서도 장기적인 주주이익을 보호하고, 투자자 신뢰를 회복하여, 자본시장의 저평가를 해소하는 것!

우선, 다음 두 질문을 구분해야 함

- 첫째, 이사는 누구의 수임인인가?
 - 이사는 누구와 법률관계, 즉 권리의무관계를 맺고 있는가?
 - 이사는 누구의 수임인으로서 누구에 대하여 의무를 지는가?
- 둘째, 그러한 지위에서 부담하는 의무의 내용으로서 누구의 이익을 보호/배려해야 하는가?
 - 회사 그 자체의 자산 증가?
 - 주주 전체의 이익?
 - 채권자, 근로자, 협력업체, 소비자, 지역사회, 환경, 미래세대 등의 이해관계자(stakeholder)?

첫번째 질문 – 이사는 누구의 수임인인가?

- 이 질문의 답은 ‘회사’
 - 회사와 이사의 관계에 관하여는 민법상 위임에 관한 규정을 준용함 (상법 제382조 제2항)
 - 위임에 관한 규정 중 가장 대표적인 것이 ‘선량한 관리자의 주의의무’
 - ‘위임’은 미국의 fiduciary relation처럼 계약/사실로부터 다양하게 형성될 수 있는 폭넓은 개념이 아니라, 양측의 의사합치(회사 주주총회의 선임+이사의 취임승낙)로 성립되는 ‘계약’임
 - 따라서 주주와 이사 사이에 계약관계인 ‘위임’관계가 성립될 수는 없음
 - 위임은 ‘당사자 일방이 상대방에 대하여 사무처리를 위탁하는 계약’
 - ➔ 형사상 배임죄의 맥락에서는 이사가 회사의 사무처리자이고, 따라서 회사의 손해를 요건으로 함

두번째 질문 – 수임인으로서 의무의 내용은 무엇인가?

- 이 질문에 대한 일차적인 답은 ‘회사의 이익 증진/보호’
 - 그러나 회사이익 증진이라는 것이 기계적으로 회사 자산을 늘리는 것만을 의미하지는 않음.
 - 회사자산 증감만으로 회사 손익을 판단한다면, 이익배당, 자기주식취득, 유상감자 등의 주주환원은 회사의 손해가 되고, 해산은 회사의 살해가 됨.
 - 이렇게 생각하는 사람이 있다면 회사개념과 회사법을 이해하지 못한 것.
 - 회사는 주주에게 이익을 배당하는 것을 주된 목적으로 하는 영리법인이므로, 주주들의 이익 증진/보호를 그 본질적인 내용으로 함.
 - 다만 주주 외의 다른 이해관계자들의 이익도 고려될 수 있고, 주주의 이익이란 것도 그들의 성향/선호에 따라 다를 수 있음(예:장기vs.단기).
 - ⇒ 회사에 대한 의무, 회사의 이익이라는 개념은 이런 것들을 아우르는 포괄적인 (따라서 본질적으로 다소의 불명확성을 내포한) 개념

두번째 질문 – 수임인으로서 의무의 내용

- 회사의 수임인인 이사는 그 직무수행에 있어 주주이익을 보호해야 함.
- 그 이유는 여러 방식으로 설명할 수 있음.
 - 회사는 주주들에게 이익을 분배하는 것을 주된 목적으로 하는 영리법인이므로, 회사의 사무를 처리하는 자인 이사는 주주들의 이익을 보호해야 한다.
 - 주주는 채무변제 후 남은 자산에 대해 권리를 가지는 잔여청구권자(residual claimant)이므로, 회사가 도산에 빠지지 않는 한 회사이익이 곧 주주이익이다.
 - ‘주주이익=회사이익’이라고까지는 하지 않더라도, 잔여청구권자인 주주이익을 극대화하는 하는 행위가 곧 회사의 가치를 극대화하는 행위이다.
- 이때의 주주는 특정주주가 아니라 전체주주 내지 총주주 (shareholders as a whole)
 - 즉 총주주의 이익극대화는 파이를 나누는 문제(=주주간 이익조정)가 아니라 파이를 키우는 문제

이처럼 두 개의 문제는 서로 구별되는 문제이나,
보통 이 두 문제를 잘 구분하지 않아도
별다른 문제가 없음.
왜냐하면....

일반적으로는 주주이익=회사이익

- 회사가 이익을 얻으면, 결국 주주도 이익을 얻음.
 - 회사의 매출과 이익이 늘어난 경우
 - 회사가 자산을 정상가격보다 비싸게 팔거나 싸게 산 경우
 - 회사가 정상이율보다 낮은 이자율로 차입하거나 높은 이자율로 대여한 경우
- 회사가 손해를 입으면, 결국 주주도 손해를 입음.
 - 회사의 매출과 이익이 감소한 경우
 - 회사가 자산을 정상가격보다 비싸게 사거나 싸게 판 경우
 - 회사가 정상이율보다 낮은 이자율로 대여하거나 높은 이자율로 차입한 경우
- 따라서 대개는 회사 이익 보호 = 주주 이익 보호.
 - 주주이익보호 의무를 별도로 생각할 필요가 없음
 - 이사는 회사의 수임인으로서 회사 이익 보호/증진 의무가 있다는 것으로 충분

그러나 예외적으로 이사의 직무수행이 회사의 손익을 거치지 않고 주주에게 직접 손익을 발생시키는 경우가 있음

- 회사의 합병, 주식교환 등 조직재편으로 인하여 주주가 원래 갖고 있던 주식이 다른 주식/현금 등으로 바뀌는 경우
- 공개매수 상황에서 이사가 주주들의 매도 의사결정에 영향을 미치는 경우
- 이사가 회사의 주식을 매집하여 지배권을 취득하는 MBO의 경우

이사 직무 수행으로 주주에게 직접 손익이 미치는 경우 (부연)

- 갑회사가 을회사에 흡수합병되는 경우, 갑회사 주주는 합병대가로 현금 또는 을회사 주식을 받음. 그것이 원래 갖고 있던 갑회사 주식의 가치보다 고가이면 이익, 저가이면 손해를 봄.
 - 합병계약은 이사들이 체결. 즉 이사들이 주주를 대신하여 매수자와 거래를 협상함.
 - 합병의 결과 갑회사의 손익을 거치지 않고 갑회사 주주는 이익 또는 손해를 볼 수 있음.
- 갑회사가 을회사를 흡수합병하는 경우, 대가로 신주를 발행하는 경우에는 갑회사 주주의 지분이 희석되고, 대가로 현금/현물을 교부하는 경우에는 갑회사 주주의 지분은 그대로이지만 그것이 표창하는 자산이 달라짐.
 - 합병계약은 이사들이 체결. 즉 이사들이 주주를 대신하여 매도자와 거래를 협상함.
 - 합병의 결과 갑회사의 손익을 거치지 않고 갑회사 주주는 이익 또는 손해를 볼 수 있음.



이사 직무 수행으로 주주에게 직접 손익이 미치는 경우 (부연)

- 갑회사가 을회사와 포괄적 주식교환 계약을 체결하고 을회사의 완전자회사가 되는 경우, 갑회사 주주가 받은 대가가 원래 갖고 있던 주식가치보다 고가이면 이익, 저가 이면 손해.
 - 주식교환계약은 이사들이 체결. 즉 이사들이 주주를 대신하여 매수자와 거래를 협상.
 - 주식교환의 결과 갑회사의 손익을 거치지 않고 갑회사 주주는 이익 또는 손해를 볼 수 있음.
- 갑회사가 을회사와 포괄적 주식교환 계약을 체결하고 을회사의 완전모회사가 되는 경우, 을회사 주주가 받은 대가가 원래 갖고 있던 주식가치보다 고가이면 갑회사 주주의 손해, 저가이면 갑회사 주주의 이익.
 - 주식교환계약은 이사들이 체결. 즉 이사들이 주주를 대신하여 매도자와 거래를 협상.
 - 주식교환의 결과 갑회사의 손익을 거치지 않고 갑회사 주주는 이익 또는 손해를 볼 수 있음.

이런 경우(즉 회사의 재산증감을 거치지 않고 주주의 손익이 발생하는 경우)에도 이사는 주주의 이익을 무시해도 되는 것이 아니라, 주주의 이익을 보호해야 함.

- 예) 합병계약을 협상하거나 승인하는 이사는, 합병으로 인해 주주에게 미칠 영향을 따져보고, 합병 여부, 합병 조건, 합병 시기, 거래 구조 등을 선량한 관리자의 주의의무를 다하여 검토해야 함. 특히 공정한 합병비율을 얻기 위해 노력해야 함
- 예) 공개매수 제안이 들어왔을 때, 이사가 가진 정보에 비추어 부당히 낮은 가격이라고 판단했음에도 주주들에게 매도를 권유하거나, 사실상 매도를 부추기는 행위(ex. 향후 3년간 이익배당을 하지 않을 것이라는 발언)를 해서는 안 됨.

현행법 미비 논변

“현행법상 이사는 회사의 수임인이지만 주주의 수임인이 아니므로, 주주 이익을 보호할 의무는 없다?”

- 합병비율을 주주들에게 부당히 불리하게 정해도 의무 위반이 아니다?
 - 교환비율을 주주들에게 부당히 불리하게 정해도 의무 위반이 아니다?
 - 부당히 낮은 공개매수 제안이 들어왔을 때 주주들에게 매도를 부추기더라도 의무 위반이 아니다?
- ⇒ 이는 앞서 본 주주이익 보호의무에 반하는 잘못된 형식 논리. 현행법 하에서도 위와 같은 행위는 의무위반으로 인정되어야 함.

현행법 미비 논변

이사는 회사의 수임인이지만 주주의 수임인이 아니므로, 직무상 주주 이익을 보호할 의무가 없고, 주주 이익을 침해해도 의무 위반이 아니다?

(비유) 교수는 학교의 피용자이지만 학생의 피용자가 아니므로, 직무상 학생의 권익을 보호할 의무가 없고, 학생의 권익을 침해해도 의무 위반이 아니다?

※ 의무의 대상이 누구인가의 문제와, 의무의 내용으로서 누구의 이익을 보호해야 하는가의 문제는 다르다!

현행법 미비 논변

- 그런데 실제로는 현행법 미비 논변이 매우 널리 퍼져 있음.
- 이유 내지 나름의 근거?
 - 주주와 회사를 준별하는 각종 판례의 태도
 - 과다처벌 사례: 1인 주주의 행위도 배임 인정, 100% 자회사가 모회사에 담보제공한 것도 배임 인정(LBO)
 - 과소처벌 사례: 배임죄에서 위임인(‘타인’)은 회사이지 주주가 아니므로, 주주의 손해만으로는 배임죄 요건인 ‘타인의 손해’ 미충족
 - 주주 보호에 소극적인 판례 및 법조 일반의 태도
 - 부당합병, 실권주 저가배정 등이 문제되었을 때, 주로 형식논리로만 접근하고 ‘주주에 미치는 영향을 이사들이 신중히 검토했는가’라는 관점에서 검토하지 않음

현행법 미비 논변

- 현행법 미비 논변이 제시하는 판례들은, 적어도 민사적 관점에서 이사가 주주의 이익을 해하더라도 의무 위반이 아니라고 판시한 것들은 아님.
 - 형사적으로 배임죄의 구성요건을 따지면서 회사와 주주를 엄별하고 ‘회사의 손해’와 ‘주주의 손해’를 엄별한 판례들임 ⇒ 어느 나라 법이든 형벌법규의 적용은 제정법의 엄격한 해석에 따르므로 직관/실질과 불일치하는 경우가 많고, 형사적으로 무죄가 된다고 해서 민사적으로도 잘못이 없는 것은 아님
- 따라서, ‘회사의 재산증감을 거치지 아니하고 주주에게 직접 손익을 발생시키는 사례군’에서 현행법 또는 현행 대법원 판례가 이사의 직무수행으로 주주 이익을 침해해도 무방하다고 선언한 것은 아님.
 - 그러나 이사의 직무수행으로 주주 이익을 침해하면 의무 위반이라고 명확하게 선언한 판례도 찾기 힘든 것은 사실임.

중간정리

- 이사는 회사의 수임인이고, 회사의 사무처리자임. 따라서 회사에 대하여 선관주의의무와 충실의무를 부담함.
- 이사가 부담하는 의무의 내용은, 단순히 회사의 자산을 늘리는 것이 아니라 총주주의 이익을 보호하고(파이 크기의 문제), 주주를 공정히 대할 의무(파이 나누기의 문제)를 포함함.
- 일반적으로 이사가 회사의 이익이 되도록 직무를 수행하면 주주에게도 이익이 되지만, 회사 손익을 거치지 않고 바로 주주에게 손익이 귀속되는 경우에도 총주주의 이익을 보호하는 방향으로 직무를 수행해야 함.
- 그런 경우 현행법상 이사의 주주이익 보호의무가 없다는 것은 잘못된 해석이나, 일부 판례가 그런 인식의 여지를 주고 있는 것은 사실임.

개정안의 평가 (1)

- 자본시장 선진화를 위해 이사들이 주주이익 보호를 중요한 의무로 인식해야 한다는 문제의식에는 공감.
- 그러나 이사가 '총주주를 위하여' 또는 '주주의 비례적 이익을 위하여' 충실의무를 진다는 문구를 사용함으로써, 이사가 회사의 수임인으로서 '회사에 대하여' 선관주의의무를 지는 위임 구조와 맞지 않음.
 - 즉 첫번째 문제(=누구의 수임인인가)와 두번째 문제(=그 의무의 내용은 무엇인가)를 혼동하고 있음.
 - 충실의무에만 '총주주/주주의 비례적 이익' 문구를 둘 경우, 반대해석으로 선관주의의무는 주주이익과 무관하다고 오독될 수도 있음.

개정안의 평가 (2)

- 충실의무는 동질설/이질설을 불문하고 '회사와 이사의 이익충돌을 피하고 회사 이익을 우선할 의무'라고 설명하는데, '주주를 위한 충실의무'라는 표현은 이와 맞지 않음.
 - 비교법적으로도 회사에서의 이익충돌(conflict of interest)로는 통상 회사-이사간 이익충돌과 지배주주-소수주주간 이익충돌이 문제되고, 현행 제382조의3은 전자를 규정한 것인데, '총주주/주주의 비례적 이익' 문구를 둘 경우 이 조문의 규율대상이 불분명해 짐 (이익충돌 외에 일반적인 주의의무까지 지칭하는 것인지? 주주-이사간 이익충돌도 규정하는 것인지?)
- 또한 입법의 필요성을 강조하며 현행법 미비 논변을 너무 강하게 제시하다 보니, 역설적으로 '현행법상 이사는 주주보호의무 없다'는 왜곡된 인식을 조장하는 역 효과도 보임.
 - 불공정합병 등에 대한 민형사사건에서 개정론 문헌들이 "주주이익 보호는 입법론일 뿐이고 현행법 해석상 주주이익 침해는 의무위반이 아니다"라는 주장의 근거로 제시된 사례.

개정안의 평가 (3)

- 개정안대로 입법되더라도 실제 주주보호 효과는 의문스러움.
 - 예컨대 개정론이 주주충실의무가 필요한 대표적인 예로 드는 에버랜드 사건의 경우, 피고 인인 발행회사(에버랜드) 이사들은 자사의 주주들에게 지분비율에 따라 CB 인수 기회를 부여했으나 주주들 스스로 실권하자 그것을 주주 외의 자에게 배정한 것이므로, '주주충실의무'가 도입되더라도 무죄라는 결론은 달라지지 않을 것임.
 - 잘못된 자는 실권한 주주사의 이사들인데, 그들의 손해배상책임(좋은 조건의 CB를 인수하지 않고 실권한 데 대한 책임)은 이미 현행법 하에서도 인정되었음(제일모직 대표소송).
 - 제3자 배정 방식의 저가발행의 경우 총주주 내지 주주의 비례적 이익이 침해되는데, 이는 현행법 하에서도 배임죄로 처벌되고 있음 (삼성SDS 판결).
- 따라서 개정안 자체의 문구는 적절해 보이지 않음.
- 다만 앞서 본 주주이익 보호 의무를 주의적/확인적으로 명시할 것인지는 검토할 필요 있음.



목차

1. 상법개정안 논란과 찬반론
2. 개정안의 평가
3. **확인적 보완입법 가능성의 검토**

‘주주에 대한 충실의무’ 개정안은 이처럼 여러 문제가 있으나,
이사들이 협의의 회사손익으로 설명되지 않는 경우에도
전체 주주들(shareholder as a whole)의 이익을 보호해야 한다는 규정을
확인적, 주의적으로 둘 필요가 있지 않을까?

몇 가지 문제

- [1] 굳이 주주이익 보호 의무를 입법할 필요가 있을까? 해석론만으로도 충분하지 않은가?
- [2] 주주도 모두 선호와 이해관계가 다를 텐데, 총주주의 이익이라는 것이 너무 모호하지 않나?
- [3] 남소 및 과도한 처벌을 부추기지 않을까?
- [4] 특히 주주 아닌 이해관계자들을 위한 행위에 대해 주주들이 이익 극대화 내지 주가극대화를 내세우며 문제삼지 않을까?

[1] 입법의 필요성(1)

- 이론적으로는 현행법 해석상으로도 주주이익 보호의무가 인정되므로, 굳이 이 점을 입법하여 불필요한 오해/혼란을 조성할 필요가 없다는 견해도 일리가 있음.
- 그러나 “한국상법은 주주이익을 보호하지 않는다”는 ‘입법미비 논변’이 너무 널리 퍼져 있어서, 다음과 같은 측면에서 여러 문제들이 생기고 있음.
 - 재판규범의 문제
 - 행위규범의 문제
 - 시장행동의 문제

[1] 입법의 필요성(2)

■ 재판규범의 문제

- 법원이 각종 구조재편 행위의 적법성 판단시에 그로 인한 주주이익 침해 여부(그리고 그에 대해 이사들이 검토했는지 여부)에 그다지 관심이 없고, 제소요건/자본시장법 규정 준수 여부 등 형식적인 부분만 검토함.
 - 예컨대 삼성물산-제일모직 합병에 관한 각종 민사 가처분 사건에서도 이사들이 그들의 의무를 제대로 이행했는가라는 문제는 검토되지 않았음 (합병비율이 법정되어 있더라도 이사는 합병 여부, 합병 시기, 거래 구조, 허용되는 할증할인 등의 가능성을 검토해야 할 텐데, 이런 점은 법원 결정문에서 전혀 다루이지 않았음)
- 업무상 배임죄에서 회사와 주주를 준별하여 '주주손해가 있어도 회사손해가 없으면 무죄'라는 판례가 민사사건에서도 영향을 미치는 것으로 보이는 사례들이 있음.
 - 즉 이사들이 주주손해를 야기해도 (민사적으로도) 법적으로 문제삼을 수 없다는 인식이 일부 판사를 비롯한 법률가들에게 퍼져 있는 것으로 보임.

[1] 입법의 필요성(3)

■ 행위규범의 문제

- 여전히 기업들이 각종 구조재편 행위시에 그로 인한 주주이익 침해 여부에 관심이 없고, 증권신고서 등 공시자료에도 이에 대한 고민의 흔적, 주주를 이해시키려는 노력이 (거의/전혀) 없음.
- 예컨대 분할합병을 통해 알짜 사업부문을 다른 계열사에 넘긴다면, 그로 인해 주주들에게는 어떤 영향이 있고, 어떤 선택지들이 있었는데 그 중에 왜 이 방법을 선택했는지, 이런 점에서 부정적인 영향이 있지만 저런 면에서 긍정적인 영향이 있어서 주주들로서도 나쁜 선택이 아니라는 등등의 설명이 있어야 할 텐데 그렇지 않고, IR 활동에서도 이런 의식이 없음.
- 즉 주주이익 보호의무가 행위규범으로서는 자리잡고 있지 못함.

[1] 입법의 필요성(4)

■ 시장인식 및 행동의 문제

- 외국인 투자자, 개인투자자, 기관투자자 할 것 없이 “한국 상법은 주주 이익을 보호하지 않는다”는 인식이 팽배하여, 자본시장에 부정적 영향을 미치고 있음.
- 주주총실의무 개정안은 문제가 많으나, 논란 끝에 아무 개정도 안한다면 “그것 봐라. 한국법은 주주를 보호하지 않는다니까.”라는 반응 및 그에 따른 시장행동이 우려됨.

※ 확인적/선언적으로 주주이익 보호를 명시하는 입법은 의미가 있음

[2] 주주간 의견불일치/모호성(1)

■ 주주이익이란 총주주(shareholder as a whole)의 이익을 의미함

- 개별 주주들의 선호를 하나하나 존중한다는 뜻이 아니라, 주주 전체를 하나의 집단으로 보아서 그들의 집합적 이익을 보호한다는 의미임.
- 주주들의 선호는 당연히 다르고, 그들의 선호에 따른 행위를 막는 것도 아님. 만약 단일한 의사결정이 필요하다면 그것은 주주총회에서 다수결로 결정되어야 함.
 - 예) 갑회사 이사가 갑회사에 불리하게 합병비율 또는 교환비율을 협상하면, 갑회사 주주들이 받는 대가의 총합이 줄어들고, 이는 갑회사 총주주의 손해이므로, 이사는 협상을 잘 해야 함. 물론 어떤 주주는 그 합병이나 주식교환에 찬성할 수도 있는데, 그것은 (특별이해관계인으로서 의견권이 제한되지 않는 한) 그의 자유.
 - 예) 갑회사 주주 아닌 자가 부당한 저가로 공개매수 제안을 해왔는데 갑회사 이사가 이에 응하도록 주주들에게 권고하면, 갑회사 총주주의 이익을 침해할 수 있으므로, 이런 행위를 해서는 안됨. 물론 어떤 주주는 모든 정보를 다 알고도 매수제안에 응할 수도 있는데, 이는 그의 자유.

[2] 주주간 의견불일치/모호성(2)

- 물론 어떤 것이 주주이익에 부합하는 것인지 모호한 경우는 많이 있을 것임.
 - 그러나 이는 새로 생기는 문제는 아님. 회사의 이익이란 것도 단순한 회사재산의 증가가 아니므로, 어떤 것이 회사이익에 부합하는지도 모호함.
 - 예) 이익배당/유상감자를 하면 회사의 현금흐름이 안 좋아지는데, 얼마만큼 하는 것이 회사이익에 부합하는가?
 - 예) 이 프로젝트는 단기적으로는 재무실적에 부정적이지만 장기적으로는 좋을 것 같은데, 착수하는 것이 회사이익에 부합하는가?
 - 이익충돌이 없는 상황에서 이사들이 합당한 정보에 기해 선의로 판단했다면 경영판단으로서 존중 받는 것이고, 이는 주주이익 보호의무가 주의적으로 규정되더라도 달라질 것이 없음.

[3] 남소/과다처벌 우려

- 회사-이사의 위임 구조를 그대로 두면서 (확인적으로) 주주이익보호를 규정한 경우에는, 배임죄의 처벌 범위는 종전과 다름 없음
 - 여전히 이사는 회사의 사무를 처리하는 자이고, 회사의 손해가 구성요건으로서 요구됨.
- 남소의 우려?
 - 증권집단소송법, 이중대표소송 등의 시행을 앞두고도 남소 우려 많았으나 실제로 소송은 매우 드물었음.
 - 다만 일부 주주들이 입법취지와 달리 자신들이 손해를 입었다며 일종의 결과책임을 추궁하려고 들 가능성은 있음.

[4] ESG 요청과의 상충

- 채권자, 근로자, 협력업체, 소비자, 지역사회 등 주주 외의 stakeholder의 이해관계는 주주의 그것과 대립될 수도 있음.
- 주주이익 보호를 조문으로 명시하더라도, 그것이 다른 이해관계자들에 대한 고려를 금지하는 것이어서는 안 되고, 이사는 다른 이해관계자들의 이익을 고려할 수 있어야 함.
 - 예) 농촌 노인들의 복리를 위해 대형유통업체가 신선식품 배달서비스를 해 왔는데, 주주들이 '그 서비스는 매출<원가이므로 주주이익을 침해하는 것으로서, 이 서비스를 계속 제공하면 이사들의 책임을 묻겠다고 한다면?
- 이러한 ESG 고려를 할 수 있다는 점을 입법으로 명시하는 방안.

개정 시안

제382조의3 (이사의 주의의무와 충실의무)

- 1) 이사는 회사의 수임인으로서 선량한 관리자의 주의로 그 직무를 수행하여야 한다. [준용 조문 풀어 쓰기]
- 2) 이사는 법령과 정관의 규정에 따라 회사를 위하여 그 직무를 충실하게 수행하여야 한다. [원 조문]
- 3) 이사는 그 직무를 수행함에 있어 총주주의 이익을 보호[하기 위해 노력]하여야 하고, 특정 주주의 이익이나 권리를 부당하게 침해하여서는 아니 된다.
- 4) 이사는 그 직무를 수행함에 있어 환경과 사회 요소를 고려할 수 있다. [참조: 국민연금법 제102조 제4항]

개정시안에 관한 부연설명 (1)

- 제1항: 선관주의 의무는 준용에만 의하지 않고 별도로 명시
 - 현재는 '민법의 위임에 관한 규정을 준용한다'라고만 되어 있어 법률전문가 이외의 사람들은 (심지어 상당수 법률전문가들도) 그 존재를 잘 인지하지 못함
- 제2항: 충실의무에 관한 현재 제382조의3을 제2항으로 존치
 - 아예 강학상 충실의무의 정의를 반영하는 안도 고려해 볼 수 있음:
 - “이사는 법령과 정관의 규정에 따라 회사를 위하여 그 직무를 충실하게 수행하고, 회사의 이익에 반하여 자신의 이익을 추구하여서는 아니된다.”

개정시안에 관한 부연설명 (2)

- 제3항: 이사의 행위준칙으로서 '전체 주주의 이익 보호' 및 '특정 주주의 권익침해 금지'를 명시
 - 전자는 주주 전체(shareholder as a whole)의 이익을 보호해야 한다는 취지 (즉 총주주의 파이 크기에 관한 문제)
 - 주주의 이익 달성이라는 결과채무를 지는 것은 아님을 명확히 하기 위해 '보호하기 위해 노력'이란 표현을 사용할 수도 있을 것임.
 - 후자는 주주에 대한 공정 대우 내지 일부 주주에 대한 부당한 권익침해 금지 (즉 주주간 파이 분배에 관한 문제)
 - 주로 지배주주의 이익을 위해 비지배주주의 이익을 부당히 침해하는 경우가 문제되나, 그러한 침해는 꼭 지배주주/비지배주주 간에만 있을 수 있는 것은 아니므로 광범위하게 표현.

개정시안에 관한 부연설명 (3)

- 제4항: 환경 및 사회 요소의 고려를 허용
 - 제3항에서 주주이익 보호를 명시한 데 따른 (단기주주이익 일변도로 치우칠 지도 모르는) 부작용을 예방하기 위함.
 - 일부 유럽국가 법들은 ESG 요소 또는 이해관계자 이익을 고려해야 한다고 규정하기도 하지만, 여기서는 ‘고려할 수 있’도록 함.
 - 제3항의 신설에 따라 ‘주주이익만 고려할 수 있고 그외 이해관계자 이익은 고려할 수 없다’는 주장이 제기되는 것을 방지하기 위함.
 - 국민연금법 제102조 제4항의 용례를 참고함.
 - “제2항 제3호[증권의 매매 및 대여]에 따라 기금을 관리, 운용하는 경우에는 장기적이고 안정적인 수익 증대를 위하여 투자대상과 관련한 환경, 사회, 지배구조 등의 요소를 고려할 수 있다”

[참고] 2006 영국회사법

170 Scope and nature of general duties

(1) The general duties specified in sections 171 to 177 are owed by a director of a company to the company.

[...]

172Duty to promote the success of the company

(1) A director of a company must act in the way he considers, in good faith, would be most likely to promote the success of the company for the benefit of its members as a whole, and in doing so have regard (amongst other matters) to—

감사합니다.

[종합토론]

좌 장 심 영 교수(연세대)
토 론 김우찬 교수(고려대)
천준범 변호사(와이즈포레스트)
권재열 교수(경희대)
이중기 교수(홍익대)
윤승영 교수(한국외대)
안태준 교수(한양대)

토론문

김우찬*

한국상사법학회 특별학술대회

토론: 이사의 의무와 책임에 관한 상법 개정시안

김우찬 (2024.9.5)

제382조의3 (이사의 의무)

① 이사는 **회사의 수임인**으로서 **선량한 관리자의 주의**로 그 직무를 수행하여야 한다.

② 이사는 그 직무를 수행함에 있어서 회사와 **이해가 상충**하거나 이해상충이 예상되는 경우 **회사의 이익을 위하여** 그 직무를 수행하여야 한다.

③ 이사는 회사의 **자기주식의 처분, 주식의 포괄적 교환과 이전, 합병, 회사의 분할과 분할합병, 주식의 병합의 결의**와 관련하여 그 직무를 수행함에 있어 **총주주의 이익**을 보호하고, 모든 주주를 **공평하게** 대할 의무가 있다

이사는 회사의 수임인임을 분명히 함으로써 주주에 대한 **배임죄 성립 가능성 배제 + 주의의무 명문화 + 충실의무 구체화** (≠ 선관주의 의무)

주주에 대한 의무는 **특정 자본거래에 한정**함으로써 투자, 기업인수 등에 적용되지 않도록 함

- 자기주식의 처분(제342조)
- 주식의 포괄적 교환(제360조의2)
- 주식의 포괄적 이전(제360조의15)
- 주식병합(제440조)
- 합병(제522조)
- 회사의 분할과 분할합병(제530조의2)

독일 조직재편법, 일본 판례도 조직재편은 의무 인정
부당한 주식 교환과 합병은 모든 주주가 공평하게 손해보는 것이므로 **총주주의 이익** 보호 필요

특정 자본거래로 한정되었으므로 **환경과 사회** 요소를 고려할 수 있다는 조항 불필요

참고로 **자본거래**는 제459조(자본준비금)에 등장

* 고려대학교 교수

<p>제400조(회사에 대한 책임의 감면) ① 제399조에 따른 이사의 책임은 주주 전원의 동의로 면제할 수 있다.</p>	}	<p>회사에 대한 충실의무 위반은 책임 감면에서 제외 제397조(경업금지) 제397조의2(회사의 기회 및 자산의 유용금지) 제398조(이사 등과 회사간의 거래)</p>
<p>② 회사는 정관으로 정하는 바에 따라 제399조에 따른 이사의 책임을 이사가 그 행위를 한 날 이전 최근 1년간의 보수액(상여금과 주식매수선택권의 행사로 인한 이익 등을 포함한다)의 6배(사외이사의 경우는 3배)를 초과하는 금액에 대하여 면제할 수 있다. 다만, 이사가 고의 또는 중대한 과실로 손해를 발생시킨 경우와 제382조의 3 제2항, 제397조 제397조의2 및 제398조에 해당하는 경우에는 그러하지 아니하다.</p>		<p>주주에 대한 책임을 적용하는 경우에도 업무집행지시자를 이사로 봄 제399조 (회사에 대한 책임) 제401조 (제3자에 대한 책임) 제403조 (주주의 대표소송) 제406조의2 (다중대표소송)</p>
<p>제401조의2(업무집행지시자 등의 책임) ① 다음 각 호의 어느 하나에 해당하는 자가 그 지시하거나 집행한 업무에 관하여 제399조, 제401조, 제403조, 제406조의2, 및 제542조의14를 적용하는 경우에는 그 자를 "이사"로 본다.</p>	}	

<p>제13절 상장회사에 대한 특례 제542조의2(적용범위) ② 이 절은 이 장 다른 절에 우선하여 적용한다.</p>	}	<p>제542조의14가 제399조(회사에 대한 책임) 및 제401조(제3자에 대한 책임)에 우선하여 적용</p>
<p>제542조의14(입증책임 전환과 면책) ① 상장회사의 이사가 제382조의3 제2항 또는 제3항의 의무를 위반하여 회사 또는 주주에게 손해를 발생시킨 경우에는 그 이사는 회사 또는 주주에 대하여 연대하여 손해를 배상할 책임이 있다. 다만, 이사가 제382조의3 제2항 또는 제3항의 의무를 위반하지 않았음을 입증한 경우에는 그러하지 아니한다</p>		<p>주주에 대한 손해배상 책임 조문을 추가하고, 회사에 대한 충실의무 위반과 주주에 대한 의무 위반은 입증책임을 전환해 실효성을 담보 (금융소비자 보호에 관한 법률 참조)</p>
<p>② 제399조제2항, 제3항의 규정은 전항의 경우에 준용한다.</p>	}	<p>이사회 결의 찬성자, 의사록에 이의를 한 기재가 없는 자 포함</p>
<p>③ 상장회사의 이사가 제382조의3 제2항 또는 제3항의 직무를 최대 주주 및 그의 특수관계인의 의결권을 제한한 주주총회의 결의로 한 경우에는 제1항에 따른 손해배상책임을 면한다. 다만, 이 경우 나머지 주주가 올바른 판단을 할 수 있도록 충분한 정보가 제공되어야 한다.</p>		<p>면책 조항을 둬으로써 MoM을 유도 제3항에서 자기주식 처분 제외하고는 모두 특별결의 사항</p>

일반적 주주보호의무 조항 법제화에 대한 절실한 현실적 필요성

천준범*

목 차

토론 요지

상법 개정안 대안

한국법은 지배주주의 사익편취(터널링) 문제 해결에 실패

개별 사안에 적용되는 특정 입법으로는 근본적 해결 불가능

결론: 이사에게 전체 주주를 보호할 일반 의무 부과하는 성문법 필요

토론 요지

1. 현재 우리나라의 법적 자원을 모두 동원해도 주주 보호는 요원하며, 주주에 대한 이사의 충실 의무 인정 여부를 판례나 해석에 맡길 수 없고 실정법화하는 것이 필요함 (정대의 교수님 발제문 중 인용)
2. 이사의 주주보호의무 법제화 논의는 현행 회사법 및 공정거래법이 한국 지배주주의 사익편취(터널링) 방지에 실패했다는 점에서 출발하며, 특히 회사법 관점에서는 합병, 분할, 자기주식 활용, 지주회사전환 등 자본거래를 통한 심각한 사익편취 문제 해결에 실패함
3. 특정 상황에서의 법의 실패를 다시 그 특정 상황에만 적용되는 법 개정으로 해결해 오다 보니, 현재 한국의 회사법 실무에는 형식적 법실증주의가 대단히 심각하게 만연하여 있음 (예: 자본시장법 상 상장회사 합병비율 조항, 상법상 자기주식 처분 조항 등)
4. 첨부한 상법 개정안 대안과 같이 이사에 대한 의무를 일목요연하게 정리하면서 이론상 이견이 거의 없는 이사의 주주보호의무를 쉽고 명확하게 성문법에 명시한다면, 형식적 법실증주의가 만연해 있는 회사법 현실의 문제 해결을 위한 중요한 촉매가 될 것으로 확신함
5. 이사의 주주보호의무 명시로 기업 거버넌스 정상화를 빠르게 이루지 못하면 선진국 문턱에 들어선 한국 경제가 지배주주들의 참호 구축 하에 장기 침체의 악순환으로 빠져들 위험도 매우 높다고 생각함

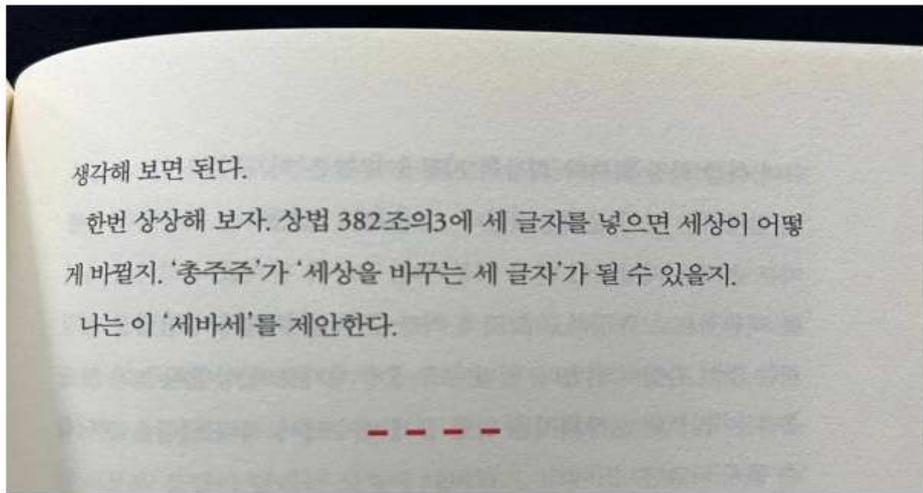
* 와이즈포레스트 법률사무소, 한국기업거버넌스포럼 부회장, 변호사

상법 개정안 대안

(이사의 주주충실의무 포함 의무 전체 정비)

현 행	개 정 안	취 지
제382조(이사의 선임, 회사와의 관계 및 사외이사) ①이사는 주주총회에서 선임한다. ②회사와 이사의 관계는 「민법」의 위임에 관한 규정을 준용한다.	제382조(이사의 선임, 사외이사) ①이사는 주주총회에서 선임 하며, 선임 즉시 효력이 발생한다. ②--- 삭제 ---	- 과거 민법상 위임 준용으로 혼란이 있었으나 대법원 2017. 3. 23. 선고 2016다2512125 전원합의체 판결로 정리된 ‘선임 즉시 권리 및 의무 발생’ 법리를 명시 - 주식회사의 거버넌스에서 가장 중요한 이사의 의무를 상법이 직접 규정하고 있지 않아 이론상, 실무상 혼란이 있었으므로 아래 제382조의3에서 이사의 의무를 종합적으로 규정하기 위해 민법 준용 규정을 삭제
제382조의3(이사의 충실의무) 이사는 법령과 정관의 규정에 따라 회사를 위하여 그 직무를 충실하게 수행하여야 한다.	제382조의3(이사의 의무)① 이사는 법령과 정관의 규정에 따라 회사의 최대 이익을 위하여 선량한 관리자의 주의로 성실하게 직무를 수행하여야 한다. ② 이사는 직무를 수행함에 있어 자신보다 회사의 이익을 우선하여야 하며, 전체주주의 이익을 공정하게 보호하여야 한다. ③ 이사는 다른 이사의 전 2항의 의무 이행을 성실하게 감시·감독하여야 한다.	1. 이사의 선관주의의무를 직접 규정 (“회사의 최대이익” 문구는 대법원2023. 3. 30. 선고 2019다280481 판결 참고) 2. 회사 및 전체 주주에 대한 충실의무 규정 (“충실의무”라는 단어의 뜻이 일반적이지 않아 실제 의미 -이익충돌시 우선할 의무 -로 명확히 하고, 주주에 대한 충실의무 역시 전체 주주의 이익을 보호할 의무로 쉽게 구체적으로 적시) 3. 이사의 감시·감독의무 명문화 (대법원 2023. 3. 30. 선고 2019다280481 판결 취지 반영 - 선관주의 의무에 포함되는 감시·감독의무를 명시적 인정)



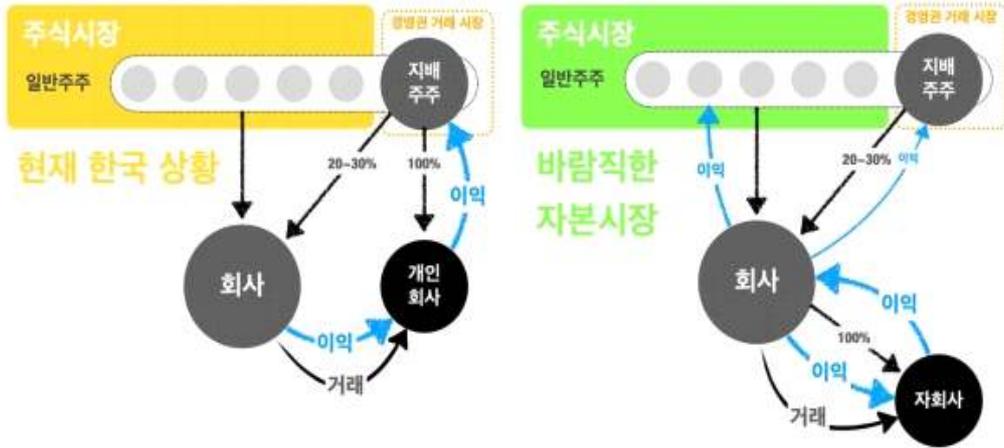


(법은 어떻게 부자의 무기가 되는가 (2020. 9., 도서출판 부키) 중

- 실무상 악순환이 반복되는 한국의 기업 거버넌스 문제 경험 후 해결을 위한 방향으로 상법상 이사의 주주충실의무 도입을 4년 전 제안했는데 많은 교수님들 앞에서 의견을 말씀 드릴 기회를 주심에 깊이 감사
- 현실의 문제를 해결하지 못하는 법에 대한 실무적 한계를 절감하고 특별한 이론적 검토 없이 그에 대한 해법의 방향으로 제시했던 주제였으며 당시 제안은 일종의 슬로건이었을 뿐 완결된 해법은 당연히 아니었음
- 이사의 주주충실의무 문제가 많은 관심을 받고 실제 입법이 논의되는 상황이나, 정확한 이론적, 실무적 검토가 선행되어야 현실에서 문제 해결을 위해 운영될 수 있을 것이므로 이번 학회는 대단히 시의적절하다고 생각
- 한국 상장회사의 특징은 소수 지분권자인 창업가족 그룹이 다양한 회사법 제도 하에 단일 회사 및 기업집단 전체에 대한 최종 의사결정권 및 (대표이사 포함) 인사권에 절대적 영향력을 행사하고 있는 것이며, 많은 문제는 이러한 지배주주와 각 계열회사 일반주주의 이익 충돌에서 발생

■ 한국법은 지배주주의 사익편취(터널링) 문제 해결에 실패

일반주주가 거래하는 주식시장으로 이익이 가지 않는다 = 주가가 낮다 = 코리아 디스카운트



- 이러한 한국에서 지배주주의 사익편취는 비단 개인 이익 뿐만 아니라 세대간 지배력 승계 및 상속에 따른 불가피한 지분 희석 방어를 위해 다양한 방법이 동원된다는 점에서 영미 및 일본 등에서 보기 어려운 현상
- 대표적으로 (1) 개인 (지분을 높은) 회사를 통한 일감몰아주기 + 합병 등을 통한 지주회사 등 기업집단 중심회사에 대한 지분율 증대 (삼성, SK 등), (2) 인적분할 방식의 지주회사 전환 과정에서 자기주식에 대한 신주배정을 통한 지주회사 지배력 강화 (LG 이후 180여개)
- 사익편취의 대표적 유형인 회사기회유용(일감몰아주기) 문제는 한국에서 주로 공정거래법을 통해 규제되었으나 (1) '상당히 유리' 요건 해석 문제, (2) 행정법 상 규제기관의 증명책임, (3) 공정거래법상 주주가 아닌 경제력 집중 관점에서 검토할 수밖에 없는 한계 등으로 사실상 억제에 실패
- 합병, 분할 등 자본거래는 LG에너지솔루션 물적분할(2020) 및 재상장(2022), 최근 두산그룹 사례(2024)에서 보듯 상장회사임에도 불구하고 자금 조달의 원천인 일반주주의 유불리를 전혀 고려하지 않고 현행 성문법령만 지키면 된다는 형식적 법실증주의가 극한에 달해 있는 상황

■ 개별 사안에 적용되는 특정 입법으로는 근본적 해결 불가능



- 기본적으로 회사의 누군가가 일반주주의 이익을 보호해야 한다는 인식 자체가 없는 상황에서 구체적 법령과 요건만 덧붙여질 경우 실무상 적용의 어려움만 가중되고 오히려 법이 쉬운 면책의 수단으로 전락하게 됨
- 예: 부당지원행위에 대한 공정거래법 개정의 숨바꼭질 (1996~)
 - ① “현저히 / 상당히 유리한 거래” 규제 → 이익률 낮추기 및 시가 준수하는 일감몰아주기로 우회 (통상적 이익은 계속 지배주주로 이전됨)
 - ② 지분율 기준 사익편취 금지 신설 → 주주 이익 이전의 문제임을 인식했으나, 추상적 요건 + 폭넓은 예외 + 행정청 증명책임의 문제는 여전히 남아 현실적으로 사실상 작동하지 않음
- 특히 회사법 분야에서는, 법령의 흠결 발견 및 활용 → 경제, 사회적 문제 인식 → 행정적, 입법적 대응 필요성 논의 → 법령 또는 행정지도 관행 확립에 이르기까지 10년 이상 소요되는 것이 현실인데, 개별 사안에 대한 특정 입법 방식만 고수하는 것은 현실 문제 해결의 포기 와 같음
- 예: 인적분할 방식 지주회사 최초 전환 (2003년 LG) → 지배력 강화 문제 본격적 인식 (2016~2017) → 인적분할시 자기주식 신주 배정 문제에 국한한 법안 제출 (2020~2021) → 금융위 행정적 해결 (2023~2024): 문제 발생부터 해결까지 20년 이상 소요. 이미 180개 이상 대부분의 기업집단은 같은 방법으로 지주회사 전환 완료.

■ 결론: 이사에게 전체 주주를 보호할 일반 의무 부과하는 성문법 필요

- 우리 회사법에는 집중투표제, 사외이사제, 감사위원회 등 '구체적 제도'관점에서는 수많은 제도가 도입되어 있지만, 이를 운영하는 명확한 방향제시가 없어 결국 '힘'의 논리에 따라 지배 주주를 위해 운영되고 있음
- 특히 한국은 상장회사에도 대부분 지배적 영향력을 행사하는 대주주가 있고 기업집단의 의사 결정에 관한 법도 없어서, 지배주주가 낮은 지분을 갖고 계열회사의 의사결정을 자신에게 유리하게 할 수 있는 최적의 구조
- 이러한 중대한 문제 상황에서, 전체주주 보호에 관한 일반조항은 특히 지배주주의 인식 제고와 이사회 실질화에 크게 기여할 것으로 기대됨
(쉽고 직관적인 성문법으로 제정해야 일반인이 이해하고 준수하기 쉬움)

⇒ 대표이사와 이사회 의 일상적 운영에서 법을 고려하도록 하려면 명시적인 성문법이 반드시 필요. 판례나 해석에 의한 법 형성은 법원에서 사법적으로 유효할 수 있지만 회사 경영에 미치는 영향은 제한적.
- 특히 올해 이 문제에 대한 정치권과 외국 투자자들은 물론 일반 대중의 관심 폭증으로 이사의 주주보호의무(충실의무) 법제화는 한국 정부의 자본시장 개선 의지 여부를 보여주는 가장 상징적인 주제가 되어 있음
- 일본의 장기침체가 금융기관 지배 및 상호주에 따른 기업 활력 저하에 따른 것이었다면, 저출산 및 저성장 국면에 접어든 한국에서는 지배주주의 사익추구와 참호구축에 따른 기업 활력 저하 및 장기침체의 우려가 높고, 이러한 문제를 사전에 방지하기 위해 기업 운영의 효율성을 높이고 분배를 정상화 시킬 전체 주주 중심의 법제도적 뒷받침이 절실함

토론문

권재열
(경희대학교 법학전문대학원 교수)

이사는 주주의 대리인인가?

Page 2

- 1976년 마이클 젠센(Michael Jensen)과 윌리엄 메클링(William Meckling)은 기업을 둘러싼 이해관계자들의 문제를 주인-대리인관계(principal-agent relationship)로 살피볼 수 있다는 이론인 대리인이론을 제시함
 - 주인은 일반적으로 생산요소의 소유자로 구성되어 있는 반면에, 대리인은 재화와 용역을 생산하기 위하여 생산요소를 관리·경영하는 임무 담당
- 젠센과 메클링의 이론에서의 '주인'에 포섭될 수 있는 것은 한국 민법상의 '본인'이며, 상법상 회사는 이사에 대하여 본인의 지위에 있음
- 한국 상법(회사편)에 따르면 이사는 주주와 계약을 체결하는 것이 아니라 주주총회의 결의로 회사에 의하여 임용되는 것이 원칙임
 - 한국 상법에서는 주주가 회사의 소유자라는 명문의 규정은 없음

- 주주가 투자한 재산은 회사에 귀속하게 되어 주주는 자신의 투자에 대해 소유권을 잃게 됨
 - 예컨대, 주식회사에서 주주가 주식인수의 대가로 납입한 주금을 그가 원한다고 해서 어느 때라도 회사로부터 되돌려 받을 수 있는 것이 아니라는 사실과 회사재산이 무단침범되거나 설령 이사가 회사재산을 횡령하여 주가가 추락하더라도 주주가 개인적으로 당사자로서 행사할 수 있는 직접적 권한이 없다는 등에 비추어 볼 때 주주가 회사의 소유자가 아님을 뜻함
 - 단지 주주가 회사에 출자한 자이므로 경제적인 측면에서 회사가 주주의 소유에 속하는 까닭에 주주는 그 회사에 대한 투자의 정도에 비례한 지분(equity)을 가질 뿐임
 - 이 지분으로 인하여 주주는 회사의 의사결정에 대하여 가장 많은 이해를 가진 위험인수자(risk bearer)가 되는 것임

- 상법은 회사와 이사(경영자)사이에 민법상 위임의 법리를 적용(제382조 제1항)
 - 법률적으로 이사는 회사의 대리인일 뿐 주주의 대리인은 아니라는 것이며, 이처럼 상법이 이사가 의무를 부담하는 상대방을 회사로 규정한 것은 주주의 이해관계가 동질적이지 않다는 것을 전제로 하여 법률관계의 단순화를 추구하려는 데 그 목적이 있음
 - 다수의 주주가 있는 상황에서 이사가 주주의 개별적인 수임자로서 의무를 진다는 것은 매우 복잡한 법률관계를 설정하는 것과 다를 바 없어 의도적으로 이를 회피하여 회사 자체의 개념을 고안한 것으로 이해됨
- 이사가 주주의 대리인이 아니라는 것과 소수주주를 보호를 하여야 한다는 것은 영역이 다른 논의임(상법 제382조의3에 주주에 대한 이사의 충실의무 규정 도입에 부정적이라고 해서 주주 또는 소수주주 보호 반대론자로 물지 말 것을 부탁드립니다)

- “주식회사의 주주는 주식의 소유자로서 회사의 경영에 이해관계를 가지고 있다고 할 것이나, 회사의 재산관계에 대하여는 단순히 사실상, 경제상 또는 일반적, 추상적인 이해관계만을 가질 뿐, 구체적 또는 법률상의 이해관계를 가진다고는 할 수 없다”(대법원 2016. 7. 22. 선고 2015다66397 판결)
- “주식회사의 이사는 주식회사의 사무를 처리하는 자의 지위에 있다고 할 수 있지만 주식회사와 별개인 주주들에 대한 관계에서 직접 그들의 사무를 처리하는 자의 지위에 있는 것”은 아님(대법원 2009. 5. 29. 선고 2008도9436 판결)
- “주식회사의 주식이 사실상 1인주주에 귀속하는 1인회사에 있어서도 회사와 주주는 분명히 별개의 인격이어서 1인회사의 재산이 곧바로 그 1인 주주의 소유라고 볼 수 없으므로 사실상 1인주주라고 하더라도 회사의 금원을 임의로 처분한 소위는 횡령죄를 구성한다.”(대법원 1989. 5. 23. 선고 89도570 판결)

기존 이사의 충실의무와 정합적인가?

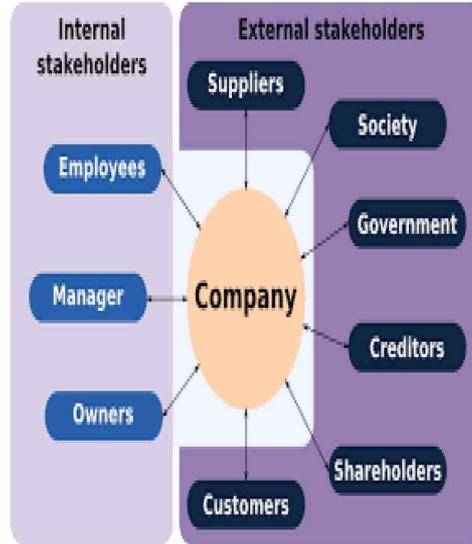
- 상법 제382조의3은 기본적으로 ‘회사’와 그 대리인인 ‘이사’ 사이의 이익충돌(conflict of interests)을 방지하기 위한 규정임
- 상법개정안은 이사가 회사와 주주를 위하여 충실의무를 부담한다고 규정하지만, 이는 ‘회사와 이사 사이’의 이익충돌을 방지하기 하는 것과는 거리가 있음
- 상법 제382조의3은 이사와 회사사이의 이익충돌의 방지를 위한 일반조항임

소외인이 이 사건 회사를 대표하여 피고를 상대로 단기매매차익금반환 소송을 제기하고 또 제1심에서 승소하고도 그 항소심판결 선고 직전에 피고와 사이에 이 사건 회사에 아무런 이득 없이 일방적으로 그 반환채무를 면제하는 취지의 약정을 한 것은 상법 제382조의3이 규정하고 있는 이사의 충실의무에 위배되는 행위이다.(대법원 2016. 8. 24. 선고 2016다222453 판결)

다른 이해관계자는 어떻게 취급할 것인가?

Page 7

- 주식회사의 이해관계자는 주주, 임직원, 채권자(은행 등), 근로자, 소비자, 지역사회 등 매우 다양한데, 명시적으로 주주만을 이사의 충실의무 대상으로 하는 것은 다른 이해관계자를 무시하자는 취지로 이해될 여지가 있음
- 이사와 계약관계가 없는 주주에 대해 이사가 충실의무를 부담한다고 규정하는 경우 마찬가지로 예컨대, 이사와 계약관계가 없는 채권자에 대해서는 충실의무를 부담하지 않는다는 말인가?



확인적/선언적 의미만을 지니는 것으로 될 것인가?

Page 8

- 확인적/선언적인 입법이라고 하더라도 법규정에 선언적이니까 법적용시 유의하라고 명시할 수 없으니 결과적으로 손해배상청구의 근거조문이 될 것임
- 정준호 의원안 처럼 도입될 경우 상법 제382조의3 위반은 단 1주를 가진 주주도 소를 제기할 수 있게 됨
 - 증권집단소송은 허가제이며, 이종대표소송 제기권은 소수주주권인 반면에 상법 제382조의3 위반을 이유로 한 손해배상청구권은 단독주주권 이어서 소제기 유인이 증권집단소송이나 이종대표소송과는 차별될 것임

상장회사 주주 수 현황

(단위 : 개사, 명, 종목, 주)

결산연도	회사수	소유자수	1인당 소유종목수	1인당 소유주식수
2019	2,302	6,187,021	4.23	15,251
2020	2,352	9,190,076	5.24	10,779
2021	2,426	13,842,667	5.96	7,747
2022	2,509	14,409,702	5.85	7,688
2023	2,602	14,157,653	5.98	8,014
전년대비	3.7%	-1.7%	2.2%	4.2%

주) 상기 자료는 개인, 법인, 외국인 소유자를 포함하여 개인하였음

상장회사 주주 수 상위 5개사 현황

(단위 : 명)

구분	유가증권시장		코스닥시장	
	법인명	소유자수	법인명	소유자수
1위	삼성전자	5,216,409	에코프로비엠	559,688
2위	카카오	1,859,262	에코프로	369,522
3위	현대자동차	996,384	카카오게임즈	265,547
4위	네이버	954,211	엘앤에프	248,889
5위	엘지에너지솔루션	868,349	포스코디엑스	235,159

출처: 연합뉴스(2024.3.14.)

국내 증시 '단타' 거래 비중 추이

전체 거래량 대비 데이트레이딩 거래량 비중
(주식을 구입한 날 바로 되파는 매매)



연합뉴스 자료: 한국거래소 *1월-6월 13일 기준

출처: 연합뉴스(2024.6.17.)

지배구조 흔드는 野

77일간 규제법 11건

<22대 국회 개원 후>

'이사 충실의무 확대' 등 고강도 상법개정안 쏟아내



15일 국회 의안정보시스템에 따르면 22대 국회 개원 이후 77일 동안 발의된 상법 개정안 14건 중 기업 지배구조 관련 법안은 11건이다. 같은 기간 21대 국회에서 발의된 상법 개정안 10건 가운데 지배구조 관련 법안이 5건에 그친 것과 비교하면 두 배 이상 늘었다. 주목할 점은 기업 지배구조 관련 법안을 발의한 의원들이 전부 더불어민주당·조국혁신당 등 야당 소속이라는 것이다. 법안 발의 명단에 이름을 올린 야당 의원만 70명이다. 여당인 국민의힘에서는 발의된 법안조차 없다.

(서울경제, 2024.8.16.)

1 상법개정안 소개 및 검토

김현정 의원안

현행	개정안
第382條의3(理事의 忠實義務) (생략) <신설> <신설>	제382조의3(이사의 충실의무 등)① (현행 제목 외의 부분과 같음) ② 이사는 그 직무를 수행함에 있어 주주를 공정하게 대할 의 무가 있다. ③ 주주총회에서 최대주주 및 그의 특수관계인은 의결권을 행사하지 않고 소수주주만으로 결의한 안건에 대해서는 이 사가 제2항의 의무를 다한 것으로 본다. 다만 이 경우 소수주 주가 올바른 판단을 할 수 있도록 충분한 정보가 제공되어야 한다.

검토

- 제2항에서 “공정하게 대할 의무”라는 표현이 모호하며, 결과적으로 공정하게 대하였는지 여부는 판례의 축적을 통해 명료하게 될 것으로 예상함
- 제3항에서 최대주주와 그 특수관계인의 의결권 행사를 금지하고 소수주주만의 결의를 하는 경우 이사의 공정응대 의무를 이행한 것으로 본다고 정하고 있지만, 소수주주의 결의가 있다는 이유로 이사의 의무이행으로 간주하는 것을 납득할 수 없음
 - 아마도 소수주주만이 올바른 판단을 할 수 있다는 확증 편향(Confirmation bias)적 사고에 기반한 규정으로 보임
- 제3항은 최대주주와 그 특수관계인은 특별이해관계 유무에 상관없이 결과적으로 모든 안건에 대하여 의결권행사를 하지 않아야만 제2항의 요건이 충족되는 구조임
 - 폐쇄회사에서 최대주주와 그 특수관계인을 비롯한 모든 주주가 이사직에 있는 경우 이사의 보수 승인을 위한 주주총회결의에서 의결권을 행사할 자가 전무하게 되는 사태가 벌어질 것임

2 상법개정안 소개 및 검토

박상혁 의원안

현행	개정안
第382條의3(理事의 忠實義務) 理事는 法令과 定款의 規定에 따라 會社를 위하여 그 職務를 忠實하게 수행하여야 한다.	第382條의3(理事의 忠實義務) _____하고, 職務를 수행하는 과정에서 전체 주주의 이익을 공평하게 보호하여야 한다.

검토

- “전체 주주의 이익을 공평하게 보호”라는 표현이 모호함
 - ‘공정하게’와 ‘공평하게’는 어떤 차이가 있는지가 분명하지 않음
- 기존 이사의 충실의무와의 정합성 문제는 여전히 남음

13

3 상법개정안 소개 및 검토

오기형/차근규 의원안

현행	개정안
第331條(株主의 責任) 株主의 責任은 그가 가진 株式의 引受價額을 限度로 한다. <신설>	第331條(株主의 책임 등) ① (현행 제목 외의 부분과 같음) ② 주주는 다른 주주와 공동의 이익을 추구하여야 하며 부당하게 다른 주주의 이익을 침해하여서는 아니 된다.

검토

- 주주의 공동이익추구의 의미가 무엇인지가 불분명하고, 특정 주주에 의한 다른 주주의 이익 침해가 발생하는 경우를 상정하기 곤란함
- 주주는 회사에 대하여 출자의무를 부담하는 것 이외에는 어떠한 의무나 그로 인한 책임을 부담하지 않는 것이 원칙인데, 위 상법개정안은 주주에게 새로운 의무를 부과하고 있음
 - “주주는 의결권 등 주주권의 행사와 관련하여 어떤 책임도 지지 않는다”(이철송, 회사법강의, 제32판, 2024, 331면)

14



주주의 이익보호와 이사의 충실의무

이중기*

- I. 충실의무의 작동방식 - 이익충돌의 발생과 신뢰보호
- II. 회사관계자 사이에서의 이익충돌과 해결장치 - 이사의 충실의무
- III. 이사의 충실의무의 성공적 도입을 위한 방안 - 민법, 상법, 신탁법의 역할

I. 충실의무의 작동방식- ‘이익충돌’의 발생과 ‘신뢰보호’

충실의무란 (i) 어떤 관계에서 ‘신뢰를 부여한 자’(trust-giver)가 ‘신뢰를 부여받은 상대방’(trust-recipient)에 대해 자신의 이익을 우선할 것이라 기대하고, (ii) 이러한 기대가 정당화되는 경우, 상대방의 ‘이익충돌’(conflict of interest)을 억지하기 위해 법원이 부과하는 의무이다.

이처럼 충실의무 개념은 당사자 사이의 ‘신뢰보호’와 ‘이익충돌’을 핵심요소로 하는 개념이므로 ‘신뢰보호’, ‘이익충돌’ 개념의 정착이 이루어지지 않은 상태에서는 발전하기 어렵다.

영국의 형평법원이 trust & confidence (신뢰보호) 개념에서 trust law(신탁법)을 발전시키고 fiduciary law (충실의무법) 기타 형평법 원리를 확립하는데 250년이 걸렸는데, 우리나라는 훨씬 빨리 발전할 것으로 예상된다 (50년!).

한국법에 충실의무의 빠른 정착을 위해서 뒤에서 보는 것처럼, 회사법 뿐만 아니라 민법 2조(신의성실) 3항에 권리남용과 반대방향으로 작동하는 충실의무의 부과를 규정할 것을 제안함.

II. 회사관계자 사이에서의 이익충돌과 해결장치 - 이사의 충실의무

앞서 본 것처럼 충실의무는 신뢰보호와 ‘이익충돌’을 전제하므로 이사의 충실의무는 이사와 회사관계자 사이의 신임관계 및 이익충돌 발생양상을 염두에 두고 탐구되어야 한다.

* 홍익대학교 법과대학 교수

또한 이사는 형식상 회사가 선임하므로, 형식적으로는 ‘회사’에 대해 의무를 부담하고 회사를 위해 일하지만, 실제로는 어느 회사관계자의 이익을 위해 행위하게 되는데,

이사의 이익충돌의 발생/인정 여부는 이러한 구체적 회사관계자와의 이익충돌 관계에서 탐구하여야 한다.

1. 주식회사법의 구조와 이사의 지위의 특징

주식회사법은 출자자와 경영자를 분리하고

출자자인 주주에 대해서는 권리만 인정¹⁾하는 반면

이사들에 대해서는 의무와 책임을 부담시키기 때문에

구조적으로

이사의 의무와 책임이 주식회사²⁾법을 실효적으로 집행하는 기본적 수단이 됨.

2. 내부관계에서 이사의 의무대상인 ‘회사’의 의미의 다양성과 이사의 이익충돌

(1) 이사의 의무대상인 회사의 의미의 다양성과 유연한 해석의 정당화

형식적으로 이사는 ‘회사’에 의해 선임되고 ‘회사’에 대해 의무를 지지만

회사내부 관계에서 이사가 의무를 지는 대상인 ‘회사’의 의미는 다양하므로 맥락에 따라 다르게 판단해야 한다.

대내적관계는 회사관계자 사이의 내부적 이익을 조정하기 위한 관계이므로 법전에 ‘회사’라고 표시되어도 맥락에 따라 다양하게 해석해도 무방하기 때문이다.

오히려 이사의 내부적 업무집행과 관련한 이사의 의무를 정확하게 집행하기 위해서는 이사의 의무대상을 실질적으로 확정하는 것이 도움이 된다.

특히 이사는 회사관계자 중에서 의무를 지는 유일한 존재이기 때문에

주식회사법의 올바른 작동을 위해서는 내부관계에서 이사의 의무와 책임을 유연하게 해석해야 할 필요성이 강하고

내부관계에서 이사가 의무를 지는 대상인 ‘회사’의 의미를 정확하게 확정하여야 이사의 의무의 집행이 실효적이게 된다.

정리하면, 내부관계에서 이사의 의무대상인 ‘회사’는 맥락에 따라 회사기관일 수도 있고, 혹은

1) 출자자에 대해서는 유한책임을 지는 대신 지분양도의 자유를 인정한다.

2) 경영자인 이사들로 하여금 경영권을 독점하도록 함으로써 경영에 대한 재량과 책임을 부과함

다른 회사관계자 예를 들어 (i) 주주전체 혹은 (ii) 소수주주일 수도 있고, 혹은 기업체로서의 회사 등 다양하게 해석될 수 있고 해석되어야 한다.

(2) 예 I : 이사선임시 회사의 의미

이사는 ‘회사’가 선임한다. 그런데 이사선임과 관련하여 실제 이사를 선임하는 곳은 주주총회이므로 ‘회사’의 실질적 의미는 회사기관인 주주총회가 된다.

(3) 예 II : 선관의무 관점에서 회사의 의미 : 동종기업의 하나인 당해 회사

이사의 ‘회사’에 대한 선관주의의무의 관점에서 ‘회사’의 의미는 당해 회사와 동종영업을 영위하는 일반적 ‘회사’(객관적 기업으로서의 회사)가 기준이 되고, 이사의 선관의무의 정도는 이러한 기업에서 이사가 베풀어야 하는 주의의무의 정도를 탐구해 결정한다.

따라서 이사의 회사에 대한 선관의무의 정도를 확정할 때 ‘회사’의 의미는 ‘영업을 영위하는 기업의 하나’라는 객관적인 의미에서의 기업이 된다.

(4) 예 III : 충실의무 관점에서 회사의 의미 : 이사와 실질적 ‘이익충돌’이 있는 존재

한편 이사의 충실의무 관점에서 ‘회사’의 의미는 이사와 충돌하는 이익을 갖는 존재라는 의미이다.

즉 이사는 일단 선임되면 신임을 부여하는 ‘회사’(trust giver)에 대하여 추상적으로 충실의무자 지위에 있게 되지만, 이사가 구체적으로 부담하는 충실의무는 이사가 실제로 이익충돌에 빠지면서 구체화되고, 이사가 ‘회사’와 충돌하는 이익을 보유하기 시작했는지 여부가 중요해 진다.

예를 들어, 이사의 회사기회 유용이 문제되는 경우, ‘회사’의 의미는 그러한 기회를 이용할 회사, 즉 ‘기업으로서의 객관적 회사’ 혹은 ‘그 기회 이용으로 이익을 보는 주주전체’가 될 수 있다.

이사가 회사의 부동산 혹은 금전을 유용한 경우에도 또한 비슷하게 ‘회사’의 의미를 해석할 수 있다.

이와 같이 이사의 충실의무는 이사가 구체적인 이익을 보유, 실현할 가능성이 생긴 때 구체적으로 문제되고, 이 때 이사의 ‘회사’에 대한 충실의무를 제대로 집행하기 위해 의무대상인 ‘회사’의 의미를 제대로 확정해야 한다.

(5) 이익충돌 양상의 다양성 : 경영자지배 회사 v. 대주주지배 회사

경영권을 행사하는 이사에 대한 구체적 충실의무의 부과 혹은 구체적 충실의무 위반 여부를

판단하기 위해서는 이익충돌상황에 처한 이사의 의무대상인 ‘회사’의 의미를 그때 그때 구체적으로 확정해야 하므로,

이사와 이익충돌관계에 있을 수 있는 다양한 존재들이 이사의 의무대상인 ‘회사’로 확정될 수 있고, 또한 그 회사가 경영자지배 상태인지 혹은 대주주지배상태인지 등에 따라 다르게 해석될 수 있다.

즉 경영자지배가 일어나는 미국기업에서는 통상 이사의 의무대상인 회사는 ‘주주전체’가 될 것이다.

하지만 한국 재벌기업과 같이 지배소수주주가 경영자를 지배하는 경우에는 이사의 의무대상인 회사는 이사와 동일시할 수 있는 “지배소수주주 오너가 특별이해관계인으로서 취급되는 일정한 경우” ‘기타 전체주주’가 될 수 있다.

또 만약 한국 재벌기업에서 경영자들이 지배소수주주 오너와 경영권 분쟁을 시작하는 경우에는 이사의 의무대상인 회사는 충실의무 부과목적상 주주가 아니라 ‘계속기업으로서의 객관적 회사’ 혹은 ‘분쟁주주를 제외한 소수주주’ 그 자체를 상정할 수도 있다.

〈회사관계에서의 이익충돌 유형과 발생상황의 다양성〉

유형	I. 경영자지배 회사	II. 대주주지배 기업	III. 경영권분쟁 기업
충돌당사자	이사(경영자) v 주주(출자자)	대주주/이사(경영권) v 소액주주 (free rider)	1대주주 v. 2대 주주
회사의 의미	주주전체	주주전체(단 대주주는 특별이해관계가 인정되면 제외)	계속기업으로서의 회사

이와 같이 이사의 이익충돌이 발생하는 맥락은 3가지 정도가 되고, 이사는 형식상 ‘회사’에 대하여 의무를 부담하지만, 내부적으로 맥락상 어느 회사관계자를 위해 행위하기 때문에

이사의 이익충돌의 맥락에서 이사의 의무대상인 ‘회사’를 어떻게 해석하는가, 이익충돌을 어떻게 확정해야 하는가는 정말 중요한 문제가 된다.

이러한 충돌이익의 확정은 마치 공정거래법에서 “시장을 획정”하는 것에 비유될 수 있다.

3. 이익충돌 발생과 구체적 충실의무 부과 단계

이사의 ‘회사’에 대한 충실의무는 입법부에 의해 상법전에 추상적으로 선언되었기 때문에, 신임을 부여한 회사, 통상적으로 주주전체는 이사에 대하여 충돌하는 이익을 취득하지 않을 것이란 합리적 기대를 하고, 이러한 주주들의 신뢰와 기대는 정당화된다.

하지만, 이사의 지위가 추상적인 충실의무자 지위라고 하더라도 이사에게 충돌하는 이익이 발생하지 않는 때에는 이사에게 구체적 충실의무를 부과할 필요도 없고 할 수도 없다.

이와같이, 이사에 대한 구체적 충실의무의 발견 부과절차는 이사에게 이익충돌이 발생하는 순간 그 때 비로소 시작된다.

(1) 충실의무의 발생 확인 단계 : 이익충돌의 존부

충실의무의 부과 관점에서 이익충돌의 존부는 “실질적”으로 판단해야 한다.

법인격의 존부는 고려요소가 아니다. 예를 들어, 이사가 계열사에 갖는 이익도 충실의무 위반을 야기하고, 이사는 법인격을 충실의무의 방어방법으로 주장하지 못한다.

이사의 경영판단 기타 경영권행사와 관련해 당해 이사와 관련된 이익충돌이 당해 회사 혹은 계열사 등에 발생하면

그 이사에 대해서는 그 이익충돌을 억지해야 할 구체적 충실의무가 부과되고

이사는 당해 충실의무의 이행 혹은 충실의무의 배제 절차를 시작해야 한다.

(2) 이익회피에 대한 기대 확인단계 : 이사의 이익충돌 상황에 대한 주주의 기대/신뢰

이 단계는 충실의무자 지위에서 이익충돌을 회피해야 하는 이사가 충돌하는 이익을 구체적으로 갖게 되는 경우, 주주들이 이사의 당해 충돌이익에 대해 어떠한 기대 내지 신뢰를 하는가를 살펴보는 단계이다.

만약 이사가 취득하는 이익이 (i) 통상적으로 이사들이 취득해도 되는 이익인 경우, 혹은 (ii) 이미 공지되어 있고 주주들이 승인한 이익인 경우에는 주주들의 기대가 없으므로 문제가 되지 않는다.

하지만 이사에겐 생긴 이익이 새로운 이익 혹은 주주들이 예상하지 못했던 이익이라면 주주는 이사의 충돌하는 이익에 대해 회피할 것을 기대했기 때문에 주주가 생각할 기회를 다시 주어야 한다.

(3) 이익충돌의 공시와 승인 단계

만약 주주들의 이익회피 기대가 정당화 된다면, 다음 단계로서 당해 이익충돌로 인해 충실의무 위반이 추정되고 이사는 이익을 공시하고 승인을 받는 절차를 거쳐야 함.

Ⅲ. 이사의 충실의무의 성공적 도입을 위한 방안 - 민법, 상법, 신탁법의 역할

1. 충실의무는 신의칙의 의무법적 발현

권리남용법리는 권리자의 권리행사가 상대방의 신뢰에 반하는 경우 상대방의 신뢰보호를 위해 권리자의 과도한 권리행사를 정지시키거나 권리행사를 부정한다.

이와 같이 권리남용법리는 채무자의 신뢰를 보호하기 위한 법리이며, 신의칙이 '권리행사'에 대해 작동하는 대표적인 예이다.

이에 비해 충실의무법리는 반대방향으로 작동한다. 충실의무법리는 의무자의 '의무이행'에 대해 신뢰부여자의 특별한 신뢰가 있는 경우, 기본의무의 '최적의 이행'을 담보하기 위해 보충적으로 부과한 금지적 의무이다. 이익충돌의 금지, 이익향유의 금지는 이러한 원리의 표출이다.

이 점에서 충실의무법리는 신뢰부여자의 신뢰를 보호하기 위한 법리이며, 신의칙이 '의무이행'에 대해 작동하는 대표적인 법리이다.

2. 충실의무와 선관의무의 비교

trust giver의 신뢰를 보호하는 법제

care giver의 주의의무의 수준을 확보하는 법제



이사의 충실의무에 관한 상법 개정론의 검토:

『영국 회사법상 이사의 의무에 반영된 주주의 위상과 주주를 위한 구제수단 및 그 시사점을 중심으로』

안태준*

목 차

- I. 상법개정안 논란과 찬반론
- II. 개정안의 평가
- III. 확인적 보완입법 가능성의 검토

I. 영국의 제정법상 주주의 위상: 2006년 회사법 제172조와 제994조를 중심으로

1. 회사법 제172조의 이사의 회사성공촉진의무와 그에 반영된 계몽된 주주 가치 이론¹⁾

■ 영국 회사법 제172조 제1항의 조문

- 회사의 이사는 그가 판단하기에 그 **주주 전체의 이익을 위해** 회사의 성공을 매우 증진시킬 것 같은 방식에 따라 선의로 행위해야 하고 그렇게 함에 있어서는 다음과 같은 요소들을 고려해야 한다: a) 어떤 결정의 장기적 차원의 가능한 결과, b) 회사 종업원들의 이익, c) 공급업자 및 고객 등과의 사업상 관계를 촉진할 필요성, d) 회사경영의 지역사회와 환경에 대한 영향, e) 회사가 높은 수준의 사업상 행위에 대한 평판을 유지하는 것의 바람직함, **f) 회사의 주주들 사이에서 공정하게 행위할 필요성**

* 한양대 법학전문대학원 교수

1) 보다 상세한 내용은, 줄고, “영국 회사법상 계몽된 주주 가치 이론에 대한 연구 - ESG 경영환경에 적합한 이사의 의무 규정 및 공시 체계에 대한 모색의 일환으로”, 기업법연구 제37권 제1호 (2023)을 참고할 수 있음.

- 영국 회사법 제172조 제1항의 의의
 - 영국에서도 이사는 회사의 이익에 따라 행위할 의무를 부담한다고 보지만, 전통적으로 현재와 장래의 주주의 이익을 가지고 회사의 이익을 인식하였음.
 - 2006년 회사법 개정 과정에서 계몽된 주주가치 이론을 수용하여 이사가 고려해야 하는 이해관계자의 이익을 열거하면서도, 그보다 우선시되는 주주 전체의 이익을 상위의 가치로 명시함.

- 영국 회사법 제172조 제1항 f호 (회사의 주주들 사이에서 공정하게 행위할 필요성)
 - 이를 통해 이사들은 (소수)주주들이 어떤 회사거래의 구조, 신주 발행 또는 정보 부족(정보에 대한 차별적 접근)으로 불이익을 받지 않도록 할 필요가 있음.
 - 뒤에서 볼 주주의 구제수단으로서의 불공정한 침해 청구(unfair prejudice petition)와 결합하여 신주발행, 합병 등에서 불이익을 받은 소수주주를 보호할 수 있는 근거로 활용될 수 있음.

2. 주주를 위한 영국 회사법 특유의 구제수단으로서의 불공정한 침해 청구²⁾

- 영국 회사법 제994조 제1항의 조문
 - A member of a company may apply to the court by petition for an order under this Part on the ground-

(a) that the company's affairs are being or have been conducted in a manner that is unfairly prejudicial to the interests of members generally or of some part of its members (including at least himself), or

(b) that an actual or proposed act or omission of the company (including an act or omission on its behalf) is or would be so prejudicial.

- 주주의 구제수단으로서의 절차법적 의의에 더하여 이사의 일반적인 의무를 보완(보충)하는 실체법적 의의
 - 불공정한 침해 청구에 관한 영국 회사법 제994조는 주주의 구제수단으로서의 절차법적 의의 이외에도 이사의 일련의 일반적인 의무를 규정한 영국 회사법 Part 10 (제171조

2) 보다 상세한 내용은, 줄고, “영국 회사법상 주주를 위한 법적 구제수단으로서의 불공정한 침해(unfair prejudice) 법리에 관한 연구”, 상사법연구 제40권 제2호 (2021)를 참고할 수 있음.

이하)을 보충하는 실체법적 의의도 가진다고 인정됨. 이러한 점에서 이사의 일반적인 의무를 규정한 Part 10 이외에 제994조의 불공정한 침해 청구 규정과 그 사례를 실체적인 광의의 이사의 의무로 간주하기도 함.³⁾

■ 청구권자로서의 주주

- 명문으로 배제하는 규정은 없지만, 지배주주는 의결권 행사로서 회사업무수행을 결정하거나 바로잡을 수 있으므로 불공정한 침해 청구를 이용할 실익은 별로 없을 것임. 따라서 불공정한 침해 청구는 주로 소수주주를 보호하기 위한 구제방법이라 할 수 있음.

■ 청구의 대상으로서의 회사의 업무수행

- 청구의 대상으로서 ‘회사의 업무수행(conduct of the company’s affairs)’은 그 범위가 넓어서 이사로서 권한을 행사하였든, 지배주주로서 권한을 행사하였든, 아니면 그 두 가지가 혼용되었든, 회사의 지배세력이 회사의 업무를 수행하는 행위들을 광범위하게 포섭할 수 있음.
- 회사의 업무라 할 때, 그 범위는 거래상의 문제에만 국한되는 것이 아니라, 자본구조, 배당정책, 의결권, 기업인수 제안에 대한 검토 등을 포함하여 이사회에의 검토 대상이 될 수 있는 모든 문제를 대상으로 할 수 있음.

■ 주주의 이익에 대한 불공정한 침해의 개념과 판단기준

- 침해(prejudice)의 개념과 관련하여, 영국 법원은 문제가 된 회사의 행위가 청구인에게 손해를 입히거나 청구인의 주식 가치를 심각하게 위태롭게 할 것까지 요구하는 것은 아니고 손해는 침해의 여러 유형 중 한 가지 예에 불과하다고 함. 즉 침해는 손해에까지 이르지 않는 다양한 소수주주의 불이익을 포괄할 수 있는 개념임.
- 불공정성이라는 개념이 회사법 규정에 포함된 것은 법원으로 하여금 형식적이고 기술적인 협의의 법적 권리 내지 위법성 판단에 제약받지 않고 정의와 형평에 부합한다고 판단하는 해결책을 탄력적으로 도모할 수 있도록 법원에 광범위한 재량을 부여하기 위함. 즉 불공정성은 위법성(불법성)에까지 이르지 않는 경영자 또는 지배주주 측의 다양한 형태의 부당한 행위를 포섭할 수 있음.
- 주주의 이익을 불공정하게 침해하였는지 여부를 판단하는 기준을 설명하는 것은 주주

3) John Lowry and Arad Reisberg, *Pettet’s Company Law: Company Law & Corporate Finance* (Pearson, 2012), 159: “[T]he availability of the unfair prejudice remedy is relatively unrestricted. This, coupled with the wideness and flexibility of the substantive law of unfair prejudice, means that if directors approach their responsibilities solely through the perspective of the traditional duties restated in Part 10 of the 2006 Act they will be under-informed.”

의 이익을 어디까지 볼 수 있는냐의 문제와 결합하여 매우 복잡한 분석을 필요로 함.

- 불공정한 침해 여부의 판단을 위해서는 법원이 고려해야 할 정당한 기대와 형평법적 요소가 있었는지 여부를 판단하는 것이 필요함.
- 불공정한 침해 청구에 관한 규정은 포괄적이고 광범위하므로, 이사가 의무를 위반했거나 회사가 정관규정이나 기타 관련된 공식적인 합의를 위반한 경우에만 불공정한 침해를 인정할 수 있는 것은 아님. 즉 불공정한 침해는 회사법상의 규범이나 정관상의 규정을 위반하는 기존의 '위법성'을 전제로 한 개념이 아닌 것임. 그렇다고 청구인의 정당한 기대 또는 형평법적 요소를 기초로 불공정한 침해를 인정할 수 있는 (정관상 적법한 다수의 권한행사를 제한하거나 보충하는 의미의) 비공식적인 합의나 약속이 쉽게 인정될 수 있는 것은 아니고, 그러한 비공식적인 합의의 존재가 증거법적으로 입증되어야 불공정한 침해를 인정할 수 있음. 결국 불공정한 침해는 정관과 법률에 의해 적법하게 인정된 지배주주와 경영진의 권한행사와 비공식적인 합의 또는 형평법적 정신에 기반한 소수주주의 정당한 기대 사이의 균형을 피하는 구제 방법으로 이해하는 것이 적절할 것임.

■ 불공정한 침해 청구의 구체적인 사유

- 신주발행: 신주 발행과 배정에 있어 이사회가 신인의무를 위반하여 소수주주의 주식가치를 희석시키는 등의 숨은 동기를 가지고 결정하였다면 이는 그 소수주주의 이익을 불공정하게 침해한 것이 될 수 있음.
- 조직변경: 지배주주가 합병 등 회사조직개편을 통해 주주로서의 지위를 계속 유지하려는 소수주주를 축출하려는 경우도 불공정한 침해가 문제될 수 있음.
- 배당금 미지급: 배당금 미지급을 이유로 한 불공정한 침해 청구는 이사의 보수와 주주들에 대한 배당금 사이에 불균형이 있을 때 자주 문제되는데, 구체적으로 회사의 이사를 맡고 있는 주주들에게 이사로서의 보수를 과도하게 지급하면서도 주주들에 대한 배당은 결정하지 않음으로써 이사가 아닌 주주들이 회사의 이익을 전혀 분배받지 못할 때 불공정한 침해 청구가 자주 제기됨.
- 회사 자산과 사업기회의 유용: 회사를 운영하는 지배주주 측이 그 회사의 사업기회 또는 자산을 자신들이 소유하는 다른 회사로 유용한 경우도 불공정한 침해 청구의 대상이 될 수 있음.

II. 시사점 및 토론

- ▶ 전세계 주요 국가 중 주주우선주의에 가장 가깝다고 평가받는 영국의 회사법상으로도 **이사의 의무 상대방**은 회사임(이는 영국 회사법 제170조 제1항에 명시적으로 규정되어 있음). 다만 앞서 본 영국 회사법의 주요 규정을 살펴보면, 주주(전체의) 이익을 고려(보호)할 의무는 **이사의 의무 내용**에 반영되어 있다고 보아야 할 것임. 더 나아가 주주들 사이에서 공정하게 행위할 의무 또는 주주들을 공정하게 대우할 의무 역시 **이사의 의무 내용**에 포함되어 있다고 보아야 할 것임.

 - 현재 발의된 우리나라 상법 개정안의 내용 중 주주를 이사 의무의 (직접) 상대방으로 의도하는 부분은 세계적으로 주주우선주의에 가장 가깝다고 평가받는 영국 회사법 체계에서도 수용되기 어려울 것임. 또한 (주주 전체가 아닌) 개별 주주의 이익을 보호대상으로 의도하는 듯한 ‘주주의 비례적 이익’이라는 문언 역시 비교법적으로 그 타당성을 인정받기 어려울 것임.
 - 그렇다고 하여, 지난 수십년 간 금융경제학, 재무이론 등 인접 학문 분야에서 이론적으로나 실증적으로 검증되었을 뿐만 아니라 해외의 저명한 회사법학자에 의해서도 자주 인용되는 ‘회사지배구조에서 주주가 차지하는 위상과 지위’가 이사의 의무에 관한 입법논의에서 누락되거나 소홀히 다루어져서는 안 될 것임.
- ▶ 회사지배구조는 주주와 채권자 등 투자자들이 이사와 지배주주 등 경영자들에 의한 수용(expropriation) 또는 사익추구로부터 스스로를 보호하는 일련의 기제를 말하고, **법률과 그 집행을 통한 투자자보호**야말로 회사지배구조에 대한 법적 접근방식의 핵심이라 할 수 있음.⁴⁾

 - 투자자보호를 위한 회사법적 접근방식으로는 ‘Rule-based’ 접근방식과 ‘Standard-based’ 접근방식이 있을 수 있음. 현재 우리나라 상법상의 접근방식은 기본적으로 ‘Rule-based’라 할 것임. 그 동안 우리나라에서는 자사주 처분, 실권주 처분, 물적 분할, 합병비율 산정 등 주주의 이익 관점에서 논란의 대상이 되는 이슈가 새로이 제기될 때마다 항상 소모적인 상법 개정 논쟁이 있어 왔고 앞으로도 이러한 혼란은 반복될 것임. 이는 Rule-based 접근방식의 근본적인 한계라 할 수 있음.
 - 여러 구미 연구결과에 의해 투자자보호의 관점에서 더 효율적인 법률시스템을 갖췄다고 평가받는 국가들은 소수주주 보호를 위해 주로 Standard-based의 법적인 행동전략을 폭넓게 이용함. 소수주주의 이익 침해가 문제될 수 있는 자본거래나 자기거래 등은 복잡하고 은밀하게 이루어지는 경향이 있기 때문에 Rule-based보다는 **Standard-based**에 입각하여 문제된 거래의 위법 여부를 사후적으로 법원이 결정하

4) Rafael La Porta et al, “Investor Protection and Corporate Governance” (2000) 58 Journal of Financial Economics 3 등.

도록 함으로써 입법자보다 법원으로 하여금 개별 사건을 통해 새로운 이슈에 탄력적으로 대응하도록 하는 시스템이 더 효율적일 수 있기 때문이다.

- 투자자보호 관점에서 Standard-based 접근방식은 필요하고 그러한 접근방식의 일환으로 상법상 일반조항에서 주주의 지위와 위상을 언급할 필요성은 있을 것임. Standard-based 접근방식이라는 거창한 용어를 굳이 사용하지 않더라도, 회사법 이론과 강의에서 수많은 주주의 권리와 권한을 다루고 있음에도 그것을 포섭하는 (주주의 지위와 위상에 관한) 상법상의 일반조항이 없는 것이 오히려 이상할 것임.
- ▶ 현행 상법상 이사의 의무에 관한 조항은 시대에 뒤떨어지고 전세계적으로 회사법학이나 인접 학문분야에서 지난 수십 년간 성취한 눈부신 연구성과를 전혀 반영하지 못하고 있음. 이사의 선관주의의무는 개인 간의 관계를 규율하는 민법상 위임에 관한 규정이 준용되고 있을 뿐이고 이사의 충실의무는 판례상으로 독자적인 의미를 부여받지 못하고 있음. 이런 상태에서 단순히 기존 법문에 주주의 이익을 추가하는 형식의 법개정은 바람직하지 않고 혼란만 가중시킬 수 있음.
 - 현재 상태의 상법상 이사의 의무 규정을 계속 유지할 수는 없을 것임. 입법적으로 이사의 주의의무와 충실의무 규정을 내용적으로 좀 더 충실하게 보완해야 하고, 그 과정에서 (이사의 의무 상대방이 아닌) **이사의 의무 내용의 일부로서** 이사가 회사를 위해 직무를 수행함에 있어 **‘주주 (전체)의 이익을 고려하여야 한다’**거나 **‘주주들 사이에서 공정하게 행위해야 한다’**는 내용 정도는 포함할 수 있을 것임. 이는 복잡한 법경제학모델이나 재무이론을 굳이 거론하지 않더라도 주식회사의 본질, 주식회사의 영리성 등에서 당연히 도출될 수 있는 명제를 명문의 규정을 통해 재확인하는 것으로서 논란의 대상이 될 문제가 아니라고 보임.
 - 그리고 위와 같이 이사의 의무에 관한 일반규정을 개정함에 있어서는 이미 주요 국가의 제정법에 반영되어 있는 경영판단원칙도 명문화하여 이사의 정상적인 경영상 결정으로 인한 법적 위험을 완화할 필요성도 있을 것임.