

# KCGS

# 기업지배구조 리뷰

## Corporate Governance Review

연구논단 I 투자회사의 지배구조  
김화진 | 서울대학교 법학대학원 교수

연구논단 II 사익편취 방지 제도의 현황과 과제  
김우진 | 서울대학교 경영(전문)대학(원) 교수



# Contents

Vol.93 | 2019. 4호

- 03** **연구논단 I** 투자회사의 지배구조  
김화진 서울대학교 법학대학원 교수
- 22** **연구논단 II** 사익편취 방지 제도의 현황과 과제  
김우진 서울대학교 경영(전문)대학(원) 교수





# 투자회사의 지배구조

연구논단 I

김화진 | 서울대학교 법학대학원 교수

## I. 기업지배구조 개선과 투자회사

국내외에서 기업의 지배구조 개선 노력이 계속되고 있다. 사외이사 중심의 독립적인 이사회 정비와 소수주주권의 강화가 그 핵심적 내용을 구성한다. 기업지배구조의 정비와 개혁은 국가 경제에 큰 비중을 차지하고 있고 사회적 파급효과가 큰 상장회사를 중심으로 진행되는데 주주가치를 표방하는 소액주주 운동과 헤지펀드 행동주의도 주로 중대형 상장회사를 대상으로 이루어진다.

그런데 이 과정에서 단지 법률상 주식회사 형태를 갖추고 있다는 이유만으로 투자회사도 기업지배구조 차원에서 일반 주식회사와 동일한 취급을 받는 문제가 발생한다. 투자회사도 주식회사 일반과 같이 이사회와 주주총회를 갖추고 있기 때문에 자본시장에서는 기업지배구조 측면에서 투자회사를 특별히 달리 취급하지 않고 있다. 투자회사가 활성화 된 미국에서는 투자회사 규제제도(1940년 Investment Company Act: ICA)가 마련된 이래 투자회사는 기업지배구조 측면에서 차별되게 취급되어 온 바 있으나 근래에 투자회사를 일반 주식회사와 같이 취급하는 경향이 발생하였다. 기업지배구조 개혁 입법인 2002년의 회계개혁법(Sarbanes-Oxley Act)과 2010년의 금융규제개혁법(Dodd-Frank Act)도 투자회사를 특별히 취급하고 있지 않다.

이에 대해 미국 학계에서는 지속적으로 문제를 제기해 왔다. 학계에서는 투자회사를 일반 주식회사와 기업지배구조 차원에서 같이 취급하는 현 규제체제에 대해 비판적인 시각 일색이며 투자회사도 기업지배구조 개선의 현 조류에 부응해야 한다는 의견은 찾을 수 없다(Roiter). 지금까지 사각지대가 거의 없이 촘촘하게 약 20년간 활발하게 진행되어 온 미국 학계에서의 기업지배구조 연구에 비추어 볼 때 이는 이례적인 현상이라 할 것이다.

일반 주식회사와 투자회사는 기업지배구조 차원에서 각각 상이한 전제와 목적을 가지고 있고 투자회사 주주와 일반 주식회사 주주는 속성을 달리한다. 투자회사 주주들은 사업을 영위하는 회사의 지분을 취득한다기 보다는 자산운용사의 서비스를 구매하는 방법으로 투자회사의 주식을 취득하기 때문이다. 투자회사는 주식회사의 형태를 취하고 있으나 이는 투자회사라는 금융상품을 운용하는 도구적 기능을 수행할 뿐이며 자산운용사와 투자자인 투자회사 주주들간의 계약적 관계가 투자회사의 경제적 본질이다.

## II. 투자회사와 일반 주식회사

### 1. 성격의 차이

일반 주식회사와 투자회사의 공통점은 주주들로부터 독립된 법인격을 보유한다는 점, 주주와 이사회가 존재한다는 점, 이사는 회사와 (간접적으로) 주주에 대해 충실의무를 부담하며 경제적으로 이사는 주주이익을 위해 임무를 수행할 의무가 있다는 점 등을 들 수 있다.

반면, 투자회사는 법인격체인 동시에 금융상품(서비스)이다. 투자자들은 자산운용사로부터 전문적인 자문서비스를 제공받게 된다. 또, 투자회사의 주식은 투자회사의 상품이고 투자회사의 주주는 동시에 투자회사의 고객이다. 일반 주식회사는 주주와 고객이 별개로 존재한다. 법률적으로뿐 아니라 실제 시장에서 두 그룹은 별개의 실체이다. 그러나 투자회사 주주들은 투자회사의 주주일 뿐 아니라 자산운용사의 고객이기도 하다. 자산운용사가 고객에게 제공하는 서비스는 투자자산 운용이지만 단지 그 형태가 투자회사의 주식이다. 투자회사는 자신이 발행한 주식을 상품으로 판매하는 특수한 기업이며 자본시장과 제품시장이 수렴한다는 점이 투자회사와 일반 주식회사의 가장 큰 차이다(Langevoort).

물론, 투자회사(펀드)가 단지 상품으로만 이해되어서는 안될 것이다. 왜냐하면 주식회사라는 법률적인 형식도 그에 상응하는 효과를 인정받아야 하기 때문이다. 따라서 투자회사는 상품인 동시에 법인이라는 하이브리드로서의 속성을 가진다. 투자회사 주주의 지위가 일반 주식회사 주주의 지위와는 다른 하이브리드이기 때문에 규제의 목적도 달라질 수 있다. 주주를 고객으로 보는 경우 소비자보호법의 정신이 적용되며 정보의 공개와 경쟁제한, 과당광고 등이 초점이 된다. 반면 주주를 투자자로 보는 경우 이사의 충실의무와 주주권의 보장이 초점이 된다.

일반 주식회사에서는 이사회와 이사회로부터 권한을 위임받은 경영진이 경영판단을 내리지만 투자회사의 경영판단은 투자회사의 이사회가 아닌 자산운용사가 내린다. 따라서 일반 주식회사에서는 주주와 경영진 사이에 이사회가 존재해서 경제적 이해관계의 조정자 역할은 하지만 투자회사에서는 투자자와 자산운용사가 직접 연결되어 이사회 의 경제적 이해관계 조정 기능이 없다.

자산운용사는 투자회사의 조직과 주식판매에 있어서 거의 단독으로 리스크와 비용을 부담한다. 주식회사는 제3자와 서비스계약을 체결할 때 최적의 계약 내용을 담보하기 위해 특정 상대방과 계약을 체결하지 않을 자유를 보유한다. 그러나 투자회사의 경우 자산운용사가 자체 위험과 비용 부담으로 펀드를 탄생시켰다는 점 때문에 같은 원리가 적용되기 어렵다. 투자회사의 투자자들은 무수히 많은 펀드들 중 한 펀드의 주주가 되기로 결정함에 있어서 해당 펀드의 운용사를 염두에 두고 투자를 결정한 것이다. 즉, 투자회사의 선택은 운용사의 선택이라고 할 수 있다. 펀드 투자자들은 투자 결정에서 투자회사의 지배구조도 염두에 두지만 가장 중요한 요인으로 볼 수는 없다.

## 2. 규제의 차이

이러한 여러 가지 차이점 때문에 일반 주식회사와 투자회사의 지배구조에는 본질적으로 다른 처방이 필요하고 규제 관점과 실무에서도 다른 접근이 필요하다. 투자회사는 지배구조 차원에서는 단순히 주식회사의 일종으로 다루지 말고 독립적인 규칙의 적용을 받는 특수한 경제적 실체로 취급해야 하는 것이다.

특히 투자회사 이사회에는 경영판단 기능 제고나 임직원 감독 강화와 같은 임무가 존재하지 않으므로 감독이사를 통한 자산운용사에 대한 감독 강화에 그 업무의 초점을 맞추어야 한다. 일반 주식회사와 구별되는 투자회사의 특성 때문에 투자회사에 있어서는 주주의 의결권이나 이사회 내 독립이사 비중 요건 등을 철폐하고 매 펀드를 단순히 한 금융상품으로 보아 그에 적합한 규제를 행해야 한다는 학술적 의견도 있다(Phillips).

투자회사에 일반 주식회사 기업지배구조 장치들이 본격적으로 도입되고 중요성을 인정받기 시작한 것은 1940년 무렵 미국에서 폐쇄형 뮤추얼펀드의 비중이 늘어나면서부터이다. 개방형 펀드의 투자자들은 환매를 통해 펀드 지배구조에 영향력을 행사할 수 있고 지배구조 상의 문제로부터 자신들을 보호할 수 있는 반면 폐쇄형 펀드 투자자는 그런 옵션을 누릴 수 없기 때문이다.

투자회사는 증권거래소에 상장될 수 있다(유가증권시장 상장규정 제101조 이하). 2019년 11월 현재 국내 투자회사는 모두 99개이며 상장 투자회사는 모두 6개이다. 개방형과 달리 폐쇄형으로 투자회사를 구성하는 경우 주주의 출자회수가 불가능 하기 때

문에 상장으로 유동성을 높이기 위함이다. 따라서 투자회사가 상장되어 있다는 이유만으로 일반 상장주식회사에 적용되는 지배구조 관련 모든 이념과 원칙들이 투자회사에 적용되는 것은 적절치 않다.

### 3. 개방형 투자회사

2013년 기준으로 미국의 투자회사들은 총액 17조 달러가 넘는 자산을 보유하고 있는데 그 중 약 15조 달러가 개방형 투자회사(뮤추얼 펀드) 보유 자산이었다. 따라서 기업지배구조 문제가 상대적으로 침해한 폐쇄형 투자회사의 비중은 매우 낮으며 개방형 투자회사들은 주주들의 환매권 행사로 기업지배구조 문제가 거의 다 해결되기 때문에 전체적으로 투자회사의 지배구조 문제는 그다지 큰 이슈가 되지 못한다.

그러나 투자회사의 지배구조를 일반 주식회사 지배구조와 가장 크게 구별 짓는 것이 개방형 투자회사이다. 개방형 투자회사의 경우 주주들은 언제든지 출자를 회수할 수 있는데 이는 주주의 출자회수가 금지라는 주식회사의 근본 원리와 가장 상충되는 투자회사의 특징이다. 주주가 출자회수권을 행사하는 경우 펀드의 NAV에 기초해서 산정된 비례적 가치를 환수하게 되며 이는 일반 주식회사의 주주가 주식매수청구권을 행사하는 경우 환수할 수 있는 회사의 공정가치를 반영한 가격에 상응한다.

개방형 투자회사 주주의 출자회수권은 금융 측면에서의 권리일 뿐 아니라 기업지배구조에 영향력을 행사하는 권리이며 따라서 자산운용사 통제에 지대한 영향을 미친다. 주주는 투자수익이 기대에 미치지 못할 때 출자회수권을 행사할 수 있고 주주의 출자회수는 회사 자산 규모를 축소시키기 때문에 자산운용사의 보수와 직결되어 있다.

일반 주식회사에서는 주주의 투자회수권이 인정되지 않기 때문에 주주가 경영진을 직접 견제하기가 쉽지 않으며 소유가 분산된 회사일수록 이른바 ‘집단행동의 문제’가 발생한다. 주식회사의 이사회는 이 문제를 해결하기 위한 기구들 중 하나이다. 그러나 개방형 투자회사의 주주들은 이사회와는 관계없이 출자회수권을 행사함으로써 펀드를 경영하는 자산운용사를 직접 견제할 수 있고 운용의 결과에 대해 직접 책임을 물을 수 있으며 그렇게 함에 있어서 다른 주주들과 연합할 필요없이 개별적, 독립적으로 행동할 수 있다. 여기에는 주주총회나 위임장 대결, 공개매수가 필요치 않다. 권리의 행사는 매우 간편하게 이루어진다.

일반 주식회사의 경우에도 상장회사의 주주들은 시장에서 주식을 매도함으로써 경영진에 대한 부정적인 평가를 표출할 수 있으나 주식의 매도는 회사 자산을 감소시키지 않을 뿐 아니라 매도가 대규모로 행해지지 않는다면 주가에도 큰 영향을 미치지 않기 때문에 경영진을 견제하는 기능은 미약하다. 바로 이 가능성 때문에 자산운용사는 자신

의 이익과 투자자들의 이익을 일치시키기 위해 노력하게 되며(일반 주식회사에 있어서 충실의무 이행), 최선의 투자수익을 실현하기 위해 애쓰게 된다(일반 주식회사에 있어서 주의의무 이행). 따라서 최소한 개방형 투자회사의 경우에는 기업지배구조 개선을 위한 제도적, 실무적 노력의 필요가 현저히 줄어들게 된다.

### Ⅲ. 투자회사 이사회의 기능과 권한

#### 1. 투자회사 이사회의 지위

투자회사는 계약형 투자신탁과는 달리 투자자인 주주들이 펀드 운영의 중요한 사항에 직접 관여할 수 있는 회사형의 지배구조를 갖추고 있다. 자본시장과 금융투자업에 관한 법률(‘자본시장법’) 하에서 투자자들은 필요한 경우 주주총회 결의로 자산운용회사를 교체할 수 있으며 펀드를 임의로 해산함으로써 투자자본을 회수할 수도 있다(제195조 제1항). 따라서 투자자 보호를 위해서는 투자회사가 계약형 투자신탁보다 한 단계 더 진전된 형태라고 할 것이다.

그러나 이는 원칙론에 불과한 경우가 많을 것이다. 투자회사에는 일반 주식회사의 지배구조가 가지는 문제들과 동일한 성질의 문제들이 상당한 비중으로 내포되어 있는 동시에, 투자회사는 실질적으로는 자산운용회사에 의해 지배된다는 측면에서 일반 주식회사의 지배구조에서와는 다른 차원의 여러 가지 문제들이 발생할 수 있다. 미국에서도 투자회사 이사회가 펀드를 설립한 자산운용사를 교체하는 것은 극히 드문 사건이라고 보고되어 있다. Navalier Fund (1997)와 Yacktman Funds (1998) 이사회가 각각 자산운용사 교체를 결의한 사례가 있으나 공히 주주총회의 승인을 받지 못하여 무산되었다. 투자회사 이사회의 자산운용사 교체가 드문 이유는 이사회가 자산운용사와 불편한 관계가 되는 경우 통상 대화나 구체적인 정책 변경 요청을 통해 문제를 해결하기 때문이며 필요한 경우에는 운용보수 재협상, 타 펀드와의 합병 제안을 도구로 사용한다(Khorana et al.).

투자회사는 그를 설립하고 운용하는 자산운용회사의 사실상 지배를 받게 된다. 감독 이사를 포함한 투자회사의 이사회도 사실상 자산운용회사가 물색하는 인물들로 구성되며 주주총회도 자산운용회사가 주주들의 위임장을 받아 운영하는 것이 보통이다. 이 때문에 투자회사 이사들의 독립성에는 원천적 한계가 있으며 오히려 자산운용회사에 대한 법령상의 규제나 충실의무를 통한 통제가 더 큰 중요성을 갖게 된다.

## 2. 투자회사 이사회의 기능과 책임

투자회사 이사는 일반 주식회사 이사와 마찬가지로 주주총회에서 선임되고 충실의무 등을 부담하는 점에서 주식회사 이사와 동일한 지위를 가지는 것처럼 보인다. 그러나 실제로는 기능과 책임 측면에서 많은 차이가 있다.

주식회사의 이사는 회사의 경영에 관한 최종적인 결정 권한을 보유한다. 특히 대형 주식회사의 소유는 분산되기 마련이므로 주주들이 경영상의 결정을 내릴 수가 없고 그에 따라 이사들로 구성된 이사회가 발달하게 된 것이다.

투자회사의 이사회는 자산운용사의 이사회가 아니다. 자산운용사의 인력 채용, 재배치, 보수 결정 등은 투자회사의 이사회가 관여할 사안이 아니며 자산운용사의 업무이다. 반면 투자회사는 사업상의 결정을 내리는 주체가 자산운용사이기 때문에 투자회사 이사회의 기능과 책임이 주식회사의 이사회의 기능과 책임에 비해 좁게 설정되어 있다. 투자회사 이사회의 기능은 법정되어 있는 사안에 국한된다.

투자회사는 상근 임직원들도 두지 않고 일상적인 기업경영에 비교될만한 업무도 없으므로 투자회사의 이사회는 투자회사가 계약을 체결하고 있는 외부의 제3자와 투자회사 사이에 발생할 수 있는 이해상충을 감독하는 것이 기능의 거의 전부이다. 자산운용사와 투자회사의 관계는 대부분 법률로 규정되어 있어서 이사회가 그에 관한 판단을 내릴 필요가 원천적으로 축소되어 있다. 특히 투자회사가 일반 주식회사였다면 가장 중요하게 다루어져야 할 투자 결정에 대한 권한이 투자회사 이사회에 부여되어 있지 않다. 투자자들은 펀드의 이사진을 보고 투자결정을 하는 것이 아니라 펀드의 자산운용사를 보고 투자결정을 한 것이기 때문이다.

만일 투자회사의 이사회가 일반 주식회사 이사회와 같은 기능을 부여받고 같은 법률적 의무를 부담한다면 투자회사의 자본구조에 관한 결정이 지나치게 보수화될 위험이 있다. 예컨대 이사회는 투자등급 증권으로 포트폴리오를 구성하는 경우 레버리지를 높이지 않을 가능성이 높다.

기업지배구조연구 분야에는 기업지배구조 전반이나 이사회의 개선을 통해 기업가치가 실제로 증가하였다는 것을 보이는 무수히 많은 실증연구가 있고 자본시장 참가자들을 대상으로 한 조사보고서도 다수 존재한다. 그러나 투자회사의 이사회가 가지는 특성 때문에 투자회사 이사회의 구성이나 운영실무 등을 개선해서 투자회사의 가치가 증가했다는 실증연구나 보고는 거의 찾을 수 없다. 연구자들이 문제의식 자체를 크게 가지지 않고 있는 데서 그 이유를 찾을 수 있을 것이다.

### 3. 투자회사 이사회의 구성

투자회사 이사회는 회사를 대표하고 업무를 집행하는 법인이사와 법인이사의 업무집행을 감독하는 감독이사로 구성된다(자본시장법 제197조 제1항, 제198조 제1항, 제199조 제1항, 정관 제31조 제1항). 법인이사는 1인으로 하고 감독이사는 2인 이상으로 한다(동법 제197조 제2항).

자본시장법은 투자회사 감독이사의 독립성을 보장하기 위해 법인이사의 특수관계인 또는 투자회사의 대주주 등은 감독이사가 될 수 없도록 한다(제199조 제4항). 그러나 자본시장법의 투자회사 이사회제도는 투자회사 이사회가 투자전략의 수립과 집행을 포함한 경영판단을 내리지 않는 점에 비추어 볼 때 문제가 있는 제도이다. 현행 자본시장법의 투자회사 이사회 구성은 투자회사의 특성을 고려하지 않고 일반 주식회사 이사회의 구성원리를 그대로 채용한 것이다. 자본시장법은 투자회사 이사의 기능과 책임에 관해 상법과 다른 제도를 도입했음에도 불구하고 이사회의 구성에 있어서는 특별한 고려를 하지 않았다.

### 4. 미국의 경우

미국에서는 ICA가 제정될 당시 SEC의 법안이 투자회사 이사회에서 감독이사를 다수로 할 것을 정했으나 의회는 자산운용사와 특수관계에 있는 이사가 60%까지 선임될 수 있도록 하였다(동법 § 80a-10a). 의회는 감독이사가 다수인 투자회사 이사회가 자산운용사의 투자 결정 등에 개입하는 것이 현명하지 못하다고 보았다. 자산운용사와 특수관계가 있는 이사를 다수로 함으로써 그런 우려를 불식시킬 수 있었다.

투자회사의 경우 주주가 자산운용사를 신뢰하여 투자를 결정했는데 감독이사가 자산운용사의 결정을 되돌리는 결의를 한다면 결과적으로 주주로부터 자산운용사 결정권을 박탈하는 셈이 된다. 이는 투자회사의 본질에 반한다. 주주가 자산운용사 A를 선택했다면 A가 투자회사의 투자 결정을 내릴 권한을 가져야 한다. 와튼스쿨이 1962년에 내놓았던 한 보고서(Study of Mutual Funds: Wharton Report)도 동일한 의견을 내고 있다. 동 보고서에 따르면 조사 대상 투자회사의 18%만이 이사회에 신규 투자에 대한 결정권을 주고 있었다. 이들 중 자산 규모가 3억 달러를 넘는 투자회사는 없었다.

투자회사 이사회와 일반 주식회사 이사회가 근본적으로 다른 기능을 수행한다는 것은 투자회사 이사회의 구성에서도 잘 드러난다. 미국에서 투자회사의 감독이사들은 동일한 자산운용사 내지 계열 관계에 있는 자산운용사가 운용하는 복수의 투자회사에 이사로 취임하는 것이 보통이다. 일반 주식회사의 사외이사들은 통상 1-2개의 이사회에

이사직을 보유하고 있으나 투자회사의 감독이사들은 20, 50, 나아가 100개 이상의 이사회에 중복 취임하고 있다.

일반 주식회사들은 자체적으로도 회사 이사들의 타 기업 이사겸직을 제한하고 있다. 2013년의 한 서베이에 따르면 S&P 500 기업들의 경우 60%가 그러한 겸직 제한 정책을 채택하고 있다. 그 중 5%가 자사 포함 3개로 제한하고 있고 73%가 3~4개, 21%가 5개, 1%가 6개로 제한하고 있다.

그러나 Investment Company Institute (ICI)의 한 연구에 따르면 동일한 자산운용사가 운용하는 펀드그룹의 78%가 모든 펀드에서 동일한 인물이 동시에 감독이사로 취임하고 있다. 이는 투자회사 이사회의 기능을 일반 주식회사 이사회의 기능과 동일하게 설정한다면 있을 수 없는 일이다. ICI 보고서는 투자회사 이사회가 개별 투자회사 단위로 구성되는 것 보다는 (i) 동일한 자산운용회사가 운용하는 모든 투자회사 그룹별로 일괄 구성되거나, (ii) 펀드 클러스터(주식, 회사채) 별로 구성되는 것이 효율성 면에서 더 바람직하다고 한다.

한 연구는 투자회사 이사회의 규모가 작을수록, 감독이사의 비중이 클수록 펀드 운용 비용이 하락한다고 보고한다(Del Guercio et al.). 또 다른 연구는 감독이사의 비중이 높을수록 펀드의 운용비용이 하락하지만 그 때문에 펀드의 프리미엄이 증가하지는 않는다고 보고한다(Kryzanowski & Mohebshahedin). 다수의 연구가 투자회사 이사회의 규모가 클수록 효율성은 하락한다고 보고하고 있다(Khorana et al.).

## 5. 투자회사 이사회의 지배구조 관련 권한 행사

일반 주식회사에서와는 달리 투자회사에서는 이사회 결의로 회사의 정관을 변경할 수 있다. 다만, 자산운용회사나 신탁회사 등의 변경이나 그 보수의 인상, 투자회사의 해산 등에 관한 사항을 규율하는 정관 규정을 변경하고자 할 때는 주주총회의 결의를 거쳐야 한다(제195조 제1항, 정관 제26조). 투자회사 주주총회의 결의는 출석한 주주의 의결권의 과반수와 발행주식총수의 1/4 이상의 수로 한다(제201조 제1항, 제2항, 정관 제22조 제2항).

투자회사는 해산결의도 주주총회에서의 과반수 결의로 행해질 수 있는데(제202조 제1항 제2호) 이는 펀드의 지속가능한 상품성과 배치되는 규정으로 볼 수 있다. 투자회사는 금융상품이며 금융상품은 계약당사자들 간의 합의에 그 기초를 두어 작성되고 운용된다. 투자자 과반수의 동의로 금융상품이 중도해지될 수 있다는 것은 이례적이다.

## 6. 운용보수 관련 이사회 책임

ICA는 초기 2년이 경과한 후 자산운용사의 운용보수계약이 매년 갱신되도록 규정한다(Section 15). 운용보수계약은 이사회 승인을 받거나 주주총회 승인을 받도록 하는데 통상 이사회 승인으로 갱신이 이루어진다. 이사회 승인에는 감독이사 과반수의 동의를 필요하며 반드시 물리적 형태의 회의가 소집되어야 한다.

과도한 운용보수가 지불되는 것을 방지하기 위해 ICA는(Section 36(b)) 자산운용사(이사회가 아님)에게 충실의무를 부과하고 있다. 미국 연방대법원 판례(Jones v. Harris Associates L.P., 130 S.Ct. 1418 (2010))는 자산운용사가 그러한 충실의무에 위배하여 과도한 보수를 지급받았는지를 판단하는 기준으로 자산운용사가 투자회사에 제공한 서비스에 비해 균형이 맞지 않는 액수가 책정되었는지, 특수관계인간의 거래가 아니었다면 그러한 계약이 체결되지 못하였을 것인지 등을 들고 있다.

운용보수의 적정성을 판단함에 있어서 투자회사의 이사회가 고려해야 할 가장 중요한 요소들은 자산운용 서비스의 성격과 품질, 운용실적과 수익성, 자산운용사가 다른 펀드로부터 수령하는 보수 등이다. 이사회 운용보수 적정성 판단에는 구체적인 운용보수의 액수까지 포함되지는 않는 것으로 본다. 운용보수의 액수는 자산운용사와 투자자들간 계약의 핵심적인 부분이므로 이사회가 그 실질에 개입하는 것은 투자회사 제도와 투자자들의 기대에 부합하지 않는다고 보아야 한다.

감독이사가 다수인 투자회사 이사회 권한은 위와 같은 제반 요소들이 잘 고려된 운용보수의 승인에 있어서 그 도출 절차가 이해상충의 여지없는 공정한 형태를 갖추고 있고 실제로 잘 작동하였는지를 점검하고 필요시 그 개선을 요구하는 범위에서 설정되어야 할 것이다.

## IV. 투자회사 감독이사의 지위와 임무

### 1. 감독이사의 기능과 의무

투자회사의 감독이사는 법인이사의 업무집행을 감독하며 투자회사의 업무 및 재산상황을 파악하기 위하여 필요한 경우에는 법인이사와 그 투자회사 재산을 보관하는 신탁업자 등에 대하여 그 투자회사와 관련된 업무 및 재산상황에 관한 보고를 요구할 수 있다(자본시장법 제199조 제1항). 감독이사는 그 직무를 수행함에 있어서 필요하다고

인정되는 경우에는 회계감사인에 대해 회계감사에 대한 보고를 요구할 수 있다(동법 제 199조 제2항).

미국 연방대법원 판례에 의하면(Burks v. Lasker, 441 U.S. 471, 484-485 [1979]) 투자회사의 감독이사는 투자회사 주주들의 이익을 보호하는 일차적 책임을 지며 투자회사의 적정한 운영을 독립적으로 감시하는 역할(‘independent watchdogs’)을 수행한다. 감독이사의 임무는 자산운용사와 투자회사 간의 관계를 감독하는 것이다. 자산운용사는 운용보수의 변경, 펀드매니저 평가, 펀드관리의 효율성, 마케팅의 효율성 등에 관해 감독이사들의 견해를 참고한다.

일반 주식회사의 사외이사는 경영감독의 임무도 지지만 사내이사들과 함께 효율적인 경영판단을 내리는 임무도 부담한다. 따라서 다양한 지식과 경험을 보유한 다수의 사외이사로 이사회를 구성할 유인이 존재한다. 그러나 투자회사의 감독이사는 일반 주식회사의 사외이사보다 업무의 범위가 좁기 때문에 다수의 감독이사를 둘 필요는 없다고 본다. 다만 1인으로 하거나 2인으로 하는 경우 각각 문제가 있으므로 위원회 구성의 최소 수인 3인으로 하면 적정할 것으로 보이고 그 이상은 낭비가 되거나 비효율의 원인이 될 가능성이 높다.

감독이사를 포함한 투자회사 이사의 임기에 대해서는 자본시장법이 별도의 규정을 두지 않고 있으므로 상법 규정에 따라 투자회사가 임기를 결정한다. 미국에서는 ICA가 규정을 두고 있지 않으나 일부 투자회사들이 이사의 재직 연수를 예컨대 15년 등으로 특정하고 있다(ABA).

감독이사의 연임을 제한할 필요가 있는지는 투자회사별로 결정될 사안이나 일반 주식회사의 지배구조 실무가 사외이사 장기 재임으로 인한 폐해를 방지하기 위해 임기 합산 6년 상한, 3연임 제한으로 발달되고 있다는 점을 참고하면 될 것이다. 그러나 투자회사의 특성상 여기서도 일반 주식회사의 지배구조 실무에 지나치게 정합시키려 할 이유는 없다. 금융회사의 지배구조에 관한 법률은 ‘해당 금융회사에서 6년 이상 사외이사로 재직하였거나 해당 금융회사 또는 그 계열회사에서 사외이사로 재직한 기간을 합산하여 9년 이상인 사람’을 사외이사로 선임할 수 없도록 하고 있다(제6조 제1항 제7호).

투자회사 감독이사의 연령에 관한 자료는 발견되지 않으나 일반 주식회사의 경우 미국에서는 많은 회사들이 사외이사의 연령 상한을 70세로 정하고 있다고 한다. 디즈니에서는 특정 사외이사를 이사회에서 배제하기 위해 연령 상한을 72세로 한 결과 분쟁이 발생하고 결국 CEO가 축출되기도 했다. ICA도 투자회사 이사의 연령제한에 관한 규정을 두고 있지 않다. 그러나 ICI의 베스트 프랙티스는 투자회사 이사의 연령 상한에 관한 실무를 권고하고 있다. 다수의 투자회사들이 72-75세로 연령 상한을 정하고 있으며 특

별한 전문성을 보유하거나 회사에 특별히 기여한 이사에 대해 예외를 인정하도록 한다. 일부 투자회사는 이사의 연령제한은 적절치 않다고 결정하였다(ABA).

## 2. 미국 투자회사의 감독이사제도

2000년대 초에 본격적으로 시작된 기업지배구조 개선 열풍은 당연히 투자회사 지배구조에도 영향을 미쳤다. 투자회사를 특별히 염두에 둔 것은 아니었지만 투자회사가 주식회사이기 때문에 지배구조 개혁 조치는 자동적으로 투자회사에도 적용되도록 되었다. 기업지배구조 개혁에서는 사외이사제도가 핵심적인 위치를 차지했기 때문에 투자회사의 독립이사제도가 관심의 초점이 되었다.

ICA에 따라 투자회사의 이사가 60%까지 자산운용사의 특수관계인일 수 있었는데 1992년에 SEC는 최초로 투자회사 이사회에 과반수가 감독이사여야 한다고 제안한 바 있다. 이 제안은 ICA의 명문 규정 때문에 법규화 될 수 없어서 2001년까지 묵혀져 있었는데 SEC가 규칙 집행권을 활용한 우회적인 방법으로 도입하였다. 펀드업계는 이에 저항하지 않았을뿐 아니라 환영하기까지 하였다. 당시 업계에서는 베스트 프랙티스로 감독이사가 다수인 이사회가 이미 정착되어 있었기 때문이다.

SEC가 제도를 개혁하면서 내세운 이유들 중 하나는 자산운용사가 투자회사의 주주들이 아닌 자산운용사 자체 주주들의 이익을 우선시할 위험성이 있다는 것이었다. 그러나 이에 대해서는 자산운용사의 우선적인 충실의무는 고객인 투자회사의 주주들에게 있기 때문에 타당한 이유가 될 수 없다는 비판이 있다. 자산운용사가 주식회사라 할지라도 자산운용사의 충실의무는 자신의 주주들이 아니라 투자회사의 고객인 투자회사 주주들에게 우선적으로 적용된다. 나아가 자산운용사의 주주들에게는 자산운용사가 고객에 대한 의무를 저버림으로써 발생시킨, 즉 위법한 방법으로 시현한 수익에 대한 권리가 없다. 이 원칙은 펀드뿐 아니라 모든 금융기관들에게 적용된다. 어떤 금융기관도 자신의 주주들을 위해 고객의 이익을 저버릴 수 없다.

SEC는 한 걸음 더 나아가 2004년에 최소 75%의 이사가 독립이사가 되게 하는 규칙을 제정하였다. 이에 대해서는 2인의 위원이 반대의견을 제시하였다. 투자회사에 충실의무를 지고 있는 자산운용사의 이익과 투자회사 주주들의 이익이 상호 배치될 수 없는 것과 새로운 요건은 불필요한 비용을 발생시키고 독립이사 다수요건이 부과되지 3년밖에 경과되지 않은 시점에서 새로운 또 다른 개혁을 추진하는 것은 3년 전 개혁을 평가할 기회도 없이 성급한 조치라는 것이 이유였다.

미국상공회의소는 새 규칙을 제정한 SEC를 법원에 제소했고 법원은 SEC가 비용-편익분석을 수행하지 않았다는 이유로 3:2로 원고 승소를 결정하였다(Chamber of

Commerce of the U.S. v. SEC, 412 F.3d 133 (D.C.Cir. 2005)).

이에 대해 SEC는 투자회사들이 새 감독이사를 선임하지 않고 기존 이사 수를 줄이는 방법으로 비용을 낮출 수 있으며 따라서 편익이 더 크다고 주장하였다. 그러나 이 주장은 감독이사의 수를 늘리지 않는 것이기 때문에 감독이사를 통해 이사회 독립성을 제고한다는 SEC의 주장과 자체 모순되는 결과를 낳는다. 법원은 SEC의 새 규칙을 규정 제정 절차 상의 하자를 이유로 무효화하였다(Chamber of Commerce of the U.S. v. SEC, 443 F.3d 890 (D.C.Cir. 2006)).

ICI에 의하면 현재 미국 투자회사의 90% 정도에서 감독이사가 75%의 비중을 차지하고 있다. 이들 중 97%가 자신이 소속되어 있는 투자회사 그룹에서 이사 경력이 없다. 따라서 감독이사의 비중에 관한 논의는 실익을 상실하였다.

### 3. 감독이사의 펀드 운용보수 감독

감독이사의 가장 중요한 임무는 운용보수의 적정성을 담보하는 것이다. 따라서 감독이사의 존재와 역할은 특히 운용보수의 공정성을 판단함에 있어서 법원이 직접 개입할 필요를 낮추어 주는 효과가 있다.

그러나 IDC (Independent Directors Council)는 감독이사가 반드시 최저 운용보수를 달성하기 위해 자산운용사와 협상을 할 의무를 부담하지는 않는다고 지적한다. SEC와 법원 판례에 의하면 감독이사는 보수 결정에 적용되는 제반 요소를 감안하여 균형있는 입장을 취해야 하는데 여기에는 운용의 성격, 범위, 용역의 수준 등이 포함된다. 주주들에게 가장 중요한 높은 운용실적의 달성은 최저 보수가 아닌 경쟁력 있고 타당한 수준의 보수를 전제로 한다. 물론 감독이사들은 보수의 약정 프로세스에서 보수를 절감하기 위한 합리적인 노력을 기울여야 할 것이다. IDC는 주주들이 자산운용사의 능력을 높이 평가하여 투자를 결정한 것이기 때문에 감독이사들이 자산운용사를 교체하는 것은 최후의 수단이며 극히 예외적인 경우(예컨대 사기행위가 발견된 경우)에만 고려할 수 있는 것임을 강조한다.

### 4. 감독이사와 사외이사

감독이사가 수행하는 기능과 부담하는 의무는 일반 주식회사의 사외이사가 수행하는 기능과 부담하는 의무와 비교할 때 매우 유사한 외관을 갖추고 있으나 실제로는 상당히 다른 내용임을 알 수 있다. 일반 주식회사의 사외이사는 (i) 사내이사들과 함께 회사의 사업에 관련된 경영판단을 내리는 임무를 수행하며, (ii) 회사 경영진과 임직원의 직무

수행을 감독하고, (iii) 고위 경영자의 위법한 내부거래를 감시하는 임무 등을 수행한다.

특히 (i)과 관련하여 오해가 많이 발생한다. 사외이사는 (ii), (iii)의 역할만 한다는 잘못된 인식이 퍼져있다. 사외이사제도를 이사회와 주주간 권한 배분의 차원에서 경영진을 견제하는 장치로만 보는 것은 적절하지 않다. 사외이사의 임무는 경영진을 감시감독하는 것 외에도 각자의 역량을 활용하여 경영진을 지원하는 것이기도 하기 때문이다. 실제로 미국 회사의 사외이사들 중에는 다른 회사나 금융기관의 최고경영자, 전직 정치인, 관료 등이 많고 이들은 경영진을 지원할 뿐 아니라 전문적인 지식과 경험으로 이사회 결정을 최적의 내용으로 내려지게 하는 데 도움을 준다. 즉, 역량 있는 사외이사는 경영진과 이사회 권한이 실질적으로 행사되는 데 도움을 주는 것이다.

투자회사의 감독이사는 경영판단에는 전혀 관여하지 않으며 법인이사의 업무 감독과 관련한 좁은 범위의 임무를 수행할 뿐이다. 자본시장법이 미국의 ICA가 사용하고 있는 독립이사(independent director)라는 용어를 쓰지 않고 감독이사라는 용어를 채택한 것도 이와 같은 이유에서 일 것이다. 따라서 일반 주식회사의 사외이사에 관련된 모든 제도를 당연히 투자회사의 감독이사에 적용하는 것은 타당하지 않다. 자본시장법이 감독이사가 아닌 투자회사의 이사로 자연인 이사가 아닌 법인이사를 두고 있는 점도 투자회사를 일반 주식회사와 전혀 다른 출발점에서 이해한다는 증거이다.

## 5. 감독이사후보추천위원회

감독이사 후보는 감독이사들이 추천하는 것이 바람직하다는 견지에서 미국에서는 투자회사의 감독이사들로만 구성된 감독이사후보추천위원회가 널리 활용되고 있다. 블랙록도 운용 투자회사들에 적용되는 지배구조 및 감독이사추천위원회(Joint Governance and Nominating Committee) 규정을 두고 있다. 신규 감독이사는 자산운용사가 아닌 감독이사들이 추천하여 선임되고 있다. 물론 자산운용사는 감독이사를 해임할 수 없고 감독이사의 보수도 자산운용사가 아닌 감독이사들이 책정한다.

감독이사 후보를 감독이사들이 추천하기는 하지만 감독이사들은 후보 발굴에 있어서 시간과 지원이 필요하기 때문에 자산운용사를 통한 헤드헌팅회사의 도움을 받는 것이 보통이다. 이 과정에서 자산운용사의 의견이 반영될 수 있고 이 부분은 일반 주식회사 사외이사 후보의 발굴에서와 같이 회색지대로 남아 있다. 관련된 당사자들의 윤리적 판단에 의존할 수 밖에 없는 실정이다.

자산운용사는 감독이사 후보의 발굴에 있어서 공식적으로 위원회를 지원할 수 있다. 자산운용사는 특히 특정 후보의 전문성을 더 잘 평가할 수 있고 타 투자회사(경쟁회사)와의 관계를 파악할 수 있는 위치에 있다(ABA). 물론 자산운용사가 후보 선정과정 자체에

개입해서 이사회에 독립적 판단에 장애가 되어서는 안된다. 그러나 이 또한 일반 주식회사의 사외이사후보추천위원회 발달과 궤를 같이 하는 것이다. 따라서 투자회사의 특성상 여기서도 일반 주식회사의 지배구조 실무에 지나치게 정합시키려 할 이유는 없다.

## V. 투자회사 주주의 권리

투자회사의 주주들은 (주식의 증권거래소에 상장 여부와는 무관하게) 자본시장법 규정에 의해 금융회사 주주에게 인정되는 소수주주권을 행사할 수 있는데(제205조), 주주 대표소송의 경우 상법은 발행주식총수의 100분의 1(상장회사는 1만분의 1) 보유를 그 요건으로 하고 있으나 투자회사의 경우에는 1만분의 1을 보유한 주주로 그 요건을 완화하고 있다.

주식회사의 주주들에게 인정되는 주주제안권을 포함한 소수주주권이 투자회사 주주들에게도 그대로 인정되어야 하는지는 검토해 볼 필요가 있다. 투자회사의 주주총회 개최와 주주들의 의결권 행사는 그에 소요되는 비용에 비해 편익이 결여되어 있다고 여겨진다. 주주총회 비용은 자산운용사가 아니라 투자회사가 부담하며 따라서 결국 주주들의 부담이다. 그러나 투자회사에 있어서 주주들에게 가장 중요한 관심사인 펀드 운용에 관한 사안은 주주총회에서 다루어지지 않는다.

와튼 보고서도 투자회사 주주들의 의결권 행사가 자산운용사, 주관사, 증권사들 간의 관계를 효율적으로 규율하는 데 한계가 있다는 결론을 내린 바 있다. 동 보고서는 비효율성의 원인이 주로 주주들의 환매권 행사 가능성에 있다고 분석하고 있음. 이는 투자회사 주주들이 지배구조에 대한 관심에서 얻을 수 있는 이익이 저조하다는 전반적인 인식과도 관련이 있다.

주주들의 의결권 행사가 투자회사 운용에 큰 영향을 미쳤다는 사례가 보고된 바 없다. 주주들이 이사 후보를 추천하거나 임기 중인 이사의 해임을 요구하는 사례도 찾아보기 어렵다. 자산운용계약의 체결이나 투자정책의 변경, 회계법인의 선임 등과 같은 사안에서도 주주들의 반대로 결과가 달라진 사례가 없다고 한다.

소수주주의 권리를 강화하는 지배구조상의 여러 개혁 조치는 투자회사에 자동적으로 적용되었고 SEC는 투자회사가 예외에 대한 입증책임을 진다는 태도를 취하는데 이에 대해 ICI가 다음과 같은 의견을 제출한 적이 있다:

미국에서 뮤추얼 펀드는 운용사에 따라 하나의 패밀리를 구성하는 형태로 조성되고

운용된다. 대다수의 펀드 이사회는 따라서 동일한 이사들로 구성되고 있다. 이 상황에서 주주들에게 이사선임을 위한 주주제안을 허용한다면 펀드마다 이사회 구성이 달라질 수 있다. 그러나 펀드 패밀리 이사회는 동일하거나 유사한 사안을 다루는 것이 보통이기 때문에 다양한 이사회 구성은 막대한 비용을 발생시키게 된다. 유사한 사안이라면 컴플라이언스 평가, 펀드 자산의 관리 등임. 수개의 이사회가 동시에 개최되어 처리되는 것이 보통인데 이사회 구성이 달라지면 그것이 여의치 않게 될 것이다. 나아가, 이사들이 복수의 이사회에 동시에 존재할수록 운용사에 대한 영향력이 증가한다. 가장 중요한 점은 펀드의 주주들이 운용사를 선택했다는 사실이다. 주주들이 직접 투자목적, 리스크, 운용보수 등을 아는 상태에서 결정을 내린 것이기 때문에 그러한 문제에 관한 이사회의 역할은 그다지 크지 않다.

그러나 SEC는 결국 주식회사에 3년간 3% 보유를 요건으로 한 소수주주의 이사선임 주주제안권을 도입하는 규칙을 2010년에 제정하였다. 여기에는 투자회사도 적용대상이다. 법원은 SEC의 규칙제정이 절차적 하자가 있다는 이유에서 무효로 선언하였다 (Business Roundtable v. SEC, 647 F.3d 1144 [D.C.Cir. 2011]). 특히 법원은 SEC의 새로운 규칙이 투자회사에게 적용되는 것은 매우 적절치 않다고 강조하였다. 법원은 펀드에 이러한 획기적인 개혁이 필요한 이유가 잘 설명되지 않았으며 패밀리 펀드 이사회에 부정적인 영향을 미친다는 것을 지적하였다. 또 법원은 펀드의 주주들이 이미 충분히 강력한 의결권을 가지고 있기 때문에 추가적인 규칙은 불필요하다고 보았다.

## VI. 요약 및 결론

뮤추얼펀드는 고령사회에서 안정적인 간접투자상품의 대표적인 금융상품이고 서구에서는 자본시장에서 가장 비중이 큰 기관투자자이기도 하다. 국내에서도 관련 산업의 성장을 위한 정책적 육성이 필요하다.

투자회사 지배구조에 대한 규제는 필요하다. 그러나 투자회사가 주식회사의 형태를 갖추고 있다는 이유만으로 주식회사 지배구조 일반에 적용되는 모든 규칙을 적용하는 것은 타당하지 않으며 자본시장법도 그와 같은 전체하에 여러 특별 규정을 두고 있다. 해외 학계에서는 투자회사를 일반 주식회사와 기업지배구조 차원에서 같이 취급하는 현 체제에 대해 비판적인 시각이 다수이다. 투자회사도 기업지배구조 개선의 현 조류에 부응해야 한다는 의견은 찾아볼 수 없다.

기업지배구조 개혁은 우리나라 경제와 기업의 발전에 필수적이다. 그러나 재벌규제 차원에서 진행되고 있는 기업지배구조 개혁을 그 원인을 전혀 제공한 바 없는 투자회사 들에도 같이 적용하는 것은 특별한 이유 없이 규제비용만 높이고 자본시장의 건강한 생태계를 왜곡하는 결과를 초래하게 된다. 투자회사의 이사회는 일반 주식회사 이사회와 그 기능을 달리한다. 투자회사 이사회는 경영판단을 내리지 않으며 감시감독할 임직원이 없으므로 경영감독의무도 부담하지 않는다. 펀드 운용에 관한 모든 사안은 자산운용사가 결정한다. 투자회사 이사회의 구성을 주식회사 일반의 구성원리에 따라 하는 것은 적절치 않다.

투자회사의 감독이사와 주식회사의 사외이사는 표면적으로는 동일한 기능을 수행하는 것으로 보이지만 이는 착시현상이며 법령상의 기능과 의무를 상세히 살펴보면 상이한 기능을 수행한다는 것을 잘 알 수 있다. 사외이사 관련한 지배구조 제도를 투자회사에 그대로 적용하는 것은 타당하지 못하다. 투자회사의 감독이사는 운용보수를 포함하여 투자회사와 제3자들간에 발생할 수 있는 이해상충을 감독하는 기능을 수행할 뿐이다.

소수주주권 일반을 투자회사에 적용하는 것은 불필요 할 뿐 아니라 투자회사의 속성에 정합하지 않는 결과를 발생시킬 가능성이 높다. 소수주주의 지위를 강화하기 위한 집중투표제 도입은 투자회사에게는 원천적으로 부적합하다. 투자회사에는 주주행동주의의 대상이 될 수 있는 기능을 수행하는 이사회가 존재하지 않는다.

투자회사가 증권거래소에 상장하는 이유는 개방형과 달리 폐쇄형으로 구성하는 경우 주주의 출자회수가 불가능 하기 때문이다. 상장펀드이기 때문에 사회적 이미지가 중요하고 그 때문에 일반 주식회사 지배구조 개선에 투자회사 지배구조가 보조를 맞추어야 한다는 논리는 부적절하다. 이념적으로 중립적인 금융상품이 사회적 어젠다와 관련될 수 없기 때문이다.

## 〈참고문헌〉

### 국내문헌

- 김정연, 자본시장에서의 이익충돌에 관한 연구(경인문화사, 2017)  
 김화진, 기업지배구조(더벨, 2017)  
 \_\_\_\_\_, 자본시장법이론 제2판(박영사, 2016)  
 박삼철 외, 사모펀드 해설 전면개정판(지원출판사, 2017)  
 박삼철, 투자신탁해설(삼우사, 2001)  
 오성근, 투자신탁의 역사와 미국 투자회사법(법원사, 2014)

### 외국문헌

- American Bar Association (ABA), Fund Director's Guidebook 4th ed. (2015)  
 Birdthistle, William A., The Supreme Court's Theory of the Fund, 37 Journal of Corporation Law 771 (2012)  
 Dravis, Bruce F., The Role of Independent Directors in Corporate Governance 2nd ed. (American Bar Association, 2016)  
 Duan, Ying & Yawen Jiao, The Role of Mutual Funds in Corporate Governance: Evidence from Mutual Funds' Proxy Voting and Trading Behavior, 51 Journal of Financial and Quantitative Analysis 489 (2016)  
 Frankel, Tamar, Investment Management Regulation 4th ed. (Fathom, 2011)  
 Gremillion, Lee, Mutual Fund Industry Handbook (Wiley, 2005)  
 Del Guercio, Diane et al., Governance and Boards of Directors in Closed-End Investment Companies, 69 Journal of Financial Economics 111 (2003)  
 Kim, Samuel S., Mutual Funds: Solving the Shortcomings of the Independent Director Response to Advisory Self-Dealing through Use of the Undue Influence Standard, 98 Columbia Law Review 474 (1998)  
 Khorana, Ajay et al., Board Structure, Mergers, and Shareholder Wealth: A Study of the Mutual Fund Industry, 85 Journal of Financial Economics

571 (2007)

Krug, Anita K., Investment Company as Instrument: The Limitations of the Corporate Governance Regulatory Paradigm, 86 Southern California Law Review 263 (2013)

Kryzanowski, Lawrence & Mahmood Mohebshahedin, Board Governance, Monetary Interest, and Closed-End Fund Performance, 38 Journal of Corporate Finance 196 (2016)

Langevoort, Donald C., Private Litigation to Enforce Fiduciary Duties in Mutual Funds: Derivative Suits, Disinterested Directors and the Ideology of Investor Sovereignty, 83 Washington University Law Quarterly 1017 (2005)

Lee, Charles et al., Investor Sentiment and the Closed-End Fund Puzzle, 46 Journal of Finance 75 (1991)

Lybecker, Martin E., Enhanced Corporate Governance for Mutual Funds: A Flawed Concept That Deserves Serious Reconsideration, 83 Washington University Law Quarterly 1045 (2005)

Morley, John & Quinn Curtis, Taking Exit Rights Seriously: Why Governance and Fee Litigation Don't Work in Mutual Funds, 120 Yale Law Journal 84 (2010)

Motley, Warren et al., Federal Regulation of Investment Companies Since 1940, 63 Harvard Law Review 1134 (1950)

Palmiter, Alan R., Mutual Fund Board: A Failed Experiment in Regulatory Outsourcing, 1 Brooklyn Journal of Corporate, Financial & Comparative Law 165 (2006)

Phillips, Richard M., Deregulation under the Investment Company Act: A Reevaluation of the Corporate Paraphernalia of Shareholder Voting and Boards of Directors, 37 Business Lawyer 903 (1982)

Radin, Robert F. & William B. Stevenson, Comparing Mutual Fund Governance and Corporate Governance, 14-5 Corporate Governance: An International Review 367 (2006)

- Ribstein, Larry, Federal Misgovernance of Mutual Funds, 2009 Cato Supreme Court Review 301 (2009)
- Roiter, Eric D., Disentangling Mutual Fund Governance from Corporate Governance, 6 Harvard Business Law Review 1 (2016)
- Schonfeld, Victoria E. & Thomas M. J. Kerwin, Organization of a Mutual Fund, 49 Business Lawyer 107 (1993)
- Seligman, Joel, Should Investment Companies be Subject to a New Self-Regulatory Organization?, 83 Washington University Law Quarterly 1115 (2005)
- Wang, Wallace Wen Yeu, Corporate Versus Contractual Mutual Funds: an Evaluation of Structure and Governance, 69 Washington Law Review 927 (1994)

# 사익편취 방지 제도의 현황과 과제\*

연구논단II

김우진 | 서울대학교 경영(전문)대학(원) 교수

## I. 서론

非영미권 국가에서 흔히 발견되는 기업집단 체제(business group) 하에서는 소속 기업간 내부거래 (related-party transaction)가 일어나는 것은 자연스러운 현상이다. 다만, OECD에서도 적절히 지적하고 있듯이, 동 체제 하에서는 지배주주와 일반주주간 이해관계 상충(conflict of interest)이 일어날 가능성이 크기 때문에, 내부거래를 통한 주주간 富의 이전 (wealth transfer)이 일어나지 않도록 각별한 주의가 필요하다<sup>1)</sup>.

일반적으로 기업집단에는 두 개 이상의 상장기업이 존재하고, 다수의 비상장회사가 존재한다. 지배주주의 배당권(cash flow rights)은 상장기업 보다는 비상장기업에 더 높은 경우가 많고, 따라서 상장기업과 비상장기업이 거래할 때 비상장기업에 유리한 조건의 거래가 성립함으로써 상장기업의 주주로부터 비상장기업의 주주로 부의 이전이 일어날 가능성이 있다.

원칙적으로 주주간 부의 이전 문제는 민사법의 영역으로 증권관련집단소송, 손해배상 소송 등 민사법적 절차에 따라 당사자간에 해결되어야 할 문제이다. 다만, 국내에서는 주주간 부의 이전에 대한 법원의 판단이 아직은 매우 소극적이므로, 공정거래위원회의 부당지원행위 규제를 통해 공법적으로 대응해 온 것이 현실이다.

부당지원행위 규제가 내부거래를 통한 부의 이전을 어느 정도 방지해 온 것은 사실이나, 동 조항은 기본적으로 경쟁질서 확립에 근본적인 목적을 두고 있고, 법원도 동 조항 적용을 위해서는 소위 ‘공정거래저해성’을 요구해 옴에 따라 새로운 형식의 주주간 부

\* 본 연구는 국회 전해철 의원실 토론회(2019.9.3.) 및 고려대학교 기업지배구조연구소 심포지움(2019.11.8.) 발표 자료를 정리한 것임을 밝혀둔다.

1) G20/OECD Principles of Corporate Governance, 2015.

의 이전 현상에 대해 효과적으로 대응하기 어렵게 되었다. 이에 ‘공정거래저해성’의 입증 없이도 지배주주의 사익편취를 제어할 수 있도록 공정거래법 제23조의2를 신설하기에 이르렀다. 이하에서는 사익편취 방지의 이론적 배경을 먼저 살펴보고, 현재 국내의 관련 제도 현황 및 문제점을 고찰한 후, 향후 제도 개선 방향을 제시해 보고자 한다.

## II. 사익편취 규제에 대한 이론적 배경

### 1. 경영권의 사적 편익과 Tunneling

노벨 경제학상 수상자인 Oliver Hart는 1988년 Sandy Grossman과의 공저 논문에서 경영권의 사적 편익 (Private Benefits of Control)이라는 개념을 최초로 학술적으로 정립하였다.<sup>2)</sup> 경영권의 사적 편익은 현실에서 존재하는 경영권 프리미엄을 이론적으로 설명하기 위한 과정에서 대두되었으며, 경영권 프리미엄의 이론적 근거로 볼 수 있다.

사적편익의 유형에는 (1) 정신적 편익 (2) 시너지 (3) Perk (4) Tunneling 등 다양한 유형이 있으나, 국내에서 특히 문제되는 사적편익은 Tunneling이다. Tunneling은 다양한 방법으로 회사(주주)의 자산을 편취하여 경영진/지배주주 등에 이익을 제공하는 현상으로 (1) 횡령/배임을 통한 비자금 조성 (2) 비시장 가격 거래를 통한 부의 이전 (자산의 저가 매각, 고가 매입, 주식 저가 발행, 불공정한 합병 비율 등), (3) 회사기회의 유용 또는 일감몰아주기 등으로 나타난다. 현재 통용되는 ‘총수 일가의 사익 편취 금지’라는 표현상 ‘사익’의 어원이 바로 경영권의 사적 편익이라 볼 수 있다.

이와 같은 Tunneling은 앞서 언급했듯이, 기본적으로는 기업집단 내에서 발생하는 주주간 부의 이전 문제로, 원칙적으로는 회사법을 통해 민사 구제로 해결해야 할 것이나, 민사 구제의 활성화가 아직 요원한 국내 현실상 공정거래법을 통한 보완적 규율이 반드시 필요한 실정이다. Tunneling은 단일 기업에서도 발생할 수 있으나(횡령/배임), 특히 지배주주가 각 계열사에 상이한 지분을 갖고 있는 (대규모) 기업집단 체제 하에서 발생할 가능성이 매우 크며, 따라서 이는 경제력 집중의 가장 중요한 폐해 중 하나이고, 공정거래법에 의한 규제가 정당화 될 수 있다.

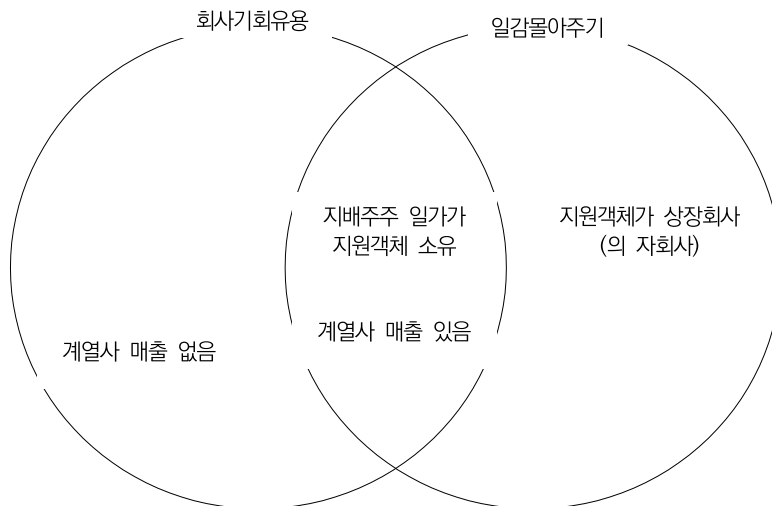
2) Grossman, Sanford J, and Oliver Hart, 1988, “One Share-One vote and the Market for Corporate Control”, Journal of Financial Economics 20, p175-202.

## 2. 회사기회 유용과 일감 몰아주기

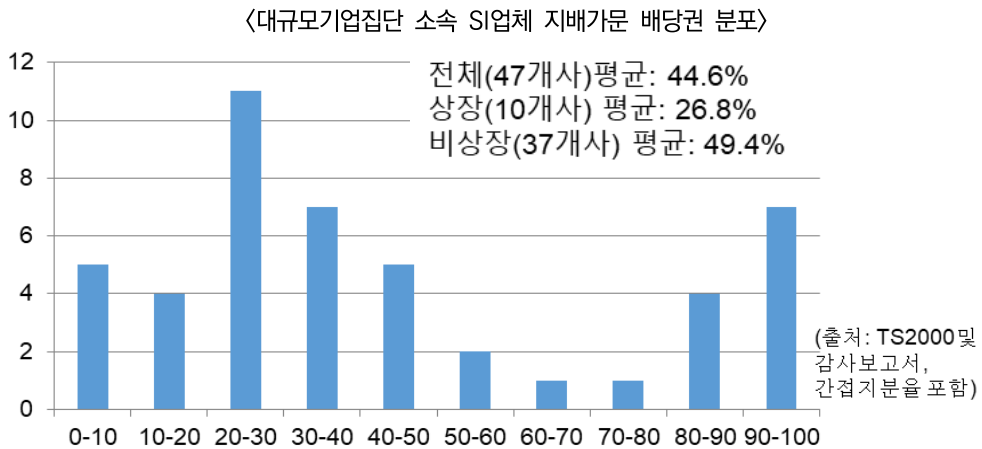
원래 회사기회 유용 또는 사업기회의 유용 (expropriation of corporate opportunities)는 영미법상 회사법 원칙으로 회사가 행할 수 있는 사업 기회를 회사 내부자 (임직원, 지배주주)가 자기의 이익을 위해서 직접 활용할 수 없도록 하는 법리이다. 종래 우리 상법에 있었던 경업 금지 조항 (non-compete clause)에 비해 사업의 범위가 더 확대된 개념으로, 우리 상법에는 없었으나 개정상법에서 도입하였다. 즉, 회사가 할 수 있는 사업 기회를 특수관계인에게 부여하는 경우에는 이사회 의결을 의무화하였고, 관련 손해 배상 책임을 명시하였다.

회사 기회 유용의 법리에 따르면 해당 사업 기회를 이사회에 공시할 것을 요구하되, 이사회가 소극적인 경우 내부자가 기회를 활용할 수 있도록 허용한다. 이와 같은 회사 기회 유용 금지는 원칙적으로 개별회사에 적용되는 법리이며, 따라서 매출이 반드시 계열사에서 발생(일감몰아주기)할 것을 요구하지 않는다. 우리와 같은 기업집단 체제 하에서는 기업집단 공동의 사업기회 (SI, 광고, 물류 등)를 특수관계인이 유용하는 경우로 확대 해석이 가능하다고 본다.

한편, 국내에서 통용되는 ‘일감몰아주기’는 기업집단 체제를 염두에 둔 개념으로 (1) 가격 여부, 또는 (2) 지원 객체가 누구인지에 관계없이, 특정 계열사가 기업집단 소속 타 계열사로부터 매출을 일으키는 현상을 지칭한다.



공정거래법상 사익 편취 규제 대상이 되는 일감몰아주기는 위 두 개념의 교집합에 해당되며, 대상 거래는 IT 등 기업 집단 소속 전체 계열사를 대상으로 할 수 있는 서비스 업종에 집중되어 있는 경향이 있다. 회사기회 유용 내지 일감 몰아주기의 핵심적인 문제는 지원객체 지분의 상당 부분을 지배주주 일가가 직간접 보유함에 따라 상장 계열사의 주주들에게 돌아가야 할 이익의 상당부분이 지배주주로 이전된다는 점이다.



위 도표에 의하면 대규모기업집단 소속 SI 업체에 대한 지배주주 가문의 배당권은 매우 높은 것으로 나타난다. 비상장사의 경우 50%에 달하고, 상장사의 경우에도 27%에 달하는데, 이는 기업집단 소속 상장 기업에 대한 지배주주의 배당권이 비교적 낮은 수준임을 고려할 때 이례적으로 높은 수준이다. 국내 신설 외감기업을 대상으로 한 필자의 연구 결과에 의하면 개인이 설립한 회사의 수익성이 회사가 설립한 회사의 수익성보다 더 높게 나타나고 있는데, 이러한 수익성 차이는 개인 회사에 의한 회사기회유용 또는 개인회사에 대한 일감몰아주기에 일부 기인한 것으로 해석할 수 있다.<sup>3)</sup>

3) Kim, Woojin, Soo Jin Kim, and Dong Ryung Yang, 2015, "Infant Firms in Emerging Market: An Analysis of Stand-Alones vs. Subsidiaries", Emerging Markets Review, Vol 25, p. 30-52

### III. 국내 제도 현황 및 문제점

#### 1. 전통적인 규제 (부당지원행위 규제)의 효과와 한계

전통적으로 국내 기업집단 내 Tunneling은 주로 지배주주 일가의 배당권이 높은 기업이 기타 (상장) 계열사와 거래함에 있어서 전자에 유리한 조건(가격)을 부여하는 방식으로 진행되어 왔으며, 이러한 거래 방식에 대해서는 기존 공정거래법상 부당지원행위 금지 규정(제23조 제1항 제7호)을 활용하여 대응해 왔다. 관련 조항의 세부 내용은 다음과 같다.

공정거래법 제23조 (불공정거래행위의 금지) ①사업자는 다음 각 호의 어느 하나에 해당하는 행위로서 공정한 거래를 저해할 우려가 있는 행위(이하 “不公正去來行爲”라 한다)를 하거나, 계열회사 또는 다른 사업자로 하여금 이를 행하도록 하여서는 아니된다. <개정 1996. 12. 30., 1999. 2. 5., 2007. 4. 13., 2013. 8. 13.>

1. 부당하게 거래를 거절하거나 거래의 상대방을 차별하여 취급하는 행위
2. 부당하게 경쟁자를 배제하는 행위
3. 부당하게 경쟁자의 고객을 자기와 거래하도록 유인하거나 강제하는 행위
4. 자기의 거래상의 지위를 부당하게 이용하여 상대방과 거래하는 행위
5. 거래의 상대방의 사업활동을 부당하게 구속하는 조건으로 거래하거나 다른 사업자의 사업활동을 방해하는 행위
6. 삭제 <1999. 2. 5.>
7. 부당하게 다음 각 목의 어느 하나에 해당하는 행위를 통하여 특수관계인 또는 다른 회사를 지원하는 행위
  - 가. 특수관계인 또는 다른 회사에 대하여 가지급금, 대여금, 인력, 부동산, 유가증권, 상품, 용역, 무체재산권 등을 제공하거나 상당히 유리한 조건으로 거래하는 행위
  - 나. 다른 사업자와 직접 상품, 용역을 거래하면 상당히 유리함에도 불구하고 거래상 실질적인 역할이 없는 특수관계인이나 다른 회사를 매개로 거래하는 행위

동 조항의 적용을 위해서는 정상가격에 비해 상당히 유리한 조건이 입증되어야 한다.

##### (1) 삼성 SDS 사례

1999.2.26. 삼성 SDS가 특수관계인 6명에 대해 신주인수권부사채(BW)를 발행한 건에 대해 공정거래위원회는 동년 10.28.에 동 BW가 현저히 낮은 가격에 발행되어 부당

하게 특수관계인을 지원하였다고 판단하고 이에 대해 158억원의 과징금을 부과하였다. 본 건에 대해 고등법원은 “경제상 이익을 제공하였다고 하더라도...경쟁사업자를 배제하는 등 불공정거래..우려가 있다고 볼 수 없다”고 판시하였는바, 경제상 이익의 존재는 인정했지만 공정거래저해성을 경쟁제한성으로 파악함으로써 사업자가 아닌 개인에 대한 이익 제공은 부당지원행위의 규제대상이 아니라고 판시하였다.

대법원에서는 공정거래저해성을 “경쟁이 저해되거나 경제력이 집중되는 등”으로 확대 해석하여 사업자 요건을 반드시 요구하지는 않았으나, “지원주체와 지원객체와의 관계, 지원객체 및 지원객체가 속한 관련 시장의 현황과 특성, 지원금액의 규모와 지원된 자금 자산 등의 성격, 지원금액의 용도, 거래행위의 동기와 목적, 정당한 사유의 존부 등을 종합적으로 고려하여 판단하여야 하며, 위와 같은 요소들을 종합적으로 고려할 때 당해 지원행위가 공정한 거래를 저해할 우려가 있는 행위라는 점은 피고가 이를 입증하여야 할 것이다.” 라고 판시하였다. 이어서, “관계 법령과 위 법리에 비추어 기록을 살펴보면, 원고의 이 사건 행위로 인하여 부(富)의 세대간 이전이 가능해지고 특수관계인들을 중심으로 경제력이 집중될 기반이나 여건이 조성될 여지가 있다는 것만으로는 공정한 거래를 저해할 우려가 있다고 단정하기 어렵고, 위 특수관계인들이 지원받은 자산을 계열회사에 투자하는 등으로 관련 시장에서의 공정한 거래를 저해할 우려가 있다는 점이 공지의 사실로서 입증을 필요로 하지 않는 사항이라고도 할 수 없으므로, 기록에 나타난 피고의 주장·입증만으로는 이 사건 행위가 공정한 거래를 저해할 우려가 있다고 할 수 없다.”라고 판단하여, 동 과징금 부과 처분은 무효로 확정되었다.

## (2) 현대 글로비스 사례

현대 글로비스는 2001년도에 자본금 125.3억원의 2인 주주 회사로 설립되었다. 동사는 현대차 그룹의 물류담당 회사로 매출의 상당 부분을 현대차에 의존하였으며, 설립 이후 매출이 급격히 증가하였다. 설립 이후 4년만인 2005.12.에 상장되었으며, 상장당시 시가 총액은 2.3조원에 달하였다.

전통적인 부당지원행위는 지배주주 지분이 높은 계열사에 유리한 ‘가격’으로 거래를 하는 방식으로 진행되었다. 즉, 지배주주 지분이 높은 계열사가 공급하는 재화, 서비스를 (상장) 계열사가 높은 가격에 매입하는 방식이다. 이와 같이 유리한 ‘가격’을 통한 거래는 기존 제23조 제1항 제7호에 규정되어 있는 부당지원행위를 통해 부분적이거나 규율되어 왔다. 이에 각 기업집단은 유리한 ‘가격’ 대신 거래 ‘물량’을 제공하는 방식으로 지원 방식을 변경하기 시작하였으며, 재계에서는 ‘가격’이 적정하다면 제23조 제1항 제7호에서 규율하는 부당지원행위에 해당하지 않는다고 주장하였다.

2007.10.24. 공정위는 동 건이 유리한 ‘가격’이 아닌 ‘물량’ 지원이지만, 기존 부당지원행위 조항에 근거하여 관련 계열사에게 총 624억원의 과징금을 부과하였으며, 대법원에서 485억원 과징금이 확정되었다. 대법원에서는 “부당..지원행위라 함은..현저히 낮거나 높은 대가로..거래하거나, 현저한 규모로..거래해 과도한 경제상 이익을 제공..공정한 거래를 저해할 우려..”라고 판시함으로써 가격뿐만 아니라 물량에 따른 부당지원도 규제대상이 됨을 인정하였다.

## 2. 사익편취 방지 조항(제23조의2) 도입 의의

위에서 살펴본 바와 같이 부당지원행위 조항 적용을 위해서는 어떠한 형태로는 당해 거래로 인한 ‘공정거래저해성’이 입증되어야 한다. 글로벌 사례에서도 물량 지원에 따른 공정거래저해성이 인정되어 과징금 부과가 유효했던 것이고, 특수관계인에게 경제상 이익을 제공했다는 점 자체만으로는 규율대상이 되지 않는다. 이에 특수관계인에 대한 경제적인 이익 제공 행위 자체를 규율할 수 있는 새로운 조항의 필요성이 제기되었으며, 2013년도 공정거래법 개정시 아래와 같이 사익편취 금지 조항이 신설되었다.

공정거래법 제23조의2(특수관계인에 대한 부당한 이익제공 등 금지) 공시대상기업집단(동일인이 자연인인 기업집단으로 한정한다)에 속하는 회사는 특수관계인(동일인 및 그 친족에 한정한다. 이하 이 조에서 같다)이나 특수관계인이 대통령령으로 정하는 비율 이상의 주식을 보유한 계열회사와 다음 각 호의 어느 하나에 해당하는 행위를 통하여 특수관계인에게 부당한 이익을 귀속시키는 행위를 하여서는 아니 된다. 이 경우 각 호에 해당하는 행위의 유형 또는 기준은 대통령령으로 정한다. [본조신설 2013.8.13] [시행일 : 2014.2.14] <개정 2017.4.18.>

1. 정상적인 거래에서 적용되거나 적용될 것으로 판단되는 조건보다 상당히 유리한 조건으로 거래하는 행위
2. 회사가 직접 또는 자신이 지배하고 있는 회사를 통하여 수행할 경우 회사에 상당한 이익이 될 사업기회를 제공하는 행위
3. 특수관계인과 현금, 그 밖의 금융상품을 상당히 유리한 조건으로 거래하는 행위
4. 사업능력, 재무상태, 신용도, 기술력, 품질, 가격 또는 거래조건 등에 대한 합리적인 고려나 다른 사업자와의 비교 없이 상당한 규모로 거래하는 행위

당시 공정거래위원회가 제시한 법 개정 사유는 다음과 같다.

현행법상 규제의 대상이 되는 부당지원행위는 현저히 유리한 조건의 거래를 통해 특

수관계인 또는 다른 회사를 지원하고 이로써 공정한 거래를 저해할 우려가 있는 경우로 한정되어 있어, 그 지원행위가 현저히 유리한 정도에 미치지 못하거나 사업자가 아닌 특수관계인 개인을 지원하는 경우에는 사실상 공정거래 저해성을 입증하는 것이 곤란하여 규제가 어려운 실정이며, 이러한 부당지원을 통해 실질적으로 이득을 얻는 수혜자에 대해서는 별도의 제재수단이 없어 부당지원행위를 억제하는데 한계가 있는바, 부당지원행위의 성립요건을 완화하고, 부당지원을 통해 실제 이득을 얻은 수혜자에 대해서도 과징금을 부과하는 한편, 공정한 거래를 저해하는지 여부가 아닌 특수관계인에게 부당한 이익을 제공하였는지 여부를 기준으로 위법성을 판단하는 특수관계인에 대한 부당이익제공 금지규정을 신설하려는 것임.

사익 편취 금지 조항 신설과 함께 가격 요건도 ‘현저히’ 유리한 조건에서 ‘상당히’ 유리한 조건으로 변경되어 성립 요건이 완화되는 등 추가적인 제도 개선이 있었는데, 그 주요 내용은 다음과 같다.

- 가. 부당지원행위의 성립요건을 종전의 현저히 유리한 조건에서 상당히 유리한 조건의 거래로 변경함(안 제23조제1항제7호가목)
- 나. 부당지원행위의 한 유형으로서 실질적인 역할이 없는 특수관계인이나 다른 회사를 매개로 거래하는 행위를 신설함(안 제23조제1항제7호나목)
- 다. 부당지원으로 이득을 얻는 수혜자에게 부당지원에 해당할 우려가 있음에도 불구하고 부당한 지원을 받는 행위를 하지 아니하도록 함(안 제23조제2항 신설)
- 라. 일정규모 이상의 기업집단에 속하는 회사에 대해 특수관계인이나 특수관계인이 대통령령이 정하는 비율 이상의 주식을 보유한 계열회사와의 거래 등을 통해 특수관계인에게 부당한 이익을 제공하는 행위를 금지함(안 제23조의2제1항 신설)
- 마. 특수관계인에게 부당한 이익을 제공하는 거래 등의 상대방에 대해 그러한 이익을 제공할 우려가 있음에도 불구하고 해당 거래를 하는 등의 행위를 하지 못하도록 함(안 제23조의2제3항 신설)
- 바. 특수관계인에게 부당한 이익을 제공한 자와 당해 거래 등의 상대방에 대해 대통령령이 정하는 매출액의 100분의 5 이내에서 과징금을 부과할 수 있도록 함(안 제24조의2제2항 신설)
- 사. 특수관계인에게 부당한 이익을 제공한 자와 당해 거래 등을 지시하거나 이에 관여한 자를 3년 이하의 징역 또는 2억원 이하의 벌금에 처하도록 함(안 제66조제1항제9호의2 신설)

위에서 명시되어 있듯이 종래에는 지원주체만을 제재대상으로 하였으나, 개정법률에서는 지원객체도 제재 대상에 포함됨으로써 주주간 부의 이전을 통해 이익을 보게 된 특수관계인을 직접 제재할 수 있게 되었다.

	부당지원금지규제	총수일가 사익편취행위 금지규제
관련 규정	법 제23조 제1항 제7호	법 제23조의2
규제내용	다른 회사를 부당한 방법으로 지원하는 행위 금지	총수일가에 부당한 이익을 제공하는 행위 금지 (*최초 법안에는 부당성 요건 없음)
지원주체	제한없음(모든 사업자)	상호출자제한기업집단 소속 회사 (*현재 공시집단)
지원객체	특수관계인 또는 다른 회사 (계열회사 요건 불필요)	총수일가 또는 총수일가가 일정비율 이상 지분을 보유한 계열회사 (*최초 법안은 자연인만 대상)
금지행위 유형	① 정상가격에 비해 상당히 유리한 조건의 거래 ② 거래상 실질적인 역할이 없는 회사를 매개로 거래(소위 통행세 행위)	① 정상가격에 비해 상당히 유리한 조건의 거래 ② 사업기회제공 ③ 합리적 고려나 비교없는 상당한규모의거래
안전지대 여부	해당없음	① 상당히 유리한 조건의 거래 : 거래조건 차이가 7% 미만이고, 연간 거래금액 이 50억원(상품·용역의 경우에는 200억원) 미 만인 경우 ② 상당한 규모의 거래 : 연간 거래총액이 거래상대방 평균매출액의 12% 미만이고 200억원 미만인 경우
부당성 판단	공정거래저해성 여부 입증 필요	부당성에 대한 별도입증이 불필요함

출처: 총수일가 사익편취 금지규정 가이드라인, 공정위)

제23조의2 신설 의의는 다음과 같다. 우선 과거 판례에서 기존 부당지원행위(제23조 제1항 제7호)의 적용을 위해서는 경쟁 제한성이던, 경제력 집중이던 어떠한 형태로든 공정거래저해성을 요구해 왔으며, 이에 따라 공정거래저해성이 입증되지 않은 삼성 SDS에 대한 과징금 부과는 결국 무효 처리된 바 있다. 본 조항에서는 특수관계인에 대한 이익 제공 자체를 규율대상으로 함으로써 공정거래저해성 요건 충족 없이도 사익 편취를 규율할 수 있는 근거를 마련한 것이 가장 큰 의의라 할 수 있다. 한편, 글로벌리스 사례에서는 기존 부당지원행위 조항으로 과징금이 유효하다는 법원 판단이 있었으나, 추후 유사 사례 방지를 위해 가격 요건 이외에 물량 요건에 대한 규율 근거를 명확하게 입법적으로 마련했다는 측면에서도 그 의의가 인정된다고 하겠다.

### 3. 신설 23조의2의 한계

#### (1) '부당성'에 대한 법원의 해석: 한진 사례

제23조의2 신설 이후 최초 적용 사례는, 대한항공이 지배주주 3세 지분이 높은 계열사 싸이버스카이 및 유니컨버스에 유리한 조건의 거래로 부당한 이익을 제공한데 대해 동 조항에 따라 총 14억원의 과징금을 부과한 사건이다. 이에 대해 1심 법원은 해당 조문상 '부당한 이익'을 해석함에 있어 '경제력 집중'의 효과가 발생할 여지가 있을 정도의 이익이라고 판시하였다. 이는 삼성 SDS 사건에 대한 대법원의 판결과 유사하게 경쟁제한성 또는 공정거래저해성을 직접 요구하지는 않았지만, 궁극적으로 '경제력 집중'을 요구함으로써 결과적으로 동 조문의 적용 가능성을 매우 협소하게 하였다. 이미 대규모기업집단의 '경제력집중'이 상당함을 고려할 때, 이에 영향을 미칠 정도의 대규모 이익이 아닌 한, 법원이 동 조문의 적용을 인정하지 않을 것이기 때문이다.

#### (2) 지분율에 의한 지원객체 범위 (시행령 제38조) 설정의 한계

신설 제23조의2의 적용대상은 시행령 제38조에 다음과 같이 규정되어 있다.

공정거래법 시행령 제38조(특수관계인에 대한 부당한 이익제공 등 금지) ②법 제23조의2(특수관계인에 대한 부당한 이익제공 등 금지)제1항 각 호 외의 부분 전단에서 "특수관계인이 대통령령으로 정하는 비율 이상의 주식을 보유한 계열회사"란 동일인이 단독으로 또는 동일인의 친족[제3조의2(기업집단으로부터의 제외)제1항에 따라 동일인 관련자로부터 분리된 자는 제외한다]과 합하여 발행주식 총수의 100분의 30(주권상장 법인이 아닌 회사의 경우에는 100분의 20) 이상을 소유하고 있는 계열회사를 말한다.

위 규정에 따라 상장 기업에 대한 지배주주의 지분율이 30% 이상인 경우, 비상장 기업은 20% 이상인 경우, 과징금 부과 대상이 된다. 그러나 위와 같은 확실적인 기준을 적용함에 따라, 본 조항 시행 이전에 대규모기업집단들은 이미 계열사간 합병 등을 통해 규제대상 기업에 대한 지배주주의 지분율을 30% (비상장 20%) 미만으로 축소시켰다. 예컨대, 삼성 SDI에 대한 지배가문의 지분은 81%였으나, 삼성 SDS(상장 이전)과 합병 후 합병 법인에 대한 지분율은 19%로 축소되어 법 적용 대상에서 제외되었다. 현대차 그룹 지배가문은 글로벌비스의 지분을 시가보다 2-4% 낮은 가격에 장외에서 매각하여 지분율을 29.99%로 축소시킨 바 있다.

이와 같은 현상은 (이미 상장된) 계열사에 대한 지배주주일가의 직간접 지분율을 축

소시킴으로써 오히려 소유/지배 괴리도를 악화시키는 부작용을 야기한다. 일감몰아주기인 사익 편취의 대부분은 상장 시점에 실현된다는 측면에서, 이와 같은 상장 이후의 소유/지배 괴리도의 심화는 해당 회사로부터의 tunneling 유인을 증가시킬 우려가 있는 것이다.

즉, 상장 이전에는 지원 객체로서 타 (상장) 계열사의 물량 지원을 통해 성장하고, 상장으로 대규모 사익을 편취하며, 상장 이후에는 지분율 축소에 따라 지원 주체로 전환되어 타 (비상장) 계열사를 지원하는 악순환이 발생할 수 있다. 이미 상장된 기업의 경우, 대리인 이론 입장에서는 지배주주의 직간접 지분율이 높은 것이 이해관계의 상충을 완화시킨다는 측면에서 오히려 더 바람직함에도 불구하고, 현재의 일률적인 규율방식은 위와 같은 부작용을 방지하기 어렵다.

한편, 2018년 중 공정거래법 전면 개정을 위한 TF의 논의 결과에 따라 현행 지분율 기준을 더 강화하는 방안이 거론되고 있다. 보다 구체적으로는 상장사 지분율 기준을 30%에서 20%로 축소하고, 지배주주가 20%이상 보유한 기업이 50% 이상 보유한 자회사까지 적용 범위를 확대하는 방안이다. 그러나, 이와 같은 방안이 시행될 경우, 추가 계열사 합병 및 지배주주 가문의 추가 지분 매각이 예상된다. 지배주주 일가가 매각하는 지분은 (지분이 낮은) 계열사가 매입하여 예전과 동일한 수준의 의결권을 행사하면서 과징금 부과를 회피할 수 있다.

특히, 지주회사 체제를 갖춘 기업집단의 경우 지주회사에 대한 지배주주 일가의 지분율이 높는데, 지주회사뿐만 아니라 100% 자회사도 규율 대상에 포함됨으로써 지분 매각 현상이 심화될 것으로 예상된다. 실례로, LG 서브윈은 지주회사의 자회사인데, 위와 같은 적용 범위 확대를 예상하고 지주회사가 보유한 지분을 매각한 바 있다. 이는 사실상 순수한 의미의 수직계열화 (100% 자회사화)도 부정하는 결과이며, 자회사 지분율 확대를 요구하는 지주회사 관련 규정과도 논리적으로 배치된다. 이처럼, 지배주주 일가의 지분율 하락에 따른 소유/지배 괴리도의 추가 악화로 위에서 제시한 악순환이 심화될 수 있다.

### (3) 적용대상 범위의 한계

현재, 사익편취 금지 규율 대상은 공시대상기업집단(자산총액 5조원 이상)으로 제한되어 있다. 반면, 기존의 부당지원행위 규제는 지원 주체에 대한 제한이 없다. 그러나, 대규모기업집단에 해당하지 않는 하위 기업집단에서도 회사기회유용과 일감몰아주기가 결합된 형태의 Tunneling 사례들이 다수 발견될 뿐만 아니라, 기업집단이 아닌 개별 상장기업의 지배주주도 개인 회사를 설립하여 회사기회를 유용하고 있다. 오투기의 경

우 비상장사인 오투기라면이 상장 계열사인 오투기에 광고비를 대납시키는 형태의 tunneling이 발견되고 있으며, SM엔터테인먼트의 지배주주는 개인 회사를 설립하여 해당 상장회사의 핵심 업무를 수행하게 하고 있다. 다만, 오투기와 SM 공히 공시대상기업집단 소속이 아니므로, 신설 23조의2의 적용대상에서 제외되어 있는데, 공정거래법상 사익 편취에 대한 규제를 회사법의 보완으로 해석할 경우, 현행 규제 적용 대상은 너무 협소한 측면이 있다.

#### (4) 과징금 부과 대상

현행 규정상 과징금 부과 대상은 지배주주일가 소유 기업 또는 지원객체 기업뿐만 아니라 이익을 제공한 (상장) 기업도 해당된다. 이는 사익편취 금지가 회사법이 아닌 공정거래법에 규율됨에 따른 결과로, 지원행위 자체를 문제로 인식하는 논리에 입각하고 있다. 이익 제공 기업 또는 지원주체 기업은 회사기회유용+일감몰아주기를 통한 기회손실을 입었다는 측면에서 이미 입은 민사상 손해에 더하여 행정상 제재까지 추가로 부담하는 측면이 있으므로, 사익편취 규제를 회사법의 보완으로 이해할 경우 이러한 지원주체의 부담은 오히려 완화할 필요가 있다.

### 4. 현행 공정거래법 체계상의 문제

현행 공정거래법에는 (1) 산업 차원에서의 독과점 규제 (2) 기업집단 차원에서의 경제력 집중 억제 (3) 일반 불공정 거래 행위 규제가 제2장, 제3장, 및 제5장에 혼재되어 있다. 예컨대, 제2장 시장지배적지위의 남용 금지에서는 독과점 규제를 다루고 있고, 제3장 기업결합의 제한 및 경제력 집중의 억제에서는 기업결합, 지주회사, 대규모기업집단을 규율하고 있으며, 제5장 불공정거래행위 및 특수관계인에 대한 부당한 이익 제공의 금지에서는 일반 불공정 거래행위, 부당지원행위, 그리고 신설 사익편취규제를 다루고 있다.

그러나, 제3장의 기업결합에 대한 제한은 ‘경쟁을 실질적으로 제한’하는 경우에 규제하고 있으므로, 내용상 일반 경제력 집중 보다는 산업별 독과점을 사전에 예방하는 성격이 강하다. 즉, 시장지배적 지위의 남용 금지와 기업결합에 대한 제한은 전통적인 산업조직론의 산업별 독과점 규제에 대한 이론적 근거(과소 공급, 가격인상에 따른 소비자 후생 손실 등)를 기반으로 하고 있으며, 어느 국가나 유사한 규제를 운영하고 있다.

반면, 지주회사, 대규모기업집단 규제(상호,순환출자 금지 등), 부당지원행위, 사익편취규제는 기업집단 체제를 전제로 한 일반 경제력 집중에 대한 규제이다. 그런데, 부당지원행위 (및 사익편취규제)가 제5장에 규정됨에 따라 법원에서 공정거래저해성(경쟁제

한성)을 요구하는 상황이 발생하고 있으며, 사익편취규제에 대해서는 법원이 오히려 경제력 집중에의 기여를 요구하고 있는 실정이다. 물론, 사익편취 행위가 경제력 집중에 일부 기여하는 경우도 있을 수는 있겠으나, 사익편취는 경제력 집중의 원인이라기보다는 오히려 그 결과 또는 폐해로 보는 것이 더 타당할 것이다.

## IV. 사익편취 규제의 개선 방안

### 1. 기본방향

부당지원행위 및 사익편취행위는 본질적으로 기업집단체제에서 지배주주의 이익을 위해 주주간 부의 이전이 일어나는 tunneling 현상으로, 일반 불공정 거래행위라기보다는 경제력 집중에 따른 대표적인 폐해로 볼 수 있다. 이에 따라 현행 제2장, 제3장, 제5장을 다음과 같이 개편하여, 경제력 집중의 (원인) 억제 및 폐해 시정을 통일적으로 규율하는 방안을 검토할 필요가 있다.

제2장 시장지배적지위의 남용 금지 및 기업결합의 제한 → 독과점 규제

제3장 경제력 집중의 억제 및 폐해 시정

→ 지주회사, (대규모)기업집단

→ 부당지원행위/사익편취규제

→ 금융보험사/공익법인 의결권 제한 (계열사간 합병시 의결권 제한 유지 등)

제5장 불공정거래행위 → 일반 불공정 거래행위

이 경우, 3장에서 규율하는 거래는 공정거래제한성(경쟁제한성) 적용을 원칙적으로 배제하고, '부당성' 등 법원의 추가 해석의 여지가 있는 부분을 최소화할 필요가 있다. 예컨대, 부당지원행위(부당내부거래)는 기업집단체제 하에서 일어나는 모든 거래를 대상으로 하되, 거래 조건이 비시장가격인 경우에 적용하고, 사익편취 행위는 기업집단체제 하에서 일어나는 모든 거래를 대상으로 하되, 가격의 공정성 여부를 불문하고, 지원객체가 지배주주 및 특수관계인일 경우에 적용하는 방향을 고려해 볼 수 있다. 현재 부당지원행위의 유형으로 규정된 통행제도 내용상 (순수) 사익편취에 더 가까우므로, 사익편취로 통일적으로 규율하는 방안도 검토해 볼 필요가 있다.

## 2. 부당성 요건

한진 사건에 대한 판결에서 ‘부당성’을 경제력 집중 심화 가능성으로 해석한 것은 법원이 입법취지를 다소 오해한 측면이 있는 것으로 보인다. 23조의2의 취지는 공정거래 제한성(경쟁제한성) 뿐만 아니라 경제력 집중 심화 가능성 등 추가적인 요건을 요구하지 않고, 동조 제1항 각호 (1.3호 유리한 조건, 2호 회사기회 유용, 4호 일감몰아주기)에 해당하는 행위가 있는 경우에는 당연히 규제 대상으로 해석하고자 하는 데 있다. 법원의 해석에 의한 요건 추가를 원천적으로 방지하기 위해서는 ‘부당성’ 요건을 삭제하는 것이 바람직하겠으나, 동 요건의 완전 삭제가 입법기술상 어려운 측면이 있다면, 법원의 추가 해석 여지가 없도록 조문을 구성해야 할 것으로 사료된다.

## 3. 적용대상 확대

회사기회 유용+일감 몰아주기에 대한 규제는 회사법의 보완이라는 차원에서 대규모 기업집단에만 한정해서 적용할 이유는 없다. 물론 대규모기업집단에서 동 문제의 심각성이 가장 크게 나타날 수 있으나, 향후 위와 같은 방식을 통해 하위 기업집단의 지배주주일가가 사익을 지속 편취할 경우, 편취한 사익으로 추가 계열사 설립 등 경제력 집중에 활용할 가능성도 배제할 수 없다. 이에 동 조항의 적용범위를 보다 더 넓게 확대하는 방안을 검토할 필요가 있다.

## 4. 과징금 부과 방식

현행 규정에 따르면 지원객체 뿐만 아니라, 지원 주체에도 과징금을 부과하도록 되어 있다. 지원주체는 회사기회 유용의 피해자라는 측면에서 지원주체의 (일반)주주들은 이미 기회 손실을 입었다고 봐야 한다. 이에 지원 주체 보다는 지원 객체에 보다 더 초점을 맞추는 과징금 부과 방식을 고려할 필요가 있다.

## V. 결론

본고에서는 현행 사익 편취 방지 제도의 문제점과 개선 방안에 대해 살펴보았다. 현행 제도의 문제점의 본질은 민사 사안인 회사법상 손해배상 사안을 불가피하게 공법적으로 규율하고 있는데서 비롯된 것으로 사료된다. 따라서, 현행 제도에 대한 수범기업

들의 수용도를 제고하기 위해서는 사익 편취 현상에 대한 근본적인 이해 및 인식 제고가 필요하다.

Tunneling으로 인한 이익은 새로이 '창출'된 것이 아니고, 누군가(일반주주)로부터 편취한 것이다. 따라서 지원객체의 이익 방지도 중요하지만, 지원주체의 손해 방지가 오히려 더 핵심적인 문제이다. 따라서, 사익편취 금지는 공법적인 '규제'라기 보다는 민사의 보완적 규율이라는 인식 전환이 필요하다. 수범기업 입장에서 '규제'는 최대한 회피하면 그만이지만, 민사상 손해는 지분율을 기준 이하로 낮춘다고 없어지지 않는다. 이러한 인식 전환을 위해 본고에서는 의도적으로 사익편취 '규제' 대신 사익편취 '방지'라는 표현을 사용하였다. 이러한 인식에 따르면, 지원주체에 대해 과징금을 부과하는 현행 방식은 재검토해 볼 여지가 있다.

물론 공법적인 '규제' 이외에도 스튜어드십 코드, 기관투자자 행동주의 등 시장과 상호 보완적인 역할을 병행 추진함으로써 보다 더 효율적으로 사익편취를 방지할 수 있을 것으로 기대되며, 이 과정에서 경영진/지배주주와 (기관)투자자간 소통 확대 및 상호 협력이 점점 더 중요해 질 것으로 예상된다.

## 기업지배구조 리뷰

Corporate Governance Review

---

**발행처** 한국기업지배구조원

**발행인** 신진영

**발행일** 2019년 12월

**주 소** 서울시 영등포구 여의나루로 76 (07329)

Tel 02)3775-3339

Fax 02)3775-2630

E-mail [cgsweb@cgs.or.kr](mailto:cgsweb@cgs.or.kr)

Home <http://www.cgs.or.kr>

**인쇄처** 경성문화사 Tel (02)786-2999

---



**KCGS**  
한국기업지배구조원  
[www.cgs.or.kr](http://www.cgs.or.kr)

서울시 영등포구 여의나루로 76 한국거래소 신관 9층  
TEL. 02-3775-3339 FAX. 02-3775-2630