

2015년 추계공동학술대회

# 글로벌 시대, 주주권 보호와 경영권 방어 의 조화를 위한 회사법리의 재구성

- 일 시 : 2015년 10월 23일(금) 13:30~18:00
- 장 소 : 국회의원회관 제3세미나실

주최

社團 韓 國 商 事 法 學 會  
法人 Korea Commercial Law Association



국회입법조사처



서강대학교 법학연구소

정갑윤 국회 부의장, 이상민 국회 법제사법위원장, 우윤근 새정치민주연합 의원

# 글로벌 시대, 주주권 보호와 경영권 방어 의 조화를 위한 회사법리의 재구성

- 일 시 : 2015년 10월 23일(금) 13:30~18:00
- 장 소 : 국회의원회관 제3세미나실

주최

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



국회입법조사처



서강대학교 법학연구소

정갑윤 국회 부의장, 이상민 국회 법제사법위원장, 우윤근 새정치민주연합 의원



## 한국상사법학회 2015년 추계공동학술대회 일정안내

**대주제 : 글로벌 시대, 주주권 보호와 경영권 방어 조화를 위한 회사법리의 재구성**

개회식 일정	
◆ 일	시 : 2015. 10. 23(금), 13:30~18:00
◆ 장	소 : 국회의원회관 제3세미나실
◆ 주	최 : (사)한국상사법학회, 국회입법조사처, 서강대학교 법학연구소, 정갑윤 국회 부의장, 이상민 국회 법제사법위원장, 우윤근 새정치민주연합 의원
- 등 록 : 13:30~13:50	
- 개회식 : 13:50~14:00	
* 개회사 : 신현윤 한국상사법학회 회장	
* 환영사 : 정갑윤 국회 부의장 이상민 국회 법제사법위원장 우윤근 새정치민주연합 의원 임성호 국회입법조사처장	
* 축 사	장덕조 서강대 법학연구소장 <span style="float: right;">전체사회 : 장근영(연구이사)</span>

학술대회 일정					
세션	발표자	주제	사회자	토론자1	토론자2
<b>주제 발표</b>					
<b>제1세션</b> 14:00-14:50	이상훈 교수 (경북대)	삼성물산 합병을 통해 바라본 상법상 주주이익 보호의 문제점과 개선방향	최완진 교수 (한국외대)	김우찬 소장 (경제개혁연구소)	최승재 원장 (변협 법제연구원)
<b>제2세션</b> 14:50-15:40	양기진 교수 (전북대)	삼성물산-엘리엇 분쟁을 중심으로 본 경영권분쟁 관련제도 개선방향	권태신 원장 (한국경제연구원)	정우용 전무 (상장협)	정준우 교수 (인하대)
<b>Coffee break (15:40-16:00)</b>					
<b>제3세션</b> 16:00-16:50	안수현 교수 (한국외대)	기업지배구조법제 형성에 관한 고찰 -최근의 의원발의 법률안을 소재로 검토	박경서 원장 (한국기업지배구조원)	이상복 원장 (서강대)	김지평 변호사 (김앤장)
<b>제4세션</b> 16:50-17:40	노혁준 교수 (서울대)	기업재편의 활성화와 그 딜레마 -회사분할, 주식양수도에 관한 회사법 개정안들을 중심으로	신인석 원장 (자본시장연구원)	강희주 변호사 (광장)	황현영 입법조사관 (국회입법조사처)

◆ 종합토론 및 폐회 : 17:40~18:00

◆ 폐회식 및 만찬 : 18:00~20:30



# 글로벌 시대, 주주권 보호와 경영권 방어의 조화를 위한 회사법리의 재구성

## 목 차

- ◆ 개회사 : **신현윤** 한국상사법학회 회장
- ◆ 환영사 : **정갑윤** 국회 부의장  
**이상민** 국회 법제사법위원장  
**우윤근** 새정치민주연합 의원  
**임성호** 국회입법조사처장
- ◆ 축 사 : **장덕조** 서강대 법학연구소장

### [제1세션]

- 발표 : 삼성물산 합병을 통해 바라본  
상법상 주주이익보호의 문제점과 개선방향 .....3  
**이상훈** 경북대학교 교수
  
- 토론1 **김우찬** 경제개혁연구소 소장 .....29
- 토론2 **최승재** 대한변호사협회 법제연구원 원장 .....33

### [제2세션]

- 발표 : 삼성물산-엘리엇 분쟁을 중심으로 본  
경영권분쟁 관련제도 개선방향 .....39  
**양기진** 전북대학교 교수
  
- 토론1 **정우용** 한국상장회사협의회 전무 .....71
- 토론2 **정준우** 인하대학교 교수 .....81

**[제3세션]**

발표 : 기업지배구조법제 형성에 관한 고찰 .....91  
-최근의 의원발의법률안을 소재로 검토-  
안수현 한국외국어대학교 교수

토론1 이상복 서강대학교 법학전문대학원 원장 ..... 131  
토론2 김지평 김앤장 법률사무소 변호사 ..... 133

**[제4세션]**

발표 : 기업재편의 활성화와 그 딜레마 ..... 143  
-회사분할, 주식양수도에 관한 회사법 개정안들을 중심으로-  
노혁준 서울대학교 교수

토론1 강희주 법무법인 광장 변호사 ..... 179  
토론2 황현영 국회입법조사처 입법조사관 ..... 185

# 개 회 사



한국상사법학회 회장 신 현 윤

결실의 계절 가을을 맞이하여 여러 가지 바쁘신 일정 가운데 2015년 한국상사법학회 추계 공동학술대회에 참석하신 여러분들께 감사드립니다.

우리 상사법학회에서는 이번 학술대회의 주제를 「글로벌 시대, 주주권 보호와 경영권 방어의 조화를 위한 회사법리의 재구성」으로 선정하였습니다.

잘 아시는 바와 같이 주주권 보호와 경영권 방어의 문제는 오늘날 단순히 개별기업의 지배구조 측면에서 뿐만 아니라 국민경제에도 커다란 영향을 미치고 있습니다. 더구나 글로벌 경제시대에 주주권 보호와 경영권 방어를 둘러싼 이해관계인의 다툼은 얼마 전 삼성물산과 제일모직의 합병사건에서도 나타난 바와 같이 국내자본과 국외자본 간의 대결 양상으로 비춰질 정도로 국내외 시장에 많은 관심의 대상이 되고 있습니다. 오늘날 주주와 채권자 보호라는 대명제를 실현해야 하는 상법의 관점에서는 주주평등의 대원칙 하에서 주주의 권익이 최대화되도록 하는 동시에, 다른 한편으로는 단기간에 주식을 매입해 회사 경영권을 공격하는 헤지펀드로부터 국내 기업의 경영권을 방어할 수 있는 제도적 방안을 강구해야 할 과제를 안고 있습니다.

지난 1957년에 설립된 이래 상사법 발전의 선도적 역할을 담당해 온 우리 한국상사법학회는 기업활동의 기본법으로서의 상법이 명실 공히 '살아있는 법'으로서 기능할 수 있도록 부단히 노력해 왔으며, 앞으로도 상법이 경제의 글로벌화와 기업환경 변화의 시대적 요청에 부응할 수 있도록 맡겨진 소임을 다해 나갈 것입니다. 이러한 의미에서 오늘 주주권 보호와 경영권 방어의 조화를 위한 회사법리의 재구성을 주제로 하는 추계학술대회는 학술적으로 뿐만 아니라 주주로서 자신의 정당한 이익을 보호받으려는 투자자들과 국내외적으로 치열한 경쟁에서 경영권을 지키려는 우리 기업들에게 많은 시사점을 줄 것으로 기대됩니다.

아무쪼록 오늘 학술대회의 발표와 토론을 통해 상사법의 현안과제에 관한 지식을 충전하시고, 우리 모두의 지혜를 모아주시길 부탁드립니다. 마지막으로 이처럼 의미 있는 학술행사를 공동개최할 수 있도록 허락해주신 정갑윤 국회부의장님, 이상민 국회 법제사법위원장님, 우윤근 새정치민주연합 의원님과 임성호 국회 입법조사처장님, 그리고 장덕조 서강대학교 법학연구소장님께도 감사의 인사를 드립니다.

2015. 10. 23.  
한국상사법학회 회장 신 현 윤 배상

# 환영사



국회부의장 정갑윤

안녕하십니까!

국회부의장 정갑윤입니다.

오늘 「글로벌 시대, 주주권 보호와 경영권 방어의 조화를 위한 회사법리의 재구성」 세미나를 위해 귀한 걸음 해 주신 여러분께 감사드립니다.

또한, 공동으로 세미나를 개최한 이상민 법제사법위원장님, 우윤근 의원님, 국회입법조사처, 한국상사법학회, 서강대 법학연구소 그리고 사회, 발표 및 토론을 맡아주신 여러분 모두 고맙습니다.

현재 대한민국 경제는 ‘단군 이래 최악’ 이라는 말이 나올 정도로 매우 어렵습니다. 이 때 우리 국가가 해야 할 일은 침체된 경제를 살리기 위한 일자리 창출, 과감한 투자 등 우리 기업들이 마음 놓고 경영할 수 있는 환경을 조성해 주는 것입니다.

최근 삼성과 엘리트 사건, 그리고 과거 SK와 소비린, KT&G와 칼 아이칸 사건 등 외국투기자본이 우리 기업들의 경영권을 위협하는 일들이 계속되고 있고, 앞으로도 이런 일은 우리 기업들에게 얼마든지 일어날 수 있습니다. 그런데 문제는 우리나라 상장회사 약 1,800여개 중 86%인 1,550여개 기업은 경영권 방어 능력이 절대적으로 부족하다는 현실입니다. 이런 상황에서 경영권을 위협받는다면, 우리 기업들이 자신의 본업에 충실하지 못하고 경영권을 방어하느라 소모적인 시간과 비용을 지출해야 한다는 어려움이 있습니다.

그래서 저는 지난 8월 차등의결권과 신주인수선택권을 도입하여 국내 기업들의 경영권 방어를 돕고자, 상법 개정안을 발의했습니다. 그렇지만 동 제도를 도입하기 위해서는 법리적 측면에서나 사회적·경제적 측면에서 고려할 사항이 많을 것입니다. 특히, 기업경영의 효율성과 주주 보호라는 양 대척점에 있는 법익을 동시에 추구하는 것은 무척이나 어려운 일입니다. 이에 대한 충분한 논의가 필요하며, 사회적 공감대가 반드시 이루어져야 할 과제입니다.

그런 의미에서 주주권 보호와 경영권 방어의 조화를 논의하는 오늘의 세미나가 더욱 의미가 있다고 생각합니다. 아무쪼록 오늘의 세미나를 통해, 기업의 경영진과 주주들 모두에게 도움이 되는 방향으로 의미 있는 결과가 도출되기를 기대해 봅니다.

끝으로 바쁘신 가운데도 불구하고 참석해 주신 모든 분들께 다시 한 번 감사드리며, 여러분 모두의 가정에 늘 건강과 행운이 가득하시길 기원합니다.

감사합니다.

2015. 10. 23.  
국회부의장 정갑윤

# 환영사



국회법제사법위원장 이상민

안녕하십니까? 이상민입니다.

오늘 「글로벌 시대, 주주권 보호와 경영권 방어 조화를 위한 회사법리의 재구성」 세미나에 참석해 주신 여러분께 감사드립니다. 세미나를 공동개최하는 정갑윤 부의장님, 우윤근 의원님, 국회입법조사처, 한국상사법학회, 서강대 법학연구소에도 감사의 말씀 드립니다.

우리 기업은 ‘한강의 기적’이라 불리우는 세계 역사에 유래 드문 경제 성장을 이룩한 주역이고, 우리나라가 세계적인 경제 선진국으로 도약하도록 지금도 중요한 역할을 수행하고 있습니다.

그러나 우리의 기업환경은 새로운 경제 패러다임의 전환기에 놓여있습니다. 글로벌 시대에 우리 기업이 경쟁력을 갖추기 위해서는 적극적으로 주주를 중시하는 경영을 통해 투자증대를 이끌고 변화하는 글로벌 환경에 능동적으로 대처하여야 할 것입니다.

이는 또한 우리 상법의 과제이기도 합니다. 기업하기 좋은 환경을 조성하는 동시에, 기업에 투자한 주주들의 권익도 적극적으로 보호하는 것이 필요합니다. 오늘의 세미나를 통해 논의된 주주권 보호와 경영권 방어 조화에 대한 합리적 대안들이 도출되어, 국회의 입법과정에서도 잘 반영될 수 있기를 기대해 봅니다.

바쁘신 중에도 귀한 시간을 내주신 내외 귀빈 여러분과 주제발표, 사회 그리고 토론을 맡아주신 전문가 여러분께도 감사의 말씀을 드립니다. 감사합니다.

2015. 10. 23.  
국회법제사법위원장 이상민

# 환영사

안녕하십니까!

국회 법제사법위원회 우윤근입니다.



새정치민주연합 국회의원 우 윤 근

오늘 「글로벌 시대, 주주권보호와 경영권방어의 조화를 위한 회사법리의 재구성」 세미나를 위해 귀한 걸음 해 주신 여러분께 환영과 감사의 말씀을 올립니다. 학계에서 한국상사법학회와 서강대 법학연구소, 또 우리 국회에서 존경하는 정갑윤 부의장님, 이상민 법제사법위원장님, 국회입법조사처와 함께 귀한 행사를 주최하게 되어 기쁩니다.

그리고 세미나에 자리해 주신 관계자 여러분, 기업 지배구조 개선에 관심을 가지고 찾아주신 연구자들과 시민들께 감사드립니다. 학술대회를 공동주최하여 국회에서 귀한 분들을 뵈 수 있어 참으로 영광입니다.

## 기업 지배구조 개선!

최근 삼성물산과 엘리트의 합병분쟁, 여전히 진행 중인 롯데그룹의 경영권 분쟁 등 회사법 관련 이슈에 대한 사회적 관심이 높아졌고 무엇인가 제도적 개선이 필요하다는 공감대는 형성된 것 같습니다.

IMF 외환위기 이후 우리나라 기업생태계의 체질 개선이 필요하다는 요구는 끊이지 않았고 일부 제도개선도 있었지만 여전히 부족한 점이 많습니다.

오늘 이 자리에는 우리나라 학계를 대표하는 상사법학회 분들이 계시고 기업을 대변하는 분과 시민단체 분들도 함께하고 있습니다. 오늘 세미나에서 합리적인 토론을 통해 실현 가능한 개선방안을 도출하는 성과가 있기를 진심으로 기대합니다.

특히 제3주제인 기업지배구조 개선과 관련해서 지난 5월 제가 상법개정안을 대표발의(공동발의: 국회의원 노영민·박광온·박완주·박지원·서영교·안규백·유성엽·이원욱·이춘석·임내현·전해철·홍중학; 가나다순) 하기도 하였습니다.

자본 독점 해소를 위해, 또 우리 경제를 살리기 위해 기업지배구조 개선은 더 이상 늦출 수 없는 시대적 과제입니다. IMF 외환위기 이후 2008년 세계적인 경제위기까지 겪으면서 ‘글로벌 스탠다드’ 를 외쳤지만 일부 재벌기업들의 잘못된 관행은 여전히 달라지지 않았습니다.

뛰어난 재벌총수 1인에 의한 독단적 경영이 아니라 합리적인 시스템에 의해 움직이는 기업으로 업그레이드되어야 합니다.

이제라도 지배구조를 개선해야 합니다. 이는 기업을 힘들게 하려는 것이 아닙니다. 소수주주들의 권한을 강화하는 의미만도 아닙니다. 기업 지배구조 개선은 우리 기업의 체질을 개선하여 건전하고 합리적인 경영을 유도함으로써 기업생태계를 변화시킬 것입니다.

이를 통해 우리 경제가 활력을 얻을 것으로 기대합니다.

오늘 이 자리에서 주주권 보호, 경영권 방어, 기업지배구조 개선, 기업의 조직재편에 관하여 제시된 다양한 의견들을 깊이 새겨 국회 심사과정에서 충실히 논의하고 입법할 수 있도록 최선을 다하겠습니다.

감사합니다.

2015. 10. 23.  
새정치민주연합 국회의원 우 윤 근

# 환영사



국회입법조사처장 임 성 호

안녕하십니까?

국회입법조사처장 임성호입니다.

오늘 국회에서 「글로벌 시대, 주주권 보호와 경영권 방어의 조화를 위한 회사법리의 재구성」에 관한 세미나를 정갑윤 국회 부의장과 이상민 국회법제사법위원장, 우윤근 국회의원, 한국상사법학회, 서강대 법학연구소와 공동으로 개최하게 된 것을 기쁘게 생각합니다.

최근 대기업의 합병과 경영권 분쟁이 사회적 이슈로 부각되면서 경영권과 주주권 등 회사법에 대한 관심이 높아지고 있습니다.

그러나 경영권은 ‘방어’라는 측면에서, 주주권은 ‘보호’라는 측면에서 각각 논의가 이루어지고 있을 뿐, 이들의 조화를 통한 글로벌 경쟁력 강화방안은 연구가 부족한 실정입니다.

이에 경영권 방어와 주주권 보호를 다양한 측면에서 조망하고 합리적인 조화방안을 모색하고자 세미나를 개최하게 되었습니다.

오늘 세미나가 우리나라의 기업 발전을 위한 소중한 밑거름이자, 주주권 보호와 경영권 방어의 조화를 모색하는 자리가 되기를 진심으로 기대합니다.

바쁘신 중에도 귀한 시간을 내주신 내외 귀빈 여러분과 주제발표, 사회 그리고 토론을 맡아주신 전문가 여러분께도 감사의 말씀을 드립니다. 아울러 함께 세미나를 기획하고 준비해주신 정갑윤 부의장님, 이상민 법제사법위원장님, 우윤근 의원님, 한국상사법학회, 서강대 법학연구소 관계자 여러분께도 감사의 인사를 드립니다. 감사합니다.

2015. 10. 23.  
국회입법조사처장 임 성 호

# 축 사



서강대학교 법학연구소 소장 장 덕 조

안녕하십니까?

서강대학교 법학연구소 소장 장덕조입니다.

서강대학교 법학연구소가 상법 학계를 대표하는 학회인 한국상사법학회와 기업 관련 법제의 중요한 쟁점인 주주권 보호와 경영권 방어의 조화라는 주제 하에, 우수한 학자들과 법조인들을 모시고 학술대회를 개최하게 되어 자랑스럽게 생각합니다.

오늘 학술대회의 결과 우리의 실정과 어울리는 합리적이면서도 바람직한 개선방향이 도출된다면 결국에는 국회의 입법 과정으로 귀결되어야 하는 만큼, 오늘 이 자리를 정갑윤 국회 부의장님과 이상민 국회 법제사법위원장님, 우윤근 국회의원님, 국회입법조사처와 함께 하게 된 것은 무척이나 뜻 깊다고 하겠습니다. 오늘의 학술대회가 우리나라의 경제발전과 우수한 상사법제 마련에 중요한 디딤돌이 되기를 고대합니다.

감사합니다.

2015. 10. 23.  
서강대학교 법학연구소 소장 장 덕 조

## 제1세션

# 삼성물산 합병을 통해 바라본 상법상 주주이익 보호의 문제점과 개선방향

발표자 : 이상훈 교수(경북대)

토론자 : 김우찬 소장(경제개혁연구소)/ 최승재 원장(변협 법제연구원)

사회자 : 최완진 교수(한국외대)



# 삼성물산 합병을 통해 바라본 상법상 주주이익 보호의 문제점과 개선방향

이 상 훈

(경북대 법학전문대학원 교수)

## [ 요약 ]

주주이익의 관점에서 본 2015년 제일모직과 삼성물산 합병의 본질적인 쟁점은 삼성물산의 비계열 소수주주들과 그룹 대주주 사이의 이해상충 및 부의 이전 여부이다. 구체적으로는 삼성물산 측의 자산가치 및 프리미엄 회수를 위한 대안탐색의무, 거래의 타이밍과 정보공개의무 등이다.

그러나 이러한 점들은 엘리엇이 제기한 소송에서 충분히 조명되지 못하였다고 보는데 그 주된 이유는 주주이익이 상법상 보장되지 못하기 때문이다. 대법원 판례와 상법의 태도 때문인데, 우선 현재 대법원 판례는 법인과 주주의 법인격이 준별된다는 이유로 주주간 부의 이전문제를 이사의 선관의무 보호범위에서 배제함으로써 주주간 부의 이전과 소액주주 보호문제는 법의 보호의 사각지대에 놓여 있다. 대법원은 경영진이 주주에게 유리한 결과를 추구하더라도 배임이 될 수 있고, 반대로 주주에게 손해가 나더라도 배임의 책임을 지지 않을 수 있다고 하였는데 이는 주주권익이 존중받지 못하고 기업경영에 엄청난 불확실성이 존재함을 뜻한다. 이것은 한국 증시의 코리아디스카운트의 주원인이라 판단되므로 조속히 변경될 필요가 있다고 본다. 한편, 기업집단의 대주주와 소수주주 사이의 이해상충 대처가 미흡한 현행 상법의 개정도 고려될 필요가 있다. 대표적인 기업법제인 공정거래법, 자본시장법, 세법은 모두 기업집단, 계열사 중심의 기업현실을 인정하고 이를 실체로 인정하여 규제대상으로 삼고 있다. 그러나 정작 기업법의 만형이라 할 상법은 계열사와 특수관계인이란 개념을 알지 못하여 기업집단 대주주와 소수주주간의 이해상충과 부의 이전 문제에 손을 놓고 있는 형국이다. 그러다 보니 이 문제는 국세청, 공정거래위원회, 검찰, 금융위원회 등 공법규제만 바라보는 상황이 연출되곤 하는데 주주간 부의 이전 문제를 행정기관에게만 기대할 수는 없으며 지나친 의존은 과잉규제 부작용을 야기할 수도 있다. 따라서 이 문제는 私法인 상법이 주도적으로 해결해야 한다고 본다.

요컨대, 주주이익 보호를 위한 핵심적인 과제는 상법에서 동일인-계열사 등 기업집단 중심의 기업현실을 있는 그대로 받아들이고, 대법원도 주주간 이해상충과 부의 이전 문제를 회사법이 정면으로 다루어야 할 문제로 인정하여 받아들이

는 일이다. 미국의 Weinberger vs. UOP판결에서 보듯이 주주이익 포함기준에 의하면 지배주주의 합병타이밍 선택 경위, 거래구조 설정경위, 정보공개 정도 등이 쟁점화되고 입증책임 전환도 가능한데 우리나라의 대법원 판례하에서는 어렵다. 주주간 이해상충상황에서 주주의 비례적 이익 보호를 이사의 선관의무로 인정하는 주주이익 포함기준을 법개정 및 해석론으로 채택하여 기업집단 대주주와 소수주주 사이의 부당한 부의 이전을 방지하는 일이 가장 중요하고 시급한 일이라고 본다.

한편, 이러한 정비가 선행되지 아니한 채 이사의 경영권 보호책 강화를 도입하는 것은 법인이익이라는 명분하에 기업집단 대주주에게 부가 부당하게 이전되도록 문호를 열어주는 결과를 초래할 위험이 있다. 경영권 방어 논의는 주주를 위한 선관의무를 인정하여 주주간 부의 부당한 이전 방지책이 구비된 뒤 그 원칙하에 논의하는 순서가 바람직하다.-끝-

[ 目 次 ]

- I. 삼성물산 합병 - 주주이익 관점에서 바라본 분쟁의 본질과 쟁점
- II. 소홀한 주주이익 보호 - 두 가지 문제점
- III. 대법원 입장(법인이익-계좌기준)의 내용과 문제점
- IV. Weinberger v. UOP의 시사점: 절차적 공정성 - 합병의 타이밍과 정보공개 등
- V. 상법의 개정 필요성
- VI. 결론 - 경영권 보호 주장과 주주이익보호론과의 조화

**I. 삼성물산 합병 - 주주이익 관점에서 바라본 분쟁의 본질과 쟁점**

2015년 초여름 삼성물산과 제일모직의 합병건(이하 “삼성물산 합병”이라 함)은 엘리엇이 소송을 벌이면서 대한민국 신문의 주요지면을 연일 장식하였다. 당시 언론에 따르면 자본시장법상 합병비율 규정 준수의 문제점 여부와 자사주의 KCC 매각의 적정성이 소송의 주요 쟁점이었던 것으로 보인다. 그러나 이들은 다분히 기술적인, 종된 혹은 부차적인 쟁점이라고 생각되고, 주주이익의 관점에서 분쟁의 본질적인 쟁점은 달리 설정되고 논의될 사안이었다고 본다.<sup>1)</sup> 주주이익 관점에서 분쟁의 본질은 그룹 대주주와 소주주들간의 부의 이전 문제였다고 본다. 이를 설명하기 위하여 관련된 사실관계를 간단히 정리해 본다.

삼성물산은 총자산 26조, 자기자본 13.5조<sup>2)</sup>인 회사인데, 그 주식이 자본시장법상 합병비율에 따른 합병을 통해 시가총액 8조9천억원 수준<sup>3)</sup>으로 거래가 되었다. PBR(Price Bookvalue

1) 이하의 삼성물산 합병에 대한 필자의 분석은 주주이익 보호를 위한 법리와 제도개선을 위한 학문적인 목적일 뿐, 해당 사안과는 아무런 개인적인 동거나 이해관계가 없음을 밝혀 둔다.  
 2) 삼성물산 합병시 삼성물산 투자자들에게 발송된 제일모직의 투자설명서(이하 “투자설명서”) 제64쪽, 제612쪽

Ratio) 수치상 대략 0.65(=8.9/13.5)의 저평가된 수준으로 팔린 것이다. 비유를 든다면 주머니 속에 13만5천원이 들어 있는 양복을 8만9천원에 판 셈이다. 물론 26조원의 자산이 건설회사 특성상 쉽사리 현금화하기 어려운 것 아닌가 하는 의문이 있을 수 있으나, 자산 중 유동자산이 7.8조, 매도가능증권이 13.6조원이었다<sup>4)</sup>. 특히 보유주식 중 삼성전자 주식은 발행주식총수의 3.51% (5,956,376주)<sup>5)</sup>로 8조4천억원<sup>6)</sup> 상당이었고 이것은 삼성물산의 시가총액과 맞먹는 수준이었다. 당시 삼성전자에 대한 그룹의 지분이 17%에 불과하고 그 중 이건희 회장 지분이 3.38%, 이재용 부회장의 지분이 0.57% 수준<sup>7)</sup>이었던 점에 비추어 이 주식은 그룹차원에서 상당한 물량이었다. 보유 주식 중 삼성에스디에스 주식도 발행주식 총수의 17.08%(13,215,822주)<sup>8)</sup>에 해당하는 물량이었는 데 지분분포상 중요 물량이었다. 여기에 주당단가를 적용한 가치는 약 3조5천억원<sup>9)</sup>에 이른다. 이 두 종목 합계는 프리미엄이 없다고 가정하더라도 시가로 약 12조원 상당이다. 한편, 제일모직은 총자산이 8.2조, 자기자본이 4.8조<sup>10)</sup>였고, 합병발표 1달 전 시가총액은 약 22조8천억원으로<sup>11)</sup> PBR이 대략 4.8(=22.8/4.8)로 삼성물산의 7배 수준이었다.

이러한 사실관계 하에서 합병의 쟁점은 어떻게 보아야 할까? 보는 사람마다 다양한 생각이 있을 수 있겠으나, 필자가 생각하는 주주이익 관점에서의 쟁점은 그룹 대주주와 삼성물산 소수주주들간의 이해상충 및 부의 이전 가능성, 그것을 방지하기 위한 삼성물산 경영진의 대안 탐색과 정보공개 여부의 점이다. 구체적으로 다음 세 가지로 제시된다.

첫째, 자산가치 저평가에 대한 이해상충의 인식 및 그 회수를 위한 대안탐색 노력에 관한 점이다. 당시 삼성물산은 시가총액이 8조9천억원 정도인데, 보유자산 중 삼성전자 주식만 8조4천억원, 삼성에스디에스가 3조 5천억원, 다른 보유 상장 계열사 주식을 다 합치면 13조원 상당의 상장주식을 보유하고 있었다.<sup>12)</sup> 그렇다면 주주이익의 관점에서는, 삼성물산 경영진으로서 8조9천억원 정도로 밖에 값을 안 쳐주는 자본시장법상의 합병 루트로 갈 것이 아니라, 13조원의 상장주식, 8조4천억원의 삼성전자 주식을 자본시장법상의 자산양수도<sup>13)</sup> 방식으로 제일모직에게 매각하여 대금을 회수함으로써 합병비율을 올릴 수 있는 방안을 마련한 뒤 합병에 임하는 등의 2단계 루트 기타 대안 카드를 가지고 협상을 했어야 한다는 지적이 가능하다. 즉 삼성물산 경영진으로서 삼성물산의 86%에 해당하는 비계열 주주들의 이익을 고려한다면 합병이라는 8.9조원의 염가매각 방식에 일방적으로 순응할 것이 아니라, 다른 거래방식 등의 대안을 제시하며(보유주식을 제3에 매각하는 협상카드를 포함) 그 이상을 받아내려고 협상노

3) 투자설명서 제62내지 64쪽에 기재된 삼성물산의 합병당시 발행주식 총수에 합병기준 주가를 곱한 금액임(보통주 및 우선주 합산)

4) 투자설명서 제254쪽,

5) 투자설명서 제254쪽

6) 네이버 증권에 게시된 합병 발표 1개월 전인 2015.4.24. 종가 141만원을 적용한 금액이다.

7) 네이버 증권(<http://finance.naver.com/item/coinfo.nhn?code=005930>)(2015.10.17.확인)

8) 투자설명서 제 254쪽

9) 네이버 증권에 게시된 2015.4.24. 종가 267,500원을 적용한 금액이다.

10) 투자설명서 제254쪽 및 374쪽

11) 투자설명서 제64쪽 발행주식 총수에 네이버 증권에 게시된 2015.4.24. 종가 169,000원을 적용한 금액이다.

12) 투자설명서 제254쪽

13) 자본시장법 시행령 제176조의6 제3항 제1호: 자산양수도 거래의 경우 증권은 시장가격으로 양수하도록 되어 있다.

력과 대안탐색을 수행하였어야 하며 그러한 노력 여부 및 주주들에 대한 그러한 노력의 공개를 통한 이해상충 해소 여부 등이 쟁점이 되어야 한다고 보게 될 것이다(이하 “자산가치 회수-대안탐색의무 쟁점”).

둘째, 프리미엄을 회수할 수 없는 거래구조로 인한 이해상충의 인식 및 그 해소를 위한 노력 여부의 점이다. 당시 제일모직에 대한 그룹의 지분은 총 52.24%였는데, 그 중 이재용 부회장의 지분 23.2%, 이건희 회장 3.44%, 이부진 사장 7.74%, 이서현 사장 7.74% 등 대주주 개인 지분이 42% 포인트로 대부분을 차지하고 있었다. 반면 삼성물산에는 그룹지분이 13.6%에 불과하였고 개인 대주주 지분으로는 이건희 회장의 1.37%가 전부였다.<sup>14)</sup> 그리고 합병후 통합법인에 대한 삼성그룹의 지분은 39.93%대로 상승하고 그 중 개인대주주들의 지분이 최대주주인 이재용 회장 16.4%포인트를 포함하여 합계 30%포인트로 대부분을 차지할 것이 합병전에 이미 예정되어 있었다.<sup>15)</sup> 이렇게 지배주주의 집중도가 높은 법인(제일모직)과 낮은 법인(삼성물산)이 합병을 하면 중력의 법칙에 따라 집중도 높은 법인의 지배주주가 낮은 법인의 지배주주 지위까지 차지하게 되므로 이러한 합병은 집중도가 낮은 법인의 주주들 입장에서 보면 지배권 매각거래에 해당한다.<sup>16)</sup> 그렇다면, 삼성물산의 비그룹 주주들 입장에서는 현재는 지배주주의 지분이 13.6%에 불과하여 향후 경영권 분쟁이 발생하거나 공개매수 등 지배권 주식의 매집이 벌어지면 프리미엄(주당 단가를 초과하는 웃돈)을 받고 주식을 팔 기회가 있는데, 이번 합병은 그러한 웃돈 없이 자본시장법에 따라 단지 시장단가로 13.6%의 기업집단 그룹에게 추가적인 26%(또는 1.37%의 개인대주주 그룹에게 28%)가량의 지배권 물량을 몰아주는 셈이니 그 자체로 프리미엄 영구상실 손해를 초래하는 거래라는 지적이 가능하다.<sup>17)</sup> 반대로 제일모직의 지배주주인 개인 대주주들은 경영권 프리미엄 지불없이 시장단가로 약 26내지 28% 가량의 지배권을 현금한푼 들이지 않고 추가확보하는 이득을 보는 셈이다. 그렇다면 삼성물산의 경영진으로서 이러한 이해상충 가능성을 파악하고 소수주주들의 부가 일방적으로 이전되는 일이 없도록 거래구조를 재설정하거나 대안을 제시하는 등의 방법으로 프리미엄을 받아내도록 노력했어야 할 것으로 보이는데, 경영진이 구체적으로 이러한 이해상충 문제를 어떻게 인식하였으며 86%의 소수주주들을 위하여 어떠한 노력을 수행하고 그러한 점을 투명하게 공개하여 이해상충을 해소하였는지가 쟁점이 되어야 할 것이다(이하 “프리미엄 회수-대안탐색의무 쟁점”).

셋째, 불리한 합병 타이밍 회피 및 정보공개 쟁점이다.

제일모직은 그룹 특히 개인 대주주들의 지분율이 높은 비상장기업이었는데 이건희 회장이 심근경색으로 2014.5.쓰러지고<sup>18)</sup>나서 약 7개월 뒤인 2014년 12월 18일 상장을 하였으며 상장

14) 이상 양사의 지분 분포에 대하여는 투자설명서 제321~322쪽

15) 투자설명서 제328~329쪽

16) 미국의 판례도, 지배주주가 존재하는 법인과 그렇지 않은 법인이 합병할 경우, 그것이 주식교부형 합병(stock-for-stock)이라도 후자 법인의 주주들은 지배주주에게 경영권을 매각하는 효과(sale of control)를 초래하고 이렇게 한번 매각이 일어나면 다시는 프리미엄을 회복할 수 없기 때문에, 이른바 Revlon duty(최고가 매각 추구의무)가 적용되며 따라서 자기거래 이해상충형 합병이 아닌 경영판단원칙이 적용되는 합병인 경우라도 이사는 informed decision을 통해 주주의 주식매각가치를 극대화하도록 노력하며 모든 옵션을 탐색할 의무를 부담한다는 취지로 판시한 바 있다. Paramount Communications Inc., v. QEC Network Inc., 637 A.2d 34 (Del.Supr.1994)참조; Equity-Linked Investors, L.P. v. Adams, 705 A.2d 1040(Del.Ch.1997) 참조 (William W. Bratton, “Corporate Finance - Cases and Materials” 6<sup>th</sup> edition, 1097면에서 재인용)

17) 각주 15항 참조

한지 6개월 만에 합병을 발표하였다. 제일모직의 주가는 상장 첫날 시초가 10만6천원으로 시작하여 합병 발표 한 달 전 기준주가 시작일 직전인 2015.4.24.까지 약 5개월간 16만9천원으로 50% 가량 상승한 반면, 삼성물산은 2014. 12.1. 경 7만원대였으나, 제일모직 상장 무렵 계속 하락하여 2015년 1월 27일 5만1천원으로 3년내 최저가를 기록하였고<sup>19)</sup> 2015.4.24. 5만9천2백원<sup>20)</sup> 수준을 유지하였다. 최종적으로는 159,294원 대 55,767원, 1:0.35의 합병비율<sup>21)</sup>로 정해졌다. 비상장기업은 상장하고 나면 대주주와 기관들의 보호예수 물량도 풀리고<sup>22)</sup> 시장의 검증을 거쳐 주가가 안정되려면 시간이 필요하다고 봄이 일반적인데, 이처럼 상장하자마자 급등세인 기업과 자신은 그렇지 아니한 상황에서 시장 주가를 기준으로 서둘러 합병할 긴박한 구체적인 필요는 무엇이었으며 주주들의 이익을 위하여 그에 대한 어떠한 대응노력을 하였는지가 쟁점이 된다. 86% 주주들의 손해가능성을 감수할 만큼 긴요한 것이었는지, 그룹의 개인 대주주들은 제일모직과 삼성물산에 대한 지분이 42%대 1.37%였으므로 이러한 구도가 유리하겠으나, 삼성물산의 나머지 86%의 소수주주들에게는 그렇지 않은 이해상충 상황이었다고 보이는데 삼성물산 경영진은 이러한 이해상충 가능성을 인식하고 해소하기 위하여 어떠한 노력을 하였으며, 이 점에 대하여 충분히 검토하고 그 내용을 주주들에게 공개하였는지가 쟁점이 되어야 할 것이다(이하 “합병 타이밍과 정보공개의무 쟁점”).

상기 쟁점들은 부의 부당한 이전 여부, 그 근처의 이해상충 해소 노력을 묻는 것으로서 미국의 판례들에 나타난 바와 같이<sup>23)</sup> 주주이익의 관점에서 보면 거래의 본질에 관한 핵심적인 쟁점이라 생각되지만, 언론 보도에 나타난 바로는<sup>24)</sup> 엘리엇과의 소송에서 쟁점으로 충분히 부각되지 못하였던 것으로 보인다. 필자가 소송에 대하여는 물론 삼성물산의 합병에 대하여 언론에 보도되거나 공개된 정보 이외에 아는 바가 없어 그 이유를 알기 어려우나, 법리적 관점만 본다면 대법원이 채택하고 있는 이사의 선관의무에 관한 법인이익론과, 우리 상법이 계열사 기업집단과 비계열 주주간의 이해상충과 부의 이전 문제를 규율하고 있지 못한 두 가지가 주된 원인이었으리라고 추측된다. 현재의 대법원 판례와 상법 하에서는 위 세 가지 쟁점에서 소수주주들을 배려하는 결론이 내려질 수 있는지 여부는 고사하고 아예 법적인 쟁점화 자체가 어렵다고 보기 때문이다.

이러한 배경 하에 필자는 차제에 우리나라의 기업집단 현실 하에서 주주간 이해상충과 부의 이전 문제가 충분히 배려될 수 있도록 대법원 판례와 상법이 개정될 필요가 있다고 보는 바, 그 두 가지의 구체적인 내용과 개선방향을 제시해 보려는 것이 이 글의 주제이다.<sup>25)</sup>

18) 서울신문 2015.5.9. [커버스토리-이재용의 삼성 1년](<http://www.seoul.co.kr/news/newsView.php?id=20150509009011>)(2015.10.17.확인)

19) 이상 네이버 증권(<http://finance.naver.com/item/sise.nhn?code=028260>)(2015.10.17.확인)

20) 투자설명서 제311쪽

21) 투자설명서 제62쪽

22) 투자설명서 제225쪽에 따르면, 제일모직의 경우 그룹의 지분 52%와 KCC의 10% 물량이 2015.6.17. 보호예수가 풀린다고 기재되어 있다. 그러나 이들 물량이 시장에 풀릴 주식은 아니라고 본다면 주가에 영향을 줄 사유로 보긴 어려울 것이다.

23) 각주 15항 및 후술하는 Revlon 판결과 Weinberger v. UOP, Inc. 판결 참조

24) 매일경제 2015.6.18. “가처분신청서 제기된 주요 쟁점”

25) 상법의 개정은 전반적인 방향만을 제시하며 개정의 세부 방향은 별도의 전문적인 추가 연구가 뒤따라야 할 것이다.

## II. 소홀한 주주이익 보호 - 두 가지 문제점

현재 우리나라의 기업 법제 상 주주권보호에 있어 가장 큰 문제는 주주간 이해상충 상황에서 발생하는 부의 이전을 방지할 수 있는 시스템의 결여라고 본다. “주주간 이해상충 상황에서 발생하는 부의 이전을 방지할 수 있는 시스템의 결여”라고 함은, 두 가지 측면을 말한다.

첫째는, 법리적 측면으로, 주주의 이익을 법인의 이익과는 별개라고 준별한 뒤, 이 두 가지 이익 중 주식회사 이사의 선관의무의 보호대상은 후자 즉 법인의 이익일 뿐, 주주의 이익은 제외된다고 하는 대법원 판례의 일관된 입장이다. 필자는 이러한 대법원 판례의 태도가 우리 기업 현실, 주주권 보호의 범위를 규정짓는 가장 영향력이 큰 요소라고 본다. 이러한 태도는 “주식회사의 이사의 선관의무가 주주의 이익을 보호하는 것이 아니고 그와 독립된 법인의 이익을 보호하는 것이기 때문에, 주주의 이익에는 도움이 되더라도 법인의 이익을 해칠 수 있고 경영진이 배임죄로 처벌될 수 있으며, 주주의 이익에는 해롭더라도 법인의 이익에는 도움이 될 수 있고 따라서 경영진이 달리 개별 규정 위반이 문제되지 않는 한 법적인 책임을 지지 않는다”는 논지로까지 귀결된다.<sup>26)</sup>

이처럼 주주의 이익을 이사의 선관의무의 보호대상에서 제외하면서 법인의 이익이라는 모호한 개념을 사용하면, 주주간 이해상충과 주주간 부의 이전과 같은 미시적인 문제들은 법적인 그물로 건져 올려지지 못한다. 소수주주 보호문제가 법의 보호의 사각지대로 내몰려 방치됨을 의미한다. 특히 공정거래법상 ‘동일인’을 정점으로 계열사 등 특수관계인들이 기업집단을 구성하여 각 계열기업의 의사결정을 지배하고 있는 우리 기업현실에서는 더욱 그러하다. 주주간의 이해상충과 부의 이전 문제가 논점에서 제외되면 비계열 주주와 계열 주주간의 이해상충 및 그 과정에서의 회사법적 틀을 이용하여 벌어지는 부당한 부의 이전을 방지하기 어렵다. 앞서 본 삼성물산 합병 건의 세 가지 쟁점들도 모두 이에 기인한다.

둘째는, 입법적인 측면으로, 기업집단과 계열사, 특수관계인과 동일인과 같은 지배주주 등의 개념을 알지 못하고 이들의 이해상충문제에 손을 놓고 있는 상법의 태도를 말한다. 우리나라 기업법제들은 기업을 움직이는 실체가 기업집단이라는 점을 감안, 계열사와 특수관계인 개념을 두어 이들의 존재를 정면으로 인정하며 그에 대응하고 있다. 대표적인 것이 공정거래법과 자본시장법, 세법이다. 그런데 정작 기업법제의 만행격이라 할 상법은 이러한 개념을 알지 못한다. 그러다 보니, 상법은 계열주주와 비계열 주주간의 부의 이전과 이해상충, 해당 기업의 주식은 갖고 있지 않아 형식적인 주주는 아니지만 계열사를 통해 간접 지배하고 있는 기업집단 구조 등에 대한 대응 능력이 거의 전무하다고 해도 과언이 아닐 정도로 취약하다. 앞서 제시한 삼성물산 합병에서 그룹 대주주와 비계열 소수주주간의 이해상충과 부의 이전 가능성 등 근원적인 문제가 쟁점으로 충분히 부각되지 아니한 채 자본시장법상 합병비율의 적정성, 자사주매각시 신주발행규정의 유추여부 등과 같은 기술적인 레귤레이션 문제가 쟁점의 중심에 설 수 밖에 없었던 것도 이러한 이유가 크다고 본다.

이 두 가지 법리적 측면과 입법적 측면은 각자 독립적인 요소이면서도 상호 밀접하게 관련되어 전체로서 주주권 보호를 포기 내지 약화시키는 문제를 낳고 있다고 생각된다. 항을 바꾸어 차례로 본다.

26) 2009.5.29. 전원합의체 판결에서 별개의견이 밝힌 취지이다.

### III. 대법원 입장(법인이익-계좌기준)의 내용과 문제점

#### 1. 대법원의 입장: 법인이익-계좌기준

대법원은 이사의 선관의무는 주주와는 독립된 법인의 재산을 보호하는 의무이며, 주주의 이익은 보호대상이 아님을 분명히 하여 왔다. 이 점은 수년전 사회적으로도 화제가 되었던 삼성에버랜드 전환사채 저가 발행사건에서, 대법원이 전원합의체 판결<sup>27)</sup>을 선고하면서 더욱 명확히 재확인되었다(이하 “에버랜드 판결”).<sup>28)</sup> 이 판결은 전원합의체 형식으로 11명의 대법관이 무죄6:유죄5로 갈리면서, 무죄의견 2건(대법관 5인의 다수의견과 1인의 별개의견), 5인의 유죄의견 1건 등 총 세 건의 대법관들의 의견이 자세히 제시되었다. 특히 이 판결의 설시 내용은 우리 기업법제의 M&A와 자본거래를 근간에서 규율하는 엄청난 임팩트를 갖는다고 보기에 우선 이 판결의 내용을 정확히 확인하는 것에서 글을 출발할 필요가 있다.

이 판결은 회사가 전환사채를 저가로 발행하는 것이 이사의 선관의무 위배인지가 다투어진 사안이었는데, 주된 논점 중 하나는 법인의 이익과 주주의 이익이 서로 다르다는 전제하에, 전환사채의 저가발행은 법인의 손해문제인지 주주의 손해문제인지에 관한 점이었다. 법인의 손해에 해당하여야 선관의무의 보호대상이 될 수 있고 그래야 비로소 배임죄를 논할 자격이 생긴다는 점에 대법관 전원이 공감대 형성이 되어 있었음을 보여준다. 이점은 이사의 선관의무 위반을 논하는 대전제이자 첫 단추에 해당하는 문제였던 것이다.

여기서 주목할 점은 다수의견과 별개의견, 반대의견 공히, 법인의 이익과 주주의 이익이 서로 다르며, 이사의 선관의무에 의한 보호대상은 회사 즉 법인의 이익일 뿐, 주주의 이익은 아니라는 점에 일치하였다는 것이다(아래 다수의견과 반대의견 및 별개의견의 원문 소개내용 참조). 또한, 다수의견과 반대의견 공히, 선관의무의 보호대상이 되는 손해는 주주의 지분가치 희석으로 인한 손해가 아니라, 적정가액이었다면 회사에 납입되었을 금액이 손해(소극적 손해)라는 입장을 분명히 하였다는 점이다.

한편 별개의견은 논리가 훨씬 명료하고 직선적이며 법인이익론에 철저하다. 법인의 이익과 주주의 이익이 서로 다르며, 이사의 선관의무에 의한 보호대상은 회사 즉 법인의 이익일 뿐, 주주의 이익은 아니라는 점은 다수의견 및 반대의견과 공통분모로 한다. 그러나 이러한 입장을 더욱 철저하게 관철하여, 전환사채의 저가발행은 주주배정과 제3자배정을 가릴 필요 없이 회사에 납입대금이 들어 온 이상 주주의 손해 문제이지 법인의 손해 문제는 아니라는 논리(따라서 무죄)를 제시하였다(보다 자세한 내용은 아래 별개의견 소개내용 원문 참조).

27) 대법원 2009.5.29. 선고 2007도4949 판결

28) 이 판결과 관련한 참고 문헌으로는, 전환사채의 저가발행과 관련한 이사의 배임죄 성립여부 이종훈 경영법률20집1호한국경영법률학회; 회사와 그 지배자 간 거래의 공정성 판단기준에 관한 고찰 윤광균 법조통권64호20101법조협회; 전환사채를 저가로 발행한 이사들의 배임책임 대법원 2009.5.29. 선고 2007도4949판결에 대한 검토 특정경제범죄가중처벌등에관한법률위반(배임) 이봉근 아주법학제3권제1호200906아주대학교법학연구소; 신주의 저가발행에서 이사의 임무위배 송옥렬 민사판례연구331권 201102박영사; 전환사채의 저가발행과 이사의 배임죄 성립여부 박재형 재판과판례제21집김수학대우고등법원장퇴임기념대우판례연구회; 전환사채의 저가발행과 배임죄 황정인 형사판례연구18호201006 박영사 등이 있다.

요컨대, 11명의 대법관 모두가 유무죄의 결론과 이론 구성에는 차이가 있었지만, 그 대전제이자 논의의 출발점 즉, 법인의 이익과 주주의 이익은 준별되어야 하며, 이중 법인의 이익만 이사의 선관의무의 보호대상일 뿐, 주주의 이익은 이에 해당하지 않는다는 입장을 명확히 하였고 법인이익 여부의 판단 근거로 그것이 회사에 납입될 재산이었던지의 기준을 제시하였다. 이러한 대법원 판례에 나타난 내용은 다음 3개의 명제로 정리될 수 있다고 본다.

- ① 법인의 이익과 주주의 이익은 준별된다.
- ② 그 구별 기준은 법인 앞으로 직접 납입될 성질의 재산인지 여부이다.
  - ②-1: 즉 법인의 계좌로 납입될 성질의 재산만이 법인의 이익이며, 주주의 계좌에서 손익이 발생하더라도 그것이 법인의 계좌로 직접 납입될 성질의 재산이 아닌 한 그것은 법인의 이익이 아닌 주주의 이익이다.
  - ②-2: 지배권 이전이익은 경영권 이전에 수반하는 것이지 회사와는 직접 관련이 없으므로 법인의 이익문제가 아니다.
- ③ 법인의 이익과 주주의 이익 중 전자만 이사의 선관의무의 보호대상이며, 후자는 보호대상이 아니다.

상기 3개(작게는 4개)의 명제는 크게 세 가지 사상으로 대표될 수 있다. 첫째는 법인이익과 주주이익을 준별하여 법인이익만 보호하겠다는 것이고, 둘째는 그 구별기준은 법인 앞으로(계좌로) 납입될 성질인지 여부로 한다는 점, 셋째, 주주간의 지배권이전 문제는 법인의 문제가 아니므로 원칙적으로 선관의무로 보호하지 않겠다는 점이다. 셋째의 점은 둘째의 점으로부터 파생되는 종된 내용이지만, 삼성물산 합병 쟁점에서 보듯이 지배권 이전 문제에 대한 취급은 워낙 중요한 문제이다. 이러한 사고를 나타내는 표현으로 종래 필자는 상기 대법원 판결이 나오기 전 부터 이를 법인이익독립론이라고 불러왔는바,<sup>29)</sup> 그 독립의 판별 기준이 보다 명확히 제시되었다고 보여져 상기 대법원의 입장을 이제 “법인이익-계좌기준”이라 부르코자 한다.

이러한 법인이익-계좌기준은 매우 중대한 의미를 갖는다. 이하에서는 상기 대법원 판결 내용의 분석 근거로 삼은 판결에 나타난 다수의견, 반대의견, 별개의견의 주요 원문을 소개한 뒤, 그 문제점에 대하여 아래 2.항에서 살펴본다.

<삼성에버랜드- 대법원 2009.5.29. 선고 2007도4949 전원합의체 판결>

- ① 다수의견(무죄-대법관 김지형, 대법관 박일환, 대법관 차한성, 대법관 양창수, 대법관 신영철)

회사의 손해는, 시가보다 낮은 가격으로 발행된 신주와 기존 주주들이 보유하고 있던 구주가 주주평등의 원칙에 따라 동등하게 취급됨으로 말미암아 구주의 실질가치가 희석됨으로써 기존 주주들이 입는 손해와는 그 성질과 귀속 주체를 달리하며 그 평가방법도 일치하지 아니하므로, 신주 등의 저가발행으로 인한 회사의 손해와 주주의 손해는 마땅히 구별되어야 할 성질의 것이다.(중략) 주식회사의 이사는 주식회사의 사무를 처리하는 자의 지위에 있다고 할 수 있지만 주식회사와 별개인 주주들에 대한 관계에서 직접 그들의 사무를 처리하는 자의 지위에 있는 것은 아니다( 대법원 2004. 6. 17. 선고 2003도 7645 전원합의체 판결 참조). 더욱이 경영권의 이전은 지배주식을 확보하는 데 따르는 부수적인 효과에 불과한 것인바( 대법원 2004. 2. 13. 선고 2001다36580 판결 참조), 회

29) 이상훈, “LBO와 배임죄(상)”, 법조 제616호(2008.4.), 111

사 지분비율의 변화가 기존 주주 스스로의 선택에 기인한 것이라면 이사에게 지배권 이전과 관련하여 임무위배가 있다고 할 수 없다. 따라서 회사 지배권의 이전을 초래하는 다량의 실권된 전환사채를 제3자에게 배정한 것이 이사로서의 임무위배에 해당한다고 본 원심의 판단에는 배임죄의 임무위배에 관한 법리를 오해한 위법이 있다.

② 반대의견(유죄-대법관 김영란, 대법관 박시환, 대법관 이홍훈, 대법관 김능환, 대법관 전수안)

신주 등의 발행에 있어 주주배정방식의 경우와 제3자배정방식의 경우를 구별하여야 하고 그에 따라 이사의 임무도 그 내용을 달리 한다는 점에서는 다수의견과 견해를 같이 하지만(중략)

신주 등의 발행을 통하여 조달되는 자금은 회사에 귀속되는 것이지 주주에게 귀속되는 것이 아니다. 따라서 신주 등을 저가로 제3자에게 배정, 발행하였다면, 적정한 가액, 즉 시가로 발행했을 경우에 비하여 그 발행가액의 차액에 발행주식수를 곱한 만큼의 자금을 회사는 얻지 못한다. 이는 다수의견도 적절히 지적하는 바와 같이, 회사의 소극적 손해에 해당함이 분명하다. (중략)

제3자배정방식에 의한 신주 등의 발행에 있어 이사가 그 주식의 발행가액을 시가로 정하지 아니하고 현저하게 불공정한 가액으로 발행하였다면, 이는 이사의 회사에 대한 선관의무 위반이 되고, 그로 인하여 회사에 그 차액 상당의 자금을 얻지 못하는 손해를 입힌 것이므로 이사의 회사에 대한 업무상배임죄가 성립된다고 할 것이다. 이 경우, 기존 주식의 가치가 하락하여 희석화되고 기존 주주의 주식보유비율이 저하되는 등으로 기존 주주에게도 동시에 손해가 발생하지만, 그렇다고 하여 위에서 본 바와 같은 회사의 손해가 부정되어야 하는 것은 아니며, 별개의견처럼 회사와 주주의 손해를 중복적으로 인정하는 것으로 볼 것도 아니다(중략)

이사는 회사에 대한 관계에서 위임의 본지에 따른 선관의무를 질 뿐 주주의 사무를 처리하는 지위에 있거나 주주의 이익을 보호할 의무를 지는 것은 아니다(중략)

실권주 해당부분을 제3자에게 배정하고 인수되도록 하였다면, 이는 이사가 회사에 대한 관계에서 선관의무를 다하지 아니한 것에 해당하고, 그로 인하여 회사에 자금이 덜 유입되는 손해가 발생하였다면 업무상배임죄가 성립한다고 보아야 할 것이다.

③ 별개의견(무죄 - 대법관 양승태)

다수의견이 [제3자배정]의 경우에는 회사가 위 적정한 발행가액과 실제발행가액의 차액에 발행주식수를 곱한 액수 상당의 손해를 입은 것으로 보아 배임죄가 성립된다고 보고 있는데(소수의견도 이 점에 관하여는 다수의견과 견해를 같이하고 있으므로, 결국 이 쟁점에 관한 한 이 별개의견이 유일한 반대의견이다), 이는 회사의 이익과 주주의 이익을 혼동하고 이사의 임무 범위를 부당히 확대하는 것으로서 찬동할 수 없다(중략)

신주발행에 의한 자금형성의 과정에서 신주를 저가발행하여 제3자에게 배정하게 되면 기존 주주의 지분율이 떨어지고 이른바 주식가치의 희석화로 말미암아 구 주식의 가치도 하락하게 되어 구 주식을 통한 기존 주주의 회사에 대한 지배력이 그만큼 약화되므로 기존 주주에게 손해가 발생한다. 그러나 상법상 회사와 주주는 서로 독립되어 있어 회사의 이익과 주주의 이익은 엄격히 구별되는 것이므로, 회사의 이사는 주주에 대한 관

계에서 직접 그들의 사무를 처리하는 자의 지위에 있지 않으며, 따라서 이사의 행위로 인하여 주주에게 손해가 발생하더라도 배임죄가 성립되지 아니하고( 대법원 2004. 6. 17. 선고 2003도7645 전원합의체 판결 등 참조), 반면 주주의 이익에 부합하는 행위라 하더라도 회사에 손해를 발생케 하였다면 이는 회사에 대한 관계에서 임무위배에 해당하므로 배임행위가 된다( 대법원 1983. 12. 13. 선고 83도2330 전원합의체 판결, 대법원 1996. 8. 23. 선고 96도1525 판결 등 참조). 그러므로 신주의 저가발행으로 인하여 주주에게 위와 같은 손해가 발생한다 하여 그 때문에 회사에 대한 관계에서 이사에게 신주를 시가에 의하여 발행하여야 할 의무가 있다고 할 수는 없다(중략).

결국, 신주발행을 통하여 회사에 필요한 자금을 형성하였다면 회사에 대한 관계에서는 임무를 위배하였다고 할 수 없고, 신주발행으로 인해 종전 주식의 가격이 하락한다 하여 회사에게 손해가 있다고 볼 수도 없으며, 그 자금을 형성하는 과정에서 제3자에게 배정을 하거나 신주 발행 가액을 저가로 정함으로써 기존 주주에게 불이익을 주었다고 하더라도 주주의 이익과 회사의 이익을 분리하여 평가하는 배임죄의 원칙상 이를 회사에 대한 임무위배로 볼 수 없다(중략).

다수의견은 제3자배정에 있어서는 위와 같은 견해를 취하면서도 주주배정의 경우에는 이와 구별하여 저가발행에 대하여 배임죄가 성립되지 않는다고 하고 있다. 그러나 저가발행에 의하여 적정가액과 발행가액과의 차이에 상당하는 만큼 회사의 자산이 증가되지 못하는 결과는 어느 경우나 동일하기 때문에 만일 제3자배정의 경우에 회사에 위와 같은 손해가 발생한다면 주주배정의 경우에도 마찬가지로 손해가 발생한다고 보아야 할 것인데도 다수의견이 굳이 양자를 구별하여 주주배정의 경우에는 배임죄가 성립하지 않고 제3자배정의 경우에만 배임죄가 성립한다고 함은 논리에 맞지 않는다고 본다(중략)

상법상 회사의 이익과 주주의 이익은 엄격히 구별되는 것이므로, 주주의 이익에 부합하는 행위라도 회사에 손해를 발생케 하였다면 이는 회사에 대한 관계에서 임무위배에 해당하므로 배임행위가 된다는 확립된 판례에 비추어 설혹 저가발행이 주주에게 이익이 된다 하여도 회사에 손해가 있는 한 회사에 대한 임무위배로서 배임죄가 성립된다고 보아야 할 것이다

## 2. 대법원 입장(법인이익-계좌기준)의 문제점

### 가. 개관 - 민법적 권리의무 도그마와 회사법 요소와의 구조적 불일치

#### (1) 민법적 권리·의무 도그마

앞서 본 에버랜드 판결에 드러난 대법원의 입장을 법인이익-계좌기준이라고 하였는데, 법인의 계좌로 납입될 성질의 재산만 법인의 이익이라고 보는 근거는 무엇일까? 저가발행시 적정가액과의 차액은 상법 제424조의 4에 따라 회사로 납입될 성질의 재산이라는 점에서 이를 회사의 손해로 구성한 것으로 보인다.<sup>30)</sup> 이는 법인에게 납입될 권리의무 관계가 있는 재산과 상응하는 범위 내에서만 손해로 본다는 의미로 이해된다. 법인의 이익만 선관의무에 의하여 보

30) 대법원 2009.5.29. 판결의 다수의견 및 반대의견 참조

호되는 이익이라고 본 것도, 선관의무 위반에 대한 이사의 손해배상 책임은 회사에 대하여 부담하도록 되어 있으므로<sup>31)</sup> 결국 이사가 부담하는 선관의무의 부담 객체도 회사이며 여기서의 “회사”에 주주는 제외되며 법인만 해당한다고 본 것으로 생각된다. 즉 권리에 상응하는 범위 내에서 의무가 성립한다는 민법적인 권리·의무 도그마에 입각하여 회사의 의미를 법인으로 한정하고, 따라서 법인격 중심으로 법인의 계좌 앞으로 납입될 재산만 법인의 이익이라는, 다분히 현금주의<sup>32)</sup>적 결론으로 귀결이 된 것으로 보인다.

## (2) 회사법의 간접소유 구조

이와 같이 권리의 주체와 의무 이행의 객체를 서로 맞추어 놓는 관념은 논리적이고 법리적으로 탁월한 발상이라고 생각된다. 그러나 이를 도식적으로 관철하면 주식회사와는 잘 맞지 않는 면이 있다. 법인격을 통해 주주들이 간접 투자를 하고 법인의 경제적 손익이 투자자들에게 귀속되며 그 법인을 의결권이라는 개념을 통해 지배하는 것이 주식회사 구조의 본질적인 요소인데 이러한 간접소유 및 지배의 모습은 민법적인 법인격, 상호 대등하고 독립적인 존재 사이의 권리의무 도식과 잘 맞지 않는 것이다. 따라서 권리와 의무의 법인격이 일치하여야 하며 법인격은 서로 철저히 분리·독립되어야 한다는 민법의 권리의무-손해배상 도그마를 엄격히 적용하여 회사의 의미를 법인으로 한정시켜 이해하는 것은 적절치 않으며 “회사”에는 법인 외에도 전체 주주의 비례적 이익을 포함시켜 이해할 필요가 있다고 본다.

## (3) 주식회사의 제1의 원리로서의 선관의무

민법적 도그마를 회사법 구조에 그대로 관철하기 어렵다고 보는 또 하나의 이유는 주식회사에서 이사의 선관의무는 주식투자자의 이익을 보장해주는 최종적이고 궁극적인 보루로서 제1의 원리라는 점이다. 주식회사의 주식에 투자하는 투자자는 채권투자자처럼 계약상 투자 원금과 수익의 회수권이 없다. 경영에 관여할 수도 없다. 그럼에도 회사의 모든 최종 리스크를 감내하며 투자할 수 있는 이유는 오로지 이사가 경영을 잘 해서 기업의 가치와 그것이 반영된 주가가 오르리라는 기대에 근거한다. 이 기대를 보장해 주기 위하여 최선을 다할 책임을 부담하는 것(소위 주는 채무가 아닌 하는 채무)이 바로 선관의무이다. 이처럼 선관의무는 주식회사의 본질을 징표하는 핵심원리이기에 주주와 유리된 무색투명한 법인격을 상정하는 것은 후술하는 바와 같이 불합리한 결과를 야기할 수 있다. 그러므로 손배책임의 문제 이전에 주식회사의 존재의의와 선관의무의 기능이라는 목적론적 관점에서 그 보호대상을 먼저 정할 필요가 있다고 본다. 손배책임 문제를 먼저 정한 뒤 이에 따라 역으로 의무의 본질적 내용을 규정짓는 것은 꼬리가 몸통을 흔드는 주객전도가 될 우려가 있다. Perlman v. Feldmann이라는 미연

31) 상법 제399조(회사에 대한 책임) ① 이사가 고의 또는 과실로 법령 또는 정관에 위반한 행위를 하거나 그 임무를 게을리한 경우에는 그 이사는 회사에 대하여 연대하여 손해를 배상할 책임이 있다.

32) 여기서 현금주의(cash basis)라고 표현한 것은 간접소유를 통한 주식가치의 증감과 같은 미실현 이익을 인정하는 발생주의 관점(accrual basis)과 대비되는 의미로 사용한 것이다. 즉, 간접소유의 구조적 특성을 전혀 인정하지 않고 오로지 현금주의적 실현이익 개념만을 판단기준으로 삼은 것으로 보인다는 점을 표현한 것이다.

방 항소제2법원 판결(1955)<sup>33</sup>)에서도, 대주주가 회사기회 편취 등을 통하여 지배권 주식을 팔고 나갔다는 이유로 소수주주들이 주주대표소송을 제기한 사안에서, 통상의 대표소송이라면 회사로 손해배상을 하는 것이 맞지만, 이건의 경우는 회사로 손해배상을 하면 어차피 대주주의 지분만큼은 그 대주주의 지분을 양수한 자의 몫이 되어 불합리한 결과가 초래된다는 이유로 곧바로 소수주주들에게 배상할 것을 인정한 바 있다. 배상을 어디로 할 것이냐는 문제는 권리구제의 방법에 관한 것으로 사안별로 사정에 맞추어 배상의 범위와 상대방 등 정산이 필요할 수 있고 법원의 재량이 인정될 수 있는 부분이라고 본다.

요컨대, 법원의 법인-계좌기준 관점은 법적 안정성 면에서 경청할 부분이 없지 않으나, 회사관계에서는 정태적이고 법인격 중심의 현금주의적 계좌관점을 취할 경우 부의 흐름을 놓쳐 부당한 결과가 생기고 약자가 법의 보호의 사각지대로 내몰리는 문제가 생길 수 있다. 이하에서는 법인이익-계좌기준을 취할 경우 불합리한 결과가 초래되는 사례를 유형화하여 제시해보고자 한다.

#### 나. 거래단계 추가·생략형

##### (1) 영업양수도 및 청산 vs. 합병

A회사가 영업 전부를 일체로서 B회사에게 양도한 뒤 양도대가로 B의 주식을 지급받아 자신은 청산하면서 그 주식을 자신의 주주들에게 청산배당으로 나누어주는 경우와, A회사가 B회사에게로 흡수되는 형태의 소멸합병의 경우를 예를 들어보자. 양자는 경제적 실질이 동일하다. A회사의 주주들이 A회사의 주식을 잃고 B회사의 주식을 갖는다는 점, A법인은 그 보유자산과 영업일체를 B에게 넘기는 결과 면에서 그러하다. 그렇다면 두 경우에 이사의 선관의무 문제가 달라져야 할 합리적인 이유는 발견하기 어려울 것이다.

그러나 법인이익-계좌기준을 채택하면 양자 사이에 차이가 생긴다는데 문제가 있다. 영업양도의 경우는 영업양수도 대가가 회사 계좌로 들어오는 것이므로 법인의 이익이라 볼 수 있지만, 소멸합병은 영업이전의 대가인 주식이 법인앞 계좌가 아니라 주주의 계좌로 직접 지급되기 때문에 법인이익-계좌기준에 의할 경우 법인의 이익이라고 보기 어려운 문제가 생긴다. 앞서 본 삼성물산 합병의 쟁점도 이에 해당한다. 소멸합병을 거래구조로 택한 순간 이사의 선관의무는 쟁점화 자체가 구조적으로 어려워지는 것이다. 합병비율의 적정성은 규정만 지키면(= 현저하게 불공정하지만 않으면) 되는 기술적 쟁점으로 격하된다. 똑 같은 결과를 영업양수도 방식으로 하면 대가의 적정성과 관련한 선관의무 리스크가 있고 주주들의 이익이 보장되도록 노력해야 하지만, 거래구조를 합병으로 바꾸면 그러한 의무로부터 벗어날 길이 열리는 것이다. 이러한 결과가 합리적이라고 할 수 있을까? 이러한 경우에 주주의 이익을 기준으로 하면 동일한 결과를 얻을 수 있고 선택가능한 대안 중 최선의 결과를 얻도록 촉구할 수 있는 규범(대안탐색 의무)이 제공된다. 이사가 노력해야 할 적정가치 확보의무라는 개념의 도출이 가능

33) Perlman v. Feldmann, 219 F.2d 173(2nd Cir 1955), 이상훈 “합병의 본질과 선관의무에서의 ‘손해’”, 법조(통권 644호), 209에서 재인용

한 것이다.<sup>34)</sup>

## (2) LBO vs. 출자환급 및 변제

거래단계가 생략됨으로써 법인이익-계좌기준과 주주이익 포함기준 사이에 차이가 생기는 사례를 하나 더 제시해본다. 바로 LBO(Leveraged Buyout)라고 불리는 출자환급형 M&A이다. LBO는 기업의 지배권을 취득하는 투자자가 그 취득대금을 차입을 일으켜 조달한 뒤 그 변제의 재정적 부담을 인수대상 기업에게 지우는 거래방식을 말한다. 이러한 정의는 경제적 실질의 관점이기 때문에 이를 달성하는 거래 형식은 다양하게 존재할 수 있다. SPC를 세워 차입을 하여 주식을 매입한 뒤 SPC를 인수대상기업에 합병시킴으로써 그 차입채무를 변제토록 하는 경우(합병형)와, 인수자 스스로 차입하면서 인수대상기업으로 하여금 담보를 제공토록 하는 경우(담보제공형)가 대표적이다. 어느 경우나 시간적인 선후 차이는 있을지언정, 경제적 실질은 주주(또는 주주가 될 자)가 인수대상기업으로부터 출자환급을 받아 변제 재원으로 사용하는 경제적 실질을 갖는다는 공통점이 있다. 따라서 출자환급의 일반원칙(주주평등, 자본충실, 채권자보호)만 지켜진다면 적어도 부의 이전을 다스리는 규범인 배임죄 목적상 선관의무 위반이라고 보지는 말아야 합리적일 것이다.<sup>35)</sup> 거래구조를 중간에 하나 더 끼워넣어 갑자기 배당을 실시한 뒤 이 돈으로 변제를 하였더라면 이를 배임이라고 하긴 어려울 것이기 때문이다.<sup>36)</sup> 그런데 LBO는 법인의 이익과 주주의 이익이 다른데 법인의 재원을 사용했다며 업무상 배임으로 처벌되고 출자환급 구조를 추가하면 처벌되지 않았던 것이 그간의 현실이다.<sup>37)</sup> 배임죄가 절차 준수 여부를 다루는 범죄가 아니라 부의 이전 문제를 다루는 규범이라는 점을 생각하면 선뜻 수궁하기 어려운 결과라 할 수 있다.<sup>38)</sup>

이상의 두 가지 사례에서 보듯이 민법적 권리의무 도그마와 결합된 계좌기준-현금주의 방식으로 부의 흐름을 쫓으면, 조금만 거래구조를 바꾸면 사실은 경제적 실질은 동일하다고 보아야 할 사안임에도 불구하고 판단 결과가 달라지는 불합리가 초래될 수 있다. 이러한 결과는 법인이익-계좌기준의 한계를 잘 보여준다. 주주이익 포함기준에 의한다면 이러한 문제되는 상황에 일관된 기준을 제공할 수 있다.<sup>39)</sup>

34) 상법 제374조 제1호에 보듯이 이러한 경우도 주총특별결의와 주식매수청구권이 부여되므로 주주에 의한 승인 유무로 합병과 차별화될 사안도 아니라고 생각된다.

35) 이것이 LBO에 대한 미국식 사고방식이라 할 수 있다. 이에 관하여는 이상훈, 앞의 글 참조

36) 부산고등법원 2010.12.29. 선고 2010노669 판결 :유상감자는 회사법에 의해서 보호되는 주주의 투자자본 반환수단으로서 개인의 처분행위와는 명백히 구별될 뿐만 아니라, 유상감자를 통하여 회사재산이 감소한다고 하더라도 동시에 주주의 회사에 대한 지분의 가치 내지 주주에 대한 회사의 투자자본 환급의무도 함께 감소하게 되므로, 이로 인해 주주가 부당한 이익을 얻고 회사가 손해를 입었다는 이유로 배임죄를 인정하기 위해서는, 단순히 회사의 재무구조상의 필요가 없음에도 이를 하였다는 점만으로는 부족하고, 유상소각 되는 주식의 가치를 실질상의 그것보다 높게 평가하여 감자 환급금을 지급하는 등으로 주주에게 부당한 이익을 취득하게 함으로써 결국 회사에도 손해를 입히는 등의 특별한 사정이 인정되어야 한다.

37) 그간의 판례 동향에 대하여는 천경훈 LBO 판결의 회사법적 의미 : 이사는 누구의 이익을 보호해야 하는가? 민사재판의 제문제 20권(2011.12) / 한국사법행정학회 2011

38) 최근의 LBO에 관한 대법원 2015.3.12. 선고 2012도9148판결에서는 100% 주주를 대상으로 한 사안에서 무죄를 선고하였다.

39) 이에 관하여는 이상훈, “LBO와 배임죄(하)” 법조(통권619호) 2008.5 참조

## 다. 이해상충 자본거래형

### (1) 자본거래의 의의와 유형

법인이익-계좌기준에 의할 경우 문제되는 또 하나의 유형은 투자자들간에 이해상충 소지가 있는 자본거래 유형이다. 자본거래라 함은 법인과 투자자간의 투자계정에서 이루어지는 거래를 말한다. 즉 투자를 목적으로 직접 자금을 납입하거나 환급받는 거래를 뜻한다.<sup>40)</sup> 이처럼 재무상태표의 자본계정을 직접 건드리는 거래는 주식 발행(교부)의 요소가 들어간 기업거래들이다.<sup>41)</sup> 신주발행, 합병, 분할, 자사주취득·처분(형식적 의미의 증권이 새로 발행되는 것은 아니지만 경제적 실질은 투자계정에서 직접 입출금하는 거래임)등의 유형이 모두 이에 해당한다.

### (2) 자본거래와 이해상충

자본거래는 주주 전원에게 동등한 조건으로 처리가 이루어지면 투자자간 이해상충이 없지만, 일부 투자자만 참여하거나 일부 투자자에게만 이득이 돌아가고 다른 투자자에게 부담이 돌아가면 이해상충이 발생한다. 저가 신주발행이 전형적인 예이다. LBO도 100%주주를 상대로 이루어지지 않고 차등적으로 이루어지는 경우 주주간 이해상충이 발생한다.<sup>42)</sup>

이러한 경우 법인이익-계좌기준에 의하면 유형별로 결과가 제각각이고 판단이 어려우며 일관성을 담보하기 어렵다는 문제가 있다. 현금주의적 계좌기준으로 판단하다 보니, 계좌의 주체가 누구이냐에 따라 선관주의의 주체가 달라지고 의무의 내용이 달라져 전체 일련의 거래의 진정한 본질과 부의 종국적인 이전이라는 큰 그림을 보기 어려운 것이다.

신주발행의 경우 법인의 입장에서는 주주들간의 이해상충에도 불구하고 자금이 유입된다는 점에 차이가 없으면 에버랜드 판결의 별개의견이 지적하고 있듯이 법인계좌를 기준으로 손해가 있다고 보긴 어렵다고 보는 것이 논리적이거나 다수의견과 반대의견은 주주배정과 제3자배정이 다르다고 하였음은 앞서 본 바와 같다.<sup>43)44)</sup>

40) [네이버 지식백과] 자본거래 [capital transaction, 資本去來] ((주)영화조세통람): 손익거래에 대응되는 용어로서 협의의 자본, 즉 자본금 및 자본잉여금의 증감·변화를 일으키는 거래가 자본거래인데, 증자·감자·주식의 할증발행·자기주식거래 등이 이에 해당된다. 법인세법상 자본 및 출자의 납입, 잉여금의 처분을 손비로 계상한 금액, 주식발행액면초과액, 주식의 포괄적 교환·이전차익, 감자차익, 합병차익(합병평가차익 제외), 분할차익(분할평가차익 제외), 주식할인발행차금, 건설이자의 배당금 등은 자본거래로서 익금불산입(益金不算入) 또는 손금불산입(損金不算入)으로 규정하고 있다(<http://terms.naver.com/entry.nhn?docId=47357&cid=42095&categoryId=42095>)(2015.10.17.확인)

41) 앞으로는 현금교부형 합병이 도입되었으므로 현금이 지급되는 경우도 포함되어야 할 것이다.

42) 이 점에 관하여는 이상훈, “LBO에 대한 개정상법의 영향과 바람직한 규제의 방향” 증권법학회(제13권 제2호) 2012.8., 41쪽 이하 참조

43) 이것은 에버랜드 판결의 별개의견에 따른 입장이다. 주주이익-계좌기준을 관철하려면 별개의견이 논리적이고 타당하다고 본다. 다수의견과 반대의견은 자본거래의 경우에도 제3자배정인 경우에는 이사의 선관주의가 작동할 여지가 있다고 보았음은 전술한 바와 같다. 다만, 그 이유가 주주를 위해서가 아니라 법인에 납입될 돈이 더 많을 수 있었기 때문 즉 법인의 이익을 위해서라고 구성한다.

44) 물론 저가가 아닌 적정가로 발행되었다라면 동일한 목표 자금을 조달하는데 필요한 주식수가 감소하

LBO 합병도 자본거래의 일종인데, 법인계좌를 중심으로 보면 존속법인이 다르고 소멸법인이 다르며, 주식교부형이 다르고 현금교부형이 또 다르다.

반면, 주주이익 포함기준에 의할 경우 주주간의 비례적 이익이라는 잣대를 적용하면 상기 어느 경우에도 일관된 기준의 적용이 가능하고 부당한 부의 이전이 예방되도록 규범적 나침반을 제공할 수 있는 장점이 있다. 주주이익 포함기준에 따르면 규정이 있건 없건 이사로서는 투자자들 사이에 형평(비례적 이익: proportionate interest)이 유지되도록 하여야 할 선관의무를 부담한다고 보게 될 것이다.

#### 라. 법인가 거래형

또 다른 유형은 법인 내의 자본거래가 아니라 두 개 이상의 법인이 개재되어 하나 또는 그 이상의 일련의 거래로 이루어지는 초(超)법인적 거래유형이다. 이러한 거래 유형의 대표적인 예는 합병이다. 합병이 한 쪽 당사법인의 주주들에게는 모두 동일한 조건으로 합병조건이 제시되는 경우 거래형식상 이해상충 자본거래형으로 보기 어려울 수 있다. 적어도 그 법인내 주주들간에는 차별이 없기 때문이다. 그러나 상대방 법인 또는 더 넓게 직접거래관계가 없는 다른 계열사관계까지 합쳐서 보면, 양 쪽 당사법인을 지배하는 기업집단의 지배주주와의 이해상충의 모습이 쉽게 찾아질 수 있다. 삼성물산 합병의 경우가 이에 해당할 수 있음은 앞서 본 바와 같다. 단일 법인내의 주주평등이나 주주간 이해상충으로는 개념화하기 어려운, 그러나 기업집단을 동일인으로 간주하면 동일인과 다른 주주들간에 이해상충이 드러나는 그러한 거래인 것이다.

이러한 경우에 법인이익-계좌주의에 의하면 부의 이전과 이해상충 문제를 쟁점으로 건져 올리기 어렵다. 삼성물산 합병건과 관련하여 앞서 제시한 세 가지 쟁점이 모두 그러하다. 주주이익 포함기준(주주의 의미를 계열사 특수관계인의 동일인 그룹으로 확장)에 의하여야 쟁점 포착이 가능함을 알 수 있다.

#### 마. 구주양수도-지배권거래형

또 한 가지 유형은 회사의 재산 증감과는 전혀 무관하게 이루어지는 기발행 주식의 양수도와 관련된 문제이다. 대부분의 적대적 M&A는 바로 이러한 구주양수도를 기반으로 할 터인데 그 경우 이른바 M&A방어에 관한 이른바 Unocal<sup>45)</sup> 기준, 호의적인 M&A 경우 최고가를 얻도록 노력할 의무인 이른바 Revlon Auction Duty<sup>46)</sup>가 인정될 수 있는지 문제된다.

법인이익-계좌기준에 의하면 이러한 문제들은 법인의 계좌와 관련된 거래는 아니므로 원칙적으로 경영진의 선관의무와 관련이 없다. 경영진이 나서 회사의 인적·물적 재원을 활용하는 것조차도 그것이 법인의 재산증감에 기여하지 못한다면 자신의 사적인 경영권 이익을 위하여 회

---

였을 것이고 그렇게 주식수가 작아지면 배당압력이 낮아지고 경영진에 대한 신뢰증가가 형성되어 경영상의 편익이 증진되는 무형의 이점은 있을 수 있을 것이다.

45) Unocal Corp. v. Mesa Petroleum Co., 493 A.2d 946(Del.Supr.1985)

46) Revlon, Inc. v. MacAndrews & Forbes Holdings, Inc., 506 A.2d 173(Del.Supr.1985)

사의 재원을 동원하는 것이므로 배임이 될 수 있다.<sup>47)</sup> 기업측에서 회사의 경영권 방어를 용이하게 해달라고 주문하는 것도 상당부분 이 점을 완화해달라는 요구가 포함되어 있다고 본다.

법인이익-계좌기준에 의하는 경우에도, 구주탈취를 보호하는 것이 회사의 지배권을 보호하는 것이고 결국 회사의 재산과 근로자 등 조직 구성원을 보호하는 길이라는 식의 논리구성 방법이 가능한 할 것이다<sup>48)</sup>. 그러나 법인이익-계좌기준하에서 Revlon Duty 즉 회사의 주주들의 주식이 최고값을 받도록 노력할 의무는 여전히 인정되기 쉽지 않다고 생각한다. 삼성물산 합병에서 법상의 합병비율대로 받아들인 것이 별 쟁점화 되기 어려운 이유도 바로 여기에 있다. 규정만 지키면 되는 것이지, 규정대로 할 경우 주주에게 불리하다는 이유로 주주들이 더 높은 값을 받도록 당해 거래를 거절하거나 다른 거래방식 또는 다른 거래 타이밍을 선택하여 역제안하는 등을 포함한 대안 탐색 의무, 이해상충의 인식 및 해소의무는 법인이익-계좌기준 하에서 인정되기 어렵기 때문이다.

그러나, 주주이익 포함기준에 따르면 이러한 경우도 이사의 선관의무가 발동된다. 혈값에 주주들이 주식을 탈취당하는 일(예컨대 structural coercion<sup>49)</sup>)이 없도록 보호하고, 최고값에 주식이 매각되도록 auctioneer의 역할을 하는 일<sup>50)</sup>이 선관의무의 범위로 들어온다. 선관의무의 범위로 들어온다는 것은 주식매매와 지배권이전으로 인하여 회사내 주주들간의 권력투쟁 과정에서 집권층이 회사의 재원과 권력을 은밀히 이용하여 주주간의 비례적 평등을 깨뜨리고 이득을 보는 것, 또는 외부의 제3자가 주식을 매집해가면서 또는 지배주주가 영향력을 행사하여 회사 특유의 구조적 특성을 이용하여 강압효과를 이용하는 일로부터 소수주주들을 보호하는 것, 또 선택가능한 다양한 M&A 수단 중 주주의 비례적 이익 증진에 최선이 되도록 거래구조를 설계하는 것 등이 모두 권한임과 동시에 의무범위내로 들어옴을 뜻한다.

#### 바. 법인이익-계좌기준이 초래하는 코리아디스카운트

에버랜드 판결의 법인이익-계좌기준의 함의는 하나 더 있다. 위에서 본 가.~마.항에서와 같은 구체적인 불합리함을 아우르는 일종의 종합효과인데, 증권시장에서의 이른바 코리아디스카운트 효과이다. 법인이익-계좌기준을 관철하면, 에버랜드 판결에서 별개의견이 밝히고 있듯이, “상법상 회사와 주주는 서로 독립되어 있어 회사의 이익과 주주의 이익은 엄격히 구별되는 것이므로, 회사의 이사는 주주에 대한 관계에서 직접 그들의 사무를 처리하는 자의 지위에 있지 않으며, 따라서 이사의 행위로 인하여 주주에게 손해가 발생하더라도 배임죄가 성립되지 아니하고, 반면 주주의 이익에 부합하는 행위라 하더라도 회사에 손해를 발생케 하였다면 이는 회사에 대한 관계에서 임무위배에 해당하므로 배임행위가 된다”는 결론에 이르게 된다.

47) 대법원 1999.6.25.선고 99도1141판결은, 적대적 M&A위협에 대항하기 위해 우호주주 확보차원에서 종업원주주에게 주식취득자금을 대여한 기아자동차 경영진에게 회사의 자산을 경영권 유지를 위해 사용하였다는 이유로 배임죄를 인정한 바 있다.

48) 이러한 논리는 주주이익 포함기준에서도 사용이 가능하다. 이러한 기업가치 보호는 결국 주식의 가치 즉 주주의 비례적 이익을 보호하는 것이기 때문이다.

49) 경제적인 가치평가와 무관한 이유로 부당하게 주식을 매각하도록 압력을 받는 경우를 말한다; In re Siliconix Incorporated Shareholders Litigation, 2001 WL 716787(Del.Ch.1988) 참조

50) Revlon, Inc. v. MacAndrews & Forbes Holdings, Inc., 506 A.2d 173(Del.Supr.1985) 참조

이것은 엄청난 함의를 갖는다. 주주의 이익을 추구해주는 경영진이 처벌 받을 수 있는 회사라면 그러한 회사의 주식을 제값을 주고 사려는 투자자는 드물 것이기 때문이다. 반대로 주주의 이익에 해로움에도 불구하고 법인의 이익에 부합한다는 이유로 경영진이 아무런 법적 책임을 지지 않는다는 부분도 투자자로선 납득하기 어려울 것이다. 보다 근본적으로, 주식회사의 주주와 법인의 이익이 이렇게 서로 다르다고 규범적으로 규정짓는 상황설정 자체가 주식회사 구조상 가능한 일인지 혼란스러울 것이다. 또한 그렇게 규범적으로 양자택일을 해야 하는 딜레마적인 상황을 설정한 뒤 주주의 이익은 외면된다는 것 역시도 주식회사의 본질상 투자자로선 받아들이기가 쉽지 않을 것이다. 이사는 주주의 이익이 아닌 법인의 이익을 추구해야 한다는 선언, 주주의 이익이 외면되며 주주의 이익은 보호대상이 아니라는 선언은 투자자의 입장에서 불확실성이자 리스크이며 투자유인을 저감시키는 요인이다. 다른 조건이 같다면 법인이익-계좌기준의 지배를 받는 한국보다 주주이익 포함기준의 지배를 받는 미국에 회사를 세우는 것이 주가가 훨씬 높게 평가될 것임을 의미한다. 필자는 이것이 바로 한국의 주식시장에 대하여 자주 논의되는 “코리아디스카운트”<sup>51)</sup>의 핵심이라고 본다. 코리아디스카운트 요소로는 기업 집단의 주주친화적이지 못한 지배구조 문제 등이 거론되어 왔지만 그것도 법인이익-계좌기준이라는 토대가 규범적인 공간을 제공함으로써 가능하고 용이해진 측면이 크다고 본다. 삼성물산 합병 예서와 같은 이해상충과 부의 이전 쟁점이 법인이익-계좌기준으로 인하여 법정에서 논의되기 어렵다는 점이 이를 잘 보여준다. 시장이 효율적이라면 이러한 불확실성과 반시장적인 규범으로 인한 디스카운트 요인은 시장가격에 상당히 반영되어 있을 것인바, 대법원의 입장이 주주이익 포함기준으로 변경된다면 우리 증시는 지금보다 큰 폭으로 상승할 것이다.

#### 사. 소결

회사는 의결권 구조와 한정된 주식수, 그로 인하여 주식수가 증가할수록 경영권이 집적되는 반면, 반대편 주주의 주식에 묻어 있는 잠재적 경영권 가치는 구조적으로 감소할 수 밖에 없는 특수성, 기업 경영의 복잡성과 전문성으로 인한 내부정보의 가치와 그 보유 정도에 따른 정보격차, 그로 인한 경영진 및 지배주주와 소수주주 사이의 엄청난 정보비대칭과 그로 인한 주식 가치 평가능력의 차이와 주식가치 형성을 직접 좌우할 수 있는 지배력(영향력)의 차이, 이러한 점들로부터 유래하는 지배권 가치(시장주가 대비 프리미엄)의 존재 및 그것이 주식수에 따라 변해가는 동적인 특성 등을 가진다. 이들을 이용하여 회사를 전면에 명분으로 내세우지만 사실은 내부 주주들간의 이해상충적 요소를 내포하고 그것이 거래의 숨겨진 본질인 경우가 상존하는 것이 현실이다. 더구나 그러한 유형의 M&A 등 다양한 거래를 지배주주 입장에선 용이하게 그리고 드러나지 않게 설계할 수 있는 반면 외부주주들은 내부정보에 접근성이나 업무에 대한 전문성 부족으로 인하여 탐지조차 어렵고 그것이 적정한 가치로 제시되었는지 평가하기란 더더욱 어려운 것이 현실이다. 이처럼 회사를 둘러싼 관계는 지배주주와 소수주주 사이

51) [네이버 지식백과] 코리아디스카운트 (매일경제, 매경닷컴): “한국 기업 가치에 비해 주가가 저평가되어 있음을 나타내는 말이다. 내재 가치가 높은 기업들도 기업 지배구조 등 투명성의 문제로 인해 코리아 디스카운트라는 불명예를 안게 되었다.”(<http://terms.naver.com/entry.nhn?docId=10547&categoryId=43659&categoryId=43659>)(2015.10.17.확인)

에 구조적인 불평등이 내재되어 있고, 이들은 주식수의 향배에 의하여 동적으로 변해가는 특성을 가진다. 겉으로는 법인계좌에서 일어나는 일로서 법인계좌만 놓고 보면 마치 전체 재산의 총량에는 변함이 없거나 오히려 증가되는 것처럼 보이지만 그 이면에는 지배주주와 소수주주간의 이해상충 및 권력과 회사재원을 이용한 지배권의 집중과 부의 이전 현상이 손쉽게 의도되고 발생될 수 있다.

앞서 본 삼성물산 합병에서의 두 번째 쟁점을 생각해 보자. 삼성물산의 소수주주들의 입장에서는 지배권 매각상황이므로 거래구조를 달리 취하였다면 프리미엄을 더 받아낼 수 있었고 그것이 거래의 본질적 쟁점으로 부각되었어야 하겠지만, 법인간의 정상적인 합병거래라는 큰 그림, 지배권이전 문제는 법인계좌에 영향이 없는 사유로써 법의 보호를 받지 못한다는 취지의 대법원 입장<sup>52)</sup>에 따르면 이런 것들은 쟁점조차 되기 어렵다. 주총 표결에서 패한 이상 스스로의 책임이며 달리 법적 보호를 받기 어려운 것이다. 아마도 민법적인 정태적 자기책임 원칙의 사고로 접근한 것이라고 생각되는데, 기업의 특수성을 좀더 감안할 필요가 있다고 본다. 민법적 자기책임 원칙에 의한다 하더라도 거래 외적인 구조적 불평등과 강압적 요소, 자기거래 쌍방대리적 성격의 이해상충으로부터 의사결정의 순정성은 보호되어야 하고, informed decision이어야 한다는 기본원칙에는 차이가 있을 수 없을 것이다. 그러한 원칙을 회사라는 특수한 현상에 적용한다면, 특히 기업집단 대주주가 결부된 이해상충 거래에서는, 회사측의 선관의무를 통한 주주의 비례적 이익 보호와 정보제공의무의 인정 필요성이 긍정될 수 있을 것이다. 자본시장법이 그러한 관점(정보의 비대칭 해소, 내부주주 규제 등)에 토대를 둔 법이긴 하지만 상장기업에만 적용이 되고, 규정중심의 정보공시에 초점이 있을 뿐 전반적인 선관의무 원칙을 관할하는 법은 아니기 때문에 이 부분은 결국 상법이 챙겨야 할 것이다. 주주이익 포함기준을 통한 주주의 비례적 이익 보장이 매우 절실하다고 보는 이유이다.

#### IV. Weinberger v. UOP<sup>53)</sup>의 시사점: 절차적 공정성 - 합병의 타이밍과 정보공개 등

삼성물산 합병 건에서 법인이익-계좌기준과 주주이익 포함기준 사이에 견해가 갈릴 또 하나의 큰 논점은 fair process의 준수 의무와 그에 대한 입증책임 문제이다. 법인이익-계좌기준에서는 별다른 규정위반이 없는 한 합병은 법인계좌에 특별히 문제될 것이 없으므로 선관의무 문제를 야기하지 않으며, 문제가 있다는 점은 문제 삼는 소수주주 측에서 입증하여야 한다고 보게 될 것임은 전술한 바와 같다. 그러나 주주이익 포함기준에서는 규정이 없더라도 경영진에게는 주주의 이익을 위해 노력할 의무가 있고 그 의무의 내용은 특히 계열사간 합병처럼 이해상충이 개재되어 있어 경영진의 순수한 경영판단에 따른 것인지 의심이 되는 상황이라면 합병 조건 뿐 아니라 합병의 타이밍, 거래설계 경위, 개시 동기, 주주에 대한 정보공개 등의 노력이 제대로 이루어졌고 합리적인 수준이었는지에 대한 질문들을 포함하게 될 것이고, 그 준

52) 에버랜드 판결: “더욱이 경영권의 이전은 지배주식을 확보하는 데 따르는 부수적인 효과에 불과한 것인바, 회사 지분비율의 변화가 기존 주주 스스로의 선택에 기인한 것이라면 이사에게 지배권 이전과 관련하여 임무위배가 있다고 할 수 없다.”

53) Weinberger v. UOP, Inc., 457 A.2d 701(Del.Supr.1983)

수여부에 대한 입증책임도 경영진측에서 입증해야 한다고 보게 될 것이다.

이와 관련하여 주주이익 포함기준에 입각하고 있는 미국 델라웨어의 고전적인 M&A 판결을 하나 소개하고자 한다. 지배주주와의 이해상충형 합병이었는데 이 판결을 통해 주주이익 포함 기준을 적용하게 되면 어떠한 결론이 가능하게 될지 가능해 볼 수 있어 우리에게도 상당한 참고가 된다. 이 판결은 이후 미국에서 선관의무가 문제되는 M&A에서, 거래의 타이밍과 거래구조 설계, 거래 개시 경위까지 모두 선관의무의 fair dealing(절차적 공정성)으로 삼아져야 한다는 취지의 선례가 된 유명한 판결이다.

사안은 Signal이라는 회사가, 분산소유구조의 상장회사이던 UOP의 지분을 50.5% 취득함으로써 지배주주로서 모회사가 된 뒤, 나머지 49.5%의 물량도 확보하기 위하여 합병을 추진(현금교부형)함에 있어 fiduciary duty 위반이 다투어진 사건이다. 50.%에 달하는 지분을 보유하고 있던 모회사와 자회사간 합병이라는 점에서, 모회사간 합병이 아니라 그룹지분이 52% (제일모직), 다른 한쪽은 13%(삼성물산)인 계열사간 합병이었던 삼성물산의 합병건과 차이는 있다. 그러나 UOP 사건에 적용된 법리는 자기거래(self dealing)라는 점이 핵심이었고 자기거래의 개념은 “where one stands on both sides of a transaction”라는 것이므로, 계열사 구조를 통하여 한 사람이 양쪽 계열사들을 지배한다는 개념인 우리 공정거래법상의 동일인 및 기업집단 구조하의 계열사간 합병의 자기거래성 여부 판단에 차이가 날 이유는 없다.

위 판결의 요지는, 지배주주와의 이해상충형 합병의 경우 이사는 거래가격이 적정하도록 할 의무 뿐 아니라, 거래 절차가 공정하도록 할 의무도 부담하며 이들은 상호 연관되어 있기 때문에 전체가 하나로서 공정성을 구성한다는 것이다. 이 중 절차의 공정성에 관한 이사의 선관의무는 거래의 타이밍과 동기, 거래 시작의 경위, 거래구조의 설계 배경, 거래에 관한 양측의 협상 경위, 거래 진행과정이 이사들과 주주들에게 충분히 공개되었으며 이사와 주주들의 의사결정이 이른바 “informed decision”이었는지<sup>54)</sup>로 구성되며, 이들에 대한 입증책임은 경영진 측이 부담한다는 것이다.<sup>55)</sup>

이러한 기준을 적용하여, 지배주주인 Signal이 절차적 공정성 의무를 다하지 못하였고 그 결과 합병비율(현금교부형에서의 주식매입가격)도 잘못 정해졌다고 판단하였다. 재미있는 것은 시장 주가보다도 높게 프리미엄이 매겨진 채 합병비율이 정해진 사안이었었고 이른바 majority of the minority 기준을 적용하여 이해당사자인 지배주주를 제외한 나머지 소수주주들끼리만의 주총 표결도 통과하였음에도 불구하고 주주들이 informed decision이 아니었고 더 높게 가격이 책정되었어야 한다는 등의 이유로 책임을 인정하였다는 점이다. 참고가 될 만한 주요 판시사항을 소개하면 다음과 같다.

- 거래의 타당성 검토 내용(feasibility test)은 자회사의 소수주주 입장에서는 1천7백만불의 큰 차이를 낳는 내용을 포함하고 있다(필자 주: 이 부분 판시 내용은 지배주주와 소수주주 사이에 이해상충에 주목하고 있는 것으로 주주이익 포함기준에 입각하고 있음을 보여준다).

54) “fair dealing is the question of when the transaction was timed, how it was initiated, structured, negotiated, disclosed to the directors, and how the approvals of the directors and the stockholders were obtained”)에 대한 엄격한 사법심사(careful scrutiny by the courts”

55) “The requirement of fairness is unflinching in its demand that where one stands on both sides of a transaction, he has the burden of establishing its entire fairness, sufficient to pass the test of careful scrutiny by the courts”

- 거래의 타당성 분석보고서(feasibility test)는 자회사 이사들이 자회사의 정보를 이용하여 모회사를 위하여 작성한 뒤 자회사의 소수주주들에게는 공개되지 않았으며 자회사의 사외 이사나 소수주주들에게 그 내용을 공개하기 위한 어떠한 조치도 취해지지 않았는바, 여기에 바로 fiduciary duty 위반의 점이 있다.
- 자회사가 자신의 소수주주들에게 어떠한 정보를 제공하였는지가 중요하다. 이와 관련하여서는 complete candor가 요구된다. adequate이 아닌 complete이다. 제공할 정보는 당해 거래에 germane한 정보여야 하며, germane이라 함은, 합리적인 주주라면 주식을 팔지 보유했지 의사결정하는데 중요하게 고려할 정보를 말한다.
- arm's length deal로 구성하려는 어떠한 시도도 없었던 본 건에서, 모회사는 그 이해상충의 문제를 회피하지 못하였으며, 특히 자회사의 이사회에 자신이 선임한 이사들이 해당 문제들로부터 철저히 배제되도록 하는 조치를 취하지 못하였다.
- 절차적 공정성(fair dealing)을 구성하는 요소는 솔직의무(duty of candor)이며, 우월한 지식을 보유한 자는 소수를 오도해서는 안 된다.
- 합병의 타당성 분석 보고서(feasibility study)를 자회사 정보를 이용하여 작성한 2명의 자회사 경영진이 이를 오직 모회사의 이익을 위해 사용한 것은 명백한 이해상충에 해당한다.
- 이러한 리포트 사용 문제는 절차적 공정성의 한 측면에 불과하다. 이 합병이 전적으로 모회사에 의해 자신의 현금투자처 물색차원에서 시작(initiate)되었다는 점이 명확하다.
- 4일 만에 자회사의 이사회에 상정되고 승인되었다. 이 자체만으로는 중요하지 않을 수 있으나, 이러한 짧은 시간은 모회사의 필요에 의해 촉박하게 부과된 일정이었고 공정성에 관련된 요소였다.
- 거래구조(structure)에 관하여도 협상은 아니었고 기껏해야 겸손했다고 해야 할 수준이었다(modest). 자회사의 대표인 Crawford는 모회사의 사람으로서, 모회사에게 합병비율(=주식 매입 가격)에 대하여는 이야기하지 않았다.
- 오히려 자회사의 사외이사들은 주식가격이 21\$(저자 주: 이는 타당성 분석보고서에 제시된 적정가격인 \$24를 하회하는 것임) 이어야 한다는 견해를 갖고 있음을 모회사에 전달하였는데, 이는 놀라운 것은 아니지만, arm's length negotiation이라고 할 수는 없다.
- 자회사 이사들에게 모회사가 선임한 이사들의 이해상충으로 말미암아 타당성 분석 보고서가 제공되지 않은 것은 중대한 결함이다. 이 이해상충은 오로지 모회사 내부에서 모회사의 이익을 위해 자회사에는 알리지 않은 채 해소되었다.
- 이로써 이 합병은 공정성을 심각하게 침해하였다.
- 모회사는 거래 공정성 의견서(fairness opinion)을 갖고 있었지만, 서둘러 급조된 문제가 있고 이를 둘러싼 환경에 대하여 공개되지 않았고 오히려 자회사의 소수주주들에게는 이 의견서가 마치 신중하게 준비된 듯한 인상을 주었다.
- 서둘러 만들게 된 이유가 모회사의 일정 때문이라는 것도 소수주주들에게 미공개되었다.
- 또한 소수주주들에게는 타당성 분석 보고서(feasibility study)도 미공개되었는 바, 주주들의 결정은 informed decision이라 할 수 없다.
- 상기와 같은 이유로 fair dealing을 충족하였다고 보기 어려우므로 1심판결을 파기한다.
- 피해구제의 방법으로, 자기거래가 개재된 사안은 주식매수청구권만으로는 충분치 않으며, 취소배상(rescissory damages)등을 포함한 적절한 형평 배상을 하여야 한다.
- 합병목적 test(Business Purpose test)는 배척한다: 소수주주의 제거를 위한 합병이라는 주

장에 대하여 더 이상 biz purpose test유지 않기로 한다(폐기).  
 주주이익 포함기준에 따르면 위 판결에서 제시된 논점들이 우리나라에서도 쟁점화될 수 있을 것이다. 예컨대, 계열사간 합병과 같은 1인 주도형 자기거래 이해상충형 합병의 경우, 합병 타 이밍은 왜 하필 그때로 잡았으며 거래 시작은 누가 주도하였고 거래구조를 설계한 계기와 배경은 무엇이었으며, 양사간의 협상 경위는 어떠하였으며, 그룹에서 회사의 내부정보에 기하여 평가한 기업가치의 내용은 무엇이었으며, 그것이 사외이사들 및 주주들에게 공개되었는지의 여부와 공개 정도는 어떠하였는지, 그리고 그것들의 입증책임 전환에 대하여도 논의될 수 있는 지평이 열릴 것이다. 한국처럼 기업집단 대주주와 소수주주 사이에 이해상충과 내부정보 접근 및 권력 불균형의 정도가 심한 상황에서는 위와 같은 적극적인 판결태도, 회사거래에 있어서의 자기거래의 의미와 이해상충의 위험성에 대한 세심한 배려태도가 필요하다고 본다.

## V. 상법의 개정 필요성

필자는 앞서 본 법인이익-계좌기준을 주주이익도 포함하는 기준으로 바꾸는 것은 해석론의 변경으로 충분히 가능한 일이라고 본다. 우리가 미국의 일리노이주 회사법을 모범으로 하여 만들어 졌으므로<sup>56)</sup> 미국과 회사법의 뿌리가 같다고 할 수 있는데, 같은 법을 놓고서도 미국에서는 주주이익 포함기준으로 해석하고 있다는 점은 이 문제가 해석론의 영역이 될 수 있음을 시사한다. 그러나 그럼에도 불구하고 몇 가지 다음과 같은 이유로 인하여 상법을 개정하는 것을 고려할 필요가 있다고 생각한다.

첫째, 대법원의 법인이익-계좌기준은 워낙 오랜 기간에 걸쳐 확고히 자리잡혀 있으므로, 판례변경을 통한 해석론을 기대하는 것은 불확실하고 시간도 오래 걸릴 수 있다.

둘째, 해석론의 변경만으로 가능하다는 견해에 대하여는 당부를 떠나 상당한 이견이 있는 것이 사실이므로<sup>57)</sup> 입법적으로 명확히 하는 것이 바람직할 수 있다. 예컨대 이견을 제기하는 입장에서는 상법 제382조 제2항과 제382조의 3에서 이사는 회사의 위임을 받고 회사에 대하여 의무를 부담하는 것으로 규정되어 있고, 제399조가 회사에 대하여 손해배상책임을 지도록 한 것 등을 근거로 제시할 수 있으므로 이들의 개정 필요성에 대하여 검토가 가능할 것이다.

셋째, 주주이익 포함기준은 “주주”간의 문제로만 국한하여 볼 경우, 직접 주주는 아니지만 계열사를 통하여 지분을 하나도 보유하지 아니한 채 간접 지배하는 공정거래법상 동일인 및 기업집단과의 이해상충 문제를 다루기 어려운 문제가 있다. 예컨대 이재용 부회장이 삼성물산에 지분이 없었다는 이유로 영향력이 없었다고 평가되어선 곤란한 것과 같은 이치이다. 이 역시 회사법 해석론으로 가능한 일이라는 것이 필자의 견해이나, 이견이 있을 수 있고 법적인 명확성과 안정성을 위해서는 공정거래법과 자본시장법의 예를 본받아 동일인과 기업집단, 계열사, 특수관계인 등의 개념을 상법에 도입하고 이들을 중심으로 이해상충과 지배구조를 보완하는 방안의 고려가 바람직하다. 현재의 상법 조문은 우리나라와 같은 재벌구조를 염두에 두지 못한 미국식 분산소유구조-전문경영인 체제를 염두에 두고 구성되어 있어 현실과 다소 잘 안 맞고 이해상충과 부의 이전문제를 다루기에 부족한 점이 많다. 상법 제398조<sup>58)</sup>의 이해상

56) 최준선, “한국과 일본의 미국회사법 계수과정에 관하여” 저스티스(통권111호), (2009.6.), 121

57) 송옥렬, 상법강의 흥문사 제5판, 1003는 이것이 통설이라고 한다.

총 조문에서 정작 계열사간 이해상충, 계열그룹과 법인간 뿐 아니라 주주간 이해상충 문제가 규율대상에서 누락되어 있는 것도 그 한 예이다.<sup>59)</sup> 이러한 부분들을 전반적으로 정비하는 것을 고려할 수 있다고 본다.

넷째, 법체계간 규제의 정합성 문제이다. 대표적인 기업법제인 공정거래법, 자본시장법, 세법 등이 모두 우리 기업집단의 현실을 감안하여 계열사와 특수관계인 개념을 규정하고 이들을 중심으로 규제하고 있다. 상법은 주식회사의 작동원리에 관한 기본법이기 때문에 다른 기업법제와 균형이 안 맞으면 회사를 이해하고 규율하는 타 규정을 적용할 경우 모순과 불일치 등 체계적인 흠이 생길 수 있다. 그러므로 이러한 관점에서 상법을 정비하는 방안이 고려될 필요가 있다. 기업현실이 그러한데 상법만 유독 계열사 개념을 모르쇠로 일관할 합리적인 이유를 찾기 어렵다고 본다. 나아가 공정거래법은 시장의 공정경쟁, 세법은 국가의 조세권, 자본시장법은 정보의 비대칭해소와 시장질서, 형사상 배임은 국가형벌권을 규율하는 법규들이기 때문에 주주간 이해상충과 부의 이전 문제를 직접 해결하기 위한 법규들이라고 보긴 어렵다. 상법이 이 문제를 게을리 함으로써 현재는 주주간 이해상충과 부의 이전문제가 공정위, 국세청, 검찰, 금융위 등과 같은 행정기관을 통해 간접적으로 다루어지는 측면이 상당한 현실이라고 보여지나, 적절치 못한 결과가 도출되거나 과잉규제의 위험 등이 있으므로, 이 문제는 사법인 상법의 고유영역으로 인정하여 상법이 적극적으로 나설 필요가 있다.

## VI. 결론 - 경영권 보호 주장과 주주이익보호론과의 조화

이상에서 주주이익 포함기준에 따른 이해상충의 파악 및 해소를 위한 주주의 비례적 이익 보호장치가 필요함을 살펴보았다. 이러한 법리적 제도적 정비가 선행되지 아니한 상황에서 이사의 경영권 보호책 강화를 논의하는 것은 계열사와 기업집단 등 지배주주에게 부가 부당하게 이전되는 것에 문호를 열어줄 위험이 있다. 따라서 경영권 방어 논의는 주주를 위한 선관의무를 인정하고 주주간(특히 기업집단 대주주와 여타 주주간) 부의 부당한 이전 방지를 논의하는 것이 먼저 이루어진 뒤에 진행하는 순서가 바람직하다고 본다.

58) 상법 제398조(이사 등과 회사 간의 거래)다음 각 호의 어느 하나에 해당하는 자가 자기 또는 제3자의 계산으로 회사와 거래를 하기 위하여는 미리 이사회에서 해당 거래에 관한 중요사실을 밝히고 이 사회의 승인을 받아야 한다. 이 경우 이사회 승인은 이사 3분의 2 이상의 수로써 하여야 하고, 그 거래의 내용과 절차는 공정하여야 한다.

1. 이사 또는 제542조의8제2항제6호에 따른 주요주주
2. 제1호의 자의 배우자 및 직계존비속
3. 제1호의 자의 배우자의 직계존비속
4. 제1호부터 제3호까지의 자가 단독 또는 공동으로 의결권 있는 발행주식 총수의 100분의 50 이상을 가진 회사 및 그 자회사
5. 제1호부터 제3호까지의 자가 제4호의 회사와 합하여 의결권 있는 발행주식총수의 100분의 50 이상을 가진 회사

상법 제 542조의8제2항제6호: 누구의 명의로 하든지 자기의 계산으로 의결권 없는 주식을 제외한 발행주식총수의 100분의 10 이상의 주식을 소유하거나 이사·집행임원·감사의 선임과 해임 등 상장회사의 주요 경영사항에 대하여 사실상의 영향력을 행사하는 주주(이하 "주요주주"라 한다) 및 그의 배우자와 직계 존속·비속

59) 이렇게 규정중심의 접근(rule-based approach) 보다는 주주의 비례적 이익이라는 대 원칙하에 이해상충 문제를 발견하고 해소토록 하는 원칙중심의 접근(principle-based approach)이 바람직할 수도 있을 것이다.

이해상충 상황에서 주주의 비례적 이익보호가 이사의 의무로 인정되면 동전의 양면인 그 권한 또한 인정됨을 뜻한다. 이는 주주의 비례적 이익을 방어하기 위한 경영권방어의 권한과 기준이 논의될 수 있는 새로운 지평이 열림을 뜻한다. 아울러 경영권 방어의 부작용, 즉, 주주 “일반이익” 증진 내지 “법인”의 이익이라는 추상적이고 구체성이 결여된 명분 뒤에 숨겨져 진행되는 엄청난 이해상충과 부의 이전 행위에 대한 사전예방과 사후구제의 기준 마련도 기대할 수 있을 것이다. -끝-

## 참고문헌

- “합병의 본질과 선관의무에서의 ‘손해’”, 이상훈, 법조(통권 644호)  
전환사채의 저가발행과 관련한 이사의 배임죄 성립여부 이종훈 경영법률20집1호한국경영법률학회
- 회사와 그 지배자 간 거래의 공정성 판단기준에 관한 고찰 윤광균 법조통권640호20101법조협회
- 전환사채를 저가로 발행한 이사들의 배임책임 @ 대법원 2009.5.29.선고 2007도4949판결에 대한 검토 @ 특정경제범죄가중처벌등에관한법률위반(배임) 이봉근 아주법학제3권제1호200906 아주대학교법학연구소
- 신주의 저가발행에서 이사의 임무위배 송옥렬 민사판례연구331권201102박영사
- 전환사채의 저가발행과 이사의 배임죄 성립여부 박재형 재판과판례제21집김수학대구고등법원장퇴임기념대구판례연구회
- 전환사채의 저가발행과 배임죄 황정인 형사판례연구18호201006박영사
- 오영준 상법 민사판례연구 33-2권(2011.02) / 박영사 2011
- 김태병 회사의 손해와 주주의 손해 재판실무연구 4권(2011.12.) / 수원지방법원 2011
- 신은영 경영권 방어 목적의 제3자배정 신주발행 판례연구 23집(1)(2009.09) / 서울지방변호사회 2009
- 송옥렬 전환사채의 저가발행과 이사의 임무위배 정의로운 사법 : 이용훈대법원장재임기념 / 사법발전재단 2011
- 임재연 2011년 회사법 중요 판례 인권과 정의 424호(2012. 3) 특집 / 대한변호사협회 2011
- 한국 . 대법원 법원행정처 상업등기실무 . II 법원행정처 2011
- 김택주 상법 개정안상 포이즌 필의 검토 상사법연구 29권 2호(통권67호) / 한국상사법학회 2010
- 하태훈 대법원 형사판결의 흐름과 변화 분석 정의로운 사법 : 이용훈대법원장재임기념 / 사법발전재단 2011
- 송기춘 경제정의와 헌법 : 경제권력 통제를 위한 권력분립의 구상 공법연구 42집 1호 / 한국공법학회 2013
- 장성원 차입매수(LBO)에서 배임죄 객관적 구성요건의 적용 : 이른바 신한사건과 한일합섬사건에서의 대법원 판단을 중심으로 한양법학 34집(2011.05) / 한양법학회 2011
- 오영근 2011년 형법 중요 판례 인권과 정의 424호(2012. 3) 특집 / 대한변호사협회 2011
- 임재연 2012년 상법(회사법) 중요 판례 인권과 정의 제432호(2013. 3) / 대한변호사협회 2013
- 김택주 2009 회사법 판례상의 주요쟁점 상사판례연구 23집 2권(2010.06) / 한국상사판례학회 2010
- 조승현 법률회피 재산법연구 28권 1호(2011.05) / 법문사 2011
- 송옥렬 신주의 저가발행에서 이사의 임무위배 민사판례연구 33-1권(2011.02) / 박영사 2011

오영근 신주 등의 저가발행과 배임죄의 성립 여부 한국 형사법학의 이론과 실천 : 정암 정성  
 진박사 고희기념논문집 / 한국사법행정학회 2010

최문희 경영자의 배임죄와 회사법상 이사의 의무 : 전환사채의 저가발행 판례를 소재로 하여  
 저스티스 112호(2009/07) / 한국법학원 2009

오세빈 이사의 경영판단에 대한 책임 : 판례에 나타난 사례를 중심으로 민사재판의 제문제 22  
 권(2013.12) / 한국사법행정학회 2013

우인성 형법상 배임죄에 있어서 재산상 손해의 산정 대법원판례해설 제96호(2013 상) / 법원  
 도서관 2013

채동헌 자유시장경제질서의 투명화와 국제화 : 지난 6년간 대법원 상사판결을 돌아보며 정의  
 로운 사법 : 이용훈대법원장재임기념 / 사법발전재단 2011

천경훈 LBO 판결의 회사법적 의미 : 이사는 누구의 이익을 보호해야 하는가? 민사재판의 제  
 문제 20권(2011.12) / 한국사법행정학회 2011

강동욱 이사의 경영판단행위와 배임죄의 성부 한양법학 32집(2010.11) / 한양법학회 2010

오영근 2009년도 형법판례 회고 형사판례연구 18호(2010.06) / 박영사 2010

정쾌영 실권된 주식·전환사채의 제3자 배정에 관한 문제점 상사판례연구 22집 4권(2009.12)  
 / 한국상사판례학회 2009

오영근 2009년도 주요 형법판례 평석 고시계 55권 3호(637호) / 국가고시학회 2010

최문희 자본시장법 제정의 금융법상 의의와 과제 : 자본시장법상 주권상장법인 특례규정의 존  
 재 의의와 개선 과제 : 법체계성과 실효성의 관점에서 BFL 61호(2013. 9) / 서울대학교 금융  
 법센터 2013

윤광균 회사와 그 지배자 간 거래의 공정성 판단기준에 관한 고찰 법조 통권640호(2010. 1)  
 / 법조협회 2010

황정인 전환사채의 저가발행과 배임죄 형사판례연구 18호(2010.06) / 박영사 2010

최문희 실권주에 관한 법적 쟁점의 검토 : 최근의 판례를 소재로 하여 상사법연구 32권 3호  
 (통권 80호) / 한국상사법학회 2013

박인호 실권 전환사채의 제3자 발행에 대한 이사의 책임 기업법연구 제27권 제1호(통권52호)  
 / 한국기업법학회 2013

김병연 차입매수(Leveraged Buyout)와 배임죄의 적용 : 신한LBO 및 한일합섬LBO 사례와 관  
 련하여 상사법연구 29권 1호(통권66호) / 한국상사법학회 2010

김택주 2013년 회사법 판례회고 상사판례연구 27집 2권 / 한국상사판례학회 2014

송종준 상장회사의 자기자본질서의 변화와 법적 과제 : 개정 상법과 자본시장법 개정안상 몇  
 가지 쟁점을 중심으로 상사법연구 31권 2호(통권 75호) / 한국상사법학회 2012

강동욱 이사 등의 경영행위에 대한 배임죄 적용의 문제점 법학연구 23권 2호(2012.12) / 충  
 남대학교 법학연구소 2012

윤동호 에버랜드 전환사채 헐가발행 사건 대법원 판결(2007도4949)의 중대한 오류 형사법연  
 구 제22권 제1호(통권42호) / 한국형사법학회 2010

오영근 2010년도 형법판례 회고 형사판례연구 19호(2011.06) / 박영사 2011

오영근 2009년 형법 중요 판례 인권과 정의 403호(2010. 3) / 대한변호사협회 2010

[토론문1]

삼성물산 합병을 통해 바라본  
상법상 주주이익 보호의 문제점과 개선방향 토론문

김 우 찬

(고려대 경영대학 부교수, 경제개혁연구소장)

1. 법인 이익 對 주주 이익

- 이사의 선관 의무 보호대상에 ‘주주이익’ 또는 ‘주주 간 비례적 이익’ 포함시키자는 의견에 적극 찬성
- 재무 (finance) 학계에서는 2000년부터 회사의 부를 지배대주주가 부당하게 이전 받는 현상을 tunneling이라고 명명하고 (Johnson et al. 2000) 이에 대한 연구를 활발히 진행 (즉, 주주 간 비례적 이익 보호가 매우 중요한 연구 주제임)
  - Atanasov et al. (2014)은 tunneling을 cash flow tunneling (예컨대 일감몰아주기), asset tunneling (예컨대 자산의 헐값 매각), equity tunneling (예컨대 주식의 제3자 저가 발행)으로 분류
  - Cash flow tunneling과 asset tunneling은 회사가 손해를 보는 것이므로 ‘법인 이익’만을 선관 의무 보호대상으로 하더라도 규율 가능하지만, equity tunneling의 경우에는 불가능
  - 상속세 및 증여세법은 특수 관계법인 간의 거래를 통한 이익에 대해 증여세를 부과 (일명 일감몰아주기 과세)하고 있고, 독점규제 및 공정거래에 관한 법률은 특수관계인에 대한 부당한 이익제공에 대해 과징금을 부과하고 있음
  - 하지만 이는 어디까지나 cash flow 또는 asset tunneling에만 적용되어 equity tunneling에 대해서는 그 어떠한 법도 규율하지 못하고 있는 상황
- 또, 재무 (finance) 학계에서는 한 국가의 투자자 보호 (investor protection) 수준이 주식가치 뿐만 아니라 (LLSV 2002) 회사의 소유구조 (La Porta et al,

1999), 분식회계 (Leuz et al., 2003), M&A 활성화 (Rossi and Volpin 2004), 자본시장 발전 (LLSV 1997), 경제성장 (Wurgler 2000)에까지 영향 미침을 실증적으로 보여주고 있음

- 즉, ‘주주 이익’을 선관 의무 보호대상에 포함시키는 것은 단순히 코리아 디스카운트 해소뿐만 아니라 국가 경제적으로도 매우 중요한 의미를 가짐
- 가장 최근 문제되었던 삼성물산과 제일모직 간의 합병도 1996년의 에버랜드 전환사채 저가 매각 건과 마찬가지로 equity tunneling에 해당 (삼성물산 주주로부터 제일모직 주주로 부의 이전 초래)
  - 두 회사 간 합병 비율로 0.70 (합병 발표 직전 외국계 증권회사들의 평균 target price에 입각한 비율)이 아니라 0.35가 적용됨에 따라 4.2조 원에 이르는 (구)삼성물산 주주들의 부가 제일모직 주주들에게 이전되었고,
  - 이런 가운데 주로 제일모직 지분을 갖고 있던 이재용 부회장 일가는 거의 2조 원의 부를 (구)삼성물산 주주들로부터 이전 받음

	삼성물산	제일모직
발행주식 총수 (보통주)	156,217,764	135,000,000
총수일가 지분	1.37%	42.15%
총수일가 보유 보통주 수	2,140,183	56,902,500
합병 결의일 기준주가	55,767 원	159,294 원
합병 결의일 시가총액	8,711,796,044,988 원	21,504,690,000,000

	0.70	0.35
발행주식 총수 (보통주)	244,352,435	189,690,045
삼성물산 주주 보유 주식 수	109,352,435	54,676,217
삼성물산 주주 보유 지분	44.75%	28.82%
삼성물산 주주 지분 가치	13,522,461,205,775 원	8,709,593,374,516 원
총수일가 보유 주식 수	58,400,628	57,651,754
총수일가 보유 지분	23.90%	30.39%
총수일가 보유 지분 가치	7,221,789,188,237 원	9,183,578,440,816 원

- 이사의 선관 의무 보호해당에 ‘주주 이익’을 포함시키기 위해 ‘해석 변경’에 의존하기보다 ‘상법 개정’이 필요하다는 의견에도 찬성
  - 하지만 이를 위해 관련 조항들을 어떻게 변경할 것인지 대한 구체적인 방안이 제시되지 않아 아쉬움

## 2. 주주 이익보호를 위한 여타 입법 과제

- 이사의 선관 의무 보호대상을 확대하는 것도 중요하지만 사실상의 이사인 지배 대주주가 실질적으로 선관 의무를 지도록 상법 제401조의2 (업무집행 지시자)도 강화할 필요
  - 즉, 등기임원이 아닌 지배 대주주의 책임을 추궁하기 위해서는 원고 주주는 ‘손해를 입었다는 사실’뿐만 아니라 ‘지배대주주가 업무집행을 지시했다는 사실’까지도 입증해야 하는데 후자만이라도 경우에 따라 입증 책임을 전환하는 방안 마련할 필요
- 동일 기업집단 내 소속회사간의 합병 (intragroup merger)은 지배대주주 일가의 자기거래 (self-dealing)에 해당되므로 이러한 거래로부터 소액주주들의 이익이 침해되지 않도록 상법 제368조 제3항 (총회의 결의에 관하여 특별한 이해관계가 있는 자는 의결권을 행사하지 못한다)도 강화할 필요
  - 즉, 지배대주주 일가와 이들의 지배를 받는 모든 소속회사의 의결권을 제한하는 방향으로 상법이 개정될 필요
  - 참고로 특수 관계인 간 거래를 주주총회 승인사항으로 하고 있는 국가들의 경우 독립된 주주 (disinterested shareholders)의 과반수 찬성을 승인요건으로 하고 있음 (계열사 간 합병도 특수 관계인 간 거래에 해당)
- 주주총회 결의사항 확대도 주주이익 보호를 위해 필요
  - 대규모 자산 양수도에 대한 주주총회 결의 (주총결의가 필요한 합병 및 대규모 영업양수도와 실질에 있어서 차이가 없음)
  - 대규모 특수관계인 간 거래에 대한 주주총회 결의
- 주주이익 보호를 위해 이사선임에 대한 주주의 영향력도 강화시킬 필요
  - 집중투표제도 의무화
  - 감사위원회 위원 선출방식 변경 (분리선출로 대주주 3% 의결권 제한을 실질화)
- 주주총회 참여의 각종 걸림돌을 제거하는 것도 주주이익 보호를 위해 매우 중요

- 주주총회 소집 및 안건 통지기간 연장 (현행 2주에서 3주)
- 전자투표 의무화 (주주의 수가 일정 수 이상인 경우)
- 기업인수 과정에서 인수대상 회사 주주의 이익을 보호를 위해 의무공개 매수제도 (mandatory bid rule)를 부활할 필요
  - 인수대상 회사의 지배권을 매각한 주주와 나머지 소액주주간의 형평성 확보를 위해 이들 소액주주들에게 최근 1년간 거래된 주가의 최고가 이상으로 보유주식을 매도할 수 있는 권리 (put option)를 부여하는 제도
  - 합병 및 대규모 양수도 때 발행하는 주식매수청구권 (appraisal right)과 그 실질에 있어서 차이가 없고 수많은 나라들이 채택
- 주주들이 보다 효과적으로 권리구제 받을 수 있도록 주주대표 소송의 제기요건과 입증책임 부담을 완화
  - 주주대표소송 제기요건 완화 (단독주주권, 필요 보유기간 단축)
  - 다중대표소송 인정
  - 충실의무 위반 사안의 경우 입증책임 전환 인정

[토론문2]

**삼성물산 합병을 통해 바라본  
상법상 주주이익 보호의 문제점과 개선방향 토론문  
-이상훈 교수의 입법론에 대한 의견-**

최 승 재

(대한변호사협회 법제연구원장, 변호사, 법학박사)

**1. 소위 “대법원의 법인이익-계좌기준” 개정론**

발제자인 이상훈 교수는 에버랜드 판결(대법원 2009. 5. 29. 선고 2007도 4949 전원합의체 판결)에 드러난 대법원의 입장을 법인이익-계좌기준이라고 하면서, 소위 대법원의 법인이익-계좌기준은 워낙 오랜 기간에 걸쳐 확고히 자리 잡혀 있으므로, 판례변경을 통한 해석론(解釋論)을 기대하는 것은 불확실하고 시간도 오래 걸릴 수 있다고 하면서, 입법(立法)적으로 명확히 하는 것이 바람직할 수 있다고 설명하고 있습니다. 에버랜드 판결은 대법원에서도 다수의견과 소수의견이 극명하게 갈린 판결로 이 사건 전원합의체 판결 의해서 법인독자의 이익이 있다는 개념이 정립된 것은 아니고 굳이 하자면 이 판결에서도 이런 종래 대법원의 판결이 정립된 것이라고 이해할 수 있습니다.(예를 들어 대법원 84도315판결)

다수의 상법학자들은 주주가 회사의 주인인데, 주주에게 손해가 없는 사안에서 어떻게 배임죄가 성립할 수 있는가 하는 논의에서 주주의 이익과 구별되는 법인독자의 이익의 존재를 인정하는 대법원의 판결에 대해서 의문을 제기해 왔습니다.

질문은 (1) 발제자께서는 법인독자의 이익이라는 개념을 인정할 수 없다고 보는 것이지요. (2) 만일 법인독자의 이익을 관념할 수 있다면 그 이익의 구체적인 내용을 무엇일까요. (3) 이익귀속의 주체내지 이해관계를 가지는 주체를 주주만을 관념하는 태도는 타당한 것으로 볼 수 있는지요.

## 2. 이사의 손해배상책임과 관련된 상법 개정론

발제자인 이상훈 교수는 상법 제382조 제2항과 제382조의3에서 이사는 회사의 위임을 받고 회사에 대하여 의무를 부담하는 것으로 규정되어 있고, 제399조가 회사에 대하여 손해배상책임을 지도록 한 것 등을 근거로 제시할 수 있으므로 이들의 개정 필요성에 대하여 검토가 가능할 것이라고 하고 있습니다.

이와 관련하여 교수님께서 생각하시는 이 부분에 대한 개정론이 있으시면 부탁드립니다.

## 3. 그룹 개념의 상법상 도입론

이상훈 교수의 아래와 같은 주장은 요약하면, 우리 상법이 전제로 하고 있는 법인개념을 통한 개별회사법 개념의 재편을 주장하고 있는 것으로 보입니다.

주주이익 포함기준은 “주주” 간의 문제로만 국한하여 볼 경우, 직접 주주는 아니지만 계열사를 통하여 지분을 하나도 보유하지 아니한 채 간접 지배하는 공정거래법상 동일인 및 기업집단과의 이해상충 문제를 다루기 어려운 문제가 있다. 예컨대 이재용 부회장이 삼성물산에 지분이 없었다는 이유로 영향력이 없었다고 평가되어선 곤란한 것과 같은 이치이다. 이 역시 회사법 해석론으로 가능한 일이라는 것이 필자의 견해이나, 이견이 있을 수 있고 법적인 명확성과 안정성을 위해서는 공정거래법과 자본시장법의 예를 본받아 동일인과 기업집단, 계열사, 특수관계인 등의 개념을 상법에 도입하고 이들을 중심으로 이해상충과 지배구조를 보완하는 방안의 고려가 바람직하다. 현재의 상법 조문은 우리나라와 같은 재벌구조를 염두에 두지 못한 미국식 분산소유구조-전문경영인 체제를 염두에 두고 구성되어 있어 현실과 다소 잘 안 맞고 이해상충과 부의 이전문제를 다루기에 부족한 점이 많다. 상법 제398조의 이해상충 조문에서 정작 계열사간 이해상충, 계열그룹과 법인간 뿐 아니라 주주간 이해상충 문제가 규율대상에서 누락되어 있는 것도 그 한 예이다.<sup>1)</sup> 이러한 부분들을 전반적으로 정비하는 것을 고려할 수 있다고 본다.

1) 이상훈 교수는 “규정중심의 접근(rule-based approach) 보다는 주주의 비례적 이익이라는 대 원칙 하에 이해상충 문제를 발견하고 해소토록 하는 원칙중심의 접근(principle-based approach)이 바람직할 수도 있을 것이다.” 라고 하고 있지만 이 주장은 실질적으로 가능한 해법인지 의문이 있다고 봄

이런 주장은 우리 대법원이 일관되게 유지하여 오던 법인격 중심의 체제를 재편하는 것으로 상법의 근간을 변경하는 것으로 신중한 접근이 필요합니다. 주지하다시피 예를 들어 대법원은 이중대표소송의 경우 입법론은 별도로 하고 입법이 없는 상태에서 서로 법인격을 달리하는 모회사의 주주가 자회사의 이사의 행위에 대해서 대표소송을 제기하는 것은 허용되지 않는다는 태도를 취한 바 있습니다.<sup>2)</sup> 그래서 법무부에서 이중대표소송을 도입하는 취지의 법안을 제시한 바 있습니다.

이런 부분적인 별도의 입법을 통한 도입이 아닌 상법상 계열개념의 도입을 일반적으로 검토하기 위해서는 우리 상법 회사편을 전반적으로 다시 검토하여야 하는 것으로 큰 폭의 개정이 필요할 수 있습니다.

한편 현실적으로는 그룹이라는 관념이 분명히 존재하고 있음에도 그 존재를 전혀 인식하고 있지 않은 현실이 입법상 고려되어 개정될 수 있을 것입니다. 그러나 상법이 부의 이전을 규율하기 위한 별도의 입법을 하여야 한다는 발표자의 주장<sup>3)</sup>은 상법의 역할이라는 면에서 의문이 있습니다. 이 점은 **법체계간 규제의 정합성 문제과 범역할론**이라는 점에서 보면, “대표적인 기업법제인 공정거래법, 자본시장법, 세법 등이 모두 우리 기업집단의 현실을 감안하여 계열사와 특수관계인 개념을 규정하고 이들을 중심으로 규제하고 있다. 상법은 주식회사의 작동원리에 관한 기본법이기 때문에 다른 기업법제와 균형이 안 맞으면 회사를 이해하고 규율하는 타 규정을 적용할 경우 모

니다.

2) 대법원 2004. 9. 23. 선고 2003다49221 판결. 이 사안에서 우선 甲 회사의 주주인 원고 P는 甲 회사의 대표이사 등의 위법행위에 대하여 甲 회사를 대표하여 그 책임을 묻는 소를 제기하였으나 원심은 이를 기각하였다. 다음으로 원고 P는 자신이 주주로 있는 甲 회사의 종속회사인 乙 회사의 이사 D2의 횡령행위 등으로 인하여 乙 회사가 입은 손해에 대해서 乙 회사에 그 손해를 지급하라는 대표소송을 D2에게 제기하였다. 이는 ‘주주(甲 회사)의 주주(원고 P)’의 대표소송, 즉 종속회사가 이사 등의 부정행위에 의하여 손해를 입은 경우 지배회사의 주주가 종속회사를 위하여 종속회사의 이사 등을 상대로 직접 대표소송을 제기하는 이중대표소송으로서 과연 이것이 인정될 것인지 여부가 쟁점이다.

3) 이상훈 교수는 논문에서 “기업현실이 그러한데 상법만 유독 계열사 개념을 모르쇠로 일관할 합리적인 이유를 찾기 어렵다고 본다. 나아가 공정거래법은 시장의 공정경쟁, 세법은 국가의 조세권, 자본시장법은 정보의 비대칭해소와 시장질서, 형사상 배임은 국가형벌권을 규율하는 법규들이기 때문에 주주간 이해상충과 부의 이전 문제를 직접 해결하기 위한 법규들이라고 보긴 어렵다. 상법이 이 문제를 게을리 함으로써 현재는 주주간 이해상충과 부의 이전문제가 공정위, 국세청, 검찰, 금융위 등과 같은 행정기관을 통해 간접적으로 다루어지는 측면이 상당한 현실이라고 보여지나, 적절치 못한 결과가 도출되거나 과잉규제의 위험 등이 있으므로, 이 문제는 사법인 상법의 고유영역으로 인정하여 상법이 적극적으로 나설 필요가 있다.” 고 주장하고 있다.

순과 불일치 등 체계적인 흠이 생길 수 있다.” 고 하는 점을 생각할 점이 있습니다. 각 법은 각 법이 가지고 있는 입법목적 내지 규범목적(Normzweck)이 있습니다. 물론 이런 규범목적이 헌법이 추구하는 정신에 반하는 것은 허용되지 않지만 각 법이 가지고 있는 역할이 있습니다(법역할론).

예를 들어 상법이 아닌 기업집단에 대한 규율을 공정거래법이 하고 있는데, 만일 상법이 이런 역할을 하여야 한다면 공정거래법에서 이런 부분을 제거하여 상법에 포함하면서 서로 씨줄과 날줄이 잘 연결되도록 하여야 합니다. 그런데 현재 상법은 이런 기능을 하고 있지 않고 공정거래법의 역할에 맡기고 있습니다. 이런 태도는 옳고 그름의 문제가 아니라 입법적으로 어떤 법에 어떤 기능을 부담하도록 할 것인가 하는 입법적인 결단의 문제입니다. 그럼에도 발생하는 상법과 공정거래법의 충돌이 있다면 무엇이 있을까요.

다만 공정거래법에서 이런 기능을 제거하고 상법에 그룹에 대한 규율을 하는 역할을 맡긴다면 상법은 행정규제법이 아니라 사법적인 규율을 하는 법이므로 그 규율의 방식과 체계가 달라져야 할 것입니다.

오히려 배임죄의 경우가 이런 점에서 생각할 점이 있지 않을까 싶습니다. 공정거래법상 부당지원행위 개념과 기업집단개념, 배임죄의 개념을 종합적으로 고려하여 프랑스의 Rozenblum판결과 같이 기업집단 내부에서의 거래행위에 대하여 형사책임을 부과할 때 그룹전체의 이익을 고려할 수 있도록 하는 것은 고려할 수 있지 않을까 생각합니다.<sup>4)</sup>

이런 점에 대한 발표자의 생각이 있으시면 알려주십시오.

#### 4. 엘리엇 사건에 대한 질문

마지막으로 엘리엇사건(서울고등법원 2015. 7. 16. 자 2015라20503결정 등)에 대해서 (1) 자기주식처분을 통한 경영권방어에 대한 논란이 있는 것으로 알고 있습니다. (2) 이와 관련해서는 다양한 경영권 방어수단의 도입 필요성에 대한 논의도 있습니다.

이 점들에 대해서 발표자의 생각이 있으시면 알려주십시오. 또 이 사건과 관련하여 입법적인 보완이 필요한 점이 있다고 생각하시면 알려주십시오.

4) 최승재, “배임죄 판례분석을 통한 경영자의 배임죄 적용에 있어 이사의 적정 주의의무 수준에 대한 고찰”, KERI Insight 한국경제연구원 2011. 11. 4. 자.

## 제2세션

삼성물산-엘리엇 분쟁을 중심으로 본  
경영권분쟁 관련제도 개선방향

발표자 : 양기진 교수(전북대)

토론자 : 정우용 전무(상장협)/ 정준우 교수(인하대)

사회자 : 권태신 원장(한국경제연구원)



# 삼성물산-엘리엇 분쟁을 중심으로 본 경영권분쟁 관련제도 개선방향

양 기 진

(전북대 법학전문대학원 교수)

## [ 目 次 ]

- I. 머리말
- II. 대상 합병의 개요 및 쟁점사항들
- III. 우리 법제에 관한 시사점
- IV. 맺음말

### I. 머리말

최근 행해진 삼성물산-제일모직의 합병(이하 ‘대상 합병’)을 둘러싸고 미국계 헤지펀드인 엘리엇 어쏘시어츠 엘.피.(회장: 폴 싱어)(이하 ‘엘리엇’ 또는 ‘엘리엇매니지먼트’)가 제기한 의결권 대리행사 위임경쟁(proxy contests), 일련의 가처분 신청 등 경영권 분쟁이 있었던 관계로 경영권 방어에 대한 관심이 부쩍 높아졌다. 근래에 행동주의 헤지펀드가 수익률 제고를 위하여 국내·외에서 활발한 활동을 벌이고 있는데 금번 대상 합병을 포함하여 우리나라에서 적대적 M&A 시도 및 이에 관하여 경영권 방어의 허용여부, 적법한 방어방법을 포함하여 경영권 방어 논의가 활성화되는 계기가 주어지고 있다.

경영권 방어는 국가별 및 회사별 상황에 따라 논의의 초점이 달라진다고 생각된다. 회사별로 볼 경우 폐쇄회사는 경영권 분쟁이 쉽지 않고 중·소규모의 개방/상장회사의 경우에 경영권 분쟁이 가장 많이 발생할 가능성이 있을 것이나 대규모 회사에 비하여 국민경제적 파급효는 적을 것이다. 이 글은 대상 합병 당사자인 삼성물산이나 제일모직이 대규모 상장회사이라는 점에 유념하여 대상 합병과정에서 제기된 쟁점들과 이를 둘러싼 현행 법제의 태도를 검토하고 필요할 경우 개선의견을 제시할 예정이다. 따라서 경영권 방어가 필요한지 필요하지 않은지, 그리고 현재 이용가능한 경영권 방어수단이나 근래 도입이 검토되는 방어수단의 찬부 등에 관한 원론적인 논의는 생략한다.

현재 우리나라 대규모 상장회사에서 대부분 지배주주<sup>1)</sup>가 존재한다는 사실을 감안하면 이들 회사에서 발생하는 경영권 분쟁에서 다투어질 가능성이 높은 이슈는, 결국 지배주주의 권리행사가 회사 이익을 위하여 행해졌는가의 논의에 귀결될 것이다. 대상 합병을 둘러싼 삼성물산과 엘리엇의 공방에서 엘리엇이 주로 제기한 점 역시 이러한 본질적인 의문과 연관된다. 이 글에서는 최근의 삼성물산-엘리엇 간의 분쟁을 배경으로 하여 이 분쟁에서 제기된

1) 지배주주란 주요주주와 달리 상법상 용어는 아니지만 주식회사에서 경영진을 선임하거나 주요 정책을 결정함으로써 경영에 관여할 수 있는 지위를 가진 주주를 말한다. 김재범, “주주 충실의무론의 수용: 이사 충실의무와 관련하여,” 비교사법 제22권 제1호, 한국비교사법학회 (2015), 186면

쟁점 내지 제기 가능한 문제의식에서 출발하여 우리나라 대규모 상장회사<sup>2)</sup>에서 현재 사용 가능한 경영권 방어제도 및 이를 심사하는 기준에 관한 개선방향을 제시하는 것을 목적으로 한다.<sup>3)</sup> 우선, 대상 합병의 개요와 함께 우리나라에서의 적대적 M&A가 많지 않은 상황에서 왜 삼성물산이 경영권 공격을 받았는지를 분석해 본다. 그리고 대상 합병과 관련하여 엘리엇이 삼성물산에 대한 공격(합병주주총회 결의금지 가처분)을 위한 가장 중요한 지점으로 삼은 합병(비율)의 정당성 논쟁을 위시하여 이 사건 분쟁 중 실제로 문제된 자기주식 처분 쟁점, 소수주주권으로서의 유지청구권 행사 쟁점을 살펴보고, 이에 추가하여 주요주주의 자기거래 규제 쟁점을 검토한다.

나아가 대상 합병의 공방 과정을 검토하면서 느낀 문제의식을 바탕으로 우리 법제에 관한 시사점으로, 방어권 관련 결정주체, 사법 심사기준의 수정 필요성, 자기주식 처분 법제의 재정비, 정확한 사전적 정보제공 및 최소한의 사후 감시시스템 운용, 자기거래 규제의 보완, 지배주주의 충실의무 도입론을 제시한다.

## II. 대상 합병의 개요 및 쟁점사항들

### 1. 대상 합병을 둘러싼 공방 개요

미국 헤지펀드 엘리엇은 근래 삼성물산을 상대로 제일모직과의 합병을 반대하면서 의결권 대리행사 시도 및 주총소집통지금지·결의금지/자기주식처분 금지가처분을 신청한 바 있다.

[표1] 삼성물산-제일모직 합병 관련 주요 사실·공방 일지<sup>4)</sup>

5월 26일	삼성물산·제일모직 합병 결의 발표
6월 3일	엘리엇, 합병 반대 의사 표명
6월 4일	엘리엇, 삼성물산 지분 7.12% 취득공시, 삼성물산에 정관 개정 요구 주주 제안서 발송(주식 현물배당 허용)
6월 5일	엘리엇, 국민연금에 합병반대 동참 서한 발송
6월 9일	엘리엇, 삼성물산 상대 주주총회 소집통지 및 결의금지 가처분 신청 <sup>5)</sup>
6월 10일	삼성물산, 자기주식 899만주 케이씨씨(이하 'KCC')에 매각 발표(주당 7만5천원)
6월 11일	엘리엇, 삼성물산 자기주식 매각 금지 가처분 신청 <sup>6)</sup>

2) 이 글은 국가적 중요관심사에 해당하는 특수 산업을 영위하는 회사의 경영권 방어에 관한 특수한 필요성에 관하여는 별도로 다루지 않는다. 그러한 회사에 대하여는 별도의 '특별입법'을 통하여 국가적 이익 보호에 필요할 경우 별도의 경영권 방어장치 내지 적대적 M&A를 곤란하게 하는 장치를 둘 수 있을 것이다. 이와 관련하여서 김우찬, “경영권방어수단 도입주장과 그 논리적 취약성,” 경제개혁리포트 (2010-2), 경제개혁연구소, (2010.2), 요약 6면; 국가적 공익의 보호필요성과의 조화를 위하여 특별법을 통한 경영권 방어는 세계적 추세에도 부합하며 소수과주주 보호 등 거래 일반에 미치는 영향이 적어서 얼마든지 검토 가능하다. 즉, 강력한 주식 취득의 제한, 최대보유 한도의 설정, 의결권의 제한 또는 차등의결권제도를 통하여 국가적 공익의 필요성과 조화하는 것이 바람직하다는 의견으로, 송중준, “경영권 방어수단 도입의 전제조건,” 기업법연구 제19권 제4호, 한국기업법학회 (2005)[이하 약칭: 방어수단(2005)], 224면; 미국의 입법적 대처방안인 방산물생산법(Defense Production Act)상 유명한 엑슨-플로리오 조항(Exon-Florio provision)에 관한 설명으로 이지환, “신진 국가별 경영권 방어장치의 형성 배경에 대한 비교 연구,” 국제경영연구 제18권제2호, 한국국제경영학회 (2007), 12면

3) 외국 법제의 소개는 이미 선행연구가 많으므로 단순한 비교법적 검토는 지양하며 논의에 직접적으로 관련되는 부분에서만 간단히 소개하도록 한다.

6월 18일	삼성물산, 엘리트이 주주제안한 현물배당 등을 임시주총 안건으로 추가확정
6월 19일	법원, 엘리트이 가처분에 대한 양측 심문
6월 24일	엘리트, 삼성물산 주주들에게 의결권 위임 요청 → 위임장 경쟁
6월 25일	삼성물산, 주주 대상 의결권 대리행사 요청 → 위임장 경쟁
7월 1일	법원, 엘리트이 제기한 '주총 소집통지 및 결의금지' 가처분 신청 기각(삼성 승소)
7월 3일	엘리트, 삼성물산 주총 금지가처분 기각결정에 항고 ISS, 제일모직과 삼성물산 합병반대 권고 국민연금, 삼성물산 보유지분 추가취득 (11.61% 보유공시)
7월 7일	법원, 삼성물산 자사주 매각 금지 가처분 신청 기각(삼성 승소) <sup>7)</sup> (엘리트 항고의사 표명)
7월 10일	국민연금 투자위원회 합병관련 회의 (내부적 찬성결정)
7월 16일	법원, 엘리트이 항고한 가처분 신청 모두 기각
7월 17일	삼성물산 및 제일모직 각각 합병 주주총회(합병안 가결)
8월초	엘리트(합병반대주주), 주식매수청구권 행사 <sup>8)</sup>
9월 1일	합병등기
이후	추가적 소송 가능성 <sup>9)</sup>

## 2. 공방의 대상 선정: 왜 삼성물산인가

위 [표1]에서 볼 수 있듯이, 삼성물산-제일모직 합병 반대를 관철시키기 위하여 엘리트이 사용한 의결권 대리행사 권유 및 주총소집통지금지·결의금지/자기주식처분 금지가처분을 신청은 경영권 분쟁 와중에서 종종 사용되는 방법이다. 그런데 많은 상장회사들 중 삼성물산이 왜 엘리트에 의한 공격대상이 되었을까. 우선 이는 삼성물산의 내부지분율에 낮아 상대적으로 경영권 공격이 용이하기 때문인 것으로 보인다. 여기에서의 내부지분율이란 소위 최대주주가 해당 회사에서 실효적으로 갖는 힘, 즉 최대주주의 지배지분율에 유사하다.

4) 신문기사에 보도된 내용(NEWS Dive 기사, “삼성, 엘리트에 승소…삼성-엘리트 간 공방 정리,” (2005.7.1.) <<http://news.visualdive.co.kr>>)을 바탕으로 추가하였다.

5) 법률뉴스, “삼성물산-엘리트, '제일모직 합병' 싸고 치열한 법정 공방,” (2015.6.19.)

6) 조선닷컴, “[속보]법, 엘리트 '삼성물산 자사주 매각금지' 가처분 신청 기각,” (2015.7.7.) <[http://news.chosun.com/site/data/html\\_dir/2015/07/07/2015070700874.html?Dep0=twitter&d=2015070700874](http://news.chosun.com/site/data/html_dir/2015/07/07/2015070700874.html?Dep0=twitter&d=2015070700874)> 기각결정에 대하여 엘리트 매니지먼트는 항고한 상태이다.

7) 조선닷컴, “[속보]법, 엘리트 '삼성물산 자사주 매각금지' 가처분 신청 기각,” (2015.7.7.) <[http://news.chosun.com/site/data/html\\_dir/2015/07/07/2015070700874.html?Dep0=twitter&d=2015070700874](http://news.chosun.com/site/data/html_dir/2015/07/07/2015070700874.html?Dep0=twitter&d=2015070700874)> 기각결정에 대하여 엘리트 매니지먼트는 항고한 상태이다.

8) 엘리트는 당시 보유하던 지분(7.13%) 중 주식매수청구권이 있는 지분 4.95%에 대해 삼성물산에 매수청구권을 행사하였다.

9) 9월 1일부터 6월 이내 합병무효소송 제기가 가능하나 아직 무효소송은 제기되지 않고 있다. 한국경제, “[마켓인사이트] 엘리트 "삼성물산 합병 무효소송 안한다”, 2015.8.27. <<http://media.daum.net/m/channel/view/media/20150827183111763>>

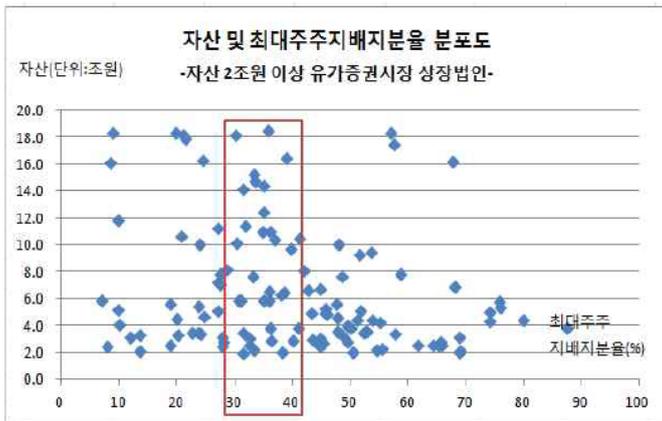
(1) 대규모 상장회사의 내부지분율

주지하듯이 삼성물산과 제일모직을 포함한 대규모 상장회사의 상당수가 「독점규제 및 공정거래에 관한 법률」(이하 ‘공정거래법’)상 상호출자로 얽혀 있는 대규모 기업집단에 소속되어 있다. 따라서 우리나라 대규모 상장회사의 최대주주의 지배력은 그 명의로 된 것만을 산정할 것이 아니라 동일 대규모 기업집단 소속 계열회사가 해당 상장회사에 갖고 있는 지분도 함께 산정하는 경우 비로소 실제에 근접한 지배력을 추론해낼 수 있다. 이러한 지배지분율은 경영권 공격을 받는 경우에 가장 효과적인 경영권 방어수단이 될 수 있다.

유가증권시장에 상장된 자산 2조원 이상의 대규모 상장회사에 관한 최대주주 ‘지배’지분율<sup>10)</sup>의 분포<sup>11)</sup>를 살펴보면, 자산 2조원 이상 상장회사 중 최대주주 지배지분율이 20% 미만의 상장회사는 13.9%이며 50% 이상이 26.4%이다(아래 [그림1] 및 [표2]).

또한 자산규모 2조원 이상 대규모 상장회사에서 최대주주가 갖는 지배지분율이 25% 이상인 경우가 이들 대규모 상장회사의 77.1%에 달하고 있다(2012년말 기준). 따라서 대규모 기업집단 소속의 어느 단일 회사를 상대로 적대적 M&A를 시도하여 성공하기란 대다수의 유가증권시장 상장 대규모회사에서 쉽지 않거나 불가능함을 추론할 수 있다.

[그림1] 유가증권시장 대규모 상장회사(자산2조원 이상)의 자산 및 최대주주 지배지분율 상관분포도<sup>12)</sup>



[표2] 자산2조원 이상 상장회사의 최대주주 지배지분율 분석<sup>13)</sup>

지분율 구간	회사 수	비중
10% 미만	9	6.3%
10-20%	11	7.6%
20-25%	13	9.0%
25-33%	23	16.0%
33-50%	50	34.7%
50% 이상	38	26.4%
합계:	144	

한편 이상과 같은 최대주주 지배지분율이 대체적으로 높게 형성되어 있다는 사실은 그 자체로 바람직하다거나 바람직하지 않다라고 선형적으로 판단할 사항은 되지 아니한다. 나라마다 처한 상황이 다르기 때문에 주지하듯이 영미와 유럽대륙의 경우 상당히 다른 지배구

10) 최대주주의 ‘지배’지분율은 법적 개념은 아니며 그 산정 시에 자연인인 개인뿐만 아니라 그가 보유한 다른 회사, 그리고 같은 기업집단 내의 계열회사가 해당 대규모 상장회사에 대하여 갖는 지분율을 합산한 특수관계인의 지분율을 역시 고려하여야 할 것이다.

11) 자산은 2012년말 기준이며 지배지분율은 2013년9월초 기준이다. 최대주주 지배지분율의 출처는, 한국거래소 상장법인 지분정보센터 <[http://find.krx.co.kr/m1/m1\\_5/JHPFND01005.jsp](http://find.krx.co.kr/m1/m1_5/JHPFND01005.jsp)>이며, 자산 2조원 이상 유가증권시장 상장회사 현황은 상장회사 협의회에 요청하여 받았다.

12) 양기진, “상법 개정(안)의 집행임원의 부분적 의무화에 관한 소고,” 경영법률 24집 2호, 한국경영법률학회(2014), 8면의 [그림 3], [그림3]의 작성에 사용된 자료는, [그림 3]는 2012년말 기준 유가증권시장에 상장된 자산 2조원 이상의 대규모 회사 144개사를 분석대상으로 한 최대주주 지배지분율을 해당 회사의 자산규모를 참조하여 분포도를 도출한 것이다. 같은논문, 17면.

13) 양기진, 위의 논문, 19면의 [표 2]

조14)를 발전시켜 왔기 때문이다.

(2) 삼성물산의 내부지분율 및 주식 저평가

반면 구 삼성물산의 경우 같은 삼성그룹 내에서도 대주주 지분율이 매우 낮은 편에 속한다.<sup>15)</sup> 이에 더하여 대상 합병 당시 삼성물산의 주가가 매우 저평가되어 있었으므로 적대적 M&A를 시도하고자 할 경우 비교적 적은 자금을 가지고 성공할 여지가 있던 상황이었다. 즉, 금년 상반기 대상 합병을 두고 엘리엇의 공방이 가능하였던 것은 삼성물산에 관한 최대주주 지배지분율이 낮고 주가의 저평가 상황<sup>16)</sup>까지 겹쳤던 이유에서 발생한 것으로, 우리나라 다른 대규모 상장회사의 일반적인 상황과 다른 경우에 해당한다고 볼 수 있다.

[그림2] 삼성·현대차그룹 대주주 및 외국인지분율 비교<sup>17)</sup>  
(대주주지분율은 2014년말, 외국인지분율은 2015.7.3. 기준)



3. 주주총회 소집통지 및 결의금지 가처분 신청과 주요 쟁점

(1) 합병 의사결정 및 결정과정의 정당성

가. 기업가치 증대 여부

주지하듯이 합병후 존속회사의 상호는 ‘삼성물산 주식회사’로 하였지만 종래의 삼성물산은

14) 더 자세한 설명으로, 정승일, “독일에서의 기업지배구조 변화와 적대적 M&A 논의,” 경상논총 제25권 제2호, 한독경상학회 (2007), 44면

15) 2012년말 기준 삼성물산 최대주주 지배지분율은 보통주 지분율 14.24%, 총합지분율이 13.83%로, 다른 대규모 상장회사에 비하여 취약한 경우에 해당한다. 2012년말 기준으로 최대주주 지배지분율이 20% 미만인 경우는 13.9%에 불과하다. 앞의 [표2] (양기진, 앞의 논문, 19면의 [표 2]에서 재인용)

16) 이번 사건을 두고 삼성물산이 스스로 공격당할 구실을 만들었다는 평가도 행해진다. 경제개혁연대는 논평을 내고 "두 회사 주가가 극도의 불균형을 유지하는 상황이 오래 지속됐음에도 삼성그룹이 삼성물산의 저평가 문제를 개선하려는 어떠한 노력도 기울이지 않아 엘리엇의 공격을 자초했다"면서 회사와 주주 전체의 이익은 아랑곳하지 않는 삼성의 후진적 지배 구조 문제가 개선되지 않았음을 비판하기도 했다. 오마이뉴스, “삼성물산 vs. 엘리엇, 숨 가쁜 '기승전결'”, (2015.6.12.) <[http://www.ohmynews.com/NWS\\_Web/View/at\\_pg.aspx?CNTN\\_CD=A0002117782](http://www.ohmynews.com/NWS_Web/View/at_pg.aspx?CNTN_CD=A0002117782)>

17) 매일경제, “헤지펀드 왜 한국 노리나? 대주주 지분율은 턱없이 낮고 주가는 저평가..공격 '무방비'”, (2015.7.13.), <<http://media.daum.net/issue/518/newsview?newsId=20150706040420057&issueId=518>>

제일모직에 흡수합병되었다.<sup>18)</sup> 그런데 이번 합병을 대하여 구 삼성물산의 주주인 엘리엇을 위시하여 반대가 적지 않았다.<sup>19)</sup> 과연 구 삼성물산과 제일모직과의 합병이 구 삼성물산의 기업가치의 증대/또는 주주이익의 증대를 위한 것인가?

구 제일모직이 제출한 증권신고서(합병, 2015.5.26. 최초제출, 6.3./6.11./6.18. 정정)을 참조하면 2014년 기준 매출 33.6조원(건설 16.2%

, 상사 13.6%, 패션 1.9%, 식음 1.6%, 레저 0.4%)의 회사가 2020년에는 매출 60조원의 거대회사로 급속성장하는 합병후 기대효과를 제시하고 있다.<sup>20)</sup>

이렇듯 제시된 기대효과에도 불구하고 엘리엇은 삼성물산의 경영진이 발표한 본건 합병의 시너지 효과와 이익창출의 근거는 희박하다고 주장하였다. 엘리엇은 그 주된 근거로 제일모직 경영진이 주장하는 다각화 이익이, 주주 입장에서는 이미 주식 선택을 통하여 무료로 또는 매우 낮은 금액으로 달성 가능하다는 점에서 그 의미가 극히 미약하며 궁극적으로, 본건 합병은 삼성물산의 주주들에게 삼성물산의 순자산 7.8조원의 순자산을 아무런 대가 없이 제일모직 주주들에게 넘기라는 것이라고 보았다.<sup>21)</sup> 또한 엘리엇은 합병을 결의한 삼성물산 이사회가 주주를 위한 최대 가치를 실현하려는 노력을 하지 않는다고 비난하였다.<sup>22)</sup>

[그림3] 삼성물산/제일모직 비교<sup>23)</sup>

(매출과 영업익은 2014년, 자산은 2015년 1분기, 시가총액은 합병 발표 직전일 기준, 단위: 억원, 자료: 금융감독원 전자공시)

	삼성물산	제일모직
매출	28조4400	5조1300
영업익	6500	2100
자산	29조5000	9조5000
시가총액	8조6300	22조700

[그림4] 주가 비교(2014.12.18.~2015.5.19.)<sup>24)</sup>



18) 삼성물산 주요사항보고서(2015.5.26.: 회사합병결정) <<http://dart.fss.or.kr>>

19) ISS(아이에스에스)도 “합병안이 한국의 법을 따른 것이긴 하지만 삼성물산은 저평가되고 제일모직은 고평가돼 삼성물산 주주가치가 훼손됐다”며 합병 반대를 권고하는 의견을 냈다. 보고서는 자산 보유 현황을 고려할 때 삼성물산은 49.8%가량 저평가되었으며 합병의 시너지 효과는 불리한 합병 비율을 보상하기에 부족하다고 하면서, 합병에 찬성할 경우 단기적인 주가 하락 위험을 뛰어넘는 근본적인 가치 평가 불평등을 가져올 것이라고 하였다. 한겨레, “ISS도 “삼성물산-제일모직 합병 반대 권고”, (2015.7.3.) <[http://www.hani.co.kr/arti/economy/economy\\_general/698832.html](http://www.hani.co.kr/arti/economy/economy_general/698832.html)>

20) 또한 새로이 창출되는 시너지 효과(총 6조원)가 기대되며 사업 부문별로는 건설부문이 1조원, 상사부문 5000억원, 패션부문 2조원, 식음·레저부문 4000억원, 바이오부문 1조8000억원, 기타 신수종사업 3000억원 등”이라고 밝힌 바 있다. 경향비즈@라이프, “‘못 믿겠다 침묵하라’ 엘리엇 공격에 삼성물산 “6조원 시너지 효과”, (2015.6.26.) <[http://bizn.khan.co.kr/khan\\_art\\_view.html?artid=201506262204315&code=920509&med=khan](http://bizn.khan.co.kr/khan_art_view.html?artid=201506262204315&code=920509&med=khan)>

21) 엘리엇의 의결권 대리행사 권유 설명자료, “삼성물산과 제일모직의 합병결의안에 대한 반대 및 삼성물산 정관 개정을 위하여 의결권 대리행사를 권유하는 취지(2015.6.24. 최초제출, 2015.6.30. 두 차례 정정), 출처: 금융감독원 전자공시시스템 <<http://dart.fss.or.kr>>

22) 경향비즈@라이프, “‘못 믿겠다 침묵하라’ 엘리엇 공격에 삼성물산 “6조원 시너지 효과”, (2015.6.26.) <[http://bizn.khan.co.kr/khan\\_art\\_view.html?artid=201506262204315&code=920509&med=khan](http://bizn.khan.co.kr/khan_art_view.html?artid=201506262204315&code=920509&med=khan)>

23) 조선비즈 기사, “[삼성 vs 엘리엇] 문답으로 정리한 핵심쟁점 분석 ①~④,” (2015.6.22.) <[http://biz.chosun.com/site/data/html\\_dir/2015/06/21/2015062101433.html?right\\_ju](http://biz.chosun.com/site/data/html_dir/2015/06/21/2015062101433.html?right_ju)>

위 [그림3]에서 볼 수 있듯이 삼성물산은 제일모직보다 매출이나 자산면에서 월등하나 시가총액은 38% 수준에 불과하며(2015.6.17. 기준) 이는 건설경기 침체 및 삼성그룹 지배구조 재편에 따른 수혜자가 제일모직이 될 것이라는 시장의 기대감에 기인하며 이에 따라 제일모직은 상장이후 크게 오른 반면 삼성물산은 하락보합세이다([그림4]).<sup>25)</sup>

나. 합병정보의 사전 은폐 논란: 구 삼성물산은 그 주주들에게 사전적으로 충분한 정보공개 노력을 하였는가?

논의의 초점은 약간 달라지지만 엘리엇은 삼성물산-제일모직 간 합병을 앞두고 삼성물산이 합병정보를 사전에 은폐하여 왔다는 주장 역시 제기하였다. 즉, 엘리엇은 삼성물산과의 수차례 교신을 통하여 삼성물산이 제일모직과의 합병 계획이 '없다'는 답변을 들어왔으나(2015.2.4. ~ 2014.4.21. 기간 중 수차례 서신을 교환) 삼성물산이 갑작스럽게 합병 계획을 발표한 것은 '금반언(禁反言)'의 원칙을 위반한 것이라고 주장하였다.

이 사건 합병에 관한 이사회 결정의 공시일이 2015.5.26.인데 통상 작성에 상당한 시일을 요하는 합병관련 증권신고서도 동일자에 제출되었다.<sup>26)</sup> 합병을 할 경우 합병 당사자 회사 간 합병논의를 위한 미팅 및 합병 시너지의 예상 및 측정, 합병비율을 산정하기 위하여 외부평가기관과의 계약체결(공시된 체결일자: 2015.5.6.), 합병관련 증권신고서의 작성에 소요되는 기간을 감안하면 경험칙상 훨씬 이전부터 합병을 준비하여 왔을 가능성이 적지 않다.<sup>27)</sup> 따라서 삼성물산은 '없다'가 아니라 '노코멘트'로 대답하였어야 적절하였을 것으로 보인다.

이와 관련하여 법원은 "상장사인 삼성물산이 대외비로 관리됐을 것으로 보이는 이번 합병 계획의 유무에 관한 정보를 엘리엇에게만 별도 자리를 마련해 알려줄 특별한 이유는 없다"고 하여<sup>28)</sup> 선별공시 내지 공정공시의 문제로 접근하였지만, 이상의 합병결정 공시경과를 보면 단지 공정공시의 이슈에 그치는지 의문이다. 아무리 대외비 관리라 할지라도 삼성물산 측이 그 주주에게 허위사실을 알릴 권리는 없는 것이므로 이상의 사정을 감안하면 엘리엇이 주장하는 합병정보 은닉 주장이 정황상 일리가 없는 것이 아니다.

다. 이해관계 충돌 개연성 해결노력 여부

엘리엇은 주총 소집통지 및 결의금지 가처분 신청에서 제일모직과 삼성물산의 합병이 총수 등 대주주 일가의 이익을 위한 것이라는 주장, 즉 지배주주와의 이해관계 개입 이슈를 제기

24) 조선비즈 기사, “[삼성 vs 엘리엇] 문답으로 정리한 핵심쟁점 분석 ①~④,” (2015.6.22.) <[http://biz.chosun.com/site/data/html\\_dir/2015/06/21/2015062101433.html?right\\_ju](http://biz.chosun.com/site/data/html_dir/2015/06/21/2015062101433.html?right_ju)>

25) 조선비즈 기사, “[삼성 vs 엘리엇] 문답으로 정리한 핵심쟁점 분석 ①~④,” (2015.6.22.) <[http://biz.chosun.com/site/data/html\\_dir/2015/06/21/2015062101433.html?right\\_ju](http://biz.chosun.com/site/data/html_dir/2015/06/21/2015062101433.html?right_ju)>

26) 구 제일모직 제출 증권신고서(합병)(2015.5.26.자 최초제출 및 6.3./6.11./6.18.자 정정), 출처: 금융감독원 전자공시시스템 <<http://dart.fss.or.kr>>

27) 현재 전자공시시스템에서 열람 가능한 증권신고서(합병)는 구 제일모직 제출분만 열람 가능하다.

28) 연합뉴스포맥스 기사, “법원은 왜 엘리엇 주장 배척했나...쟁점별 정리(종합),” (2015.7.1.) <<https://news.einfomax.co.kr:444/news/articleView.html?idxno=173745>>

하였고 또한 합병과정에서 이 점이 적절하게 걸러지지 못하였다고 주장하였다.

이에 대하여 법원은 합병이 삼성물산 및 그 주주에게 손해만 주고 제일모직의 주주에게만 이익을 주는 것이라 보기 어려우며<sup>29)</sup>, 삼성물산 경영진이 삼성물산 및 그 주주의 이익과 관계없이 삼성그룹 총수 일가, 즉 제일모직 및 그 대주주의 이익만을 위해 합병을 추진한다고 볼 만한 자료도 없다고 하여 엘리트의 주장을 배척하였다.<sup>30)</sup> 즉 이해관계 충돌 개연성 주장에 대하여 그 증명책임을 엘리트에 부과한 것이며 가처분 인용을 위하여는 오직 삼성그룹 총수일가의 이익만을 위한 것으로 목적이 증명된 경우로 한정하였다.

이 사건 합병 이전의 삼성그룹의 지배지분 구조<sup>31)</sup> 및 삼성물산 재편(제일모직의 삼성물산 흡수합병) 이후 지배지분 구조<sup>32)</sup>를 비교하면 크게 두 가지가 눈에 띈다. 우선 하나는 합병으로 말미암아 삼성그룹내 핵심 계열사의 순환출자 구조가 단순화된다는 점이다. 이 점은 엘리트도 인정하듯이 그룹경영에 있어서 장점이 될 수 있다. 즉, 합병 전 삼성그룹의 순환출자 구조는 복잡하였으나(‘제일모직→삼성생명→삼성전자→삼성물산·삼성전기·삼성SDI→제일모직’), 문제된 합병이 성사되면 위 순환출자 구조는 ‘삼성물산→삼성생명→삼성전자’ 또는 합병회사인 삼성물산에서 삼성생명과 삼성전자를 지배하는 구조로 단순화하게 된다.<sup>33)</sup> 물론 구 삼성물산이라는 개별회사 및 그 주주의 입장에서는 이러한 순환출자 구조가 개별회사의 이익에 도움이 되는지의 문제는 별도로 남는다.

두 번째로는 해당 합병‘비율’로 인하여 삼성그룹 후계자(이하 ‘Y’)의 삼성물산 및 삼성전자에 대한 지배가 탄탄해 진다는 것이다.<sup>34)</sup> 이 점은 아래에서 더 논의한다.

## (2) 합병비율<sup>35)</sup> 산정의 정당성 논쟁

29) 법원은 합병 발표 직후 삼성물산의 주가가 상당히 상승하는 등 시장에서 합병을 긍정적으로 평가하는 모습을 보이기도 한 점을 그 근거의 하나로 들고 있다.

30) 연합인포맥스 기사, “법원은 왜 엘리트 주장 배척했나…쟁점별 정리(종합),” (2015.7.1.) <<https://news.einfomax.co.kr:444/news/articleView.html?idxno=173745>>

31) 미디어오늘, “살려야 한다… 국민연금이 삼성물산을: [뉴스분석] 투기자본의 국내기업 공격? 이재용 소유 제일모직에 일방적으로 유리한 합병,” (2015.7.8.) <<http://www.mediatoday.co.kr/news/articleView.html?idxno=123973>>

32) 대신증권 Balance 블로그, “삼성물산-제일모직 합병 이슈, 17일 주주총회 엘리트와의 막판 경쟁 등,” (2015.7.17.) <<http://blog.daishin.com/2162>>

33) 삼성그룹의 기존 계열사 출자현황을 보면 제일모직이 삼성생명의 지분 19.3%를 보유하고 있고, 삼성물산은 삼성전자 지분 4.06%를 갖고 있다. 또 삼성생명은 삼성전자 지분 7.21%를 보유하고 있다. 이런 상황에서 삼성물산과 제일모직이 합병하면, 합병회사(삼성물산)는 삼성생명과 삼성전자에 대한 실질적 지배력을 갖게 될 것으로 평가된다. 연합뉴스, “제일모직-삼성물산 합병…삼성 지배구조 단순해졌다(종합),” (2015.5.26.) <<http://www.yonhapnews.co.kr/bulletin/2015/05/26/0200000000AKR20150526053600003.HTML>>

34) 이재용 삼성전자 부회장은 합병 후 16.5%의 지분을 보유함으로써 합병회사의 최대주주가 되기 때문에 이 부회장의 그룹 핵심회사에 대한 지배력도 강화될 것으로 관측된다. 이 부회장은 삼성전자 지분이 0.6%에 불과하지만 삼성물산을 통해 삼성전자를 지배하는 효과를 얻을 수 있다는 것이다. 연합뉴스, “제일모직-삼성물산 합병…삼성 지배구조 단순해졌다(종합),” (2015.5.26.) <<http://www.yonhapnews.co.kr/bulletin/2015/05/26/0200000000AKR20150526053600003.HTML>>

35) 구 삼성물산은 구형 우선주를 발행하고 있었으므로(제일모직은 우선주발행을 하고 있지 아니함) 우선주에 대한 합병비율 산정도 이루어졌으며 보통주와 마찬가지로 1:0.35로 결정되었다. 합병비율의 적정성을 검토한 삼정회계법인은 시장내에서의 보통주-우선주 시가의 괴리율을 대상으로 산정된 합병비율에 대하여 적정 의견을 내놓았다. 구 제일모직 제출 증권신고서(합병)(2015.5.26.자 최초제출 및 6.3./6.11./6.18.자 정정), 출처: 금융감독원 전자공시시스템 <<http://dart.fss.or.kr>>

엘리엇이 신청한 ‘삼성물산·제일모직 합병 주주총회 소집 통지 및 결의 금지 가처분’ 사건 (서울중앙지방법원 2015카합80582 결정)에서 엘리엇이 가처분을 이끌어내기 위하여 가장 강조한 점이 바로 합병비율의 부당성<sup>36)</sup>이었다. 주지하다시피 엘리엇은 제일모직과 삼성물산의 합병비율인 1대0.35가 부당하다고 주장하면서 삼성물산이 보유한 자산가치 등을 감안할 때 삼성물산이 합병당시 상당히 저평가되어 있었으며<sup>37)</sup> 나아가 합병을 위해 삼성물산의 주가를 ‘눌렀다’는 의혹까지 제기했다.

그러나 법원<sup>38)</sup>은 삼성물산이 제시한 합병비율(삼성물산 1주당 제일모직 0.35주)에 현저한 불공정성이 존재한다고 주장하면서 엘리엇이 제기한 가처분 신청을 기각하면서, 그 근거로 주권상장법인 간 합병에서 「자본시장과 금융투자업에 관한 법률」(이하 ‘자본시장법’) 및 동법시행령에 따라 합병가액을 산정하고 그에 따라 합병비율을 정하였다면 합병가액 산정의 기준이 된 주가가 자본시장법상 시세조종행위, 부정거래행위 등에 의해 형성된 것이라는 특별한 사정이 없는 이상 그 합병비율이 현저히 불공정하다고 볼 수 없다고 하였다.<sup>39)</sup>

특히 법원은 삼성물산이 보유한 (순)자산가치가 합병가액에 적절하게 반영되지 않아 결과적으로 합병비율 산정이 잘못 되었다는 엘리엇의 주장을 배척하는 근거로, “회사의 보유자산은 주가를 형성하는 여러 요소 중 하나에 불과”할 뿐으로 주가가 순자산가치에 미치지 못한다는 이유로 그 주가에 기초한 합병비율의 산정이 부당하다고 볼 수 없다고 하였다.

또한 당시 구 삼성물산의 낮은 시세를 들어 과거의 특정 시점이 실제 기산일보다 회사에 유리했을 것이라는 엘리엇의 주장에 대하여는, “회사의 가치는 고정돼 있는 게 아니고 그와 관련된 지표인 주가 역시 시시각각 변동하는 것이며 일반적으로 예측하기 어려운 점”을 고려할 때 과거의 특정 시점이 실제 기산일보다 회사에 유리했을 것이라는 사정만으로 합병비

36) 엘리엇의 의결권 대리행사 권유 설명자료(삼성물산과 제일모직의 합병결의안에 대한 반대 및 삼성물산 정관 개정을 위하여 의결권 대리행사를 권유하는 취지) (2015.6.24. 최초제출, 2015.6.30. 두 차례 정정), 출처: 금융감독원 전자공시시스템 <<http://dart.fss.or.kr>>; 동 설명자료에 의하면, 엘리엇은 합병결의안의 내용은 삼성물산의 가치를 심각하게 평가절하하고 있다고 주장하면서, (i) 삼성물산은 국내 굴지의 엔지니어링 및 건설회사임에도 불구하고, 삼성물산의 주가는 동종업체의 주가 및 제일모직의 2014년 12월 주식상장 이후의 주가에 비하여 현저히 낮게 유지되고 있다는 점, (ii) 본건 합병이 발표되기 전날, 삼성물산의 주식은 0.1xP/B2(상장계열회사 주식의 가치를 제외)에 거래되고 있었고, 이는 총 순자산가치에 대하여 최소한 40%의 평가절하가 존재한다는 점, (iii) 합병의 대가가 과대평가된 제일모직의 신주라는 점에서 본건 합병 조건은 삼성물산의 주주들에게 더욱 불리하다는 점을 거론하였다. 위 (iii)의 근거로 엘리엇은, 합병의 결정일에 제일모직의 1년 후 예상 주가수익비율과 1년 후 예상 EV/EBITDA는 각각 131배 및 58배였는데 1년 후 예상 주가수익율의 11배 및 1년 후 예상 EV/EBITDA이 7배인 KOSPI 지표에 비하여 현격히 높은 만큼 제일모직의 주가가 매우 부풀려졌다고 보았다.

37) 삼성물산의 주식가치가 저평가되었다는 언론계의 지적으로, 미디어오늘, “살려야 한다… 국민연금이 삼성물산: [뉴스분석] 투기자본의 국내기업 공격? 이재용 소유 제일모직에 일방적으로 유리한 합병,” (2015.7.8.) <<http://www.mediatoday.co.kr/news/articleView.html?idxno=123973>>; “여러 분석을 종합하면 삼성물산의 주가가 저평가된 것은 분명해 보인다. 삼성물산 주주들 입장에서는 장기적으로 주가가 제자리를 찾아갈 거라면 굳이 지금 상황에서 합병을 밀어붙일 이유가 없다. 장기적으로 제일모직과 합병이 유리하다는 판단이 맞다 하더라도 굳이 지금 당장 서두를 이유는 없다는 이야기다. 의결권 자문회사 ISS가 적정 합병비율을 1:0.95로 제시하고 반대 권고 의견을 낸 것도 이런 배경에서다.” 같은기사

38) 서울중앙지법 민사합의50부(김용대 민사수석부장)는 엘리엇 매니지먼트가 낸 ‘삼성물산·제일모직 합병 주주총회 소집 및 결의 금지’ 가처분 신청을 기각했다. NEWSDive 기사, “삼성, 엘리엇에 승소…삼성-엘리엇 간 공방 정리,” (2005.7.1.) <<http://news.visualdive.co.kr>>

39) 이하 연합뉴스포맥스 기사, “법원은 왜 엘리엇 주장 배척했나…쟁점별 정리(종합),” (2015.7.1.) <<https://news.einfomax.co.kr/444/news/articleView.html?idxno=173745>>; 아울러 계열사 간 합병의 경우 합병가액을 산정할 때 10% 범위안에서 할인 또는 할증을 할 수 있으나 법의 취지는 회사가 다양한 사정을 고려해 그 정도를 결정할 수 있는 자율성을 부여한 것으로 보이므로 할인이나 할증을 하지 않았다는 이유로 불공정하다고 볼 수 없다고 설명했다. 같은 기사

율이 불공정하다고 볼 수 없다고 하였다.

현행법상 주권상장법인 간 합병비율은 자본시장법이 정하고 있으므로(법 제165조의4 제1항 및 시행령 제176조의5 제1항제1호)<sup>40)</sup> 동법의 합병비율 규제가 적절한지는 차치하고 법원이 자본시장법상 합병비율 규제를 배척할 확실한 근거는 없어 보인다. 그러나 장래 수익가치는 경험칙상 부풀려질 가능성이 매우 큰 이상 합병비율 산정과정에서 순자산가치를 철저히 배제하고 수익가치에만 기초하여 제일모직의 주식시세의 정당성을 뒷받침하는 것은 삼성측이 제시한 자료와 근거만으로는 불공정성 논란을 잠재우기 어려워 보인다.<sup>41)</sup> 물론 엘리엇의 과거 주요 활동 이력을 보면 장기투자보다는 기회를 틈타 단기차익의 극대화를 목적으로 하는 투자 행태<sup>42)</sup>를 보여 왔으므로 엘리엇의 주장을 곧장 선의로 받아들일 일은 아니지만 이와 별개로 삼성물산 합병 과정에서 주주들<sup>43)</sup>이 회사의 장기적인 이익을 추구한 것이라고 충분히 납득할 만한 충실하고 객관적인 자료들을 제시하는 것이 합병과정에서의 이사 임무 해태에 관한 추후의 논란을 막을 수 있는 것일 것이다.<sup>44)</sup>

아울러 주가에만 의존하는 합병비율을 강제하는 자본시장법의 태도로부터 발생할 수 있는 실무상 문제(합병시기 자의조정, 주가관리 가능성)를 감안하면 매우 일률적인 현행법상의 합병비율 산정규제를 개선하여야 할 것이며(주가산정기간을 늘려잡고, 순자산의 비중 역시 함께 고려하도록 해야 할 것이다) 법원 역시 다양한 심사기준을 마련하여야 할 것이다.

---

40) 자본시장법은 주권상장법인은 다른 법인과의 합병을 하려면 대통령령으로 정하는 요건·방법 등의 기준에 '따라야 한다'는 규정형식을 취하고 있다(법 제165조의4 제1항제1호); 합병비율에 관한 설명은 임재연, 「자본시장법」(2014년판), 박영사, 2014, 662면

41) 직접적으로 관련된 이슈는 아니지만, 기관투자자이면서 동시에 공적지위에 있는 국민연금의 경우 국민연금에 합병에 찬성한 근거와 의사 결정 과정에 대하여 최근 엘리엇으로부터 문제제기를 당하였으며 이에 관하여 어떻게 소명할지 지켜볼 일이다. 관련 기사로, 조선비즈, “엘리엇 “국민연금, 삼성 지지 근거 대라”…추가 소송 나서나,” (2015.10.11.) <[http://biz.chosun.com/site/data/html\\_dir/2015/09/08/2015090801888.html](http://biz.chosun.com/site/data/html_dir/2015/09/08/2015090801888.html)>; 당시 국민연금은 삼성물산의 지분을 10.2% 보유하고 있으면서 제일모직의 지분도 5% 가량 보유하고 있었으므로 합병 비율이 제일모직에 유리하게 산정됐다면 국민연금도 상대적으로 손해를 볼 수밖에 없는 상황인 바, 당장 실질적인 손해를 감수하면서 이번 합병에 찬성할 유인이 있는지 의문을 제기한 기사로, 미디어오늘, “살려야 한다… 국민연금이 삼성물산은: [뉴스분석] 투기자본의 국내기업 공격? 이재용 소유 제일모직에 일방적으로 유리한 합병,” (2015.7.8.) <<http://www.mediatoday.co.kr/news/articleView.html?idxno=123973>>

42) 2008-9년 세계금융위기로 제너럴모터스(GM)가 파산위기에 처하자 엘리엇은 GM 자회사였던 델파이(Delphi Automotive)를 다른 헤지펀드들과 함께 헐값에 매집하고 미국정부의 GM회생작업 총괄자(Steve Rattner)에게 압력을 넣어 델파이의 채무를 탕감해주고 자금을 지원해주지 않으면 GM이 문을 닫게 만들겠다고 압력을 넣었다. 델파이로부터의 안정적인 부품 공급 없이는 GM이 굴러갈 수 없다는 약점을 알고 GM회생작업에 '알박기'를 했다고 할 수 있다. 미국 정부와 GM이 헤지펀드들의 요구사항을 거의 다 들어주자 엘리엇은 델파이를 제상장시켜서 12억9천만 달러(약 1조5천억원)의 이익을 챙겼다. 미디어펜 (신장섭 칼럼), “GM 1조5천억 '먹튀' 엘리엇…삼성물산 미끼 '삼성' 노린 이유가?: 전형적인 알박기 수법…투기자본 대항 정책적 접근 시급,” (2015.6.26.) <<http://www.mediapen.com/news/articleView.html?idxno=81218>>; 이러한 엘리엇의 과거 투자행태는 자신들에게 이익의 배분을 더 크게 하는 것으로 장기적인 회사이익이나 해당 사회의 이해관계자의 이익에는 반하는 사례가 아닌가 생각한다.

43) 당시 합병을 위한 주주확정 기준일(2015.6.11.) 당시 구 삼성물산의 주주구성 비율상 소액주주의 지분이 36.55%에 달하여 합병비율이 불공정할 경우 다수의 소액주주에게 피해가 갈 우려가 있었다.

44) 이러한 근거자료가 충분히 제시되었고 이를 충분히 검토함이 없이 삼성물산 이사들이 합병을 강행한 것으로 확정될 경우에는 절차의 부재를 이유로 이들 이사들이 면책을 위한 경영판단 원칙을 주장하기는 어려울 것으로 보인다.

### 3. 삼성물산 자기주식 매각 금지 가처분 신청

엘리엇이 삼성물산 자기주식 매각 금지 가처분 신청을 함께 따라서 대상 합병을 둘러싸고 경영권 분쟁 중 자기주식 처분이 허용되는지도 뜨거운 쟁점의 하나가 되었다.

회사가 미리 자기주식을 취득하여 보유하는 것은 그 자체로 유통물량을 줄이고 주당 가격을 높임으로써 M&A를 위하여 주식을 매집하는 측에 불리하게 작용할 수 있다. 통상 자기주식 취득은 경영권 방어목적에 그치지 아니하고 평상시 주가관리 등 다양한 목적으로 행해진다. 그러나 보유하던 자기주식을 경영권 분쟁 직전에/분쟁 와중에 지배주주/경영진에게 우호적인 제3자에게 처분할 경우에는 경영권 방어방법으로의 목적으로 사용된 것이 아닌지 정황상 추정이 가능하다. 특히 자기주식의 취득과 처분은 경영권을 위협받는 자의 개인 자금이 아니라 회사 자금으로 행해진다는 점에서 지배주주/경영진 입장에서는 개인 자금을 들이지 않고 지배권/경영권을 지킬 수 있다는 점에서 남용적 소지가 적지 않다.

금번 삼성물산은 엘리엇과의 분쟁 와중에서 당시 보유하던 자기주식을 주주확정 기준일에 주식회사 KCC에게 매각하였고, 이에 대하여 엘리엇은 의도적으로 삼성물산 주주들의 의결권과 그들에게 귀속될 가치를 희석시켰다고 하면서<sup>45)</sup> 법원에 삼성물산 자기주식 처분금지 신청을 제출하였다. 자기주식의 처분, 특히 경영권 분쟁의 상황에서 자기주식의 처분으로 지배권/경영권의 강화/변경이 초래될 수 있으나 현행법상 이와 관련된 명시적인 규제는 없다.

자기주식 처분금지 신청에서 엘리엇은 삼성물산이 그 우호주주인 KCC에게 한 자기주식 처분에 대하여 엘리엇은 KCC가 제일모직 지분 10.18%를 이미 보유해 합병 법인의 주요주주가 ‘될’ 자인데 이러한 자가 삼성물산 자기주식(899만주)를 넘겨받았음을 강조하면서 기존의 사건들과 내용상 차이가 있다고 주장하였다. 이에 법원은 별달리 차이점을 고려하지 않고 기존의 다수 하급심<sup>46)</sup>의 태도처럼 자기주식 처분에 관한 결정은 이사회가 결정할 수 있는 것으로 보았다.

그러나 대상 합병 과정에서 자기주식 처분의 성격상(자본거래) 이사회의 재량으로 특정인에게 자기주식을 처분하여도 문제가 없는지에 관한 근본적인 의문<sup>47)</sup>, 삼성물산의 지배주주 입장에서는 합병 주주총회 결의에서 자신에게 우호적 방향으로 의결권을 행사할 것을 예상/의도할 수 있다는 점에서 지배주주와의 이해상충 개연성이 문제될 소지가 매우 크다는 점, 그리고 대상 합병 과정에서 특히 자기주식의 처분 상대방(KCC)이 합병 이후 10% 이상 지분을 보유하게 되어 주요주주가 될 자라는 점이 고려되지 아니하였다.

45) 엘리엇의 의결권 대리행사 권유 설명자료(삼성물산과 제일모직의 합병결의안에 대한 반대 및 삼성물산 정관 개정을 위하여 의결권 대리행사를 권유하는 취지) (2015.6.24. 최초제출, 2015.6.30. 두 차례 정정), 출처: 금융감독원 전자공시시스템 <<http://dart.fss.or.kr>>

46) 자기주식 처분에 관한 대법원 판결은 아직 없는 가운데 하급심 판례는 분쟁 중인 회사의 경영진이 우호 지분을 늘리려고 자사주를 매각한 행위에 대한 판단이 엇갈려 왔으며 기존 판례 다수가 자사주를 매각한 행위의 불법성을 인정하지 않았다. 연합뉴스, “엘리엇-삼성 19일 법정서 첫 승부…자사주 의결권 쟁점,” ( 2 0 1 5 . 6 . 1 7 ) <<http://www.yonhapnews.co.kr/bulletin/2015/06/17/0200000000AKR20150617174800008.HTML>>

47) 윤승영 기업지배구조원 연구위원은 “제3자에 자기주식(자기주식)을 처분하는 것은 기존 주주의 가치를 희석시키는 지분 구조를 가져온다”며 “실질적인 경제적 결과를 봤을 때 이런 형식의 처분에는 문제의 소지가 있다”고 말했다. 연합뉴스, “엘리엇-삼성 19일 법정서 첫 승부…자사주 의결권 쟁점,” (2015.6.17.) <<http://www.yonhapnews.co.kr/bulletin/2015/06/17/0200000000AKR20150617174800008.HTML>>

#### 4. 부수적 쟁점

##### (1) 소수주주권(위법행위 유지청구권) 행사 가부

이사의 위법행위에 관한 주주의 유지청구권에 관하여 상법에는 두 개의 조항이 있다. 상법상 일반조항에서는 발행주식 총수의 100분의1을 보유한 주주는 유지청구권을 행사할 수 있다고 하며(제402조), 상법 개정시 자본시장법에서 옮겨온 상장회사 특례조항에서는 자본금 1천억원 이상 상장회사의 경우 6개월 전부터 발행주식 10만분의 25 이상 주식을 보유한 주주가 행사할 수 있는 권리라고 규정한다(제542조의6 제5항 및 시행령 제32조).

엘리엇 사건의 담당 법원은 상법 제542조의2 제2항이 신설되어 “이 절은 이 장 다른 절에 우선해 적용한다”고 규정하고 있는데 이는 원칙적으로 선택적 적용을 부정하면서 특례조항이 일반조항에 우선해 적용된다는 취지의 조항으로 보인다고 해석했다.<sup>48)</sup> 즉 삼성물산과 같은 상장회사의 경우 원칙적으로 특례조항만 적용된다고 판단하는 게 타당하다면서 이 조항에 따라 올해 2월부터 주식을 매집하기 시작한 엘리엇은 상법상 특례조항에 따라 보유기간이 6개월에 못 미치므로 유지청구권을 행사할 자격이 없다고 보았다.<sup>49)</sup>

한편 상장회사의 특례가 구 증권거래법에 규정되어 있던 시기에 소수주주가 주주총회의 소집청구를 행사한 사건에서 대법원은 구 증권거래법을 상법 적용을 배제하는 특별법으로 볼 수 없다고 하여 상법상 소수주주권의 요건을 갖춘 경우 소수주주권 행사를 허용하는 결정을 한 바 있다.<sup>50)</sup> 그런데 상장회사 특례조항을 두면서 상법이 “이 절(제13절 상장회사에 대한 특례)은 이 장(제4장 주식회사) 다른 절에 우선하여 적용한다”는 규정을 두고 있으므로(제542조의2 제2항), 동조동항이 일반조항과의 관계에서 일반조항의 적용 가능성을 배척하는 의미인지가 문제될 수 있다. 아직 대법원의 판결은 없으나 상법에 상장회사 특례조항이 이전된 이후 나온 하급심 판례를 보면 서로 상반되고 있다.<sup>51)</sup>

그러나 어느 사안에 관하여 규범이 서로 중복되는 경우에 양자의 경합을 선택적, 배제적, 중첩적인 것 중 어느 것으로 볼지는 해당 조항의 취지를 살펴서 해석해야 할 것이며 상법상 상장회사 특례조항에는 최대주주의 영향력을 배제하기 위한 규정 등의 경우 배제적 경합으로 볼 규정들이 있는 것은 사실이다.<sup>52)</sup> 하지만 상법의 일반조항과 중복되는 상장회사 특례의 제정 취지는 최대주주의 영향력 억제, 소수주주권 보호 및 행사의 활성화를 위한 것으로 보이므로, 일반조항과 특례조항이 함께 문제되는 사안의 경우 사안별로 달리 취급하여야 할

48) 연합뉴스포맥스 기사, “법원은 왜 엘리엇 주장 배척했나...쟁점별 정리(종합),” (2015.7.1.) <<https://news.einfomax.co.kr:444/news/articleView.html?idxno=173745>>

49) 연합뉴스포맥스 기사, “법원은 왜 엘리엇 주장 배척했나...쟁점별 정리(종합),” (2015.7.1.) <<https://news.einfomax.co.kr:444/news/articleView.html?idxno=173745>>

50) “증권거래법 제191조의13 제5항은 상법 제366조의 적용을 배제하는 특별법에 해당한다고 볼 수 없고, 주권 상장법인 내지 협회등록법인의 주주는 증권거래법 제191조의13 제5항이 정하는 6월의 보유기간요건을 갖추지 못한 경우라 할지라도 상법 제366조의 요건을 갖추고 있으면 그에 기하여 주주총회소집청구권을 행사할 수 있다.” 대법원 2004.12.10. 선고 2003다41715 판결

51) 특례조항이 일반조항을 배척하고 배타적으로 적용된다는 취지로, 인천지법 2010.3.4. 결정 2013카합159, 서울중앙지법 2010.12.27. 결정 2010비합512, 서울중앙지법 2011.1.13. 결정 2010카합3874, 반면 특례조항은 일반조항을 배척하지 않는다는 취지의 고등법원 결정(서울고법 2011.4.1. 결정 2011라123)도 있다. 이철송, 「회사법강의」(제22판), 박영사, 2014, 12면

52) 이와 관련된 설명으로, 이철송, 위의 책, 13면

것이다.<sup>53)</sup> 대상 합병을 둘러싼 공방 과정에서 소수주주권 행사 활성화가 입법취지로 보이므로 유지청구권에 관한 일반조항인 제402조의 요건을 충족할 경우 소수주주권의 행사가 가능하다고 보는 것이 타당하였을 것으로 보인다.

(2) 주요주주의 자기거래 규제 쟁점<sup>54)</sup>

자기거래 규제는 2011년 상법 개정시 확대·개편되었고 그 규제주체가 이사뿐만 아니라 주요주주 및 이들이 지배하는 일정 범위의 회사에 대하여도 광범위하게 확장되었으며 거래 관련 중요사실의 사전 개시 의무 및 이사회 승인 결의요건의 가중(이사 수의 2/3), 거래의 내용 및 절차의 공정성 요건이 추가되었다(상법 제398조). 이때의 주요주주란 “누구의 명의로 하든지 자기의 계산으로 의결권 없는 주식을 제외한 발행주식총수의 100분의 10 이상의 주식을 소유하거나 이사·집행임원·감사의 선임과 해임 등 상장회사의 주요 경영사항에 대하여 사실상의 영향력을 행사하는 주주”를 말한다(상법 제542조의8제2항제6호). 주요주주의 개념은 2009년 자본시장법이 제정되면서 구 증권거래법에 있던 주권상장법인 특례 일부가 상법에 이전되면서 구 증권거래법이나 자본시장법상의 주요주주 개념이 상법에 이식된 것이다.<sup>55)</sup>

대상 합병에서처럼 회사가 상법 제398조에 열거된 회사와 ‘합병’을 하는 경우 자기거래의 규제를 적용받지 않을 수 있는가? 합병비율에 따른 지분의 변동<sup>56)</sup>이 상법 제398조의 ‘거

53) 같은 취지의 판시로 서울고등법원(서울고법 2011.4.1. 결정 2011라123)은 “상법 제542조의2 제2항에서 상장회사에 대한 특례규정의 적용범위에 관하여 일괄하여 상법의 다른 규정에 ‘우선하여 적용한다’는 규정이 있다고 하더라도, 이는 특례규정과 관련된 모든 경우에 상법 일반규정의 적용을 배제한다는 의미라기보다는 ‘1차적’으로 적용한다는 원론적 의미의 규정이므로, 상법 일반규정의 배제 여부는 특례의 각 개별 규정에 따라 달리 판단하여야 한다. 나아가 상법 제542조의6 제1항은 상법 제366조의 적용을 배제하는 특별규정에 해당한다고 볼 수 없고, 상장회사의 주주는 상법 제542조의6 제1항이 정하는 6개월의 보유기간 요건을 갖추지 못한 경우라 할지라도 상법 제366조의 요건을 갖추고 있으면 그에 기하여 주주총회소집청구권을 행사할 수 있다.” [밑줄은 필자가 함]; 같은 입장에서 상법상 특례 규정이 상장회사의 소수주주를 보호하기 위한 것인데 특례 규정의 요건을 갖추지 못하였다는 이유로 오히려 상법상 원래의 소수주주권도 행사할 수 없다는 해석은 입법취지나 법문상 타당하지 아니하다는 지적으로, 임재연, 앞의 책, 737면

54) 대상 합병을 둘러싸고 직접적으로 현출된 쟁점을 아니지만 검토할 필요가 있다고 보아 기술한다.

55) 자본시장법상 주요주주의 개념은, ① 명의를 불문하고 의결권 있는 발행주식 총수의 10% 이상의 주식을 소유한 자, 또는 ② 법인의 중요 경영사항에 대하여 사실상의 영향력을 행사하는 주주로 (i) 단독으로 또는 다른 주주와의 합의·계약 등에 따라 대표이사 또는 이사의 과반수를 선임한 주주이거나 (ii) 경영전략·조직변경 등 주요 의사결정이나 업무집행에 지배적인 영향력을 행사한다고 인정되는 자로서 금융위원회가 정하여 고시하는 주주라고 하여(자본시장법 제9조제1항제2호 및 동법시행령 제9조) 상법의 내용과 대동소이하다. 금융위원회가 정하여 고시하는 주주에 관하여 확인 결과 현재 증권의 발행 및 공시 등에 관한 규정에는 별도로 정한 바가 없다.

56) “제일모직과 삼성물산의 합병 계획상의 합병 비율은 1대 0.35다. 합병이 끝나면 1주를 가진 삼성물산 기존 주주가 새 합병 법인의 주식 0.35주를 받게 된다는 뜻이다. 이렇게 될 때 보통주를 기준으로 이재용 삼성전자 부회장의 합병 법인 지분율은 16.54%가 된다. 이부진 호텐신라 사장 5.51%, 이서현 제일모직 사장 5.51%, 이진희 회장 2.86% 지분까지 더하면 삼성그룹 총수 일가의 지분율은 30.42%가 된다. 하지만 엘리엇 주장대로 삼성물산의 높은 자산 가치를 반영, 삼성물산에 유리한 방향으로 합병 비율을 조정하면 결과가 크게 달라지게 된다. 엘리엇 주장대로 삼성물산의 높은 자산 가치를 반영, 삼성물산에 유리한 방향으로 합병 비율을 조정하여 원안(1대 0.35) 대신 1대 1.6으로 조정할 경우, 이재용 부회장의 합병 법인의 지분율은 8.15%로 낮아진다. 원안 대비 절반 이하로 떨어진 수치다. 이부진·이서현 사장, 이진희 회장의 것까지 합친 총수 일가의 지분도 14.99%로 애초 계획보다 절반 이하로 떨어지게 된다. 흥미로운 것은 1대 1.6의 합병 비율을 적용할 때 삼성그룹 계열사의 합병 법인 지분은 17.59%로 오히려 전보다 배 가량 높아진다는 점이다. 반면 총수 일가와 계열사 지분을 합친 우호 지분은 32.58%가 돼 애초 계획된 39.77%보다는 소폭 줄어드는 결과가 초래된다.

래'에 속하는가에 관하여는 이견이 가능하지만 개정 상법 하의 문헌을 살펴보면 상법 제 398조의 입법취지를 살려서 자기거래라고 보아야 한다는 주장이 유력하다. 즉, 개정 상법 제398조의 거래는 모든 재산상의 행위이며 자본거래라 할지라도 이해충돌의 우려<sup>57)</sup>를 감안하여 제398조에 포섭되는 자기거래로 보아야 한다는 것이다.<sup>58)</sup> 자본거래라고 하여 제398조의 적용범위에서 제외된다는 근거는 없으므로 원칙적으로 이해상충 가능성이 존재한다면 역시 자기거래 규제를 적용받아야 하며 특히 개정상법이 주요주주와의 거래를 제398조에 포섭시킨 이상 자본거래 역시 자기거래로 될 여지가 있다고 한다.<sup>59)</sup>

합병에도 주주총회 특별결의, 주식매수청구권, 합병무효소송 등 직접적으로 주주이익을 보호하는 절차가 마련되어 있으므로 추가적으로 자기거래 규제를 적용할 필요가 없다는 주장도 가능하지만, 주식매수청구권은 소극적인 방법에 불과하며(소위 월스트리트룰), 사후에 합병무효소송이라는 값비싼/제한적인 방식보다는 사전적으로 이사회 승인을 통하여 이해상충 가능성 여부를 점검하는 것이 규제비용 측면에서 훨씬 저렴하고 합리적일 것이다.

구 상법(2011. 4. 14. 법률 제10600호로 개정되기 전) 하의 판례는 2013년 선고된 신세계 주주대표소송 사건(대법원 2013.9.12 선고 2011다57869 판결)에서 자회사가 실권주를 모회사 이사에게 배정한 경우와 관련하여 이를 자기거래에 해당하지 아니한다고 하였는바<sup>60)</sup> 이 점에 대하여 판례가 자본거래를 상법상 자기거래의 범주에서 배제한 것이 아닌가 하는 의문<sup>61)</sup>이 있다. 그러나 이 주주대표소송 사건은 자기거래가 현재와 같이 확충되기 이전인 구 상법 제398조를 적용한 것으로, 현행 상법이 주요주주에게까지 자기거래 규제를 확장 취지를 살핀다면 자본거래 역시 자기거래의 범주에 포함시키는 것이 타당하다. 나아가 이제껏 판례<sup>62)</sup>는 일관되게 상법 제398조에 대하여 간접거래 역시 포함시키는 해석을 하여왔으므로, 이어나 주요주주가 직접적인 거래 상대방이 아니더라도 회사와의 거래로 인한 결과적인 이득이 이어나 주요주주에게 귀속되는 경우도 자기거래로 규율 가능할 것이다.<sup>63)</sup>

따라서 삼성물산-제일모직 합병거래에 현행 상법상 자기거래 규제를 적용시킬 수 있다면

엘리엇은 제일모직과 삼성물산의 순자산이 각각 13조4천억원, 4조7천억원 규모라는 점에서 원안대로 합병이 이뤄지면 삼성물산 순자산 7조8천억원가량이 제일모직 주주에게 우회 이전된다는 주장을 하고 있다.” 연합뉴스, “제일모직-삼성물산 합병비용 바뀌면 대주주 지분↓,” (2015.6.15.) <<http://www.yonhapnews.co.kr/bulletin/2015/06/15/0200000000AKR20150615083300008.HTML>> [밑줄은 필자가 함]

57) 예컨대 회사가 발행하는 신주 또는 주식연계사채를 이사 등이 제3자 배정방식으로 인수하거나 실권주를 인수하는 경우 등에는 이해충돌이 있는 경우이다. 이철송, 앞의 책, 742면

58) 한국상사법학회(편), 「주식회사법대계 II」, 법문사, 2013, 698-699면(권운구 집필부분); 권재열, “모회사의 이사에 대한 자회사의 실권주 배정에 관련된 몇 가지 쟁점의 검토: 대법원 2013.9.12. 선고 2011다57869 판결을 대상으로 하여,” 선진상사법률연구 제65호, 법문사 (2014), 29면; 이철송, 위의 책, 742면; 천경훈, “신세계 대표소송의 몇 가지 쟁점- 경업, 회사기회유용, 자기거래,” 상사법연구 제33권 제1호 (2014), 167면

59) 송옥렬, 「상법강의」(제4판), 홍문사, 2014, 1023면; 권재열, 앞의 논문, 29면; 이러한 견해에 의하면 이어나 주요주주 등 제398조에 열거된 자에 대하여 제3자배정 방식의 유상증자/전환사채 또는 신주인수권부사채의 발행을 하거나 실권주를 배정하거나 자기주식을 처분할 경우에도 제398조에 따른 이사회 승인을 거쳐야만 하게 된다. 송옥렬, 같은 책, 1023-1024면; 반면 실권주를 해당 회사의 이사에게 제3자 배정한 경우에는 회사의 자본충실에 부정적인 영향을 미치지 않으므로 실권주 배정 이사회결의와 중복하여 굳이 자기거래를 승인하는 이사회 결의까지 개최할 필요가 없다는 견해로, 권재열, 위의 논문, 31-32면

60) 손해배상을 구한 신세계 주주대표소송 사건으로 대법원 2013.9.12 선고 2011다57869 판결

61) 권재열, 앞의 논문, 12면

62) 대법원 1973.10.31. 선고 73다954 판결 등

63) 이철송, 앞의 책, 741면

지배주주와의 광범위한 이해상충을 상당부분 차단할 수 있을 것이다. 따라서 대상 합병에 상법 제398조가 적용 가능할지, 회사(구 삼성물산)이 지배주주나 그 특수관계인과 거래한 것으로 볼 수 있는지를 검토할 필요가 있다.

우선, 삼성가 일가가 구 삼성물산에서 상법 제398조의 주요주주에 해당하는지를 판단하여야 하는바, 그룹경영권 후계자 Y 등은 지분은 적지만<sup>64)</sup> 구 삼성물산이라는 상장회사의 중요 경영사항에 대하여 사실상의 영향력을 행사하는 상법상 주요주주<sup>65)</sup>에 포섭된다고 할 수 있다(상법 제398조제1호/제542조의8 제2항 제6호).<sup>66)</sup> 또한 공시서류<sup>67)</sup>에 의하면 후계자 Y 및 그 특수관계인이 52.24%를 제일모직을 소유하고 있었음이 확인되므로(2015.3.31. 기준) Y 등이 구 제일모직에 대하여 갖는 지배지분율이 50%를 초과하였음을 알 수 있다.

그러나 상법 제398조가 의결권 있는 발행주식 총수의 50% 이상을 가진 회사와의 거래도 자기거래로 정하면서도 그 50% 지분을 산정함에 있어서 해당 자기거래 규율이 필요한 회사(대상 합병의 경우 구 삼성물산)의 이사, 주요주주, 이들의 직계존비속, 이들의 배우자 및 배우자의 직계존비속에 한정함으로써 사실상 상법상 자기거래 규제의 운신폭을 매우 좁혀 놓았다.<sup>68)</sup>

### III. 우리 법제에 관한 시사점

#### (1) 방어권 관련 결정주체

대규모 상장회사에서 적대적 M&A에서 방어권을 누구한테 허용할 것인가의 문제는 매우 어려운 이슈이다. 소액/소수주주들은 회사 경영에 통상 무관심하며(collective action problem 에 노출) 보유 정보가 적다(정보 불균형)는 점에서 이들을 의결권 측면에서 동일하게 취급 하여도 되는 것인지에 관한 논의가 행해져 왔다.

실제로 주주들 간에 특질·선호가 상호 다르며 이해관계 역시 다양하므로<sup>69)</sup> 이를 통일하기 어려우니 이사회에 적대적 M&A가 있는 경우 방어에 관한 결정권을 주어야 한다는 견해도 가능하다. 금융기법의 발달에 기한 공의결권(empty voting)을 창출·보유할 경우 등<sup>70)</sup>을 상정하면 이러한 견해도 일리가 없는 것은 아니지만 대부분의 상황에는 부합하지 아니하므로 일반적으로 고려할 사항은 아니다. 오히려 테뉴어보팅 제도 도입을 통하여 헤지펀드 등 행동주의적 주주들이 단기적 이익을 추구하여 반짝 지분취득을 통하여 의결권을 남용하는 것

64) Y(이계용)이 구 삼성물산의 이사인지 여부는 공시시스템 상에서 확인할 수 없었으나(과거공시기록 열람불가) Y가 구 삼성물산의 이사가 아니라고 전제하고 검토한다.

65) 합병전 삼성물산의 의결권 있는 주식 10% 이상을 보유하는 주주는 아니지만 삼성SDI 등 계열사의 의결권을 합친 지배지분율을 고려하면 사실상 경영에 영향력을 행사한다고 볼 것이다.

66) 분쟁이 발생하였을 경우 증명은 따로 필요할 것이다.

67) 구 제일모직 제출 증권신고서(합병)(2015.5.26.자 최초제출 및 6.3./6.11./6.18.자 정정), 출처: 금융감독원 전자공시시스템 <<http://dart.fss.or.kr>>

68) 상법 제398조 각호에 열거된 자들을 예시조항으로 해석하는 견해는 보이지 아니하다.

69) 주주간 다양한 이해관계와 관련하여, 단기·장기 주주, 분산된·비분산된 주주, 내부·외부주주, 공적연기금·노조·연금펀드 대 경제적 주주, 위험을 해지한/해지하지 않은 주주로 분류하는 방법을 사용한 경우로, 서완석, “주주행동주의의 문제점과 대처방안,” 성균관법학 제26권 제1호, 성균관대학교 법학연구소 (2014), 222-225면

70) 이에 관하여는 신석훈, “주주자본주의에 대한 법경제학적 접근- 우리나라 회사 소유지배구조 정책에 주는 시사점,” 한국경제연구원 정책연구, Vol. 2009 No.7 (2009), 38-39면

을 막아야 한다는 명분의 근거가 될 수 있다. 물론 사법적 심사과정으로 이어질 경우 이러한 투자자 행태를 고려할 수 있을 것이다.<sup>71)</sup> 쉬운 문제는 아니지만 경영권 방어에 관한 결정은 회사의 장기적인 이익을 좇아야 하는 것이며 회사의 장기적인 이익은 심각한 대리인 문제를 가지고 있을 우려가 적지 않은 지배주주나 이사(회)가 전권을 가지고 결정할 일이 아니라 결국 주주총회에 물어 그 의사를 확인하여야 할 일로 여겨진다.<sup>72)</sup>

한편 이미 살펴보았듯이 우리나라의 대규모 상장회사의 경우 통상적으로 지배주주가 존재하는 경우가 많으므로 지배주주와의 이해충돌을 피하는 법제 구축이 절실하다. 예컨대, 회사와 다른 주주들에게 도움이 되는 적대적 M&A에 지배주주가 거부하면서 방어권을 행사하거나, 반대로 회사와 다른 주주들에게 손해를 끼칠 염려가 있는 M&A를 지배주주 자신의 이익을 우선시하여 추진할 우려가 있다. 그런데 비교법적으로 다른 선진 법제와 달리 지배주주의 충실의무 법리가 구축되지 아니한 우리나라의 경우 지배주주가 명시적인 법규를 위반하지 않는 이상 그에게 책임을 물을 방도가 없다. 따라서 이러한 상황을 고려하면 대규모 상장회사에 있어서 M&A에 관한 의사결정은 합병 주주총회의 결정으로 충분하다고 본다면 이것만으로는 충분한 견제가 될 수 없다. 따라서 지배주주에게 포괄적인 의미의 충실의무를 별도로 부과하고 관련 조항을 확충할 필요가 있다.

나아가 경영권 공격자가 실시하는 공개매수 과정이나 지배주주가 추진하는 합병 등의 과정에 주주의 진정한 총의가 더욱 반영될 수 있는 시스템 구축이 필요하여 보인다. 공개매수나 합병 과정에서 소액/소수 주주는 공개매수에 응할지 또는 합병에 반대하여 주식매수청구권을 행사할지 등 의사결정을 할 수 있고 이를 통하여 주주의사가 간접적으로 어느 정도 표현될 수 있다. 그러나 이에 대하여 정확한 공시된 정보를 가지지 아니하고 다른 주주들과 소통이 되지 않는 상황에서 개별적으로 하는 매도여부의 결정은 죄수의 딜레마에 빠질 가능성이 매우 높아 기업가치를 제대로 고려한 합리적인 결정을 기대하기 어렵다는 주장<sup>73)</sup>도 설득력 있다. 따라서 가장 좋은 방법 중 하나는 기업가치를 훼손하는지 판단하기 위하여 주주들에게 수시로 정보를 공유하고 합병 등에 있어서 단계별로 주주들의 총의를 묻는 방법, 즉 주주들의 의사에 의하여 작동되는 방어수단을 도입하는 방법이라고 생각된다.<sup>74)</sup>

71) 예컨대 일본의 경우 2007년 일본 동경고등재판소는 불독소스주식회사에 대하여 미국계펀드인 스틸파트너즈가 공개매수를 시도하자, 불독소스주식회사가 방어책으로서 오로지 위 공격자 및 관계사의 지분을 희석시킬 목적으로 공격자 및 관계사를 제외한 나머지 기존 주주들에게 신주예약권을 발행하기로 주주총회에서 결의한 데 대한 주총결의금지 등 가치분명령신청 사건에서, 동경고등재판소는 불독소스주식회사는 일본 국내에서 창업 이래 100여년의 역사를 가지고 오로지 소스의 판매제조사업을 영위하고 있는바 이러한 적대적 매수행위로 인하여 경우에 따라서는 기업해체까지 있을 수 있고, 이러한 사태에 직면한 회사가 스스로의 기업가치 나아가 주주공동의 이익을 지키기 위하여 자기방어수단을 채택한 것은 (정당한) 이유, 즉 목적의 정당성이 인정된다고 보았다(동경고등재판소 2007년 7월 9일 결정; 평성19년(ㄱ) 第917號 株主總會決議禁止等假處分命令申立却下決定の對する抗告事件). 상세한 것은 김태진·이동건, “미국 법제하에서의 적대적 M&A 방어방법의 한국 법제하에서의 활용 가능성,” 증권법연구 제8권제2호, 한국증권법학회 (2007.12), 329-330면

72) 유사한 의견으로, 적대적 M&A 과정에서 방어수단 도입에 관하여는 해당 M&A가 기업가치를 향상시키는 것 인지를 살펴 기업가치를 훼손시키는 매수는 금지하며 기업가치를 향상시킬 경우에는 이를 막지 않으나 이에 관한 판단은 주주가 맡는 등, 주주 역할의 제고가 필요하다는 관점으로, 박관훈, “적대적 M&A과정에서 주주의 역할,” 한양법학 제22권 제1집, 한양법학회 (2011.2.), 646면

73) 박관훈, 위의 논문, 646면; 박관훈 교수는 특히 [우호적 M&A와 달리] 적대적 M&A의 경우에 소수와 주주들은 보유주식을 인수시도자에게 매도하거나 의결권을 위임할지를 결정하는데 그치는 수동적·소극적 역할에 머물 수밖에 없으며, 이러한 극히 개인적인 결정과정에서 기업전체에 무엇이 이익이 되는지에 관한 고려가 이뤄지기는 사실상 기대하기 어렵다고 한다. 같은논문, 645면; 설득력 있는 주장이다.

74) 유사한 주장으로 박관훈, 위의 논문, 646면

## (2) 사법 심사기준의 수정

지배주주/이사가 있는 회사에서 경영권을 쟁탈하려는 적대적 M&A나 또는 지배주주/이사의 이익을 추구하는 합병의 경우 대상회사의 지배주주/이사는 이해관계를 가지며 이해상충 관계에 있다. 미국의 경우 지배주주/이사가 이해상충 상황에서 일견 자신에게 유리한 행위를 할 경우 충실의무 위반에 기한 위법성이 추정된다. 반면 우리나라의 경우 이사가 주도한 경영권 방어가 행해지고 이해상충이 문제될 경우<sup>75)</sup> 미국에 비하여 심사기준이 어떠한지 살펴볼 필요가 있다. 우리나라에서는 지배주주에 대한 충실의무는 부과되고 있지 않으므로 지배주주가 주도한 경영권 방어가 있더라도 이를 근거로 책임을 묻기는 어려울 것이다.

지배주주의 책임 추궁과 별개로 지배주주의 이익을 우선시하여 경영권 방어 또는 합병등 회사구조재편행위를 한 이사에 대하여 소송을 통하여 책임 추궁을 하는 것은 상정할 수 있다. 이 경우 법원이 해당 이사에 대해 방어행위나 합병 추진에 있어서 임무위배행위가 없었는지를 판단함에 있어서 사법심사기준이 요구되게 된다. 소송과정에서 법원이 고려해야 할 기준은 무엇인가?

과거 2003년 현대엘리베이터 경영권 분쟁 사건<sup>76)</sup>에서 적대적 M&A 상황에서 공격당한 회사(현대엘리베이터)가 이사회를 개최하여 우호적인 제3자에게 신주를 발행(일반공모 방식)하는 결의를 하자 적대적 기업인수 시도자는 이를 저지하고자 신주발행 금지 가처분을 신청하였다. 이 사건을 담당한 하급심 법원<sup>77)</sup>은 기업취득행위는 대상회사와 주주의 이해와 언제든지 일치된다고 하기 어려워 일률적인 판단은 어렵다는 점을 전제하고<sup>78)</sup>, 취득대상 회사의 이사회가 취하는 방어행위는 (i) 우선 법령이나 정관의 내용에 따르거나/허용범위 내이어야 하며, (ii) 그러한 내용이 없는 경우 구체적인 해당 경영권 방어행위의 동기, 목적, 방어수단의 합리성 등을 종합하여 그 허용여부가 결정되어야 하며<sup>79)</sup>, 이때 고려되어야 하는 중요 요소는 (iii) 해당 방어행위로 추구하는 회사/주주의 이익내용, 방어행위 실행의 결정과정이 적정 절차를 거쳐 상당한 근거를 가지고 이뤄졌는지 여부라고 한 바 있다. 법원이 제시한 ‘방어행위 실행의 결정과정이 적정 절차를 거쳐 상당한 근거를 가지고 이뤄졌는지’는 방어수단 및 방어정도의 합리성 등 판단시 고려될 것이며, 우선 ‘해당 방어행위로 추구하는 회사 또는 주주의 이익 내용’의 존부가 실체적 판단에 일차적으로 중요한 요소가 된다. 이 사건의 법원은 특별한 사정이 없는 한 적대적 M&A 상황 하에서 경영권 방어 행위로 하는 신주발행은 일반공모 방식이더라도 회사의 자금 조달을 목적으로 하지 않을 경우에는 경영권 분쟁 과정에서 원칙적으로 허용될 수 없음을 확인하고 있다.<sup>80)</sup>

75) 현재 가지고 있는 경영권을 방어하기 위한 목적으로 방어권을 행사할 경우 특별한 사정이 없는한 이해상충이 추정될 수 있을 것이다.

76) 수원지법 여주지원 2003.12.12 선고, 2003카합369 결정; 결정문이 국가법령정보에 공개되어 있지 않아서 동 결정의 내용은 송중준, 방어수단(2005), 208면을 참조하였다.

77) 수원지방법원 여주지원 2003.12.12. 2003카합369 결정

78) 따라서 동 결정의 법원은 이를 일률적으로 위법하다거나 허용되지 않는 것이라고 단정할 수 없으므로, 이에 대하여 기업취득 대상회사의 이사회가 취하는 일정한 경영권 방어행위 또한 일률적으로 그 허용여부를 말할 수 없다고 하였다. 송중준, 방어수단(2005), 208면

79) 미국 Unocal 기준에 근접하고 있다고 보인다.

80) 다만 적대적 M&A를 시도하는 자본의 성격과 의도, 기존 지배주주 및 현 경영진의 경영전략, 대상회사의 기업문화 및 종래 대상회사의 사업내용이 사회경제적으로 차지하는 중요성, M&A로 인한 종래 사업의 지속 전

논란의 여지가 있긴 하지만 현대엘리베이터 사건의 법원은 ‘회사의 이익 = 전체 주주의 이익’의 시각에서 접근하고 있으며 대체적으로 타당한 입장이라고 할 것이다.<sup>81)</sup> 그러나 현대엘리베이터 사건의 법원은 무엇이 이들 ‘이익 내용’을 구성하는지, 예컨대 방어에 기한 회사 및 주주 전체의 이익과 적대적 M&A로 인하여 예상되는 기대이익에 관한 형량이 필요하다는 등의 기준 등은 제시하고 있지 않다. 더 아쉬운 점은 이해충돌 상황에서 해당 경영권 방어를 통하여 수혜를 기대하는 이사 측에 대하여 충실의무 위반 우려에 따른 증명책임 전환을 시도하고 있지 아니하다는 점이다.<sup>82)</sup>

반면 미국의 경우 법원이 방어권 남용을 판단하면서 다양한 기준을 제시하여 왔으며<sup>83)</sup> 예컨대 소위 전략적 이익기준을 제시한 Time 판결의 경우 대상회사에 대한 M&A의 경우 매수가격의 가치에 관한 주주의 이익 및 방어로 얻을 수 있는 장기적인 경영전략적 이익이 위협될 수 있다고 보고 후자(장기 경영전략적 이익)에 대한 위협이 존재할 경우 그 위협과 합리적으로 관련되는 방어책을 행사할 수 있다고 제시한 바 있다.<sup>84)</sup> 또한 미국 법원은 경영권 방어에 관한 판단기준을 충족시키는지에 대한 증명책임을 방어권을 행사한 이사에게 지우고 있으나<sup>85)</sup>, 우리 판례는 그러하지 아니하다. 이처럼 미국의 판례법은 이사의 경영판단에 관한 사법심사기준으로 신의성실기준, 상당한 주의기준과 함께 소위 이해관계기준을 확립하고 있으나 우리 판례의 경우 심사기준에 이해관계기준이 결여되어 있다는 분석<sup>86)</sup>이 타당하며 우리 판례의 향후 심사기준 설정상 이 점을 고려할 필요가 있다.

---

망 등에 비추어 현 경영진의 경영권이 유지되는 것이 대상회사와 일반 주주에게 이익이 있거나 사회적 필요가 있는 경우로서 이를 확인하는 적정절차를 거친 경우에는 제3자에 대한 신주발행이 허용될 수 있다는 입장이다(수원지방법원 여주지원 2003.12.12. 2003카합369 결정, 서울중앙지법 2005.5.13. 2005카합744 결정 등). 김태진·이동진, 앞의 논문, 331-332면

81) 일본에서는 라이브도어의 닛폰방송에 대한 적대적 기업인수 시도에 관하여 동경고등재판소가 경영지배권의 유지, 확보를 목적으로 한 발행일 경우도 예외적으로 기업 인수인이 진지하게 합리적인 경영을 지향하는 것이 아니며 인수인에 의한 지배권 획득이 ‘회사에게 회복하기 어려운 손해’를 초래한다는 사정이 소명되면 ‘주주 전체’의 이익 보호를 위하여 신주예약권의 발행을 매수방어책으로서 검토될 수 있음을 언급하였다. (동경고등재판소 2005.3.23. 결정 (平成17年(ウ)第429號 新株予約權 發行差止 假處分決定 認可決定に 對する保全抗告事件), 자세한 내용은 김태진·이동진, 위의 논문, 328-329면

82) 우리 법제가 지배주주에 대하여도 충실의무를 인정할 경우라면 지배주주에 대하여도 동일한 논의가 적용될 수 있을 것이다.

83) 미국 판례 중 대표적인 판례로 주요목적기준을 채택한 *Cheff v. Mathes*, 199 A. 2d 548 (Del. 1964); 비례성 기준을 제시한 *Unocal Corp. v. Mesa Petroleum*, 493 A. 2d 946 (Del. 1985); 가치극대화 기준을 제시한 *Revlon, Inc. v. MacAndrews & Forbes Holdings, Inc.*, 506 A.2d 173 (Del. 1986); 전략적 이익기준을 제시한 *Paramount Communications, Inc. v. Time Inc.*, 571 A.2d 1140 (Del. 1990) 등이 있다. 이에 관한 소개는, 손영화, “적대적 M&A와 이사회기능,” 기업법연구 제23권 제2호, 한국기업법학회 (2009), 141-150면

84) 송중준, 방어수단(2005), 205면

85) 송중준, 방어수단(2005), 205면

86) 우리 판례상 심사기준은 이해관계기준이 설정되어 있지 아니하고 신의성실기준이 소극적 기능의 관점에서 적용되는데 불과하여, 지배주주의 부당한 지시에 따른 경영판단을 억제할 수 있는 기준이 존재하지 않고 회사 이익을 저해하는 도덕적 해이 등에 기초한 경영판단을 억제할 수 있는 기준이 마련되어 있지 않다는 지적 및 개선 촉구로, 허덕희, “이사의 경영판단에 관한 사법심사기준,” 기업법연구, 제28권 제4호, 한국기업법학회 (2014)

### (3) 자기주식 처분 법제의 재정비

자기주식의 처분은 신주발행과 동일한 효과를 가져오므로 신주발행에서와 같은 통제를 가할 필요가 있고 다른 주주에게 매수의 기회를 부여하지 않는다면 주주평등의 원칙에 반하고 주주의 비례적 이익을 해할 가능성이 있다. 이러한 시각에서 일부 하급심은 자기주식의 임의 처분시 신주발행절차를 유추적용하여야 하며 다른 주주에게 매수의 기회를 부여하지 않고 회사가 일방적으로 처분할 경우 그러한 처분을 무효로 본 바 있다(서울서부지방법원 2006.3.24. 2006카합393 결정 등). 이 판결은 자기주식의 처분에 신주발행과 같은 자본거래에 적용되는 주주평등의 원칙을 유추적용할 필요성을 긍정한 것이다.

자기주식 처분시 어떠한 절차를 따라야 할지에 관한 대법원 판례는 없으며 하급심 판결은 갈리고 있는데 수적으로 우세한 하급심이 위 서부지방법원의 입장과 달리 자기주식의 임의 처분에 신주발행절차를 유추적용하지 아니한다. 학설 중에서도 자기주식을 제3자에 임의 처분하면서 일부 대주주의 지배력이 강화되도록 처분 상대방을 선택한 경우 자기주식의 처분은 신주발행과는 달리 손익거래<sup>87)</sup>로서 개인법적 거래에 속하므로 주주평등의 원칙을 적용하는 것이 부적절하므로 신주발행절차를 자기주식 처분에 유추적용하는 것은 논리적 비약이라는 견해<sup>88)</sup>가 있다.

현재 자기주식의 처분, 특히 경영권 분쟁의 상황에서 자기주식의 처분으로 지배권 또는 경영권의 강화 또는 변경이 초래될 수 있지만, 이를 규제할 상법상 명백한 규정은 없다. 그러나 최근에는 자기주식의 처분을 포함한 다양한 방어수단을 경영권의 강화 또는 방어에 이용하는 경우에 그 적법성을 판단하는데 적용될 수 있는 해석론상의 법리가 판례와 학설에 의하여 형성되고 있다. 자기주식의 처분이 경영권 방어목적으로 이용된 경우에도 현대엘리베이터 사건<sup>89)</sup>의 판결원칙을 적용하여 방어행위(자기주식 처분)를 용인할 만한 합리성과 상당성이 충족되었는가의 여부를 가지고 그 위법성을 판단하여야 한다는 견해<sup>90)</sup>가 제시된다.

법인세 부과와 관련하여 1995년 선고된 대법원 판결<sup>91)</sup>은 자기주식의 취득·처분을 자산의 손익거래에 해당하는 것으로 본 바 있으나, 2000년대 후반에 우리나라에 도입된 K-IFRS

87) 개정된 상법에서는 제398조가 손익거래에만 적용되는지 논란이 있었던 반면, 현행 상법에서는 이사회 결의 요건 등이 가중되어 있으므로 [자본거래 역시 자기거래에 포함된다는 전제에서] 자본거래에 대한 이사회 결의만으로는 자기거래까지도 자동 승인된다고 볼 수 없다는 견해로, 권재열, 앞의 논문, 29면

88) 송중준, “자기주식의 처분절차규제에 관한 소고,” 법률신문 (2006.11.9.)

89) 수원지법 여주지원 2003.12.12. 선고 2003카합369 결정

90) 송중준, “자기주식의 처분절차규제에 관한 소고,” 법률신문 (2006.11.9.); 그러나 자기주식의 처분에 신주발행절차를 유추적용할 필요가 없다는 견해도, 자기주식을 처분한 결과 정당한 경영권 방어로 인정될 수 있는 제반 요건이 충족되지 못하였을 경우에는 그 처분이 위법할 수 있다고 한다. 같은 법률신문

91) “기업회계기준 제57조, 제62조의2에 의하면 자기주식의 처분이익은 기타 자본잉여금으로서 자본준비금의 과목이고, 자기주식은 장부가액을 자본에서 차감하는 형식으로 기재하도록 규정되어 있으며, 합병회계준칙 제11조에 의하면 합병으로 인하여 취득한 자기주식의 처분익을 합병차익으로 처리하도록 규정되어 있고, 위 기업회계기준 및 합병회계준칙이 일반적으로 공정, 타당한 기업회계의 기준 또는 관행에 해당한다 하더라도 법인세법 제9조 제1항, 제2항, 제3항, 제15조 제1항 제2호, 제3호, 상법 제459조 등의 규정에 의하면 자본감소절차의 일환으로서 자기주식을 취득하여 소각하거나 회사합병으로 인하여 자기주식을 취득하여 처분하는 것은 자본의 증감에 관련된 거래로서 자본의 환급 또는 납입의 성질을 가지므로 자본거래로 봄이 상당하지만 그 외의 자기주식의 취득과 처분은 순자산을 증감시키는 거래임에 틀림이 없고, 그것은 법인세 과세대상인 자산의 손익거래에 해당한다.” 대법원 1995.4.11. 선고 94누21583 판결[밀줄은 필자가 함]; 이 판결은 자본금 감소절차나 합병에 기한 자기주식 처분은 자본거래로 보면서도 그 외의 자기주식의 취득·처분은 손익거래로 보고 있으나 그 이유가 명확하지 아니하다.

(한국채택국제회계기준)는 경제적 실질을 중시하는 특질을 가지며 회계 실무에서는 자기주식의 취득·처분이 있는 경우 이를 자본거래로 다루고 있다.<sup>92)</sup> 따라서 [세법상 취급과 달리] 이로부터 발생하는 손익을 손익계산서에 기재되는 비용이나 수익으로 인식하기 곤란하다.

이상과 같은 회계처리 실무에서처럼 실질상 자기주식의 취득과 처분을 일반 재산의 취득이나 처분과 같이 볼 수 없다는 견해<sup>93)</sup>도 있으며 이러한 견해에 상당한 타당성이 있다고 판단된다. 세법은 거래 실질을 존중하지만 조세정책상 거래의 성격을 달리 매김할 수 있음은 주지의 사실인바, 세법 해석상으로 (i) 자기주식처분에 대하여 이를 신주발행과 동일하게 볼 수 없다는 견해<sup>94)</sup>, (ii) 자기주식처분손익의 본질에 대하여 주식할인발행차금이나 주식발행초과금과 다르게 없으나 세법 해석상 자기주식처분이익이 익금임에 다툼의 여지가 없다는 견해<sup>95)</sup>, 반면 (iii) 자기주식 처분을 증자의 경우처럼 지분거래로 보는 것이 옳고 법인세법 규정상(증자대금은 법인세 과세대상이 아님) 자기주식의 양도대금에 대하여도 유추적용하는 해석을 하는 견해<sup>96)</sup>가 대립한다. 위 (ii) 및 (iii) 견해의 경우 이론적으로 자기주식 처분시에도 주주배정을 원칙으로 하는 것이 타당할 것이다.<sup>97)</sup>

이처럼 세법상 법인세부과의 목적에서 자기주식 거래를 손익거래로 볼 수 있다는 과거 대법

92) 자기주식처분손익은 기타자본구성요소(자본거래에 의하여 증가한 자본 중에서 납입자본인 자본금과 주식발행초과금 합계를 제외한 것)에 속하며 이는 배당의 대상이 아니고 자본금 전입이나 결손보전을 위하여 사용할 수 있다. 표영인 외 3인, 「“왜?”를 설명한 IFRS 회계원리」 (제3판), 명경사, 2011, 402-403면; 또한 일반기업회계기준의 경우에도 자기주식을 자본조정 항목(자본의 차감항목)으로 표시함으로써 자기주식을 자산으로 취급하지 않고, 회계상 자기주식 관련 거래는 회사의 손익에 영향을 미치지 않는 ‘자본거래’로 취급된다. 김의석, “자기주식 거래의 과세,” 법학연구 제15집 제2호, 인하대학교 법학연구소 (2012.7), 392면; 거래계에서 행해지는 자기주식의 매각과 소각시 회계처리와 관련하여 자기주식을 처분하는 경우 (i) 처분금액이 장부금액보다 크다면 그 차액을 자기주식처분이익으로 하여 자본잉여금으로 처리하고, (ii) 처분금액이 장부금액보다 작다면 그 차액을 자기주식처분이익의 범위 내에서 상계처리하되 미 상계된 잔액이 있는 경우에는 자본조정의 자기주식처분손실로 회계처리한다. 이때 이익잉여금(결손금) 처분(처리)으로 상각되지 않은 자기주식처분손실은 향후 발생하는 자기주식처분이익과 우선적으로 상계한다(일반기준 15.9). 박정규 세무사 홈페이지, 자기주식관련 세무처리 <<http://n2giveup.tistory.com/225>>

93) “회사가 현금으로 자기주식을 취득하면 회사의 재산상태에 변화가 일어나는데 그 변화의 실질은 자기주식 취득대금만큼의 현금과 자기주식 간의 대체가 이루어지는 것이 아니라 단지 취득대금만큼의 현금이 회사에서 빠져 나가는 것이다. 이는 회사의 자산이 실질적으로 감소하는 것을 의미한다. 재산상태표상으로는 차변에서 현금을 감소시켜 주고 대변에는 자본유지조정에 자본의 차감계정으로 표시해 주어서 자산 부분과 부채 및 자본 부분이 항등식이 되도록 한다. 이러한 점을 고려한다면 자기주식, 즉 회사가 자신이 발행한 주식을 보유하고 있는 동안 그 주식은 일반적인 자산이라기보다는 재발행 되거나 소각될 주식을 자본의 차감항목으로 수치화하여 표시한 것으로 볼 수 있다. .... 설령 자기주식을 자산으로 본다고 하더라도 회사가 보유하는 일반적인 자산과는 전혀 다른 특수성이 있다. 예컨대, 회사가 건물을 보유하는 경우와 달리, 회사가 보유하는 자기주식은 그 고유의 경제적 가치가 있는 것이 아니라 회사가 보유하는 일반적인 자산의 가치에 의하여 결정된다.” 김의석, 위의 논문, 395면; “만일 이점을 고려하지 않는다면 손익이 이중으로 인식될 수 있고 회사 자산에 대한 임의적인 평가손익인식을 금지하는 규정(법인세법 제18조제1호, 제22조)을 사실상 위반하는 결과를 초래하게 된다.” 김의석, 같은논문, 396면

94) 이철송, “불공정한 자기주식 거래의 효력... 19면 (김의석, 위의 논문, 393면에서 재인용)

95) 이창희, 세법강의, 박영사, 2012, 586면 (김의석, 위의 논문, 393면에서 재인용)

96) 이재호, “자기주식처분이익의 과세문제,” 조세법연구 제15-1집, 한국세법학회 (2009), 341면 (김의석, 위의 논문, 393면에서 재인용)

97) 송옥렬, “2011년 개정 회사법의 해석상 주요 쟁점-기업재무 분야를 중심으로,” 저스티스 제127호, 한국법학원 (2011), 66면 (김의석, 위의 논문, 405면에서 재인용); 자기주식 처분으로 주주간 또는 주주와 제3자간 부의 이권이 발생할 수 있는데 이러한 부의 이전을 증여세 과세 대상으로 할지 여부는 회사의 자기주식 처분시에 주주들에게 자기주식에 관한 배정권 내지 비례적 이익을 인정할지 문제와 맞물려 있다. 김의석, 같은 논문, 405면

원 판례가 있었으나 이는 조세정책상 자기주식 거래의 본질론과는 무관할 수 있으며 실제로 세법 해석을 두고도 많은 논란이 있다. 상법학계의 여러 견해<sup>98)</sup>가 자기주식 처분을 경영진의 단순재량사항으로 다루는 것을 경계하고 있는바, 이를 경정할 필요가 있다.

#### (4) 정확한 사전적 정보제공 및 최소한의 사후 감시시스템 운용

지배주주/이사가 사용을 고려하는 경영권 방어책에 대하여 주주총회에게 그 결정권을 줄 경우, 주주들이 이를 동의해 줄지 여부를 결정하는 데에 정확하고 충분한 정보가 필수적이다. 일반적으로 주주와 지배주주/이사의 관계에서 지배주주가 아닌 다른 주주들(소수주주들)은 정보비대칭 상태에 있다. 따라서 결정권자인 주주들, 특히 소액/소수주주들에게 이사회는 유·불리를 가리지 않고 적대적 M&A에 관한 정보를 고루 배포할 의무를 지우고 해당 배포 정보가 얼마나 충실하며 장래계획의 경우 얼마나 충실히 이행되는지를 감시하는 체계를 갖추고 책임을 추궁할 수 있어야 한다. 경영권방어자 또는 적대적 경영권인수자가 제공한 예측정보나 장래 경영전략 정보에 근거하여 의결권을 행사하였는데 사후적으로 정당한 근거 없이 말을 번복할 가능성에 대한 견제가 필요하기 때문이다.

적대적 기업인수가 이뤄지기 어려운 환경인 독일에서도 1999년 11월 만네스만(Mannesman)<sup>99)</sup>에 대한 보다폰(Vodafone)의 적대적 인수가 행해졌는데, 당시 만네스만은 독일에서 예외적인 경우에 속하는 대주주 블록의 소유지분이 25% 이하인 11개 회사 중 하나였다.<sup>100)</sup> 만네스만의 종업원들과 종업원대표(감독)이사들은 보다폰 측의 약속에 기반하여 합병에 찬성표를 던졌다.<sup>101)</sup> 그러나 인수 이후 보다폰은 약속을 파기하고 대규모 구조조

98) 자기주식 처분이 기능적 면에서 신주발행과 유사하므로 자기주식 처분시에도 기존주주의 이익을 고려할 필요가 있으나 반드시 주주에게 우선매수권을 인정하는 형식을 강제하는 것보다는 이사의 신인 의무의 유연한 해석을 통하여 주주 이익을 보호하는 것이 바람직하되, 경영권 분쟁이 있는 경우 등에는 신인 의무를 특히 엄격히 적용할 필요가 있다는 견해로, 김진식, 「회사법」, 박영사, 2014, 654면; 자기주식 취득이나 주식의 신주발행에서 발생가능한 특정주주 우대문제는 자기주식 처분과정에서도 동일하게 발생할 소지가 있는바 주식 평등 원칙에 반함은 물론 지배권 변동은 초래하는 등 주주의 권리를 근본적으로 침해할 수 있으므로(회사법의 기본원칙에 반함), 자기주식의 처분과정에서의 이사회 결정/정관 규정은 신주인수권의 테두리 내에서 이뤄져야 하며 그 절차등의 면에서도 주식평등 원칙에 따라야 한다는 견해로, 장덕조, 「회사법」, 법문사, 2014, 184면; 개정상법의 입법과정(2006년 정부 개정안에는 자기주식 처분시 신주발행절차 일부규정을 준용하도록 하고 있었으나 2008년 개정안에는 이를 삭제) 회사가 자기주식 처분을 자유로이 할 수 있다고 허용한 것으로 해석할 것이나, 입법론적으로는 자기주식 처분시에도 주주평등의 원칙을 적용하여 모든 주주에게 매수기회를 주어야 하며 처분실무를 하는 대표이사가 회사에 최대이익이 되도록 선관주의의무 및 충실의무를 다하여야 한다는 견해로, 홍복기, 「회사법강의」(제3판), 법문사, 2015, 266면

99) 적대적 M&A 당시 만네스만은 1890년에 설립되어 제강업 등 다양한 사업을 영위하는 자회사들을 거느린 대기업(콘체른)이었다. 정승일, 앞의 논문, 56면

100) 정승일, 위의 논문, 56면; 만네스만에는 아무런 대주주 혹은 대주주 블록이 존재하지 않았으며 소유는 골고루 분산되어 있었다. 홍콩계 투자회사인 Hutchison Whampoa가 유일하게 10.2%를 보유하고 있었지만 회사의 지배와 전략에 별 관심이 없었으며, 0.1% 이상 지분을 보유한 63개 기관투자자들 역시 모두 뮤추얼펀드 혹은 자산운영사로서 포트폴리오 투자자들이었다. 독일계 펀드들이 13.1%를 보유하고 있었으며 영미계 펀드들은 Hutchison을 포함하여 함께 30% 가량을 보유하고 있었다(Höpner, 2001). 같은논문, 56-57면

101) 구체적으로 보다폰 측이 유선전화, 무선전화, 인터넷 등 3대 사업의 지속, 기계제작 및 자동차부품 사업부의 독립상장 등 모든 요구를 들어주겠노라며 약속하자 합병에 만족하고 이 약속에 기초해서 독일고속노조 위원장 Klaus Zwickel는 합병에 찬성표를 던졌었다. 보다폰의 만네스만에 대한 적대적 공개매집이 진행된 기간(1999년 10월 중순~ 2000년 2월 초)에 만네스만 주가는 120% 상승하였으며, 이 과정에서 만네스만 주식 투자자들은 약 1억 유로의 시세차익을 챙겼고 만네스만의 CEO인 Esser도 3천만 유로라는 거액의 위로금을 챙겼고 다른 만네스만 경영진들 역시 수백만 유로의 위로금을 받았다(Höpner, 2001). 정승일, 위의 논문, 60면; 이처럼 보다폰의 인수 시점에서는 형식은 적대적 M&A였지만 모두에게 행복한 M&A이었다.

정에 착수하여 자동차부품 및 기계제작 사업부는 독립상장 대신에 다른 회사에 매각하기로 결정하고 유선·무선·인터넷 사업의 지속이라는 약속도 파기하여 무선전화를 제외한 유선, 인터넷 사업 포기와 매각을 추진하였다.<sup>102)</sup>

결과적으로 위 적대적 인수를 통하여 보다는 막대한 이득을 얻었으나 만네스만 관계자, 특히 근로자들 입장에서 결과적으로 환영받지 못하는 결과였고 만네스만 자체만을 볼 경우 보다는 약속파기로 인하여 경영권방어 결정권자들이 보다는 인수에 찬성하게 된 근거가 결과적으로 사라지게 되었다.

따라서 위 만네스만 사건을 타산지석으로 삼아 우리법제에서도 적대적 M&A의 경우 인수자가 제시한 향후 회사의 경영계획이 방어권자의 의사결정에 중요하므로 이를 특별한 사정없이 반복하는 것을 견제할 필요가 있다. 즉 경영권 인수 후 대상회사(상장회사)의 상장 지속 여부를 불문하고(설령 상장을 폐지하였다 하더라도) 일정기간 동안은 지속적 공시의무를 부과하여 인수자의 경영행위를 지켜볼 수 있도록 하고, 인수자가 사전에 표명한 경영계획을 합리적인 근거 없이 위반할 경우 공시위반 등 책임 부과를 검토할 필요가 있다.

#### (5) 자기거래 규제의 보완

앞에서 살펴보았듯이 대상 합병에 정황상 이해상충 가능성이 컸음에도 불구하고 상법의 자기거래 규제는 적용될 수 없었다. 일반인의 시각에서 그룹 경영권 후계자 Y 등은 구 삼성물산 및 제일모직에서 지배주주로 분류·인식되는 사람이었다. 법적으로도 Y 등은 상장회사의 주요 경영사항에 대하여 사실상의 영향력을 행사하는 구 삼성물산의 주요주주로 포섭 가능하며(상법 제398조제1호/제542조의8 제2항제6호), 제일모직의 경우 Y 등은 회사의 실효적 지배도 판단에 좋은 척도인 최대주주의 지배지분율(동일 기업집단 소속 계열회사가 소유하는 지분율 포함)상 이미 과반수(52.24%, 2015.3.31. 기준)를 보유하고 있었다.

상법상 자기거래 규제에 있어서 주요주주 및 그가 영향력을 갖는 특수관계인의 범위를 넓히는 대폭적 개정이 행해졌음에도, 개정 상법은 정작 특수관계인을 지정하는 과정에서는 이해상충 우려 있는 거래를 한 것이 아닌지 의심되는 회사의 이사, 주요주주, 이들의 직계존비속, 이들의 배우자 및 배우자의 직계존비속에 한정함으로써 스스로 그 적용범위를 크게 축소시켰다.<sup>103)</sup> 따라서 현행 상법 제398조의 규제는 개정취지에 불구하고 현실에 부응하지 못하는 수준이 아닌가 한다.

구 상법 하의 판결이지만 자기거래 규제의 입법 취지와 관련하여 2013년 선고된 신세계 주주대표소송 사건에서, 대법원은 구 상법 제398조가 이사와 회사 간의 거래에 대하여 이사회 승인을 받도록 정한 것은 이사가 그 지위를 이용하여 회사와 직접 거래를 하거나 이사 자신의 이익을 위하여 회사와 제3자 간에 거래를 함으로써 이사 자신의 이익을 도모하고 회사 또는 주주에게 손해를 입히는 것을 방지하고자 하는 것임을 밝혔다(대법원 2013.9.12 선고 2011다57869 판결) 즉 대법원은 구 상법상 규제주체(이사)가 개인의 이익을 도모하여 회사나 주주에게 손해를 입히는 것을 방지한다는 ‘이해상충 상황’을 규제하려는 것임을 확

102) 보다는 만네스만 인수를 통해 건설한 수익을 내고 있던 기계제작 및 자동차부품 사업부의 매각을 통해서 막대한 현금을 마련하여 전세계적인 통신시장의 불황을 딛고 보다는 세계 제 1의 무선전화 사업자로서의 지위를 확실하게 굳혔으며, 또한 든든한 재무적 기반을 이용하여 차세대 무선통신기술을 확보함으로써 미래성장 기반을 확실하게 만들었다(Höpner, 2001). 정승일, 위의 논문, 60-61면

103) 상법 제398조 각호에 열거된 자들을 예시조항으로 해석하는 견해는 보이지 아니하다.

인하였다.

개정 상법에서 확충된 자기거래 조항(상법 제398조)은 주요주주에 대하여도 사전에 중요사실을 밝혀 이사회의 승인을 얻되 그 거래 내용과 절차의 공정성 의무까지 지우고 있다. 사실상 개정 상법상 자기거래 조항의 규제 주체가 주요주주 및 그가 지배하는 회사들에게까지 확장·개편된 배경 상황을 살펴보면 개정 상법 제398조가 간접적이거나 지배주주에게도 일종의 이해상충 방지 ‘의무’를 지운 것이 아닌가 생각된다. 이는 우리나라에서 이뤄지는 자기거래는 대부분 지배주주의 막강한 영향력을 배경으로 하지만 개정 전 규정은 이사만을 대상으로 하고 있었으므로 회사와의 이해상충을 해결하는데 큰 한계가 존재한다는 지적<sup>104)</sup>이 있었기 때문이다.

상법 제398조의 규제 확충 필요 가부로 논의를 다시 돌릴 경우, 혹자는 규제의 명확성 때문에 제398조가 규제주체를 제한적으로 열거하는 방법을 취할 수밖에 없었다고 주장할지 모르나, 개정 상법은 이미 ‘주요주주’라는 사실적 개념에 입각한 포괄적·불명확 조항을 도입하여 사용하고 있는 이상 그러한 주장은 근거가 미흡하다. 즉 상법이 이미 주요주주라는 사실적 개념을 도입하여 자기거래 규제(제398조) 외에도 사외이사 선임(제542조의8), 이해관계자와의 거래(제542조의9)에 동 개념을 사용하고 있다. 상법은 특히 이해관계자와의/를 위한 신용공여를 금지하는 제542조의9를 위반할 경우에는 공여자에 대하여 형사처벌을 부과하는 조항(제624조의2)까지 두고 있기 때문에, 사법적(私法的) 거래를 제한하는데 불과한 자기거래 규제에 대하여 규제의 명확성을 추구하여 사실적/불확정 개념을 도입할 수 없다는 주장은 근거가 미흡하다.<sup>105)</sup>

순환출자로 얽힌 우리나라의 대기업 현실에서 이뤄지는 각종 불분명한 자기거래를 사전적으로 규제할 필요성을 감안하면 상법상 자기거래 규제는 조만간 논의를 거쳐서 개선이 되어야 할 것이다. 개선방법에는 여러 접근방법이 있겠으나 규제주체의 확대가 필수적인데 상법 제398조에 대하여 이사와 그 주요주주의 자기거래 또한 이를 회피하기 위한 거래 역시 이사회의 승인요건을 얻어야 한다는 취지의 포괄조항 방식을 취하는 방법을 채택할 수 있으며, 또는 만일 상법 제398조 각호를 확충하는 방법을 선택할 경우 동조에 제6호를 신설하여 “6. 제1호부터 제5호까지의 자가 주요주주인 대규모기업집단 내의 계열회사”를 추가할 수 있을 것이다.<sup>106)</sup> 아울러 제398조의 자기거래 규제 위반시 그 위반주체인 주요주주의 민사

104) 송옥렬, 앞의 책, 1018면; 개정 전 상법의 규율범위 밖에 놓인 상황에서 기업집단 내 지배주주의 자기거래는 공정거래법상 부당지원행위로 다루어져 왔는데(공정거래법 제23조) 공정거래법상 규제대상이 아닌 경우에는 사실상 규율할 방법이 없었다. 같은책, 1018면; 현행 공정거래법에 의하면 동법상 내부거래공시대상회사로 지정된 경우에 한하여 특수관계인을 상대방으로 하거나 특수관계인을 위하여 일정 규모 이상의 대규모내부거래를 하조가 할 경우 미리 이사회의 의결을 거친 후 이를 공시할 의무가 부과된다(공정거래법 제11조의2). 이때 내부거래공시대상회사는 상호출자제한기업집단에 한정되는데(시행령 제17조의8), 상호출자제한기업집단의 범위는 원칙적으로 당해 기업집단에 속하는 국내 회사들의 상호출자제한기업집단지정 직전사업연도의 대차대조표상의 자산총액의 합계액이 5조원 이상인 기업집단에 국한된다(시행령 제17조).

105) 자본시장법의 경우 경영권 방어제도로 분류되는 대량보유보고의무 제도(법 제133조제3항)를 위반할 경우 형사처벌 대상임에도(법 제444조제18호) 경영권 방어의 실효성 제고를 위하여 실질을 중시하는 규제를 하고 있고, 그러다보니 ‘소유에 준하는 보유’(시행령 제142조), 특별관계자에 속하는 특수관계인과 공동보유자(시행령 제141조)와 같은 소위 불확정 개념을 사용하고 있다.

106) 개정 상법상 확충된 자기거래 규제에 사실상 영향력이나 공정성과 같은 불확정 개념을 요건으로 함에 따라 기술적으로 만족스럽지 못한 부분이 많다는 지적(송옥렬, 위의 책, 1018면)이 있다. 설득력이 없는 것은 아니지만 이해상충을 사전적으로 폭넓게 규율하려는 자기거래의 특성상 불확정 개념이 사용되는 것은 불가피하다고 생각하며 사각지대에 있는 부분에 대해서는 개정된 제398조에 대한 향후 판례 축적으로 해결될 수 있으리라고 본다.

적 책임 역시 추궁하는 조항의 도입이 동조의 실효성 제고를 위하여 필요하다.<sup>107)</sup>

(6) 지배주주의 충실의무 도입: 입법론 또는 해석론

개정 상법의 자기거래 규제는 아직 지배주주에 직접적인 책임을 물리는 조항은 되지 못하나 간접적으로 지배주주에게도 충실의무가 있다는 관념에 입각하여 개정된 조항으로 볼 여지가 있다. 앞에서 상법상 자기거래 규정의 대폭적 보완 필요성 및 규제주체의 확충방안을 제안 하였으나, 지배주주의 회사와의 이해상충을 근본적으로 다스리기 위하여는 지배주주의 충실의무 도입을 고려해 보아야 할 것이다. 상법은 이미 이사에 관한 충실의무를 도입하고 있고 (제382조의3)<sup>108)</sup> 이사의 충실의무는 이사에 대하여 배상책임을 지우는 근거가 될 수 있다 (제399조). 마찬가지로 지배주주의 충실의무를 도입할 경우 지배주주에게 책임을 물리는 근거가 될 수 있다.

지배주주의 충실의무란 지배주주가 회사 또는 다른 주주의 이익을 배려하여 권리를 행사할 의무를 말하며, 지배주주가 회사에 대하여 지는 충실의무가 주로 논의되나 상황에 따라서는 다른 주주에 대하여도 충실의무를 부담할 수 있다고 인정된다.<sup>109)</sup>

상법상의 충실의무는 매우 추상적인 것 같으나 법원이 구체적인 사건에서 이를 적극적으로 활용하려고 한다면 현실에 큰 반향을 불러일으킬 수 있다.<sup>110)</sup> 즉, 이해상충 가능성이 있는 거래를 추진할 경우 지배주주 스스로가 이해상충에 기한 향후의 책임 추궁을 회피하기 위하여 다른 주주들에게 사전에 정보를 충분히 공개하고 설득하려 하는 등 다른 주주/회사 친화적인 조치를 적극적으로 취할 유인을 제공하게 될 것이다. 대상 합병의 경우에도 이를 둘러싼 공방과정에서 엘리엇이 한 주장 중 합병후 회사의 가치를 산정한 근거에 관한 정보를 공개하라고 청구한 바 있는바, 사실 삼성 측은 이를 미리 자발적으로 하여 주주들을 설득시켰더라면 무리가 없었을 것이다.

충실의무가 부과될 경우 이해상충 상황에서 충실의무 위반 책임을 지지 않으려면 최소한 객관적·중립적인 절차를 거치고 충분하고 합리적인 근거에 입각한 결정이었음을 스스로 증명하여야 책임을 면할 수 있으며 이 경우 경영판단 원칙은 적용되지 아니한다.<sup>111)</sup>

107) 현행 상법의 자기거래 규정의 적용 한계에 관한 논의로, 김재범, 앞의 논문, 189면

108) 이사의 충실의무에 관하여는 영미법상의 신인의무(fiduciary duty)가 도입된 것인지 여부를 놓고 의견 대립이 있으나(자세한 것은, 이철송, 앞의 책, 721-722면) 이 글에서는 충실의무에 관하여 영미법상 신인의무에 준하는 적극적인 해석론에 입각한다.

109) 김재범, 앞의 논문, 191-193면; 지배주주가 충실의무를 위반하여 그 권리를 행사할 경우 예컨대 주주총회에서 의결권을 행사하였는데 주주권의 행사결과와 서로 대립되는 이익을 형성한 결과, 필요성 및 비례성 원칙을 충족하지 못할 경우 독일 주식법은 이를 결의취소의 원인이 되는 법령위반으로 본다. 그러한 경우로, 지배주주가 의결권 행사시 회사 목적 달성을 위하여 적합한 여러 수단 중 가장 최선을 선택하지 아니하거나 결의로 실현하려는 회사의 조치가 가져올 회사의 이익과 이에 대응하는 주주의 이익이 균형을 이루지 못한 경우(결의가 소수과주주의 지위에 관여하거나 그 관여행위가 회사이익에 의하여 실질적으로 정당화되지 못하거나, 회사 이익에 부합하더라도 회사이익과 소수과주주의 이익을 형량시 비례적이지 않은 경우) 등을 들 수 있다. 같은논문, 194면

110) 지배주주의 충실의무 도입의 효과에 대한 또다른 기대효과로, “상법 제401조의2가 본래의 입법목적을 달성할 수 있을 뿐만 아니라 지배주주 내지 지배회사에 대해서도 정당한 지배력행사와 부당한 지배력행사를 구분할 수 있는 예측가능성을 제공하게 되며, 지배주주 내지 지배회사의 부당한 지배력의 행사로부터 회사 또는 종속회사, 그리고 이들의 소수주주 및 채권자보호를 실현할 수 있을 것”을 기대하는 견해로, 허덕희, “회사의 업무집행에 대한 지배적 지위남용의 규제,” 법과 정책 제19권 제2호, 제주대학교 법과정책연구소 (2013) [약칭: 지위남용(2013)], 416면

상법은 지배주주의 행위를 규율하려는 취지로 업무집행지사자 등의 책임(제401조의2), 자기 거래(제398조) 상장회사의 주요주주에 대한 신용공여제한(제542조의9), 특별이해관계인에 대한 의결권제한(제368조 제3항) 등을 두었으나, 이는 지배주주 행위를 독립적으로 규율하지 못하기 때문에 제도 면에서 완전치 못하다.<sup>112)</sup> 지배주주의 충실의무는 그의 권리행사가 회사 또는 다른 주주의 이익에 영향을 미치는 경우에 적용될 수 있으며, 충실의무가 적용될 사례로서 회사와 지배주주의 거래, 회사기회의 편취 및 소주주를 억압하는 행위 등이 대표적인 것이 된다.<sup>113)</sup>

여러 선행연구가 존재하듯이 비교법적으로 많은 선진국들이 지배주주를 견제하는 해석을 하여오고 있다.<sup>114)</sup> 그러나 우리 상법은 지배주주 등의 지위남용을 방지하기 위하여 제401조의2를 도입하였으나, 주주에 대하여 회사 및 다른 주주 등의 이익을 배려하여야 하는 적극적인 의무를 두고 있지 않다.<sup>115)</sup> 국내 문헌상 지배주주에 대한 충실의무를 도입할지 여부에 대한 논란<sup>116)</sup>은 있으나, 그간 우리나라의 상당수 문헌<sup>117)</sup>이 지배주주의 충실의무를 도입해

111) “충실의무는 이해충돌 상황으로부터 그 위반을 인정하므로 주의의무 위반(고의 또는 과실)에 대한 판단이 반드시 따라야 하는 것이 아니다. 주주의 충실의무는 이사처럼 직무를 수행하지는 않지만, 경영에 영향력을 미치는 지배주주의 지위 또는 주주총회의 결의에 결정적인 의결력을 가진 주주에게 회사이익을 우선하라는 요구로서 그 도입이 주장되고 있다.” 김재범, 앞의 논문, 175면; “주식회사에서 지배주주가 이사와 마찬가지로 충실의무 혹은 신인의무를 부담한다고 할 때, 그 근거가 되는 행위기준과 법원의 심사기준이 무엇인지가 문제된다. 미국에서는 판례법상으로 다음과 같은 원칙을 세워서 지배주주의 행위를 규제하고 있다. 첫째, 지배주주는 의결권을 행사하거나 지배주식의 매각에 있어서 자기의 이익을 얻기 위해 소수주주의 이익을 해하지 못하며, 이 때 지배주주가 부담하는 의무가 신인의무인 것이다. 법원은 '완전공정원칙'이론을 가지고 지배주주의 행위기준을 판단하고 있다. 둘째, 미국에서 여러 주의 판례에서는 '주주기회균등원칙'을 또 하나의 행위기준으로 제시하고 있다. 비록 '완전공정원칙'의 기준에서 볼 때 불공정한 행위가 되지 않더라도 다른 주주에 대해 차별대우를 하는 것은 신인의무위반이 될 수 있다는 것을 확인해주고 있다. 이러한 미국 판례법상 이론을 우리 판례에 직접 적용하기는 어려울 것이다. 그러나 회사지배구조에 대한 재고찰이 요구되는 작금의 상황에서는 우리 법체에 시사하는 바가 크다고 본다.” 송인방, “지배주주의 행위기준,” 법학연구 제21권, 한국법학회 (2006) [밑줄은 필자가 함]

112) 김재범, 위의 논문, 175-176면

113) 김재범, 위의 논문, 176면; 이처럼 지배주주의 충실의무를 적용하면 나아가 해당 거래에 대한 금지청구, 의결권 행사 시에는 결의하자의 소 및 다른 주주/회사의 배상청구도 가능할 수 있다. 같은 논문, 176면

114) 지배주주의 충실의무에 관한 비교법적 소개를 한 문헌으로, 허덕희, 지위남용(2013) ; “영국의 경우 법원은 지배주주 내지 지배회사가 이사의 업무집행에 대하여 지휘 또는 지시를 하고 이사가 그 지시 등에 따라 통상적으로 업무를 집행하는 경우에는 배후이사에 해당한다고 판시하고 있다. 미국 ALL, PCG는 기존 판례법을 집대성하여 지배주주는 자기의 지배적 지위를 이용하여 개인의 재산상 이익을 취득하여서는 아니 되는 공정거래의무를 부담한다고 규정하여, 지배주주에게 회사 또는 소수주주의 이익을 보호하여야 하는 의무를 부과하고 있다. 지배주주가 회사에 대하여 가지고 있는 지배적인 영향력을 이용하여 자기의 재산상 이익을 도모하는 경우에는 공정거래의무의 위반이 되고 이로 인하여 발생한 손해를 배상하여야 하는 책임규정도 아울러 두고 있다. 그리고 독일의 판례는 주주에 대하여 회사 또는 주주 상호간에 충실의무를 부담한다고 판시하고 있다. 또한 이러한 주주의 의무를 전제로 하여 회사의 기관에 속하지 아니한 자가 사실상 업무를 집행한 자에 대하여 그 상응하는 책임을 인정하는 견해가 통설로 정착되고 있다.” 같은논문, 415-416면

115) 이러한 상법의 태도로 인하여 상법 제401조의 해석과 관련하여 다양한 견해대립을 유발하고 입법목적의 실현가능성을 저하시킬 뿐만 아니라 법적 안정성에 저촉되는 결과를 초래하고 있다는 지적으로, 허덕희, 지위남용(2013), 418면 및 449-451면

116) 관련 논란의 소개로, 김재범, 앞의 논문, 187-188면

117) 김재범, 위의 논문 ; 나윤수, “소수주주의 법적 보호에 관한 검토,” 원광법학 제23집제3호, 원광대학교 법학연구소 (2007.12); 경영진과 지배주주의 충실의무의 범위를 확장하고 나아가 지배주주 축출 제도를 도입하자는 의견으로, 박진표, “기업지배구조에 대한 새로운 인식들의 탐구,” 법학평론 제2권, 서울대학교 법학평론 편집위원회 (2011); 서완석, 앞의 논문 ; 송인방, 앞의 논문 ; 송중준, “회사법상 기업지배구조의 적용기준에 관한 적정성 평가와 합리적 지배구조모델의 구상,” 증권법연구 제15권 제1호, 한국증권법학회 (2014); 채이

야 한다는 취지의 견해를 표명하여 왔다. 또한 선행 연구에서 이미 광범위하게 소개된 비교법적 사례에서와 같이 지배주주의 의무와 책임을 규정을 동시에 두는 입법이 가장 바람직하겠으며 지배주주에 관한 의무를 두는 입법적 보완이 이루어질 필요가 있다.

한편 입법 이전이더라도 지배주주의 충실의무는 판례의 해석론으로도 도입 가능하다.<sup>118)</sup> 현행법상 상법에 지배주주의 충실의무가 규정되어 있지 않다고 하여 소극적인 태도를 취할 경우, 지배주주에 대하여 상법 제401조의2에 해당하는 업무집행지시 정황<sup>119)</sup> 등이 드러나지 않는한 책임을 지울 수 없게 된다.<sup>120)</sup> 현재와 같은 법제에서는 지배주주가 존재하는 상장회사는 수많은 주주가 존재한다는 그 공적인 자리매김에도 불구하고 해당 회사의 이사회는 여전히 지배주주에 의하여 장악될 것이며 지배주주는 책임 추궁을 피하면서 자신의 이익(perk)을 지속적으로 추구할 수 있다는 지적을 면할 수 없다. 따라서 지배주주의 권한과 역할에 상응하는 책임 부여방안<sup>121)</sup>의 모색이 필요하며 그 첫 번째 단추가 우리 법제에의 지배주주의 충실의무론의 도입이다.

#### IV. 맺음말

현실세계에서 경영권 분쟁의 유형은 적극적인 공격에서 소극적인 이의제기까지 다양한 형상을 띤다. 이번 삼성물산-제일모직의 합병의 경우 소극적으로 있는 경영진/지배주주를 외부에서 갑자기 공격해 들어온 유형이 아니라 대상 합병이 삼성물산의 이익에 반한다고 주장하면서 기업가치 훼손 반대라는 슬로건을 내걸고 지배주주의 경영권에 도전을 가한 사건이었다.<sup>122)</sup> 이 점에서 대상 합병은 단지 경영권 방어가 허용되는가의 틀을 벗어나 소액/소수주주권이 이번 합병과정에서 제대로 보호되었는가의 논의와 직결된다.

합병이란 회사의 기존 틀을 중대하게 변경하는 행위이므로 합병의 의사결정에 회사/전체 주주 이익의 추구가 반영되어야 한다. 따라서 대상 합병이 상법상의 절차는 따랐을지 모르지

---

배, “상법 제382조의 3 (이사의 충실의무) 개정 필요성- 이사 및 지배주주의 사익추구 방지를 위하여,” 기업지배구조연구 2013년 여름, 경제개혁연구소, 제46권 (2013.6.); 허덕희, 지위남용(2013) 등 다수가 있다.

118) 지배주주의 충실의무의 근거는 독일법에서는 민법상 신의성실에 의한 이행(민법 제242조) 등에서, 미국의 판례법은 일종의 신인관계(fiduciary relation)에서 도출되는 것으로 본다. 김재범, 위의 논문, 183면

119) 정확히 말하자면 업무집행을 명령하거나 직접 업무집행을 한 사실을 원고(소수과주주)가 ‘증명’할 책임을 진다.

120) 물론 개정 상법상 주요주주에 대하여 상법의 규제가 확충되었는바 상법상 주요주주와 관련하여 금지된 행위를 할 수 없음을 말할 나위가 없다.

121) 지배주주의 충실의무를 강제하는데 있어서 그 실효성을 제고하기 위해 (i) 개시의무, 이사회의 승인요건, 손해배상청구권, 소멸시효, 손해액 추정 등과 관련된 모든 규정들을 일반조항에 포함시키고, (ii) 이사회 승인 요건의 강화와 함께(독립된 이사의 2/3 이상 승인) (iii) 구제의 실효성 제고를 위해 원상회복청구권 및 손해배상청구권의 행사주체를 확장시킬 필요가 있다. (iv) 지배주주가 상법상의 충실의무 위반에 대하여 책임을 지도록 하기 위해, 충실의무의 적용에 있어서 지배주주를 사실상 이사로 보도록 상법 제401조의 2(업무집행지시자 등의 책임)를 개정하고, (v) 이해상충이 있는 자기거래를 한 경우 증명책임을 자기거래를 한 자에게 전환하여 그 자가 거래의 완전한 공정성(entire fairness)을 증명하게 할 필요가 있다는 견해로, 채이배, “상법 제382조의 3 (이사의 충실의무) 개정 필요성- 이사 및 지배주주의 사익추구 방지를 위하여,” 기업지배구조연구 2013년 여름, 경제개혁연구소, 제46권 (2013.6.)

122) 정확히 이야기하면 대상 합병에 관하여 엘리엇이 취한 조치들은 적대적 경영권 인수 시도라고 보기는 어렵다. 엘리엇 측에서 합병 반대를 위하여 위임장 권유를 통한 주주총회 표대결을 시도하였을뿐 직접적으로 경영권 획득을 위한 공개매수를 시도하거나 기존 이사의 해임을 추구하는 차원에 한창 못 미친 것들이기 때문이다.

만 합병사항을 결정함에 있어서 합병시점, 합병비율의 산정 등과 같은 중요한 사항에 관하여 전체 주주에게 충분한 정보와 시간을 제공하고 동의를 구하지 않았다는 점에서 합병이라는 중요한 조직재편 행위를 하여야 할 목적의 판단에 필요한 충분한 정보와 절차가 주어지지 않은 점은 아쉽다.

이러한 관점에서 합병 과정에서 구 삼성물산(의 지배주주)이 엘리엇의 의견 개진에 대하여 취한 대응은 객관적인 제3자의 시각에서도 미흡할 수밖에 없다. 경영권 방어가 정당한가의 논의를 떠나서 경영권 방어를 활발히 인정하는 미국 법원에서도 Revlon 사건<sup>123)</sup>이나 Paramount 사건<sup>124)</sup>에서 엿볼 수 있듯이 무릇 정당한 목적(회사의 장기적인 이익/전체 주주의 이익)을 가지고 합법적인 과정을 이행하려는 자에게만 현재 보유한 경영권을 방어할 수 있다고 하고 있다고 여겨지기 때문이다.

물론, 경영권 취득시도를 하는 자 중 행동주의 펀드 등 반드시 선의의 시각에서 바라볼 수 없는 경우도 적지 않다. 하지만 적대적·우호적 M&A 여부를 떠나서 회사에 관한 지배권 거래(합병 포함)가 있는 경우 해당 회사의 '장기적인 이익'에 도움이 되는지 여부가 그 기준이 되어야 하며 이는 지배주주나 이사가 단독으로 결정할 성격은 아니며 무엇보다 정확하고 충분한 정보가 전체 주주에게 공개되어야 한다.<sup>125)</sup> 이 점에서 대상 합병의 진행 과정 및 소수 주주권 행사자에 대한 구 삼성물산 측의 대응은 매우 미흡하였다고 여겨진다. 대상 합병 과정에서 분규를 일으킨 엘리엇의 본심이 무엇이었던, 객관적 사정을 두고 볼 때 이해상충 여지가 매우 높은 상황에서 합병 및 합병비율이 구 삼성물산이라는 회사의 이익을 위한 것이 아니라는 주장은 경청할 가치가 있으며, 향후 경영권 분쟁시 타산지석으로 삼아야 할 것이다.

한편 주가에만 의존하는 합병비율을 강제하는 자본시장법의 태도가 이 사건 분규의 발단이 된 이상 주가에만 의존하는 일률적인 태도가 야기 가능한 우려<sup>126)</sup>를 감안하면 현재의 합병비율 산정규제를 시급히 개선하여야 할 것이다. 즉, 주가를 합병비율을 산정하는 하나의 고려 요소로 하되 순자산 등 다른 요소 역시 합리적인 근거가 제시될 경우 함께 고려하도록 해야 할 것이다. 이를 심사하는 법원 역시 합병비율의 적정성을 심의하는 적절한 심사기준을 마련하여야 할 것이다.

나아가 이 사건 공방과정에서 합병 목적을 달성하기 위하여 삼성물산 측이 행사한 경영권 방어행위 및 이에 관한 법원 판단을 지켜보면서 필자는 아울러 우리의 현실에서 현행 법제

---

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

124) 전략적 이익기준을 제시한 Paramount Communications, Inc. v. Time Inc., 571 A.2d 1140 (Del. 1990)

125) 특히 적은 자본으로 큰 자산을 갖는 회사에 관한 지배지분을 취득하고자 LBO 방법을 사용하는 경우가 종종 있다. LBO에 의한 경영권 인수 및 회사자산 분할매각에 관한 법적 취급을 일률적으로 처리할 수 없겠지만, LBO의 경우 과연 회사의 '장기적' 이익에 좇아서 그러한 결정을 내리는 것이 아닐 가능성이 높으므로 LBO의 경우 사전 공시를 의무화하고 LBO 각 단계마다 취득대상 회사의 주주총회가 개입을 할 수 있도록 해 두어야 할 것이다(현재는 소수주주는 합병 주주총회 결의만 관여하고 있다). 예컨대 LBO 과정에 합병을 할 경우 이미 자산을 담보제공하거나 상당부분 매각하여 가치가 떨어진 해당 대상회사(주권상장법인)의 시세에 의존하여 합병비율을 산정시킬 것이 아니다. 또한 합병신고서에 책임있는 분석·평가의견을 기재하도록 할 필요가 있다. 그러나 현행 증권신고서(합병등)(중건의 합병신고서가 개정된 것으로 보임)에는 분석·평가의견을 포함한 예측정보 기재란이 없다. 따라서 자본시장법 및 하위규정을 수정하여 합병등을 위한 증권신고서의 경우 합병비율 산정 등과 관련하여 사용된 예측정보 및 그 근거를 반드시 기재하여(예컨대 이사의 경영진단 및 분석의견 란에) 만약의 경우 공시위반 책임을 추궁할 수 있도록 할 필요가 있다.

126) 예컨대 합병 시점의 자의조정이나 주가관리 가능성 등 우려가 제기될 수 있다.

상 경영권 방어수단으로 사용가능한 제도들의 허점들 및 이를 개선할 필요성에 대한 문제의식을 가지게 되었다. 따라서 필자는 원론적인 차원에서 적대적 기업인수에 관하여 취득대상 회사의 방어수단을 확충 또는 제약하거나 적대적 기업인수의 방법을 기업 내부자의 견제 및 M&A 시장 활성화를 위하여 용이하게 하거나 안정적인 경영권 보장을 중시할 경우 전부의 무공개제도 등을 채택하여 인수를 어렵게 하거나 하는 등의 다분히 추상적인 접근을 지양하고, 현실에서 현행 법제상 경영권 방어수단으로 사용가능한 제도들을 어떻게 보완·개선하는 것이 좋을지에 관하여 접근하려고 노력이 필요하며 서술방향 역시 이에 중점을 두었다.

각국은 각 나라의 사정에 맞게 경영권 방어법제를 발전시켜 왔으므로 일순간 한 나라의 경영권 방어법제를 개편하는 것은 신중하여야 한다.<sup>127)</sup> 그러나 현재 사용가능한 방어수단이라 할지라도 이를 둘러싼 분쟁 발생시 사법적 심사를 받을 수 있으며 적절한 방어권 행사기준 확립에 있어서 법원의 역할이 중요하다. 따라서 우리법상 사법적 심사기준이 우리 현실상 적절한 것인지 재검토할 여지가 있다. 우리 대규모 상장회사에서 최대주주가 실효적으로 지배하는 지배지분율 분포를 참조하면 이미 최대주주가 장악한 지배력이 매우 크다는 점을 알 수 있다. 즉, 경영권 방어책 채택을 위시하여 해당 회사의 주요 경영사항에 이러한 최대주주의 관여 가능성이 높아 소위 지배주주의 권한 남용 내지 이해상충 문제가 상존한다.

그러므로 우리 대규모 상장회사의 현실을 고려하면 방어권 행사에 대한 법원의 사법심사기준은 조속히 개선되어야 한다. 회사의 경영권 방어는 이해상충 우려와 직결되기 때문에 방어권 행사에 대하여는 원칙적으로 의심스러운 태도로 접근할 필요가 있다. 즉, 회사 측이 그 방어행위의 적법성을 설명하도록 하는 증명책임을 전환하고 회사 내부에서 그 남용가능성을 방지할 장치, 즉 적법성 담보장치를 마련하는 것이 필요하다.

또한 대상 합병 공방에서 표출된 제도적 미비점을 보완하여 자기주식 처분법제를 재정비하고 합병(우호적·적대적 합병을 불문) 과정에서 정확한 정보를 사전에 충분히 제공하고 최소한의 사후 감시시스템을 운용할 필요가 있다. 또한 현행 상법의 자기거래 규정(제398조)의 개정취지에 부응하지 못하는 자기거래 규제를 보완하여야 할 것이다. 나아가 입법론 또는 해석론으로 지배주주의 충실의무를 도입하여 사전적으로 이해상충 가능성을 심의하는 절차를 거치도록 함으로써 사회적 비용을 최소화할 필요가 있다.

---

127) 같은 의견으로, 정승일, 앞의 논문, 68면; 정승일 연구위원은 각국은 서로 다른 산업구조로 표현되는 국제 분업상 비교우위(comparative advantages)를 가지고 있으며 이것은 오랜 역사적 과정 속에서 형성된 것, 소위 제도적 착근성을 강조하고 있다. 같은 논문, 68면

## <참고문헌>

### □ 국내문헌

권재열, “모회사의 이사에 대한 자회사의 실권주 배정에 관련된 몇 가지 쟁점의 검토 : 대법원 2013.9.12. 선고 2011다57869 판결을 대상으로 하여,” 선진상사법률연구 제65호, 법무부 (2014)

곽관훈, “적대적 M&A과정에서 주주의 역할,” 한양법학 제22권 제1집, 한양법학회 (2011.2.)

김건식, 「회사법」, 박영사, 2014

김우찬, “경영권방어수단 도입주장과 그 논리적 취약성,” 경제개혁리포트 (2010-2), 경제개혁연구소, 2010.2

김의석, “자기주식 거래의 과세,” 법학연구 제15집 제2호, 인하대학교 법학연구소 (2012.7)

김재범, “주주 충실의무론의 수용: 이사 충실의무와 관련하여,” 비교사법 제22권 제1호, 한국비교사법학회 (2015)

김태진·이동건, “미국 법제하에서의 적대적 M&A 방어방법의 한국 법제하에서의 활용 가능성,” 증권법연구 제8권제2호, 한국증권법학회 (2007.12)

나윤수, “소수주주의 법적 보호에 관한 검토,” 원광법학 제23집제3호, 원광대학교 법학연구소 (2007.12)

박진표, “기업지배구조에 대한 새로운 인식들의 탐구,” 법학평론 제2권, 서울대학교 법학평론 편집위원회 (2011)

서완석, “주주행동주의의 문제점과 대처방안,” 성균관법학 제26권 제1호, 성균관대학교 법학연구소 (2014)

손영화, “적대적 M&A와 이사회기능,” 기업법연구 제23권 제2호, 한국기업법학회 (2009)

송옥렬, 「상법강의」 (제4판), 홍문사, 2014

송인방, “지배주주의 행위기준,” 법학연구 제21권, 한국법학회 (2006)

송중준, “경영권 방어수단 도입의 전제조건,” 기업법연구 제19권제4호, 한국기업법학회 (2005) [약칭: 방어수단(2005)]

송중준, “자기주식의 처분절차규제에 관한 소고,” 법률신문 (2006.11.9.)

송중준, “회사법상 기업지배구조의 적용기준에 관한 적정성 평가와 합리적 지배구조모델의 구상,” 증권법연구 제15권 제1호, 한국증권법학회 (2014)

신석훈, “주주자본주의에 대한 법경제학적 접근- 우리나라 회사 소유지배구조 정책에 주는 시사점,” 한국경제연구원 정책연구, Vol.2009 No.7 (2009)

양기진, “상법 개정(안)의 집행임원의 부분적 의무화에 관한 소고,” 경영법률 24집 2호, 한국경영법률학회 (2014)

이지환, “선진 국가별 경영권 방어장치의 형성 배경에 대한 비교 연구,” 국제경영연구 제18권 제2호, 한국국제경영학회 (2007)

이철송, 「회사법강의」(제22판), 박영사, 2014

임재연, 「자본시장법」(2014년판), 박영사, 2014

장덕조, 「회사법」, 법문사, 2014

정승일, “독일에서의 기업지배구조 변화와 적대적 M&A 논의,” 경상논총 제25권 제2호, 한독경상학회 (2007)

천경훈, “신세계 대표소송의 몇 가지 쟁점- 경영, 회사기회유용, 자기거래,” 상사법연구 제33권 제1호 (2014)

표영인 외 3인, 「“왜?”를 설명한 IFRS 회계원리」(제3판), 명경사, 2011

한국상사법학회(편), 「주식회사법대계 II」, 법문사, 2013

허덕희, “이사의 경영판단에 관한 사법심사기준,” 기업법연구, 제28권 제4호, 한국기업법학회 (2014)

허덕희, “회사의 업무집행에 대한 지배적 지위남용의 규제,” 법과 정책 제19권 제2호, 제주대학교 법과정책연구소 (2013) [약칭: 지위남용(2013)]

홍복기, 「회사법강의」(제3판), 법문사, 2015, 266면

□ 신문기사

경향비즈@라이프, “‘못 믿겠다 침묵하라’ 엘리엇 공격에 삼성물산 “6조원 시너지 효과”, (2015.6.26.)

<[http://bizn.khan.co.kr/khan\\_art\\_view.html?artid=201506262204315&code=920509&med=khan](http://bizn.khan.co.kr/khan_art_view.html?artid=201506262204315&code=920509&med=khan)>

미디어오늘, “살려야 한다… 국민연금이 삼성물산은: [뉴스분석] 투기자본의 국내기업 공격? 이재용 소유 제일모직에 일방적으로 유리한 합병,” (2015.7.8.)

<<http://www.mediatoday.co.kr/news/articleView.html?idxno=123973>>

대신증권 Balance 블로그, “삼성물산-제일모직 합병 이슈, 17일 주주총회 엘리엇과의 막판 경쟁 등,” (2015.7.17.) <<http://blog.daishin.com/2162>>

매일경제, “헤지펀드 왜 한국 노리나? 대주주 지분율은 턱없이 낮고 주가는 저평가..공격 '무방비,’” (2015.7.13.), <<http://media.daum.net/issue/518/newsview?newsId=20150706040420057&issueId=518>>

미디어펜 (신장섭 칼럼), “GM 1조5천억 '떡튀' 엘리엇…삼성물산 미끼 '삼성' 노린 이유가?: 전형적인 알박기 수법…투기자본 대항 정책적 접근 시급,” (2015.6.26.)

<<http://www.mediapen.com/news/articleView.html?idxno=81218>>

법률뉴스, “삼성물산-엘리엇, '제일모직 합병' 싸고 치열한 법정 공방,” (2015.6.19.)

연합뉴스, “제일모직-삼성물산 합병비율 바뀌면 대주주 지분↓,” (2015.6.15.)

<<http://www.yonhapnews.co.kr/bulletin/2015/06/15/0200000000AKR20150615083300008.HTML>>

연합뉴스, “제일모직-삼성물산 합병…삼성 지배구조 단순해졌다(종합),” (2015.5.26.)

<<http://www.yonhapnews.co.kr/bulletin/2015/05/26/0200000000AKR20150526053600003.HTML>>

연합뉴스, “엘리엇-삼성 19일 법정서 첫 승부…자사주 의결권 쟁점,” (2015.6.17.)

<<http://www.yonhapnews.co.kr/bulletin/2015/06/17/0200000000AKR20150617174800008.HTML>>

연합인포맥스 기사, “법원은 왜 엘리엇 주장 배척했나…쟁점별 정리(종합),” (2015.7.1.)

<<https://news.einfomax.co.kr:444/news/articleView.html?idxno=173745>>

오마이뉴스, “삼성물산 vs. 엘리엇, 숨 가쁜 '기승전결' ,” (2015.6.12.)

<[http://www.ohmynews.com/NWS\\_Web/View/at\\_pg.aspx?CNTN\\_CD=A0002117782](http://www.ohmynews.com/NWS_Web/View/at_pg.aspx?CNTN_CD=A0002117782)>

조선닷컴, “[속보]法, 엘리엇 '삼성물산 자사주 매각금지' 가처분 신청 기각,” (2015.7.7.)

<[http://news.chosun.com/site/data/html\\_dir/2015/07/07/2015070700874.html?Dep0=twitter&d=2015070700874](http://news.chosun.com/site/data/html_dir/2015/07/07/2015070700874.html?Dep0=twitter&d=2015070700874)>

조선비즈 기사, “[삼성 vs 엘리엇] 문답으로 정리한 핵심쟁점 분석 ①~④,” (2015.6.22.)

<[http://biz.chosun.com/site/data/html\\_dir/2015/06/21/2015062101433.html?right\\_ju](http://biz.chosun.com/site/data/html_dir/2015/06/21/2015062101433.html?right_ju)>

조선비즈, “엘리엇 “국민연금, 삼성 지지 근거 대라”…추가 소송 나서나,” (2015.10.11.)

<[http://biz.chosun.com/site/data/html\\_dir/2015/09/08/2015090801888.html](http://biz.chosun.com/site/data/html_dir/2015/09/08/2015090801888.html)>

한겨레, “ISS도 “삼성물산-제일모직 합병 반대 권고”,” (2015.7.3.)  
<[http://www.hani.co.kr/arti/economy/economy\\_general/698832.html](http://www.hani.co.kr/arti/economy/economy_general/698832.html)>

한국경제, “[마켓인사이트] 엘리트 “삼성물산 합병 무효소송 안한다”,” 2015.8.27.  
<<http://media.daum.net/m/channel/view/media/20150827183111763>>

NEUSDive 기사, “삼성, 엘리트에 승소…삼성-엘리트 간 공방 정리,” (2005.7.1.)  
<<http://news.visualdive.co.kr>>

□ 기타자료

구 제일모직 제출 주요사항보고서(2015.5.26.: 회사합병결정) 출처: 금융감독원 전자공시시스템 <<http://dart.fss.or.kr>>

구 제일모직 제출 증권신고서(합병)(2015.5.26.자 최초제출 및 6.3./6.11./6.18.자 정정), 출처: 금융감독원 전자공시시스템 <<http://dart.fss.or.kr>>

박정규 세무사 홈페이지, 자기주식관련 세무처리 <<http://n2giveup.tistory.com/225>>

엘리트의 의결권 대리행사 권유 설명자료, “삼성물산과 제일모직의 합병결의안에 대한 반대 및 삼성물산 정관 개정을 위하여 의결권 대리행사를 권유하는 취지(2015.6.24. 최초제출, 2015.6.30. 두 차례 정정), 출처: 금융감독원 전자공시시스템 <<http://dart.fss.or.kr>>

[토론문1]

삼성물산-엘리엇 분쟁을 중심으로 본  
경영권분쟁 관련제도 개선방향에 대한 토론문

정 우 용

(한국상장회사협의회 전무, 법학박사)

1. 서언

우선 오늘 이 자리를 만들어 주신 정갑윤 부의장님, 이상민 위원장님, 우윤근 의원님, 임성호 처장님, 그리고 신현운 회장님과 심도있는 연구로 주제발표를 해주신 양기진 교수님, 그리고 사회를 맡아 주신 권태신 원장님께 감사의 말씀을 드립니다.

발제자께서 최근 우리사회에 경영권 방어수단의 도입 논쟁을 다시 한 번 크게 일으켰던 삼성물산과 엘리엇의 분쟁을 중심으로 현행 방어수단 행사기준에 있어서의 법원의 역할, 최대주주 등 지배주주의 이해상충문제, 현행법상 합병비율 산정 방법 및 공시제도의 미비점, 자기주식의 경영권 방어 목적 활용 문제, 지배주주의 충실의무 도입 필요성 등 여러 가지 논점에 대해서 발표해 주셨습니다.

각각의 논점에 대해 제 소견을 말씀드리겠습니다.

2. 발제자 주장에 대한 의견

① 대규모 상장회사는 적대적 M&A 가능성이 적다?

발제자께서는 자산 2조원 이상 상장회사의 77.1%가 적대적 M&A가 쉽지않거나 불가능하다고 하셨습니다.

그러나 반대로 생각해보면 22.9%의 회사는 적대적 M&A 위협에 노출되어 있다고 보아야 하는데 결코 작은 수치가 아니라고 생각합니다.

아래 표에서 보는 바와 같이, 2014년 말 현재 유가증권시장 및 코스닥증권시장에 상장한 1,754개사의 최대주주 및 특수관계인의 지분율을 분석한 결과 전체 상장사 중 19.4%에 해당하는 341개사가 최대주주등의 지분율, 즉 지배지분율이 25% 미만인 것으로 나타났습니다. 발행주식총수의 25%가 보통결의 요건을 충족시키는 최소기준이기 때문에 이를 경영권 방어가능 여부의 최소기준으로 본다면, 전체 상장사의 19.4%는 적대적 M&A가 가능하다고 볼 수 있습니다.

**<최대주주및특수관계인 지분율 현황(2014년말 기준)>**

(개사, %)

구분	회사수	비율
<b>0~10% 미만</b>	<b>40</b>	<b>2.28</b>
<b>10% 이상~20% 미만</b>	<b>169</b>	<b>9.64</b>
<b>20% 이상~25% 미만</b>	<b>132</b>	<b>7.53</b>
25% 이상~33% 미만	277	15.79
33% 이상~50% 미만	620	35.35
50% 이상	516	29.42
합계	1,754	100.00

\*스팩 등 제외

**② 자본시장법상 합병비율방식은 불충분하다?**

현행 자본시장법은 상장법인간 합병, 상장법인과 비상장법인간 합병 등 여러 가지 기준을 나누어 합병비율을 어떻게 산정해야 하는 지 법정화하고 있습니다. 이 중 상장법인간 합병은 시장에서 형성된 가치, 즉 일정 기간의 평균주가를 기준으로 합병비율을 산정하도록 하고 있습니다.

발제자께서는 이러한 시장가치에 의한 합병비율 산정방법이 합병시기의 자의적 조정가능성, 주가관리 가능성 등 불공정성의 문제가 제기될 수 있기 때문에 순자산 가치 등을 고려하여 합병비율 산정방식을 개선해야 한다고 주장하고 계십니다.

합병시기의 자의적 조정가능성이나 인위적인 주가 관리 가능성은 배임죄나 시세조정죄의 성립 여부 등으로 논점이 확대되므로 이는 논외로 하고 합병비율 산정방법 자체의 문제에 대해서만 말씀드리겠습니다.

한 자산운용사의 애널리스트는 현행 자본시장법상 합병비율 산정방법에 대해 다음과 같이 평가하고 있습니다.

「기업의 가치평가는 자산가치평가, 수익가치평가, 시장가치평가 등 다양한 방안이 존재하나 이러한 가치평가방법은 평가자가 어떤 방법을 사용하는지에 따라 값이 달라질 수 있으며 특히 수익가치는 추정에 기반한 예측치로서 예측으로 평가한 가치와 실제 가치가 다르게 산출될 여지가 크다. 수천명에서 수십만명의 주주가 존재하는 상장회사에서는 모든 주주가 동의할 수 있는 기업가치 평가방법이란 있을 수 없다. 현행 자본시장법이 상장법인간 합병시 시장가치에 의해 합병비율을 산정토록 하고 있는 이유는 현재 시장에서 거래되고 있는 주식의 가격이야말로 가장 객관적인 기준이 될 수 있기 때문이고, 모든 사람들이 지켜보는 가운데 일자별로 값이 매겨진 주가는 가장 매력적인 대안이 될 수 있다. 이렇듯 법에서는 나름 합리적이고 분쟁의 소지가 적은 방향으로 그 기준을 정하고 있다. 또한 합병 과정에서 주주총회 특별결의 승인과 외부기관 평가 과정도 존재한다」.1)

현행법상의 합병비율 산정방법에 대해서는 이러한 실무계의 입장도 존재합니다. 그러나 과연 합병비율 산정방법을 법정화 하는 것이 과연 타당한가에 대해서는 원론적 의문을 갖지 않을 수 없습니다. 기업가치를 정확히 산정할 수 있는 방법이 있을까? 하는 질문에 누구도 정답을 줄 수는 없을 것 같습니다.

아래 표에서 보시는 바와 같이 삼성물산이 합병을 결정한 시점을 기준으로 회사의 순자산가치보다 주가가 저평가되거나 고평가된 기업들의 비중을 본다면, 과연 순자산가치를 고려하는 것이 타당한가? 고려한다면 어느 정도를 고려하는 것이 타당한가? 하는 의문을 가질 수밖에 없습니다. 이러한 이유 때문에 비교법적으로 합병비율 산정방식을 법정화하고 있는 나라는 없는 것으로 알고 있으며, 주요국에서는 합병당사자의 자율에 의해 산정하고 시장의 평가기능을 통해 그 정당성을 판단하는 것으로 알고 있습니다.

---

1) 배운정, “삼성 vs 엘리트, 합병비율 다툼의 진실”.(한국경제매거진. 2015. 7. 6자)의 내용 중 일부를 발췌.정리하였음.

〈유가증권시장 상장법인 PBR<sup>2)</sup> 현황(2015.10.16. 현재)〉

PBR	2015.5.26.	2015.10.16
1배 미만	300개사	311개사(42.9%)
1배 이상	416개사	414개사(57.1%)
총합계	716개사	725개사

\*스팩 등 제외

〈PBR현황 중 1이상 상장법인 분포 현황(2015.10.16. 현재)〉

구분	회사수	비율
10배 이상	11개사	2.7%
5배 이상	43개사	10.3%
4배 이상	56개사	13.5%
3배 이상	92개사	22.2%
2배 이상	168개사	40.6%
1배 이상	414개사	100.0%

\* 1이상인 기업 중 비중, 스팩 등 제외

그러나 우리나라의 입법자는 아직은 우리나라 기업관행이나 투자자 풍토 등을 감안할 때, 경영자와 주주들의 자율에 의하는 것보다는 분쟁소지를 가장 줄일 수 있는 합병비율 법정화를 채택했고 나름 합리적인 방법을 채택했다는 평가도 있습니다. 합병비율 산정방식의 가장 바람직한 개선방향에 대해서는 여러 학자님들의 심도있는 연구가 필요하다고 생각합니다.

### ③ 합병시 상법 제398조 적용 여부

발제자께서는 합병을 하는 경우 즉, 자본거래라 할지라도 이해충돌의 우려를 감안하여 제398조에 포섭되는 자기거래로 보아야 지배주주와의 광범위한 이해상충을 상당부분 차단 가능하다고 주장하셨습니다.

2) 주가순자산비율, 주가를 주당순자산가치(BPS)로 나눈 비율로 주가와 1주당 순자산을 비교한 수치이다. 즉 주가가 순자산에 비해 1주당 몇 배로 거래되고 있는지를 측정하는 지표이다. PBR가 1이라면 특정 시점의 주가와 기업의 1주당 순자산이 같은 경우이며 이 수치가 낮으면 낮을수록 해당기업의 자산가치가 증시에서 저평가되고 있다고 볼 수 있다. 즉, PBR이 1 미만이면 주가가 장부상 순자산가치(청산가치)에도 못미친다는 뜻이다.

그러나 이에 대해서는 적용부정설의 입장도 있습니다. 동 주장에 의하면 법률관계의 안정과 획일적 확정을 위하여 단체성이 강조되는 자본거래와 일반거래는 그 성질이 근본적으로 다르기 때문에 상법은 신주발행과 합병을 위한 절차를 별도로 규정하고 있다고 합니다. 또한 이를 다투는 신주발행무효의 소와 합병무효의 소는 일반원칙을 수정하여 소만에 의하여 무효를 주장할 수 있게 하고, 승소판결에 대하여는 소급효를 배제하고 대세적 효력이 인정되는 등 특별한 규율을 두고 있기 때문에 자본거래에 대하여 제398조를 적용하는 것은 회사법의 체계에 맞지 않다고 합니다. 또한 제398조를 적용한다면 신주발행, 합병을 위한 통상의 이사회 결의요건을 변경하는 결과를 가져오며, 내용과 절차의 공정성도 엄격히 적용되어야 하므로 법적용의 충돌을 가져오기 때문에 처음부터 자본거래에 대하여는 본조의 적용을 받지 않는다고 보는 것이 법적용의 명확성과 법률관계의 안정성을 기할 수 있다고 보고 있습니다.<sup>3)</sup>

제 사건으로도 상법 제398조를 자본거래가 아닌 일반적인 거래에만 적용되는 것으로 해석하는 것이 타당하다고 생각됩니다. 제398조를 신주발행이나 합병 등 자본거래에까지 적용된다고 해석할 경우, 신주발행이나 합병시 이사회 결의 요건을 규정한 상법상의규정이 무력화되고, 거의 자본거래에 관련한 모든 의사결정, 즉 신주발행, 자본감소, 합병, 분할 등 많은 경영의사결정에 제398조가 적용되게 되는 데, 이는 과도한 확장해석이라고 생각됩니다.

#### ④ 정확한 사전적 정보제공 및 최소한의 사후 감시시스템 운용?

발제자께서는 지배주주가 아닌 소수주주들이 정보비대칭에 있게 되므로 이사회가 유·불리를 가리지 않고 소수주주들에게 적대적 M&A에 관한 정보를 골고루 배포하고, 또한 상장 지속여부를 불문하고 일정 기간 동안 지속적 공시의무를 부여해야한다고 주장하셨습니다.

어떠한 내용을 더 공시해야하고 일정기간 지속적으로 어떠한 내용을 공시해야한다는 것인지 구체적인 내용이 궁금합니다.

참고로, 현행 자본시장법과 한국거래소 공시 규정 등에 의하면, 회사가 합병

3) 홍복기, “개정상법상 자기거래규제의 범위와 이사회결의”, 증권법연구 제14권 제2호(2013), 220면.

을 할 경우 우선 합병에 관한 이사회 결의 또는 합병계약 체결시 ① 합병 등 결정 주요사항 보고서와 ② 합병 결정 주요경영사항 공시, 그리고 피합병법인 주주에게 주식을 발행해 주는 합병인 경우 ③ (합병등) 증권신고서, ④ 투자설명서, ⑤ 주주총회 소집결정 공시, ⑥ 주주총회 소집통지 및 참고서류 공시, ⑦ 주주총회 결과 공시, ⑧ 합병등 종료보고서(또는 증권발행식보고서) 등 8가지의 공시의무가 부과되고 있으며, 각각의 내용이 정정될 경우 정정공시 또한 이루어지고 있습니다.

또한 상장폐지된 법인도 자본시장법상 사업보고서 제출대상법인에 해당되어 사업보고서를 제출하고, 사업보고서 제출대상법인은 자본시장법상 주요사항보고서 제출의무가 있어서 자본증가, 자기주식취득, 합병 등 총 14가지 사항의 주요경영사항을 공시하고 있습니다.<sup>4)</sup>

이러한 현행법상 공시사항들을 감안할 때, 추가적으로 필요한 공시사항이 무엇이 있을지 의문이 듭니다.

## ⑤ 방어권 관련 결정주체 - 주주들과의 정보공유, 단계별로 주주들의 총의를 얻는 방법?

발제자께서는 경영권 공격자가 실시하는 공개매수 과정이나 지배주주가 추진하는 합병 등의 과정에서 주주총의가 반영될 수 있는 시스템 구축방안으로 기업가치를 훼손하는 지 판단하기 위하여 주주들에게 수시로 정보를 공유하고 합병 등의 단계별로 주주들의 총의를 묻는 방법, 즉, 주주들의 의사에 의하여 작동되는 방어수단을 도입하는 방법이 필요하다고 하셨습니다.

현행 상법이나 자본시장법에 의하면 공개매수를 하는 경우 금융위원회에 공개매수신고서를 공시해야 하고, 공개매수신고서에는 ‘공개매수자 및 그 특별관계자에 관한 사항’, ‘공개매수의 목적 및 장래계획’, ‘공개매수의 조건’ 등 매우 자세한 정보가 기재되고 있습니다.<sup>5)</sup> 합병등의 경우에는 상기에 적시한

4) 자본시장법 제159조, 동 시행령 제167조

5) 공개매수신고서에는 다음과 같은 사항이 기재되고 있음

- I. 공개매수자 및 그 특별관계자에 관한 사항
  1. 공개매수자 및 그 특별관계자에 관한 사항
  2. 공개매수 중계인 또는 주선인

바와 같이 많은 정보가 단계별로 공시되고 있습니다. 현행법상의 공시정보로도 충분히 기업가치의 훼손여부 판단이 가능하다고 판단되며, 발제자께서는 이러한 사항은 충분히 이해하고 계신다고 생각합니다.

때문에 발제자가 주장하신 부분은 기업들이 사용하는 방어수단에 대해 주주들에게 정보를 제공하고 그에 대해 주주들의 의사를 묻는 수단이 강구되어야 한다고 이해됩니다.

현행법상 사용가능하거나, 사용가능여부에 대해 논란은 있지만 현실적으로 기업이 사용하고 있는 방어수단 중 ‘초다수결의제’, ‘황금낙하산’, ‘시차임기제’는 이미 정관에 그 근거 규정이 있어야 가능하므로, 정관변경을 위한 주주총회 소집통지를 통해 정보가 제공되고, 주주총회 결의를 통해 주주들의 의사가 반영되고 있습니다. 경영권 방어목적의 신주발행이 위법하다는 판례는 이미 확립되어 있습니다.<sup>6)</sup> ‘자기주식 취득·처분’은 취득·처분 목적이거나 수량, 상대방, 방법등 상세내용이 공시되고 있습니다만, 주주총회 결의가 아닌 이사회 결의에 의해 취득하는 것이 일반적입니다. 자기주식 취득·처분은 경영권 방어 목적 외에 기업의 탄력적인 재무관리와 주가안정 등 다양한 목적으로 행해질 수 있기 때문에, 상법은 자기주식 취득을 주주총회 결의 사항으로 하면서도, 이사회 결의로 이익배당을 할 수 있다고 정관으로 정하고 있는 경우 이사회 결의로 취득할 수 있도록 하고 있고(상법 제341조), 처분은 이사회 결의사항으로 규정하고 있습니다(상법 제342조). 또한 자본시장법은 상법상의 규정에 불구하고 이사회 결의로 취득·처분 할 수 있도록 하고 있습니다(자본시장법 제165조의2). 이러한 법 취지를 감안할 때, 주주들의 총의를 묻는 방법으로 어떠한 사항이 더 강구되어야 하는 지 의문입니다.

---

3. 공개매수자의 주식등의 보유지분 및 거래내역  
II. 공개매수 대상회사에 관한 사항  
1. 공개매수 대상회사의 개황  
2. 대상 주식등의 거래상황  
3. 공개매수자와 공개매수 대상회사간의 거래  
III. 공개매수의 목적 및 장래계획  
IV. 공개매수의 조건  
V. 공개매수 응모방법과 공개매수사무취급에 관한 사항  
VI. 공개매수에 필요한 자금과 그 조성에 관한 사항  
VII. 공개매수자와의 사전협의 등에 관한 사항  
6) 서울고법 1997.5.13. 결정, 97라36 등

만약, 발제자께서 주장하시는 바가 일본에서 논의되는 바와 같이 일본법제상 기업들이 포이즌필을 도입할 때, 원칙은 이사회 결의이나 주주공동의 이익추구와 주주총의를 모으기 위해 정관에 포이즌필 도입 근거 등을 마련하자는 주장 이시라면, 현재 정갑윤 의원님께서 발의하신 상법개정안<sup>7)</sup>에서 신주인수선택권의 도입 및 발동에 대해 정관상 근거와 이사회 특별결의를 요건으로 하고 있으므로 발제자의 주장보다 더 강력한 법안이 발의되어 있다고 생각합니다.

## ⑥ 자기주식 관련 문제

자기주식 취득이 자본거래인지 손익거래인지에 대해서 학설상의 논의와 판례의 입장, 발제자의 견해는 무엇인지 발표문에서 충분히 밝혀주셨습니다.

자기주식에 대해 실무계의 관점에서 한 가지만 말씀드리고자 합니다. 법무부에서는 우리나라의 현행 M&A제도는 IMF 이후 적대적 M&A 공격수단에 대한 규제는 대폭 완화된 반면, 이에 상응하는 방어수단은 없어 공격과 방어수단이 균형을 이루지 못하고 있고, 이처럼 방어수단이 없는 우리나라의 기업들은 주로 자사주 취득을 적대적 M&A 방어수단으로 활용하고 있다<sup>8)</sup>고 하고 있습니다. 법무부에서 인식하고 있는 바와 같이 현실적으로 우리나라 기업, 특히 상장기업들이 사용할 수 있는 경영권 방어수단은 자기주식 밖에 없는 현실입니다. 그런데 이런 상황에서 자기주식 취득·처분을 자본거래로 보는 경우에는 경영권 방어법제의 심각한 불균형을 초래하게 됩니다. 발제자께서는 새로운 방어수단 도입 여부에 관한 논의는 제외하는 것으로 하셨으나, 경영권 방어수단으로 사용하기 위해 기업의 장기적인 투자에 사용되어야 할 자금이 불필요하게 소요되고, 기업의 건전한 성장을 가로막는 원인이 된다는 문제점을 감안할 때, 새로운 경영권방어수단 즉, 차등의결권제도나 포이즌 필 제도의 도입이 필요하다고 생각합니다.

7) 상법 일부 개정 법률안(의안번호 16309)

8) 법무부, "신주인수선택권 도입 배경 및 내용 Q&A", 2011. 3-4면. 2011년 신주인수선택권 제도 도입 법안 제출 이후 법무부의 입장이 어떻게 변경되었는 지 여부는 고려하지 않았음.

### 3. 결 어

경영권 방어수단 사용의 정당성 판단 여부에 대한 법원의 심사기준 정립 등에 관한 발제자의 주장에 대해서는 일면 동의하고 반론도 있으나, 주요국에서 정립되고 있는 심사기준은 기본적으로 다양한 경영권 방어수단이 확충되어 있었고, 많은 분쟁이 발생해왔던 과정에서 정립된 것으로 판단됩니다. 다른 여러 쟁점들에 대해서는 앞서 말씀드린 바와 같습니다.

추가적으로 경영권 방어수단의 보완 필요성을 말씀드리며 토론을 마치겠습니다. 우리나라의 경영권 경쟁 법제의 불균형성에 대해서는 이미 학계나 정부당국에서도 충분히 인식하고 있는 것으로 판단됩니다. 다만, 새로운 제도를 도입할 경우에 대한 남용가능성 등의 문제와 우리나라 기업들의 낙후된 지배구조 문제를 들어 매번 경영권 방어수단의 도입이 무산되고 있습니다. 그러나 기본적으로 제도는 균형을 맞추도록 설계되어야 하고, 그 다음에 남용가능성을 차단할 수 있는 장치를 마련하는 것이 타당하다고 생각합니다. 이제는 학계나 정부당국에서도 우리나라의 경영권 경쟁 법제가 균형을 이룰 수 있도록 본격적인 논의와 결과물이 도출되어야 할 때라고 생각합니다.



[토론문2]

## 삼성물산-엘리엇 분쟁을 중심으로 본 경영권분쟁 관련제도 개선방향 토론문

정 준 우

(인하대 법학전문대학원 교수)

### I. 서설

- 최근에 국민적 관심을 촉발하였던 삼성물산과 제일모직의 합병이 성사되었는데, 이 과정에서 삼성물산은 자사주 899만주를 우호세력인 KCC에 매각하였다. 이에 미국계 헤지펀드인 엘리엇 매니지먼트가 법원에 주주총회의 소집과 결의 그리고 자사주의 매각에 관한 가처분을 신청하였고, 국민연금 등의 기관투자자와 일반주주들을 대상으로 삼성측과 위임장 경쟁을 벌였다.
- 이번의 합병은 과거 국민은행과 주택은행의 합병<sup>1)</sup>처럼 다양한 법적 쟁점을 부각시켰는데, 이는 향후로도 지속될 전망이다. 이런 상황 하에서 발표자께서 이번 합병과 관련하여 제기된 쟁점사항들을 심층적으로 분석하며 경영권 방어문제까지 검토한 것은 매우 시의적절하다고 판단된다. 따라서 이하에서는 쟁점사항별로 발표자의 논지를 살펴보며 토론을 하고자 한다.

### II. 쟁점사항의 검토

#### 1. 합병비율의 공정성 여부

- 이번 합병과 관련하여 엘리엇이 가처분을 신청한 가장 주된 이유는 합병비율의 부당성이었다.<sup>2)</sup> 즉 삼성물산의 주식가치가 저평가되었고, 총수일가의 그룹지배력 강화를 위해 의도적으로 삼성물산의 주가를 낮게 만들었다는 의혹을 제기하였다. 그러나 법원은 당사회사가 자본시장법에 따라 합병가액을 산정하고 그에 기초하여 합병비율을 정하였다면, 합병가액의 산정기준이 된 주가가 동법상의 시세조종행위나 부정거래행위 등에 의해 형성된 것이라는 특별한 사정이 없는 이상 그 합병비율이 현저히 불공정하다고 볼 수 없다고 판단하였다.
- 합병비율의 전제가 되는 합병가액의 산정에 관하여 자본시장법은 주가를 기준으로 규제하고 있다. 즉 합병을 위한 이사회 결의일과 합병계약을 체결한 날 중 앞서는 날의 전일을 기산일로 하여 ① 최근 1개월간의 평균종가, ② 최근 1주일간의 평균종가, ③ 최근일의 종가를 산술평균한 가액을 기준으로 100분의 10의 범위에서 할인 또는 할증한 가액을 합병가액으로 한

1) 국민은행과 주택은행의 합병에서는 주주총회와 관련해서만 약 11가지의 법적 쟁점이 논의되었다. 자세한 내용은 대법원 2005다22701, 22718 판결 참조.

2) 서울중앙지방법원 2015카합80582 참조.

다(동법 시행령 176조의5 1항 1호 1문). 이 경우 각각의 종가는 증권시장에서 성립된 최종가격을 말하고, ①과 ②의 평균종가는 종가를 거래량으로 가중산술평균하여 산정한다(동법 시행령 176조의5 1항 1호 2문). 다만 이에 의해 가격을 산정할 수 없는 경우에는 자산가치와 수익가치를 가중산술평균한 가액을 합병가액으로 한다(동법 시행령 176조의5 1항 2문).

- 이번 합병에서 당사회사는 자본시장법에 따라서 합병비율을 산정하였으므로 법적으로는 전혀 문제가 없다. 그런데 과연 자본시장법상의 합병가액 산정기준이 합리적인지는 의문이다. 동법이 산정기준으로 삼고 있는 주가는 매우 다양한 요인에 의해 영향을 받기 때문에 기업의 정확한 가치를 반영하고 있다고 보기 어렵기 때문이다. 이와 관련하여 발표자께서도 동일한 문제를 지적하면서 주가산정기간을 늘리고 순자산의 비중도 함께 고려하는 방향으로 개선해야 한다고 주장하고 있는데, 산정기준의 개선 필요성에 대해서는 전적으로 동의한다.

☞ [질문 1] : 주가산정기간을 늘리고 순자산만 가산하면 합병비율의 공정성이 확보될 수 있는 것인지? 아니면 그 외에 또 어떠한 사항을 고려할 수 있는지?

## 2. 자기주식 처분의 적절성 여부

- 이번 합병에서 삼성물산은 자기주식 899만주를 주주확정기준일에 우호세력인 KCC에게 매각하였고, 이에 대해 엘리엇은 삼성물산이 자사주의 매각을 통해 의도적으로 주주들의 의결권과 그들에게 귀속될 가치를 희석시켰다고 주장하면서 법원에 자기주식처분금지신청을 하였다. 그런데 법원은 기존의 다수 하급심처럼 자기주식의 처분결정은 이사회가 할 수 있는 것으로 판단하였다. 이와 관련하여 발표자께서는 “자기주식 처분의 경제적 실질은 신주발행과 마찬가지로, 만약 이를 이사회가 할 수 있도록 하면 경영권 분쟁 와중에 경영권 방어에 관한 의사결정 및 권한행사에 관한 힘을 이사회(또는 이사회를 장악한 지배주주)에게 주는 결과가 된다는 지적에는 상당한 일리가 있다” 고 주장하고 있다.

- 원래 자기주식의 취득·처분에 대해서는 내포된 위험성을 이유로 규제해야 한다는 비판이 많았고, 이에 상법도 그동안 엄격히 규제해 왔다. 그런데 경영진의 입장에서 자기주식의 취득·처분은 ① 발행주식수의 조절을 통해 주가를 안정적으로 관리할 수 있고,<sup>3)</sup> ② 우호주주를 확보하여 경영권을 보전할 수 있으며,<sup>4)</sup> ③ 취득공시를 통해 저평가된 주식에 대한 투자를 유인하여 주가를 상승시키고 기업에 대한 신뢰를 제고할 수 있고,<sup>5)</sup> ④ 적대적 M&A가 행해질 경우에 사실상 경영권 방어수단으로 활용할 수 있다.<sup>6)</sup> 그리하여 기업실무에서는 자기주식의 취득·처분을 중요한 재무관리전략의 하나로서 운영해 왔고,<sup>7)</sup> 개정상법도 규제내용을 크게 완화하였다. 그

3) 비록 강력한 비판을 받았지만 (구)증권거래법과 자본시장법이 상장법인으로 하여금 배당가능이익의 범위 내에서 자유롭게 자기주식을 취득할 수 있도록 허용하고 있는 주된 이유 중의 하나이다.

4) 김원기, “자기주식취득규제의 완화론에 대한 일고찰”, 「상사법학」 제1집(1994), 187면; 송호신, “자기주식취득의 규제”, 「한양법학」 제16집(한양법학회, 2004), 139면.

5) 자기주식의 취득 및 처분에 관한 공시가 시장과 주주들에게 미치는 영향에 대한 자세한 내용은 설원식/김수정, “자기주식 취득 및 처분 공시가 주주의 부에 미치는 영향”, 「재무관리연구」 제22권 제1호(한국재무관리학회, 2005), 37-69면 참조.

6) 자기주식의 취득동기에 대해서는 이 외에도 주당 순이익의 증가, 자본구조의 변화, 배당금액의 절감, 잉여현금의 지급, 주가에 대한 시장공지, 방해주주의 축출 등의 6가지를 제시하는 견해도 있다(유영중, “자사주매입의 효과에 관한 연구”, 「한국전통상학연구」 제14집 제22호(한국전통상학회, 2000), 108-109면).

7) 기업실무에서 자기주식을 취득하려는 동기에 대한 법경제학적 분석에 대해서는 김광록/윤성민, “기업의 자기

런데 자기주식의 취득·처분에 관한 개정상법의 규제완화는 몇 가지 문제점을 내포하고 있어 합리적인 해석과 입법적 보완이 필요한데,<sup>8)</sup> 이번 합병에서는 다음의 2가지가 문제된다.

- 첫째, 자기주식 처분의 법적 성격이다. 즉 자기주식의 처분이 개인법적 거래인가 아니면 단체법적 거래인가 하는 문제인데, 판례는 이를 개인법적 거래로 보고 있다.<sup>9)</sup> 이에 더하여 개정상법은 자기주식의 취득과 달리 처분에 대해서는 아무런 제한을 가하고 있지 않다. 따라서 상법상 이사회는 자기주식의 처분 여부와 방법 등을 자유로이 정할 수 있는데, 처분주식을 누가 취득하느냐에 따라 기존의 기업지배구조에 중대한 변화를 초래할 수 있다. 그러므로 예외적으로 자기주식의 취득을 넓게 허용하려면 그 처분에 있어서도 일정한 법적 규제를 가하여 불공평한 문제가 발생되지 않도록 해야 한다. 이 점 입법적 보완이 요망된다.
  - 둘째, 자기주식 처분에서의 공정성 확보이다. 자기주식의 취득·처분에 관계된 경제적인 피해와 오남용의 위험성을 고려하면 처분에 있어서도 가격결정의 공정성과 상대방 선택의 공정성이 확보되어야 하는데, 이 중 특히 중요한 것은 상대방 선택의 공정성이다. 가격결정의 불공정성은 자본충실의 원칙에 반하므로 이사의 책임을 물을 수 있지만, 상대방 선택에서의 불공정성은 처분주식의 취득주체가 누구이냐에 따라 기존의 기업지배구조에 중대한 변화를 초래할 수 있음에도 불구하고 이사의 책임을 추궁할 수 없기 때문이다. 따라서 자기주식의 처분에 있어서도 모든 주주에게 공평한 매수의 기회를 부여하여 주식평등의 원칙을 준수하도록 제도를 보완해야 한다.<sup>10)</sup> 참고로 독일과 일본의 경우에는 이에 관한 규정을 두고 있다.<sup>11)</sup>
- ☞ [질문 2] : 자기주식의 처분에 관한 규제에 대해서는 발표자의 의견이 분명하지 않은 것 같은데, 어떻게 생각하고 계신지 의견을 듣고 싶다.

### 3. 유지청구권의 선택적 행사 여부

- 이번 합병과 관련하여 엘리엇은 상법 제402조상의 유지청구권을 행사하였는데, 이에 대해 법원은 상법 제542조의2 제2항과 제542조의6 제5항에 근거하여 상장법인인 삼성물산에 대해서는 특례조항만 적용된다고 판단하였다. 즉 올해 2월부터 주식을 매집한 엘리엇은 특례조항의 보유기간 6개월을 충족하지 못하였으므로 유지청구권을 행사할 수 없다는 것이다. 이와 관련하여 발표자께서는 일반조항과 특례조항이 함께 문제되는 경우에는 구체적인 사안별로 달리 취

주식 취득제한과 취득동기에 관한 법경제학적 고찰”, 「기업법연구」 제19권 제1호(한국기업법학회, 2005), 138-153면 참조.

8) 이에 관한 자세한 내용은 정준우, “2011년 개정상법상 자기주식의 취득·처분과 그 규제”, 「한양법학」 제23권 제2집(한양법학회, 2012), 241-265면 참조.

9) 대법원 79누370 판결(회사가 자기주식을 취득하는 것은 상법 제341조상의 특별한 경우에 한하는 것이지만, 자기주식도 다른 유가증권과 마찬가지로 양도성 있는 자산임이 분명하므로, 그 처분도 다른 유동자산의 처분에 있어서와 같이, 그 취득과 양도를 1개의 거래로 간주하여, 그 취득가액과 양도가액의 차액을 유가증권매각 손익으로 처리하는 것이 상당하다고 보여지며, 자기주식을 처분할 때 생기는 주식의 액면가액과 양도가액의 차액은 상법 제459조가 규정한 합병잉여금과는 그 성질이 달라 자본준비금으로 적립하여야 하는 것도 아니므로, 원심이 자기주식 처분을 자본거래로 보지 않고 과세처분의 대상이 되는 손익거래로 본 것은 정당하다).

10) 이와 관련하여 박영선의원을 비롯한 11명의 의원이 발의한 자기주식의 처분규제에 관한 상법개정안이 현재 국회 법사위에서 심사 중에 있다(의안번호 제16300호).

11) 즉 독일은 법정절차에 따르지 않는 자기주식의 취득과 처분은 모두 주식평등의 원칙에 따르도록 규정하고 있고(AktG §71 Abs. 1 Nr. 8), 일본은 자기주식의 처분을 신주발행과 동일한 절차에 의하도록 규정하며(회사법 199조 이하), 위법·불공정한 자기주식처분의 무효를 다투는 형성의 소를 인정하고 있다(회사법 828조 1항 3호).

급해야 한다고 하면서 소수주주권 행사의 활성화가 그 입법취지이므로 유지청구권에 관한 일반조항인 제402조의 요건을 충족할 경우에는 그 행사가 가능하다고 보는 것이 타당하다고 주장하고 있다. 다음과 같은 이유에서 발표자의 의견에 찬동한다.

- 상법은 유지청구권의 행사요건으로서 일반규정인 제402조에서는 발행주식총수의 100분의 1 이상이라는 지분요건만 규정하고 있고, 특례규정인 제542조의6 제5항에서는 발행주식총수의 10만분의 25 이상의 주식을 6개월 이상 보유한 자라고 규정하고 있으며, 제542조의2 제2항은 특례규정의 우선적용에 관하여 규정하고 있다. 그런데 이에 대해서는 배타적 적용설<sup>12)</sup>과 선택적 적용설<sup>13)</sup>이 대립하고 있고, 판례의 경우 아직 확정된 대법원 판례는 없지만 서로 상반된 입장을 취한 하급심 판결이 있다. 즉 이사직무집행정지가처분에 관한 사건<sup>14)</sup>과 주주제안에 관한 사건<sup>15)</sup>에서는 특례규정의 배타적 적용을 인정하였고, 주주총회소집청구권에 관한 사건<sup>16)</sup>에서는 일반규정과 특례규정의 선택적 적용을 인정하였다.
- 생각건대 과거에 상법상의 일반요건은 구비하였지만 증권거래법상의 특례요건을 구비하지 못한 상장법인의 소수주주가 임시주주총회의 소집을 청구한 사건에서 대법원은 “특례규정은 상장법인에서의 소수주주권 행사를 용이하게 하기 위한 것이므로 증권거래법상의 주식보유기간에 관한 요건을 구비하지 못하였다더라도 상법상의 지분요건을 구비한 이상 주주총회의 소집을 청구할 수 있다”고 판시하였다.<sup>17)</sup> 그리고 재무관리에 관한 상장법인 특례규정에 있어서 “적용하지 아니한다”라고 규정하고 있는 자본시장법과 달리 상법은 “우선하여 적용한다”라고 규정하고 있고, 상법상의 소수주주권의 경우에는 주주권 행사의 활성화와 소수주주의 보호 및 최대주주의 영향력 억제가 주된 입법취지이다. 이런 점들을 종합적으로 고려할 때 특례규정의 적용범위에 관한 제542조의2 제2항은 제13절상의 규정들이 일반규정의 적용을 무조건적으로 배제한다는 것을 규정한 것이 아니라, 각 규정의 특성에 맞게 때로는 배타적으로 때로는 선택적으로 적용될 수 있음을 규정한 것으로 보아야 하고, 특히 소수주주권의 경우에는 입법취지를 고려하여 당연히 선택적 적용이 가능한 것으로 해석해야 한다.<sup>18)</sup>

12) 구체적으로 ① 상법 제542조의2 제2항은 증권거래법상의 특례규정에 관한 그동안의 논란을 종식시키고 상장법인 특례규정의 배타적인 적용을 명문화하기 위하여 둔 것이라는 견해(김교창, “상장회사의 특례에 관한 2009년 개정상법의 논점”, 「인권과 정의」 제396호(대한변호사협회, 2009), 62-63면, 69면), ② 상장법인에 대해서는 제13절의 규정이 우선 적용되고 이 규정에 저촉되지 않는 한 일반규정이 상장법인에도 적용된다고 보아야 하므로 결국 특례규정에 저촉되는 일반규정은 상장법인에 적용될 수 없다는 견해(정찬형, “2009년 개정상법중 상장회사에 대한 특례규정에 관한 의견”, 「상사법연구」 제28권 제1호(한국상사법학회, 2009), 271면, 274면)가 있다.

13) 상법상의 일반규정은 지분요건만을 규정하고 있지만 특례규정은 주식이 대중에 분산된 상장법인의 특성을 고려하여 지분요건을 완화하되 그 결과에 따른 남용을 방지하기 위하여 6개월간의 주식보유기간요건을 설정한 것이므로 양자는 양자택일적 경합관계에 있다면서 선택적 적용을 주장한다(이철승, 전거서, 12-13면; 임재연, “상장회사 주주의 소수주주권 행사 요건-서울중앙지방법원 2010카합3874 결정에 관하여-”, 대한변협신문, 제340호, 2011. 2. 21, 8면).

14) 서울중앙지방법원 2010카합3874 결정.

15) 인천지방법원 2010카합159 결정.

16) 서울고등법원 2011라123 결정.

17) 대법원 2003다41715 판결.

18) 정준우, “개정상법상 상장법인 특례규정의 적용과 그 한계”, 「한양법학」 제22권 제4집(한양법학회, 2011), 415-416면.

#### 4. 자기거래의 규제강화 여부

- 개정상법 제398조는 자기거래의 제한을 받는 주체를 기존의 이사에서 ① 이사와 주요주주, ② 이사주요주주의 배우자 및 직계존비속, ③ 이사주요주주의 배우자의 직계존비속, ④ ① 내지 ③까지의 자가 단독 또는 공동으로 의결권 있는 발행주식총수의 100분의 50 이상을 가진 회사 및 그 자회사, ⑤ ① 내지 ③까지의 자가 ④에 해당하는 회사와 합하여 의결권 있는 발행주식총수의 100분의 50 이상을 가진 회사로 크게 확대하였다.
  
  - 이와 관련하여 발표자께서는 “삼성물산에서 그룹경영권 후계자 Y 등은 지분은 적지만 중요 경영사항에 대하여 사실상의 영향력을 행사하는 주요주주이고, 공시서류에 의하면 후계자 Y 및 그의 특수관계인이 52.24%의 제일모직 주식을 소유하고 있다. 그렇지만 제398조가 50% 지분을 산정함에 있어서 이사와 주요주주 및 이들의 직계존비속과 배우자 및 배우자의 직계존비속에 한정하고 있어 사실상 규제의 운신폭을 매우 좁혀 놓았다고 주장하고 있다. 그리고 순환출자로 얽힌 우리나라의 대기업 현실에서는 각종의 불분명한 자기거래를 사전에 규제할 필요가 있으므로 규제내용을 개선해야 한다면서 그 방법으로 동조에 제6호를 신설하여 「제1호부터 제5호까지의 자가 주요주주인 대규모기업집단 내의 계열회사」를 추가할 것과 제398조의 위반시 그 주체인 주요주주의 민사적 책임에 관한 규정을 두어야 한다” 고 주장하고 있다.
  
  - 생각건대 이사 등의 자기거래가 가져올 수 있는 위험성 등을 고려할 때 이는 엄격히 규제할 필요가 있다. 이에 개정상법이 이사회 의 승인요건을 가중하고 공정성 요건까지 추가하였다. 그럼에도 불구하고 이번 합병에서처럼 적용이 쉽지 않은 측면이 있으므로 좀 더 실효적인 적용 방법을 강구할 필요가 있다. 그렇지만 이 과정에서는 소유와 경영의 집중화가 심화되어 있고, 기업의 수평적·수직적 계열화가 일반화되어 있는 우리나라의 기업의 소유 및 지배구조상의 특성을 고려하여 좀 더 신중하게 접근할 필요가 있다.
- ☞ [질문 3] : 이 점에 대한 발표자의 의견은 어떠하신지?

#### 5. 경영권 방어를 위한 제도개선의 필요성 여부

- 이번 합병에서의 분쟁과 관련하여 경영권 방어의 필요성 여부에 대한 사회적 논란이 가중되었다. 그런데 발표자께서 말씀하신 것처럼 대규모 상장법인에서의 적대적 M&A가 행해질 때 방어권을 누구에게 허용할 것인지는 매우 어렵고 중요한 문제이다. 따라서 이 문제는 보다 신중하고 다각적인 접근이 필요하다. 이와 관련하여 발표자께서는 ① 지배주주에게 별도로 포괄적인 의미의 충실의무를 부과하고 관련조항을 확충할 필요가 있고, ② 경영권 공격자가 실시하는 공개매수과정이나 지배주주가 추진하는 합병 등의 과정에 주주의 의사가 더욱 반영될 수 있는 시스템 구축이 필요하다면서 기업가치를 훼손하는지 여부를 판단하기 위하여 주주들에게 수시로 정보를 공유하고 합병 등에 있어서는 단계별로 주주들의 충의를 묻는 방법, 즉 주주들의 의사에 의하여 작동되는 방어수단을 도입해야 한다고 주장하고 있다. 생각건대 이 문제에 있어서는 다음의 2가지 사항을 먼저 신중하게 고려해야 한다.
  
- 첫째, 과연 경영권의 방어가 필요한가 하는 점이다. 이번 합병에 있어서는 삼성물산의 소액주주들이 현 경영진의 손을 들어주었고, 이로 인해 무사히 합병이 성사되었다. 그런데 이러한 소

액주주들의 적극적인 집단행동에는 그 원인이 있다. 론스타에 의한 국부유출의 논란, 상하이자동차에 의한 쌍용자동차의 핵심기술 유출, 소비린에 의한 SK의 경영권 분쟁 그리고 엘리엇이 과거에 미국 GM의 공장 29곳 중 6개를 제외하고는 모두 인건비가 싼 중국으로 생산거점을 옮김으로써 미국 내 일자리 3만 5천개가 사라지게 된 점 등이 부각되었기 때문이다. 이런 점을 고려할 때 경영권 방어의 필요성은 분명히 존재한다. 그렇지만 경영권 방어를 위한 방안을 강구할 때에는 그것이 가져올 파장과 국민경제적 영향 등을 종합적으로 고려하여야 한다. 현재 이와 관련하여 차등의결권주식과 복수의결권주식의 도입 및 신주인수선택권제도의 도입 등이 논의되고 있고, 일부는 개정안으로 상정되어 있다. 그렇지만 이에 대해서는 다양한 반론이 전 개되고 있으므로 보다 신중하고 종합적인 연구검토를 거쳐 판단할 필요가 있다.<sup>19)</sup>

- 둘째, 무엇을 위한 경영권 방어인가 하는 점이다. 우리나라의 경우에는 대부분의 상장법인에서도 주인의식을 갖고 있는 강력한 지배그룹이 존재하고, 이들이 자신들의 지분과 계열회사 등을 통한 내부지분을 통해 강력한 지배력을 행사하고 있다. 따라서 발표자께서 지적하신 것처럼 우리나라의 대기업은 적대적 M&A가 쉽지 않은 구조를 갖고 있고, 그리하여 대부분의 경우 우호적인 M&A가 많았다. 그렇지만 많지는 않지만 때때로 적대적 M&A가 시도되었고, 그로 인해 국민경제적으로 문제된 사안도 꽤 있다. 그런 점에서 위에서 경영권 방어가 필요하다고 한 것이다. 그런데 우리나라의 경우 소유와 경영의 집중화가 심화되어 있어 자칫하면 이 문제가 특정한 지배그룹의 경영권을 영속화시키는 방패막으로 사용될 수 있는 위험성이 있는데, 과연 이를 전제로 경영권 방어를 논하는 것인지는 의문이다. 생각건대 경영권 방어는 국민경제적 입장에서 국내 자본시장의 건전성과 연계하여 고려해야 한다고 본다. 그래야만 동 제도가 도입되더라도 국민적 저항 없이 기업실무에 정착시킬 수 있기 때문이다.

☞ [질문 4] : ① 지배주주의 충실의무를 인정할 필요가 있다는 점에 대해서는 기본적으로 동의한다. 그런데 이를 위해서는 먼저 지배주주의 개념을 명확히 해야 하고, 충실의무의 적용 범위에 대한 보다 구체적인 방안이 필요하다. 발표자께서 생각하고 있는 방안은 무엇인지?  
 ② 합병 등에 있어서 단계별로 주주의 충의를 묻는 방법이 필요하다고 하였는데, 과연 실무적으로 실현가능할지 의문이다. 이 점에 대한 발표자께서 생각은 어떠하신지?

## 6. 주식매수청구권의 보완 필요성 여부

- 이번 합병과 관련하여 2015년 7월 17일에 합병안이 당사회사의 주주총회에서 승인되자, 엘리엇은 합병반대주주로서 8월 초에 주식매수청구권을 행사하였다. 즉 엘리엇은 보유지분 7.13% 중 4.95%의 지분에 대해 삼성물산 측에 주식매수청구권을 행사하였다.

- 상법상 합병에 관한 이사회 결의가 있는 때에 반대하는 주주는 주주총회 전에 회사에 대하

19) 경영권 방어를 비롯하여 이번에 논의되는 사항들에 대한 입법적 보완에 있어서는 당해 규정만이 아니라 다른 규정과의 연계선상에서 발생할 수 있는 문제점과 다른 특별법령 등을 종합적으로 고려해야 한다. 그동안 개정 에 신중하지 못하여 파생된 문제가 많았기 때문이다. 예를 들어 위원회의 결의사항에 대해 이사회가 번복·변경 결의를 할 수 있도록 하면서 감사위원회에서 발생할 수 있는 위험성을 고려하지 않았는데, 이로 인해 감사위원회 기능이 위축되었음에도 불구하고 이 부분이 개정되는데 무려 10년이란 시간이 흘렀다. 그리고 최근에는 주주총회의 의결정족수에 관한 제371조 제2항을 개정하면서 감사의 선임에 있어서 3%를 초과하는 주식을 출석한 주주의 의결권수에 산입하지 않음으로 인해 대주주의 수가 많거나 대주주의 지분율이 높은 회사에서 는 감사의 선임 그 자체가 어렵게 되는 문제가 내포되어 있기 때문이다.

여 서면으로 반대의사를 통지한 경우 그 총회의 결의일부터 20일 이내에 주식의 종류와 수를 기재한 서면으로 회사에 대하여 자기가 소유하고 있는 주식의 매수를 청구할 수 있는데(동법 522조의3 1항), 이 경우 회사는 2개월 이내에 당해 주식을 매수해야 한다(동법 530조→374조의 2 2항). 그리고 이와 관련하여 자본시장법은 제165조의5에서 상장법인 특례를 규정하고 있다. 그렇지만 양자간에는 ① 매수기간의 차이(상법은 2개월, 자본시장법은 1개월), ② 매수가격의 결정절차상의 차이(상법은 [당사자간의 협의→법원에 매수가격의 결정 청구]라는 2단계의 절차를, 자본시장법은 [당사자간의 협의→대통령령으로 정한 방법에 의해 산정된 가액→법원에 매수가격의 결정 청구]라는 3단계의 절차를 규정하고 있음)밖에 없다.

- 생각건대 주식매수청구권에 관한 규정을 상장법인과 비상장법인으로 나누어 상법과 자본시장법에서 별도로 규정할 이유가 있는지에 대한 근본적인 검토가 필요하다. 사건으로는 주식매수청구권에 관련된 규정은 모두 상법으로 일원화 하여 일반규정과 특례규정으로 처리하는 것이 가장 바람직하다고 본다. 그리고 일원화 하는 과정에서는 ① 상장법인에서의 매매가격 결정절차를 현재의 3단계에서 2단계로 축소해야 한다. 매매가격의 결정에 있어서 당사자간에 협의가 성립되지 않으면 곧바로 각 당사자가 법원에 매수가격의 결정을 청구할 수 있도록 하는 것이 일반사법의 처리원칙에 부합하고, 법정가격에 사실상의 강제력을 부여하는 것은 법리적으로 타당하지 않으며, 헌법에 보장된 공정하고 신속한 재판을 받을 권리를 침해할 위험성이 있기 때문이다.<sup>20)</sup> ② 주주의 반대의사의 표시나 주식매수의 청구는 서면만이 아니라 전자문서로도 할 수 있도록 허용해야 한다. 다만 이 경우에 필요한 주주의 동일성 확인절차에 대해서는 전자투표에 관한 상법 제368조의4 제3항과 동법 시행령 제13조 제1항을 준용해야 한다.<sup>21)</sup>

☞ [질문 5] : 주식매수청구권에 관한 자본시장법상 규정의 상법으로의 일원화와 2단계 구조로의 축소에 관하여 발표자께서는 어떻게 생각하시는지?

20) 과거에 증권거래법은 제191조 제3항에서 “당해 법인이나 매수를 청구하는 주식수의 100분의 30 이상이 그 매수가격에 반대하는 경우에는 금융위원회가 그 매수가격을 조정할 수 있고, 매수가격조정신청은 매수종료일의 10일전까지 하여야 한다” 고 규정하고 있었다. 그런데 이 규정은 ① 법인은 곧바로 법원에 매수가격의 결정을 청구할 수 있도록 하면서 청구주주는 100분의 30 이상의 요건을 구비해야 법원에 청구할 수 있도록 하는 것은 매우 불공평할 뿐만 아니라 합리적인 이유도 없고, ② 금융위원회에 가격조정권한을 주는 것 역시 타당하지 않으며 오히려 헌법상의 재판청구권을 침해할 소지가 있었다(정준우, “반대주주의 주식매수청구권에 관한 고찰”, 「신세기 회사법의 전개(우전이병태교수화갑기념논문집)」, 1996, 341~343면). 그리하여 자본시장법은 일단 금융위원회의 조정가격제도를 폐지하였다.

21) 한국증권법학회, 「(개정판)자본시장법[주석서 I]」 (박영사, 2015), 870-871면.



## 제3세션

기업지배구조법제 형성에 관한 고찰  
-최근의 의원발의 법률안을 소재로 검토-

발표자 : 안수현 교수(한국외대)

토론자 : 이상복 원장(서강대)/ 김지평 변호사(김앤장)

사회자 : 박경서 원장(한국기업지배구조원)



# 기업지배구조법제 형성에 관한 고찰

- 최근의 의원발의 법률안<sup>1)</sup>을 소재로 검토 -

안 수 현

(한국외대 법학전문대학원 교수)

## [ 目 次 ]

- I. 서 론
- II. 기업지배구조 현황 : 이슈와 실태
- III. 입법부의 기업지배구조 진단과 처방 검토
- IV. 의원발의 법률안에 비추어본 기업지배구조법제 접근에 관한 몇 가지 제안 : 결론에 갈음하여

## I. 서 론

국내·외적으로 기업지배구조는 일의적으로 정의되어 있지 않은데다 그 내용도 매우 다양하게 전개되는 경향이 있다. 그럼에도 불구하고 지배구조론에서 공통적으로 추출되는 것은 회사는 (일반)주주의 이익을 보호하여야 한다는 것이다.<sup>2)</sup> 이러한 주주이익의 보호는 두 가지로 담보될 수 있다. (i) 하나는 회사의 업무를 집행하는 경영자의 행동을 통제함으로써 주주 전체의 이익을 보호하는 것이다. (ii) 다른 하나는 소수주주의 이익이 지배주주에게 이전되는 것을 방지하는 것이다. 이를 위한 방안을 마련함에 있어서는 대체로 회사법상의 주주의 권리를 중심으로 주주총회와 이사회 그리고 감사기구 등 기관 상호간의 권한 분배와 행사를 둘러싸고 논의되는 경향이 있다.

이처럼 회사법제를 중심으로 논의되는 배경은 무엇보다 기업의 행동규범을 정한다는 점에서 기업의 조직법인 회사법에 근거를 두는 것이 바람직하다고 보는 데서 기인한다. 다른 한편으로 이론적으로는 기업이 바람직한 행동을 하도록 법이 변화

1) 최근에 기업지배구조법제의 개정과 관련해서는 2013. 7.17 법무부가 정부안으로 입법예고한 바 있고 [법무부 공고 제2013-162호] 이에 대한 많은 논의가 공청회와 학계를 통해서 상당히 많이 심도있게 논의되고 연구결과도 축적된 바 있다(법무부가 마련한 상법개정안은 2차례의 공청회를 거친바 있다. 이에 관해서는 법무부, 기업지배구조 상법개정 공청회, 2013. 6.14(1차공청회) 자료집 참조. 2차공청회는 같은 해 9.10에 개최되었다.) 때문에 이 글에서는 최근에 이루어진 의원발의 법률안에 초점을 두어서 검토하고자 한다.

2) 지배구조론에서 주주이익보호를 위한 논거 역시 매우 다양하다. 예컨대 주주가치 극대화를 주장하는 논의가 있는 반면 회사와 주주의 이익을 함께 주장하기도 한다. 전자가 가장 범위를 협소하게 보는 입장이라고 할 수 있다.

시킬 수 있다고 보기 때문이다.<sup>3)</sup> 그 외에 기업의 국제경쟁력을 높이기 위해서는 인프라차원에서 회사지배구조법제를 개선하는 것이 필요하다는 인식과 또 다른 한편에서는 주주와 투자자보호체계를 확립하여야만 자본시장과 투자를 활성화시킬 수 있다는 기대 그리고 국제적인 요구나 기준<sup>4)</sup>들도 이에 영향을 미치고 있다.

그런데 법을 통해 행동을 변화시킨다는 것은 규제기법에 비유하자면 ‘공적 규제’에 해당한다. 특히 법률에 근거를 두는 경우 금지되는 행위의 억지적 효과는 매우 크다. 반면, 규제에는 규제비용이 여하간 발생<sup>5)</sup>하게 된다. 또 법률에 근거할 경우 내용은 특히 경직적이라는 단점이 있다. 이러한 단점을 극복하고자 각국에서는 다양한 해소방안을 모색하고 있는데, 예컨대 최근 미국에서는 회사지배구조관련 규제를 신설시 비용과 편익효과에 관한 경제적 분석결과를 제시하도록 하는 움직임<sup>6)</sup>이 있다. 한편으로 법률에 근거를 두는 것을 경성규범(hard law)이라고 한다면 그와는 다른 자율적인 연성규범(soft law)을 함께 활용하기도 한다.

이하에서는 국내 기업 지배구조의 개선방안을 모색함에 있어서 어디까지 경성규범에서 규율하는 것이 바람직한지<sup>7)</sup> 그리고 실제 어떻게 이루어지는지, 아울러 어떠한 내용을 두는 것이 바람직한지에 대하여 초점을 맞추어 현행 지배구조법제의 형성에 상당한 영향을 미치는 의원발의 법률안을 소재로 고찰해 보기로 한다.

이를 위하여 이하 II.에서는 국내 기업지배구조의 현황을 살펴보고, III.에서는 입법부에서 현재 기업지배구조의 현안에 대하여 진단한 내용과 처방을 개괄적으로 살펴본 뒤 이들 처방의 효과를 비교 및 대안을 모색하기로 한다. 마지막으로 IV.에

3) 적어도 법제도가 기업지배구조와 자본시장발달에 영향을 미쳤다는 것이 유력한 학설이다. John C. Coffee Jr., *The Rise of Dispersed Ownership: The Roles of Law and the State in the Separation of Ownership and Control*, 111 *Yale Law Journal* 1 (2001).

4) 대표적으로 2004년에 개정된 OECD 기업지배구조원칙을 들 수 있다.

5) 규제하는 기관과 규제수범자 쌍방 모두 비용이 발생하게 된다.

6) 미국의 경우 회사지배구조에 관해서는 각 주의 회사법이 규율하지만, 연방차원에서 증권법에 기초하여 규제하는 부분이 있고, 증권감독기구인 SEC에 의해서 규율, 집행되고 있다. 그런데 최근 SEC가 제정한 회사지배구조에 관련한 규칙들 일부에 대하여 비용·효과 분석이 충분하지 않다는 이유로 법원에서 무효가 되는 사례들이 늘어나면서 법규범에 의한 지배구조에 대한 개입에 제동을 거는 움직임이 없지 않다. 대표적인 예로 주주의 이사회보추천을 용이하게 하기 위하여 위임장에 주주가 추천하는 이사회보추천에 대해 기재하도록 하는 내용의 proxy access rule의 제정(Rule 14a-11)에 대하여 비용·효과 분석이 충분하지 않다는 이유로 법원은 무효라고 판결하였다. *Business Roundtable v. SEC*, 647 F. 3d 1144, 1150(D.C. Cir. 2011)

이에 관해서는 GAO, *Dodd-Frank Act Regulations Implementation Could Benefit from Additional Analyses and Coordination*, Nov. 11, 2001; SEC, *Follow-Up Review of Cost-Benefit Analyses in Selected SEC Dodd-Frank Act Rulemakings*, Report No. 499, Jan. 27, 2012.

7) 이러한 접근방식을 소재로 한 대표적인 연구로는 Eddy Wymeersch, *How Can Corporate Governance Codes Be Implemented?*, in : Guido Ferrarini & Eddy Wymeersch (ed.), *Investor Protection in Europe: Corporate Law Making, the MiFID and Beyond* (2006), at 143.

서는 기업지배구조법제 접근에 관한 몇가지 제안을 하는 것으로 결론에 갈음하기로 한다.

## II. 기업지배구조 현황 : 이슈와 실태

### 1. 최근의 기업지배구조 이슈와 회사법적 과제

최근 기업지배구조 이슈로 대두된 것으로 대표적인 것을 꼽아보면 경영권 승계<sup>8)</sup>와 경영권 방어를 들 수 있다. 두 이슈 모두 회사법상 다양한 논점들을 제기할 것으로 예상되지만 이와 관련된 구체적인 내용을 일일이 논의하는 것은 지면관계상 생략하고 두 가지 특기할 만한 것만 언급하고 넘어가기로 한다.

우선, 두 이슈 모두 자기주식 취득과 처분관련 회사법상의 논의를 촉발시키고 있다는 점이다. 2012년 상법개정으로 자기주식의 취득이 원칙적으로 허용·확대되면서 향후 더 관심이 커질 전망이다. 즉 확대허용된 자기주식취득분의 처분을 통해 소수주주의 의결권 지분을 용이하게 희석시킬 수 있다는 우려가 크기 때문이다.<sup>9)</sup> 이러한 문제는 단일회사를 기준으로 하는 경우에도 문제가 되지만, 우리나라와 같이 기업집단체제를 이루고 있는데다 기업집단 전체의 의사결정을 지배하는 지배주주가 존재하고 더구나 지배주주의 지분율이 크지 않은 상태에서 계열회사간 순환출자를 통해 지배력을 공고히 해 온 상황에서 주식가치 극대화 및 제고라는 외관하에 자기주식 취득과 처분이 지분을 유지에 적극적으로 이용될 가능성이 클 것으로 전망된다.

8) 경영권 승계를 바라보는 시각은 다양하다. 이 중 경영권승계가 사회적으로 효율성을 해치는 방향으로 작용할 가능성이 더 크다는 견해로 우선, 송옥렬, “기업 경영권 승계의 사회적 효율성”, BFL 제19호, 금융법센터, 2006.9, 75면~76면. 참조. 이에 의하면 우리나라의 지배주주가 누리는 사적 이익이 아직은 매우 높은 상황에서 경영권 승계가 사회적으로 바람직한 수준에 이루어질 것이라는 보장이 없고, 오히려 반대의 가능성이 더 크다고 평가하고 있다.

9) 삼성물산 합병사례에서 삼성물산이 사전에 KCC에 처분한 자기주식을 돌려싸고 엘리엇은 법원에 KCC가 취득한 주식의 의결권행사금지처분을 신청하였으나 제1심과 항고심 모두 엘리엇의 신청을 기각한 바 있다(서울고등법원 2015.7.16.자 2015라20503결정). 항고심결정의 배경에는 자기주식의 처분은 자본금 증가를 가져오지 않고 기존 주주의 지분율이 변화하지 않는다고 보고 있다. 즉 신주발행과 다르다고 보고 있는 것이다. 그러나 기존 하급심판례에서는 자기주식의 처분을 신주발행과 유사하다고 보아 신주발행무효의 법리에 따라 자기주식처분을 무효로 판단한 사례도 있고(서울서부지방법원 2006.3.24.자 2006카합393결정; 서울서부지방법원 2006.6.29.선고, 2005급8262판결), 자기주식의 처분에 신주발행의 법리를 유추적용할 수 없다고 본 사례도 있는 등 판례의 태도는 같지 않아(수원지방법원 성남지원 2007. 1.20자 2007카합30결정; 서울북부지방법원 2007.10.25.자 2007카합1082결정) 논란의 여지가 없지 않다.

둘째, 경영권 승계와 경영권 방어는 서로 다른 이슈이지만, 양자는 상호 교착점이 없지 않다. 대표적으로 기업집단체제하에서 검증되지 않은 무리한 경영승계를 시도하는 경우 이러한 목적을 위해 사전에 외관상 자금조달목적을 표방하면서 실제로는 경영권 승계에 초점을 두는 자본조치(예컨대, 제3자에 대한 신주발행, 전환사채 발행, 신주인수권부사채 발행등)를 시도하는데 기업의 역량과 시간·비용을 쓰거나 내부거래등 이른바 이해상충적 행위들을 할 유인이 발생하며, 행위의 시도 내지 결과에 대하여 주주가치의 훼손으로 보고 주주가 경영에 대한 통제를 시도하는 경우 회사의 입장에서는 이를 경영권 도전으로 접근하는 경향이 없지 않다. 이러한 점에서 양자는 일응 교착점이 없지 않다.

셋째, 경영권승계는 대리인문제가 발생하는 점에서<sup>10)</sup> 그리고 그 방법으로 기업의 이익이 지배주주로 이전되는 이른바 ‘사적이익의 편취(tunneling)’를 유발한다는 점에서 전통적인 회사법 이슈와 크게 다르지 않다. 다만, 최근에 특히 계열회사간의 합병을 통한 사적 이익의 편취가 가능할 수 있다는 점이 새롭게 조명받고 있다.

이러한 이슈들을 고려할 때 현행 기업지배구조법제의 현재 좌표를 다시 확인할 필요가 있다. 무릇 기업지배구조법제는 주주의 이익을 보호할 수 있도록 (i)회사의 업무집행을 하는 경영자의 행동을 통제하고 주주 전체의 이익을 극대화하도록 하는 방안을 갖추고 있어야 하며 아울러 (ii)기업의 부가 지배주주로 이전되는 문제를 해소하는 방안들을 구비하고 있어야 할 것이다.

그런데 현행 회사법에서 이들 목적을 실현할 수 있는 제도들을 충분하고 충실하게 구비하고 있는지는 의문이 적지 않다.<sup>11)</sup> 물론 그간 상법 회사편의 수차례 개정을 통해 지배구조 개선을 위한 노력들이 이루어진 바가 있으나 마련된 조치들이 현재 효과적으로 작동하고 있지는 않다는 평가가 많다.<sup>12)</sup> 더구나 지배주주로의 부의 이전 문제를 인식하여 사전에 마련되었던 장치들이 지금은 도리어 소수주주의 이익에 장애가 되는 경우도 없지 않다.<sup>13)</sup>

10) 이러한 연구로는 우선, 조영근·김주태, 재벌의 “경영권 승계과정에서의 대리인문제 연구”, 대한경영학회지 제23권 제6호, 2010.12, 3451~3477면.

11) 대표적으로 지배주주의 사익편취행위로 주로 이용되는 회사의 기회 및 자산의 유용행위에 대해서는 우리 상법에서 규율되지 못하고 있다. 상법 제397조의2에서는 이사만을 규율대상으로 하고 있어 동조항이 신설되었음에도 불구하고 지배주주에게는 적용할 수 없기 때문이다.

12) 이러한 지적으로는 우선 정찬형, “우리 주식회사 지배구조의 문제점과 개선방향”, 상사법연구, 제34권 제2호, 2015.8. 상사법연구, 9~38면. 참조.

13) 대표적으로 기업집단에 속하는 계열회사간의 합병에 있어 자본시장법상의 상장회사에 대하여 적용되는 합병비율 선정방법이 오히려 문제의 합병비율을 정당화하는 수단으로 이용될 가능성이 없지 않다. 즉 자본시장법시행령에서는 상장회사의 합병시 합병가액을 산정하는 기준으로(제176조-5조 제1항) 합병계약체결일을 기준으로 최근 1개월간의 평균종가, 최근 1주일간의 평균종가, 최근일의 종가의 산술

## 2. 기업지배구조 실태

현재 기업지배구조 실태를 보면 종래에 비해 진전된 감이 없지 않다. 최근에 발표된 한 연구에 의하면<sup>14)</sup> 기업들은 주주권리보호와 관련한 제도들을 가장 많이 도입한 것으로 나타나고 있다.<sup>15)</sup> 그 다음이 감사기구, 공시, 경영과실배분 그리고 이사회 순으로 나타나고 있다.

이와 관련하여 위 연구에서는 비록 주주권리보호관련 제도들이 점증하여 도입은 되어 있으나 반드시 제도 본질에 맞게 실행되고 있지는 않다고 지적하고 있다.<sup>16)</sup>

평균가격을 기준으로 10% 범위(계열회사가 아닌 경우에는 합병가액을 30%까지 할인 내지 할증)에서 할인 또는 할증가격으로 한다고 하고 있다. 그러나 여전히 지배주주가 유리한 시점을 택하여 합병을 추진할 가능성은 존재하며 무엇보다 실무에서 이러한 합병기준을 준수하지 않을 경우 합병추진이 안 되는 경우가 많고 조정이 불가능하여 취지에 반하는 결과를 낳기도 한다.

14) 오덕교, “2014년 지배구조평가 및 실태 분석- 유가증권시장 상장기업을 중심으로”, 선진상사법률연구 통권 제67호, 법무부, 2014.7.127면 이하 참조

15) 이는 한국기업지배구조원의 지배구조평가항목을 기준으로 본 것이다. 한국기업지배구조원의 지배구조 평가 개요는 다음과 같다.

대분류	중분류	주요문항
I. 주주권리 보호	1. 주주권리의 보호 및 행사편의성	- 지배구조 현장, 임직원 윤리규정 - 서면·전자투표제, 집중투표제 - 이사책임 감경 - 주총소집 기일
	2. 소유구조	- 계열회사 지분율, 등기임원 지분율 - 최대주주 및 특수관계인 지분율
	3. 특수관계인과의 거래	- 계열사 지급보증·담보보증 - 계열사 매출액·매입액
II. 이사회	1. 이사회 구성	- 사외이사 수 - 대표이사의 이사회 의장 겸임 여부 - 이사회 내 위원회 설치현황
	2. 이사회 운영, 평가 및 보상	- 이사보수공시, 이사교육 현황 - 사외이사 참석률
III. 공시	1. 공시 일반	- 자율, 조회, 정정공시 - 장마감후 공시 - 경영성과 예측 공시
	2. 홈페이지 공시	- 이사회 현황 공시 - 감사위원회 현황 공시
IV. 감사기구	1. 감사기구 일반	- 감사기구 형태 - 감사지원시스템 - 외부감사인인 비감사용역 수행 여부
V. 경영과실배분	1. 경영과실 배분 일반	- 배당률, 배당성향 - 중간·분기배당

이들 문항은 2003년 한국기업지배구조원이 발표한 기업지배구조모범규준을 따르고 있으며, 한국의 실정에 맞게 평가문항들이 작성되었다고 한다. 오덕교, 전계논문, 129면.

더욱이 이 연구에서는 제도도입항목중 이사회 관련사항들이 가장 낮은 평균을 보이고 있다. 여기에 이사회 독립성과 책임성이 실제 작동되도록 하는 장치들도 구비되지 않은 경우가 많은 것으로 나타나고 있는데, 예컨대 대표이사와 이사회장의 분리라든가 사외이사후보 추천에 있어 사외이사만으로 해당 위원회를 구성하여 독립적으로 사외이사후보를 추천하도록 하거나 경영자의 보상을 공정하고 독립적으로 결정하는 보상위원회를 설치하고 전원 사외이사로 구성하는 경우 등은 매우 소수에 불과한 것으로 나타나고 있다.<sup>17)</sup> 그 외에 공시분야도 적극적으로 이루어지지 않고 있으며, 배당 등의 경영과실 배분노력도 활발하지 않은 점 등에서 투자활성화측면은 물론 주주보호차원의 제도 도입에 대한 기업들의 노력은 매우 부족한 것으로 나타나고 있다.

이는 다른 연구결과하고도 일부 일치하는 점이 있다. 즉 상장회사의 경우 법상의 사외이사 비율은 모두 충족하는 것으로 나타나고 있지만, 사외이사의 비율의 충족만으로 이사회가 경영자 내지 지배주주로부터 독립되어 있는 것으로 신뢰받지 못하다는 것이다.<sup>18)</sup> 무엇보다 이사회 독립성을 높이기 위해서는 실질적으로 독립한 사외이사들이 구성원으로 참가하여야 하지만, 실제 독립성이 의문시되는 사외이사들로 선임된 경우가 적지 않다고 한다.<sup>19)</sup>

사외이사제도 실태조사결과에 의하면<sup>20)</sup> 사외이사가 적극적으로 CEO를 감시 또는

16) 오덕교, 전개논문, 133면.

17) 사외이사후보추천위원회는 자산총액 2조원이상인 기업에 대하여 의무적으로 추천하여야 하는데, 유가증권시장평가대상 기업 694개업 중 사외이사후보추천위원회를 설치한 기업수는 168사로, 이중에서 31사는 자산총액 2조원 미만이지만 자발적으로 설치하고 있다고 한다. 그리고 168개사 중 사외이사후보추천위원회를 사외이사만으로 구성한 기업은 25사에 불과하고, CEO 또는 사내이사가 포함되어 있으나 사외이사가 위원장인 경우는 19사라고 한다. 나머지 124사에서는 CEO 또는 사내이사가 포함되어 있고 이들이 위원장을 맡고 있다고 한다. 보상위원회 설치의 사업상 의무가 아니므로 자발적으로 설치하는 경우가 대부분인데, 694사중 보상위원회를 설치한 기업은 총 59개사이고, 이 중 사외이사만으로 구성된 보상위원회를 갖추고 있는 기업은 10사에 불과하다고 한다. 자세한 내용은 오덕교, 전개논문, 141면 참조.

18) 김재훈·이화령, “사외이사제도의 문제점과 개선방안: 이사회구성과 사외이사 행태를 중심으로”, KDI Focus, 2015. 5.27.에서는 경영자의 영향력이 큰 상황에서 이사회 견제기능이 작동되지 않을 개연성이 여러 면에서 발견된다고 하면서 실제 2010년에서 2012년 동안 100개 기업의 이사회관련 정보를 분석한 결과 CEO가 사외이사 인사와 이사회 안건결정에 영향력을 행사하여 이사회 견제기능을 무력화시키고 있다고 한다.

19) 현행 상법에서는 자산규모 2조원이상의 회사의 경우 사외이사후보추천위원회는 사외이사가 과반수를 구성하도록 하고 있다.

20) 김재훈·이화령, “사외이사제도의 문제점과 개선방안: 이사회구성과 사외이사 행태를 중심으로”, KDI Focus, 2015. 5.27. 이러한 문제를 개선하는 방안으로 (i)사외이사후보추천에 대한 CEO개입을 사전에 차단하도록 사외이사후보추천위원회를 전원 사외이사로 구성하는 것을 제안하고 있다. 이 경우 초기에는 CEO와의 친분으로 선임된 사외이사가 포함되어 CEO의 영향력이 미칠 수 있지만 친분이 있는 사외이사를 선임했던 CEO가 교체될 경우 사외이사에 대한 CEO의 영향력은 상당부분 배제될 수 있음을 논거로 한다. 또 다른 방안으로는 사외이사 후보를 단수추천에서 복수추천하는 것을 제도화하는 것을 들고 있다. 주주총회에서 단수후보추천의 경우 투표를 거부하기 힘들기 때문에 주주들의 승인을 강요하는 결과에 다름 아니라고 할 수 있기 때문이다.

자문하여 소액주주의 이익에 반하는 행동을 하는 것을 저지할 것으로 기대되는 것과 달리 실제로는 CEO가 사외이사 인사와 이사회 안건결정에 영향력을 행사하여 이사회의 견제기능을 무력화하고 있음을 보여주고 있다. 즉 CEO는 자신과 친분이 있는 사외이사는 반대의견을 내더라도 유임하고 적극적이고 독립적인 사외이사는 교체하며 민감한 사안은 사외이사들의 견제가 덜한 시기에 처리한다는 것이다.

이 때문에 대주주의 전횡을 방지하고 경영진의 책임을 사후적으로 추궁할 수 있는 방안으로 주주의 권리행사를 용이하게 하는 방안이 모색되는 경향이 있다. 그러나 이 역시 우리나라에서는 주주권의 행사가 용이하지 않은데, 무엇보다 소송을 통한 책임추궁이 많지 않고 쉽지도 않다. 예컨대 1997년부터 2012년말까지 주주가 대표소송을 제기하여 확정된 판결건수는 총 58건으로 보고되고 있는데,<sup>21)</sup> 한 해 평균 3.86건의 주주대표소송이 제기되는 데 불과하고, 가장 많은 소제기가 있었던 해도 7건에 불과하는 등 활성화되지 못하고 있는 현실이다.<sup>22)</sup> 더욱이 상장회사에 대한 주주대표소송은 총 28건이고 비상장회사에 대한 소제기는 총 30건으로 비슷한 비율을 보이고 있어 상장회사의 경우 소제기요건 완화 등 정책적으로 활성화를 지원하고 있음에도 불구하고 여전히 크게 도움이 되지 않는다고 지적되고 있다<sup>23)</sup>. 여기에 소송을 제기하기 위해서는 입증의 부담과 피고인 경영자등이 불복하여 항소하는 경우 인지대 특칙이 적용되지 않는 실무로 인해 대표소송을 제기할 유인은 크지 않다는 것도 문제로 지적되고 있다.<sup>24)</sup>

21) 강정민·김영희, “주주대표소송의 현황과 과제”, ERRI, 경제개혁리포트, 2013-08호, 2013.13면.  
 22) 그런데 1997년부터 2007년까지 10년 동안 제기된 주주대표소송이 총 37건(판결이 나지 않거나 판결여부를 확인할 수 없는 사건을 합치면 총 44건)으로 당시에도 1년에 4건의 대표소송이 제기된 것으로 파악되고 있다. 그것도 상장회사보다 비상장회사에서 주로 제기되었고, 애초에 대표소송이 가능하지 않음에도 무리하게 제기된 소송을 제외하면 평균 3건이 제기되었다고 한다. 이에 대한 자세한 내용은 경제개혁연대, “현행 주주대표소송제도의 한계와 판결내용의 문제점 분석”, 경제개혁리포트 13호, 2007년.; 김선웅, “주주권행사관련 제도의 문제점과 개선방향”, 기업지배구조연구, 2008 Autumn, 2008년, 3면.  
 23) 특히 상장회사에 대해 제기된 주주대표소송 중 경제개혁연대와 같은 시민단체의 주도로 이루어졌다는 사실을 감안하면 상장법인에 대한 일반 소액주주들의 소제기건수는 20건에 불과하는 등 그간 주주들의 권리행사는 그리 적극적이지 못하다고 평가할 수 있다.  
 24) 현재 주주대표소송은 공익적 소송으로 분류되고 인지대 산정에 있어 특칙이 적용된다(민사소송등 인지규칙 제15조). 이에 따라 인지는 1심재판의 경우 소가의 0.45%(55,000원 추가)인 280,000원으로 결정된다(민사소송등 인지법 제2조 제1항 제2호). 이처럼 인지대에 관한 특칙으로 주주가 부담하는 비용은 적은 것으로 보여지나 이러한 인지대특칙은 주주가 원고로서 소제기, 항소할 때만 적용되고, 피고인 이사가 항소, 상고할 때에는 그 인지대 적용기준이 명확하지 않다. 즉 법원의 실무의견에 따르면 피고인이 이사가 불복할 경우 피고는 주주대표소송의 인지산정 특칙을 적용받지 못하고 불복한 금액 기준으로 인지대를 납부해야 한다. 이는 잠재적으로 원고들에게 비용부담의 위험을 전가할 우려가 있다. 최종적으로 상고심에서 원고들이 패한 경우 패소자 비용부담원칙에 따라 원고인 주주가 1심부터 3심까지 소송비용을 부담하게 되기 때문이다. 이에 관해서는 김선웅, “주주권 행사관련 제도의 문제점과 개선방향”, 좋은 기업지배구조연구, 좋은 기업지배구조연구소, 2008. Autumn 6면. 참조.

### III. 입법부의 기업지배구조 진단과 처방 검토

#### 1. 들어가기 앞서: 기업지배구조법제 형성과정에 관한 몇 가지 접근시각

##### (1) 경성규범·연성규범/공적 규제·자율규제

우선, 사회문제가 되는 현안을 파악하고, 이에 대한 처방책으로 법률의 제·개정을 통해 해결하고자 하는 경우 그 법제형성과정은 기업지배구조에도 그대로 투영될 수 있을 것이다. 이러한 법제 형성과정은 다양한 각도에서 조망해 볼 수 있으나 이하에서는 두 가지 관점에서 접근해 보고자 한다. 하나는 규제기법적 관점에서 접근하는 것이다. 다른 하나는 법제형성의 절차적 관점에서 접근해 보기로 한다. 후자의 경우 의원입법의 형태를 통한 법제 형성과정에 국한해서 간략히 언급해보기로 한다.

우리나라의 경우 일반회사의 지배구조와 관련해서는 기업조직의 기본법으로 위치 지워진 상법의 개정권을 가진 법무부가 주된 역할을 하고 있고, 여기에 투자자 보호를 위해 마련된 공시규제 및 회계감사 등을 규율하는 법률을 담당하는 금융위원회가 상당한 역할을 맡고 있다. 이는 다른 나라에서도 마찬가지이다. 즉 대체로 회사조직에 관한 법률과 투자자보호법제를 담당하는 법률에서 기업지배구조에 관한 성문법상의 행동규범들을 제공하고 있다.<sup>25)</sup> 다만, 어떠한 부분을 법률에 명시하고 있는지는 국가마다 차이가 있으며, 내용과 강도면에서도 차이가 있다. 회사조직에 관한 법률에 지배구조에 관한 규정들을 마련하고 있다면 이는 경성규범에 의하는 것이고 기본적으로 민사소송을 통하여 집행하는 수단을 활용하게 된다.

그런데 통상 법률에 의하는 경우 규제기법측면에서는 대체로 ‘공적 규제’를 활용하는 경향이 있다. 외국에서는 이러한 공적 규제의 실효성에 대해 규제기법면에서 접근하는 경향을 보여왔다.<sup>26)</sup> 즉 이러한 규제기법이 피규범자인 기업들의 준수효과를 높이는지에 초점을 맞추어 다양한 연구가 이루어져 왔다. 왜냐하면 법개정등 입법과정을 거치고 통과되기까지 시간과 노력이 많이 들기도 하지만, 이후에 법원

25) 예컨대 미국에서는 회사조직에 관해서는 주회사법이, 투자자에 대해서는 기업내용의 공시와 위임장 권유에 관하여 규제를 담당하는 연방증권법이 지배구조에 관한 제정법상의 규칙을 제공하고 있다.

26) 공적 규제의 기법은 크게 두 가지 유형으로 구분되는데 이 중의 하나는 이른바 영미에서 말하는 ‘집행(Enforcement)형 규제’ 또는 ‘명령·통제(Command and Control, CAC)형’ 규제기법이다. 이는 법률이나 하위규칙 등 입법적 수단을 통하여 규제내용을 결정하고 정부등 규제기관이 이에 기초하여 규제를 하는 것을 말한다. 또한, 이를 위반하는 경우에는 법에서 정한 제재조치를 가지고 그 실효성을 담보하는 것이 특징이다. 다른 하나는 ‘교섭형 규제(Negotiated rulemaking)’라는 규제기법으로 규제내용을 법이나 하위규칙에서 정하지 않고 개별 규제대상과 교섭에 의하여 결정하는 유형의 기법이다. 교섭형 규제기법에 관한 선구적인 연구로는 L. Susskind and G. McMahon, The Theory and Practice of Negotiated Rulemaking, Yale Journal on Regulation, Vol. 3, pp. 133-165.

에서 다루어지는 경우가 빈번하고, 무엇보다 집행면에서 기업들의 진정한 자발적인 준수를 유도하기가 곤란하다는 면<sup>27)</sup>이 빈번히 문제로 대두되었기 때문이다. 기업들의 자발적인 협조를 끌어내기 위해서 할 수 있는 방법은 기껏해야 가장 준수율이 떨어지는 기업의 수준에 미치는 규정만 만드는 것에 그치고 그 이상의 규제 수준을 이끌어내기가 쉽지 않기 때문이다. 즉 공적 규제에만 의존할 경우 기업들의 자발적 준수는 물론 그 이상을 하려는 유인을 발동시키기 어려운 측면이 있다. 또한 감시비용이 든다는 단점도 있다<sup>28)</sup>.

이러한 고민은 경성규범과 그에 기초하여 민사소송을 통해 집행하는 방식을 이용하는 우리 기업지배구조법제에도 상당한 시사점을 제공한다.

## (2) 의원입법을 통한 법제 형성 지원과제

한편, 각국의 정치적 사정에 따라 차이가 있지만, 정부가 법안을 발의한다고 해도 국회를 거치도록 하는 경우 정부 독자적으로 내용을 전적으로 결정할 수는 없다. 이 경우 입법과정에서 시민단체나 이익단체를 포함한 여러 이해관계자의 목소리를 반영한 의원들의 의사가 반영되어 결정될 여지가 있다. 이러한 점에서 현장에서 직접 기업을 보고 제안한 정부안이 부처간 협의와 공청회 이후 국회에서의 심도 깊은 논의를 거쳐 융통성과 탄력성을 발휘할 가능성이 없지 않다.<sup>29)</sup> 그리고 의원

27) N. Sover, D. A Clelland, and J. Lynxwiller, Enforcement or Negotiation- Constructing a Regulatory Bureaucracy, Albany: State University of New York Press.

28) 그 외에 이러한 시스템은 규제대상이 이기적인 행동을 한다고 전제하기 때문에 규제당국과 규제대상 간에 상호 대결관계의 구도하에 있는 것이 불가피하다. 이러한 규제기법은 기본적으로 규제대상을 신뢰하지 않는다. 이 때문에 규제를 집행하는 경우 규제대상자가 규제를 준수하는지를 항상 감시하는 것이 필요하게 된다. 즉 감시비용이 발생하게 된다. 永松 伸吾, 命令型規制と交渉型規制-ゲーム論規制効率の比較分析, 2면.

29) <그림> 입법절차 개관  
**의원발의**                      **정부제출** (헌법 제52조)



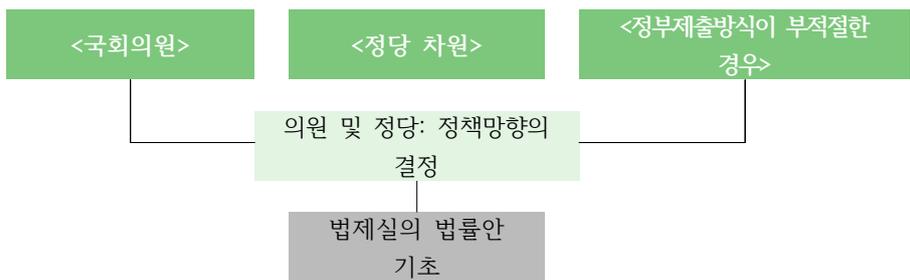
입법안으로 제출될 때에도 이러한 이점이 담보되어야 한다. 그런데 이러한 입법과정은 이에 참여하는 모든 이해관계인이나 집단들이 입법을 통하여 자신들에게 유리한 상황을 조성하고자 한다는 점에서 정치과정으로서의 기능도 가진다.<sup>30)</sup> 때문에 간혹 현장과 떨어진 정보를 받을 가능성도 없지 않다. 때문에 수범자가 되는 기업과 기업을 둘러싼 환경에 대한 정보가 충실·충분하고, 이에 기초하여 검토가 종합적으로 이루어지도록 관련된 절차<sup>31)</sup> 및 인프라<sup>32)</sup>가 확충되어 구비 및 지원될



30) 국회법제실, 법제실무, 2015, 16면.

31) 의원발의 법률안의 입안과정은 통상 국민의 여론·민원, 의원의 필요성 인식 → 의원의 법률안 기초 → 법제실 검토(요청이 있는 경우, 다만 대체로 요청) → 의원 10인(발의자 포함) 이상 찬성 → 국회의장에게 제출 → 소관 상임위 (필요할 경우 공청회 개최 및 이해관계인의 의견 청취) → 법제사법위원회 → 본회의 → 정부이송 → 국무회의 상정 → 대통령 재가 → 공포(법제처)의 절차를 거친다. 이 과정에서 국회의원이 i)입법단계에서 여러 경로를 통해 입법의 필요성을 인식하여 입법을 결심하고, 현황자료 수집, 이해관계인의 공청회등 구체적인 준비를 하게 된다. (ii) 그리고 대체로 의원발의 법률안은 국회법제실에 의뢰되어 성안·제출되는 경향이 있다. 의원실에서 초안을 작성하고 법제실의 검토 및 수정·보완을 거치거나 의원실이 요청한 입법취지에 따라 국회 법제실이 성안한 법률안을 의원이 제출하는 것이 일반적이다.

<그림> 의원의 법률안의 입안과정



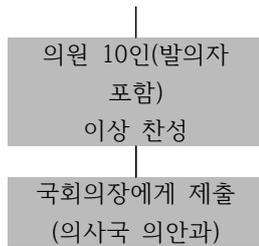
필요가 있다.

## 2. 입법부에서 본 기업지배구조 실태에 대한 진단과 처방

### (1) 개관

19대 국회 의원발의 상법개정안중 기업지배구조<sup>33)</sup>관련 내용을 중심으로 입법부가 보는 현재의 기업지배구조에 대한 진단과 처방을 표로 정리하면 다음과 같다.

	대표발의 의원	지배구조 진단과 처방	비고
2015.9.4	이연주의원	대규모회사의 내부거래시 주주총회 승인을 요하도록 함	2015.9.4. 제안
2015. 8.4.	정갑윤 의원	차등의결권 제도 및 신주인수선택권	
2015. 8.3.	박영선 의원	특정목적 자기주식의 처분	
2015. 6.17	김기준 의원	사외이사 후보추천위원회	
2015. 5.21	우윤근 의원	다중대표소송 및 감사위원회위원 선임 및 집중투표와 전자투표 의무화	2015.7.2. 205.7.21. 상정
2015. 2.26	김기준 의원	분할신주 배정 금지	2015.6.15. 상정
2015. 2.16.	이연주 의원	특수관계인인 이사의 책임	2015.6.15. 상정
2015. 1.29	함진규 의원	사외이사 자격요건 엄격화(3년)	2015.4.29. 상정
2015. 1.16	노철래 의원	전자투표의무화 및 발행주식총수 삭제	2015.4.29. 2015.7.21. 상정
2014. 7.9	오제세 의원	자기주식 상당시기 처분	2014.11.12.상정
2014. 4.8	유승희 의원	주주총회 소집통지 3주	2014.7.8.



\*출처: 국회법제실, 법제실무, 18면

32) 2014년도 12월 말 현재 제19대국회에서 발의된 의원입법은 11,925건이고, 법제실이 성안을 의뢰받은 법률안은 21,146건이라고 한다. 이에 대한 자세한 내용은 국회법제실, 법제실무, 19면.

<표> 국회 법제실 의뢰 법률안 현황

구 분	제16대	제17대	제18대	제19대 (2012. 5. 30. ~ 2014. 12. 29.)
의원발의 법률안	1,912	6,387	12,220	11,925
(법제실 의뢰법률안)	(1,682)	(4,399)	(10,672)	(21,146)
정부제출 법률안	595	1,102	1,693	684

33) 기업금융이슈도 기업지배구조와 교차점이 있는 점에서 표에서는 같이 포함시켰다.

			2014.7.11. 상정 2014.7.8. 2015.7.2. 2015.7.21. 상정
2014. 2.6	이상민 의원	이사의 자기거래, 다중대표소송	2014.2.19. 상정
2013. 10.4	김기준 의원	주식병합의 경우 단주처리시 주주보호	2014.2.19. 상정
2013. 9.13	서기호 의원	다중대표소송	2014.2.19. 2015.7.2. 2015.7.21. 상정
2013. 9.10	서기호 의원	사외이사 결격사유	2014.2.19. 2015.7.2. 2015.7.21. 상정
2013. 6.17	유승희 의원	대규모 자산양수도의 경우 주총결의를 요함	2013.12.13.상정
2013. 6.14	유승희 의원	회계장부열람	2013.12.13.상정
2013. 6.13	유승희 의원	주주명부열람청구	2013.12.13 상정
2013. 6.7	민병두 의원	전자투표	2013.12.13. 2015.7.2. 2015.7.21.상정
2013. 6.4	이만우 의원	사외이사 선임시 3% 초과하는 주주의 의결권 행사 제한, 집중투표 정관에서 배제하는 것 금지, 상장회사의 경우 소수주주권행사를 위한 주식소유보유기간에 대한 제한 철폐	2013.12.13. 2015.7.2. 2015.7.21.상정
2013. 5.30	이종걸 의원	이사, 감사 결격사유 강화, 자산의 무상양도 규제	2013.12.13.상정
2013. 5.28	유승희 의원	이사결격사유	2013.12.13.상정
2013. 4.5	김영주 의원	이중대표소송, 회계장부열람권 등	2013.12.13. 2015.7.2. 2015.7.21. 상정
2013. 3.25	이명수 의원	자기주식취득, 다중대표소송 등	2013.6.20. 2015.7.2. 2015.7.21. 상정
2013. 2.26	김동철 의원	자산총액 1조원이상인 상장회사에 사외이사 3명이상, 이사총수과반수	2013.6.20. 상정
2013. 2.12	정호준 의원	집중투표	2013.4.22. 2013.4.23. 2015.7.2. 2015.7.21. 상정
2012. 7.26	이목희 의원	이사의 책임한도 삭제	2012.11.14.상정
2012. 6.19	민병두 의원	사업기회유용	2012.11.14.상정

이상의 최근 3년간 의원입법안으로 제출된 기업지배구조관련 상법개정안의 내용을 유형화하면 크게 (i)이사회독립성·책임성 강화방안, (ii)이사 책임 및 추궁 강화 (iii) 주주권 강화 및 행사 용이화로 정리할 수 있다. 국내에서 기업지배구조의 문제로 인식하는 이들 이슈들은 큰 맥락에서 정부도 공감하는 부분이다. 이는 상법개정의 권한을 갖고 있는 법무부가 동일한 문제 인식하에 2013. 7.17 지배구조법제 개정안을 입법예고한 데서 알 수 있다. 다만 그 상세내용에서는 차이가 있다.<sup>34)</sup>

이하에서는 의원입법안으로 제출된 내용 중 다수의원들을 통해 공통적으로 제기되고 있는 기업지배구조 개선방안으로 고려된 이슈들을 중심으로 살펴보기로 한다.

## (2) 이사회 독립성·책임성 강화방안

### 가. 사외이사제도 개선

#### 1) 사외이사 과반수설치 대상회사 기준 강화

2013. 2.26 김동철의원이 대표발의한 상법일부 개정법률안[의안번호 3880]은 자산 총액 1조원 이상인 상장회사에 대해 사외이사를 3명 이상으로 하되 이사총수의 과반수가 되도록 기준을 더욱 강화하여 기업의 투명성과 건전성을 높이고자 하고 있다.

현행 상법은 강화된 사외이사 선임의무, 즉 사외이사를 3명 이상으로 하되 이사 총수의 과반수가 되도록 해야 하는 경우를 규정하면서, 구체적인 적용대상은 대통령령으로 위임하고 있다(상법 제542조의8). 이에 따라 상법시행령에서는 강화된 사외이사 선임의무의 적용대상을 최근 사업연도 말 현재의 자산총액이 “2조원 이상”인 상장회사로 규정하고 있다(시행령 제34조).

개정안은 강화된 사외이사 선임의무 적용대상을 확대함으로써 사외이사를 통한 이사회 감독기능을 제고하려는 취지로 이해된다.<sup>35)</sup>

34) 당시 법무부가 한 입법예고안의 주요 내용을 보면 (i) 자산 2조이상 상장회사에 있어 감사위원회 위원이 될 이사는 다른 이사와 분리하여 선임하도록 하여 감사 선임시와 마찬가지로 대주주의 3% 초과 의결권을 제한하고, (ii) 업무집행을 담당할 집행위원을 두도록 하는 등 이사회 기능과 역할을 정비하는 한편, (iii) 일부 상장회사에 대해 전자투표와 (iv) 집중투표를 의무화하고, (v) 다중대표소송을 도입하는 방안을 담고 있다.

([http://www.moj.go.kr/HP/COM/bbs\\_03/ListShowData.do?strNbodCd=noti0005&strWrtNo=3013&strAnsNo=A&strRtnURL=MOJ\\_30200000&strOrgGbnCd=100000](http://www.moj.go.kr/HP/COM/bbs_03/ListShowData.do?strNbodCd=noti0005&strWrtNo=3013&strAnsNo=A&strRtnURL=MOJ_30200000&strOrgGbnCd=100000)). 다만, 입법예고기간이 끝난 후 재계는 반대의견서 제출등 공동대처를 천명하였고, 이후 당정청이 부작용을 감안해 완화책을 언급하자 시민단체와 야권에서 경제민주화에 역행한다는 주장을 하면서 개정안의 제출이 예고되었다. 지난 3년간 국회에 의원입법안으로 제출된 기업지배구조관련 상법일부개정법률안은 이러한 배경과 무관하지 않다.

35) 그런데 이러한 방안은 이미 1999년부터 제안된 것이다. 대규모 상장법인에 대한 규제는 2000년 1월 증권거래법개정과 함께 동법시행령에서 대규모상장법인의 기준을 자산 2조원으로 정하면서 시작되었고, 당시 재정경제부는 기업지배구조개선위원회가 최종적으로 확정된 기업지배구조모범규준을 토대로 자산 1조원 이상의 상장기업에 대해 사외이사를 최소 50%등의 규제를 적용하기 위하여 상법 등을 개정할 것이라고 밝힌 바 있다. 한겨레, “총자산 1조 이상 상장사, 2001년 사외이사 50% 의무화, 1999. 9.23자 기사 (김선웅, 전계논문, 45면 재인용).

<표> 상장법인 자산규모별 이사회 / 사외이사 구성현황

(개사, %)

구분(원)	유가증권시장				KOSDAQ				전 체			
	회사 수	이사 총수 평균 (A)	사외 이사 평균 (B)	구성 비율 (A/B)	회사 수	이사 총수 평균 (A)	사외 이사 평균 (B)	구성 비율 (A/B)	회사 수	이사 총수 평균 (A)	사외 이사 평균 (B)	구성 비율 (A/B)
5조 이상	82	8.52	5.04	59.1	-	-	-	-	82	8.52	5.04	59.1
2조~5조	62	7.73	4.37	56.6	2	6.50	4.00	61.5	64	7.69	4.36	56.7
1조~2조	62	6.65	2.45	36.9	8	7.13	2.75	38.6	70	6.70	2.49	37.1
5천억~1조	99	5.81	2.06	35.5	22	6.73	2.55	37.8	121	5.98	2.15	36.0
1천억~5천억	320	5.31	1.75	33.0	327	4.85	1.50	30.9	647	5.08	1.62	31.9
1천억 미만	90	4.62	1.43	31.0	614	4.57	1.11	24.2	704	4.58	1.15	25.1
합 계	715				973				1,688			

\* 2013.3.15.자 현재 상장회사 중 최근 사업년도(2011년) 사업보고서를 제출한 1,688개사 기준

\*\* 출처: 산업통상자원부 산업정책과 자료<sup>36)</sup>

2013년 기준이기는 하지만 자산규모 2조원 이상 상장회사수가 유가증권시장상장 기업 총 715개 기업 중 144개 기업만 강화된 사외이사 선임의무규정을 적용받는 점에서 외국의 경우와 비교해 보면 사외이사 감독기능이 저조하다고 보여지기 때문이다. 예컨대 미국과 비교해 볼 때 뉴욕증권거래소 상장기준에서는 원칙적으로 이사회에 과반수를 독립적 이사로 구성하도록 요구하고 있어<sup>37)</sup> 상장회사 전체를 대상으로 하고 있다.

그런데 이러한 비교를 함에 있어서는 주목할 만한 차이가 있음을 고려할 필요가 있다. 미국의 경우 지배구조와 관련해서는 대체로 거래소 상장기준을 통해 규율하고 있다는 점이다. 즉 법이 아닌 자율규제기관에 의한 규제라는 점에서 우리와 같이 성문법에서 지배구조와 관련하여 직접 명시하고 있는 것과 직접적으로 비교하기는 어렵다는 점을 고려하여야 할 것이다. 다만, 상장요건을 충족하지 않는 경우 상장을 할 수 없다는 점에서 그 위반효과는 적지 않다. 일본도 2015년 6월 1일부터 동경거래소와 상장기업의 지배구조 개선을 목적으로 금융청과 공동으로 마련한 기업지배구조 모범규준(企業統治指針, Corporate Governance Code)을 적용하기

36) 문광섭, 상법 일부개정법률안(김동철의원 대표발의) 검토보고, 2013. 6. 7면에서 재인용.

37) NYSE, Listed Company Manual §303A.01, 2013

로 하였는데, 이에 의하면 거래소 1, 2부시장에 상장한 기업들은 2명 이상의 독립 사외이사를 두지 않으면 안 되는 것으로 하고 있다(企業統治指針 原則 4-8).<sup>38)</sup> 다만, 동경증권거래소의 경우 이러한 준수는 강제는 아니고 이른바 ‘원칙준수·예외공시(comply or explain)원칙’을 채택하고 있어 준수하지 않는 경우 합당한 이유를 공개하도록 하고 있으며, 그 이유가 타당하지 않다고 판단할 경우 동경증권거래소가 금전적 제재금을 부과할 수 있는 것으로 하고 있다.<sup>39)</sup>

이처럼 일반주주의 보호관점에서 지배주주와 경영자로부터 독립한 사외이사를 선임하고 이들이 이사회에서 소신 있게 감독업무를 수행할 수 있도록 하기 위하여 미국과 일본 등 외국에서는 상장회사 일반을 대상으로 갖추어야 할 사외이사의 자격기준은 물론 그 수에 대해서 고려하고 있다는 점에서는 우리와 동일하지만, 그 방식은 자율규제기관을 통한 간접적 규제 내지 모범규준을 통한 원칙준수·예외공시기법을 채택하고 있는 점에서 이른바 ‘연성규범(soft law)’의 형태로 운영되고 있는 점에서 차이가 있다.

이러한 외국의 태도는 법률에서 정하는 경우 사회·경제적 여건에 따른 탄력성을 확보하기 어렵다는 점을 감안한 데 따른 것으로 보인다.<sup>40)</sup> 이러한 취지는 다른 한편에서 이해할 수 있는데, 실제 많은 경우 사외이사는 지배주주가 선임하고 2대 주주등 주요주주는 사외이사의 자격을 가질 수 없으며, 혈연, 학연, 지연 등 독특한 요소가 지배하고 있는 사회적 배경 하에서 지배주주 또는 경영진으로부터 완전히 독립한 사외이사를 현실적으로 예정하기 어려운 상황을 고려한다면<sup>41)</sup> 사외이사의 숫자를 성문법에 명시하는 것으로는 한계가 있다. 더욱이 이러한 문제는 사외이사가 과반수인 자산 2조원 이상의 대형 상장회사의 경우 특히 심각하다.<sup>42)</sup> 즉 사외이사는 본래 주식의 소유와 경영이 분리된 회사에서 경영진과 주주 사이에 존재하는 대리비용 문제를 해소하여 기업가치의 향상과 주주이익의 보호를 꾀하고자 고안된 제도인 만큼 그 이용이 취지와 달리 실제로는 소유가 집중된 회사에서 의무화됨으로써, 사외이사제도가 감독권을 제대로 발휘하기는커녕 지배주주에 의한 회사 지배를 강화하거나 영속화하는 수단으로 이용될 소지가 있다는 지적을 고려할 필요가 있다. 이러한 점을 고려할 때 지배주주와 경영자의 경영통제력을 담보하기 위해서는 이사회 독립성측면에서 적정한 사외이사의 수를 담보하는 것도 의미가 없지 않지만, 그보다는 실질적으로 독립성을 확보할 수 있도록 하는 방안을

38) [獨立任員の確保に係る 實務上の留意事項]. I. 1. 참조. 또한 여성임원의 할당 등 임원구성의 다양성을 확보하도록 하고 있다. (<http://www.jpx.co.jp/equities/listing/ind-executive/>)

39) <http://www.jpx.co.jp/equities/listing/ind-executive/>

40) 같은 지적으로는 문광섭, 전개검토보고서, 8면.

41) 송종준, “회사법상 기업지배구조의 적용기준에 관한 적정성 평가와 합리적 지배구조모델의 구상- 지배지분율, 상장, 자산, 주주수 간의 조화를 바탕으로”, 증권법연구 제15권 제1호, 2014. 2면.

42) 송종준, 전개논문, 2면.

강구하는 것이 더 중요하다고 할 것이다.

한편으로 규제기법면에서 볼 때도 법률에서 직접 최소 숫자를 명기하는 방식은 더 좋은 기업지배구조를 구축하기 위한 기업들의 인센티브를 감소시키는 면이 없지 않다.

## 2) 사외이사 결격사유 강화

2013. 9. 10 서기호의원이 대표발의한 상법일부개정법률안[의안번호 6760]에서는 지배주주 또는 경영진과 이해관계가 있는 사외이사과 감사의 비중이 각각 28.71%와 47%를 차지하는 등 회사에 대해 독립성을 유지하지 못하고 있다고 진단하고 그 개선책으로서 무엇보다 ①지배주주 또는 회사와 이해관계 있는 자(i)상장회사 및 그 계열회사의 상무에 종사하는 이사·집행임원·감사 및 피용자이거나 최근 5년 이내에 회사 및 계열회사의 상무에 종사한 이사·집행임원·감사 및 피용자였던 자, (ii)해당 상장회사 및 그 계열사의 사외이사로 9년을 초과하여 재직한 자, (iii)최근 5년 이내에 해당 상장회사 및 그 계열사와 대통령령이 정하는 중요한 거래를 한 자 또는 해당 법인 소속임직원, (iv) 해당 상장회사 이외 2개 이상의 법인의 이사, 집행임원, 감사로 재임중인 자, (v)최근 5년 이내에 해당 상장회사에 대한 회계감사 또는 세무대리, 법률대리를 하거나 그 상장회사와 법률자문·경영자문 등의 자문계약 등을 하였거나 하고 있는 변호사(소속 외국법자문사를 포함), 공인회계사, 세무사, 그 밖에 자문용역을 제공하고 있는 사람[법무법인, 법무법인(유한), 법무조합, 변호사 2명 이상이 사건의 수임·처리나 그 밖의 변호사 업무수행 시 통일된 형태를 갖추고 수익을 분배하거나 비용을 분담하는 형태로 운영되는 법률사무소, 외국법자문법률사무소, 회계법인, 세무법인 등이 이러한 용역을 제공하는 경우 그 소속 임직원])는 상장회사의 사외이사 또는 상근감사가 될 수 없도록 자격요건을 법률로 강화하는 내용과 ②상장회사의 경우 금고 이상의 실형을 선고받고 그 집행이 끝나거나 집행이 면제된 날로부터 5년이 지나지 않은 사람 등에 대해서는 이사(사외이사), 집행임원 또는 감사가 될 수 없도록 결격사유를 마련하는 방안을 제시하고 있다.

개정안과 현행 상법에서 정한 사외이사의 결격사유(상법 제54조의8 제2항 제7호 및 시행령 제13조 제5항 제1호)를 비교해 보면 5년(현행 2년)으로 강화하고 있고, 사외이사 역시 해당 회사와 계열회사에서 9년을 초과한 경우 그리고 그 외 직무수행이 곤란할 것으로 보이는 관계를 보다 확대하여 규정하고 있는 점에서 차이가 있다.

그밖에 동 개정안에서는 사외이사와 달리 사내이사의 경우 집행유예 전과자에 대한 자격 제한 규정이 없어 재벌총수가 배임, 횡령 등의 범죄를 저질러 집행유예 이상의 형이 확정된 경우에도 사내이사직을 그대로 유지하는 것에 대해 제동을 걸고 있다.

현행 상법에서 사외이사의 결격사유를 정하고 있는 이유는 사외이사로서의 직무를 충실하게 수행하기 곤란하거나 상장회사의 경영에 영향을 미칠 가능성이 있어 이사회구성원으로서 감독권을 행사하기 어렵다고 판단하기 때문인데, 개정안은 이러한 적용대상을 확대하고 있는 점에서 특징이 있다.

특히 사외이사의 독립성 강화를 위해 사외이사 자격요건을 강화하는 것이 필요하다고 보고 있는데<sup>43)</sup> 그 논거로 외국에서도 3년 또는 5년으로 냉각기간이 장기인 점을 들고 있다.<sup>44)</sup> 2015. 1.29일자로 발의된 함진규의원이 대표발의한 상법일부개정법률안[의안번호 13838]에서도 기간만 3년일 뿐 냉각기간을 현재보다 연장하는 방안을 제안하고 있다.

그런데 (사외)이사의 결격사유 중 냉각기간을 보다 연장하는 방안과 관련해서는 앞에서 소개한 바와 같이 자율 및 창의적 준수의 인센티브 부여측면에서 연성규범(soft law)을 활용하는 방안을 검토할 필요가 있다. 또한, 집행효과 면에서도 면밀히 살펴볼 필요가 있다. 사외이사 결격사유를 법률로 마련한 취지가 실제 실무에서는 잘 발휘되지 않는 경우가 적지 않기 때문이다. 사외이사 결격요건의 위반시 과태료 부과가 가능하지만, 실제 단속인력이 부족하고, 대부분 당사자간 분쟁으로 신고가 들어오는 경우에만 그것도 부과되고 있는 점에서 실질적으로 집행효과가 크지 않다.<sup>45)</sup>

한편, 범위반자의 경영 참가를 엄격하게 제한하는 내용과 관련해서는 범위반자의 경영 참가시 소수주주의 이사해임청구제도(상법 제385조) 등이 이용될 수 있지만, 현재 소수주주의 적극적인 행사가 이루어지고 있지 않은 점과 규모가 크고 경제적 질서에 영향을 미치는 상장회사에 한하여 적용하고자 하는 점에서 긍정적인 측면이 없지 않다. 다만, 보다 근본적인 과제로 (사외)이사를 주주가 선임하도록 하고 있는 상법의 이념과 사적자치원칙과 보다 조화할 수 있도록 모색할 필요가 있고,

43) 같은 내용으로는 김선웅, “사외이사제도의 실질화를 위한 입법과제”, 사외이사 개선방안 세미나, 2012. 6.12. 자료집 38면~ 44면.

44) 즉 뉴욕증권거래소와 나스닥거래소 그리고 영국의 경우 당해 회사 또는 계열회사의 임직원이었던 자의 사외이사 선임을 금지하는 냉각기간이 3년 또는 5년으로 되어 있어 우리나라보다 엄격하게 사외이사의 독립성 확보장치를 두고 있다고 한다. 김선웅, 전제논문, 39면.

45) 법률신문, 2012. 6.13자 기사. 법무부는 이날 금융위원회와 공동으로 한 사외이사제도 개선방안에 관한 세미나에서 이러한 애로사항을 토로한 바 있다.

유사한 규제로 특정경제범죄가중처벌등에 관한 법률 제14조에서 어느 정도 제한을 하고 있는 점<sup>46)</sup>, 그리고 사기업인 상장회사에 획일적으로 적용될 경우 경직적으로 운영될 수 있는 점 등에 대해서 충분한 고려가 필요하다고 보여진다. 참고로 불법행위 내지 회사법 위반시 이사 취임이 금지되는 규정을 가진 영국에서도 회사법상 이사의 결격사유는 다소 좁게 정하고 있고<sup>47)</sup>, 불법행위 내지 회사법규 위반자의 경우 취업금지기간이 15년으로 제한되어 있는 점, 취임 금지는 법원의 결정을 거치는 것으로 하고 있는 입법례를 참고할 필요가 있다.<sup>48)</sup>

### 3) 사외이사후보추천위원회

2015.6.17 김기준의원이 대표 발의한 상법일부개정법률안[의안번호 15620]에서는 대주주의 독단적 경영에 대한 사외이사의 견제 및 감시의 중요성이 강조됨에 따라 사외이사의 독립성을 보장할 필요성이 더욱 증대되고 있지만 그 실효성은 갈수록 떨어지고 있다고 진단하고, 사외이사의 독립성은 상장회사의 경우에 더욱 강조되고 있지만, 현행 상법에서는 대통령령이 정하는 일정한 상장회사의 경우 사외이사 후보추천위원회를 설치하여 그 위원회의 추천을 받은 자 중에서 사외이사를 선임하도록 하도록 하고 있고 그 구성과 관련하여서는 사외이사가 사외이사 후보추천위원회 총위원의 과반수가 되도록 구성하여야 한다는 제한만 있을 뿐 사외이사 외의 위원에 대한 자격 제한 규정이 없어 대주주 등이 직접 사외이사 후보추천위원회의 위원이나 위원장이 되어 사외이사 후보 선정에 막강한 영향력을 행사하는 문제가 발생하고 있다고 지적하고, 따라서 최대주주 및 그의 특수관계인은 사외이사 후보추천위원회의 위원이 될 수 없도록 하고 있다.

이는 중립적인 사외이사 후보추천위원회를 구성할 수 있도록 함으로써 사외이사의 독립성을 제고하고, 이를 통하여 대주주의 독단경영에 대한 감시 및 견제를 강화하고자 한데 따른 것이다.

현행 상법상 사외이사는 주주총회에서 선임되지만(상법 제382조 제1항), 주주총회에서 사외이사 후보를 추천하는 기관은 상법상 자산규모에 따라 이원화되어 있다. 즉 자산총액 2조원 미만인 상장회사의 경우에는 이사회가 되지만(상법 제393조 제1항), 자산총액 2조원 이상인 상장회사는 사외이사후보추천위원회(상법 제542조의

46) 문광섭, 상법일부개정법률안(서기회의원 대표발의)검토보고서, 2014.2. 9~11면. 참조.

47) John Davies, A Guide to Directors' Responsibilities under the Companies Act 2006, The Association of Chartered Certified Accountants(ACCA), at 16.(<http://www.accaglobal.com/content/dam/acca/global/PDF-technical/business-law/tech-tp-cdd.pdf>)

48) Company Directors Disqualification Act 1986, section 11

8 제4항, 제5항)가 된다. 이 때 소수주주도 주주제안권을 행사하여 사외이사후보를 추천할 수 있다(상법 제363조의2, 제542조의 6 제2항, 제542조의 8 제5항 제2문).

사외이사의 독립성과 관련하여 회사의 규모와 상관없이 사외이사후보를 대부분 최대주주·특수관계인 및 경영진이 추천하는 것이 문제라는 것은 학계에서도 빈번히 지적되어 온 바 있다.<sup>49)</sup> 이에 대해 기업측에서는 사외이사추천인은 최대주주 및 특수관계인이거나 경영진이 많기는 하지만, 이러한 경우에도 사외이사 후보자와 최대주주내지 경영진과는 아무관계가 없는 경우가 많고, 실제 사외이사가 이사회에서 의사 결정시 최대주주, 경영진, 외부인 등의 의견에 관계없이 독자적으로 의사결정을 하는 것으로 나타나고 있다고 반론하고 있다. 즉 운영과정에서 사외이사들이 전문가입장이나 평판, 책임 등을 고려하여 독자적 의사결정을 한다는 것이다.<sup>50)</sup>

그러나 최근의 연구결과에 의하면 사외이사들이 실제 경영자로부터 상당히 영향을 받고 있음이 나타나고 있다. 때문에 이러한 영향을 사전에 차단하는 방안으로서의 제안은 긍정적이라고 본다.<sup>51)</sup> 다만, 앞서 서술한 바와 같이 이러한 규정의 적용을 의무화할 경우 대규모 상장회사 144개 회사에만 적용되기 때문에 지배구조의 건전화를 충분히 달성할 수 있는지는 의문이다. 비록 자산규모 2조원 이하의 기업들도 자발적으로 준수할 수는 있을 것이나 실제 그러할지는 회의적이다. 이러한 점에서 기업들이 모범실무관행(best practice)을 준수하려는 인센티브를 주는 방법이 보다 모색될 필요가 있다.

#### 나. 이사책임한도 삭제

2012. 7. 26. 이목희의원이 대표발의한 상법일부개정법률안(의안번호 886)에서는 우리나라의 경영 현실에서 불법행위자인 이사는 재벌총수의 일가족이거나 그 친인척인 경우가 대다수로서 회사의 소유와 경영이 일치되는 경우가 많지만 상법에서 불법행위로 회사에 손해를 끼친 이사에 대하여 손해액이 이사 연보수액의 6배가

---

49) 대표적으로 정찬형, “사외이사제도의 실질화를 위한 입법과제”, 사외이사 개선방안 세미나, 2012. 6.12. 자료집 9면. 다만 그에 대한 개선방안으로 사외이사후보추천위원회를 폐지하고 이사회가 인력 풀이 풍부한 외부의 전문기관으로부터 추천을 받는 것을 의무화하여 주주총회에 사외이사후보를 추천하게 하는 것이 선임면에서 독립성에 더 실효를 거둘 수 있다고 주장하고 있다. 세미나자료집, 16면. 참조.

50) 이원선, “사외이사제도의 실질화를 위한 입법과제”, 사외이사 개선방안 세미나, 2012.6.12. 세미나자료집 26면 이하.

51) 이러한 경우 초기 경영자와 친분이 있어 선임된 사외이사의 영향력이 발휘되는 경우도 있겠지만, 이는 친분이 있는 사외이사를 선임한 경영자가 교체되면 사외이사에 대한 영향력이 어느 정도 배제될 수 있을 가능성이 있다. 김재훈·이화령, 전개논문, 7면. 참조.

초과될 경우 6배까지만 배상하도록 하고 있어 이사가 경영상의 주의를 다하는데 소홀하게 됨으로써 책임한도를 초과하는 대규모 경영손실이 발생하는 상황이 되지 않는다고 장담할 수 없다고 진단하고, 이에 따라 이사의 책임을 연보수액의 6배로 제한하는 현행 상법 제400조 제2항 규정을 삭제하여 재벌이 소유하고 경영하는 회사의 경영상 책임소재를 철저히 추궁하도록 하는 방안을 제안하고 있다.

현행 상법 제400조에서는 이사의 책임에 대하여 총주주의 동의에 의한 면제(제1항) 외에도 정관에서 정하는 바에 따라 책임 일부를 감경할 수 있도록(제2항) 규정하고 있다. 즉 이사의 회사에 대한 책임 중 이사의 최근 1년간의 보수액의 6배(사외이사의 경우 3배)를 초과하는 금액에 대하여 면제할 수 있다. 다만, 이사의 고의·중과실로 인한 경우와 경업금지(제397조), 회사기회 유용(제397조의2) 및 자기거래금지(제398조)를 위반한 경우에는 책임면제가 허용되지 않는다.

개정안은 사후적으로 이사책임을 묻고자 하는 경우에 주주대표소송이나 증권집단소송이 적극적으로 활용되지 못하고 있는 현실과 실제 소송에서 주주가 이사의 고의나 중과실을 밝히기 어려운 상황을 고려하고 있고, 회사의 경영상 책임을 철저히 추궁하려는 취지로 이해되나, 이에 대해서는 몇 가지 점에서 추가로 고려가 필요할 것으로 보인다. 즉 이사책임감면제도의 도입은 정관변경절차를 거치지 않으면 허용되지 않기 때문에 이러한 절차를 통해 전체 주주의 의사를 반영할 수 있고, 이사의 고의·중과실의 경우에는 제외하고 있으며, 사외이사의 경우 내부정보접근성은 제약이 큰 반면 책임은 이사로서 동일하게 지는 점에서 매우 엄격한 측면이 있음을 함께 고려할 필요가 있다. 더욱이 이러한 조항이 도입되지 않았던 때에도 이미 법원에서 이사의 손해배상액을 감경하는 경우가 적지 않았던 점을 고려하여 이를 법률로 제도화한 것이라는 점을 고려할 필요가 있다.<sup>52)</sup> 즉 이 규정이 없다고 하더라도 법원에서 실무로 손해배상액을 감액할 수 있다.<sup>53)</sup>

## (2) 주주권 강화 및 행사 용이화 방안

### 가. 감사위원 분리선출안

2015.5.21. 우윤근의원이 대표발의한 상법일부개정법률안[의안번호 15220]에서는

52) 이에 관한 상세내용은 문광섭, 상법일부개정법률안(이목희의원 대표발의) 검토보고, 2012.11. 4~6면. 참조.

53) 다만, 그 논거는 손해분담의 공평성이라는 측면에서 하는 점에서 차이가 있다. 대법원 2005.10.28. 선고, 2003다69638판결; 서울남부지방법원 2006. 8.17선고, 2003가합1176판결; 서울중앙지방법원 2009. 1.9선고, 2006가합78171판결; 서울중앙지방법원 2010. 2.8선고, 2008가합47867판결; 대구고등법원판결 2012.8.22.선고, 2011나2372판결 참조.

감사에 갈음하는 감사위원회위원은 선임된 이사 중에서 선임되기 때문에 대주주의 의결권이 제한되어 선임되는 감사에 비하여 독립성이 저해된다는 진단하고, 이를 개선하는 방안으로서 의무적 감사위원회설치 상장회사는 주주총회에서 감사위원회 위원이 되는 이사를 다른 이사들과 분리하여 선임하도록 하는 방안을 제시하고 있다. 이는 선임단계에서부터 대주주의 의결권이 제한되도록 하여 감사위원회위원의 독립성을 확보하고자 하기 위함이다.

2013. 9.10 서기호의원이 대표발의한 상법일부개정법률안[의안번호 6760]에서도 감사위원이 되는 이사를 다른 이사와 분리해서 선임하도록 하지만, 선임단계에서 최대주주 등의 의결권을 사외이사인 감사위원과 사외이사가 아닌 감사위원을 구분하지 않고 합산 3%룰로 제한하는 방안을 제시하는 점에서 우윤근의원안과는 차이를 보이고 있다.<sup>54)</sup>

현행 상법	우윤근의원안	서기호의원안
제542조의12(감사위원회의 구성 등) ① (생략)	제542조의12(감사위원회의 구성 등) ① (현행과 같음)	제542조의12(감사위원회의 구성 등) ① (현행과 같음)
② 제542조의11제1항의 상장회사는 주주총회에서 이사를 선임한 후 선임된 이사 중에서 감사위원회위원을 선임하여야 한다.	② -----감사위원회위원이 되는 이사를 다른 이사들과 분리하여-----	② -----감사위원회위원이 될 이사를 다른 이사와 분리하여-----
③ 최대주주, 최대주주의 특수관계인, 그 밖에 대통령령으로 정하는 자가 소유하는 상장회사의 의결권 있는 주식의 합계가 그 회사의 의결권 없는 주식을 제외한 발행주식총수의 100분의 3을 초과하는 경우 그 주주는 그 초과하는 주식에 관하여 감사 또는 사외이사가 아닌 감사위원회위원을 선임하거나 해임할 때에는 의결권을 행사하지 못한다. 다만, 정관에서 이보다 낮은 주식 보유비율을 정할 수 있다.	③ -----감사위원회위원이 되는 사외이사가 아닌 이사를-----	③ -----감사위원회위원을-----
④ 대통령령으로 정하는 상장회사의 의결권 없는 주식을 제외한 발행주식총수의 100분의 3을 초과하는 수의 주식을 가진 주주는 그 초과하는 주식에 관하여 사외이사인 감사위원회위원을 선임할 때에 의결권을 행사하지 못	④ -----감사위원회위원이 되는 사외이사를-----	<삭 제>

54) 2013. 7.7 입법예고한 법무부 상법개정안에서도 감사위원을 맡을 이사를 다른 이사와 분리선출하도록 하였으며, 적용대상은 의무적·자발적 감사위원회 설치를 하는 상장회사가 된다. 아울러 대주주의 3% 초과 의결권 제한과 관련해서는 감사위원을 맡을 사외이사 선임시 대주주 3%초과 의결권 제한을 하는 반면(단순 3%), 감사위원을 맡을 사내이사 선임시는 최대주주(특수관계인 포함)하여 합산 3% 의결권 제한규정이 각각 적용되는 것으로 하고 있다.

<p>한다. 다만, 정관에서 이보다 낮은 주식 보유비율을 정할 수 있다.</p> <p>⑤·⑥ (생략)</p>	<p>-----, -- ----- ----- ---</p> <p>⑤·⑥ (현행과 같음)</p>	<p>⑤·⑥ (현행과 같음)</p>
--	--	---------------------

주주총회에서 감사위원회위원이 되는 이사를 다른 이사와 분리하여 선임하도록 하는 이른바 ‘분리선출방안’에 대해서는 그간 찬반의견이 적극적으로 개진된 바 있다.<sup>55)</sup> 찬성의견<sup>56)</sup>들은 이같은 방안이 우리나라에서 감사위원의 독립성을 제고할 수 있다고 본다. 이러한 입장은 기존의 감사 선임의 경우 지배주주의 의결권을 제한하는 제도의 취지를 감사와 동일한 역할을 하는 감사위원 선임에 있어서도 동일하게 적용하도록 하는 것으로 선임단계에서 지배주주로부터 감사위원의 독립성을 확보할 수 있다고 본다. 또한 이를 통해 대주주의 3% 의결권 제한 제도가 의미 있는 제도로 복원되는 측면이 있다고 보고 있다. 반면에 반대견해<sup>57)</sup>들은 감사가 아닌 이사 선임시에 이러한 제한은 주식 평등의 원칙에 위반된다고 주장한다. 즉 감사위원도 이사로서 이사회 의결권에 참가하기 때문에 감사와 동일시할 수는 없고, 이사회는 기업의 의사결정과 업무 집행이라는 역할을 수행하는 기관이고 그 구성원인 이사 선임에 대한 의결권 행사는 그 주주가 회사 경영에 참여해서 지배권을 실현하는 핵심 수단이라는 점에서 감사위원이 되는 이사의 분리 선임을 강제하면서 대주주 의결권을 3%까지 제한함에 따라서 주식 평등이나 1주 1의결권 원칙의 예외를 과도하게 인정하는 것이라고 주장하고 있다. 한편으로, 분리해서 이사를 선임하게 하는 방식은 집중투표제의 실효성을 저하할 가능성이 있다고 비판한다. 집중투표제는 2인 이상의 이사선임을 목적으로 하는 주주총회의 소집이 있는 경우에만 적용되는 제도이기 때문에(상법 제382조의2) 회사가 이사 1인만을 선임하는 경우에는 적용이 없기 때문이다.

이처럼 이사회 독립성과 책임성을 강화시키려는 동일 목적을 가진 제도들간에 서로 상충되는 점이 있다는 반대론의 지적은 수긍할 만하다. 다만, 집중투표제가 의무화된다고 하여도 기업들은 얼마든지 그 이용을 제약할 수 있다. 즉 이사 1인을 선임하는 안전을 제출하여 적용을 회피할 수 있다. 이러한 점에서 감사위원의 선임과 관련하여서는 대주주의 의결권제한규정을 두고 있는 취지<sup>58)</sup>를 고려하여 입

55) 제334회-법제사법소위 제2차(2015년 7월 2일) 회의록 30면. 참고.  
 56) 찬성론의 논거를 잘 정리한 글로는 김태진, “2009년 1월 상법개정에 의하여 감사위원인 사외이사 선임방법과 소수주주권 보호는 개선되었는가? - KT&G사건을 계기로”, 증권법연구 11권 3호, 증권법학회, 2010, 259면 이하 참조.  
 57) 반대논거를 정리한 글로는 고창현, 기업지배구조 상법 개정 제2차 공청회 토론문, 2013.9.10., 자료집 3면; 신창균, “감사위원의 분리선출 논란과 그 위상”, CG Review vol.71, 한국기업지배구조원, 49~60면 참조.  
 58) 2000년 증권거래법 개정으로 감사위원회 선임시 3% 의결권 제한규정이 신설된 것으로 이는 개정경

법적으로 결정할 수 있다고 생각된다. 감사위원회로 하여금 적절한 감사기능을 수행하도록 하기 위해서는 감사의 권한에 상응하게 하는 것은 물론 대등할 수 있는 일체의 지위 확보가 중요하기 때문이다.<sup>59)</sup>

#### 나. 집중투표 의무화안

2013.2.12. 정호준의원이 대표발의한 상법일부개정법률안[의안번호 3690]과 2013.6.4 이만우의원이 대표발의한 상법일부개정법률안[의안번호 5302], 그리고 2015.5.12. 우윤근의원이 대표발의한 상법일부개정법률안[의안번호 15220]은 모두 집중투표제의 의무화를 제안하고 있다.

이는 1998년 상법에 처음 도입된 이후 기업지배구조 개선을 위한 노력의 일환으로 소수주주권 보호를 위해 기업의 자율적 도입을 정부가 적극 권장해 왔으나<sup>60)</sup> 대부분의 기업들이 정관에서 배제함으로써 실제 이용이 쉽지 않은 현실<sup>61)</sup>을 감안한 것이다.

정호준의원안	이만우의원안	우윤근의원안
제542조의8(집중투표제에 관한 특례) ① 상장회사는 제382조의2제1항에도 불구하고 집중투표를 정관으로 배제하여서는 아니 된다. ② 상장회사가 주주총회에서 2인 이상의 이사를 선임하는 경우에는 제382조의2제1항에 따른 주주의 청구가 없어도 집중투표의 방법으로 이사를 선임하여야 한다. 이 경우 해당 총회 소집공고에	제382조의2(집중투표) ① 2인 이상의 이사의 선임을 목적으로 하는 총회의 소집이 있을 때에는 의결권 없는 주식을 제외한 발행주식총수의 100분의 3이상에 해당하는 주식을 가진 주주는 회사에 대하여 집중투표의 방법으로 이사를 선임할 것을 청구할 수 있다. ② ~ ⑥ (현행과 같음)	제542조의7(집중투표에 관한 특례) ① 자산 규모 등을 고려하여 대통령령으로 정하는 상장회사에서 2인 이상의 이사의 선임을 목적으로 하는 총회가 있는 경우 제542조의6제2항에 해당하는 주식을 보유한 주주는 회사에 대하여 집중투표의 방법으로 이사를 선임할 것을 청구할 수 있다. ② 제1항의 청구는 주주총회일

위나 문안면에서 감사위원회의 성격에 대한 이해부족과 감사와의 차이를 간과한 것에 기인한 것으로 입법적 실수라고 지적하는 견해도 있다. 이에 대해서는 고창현, 전계토론문, 4면.; 반면 이에 대해 감사위원회 의무설치 법인의 경우 의결권 없는 주식을 제외한 발행주식총수의 100분의 3을 초과하는 수의 주식을 가진 주주는 그 초과하는 주식에 관하여 감사선임에 있어서 의결권을 행사할 수 없고, 회사는 정관으로 위 비율보다 낮은 비율을 정할 수 없다는 상법 제409조 제2항 및 제3항의 규정은 감사위원회 위원이 되는 사외이사의 선임에 관하여 준용하고 있어 주주총회에서의 선임을 전제로 한다는 해석이 일반적이라는 데 근거한다면 대주주의 의결권 제한은 같은 논리에서 적용이 가능할 것으로 보인다.

59) 조고, “회사법상 감사위원의 선·해임관련규정의 문제점과 바람직한 입법방향”, 상장회사 감사회 회보, 2007.9(제93호), 3면. 참조.

60) 2005년 공정위 ‘시장개혁 3개년 로드맵’에서 대규모 기업집단에 속하는 회사가 순자산액의 25%를 초과해 계열사에 출자할 수 없도록 한 출자총액제한제도의 졸업 요건 중 하나로 지배구조 모범기업 요건을 마련하여 ‘집중투표제, 서면투표제, 내부거래위원회, 사외이사후보추천위원회, 자문단’ 중 3가지 이상을 설치·운영하는 회사의 경우 출자총액제한 제도에서 졸업할 수 있도록 하였다(공정거래법 제10조 제7항 제4호 및 동법 시행령 제17조의9 제1항).

61) 2012. 4. 1 현재 유가증권시장 주권상장법인 734개사 대상(외국회사 6개사 제외)으로 집중투표제를 도입하고 있는 상장회사중 시가총액 상위 100대 기업중 집중투표제 채택기업은 4개에 불과하다. 사외이사제도 개선을 위한 법무부·금융위원회 공동세미나자료집, 2012. 6.12. 98면 참조.

<p>집중투표의 방법으로 이사를 선임한다는 내용을 포함하여 공고하여야 한다.</p>		<p>(정기주주총회의 경우에는 직전 연도의 정기주주총회에 해당하는 그 해의 해당일. 이하 제542조의8제5항에서 같다)의 6주 전까지 서면 또는 전자문서로 하여야 한다.</p> <p>③ 제1항의 적용을 받지 않는 상장회사가 정관으로 집중투표를 배제하거나 그 배제된 정관을 변경하려는 경우에는 의결권 없는 주식을 제외한 발행주식총수의 100분의 3을 초과하는 수의 주식을 가진 주주는 그 초과하는 주식에 관하여 의결권을 행사하지 못한다. 다만, 정관에서 이보다 낮은 주식 보유비를 정할 수 있다.</p> <p>④ 제1항의 적용을 받지 않는 상장회사가 주주총회의 목적사항으로 제3항에 따른 집중투표 배제에 관한 정관변경에 관한 의안을 상정하려는 경우에는 그 밖의 사항의 정관 변경에 관한 의안과 별도로 상정하여 의결하여야 한다.</p>
--	--	---

현행 상법 제382조의2에서는 100분의 3 이상에 해당하는 주식을 가진 주주는 정관에서 달리 정하는 경우를 제외하고는 회사에 대하여 집중투표의 방법으로 이사를 선임할 것을 청구할 수 있도록 되어 있다. 다만, 대규모상장회사의 경우에는 발행주식총수의 100분의 1 이상에 해당하는 주식을 가진 자에 대해 허용하고 있다(상법 제542조의7 제2항).<sup>62)</sup>

다만, 이들 입법안은 상세내용면에서 차이가 있는데, 예컨대 ①이만우의원안은 정관으로 집중투표를 배제할 수 있도록 하는 경우를 삭제해서 모든 회사에 대하여 집중투표를 의무화하고 있는데 반해 ②정호준의원안은 상장회사의 경우에만 의무화하고 있고 소수주주의 청구가 없어도 집중투표의 방법으로 이사를 선임하도록 하고 있다. 반면에 ③우윤근의원안은 자산 규모 등을 고려해서 대통령령으로 정하는 상장회사의 경우에 의무화하면서 소수주주권으로 집중투표를 청구할 경우 정관으로 배제를 할 수 없도록 하고 있다. 즉 위 입법안들의 경우 경영의 투명성이 높을 것으로 기대되는 상장회사, 그것도 규모가 큰 회사일 경우 더 필요하다고 보는지 여부 및 이 경우에도 소수주주권과 연계하여 인정하는지 여부에 따라서 차이가 있다<sup>63)</sup>.

62) 그 외 상장회사가 정관으로 집중투표를 배제하거나 그 배제된 정관을 변경하려는 경우에는 의결권 없는 주식을 제외한 발행주식총수의 100분의 3을 초과하는 수의 주식을 가진 주주는 그 초과하는 주식에 관하여 의결권을 행사하지 못하도록 하고 있다(상법 제542조의7 제3항). 아울러 상장회사가 주주총회의 목적사항으로 집중투표 배제에 관한 정관변경에 관한 의안을 상정하려는 경우에는 그 밖의 사항의 정관 변경에 관한 의안과 별도로 상정하여 의결하도록 하고 있다.

63) 2013. 7.17 법무부가 입법예고한 상법개정안에서는 일정 자산규모 이상의 상장회사의 경우 소수주권

그런데 이러한 방안의 모색은 지배주주의 사익추구 행위를 견제하고, 소수주주의 이익 보호 강화를 위한 이사 선임시스템의 개선이 필요한 상황에서 정관에 의해 집중투표 배제가 상식화된 상황에서 집중투표제도를 지배주주의 전권 방지 및 소수주주의 이익 보호 강화차원의 의의를 가진 규정으로 회복하기 위한 일환으로 이해된다.

이에 대하여 경제단체들은 반대논거로서 주로 집중투표제에 의해 선임된 이사들이 회사 전체의 이익보다 소수파주주의 이익을 대변하여 이사회운영의 효율성을 저해할 우려가 있으며, 집중투표제를 강제하는 외국의 입법례가 러시아, 멕시코, 칠레 등 일부 국가에 불과하다는 점을 들고 있다<sup>64)</sup>. 반면에 찬성견해들은 ①집중투표는 수인의 이사를 따로 선임할 때 행사할 수 있는 주주의 투표권을 동시에 행사하는 것에 지나지 않고 상법상 감사선임 시 지배주주의 3% 이상 의결권을 제한하고 있는 점 등을 고려하면 자본다수결 또는 주식의 비례적 가치에 반하지 않고, ②이사는 회사에 대하여 선관의무 및 충실의무를 부담하므로 집중투표로 선임된 이사들이 회사의 전체이익을 무시하고 분파적 행동을 할 것이라는 것은 기우에 불과하며, ③집중투표제를 의무화한 입법례가 적다는 것이 의무 도입의 직접적 반대 논거가 될 수 없다고 반박하고 있다.

반대의견들이 우려하는 바와 같이, 집중투표제도는 소수주주의 이익을 보호하는 것에 그 존재의의가 있는 제도라는 점에서 소수주주의 권리를 정확하게 반영하는 조직을 갖추게 하는 것에서 그치는 것이 아니고, 경우에 따라서는 소수주주가 마땅히 행사하여야 하는 범위를 초과하여 이사를 선임하는 경우도 없지는 않을 것으로 보인다. 이를 고려한다면 적용범위를 제한적으로 인정하는 것도 한 방법이 될 수 있을 것으로 보인다. 예를 들어 대형 상장회사에 대해서만 적용하는 예가 그것이다.

현행 규정상 집중투표로 선임된 이사일지라도 이사로서 선관의무와 충실의무를 부담하므로 이를 통한 책임추궁이 불가능하지 않으며, 해임 역시 통상의 경우와 같이

---

(001%/ 자본금 천억 이상 상장회사 : 0.05%)으로 집중투표의 실시 청구를 할 수 있도록 하고 있다.  
64) 이외에 미국에서는 상대적으로 비용과 노력이 많이 소요되는 위임장권유제도를 더 이용한다는 점에서 집중투표제도가 지배구조개선에 실효성이 크지 않다는 반증이 된다는 견해도 있다. 이에 대해서는 문상일, “기업지배구조 관련 입법 논의의 성과와 향후 과제”, 경영법률 제24집 제3호, 2014. 16면. 참조.

함으로써(상법 제385조) 남용방지책으로서 기능할 수 있을 것으로 보인다. 오히려 실무에서 사내이사와 사외이사 각각 1인을 선임하는 경우 집중투표제 대상에서 벗어나는 것으로 해석하거나<sup>65)</sup>, 이사 시차임기제 등 다양한 방법으로 집중투표제도의 실효성을 기대할 수 없게 하는 경우들도 쉽게 예상된다. 이러한 면에서 제도의 도입이 형해화되지 않도록 하는 방안이 함께 모색된다고 할 것이다. 대표적으로 집중투표제도가 원활하게 이용되도록 주주제안제도 역시 활성화될 필요가 있다.

#### 다. 전자투표 의무화안

2013.2.12. 정호준의원이 대표발의한 상법일부개정법률안(의안번호 3690)과 2013.6.7. 민병두의원이 대표발의한 상법일부개정법률안(의안번호 5368) 그리고 2015.5.12. 우윤근의원이 대표발의한 상법일부개정법률안(의안번호 15220)에서는 전자투표제도의 의무화를 제안하고 있다.

정호준의원안	민병두의원안	우윤근의원안
제542조의5(전자적 방법에 의한 의결권 행사에 관한 특례) 상장회사는 이사회 결의가 없어도 제368조의4에 따라 주주가 총회에 출석하지 아니하고 전자적 방법으로 의결권을 행사할 수 있도록 하여야 한다.	제368조의4(전자적 방법에 의한 의결권 행사) ① 회사는 이사회 결의로 주주가 총회에 출석하지 아니하고 전자적 방법으로 의결권을 행사할 수 있음을 정할 수 있다. 다만, 발행주식 총수의 100분의 3 이상에 해당하는 주식을 가진 주주의 요청이 있는 경우에는 이사회 결의로 주주가 총회에 출석하지 아니하고 전자적 방법으로 의결권을 행사할 수 있음을 정하여야 한다. ② ~ ⑤ (현행과 같음) ⑥ 회사는 제1항에 따라 전자적 방법에 따른 의결권을 행사하는 주주가 대리인을 통한 의결권 행사를 요청하는 경우 정관이 정하는 바에 따라 이를 허용할 수 있다. ⑦ 주주 확인절차, 전자적 방법에 따른 의결권 행사 시한, 전자적 방법에 따른 의결권 행사의 수정·철회 등 절차와 그 밖에 필요한 사항은 대통령령으로 정한다. 제542조의5(전자적 방법에 의한 의결권 행사에 관한 특례) ① ① 자산규모가 대통령령으로 정하는 기준 이상인 상장회사는 제368조의4제1항 단서의 요건을 충족하지 못한 경우에도 이사회 결의	제542조의14(전자적 방법에 의한 의결권 행사) 주주의 수 등을 고려하여 대통령령으로 정하는 상장회사는 제368조의4제2항부터 제6항까지의 규정에 따라 주주가 총회에 출석하지 아니하고 전자적 방법으로 의결권을 행사할 수 있도록 하여야 한다.

65) 권기범, 현대주식회사법론 3판, 2010, 삼영사, 660년.

	로 주주가 총회에 출석하지 아니하고 전자적 방법으로 의결권을 행사할 수 있도록 하여야 한다. ② 제1항에 따른 상장회사의 주주가 전자적 방법에 따른 의결권을 행사하는 것에 관 하여는 제368조의4제2항부 터 제7항까지의 규정을 준용 한다.	
--	--	--

다만, 이들 법률안의 상세내용면에서 다소 차이가 있는데, ①정호준의원안에서는 모든 상장회사에 대해서 전자투표제 도입을 의무화하고 있는데 반해 ②민병두의원안에서는 발행주식 총수의 100분의 3 이상에 해당하는 주식을 가진 주주의 요청이 있는 주식회사의 경우에만 할 수 있도록 되어 있고, 자산규모가 대통령령으로 정하는 기준 이상인 상장회사의 경우에도 마찬가지로 의무화하도록 하고 있다. 이는 전자투표제도가 이사회결의사항으로 되어 있어 이사회가 채택하지 않으면 안 되기 때문에 의무화가 이루어진다고 해도 의무화대상이 아닌 회사의 경우 주주들이 이를 원할 경우 의결권행사를 할 수 있는 전자적 기반을 마련해주기 위함이다. ③한편, 우윤근의원안에서는 ‘주주의 수’ 등을 고려하여 대통령령으로 정하는 상장회사에 대해서 전자투표 도입을 의무화하고 있는 점에서 차이가 있다. 즉 상법상 상장회사특례규정에서는 단계적으로 규정할 때 자산규모나 자본금을 기준으로 하지만, 전자투표제도의 경우 회사의 주주수가 분산되어 있어서 주주의 의결권을 결집하기 어려운 경우에 사용되는 제도이므로 주주수를 기준으로 해서 의무화하고 있다.

이들 법률안은 현행 상법상 주주가 주주총회 현장에 출석하거나 대리서면투표를 하는 대신 전자적 방법을 통해 의결권을 행사할 수 있는 전자투표제도를 도입하였으나(상법 제368조의4) 이는 임의에 맡겨져 있고, 주주총회 소집시 대부분의 주주들은 생업을 이유로 참석하지 못하거나 참석유인이 없는 것이 일반적인 점, 반면에 대주주나 친기업 주주들만이 참석하는 것이 통상이라 다양한 주주들의 의견이 제대로 기업경영에 반영되지 않는다는 문제가 과거부터 제기되어 온 점, 더우기 회사들의 정기주주총회 개최일이 매년 특정일에 집중되어<sup>66)</sup> 현실적으로 주주들이 총회에 참여하기 어렵고 회의진행이 어려운 상황을 고려한 것으로 보인다.<sup>67)</sup> 이러한 장애는 특히 주주총회 활성화를 가로막는 원인중의 하나로 진단되고 있다.

66) 상장회사협의회가 상장기업들을 대상으로 2010년 결산 주주총회 개최일을 조사해 본 결과 대부분의 회사들이 금요일인 3월 18일과 25일에 집중되어 있는 것으로 나타나고 있다.

67) 때문에 미국, 영국, 일본 등에서 전자투표를 의무화하지 않고 있고 이를 의무화한 입법례가 없음에도 불구하고 우리나라에서 의무화논의가 필요하게 된 것이라는 설명에는 황현영, “주주권 강화를 위한 전자투표제도의 법적 과제”, 법학논총 제30집 제4호, 한양대학교 법학연구소, 2013, 329면. 이미 전자투표를 의무화한 나라로는 대만과 터키가 있다.

적어도 전자투표제도를 통해 주주의 핵심권리인 의결권 행사가 확보될 수 있는 점에서 상장회사 전반에 확대하는 것이 바람직할 것으로 보인다. 실질적인 주주권 행사를 담보할 여러 가지 제반 환경이 보다 정비될 필요는 있는 점과 반대견해들이 제시하고 있는 우려<sup>68)</sup>도 고려한다면 단계적인 확대 도입도 가능할 것으로 보인다. 이 경우 대형 상장회사라고 하여도 실제 유통되는 주식수가 많지 않은 경우도 적지 않은바 주주수를 고려하는 것을 생각해 볼 수 있다.<sup>69)</sup> 이러한 입법례로 일본의 경우를 들 수 있는데, 일본에서는 주주수 1000명 이상인 회사의 경우 주주총회 소집통지를 전자적 방법으로 대체한 경우에 한해 주주의 전자투표 요구를 정당한 이유가 없는 한 수용하도록 의무화하고 있다(일본회사법 제312조 제2항, 제3항).

#### 라. 다중대표소송 도입안<sup>70)</sup>

2013. 3.25. 이명수의원이 대표발의한 상법일부개정법률안[의안번호 4246], 2013.4.5. 김영주의원이 대표발의한 상법일부개정법률안[의안번호 4397], 2013. 9.13 서기호의원이 대표발의한 상법일부개정법률안[의안번호 6822]과 2014. 2.6 이상민의원이 대표발의한 상법일부개정법률안[9291] 및 2015.5.12. 우윤근의원이 대표발의한 상법일부개정법률안[의안번호 15220]에서는 이른바 ‘다중대표소송’을 제안하고 있다.

“다중대표소송”이란 자회사, 손자회사 등에 이르는 3단계 지배종속관계까지도 지배회사의 주주가 손자회사 등에 대표소송을 제기할 수 있는 경우를 말하는 것으로, 이러한 점에서 보면 위의 4가지 안은 적어도 삼중대표소송까지 인정되는 점에서 다중대표소송에 포함된다.<sup>71)</sup>

68) 사적 자치의 원칙에서 회사의 자율에 맡겨야 한다는 견해가 있고, 주주총회 형해화 우려라는 점에서도 반대하는 입장이 있다. 즉 주주총회에서 전자투표를 하는 경우에 미리 전자투표를 하면 주주총회 현장 상황에 따라서 의결권 행사를 수정하거나 철회하는 것이 원칙적으로 금지되어 있기 때문에 주주총회의 상황에 따라 수정됐을 때 과연 전자투표가 어떤 식으로 해석될 것인지가 곤란한 점이 있고, 때문에 미리 주주총회에서 나오는 의견 교환을 반영하지 못한 상태에서 전자투표가 이루어진다는 점에서는 주주총회가 형해화될 우려가 있다는 것이다. 또 다른 반대견해로는 전자투표 자체가 보안상의 위험에 노출될 수 있다는 기술적인 문제에 대한 우려이고, 소액투자자의 경우 총회 참석보다는 본인 투자 목적으로 주식을 보유하는 경우가 있기 때문에 의결권 행사가 활성화된다는 것이 전자투표와 직결되지 않는다는 주장도 있다. 마지막으로 전자투표를 의무화하더라도 확실적으로 시행하는 경우에는 기존의 제도와 충돌하는 경우도 발생할 수 있어 단계적으로 시행하는 것이 필요하다고 한다. 이러한 다양한 견해들에 관해서는 국회회의록 19대 334회 2차 법안심사 제1소위원회, 30면. 참조.

69) 이와 관련하여 상장회사의 20%정도에 해당하는 주주수 1만명을 기준으로 의무화를 출발하고 단계적으로 확산하는 방안을 제시하는 견해로는 황현영, 전개논문, 334면.

70) 다중대표소송제도의 도입에 관해서는 이미 2006년 정부의 상법개정안과 2013년 상법개정안 상세히 논의 및 검토된 바 있다.

71) 이중대표소송만을 도입한다고 할 때에도 우리상법상 다른 회사의 발행주식의 총수의 100분의 50을 초과하는 주식을 모회사 및 자회사 또는 자회사가 가지고 있는 경우 그 다른 회사는 이 법의 적용에

다만, 이들 법률안의 상세내용에서는 다소 차이를 보이고 있는데, 예컨대 ①이명수의의원안의 경우 발행주식의 총수의 100분의 50 이상을 초과하여 소유하는 회사를 ‘출자회사’라고 표현하고 있고 그에 의해 소유되는 회사를 ‘피출자회사’라고 표현하는 반면, ②서기호의원안에서는 모자회사 개념이 아니라 ‘지배적 영향력’ 행사라는 개념을 도입하여 지배회사와 피지배회사로 규정하고 있고, ‘지배적 영향력’ 유무의 기준을 (i) 지배회사가 피지배회사의 발행주식 총수의 30/100을 초과하여 보유하거나 (ii) 독점규제 및 공정거래에 관한 법률 제2조 제2호에 따른 기업집단 소속 회사 중 지배회사가 대통령령이 정하는 바에 따라 피지배회사의 지배구조에 일정한 영향을 미치는 경우로 규정하고 있다. 한편, ③이상민의원대표발의안에서는 다른 회사의 발행주식총수의 30% 이상을 초과하는 주식을 가진 회사를 ‘다수지분출자회사’라고 표현하고 있고 소유되는 회사를 ‘피출자회사’라는 개념으로 정의하고 있을 뿐 지배회사·다수지분출자회사의 주주의 원고적격을 인정하는 점에서 차이가 없다. 반면, ④김영주의의원안과 ⑤이명수의의원안 그리고 ⑥우윤근의원안에서는 모자회사를 대상으로 하는 점에서 역시 차이를 보이고 있다.

그 외 ①김영주의의원안에서는 이종대표소송을 비롯하여 모회사주주의 자회사 회계장부열람권, 검사인선임청구권, 유지청구권등도 도입하는 것으로 하고 있으며, ②서기호의원안 역시 모회사주주의 회계장부열람권, 검사인선임청구권을 인정하고 있다.

한편, 현행 상법에서는 대표소송의 전단계로서 제소청구요건에 따라 주주는 이사회에 대하여 회사를 위하여 이사를 상대로 소송을 제기하여 줄 것을 청구하도록 하고 있는데(상법 제403조 제1항), 위 법안중에는 청구의 대상이 되는 상대방을 명시한 경우가 있는 경우와 그렇지 않은 경우로 구분된다. 즉 ①김영주의의원안·서기호의원안·이상민의원안·우윤근의원안에서는 자회사에 대하여 청구할 것을 명시하고 있는 반면, ②이명수의의원안에서는 그러한 부분이 명시되어 있지 않다.

이명수의의원안	김영주의의원안	서기호의원안	이상민의원안	우윤근의원안
제408조의2(주주의 이종대표소송) ① 회사의 발행주식의 총수의 100분의 1 이상에 해당하는 주식을 가진 주주는, 그 회사(이하 “출자회사”라 한다)가 다른 회사(이하 “피출자회사”라	제406조의2(주주의 이종대표소송 등) ① 발행주식 총수의 100분의 1 이상에 해당하는 주식을 가진 모회사의 주주는 자회사에 대하여 자회사 이사의 책임을 추궁할 소의 제기를 청	제406조의2(다중대표소송) ① 특정 회사에 대하여 지배적 영향력을 행사하는 회사(이하 “지배회사”라 한다)의 주주는 그 지배회사의 지배적 영향력을 받는 회사(이하 “피지배회사”라 한다)	제406조의2 (다중대표소송) ① 다른 회사의 발행주식 총수의 100분의 30을 초과하는 주식을 가진 회사(이하 “다수지분출자회사”라 한다)의 발행주식 총수의 100분의 1 이상에 해당하	제406조의2(다중대표소송) ① 모회사의 발행주식총수의 100분의 1 이상에 해당하는 주식을 가진 주주는 자회사에 대하여 자회사 이사의 책임을 추궁할

있어 그 모회사의 자회사로 본다는 규정을 갖고 있기 때문이다(상법 제342조의 2 제3항).

<p>한다)의 발행주식의 총수의 100분의 50을 초과하여 주식을 가진 경우에, 피출자회사의 이사의 책임을 추궁할 소의 제기를 청구할 수 있다.</p> <p>② 제176조제3항 및 제4항, 제403조제2항부터 제6항까지, 제404조부터 제408조까지의 규정은 본조의 소에 준용한다.</p> <p>③ 제1항의 소의 제기를 청구한 후 피출자회사에 대한 보유주식이 발행주식의 총수의 100분의 50 이하로 감소한 경우에도 제소의 효력에는 영향이 없다.</p> <p>④ 본조의 소는 피출자회사의 본점소재지의 지방법원의 관할에 전속한다.</p>	<p>구할 수 있다.</p> <p>② 자회사가 제1항에 따른 청구 받은 날부터 30일 이내에 소를 제기하지 아니할 때에는 제1항의 주주는 즉시 자회사를 위하여 소를 제기할 수 있다.</p> <p>③ 제2항에 따른 기간의 경과로 자회사에 회복할 수 없는 손해가 생긴 경우에는 제1항의 주주는 제2항에도 불구하고 즉시 소를 제기할 수 있다.</p> <p>④ 제2항 또는 제3항의 소를 제기한 후 모회사가 가진 자회사의 주식이 발행주식 총수의 100분의 50 이하로 된 경우에도 제소의 효력에는 영향이 없다.</p> <p>⑤ 제1항의 주주는 자회사의 회계장부와 서류의 열람 또는 등사를 청구할 수 있다. 이 경우 제466조를 준용한다.</p> <p>⑥ 제1항의 주주는 자회사의 업무집행에 관하여 부정행위 또는 법령이나 정관에 위반한 중대한 사실이 있음을 의심할 사유가 있을 때에는 자회사의 업무와 재산상태를 조사하게 하기 위하여 법원에 검사인의 선임을 청구할 수 있다. 이 경우 제467조를 준용한다.</p> <p>⑦ 제1항의 주주는 자회사의 이사가 법령 또는 정관에 위반한 행위를 하여 이로 인하여 자회사에 회복할 수 없는 손해가 생긴 경우에는 자회사를 위하여 자회사에 대하여 그 행위를 유지할 것을 청구할 수 있다.</p> <p>⑧ 제176조제3항</p>	<p>에 대하여 이사의 책임을 추궁할 소의 제기를 청구할 수 있다. 이 경우 다음 각 호의 어느 하나에 해당하면 지배적 영향력으로 본다.</p> <p>1. 지배회사가 피 지배회사의 발행주식 총수의 100분의 30을 초과하여 보유하고 있는 경우</p> <p>2. 지배회사 및 피 지배회사가 「독점규제 및 공정거래에 관한 법률」 제2조제2호의 기업집단에 소속되어 대통령령으로 정하는 바에 따라 지배회사의 지배구조에 영향을 미친다고 볼 경우</p> <p>② 피지배회사가 다른 회사의 지배회사로서 제1항의 요건을 충족한 경우 그 다른 회사는 제1항의 피지배회사로 본다.</p> <p>③ 제2항에서 피지배회사로 보는 회사는 제1항에 따른 원래의 지배회사에 대한 관계에서도 제1항의 피지배회사로 본다.</p> <p>④ 피지배회사가 제1항에 따른 청구를 받은 날부터 30일 이내에 소를 제기하지 아니할 때에는 제1항의 주주는 즉시 피지배회사를 위하여 소를 제기할 수 있다. 다만, 30일 이내에 피지배회사에 회복할 수 없는 손해가 생긴 염려가 있는 경우에는 즉시 소를 제기할 수 있다.</p> <p>⑤ 제4항의 소를 제기한 후 지배회사가 제1항 각 호의 요건을 충족하지 못하게 된 경우에도 제소의 효력에는 영향이 없다.</p> <p>⑥ 지배회사의 주</p>	<p>는 주식을 가진 주주가 그 다른 회사(이하 "피출자회사"라 한다)에 대하여 이사의 책임을 추궁할 소의 제기를 청구할 경우 제403조부터 제406조까지의 규정을 준용한다.</p> <p>② 피출자회사가 다른 회사의 다수 지분 출자회사인 경우 그 다른 회사는 제1항의 피출자회사로 본다.</p> <p>③ 제1항의 소의 제기를 청구한 후 다수지분 출자회사의 피출자회사에 대한 보유주식이 발행주식 총수의 100분의 50 이하로 감소한 경우에도 제소의 효력에는 영향이 없다.</p>	<p>소의 제기를 청구할 수 있다.</p> <p>② 제176조제3항·제4항, 제403조제2항부터 제6항까지, 제404조부터 제406조까지, 제407조 및 제408조의 규정은 본조의 소에 준용한다.</p> <p>③ 제1항의 소의 제기를 청구한 후 모회사의 자회사에 대한 보유주식이 발행주식 총수의 100분의 50 이하로 감소한 경우에도 제소의 효력에는 영향이 없다.</p> <p>④ 본조의 소는 자회사의 본점소재지의 지방법원의 관할에 전속한다.</p>
---	---	--	--	---

	<p>· 제4항, 제187조, 제403조제5항·제6항 및 제404조부터 제406조까지의 규정은 제2항 및 제3항의 소에 준용한다.</p>	<p>주는 피지배회사의 회계장부와 서류의 열람 또는 등사를 청구할 수 있다. 이 경우 제466조를 준용한다.</p> <p>⑦ 지배회사의 주주는 피지배회사의 업무집행에 관하여 부정행위 또는 법령이나 정관에 위반한 중대한 사실이 있음을 의심할 사유가 있을 때에는 피지배회사의 업무와 재산상태를 조사하게 하기 위하여 법원에 검사인의 선임 등을 청구할 수 있다. 이 경우 제467조를 준용한다.</p>		
--	--	--	--	--

현행 상법은 소수주주가 회사를 위하여 이사 등의 책임을 추궁할 목적으로 제기하는 “대표소송”을 규정하고 있으나(상법 제403조), 모회사의 주주가 자회사를 위하여 자회사 이사의 책임을 추궁하는 소를 제기하는 이중대표소송이나 다중대표소송<sup>72)</sup>에 대한 규정은 두고 있지 않다. 따라서 자회사의 이사가 임무해태 등으로 자회사에 손해를 발생시킨 경우 모회사의 주주가 해당 이사를 상대로 책임을 추궁할 수 있는 법적 수단은 공백이 있다고 할 수 있다.

이러한 다중대표소송의 도입과 관련하여 찬성견해들은 모회사 내지 지주회사의 주주보호차원에서 필요하다고 본다. 즉 자회사의 손해는 모회사의 손해로 귀결되기 때문에 손해의 궁극적인 당사자인 모회사 및 지주회사의 주주의 이익을 위하여 도입되어야 한다고 본다. 반면, 반대견해들은 대체로 주주 평등권 침해<sup>73)</sup>와 손해산정의 곤란 및 단순대표소송<sup>74)</sup>으로 충분하다는 점 그리고 남소 등의 부작용을 반대의 주된 논거로 들고 있다.<sup>75)</sup>

이러한 다중대표소송제도에 관해서는 이미 학계에서도 상당히 깊게 연구가 되어 있다.<sup>76)</sup> 이중 특기할만한 것은 이미 성문법에 의해 다중대표소송이 인정되는 국가

72) 관련회사가 3개 이상인 경우 ‘중복대표소송’ 또는 ‘다중대표소송’이라 한다.

73) 모회사의 주주는 자회사 주주에 비해 적은 수의 지분으로도 자회사의 이사에 대한 대표소송이 가능하여 모회사 주주와 자회사 주주 간 평등권 침해의 우려가 있다는 것이다.

74) 현행법상 모회사의 이사는 자회사를 감시할 의무가 있으므로 모회사 주주는 모회사 이사를 상대로 책임을 물음으로써 소기의 목적을 달성할 수도 있다고 본다.

75) 이들 찬반의 상세내용에 대해서는 문광섭, 상법일부개정법률안(서기호의원 대표발의) 검토보고, 2014.2. 9면. 참조.; 김지환, “다중대표소송제도의 도입에 관한 연구”, 바람직한 기업지배구조 관련 상법개정방안, 한국경제연구원 정책세미나, 한국경제연구원, 2013. 7.8 자료집 참조.

76) 최근의 연구로는 권재열, “2013년 상법상 다중대표소송 도입안에 관한 비교법적 검토”, 증권법연구,

들이 현재 다수에 달하고 있다는 점이다.<sup>77)</sup> 특히 2000년대 이후 회사법 개혁에 박차를 가하고 있는 국가들의 회사법개정 움직임이 주목할 만한 데, 이에는 캐나다회사법<sup>78)</sup>과 호주회사법<sup>79)</sup> 그리고 뉴질랜드회사법<sup>80)</sup>을 들 수 있다. 같은 아시아권에서도 마찬가지로의 변화를 보이는 점도 주목할 점이다. 예컨대 홍콩회사법에서도 다중대표소송을 허용하고 있으며<sup>81)</sup>, 일본 역시 회사법을 개정하여 허용한 바 있다.

아울러 이들 도입국가에서는 다중대표소송의 남용가능성<sup>82)</sup>을 우려하여 이에 대한 장치도 함께 마련하고 있다. 예컨대 보통법계의 국가의 경우 다중대표소송을 제기하기 위해서는 공통적으로 법원의 허가 내지 승인을 사전적으로 요구하고 있다.<sup>83)</sup> 대륙법계에 속하는 일본의 경우 모회사의 지분율이 100%이고 자회사의 주식 장부가액이 모회사 총자산의 20%를 초과하는 규모인 자회사에 한해서, 즉 완전자회사 이면서 장부가액이 모회사의 일정 규모 이상이 되는 경우에만 다중대표소송을 허용하고 있다(제847조의3). 또한, 일본은 우리와 달리 단순대표소송의 경우 단독주주권인 데 반해, 다중대표소송의 청구권자는 자회사의 완전모회사의 주주이면서 총의결권의 100분의 1 이상 또는 발행주식 총수의 100분의 1 이상을 가진 주주에 한하여 소수주주권으로 하고 있는 점에서 남용가능성을 고려하였다고 볼 수 있다. 여기에 추가적으로 남용의 가능성을 막고자 소제기가 주주, 제3자의 부정한 이익을 위한 경우 또는 회사에게 손해를 가할 목적인 경우에 불허하는 규정도 함께 마련하고 있다.

그런데 이들 입법예와 같이 완전모자회사 관계에서만 다중대표소송을 인정한다고 할 경우 그 범위는 매우 좁게 인정되며, 1주라도 다른 주주에게 배정할 경우 다중대표소송을 피할 수 있다는 결함이 있다. 이러한 점에서 실질적 지배력이 인정되는 수준으로 일응 보이는 상법상의 모자회사를 대상으로 다중대표소송을 인정하는

증권법학회 제14권 제2호, 2013년, 89면~111면.

77) 최근의 한 연구에서는 다중대표소송을 성문법으로 도입한 국가의 수만을 고려한다면 이의 도입은 국제적으로 거스를 수 없는 추세라고 표현하고 있다. 권재열, 전계논문, 107면. 참조 다만, 이 논문에서는 다중대표소송이 법논리적으로 자회사가 아니라 모회사의 이익을 위하여 권한을 행사하는 것이라는 점을 고려하여야 한다고 주장하고 있다.

78) 캐나다회사법 제238조; 상세내용은 권재열, 전계논문, 99면 이하 참조.

79) 호주회사법 제236조

80) 뉴질랜드회사법 제165조.

81) 홍콩회사법 제732조

82) 남용가능성에 대하여 두가지로 해석되는 경향이 있다. 그중의 하나는 불필요한 소송을 제기하면서 위협할 목적이 있는 경우이다. 다른 하나로는 모회사의 주주가 자신들의 이익을 위하여 자회사 혹은 자회사 소수주주를 희생하게 하는 소제기가능성을 들 수 있다.

83) 자세한 내용은 권재열, 전계논문, 101면~102면 참조. 이 논문에서는 모회사의 주주가 자신들의 이익을 위하여 자회사 혹은 자회사 소수주주를 희생하게 하는 소제기 가능성에 대해 우려하면서 성문법에 대표소송에 대해 명시적으로 근거를 두고 허용하는 국가에서도 이에 대한 저지차원에서 법원의 사전승인을 요하고 있다고 소개하고 있다.

것이 일견 타당할 것으로 보여진다. 왜냐하면 실제 동일체 수준으로 볼 수 있는지는 지분율에 의하여서만 결정할 수는 없지만, 그 외의 기준으로 판단할 경우 판단이 쉽지 않음을 고려하여 볼 때 회사법에 이미 제도화된 모자관계의 기준을 활용하는 것이 대안이 될 수 있다고 본다.

또한, 다중대표소송의 근거가 무엇인지에 대해서는 법인격부인의 법리 뿐 아니라 충실의무이론, 다중대표소송에 의한 모회사의 손해보전과 임원들에 대한 위법행위 방지등 다양한 각도에서 설명할 수 있는 점<sup>84)</sup>도 고려할 필요가 있다.<sup>85)</sup>

한편, 이중대표소송의 도입에 원칙적으로 찬성하면서 사전 제소청구절차를 현행 단순대표소송을 준용하는데에는 문제가 있다는 지적이 있다.<sup>86)</sup> 이러한 지적은 현행 상법에서 주주가 대표소송을 제기하기에 앞서 회사에 이사의 책임을 추궁하는 소의 제기를 청구하고, 회사가 이러한 청구를 받은 날로부터 30일 이내에 소를 제기하지 않은 때 대표소송을 할 수 있다고 규정하고 있는데서(상법 제403조 제1항~제3항) 근거한다. 즉 회사에 대하여 제소청구를 하였으나 30일이 경과하기 전에 대표소송을 제기하더라도 그러한 고려기간 불준수로 인한 하자는 대개 치유되는 것으로 보는 법원의 경향을 우려하여 대표소송 제기절차가 실무에서 매우 완화되어 있어 이러한 절차가 다중대표소송에도 준용될 경우 문제가 있다고 지적하고 있다.

그런데 이러한 실무는 달리 보면 주주가 30일 준수기간이 경과되기 전에 소를 제기한 경우라도 대표소송 제기의 청구를 받은 회사가 소를 제기하는 경우 주주는 소를 취하하면 되기 때문에 크게 문제는 되지 않을 것으로 보인다. 또, 반대로 회사가 청구가 있는 뒤 30일이 경과했음에도 불구하고 소를 제기하지 않은 경우에는 준수기간 경과 전에 주주가 한 소의 제기는 하자가 없는 것이 되기 때문에 크게 법원의 실무가 완화되어 있다고는 보여지지 않는다. 이러한 점에서 단순대표소송에 관한 규정을 준용하여도 문제는 없을 것으로 보인다. 더욱이 단순대표소송에 준하는 경우와 달리 엄격히 할 경우 완전모자회사관계에서만 도입하는 방안과 결

84) 손영화, “기업집단경영과 회사법상의 과제”, 증권법연구 제14권 제2호, 2013. 증권법학회, 328면 참조.

85) 그 외 입법적으로 미국의 경우만 보더라도 모회사의 자회사에 대한 지분율이 100%인 경우는 물론, 이에 미치지 못한 경우에도 다중대표소송이 인정되기도 하는 점에서 적어도 모회사가 자회사를 사실상 지배하는 경우에는 다중대표소송을 인정하는 것을 참고할 필요가 있다.

86) 실무에서 회사에 대하여 제소청구를 하였으나 30일이 경과하기 전에 대표소송을 제기하더라도 그러한 고려기간 불준수로 인한 하자는 대개 치유되는 경향과 소수주주의 제소청구가 있는 경우 감사는 소를 제기할 것인지의 여부에 관한 재량권이 없어서 30일의 고려기간이 경과하면 반드시 소를 제기하는 것으로 보는 해석 등 우리 상법상 주주대표소송 제기절차면에서 매우 완화되어 있음에도 불구하고 이러한 단순대표소송의 요건과 절차를 다중대표소송에도 그대로 준용하는 것은 문제라고 지적하고 있다. 이에 관해서는 권재열, 전제논문, 108~109면. 참고.

합하여 시행될 경우 실제 이중대표소송을 이용하는 것을 매우 어렵게 만들 가능성이 있어 도입되더라도 실효성이 크지 않을 것으로 보인다.

한편, 다중대표소송을 비롯하여 모회사주주의 자회사 회계장부열람권, 감사인선임 청구권, 유지청구권 등을 도입하는 방안과 관련하여서는 다중대표소송을 인정하는 것과 동일한 논거에서 적어도 모회사의 주주들이 직접 자회사에 대하여 회계장부 등의 열람·등사의 청구 및 대표소송의 사전적 조치인 상법 제402조의 유지청구권 등은 함께 허용하는 것이 실효성을 높이는데 기여할 것으로 보인다.<sup>87)</sup>

## 바. 대표소송제도 개선안

2013. 9.13 서기호의원이 대표발의한 상법일부개정법률안[의안번호 6822]에서는 대표소송을 단독주주권으로 보장하는 내용의 안을 제안하고 있고, 2015.5.12. 우윤근의원이 대표발의한 상법일부개정법률안[의안번호 15220]에서는 대표소송에 관한 정보 및 소송참가 기회 확대 및 소송유지를 위해 회사가 제소청구를 받고도 소송을 제기하지 않은 경우 그 이유를 주주에게 통지하도록 의무화하면서 아울러 주주가 대표소송 제기후 합병 등으로 주주자격을 상실한 경우에도 대표소송 원고적격을 인정하며, 대표소송 제기시 회사로 하여금 지체 없이 이를 주주에게 통지 및 공고를 의무화하며, 회사 외에 다른 주주들도 대표소송에 참가하도록 허용하는 안을 제안하고 있다. 이는 입법적으로 일본에서 부제소이유를 주주들에게 통지하도록 하고 있고(일본회사법 제847조), 회사의 이사에 대한 소송제기 및 주주로부터 소송의 고지를 받은 경우 소송사실을 공고 내지 통지를 함으로써 다른 주주들이 소송에 참가하는 것을 보장하는 것을 참고한 것으로 보인다.

현행 상법상 소수주주가 대표소송을 제기한 경우에 소수주주는 회사에게 소송참가의 기회를 주기 위하여 지체 없이 회사에 대하여 그 소송의 고지를 하여야 하며(제404조 제2항 및 제408조의9), 회사는 소수주주가 제기한 대표소송에 참가할 수 있다(제404조 제1항, 제408조의9). 즉 대표소송 사실의 고지와 이에의 참가대상에서 여타 주주는 제외되어 있다. 이는 많은 주주의 소송 참가시 부당하게 소송을 지연시키거나 법원의 부담을 가중하게 할 염려가 있기 때문에 소수주주가 제소한 경우에 한해서 회사만이 소송참가를 할 수 있게 한 것으로 해석된다(제404조 제1항, 제408조의9).<sup>88)</sup>

우리나라의 경우 그간의 대표소송 제기건수를 고려할 때 다른 주주들의 관심 제고

87) 천경훈, “기업집단의 법적 문제 개관”, BFL 제59호, 금융법센터, 2013.5, 16면.

88) 정승화, “주주대표소송의 활성화를 위한 소고”, 상사판례연구, 제26집 제2권, 한국상사판례학회, 2013.6. 41면.

및 참여를 유도하여 지배주주와 이사의 책임을 사후적으로 추궁하는 장치로서 본 연의 기능을 하도록 법률안과 같은 방안이 필요하다고 볼 여지가 없지 않다. 그러나 다음의 점에 대한 추가적인 고려가 필요할 것으로 보인다. 즉 오히려 이러한 제도가 대표소송의 원활한 진행을 가로막을 가능성도 없지 않다는 점이다. 즉 이러한 통지 및 공고로 인해 생각이 다른 주주 내지 이사로부터 영향을 받는 다른 주주들도 소송에 참여함으로써 대표소송의 원활한 진행을 방해할 가능성이 있기 때문이다.<sup>89)</sup>

#### IV. 의원발의 법률안에 비추어본 기업지배구조법제 접근에 관한 몇가지 제안 : 결론에 갈음하여

##### 1. 접근대상

앞서 살펴본 바와 같이 지난 3년간 의원발의 법률안들의 주된 초점이 이사회와 독립성 강화 및 주주의 권리행사 강화에 맞추어져 있음을 알 수 있다. 이는 우리 지배구조의 현재 좌표를 그대로 보여주고 있다고 평가할 수 있다.

그러나 이러한 진단에도 불구하고 현재 우리나라 기업들의 소유집중도를 고려할 때 이들 방안만으로는 실효성을 기대하기는 어렵다고 본다. 즉 사후적으로 책임 추궁이 용이할 수 있도록 이를 뒷받침하는 제도들도 함께 완비되어야 할 것이다. 이는 향후 회사법상의 사전적인 규제를 대폭 완화시키는 상쇄효과도 기대할 수 있는 이점이 있다.

##### 2. 규제기법

이사회 구성과 운영과 같은 규범에 대해서는 연성규범을 활용하거나<sup>90)</sup> 다른 법제

---

89) 이에 대해 회사가 이사에게 책임을 추궁하는 소송을 제기하고, 이를 주주들에게 알리지 않고 화해를 할 경우 주주의 대표소송권을 박탈하는 결과가 될 수 있다는 비판이 있다. 황현영, “주주대표소송 활성화 위한 법적 과제”, 기업법연구 제27권 제4호, 기업법학회, 18면. 참조. 때문에 먼저 제소한 원고주주만 소송의 독점을 인정할 이유가 없고 주주대표소송 판결의 효력은 원고주주 이외의 다른 주주에게도 사실상 영향이 미치므로 다른 주주들도 소송에 참가할 수 있도록 명문화하는 것이 필요하다고 한다. 이러한 견해들에 찬성하는 입장으로는 노혁준, 회사소송제도의 개선을 위한 연구, 법무부연구용역보고서, 서울대학교 법학연구소, 2012. 124면. 참조.

90) 이에 비해 법적 강제력이 없는 규범이 효과를 갖는 것은 소규모이고 동질적인 집단에서만 가능한데, (미국의) 경영자들은 이에 해당하지 않는다는 비판적 견해도 있다. 이에 대해서는 Marcel Kahan, The Limited Significance of Norms for Corporate Governance, 149 U. Pa. L. Rev. 1869 (2001).

계와 연동하여 다층적 규율체계를 활용하는 방안을 모색할 필요가 있다. 법에 명시하는 방안만으로는 이사회 내지 위원회 구성에 있어서 기업 자율적으로 실무모범관행(best practice)을 선도할 유인이 발생하기 어렵기 때문이다.

적어도 시장에서 평판을 브랜드할 수 있는 여지가 제공될 필요가 있다. 실제 그러한 가능성도 없지 않은데, 대표적인 예로 2013년 3월 현재 유가증권시장 상장회사중 감사위원회 설치회사에서 사외이사 구성현황을 살펴본 연구에 의하면 사외이사만으로 감사위원회를 설치한 회사가 총206개사로 89.2%에 달한다고 한다.<sup>91)</sup> 이러한 점에서 연성규범을 활용하는 방안도 긍정적일 것으로 기대된다.

일본의 경우만 보더라도 동경거래소의 경우 2007년부터 동경거래소 상장회사들에 대하여 지배구조보고서 제출이 의무화되어 있고, 거래소는 이에 기초하여 지배구조백서를 공표하고 있다. 여기에 거래소가 기업행동규범을 제정하여 이중 준수의 무사함을 위반한 경우에는 공표조치등 실효성확보수단을 구비하고 있다. 반면 우리의 경우 기업지배구조원의 2014년 지배구조평가 및 실태분석결과에 의하면 기업지배구조모범규준등 모범관행을 고려하여 홈페이지 등에 자발적 공시하는 노력은 그다지 기울이지 않는 것으로 나타나고 있다.<sup>92)</sup>

앞으로 기업지배구조영역에서 자율규제 내지 연성규범을 활용하는 방안을 고안할 필요가 있을 것으로 보인다.<sup>93)</sup> 연성규범의 장점은 다양하고 탄력적으로 규율할 수 있다는데 있다. 예컨대 중요사안에 대한 사외이사의 역할이나 사외이사의 출결상황 등에 대하여 지표<sup>94)</sup>들을 마련하여 공시하게 하는 등 그 적용가능성은 매우 광범하다고 할 것이다.<sup>95)</sup>

91) 양기진, “상법개정(안)의 집행임원의 부분적 의무화에 관한 소고”, 경영법률, 제24집 제2호, 한국경영법률학회, 2014., 12면. 참조.

92) 오덕교, 전계논문, 145면 참고.

93) 우리나라의 경우 hard law, 즉 규제기법면에서 본다면 enforcement형 규제에 치우치는 경향이 없지 않다. 특히 회사법에 마련하는 방안들은 기본적으로 민사소송을 통해 집행하는 수단밖에 주어지지 않는 제한이 있기 때문이다. 반면에 다른 규율수단을 활용할 수 있다면 다양한 enforcement를 기대할 수 있는 점에서 적은 비용으로 효과가 배가될 수 있는 이점이 있다. 이러한 점에서 다른 나라들이 hard law라도 행정기관의 감독을 통한거나 soft law를 활용하여 지배구조와 관련하여 규제를 하고 있는 것과는 규제기법면에서 다양성과 효과성이 떨어진다고 할 수 있다. 특히 soft law를 활용하는 이점은 시장환경과 시장참가자를 고려할 수 있다는 점이다. 즉 탄력적으로 시장참가자들의 수요와 압력에 반응할 수 있다.

94) 사외이사를 성실한 감독자로 유도하기 위하여 특히 CEO와의 학연 및 지연 등의 정보를 포함하여 중요사안에 대한 사외이사의 역할, 사외이사의 출결상황, 이사회에서의 질문회수, 발언시간 등과 같은 객관적인 지표들이 주주총회에 보고되도록 하여야 한다는 주장이 있다. 이에 대해서는 김재훈·이화령, 전계논문, 8면. 참조.

95) 입법례적으로 상장회사의 주식 분산도가 높은 국가들인, 즉 미국과 영국에서는 업무집행자에 의한 법령행위와 임무태행위로 인해 주주와 투자자가 불이익을 보지 않도록, 그리고 업무집행자의 과다보수로 인해 마찬가지로 불이익을 볼 수 있기 때문에 이러한 행태에 대하여 주주의 목소리를 낼 수 있는 지분을 보유한 기관투자자들이 영향력을 발휘할 수 있도록 하는 정책들을 선호하는 경향이 있

둘째, 영미법을 보더라도 회사법에서 이사회의 구성이나 사외이사의 수에 대해 자세히 규정하고 있지는 않다. 그 이유를 추측해 보면, 예컨대 일정 수의 사외이사를 두도록 회의체의 구성에 법적으로 개입한다고 하더라도 그것이 진정으로 효과를 가지려면 동시에 그 지위에 수반하는 역할이 관철되도록 역할이 명확하게 규정되어 있어야 하고, 집행이 가능하여야 하기 때문으로 보인다.<sup>96)</sup> 그러나 현재 우리나라에서 사외이사의 역할만 하더라도 경영에 대한 감시자인지 조언자인지가 불명확한 측면이 없지 않다.

셋째, 법에 규정함으로써 제재나 소송을 통한 억지력으로 강력한 집행효과를 갖는 것과 집행의 효과면에서는 다소 부족하지만 유연성을 확보하는 방식의 접근 모두 좋은 지배구조를 확립하는데 기여하는 점이 분명히 있다. 그러나 이들 방안은 각각 갖는 장점이 있지만 그 장점은 바로 단점이 되기도 한다. 특히 유연성에 초점을 두는 견해에서는 단일 시스템을 갖추도록 모든 회사에게 요구하는 것은 과대규제 내지 과소규제의 문제점과 회사의 지배구조에 대한 선택이라는 자율성의 훼손의 문제를 낳는다고 지적하고 있다.<sup>97)</sup> 이러한 점을 고려하여 우리 회사법은 지배구조관련 규정에서 자산규모를 고려하거나 상장 여부를 고려하고 있으나 과대규제·과소규제의 문제를 해소하지는 못하고 있고, 더욱이 창의적인 지배구조체계를 수립하기 위한, 즉 “좋은 지배구조로의 경쟁”에 대한 인센티브 제고차원의 자율성이 전혀 활용되지 못하고 있다.

넷째, 다만 연성규범을 활용한다고 해서 이를 규제완화로 접근하는 것은 바람직하지 않다. 왜냐하면 이는 기본적으로 내부조직에서의 감독과 통제에 신뢰를 두는 것이지만, 만약 이러한 것이 달성되지 못할 경우 직접적으로 정부가 개입하고 법에 의해 강력하고 억지력이 높은 수단을 강구할 수 있음을 시사하기 때문이다. 때문에 이에 의한 압력 내지 효과가 적다고는 할 수 없다.<sup>98)</sup>

다섯째, 간과해서는 안 될 것이 연성규범의 활용정도의 차이는 증권시장과 투자자의 경영통제에 대한 적극성 및 이를 뒷받침하는 제도적 기반과도 관련이 없지 않다는 점이다. 때문에 연성규범을 기업지배구조에 활용할 경우 이들에 대한 제도적

---

다. 반면 상장주식의 분산도가 상대적으로 떨어지는 독일과 같은 나라에서는 영미와 달리 지배주주가 존재하는 기업이 다수 존재하고, 지배주주의 행동을 통제하는 것은 주식법과 결합법제에 의해 통제를 하고 이를 판례로 보충하는 것으로 발전해 왔다. 즉 영미와 비교하여 볼 때 시장친화적이라기 보다는 경성규범과 공적 규제를 통하여 규율하는 방식이 취해왔다고 할 수 있다.

96) 미국의 경우 회사의 지배구조에 관하여 자율적인 형성이 특히 사법부에 의해 지지되고 있음을 소개하고 있는 논문으로는 E. Norman Veasey, Should Corporation Law Inform Aspirations for Good Corporate Governance Practices- or Vice Versa?, 149 U. Pa. L. Rev. 2179, (2001)

97) 이러한 쟁점을 소개하는 문헌으로는 野田博, 코포레트가바나스における法と社會規範について, 市場取引とソフトル-, 有斐閣, 2009, 178면 참조.

98) 野田博, 전거서, 180~181면 참조.

기반을 활성화할 조치들도 함께 논의되어야 할 것이다.<sup>99)</sup>

마지막으로 경영자를 통제하는 이사의 책임을 완화하는 법제하에서는 오히려 연성 규범에 의해 탄력적으로 사회가 기대하는 이사의 행동을 요구하고 담보<sup>100)</sup>할 수 있는 효과<sup>101)</sup>가 기대된다.

### 3. 규제비용 수인자

현안에 대해 법률안을 포함하여 규제를 고안하고, 시행하는데에는 비용이 들기 마련이다. 따라서 규제를 수립함에 있어서도 규제비용을 줄이는 방안이 모색되는 것은 필요하고 당연하다.

다만 이 경우 규제비용의 감소는 규제가 없는 것이 아니라 규제를 유발하는 자에게 규제비용을 부담시키는 인센티브전략을 사용하는 방안이 모색될 필요가 있다. 대표적으로 지배주주의 성실의무<sup>102)</sup>관련 입법안들이 향후 검토되고 고려될 필요가 있다.<sup>103)104)105)</sup> 소수지배주주가 존재하는 현실에서 지배주주의 영향력으로 인한

99) 예컨대 증권시장과 투자자가 경영통제에 적극적이기 위해서는 이를 실현할 정도의 지분보유가 필요한데 이에 가장 적합한 것이 기관투자자라고 할 수 있다. 이러한 점에서 기관투자자의 의결권 행사에 대해 기대가 높아지고 있다. 그러나 실제 국내에서 이들의 의결권행사는 기대한 적극적인 주주로서의 모습보다는 소극적인 주주로서의 모습을 보이는 경향이 없지 않다. 한편, 기관투자자가 아니라도 주주들의 연합을 통해 경영통제가 가능하도록 하는 방법도 가능할 것이다. 이를 활성화시킬 수 있는 제도적 기반이 마련되도록 고안될 필요가 있다.

100) 법의 강제방식 아닌 연성규범에 의해 이사의 행동을 통제하는 메커니즘이 활발하게 이용된 시기를 보면 이사의 책임을 경감하는 법제와 이를 확인하는 사법주의 판결 등이 한 요인이라고 분석하는 견해가 있다. 이에 대해서는 Melvin A. Eisenberg, *Corporate Law and Social Norms*, 99 Colum. L. Rev. 1253 (1999) ; 한편, 이와는 반대로 미국의 기업지배구조에 관한 규제에 있어서 델라웨어주의 경우를 보면 충실의무 위반여부에 관한 이사회와 임원의 엄격한 심사를 조건으로 회사의 조직 및 지배구조의 선택에 대해서는 회사에 광범위한 재량권을 부여하는 이른바 수권주의를 채택하고 있지만, 그럼에도 불구하고 다른 한편에서는 상대적으로 세련되고 상대적으로 실질적인 심사를 하는 법원의 사법심사에 의해 재량남용이 제어됨으로써 균형이 유지되고 있다는 분석도 있다. 이에 관해서는 권종호, “집행임원제도의 의무화, 바람직한 기업지배구조 관련 상법개정방안”, 한국경제연구원 정책세미나, 2013. 7.8. 자료집, 26면.

101) 이를 “공동체가 이상적이라고 보는 법(the law as an expression of community ideals)”이라고 표현하기도 한다. 野田博, 전거서, 184면. 참조.

102) 미국법에서는 이러한 주주의 의무를 fiduciary(충실의무)로 부르고 있지만, 독일에서는 주주의 의무는 이사의 의무와는 구별된다는 점에서 Treupflicht(성실의무)라고 부르고 있다. 주주의 의무와 이사의 의무는 구별되는 점에서 다른 용어를 사용하는 것이 바람직하다는 견해로는 김건식, *회사법연구 I*, 소화, 2010. 257면.

103) 지배주주의 충실의무를 도입하여야 한다는 견해로는 손영화, 전거논문, 346면.

104) 지배주주의 지배권프리미엄이 경영진 감시라는 편익보다 더 큰 경우에 이를 저지할 수 있는 장치가 마련되어야 한다는 점에서 지배주주의 소수주주에 대한 충실의무를 제안하는 주장으로는 이종기, “지배권 프리미엄의 표현으로서 다수지배원칙”, *상사법연구 제32권 제1호*, 2013.상사법학회, 290면~291면.

105) 국내 상장기업은 영미와 달리 소유분산도가 높지 않은 점에서 차이가 있고, 특히 기업집단의 형태를 이루는 비중이 높고, 소수지배주주가 있는 상황에서 지배회사가 자회사의 절대지분을 보유하고 있지 않은 상황에서 계열사간 순환출자 및 거래를 통해 부의 이전(wealth transfer)이 빈번하게 발생하는 점에서 이해상충의 문제는 다른 나라와 직접 비교하는 것은 어렵기 때문이다.

소수주주 이익침해가능성에 대해 그 원인제공자인 지배주주를 직접 대상으로 규율하는 체계가 마련되어 있지 않은 상태에서 간접적으로 그의 조종을 받는 이사 및 이들이 다수의 구성원으로 참여하고 있는 이사회에 감독권의 활성화를 위하여 사외이사 수와 결격사유 등을 법에서 강화하는 방안은 제한적인 효과밖에 기대할 수 없다. 한편으로 지나치게 경직적이라는 이유로 기업의 저항을 받을 수밖에 없다.

#### 4. 규제효율화

아울러 제도간의 취지가 중복되거나 양자간 상충되는 경우 보다 더 효과적인 것이 도입되는 것으로 대안간 조정이 검토될 필요가 있다. 예컨대 집중투표제도의무화와 감사위원 분리선출의무화의 경우 성질상 일부 상충되는 측면이 없지 않은 점을 고려한다면 도입시 우선순위를 정하여 시행할 수 있을 것으로 보인다. 마찬가지로 전자투표 의무화와 같은 소액주주의 의결권행사 보장을 위한 장치가 도입될 경우 집중투표제도의 도입은 조정될 여지가 있다.<sup>106)</sup>

#### 5. 인식의 전환

무엇보다 우리나라의 기업활동관련 규제가 많아 기업의 투자활동을 제약하고 고용을 이끌지 못한다고 보는 시각에서 보면 주주의 의한 적극적인 권리행사를 또 하나의 규제로 인식하는 것도 극복해야 할 점이라고 본다.

---

106) 같은 취지로는 김재훈·이화령, 전계논문, 8면. 참조.



[토론문1]

## 기업지배구조법제 형성에 관한 고찰 토론문

이 상 복

(서강대 법학전문대학원 원장)

본 학술대회를 준비하신 상사법학회 등 관계자 여러분께 감사드립니다. 그리고 발표자이신 안수현 교수님의 발표 잘 들었습니다. 제가 평소에 생각하지 못했던 내용들이 들어 있어 많이 공부가 되었습니다. 감사드립니다.

발표문을 읽으면서 몇 가지 궁금한 점이 있었는데, 이에 관한 안수현 교수님의 고견을 듣고 싶습니다.

1. 경성규범 및 연성규범/공적규제 및 자율규제 관련 질의입니다.

(1) 반드시 법률에 근거를 두는 것이 경성규범에 의한 규율이고, 법률 이외의 하위규범에 근거를 두는 연성규범에 의한 규율인지요? 이것이 어느 정도 적당한 지적이라면 법률에 근거를 두는 것이 연성규범에 의한 규율은 될 수 없는지요?(이와 반대의 경우는?)

(2) 현재 우리나라의 법체계상 법률, 시행령, 시행세칙 등(거래소 등 자율규제 기관의 규정 등)에 의한 규율도 이미 위의 새로운 용어(경성규범 등)를 사용하지 않고서도 나름 적절히 활용되고(경성 및 연성/공적규제 및 자율규제가) 있는 않은지요?

2. 각주 6)에 “최근 SEC가 제정한 회사지배구조에 관련한 규칙들 일부에 대하여 비용·효과 분석이 충분하지 않다는 이유로 법원에서 무효가 되는 사례들이 늘어나면서 법규범에 의한 지배구조에 대한 개입에 제동을 거는 움직임이 없지 않다. 대표적인 예로 주주의 이사후보추천을 용이하게 하기 위하여 위임장에 주주가 추천하는 이사후보자에 대해 기재하도록 하는 내용의 proxy access rule의 제정(Rule 14a-11)에 대하여 비용효과 분석이 충분하지 않다는 이유로 법원은 무효라고 판결하였다”는 표현이 있습니다. 이와 관련한 질의

입니다.

위와 관련하여 미국의 사정은 잘 모르지만, 우리나라의 법체계와 비교할 때 미국의 경우처럼 우리나라에서도 어느 정도 이것이 가능하다고 생각하시는지요?

3. 35쪽 1.의 ‘사후적으로 책임 추궁이 용이할 수 있도록 이를 뒷받침하는 제도들도 함께 완비되어야 할 것이다’라는 구절이 있습니다. 여기서의 책임추궁 제도는 상법상 어느 정도 완비되어 있다고 보는 견해도 있는데, 더욱 강화한다면 어느 부분을 어떻게 개선해야 한다고 보시는지요?

4. 38쪽 3.의 규제비용 감소 방안 모색에 공감합니다. 이와 관련하여 ‘규제비용을 부담시키는 인센티브전략을 사용하는 방안이 모색될 필요가 있다. 대표적으로 지배주주의 성실의무 도입 입법안 검토’를 말씀하셨는데, 우리나라의 현실에서 그 실효성이 크다고 생각하시는지요? 감사합니다.

[토론문2]

## 기업지배구조 개선 방안에 대한 토론문

김 지 평

(김·장 법률사무소 변호사)

### 1. 연성규범의 확대 필요성

- 안수현 교수님 발제문에서도 논의된 바와 같이 기업지배구조 개선에 있어서 법률이나 감독규정 등 경성규범 및 공적규제에 대한 의존도를 줄이고, 감독당국 혹은 자율규제기구의 가이드라인 등 연성규범 및 자율규제를 강화할 필요가 있을 것으로 사료됨.

#### (1) 현재의 지배구조 규제 방식의 문제점 및 연성규범의 확대 필요성

- 현재 상법 및 자본시장과 금융투자업에 관한 법률(이하 “자본시장법”)에서 규율하고 있는 소수주주권, 사외이사 등 이사회 구성 및 자격요건 제한, 감사 및 감사위원회 선임 및 자격요건 제한, 주요주주 등 이해관계인과의 거래 제한 등 주식회사 지배구조 관련 규제들은 경성규범의 본질 상 획일적이고 경직적이라는 단점을 극복하기 어려움. 예를 들어서 제조업 기업인 경우와 금융 회사인 경우, 대주주가 존재하는 집중된 소유구조를 가지는 기업과 분산된 소유구조를 가지는 기업, 대주주가 존재하는 기업 중에서도 독점규제 및 공정거래에 관한 법률(이하 “공정거래법”)에 따른 지주회사 내지는 금융지주회사법에 따른 금융지주회사 체제를 취하는 회사와 그렇지 않고 상호출자나 순환출자 등이 존재하는 회사 등의 경우에는 각각 적합한 기업지배구조가 다를 수 있음. 그러나 이러한 차이를 고려하지 않은 획일적인 경성규범 방식의 규제 하에서는 획일적인 회사 지배구조만이 양산되는 경향을 극복하기 어렵고, 기업들이 현재의 규제를 준수하는 것에 치중할 수 밖에 없음. 즉, 기업들이 투자자의 의견을 고려하여

자신들의 상황에 맞는 적합한 지배구조를 찾으려는 노력을 하기가 어렵고, 안수현 교수님 발제하신 바와 같이 기업 자율적으로 실무모범관행(best practice)을 선도할 유인이 발생하기 어렵다고 생각됨.

## (2) 연성규범을 통한 기업의 자율적인 지배구조 개선 유인 강화 방안

- 위와 같이 연성규범 방식을 통하여 기업들이 자신들의 상황에 맞게 회사 경영의 효율성을 유지하면서도 소수 주주 및 이해관계자의 이익을 보호하는 최적의 지배구조를 찾을 수 있도록 유도하기 위해서는 연성규범의 확대와 함께 기업 지배구조에 대한 공시 범위의 확대도 필요함. 이를 통해 투자자들이 지배구조에 관한 정보를 자세히 제공받고 이를 투자판단에 반영하는 경우, 기업들의 입장에서보다 유리한 조건으로 투자자로부터 자본 조달을 하기 위하여 지배구조 개선을 할 유인이 강화됨. 실제로 주주총회에서의 소수주주들의 문제제기에 대하여 기업들이 지배구조위원회 설치를 통한 의사결정구조 투명화, 배당 증대, 소수주주와의 소통 확대 등 주주가치 제고방안을 제시하고 이를 통해 소수주주들을 설득하는 예들이 적지 않으므로 공시 범위 확대를 통해서 기업들의 자신들의 실정에 맞는 자발적인 지배구조 개선을 유도할 수 있다고 생각됨. 이를 위한 구체적인 방안으로 동경거래소와 같이 상장회사들에 대한 지배구조보고서 제출을 의무화하는 방안도 고려할 수 있음. 현행 공시규정 상으로는 정관만이 공시될 뿐 이사회 규정 및 각종 위원회 운영규정, 대표이사의 전결규정 등 회사 권한 분배 및 지배구조에 관한 다른 내부 규정들은 공시가 되지 않는 문제가 있고, 이사회 및 감사위원회 등 위원회 의제 및 표결결과도 공시되고 있으나 실제 의제의 내용 및 이사회 내지 위원회의 구체적 논의 내용 등은 전혀 공시가 되지 않아서 형식적인 정보만이 제공되고 실질적인 내용은 제공되지 않아서 지배구조에 대한 문제제기 및 개선이 어려우므로 이러한 점을 개선할 필요가 있음.
- 또한 지배구조 개선에 대해서 정부 및 규제기관과의 협의를 통하여 규제 관련 혜택 내지 보상을 부여하여 기업들의 자신들의 실정에 맞는 자발적인 지배구조 개선을 유도할 필요가 있음. 예를 들어 현재 입법추진 중인 기업활력제고를 위한

특별법안(일명 “원샷법”, 이현재 의원 대표발의, 의안번호 16030)에서는 주무부처의 사업재편계획 승인을 받은 경우 소규모 합병, 분할합병의 요건을 20%로 확대하고, 간이 합병, 분할합병 등의 요건을 2/3 으로 확대하는 등 주주총회 및 주식매수청구권 관련 특례를 규정하고 있음. 지배주주에 의한 위 특례의 오남용 가능성에 대한 우려로 인하여 위 법안의 적용범위에 대한 논란이 있음. 이와 관련하여 위 법안의 적용범위를 획일적으로 제한하기 보다는, 사업재편계획 승인 과정에서 현재 법안 제 9 조에 포함되어 있는 사업재편 필요성 및 생산성, 재무건전성 향상 등의 요소 이외에 지배구조 개선 관련 항목도 기업들이 사업재편계획의 일부로 제출하도록 하고 지배구조 개선과 관련하여 정부와 규제당국이 수긍할만한 노력이 인정되는 경우 위와 같은 절차적 특례를 적용한다면 지배주주에 의한 위와 같은 절차적 특례의 오남용 위험도 줄어들면서 기업들의 자율적인 지배구조 개선을 유도할 수 있다고 생각됨.

## 2. 항목별 접근이 아닌 종합적 접근의 필요성

- 사외이사 결격사유 확대, 감사위원 분리선출, 다중대표소송, 집중투표제 의무화, 전자투표제 의무화 등 현재 논의되고 있는 지배구조 개선 방안에 대해서 각각의 항목에 대한 독자적인 장단점 분석 및 입법방향 검토도 중요하지만, 기존의 지배구조 관련 규제 등과의 상호작용을 고려한 종합적인 검토도 필요함.

### (1) 회사법에 의한 지배구조 규제와 형법, 조세법 및 공정거래법 관점에 의한 지배구조 규제의 종합적 검토

- 현재 논의되고 있는 회사법에 의한 지배구조 개선 방안들은 기본적으로 지배주주의 영향력을 제한하고, 소수주주를 포함한 전체 주주의 이익의 관점에서 기업의 의사결정이 이루어지도록 하여 지배주주에 의한 사적 이익의 탈취를 방지하는 것을 주된 입법목적의 하나로 고려하고 있고, 회사법의 관점에서 위와 같은 지배주

주의 사적 이익의 탈취가 제대로 규제되고 있지 못하다는 인식에 기반하고 있음.

- 그러나 회사법 이외에도 지배주주에 의한 사적이익의 탈취를 규제하고 있는 법제는 많고 이에 대한 종합적 고려를 통해서 지배주주의 사적이익의 탈취가 제대로 규제되고 있지 못한 것인지 여부를 판단할 필요가 있음.
- 예를 들어 상속세 및 증여세법 제45조의 3에서는 특수관계법인과의 거래를 통한 이익의 증여 의제 규정을 통해서 법인의 매출액 중에서 법인의 지배주주와 특수관계법인에 대한 매출액이 차지하는 비율이 그 법인의 업종 등을 고려하여 대통령령으로 정하는 정상거래비율을 초과하는 경우에는 지배주주 등이 일정한 비율의 이익을 증여 받은 것으로 의제하고 있음. 또한 공정거래법 제23조의 2에서도 대규모 기업집단에 속하는 회사는 특수관계인과 사업능력, 재무상태, 신용도, 기술력, 품질, 가격 또는 거래조건 등에 대한 합리적인 고려나 다른 사업자와의 비교 없이 상당한 규모로 거래하는 행위를 금지하고 있음. 형법 제356조의 업무상 배임죄도 지배주주의 사적 이익 탈취를 제한하는 기능을 하고 있고, 사실상 가장 강력한 규제로 작용하고 있음은 주지의 사실임.
- 그러므로 규제총량제 등의 논거를 통해 현재에도 다양한 법률을 통해 지배주주에 대한 규제가 효율적으로 이루어지고 있는 상황이므로 더 이상 회사법적 관점에서의 규제가 필요하지는 않다는 비판을 극복하지 못한다면 지배구조 개선방안의 추가입법을 정당화하기 어렵다고 생각됨.

## (2) 감사위원 분리선출과 지주회사 규제 및 집중투표제와의 연관 검토

- 감사위원 분리선출 방안에 대해서는 1) 감사가 아닌 이사의 선출에 대한 의결권 제한으로 주식평등의 원칙에 반한다는 점 및 2) 이러한 문제점을 감안하여 법원에서도 2006년 KT&G 주주총회 결의 금지 가처분 사건에서 이사회 결정으로 분리선출방식과 일괄선출방식을 자유롭게 선택할 수 있다고 판단한 바 있다는 점 등에 근거한 다양한 문제제기가 있어 왔음.
- 그러나 이러한 감사위원 분리선출의 독자적인 문제점 이외에도 위 법안은 현행

지주회사 규제 및 입법이 논의되고 있는 집중투표제 의무화와 관련하여 상당한 실무상 문제점을 야기할 수 있음.

- 대주주와 소수주주의 지분 비율이 6:4인 경우, 집중투표제를 의무화할 때 대주주와 소수주주의 이사회 구성 비율이 최대 6:4가 될 수는 있지만, 역으로 4:6이나, 3:7은 될 수 없음. 그런데 감사위원회 위원을 분리선출 하면서 집중투표제를 의무화하는 경우 대주주와 소수주주의 이사회 구성 비율이 역전되는 사태가 발생할 수 있으며, 이는 지배지분을 보유하고도 이사회를 장악하지 못하는 상식에 반하는 회사 지배구조를 야기함. 더구나 공정거래법 혹은 금융지주회사법에 의하여 지주회사 구조를 취하는 경우에는 계열회사를 통한 자회사 지분의 분산소유가 불가능해져서 위와 같은 문제점이 더 커짐<sup>1</sup>. 이론적으로는 감사위원인 이사 3명 이외에 나머지 이사의 수를 늘려서 집중투표제에 의하더라도 지배주주가 과반수의 이사를 선임하는 방법을 강구할 수는 있으나, 정관 상 이사 수의 제한이 있는 경우도 많고 회사 의사결정의 효율성 관점에서 이사 수를 과도하게 늘리는 것이 바람직한 것인지도 의문임.

### **(3) 전자투표제도와 서면투표제도, Shadow Voting 제도 등 다른 의결권 행사 규제의 연관 검토**

- 전자투표제도 의무화에 대해서는 1) 전자투표와 실질적으로 유사한 서면투표제도 회사의 자율에 맡겨져 있는데 전자투표제도만을 의무화하는 것은 체계 정합적이지 않다는 점, 2) 전자투표제 의무화의 경우에는 미국, 영국, 일본 등의 경우에도 이를 의무화하고 있지 않고 회사의 자율에 맡기고 있다는 점 및 3) 주주총회에서의 배당 등 의안의 수정제안이 있을 경우 이에 대한 대응이 불가능하여 주주총회를 형해화 한다는 점 등 다양한 문제제기가 있어 왔음.

---

<sup>1</sup> 예를 들어 지주회사인 ㈜LG는 LG 전자에 대하여 33.7%, LG 화학에 대하여 30.07%, LG 생활건강에 대하여 34.03%를, SK㈜는 SK 텔레콤에 대하여 25.22%, SK 이노베이션에 대하여 33.4%를 보유하고 있는데, 22%~31% 정도의 다수의 지분이 감사위원이 될 이사 선임 시 의결권을 박탈당함. LG와 SK의 외국인 지분율이 대체적으로 35%-45%에 이르고, 한국기업에 투자한 외국인은 거의 대부분 펀드/연기금 등 기관투자자인 점을 고려할 때, 이들이 연합하는 경우에는 감사위원인 이사는 전원 이들이 선임하게 됨.

- 전자투표제는 예상보다 이용률이 저조한 상황임. 그 원인에 대해서 과거에 국내 기업들이 전자투표제를 외면하는 것은 경영권 분쟁 때 반대세력에 악용될 수 있다는 점을 우려하기 때문이고, 또 기업들이 소액주주의 의결권 행사에 대해 부정적이고, Shadow Voting 제도 때문에 소액주주 참여 없이도 주총 개최가 어렵지 않은 점도 무관심의 배경이라는 지적이 있어 왔음<sup>2</sup>. 이후 자본시장법에서 Shadow Voting 제도를 폐지하면서 자본시장법 부칙 제11845호 제18조에서 전자적 방법으로 의결권을 행사하게 하고 의결권 있는 주식을 가지고 있는 모든 주주들을 대상으로 의결권 대리행사의 권유를 한 경우에 한하여 감사 및 감사위원회위원의 선임 또는 해임 등 안건에 대해서 Shadow Voting 을 2017. 12. 31.까지 이용할 수 있도록 경과규정을 두었음. 이에 따라서 상당 수의 상장회사가 전자투표제를 도입한 바 있음.
- 전자투표제 의무화에 대해서도 기존의 서면투표제도 및 의결권 대리행사 권유, Shadow Voting 제도 등 의결권 행사 규제 전반에 대한 종합적인 검토를 통해서 개선방안을 찾는 것을 시도할 필요가 있음. 예를 들어서 전자투표제도의 단점 중의 하나로 지적되는 전산시스템의 오류 가능성이 우려되는 기업의 경우에는 서면투표제<sup>3</sup>와 전자투표제 중 선택하여 도입할 수 있도록 강제하거나, 현행과 같이 Shadow Voting을 이용하여 소액 주주 참여 없이도 주총 결의를 가능하도록 하려는 회사의 경우에 한하여 반대 규제로 전자투표제를 의무화하는 등의 방식도 충분히 고려할 여지가 있다고 생각됨.

#### (4) 기업집단에 대한 종합적 규제의 측면에서의 다중대표소송의 검토

- 다중대표소송에 대해서는 1) 자회사 이사에 대한 대표소송 제기는 모회사 대표이사가 결정하게 하는 것이 상법 체계상 타당하고 모회사 대표이사가 이를 게을리

<sup>2</sup> 연합뉴스 2014. 9. 14. 자 기사 “전자투표제 유명무실...도입 기업 고작 1%” 등 참고

<sup>3</sup> 서면투표제의 경우 정관에 규정이 있는 경우 시행이 가능함. 상장회사의 경우 정관에서 서면투표제를 아예 배제한 경우도 있지만, 주주총회 소집 이사회 결의에서 서면투표제 시행을 결정할 수 있도록 한 경우도 많음. 소액 주주의 주주총회 참석 유인이 적고 주주총회일자가 겹치는 경우 복수 주주총회 참석이 어려워서 주주총회 활성화 방안이 필요하다는 전자투표제 의무화의 목적은 서면투표제를 통해서도 달성될 수 있다고 생각됨.

하는 경우 이를 이유로 모회사 대표이사에 대한 대표소송을 제기하면 족하다는 점, 2) 모회사와 자회사의 이해관계가 배치되는 거래가 있는 경우 자회사 이사의 입장에서 대표소송을 피하기 위하여 모회사 주주의 이익도 고려하게 되는 모순이 발생할 수 있다는 점, 3) 해당 자회사가 완전자회사가 아닌 경우로서 해당 이사가 다른 자회사 주주가 지명한 이사인 경우 등에는 다른 자회사 주주의 권한(주주에 대한 손해배상 추궁 여부를 결정할 권한)을 침해하게 될 우려가 있다는 점 및 4) 모범적으로 지주회사 체제를 구축한 회사에 대한 역차별 문제가 발생하게 된다는 점 등의 비판이 있음. 더구나 모회사 주주의 대표소송 제기를 위한 지분비율을 1%로 주주가 직접 대표소송을 제기하는 경우와 동일하게 한다면, 실제로는 5) 자회사에 대해서 경제적 이해관계를 1% 미만을 가지는 주주에 대해서도 대표소송을 허용하는 결과가 되어 형평에 반한다는 문제제기가 가능함. 모회사의 범위를 상법에 따른 50% 지분 기준이 아니라 30% 등 더 완화된 기준으로 하는 경우 이러한 문제점이 더 커질 수 있음.

- 위와 같은 비판은 기본적으로 현행 기업 지배구조 규제가 대법원 판례가 취하고 있는 법인격 독립론 등 개별회사 중심의 형식적 기준에 기반하고 있고, 기업집단의 실질에 대한 고려를 하지 못하고 있다는 점에 근본적인 원인이 있음. 이러한 상황에서 기업집단의 실질을 고려하는 다중대표소송을 도입하게 되면 체계 정합성의 문제를 피하기 어려움.
- 완전 모자회사 간에도 형식적으로 회사 자체의 손해를 야기하면 제한 없이 배임죄를 인정하는 등의 개별 회사 기준 규제의 문제점에 대해서는 꾸준한 지적이 있어 왔음. 따라서 지배력 기준 등 일정한 요건을 갖춘 기업집단에 대해서는 기업집단의 실질의 관점에서 이사회 구성이나 특수관계인 거래 등 회사 지배구조 규제를 하는 것이 필요함. 최근 주목받고 있는 프랑스의 로젠블롬 판결<sup>4</sup>처럼 기업

---

<sup>4</sup> 회사재산남용죄의적용을 피하기 위해서는“어떤 회사의 사실상 또는 법률상 이사가 직접 또는 간접적인 이해관계를 가진 동일 기업집단의 회사에 대하여 재정지원을 하는 경우, 그 기업집단 전체를 위해 마련된 정책을 고려하여 공통의 경제적·사회적·재정적 이익에 따라 지시된 것이어야 하고, 반대급부를 결하거나 각 관계회사 간의 부담에 불균형이 없어야 하며, 부담을 떠안은 회사의 재정능력을 초과하지 말아야 한다” 고 판시하여, 이러한 요건을 만족하는 경우에는 기업집단의 이익을 위한 행위가 법적으로 승인될 수 있음을 암시하고 있음. 로젠블롬 판결의 내용에 대해서는 송옥렬, 기업집단의 법적 쟁점 : 기업집단에서 계열사 소액주주의 보호 : 각국의

집단 전체의 이익을 고려한 이사의 행위에 대해서 이사 임무위배의 죄책을 물을 수 있는지에 대한 근본적인 검토도 고려할 수 있음. 다중대표소송도 위와 같은 기업집단의 실질에 바탕한 지배구조 규제의 한 요소로서 같이 검토되어야 함. 나아가 지주회사 체제를 취하는 기업집단과 그렇지 않고 순환출자 등이 현존하는 기업집단 등 기업집단의 실질에 따라서 적용 요건 등을 차별적으로 정하는 것도 고려할 수 있음.

## 제4세션

기업재편의 활성화와 그 딜레마  
-회사분할, 주식양수도에 관한 회사법 개정안들을 중심으로-

발표자 : 노혁준 교수(서울대)

토론자 : 강희주 변호사(광장)/ 황현영 입법조사관(국회입법조사처)

사회자 : 신인석 원장(자본시장연구원)



# 기업재편의 활성화와 그 딜레마

- 회사분할, 주식양수도에 관한 회사법 개정안들을 중심으로 -

노혁준

(서울대 법학전문대학원 교수)

## [ 요약 ]

이 글은 19대 국회에 제출된 기업재편관련 의원발의 상법개정안 중 실무 및 이론적 파급력이 큰 두 법안을 집중적인 고찰의 대상으로 삼고 있다.

먼저 분할회사의 자기주식에 대하여 분할신주를 배정하지 않도록 하는 법률안은 분할회사의 소수주주를 보호하기 위한 것이다. 이에 대하여는 정부가 장려하는 지주회사로의 전환을 생각될 것이라는 우려가 제기되기도 한다. 그러나 지배주주의 지배력이 불공정하게 상승하는 것을 억지하는 것이 기업재편을 냉각시킨다는 주장은 해당 기업재편이 지배주주의 사적 이익을 위한 것이라는 점을 부각시킬 뿐이다. 결국 이 법률안은 정당한 목적의 기업재편에 걸림돌이 되지 않으면서 소수주주의 이익을 충실히 보호하는 긍정적인 측면이 크다.

다음으로 대규모자산양수도의 경우 주주총회 특별결의 및 주식매수청구권을 인정한 법률안에 대하여도 기업인수 거래를 위축시킬 것이라는 우려가 제기되고 있다. 그러나 주식양수를 통한 기업인수의 경우에도 지배주주 및 경영진에 의한 무분별한 제국건설을 견제할 필요성이 있다. 다만 인수회사인지 대상회사인지에 따라 거래규모 요건에 관한 명확히 기준을 설정하고 주주총회 승인 요건도 차등적으로 도입함으로써 부작용을 보완할 필요가 있다고 할 것이다.

## [ 목 차 ]

- I. 서론
- II. 분할회사의 자기주식에 대한 분할신주 배정
- III. 기업인수거래와 주주총회의 통제
- IV. 결론

### I. 서론

현대 경제에서 기업들간 경쟁은 전 세계를 무대로 격렬하게 전개되고 있다. 그 과정에서 유연하고 빠르게 진화하면서 새로운 조류에 적응하는 기업들이 경쟁의 과실(果實)을 독식하는 현상이 심화되고 있다. 이를 제도적 관점에서 보자면, 시장의 수요에 맞추어 스스로를 적시에 변화시키는 기업구조조정 내지 기업재편이 상시화될 필요성이 커지고 있음

을 뜻한다. 그때그때의 시장 흐름에 맞추어 덩치를 키우거나, 특정 사업부문을 분사(分社)하거나, 나아가 주주의 구성 자체를 바꾸는 거래가 흔해지고 있다. 이러한 기업재편이 효율적으로 단기간에 이루어질 수 있도록 법제도적 차원에서 지원할 필요성은 국가경쟁력의 차원에서 논의되기도 한다. 법무부가 2014. 10. 6. 제출한 상법개정안도<sup>1)</sup> 주로 합병, 분할 등 기업재편이 활성화될 수 있도록 지원하는 것을 주된 목적으로 삼고 있다.<sup>2)</sup>

다른 한편으로 보면 이러한 기업재편은 기업의 이해당사자(stakeholder)들이 가장 날카롭게 대립하는 국면이라고 할 수 있다. 평시에는 불가능했던 회사의 자산, 지분구조의 근본적인 변동이 가능해지기 때문에, 그 과정에서 이해당사자들의 손익이 엇갈릴 수 있다. 내심으로는 기업재편을 주도하는 경영진, 대주주의 사익을 목표로 하면서도, 표면적으로 경영상의 시급성과 전체 주주가치의 극대화를 내세우는 행태가 발생할 수 있는 것이다. 대자본보다는 다수의 소액투자자들에 더 큰 관심을 가지게 되는 의원발의 입법안(“의원입법안”)들이 기업재편시 소액투자자 등의 보호에 초점을 맞추는 것은 당연한 귀결이라고 볼 수 있다. 그러나 과도한 소수자 보호 입법은 기업재편 활성화에 걸림돌이 된다는 데에 기업재편 법제의 어려움이 있다. 예컨대 모든 기업재편에 대하여 채권자보호절차 또는 소수주주의 동의를 강제한다면, 평소 경영에 관여하지 못하는 국외자들을 두텁게 보호할 수는 있지만 효율적이고 신속한 기업구조조정은 불가능하게 된다.

이 글은 상법상 기업재편의 활성화와 소수주주 보호라는 충돌하는 가치를 어떻게 조화시킬 것인지 최근 제19대 국회의 의원입법안을 글감으로 하여 살펴본 것이다. 다만 지면상 제약으로 인해 다수의 의원입법안<sup>3)</sup> 중 특히 이론적 시사점이 큰 두 가지 쟁점, 즉 (i) 분할회사의 자사주에 대한 분할신주 배정, (ii) 대규모 주식인수에 대한 주주총회 승인에 그 초점을 맞추고 있다. 앞서 언급한 바와 같이 의원입법안들은 기업재편 활성화보다는 소수주주 보호에 방점이 찍혀 있는 경우가 많고 위 두 입법안의 경우도 그러하다. 이러한 접근이 과도한 것은 아닌지, 이론적으로 정당화될 수 있는지 상세하게 검토할 필요가 있다.

## II. 분할회사의 자기주식에 대한 분할신주 배정

### 1. 문제의 소재

1) 2014. 10. 6.자 상법 일부개정 법률안 (정부안), 의안번호 1912002.

2) 위 제안이유에 따르면 기업인수, 합병 시장의 확대 및 경제 활성화를 도모하기 위하여 기업의 원활한 구조조정 및 투자활동이 가능하도록 다양한 형태의 기업인수, 합병 방식을 도입하는 것이 주된 배경으로 되어 있다.

3) 국회 의안정보시스템(<http://likms.assembly.go.kr/bill/jsp/main.jsp>)에 의하면 2015. 10. 12. 현재 19대 국회에서 국회의원이 발의한 상법개정안은 46건으로 파악된다.

2015. 2. 26.자 상법 일부 개정법률안(김기준 의원 대표발의, 의안번호 1914071. 이하 제II장에서 법률안이라고 하면 이를 가리킨다)은 단순분할 또는 분할합병시에 분할하는 회사(“분할회사”)가 보유하던 자기주식에 대하여 분할신주를 배정하는 것을 금지하고 있다 (별첨 1 조문 참조). 이 조항은 물적 분할에는 적용되지 않고, 인적분할 즉 분할신주가 분할회사의 기존주주에게 직접 배정되는 형태의 분할에만 적용된다. 제안이유에 따르면, 위 법안은 지주회사 전환 과정에서의 지배주주 지배력 강화를 견제하기 위한 것이다. 원래 회사가 보유하는 자기주식은 의결권이 없으므로(상법 제369조 제2항), 자기주식의 많고 적음이 해당 회사의 대주주 지배력에 영향을 미치지 않는다는 것이다. 그러나 후술하듯이 단순분할 또는 분할합병시에 분할회사 보유 자기주식에 분할신주를 배정한다면, 신설회사(단순분할인 경우. 이하 “분할신설회사”) 또는 분할합병의 상대방 회사(분할합병인 경우. 이하 “분할승계회사”)에 관한 대주주 지배력이 기존보다 강화되는 문제점이 있다. 실제로 2012년까지 인적분할 방식으로 지주회사로 전환한 36개사를 대상으로 조사한 결과, 대주주의 지분율이 평균 16.9% 증가한 것으로 나타나고 있다.<sup>4)</sup>

이에 대하여 특히 자기주식의 자산성을 강조하는 입장은 오히려 자기주식에 분할신주를 배정하지 않으면 재산권을 침해하는 것이라는 등의 반론을 제기하고 있다.<sup>5)</sup>

## 2. 기업재편시의 자기주식 취급: 분할은 특별한가?

회사가 보유하는 자기주식의 본질을 무엇으로 볼 것인지에 관하여는 이를 (i) 자산으로 보는 견해(“자산설”)와 (ii) 미발행주식 내지 음의 자본으로 보는 견해(“미발행주식설”)가 있다. 위 논의에 관하여는 이미 많은 검토가 이루어진 상태이므로<sup>6)</sup> 여기에서는 이를 상론하지 아니한다. 합병, 주식교환, 분할 등 기업재편에 있어서 자기주식을 어떻게 취급할 것인가? 이 문제는 인수하는 회사(A, acquiring company)와 대상회사(T, target company)에 각자 자신의 회사 또는 상대방 회사의 주식이 있는 것을 상정하여 네 가지 유형으로 분류하여 고찰하는 것이 보통이다. 학설상 자산설과 미발행주식설이 대립하고 있는 탓에 그 처리도 일률적이지 않고 실무례도 엇갈린다. 이를 도표로 정리해 보면 다음과 같다.

4) 유진수, 인적분할을 통한 지주회사 전환에 대한 연구, 산업조직연구 제22집 제2호 (2014) 참조.  
 5) 심태규(법제사법위원회 전문위원), 상법 일부개정법률안(김기준 의원 대표발의) 검토보고 (2015. 6.), 6-7면.  
 6) 김건식, 회사법, 박영사 (2015), 652면; 김정호, 회사법(제4판), 법문사 (2015), 229면; 황남석, 상법상 배당가능이익에 의한 자기주식취득의 쟁점, 상사법연구 제31권 제3호 (2012), 68면 이하; 노혁준, 자기주식과 기업의 합병, 분할, 증권법연구 제9권 제2호 (2008), 125면 이하 등 참조.

[표 1] 기업재편과 자기주식

	주식교환	합병	분할합병	단순분할
①A가 A 주식 보유	신주발행 같음하여 교부 가능(제 360 조의 6)	신주발행 같음하여 교부 가능 (통설)	신주발행 같음하여 교부 가능(통설)	N/A
②A가 T 주식 보유	배정불가설 (통설)	논란 있음	논란 있음	N/A
③T가 T 주식 보유 /분할회사 가 자기 주식 보유	논란 있음	당연소멸 (통설)	실무상 분할신주 배정사례 많음 (남용우려)	실무상 분할신주 배정사례 많음 (남용우려)
④T가 A 주식 보유	계속 보유 가능 (제 342 조의 2 제 1 항 제 1 호)	계속 보유 가능 (제 341 조의 2 제 1 호)	계속 보유 가능 (당연함)	N/A

단순분할은 분할회사가 스스로 분할을 실행하는 것일 뿐 별도의 상대방 회사가 존재하지 않으므로, 분할회사의 자기주식 보유(②)만이 문제된다. 분할회사가 분할재산 중 자기주식을 포함시키는 경우도 상정할 수 있으나 이에 관하여는 별도로 고찰하기로 하고(본장의 5. 관련문제), 여기에서는 분할회사가 자기주식을 그대로 보유하는 것을 전제로 한다. 또한 위 도표의 분할은 인적분할을 전제로 한다.

위 ①, ④의 경우 큰 논란이 없다. 즉 인수회사측(즉 완전모회사가 되는 회사, 존속회사 또는 분할승계회사)이 자기주식을 보유한 경우, 이를 신주발행에 같음하여 대상회사(즉 완전자회사가 되는 회사, 소멸회사 또는 분할회사)에게 교부할 수 있음에는 별다른 이견이 없다(①의 경우). 한편 대상회사측에서 인수회사측 주식을 보유한 경우, 이를 계속 보유할 수 있음에도 별다른 이견이 없다(④).

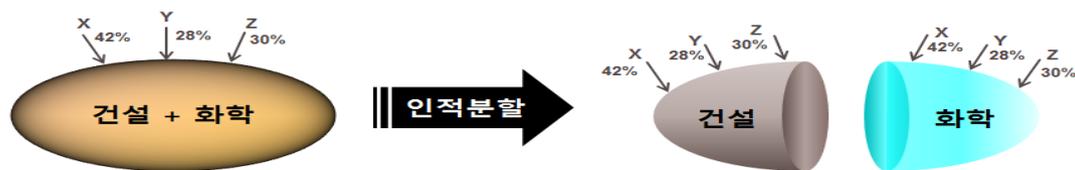
다음 ②의 경우를 사안별로 살펴본다. (i) 주식교환의 경우에 원래 A가 T의 주식 100%를 취득하는 것이 거래의 목표이므로, 이미 A가 보유하는 T주식에 대하여는 별도로 A회사 주식을 배정하는 않는 것이 통설이다. 반면 소수설에 의하게 되면, 주식교환시 A보유 T주식에 대하여 다시 A회사 주식을 배정한 결과 A는 자기주식을 갖게 될 것이다. (ii) 합병 내지 (iii) 분할합병의 경우에는 견해의 대립이 있다. A회사가 보유하는 T회사 주식에 대하여 A회사 합병신주(또는 분할합병신주)를 배정해야 한다는 견해에 따르면 A회사는 자기주식을 보유하게 되지만, 위 배정을 부인하는 견해에 따르면 이러한 자기주식은 발생하지 않는다.

마지막으로 ③의 경우이다. (i) 주식교환의 경우에 원래 T회사 주주들은 전부 A회사 주식을 배정받는 구조이다. 이를 형식적으로 적용하면 T회사 자기주식에 대하여 그 주주인 T회사에게 A회사 주식을 배정한 결과, T회사는 100% 모회사가 되는 A회사 주식을 보유하는 것으로 귀결된다(100% 모자회사간의 상호주 발생). 반면 A회사 주식을 배정하지 않는다면 상호주는 발생하지 않는다. (ii) 합병의 경우에 통설은 자기주식의 귀속주체가 없다는 점 등을 들어 T회사 보유 자기주식에 대한 A회사 주식배정을 부인한다. 만약 이러한

주식배정을 긍정한다면 A회사가 자기주식을 보유하는 것으로 귀결된다. 한편 음영으로 처리된 (iii), (iv)의 경우 일반적인 실무례는 분할회사가 보유하는 자기주식에 대하여 분할신주(또는 분할합병신주)를 배정하는 것이다. 반면 학계에서는 이러한 분할신주 배정을 금지해야 한다는 입장이 제기되어 왔으며,<sup>7)</sup> 금번 법률안은 이를 반영한 것이다. 위 음영으로 처리된 부분은 무엇이 문제인가? 다른 기업재편과 달리 위 영역에 관하여만 특별히 입법적 조치를 가하는 것은 형평에 맞지 않는 것 아닌가?

아래의 예는 인적인 단순분할에 있어서의 지분구조의 변경을 보여주기 위한 것이다. 이하의 논의는 분할합병의 경우에 그대로 타당하다. 원래 기업재편의 시기에 이로 인한 지분의 확장 등이 이루어지려면 이에 대한 정당한 대가가 지급되어야 한다. 원래 인적분할의 원형(prototype)은 그림 1-1에서 보듯이 기존 주주들이 분리된 사업분야에 관하여 동등한 지분비율을 유지하는 것이다.<sup>8)</sup>

[그림 1-1] 일반적 인적분할의 실행



만약 위 그림에서 주주 Z가 회사 자신이었다면, 즉 회사에 30%의 자기주식이 있었다면 어떠한가? 이때 자기주식에 대하여 분할신주를 배정하는 경우 그림 1-2와 같이 지분구조가 변형된다. 즉 분할실행 이전에 X와 Y간의 지분비율은 42%: 28%인바, 분할 이후에 지분비율은 건설부문에 있어서는 그대로 유지되지만, 분사된 화학부문에서는 72%(42+30): 28%로 급격하게 변화한다. 이러한 지분비율의 변동은 대주주의 추가출연 없이 기업재편의 공학 내지 기술에 따라 손쉽게 이루어진다. 아래 그림에서 대주주 X는 주요한 사업부문을 여러 차례 인적분할해 나가면서 각 사업부문에 대한 지배력을 강화할 수 있다. 한편 처음부터 회사자금을 이용해 자기주식의 비중을 높인 경우에도 손쉽게 사업자회사에 대한 지분율을 올릴 수 있다.<sup>9)</sup> 이 모든 것이 대주주 X의 추가출연과 무관한 것이고 단순히 주식 피라미딩을 의도적으로 활용한 것에 불과하다. 그림 1-3에서 보듯이 차라리 분사된 화

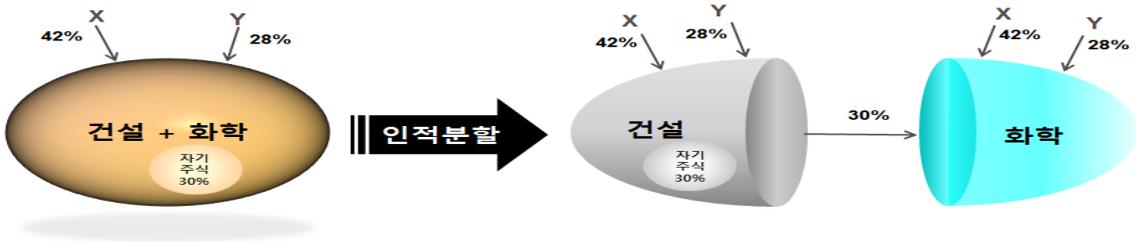
7) 노혁준, 지주회사 설립과 전환의 법적 문제, 상장협연구 제56호 (2007), 52-53면은 이 문제를 간단히 언급하고 있다. 최근의 글로서 황남석, 회사분할과 자기주식, 조세법연구 제21권 제1호 (2015) 등이 있다.

8) 상법 제530조의4 제2항은 “분할되는 회사의 주주에게 그 주주가 가지는 그 회사의 주식의 비율에 따라 설립되는 회사의 주식의 발행되는 때”에는 현물출자 검사를 적용하지 않으며, 법인세법 제46조 제2항 제2호는 “그 주식의 분할법인 등의 주주가 소유하던 주식의 비율에 따라 배정될 것”을 적격분할의 요건으로 정하고 있다.

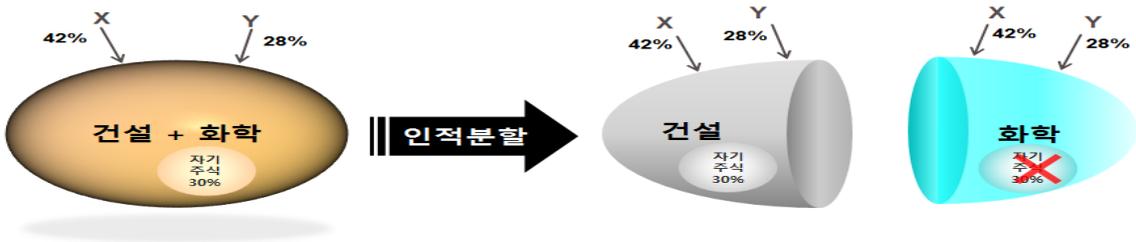
9) 일반적으로 시장에서는 자기주식의 비중을 높이는 것을 지주회사 체제전환의 신호가 될 수 있다고 본다. 이투데이, “현대모비스, 자사주 매입 - 지주회사 체제 전환 시그널” 2015. 9. 25.자 기사 (<http://www.etoday.co.kr/news/section/newsview.php?idxno=1205303>).

학부문에 원시적인 자기주식을 부여하는 것이 인적분할의 원개념에 부합할지도 모른다. 신설기업이 자기주식을 보유한 채 설립될 수는 없으므로 분할신설회사의 자기주식이 없는 것이 된다면, 결국 분할회사의 자기주식에 분할신주를 배정하지 않는 것과 동일한 결과가 된다. 어느 모로 보나 표 1의 음영부분에 관하여 분할신주를 배정하는 것은 지분구조의 왜곡을 가져오므로 허용되어서는 안 된다.

[그림 1-2] 자기주식에 대한 분할신주 배정



[그림 1-3] 자기주식에 대한 분할신주 불배정



이에 대하여는 다른 합병, 주식교환 등의 경우와 마찬가지로 위 분할회사의 자기주식이 문제되는 경우도 결국 자기주식의 본질에 관한 문제일 뿐이고, 당사회사의 선택 또는 학설에 맡기면 충분하므로 위 음영부분만을 별도로 입법하는 것은 형평에 맞지 않는다는 반론이 제기될 수 있다. 자기주식의 본질에 관하여 미발행주식설을 택하는 경우 법률안은 그 당연한 결과일 것이고, 향후 개인적으로 합병, 주식교환의 경우에도 자기주식에 대하여 미발행주식설에 따른 입법이 바람직하다고 생각한다. 그러나 표 1의 음영부분에 대한 입법적 보완의 필요성은 자기주식의 본질론과 무관한 당위라고 생각된다. 특히 의결권의 관점에서 볼 때, 합병, 주식교환의 경우 자기주식의 본질 및 신주발행 여부에 관하여 어떠한 입장을 취하든 지분구조 왜곡이라는 심각한 폐해를 가져오지는 않는다. 예컨대 ②의 경우 설사 A회사가 갖는 T회사 주식에 관해 신주를 배정하더라도 이는 A회사의 자기주식일 뿐이므로 의결권이 없고 A회사의 지분구조 왜곡을 가져오지 않는다.<sup>10)</sup> 한편 ③의 경우 설사 T회사가 갖는 자기주식에 대하여 신주를 배정한다고 하더라도, 이는 100% 자회사가 갖는 모회사 주식으로서 의결권이 없거나(주식교환의 경우, 상법 제369조 제3항), 인수회사의

10) 분할합병의 경우에도 분할승계회사가 분할회사의 주식을 갖고 있는 경우에 분할신주를 배정한다고 하더라도 이는 분할승계회사의 자기주식이 되므로, 결국 합병과 마찬가지로의 결과가 된다.

자기주식으로서 의결권이 없다(합병의 경우). 즉 합병, 주식교환의 경우에는 회사자금으로 미리 자기주식을 사 두면 향후 대주주가 지분구조에서 유리한 입장을 점하게 되는 일은 발생하지 않는 것이다.

### 3. 분할신주 배정설의 검토와 입법례

#### 가. 분할신주 배정설의 검토

##### (1) 분할신주 배정설의 논거

기존의 실무례에 관한 학술적인 논의 자체가 많지 않지만 그 논거를 들자면 다음 세 가지로 정리될 수 있을 것이다. 첫 번째로 분할신주를 배정하지 않는다면 자기주식의 자산 가치가 훼손되는 결과 재산권을 침해하는 것이 된다는 주장이다. 이에 따르면 분할회사가 취득하는 것은 별도의 법인격을 갖는 분할신설회사(분할합병의 경우에는 분할승계회사)의 주식이므로 그 취득의 금지는 분할회사의 자산가치를 훼손한다고 한다.<sup>11)</sup>

두 번째 정책적 차원의 주장으로서, 독점규제 및 공정거래에 관한 법률(“공정거래법”)상의 지주회사는 순환출자 해속, 책임경영, 내부지분을 등의 관점에서 종래의 재벌 지분구조보다 긍정적인 평가를 받고 있는바, 지주회사로 전환하는 방식 중 인적분할 및 자기주식에 관한 분할신주 배정은 중핵을 이루고 있다. 만약 분할신주 배정을 금지한다면 지주회사 전환에 큰 걸림돌이 될 것이므로 바람직하지 않다는 주장이다.<sup>12)</sup>

마지막으로 실정법상의 주장이다. 사실 자기주식에 대하여 분할신주를 배정하게 된 계기는 법인세법이 정하는 적격분할 요건과 관련이 깊다. 법인세법 제46조 제2항 제2호는 “분할법인 등의 주주가 소유하던 주식의 비율에 따라 배정할 것”을 과세특례가 적용되는 적격분할 요건으로 규정하고 있다. 실무에서는 이를 근거로 분할회사가 보유하는 자기주식에 대하여도 분할신주가 배정하였고 이에 대하여 과세관청은 적격분할을 인정하였다. 만약 상법이 자기주식에 대한 분할신주 배정을 금지한다면 법인세법상 적격분할 요건과 상법상 분할실행요건이 충돌하여 실무상 혼란을 가져온다는 주장이다.<sup>13)</sup>

##### (2) 검토

결론부터 말하자면 위 분할신주 배정설은 큰 설득력이 없는 것으로 보인다. 첫 번째 자산가치 훼손이론은 접근법 자체에 의문이 있다. 분할회사에 분할신주를 부여하는 방안과

11) 심태규, 앞의 글, 6-7면.

12) 심태규, 위의 글, 8면.

13) 심태규, 위의 글, 7면.

부여하지 않는 방안을 단순 비교한다면, 당연히 분할신주를 부여받는 것이 분할회사에 이로운 것처럼 보인다. 어떤 것을 ‘줄 것인가 안 줄 것인가’를 단순비교하는 이러한 접근방식의 결론은 항상 ‘주는 것’으로 도출될 수밖에 없다. 이를 그대로 적용하자면 기업재편을 포함한 모든 경우에 자기주식에 관하여 신주를 배정하는 것이 해당 회사를 이롭게 하므로 항상 타당하다. 이는 암묵 중에 자기주식의 본질에 관한 자산설을 전제하고, 이에 따른 결론을 자산가치 훼손이라는 용어로 포장하는 것에 지나지 않는다. 분할에 있어서 자산가치 훼손이란 분할회사 및 분할신설회사의 자산의 총합이 분할로 인해 감소되는 경우를 가리킨다고 보아야 한다. 예컨대 순자산 100억원인 회사 P가 40%의 자기주식을 매입하여 실제 순자산 60억의 회사가 되었다고 하자. 그 중 1/3를 분사하여 Q를 설립하는 경우 P회사는 40억, Q회사는 20억의 순자산을 가지면 되고, 이러한 분할이라면 (P의 기존 주주간 지배력의 재분배는 별론으로 하고) 그로 인한 P 또는 Q의 자산가치 훼손은 발생하지는 않는다. 이 때 P회사의 40%의 자기주식에 대하여 Q회사의 분할신주 8억원 상당(20억원의 40%)을 배정하지 않았다고 하여 위 분할이 관련회사들의 자산가치를 훼손했다고 할 것인가? 그렇다면 당초 40%가 아닌 70-80%의 자기주식을 취득해두지 못한 P회사 이사들은 자산가치를 더 높일 수 있는 기회를 놓친 것인가? 인적분할에 있어서 위 분할신주를 배정할지 여부는 Q회사 지배에 관한 주주들간의 분배의 문제이므로 P회사 자체는 관여할 필요가 없고, 이러한 결론이 P회사의 자산가치를 훼손하는 것도 아니다.

두 번째 정책적 차원의 논거는 본말이 전도된 것으로 생각된다. 공정거래법상 지주회사의 개수를 늘리는 것 자체가 지주회사 제도의 도입취지는 아니다. 지주회사 전환 과정에서 지배주주의 편법적인 지배력 강화가 이루어진다면, 이는 곧 지주회사 제도 도입을 통해 막으려고 했던 구태가 재현되는 것이다. 이러한 편법을 통한 지주회사의 확산은 정상적인 방법을 통해 설립, 전환된 지주회사들의 긍정적 노력마저 희석시키는 결과가 된다.

마지막 주장은 기본적으로 법인세법의 해석, 법인세법과 상법과의 관계에 관한 문제라고 생각된다. 법인세법이 적격분할의 요건으로 정하는 지분의 계속성 요건은 기본적으로 과세특례가 인정되면 투자의 연속성이 인정되어야 한다는 이념에서 출발한 것이다. 주주구성의 측면에서 볼 때 기존의 자기주식은 어차피 해당 기업의 지배와는 무관하므로, 자기주식에 분할신주를 배정하지 않는다 하더라도 지분의 계속성에 차이가 생길리 만무하다. 현재의 실무례와 달리 분할신주를 불배정하더라도 위 적격분할 요건을 갖추는 것으로 해석되어야 할 것이다.<sup>14)</sup> 설사 법인세법상 과세특례가 인정되지 않는다거나 불명확한 부

14) 황남석, 회사분할과 자기주식, 조세법연구 제21권 제1호 (2015), 132면도 과세특례요건의 취지로부터 도출되는 합리적인 해석에 따른다면 그로 인해 적격분할이 저해되는 경우는 없다고 본다. 이와 관련하여 같은 글 130면은 2009. 9. 30.자 법인세과 행정해석-1072을 인용하고 있다. 이 사안에서 모회사는 자회사의 일부 사업부문을 분할합병하면서 모회사가 보유한 자회사 주식에 대해서는 분할대가를 지급하지 않고 자회사의 나머지 주주들에 대하여만 그 보유주식비율에 따라 보유주식 비율에 따라 분할대가의 전액을 주식으로 교부하였다. 이에 대하여 과세당국은 이를 안분비례적인 것으로 인정하였다(이 당시는 2009년 법인세 개정 이전이어서 분할합병의 경우에도 안분비례적 분할합병이어야만 과세특례가 인정되었음). 본 법률안의 사안과는 약간 다르지만, 일부 주식에 관해 분할신주를 배정하지 않더라도 지분계속성 요건이 인정될 수 있음을 밝힌 사례라고 하겠다.

분이 있다 하더라도, 이 때문에 상법이 개정될 수 없다는 것은 이치에 맞지 않는다. 상법 개정에 맞추어 법인세법상 과세특례요건을 명확히 하는 것이 순리이다.

## 나. 입법례

### (1) 미국

미국의 경우 우리나라와 달리 법규에서 명시적인 회사분할제도를 규정하지는 않는다. 우리나라의 인적분할에 해당하는 스피노프(spin-off), 즉 분사할 사업부문을 현물출자하여 회사를 신설한 다음 신설회사의 주식을 기존 주주들에게 배당하는 방식 등이 활용되고 있을 따름이다.<sup>15)</sup> 따라서 분할회사의 자기주식에 대한 신주배정의 문제가 깊이 논의되지는 않는다. 다만 아래에서 보듯이 위 스피노프의 경우 기존 자기주식을 일종의 주주로 간주하고, 이에 대하여 신설회사 주식을 배정하지는 않는다.

우선 미국 모범회사법, 캘리포니아회사법 등 많은 입법례는 자기주식의 본질에 대하여 미발행주식설을 택하고 있다.<sup>16)</sup> 이 경우 회사가 자기주식을 취득한 경우 당연히 소각 처리되고 미발행수권주식수가 부활할 뿐이므로, 원천적으로 자기주식에 대한 신주배정 문제가 발생하지 않는다. 한편 취득된 자기주식에 관해 이른바 금고주(treasury shares)의 개념을 인정하는 델라웨어회사법 체제 하에서도,<sup>17)</sup> 이러한 자기주식에 대하여 현금, 현물배당을 하지는 않는다. 따라서 스피노프 과정에서 자기주식에 대하여 신설회사 주식의 배정 내지 배당은 이루어지지 않는다.

### (2) 일본

일본은 우리와 마찬가지로 법률에서 회사분할제도를 규정한다. 다만 일본 회사법은 물적분할만을 규정할 뿐이므로,<sup>18)</sup> 이 글의 논점이 되고 있는 인적분할을 실행하기 위하여는 다음의 두 단계를 밟아야 한다.

---

15) 스피노프의 방식 및 사례에 관하여는 Patrick A. Gaughan, *Mergers, Acquisitions and Corporate Restructuring* (4th Ed.), John Wiley & Sons, Inc. (2007), pp.413-421.

16) 미국의 모범회사법(RMBCA 6.31 (a)는 “회사는 자기주식을 취득할 수 있고, 취득된 자기주식은 미발행수권주식이 된다(“A corporation may acquire its own shares, and shares so acquired constitute authorized but unissued shares)”고 명시하고 있다; 캘리포니아 회사법(California Corporations Code. 이하 CCC) 제510조 (a)도 유사한 취지이다.

17) 이 체제 하에서 자기주식이 당연히 소각되지는 않고 보관되며, 따라서 미발행수권주식수도 부활하지 않는다. 델라웨어회사법(Delaware General Corporation Law. 이하 DGCL) 제160조(d), 제243조(a) 참조.

18) 일본 회사법 제757조 이하 참조.

[그림 2] 일본에서의 인적분할

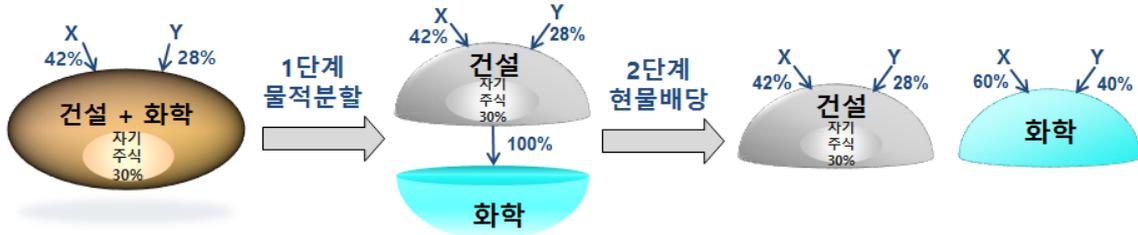


그림 2에서 보듯이 제1단계는 분사하고자 하는 사업부문을 100% 자회사로 물적분할하는 것이고, 이어 제2단계는 분할신설회사의 주식을 기존 주주들에게 현물배당의 방식으로 분배하는 것이다. 일본의 인적분할시 과세특례를 적용받기 위하여는 위 100% 자회사 주식 전부를 기존 주주에게 배당하여야 한다.

위 그림 2에서 보듯이 만약 분할회사에 자기주식이 30% 정도 있었다면 어떠한가? 이러한 자기주식에 관하여, 제2단계에서 분할신설회사의 주식을 현물배당할 수는 없는가? 여기에는 배당에 관한 일반론이 적용된다. 즉 일본 회사법상 자기주식에 대하여는 배당이 금지되기 때문에<sup>19)</sup> 위 자기주식에 대하여 분할신설회사의 주식을 부여하는 것은 허용되지 않는다.<sup>20)</sup>

일본의 입법례를 참조하자면 우리나라의 인적분할은 물적분할+현물배당으로 분석하여 볼 수도 있고, 이는 미국의 스피노프와 대응하는 것이다. 이렇게 볼 때 인적분할시 자기주식에 대하여 분할신주를 배정하는 것은 경제적 효과는 자기주식에 대한 현금, 현물배당과 유사하다. 자기주식에 대한 현금, 현물배당을 허용하지 않는다는 통설의 입장에 설 때,<sup>21)</sup> 인적분할시 자기주식에 대하여도 신주배정을 허용하지 않는 것이 형평에 맞다고 하겠다.

#### 4. 규제의 방법론

인적분할 또는 인적분할합병에 있어서 자기주식에 대한 분할신주 배정의 문제점은 앞서 지적한바와 같다. 구체적으로는 기존 주주들간의 지배력의 재분배(redistribution of control right)가 쟁점이다. 이는 엄밀히 말해 주주들간 부의 재분배와는 약간 다르다. 그림 1-2에서 인적분할시 30%의 자기주식에 대하여 분할신주를 배정했다고 가정한다. 분할 이후 건설, 화학부분이 각기 10억씩의 배당가능이익을 내고 이를 모두 배당한다고 할 때,

19) 일본 회사법 제453조는 “주식회사는 그 주주(당해 주식회사는 제외한다)에게 잉여금을 배당할 수 있다”고 규정한다.

20) 한편 일본 회사법은 합병의 경우에 통상 자기주식에 대하여 합병신주를 교부하는 것을 명문으로 금지하고 있다. 즉 제753조 제1항 제3호에 따르면, 소멸회사가 자기주식을 보유한 경우와 존속회사가 소멸회사 주식을 보유한 경우 이러한 소멸회사 주식에 대하여 합병신주를 교부할 수는 없다.

21) 김건식, 앞의 글, 653면; 이철송, 회사법강의(제21판), 박영사 (2013), 399면 등.

X와 Y는 3:2(42%:28%)의 비율로, 즉 6억원 및 4억원을 배당받게 된다. 이러한 결과는 자기주식에 대하여 분할신주를 배정하든 배정하지 않은 마찬가지이다.<sup>22)</sup> 문제는 앞서 지적한바와 같이 자기주식에 분할신주를 배정한다면, 분할을 계기로 화학부문의 주주들간 지배력의 상호비중이 급격히 달라진다는 데에 있다. 이러한 관점에서 소수주주는 피해를 입는다. 이를 어떻게 규제할 것인가?

본디 기업재편에 있어서 소수주주의 권익을 지키는 방식으로는 (i) 주주총회의 특별결의, (ii) 반대주주의 주식매수청구권, (iii) 개업재편 무효의 소, (iv) 이사의 선관주의의무 등이 있다. 상법상 분할 또는 분할합병의 경우에 (i), (iii), (iv)는 이미 도입되어 있으나, 법인세법상 근거를 들며 이루어지는 실무례를 위 방식으로 견제하기는 쉽지 않다. (ii) 반대주주의 주식매수청구권은 어떠한가? 상법상 단순분할의 경우에는 반대주주의 주식매수청구권이 인정되지 않는다.<sup>23)</sup> 개정법률안과 같이 분할신주의 배정을 일률적으로 금지하는 것보다는, 기존 실무례대로 이를 허용하되 지배력 감소에 불만이 있는 주주들은 주식매수청구권을 행사할 수 있도록 하면 되지 않는가? 특정한 경우에 나타나는 지배력의 왜곡을 막기 위하여 일반적으로 인적분할에 주식매수청구권을 허용할 필요는 없다고 하겠다. 자기주식에 대한 분할신주가 문제되는 인적분할의 경우에도 주식매수청구권의 도입은 분할신주에 대한 배정금지보다 더욱 큰 거래냉각효과를 가져올 것이므로 찬성하기 어렵다.

다음으로 규제의 대상을 공정거래법상 지주회사에 한정시켜야 할 것인지의 여부이다. 본건 문제가 지주회사에 한정된 것이라면 상법 개정보다는 공정거래법에 특례를 두어야 한다는 주장도 가능할 것이다. 그러나 분할을 통한 지배력의 왜곡은 지주회사인지 여부, 상장회사인지 여부를 불문하고 동일하게 발생한다. 단지 대기업집단의 지주회사 전환사례가 빈번함에 따라 지주회사의 경우들이 부각되고 있을 따름이다. 따라서 이 문제는 법률 안에서 보듯이 상법상 모든 주식회사에 적용될 수 있는 일반조항 형태로 반영되어야 할 것이다.

## 5. 관련문제: 자기주식을 분할대상에 포함시킨 경우

자기주식에 분할신주를 배정하는 실무에 관한 비판이 제기되자, 거래계에서는 일부 이를 우회하려는 시도가 나타나고 있다.<sup>24)</sup> 아래 그림 3과 그림 1-2를 비교해 본다. 아래 그림들은 모두 건설 및 화학을 모두 경영하던 분할회사가 건설부문을 남기고 화학부문을 인적분할하여 분할신설회사를 만들었다는 점에서 같다. 다만 그림 1-2는 분할회사가 자기주식을 그대로 보유하면서 이에 대하여 분할신주를 교부하는 기존의 실무례인 반면, 그림 3

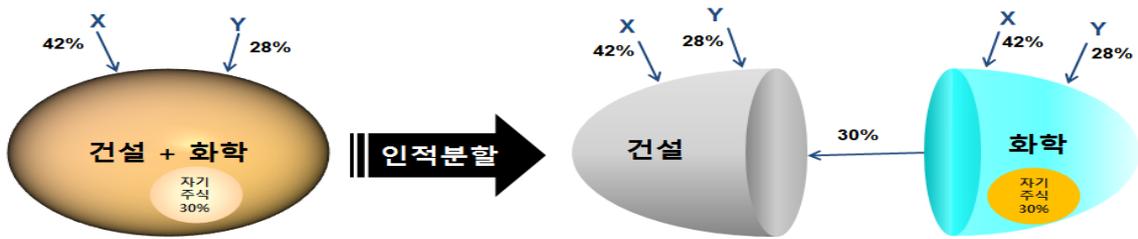
22) 다만 분할신주가 배정된 그림 1-2의 경우에는 지주회사인 건설사에 화학부문의 배당이 이루어졌다가 다시 X, Y에게 배당되는 차이만이 있을 뿐이다.

23) 상법 제530조의11 제2항의 반대해석.

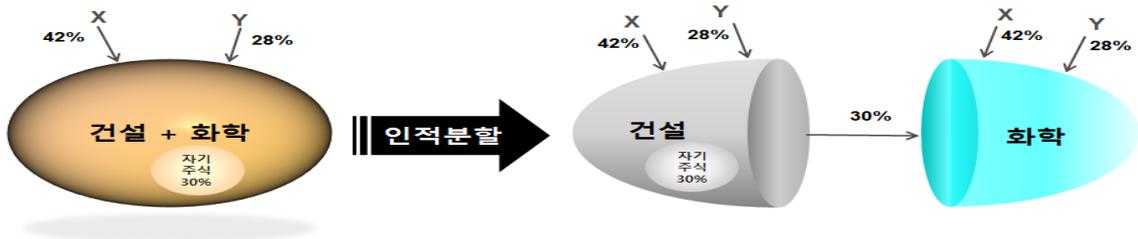
24) 채희만, 회사분할시 자사주 의결권 부활 정당인가, 김기준/서영교 의원 입법세미나 자료집, 38면 참조.

은 (i) 인적분할시 자기주식을 분할대상으로 포함시켜 분할신설회사를 설립하고, (ii) 이제 분할신설회사가 갖게 된 분할회사 주식에 대하여 (다른 분할회사 주주들과 마찬가지로) 분할신주를 배정하는 새로운 실무방식이라는 점에서 차이가 있다. 단적으로 말하자면 인적분할실행 이후를 기준으로 할 때, 그림 1-2의 자기주식은 원래부터 분할회사가 보유하고 있던 것인 반면, 그림 3의 자기주식은 인적분할로 인해 새로 발행된 자기주식이다.

[그림 3] 분할대상인 자기주식에 대한 분할신주 배정



[그림 1-2] 자기주식에 대한 분할신주 배정



자기주식을 분할목적물에 포함시킬 수 있는지에 관하여는 논란이 있는바,<sup>25)</sup> 만약 이를 긍정한다고 할 때 위 그림 3의 거래는 아무런 제한 없이 이루어질 수 있는가? 사실 그림 1-2와 그림 3의 거래는 건설과 화학 중 누가 지주회사가 될 것인지 여부만 다를 뿐 그 경제적 실질이 동일하다. 한편 법률안은 ‘분할회사가 보유하는 자기주식’에 대하여만 분할신주 배정을 금지하고 있을 뿐 ‘분할회사로부터 분할신설회사로 이전되는 자기주식’에 대한 분할신주 배정에 관하여는 침묵하고 있으므로, 규제의 공백이 우려될 수 있다. 그러나 그림 3처럼 분할신설회사가 자기주식을 발행하는 것은 이른바 자기주식의 원시적 발행이므로 허용될 수 없다고 본다. 그렇다면 그림 1-2의 대체수단으로서 그림 3을 활용하는 것은 어렵고 규제의 공백은 발생하지 않는다. 따라서 법률안에 위 그림 3에 대비한 별도의 조항을 추가할 필요는 없다고 하겠다.<sup>26)</sup>

25) 상세한 논의에 관하여는 노혁준, 자기주식과 기업의 합병, 분할, 증권법연구 제9권 제2호 (2008), 145면 참조.

26) 한편 단순분할과 달리 분할합병의 경우 분할승계회사가 분할회사의 자기주식을 이어받은 후 이에 관하여 분할신주를 교부하여 자기주식을 갖는 경우가 발생할 여지가 있음은 사실이다. 그러나 지배권

### III. 기업인수거래와 주주총회의 통제

#### 1. 문제의 소재

2013. 6. 17.자 상법 일부 개정법률안(유승희 의원 대표발의, 의안번호 195513. 이하 제III장에서 법률안이라고 하면 이를 가리킨다)은 상장기업이 대차대조표상 자기자본의 50% 이상에 해당하는 자산을 양수하건 양도하는 경우, 주주총회 특별결의를 얻도록 하고 반대주주에 대하여 주식매수청구권을 부여하고 있다. 제안이유에 따르면 지배주주 및 이사회가 임의로 대규모 주식, 자산 인수 결정을 하는 것을 견제하려는 취지인 것으로 보인다.<sup>27)</sup> 즉 법률안의 일차적인 규제목적은 무분별한 제국의 건설(empire building)에 대한 주주총회 차원에서의 견제이다. 다만 실제 법률안은 대규모 자산의 양수 뿐 아니라 양도 역시 동일선상에서 규정하고 있다.

주지하듯이 현행법상 기업인수, 합병에서 주주총회의 특별결의 및 주식매수청구권이 인정되는 것은 합병(원칙적으로 양 당사회사)<sup>28)</sup>, 영업양수(양수회사에 중요한 영향을 미치는 경우의 양수회사),<sup>29)</sup> 영업양도(양도회사 영업의 전부 또는 중요한 일부의 경우의 양도회사),<sup>30)</sup> 자산양도(영업의 전부 또는 일부를 양도하거나 폐지하는 효과가 있는 경우의 양도회사)<sup>31)</sup> 한정된다. 특히 주식양수도의 경우 예외적인 경우를 제외하고는<sup>32)</sup> 합병, 영업양수도와 질적으로 다른 것으로 취급되어 주주총회 소집 등 별도의 주주보호절차를 거칠 필요가 없는 것으로 이해되고 있다.<sup>33)</sup>

위 법률안은 이러한 기존 질서를 변혁하고자 하는 것으로서, 국회를 통과될 경우 큰 파장이 예상된다. 상세한 이론적 검토가 필요한 이유이다. 다만 법률안은 다양한 기술적 요소, 예컨대 자산양수도가 수회로 나누어 이루어진 경우에 어떻게 할 것인지 등의 내용도 담고 있다. 여기에서는 논의의 집중을 위해 '기업인수'의 방식으로서의 '주식'의 양수, 양도에 주주총회의 통제가 필요한지에 초점을 맞추고자 한다. 먼저 합병, 주식교환, 영업양수와 주식양수가 주주통제의 관점에서 어떠한 차이점을 가져야 하는지 규명되어야

---

왜곡 수단으로 분할합병이 활용되는 경우는 단순분할과 달리 혼하지 않고, 분할합병의 경우 반대주주의 주식매수청구권이 인정되어 있으므로 이러한 예외적 편법을 역지하기 위하여 새로운 규제를 도입할 필요성은 크지 않은 것으로 판단된다.

27) 법률안의 제안이유는 금호아시아나 그룹의 대한통운 및 대우건설 인수를 그 예로 들고 있다.

28) 상법 제522조, 제522조의3.

29) 상법 제374조 제1항 제3호, 제374조의2.

30) 상법 제374조 제1항 제1호, 제374조의2.

31) 대법원 2004. 7. 8. 선고 2004다13717 판결 등.

32) 예컨대 지주회사가 보유 자회사 주식을 전부 매각하는 경우 위 2004다13717 판결의 취지에 따라 주주총회의 특별결의 및 주식매수청구권 부여절차가 필요하다고 볼 것이다. 서울고등법원 2008. 1. 15. 선고 2007나35437 판결; 김건식/노혁준, 지주회사와 법(보정판), 소화 (2005), 315면.

33) 송옥렬, 상법강의 (제5판), 홍문사 (2015), 1185면. 2014년 개정되기 이전 일본 회사법의 해석에 관하여 江頭憲治郎, 株式會社法(第4版), 有斐閣 (2011), 885면도 완전자회사 주식의 양도가 모회사의 사업일부의 양도에 해당하지는 않는다고 보았다.

위 기술적 요소들로 나아갈 수 있기 때문이다. 기업재편의 실행의 고려요소 중 채권자보호절차, 인허가승계, 세무 등이 아닌 주주총회 통제에 착목한 것은, 주주총회의 승인 및 매수청구권의 부여 여부가 기업재편방식을 선택함에 있어 가장 중요한 요소이고, 이사회 중심 경영이라는 주식회사 일반적 특성과 충돌하는 이론적 쟁점을 내포하고 있는 지점이기 때문이다. 다만 우리 법제상 주식매수청구권의 부여여부는 대체로 주주총회 특별결의 여부와 함께 규정되므로,<sup>34)</sup> 논의의 단순화를 위해 주식매수청구권은 필요한 경우에만 언급하기로 한다. 한편 이 글은 기업인수에 초점을 맞추고 있으므로, 경영권과 무관하게 포트폴리오 구성 차원에서 이루어지는 주식양수도, 영업 또는 사업의 이전과 무관한 자산양수도는 이 글의 논의대상이 아니다.

검토의 방법론으로 먼저 회사법상 어떠한 사안에 관하여 주주총회 특별결의를 요구할 것인지에 관한 이론적 논의를 살펴본 다음, 인수회사(A)의 입장과 대상회사(T)의 입장에서 각 거래구조가 어떤 의미를 갖는지 분석한다.

## 2. 주주총회에 의한 통제의 논리

### 가. 주요한 통제 논리

원래 주식회사는 소유와 경영의 분리 이념에 따라 주주들이 선출한 이사가 일상적인 경영사항을 재량적으로 처리하는 구조를 갖고 있다. 그러나 합병 등 이른바 근본적인 변동(fundamental change)에 있어서 주주총회가 소집되어 해당 사안을 직접 결정하도록 규정하는 것은 전 세계 입법례에서 공통적으로 나타난다. 어떠한 경우에 이사의 경영상 재량이 제한되고 주주가 전면에 나서야 하는지에 관하여는 여러 가지 이론이 전개되고 있다.

첫 번째로 거래의 규모(size)에 따라 판단하는 견해이다(거래규모설). 원래 주주총회의 결정의 비효율성은 집단행동의 문제(collective action problem)에 일정부분 기인한다. 즉 개별주주의 입장에서 볼 때 정보수집 및 의결권 행사에 따른 비용이 그로 인한 효익보다 크지 않은 것이 보통이므로, 오히려 주주총회에 적극적으로 참여하지 않는 것이 합리적 선택이다. 하지만 큰 규모의 거래인 경우 좋은 결정에 따른 효익도 커지기 때문에 개별 주주들이 적극적으로 결의에 임할 가능성이 높고 주주총회 결의의 품질이 높아질 가능성이 많다.<sup>35)</sup> 다만 이에 대하여는 단순히 규모만을 기준으로 판단한다면 대규모 차입 등의 경우에 이사회 결정에 맡기는 것을 설명하기 어렵다는 반론이 제기될 수 있다.<sup>36)</sup>

34) 물론 정관변경의 경우처럼 주주총회 특별결의 사항임에도 주식매수청구권이 부여되지 않는 경우도 있으나 대체로 주주총회 특별결의 사항에 반대하는 주주에 대하여는 주식매수청구권이 부여된다.

35) Reinier Kraakman et al., *The Anatomy of Corporate Law*, Oxford (2009), p.184.

36) 윤영신, 자기주식의 합병대가 산입문제와 조직재편거래상 주주총회 승인요건의 재정비 방안, *상사법연구* 제27권 제2호 (2007), 35면.

두 번째로 투자결정(investment decision)인지, 사업결정(business decision)인지에 따라 판단하는 입장이다(투자결정설).<sup>37)</sup> 사업결정은 특정기업에 특유하거나 신속을 요하는 경우이기 때문에 해당 사업에 대한 전문지식이 떨어지는 주주가 판단하기 부적절하지만, 투자결정은 어떤 주식에 투자할 것인지에 관한 판단과 유사하기 때문에 주주에게 판단을 맡겨야 한다는 주장이다. 이에 대하여는 무엇이 투자결정이고 무엇이 사업결정인지 판단하기 쉽지 않기 때문에, 질문에 질문으로 답한다는 비판이 제기될 수 있다. 회사보유 현금을 활용하여 다른 기업을 합병하는 경우 단순한 사업결정으로 보아 주주총회의 관여를 인정하지 않는 입법례도 있는바,<sup>38)</sup> 과연 이를 단순한 사업결정으로 볼 것인지 의문이 제기될 수 있는 것이다.

마지막으로 최근 미국에서는 최종구간(final period)에서의 이사와 주주간의 이해관계 충돌(conflict of interest)을 강조하는 견해가 유력하다(최종구간설).<sup>39)</sup> 이사들이 자신의 이익을 위하여 결정할 가능성이 높은 안건에 관하여 주주총회의 관여가 필요한바, 합병 등 회사의 근본적인 변동도 결국 여기에 해당한다는 것이다. 인수의 목적이 되는 대상회사(target company)의 이사들은 이른바 최종구간(final) 또는 최후의 게임(final game)에 처해 있다. 이 경우 굳이 기존 주주들에게 충실한 인센티브가 없다. 오히려 인수회사에 유리한 거래를 눈감아주면서 향후 통합법인에서 자리를 보전할 유인이 있는 것이다. 한편 인수회사의 이사의 경우에도 만약 인수합병으로 인해 인수회사의 지배주주가 바뀐다면 기존 주주들의 이익을 등한시할 위험성이 있다.

## 나. 검토

### (1) 우리 현실을 반영한 기준정립의 필요성

어떠한 경우에 주주총회에 의한 통제를 부여할 것인지를 판단함에 있어 가장 중요하게 고려할 사항은 각 나라에서 어떠한 위험요소를 갖고 있는지 여부이다. 이사와 주주간의 이해충돌을 강조하는 마지막 견해는 분산된 주주들 사이에서 대표이사 및 이사진 중심으

37) Reinier Kraakman et al., *The Anatomy of Corporate Law*, Oxford (2009), p.184; William T. Allen, Reinier Kraakman and Guhan Subramanian, *Commentaries and Cases on the Law of Business Organization*(3rd Ed.), Aspen (2009), p.451은 이러한 잣대가 하나의 기준이 될 수 있음을 밝히고 있다.

38) CCC 제181조, 제1201조(b), 제1200조, 제1300조. Eisenberg 교수도 이러한 경우 존속회사 주주의 입장에서는 존속회사의 내부적인 팽창과 구분하기 어렵고 구조상의 변경의 수준에까지 미치지 못할 것이라고 본다. 김건식/송상현 공역, *주식회사 법리의 새로운 경향*(Melvin A. Eisenberg, *The Structure of the Corporation*, Little, Brown & Company (1976) 번역), 경문사 (1983), pp.266-267.

39) Reinier Kraakman et al., *The Anatomy of Corporate Law*, Oxford (2009), p.184; William T. Allen, Reinier Kraakman and Guhan Subramanian, *Commentaries and Cases on the Law of Business Organization*(3rd Ed.), Aspen (2009), p.452; Ronald J. Gilson and Bernard S. Black, *The Law and Finance of Corporate Acquisitions* (2nd Ed.) (1995), pp.719-722.

로 경영이 이루어지는 미국의 입장에서 설득력이 크다. 이에 따르면 최후 게임이 아닌 경우, 즉 인수회사에서 교부금 합병을 하는 경우이거나 합병 이후 인수회사의 지배권 변동이 없는 경우에는 굳이 인수회사에서 주주총회를 개최할 필요는 없게 된다. 그러나 우리나라의 경우 지배주주가 존재하고 통상 지배주주가 이사진을 견제하므로 이사들의 사익추구 행위 자체가 문제될 소지는 크지 않다. 오히려 문제되는 것은 근본적 변동 과정에서 지배주주의 사익추구 행위이며, 특히 기업인수거래의 가장 중요한 위험요소 중의 하나는 지배주주와 경영진이 합의한 가운데에 이루어지는 제국건설(empire building)이라고 생각된다. 자산을 기준으로 한 재계 서열에 집착하여<sup>40)</sup> 무분별하게 외형을 키우고 그 피해는 결국 소수주주에게 미치는 일들이 빈번하게 발생하고 있다. 위 미국의 다수설이 전체로서의 주주와 경영진간의 이익충돌에 초점을 맞추는 것에 비해, 이곳에서 관심을 가지는 것은 지배주주와 소수주주의 이익충돌이라고 할 수 있다.

사실 위 세 가지 판단기준은 서로 배타적이기 보다는 함께 고려되어야 할 사항들이다. 이 글에서 강조하고자 하는 것은 우리나라의 현실을 고려할 때 거래규모가 주주총회의 통제를 발동시키는 주요 요소가 될 수 있다는 점이다. 단순히 규모가 크다는 이유만으로 포트폴리오로서의 주식취득, 차입 등을 주주총회의 통제 범위 내로 끌어들여야 할 필요는 없지만, 이 글의 논의대상인 기업인수 거래시에는 규모에 따라 주주총회 통제를 강화할 필요가 있다. 이러한 때에 이루어지는 주주총회는 주주들의 높은 관심으로 인해 결의의 품질이 높아질 가능성이 커질 뿐 아니라, 대리인에 의한 판단잘못의 비용이 매우 높은 상태에서는 본인의 적극적 관여를 허용할 필요가 있다는 점에서도<sup>41)</sup> 이러한 통제의 합리성이 인정된다. 또한 이러한 접근은 기존 회사법제와 융합하기 쉬운 장점을 갖고 있기도 하다. 즉 우리 상법이 이미 소규모 합병 등 거래규모를 기준으로 주주총회의 관여여부를 판명하는 조문을 갖고 있는 점을 다른 기업인수 거래를 규율할 때 참조할 수 있는 것이다.

## (2) 인수회사와 대상회사의 입장 차이

기업인수의 당사회사인 인수회사와 대상회사 중 어느 쪽에 주주통제의 필요성이 더 큰가? 이하 논의에서는 기업인수를 통해 인수회사의 지배주주 지위가 흔들리지는 않는 것으로 전제한다. ① 먼저 미국의 다수설인 최종구간인지 여부를 중시하는 입장에 따르면, 대상회사에서는 주주총회의 관여가 필요하지만 인수회사의 경우 그 필요성이 크지 않다. 기업인수 전후에 계속하여 인수회사의 (지배)주주와 이사들간의 관계가 이어지기 때문이다. ② 다음으로 필자의 입장처럼 기업인수거래에 있어서 제국건설의 우려가 주주총회 관여의

40) 일례로 공정거래위원회에서 매년 4월 기업집단의 자산을 기준으로 상호출자제한기업집단을 지정하여 발표한다(독점규제 및 공정거래에 관한 법률 제9조, 제14조, 시행령 제17조, 제21조. 현황 등 통계는 <http://groupopni.ftc.go.kr/index.jsp> 참조). 이는 일종의 재계서열로 인식되고 있다.

41) William T. Allen, Reinier Kraakman and Guhan Subramanian, Commentaries and Cases on the Law of Business Organization(3rd Ed.), Aspen (2009), p.451.

찾대가 된다면, 오히려 인수회사에 관하여 주주총회 통제가 긴요하게 된다. 이 관점에서만 보면 제국의 감축에 해당하는 대상회사에 있어서 주주통제의 필요성이 크지 않게 된다.<sup>42)</sup> ③ 다음으로 거래 자체의 위험성에 관한 부분이다. 인수거래 담당자가 거래목적물의 가치 판단을 잘못할 위험성은 인수회사쪽이 더 크다. 대상회사의 경영진은 해당 회사에 대하여 잘 알고 있으므로 평가실수 가능성이 낮은 반면, 인수회사 경영진은 인수 이후에 뒤늦게 각종 부외부채 등을 제대로 파악하지 못한 실수를 깨닫게 될 가능성이 있다. ④ 마지막으로 판단의 시급성 관점에서 볼 때, 기업을 매각하는 사안은 인수하는 사안에 비해 부실한 재무상태 등이 원인이 되어 급한 사정에 처한 경우가 많을 것이다. 일률적으로 말하기는 어렵지만 통상 매각 주체쪽인 경우 이사회 주도의 신속한 판단이 필요할 가능성이 높다.

결국 ②내지 ④의 관점에서 보면 인수회사쪽에 주주총회의 관여필요성이 더 높다. 그렇다면 ①의 관점에 따른 대상회사의 주주총회 관여는 불필요한 것인가? 대상회사의 지배주주가 기업인수 거래를 주도하면서 경영진을 견제한다는 차원에서 보면, 대상회사 이사의 일탈 가능성은 낮을 것이고 굳이 이사의 판단재량권을 제한할 필요가 없는 것처럼 보이기도 한다. 그러나 특히 지배주주가 동일한 계열사간 기업인수가 잦은 우리 현실에서 대상회사 주주들의 부가 인수회사측으로 이전할 가능성이 상존한다. 요컨대 최종구간에 임한 이사들을 견제하기 위해서가 아니라 대상회사 매각을 통해 부의 이전을 피하는 지배주주를 견제하기 위하여 대상회사 주주총회 통제가 필요하다고 하겠다. 다만 ②내지 ④의 관점을 고려할 때, 관여의 정도는 인수회사의 경우보다 다소 낮아도 무방하다고 생각된다.

구체적으로 인수회사와 대상회사의 입장을 상세하게 검토하기에 앞서, 주주총회에 의한 통제가 무엇을 의미하는지 명확히 하고자 한다. 인수회사에 있어서 인수거래란 인수회사 자신이 대상회사 자체(합병의 경우), 대상회사의 영업(영업양수의 경우), 대상회사의 주식(주식교환, 주식인수의 경우)을 취득하는 것을 의미한다. 이러한 때에 인수회사의 주주총회에서 이를 승인하도록 제도화하여야 하는지가 문제된다. 반면 대상회사에 관련된 주주통제는 그 의미에 약간의 차이가 있다. 대상회사에 관하여 합병, 주식교환, 영업양도가 발생한 경우에는 대상회사의 주주총회 승인 여부가 문제된다. 이와 달리 대상회사의 (지배)주식을 매각하는 경우에는 대상회사 주주총회 승인이 아니라 대상회사의 주식을 보유하는 모회사 내지 지주회사의 주주총회 승인 여부가 문제된다. 이때에 대상회사의 소수주주를 어떻게 보호할지, 즉 투자한 회사의 지배주주가 바뀌는 상황에서 잔존하는 소수주주 보호방식의 문제는 이른바 의무공개매수(mandatory bid) 등 별도의 주제로 다루어져야 하는 것이다.

42) Reinier Kraakman et al., *The Anatomy of Corporate Law*, Oxford (2009), p.213도 유럽에서 회사분할에 대하여 주주에게 더 낮은 수준의 보호가 부여되는 근거에 관하여 제국의 해체는 제국의 건설에 비해 주주의 이익을 침해할 가능성이 낮기 때문이라고 분석하고 있다.

### 3. 인수회사의 입장

#### 가. 현행법상 거래유형과 주주총회결의

인수회사가 대상회사를 인수하는 방식의 실질을 살펴보면 크게 자산거래(asset deal)과 주식거래(stock deal)로 구분할 수 있다. 자산거래 중 대상회사 전체를 목적물로 하는 것이 합병이고, 대상회사의 영업을 목적물로 하는 것이 영업양수이다. 전자는 자산, 부채의 포괄승계가 이루어지는데 반해, 후자는 자산, 부채의 특정승계방식에 따르는 점에서 개별 자산의 특정승계와 유사한 점이 있다. 물론 개별 자산의 매입도 자산거래의 일 유형이지만 논의의 편의상 자산양수는 필요한 범위에서만 언급하기로 한다. 우리 법제는 합병 및 영업양수에 있어서 인수회사의 주주총회 특별결의를 요구한다. 대상회사에 교부하는 대가가 주식이든 현금이든 묻지 않는다. 다만 대상회사의 규모가 크지 않을 때에는 이른바 소규모합병, 소규모영업양수의 특례가 있어서 인수회사 주주총회의 관여가 불필요하게 된다. 구체적인 판단기준은 소규모합병인 경우 인수회사의 신주발행이 10%를 초과하는지 여부이고,<sup>43)</sup> 소규모 영업양수는 인수회사의 영업에 중대한 영향을 미치는지 여부이다.<sup>44)</sup>

다음으로 주식거래 중에는 주식양수와 포괄적 주식교환(이하 “주식교환”이라 한다)이 있다.<sup>45)</sup> 현재의 실무례는 주식양수에 관하여는 어떠한 경우에도 인수회사의 주주총회 결의를 요구하지 않는다. 그 대가가 현금일 뿐 아니라 인수회사의 주식인 경우(즉 주식 현물출자)인 경우에도<sup>46)</sup> 마찬가지이다. 반면 주식교환에 대하여는 합병에 준하는 절차가 적용된다.<sup>47)</sup> 주식교환시 인수회사는 주주총회의 특별결의에 의한 승인을 받아야 하며 다만 소규모 주식교환의 요건을 갖춘 경우에만 이를 면제받는다.<sup>48)</sup>

43) 구체적으로는 존속회사가 합병으로 인하여 발행하는 신주의 총수가 기발행주식의 10%를 초과하지 않는 경우에는 주주총회의 특별결의를 이사회의 승인으로 갈음할 수 있다. 다만 교부금이 존속회사 순자산의 5%를 초과하는 경우에는 위 특례가 적용되지 않는다(상법 제527조의3 제1항). 위 발행신주의 규모 산정시 자기주식 교부분을 제외한 대법원 판례가 있으나(2009. 12. 9. 선고 2003다69355 판결), 후술하는 소규모 주식교환과 마찬가지로 이러한 자기주식 교부분은 신주발행분에 포함시켜 계산하여야 할 것이다.

44) 상법 제374조 제1항 제3호에 따르면 인수회사의 영업에 중대한 영향을 미치는 다른 회사의 영업 전부 또는 일부의 양수인 때에 주주총회의 특별결의가 필요하다.

45) 여기에서의 주식 취득은 구주 취득을 뜻한다. 물론 대상회사에서 지배권 확보에 충분한 신주를 대량 발행하고 인수회사가 이러한 유상증자에 참여하는 방식으로 대상회사를 인수하는 것도 가능하지만, 대상회사에 대한 신규자금 투입이 없다는 동등한 조건 하에 합병, 영업양수, 주식교환을 비교하기 위하여 이러한 유상증자 방식은 논의대상에서 제외한다.

46) 다만 이때에는 신주의 제3자 배정이 이루어지는 결과 상법 제418조 제2항의 제3자 배정요건을 갖추어야 할 필요는 있다.

47) 다만 교부금 합병과 달리 주식교환의 경우 아직 교부금 주식교환이 도입되어 있지 않다. 합병에 관한 상법 제523조 제4호와 주식교환에 관한 상법 제360조의3 제3항 제4호 비교.

48) 구체적으로는 인수회사가 주식교환을 위하여 발행하는 신주 및 교부하는 자기주식의 총수가 기발행주식의 5%를 초과하지 않는 경우에는 주주총회의 특별결의를 이사회의 승인으로 갈음할 수 있다. 다만 교부금이 존속회사 순자산의 2%를 초과하는 경우에는 위 특례가 적용되지 않는다(상법 제360조의3 제1, 2항). 소규모주식교환의 5%, 2% 기준비율은 소규모합병에 관한 제527조의3 제1항과 균형을 맞추어야 할 것이다.

## 나. 검토

### (1) 영업양수와 주식양수간의 비교

현행법상 영업양수와 주식양수에 대한 규제는 커다란 차이가 있다. 단순한 포트폴리오 차원에서의 주식투자가 영업양수와 구분되는 것은 사실이다. 그러나 어떤 회사의 영업을 지배할 목적으로 지배주식을 양수하는 경우 영업양수와 큰 차이가 있는가?

최종구간설은 인수거래로 인해 인수회사의 지분구조가 바뀌는지 여부에 관심을 가질 뿐 인수하는 것이 직접적인 영업인지 지배권을 표창하는 지배주식인지는 크게 문제되지 않는다. 투자결정설의 경우에도 인수기업의 성격이 바뀌는 것에 관한 투자결정이라는 점에서 위 두 사안의 경제적 의미는 다르지 않다. 예컨대 전자업을 영위하던 업체가 새로이 선박업을 인수하는 경우 투자의 성격 자체가 바뀌는 것은 그 인수 방식이 영업양수이나 지배주식 인수이나에 크게 좌우되지 않는다. 마지막으로 거래규모설에 의하면 위 두 거래의 인수평가액이 상당한 수준이 이르는 경우 어느 하나에만 주주총회의 결의를 요구하는 것은 형평에 맞지 않게 된다. 한편 거래규모설은 대리인의 판단잘못의 비용과 연결되기도 한다. 이 관점에서 볼 때에도 영업양수와 주식양수에 큰 차이가 없다고 생각될 수 있다.

영업양수 또는 주식양수의 시점에서 결정의 초점이 “대규모 출연을 하여 해당 사업에 진출할 것인가, 만약 진출한다면 지금 논의되고 있는 가격이 합당한 것인가”에 있다고 본다면 영업양수와 주식양수에 본질적인 차이는 없다. 반면 “유한책임의 안전막이 있는 주식양수 방식에 의할 것인가 아니면 직접 운영할 것인가”가 논점이라면 영업양수와 주식양수에 상당한 차이가 있다고 볼 여지도 있다.

생각건대 현재의 법제처럼 대규모 주식양수의 경우에 아무런 주주총회의 통제도 인정하지 않는 체제는 받아들이기 어렵다. 이론적으로 주주총회의 관여에 관한 어떠한 논거를 따르더라도, 대규모 주식양수를 이사회의 전권으로 맡겨두는 것은 타당하지 않다. 특히 지배주주와 경영진에 의한 제국건설의 우려가 큰 우리나라에서는 더욱 그러하다. 또한 대상기업에 부외부채 등이 있었던 경우의 위험성은 오히려 주식양수의 경우 더 높다고 볼 여지도 있다.<sup>49)</sup> 한편 대규모라 하더라도 주식양수에 영업양수와 동등한 수준의 주주관여를 인정하는 것은 논란의 소지가 있을 수 있다. 인수회사의 입장에서는 인수 이후 (직접 경영인지 주식보유를 통한 간접 경영인지) 경영 양태가 사뭇 다르기에 인수의 파급효과가 주주에게 미치는 위험도 다소 차이가 있을 수 있기 때문이다. 주식양수에 관하여 전혀 주주 통제를 인정하지 않았던 기존의 거래방식을 어느 정도 감안할 필요도 있다. 결국 대규모

49) 영업양수는 개별자산의 이전방식에 의하므로 부외부채가 있더라도 인수회사가 이에 대하여 책임을 지지 않는 것이 원칙이다. 대상회사의 채무에 대하여 연대책임이 발생할 여지는 있으나 이는 상호를 속용하거나 채무인수를 광고한 예외적 경우에 한한다(상법 제42, 44조). 반면 주식인수후 대상회사의 부실이 드러난 경우 해당 주식의 가치는 0이 될 수도 있다.

주식양수인 경우에 주주관여를 인정하되 합병, 영업양수 보다는 낮은 수준으로 규정하는 것이 합리적이라고 생각된다.

## (2) 합병과 주식교환간의 비교

현행법은 적어도 인수회사의 주주총회 요건과 관련하여서는 합병과 주식교환을 거의 대등하게 규정한다. 그러나 인적, 물적자원의 포괄승계가 발생하는 합병과 지배주식의 이전이 일어날 뿐인 주식교환을 대등선상에서 규정하는 것은 타당하지 않다.<sup>50)</sup> 인수회사 입장에서 볼 때 주식교환은 주식양수의 특수형태, 즉 인수회사의 신주발행을 대가로 한 주식양수라고 할 수 있다. 따라서 주식교환은 주식양수와 균형을 맞추어야 하는 것이다.

## 다. 입법적 개선방안

### (1) 입법의 방식과 입법례

앞서 살펴보았듯이 기업인수는 거의 동일한 경제적인 실질을 가지면서도 법적 형식에서는 다양한 유형으로 이루어질 수 있다. 주주통제라는 관점에서 볼 때 이에 대한 법적 대응은 크게 두 방식으로 이루어질 수 있다. 실질설의 입장은 합병에 준하는 것을 모두 사실상의 합병(de facto merger)으로 보면서 동등한 규제를 가하는 것이다.<sup>51)</sup> 따라서 영업양수, 주식매수, 주식교환도 사실상 합병의 개념에 포섭될 수 있고, 기능적으로 합병의 역할을 하는 거래인 경우 합병과 마찬가지로 주주총회의 승인, 주식매수청구권 등 보호장치가 작동된다.<sup>52)</sup> 반면 형식설의 경우 회사법이 마련한 일정한 절차에 따라 이루어진 경우 다른 거래구조에 따른 효과를 적용할 필요가 없다고 본다.<sup>53)</sup> 회사법상 영업양수, 주식양수, 주식교환이 별도로 허용되는 거래양식이므로 굳이 합병과의 동등성 여부를 따질 필요가 없는 것이 된다.

실질설에 의한 대표적인 입법례가 미국 캘리포니아 회사법이다. 이에 따르면 기업재편(reorganization)은 제정법상의 합병, 인수회사(그 지배회사 포함)의 주식을 대가로 지급하고 대상회사의 지배주식을 취득하는 것, 인수회사의 주식 등을<sup>54)</sup> 대가로 지급하고 대상

50) 노혁준, 기업재편제도의 재편: 합병, 주식교환 및 삼각합병제도를 중심으로, 경제법연구 제13권 제2호 (2014), 67면.

51) 사실상의 합병이론 및 실질설은 Farris v. Glen Alden Corporation, 393 Pa. 427, 143 A.2d. 25 (1958)에서 잘 나타나 있다.

52) 사실상 합병이론의 목표는 기능적으로 합병과 동일한 것을 합병과 마찬가지로 취급하는 것이다. Ronald J. Gilson and Bernard S. Black, The Law and Finance of Corporate Acquisitions (2nd Ed.) (1995), p.715.

53) 이는 Hariton v. Arco Electronics, 41 Del. Ch. 74, 188 A.2d. 123 (1963)의 입장이다. 미국에서는 대등지위이론(the equal dignity theory)로 알려져 있다. 송상현/김건식 공역, 앞의 글, 232면.

54) 인수회사의 주식 이외에 지배회사의 주식과 만기 5년 이상의 부채증권(지배회사가 발행한 부채증권

회사의 자산 전부 또는 실질적인 전부를 양수하는 것을 뜻한다(제181조). 이러한 경우 인수회사의 주주총회 승인이 필요하다(제1200, 1201조).<sup>55)</sup> 인수회사가 현금을 대가로 인수를 시도하는 경우이거나, 주식을 발행하였다고 하더라도 인수 후 인수회사의 의결권을 5/6 이상 계속 갖게 되는 경우에는 인수회사의 주주총회 승인은 불필요하다.

한편 다른 입법례는 기본적으로 거래의 경제적 기능보다는 형식을 존중함으로써 형식설에 터잡고 있다고 할 수 있다. ① 델라웨어법의 경우 합병의 경우 인수회사 주주총회의 승인이 필요하지만(제251조), 영업양수인 경우 대상회사의 실질적인 전 자산의 양수라도 하더라도 주주총회의 승인이 필요하지 않다.<sup>56)</sup> 주식취득의 경우에도 별다른 승인요건이 적용되지 않는다.<sup>57)</sup> ② 모범회사법의 경우 합병과 주식교환에 관하여 주주총회의 승인을 요구한다(제11.04조(b)). 반면 영업양수와 주식취득 방식의 기업인수인 경우에는 주주총회의 승인이 필요하지 않다.<sup>58)</sup> ③ 일본 회사법은 대체로 우리나라와 유사하다. 합병, 주식교환, 영업양수의 경우 소규모 거래가 아닌 이상 원칙적으로 주주총회의 특별결의에 의한 승인이 필요하다.<sup>59)</sup> 주식취득의 경우에 인수회사의 주주총회 승인은 필요 없는 것으로 해석된다.<sup>60)</sup>

다만 미국의 입법례에서 한 가지 주의할 부분은 대량의 신주발행에 따른 희석화에 대하여 별도의 일반적 보호장치가 마련되어 있다는 점이다. 모범회사법 제6.21조 (f)에 의하면 신주 또는 잠재적 주식의 발행 분량이 기존 총발행주식의 20%를 초과하는 경우 의결권 있는 주식이 과반수 출석한 주주총회에서 출석한 의결권 있는 주식 과반수의 찬성에 의해 승인되어야 한다.<sup>61)</sup> 모범회사법의 법리에 의하지 않은 회사인 경우에도 미국의 주요 거래소에 상장된 회사라면 거래소 규칙에 따라 위 20% 규칙을 따르게 된다.<sup>62)</sup> 결국 위 일반조항이 적용되는 한도에서는 인수회사의 주주들에게 거래유형을 묻지 않고 어느 정도의 안전장치가 부여되어 있는 셈이다.

---

포함)도 여기에 해당한다.

55) 나아가 캘리포니아 회사법은 삼각합병의 경우에도 거래의 실질에 주목하여 존속회사의 모회사, 즉 실질적 인수주체의 주주총회 승인을 요구한다(제1200조 (e))

56) DGCL 제271조의 반대해석. 따라서 인수회사의 규모에 비해 양수되는 영업 내지 자산의 규모가 훨씬 크더라도, 대상회사(매도인) 입장에서 주주총회 결의가 필요할 수 있지만 인수회사에서는 주주총회가 요구되지 않는다. William T. Allen, Reinier Kraakman and Guhan Subramanian, Commentaries and Cases on the Law of Business Organization(3rd Ed.), Aspen (2009), p.452.

57) 한편 델라웨어법은 주식교환제도를 도입하지 않고 있다.

58) RMBCA 제12.02조의 반대해석.

59) 합병에 관하여는 일본 회사법 제795조 제1항, 제309조 제2항 제12호, 영업양수에 관하여는 일본 회사법 제467조 제3호.

60) 江頭憲治郎, 株式會社法(第5版), 有斐閣 (2014), 948-949면.

61) 다만 신주 또는 잠재적 주식의 발행대가가 현금 또는 현금등가물인 때에는 주주총회의 승인은 필요하지 않다.

62) NYSE, NYSE MKT, NASDAQ 모두 마찬가지이다. NYSE Listed Company Manuel Sec. 312.03(c)(2), NYSE MKT Company Guide Sec. 712, NASDAQ Listing Rule Sec. 5635 참조.

## (2) 영업양수와 주식양수의 합리적 규제

### (가) 기본적 방향

입법방식 중 실질설은 이른바 실질(substance)와 형식(form) 중 실질을 우선하는 접근법이다. 실질설의 문제는 과연 무엇이 합병에 준하는 것인지에 관하여 명확한 선을 긋기가 쉽지 않고, 자칫 경제적 효과가 동일한 모든 거래로 규제를 확대, 강화하는 결과가 될 수 있다는 점이다. 캘리포니아 회사법을 제외한 대부분의 입법례가 실질설을 채택하지 않는 것도 그 때문일 것이다. 그러나 형식설에 터잡는다고 하더라도 이론적 정합성과 규제 형평성 차원에서 경제적 실질에 관심을 기울일 필요가 있음 또한 분명하다. 이 글도 그러한 문제의식에서 출발하여, 캘리포니아 회사법과 같은 혁신적인 접근을 취하지는 못하더라도 불합리성이 두드러지는 일부 법제를 보완하자는 입장에서 서 있는 것이다.

이하에서는 앞서 논의에 바탕하여 특히 법률안이 화두를 던지고 있는 주식양수와 영업양수를 중심으로 기본적 개선방향을 살펴본다.

[표 2] 인수회사의 영업양수와 주식양수

	(대규모) 영업을 양수	(대규모) 주식을 양수
대가가 현금	I. 유형 현행: 주총결의 (소규모 제외) 개정: 순자산영향 일정 이상이면 주총통제	II. 유형 현행: 주총결의 불요 개정: 순자산영향 일정 이상이면 주총통제
대가가 주식	III. 유형 현행: 주총결의 (소규모 제외) 개정: 지분영향 일정 이상이면 주총결의 v. 순자산영향 일정 이상이면 주총통제	IV. 유형 현행: 주총결의 불요 개정: 지분영향 일정 이상이면 주총결의 v. 순자산영향 일정 이상이면 주총통제

표 2를 보자. 이는 인수회사 측면에서 인수목적물(영업 또는 주식)과 인수대가(현금 또는 주식)에 따라 유형을 구분한 것이다. 상법의 기본 입장은 기업인수에 있어서 인수목적물이 무엇인지에 따라서 큰 차이를 두고 있다. 즉 그것이 영업이라면 원칙적으로 주주총회의 특별결의를 요구한다. 대가가 무엇인지는 묻지 않는다. 반면 주식이 인수대상이라면 어느 경우에도 주주총회의 통제를 요구하지 않는다. 결국 기존 법제는 I과 III을 동일시하고, II, IV를 동일시하면서, I/III과 II/IV 사이에는 본질적 차이가 있다고 본다. 먼저 기본적인 방향성을 아래의 세 관점에서 살펴본다.

첫 번째로 I과 II의 형평성 및 III과 IV의 형평성 문제이다. 앞서 언급한 바와 같이 기업인수의 관점에서 볼 때 주식양수의 경우에도 주주총회의 관여를 인정할 필요가 있다고 하겠다. 주주총회 관여의 이론에 비추어 보더라도, 대규모의 기업인수는 그것이 영업양수 방식이든 주식양수 방식이든 사업의 본질이 바뀌는 것으로 투자결정에 가깝고(투자결정설),

투자자들의 관여가 경영진의 판단실수를 줄이고 높은 품질의 결정을 가져올 가능성이 높다(거래규모설). 다만 영업양수와 주식양수에 있어서 주주총회 관여 수준을 동등하게 규정할 것인지는 또다른 문제이다. 앞서 살펴본 바와 같이 주식양수의 경우 인수 이후의 경영 위험이 직접 사업을 경영하는 것과 차이가 있는 점을 고려할 때 주주총회의 보통결의에 의한 승인을 요구하고 주식매수청구권도 인정하지 않는 것이 타당하다.

둘째로 기존의 법제처럼 I과 III을, 그리고 II와 IV를 동일하게 규율할 것인지 여부이다. 상법에서도 교부금합병이 허용되고 현금으로 대상회사의 영업, 주식을 매입하는 사례도 종종 발견된다. 이러한 경우 기존의 법제와 마찬가지로 주식을 대가로 한 거래와 동일하게 취급할 것인가? 경제학적으로 보면 대가를 현금으로 부여하는 경우와 주식으로 부여하는 경우에는 그 효과에 상당한 차이가 있다.<sup>63)</sup> 다만 이하에서는 인수회사 주주총회의 통제라는 관점에서만 살펴보기로 한다. 주주총회 관여에 관한 투자결정설 또는 최종구간설에 의하면 이에 차등을 둘 필요가 있다. 즉 투자결정설에 의하면 현금거래인 경우 통상의 사업결정에 가까운 것이 되고, 최종구간설에 의하면 현금거래인 경우 인수회사의 지배권 변동 여지가 없다. 따라서 어느 견해에 의하여든 주주총회의 관여는 불필요하다. 앞서 본 캘리포니아 회사법은 이러한 점을 감안하여 현금거래인 경우 인수회사의 주주총회 승인을 요구하지 않는다. 그러나 거래규모설 및 우리나라의 제국건설 현상을 견제할 필요성에 비추어 본다면, 주주총회의 관여가 필요한 것은 그 대가의 형태를 불문하고 마찬가지로 생각된다. 따라서 대가가 현금인 경우에도 원칙적으로 주주총회의 승인이 필요하다고 본다.

셋째로 주식교환시의 주주통제 문제이다. 인수회사의 입장에서 볼 때 상법상 주식교환은 주식을 양수하면서 그 대가를 주식으로 부여하는 것, 즉 표 2의 IV. 유형에 해당한다고 할 것이다. 앞서 언급한 바와 같이 이를 합병과 동일선상에서 규제하는 것은 합당하지 않고, 주식양수와 동일하게 취급하면 된다. 즉 일정 수준 이상인 경우(즉 소규모 주식교환이 아닌 경우)에는 주주총회의 보통결의를 받게 하고 반대주주에게는 주식매수청구권을 인정하지 않는 것이 타당하다고 하겠다.<sup>64)</sup>

#### (나) 구체적 판단기준: 소규모성

구체적으로 어떠한 경우에 인수회사의 주주총회 관여를 배제하는 소규모 인수로 인정될 것인가? 이는 두 가지로 살펴본다.

먼저 대가가 현금으로 교부되는 경우이다 (그림 2의 I, II). 법률안은 '자기자본'(이는

63) 송옥렬, 기업인수의 대상과 그 대가의 선택, 21세기 상사법, 민사소송법의 과제(하춘 정동윤 선생 회기념논문집), 법문사 2009, 219-229면은 인수회사 주가의 불확실성, 세금효과, 인수회사 지배권, 신호효과, 합병회계 등을 대가선택시 고려요소로 들고 있다.

64) 노혁준, 기업재편제도의 재판: 합병, 주식교환 및 삼각합병제도를 중심으로, 경제법연구 제13권 제2호 (2014), 67면.

순자산을 가리키는 것으로 보인다)의<sup>65)</sup> 50%를 기준으로 제시하고 있다. 비교대상을 총자산, 자본금, 시가총액 등으로 하는 방안이 있을 것이지만, 일응 순자산이 타당할 것으로 보인다. 이는 결국 주주의 몫을 뜻하는 것인바, 기존 기업재편법제에서 소규모성을 판단할 때에도 (채권자 지분을 포함한 해당 기업의 전체 자산이나 시가 보다는) 이러한 주주 지분만을 기준으로 하는 예가 많기 때문이다.<sup>66)</sup> 자본금은 실제 회사규모와 무관한 경우도 있을 수 있으므로 적절한 기준점이 될 수 없다. 구체적인 비율에 관하여는 향후 더 정치한 논의가 뒤따라야 할 것이지만, 미국의 RMBCA와 일본의 소규모합병 등이 채택하고 있는 20% 기준이 일응 합리적으로 보인다. 이를 상법에 반영한다면 (i) 주주총회의 특별결의가 필요한 영업양수의 기준이 현재의 ‘회사의 영업에 중대한 영향을 미치는 다른 회사의 영업 전부 또는 일부의 양수’에서 ‘회사 재무상태표상 순자산의 20% 이상에 해당하는 다른 회사의 영업 전부 또는 일부의 양수’로 명확해진다. 다른 한편 (ii) 주주총회의 보통결의가 요구되는 주식양수 조항이 신설되면서, 그 기준을 회사 재무상태표상 순자산의 20% 이상에 해당하는 다른 회사 지배주식의 양수로 설정하게 된다.

다음으로 대가가 주식인 경우이다. 이때에는 인수회사의 지분에 대한 영향을 기준으로 해야 하는가, 아니면 인수회사의 순자산에 대한 영향을 기준으로 해야 하는가? 이론상으로는 대가가 주식인 경우 기발행주식수를 기준으로 하는 것이 자연스러워 보인다. 우리나라의 소규모 합병, 소규모 주식교환도 신주발행을 전제로 하면서 이러한 논리에서 있다.<sup>67)</sup> 그러나 입법방식으로는 대가가 현금인 경우와 주식인 경우를 통합하여 일률적으로 순자산에 미치는 영향을 기준으로 규율하는 것이 타당하다고 생각된다. 그 근거는 다음과 같다. 즉 (i) 수범자의 입장에서 볼 때 단일한 기준이 이해하기 쉽고, (ii) 인수회사가 대가로 일부 현금, 일부 주식을 교부하는 것이 가능하므로 통합된 기준이 제시될 필요가 있으며, (iii) 규모설의 관점에서는 인수회사의 지분구조가 바뀌는 것보다는 거래의 규모 자체가 문제되는 것이므로 인수회사의 순자산에 미치는 영향을 기준으로 함이 타당하다. 다만 실제 순자산에 미치는 영향과 지분율에 미치는 영향은 크게 차이나지 않는 경우도 많을 것이다.

65) 법률안 제542조의14는 “자기자산으로 직전 사업연도말 대차대조표상의 자기자본”이라고 하면서 한편으로는 납입자본금이 자기자본보다 큰 경우에는 납입자본금을 말한다”라고 하고 있다. 여기에서의 자기자산이란 대차대조표상의 주주의 몫(equity)을 뜻하는 것으로 봄이 타당하다. 이에 대하여 문광섭(법제사법위원회 전문위원), 상법 일부개정법률안(유승희 의원 대표발의) 검토보고 (2013. 12.), 7면은 자기자본을 자본금으로 보고 있으나, 이러한 해석에 따르면 납입자본금이 자기자본보다 크다는 문구를 이해하기 어렵게 된다.

66) 일례로 소규모 합병의 경우 합병신주의 규모를 기발행주식수와 비교하는 것도(상법 제527조의3) 결국 합병이 주주 몫에 미치는 영향을 고려하는 것이다.

67) 상법 제527조의3 제1항, 제360조의10 제1항. 앞서 보았듯이 캘리포니아 회사법은 인수회사의 의결권 5/6 이상이 유지되는지를 기준으로 제시하고 있고, 모범회사법은 총발행주식의 20%를 기준으로 할 것도 기본적으로 이와 유사한 접근법으로 볼 수 있다.

### (3) 소결론

인수회사의 측면에서 각 인수기법에 따른 주주총회의 통제방식을 정리하면 다음과 같다. 먼저 합병, 영업양수, 주식양수, 주식교환이 소규모로 이루어진 때에는 주주총회의 관여를 인정하지 아니한다. 소규모 거래행위에 대한 주주총회 결정은 집단행동 문제 등으로 그 품질이 높지 않을 것이고 투자의 본질이 바뀌지도 않기 때문이다. 소규모 여부를 판단하는 기준점은 인수회사의 순자산으로 한다. 물론 대가가 주식인 경우 지분을 변동 또는 신주발행의 비율을 채택하는 것이 타당하다는 견해도 있을 수 있으나, 규제의 단순성 차원에서 인수회사의 순자산을 기준으로 일원화하더라도 지분율을 기준으로 한 것과 큰 차이가 나지는 않는 경우가 많을 것이다.

다음으로 위 소규모 거래에 해당하지 않는 경우의 주주총회의 통제방식이다. 자산거래와 주식거래의 형평을 맞추면서 정합성을 유지할 필요가 있다. 이러한 관점에서 볼 때 자산거래에 해당하는 합병, 영업양수는 기존대로 주주총회의 특별결의와 주식매수청구권을 인정하는 것이 타당하다. 주식교환의 경우 인수회사의 규모에 비추어 상당한 영향이 있음을 고려하여 주주총회의 보통결의에 의한 승인만을 요구하는 것으로 균형을 맞추면 될 것이다. 이렇게 되면 기존의 실무례와 비교할 때 인수회사의 입장에서 주식양수의 경우에는 더 번거로운 절차를 밟아야 하는 반면 주식교환의 경우 더 간편해지는 셈이다.

마지막으로 자산의 편법적 분할양수의 문제이다. 법률안도 이를 고려하여 동종의 자산을 분할하여 거래하는 경우를 하나의 거래로 간주하는 조항을 두었다. 그러나 이러한 분할거래의 유혹은 기존의 합병, 영업양수에서도 발생하는 것이다. 인수회사 주주총회의 특별결의를 피하기 위해 대상회사의 일부만을 먼저 분할합병<sup>68)</sup> 또는 영업양수한 다음 나머지 부분을 재차 인수하는 방식은 기존 상법 하에서도 발생할 수 있는 부분이다. 이 같은 편법에 관하여는 탈법행위로 기술적 대응을 하면 될 것이다.

## 4. 대상회사의 입장

### 가. 현행법상 거래유형과 주주총회결의

대상회사가 인수회사에게 실질적으로 사업을 넘겨주는 유형도 기업인수시와 마찬가지로 합병, 영업양도(이상 자산거래)와 주식양도, 주식교환(이상 주식거래)가 있다. 우리 상법은 합병 및 영업양도에 있어서 대상회사의 주주총회 특별결의를 요구한다. 인수회사가 이미

68) 소규모 분할합병이란 인수회사(승계회사)가 발행하는 분할신주의 총수가 인수회사의 발행주식총수의 10%를 초과하지 않는 경우인바 이때에는 (소규모합병시 주주총회 불필요 법리와 마찬가지로) 인수회사측의 주주총회 결의는 필요하지 않다. 상법 제530조의11 제2항, 제527조의3.

대상회사의 주주총회를 장악하고 있는 경우 이를 생략할 수 있는 특례가 있으나,<sup>69)</sup> 이러한 특례는 주주총회와 이사회간 권한배분과 무관하고 단지 절차간이화를 위한 것일 뿐이다. 위 권한배분의 관점에서 볼 때 “영업의 중요하지 않은 일부의 양도”인 때에는 주주총회 승인을 생략할 수 있다(상법 제374조 제1항 제1호<sup>70)</sup>). 상법상 ‘소규모’라는 용어가 인수회사 입장에서 사용되고 있는 것에 대비하여, 대상회사의 입장에서 매각목적물의 비중이 크지 않은 경우를 ‘저비중’으로 통일하여 호칭하기로 한다. 합병의 경우는 대상회사의 모든 자산, 부채가 포괄적으로 이전되는 것이므로 대상회사 입장에서 저비중 합병이란 있을 수 없다. 반면 영업양도는 일부양도가 가능하므로 저비중 영업양도 개념이 성립할 수 있다. 이러한 때에 주주총회의 승인을 요구하지 않는 것은, 거래규모가 크지 않고(거래규모설), 단순한 사업결정에 가깝고(투자결정설), 양도회사 입장에서 회사의 존폐가 문제되는 최종의 결정이 아니므로(최종구간설) 이론적으로 합리화될 수 있다. 한편 판례는 자산양도의 경우에도 일정한 요건 하에서 주주총회의 승인을 요구한다. 즉 영업용 재산의 처분으로 말미암아 회사 영업의 전부 또는 일부를 양도하거나 폐지하는 것과 같은 결과를 가져오는 경우에는 주주총회의 특별결의가 필요하다.<sup>71)</sup> 이러한 때에는 단순한 자산양도에 관하여 주주총회 승인을 요구할 것인지는 후술하듯이 영업양도와 함께 고찰할 필요가 있다.

다음으로 주식거래 중에는 주식양도와 주식교환이 있다. 두 경우 모두 대상회사의 주식이 인수회사로 넘어가는 것이지만 그 구체적인 태양은 다르다. 주식교환의 경우 대상회사(T) 주식 전체가 인수회사(A)로 넘어가면서 대상회사가 인수회사의 100% 자회사가 되는 형태이므로, 일차적으로 ‘대상회사(T)에서의 주주총회 승인 여부’가 문제된다. 대상회사의 주식 전체가 넘어가면서 대상회사 기존주주의 지위가 인수회사 주주로 급격하게 변화하는 것이므로 대상회사의 저비중 주식교환이란 개념을 생각하기 어렵다. 상법은 대상회사에서 주주총회 특별결의를 요구한다.<sup>72)</sup> 반면 주식양도의 경우 대상회사(T)의 지배주식을 들고 있는 주주(H)가 소유주식만을 다른 주주들의 의사를 불문하고 인수회사주주에 넘기는 것이다. 우리 법제상 지배주주 H의 충실의무 또는 위 주식양도시의 인수회사의 의무공개매수의무 등이 인정되지 않으므로, H로서는 다른 대상회사의 소수주주를 배려할 필요는 크지 않다. 여기에서 문제되는 것은 ‘지주회사(H)에서의 주주총회 승인 여부’이다. H의 입장에서 T회사 지배주식 매각은 T회사를 통해 영위하던 사업으로부터의 철수를 뜻한다. 만약 H회사 사업포트폴리오 중에서 T회사가 차지하는 비중이 적었다면, 즉 저비중 주식양

69) 상법 제527조의2의 간이합병. 영업양수에 있어서도 유사한 취지의 간이영업양수 조항을 도입 필요성이 논의되고 있으며, 법무부가 2014. 10. 6. 의안번호 191202 상법개정안 제374조의3도 이러한 취지를 담고 있다.

70) 영업의 전부 또는 중요한 일부의 양도에 대하여만 주주총회 특별결의를 요구한다.

71) 대법원 2004. 7. 8. 선고 2004다13717 판결.

72) 상법 제360조의3 제1항. 한편 합병에서와 마찬가지로 절차편의를 위해 간이주식교환이 인정된다. 상법 제360조의9.

도였다면 저비중 영업양도가 그러하듯이 H회사 주주총회의 승인을 요하지 않는다. 문제는 위 비중이 높은 경우인바, 앞서 영업용 재산 처분의 판례논리를 대비한다면 주주총회의 승인이 필요하다고 할 것이다. 이에 관한 대법원 판례는 없으나 하급심 판례 중에는 H회사의 주주총회 승인을 요구한 것이 있다.<sup>73)</sup>

## 나. 검토

### (1) 영업양도와 주식양도간의 비교

어떤 사업을 실행하는 방식으로는 직접 그 영업을 영위하는 방안도 있고 자회사를 세워서 그 지배주식을 보유하면서 간접적으로 영위하는 방안도 있다. 물론 그 경영의 방식에 상당한 차이가 있음은 사실이다. 그러나 과연 해당 사업을 처분하는 단계에서 그 판단에 관한 이사회와 주주총회의 권한배분 관점에서 볼 때 영업양도와 주식양도는 큰 차이가 있는가? 먼저 거래규모설에 의할 때 중요한 것은 거래의 규모이지 매각 대상이 영업양도인지 주식양도인지에 따라 큰 차등이 발생하지 않을 것이다. 투자결정설의 경우에도 매각 대상이 영업이든 주식이든 기존 투자의 성격이 바뀌는 부분에 대하여는 주주총회 승인 필요성을 인정할 것이다. 최종구간설도 양도 이후에 기존 이사회와 주주와의 관계가 단절되는 것에 관심을 가지므로 영업양도, 주식양도의 형태 자체가 결정적인 것은 아니다. 이렇게 볼 때, 기업양도의 경우 결국 어떠한 범위에서 “저비중”의 범위를 설정할지만 문제될 뿐 매각대상물이 영업인지 주식인지에 따라 큰 차등을 두지 않는 것이 타당하다고 생각된다.

앞서 기업인수의 경우에는 영업양수와 주식양수의 사이에 주주총회 관여상 어느 정도 차등을 인정한 바 있다. 즉 전자에는 합병과 마찬가지로 주주총회의 특별결의 및 주식매수청구권을 인정한 반면, 후자에는 주주총회 보통결의만을 개선안으로 제시한바 있다. 그렇다면 왜 양도거래의 경우는 매각목적물이 영업인지 주식인지에 따라 차등을 두지 않는가? 인수거래의 경우 어떠한 형태도 인수하는가가 향후 인수회사의 주주에게 미치는 효과에 차이를 가져올 수 있다. 반면 매각거래의 경우 영업이든 주식이든 기존의 것을 팔고나면 그 이후 양도주체가 매각대가를 갖게 된다는 점에서 매각 이후의 운영형태에서 크게 차이가 발생하지 않는다. 이러한 점에서 기업매각에 있어서 영업양도와 주식양도를 준별하는 현재의 실무례에는 의문점이 있는 것이다.

### (2) 합병과 주식교환간의 비교

인수회사 주주의 관점에서 볼 때, 단순히 100% 자회사를 만드는 절차인 주식교환은 포

73) 서울고등법원 2008. 1. 15. 선고 2007나35437 판결

팔승계가 발생하는 합병과 큰 차이가 있다는 점은 앞서 언급한 바와 같다. 반면 대상회사 주주 입장에서 볼 때에는, 주식교환의 결과 보유주식을 잃고 다른 회사(인수회사) 주식을 취득하여야 하는 것이므로 두터운 보호가 필요하다. 이 점에서 볼 때 주식교환시 대상회사의 주주들에 대하여 합병과 마찬가지로 보호장치를 부여한 것은 납득할만하다고 생각된다.

## 다. 입법적 개선방안

### (1) 입법의 방식과 입법례

인수회사 주주총회의 필요성에 관하여 실질설을 택하는 캘리포니아와 다른 입법례는 뚜렷이 구분된다. 그러나 대상회사의 주주총회 관여에 관하여는 이러한 실질설과 형식설의 차이가 두드러지지 않는다.

먼저 형식설에 의하는 델라웨어주 회사법에 의하면 대상회사의 입장에서 합병(제251조 (b), (c)), 대상회사 자산의 전부 또는 실질적인 전부의 양도(제271조 (a))인 경우에는 주주총회 승인이 필요하다. 실질설에 의하는 캘리포니아 회사법의 경우에도 위 조항은 대동소이하하다.<sup>74)</sup> 만약 H회사가 보유하는 대상회사 주식이 H회사의 전체 자산을 구성한다면 그러한 주식양도는 H회사에서 주주총회의 승인이 필요하다고 볼 것이다.

한편 모범회사법의 경우 합병의 경우 대상회사 주주총회의 승인이 필요한 것은 동일하나(제11.03 (a)(b))<sup>75)</sup> 자산양수의 경우 표현이 약간 다르다. 즉 통상적인 자산양도는 규모를 불문하고 주주총회의 승인을 받을 필요가 없으나,<sup>76)</sup> 통상적이지 않은 자산양도인 경우 이로 인해 기존 사업의 중요부분이 상실되는 경우에는 주주총회의 승인이 필요하다.<sup>77)</sup> 다만 그 기준의 해석은 위 ‘자산의 전부 또는 실질적인 전부의 양도’와 크게 다르지 않은 것으로 이해되고 있다.<sup>78)</sup> 즉 어느 경우에도 자산양도 이후에도 기존 사업의 중요부분이 유지되고 있는지가 판단기준인바, 모범회사법은 이른바 안전항(safe harbour)으로서 25%의 자산을 그대로 보유하고 기존 세전 수입 또는 매출의 25%가 유지되면 주주총회의 승인이 필요없는 것으로 명시하고 있다.<sup>79)</sup> 위 안전항 해당 여부를 판단함에 있어서 자회사의 수입, 매출을 통합할 것을 명시하고 있는바, H회사가 보유하는 주식이 H회사의 전체 자산을 구성한다면 그러한 주식양도는 기존 사업의 중요부분이 상실되는 것으로 보아야 할 것이

74) 캘리포니아 회사법 제1200조, 제1201조 (a).

75) 나아가 모범회사법은 주식교환제도를 규정하고 있는바, 주식교환시에도 대상회사의 주주총회 승인이 필요하다. 모범회사법 제11.03조 (a), (b).

76) 모범회사법 제12.01조; Official Comment 12-3.

77) 모범회사법 제12.02조 (a). 원문의 표현은 “... leave the corporation without a significant continuing business activity”이다.

78) official comment 12-6.

79) 모범회사법 제12.02조 (b).

다.

주목할 부분은 최근 일본의 입법례이다. 일본의 경우 합병, 주식교환, 사업전부의 양도<sup>80)</sup>의 경우 대상회사 주주총회의 특별결의가 필요하다(일본 회사법 제783조 제1항, 제467조 제1항). 사업일부의 양도인 경우 해당 부분의 중요성이 인정되면 주주총회 특별결의가 요구되는바, 만약 양도자산의 장부가액이 별도 산식에 따라 산정된 회사 총자산액의 1/5을 초과하지 않으면 주주총회의 통제는 필요하지 않다(일본 회사법 제467조 제1항 제2호). 즉 ‘중요성’이라는 실질적 기준을 채택하되, 일정한 형식적 기준을 안전항으로 마련해 두었다. 이는 사업일부의 ‘양수’인 경우 일률적으로 소규모거래의 기준을 적용하여 양수대가가 인수회사 순자산액의 1/5을 초과하지 않을 것을 요구하는 것과는 차이가 있다.<sup>81)</sup> 나아가 2014년 개정 일본회사법은 사업이 아니라 ‘자회사 주식’ 전부 또는 일부를 양도하는 경우에도 일정 요건 하에 주주총회 특별결의를 요구하고 있다. 즉 모회사가 자회사 주식을 넘김으로써 자회사 의결권을 50% 이하 갖게 되는 경우로서, 위 자회사 주식의 장부가액이 모회사 총자산액의 1/5을 초과하는 때에는 이러한 주식매각은 모회사 주주총회의 특별결의가 필요하다(일본 회사법 제467조 제1항 제2호의2). 종래 자회사 주식매각시 어디까지 경제적 실질을 고려할 것인지가 문제되었는바,<sup>82)</sup> 모회사가 자회사 주식의 지배권을 양도하는 경우 사업양도와 동등한 영향이 발생함을 고려하여 사업양도와 규제의 형평성을 맞춘 것이다.<sup>83)</sup>

## (2) 영업양도와 주식양도의 합리적 규제

금번 법률안은 주식양수와 마찬가지로 주식양도인 경우에도 영업양도와와의 형평을 어떻게 맞출 것인지 질문을 던지고 있다.

[표 3] 대상회사의 영업양도와 주식양도

	(대규모) 영업을 양도	(대규모) 주식을 양도
대가가 현금 또는 주식	I. 유형 현행: 주총결의 (저비중 제외) 개정: 순자산영향 일정 이상이면 주총결의	II. 유형 현행: 불요 개정: 순자산영향 일정 이상이면 주총결의

앞서 표 2와 달리 표 3에서는 영업양도 또는 주식양도의 대가가 현금인지 주식인지에

80) 2005년에 일본 회사법이 제정되면서 종래의 ‘영업’양도를 ‘사업’양도로 개정하였으나, 이는 표현의 차이에 불과하고 종래 영업양도에 관한 해석론이 그대로 적용된다. 제등, 25면.

81) 일본 회사법 제468조 제2항과 제467조 제1항 제2호 비교.

82) 앞서 언급한 바와 같이 2014년 개정되기 이전 일본 회사법의 해석에 관하여 江頭憲治郎, 株式會社法(第4版), 有斐閣 (2011), 885면도 완전자회사 주식의 양도가 모회사의 사업일부의 양도에 해당하지는 않는다고 보았다. 東京地判 平成 4. 3. 13. 判例タイムズ 805号, 170頁도 마찬가지로 입장이었다.

83) 江頭憲治郎, 株式會社法(第5版), 有斐閣 (2014), p.946.

따라 별도로 구분표시하지 않았다. 인수회사의 경우 대가가 주식인지에 따라 지분희석 또는 지배권 변경이 문제될 소지가 있으나, 대상회사의 경우 이러한 문제는 발생하지 않기 때문이다. 이하에서는 먼저 영업양도와 주식양도간 규제의 형평을 맞출 필요가 있는지를 살펴보고 다음으로 영업/주식의 양수거래와 양도거래간의 형평을 맞출 필요가 있는지를 검토해 본다.

먼저 영업양도와 주식양도간 대상회사 주주입장에서의 통제 필요성이다. 앞서 언급한바와 같이, 투자한 회사의 사업 대부분을 차지하는 부문이 인수회사에 넘어간다는 차원에서 볼 때 두 거래의 경제적 효과는 크게 다르지 않다. 대상회사에 높은 비중을 차지하는 사업부문을 뜻한다면 직접적인 거래목적물이 영업이든 주식이든 주주통제를 요구하는 것이 타당할 것이다. 일본의 2014년 개정회사법이 지배권 이전을 수반하는 자회사 주식양도를 일정요건 하에 영업양도와 동일하게 취급한 것도 이러한 접근을 반영한 것으로 보인다. 특히 이 글에서는 주식양수를 하는 인수회사측에 주주총회의 통제를 인정하는 입장에서 있는바, 그렇다면 주식을 양도하는 대상회사에도 주주관여를 인정하는 것이 자연스럽다.

다음으로 영업/주식의 양수거래와 양도거래간 형평의 문제이다. 이는 주주총회 통제가 면제되는 저비중 영업/주식 양도거래의 범위를 어떻게 설정할 것인지의 문제이기도 하다. 앞서 양수거래에 있어서 '소규모거래'의 범위를 일응 순자산으로 기준으로 20% 정도로 하는 방식을 제안한 바 있다. 이러한 제안은 양도거래에 관하여 저비중거래의 범위를 정함에 있어서도 그대로 타당한가? 앞서 언급하였듯이 사업자산 내지 영업양도와 그 양수간 균형을 맞추는지에 관하여는 각국의 입법례가 각기 다르다. 생각건대 (i) 양도거래는 제국의 감축 내지 해체에 해당하여 지배주주/경영진의 사익추구행위 가능성이 제국건설에 비해 낮고, (ii) 양도목적물을 잘 파악하고 있는 대상회사 경영진의 경우 거래목적물의 가치판단을 그르칠 위험성이 상대적으로 낮고, (iii) 양도거래는 양수거래에 비해 재무구조개편 등 급박한 상황에서 이루어지는 경우가 많다는 점을 고려할 때, 대상회사의 주주총회 관여의 정도는 인수회사의 경우보다 다소 낮아도 무방할 것이다. ① 미국의 모범회사법 하에서 인수회사가 주식을 발행하여 대상회사를 인수하는 것을 전제로 할 때, 인수회사에서는 20%의 신주발행이 소규모양수의 요건이 되는 반면, 대상회사에서는 기존 수입 및 매출의 25%만 유지되어도 주주총회 승인을 생략할 수 있도록 한 것. ② 일본 회사법상 소규모 영업양수의 기준은 인수회사 순자산의 1/5인 반면, 대상회사 입장에서 중요한 양도의 판단기준은 총자산의 1/5이 일응의 안전향이고 나아가 그 이상의 거래도 중요성이 부인될 수 있도록 한 것은 위 해석을 뒷받침하는 접근법으로 이해할 수 있을 것이다. 구체적으로 어떻게 기준을 설정할 것인지는 향후 좀 더 심도 있는 논의가 필요한 부분이지만 법률안의 취지대로 일응 순자산의 50%를 기준으로 하는 방안도 시도해 볼만한 것으로 생각된다. 위 미국 또는 일본의 입법례와 같이 일종의 안전향을 두는 방안도 가능할 것이다.

### (3) 소결론

대상회사 측면에서 각 거래기법에 따른 주주총회의 통제방식 개선방안을 정리하면 다음과 같다. 먼저 합병, 주식교환이 저비중으로 이루어진다는 개념은 성립하기 어렵다. 항상 대상회사의 전자산 및 부채(합병의 경우)와 전주식(주식교환의 경우) 양도대상이 되기 때문이다. 반면 영업의 일부 또는 보유주식의 일부를 매각하는 거래는 상정하기 어렵지 않다. 만약 이러한 매도가 대상회사의 순자산에 비추어 저비중으로 이루어졌다면 주주총회의 관여를 인정할 필요가 없다. ‘양도’ 거래인 경우 저비중 여부를 판단하는 기준은 ‘양수’ 거래에서 소규모 여부를 따질 때보다 덜 엄격해도 무방하다고 생각된다. 구체적인 비율에 관하여는 더 정치한 논의가 뒤따라야 할 것이지만 법률안 제안대로 일응 순자산의 50%를 기준으로 하는 것도 가능할 것이다. 위 저비중 양도가 아닌 때에는 주주총회의 특별결의가 필요하다고 볼 것이다.

### 5. 개선방안의 정리

앞서의 논의 결과를 요약하자면 아래 표 4와 같다. 여기에서 나타나듯이 인수거래의 대가가 현금인가 인수회사 주식인가 여부는 주주 보호방안을 설계함에 있어서 큰 법적 고려사항으로 삼지는 않았다.

[표 4: 기업인수 거래시 주주 보호 개선안]

		합병	영업양수도	주식양수도	주식교환
인수 회사	통상의 인수	주총특별결의 + 주식매수청구권	주총특별결의 + 주식매수청구권	주총보통결의	주총보통결의
	소규모 인수	주주총회 관여 또는 주식매수청구권 불필요			
대상 회사	통상의 양도	주총특별결의 + 주식매수청구권	주총특별결의 + 주식매수청구권	주총특별결의 + 주식매수청구권	주총특별결의 + 주식매수청구권
	저비중 양도	해당사항없음	주주총회 관여 또는 주식매수청구권 불필요		해당사항없음

위 도표에서 음영표시된 부분은 기존보다 절차가 강화되는 거래이다. 절차의 강화는 주로 주식거래를 통한 기업지배권 이전 분야이다. 현재 아무런 주주통제도 이루어지지 않는 것과 달리, 인수회사 입장에서는 소규모 인수가 아닌 이상 주주총회 보통결의가 필요하고, 대상회사 입장에서는 저비중 양도가 아닌 이상 주주총회의 특별결의 및 주식매수청구권 부여가 필요하다. 그 논거는 앞서 설명한 바와 같이 주주총회 관여의 이론적 관점 및 그

경제적 실질에서 볼 때 특히 영업양수도와 유사한 면이 많기 때문이다. 다만 주식양수의 경우 다소의 차이점을 반영하여 주주총회의 보통결의를 요구하였다. 한편으로 상법보다 절차가 완화되는 점도 있다. 주식교환시에 현재 상법은 합병과 마찬가지로 인수회사의 주주들에 대하여 주주총회특별결의 및 주식매수청구권 부여에 의한 보호를 인정하지만, 오히려 이 거래는 주식양수에 비슷한 것으로 보아 규제의 형평을 맞춘 것이다. 향후 삼각합병이 도입되는 경우에도 인수회사(모회사) 주주의 보호방식도 주식교환시 인수회사에 준하면 될 것이다.

실제로 상법과 차이나는 또다른 부분은 경계를 구획하는 방식이다. 상법에 따르면 인수회사에 있어서 통상의 인수인가, 소규모 인수인가를 구분하는 것은 합병 및 주식교환의 경우 신주발행비율이고(제527조의3 제1항, 제360조의10 제1항) 영업양수의 경우 영업에의 중대한 영향 여부이다(제374조 제1항 제3호). 한편 대상회사에 있어서의 판단기준은 영업의 중요한 일부인지 여부이다.(영업양도의 경우, 제374조 제1항 제1호). 이 글에서는 조직재편 대가의 유연화에 따라 대가가 현금인 경우와 주식인 경우를 합쳐서 규율할 필요성 등을 고려하여 순자산에 미치는 영향을 일원적 잣대로 제시하였다. 이 글은 인수회사와 대상회사의 입장이 다르다는 점을 강조하여 소규모성과 저비중성의 판단기준을 각기 20%, 50%로 제시하였는바, 구체적인 수치에 관하여는 추가적인 검토가 필요할 수 있을 것이다.

국회에 제출된 법률안을 위 개선방안의 관점에서 살펴보면, 지배주식의 양도인 경우 대상회사의 순자산 50%를 기준으로 주주총회 관여를 인정한다는 점에서 수긍할 점이 있다. 다만 일정규모 이상의 지배주식의 양수에 관하여 일률적으로 주주총회의 특별결의를 인정하고 주식매수청구권을 부여한 것은, 기업재편거래를 위축시킬 우려가 있다. 또한 기업인수와 무관한 단순 자산거래에까지 이러한 규율을 확대할 것인지 여부도 추가적인 고민이 필요한 부분이다.

#### IV. 결론

이 글은 기업 재편을 위한 법제도를 어떻게 재정비할 것인가를 화두로 삼고 있다. 일반 기업재편을 원활하게 하면서 동시에 이해관계자들의 이익을 침해하지 않는 새로운 입법을 도입하는 작업은 쉽지 않다. 기업재편을 활성화시키려다 보면 기업재편을 주도하는 지배주주, 경영진에 유리하면서 국외자인 소수주주에 불리한 법제가 되기 십상이다. 반대로 소수주주 보호에 치중하는 법제는 시의적절한 기업재편에 걸림돌이 될 우려가 있다. 이러한 관점에서 19대 국회에 제출된 분할과 주식양수도에 관한 두 의원입법안은 이론적으로도 흥미로운 시사점을 던져주고 있다.

분할회사의 자기주식에 대하여 분할신주를 배정하지 않도록 하는 법률안은 분할회사의

소수주주를 보호하지만 기업재편을 위축시키는 효과를 가져올 수 있다. 실제 이 법률안이 정부가 장려하는 지주회사로의 전환을 냉각시킬 것이라는 우려가 제기되기도 한다.<sup>84)</sup> 그러나 회사법제가 뒷받침하고 활성화하여야 할 기업재편은 정당한 사업상 목적을 위한 것이다. 분할회사의 자기주식에 대해 분할신주를 배정하지 않더라도 회사분할에는 아무런 문제가 없고, 분할 과정에서 지배주주의 지분율이 분할 이전보다 약화되는 것도 아니다. 지배주주의 지배력이 (불공평하게) 상승하는 것을 억지하는 것이 기업재편을 냉각시킨다는 주장은 해당 기업재편이 지배주주의 사적 이익을 위한 것이라는 점을 부각시킬 뿐이다. 결국 이 법률안은 정당한 목적의 기업재편에 걸림돌이 되지 않으면서 소수주주의 이익을 충실히 보호하는 긍정적인 측면이 크다고 생각된다.

다음으로 대규모자산양수도의 경우 주주총회 특별결의 및 주식매수청구권을 인정한 법률안은 위 법률안에 비하여 까다로운 쟁점들을 담고 있다. 주식양수 방식에 의한 기업인수가 일반적인 우리 현실에서 이같은 법률안의 도입은 소수주주 보호에 크게 도움이 될 것이나, 기업인수 거래 자체를 위축시킬 우려가 다분하다. 다른 한편으로는 기업인수의 방식 중 합병, 영업양수도, 주식교환 등과의 형평성 문제도 검토되어야 한다. 주식양수를 통한 기업인수시 지배주주 및 경영진에 의한 제국건설을 견제할 필요성이 있음을 고려할 때, 기업재편거래의 일부 위축을 감수하더라도 일정한 지배주식 거래에 대하여는 주주관여를 인정할 필요가 있다고 하겠다. 다만 인수회사인지 대상회사인지에 따라 거래규모 요건에 관한 명확히 기준을 설정함으로써 예측가능성을 보장할 필요가 있고, 주식교환의 경우 오히려 주식양수도에 맞추어 주주총회 관여 폭을 줄일 필요가 있는 것으로 보인다.

---

84) 심태규, 앞의 글, 8면.

[별첨 1] 분할회사의 자기주식과 분할신주 입법안 (김기준 의원 대표발의)<sup>85)</sup>

현 행	개 정 안
<p><u>&lt;신 설&gt;</u></p> <p>제530조의11(준용규정) (생략)</p> <p>제530조의12(물적 분할) (생략)</p>	<p>제530조의11(분할 및 분할합병 시 자기주식에 대한 특칙) ① 분할해 의하여 새로 설립되는 회사는 분할 또는 분할합병의 때에 분할되는 회사가 보유하는 자기주식에 대하여 새로 설립되는 회사의 주식을 배정할 수 없다.</p> <p>② 분할합병의 상대방 회사는 분할합병의 때에 분할되는 회사가 보유하는 자기주식에 대하여 분할합병의 상대방 회사의 신주 또는 자기주식을 배정할 수 없다.</p> <p>제530조의12(준용규정) (현행 제530조의11과 같음)</p> <p>제530조의13(물적 분할) (현행 제530조의12와 같음)</p>

85) 2015. 2. 26.자 상법 일부 개정법률안(김기준 의원 대표발의), 의안번호 1914071.

[별첨 2] 자산양수도와 주주총회 특별결의 입법안 (유승희 의원 대표발의)<sup>86)</sup>

현 행	개 정 안
<p>&lt;신 설&gt;</p>	<p>제542조의14(대규모 자산의 양수도) 상장기업이 자기 자산으로 직전 사업연도말 대차대조표상의 자기자본(납입자본금이 자기자본보다 큰 경우에는 납입자본금을 말한다)의 100분의 50 이상의 자산을 양수도 하는 경우에는 제374조 및 제374조의2를 적용한다. 동종의 자산을 분할하여 거래하는 경우에도 같다.</p>

86) 2013. 6. 17.자 상법 일부 개정법률안(유승희 의원 대표발의), 의안번호 1905513.



## 기업재편의 활성화와 그 딜레마 토론문

강 희 주

(법무법인 광장 변호사)

1. 분할회사의 자기주식에 대하여 분할신주를 배정하지 않도록 하는 법률안은 분할회사의 소수주주의 보호 내지 분할시 발생할 수 있는 기존 주주들 간의 지분구조의 의도적인 왜곡을 통한 지배력의 강화 등 부작용을 방지하려는 목적을 가지는 것으로 이해됨.

가. 우리나라 상법상 자기주식에 대한 취급이 미국이나 일본과는 다소 다른 측면이 있음. 미국의 다수 주의 경우 미발행주식설을 취하여 자기주식은 소각되어 미발행수권주식수가 부활하게 되므로 분할시 신주배정의 문제가 처음부터 발생하지 않음. 일본의 경우에도 자기주식의 처분시 신주발행과 동일한 절차를 취하게 하는 등 개념적으로 미발행주식과 유사하게 처리함. 우리나라는 자기주식을 취득하더라도 의결권이나 배당이 제한되는 등 일부 주주권이 제한 내지 휴지되는 상태에 있기는 하지만, 발행주식 총수가 감소되지 않고(즉, 미발행수권주식수가 증가되지 않고), 그 처분에 대해서도 신주발행절차를 요하지 않으며, 자산적 가치가 인정되어 유상으로 처분 가능하고, 처분되면 의결권 등이 부활되어 본래의 주식과 동일하게 되는 등 일반 주식과 큰 차이를 두지 않고 있음. 자기주식의 이러한 속성은 현행 법상 강력한 경영권방어방법으로 인식되고 있음.

나. 이러한 상법상의 차이와 거래계의 자기주식에 대한 인식을 고려하면 분할시 자기주식에 대한 신주의 배정은 법률에 의하여 인정된 자기주식에 내재된 속성을 적법하게 이용하는 한 방식에 지나지 않고, 이를 규제하여야 하는 “지분분포의 왜곡화”로 이해하는 것에 대해서는 강한 반대 입장이 존재하고 있으며, 왜 주식분할의 경우에만 자기주식에 대하여 차별적인 취급을 하여야 하는지 합리적인 설명이 어렵다는 등 법리적으로도 타당하지 않은 측면이 있음. 현행법상으로는 주식분할시 신주배정에 관한 사항은 분할계획서에 기재되어 주주총회의 특별결의를 받아야 하는 사항인 만큼 주주에 의한 통제도 이루어지고 있어서 주주들이 자치적으로 결정하게 두는 것이 상당함.

다. 입법론적으로는 논란의 소지가 많은 부분적 규제방식 보다는 자기주식을 취득하면 주식이 소각되고 미발행수권주식수가 부활하도록 하는 미국 다수 주의 입법형식을 취하는

것이 바람직할 것으로 생각됨.

2. 상법 374조의 영업양수도에 관한 판례(상법 434조에 따른 주주총회의 특별결의를 요하는 경우) :

가. 영업양수도 경우 : 일반택시운송사업을 주목적으로 하는 회사의 여객자동차운수사업 면허 양도는 회사 영업의 전부 또는 일부를 양도하거나 폐지하는 것과 같은 결과를 가져오는 것이므로 주주총회의 특별결의가 필요하다고 한 사례(대법원 2006. 6. 2. 선고 2004도7112 판결). 주주총회의 특별결의가 있어야 하는 상법 제374조 제1항 제1호 소정의 '영업의 전부 또는 중요한 일부의 양도'라 함은 일정한 영업목적을 위하여 조직되고 유기적 일체로 기능하는 재산의 전부 또는 중요한 일부를 총체적으로 양도하는 것을 의미하는 것으로서, 이에 양수 회사에 의한 양도 회사의 영업적 활동의 전부 또는 중요한 일부분의 승계가 수반되어야 하는 것이므로 단순한 영업용 재산의 양도는 이에 해당하지 않으나, 다만 영업용 재산의 처분으로 말미암아 회사 영업의 전부 또는 일부를 양도하거나 폐지하는 것과 같은 결과를 가져오는 경우에는 주주총회의 특별결의가 필요하다면서 당해 특허권을 이용한 공사의 수주를 회사의 주된 사업으로 하고, 위 특허권이 회사의 자산에서 대부분의 비중을 차지하는 경우, 위 특허권의 양도는 회사 영업의 전부 또는 일부를 양도하거나 폐지하는 것과 같은 결과를 가져오는 것이므로 특허권의 양도에는 주주총회의 특별결의가 필요하다고 한 사례. (대법원 2004. 7. 8. 선고 2004다13717판결, 대법원 1998. 3. 24. 선고 95다6885판결). 상법상 주주총회 특별결의가 필요한 경우에 주주총회의 특별결의가 없으면 거래가 무효로 됨.

나. 주식양수도의 경우 : 주식회사가 양도·양수에 관련되어 있는 경우에 그 양도·양수가 영업 주체인 회사로부터 영업 일체를 양수하여 회사와는 별도의 주체인 양수인이 양수한 영업을 영위하는 경우에 해당한다면 상법 제374조 제1항 제1호 에 따라 회사의 양도·양수에 반드시 주주총회의 특별결의를 거쳐야 하는 것이지만, 회사의 주식을 그 소유자로부터 양수받아 양수인이 회사의 새로운 지배자로서 회사를 경영하는 경우에는 회사의 영업이나 재산은 아무런 변동이 없고 주식만이 양도될 뿐이므로 주주총회의 특별결의는 이를 거칠 필요가 없으며, 설사 당사자가 그 경우에도 회사 재산의 이전이 따르는 것으로 잘못 이해하여 양도계약 후 즉시 주주총회의 특별결의서를 제출하기로 약정하고 있다 하더라도, 당사자가 그러한 약정에 이르게 된 것은 계약의 법적 성격을 오해한 데서 비롯된 것이므로, 그 약정은 당사자를 구속하는 효력이 없다 (대법원 1999. 4. 23. 선고 98다45546판결). 회사의 주식이나 지분권을 그 소유자로부터

터 양수받아 양수인이 회사의 새로운 지배자로서 회사를 경영하는 경우, 양도·양수되는 것은 회사의 주식이나 지분권일 뿐 계약당사자가 아닌 회사의 자산이나 부채 자체가 이전되는 것은 아니므로, 특별한 사정이 없는 한 이러한 계약이 무효로 될 때 양도의 목적물이 아닌 회사의 자산 등이 양수인의 원상회복의무의 대상이 된다고 할 수 없다(대법원 2007. 6. 1. 선고 2006다80445판결).

다. 통상 회사를 양수한다는 것에는, 첫째 영업 주체인 회사로부터 영업 일체를 양수하여 회사와는 별도의 주체인 양수인이 양수한 영업을 영위하는 경우와, 둘째 회사의 주식이나 지분권을 그 소유자로부터 양수받아 양수인이 회사의 새로운 지배자로서 회사를 경영하는 경우가 있는바, 첫째의 경우는 영업의 주체인 회사가 양도인이 되어 양수인과 계약을 체결하고 양도·양수 후에도 양수인은 그 회사와는 별도의 주체로서 양수한 영업을 영위하는 것이나, 둘째의 경우는 영업 자체를 양도·양수하는 것이 아니라 영업의 주체인 회사의 주식이나 지분권을 양도·양수하는 것이므로, 이 경우는 회사의 주식 또는 지분권을 소유하고 있는 주주 또는 지분권자 개인이 양도인이 되는 것이고 회사가 양도인이 될 수는 없다 (대법원 1995. 8. 25. 선고 95다20904판결). 위 판례는 상법 374조의 영업양도는 지분권을 이전하는 방식을 포함하지 않는 것으로 이해하는 입장으로 해석됨.

라. 상법 규정상 주식양도의 경우 주주총회 특별결의가 필요한가? 대법원 1999. 4. 23. 선고 98다45546판결은 지분권 이전에 의한 양도 계약서에 주총 특별결의를 요하는 것으로 규정되었다고 하더라도 그러한 약정은 당사자를 구속하는 효력이 없다고 판시함.

3. 경영권 인수 시에 일정한 지분비율을 초과하는 경우 의무적으로 공개매수를 요하는 법제 내지 강제공개매수 규정 : 영국의 The City Code on Takeovers and mergers 에 의하면, 영국에 등록된 사무소가 있고 규율되는 시장에서 거래되는 회사의 주식에 대하여 발행주식 총수의 30% 이상을 취득하고자 하는 때에는 모든 의결권 있는 주식에 대하여 공개매수를 청약할 의무를 부과하고, 30% 이상 50% 이하의 주식을 소유하고 있는 자가 12개월 이내에 1% 이상을 추가로 취득하고자 하는 때에는 모든 주식에 대하여 공개매수를 하여야 하는 것으로 규정. 이는 모든 주주들에게 대주주가 되고자 하는 자와 동등한 정보를 제공하고, 동등한 매도의 기회를 제공하여 소수주주들에게 주식을 매도할 수 있는 기회를 공정하게 제공하자는 취지. 이는 영업양도시 주총 특별결의를 하는 경우에 반대주주의 보호를 위하여 주식매수청구권을 인정하는 제도와 유사하지만, 공개매수의 경우 취득 주체가 경영권을 인수하여 대주주가 되고자 하는 잠재적 주주이고, 취득대상이 본인이 취득하려는 대상회사의 주식. 영업양도시 주식매수 청구가 있는 경우에는 매각 당사자인 회

사(양도회사)가 매각대상 자산이 아니라 자기 주식을 매수하여야 함. 상장회사는 소수주주가 다수 존재하는 구조이지만, 비상장회사의 경우에는 소수주주가 다수 존재하는 경우가 상대적으로 많지 않음.

가. 회사가 중요한 자산이 되는 보유 주식을 매각하는 경우 주주총회 특별결의를 하고, 양도회사의 주주들에게 반대매수청구권을 인정하여야 하는 당연한 논리는 성립되지 않는 것이 아닌가? 상법 374조는 일정한 영업목적을 위하여 조직되고 유기적 일체로 기능하는 재산의 전부 또는 중요한 일부를 총체적으로 양도하는 것을 의미하는 것으로서, 그 영업의 양도 내지 폐지의 정도에 이르게 되면 회사가 종전과 같은 영업을 할 수 없고, 그러한 영업기반을 전제로 하였던 주주들에게 주식을 매도할 기회를 준다는 차원으로 이해. 문언상 주식의 양도는 이러한 영업양도의 범주에 포함되지 않는 것으로 해석하는 것이 상당함. 구조조정, 신속성과 효율화의 관점에서 볼 때 만일 주식의 양도까지 이 범주에 포함시키면 구조조정이 필요한 회사의 경우 반대주주의 매수청구에 응하기 위하여 매각자금을 상당 부분 소진하게 되므로, 구조조정을 저해하는 요인으로 될 가능성이 있음.

나. 주식을 매각하면 매매대금이 유입되므로 경제적으로는 동일한 상황인데, 주식매각의 경우는 주총특별결의를 요하게 할만한 특별한 사정 내지 입법적 타당성이 있다고 보기는 어려운 것이 아닌가?

다. 대부분의 입법례는 주식양도의 경우에는 주주총회의 특별결의 내지 결의를 요하지 않는 것으로 규정하고 있음. 이것은 글로벌 기준으로 볼 수 있는데, 외국인 투자는 물론이고, 우리가 외국에 투자하는 경우에도 이러한 규정이 장애가 되는 것은 아닌가? 미국의 경우 유사한 입법 체제를 가진 주나 국가의 제도를 그대로 인정하는 경향이 있는데, 다른 국가들과 구별되는 너무 특이한 제도를 가지는 경우 기업의 글로벌화를 저해하는 것이 아닌가? 미국의 다수의 회사들은 보편성과 편의성이 인정되는 델라웨어주에 설립되고 있지 않은가?

라. 상법상 특별결의사항은 소수주주의 권익을 보호하기 위한 최소한의 법적 요건으로 이해되는데, 대규모 주식양수의 경우에도 소수주주들에게 매수청구를 인정할 실익 내지 공평한 대우의 이념이 인정되는가?

마. 주식교환의 경우에는 지분의 증가로 인하여 소수주주의 지분에 영향(희석화)을 미치게 되는 것이지만, 인수 혹은 양도 회사가 대규모의 대상 지분을 취득 혹은 매각한다고 하여 소수주주의 지분에는 아무런 영향이 없는 것이 아닌가?

바. 상법상 특별 결의사항은 정관에 의하여 완화 혹은 강화하는 것이 어려운 것으로 해석되나, 독일 등 일부 국가의 입법 사례는 정관변경의 결의요건을 자치적으로 가중하는 것은 허용되는 것으로 규정. 입법론적으로, 개별 회사에서 자치적으로 주총특별결의 사항을 규정하거나 이를 강화하여 규정할 수 있도록 법규정을 두는 것은 어떤가?

4. 2014년 개정 일본 회사법이 자회사 주식 전부 또는 일부를 양도하는 경우 일정한 요건 하에 주주총회 특별결의를 요하게 한 부분은 주목할만함. 즉, 모회사가 자회사 주식을 양도함으로써 자회사의 의결권 있는 주식의 50% 이하를 보유하게 되는 경우로서, 위 자회사 주식의 장부가액이 모회사 총자산액의 5분의1을 초과하는 때에는 모회사 주주총회의 특별결의가 필요한 것으로 규정(일본 회사법 648조1항2호의2). 이러한 입법례는 모회사 소수주주의 보호 내지 소수주주에게 주식매수청구권을 통해 Exit할 수 있는 길을 열어 준 것으로 이해됨.

가. 그러나, 그런 자회사가 100% 자회사인 경우나 혹은 대주주의 지분율이 높은 경우에는 특별한 문제가 없겠으나, 모회사가 지주회사인 경우 혹은 지주회사와 유사한 자산구조를 가진 경우, 구조조정의 필요성이 존재하는 경우에는 반대주주의 매수청구권 행사에 의하여 매각대금을 반대주주의 주식을 매수하는데 사용하여 구조조정 목적에 집중투입 못하거나 이러한 주주총회의 특별결의를 회피하는 성향으로 인하여 구조조정을 방해하거나 모회사의 부실화를 가속하는 요인으로 작용될 가능성이 높음.

나. 만일 이러한 제도를 도입하려 하면 구조조정이 필요한 경우 등 특별한 사유가 있는 경우에는 주주총회의 특별결의를 생략하거나 면제하는 예외를 인정하는 방안을 강구하여야 함.

다. 이러한 제도는 다수의 회사의 지분을 보유하는 지주회사의 지분 분산이나 상장을 어렵게 하는 요인으로 작용할 가능성이 높고, 자본시장의 발전을 저해할 가능성이 있음.



## 기업재편의 활성화와 그 딜레마 토론문

**황 현 영**

(국회입법조사처 입법조사관, 법학박사)

### I. 서 언

2014년 3월, 정부의 7개 부처<sup>1)</sup>가 공동으로 발표한 M&A 활성화 방안의 25개 과제가 현재 이행되고 있고, 19대 국회에서도 M&A와 관련한 법안들이 상당수 제출되어 논의되고 있다. 19대 국회에 제출된 M&A 관련 법안을 보면 크게 두 방향으로 구분해 볼 수 있다. 하나는 경제 활성화를 위해 M&A 활성화가 필요하다는 정부 정책 방향에 맞추어 마련된 법안과, 다른 하나는 M&A 과정에서 지배주주와 경영진으로부터 소수주주 및 채권자 등 이해관계자들을 보호하는 것을 내용으로 하는 법안들이다. 본 발표문은 19대 국회에 제출된 M&A 관련 법안 중 후자에 해당하는 내용으로, 인적분할시 분할회사의 자기주식에 대하여 신주배정을 금지하도록 하는 김기준 의원안과 대규모 자산양수도의 경우 주주총회 결의를 거치도록 한 유승희 의원안을 집중적으로 분석하고 있다. 이에 대한 토론을 하기 앞서 최근 발표된 우리나라의 M&A 동향을 간단히 살펴본 후, 발표 내용을 검토하고자 한다.

### II. 최근 국내 M&A 동향

2014년 11월, 금융감독원은 “국내 M&A 주요 특징 및 향후 전망”이라는 제목의 보도자료를 통해 우리나라 M&A 거래를 분석하고 이를 발표하였다.<sup>2)</sup> '14년 상반기 중 합병 등을 통한 국내 M&A 규모는 반기 기준으로 '12년 이후 최고치인 11.2조원을 기록하였다.

< M&A(합병, 분할, 교환·이전, 양수도) 건수(반기별) >

(단위 : 건, 조원)

구분	'12.상반기		'12.하반기		'13.상반기		'13.하반기		'14.상반기		계	
	건수	금액	건수	금액	건수	금액	건수	금액	건수	금액	건수	금액
합병	26	0.12	55	2.27	50	1.04	49	3.43	35	9.37	215	16.23
분할	15	2.60	13	0.45	19	4.24	25	3.84	14	0.67	86	11.80
양수도	43	4.14	64	8.24	41	3.39	59	3.83	31	1.10	238	20.70
교환·이전	-	-	2	0.06	1	1.89	-	-	2	0.08	5	2.03
<b>계</b>	<b>84</b>	<b>6.86</b>	<b>134</b>	<b>11.02</b>	<b>111</b>	<b>10.57</b>	<b>133</b>	<b>11.11</b>	<b>82</b>	<b>11.22</b>	<b>544</b>	<b>50.76</b>

\* '12년 상반기중 삼성디스플레이의 모바일디스플레이 흡수합병(12.0조원)건은 미포함

- 1) 기획재정부(자금시장과, 법인세제과, 금융세제팀), 법무부(상사법무과), 안전행정부(지방세운영과), 해양수산부(해운정책과), 금융위원회(자본시장과, 자산운용과) 공정거래위원회(기업집단과, 기업결합과), 중소기업청(벤처투자과)가 관계부처 합동회의를 개최하고 M&A 활성화 방안을 발표하였다.
- 2) 이하 “국내 M&A 동향 및 주요 특징”에 대한 내용은 2014년 11월 13일 금융감독원 보도자료, “국내 M&A 주요 특징 및 향후 전망”을 요약하였다. 자세한 내용은 금융감독원 홈페이지에 게시된 보도자료를 참고하기 바란다.

금융감독원은 M&A 사례를 통하여 국내 M&A의 주요 특징을 4가지로 분석하였다. 첫째, 재무구조 개선을 위한 M&A가 활발하게 이루어졌다. 둘째, 대기업의 그룹 내 유사한 업무를 수행하고 있는 계열사 간 합병(제일모직과 삼성 SDI 합병) 및 지주회사 설립 등 지배구조 개편을 위한 분할(한라홀딩스와 만도 분할)이 크게 증가하였다. 셋째, 대부분 국내 기업을 대상으로 진행되었다. 넷째, 대규모 M&A 거래금액이 증가하였다. 금융감독원은 2014년 국내 기업의 M&A 사례를 바탕으로 하여, 2015년에는 계열사의 구조조정 및 순환출자 해소 및 지주회사 설립 등 지배구조 개편을 위한 대기업의 M&A가 활발할 것이고 대규모 M&A가 지속될 것이라고 예상하였다. 그리고 실제로 그 예상대로 이루어졌는데, 2015년 9월에 발표한 공정거래위원회 보도자료를 통해 확인할 수 있다.

2015년 9월, 공정거래위원회는 “2015년 상반기 기업결합 동향·주요특징”이라는 제목의 보도자료를 통해 2015년 상반기 공정거래법상 기업결합 신고 대상에 해당하여 공정거래위원회가 심사한 기업결합 건을 분석·발표하였다.<sup>3)</sup> 이에 따르면 2015년 상반기 기업결합 건수는 총 313건이며 기업결합 금액은 127.7조원 규모로, 기업결합 건수(313건) 및 금액(127.7조원) 모두 전년(286건, 88.1조원)에 비해 증가하였다. 국내 기업에 의한 기업결합은 계열사 간 81건으로 32.5%, 비계열사간은 168건으로 67.5%를 차지하였고, 업종별로 제조업이 105건으로 42.2%를 서비스업이 57.8%를 차지하였다. 기업결합의 수단별로 살펴보면, 주식취득(81건, 32.5%), 합병(62건, 24.9%), 임원겸임(42건, 16.9%), 영업양수(37건, 14.9%), 합작회사 설립(27건, 10.8%) 순으로 나타났다.

＜ 국내 기업에 의한 ‘수단별’ 기업결합 건수 및 비중 ＞

(단위: 건)

구분	주식 취득	임원 겸임	합병	영업 양수	합작회사설립	합계	
2014년 상반기	계열	-	2(0.9%)	68(29.7%)	9(3.9%)	-	79(34.5%)
	비계열	80(34.9%)	25(10.9%)	0(0.0%)	14(6.1%)	31(13.5%)	150(65.5%)
	전체	80(34.9%)	27(11.8%)	68(29.7%)	23(10.0%)	31(13.5%)	229(100.0%)
2015년 상반기	계열	1(0.4%)	-	60(24.1%)	20(8.1%)	-	81(32.5%)
	비계열	80(32.1%)	42(16.9%)	2(0.8%)	17(6.8%)	27(10.8%)	168(67.5%)
	전체	81(32.5%)	42(16.9%)	62(24.9%)	37(14.9%)	27(10.8%)	249(100.0%)

공정거래위원회는 2015년 상반기 국내 기업의 기업결합을 분석한 결과, 주요한 특징을 4가지로 요약하여 발표하였다. 첫째, 적극적인 인수 합병 보다는 그룹 내 구조 조정 차원의 기업결합이 활발하였다. 둘째, 사업 외연의 확장보다 핵심 사업 영역의 강화에 집중하는 경향을 보였다. 셋째, 결합 금액이 1조 원을 초과하는 초대형 기업결합이 크게 증가하였다. 넷째, 업종별로는 전기·전자 및 금융 부문의 기업결합이 뚜렷이 증가하였다.

금융감독원과 공정거래위원회가 공통적으로 언급하는 국내 M&A의 주요 특징은, 그룹 내 계열사간 구조조정 및 지배구조 개편을 위한 M&A가 증가하였다는 것과 이러한 계열사 간 M&A의 거래규모가 상당히 크다는 점이다. 별개의 독립된 기업간의 M&A와 그룹 내 계열사 간의 M&A는 그 목적이나 성격이 다를 뿐 아니라 결과에 있어서도 차이가 있는데, 그룹 내 계열사 간 M&A 이후 지배주주를 비롯한 주주들의 지분율 및 기업지배구조가 달라지고 있다,<sup>4)</sup> 이처럼 계열사 간 M&A가 많은 우리나라의 최

3) 이하 “2015년 국내 기업결합 동향 및 주요 특징”에 대한 내용은 2015년 9월 11일 공정거래위원회 보도자료, “2015년 상반기 기업결합 동향 및 주요 특징”을 요약하였다. 자세한 내용은 공정거래위원회 홈페이지에 게시된 보도자료를 참고하기 바란다.

4) 2013년 삼성 SDS는 삼성 SNS를 흡수합병 한 이후 2014년 삼성 SDS를 유가증권시장에 상장하였고 2015년 10

근 동향을 반영하여 M&A 과정에서 이해관계자들을 보호하기 위한 법안들이 국회에 제출되었다.<sup>5)</sup>

## II. 분할회사의 자기주식에 대한 분할신주 배정

### 1. 발표문의 내용

김기준 의원 등 11인은 최근 대기업들이 지주회사로 전환하기 전에 자기주식의 비율을 확대 한 후, 분할회사의 자기주식에 대해서도 설립되는 회사의 신주를 배정하여 지배주주의 지배력을 확대하는 편법적인 사례가 늘어나고 있음을 지적하며 인적분할시 분할회사의 자기주식에 대해서는 신주를 배정하지 못하도록 하는 상법 일부개정법률안을 제출하였다. 이에 대하여 법제사법위원회 전문위원 검토보고서<sup>6)</sup>에서는 회사가 분할 또는 분할합병을 할 경우에는 분할로 인하여 새로 설립되는 회사가 신주를 배정할 때 분할되는 회사의 자기주식에 대하여는 분할신주의 배정을 금지하여 회사의 자본을 통한 대주주의 부담한 지배력 강화를 방지하고 건전하고 투명한 지배구조 체제를 육성하려는 개정안의 취지는 수긍할만하다고 평가하였다. 다만 회사의 자기주식에 신주배정을 금지하면 오히려 회사 자산이 감소하는 결과가 되어 재산권 침해 논란이 제기될 수 있고, 법인세법상 적격 분할로 인정받지 못해 기업 실무상 혼란이 발생할 수 있으며, 정부 정책으로 장려해 온 지주회사 전환이 저해될 수 있다는 점을 신중히 검토하여 입법정책적으로 고려할 필요가 있다고 보았다.

본 발표문에서는 김기준 의원안에 대해 찬성하며, 해당 법안에 대한 법적 타당성을 제시하고 있다. 또한 해당 법안에 대하여 제기된 문제점들 특히 법제사법위원회 전문위원 검토보고서에서 지적된 3가지 문제점에 대한 반론을 전개하여 분할회사의 자기주식에 대한 분할신주 배정금지의 당위성을 설명하고 있다.

### 2. 검토의견

2011년 개정 상법에서는 회사가 배당가능이익 한도 내에서 자기주식을 취득하는 것을 허용하였고, 이에 대해 법무부는 자기주식의 취득 및 보유를 통해 주주의 이익을 제고하고, 기업구조조정 수단으로 활용하며 자금조달의 효과를 가져올 수 있다고 설명하였다.<sup>7)</sup> 특히 합병·분할·주식교환 등의 기업재편에서 회사는 신주발행에 갈음하여 회사가 보유하고 있는 자기주식을 교부함으로써 기동적인 구조조정이 이루어질 수 있다고 보았다. 그리고 2014년 정부가 국회에 제출한 M&A 관련 상법 개정안<sup>8)</sup>에서는 합병·분할·주식교환시 신주발행에 갈음하여 자기주식을 교부할 수 있음을 명확히 규정하였다.<sup>9)</sup> 이에 비추어 볼 때, 회사가 자기주식을 취득하여 합병이나 분할 등 기업재편에서 이를 활용하는 것은 법이 허용하고 있는 바이고, 회사는 경영상 판단에 의해 자기주식을 자유롭게 활용할 수 있을 것이다. 그러나 인적분할 과정에서 자기주식을 활용한 결과, 특정 주주의 영향력이 강화되고 상대적으로 다른 주주의 영향력이 약화되었다면 이는 주주평등의 원칙이라는 관점에서 다시 검토할 필요가 있다. 이에 대하여 법무부도

---

월 11일 현재 삼성 SDS는 코스피 시가총액순위 7위를 기록하고 있다. 삼성 SDS의 합병 이전 주요 주주들의 지분율은 삼성전자(21.67%), 삼성물산(18.29%), 이재용(8.81%)이었으나, 합병 후 주요 주주들의 지분율은 삼성전자(22.58%), 삼성물산(17.08%), 이재용(11.26%)로 변화하였다.

5) M&A 수단별로 19대 국회에 제출된 법안을 정리한 자료는, 황현영, “최근 M&A 관련 동향과 기업승계”, 한국기업법학회 추계학술대회 자료집(2015. 10. 16)을 참고하기 바란다.

6) 법제사법위원회 전문위원 심태규, 상법 일부개정법률안(김기준 의원 대표발의) 검토보고, 2015.6, 6면 이하.

7) 법무부, 「상법 회사편 해설」, 도서출판 동강, 2012, 106면.

8) 2014년 10월 6일 정부 발의, 상법 일부개정법률안(의안번호 1912002).

9) 상법 개정안 제360조의3 제3항, 제360조의4 제1항, 제360조의7 제1항, 제360조의14 제3항, 제522조의2 제1항, 제523조의3, 제527조의3 제1항, 제530조의6 제1항, 제530조의7 제2항 등

지주회사로 조직 개편을 수행하면서 추가적인 지분을 획득함이 없이 보유 중인 자기주식에 대하여 신설 회사의 주식을 배정함으로써 대주주의 의결권이 실질적으로 강화되는 것은 주주평등의 원칙에 반하며, 2011년 개정 상법에서 자기주식 취득을 허용한 것은 위와 같이 대주주가 회사에 대한 지배력을 강화하는 목적으로 자기주식을 이용하는 것을 허용한 취지가 아니라고 밝힌 바 있다.<sup>10)</sup>

지주회사 전환을 위한 인적분할시 자사주를 이용하여 대주주 일가의 지배력을 강화하고 있다는 동일한 문제의식을 가지고, 회사의 자기주식 보유 및 처분 자체를 제한하는 법안도 국회에 제출되었다. 이종걸 의원 등 10인은 주권상장법인이 합병 등의 조직재편 전에 자기주식을 처분하도록 해야 하며, 자기주식을 처분할 경우에는 소각하거나 기존 주주들의 주식수에 비례하여 배분하도록 하는 법안을 발의하였다.<sup>11)</sup> 그러나 자기주식취득 규제를 완화하고 회사가 조직재편시 자기주식을 활용할 수 있도록 규정한 상법 입법취지에 비추어 볼 때 회사가 분할 전에 자기주식을 모두 소각하거나 주주들에게 배정할 필요는 없고 자기주식을 분할 재산으로 활용하는 것은 얼마든지 가능하다고 본다. 다만 자기주식에 신주를 배정함으로써 특정 지배주주에게 유리하고 다른 주주들의 지배력이 약화되는 상황은 문제가 있다고 보고, 이러한 문제를 해결하기 위해 자기주식에 신주배정을 금지하도록 하는 발표자의 의견에는 동의한다. 그러나 이에 대해 두 가지 궁금한 점이 있어, 발표자의 의견을 듣고 싶다.

① 인적분할을 통해 지주회사로 전환하는 과정에서 자기주식에 신주를 배정함으로써 인해 주주평등의 원칙을 침해하는 문제가 있음은 공감하는데, 지주회사 전환과 관계없는 경우에도 모든 인적분할시 자기주식에 신주 배정을 못하게 한다면 과잉입법으로 해석될 여지는 없는지.. 예를 들어 지배주주가 없는 회사나 회사의 주주구성에 따라 지배력에 영향이 미비한 경우에도 동일하게 인적분할시 신주배정을 금지하는 것이 타당한지 여부

② 인적분할시 신주 배정을 금지하는 것이 아니라, 신주배정은 허용하되 다음의 요건을 충족하도록 하는 방안은 어떻게 생각하는지..

i) 분할절차상 주주의 이해관계에 중대한 영향을 미치는 주식 교환비율 등에 있어서 출자비율을 공정하게 반영하여 특정 주주를 차별적으로 대하여 그 이익을 침해하거나 특정 주주가 우연한 기회에 그 지분이 확대되거나 예상치 못한 수익을 보는 등 주주평등의 원칙을 침해하지 않을 것 ii) 분할신설회사가 신주배정으로 자기주식을 보유하게 된 결과, 회사법상 대원칙인 자본충실의 원칙을 침해하지 않을 것

### Ⅲ. 기업인수거래와 주주총회의 통제

#### 1. 발표문의 내용

상법상 영업양수도는 합병과 유사하게 규율하고 있지만(상법 제374조), 자산양수도는 특별히 규율하지 않아 이사회 결의에 의해 이루어지고 있다. 이에 대해 유승희 의원 등 21인은 상장기업의 자산 양수도에 대한 규제를 강화하는 상법 일부 개정법률안을 발의하였다.<sup>12)</sup> 상장회사가 자산을 양수도하는 경우, 양수도하는 자산의 규모가 자산을 양수도 하는 회사 자본금의 50% 이상이면 주주총회 특별결의를 거치도록 하고 반대주주의 주식매수청구권을 인정하도록 하였다. 또한 동종의 자산을 분할하여 거래하는 경우에도 마찬가지로

10) 채희만, “회사분할시 자사주 의결권 부활 정당인가”, 김기준/서영교 의원 입법세미나 자료집(2015), 38면.

11) 2015년 6월 17일 이종걸 의원 대표발의, 자본시장과 금융투자업에 관한 법률 일부개정법률안(의안번호 1915619). 다만 임직원에게 대한 상여금을 자기주식 교부로 지급하는 경우, 주식매수선택권을 행사하기 위하여 자기주식을 교부하는 경우 등은 예외적으로 자기주식 처분이 가능하도록 규정하였다(자본시장법 제165조의3 제5항 및 제6항 신설).

12) 2013년 6월 17일 유승희 의원 대표발의, 상법 일부개정법률안(의안번호 195513).

적용하도록 하는 규정을 신설하였다(상법 제542조의14 신설).

본 발표문에서는 자산 양수도 중에서도 기업인수의 방식으로 이루어지는 주식의 양수도에 국한하여 논의를 전개하고 있다. 인수회사와 대상회사로 나누어, 인수회사 입장에서 기업지배권이 이전되는 주식양수도의 경우 주주총회 보통결의를 거쳐서 인수하도록 하되 순자산의 20% 미만의 회사를 인수하는 경우에는 이사회에서 결의하도록 한다. 반면 대상회사 입장에서는 주주총회 특별결의와 주식매수청구권을 인정하도록 하되, 순자산의 50% 미만인 저비중 양도를 하는 경우 이사회에서 결의하도록 하는 방안을 제안하고 있다.

## 2. 검토의견

2015년 9월, 공정거래위원회가 발표한 “2015년 상반기 기업결합 동향·주요특징”을 보면, 우리나라 기업들의 기업결합 수단이 주식취득(81건, 32.5%), 합병(62건, 24.9%), 임원겸임(42건, 16.9%), 영업양수(37건, 14.9%), 합작 회사 설립(27건, 10.8%) 순으로 나타났다. 이처럼 우리나라 기업결합 10건 중 약 3건이 주식취득에 의해 이루어지고 있음에도, 이에 대해서는 합병이나 영업양수도 같은 규제가 적용되지 않는다. 특히 기업인수방식의 주식양수도는 회사에 미치는 영향이 합병이나 영업양수도와 유사하므로, 주주총회 결의를 통해 전체 주주의 이익에 부합하는 방향으로 신중하게 이루어질 수 있도록 하고자 한다는 점에서 발표자의 의견에 공감한다. 다만 본래 입법안과 다른 새로운 방식의 안을 제시하고 있는데 이와 관련해서 몇가지 궁금한 점이 있어, 발표자의 의견을 듣고 싶다.

- ① 유승희 의원안의 경우 상장회사특례로 규정하여 상장회사의 대규모 자산 양수도를 규정하고 있는데, 발표자가 제안하는 주식 양수도에 대한 규정은 상장회사에 국한하는 것인지 비상장회사까지를 포함하는 규정인지
- ② 합병과 영업양수도와 형평성을 고려하여 기업인수방식의 자산양수도에 주주총회 결의를 요하도록 하면서, 자산양수도의 경우에만 대상회사와 인수회사를 나누고 기준을 달리하는 것은 법체계적 정합성 측면에서 문제가 되는 것은 아닌지.. 그로 인해 도리어 기업 실무에 혼란을 초래하는 것은 아닌지
- ③ 본래 법안인 유승희 의원안, 상장회사의 대규모자산양수도에 대한 발표자의 생각은 어떠한지

이상입니다. 감사합니다.

2015년 추계공동학술대회

글로벌 시대,  
주주권 보호와 경영권 방어의  
조화를 위한 회사법리의 재구성