

ISSN 2982-7124

ESG 리뷰

ESG Review

2025-02호 | Vol. 115

2025.6.30

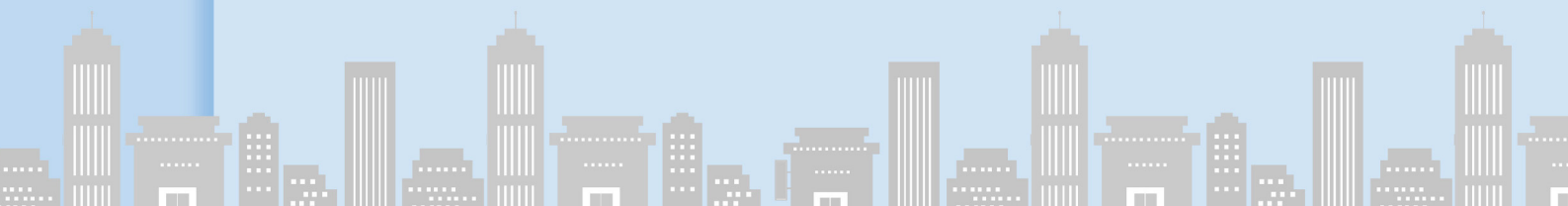
Contents

Vol.115 | 2025. 2호

03 연구논단 이사의 충실의무와 주주이익 보호

천경훈 | 서울대학교 법학전문대학원 교수, 법학박사

정준혁 | 서울대학교 법학전문대학원 부교수, 법학박사



이사의 충실의무와 주주이익 보호*

연구논단

천경훈 | 서울대학교 법학전문대학원 교수, 법학박사

정준혁 | 서울대학교 법학전문대학원 부교수, 법학박사

I. 서론

한국 자본시장에 상장된 주식은 해외 주요국들에 비해 주가순자산비율(PBR), 주가 이익비율(PER) 측면에서 오랜 기간 동안 저평가되어 왔다. 이러한 코리아 디스카운트 현상의 원인으로 다양한 요인들이 논의되어 왔지만, 그 중의 하나로 기업지배구조의 문제, 특히 지배주주와 경영진이 일반주주¹⁾들을 포함한 총주주의 이익을 충분히 보호하지 못한다는 점이 지적된다.²⁾ 특수관계인에 대한 저가 신주발행이나 실권주 배정, 부당한 합병비율에 의한 합병, 상장회사 지배주식의 프리미엄부 매매, 물적분할 후 자회사 상장, 인적분할 시 자사주에 대한 분할신주 배정(소위 ‘자사주의 마법’) 등이 일반주주의 이익을 침해하는 거래관행 내지 사건들이 그 예로 지적되기도 하였다.

이러한 상황에서 이사의 충실의무를 규정하는 상법 제382조의3을 개정하자는 주장이 제기되었고 지난 제21대 국회 및 제22대 국회에서 여러 상법 개정안이 발의되었

* 이 글은 천경훈·정준혁, “이사의 충실의무와 주주보호의무” 상사법연구 제43권 제3호 (상사법학회, 2024)의 내용을 기고 목적에 맞게 요약, 정리한 것이다. 이 글은 이후 제출된 상법 개정안 등 위 논문 발표 이후의 논의를 반영하고 있으나, 작성 시점 당시 아직 상법 개정안이 국회를 통과하지는 않은 상황임을 밝혀둔다. 이 글의 요약, 정리에 도움을 준 이정민 변호사님(서울대학교 대학원 법학과 박사과정)께 감사드린다.

1) 이 글에서 ‘일반주주’는 지배주주가 아닌 주주들을 일컫는 용어로 사용하기로 한다. 관행적으로 소액주주라는 말도 사용되어 왔지만 연기금 등 대형 기관투자자들까지 포괄하려면 소액주주보다는 비지배주주 또는 일반주주라는 표현이 더 나은 것으로 보인다.

2) 코리아디스카운트 현상과 원인에 대해서는, 정준혁, “주주 보호를 위한 자본시장 법제도 개선과 쟁점 - 자기주식, 배당절차 개선, 물적분할 후 상장, 의무공개매수, 내부자거래 사전공시 제도를 중심으로 -” 기업법연구 제38권 제2호 (한국기업법학회, 2024) 37-39쪽.

다. 국회 법제사법위원회는 이러한 15개의 법률안 내용을 통합해 위원회 대안을 제시하였고, 2025. 3. 13. 국회에서 가결된 바 있다. 현행 상법 제382조의3은 “이사는 법령과 정관의 규정에 따라 회사의 이익을 위하여 그 직무를 충실하게 수행하여야 한다”고 정하고 있는데, 이를 “① 이사는 법령과 정관의 규정에 따라 회사 및 주주를 위하여 그 직무를 충실하게 수행하여야 한다. ② 이사는 그 직무를 수행함에 있어 총주주의 이익을 보호하여야 하고, 전체 주주의 이익을 공정하게 대우하여야 한다”로 개정하는 내용이다. 이러한 개정안은 상법 및 판례가 주주의 이익을 보호하지 못하고, 주주의 이익을 침해하는 행위를 제어하지 못한다는 문제의식에서 출발한다. 그러나 위 법률안은 2025. 4. 1. 한덕수 대통령 권한대행의 재의요구권 행사에 따라 4. 17. 본회의에서 재의에 붙였으나 최종 부결되었다. 이후 동일한 내용의 몇몇 상법 개정안 법률안이 국회에 제출되었고 2025. 6. 4. 여러 차례 상법 개정의 필요성을 강조한 이재명 대통령이 취임함에 따라 조만간 국회에서 의결되어 시행될 것으로 예상된다.

상법 개정안에 대해서는 뚜렷한 찬반론이 제기되고 있다. 찬성하는 측에서는 주주에 대한 충실의무를 규정하는 것만이 한국 기업의 지배구조 문제를 근본적으로 해결할 방안이라고 주장한다. 반면 반대하는 측에서는 주주에 대한 충실의무론이 과도한 소송을 부추겨 한국 기업의 경쟁력을 훼손할 것이라고 본다. 이러한 입장 대립은 사실 판단에서도 극명하게 드러난다. 찬성론은 이사가 주주에 대해 충실의무를 지는 것이 글로벌 스탠다드에 부합한다고 주장하며 반대론은 이사가 주주에 대해 충실의무를 지는 국가가 매우 드물다고 본다.³⁾

그러나 개정 논의는 진영논리 대결이 되어서는 안 된다. 상법 개정은 기업경영의 창의와 재량을 저해하지 않으면서도 장기적인 주주 이익을 보호하고 투자자 신뢰를 회복하여 자본시장 저평가 문제를 해소하기 위해 이루어져야 한다. 이에 이 논문은 상법 개정안을 중심으로 타당성을 분석하며 합리적 대안을 검토하고자 한다.

이러한 목표의식 하에서 이 논문은 다음과 같이 구성된다. II에서는 충실의무 개정에 대한 찬성론과 반대론을 각각의 논거를 중심으로 정리한다. III에서는 이러한 논란의 기저에 ‘의무의 상대방’과 ‘의무의 내용’을 혼동한 문제가 있음을 지적하여 개정안을 평가한다. IV에서는 본 문제에 대한 주요 외국의 법, 판례, 학설을 비교법적으로

3) 후술하듯이 이런 다툼은 “이사는 누구에게 의무를 지는가”의 문제와 “그 의무의 내용상 누구의 이익을 보호해야 하느냐”의 문제를 뒤섞어서 인용한 데서 비롯된 측면이 있다.

고찰한다. V에서는 이러한 검토를 바탕으로 위 개정안과 구별되는 대안을 제시하고 그에 대한 설명을 제공한다. VI에서는 종래 주주이익 침해가 문제되었던 여덟 가지 사안에 대해 본 논문의 대안을 적용할 경우 어떠한 기대효과가 있는지 분석한다. 마지막으로 VII에서는 이상의 논의를 정리·요약한다.

II. 충실의무 개정 찬반론

1. 개정 찬성론

개정 찬성론은 일부 법학논문, 시민단체 및 투자자단체의 보도자료, 관련 전문가 칼럼, SNS 포스팅 등지에서 개진되고 있다. 이들의 주요 논변과 논거는 다음과 같이 요약 가능하다.

1) 현행법 미비 논변

개정 찬성론은 현행법과 대법원 판례가 주주를 보호하지 않는다는 견해에서 출발한다. 예컨대 “회사와 주주는 법인격이 달라 서로 손익도 다르므로” [현행 상법에 기해서] “주주에 대한 보호의무”가 인정되지 않는다는 것이 “현재 우리나라의 지배적인 견해 및 실무로서 여러 차례 대법원 판례를 통해 선언되어 온 바”라고 해석하는 견해가 있다.⁴⁾ 현재 이사는 회사에 대하여만 의무를 부담하고 주주에 대해 의무를 부담하지 않으므로, 이사가 주주의 이익에 반하는 행위를 하더라도 어떠한 책임도 부담하지 않는다는 것이다.

따라서 이사에게 주주보호 의무를 부과하기 위해서는 상법 개정이 필요하며, 이러한 개정안은 “주주보호가 이사의 의무에 포함되지 않는다고 일관되게 선언해 온 대법원 판례를 입법을 통해 변경한다는 의미를 갖고 있다”고 본다.⁵⁾ 이와 같은 입장에 따를 경우, “현행법상으로도 이사는 주주의 이익을 보호·증진할 의무를 부담한다”는 취지의 견해⁶⁾들에 반대⁷⁾하게 된다.

4) 이상훈, “이사의 주주에 대한 충실의무 - 충실의무 조항에 ‘주주의 비례적 이익’을 명시하는 법안에 대한 검토”, 상사법연구 제41권 제2호(상사법학회, 2022), 400면.

5) 상계논문, 401면.

6) 김건식·노혁준·천경훈, 회사법(제8판), 박영사, 426-427면(“이사는 회사에 대하여 주주이익을 증진할 의무를

2) 자본시장 활성화 논변

또한, 찬성론자들은 상법 개정안이 코리아 디스카운트 극복의 핵심이라고 본다. 코리아 디스카운트의 주요 원인 중 하나는 언제든 주주이익이 침해될 수 있다는 우려이다. 그렇기에 충실의무 개정안을 통해 투자자 신뢰를 회복한다면 코리아 디스카운트 현상을 극복할 수 있게 된다.⁸⁾ 일부 논자들은 주주에 대한 충실의무 신설만이 자본시장에서 주주이익 침해를 근절하고 신뢰를 회복하는 근본적이며 유일한 대책이라고 본다. 그들은 2021년경부터 금융위원회 주도하에 이루어진 의무공개매수, M&A에 대한 공시강화, 주식매수청구권 등의 제도 개선만으로는 문제를 해결하기 부족하고, 주주에 대한 충실의무를 규정해야만 한다고 주장한다.⁹⁾

3) “갈라파고스” 논변

상법 개정안을 주창하는 이들은 주요국들의 법률과 판례에서 주주에 대한 이사의 충실의무를 인정하고 있는 이상, 국내법만 이를 인정하지 않을 경우 한국 투자시장이 기피 대상이 된다고 본다. 관련 주장에 따르면 미국 델라웨어주 회사법이나 OECD 기업지배구조 가이드라인 외에도 영국, 일본, 독일은 모두 주주를 충분히 보호한다. 반면 한국은 법인격 독립의 도그마 하에서 주주를 보호하지 않으므로, 국제적 흐름에 부합하기 위한 상법 개정이 필요하다.¹⁰⁾

2. 개정 반대론

한편으로 개정에 반대하는 입장에서도 다양한 논거를 제시하고 있다. 이 논문에서

부담한다고 볼 수 있고 그 의무를 위반하여 주주이익을 해치는 경우에는 회사에 대한 신인의무의 위반에 해당한다); 천경훈, “계열회사 간 합병과 이사의 의무”, 상사법연구 제36권 제3호(한국상사법학회, 2017), 280-282면(이사의 회사에 대한 신인의무는 주주들의 이익을 보호하기 위해 노력할 의무를 당연히 그 내용으로 포함한다고 함).

7) 이상훈, 전계논문(주 4), 415-418면.

8) 위 입장을 보여주는 예시로 한국기업거버넌스포럼, “[포럼논평] 상법 개정 반대한다는 김상훈 국민의힘 정책위의 장에게 보내는 공개 서한 (2024-11-06)” (‘주주에 대한 충실의무’ 등 선진국 시스템으로 바꾸는 근본적 체질 개선 없이 코리아 디스카운트 해결과 자본시장 선진화가 쉽지 않다고 함).

9) 예컨대, 한국기업거버넌스포럼, “[포럼 논평] 윤석열 대통령의 소액주주 보호를 위한 상법개정 의지 천명에 관한 논평 (2024-01-05)” (“정부가 아무리 노력한다고 해도 수많은 편법들을 찾아서 규제하기는 어렵고, ‘주주에 대한 비례적 이익 보호의무 및 충실의무가 도입된다면 [...] 코리아 디스카운트는 일거에 해소될 수 있”다고 함).

10) 이상훈, “이사의 주주에 대한 충실의무 - 비교법적 검토”, 비교사법 제29권 제3호(한국사법학회, 2022), 131-160면.

는 아래와 같이 반대파들의 주요 주장과 논거를 서술한다.

1) 법리적/법체계적 논변

개정에 반기를 드는 입장에서는 ‘주주에 대한 충실의무’ 개념이 현행 상법 및 비교법적 관점에 부합하지 않는다고 본다. 통상 이사의 충실의무란 이사와 회사의 이익충돌 상황에서 회사 이익을 우선할 의무를 가리킨다. 반면 개정안에 따른 주주충실의무는 이사들이 주주 이익을 보호하라는 취지이므로, 충실의무 개념이나 본질에 부합하지 않는 셈이다.¹¹⁾

더욱이 반대론자들은 주주에 대한 충실의무 개념이 이사 지위에 대한 상법상 기본 구조에 반한다고 본다. 상법상 이사는 회사의 수임인으로서 회사에 대해 선관주의의무를 부담해야 하기에, ‘주주에 대한’ 충실의무는 위 구조에 반하는 개념인 셈이다.¹²⁾ 개정안이 통과되더라도 상법 제382조 제2항을 통해 준용되는 선관주의의무 조항은 ‘회사에 대한’ 의무에 적용되므로, 선관주의의무와 충실의무의 상대방이 상이해져 체계상 모순이 된다는 지적도 존재한다.¹³⁾

2) 입법 불요 논변

일부는 개정안의 취지가 현행법상 이미 구현되어 있으므로 입법은 불필요하다고 주장한다. 위 주장에 따르면, 주주의 비례적 이익 보호는 주주평등원칙을 통해 이미 실현되고 있다.¹⁴⁾ 더욱이 현행 상법은 이사들에게 주주보호 의무를 부여하고 있으며 “각종의 주주권은 회사에 대한 권리이자 회사의 주주에 대한 의무이므로 [...] 주주의 정당한 비례적 이익을 보호하는 것이 이사들의 회사에 대한 의무를 이행하는 것이 된다”¹⁵⁾고 해석할 수 있다. 그러므로 “상법에 이미 해결책이 마련돼 있고, 주주는 그 권

11) 김태진, “주주평등원칙의 분석과 재구성”, 상사법연구 제43권 제2호(한국상사법학회, 2024), 85면.
 12) 권재열, “이른바 ‘뜨개기 상장’을 둘러싼 제도정비 방안 검토 - 이용우 의원이 대표발의한 법률개정안을 중심으로”, 상사법연구 제41권 제2호(한국상사법학회, 2022), 125면(위임계약의 일방 당사자인 이사가 다른 당사자인 회사에 대하여 의무를 부담하는 것이 당연하므로, 이사가 주주에 대해 충실의무를 부담하는 것으로 정할 수는 없다고 함); 이철송, “주주의 비례적 이익을 보호하기 위한 상법 개정안의 평가”, 상장협연구 2023-3(한국상장회사협의회, 2023), 23-24면(이사는 주주의 대리인이나 수임인이 아니므로, 이사가 주주의 이익을 위해 충실의무를 져야 한다는 것은 주식회사제도의 본질에서 벗어난다고 함).
 13) 홍복기, “이사의 충실의무에 관한 논쟁점”, 경제법연구 제23권 제2호(한국경제법학회, 2024), 12면.
 14) 김태진, 전제논문, 83-84면(주주의 비례적 이익을 보호한다는 취지는 회사법상 주주평등원칙에 이미 반영되어 있다고 함); 최준선, “이사의 ‘주주에 대한 충실의무’ 논란 小考”, 기업법연구 제38권 제3호(한국기업법학회, 2024), 20-21면(‘주주의 비례적 이익’은 주주평등원칙에 따라 이미 충실하게 보호되고 있다고 함).
 15) 홍복기, 전제논문, 14면.

리를 행사하면 충분하다”고 주장할 수 있다.¹⁶⁾

3) 불명확성 및 남소 우려 논변

일각에서는 ‘총주주’ 및 ‘주주의 비례적 이익’이라는 개념이 불분명하다고 지적한다. 이에 따르면 주주 간 이해관계 대립이 존재할 수도 있고 주주의 이익과 회사의 이익이 불일치할 수도 있기에, 주주의 이익은 이사들의 행위지침이 되기엔 불명확한 측면이 있다.¹⁷⁾ 더욱이 개정안의 내용은 주주 간 이견을 주주총회에서 정하도록 한 회사법 기본 원칙에 어긋나는 측면도 존재한다.¹⁸⁾ 주주에 대한 충실의무 신설로 이사의 경영 재량이 저해되고 주주에 의한 과도한 소송과 배임죄에 기한 과도한 처벌이 우려된다는 목소리도 제기된다.¹⁹⁾

4) “갈라파고스” 논변

반대파들은 해외 입법례에서도 이사가 회사에 대해 충실의무를 지는 것이 주류이며, 주주에 대해 충실의무를 부담한다고 규정한 사례는 미국 델라웨어주 회사법 외에는 찾아보기 어렵다고 설명한다. 미국 판례에서 이어나 경영자가 ‘회사와 그 주주’에게 신인의무를 부담한다는 표현이 사용되기는 하나, 이는 주주중심주의 하에서 회사의 이익이 주주의 이익으로 이어진다는 내용에 그친다고 본다. 즉 위와 같은 판시는 회사의 이익과 주주의 이익을 구분하는 것이 아니며²⁰⁾ 주주가 회사의 실질적 소유자라는 상징적 선언에 불과하다고 보는 것이다.²¹⁾

16) 최준선, 전계논문, 52면.

17) 이철승, 전계보고서, 28면(총주주를 위하여는 이념적인 구호에 지나지 않고 규범적으로는 무내용한 어휘라고 함).

18) 권재열, “주주의 비례적 이익을 전제로 하는 이사의 충실의무 인정 여부 검토,” 한국경제인협회 용역보고서, 2024. 6. 11, 12면.

19) 이철승, 전계보고서, 45면(이사들의 정상적인 경영행위마저 주주에 대한 충실의무 위반으로 지적되어 부당한 책임추궁이 이루어질 수 있다고 함).

20) 최준선, 전계논문, 40면.

21) 이철승, 전계보고서, 36면.

Ⅲ. 충실의무 개정안의 검토

1. 검토의 전제: 두 가지 문제의 구분

개정안의 당부를 검토하기에 앞서, 다음 두 질문은 명료하게 구분되어야 할 것이다. 첫째, 이사가 누구와 권리의무관계를 맺고 있으며, 누구의 수임인으로서 의무를 부담하는지 파악하는 하나의 층위가 있다. 둘째로는 이러한 지위에서 부담하는 의무 내용의 문제이다. 즉 이사가 자신의 의무를 이행함에 있어 누구의 이익을 보호하고 고려해야 하는지의 측면이다.

1) 첫째 질문: 의무의 상대방

“이사가 누구의 수임인으로서 누구에게 의무를 지는가”라고 질문하였을 때 현행 상법의 답변은 “회사”이다. 회사와 이사의 관계에 관하여는 민법상 위임 규정이 준용된다(상법 제382조 제2항). 이때 ‘위임’이란 민법 제3편 제2장 제11절에 정해진 계약의 한 유형으로서, “당사자 일방이 상대방에 대하여 사무의 처리를 위탁하고 상대방이 이를 승낙함으로써 그 효력이 생[기는]” 계약(민법 제680조)을 가리킨다. 한편 상법 제382조 제2항에 따라 준용되는 민법 제680조에 의해 “회사가 이사에 대해 사무처리를 위탁하고 이사는 이를 승낙”하는 관계가 형성될 뿐 아니라, 민법 제681조에 의해 이사는 “위임의 본지에 따라 선량한 관리자의 주의로써 [회사가 위임한] 사무를 처리해야 하는 의무”도 지게 된다.

이처럼 현행법 하에서 회사와 이사 사이 법률관계는 위임으로 분류되는데, 위임은 미국의 신인관계(fiduciary relation)와 달리 사실상 신뢰관계로부터 다양하게 형성될 수 있는 성질의 것은 아니고 양 당사자 의사합치를 요하는 계약이다. 예컨대 이사와 주식회사 간에는 주주총회의 선임결의와 이사의 취임승낙으로 법률관계가 성립하며,²²⁾ 이러한 법률관계는 회사와 이사 사이에 존재하게 된다. 반면 이사와 주주 사이에는 법적 계약이 체결될 여지가 없다.

22) 과거의 판례는 주주총회의 이사선임 결의 및 해당 이사의 취임승낙에 더하여 회사 대표이사에 의한 임용계약의 체결이 필요하다고 하였다. 그러나 대법원 2017. 3. 22. 선고 2016다251215 전원합의체 판결은 이를 변경하여 회사 대표이사의 청약에 의한 임용계약의 체결은 필요하지 않다고 한다. 그러나 여전히 회사 주주총회의 이사선임 결의와 해당 이사의 취임 승낙이라는 두 당사자의 의사표시의 합치에 의해 위임 관계가 형성된다는 점에는 차이가 없다.

요컨대 이사가 누구의 수입자인지, 누구에게 의무를 부담하는지에 대한 답변은 ‘회사’로 귀결되는데, 이는 대부분의 국가에서도 마찬가지이다.

2) 둘째 질문: 의무의 내용

둘째 질문, 즉 “회사의 수입인으로서 이사는 누구의 이익을 보호해야 하는가”에 대한 일차적 답변은 ‘회사의 이익을 보호하고 증진하는 것’이 될 것이다. 그러나 회사의 이익이라는 것이 기계적인 회사의 자산 증가만을 의미하지는 않는다. 회사의 자산 증감만으로 손익을 판별한다면 이익배당, 자기주식취득, 유상감자 등 주주환원 없는 순자산 증가만이 회사의 이익이 되고 주주환원은 회사의 손해가 될 것이다. 이러한 귀결은 회사의 재무와 회사법을 그릇되게 이해하고 있음이 자명하다.

그렇기에 이사의 의무 내용이 ‘회사의 이익을 보호·증진하는 것’이라고 정의하는 데에서 그친다면 이는 불충분한 답변이 된다. 회사는 궁극적으로 누구의 이익을 위해 운영되어야 하는지는 회사법상 뿌리 깊은 질문이다. 이에 대한 답변을 단편적으로 요약하자면, (i) 회사의 영리성에 주목하여 회사가 도산하지 않는 한 회사의 이익과 주주의 이익을 사실상 동일시하는 주주우선주의, (ii) 회사의 사회적 기능에 주목하여 주주 외의 다른 이해관계자들(채권자, 근로자, 협력업체, 지역사회 등)의 이익보호를 강조하는 이해관계자주의, (iii) 주주이익 보호를 기본으로 하되 회사의 지속가능성 및 주주들의 장기적 이익 실현을 위해 주주 외 이해관계자들의 이익도 고려할 수 있다는 입장²³⁾ 등으로 구분할 수 있다.²⁴⁾

이 중 어떤 입장에 따르더라도, 회사는 주주에게 이익 분배를 주된 목적으로 하는 영리법인이므로, 회사의 가장 중요한 이해관계자는 주주이다. 즉 회사 이익은 주주의 장기적 이익을 본질적 내용으로 하되, 다른 이해관계자들의 이익까지 고려할 수 있는 포괄적인 개념이다. 회사의 수입인인 이사는 직무 수행 시 회사 이익을 보호해야 하고 회사 이익의 본질적인 부분은 주주의 이익이므로, 주주 이익의 보호·증진은 이사의 의무의 중요한 내용을 구성한다. “회사는 주주의 이익을 보호할 의무가 있으므로, 회

23) 그중 대표적인 것이 영국에서 주로 논의되는 이른바 계몽된 주주가치(enlightened shareholder value) 이론이다. 이에 관하여는 안태준, “영국 회사법상 계몽된 주주 가치(enlightened shareholder value) 이론에 대한 연구 - ESG 경영환경에 적합한 이사의 의무 규정 및 공시 체계에 대한 모색의 일환으로”, 기업법연구 제37권 제1호(한국기업법학회, 2023), 53-91면 참조.

24) 주주우선주의 및 이해관계자주의 관련 논의에 관하여는 정준혁, “ESG와 회사법의 과제”, 상사법연구 제40권 제2호(한국상사법학회, 2021), 30-39면 참조.

사의 사무처리 기관인 이사는 그 직무로서 주주의 이익을 보호하여야 한다”는 견해도 위 논의의 연장선상에 있다.²⁵⁾

2. 두 문제 구분의 필요성

이사 의무의 상대방이 누구인지와 이사 의무의 내용이 무엇인지는 서로 관련되거나 구별되는 별개의 주제이고, 각종 비교법적 연구 역시 이를 구분해 설명한다.²⁶⁾ 위 논의는 예외적으로 회사 손익을 거치지 않고 주주 손익이 발생하는 경우 특히 의미가 있다.

1) 원칙적인 경우 - 회사의 손익을 거쳐 주주에게 손익이 발생하는 경우

통상 회사가 이익을 얻으면 주주도 지분가치 상승이나 배당으로 이익을 얻는다. 회사의 매출이 늘어나거나 회사가 자산 및 자금거래 과정에서 이익을 얻은 경우도 그러하다. 역으로, 회사의 손해는 주주의 손해로 이어진다. 이처럼 원칙적으로 회사이익을 보호·증진하면 주주이익도 보호·증진되기에, “이사는 회사의 수임인으로서 회사의 이익을 보호·증진할 의무가 있다”고 정한다면 주주이익도 충분히 보호된다.

2) 예외적인 경우 - 회사의 손익을 거치지 않고 주주에게 손익이 발생하는 경우

다만 예외적으로 이사의 직무수행이 곧바로 주주에게 손익을 발생시키는 경우가 있다. 대표적인 예로 (i) 회사의 합병, 주식교환 등 조직재편으로 인하여 주주가 보유하던 주식이 다른 주식·현금 등으로 바뀌는 경우, (ii) 공개매수 등 기업인수 상황에서 이사가 주주들의 매도 의사결정에 영향을 미치는 경우, (iii) 이사가 회사의 주식을 매집하여 지배권을 취득하는 경우, (iv) 지배주주의 매도청구나 감자절차를 통해 소액주주를 축출하는 경우를 들 수 있다.

25) 예컨대 곽관훈, “합병시 법인주주의 이사에게 요구되는 주의의무”, 상사법연구 제35권 제2호(한국상사법학회, 2016), 245면(“법인으로서의 회사는 의사를 결정함에 있어 주주의 이익을 고려해야 하며, 이사는 회사의사를 결정하는 기관이므로 당연히 주주이익을 고려해야 한다”).

26) 예컨대 영국의 LSE가 EU 집행위원회의 내부 시장 및 서비스 사무처(Directorate-General Internal Market and Services; 현재 해체됨)의 의뢰를 받아 작성한 이사의 의무에 관한 EU 각국의 비교법적 연구에서는 “이사는 누구에게 의무를 지는가(to whom are the duties owed)”의 문제와(그에 대한 답은 대부분의 국가에서 회사), “회사의 이익의 내용(contents of the interests of the company)”을 구분하고 있다. Gerner-Beuerle, Carsten, Philipp Paech, and Edmund-Philipp Schuster, “Study on Directors’ Duties and Liability” (2013).

예컨대 甲회사가 乙회사에 흡수합병되는 경우, 甲회사 주주는 합병대가로 현금이나 乙회사 주식을 받는다. 위 대가가 기존 보유하던 주식의 공정가치보다 고가이면 이익을, 저가라면 손해를 본다. 역으로 甲회사가 乙회사를 흡수합병하는 경우, 甲회사가 乙회사 주주들에게 지급하는 甲회사 신주·자기주식, 현금·현물이 공정가치보다 고가이면 甲회사 주주들이 지분가치 하락으로 인한 손해를 보고, 공정가치보다 저가이면 이익을 본다. 합병계약은 甲회사 주주총회 결의를 거치나,²⁷⁾ 계약 협상과 체결은 이사들의 몫이다. 즉 이사들의 직무수행 여하에 따라 甲회사 자체의 손익을 거치지 않고 주주들에게 직접 이익 및 손해가 발생하게 된다.²⁸⁾

다른 예시로 회사가 10,000:1의 비율로 주식병합을 해 자본금을 감소하는 경우를 가정할 수 있다. 10,000주 미만 주식을 소유한 주주는 주식을 잃고 감자대금을 받는다. 대금이 주식 공정가치에 미달하면 주주는 손해를 보게 되나,²⁹⁾ 이를 회사 자체의 손해라고 보기는 어렵다.³⁰⁾ 이 사례에서도 감자를 실행한 이사의 직무집행으로 직접 주주에게 손해가 발생한다.

공개매수 상황에서도 공개매수자의 제안가격이 부당히 낮음을 알고 있는 이사가 주주들에게 매도를 권유하거나 사실상 매도를 유도한다면 회사의 손해를 거치지 않고 주주 손해가 발생한다. MBO 상황에서도 이사가 주주들로부터 주식을 매수하며 불충분한 정보나 허위정보를 제공했다면 주주 손해가 직접 발생한다.

3. 예외적인 상황에서 이사의 의무

이처럼 주주 손익이 회사를 거치지 않고 발생하는 경우에도 이사는 주주이익을 보호해야 한다. 합병계약을 조율하는 이사는 주주에게 미칠 영향을 살펴보고, 합병 여부나 그 조건, 시기, 공정한 합병비율 등을 선관주의의무를 다하여 검토해야 한다. 주식

27) 물론 간이합병 또는 소규모합병의 경우에는 주주총회 결의는 이사회 결의로 갈음할 수 있다.

28) 이것을 갑회사에 손익이 발생한 것으로 이론구성해 볼 수도 있지만, 회사를 거치지 않고 주주에게 직접 손익이 발생한다고 보는 것이 직관적으로는 더 이해하기 쉽다.

29) 모든 주주에게 동일한 비율로 유상감자를 실시하는 경우에는 주당 감자대금이 주당 가치를 상회하건 하회하건 주주의 손해는 발생하지 않는다고 볼 것이다. 서울고등법원 2021. 1. 28. 선고 2018누52497 판결(호성 갤럭시시아일렉트로닉스 사건), 김지명, “주식회사 자기주식의 실무상 쟁점” 선진상사법률연구 제105호 (법무부, 2024), 14면 참조. 본문의 사안에서는 이와 달리 주식병합을 통해 10,000주 이상의 주식은 신주식으로 바뀌는 반면 그 미만의 주식은 단주가 되어 대금을 지급받기 때문에 그 가액산정의 공정성 여하에 따라 해당 주주의 손해가 발생할 수 있다.

30) 회사의 손익을 회사의 순자산 증감만으로 판단하는 입장에서는, 회사가 감자대금을 감축함으로써 오히려 이익을 보았다고 할 여지도 있다. 다만 이 논문은 이와 같이 회사의 손익을 판단해서는 안 된다고 본다.

병합에 의해 자본금을 감소시키는 이사도 주주들이 부당하게 주식을 잃거나 손해를 입지 않도록 해야 한다. 공개매수 상황에서도 이사는 부당히 낮은 가격에 매도를 부추겨서는 안 되며, MBO 상황에서 주식을 매집할 경우 주주에게 거래의 동기나 내용에 대한 정보를 정확히 제공해야 한다. 이러한 의무는 현행 상법상 선관주의의무 및 충실의무의 중요한 내용으로서 인정되는 의무라 할 것이다.

그런데 이에 대해 “현행법상 이사는 회사의 수임인이자 주주의 수임인이 아니므로, 주주 이익을 보호할 의무는 없다”는 반론(소위 ‘현행법 미비 논변’)이 제기된다. 해당 논리에 따르면 위 상황에서 이사에게 인정되는 의무는 없다. 그러나 이는 앞서 살펴본 주주이익 보호의무에 반하는 잘못된 형식논리에 불과하며, 현행법 하에서도 이사의 의무는 인정된다고 봄이 타당하다. 다만 이사의 의무 위반이 업무상 배임죄, 회사 및 주주에 대한 손해배상, 유지청구로 이어질 수 있는지는 각 제도별 요건 충족 여부를 살펴야 한다.³¹⁾

현행법 미비 논변은 이론적으로는 앞서 본 첫째 문제(의무의 상대방)와 둘째 문제(의무의 내용)를 혼동한 면이 있다. 회사의 수임인인 이사가 회사에 대해 의무를 부담하나 그 내용은 주주이익의 보호를 중요한 내용으로 한다. ‘이사는 회사에 대해 의무를 부담하기에 주주 이익은 이사와 무관하다’고 할 수는 없는 것이다. 그러나 실제로는 현행법 미비 논변이 매우 널리 퍼져 있는데, 그 이유로는 먼저 주주와 회사를 준별한 판례의 태도를 들 수 있다. 위와 같은 판례의 예시로는 1인 주주를 회사 자금 배임·횡령죄로 처벌하거나,³²⁾ 완전자회사가 완전모회사에 담보제공한 행위를 업무상 배임으로 처벌한 과다처벌 사례,³³⁾ 이사는 주주의 사무관리자가 아니라고 보아 배임죄 성립을 부정하거나³⁴⁾ 주주 손해만으로는 배임죄 성립을 부인하는 과소처벌 사례³⁵⁾가 존재한다.

31) 예를 들어 업무상 배임죄의 경우 ‘회사의 손해가 요구되므로 주주이익을 보호할 이사의 의무 위반이 인정되더라도 업무상 배임죄가 성립하지 않을 수 있다. 위법행위 유지청구권(상법 제402조)의 경우 ‘회사에 손해가 생길 염려’가 요구되므로 역시 유사한 문제가 있을 수 있다.

32) 대법원 1983. 12. 13. 선고 83도2330 전원합의체 판결 외 다수.

33) 대법원 2006. 11. 9. 선고 2004도7027 판결 (해당 사안은 완전모회사 관계가 아니나, 방론으로 완전자회사가 완전모회사에 담보를 제공했어도 업무상 배임이 성립할 것이라고 함).

34) 대법원 2004. 5. 13. 선고 2002도7340 판결 (이사가 신주인수인에게 유상증자 대금을 돌려준 행위에 대해 ‘기존 주주에 대한 업무상 배임’으로 기소한 건으로서, 대법원은 “신주발행에 있어서 대표이사가 일반 주주들에 대하여 그들의 신주인수권과 기존 주식의 가치를 보존하는 임무를 대행한다거나 주주의 재산보전 행위에 협력하는 자로서 타인의 사무를 처리하는 자의 지위에 있다고는 볼 수 없다”고 함).

35) 대법원 2009. 5. 29. 선고 2007도4949 전원합의체 판결.

더욱이 주주보호에 소극적인 판례와 법조 일반의 태도도 현행법 미비 논변을 지지하는 근거가 되었다. 불공정 합병, 실권주 저가배정 등이 문제되었을 때 법원이 다소 형식논리로서 접근했고, ‘주주에 미치는 영향을 이사들이 신중히 검토했는가’라는 관점은 홀대된 것이 사실이다.

다만 위 판례들의 경우, 민사적 관점에서 이사가 주주 이익을 해하더라도 의무 위반이 아니라고 판시한 것은 아니다. 이들은 형사적으로 배임죄의 성립 여부를 검토한 사례들인데, 형벌법규의 적용은 죄형법정주의에 따라 엄격한 해석이 이루어지기에 형사상 무죄가 곧 민사상 의무 위반을 부정하는 것은 아니다.³⁶⁾ 나아가, 최근 신주발행 과정에서 이사가 주주의 비례적 이익을 고려해야 한다고 판시한 판결도 존재한다.³⁷⁾

4. 개정안의 평가

자본시장 선진화를 위해 이사들이 주주이익 보호를 중요 의무로 인식해야 한다는 개정안의 문제의식은 타당하다. 특히 다수 회사가 주주이익을 경시한 의사결정을 내리고 있으며 법원도 이를 규제하지 못하므로 이사의 주주보호의무를 입법적으로 명시할 필요성에도 공감한다.

다만 이사가 “주주를 위하여” 충실의무를 진다는 문구는, 이사가 회사의 수임인으로서 “회사에 대하여” 선관주의의무를 지는 현행법의 위임 구조와 부합하지 않는다. 개정론자들이 개정안을 “주주에 대한 충실의무” 도입이라고 설명할 경우 이는 의무의 상대방과 의무 내용을 혼동하는 것이기도 하다. 또한 충실의무에 관하여서만 주주를 위한다는 문구를 둘 경우, 선관주의의무는 주주 이익과 무관하다는 해석으로 이어질 수 있다. 충실의무는 이사가 회사와의 이익충돌을 회피하고 회사 이익을 우선할 의무이므로, ‘주주를 위한 충실의무’ 표현은 충실의무에 대한 정의에도 부합하지 않는다.

36) 반면 이사의 의무는 민사법에서 도출되는 것이지 형사법상 이사의 의무라는 개념은 있을 수 없다는 이유로, 주주보호의무를 부정하는 형사판결은 민사판결에도 그대로 적용된다는 견해로는 이상훈, 전계논문(주 4), 408면. 그러나 민사상 어떠한 의무를 부담한다는 이유로 형사상 배임죄의 구성요건인 “타인의 사무를 처리하는 자”에 해당한다고 보거나 민사상 의무를 위반하였다고 하여 항상 “그 의무를 위배하는 행위”에 해당하는 것은 아니다.

37) 서울동부지방법원 2023. 3. 3.자 2023카합10034 결정 (회사가 제3자에게 신주와 전환사채를 발행하려고 한 사안에서 “채무자의 정관에 위반하거나 현저하게 불공정한 방법에 의하여 발행될 이 사건 신주 및 전환사채로 인하여 기존 주주가 회사에 대하여 가지는 지분에 따른 비례적 이익이 침해되거나 지배력 약화 등 불이익을 받을 염려가 있는 경우에 해당한다고 볼 여지가 크다”고 보아 신주 및 전환사채 발행금지가처분 신청을 인용함).

비교법적으로도 회사에서의 이익충돌(conflict of interest)은 통상 회사-이사 간 이익충돌과 지배주주-소수주주 간 이익충돌이 문제되고 현행 제382조의3은 이 중에서 전자를 규정한 것인데, 개정안에 따르면 해당 조문이 일반적인 주의의무까지 지칭하는 것인지, 주주-이사 간 이익충돌도 규정하는 것인지 그 범위가 불분명해진다. 더 나아가, 이익충돌이 없는 모든 상황에서 주주 이익을 회사 이익과 대등하게 고려해야 한다는 해석이 가능해질 수도 있다.

또한 개정안 제1항은 “주주”에 대한 충실의무를 규정하면서 제2항은 “총주주의 이익”, “전체 주주의 이익”을 규정하여 서로 다른 표현을 사용한다. 이에 따라 제1항의 충실의무는 개별 주주에게 부담하는 반면 제2항의 주주 이익 보호의무는 총주주나 전체 주주에 대해 부담하는지와 같은 의문을 불러일으키게 된다. 이러한 문언 상 차이를 강조하면 이사가 주주 전체의 이익을 위해 어느 특정 주주의 의사에 반하여 의사결정을 하면 해당 “주주”에 대한 충실의무를 위반한 것이라는 합리적이지 않은 주장도 가능하게 된다.

더욱이 개정찬성론이 현행법 미비 논변을 역설할수록, 현행법상 이사는 주주의 이익을 보호할 의무가 없다는 왜곡된 인식이 퍼질 수 있다. 이사가 직무 수행 과정에서 주주 이익을 보호해야 한다는 내용은 현행법의 해석으로도 도출되는 결론이기에, 개정안도 이를 명시함으로써 기존 법리를 확인하는 확인적 입법에 해당할 뿐이다. 찬성론자들이 입법 필요성을 강조하며 현행법상 주주 이익은 보호되지 않는다는 인식을 형성하는 것은 경계해야 할 것이다.³⁸⁾

이에 더해, 개정안으로 모든 문제가 해결될 것이라는 주장은 과도하다. 개정론이 입법 필요성을 강조하고자 제시하는 에버랜드 사건의 경우 피고인인 발행회사 이사들이 주주들에게 전환사채 인수 기회를 부여하였으나 주주들이 실권하자 이를 제3자에게 배정하였고, 위 행위가 발행회사에 대한 업무상 배임죄로 기소된 건이다. 사안에서 피고인들은 주주에게 저가인수 기회를 먼저 부여하였고 인수하지 않겠다는 주주의 선택을 존중했을 뿐이다. 그렇기에 ‘주주에 대한 충실의무’가 도입되더라도 반드시 유죄로 인정되지 않을 수 있다.³⁹⁾ 반면 실권한 주주사의 이사들은 전환사채를 유리하게 인수

38) 실제로 불공정합병 등에 대한 형사사건에서 “주주이익 보호는 입법론일 뿐이고 현행법 해석상 주주이익 침해는 이사의 의무위반이 아니다”라는 주장의 근거로 개정론의 문헌들을 제출한 사례가 있다고 한다.

39) 실제로 에버랜드 주주 중 하나인 당시 제일제당(현 CJ제일제당)은 실권하지 않고 위 전환사채를 좋은 조건에 인수하였다. 제일제당은 당시 이미 계열분리된 제일제당 그룹(현 CJ 그룹) 소속사로서 삼성그룹에

할 기회를 포기함에 따른 손해배상책임이 이미 인정되었다.⁴⁰⁾ 제3자 배정 방식의 저가발행은 현행법 아래에서 배임죄로 처벌되고 있기도 하다.⁴¹⁾

5. 소결

이사는 회사의 수임인이고 사무처리자이다. 이사가 부담하는 의무의 내용은 전체 주주 이익을 보호하고 주주를 공정하게 대하는 것을 포함한다. 이사의 행위로 인해 바로 주주에게 손익이 귀속되는 경우에도 이사는 총주주의 이익을 보호하는 방향으로 직무를 수행해야 한다. 현행법상 이사의 주주이익 보호의무가 없다고 말할 수는 없으나, 일부 판례가 그런 인식의 여지를 주고 있고 실무상 주주이익 보호에 대한 인식이 부족한 점은 사실이다.

그렇기에 주주충실의무 개정안의 취지는 공감할 수 있으나, 이사를 회사의 수임인으로 보는 상법 체계 및 비교법적 충실의무의 개념과 부합하지 않는 측면이 있다. 개정의 필요성을 역설하는 과정에서 현행법상 이사들에게 면죄부를 줄 수 있는 점도 아쉽다. 다만 이사에게 주주이익 보호의무가 없다는 인식이 널리 퍼져있기 때문에, 이를 시정하기 위한 입법을 고려할 필요가 있는 것도 사실이다. 이하에서는 주요 해외 국가들에서 동 문제를 다룬 법률, 판례, 학설을 살펴보고, 입법적 대안을 모색하고자 한다.

IV. 비교법적 검토⁴²⁾

본 장에서는 미국(델라웨어주 회사법 및 모델회사법), 영국, 독일, 프랑스, 일본에서 (1) 이사가 누구에 대해 의무를 부담하는지, (2) 이사가 주주에 대해 어떠한 의무를 부담하는지에 상응하는 내용을 살핀다. 이 논문에서는 객관적 입장에서 관련 법조문

종속되지 않았기 때문에 이러한 결정이 가능했을 것이다.

40) 대구고등법원 2012. 8. 22. 선고 2011나2372 판결(제일모직 대표소송).

41) 대법원 2009. 5. 29 선고 2008도9436 판결.

42) 본 장의 비교법적 검토 중 미국에 관한 부분은 민지영 교수(Michigan State University), 영국에 관한 부분은 Paul Davies 교수(University of Oxford), 독일에 관한 부분은 Wolf-Georg Ringe 교수(University of Hamburg), 프랑스에 관한 부분은 Geneviève Helleringer 교수(University of Oxford), 일본에 관한 부분은 飯田秀總 교수(동경대)의 도움을 각각 받았다. 만일 해당 부분에 오류가 있다면 전적으로 공저자들의 책임이다.

내용과 판례, 학설을 종합적으로 분석하였다. 특히 단순한 문헌 분석에서 그치지 않고 해당 국가의 논의와 실무를 깊이 있게 이해하고자 각국 저명 학자들과의 인터뷰로 도움을 받았다.

1. 미국

1) 법조문

미국에서 가장 널리 통용되는 델라웨어주 회사법(Delaware General Corporation Law, DGCL)은 이사의 주의의무(duty of care)와 충실의무(duty of loyalty)에 관한 규정을 두고 있지 않다. 다만 Section 102(b)(7)(i)는 회사 정관 규정으로 신인의무 위반으로 인한 금전 손해에 관하여 이사의 책임을 면제할 수 있다고 규정한다. 이때 “회사 또는 그 주주에 대한 충실의무(duty of loyalty to the corporation or its stockholders)”의 경우를 제외한다고 규정하여, 이사의 회사 및 주주에 대한 충실의무가 존재함을 전제로 하고 있다. 한편 여러 주 회사법의 기초로 사용되는 개정모범회사법(Revised Model Business Corporation Act, RMBCA) 역시 이사의 주주에 대한 충실의무 규정을 두고 있지 않다. 이와 관련하여 §8.30은 이사가 의무를 수행함에 있어 이사가 “회사의 최선의 이익(best interests of the corporation)”에 부합한다고 합리적으로 믿는 방법에 따라 행동해야 한다고 규정하고 있을 뿐이다. 그렇지만 §8.31(a)(2)(v)는 이사가 “회사 및 주주를 공정하게 대할 의무(duties to deal fairly with the corporation and its shareholder)”를 위반한 경우 회사 또는 주주에게 책임을 진다고 규정하여 이사가 주주에 대해서도 의무를 부담하는 것을 전제하고 있다.⁴³⁾

그렇다면 왜 델라웨어주 회사법 등은 이사의 주주에 대한 의무를 명시적으로 규정하지 않은 것인가? 영미법상 신인의무(fiduciary duty)는 오랜 기간 축적된 법원의 판례에 의해 그 내용이 정립되고 구체화된 의무이기 때문이다. 델라웨어 주에서의 신인의무 내용도 델라웨어주 형평법원(Court of Chancery)의 수많은 판례에 의해 정립되었다. 미국법상 경영판단의 원칙(business judgment rule)이나 M&A 상황에서의 중간심사기준(intermediate review), 이해상충 상황에서의 완전공정원칙(entire fairness rule)이나 MFW 기준과 같은 이사 의무의 내용들은 모두 판례를 통해 정립

43) 델라웨어주 회사법 및 개정모범회사법 관련 문헌에 대한 분석으로는 이상훈, 전제논문(주 10), 133-140면 참조.

되어 왔다. 그렇기에 주주에 대한 충실의무의 내용은 판례 법리까지 종합적으로 검토해야 한다. 법률상 명시적 규정이 없다고 하여, 주주에 대한 충실의무가 인정되지 않는다고 단정할 것은 아니다.

2) 판례 및 해석 - 이사의 회사 및 주주 전체에 대한 의무

텔라웨어주 판례는 이사가 회사와 주주 전체에 대해 신인의무를 부담한다고 본다. 관련하여 법원은 회사의 이사는 “법인 및 주주 전체에 대하여(to the entity and to the stockholders as a whole)” 신인의무를 부담한다거나,⁴⁴⁾ “이사의 신인의무는 특정 주주나 주주 집단이 아닌 회사 및 주주 전체에 대한 것(Directors’ fiduciary duty runs to the corporation and to the entire body of shareholders generally, as opposed to specific shareholders or shareholder subgroups)” 이라고 판시한다.⁴⁵⁾ 일부 판례는 이사가 회사에 대해 의무를 부담한다고 하나,⁴⁶⁾ 이를 이사가 회사에 대해서만 의무를 부담한다고 해석할 수는 없다.

이처럼 텔라웨어주 판결례들이 회사와 주주 전체에 대해 의무를 부담한다고 판시하는 것은, 미국에서 회사에 대한 관점이 경제적 실질에 중점을 두고 있기 때문이다. 우리나라 법원은 1인 회사의 배임죄 성립도 긍정하여 법인격을 중시하는 입장이다. 반면 미국은 회사를 계약의 결합체(nexus of contract)로 보고 있으며, 회사를 위한다는 것은 주주를 위한다는 것과 동치로 본다. 나아가 회사는 법률이 인정한 법적 가상체(legal fiction)에 불과하므로, 이사가 회사에 대해 신인의무를 부담한다고 보는 것은 아무런 의미가 없다고 보기도 한다.⁴⁷⁾⁴⁸⁾

따라서 미국에서도 이사가 주주에 대해 의무를 부담하는지가 의미 있는 경우는 회사를 거치지 않고 주주에게 손익이 귀속되는 경우이다. 공개매수와 같이 주주가 대가를 직접 받는 경우(payment), 주주의 의사결정이 필요한 거래에서 이사가 관련 정보를 공개하는 경우(disclosure), 주주의 의결권 행사 절차에 관여하는 경우(voting) 등

44) *Klaassen v. Allegro Dev. Corp.*, 2013 WL 5967028, at *11 (Del. Ch. Nov. 7, 2013)

45) *Gilbert v. El Paso Corp.*, 1988 WL 124325, at *9 (Del. Ch. Nov. 21, 1988)

46) *Guth v. Loft*, 5 A.2d 503, 510 (Del. 1939) 회사의 이사와 임원은 회사의 이익(the interest of the corporation)을 보호해야 한다고 본다.

47) Bainbridge, Stephen M. “Much Ado about Little—Directors’ Fiduciary Duties in the Vicinity of Insolvency.” *J. Bus. & Tech. L.* 1 (2006).

48) 미국에서 이사의 신인의무에 대한 다양한 관점에 대해서는 Gubler, Zachary J. “The Neoclassical View of Corporate Fiduciary Duty Law,” *U. Chi. L. Rev.* 91 (2024).

이 관련된 예시이다. 이러한 상황에서 이사는 주주의 최선의 이익에 따라 행동할 신인 의무를 부담하고,⁴⁹⁾ 주주의 의사결정과 관련하여 중요한 모든 사실을 완전히 진실되게(complete candor) 주주들에게 공개할 신인의무를 부담하며,⁵⁰⁾ 강력한 정당한 이유(compelling justification)를 입증하지 못하는 한 주주의 의결권 행사를 방해하기 위해 주주총회 일자를 앞당기는 것은 금지된다.⁵¹⁾ 즉 미국의 판례들은 이러한 구체적 상황에 따라 이사가 주주의 이익을 보호할 의무를 부담한다고 본다.

2. 영국

1) 법조문

영국에서는 과거 이사의 신인의무⁵²⁾에 대한 법규정을 두고 있지 않았으나, 2006년 회사법(Companies Act 2006)을 제정하면서 보통법(common law)에 의해 인정되던 신인의무 내용을 성문법에 규정하였다.⁵³⁾ 관련하여 2006년 회사법 제170조 (1)항은 “제171조 내지 제177조에 규정된 일반적 의무들은 회사의 이사가 회사에 대해 부담한다”고 정하여⁵⁴⁾ 이사가 회사에 대해 신인의무를 부담함을 명확히 하였다.⁵⁵⁾ 이에

49) Unocal Corp. v. Mesa Petroleum Co. 493 A.2d 946 (Del. 1985)(“이사회가 인수 제안을 좌절시키기 위해 회사 권한을 행사하는 경우에 있어서 본 재판부의 분석은 회사의 이사가 회사 주주들의 최선의 이익을 위해 행동할 신인의무를 부담한다는 기본원칙에서 출발한다.”) (“In the board’s exercise of corporate power to forestall a takeover bid our analysis begins with the basic principle that corporate directors have a fiduciary duty to act in the best interests of the corporation’s stockholders.”).

50) Smith v. Van Gorkom 488 A.2d 858 (1985) (“...[델라웨어주 대법원은] 이사가 주주들에 대해 완전히 진실된 분위기로 문제되는 거래와 관련한 중요한 정보를 공개할 신인의무를 부담한다고 판시하였다”) (“...this Court held that corporate directors owe to their stockholders a fiduciary duty to disclose all facts germane to the transaction at issue in an atmosphere of complete candor.”).

51) Blasius Industries, Inc. v. Atlas Corp. 564 A.2d 651 (1988); Schnell v. Chris-Craft Industries, Inc. 285 A.2d 430 (1971).

52) 참고로 영국에서는 신인의무(fiduciary duty)와 충실의무(duty of loyalty)를 같은 의미로 사용한다.

53) 제178조 (1)항은 “제171조~제177조 규정의 위반(또는 위반 우려)에 따른 결과는 이에 상응하는 보통법상 법규나 형평법상 원칙이 적용되는 경우에서의 결과와 동일하다(The consequences of breach (or threatened breach) of sections 171 to 177 are the same as would apply if the corresponding common law rule or equitable principle applied)”고 규정하여, 영국 회사법 상 이사 의무의 내용이 보통법 상 인정되는 내용을 규정하였음을 확인하고 있다.

54) 170 Scope and nature of general duties

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

55) 이사 의무 위반 시 민사책임에 관한 제178조 (2)항은 위 규정에 따른 의무는 “이사가 회사에 대해 부담하는 다른 신인의무와 동일한 방법으로 집행가능하다(enforceable in the same way as any other fiduciary duty owed to a company by its directors)”고 규정하여 이사의 신인의무는 회사에 대한 것임을 명확히

더해 회사법 제172조 (1)항도 “회사의 이사는 주주 전체의 이익을 위하여 회사의 성공을 가장 촉진할 것이라고 자신이 선의에 따라 생각하는 방법으로 행동해야 한다”고 규정한다. 다만 이사는 의사결정 과정에서 장기적 영향, 근로자, 고객, 지역사회 등 다양한 이해관계자들에 미치는 영향도 고려해야 하며, “회사 주주들 간에 공정하게 행동할 필요성(the need to act fairly as between members of the company)”도 검토해야 한다.

2) 판례 및 해석 - 불공정한 침해(unfair prejudice)를 통한 구제

영국 회사법에는 주주가 이사에게 직접 책임을 추궁하는 규정은 없고, 대표소송 규정만 존재한다(제260조). 다만 대표소송은 이사의 의무 위반으로 회사에 손해가 발생한 경우에만 가능하므로, 주주의 손해만 발생했다면 대표소송을 제기할 수 없다.⁵⁶⁾ 회사가 유상증자 과정에서 지배주주에게만 저가에 신주를 발행했다라도 이는 일반주주만의 손해이므로 제172조 의무 위반(회사 주주들 간 공정하게 행동할 필요성)으로 배상책임을 묻기는 어렵다.⁵⁷⁾

그렇기에 이사의 행위로 인한 일반주주의 손해는 영국 회사법 Part 30에서 정하고 있는 불공정한 침해(unfair prejudice) 규정을 활용하는 편이 효과적이다.⁵⁸⁾ 이에 따르면 주주는 회사가 주주 전부 또는 일부의 이익을 불공정하게 침해한 경우 법원에 시정을 요구할 수 있다(제996조). 이에 따라 법원은 지배주주가 피해를 입은 주주의 지분을 매입하도록 하는 등 다양한 구제 수단을 광범위한 재량에 따라 명할 수 있다(제998조, 제996조 제1항).

요약하자면 2006년 영국 회사법상 이사 충실의무의 상대방은 회사이지만, 이사는 임무 수행 과정에서 주주 전체의 이익을 위하여야 하고 주주들 간 공정하게 행동할 필요성도 고려해야 한다(제172조). 다만 이사가 제172조 의무를 위반하여 주주들에게 피해를 입히더라도 그 책임을 묻는 과정에서는 제996조 이하의 불공정한 침해 규정을 활용함이 효과적이다.

하고 있다.

56) McGaughey v Universities Superannuation Scheme Ltd [2023] EWCA Civ 873.

57) Paul Davies 교수의 설명이다.

58) 이에 대한 자세한 설명은 안태준, “영국 회사법상 주주를 위한 법적 구제수단으로서의 불공정한 침해(unfair prejudice) 법리에 관한 연구”, 상사법연구 제40권 제2호 (한국상사법학회, 2021) 참조.

3. 독일

1) 법조문

독일 주식법(Aktiengesetz)은 경영이사회 이사의 주의의무만을 규정하며(제93조 제1항) 충실의무에 대해서는 특별한 규정을 두고 있지 않다. 주식법은 2005년 개정을 통해 경영판단의 원칙을 명문화했는데, 이에 따르면 이사가 의사결정 과정에서 적절한 정보에 기하여 회사의 이익(Wohl der Gesellschaft)을 위해 행동한다고 합리적으로 간주할 수 있는 경우 의무를 위반하지 않는 것으로 본다(제93조 제1항 제2문).

2) 판례 및 해석

독일 학계의 일반적 견해는 이사가 회사에 대해서만 의무를 부담하고 주주에게는 직접 의무를 부담하지 않는다는 것이다.⁵⁹⁾ 주주에 대한 이사의 의무나 책임은 주식법상 명문화되어 있지는 않고, 다만 예외적으로 이사가 불법행위책임을 부담할 수 있는데, 예컨대 이사가 주주에게 잘못된 정보를 제공해 주식을 인수한 주주가 손해를 입은 경우를 상정할 수 있다.

또한 독일의 주주는 이사에 대해 직접 책임을 묻기 어려우나, 합병의 경우 추가적인 주주보호수단을 마련해두고 있다. 독일 조직재편법(Umwandlungsgesetz)은 주주 또는 채권자가 합병의 결과에 따라 입을 손해를 이사가 배상하도록 규정하고 있다(제25조 제1항). 또한, 합병을 반대하는 주주는 신주 대신 회사에 현금을 받고 지분을 매각할 수 있고(제29조 제1항), 그 현금 지급액이 공정한지는 합병 검사인이 검사하도록 되어 있다(제30조 제2항).

4. 프랑스

1) 법조문

프랑스 상법전(Code de Commerce)은 이사의 선관주의의무나 충실의무를 명시적으로 규정하지 않는다. 그러나 L225-35조는 “이사회가 회사 활동의 사회적, 환경

59) Holger Fleischer in Beck.Online Großkommentar zum Aktiengesetz (C.H. Beck 2024), §93 para 152; Klaus J. Hopt and Markus Roth, in Großkommentar zum Aktiengesetz (C.H. Beck 2021) §93 para 623; Katja Langenbacher, Aktien- und Kapitalmarktrecht (C.H. Beck 2022) 78

적 영향을 고려하여 회사의 이익에 따라 회사 활동의 방향을 결정하고 그 집행을 감시하여야 한다”고 규정하여 “회사의 이익(intérêt social)”을 추구하여야 함을 명확히 하고 있다.⁶⁰⁾ 학설과 판례도 위 규정에 근거해 이사들이 회사의 이익을 위해 신중하고 성실하게 임무를 수행해야 한다고 본다.⁶¹⁾

한편 이사의 책임과 관련된 L225-251조는 “이사와 대표는 단독, 또는 연대하여 주식회사에 적용되는 법령이나 정관 위반 및 임무 과정에서의 과실에 대해 회사 또는 제3자에 대하여 책임을 부담한다”고 규정하고 있다.⁶²⁾ 이사의 회사와 제3자에 대한 책임⁶³⁾을 각 규정한다는 점에서, 상법 제399조 및 제401조를 두고 있는 국내 상법 체계와 유사하다.

2) 판례 및 해석 - 주주에 대한 정보제공의무

이사가 주주의 의사결정에 충분한 정보를 제공하지 않았음을 들어 주주에 대한 충실의무 위반을 인정한 판결례가 존재한다. 대표적인 Vilgrain 사례에서 이사회 의장은 보유 주식을 고가에 매각할 것을 협의하고 있었으나, 이를 밝히지 않고 주주들로부터 주식을 저가에 매입하여 상당한 이익을 얻었다. 사안에서 프랑스 파기원 상사부(Cour de Cassation, Chambre commerciale)는 의장이 주식을 재구성하는 중개자로서 회사의 경영자에게 부과되는 모든 주주에 대한 충실의무(devoir de loyauté qui s'impose au dirigeant d'une société à l'égard de tout associé)를 위반했다고 판시하였다.⁶⁴⁾ Beley 사례에서는 이사가 주주들에게 매각을 권유하며 의사결정에 영향을 줄 수 있는 정보를 알리지 않은 점이 충실의무 위반으로 인정되었다.⁶⁵⁾ 이처

60) 프랑스에서 회사는 이사회 구조로 단층 이사회(one-tier), 복층 이사회(two-tier) 중 하나를 선택할 수 있다. 후자의 경우 회사의 업무집행은 집행이사회(directoire)가 담당하고 감독이사회(conseil de surveillance)가 집행위원회의 업무를 감독한다. 복층이사회 구조 하에서의 집행이사회(directoire)에도 동일한 내용의 L225-64조가 규정되어 있다.

61) Paul Le Cannu and Bruno Dondero, “Droit des sociétés” (8e édition) (2019) p.525

62) 프랑스에서 회사는 이사회 구조로 단층 이사회(one-tier), 복층 이사회(two-tier) 중 하나를 선택할 수 있다. 후자의 경우 회사의 업무집행은 집행위원회(directoire)가 담당하고 감독이사회(conseil de surveillance)가 집행위원회의 업무를 감독한다. 이사의 책임과 관련한 위 L225-251조는 복층 이사회 구조 하에서 집행위원회 위원들에게도 동일하게 적용된다(L225-256조). 한편 집행위원회에 대한 감독 기능을 수행하는 감독이사회 위원은 그 임무를 수행하면서 발생하는 개인적인 과실에 대해 책임을 부담한다(L225-257조).

63) 이사의 제3자에 대한 책임은 이사가 의도적으로 통상의 이사라면 범하지 않았을 중대한 과실을 범한 경우에 인정된다.

64) Cour de Cassation, Chambre commerciale, du 27 février 1996, 94-11.241

65) Cour de Cassation, Chambre commerciale, du 12 mai 2004, 00-15.618 (“양도인들이 양도 결정에

럼, 이사가 주주에게 의사결정에 필요한 정보를 제공할 의무가 인정된다.

한편 불공정 합병과 관련해 이사의 주주에 대한 충실의무 위반이 문제된 사례는 없다. 합병은 주주총회 결의를 거치기는 하지만 합병비율 등 합병계약서의 주요 조건을 결정하는 책임자는 이사이다. 만일 합병비율 자체가 불공정하게 산정되었다면 주주들이 충분한 정보에 기반하여 의사결정하기는 어려워진다. 이러한 관점에서 볼 때 이사가 합병을 승인하는 주주들에게 정보를 제공하지 않았다면 임무해태로 인한 책임을 부담한다고 볼 수 있다.⁶⁶⁾

5. 일본

1) 법조문

일본 회사법 제355조는 “이사는 법령, 정관 및 주주총회결의를 준수하고, 주식회사를 위하여 충실하게 그 직무를 수행하여야 한다”고 규정하여, 이사 충실의무의 상대방은 회사임을 밝히고 있다. 일본 회사법에 따르면 회사와 이사의 관계는 위임에 관한 규정을 따르고(회사법 제350조, 민법 제644조), 이사가 임무를 게을리 한 경우 회사에 대해 손해배상책임을 부담하며(회사법 제423조), 이사가 직무에 대하여 악의 또는 중과실이 있는 경우 제3자에 대해 손해배상책임을 진다(회사법 제429조).

2) 판례 및 해석 - 주주에 대한 공정가치 이전의무, 정보제공의무

회사법 규정은 이사가 회사에 대해 의무를 부담한다고 하나, 이는 주주의 이익을 증대하는 것을 의미한다고 해석된다.⁶⁷⁾ 그렇기에 이사의 직무가 회사를 통하지 않고 주주의 이익에 영향을 미치는 경우에도 이사는 주주 공동의 이익을 도모해야 한다.⁶⁸⁾

관련하여 도쿄고등법원의 렉스홀딩스 판결에서는 이사가 주주에게 공정한 기업가

영향을 줄 수 있는 정보를 숨김으로써 회사의 주주들에 대한 이사의 충실의무를 위반하였다)(“...manqué à l'obligation de loyauté qui s'impose au dirigeant de société à l'égard de tout associé en dissimulant aux cédants une information de nature à influencer sur leur consentement...”)

66) Bull. COB Oct. 1995, p. 23, n°295.

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

68) 상게서, 282頁. 일본의 유명 로펌에서 발간한 실무서들도 회사에 대한 이사의 의무의 내용에는 ‘주주 공동의 이익을 도모할 의무’가 포함되어 있음을 지적하며 이에 위반할 경우 일본회사법 제429조 제1항(한국 상법 제401조 제1항에 해당)에 따라 이사의 주주에 대한 손해배상책임이 인정될 수 있다고 한다. 西村あさひ法律事務所 編, M&A法大全(上)(全訂版), 商事法務, 2019, 655-659頁 및 森·濱田松本法律事務所 編, M&A法大系(第2版), 有斐閣, 2023, 389-390頁.

치를 이전할 의무가 있다고 보았다.⁶⁹⁾ 사안에서 렉스홀딩스 대표이사는 PEF와 MBO(management buyout) 거래를 추진하였다. PEF가 설립한 SPC는 공개매수를 통해 렉스홀딩스 주주들로부터 지분을 매입하여 주주총회 결의 요건을 갖추었고, 정관 변경을 통해 기존 주식을 전부취득조항부 주식⁷⁰⁾으로 변경하였다. 이후 렉스홀딩스는 전부취득조항부 주식 1주당 보통주 0.00004547주를 교부해 일반주주들을 축출하였다. 렉스홀딩스가 공개매수 과정에서 지급한 대금은 주당 230,000엔이었는데, 렉스홀딩스가 주식을 취득하는 과정에서 일부 반대주주들이 주식이격결정을 신청한 결과⁷¹⁾ 주식의 공정가치가 336,696엔으로 결정되었다. 그 결과 공개매수에 응하거나 축출된 주주들이 위 MBO 거래가 렉스홀딩스 이사의 선관주의의무 위반이었다고 주장하며 회사법 제429조에 따라 손해배상을 소구하였다.

2심인 도쿄고등법원은 이사가 MBO를 통해 회사를 인수하는 경우에도 회사에 대해 선관주의의무와 충실의무를 부담함을 명확히 하였다. 이에 더해, “주식회사는 회사의 기업가치를 향상시켜 회사의 이익, 나아가 기업소유자인 주주의 공동이익을 도모하는 구조의 영리기업이며, 이사 및 감사의 회사에 대한 선관주의의무는 회사, 나아가 주주의 공동이익을 도모하는 것을 목적으로 하는 것으로 해석된다”고 판시하였다. 주주들이 MBO 과정에서 대금을 수령할 경우 MBO의 경영상 효용으로 인한 가치 증가분도 지급되어야 한다. 그렇기에 법원은 이사가 “선관주의 의무의 일환으로 MBO에 있어서 공정한 기업가치의 이전을 도모해야 하는 의무”, 이른바 “공정가치 이전의무(公正價值移轉義務)”를 부담한다고 보았다. 렉스홀딩스 이사들은 회사에 합리적인 MBO라면 기업가치를 반영하지 못한 인수가격을 정하더라도 선관주의의무 위반이 아니라 보았으나, 법원은 이를 영리기업인 회사의 본질에 반하는 주장이라 보았다.

도쿄고등법원은 이에 더해 이사는 MBO 과정에서 정보제공의무도 부담하며, 주주가 주식공개매수에 응할 것인지 결정하는 과정에서 필요한 정보를 공개할 의무도 부담한다고 보았다. 따라서 중요사항에 관하여 허위사실을 공표하거나 이를 알리지 않은 경우에는 선관주의의무 위반이 될 수 있는 셈이다. 법원은 증권거래법 등 유관 법

69) 東京高判平成 25·4·17, 判時 2190号96頁

70) 전부취득조항부 주식이란 회사가 주주총회 결의에 의하여 주식 전부를 취득할 권한을 갖는 주식을 말한다(회사법 제108조 제1항 제7호). 전부취득조항부 주식 제도는 소액주주를 축출하여 1인 회사로 만드는 거래에 널리 사용된다.

71) 회사가 전부취득조항부 주식을 취득하는 경우 주주총회 결의에 앞서 반대취지를 밝히고 주주총회에서 반대한 주주는 법원에 취득가격 결정신청을 할 수 있다(회사법 제172조 제1항).

령에 따라 회사 실적을 공개하는 경우에도 선관주의의무에 따른 정보공개의무가 있다고 보았다. 다만 사안에서는 렉스홀딩스의 공개매수가격이나 매각대금이 객관적 주식 가치보다 낮다고 보기 어려워 이사들의 손해배상의무는 인정되지 않았다. 위 판시 내용은 오사카고등법원 판결에서도 반복되었다.⁷²⁾

위 판결은 이사가 주주에 대해 공정가치이전의무, 정보제공의무를 부담한다는 선구자적 판결로서 일본 학계에서 널리 수용되고 있다.⁷³⁾ 동 판결 이후 2019년 제정된 경제산업성의 “공정한 M&A에 대한 가이드라인”에 따르면 M&A 거래에 있어 준수되어야 하는 두 가지 원칙으로 ① 기업가치의 향상과 ② 공정한 절차를 통한 일반주주의 이익 확보가 제시된다.⁷⁴⁾ 2023년 발표된 경제산업성의 “기업인수에 관한 행동지침”도 이사 및 이사회는 “기업가치 향상과 더불어 주주이익을 위한 합리적인 노력을 기울여야 한다”고 규정하고 있다.⁷⁵⁾

6. 정리

이 논문에서 살펴본 5개의 주요 국가에서 이사의 충실의무에 대한 입장은 다음과 같다. (1) 미국을 제외한 영국, 독일, 프랑스, 일본은 모두 이사가 회사에 대해 의무를 부담한다고 본다. 미국 델라웨어주에서는 회사와 주주 전체에 대해 의무를 부담한다고 정하는데, 이는 미국 회사법상 회사와 주주를 크게 구분하지 않는 태도에서 비롯된 규정이다. (2) 회사에 대해 의무를 부담한다고 보는 국가에서도, 일정한 상황에서 이사가 주주를 보호할 의무가 있음을 수긍한다. 일본에서는 MBO 상황에서 공정가치 이전의무를 인정하고, 대부분 국가에서 중요한 정보를 진실되게 전달할 의무를 긍정한다. 프랑스나 일본에서는 이사가 주주보호 의무를 위반하는 경우 ‘이사의 제3자에 대한 책임 조항’을 통해 책임을 추궁할 수 있다. 그 외 영국은 불공정한 침해(unfair prejudice) 규정을 통해, 독일은 불법행위책임으로 주주를 구제한다. 미국에서는 경영권 방어, 정보 제공, 의결권 행사 등 상황에서 이사의 의무가 판례법리로 정립되었다.

72) 大阪高判平成 27・10・29, 判時 2285号 117頁.

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

74) 経済産業省, “公正なM&Aの在り方に関する指針—企業価値の向上と株主利益の確保に向けて—”(2019. 6. 28.) 14頁.

75) 経済産業省, “企業買収における行動指針—企業価値の向上と株主利益の確保に向けて—”(2023. 8. 31.) 19頁.

V. 입법적 대안의 모색

1. 주주보호 의무의 입법 필요성

이른바 ‘주주충실의무’를 규정한 개정안에는 체계상·이론상 문제가 존재하지만, ‘이사의 행위가 회사의 자산변동을 거치지 않고 직접 주주에게 손익을 발생시키는 경우에도 이사는 주주 전체(shareholder as a whole)의 이익을 보호해야 한다’는 개정 취지는 타당하다. 이는 현행법의 해석으로도 인정되어야 하지만, 광범위한 오해를 시정하기 위해 이를 확인적, 주의적으로 규정할 필요가 있다. 이사가 전체 주주의 이익을 보호할 의무가 있다는 것은 IV에서 살펴본 주요 외국의 입장과는 부합한다.

2. 입법불요론의 검토

위 제안에 대하여는 현행법 해석상으로도 이사들의 주주이익 보호의무가 인정되므로 굳이 이 점을 입법하여 불필요한 오해나 혼란을 조성할 필요가 없다는 반론이 있을 수 있다. 주주충실의무 개정안에 대해 그러한 개정 논의가 무의미하다거나 불필요한 사족이라고 지적하는 견해들은 이 글에서 제시하는 대안적 입법에 대해서도 비슷한 지적을 할 수 있을 것이다. 이러한 지적은 논리적으로는 일리가 있다. 그러나 현재의 상황은 “한국 상법은 주주이익을 보호하지 않는다”는 인식이 너무 널리 퍼져 있어 다음과 같은 문제가 존재한다.

1) 재판규범의 측면

첫째 재판규범의 측면이다. 법원은 합병 등 구조재편 행위의 적법성 판단 시에 그로 인한 주주이익 침해 여부 및 이사들이 이를 검토했는지 여부에 그다지 관심이 없고, 제소요건 등 형식적인 부분만 검토하는 경향이 있다. 예컨대 삼성물산-제일모직 합병에 관한 민사 가치분사건에서도 법원은 소수주주권 행사요건을 충족했는지에 집중하였고, 이사들의 의무 이행 여부는 검토하지 않았다. 상장회사 간의 합병이어서 합병비율이 법정되어 있더라도 이사는 합병 여부, 합병 시기, 거래구조, 허용되는 할증할인 등의 가능성을 검토해야 할 텐데, 이런 점은 법원 결정문에서 전혀 다루지지 않은 것이다.⁷⁶⁾

76) 천경훈, 전계논문(주 6), 265-267면 참조.

삼성물산-제일모직 합병에 관한 2024년 1심 형사판결에서도 서울중앙지방법원은 “이사는 [회사]의 사무처리자로서 [회사]에 대하여 임무를 부담할 뿐, 주주에 대해서도 임무를 부담한다고 보기는 어렵다”고 판시하였으며, “주주가 합병의 효과를 받는다 하더라도 이는 주주가 합병의 이해관계자임을 의미할 뿐, 이때 사무의 주체와 달리 사무의 이해관계인에 대하여는 타인의 사무를 처리하는 자의 행위로 직·간접적인 손해를 입은 경우라고 하더라도 배임죄가 성립한다고 보기 어렵다”⁷⁷⁾고 결론지었다.

이처럼 배임죄에 관해 회사와 주주를 준별하여 ‘주주손해가 있어도 회사손해가 없으면 무죄’라거나 ‘이사는 주주의 사무처리자가 아니’라는 판례 입장은 확고하다. 위와 같은 판례는 형사법상 배임죄의 구성요건에 대한 내용이므로 민사적 맥락에서 이사의 의무를 부정하는 근거가 될 수 없음이 원칙이나 현실적으로는 민사사건에도 영향을 미치고 있으며,⁷⁸⁾ 이사들이 주주에게 손해를 야기해도 형사적, 민사적 책임을 묻기 어렵다는 인식이 만연한 것으로 보인다.

2) 행위규범의 측면

둘째는 행위규범의 측면이다. 상당수의 기업들이 구조개편이나 지배권거래 시에 그로 인하여 일반주주 이익이 침해되는지에는 그다지 관심이 없고, 증권신고서 등 공시자료에도 이에 대한 고민의 흔적이나 주주를 이해시키려는 노력이 보이지 않는 경우가 많다. 회사 합병이나 분할로 주주들의 부가 감소할 수 있는 상황이라면 그 거래가 주주들에게 미치는 영향 및 대안의 가능성에 대해 이사회 차원의 검토나 IR 차원의 설명이 있어야 함에도, 일절 존재하지 않는 경우가 대부분이다. 경영권 분쟁 시 거액의 회사자금을 활용해 자기주식을 매입하거나 신주를 발행하는 과정에서도 회사의 장기적 이익에 부합하는지, 주주에 어떠한 영향을 미치는지에 대해 이사회나 법률자문사 모두 고민을 한 흔적을 찾기 어려운 경우가 많다. “현행 상법의 해석상으로도 이사는 주주의 이익을 보호해야 한다”는 주장이 현실적인 설득력을 갖지 못하고 무색해지는

77) 서울중앙지방법원 2024. 2. 5. 선고 2020고합718, 920(병합).

78) 예컨대 삼성물산-제일모직 합병에 관한 합병무효 소송의 1심 판결(서울중앙지방법원 2017. 10. 19. 선고 2016가합510827 판결)은 이사들이 주주에 대하여 타인의 사무를 처리하는 자의 지위에 있다고 볼 수 없다는 형사판결(대법원 2004. 5. 13. 선고 2002도7340 판결)을 인용하며 삼성물산 이사들이 “개별 주주의 구체적·경제적 득실을 고려해야 할 의무까지 있다고 보이지 않는다”고 판시하였다. 물론 이것은 합병무효 사유를 인정하지 않은 많은 사정 중의 하나였을 뿐이고, 이사가 “개별 주주의 득실을 고려해야 할 의무”를 지지 않는다는 것도 타당한 설시이지만, 민사적 맥락에서 거래의 무효를 부인하면서 형사판결을 인용하고 있다는 점은 앞서 본 ‘현행법 미비 논변’에 힘을 실어주고 있다.

상황이라 할 수밖에 없다.

3) 시장인식의 측면

셋째는 시장인식 및 행동의 측면이다. 법원과 다수 기업들이 주주이익을 진지하게 고려하지 않는 태도를 보이므로 투자자들은 “한국 상법은 주주이익을 보호하지 않는다”고 인식하게 되었다. 이러한 인식은 외국인 투자자, 개인투자자, 기관투자자를 막론하고 발견되며, 투자자들이 외국 자본시장으로 옮겨가는 원인으로 꼽힌다. 주주총실의무 개정안에 문제가 존재하더라도 논의 끝에 아무 개정도 하지 않는 귀결로 이어진다면, ‘한국법은 주주를 보호하지 않는다’는 인식이 강화되어 자본시장에 부정적 여파가 이어질 수 있다.

3. 몇 가지 반론의 검토

위와 같이 주주보호의무를 상법에 규정하자는 개정안에 대해서는 입법불요론 외에도 몇 가지 반론이 제기될 수 있다. 첫째로는 주주들의 선호나 이해관계가 다양하므로, 총주주 이익이라는 개념이 모호하며 주주 간 이견은 다수결로 결정함이 타당하다는 주장이다. 둘째는 주주에 의한 남소와 과도한 처벌이 우려된다는 입장이다. 셋째로는 주주이익을 명문화함으로써 주주 외의 이해관계자들을 경시할 수 있고, 이는 ESG와 이해관계자 고려라는 시대 흐름에 역행한다는 반론이다. 이에 대해 아래와 같이 검토한다.

1) 총주주 개념의 모호성?

총주주(shareholder as a whole)의 이익을 보호한다는 것은 주주 전체를 하나의 집단으로 보고 이들의 집합적 이익을 보호한다는 의미이다. 주주마다 뜻하는 바가 다름은 당연하며, 여전히 주주총회에서 결정해야 하는 사안에 있어 주주 간 다수결 원칙이 관철되어야 한다.

예컨대 甲회사 이사가 甲회사에 불리하게 합병비율을 협상하면, 甲회사 주주들이 수령하는 대가의 총계가 감소한다. 이는 甲회사 총주주의 손해인바 이사는 이를 방지할 의무가 생긴다. 이때 개별 주주가 합병비율이 불리하더라도 본건 합병에 찬성할 수 있는데, 이는 총주주 이익과는 무관한 개별 주주의 의사결정 영역이다. 마찬가지로 甲

주식에 대한 공개매수 제안이 부당한 저가로 이루어진 경우, 甲회사 이사가 이에 응하도록 권고하면 甲회사 총주주 이익을 침해하는 행위이다. 어떤 주주는 그럼에도 불구하고 매수제안에 응하고자 할 수도 있는데 이 역시 그의 자유이다. 즉 이사가 총주주의 이익을 보호해야 한다는 것과, 개별주주가 자신의 선호에 따라 의결권을 행사하거나 매각결정을 하는 것은 모순되지 않는다.

물론 사안에 따라 어떠한 의사결정이 총주주 이익에 부합하는지 모호할 수 있으나, 이는 개정안에 따른 새로운 문제가 아니라 회사의 이익이라는 관념에 내재된 문제이다. 본래 회사의 이익이란 단순한 회사재산의 증가를 의미하는 것이 아니기에, 이사들은 회사의 장단기 성과와 지속가능성 등을 고려하여 서로 다른 판단을 내릴 수도 있다. 이때 이사들이 합당한 정보에 기해 선의로 판단했다면 경영판단의 보호범위에 포함된다. 즉 총주주의 이익이란 관념이 불명확하다는 문제는 회사법에 본래부터 내재된 것으로, 상법 개정으로 새로 발생하는 문제가 아니다.

2) 남소/과다처벌 우려?

주주에 대한 충실의무를 규정하지 않고 회사-이사의 위임 구조를 유지하며 주주이익 보호를 규정하더라도 배임죄 처벌 범위는 종전과 동일하다. 이사는 여전히 회사의 사무처리자이고, 회사의 손해가 인정되어야 배임죄로 처벌된다.⁷⁹⁾ 반면 국회에서 의결된 상법 개정안은 이사의 주주에 대한 충실의무를 규정하므로 이사를 주주의 사무처리자로 볼 여지가 있고 따라서 형사상 배임죄의 처벌범위가 확대될 가능성이 있다.

한편 민사소송 측면에서 보면 과거 증권집단소송법, 이종대표소송 등의 시행을 앞두고도 남소의 우려가 많았으나 실제로 소송은 매우 드물었다. 증권집단소송법의 경우 실제 배상판결이 확정된 것은 2005. 1. 1. 법시행 후 20년이 지나도록 두 건에 불과하고(화해로 종결된 건을 합해도 10건 미만임), 이종대표소송은 알려진 사건이 거의 없다. 또한 일부 주주들이 입법취지에 반하여 소송을 남용하더라도 이는 재판으로 통제할 영역에 불과하다.

79) 다만 이사의 의무 위반에 대해 배임죄로 형사처벌을 하는 것은 과도하고 기소 기준이 명확하지 않다는 지적이 있다. 이러한 맥락에서 배임죄 폐지 주장이 등장하기도 하였다. 기업범죄에 대한 배임죄 기소 가이드라인 등을 제정하여 예측가능성을 높일 필요가 있다.

3) ESG 요청과의 상충?

채권자, 근로자, 협력업체, 소비자, 지역사회 등 주주 외 이해관계자들의 이해관계는 주주의 이해관계와 대립될 수 있다. 종래에는 법에서 따로 주주의 이익보호를 명시하지 않았으므로, 선관주의의무 및 충실의무의 상대방인 “회사”라는 관념 속에서 주주와 이해관계인의 이해관계가 모두 고려될 수 있는 여지가 있었다. 그런데 위 제안과 같이 주주이익 보호의무를 명시하게 되면, 주주가 다른 이해관계자보다 우월하다든가, 또는 주주 이외의 다른 이해관계자의 이익을 이사가 고려해서는 안 된다는 식의 주장이 제기될지도 모른다.

주주이익보호를 명시하더라도 그것이 다른 이해관계자들에 대한 고려를 금지하는 것이어서는 안 된다. 이는 ESG 및 지속가능 성장이라는 시대흐름에 오히려 역행하는 것이기도 하다. 이사는 다른 이해관계자들의 이익을 고려할 수 있어야 하고, 이 점을 입법으로 명시하는 방안을 고려할 수 있을 것이다.

4. 개정시안

이와 같은 취지에서 다음과 같은 법안을 제시해 본다.

제382조의3 (이사의 주의의무와 충실의무)

- ① 이사는 회사의 수임인으로서 선량한 관리자의 주의로 그 직무를 수행하여야 한다.
- ② 이사는 법령과 정관의 규정에 따라 회사를 위하여 그 직무를 충실하게 수행하여야 하고, 회사의 이익에 반하여 자신의 이익을 추구하여서는 아니된다.
- ③ 이사는 그 직무를 수행함에 있어 주주 전체의 정당한 이익을 보호하여야 하고, 특정 주주의 이익이나 권리를 부당하게 침해하여서는 아니 된다.
- ④ 이사는 그 직무를 수행함에 있어 환경과 사회 요소 등 회사의 지속가능성에 관한 사항을 고려할 수 있다.

제1항은 선관주의의무 조항을 준용하지 않고 풀어쓴 것이다. 기존 상법상 민법 규정을 준용한다는 문구만으로는 상법상 선관주의의무가 명백하지 않았다. 위와 같이 문구를 수정한다면, 선관주의의무의 존재가 수범자들에게 더 명확해질 것이다. 제2항 전단은 충실의무에 대한 현행 상법 제382조의3의 내용을 유지하였고, 후단에서는 이익충돌 방지를 본질로 하는 충실의무의 정의를 반영하였다. 한편 제3항에서는 이사의 행위준칙으로서 ‘주주 전체의 정당한 이익 보호’ 및 ‘특정 주주 권익의 부당한 침해 금지’를 명시하였다. 전자가 주주 전체(shareholder as a whole)의 이익을 보호해야

한다는 문제라면, 후자는 주주에 대한 공정한 대우 내지 일부 주주에 대한 부당한 권익침해 금지의 문제이다. 후자의 문제는 지배주주와 비지배주주 사이 주로 발생할 것이나, 그 외의 경우도 포섭하기 위해 광범위하게 표현하였다.

제4항은 환경과 사회 요소, 회사의 지속가능성에 대한 고려를 허용하기 위한 규정이다. 최근 유럽 입법례들은 ESG 요소 등을 ‘고려해야 한다’고 규정하는 사례도 많으나, 이 논문에서는 ‘고려할 수 있다’고 정하였다. 이는 제3항에서 주주이익 보호를 명시함에 따른 부작용으로 ‘이사는 주주이익만 고려할 수 있고 그 외 이해관계자 이익은 고려할 수 없다’는 주장이 제기되는 것을 방지하기 위한 것이다. 그 용례로서 국민연급법 제102조 제4항도 참고하였다.⁸⁰⁾

VI. 개별 사안에 대한 적용 및 검토

본 장에서는 이 글이 제시한 위 개정안을 바탕으로 주주이익 침해가 문제된 사안이나 기타 주주보호 의무 도입 시 발생할 수 있는 사안들을 검토한다. 이후 본 개정안이 어떠한 결과를 가져올 수 있는지 살핀 후, 향후 법원이 관련 사안을 판단함에 있어 참조할 만한 기준을 제시할 것이다.

이하에서는 ① 불공정한 합병비율에 따른 합병, ② 신주 등의 저가발행, ③ 물적분할 후 자회사 상장, ④ 소액주주 축출거래, ⑤ 적대적 M&A와 경영권 방어, ⑥ 투자유치와 투자자 권리 부여, ⑦ 대규모 투자 등 회사 결정에 대한 주주간 이견, ⑧ ESG 경영 등 여덟 가지 구체적 사안에서 본 개정안이 어떠한 기능을 수행할지를 상세하게 검토한다.

1. 불공정한 합병비율에 따른 합병

1) 개정안에 따른 이사의 의무

이사가 합병비율을 불공정하게 산정하여 합병회사나 주주들에게 손해를 입히는 경우나 합병의 필요성이 없음에도 지배주주 이익을 위해 합병을 추진한 경우, 이사는

80) “제2항 제3호[증권의 매매 및 대여]에 따라 기금을 관리, 운용하는 경우에는 장기적이고 안정적인 수익 증대를 위하여 투자대상과 관련한 환경, 사회, 지배구조 등의 요소를 고려할 수 있다.”

주주 전체의 정당한 이익을 보호하지 못한 것이다. 합병비율이 불공정한 경우 이사의 의무위반으로 회사 자체에는 손해가 없을 수 있으나, 주식가치가 저평가된 회사의 주주에게는 손해가 발생한다.

2) 책임 추궁 방법

손해를 입은 주주는 상법 제401조에 따라 이사에게 직접 손해배상청구를 할 수 있는데, 관련하여 (1) 주주의 직접손해 여부와 (2) 이사의 고의, 중과실 여부에 대한 검토가 필요하다. (1) 과 관련하여, 판례는 주주가 직접손해를 입은 경우에만 제401조에 따른 책임 추궁이 가능하다고 본다. “회사의 재산이 감소함으로써 회사가 손해를 입고 결과적으로 주주의 경제적 이익이 침해되는 손해와 같은 간접손해”는 제401조에 따른 손해로 보지 않기 때문이다.⁸¹⁾ 합병사안에서 위 요소를 검토한다면, ① 합병비율이 소멸회사 주주에게 불리하게 산정되면 소멸회사 주주들이 존속회사 주식을 적게 받게 된다. 이때, 소멸회사의 이사들이 주주 전체의 이익을 보호하지 않아 소멸회사 주주의 경제적 이익이 직접 침해되는 것은 제401조에 따른 직접손해로 볼 수 있다. 반면 ② 합병비율이 존속회사 주주에게 불공정하게 불리하게 산정된 경우, 소멸회사 주주가 더 많은 존속회사 주식을 배정받는다. 존속회사 기존 주주들의 지분은 희석되고 주식 가치가 하락하여 손해를 입게 된다. 합병과정에서 존속회사가 주식을 과도하게 발행한 것은 회사의 손해로 보기는 어렵고, 이 역시 주주의 직접손해로 볼 수 있다.⁸²⁾

(2) 와 관련하여, 제401조에 따른 책임은 이사가 고의 또는 중대한 과실로 임무를 해태하거나 법령, 정관을 위반한 경우에 인정된다. 주식가치의 평가방법이 다양하고 통용되는 현금흐름할인(Discounted Cash Flow, DCF) 기법에 따르더라도 결과값이 서로 달리 산출될 수 있으므로 합리적 범위 내에서 합병비율에 차이가 발생하는 것은 “고의 또는 중대한 과실”에 의한 것으로 보기 어렵다. 반면 지배주주나 이사가 전체주주의 이익과 충돌하는 개인적 이익을 가지고 있고, 그들에게 현저히 유리하게 합병비율이 정해졌다면 이를 통해 이사의 고의 내지는 중대한 과실을 인정할 수 있다.

81) 주주의 직접손해와 달리 간접손해의 경우에는 상법 제401조에 따른 책임 추궁이 가능하지 않다(대법원 2012. 12. 13. 선고 2010다77743판결).

82) 만일 불공정한 합병비율로 인하여 발행된 신주와 대비하여 소멸회사의 재산이 존속회사에 덜 유입된 것으로 본다면 회사에 손해가 발생하였고 따라서 이를 간접손해로 봐야 한다는 주장도 있을 수 있다. 신주를 제3자에게 저가로 발행한 경우와 비슷하게 구성하는 것이다. 이 경우 존속회사의 이사가 회사에 손해를 배상해야 한다는 논리도 생각해 볼 수 있다. 그러나 그 경우 불공정한 합병비율로 이득을 본 주주도 배상으로 인해 재차 이득을 보므로, 이를 직접손해로 보아 주주에게 배상하도록 하는 것이 더 효율적이다.

합병비율이 불공정한 경우, 주주가 합병 진행을 정지할 수 있는지도 문제된다. 상법 제402조에 따르면, 이사가 법령 또는 정관에 위반한 행위를 하여 “회사에 회복할 수 없는 손해가 생길 염려가 있는 경우” 감사 또는 일정 요건을 갖춘 소수주주는 이사가 그 행위를 유지할 것을 청구할 수 있다. 다만 합병비율이 불공정하다는 사유만으로는 상법 제402조에 따른 유지청구권이나 이를 피보전권리로 한 가치분은 인정되기 어렵다.⁸³⁾ 다만 합병비율이 불공정하다는 점은 합병무효 사유가 되므로, 합병무효의 소 제기권을 피보전권리로 하여 회사를 채무자로 하는 합병결의 금지가처분이나 합병진행 금지가처분을 제기하는 것은 가능하다.⁸⁴⁾

3) 추가적 제도 개선의 필요성

합병 과정에서의 주주보호를 위해서는 합병 관련 제도도 추가로 개선될 필요가 있다. ① 먼저 상장회사가 합병을 진행하는 경우, 주가를 기준으로 합병비율을 산정하게 하는 자본시장법 규정(자본시장법 제165조의4 제1항 제1호, 시행령 제176조의5 제1항 제1호)에 대한 재검토가 필요하다. 위 규정은 이사회 가치평가와 관련한 재량을 통제하여 주주를 보호하는 데에 그 취지가 있으나, 주가가 실제 공정가치를 적절히 반영하지 못한다면 오히려 일반주주에게 손해를 입힌다는 비판이 제기된다.⁸⁵⁾ 이러한 비판에 따라 2024. 11. 자본시장법 시행령이 개정되어 비계열사 간 합병에는 위와 같은 산식이 적용되지 않게 되었지만, 계열사 간 합병에는 여전히 위 산식에 따른 합병비율을 따라야 한다. 본 개정안에 따라 이사가 주주 이익을 보호할 의무가 도입되더라도, 자본시장법에서 합병가액 산정 관련 산식을 규정하고 있는 한 이에 따른 합병비율 산정을 이사 임무 위배라고 해석하기는 어려울 것이다.⁸⁶⁾ ② 계열회사 간 합병의 경우, 이해관계가 없는 특별위원회가 합병에 관한 의사결정 권한을 갖는 등 절차적

83) 합병비율이 불공정한 경우에도 ‘회사의 손해 염려’를 인정할 수 있고 따라서 위법행위 유지청구권을 인정할 수 있다는 견해로, 천경훈, 전계논문(주 6), 293-297면.

84) 서울중앙지방법원 2015. 7. 1.자 2015카합80582 결정(합병비율의 불공정을 이유로 한 합병무효의 소를 피보전권리로 한 합병결의금지가처분 신청을 기각한 사례).

85) 이러한 문제의식 하에 금융위원회는 2024. 3. 독립당사자 간 합병에 대해 합병비율 산정 산식을 폐지하는 내용의 자본시장법 시행령 및 규정 개정안에 대한 입법예고를 실시한 바 있고(금융위원회, “M&A 제도개선 위한 자본시장법 시행령 및 규정 개정안 입법예고 실시” 2024. 3. 4.자 보도자료), 최근에는 계열회사 간 합병에 대해서도 제도 개선을 검토하고 있다. 이에 관한 자세한 논의는 정준혁, “투자자 보호 관련 최근 자본시장 법제도 개선 동향” BFL 제126호 (서울대학교 금융법센터, 2024) 13면.

86) 노혁준, 주주에 대한 이사의 직접적 의무 명시론에 관한 검토, 거버넌스 포커스 Vol.26 2024년 10월, 14면.

통제 방식을 개선할 필요가 있다.⁸⁷⁾ ③ 위법행위 유지청구권의 경우 ‘회사의 손해 염려’를 요건으로 하고 있으므로 합병에 적용되기는 어렵다. 그렇기에 합병에 대해 별도의 유지청구권을 규정할 필요도 있다. ④ 그 외 합병무효는 합병비율이 현저히 불공정한 경우에만 가능하므로,⁸⁸⁾ 합병비율이 불공정하다고 판단되는 경우 손해를 본 주주들에게 신주나 현금을 지급하는 방안도 도입할 수 있다.

2. 신주 등 저가 발행

1) 개정안에 따른 이사의 의무

이사회가 지배주주나 제3자에게 신주나 주식연계증권 등을 저가로 발행하거나 처분할 경우, 이사가 특정 주주의 이익이나 권리를 부당하게 침해한 것으로 볼 수 있다. 다만 현행법 하에서도 제3자 배정 방식의 저가발행은 배임죄로 단죄된다.⁸⁹⁾ 판례는 저가발행으로 회사에 적은 자금만이 유입되어 이사가 회사에 손해를 입혔다는 논리를 채택하는데,⁹⁰⁾ 본 개정안 하에서는 특정 주주의 이익이나 권리를 부당하게 침해하였다는 점에서도 의무 위반이라 볼 수 있다.

다만 주주배정 방식으로 신주를 저가발행한 경우라면 2009년 에버랜드 전원합의체 판결의 논리와 같이 회사에 손해가 발생했다고 보기 어렵고 개정안 하에서도 이사의 의무위반을 인정하기 어렵다. 주주들의 인수 포기 후 실권주를 제3자에게 배정한 경우 위 제3자 배정을 주주배정 방식의 연장선으로 해석하는 이상 회사에의 손해는 인정하기 어렵다.⁹¹⁾ 다만 제3자가 실권주를 저가에 인수함에 따라 지분 희석이 발생하며 주주들의 지분가치가 하락하는 효과는 인정되는바, 이를 특정 주주의 이익이나 권리를 부당하게 침해한 것으로 볼 여지도 있다.

87) 특별위원회 등 미국의 관련 법리에 관하여는, 미국 델라웨어주의 MFW 판결에 대한 분석 및 일본 M&A 지침에 관한 내용은 김지안, “M&A 거래의 공정성 확보를 위한 이사의 행위기준 가이드라인 정립의 제언 - 델라웨어 MFW 판결(2014)와 일본 M&A 지침(2019)의 비교법적 고찰을 통해”, 상사법연구 제39권 제4호(한국상사법학회, 2021) 참조. 절차적 통제로서 소수주주 다수결(majority of minority)에 대해서는 천경훈, “소수주주 다수결의 도입 가능성에 관한 시론” 기업법연구 제32권 제4호 (한국기업법학회 2018).

88) 대법원 2008. 1. 10. 선고 2007다64136 판결.

89) 대법원 2009. 5. 29. 선고 2007도4949 전원합의체 판결

90) 대법원 2009. 5. 29. 선고 2007도4949 전원합의체 판결

91) 현행 자본시장법 제165조의6 제2항에서는 실권주가 발생하면 원칙적으로 그 부분의 발행을 철회하고 새로운 발행절차를 거치도록 하고 있다. 따라서 본문의 논의는 주로 비상장회사에 적용될 것이지만 상장회사에서도 예외적으로 위 논의가 적용되는 경우가 있을 수 있다.

2) 책임 추궁 방법

저가의 제3자 발행으로 인해 손해를 입은 주주는 주주대표소송 등을 통해 해당 이사가 회사에 손해액을 배상할 것을 요구할 수 있다. 이에 더해, 이사가 특정 주주의 이익이나 권리를 부당하게 침해한 것으로 보아 상법 제401조에 따른 손해배상청구를 할 수 있는지 문제된다. 기존 판례와 같이 저가발행으로 회사의 자금 유입이 감소했다는 측면에서는 주주의 간접손해겠으나, 주주의 지분희석 및 지분가치 하락의 측면에서는 이를 직접손해로 볼 여지도 있다.

저가발행으로 인한 손해의 전보라는 측면에서 볼 때 주주의 직접손해를 인정하는 것이 효율적이다. 이사가 차액을 회사에 납부한다면 해당 이익은 주식을 저가에 인수한 제3자에게도 귀속되지만, 손해를 입은 주주에게만 배상하면 이러한 문제는 발생하지 않는다. 유일한 주주 A가 주당 100원 가치의 주식 100주를 보유하는 상황에서, 회사가 B에게 주당 60원에 신주 100주를 발행하였다고 하자. 전체주식가치는 10,000원에서 16,000원으로 증가하지만 주당 주식가치는 80원으로 낮아지고 A의 부 역시 10,000원에서 8,000원으로 감소한다. 공정가치로 주식을 발행했다면 회사에 10,000원이 유입되었을 것이므로 회사에 4,000원의 손해가 발생하였다고 볼 수도 있고, 지분 희석으로 A에게 2,000원의 손해가 발생하였다고 볼 수도 있다.

만일 회사의 이사가 상법 제399조에 따라 회사에 4,000원을 배상한다면 전제주식가치가 20,000원으로 회복되고 A의 부도 10,000원으로 전보되지만, B의 부 역시 10,000원으로 증가하는 효과가 발생한다. 반면 본 개정안이 시행되고 회사의 이사가 상법 제401조에 따라 A에게 2,000원을 배상한다면, A의 부만 10,000원으로 회복되는 효과가 발생한다.

이처럼 합병, 신주발행 등 주주와 회사가 거래하는 자본거래 상황에서는 주주 부의 변동 과정에 초점을 맞추는 것이 경제적 실질에 부합하고, 당사자들의 이해관계를 효율적으로 조정할 수 있는 방식이다. 예컨대 2009년 에버랜드 판결에 대해서는 주주배정 증자나 제3자 증자 모두 회사에 자금이 적게 유입되었다는 점에서는 같은데, 이사의 임무위배 측면에서 이를 다르게 볼 논리적 일관성이 부족하다는 비판이 유력하게 제기되었다.⁹²⁾ 즉, 자본거래 상황에서 주주가 아닌 회사의 부에만 집중한다면 충분한 해석을 제시하지 못하는 셈이다.

92) 송옥렬, “주주의 부와 회사의 손해에 관한 판례의 재검토” 사법 제1권 제2호 (사법발전재단, 2007).

3. 물적분할 후 자회사 상장(이른바 쪼개기 상장)

최근 몇 년간 회사가 자신의 핵심사업부를 물적분할 등으로 자회사에 이전한 후 자회사의 상장을 추진하여 모회사의 주가가 하락하는 현상이 발생하였다. 쪼개기 상장 에 대한 시장의 비판이 높아지자 금융위원회는 2022. 9. 2. (i) 물적분할의 목적, 기대 효과, 주주보호방안 등을 밝히게 하고, (ii) 상장회사가 물적분할을 하는 경우 반대주주에게 주식매수청구권을 부여하며, (iii) 분할 후 5년 이내에 자회사에 대한 상장예비 심사를 신청하는 경우 모회사 일반주주에 대한 보호 노력을 심사하여 미흡한 경우 상장을 제한하는 조치를 발표하여, 현재 위 제도가 시행 중이다.⁹³⁾ 그러나 이러한 조치 만으로는 모회사 일반주주의 손해를 방지하기 어려웠고, 이러한 물적분할 후 재상장 문제는 개정 찬성론자들의 강력한 논거가 되었다.⁹⁴⁾

모든 물적분할 후 재상장 거래가 주주에게 손해가 되는 것은 아니기 때문에, 이러한 거래를 진행했다는 이유만으로 이사가 주주이익 보호의무를 위반한 것으로 볼 것은 아니다.⁹⁵⁾ 핵심사업부에 대한 효율적인 자금조달이나 기존 사업부와의 분리를 통한 핵심사업부에 대한 가치 재평가 등 물적분할 후 자회사 상장이 회사가치나 주주전체 가치에 도움이 되는 경우도 물론 존재한다.⁹⁶⁾ 그렇지만 본 개정안에 따라 이사는 주주 전체의 정당한 이익을 보호해야 하고 특정 주주의 이익이나 권리를 부당하게 침해하여서는 아니 되므로, 물적분할 후 자회사 상장 이외에 인적분할 후 분할회사 상장, 신주발행 등 다양한 자금조달 방법들을 검토하여 어떠한 거래가 주주 전체의 이익에 가장 부합하는지를 분석하고, 거래의 결과 모회사 주식 가치가 하락하여 일반주주가 손해를 입을 것으로 예상되는 경우에는 모회사 일반주주에게 자회사 주식 일부를 현물 배당하는 등 이러한 손해를 방지하기 위한 조치를 취하여야 한다. 이러한 점에서 본 개정안은 이사들의 행위 규범으로서의 기능도 수행할 것으로 기대된다.

93) 금융위원회, “물적분할 자회사 상장 관련 일반주주 권익 제고방안 - 물적분할과 상장과정에서 일반투자자들의 권리가 충실히 고려되는 자본시장 체계를 만들겠습니다 -”, 2022. 9. 2.자 보도자료.

94) 이상훈, “물적분할과 지주사 디스카운트- LG화학의 사례를 소재로 -”, 법학논고 제71집 (경북대학교 법학연구원, 2020); 유혜인, “쪼개기 상장이 쏘아 올린 작은 공 - ‘주식매수청구권’을 넘어 ‘주주의 비례적 이익’ 시대로의 전환 -”, 법학연구 제69권, (전북대학교 부설법학연구소, 2022); 원종현, “회사 물적분할의 주요 쟁점과 주주보호 방향”, 경제법연구 제21권 제2호 (한국경제법학회, 2022).

95) 상법이 개정되더라도 분할 후 신규상장 거래에서 이사의 임무 위배를 논하기 어려울 것이라는 견해로는, 노혁준, 전제논문, 14면.

96) 재무관리에서는 이러한 거래를 equity carve-out이라 칭하고, 유망하지만 저평가된 사업부의 가치를 재평가 받고 이를 통해 자금을 조달하는 수단으로 실제 사용하고 있다. 정준혁, 전제논문(주 2), 62면.

이사는 모든 손해를 방지할 결과책임을 부담하는 것이 아니고⁹⁷⁾ 충분한 정보 등을 바탕으로 주주의 이익을 보호하기 위해 적절한 조치를 할 의무를 부담하는 것이므로, 충분한 정보에 기한 합리적 검토를 거쳐 여러 필요한 조치를 취하였음에도 불구하고 모회사 주가가 하락하였다면 이를 이유로 손해배상책임을 부담하는 것은 아니다. 이사에 손해배상책임이 인정되기 위해서는 주주의 정당한 이익 보호의무 해태와 주주의 손해 발생 간 인과관계가 인정되어야 함은 물론이다.

4. 소액주주 축출거래

지배주주에 의한 소액주주 축출 방법으로는 상법 제360조의24에 따른 지배주주의 매도청구권 외에도 대규모 유상감자, 교부금 합병, 교부금 주식교환 등이 있다. 소액주주 축출 상황에서는 지배주주와 소액주주의 이해관계가 정면으로 충돌하게 되는데, 이사로서는 본 개정안에 따라 지배주주가 아닌 주주 전체의 정당한 이익을 보호해야 할 것이다.

소액주주 축출 시 소수주주 이익에 직결되는 문제는 소액주주가 받는 대가가 공정한지 여부이다. 기존 판결례는 대가의 공정성도 고려하였으나 자본감소, 합병 등 절차를 적법하게 준수했는지, 이 과정에서 주주의 비례적 이익이 보호되었는지를 주된 판단 기준으로 삼았다.⁹⁸⁾ 다만 본 개정안에 따라 이사는 소액주주가 축출될 때 지급되는 대가가 공정한지를 중점적으로 고려해야 한다. 미국에서의 법리에 따라 지배주주의 영향력 하에 있는 이사회가 아닌 독립된 특별위원회가 대가의 공정성을 판단하며 절차적 정당성을 강화하는 방안도 고려 가능하다.

5. 경영권 방어

국내에서는 적대적 M&A 상황에서 경영권 방어수단으로 우호적 제3자에 대한 신주발행, 자기주식 처분이 주로 활용된다. 다만 관련된 법원 심사는 신주발행의 상법상 요건을 충족하였는지와 같은 절차적 요소에 집중한다. 이에 따라⁹⁹⁾ 현재 경영진을 유

97) 대법원 2011. 10. 13. 선고 2009다80521 판결.

98) 대표적으로 10,000대1 유상감자를 통해 소액주주를 축출한 사건에서 대법원은 자본금감소가 주주의 주식수에 따라 같은 비율로 이루어졌는지 등을 주된 판단기준으로 삼은 바 있다. 특히 단주로 처리된 주식을 법원의 허가를 받아 매도하였고 이 때 단주 금액의 적정성에 대한 판단도 이루어진 점을 주요한 고려 사유로 보았다(대법원 2020. 11. 26. 선고 2018다283315 판결).

지하는 것이 주주나 회사 전체에 이익이 되는지와 같은 실질적 심사가 심도 있게 이루어진 사례는 비교적 적다.¹⁰⁰⁾

이사는 회사에 대해 선관주의의무, 충실의무를 부담하고 본 개정안에 따라 주주 전체 이익을 보호할 의무를 부담하기에, 경영권 방어와 관련하여 이사의 의무 위반을 검토하기 위해서는 적대적 M&A 및 경영권 방어의 본질을 고려해야 한다. 즉 기존 지배주주와 경영진이 유지되는 것이 회사와 주주 전체 이익에 부합하는지를 고려해야 하는 것이다. 적대적 M&A 및 경영권 방어의 경우 공격자나 현 경영진의 이익과 대상 회사 및 주주의 이해가 언제나 일치하지는 않는다. 따라서 그 적법성은 회사와 주주 전체의 이익을 기준으로 판단해야 할 것이다.¹⁰¹⁾

따라서 인수시도자가 약탈자(looter)에 해당하여 회사나 주주 전체의 장기적 이익에 기여하지 못한다면, 이사회는 경영권 방어를 회사나 주주 전체 이익에 부합하는 것이 된다. 이 경우 경영진이 방어수단을 활용하여 인수시도자에게 불이익을 가하더라도 이를 주주의 이익 침해로 볼 수 없다. 반면 인수시도자가 회사 경영을 담당하는 것이 회사와 주주 이익에 부합함에도 현재 경영진이 경영권을 방어하려는 경우라면, 이러한 행위는 주주 전체의 이익을 보호할 의무에 반하는 행위가 된다.

6. 투자유치와 투자자 권리 부여

회사가 투자자로부터 자금을 유치하며 주요 경영 사항에 대한 사전동의권 등을 약정하는 경우가 많다. 위와 같은 약정은 주주들을 차별하며 나머지 주주의 이익이나

99) 대법원 2009. 1. 30. 선고 2008다50776 판결 외 다수

100) 다만 일부 하급심 판결 중에는 경영권 방어를 통해 기존 지배주주의 지배권이나 현 경영진의 경영권이 유지되는 것이 회사와 주주에게 이익이 된다면 허용될 수 있다는 취지의 판시를 한 것이 있다. 수원지방법원 여주지원 2003. 12. 12.자 2003가합369 결정(현대 그룹-KCC 간 경영권 분쟁) (“다만, 그러한 신주발행의 주요목적이 기존 지배주주의 대상회사에 대한 지배권 및 현 이사회는 경영권 방어에 있고, 회사의 경영을 위한 기동성 있는 자금조달의 필요성 및 이를 위한 적합성을 인정하기 어려운 경우라도 적대적으로 기업취득을 시도하는 자본의 성격과 기업취득 의도, 기존 지배주주 및 현 경영진의 경영전략, 대상회사의 기업문화 및 종래의 대상회사의 사업내용이 사회경제적으로 차지하는 중요성과 기업취득으로 인한 종래의 사업의 지속 전망 등에 비추어 기존 지배주주의 지배권 또는 현 경영진의 경영권이 유지되는 것이 대상회사와 일반 주주에게 이익이 되거나 특별한 사회적 필요가 있다고 인정되고”).

101) 하급심 판결 중에서는 이러한 취지의 판시를 한 사례가 있다. 서울고등법원 2019. 9. 26. 선고 2016나 2063874 판결(현대엘리베이터 사건) (“위와 같은 파생상품계약 체결행위가 관계회사의 경영권을 방어하여 순환출자관계를 유지함으로써 현 지배주주의 회사에 대한 경영권을 유지하기 위한 것이라는 측면에서 보면, 현 지배주주가 경영권을 행사하는 경우와 현 지배주주가 경영권을 상실하여 다른 주주가 경영권을 행사하게 될 경우를 상정하여 어느 쪽이 회사와 일반 주주에게 이익이 될 것인지가 검토되어야 할 것이다).

권리를 침해한다고 해석될 여지가 있다. 본 개정안에 따르면 이사는 특정 주주의 이익이나 권리를 부당하게 침해해서는 안 되는데, 사전동의권 조항이 회사나 주주 전체 이익에 부합한다면 이를 나머지 주주에 대한 권익 침해로 보기는 어렵다. 이러한 해석은 2023년 이루어진 주주평등원칙에 대한 일련의 대법원 판결과 일맥상통한다. 판례는 “회사가 일부 주주에게 우월한 권리나 이익을 부여하여 다른 주주들과 다르게 대우하는 경우에도 법률이 허용하는 절차와 방식에 따르거나 그 차등적 취급을 정당화할 수 있는 특별한 사정이 있는 경우에는 이를 허용할 수 있다”는 법리에 따라 “회사 및 주주 전체의 이익을 위해 필요하였는지 여부와 정도”, “일부 주주에게 우월적 권리나 이익을 부여하여 주주를 차등 취급하는 것이 주주와 회사 전체의 이익에 부합하는지”를 두루 고려하여 주주평등원칙 위반 여부를 판단해야 한다고 보았다.¹⁰²⁾

위 판례는 “부당한 침해”를 판단함에 있어서도 활용될 수 있다. 회사 성장을 위해 필수적 자금인 조달이 필요한데 사전동의권 등 권리가 부여되지 않으면 투자 유치가 어려운 상황에서는 주주에게 일정한 권리를 부여하는 것이 정당화된다. 반면 이러한 검토 없이 특정 주주에게만 과도한 경영상 권리를 부여한다면 이는 주주 전체의 정당한 이익을 보호하지 못한 것이다.

7. 대규모 투자 등 회사 결정에 대한 주주간 이견

회사의 의사결정에 대해 주주 간 이견이 발생하는 것은 당연하다. 주주에 대한 충실의무 반대론자들은 위와 같은 갈등상황에서 이사들이 의사결정을 하지 못하고 소송에만 시달릴 수 있다고 비판한다. 더욱이, 다수결의 원칙에 반하는 결과가 발생할 수 있다고 우려한다.

이 논문이 제안하는 개정안에 따르면, 이사는 “주주 전체의 정당한 이익”을 보호할 의무를 부담한다. 여기서 주주 전체의 이익은 개별 주주 각각의 이익이 아닌 전체 주식가치를 가리킨다. 전체 주식가치를 증대하는 방안이나 배당 정책 등에 있어 주주간 이견이 있을 수 있으나, 이러한 업무에 대한 최종 의사결정기관은 이사회이다(상법 제393조). 그렇기에 이사회는 어떠한 의사결정이 주주 전체의 이익으로 이어지는지에

102) 대법원 2023. 7. 13. 선고 2021다293213 판결 등. 주주평등원칙 및 투자자 보호약정 등에 대해서는 천경훈, “회사와 신주인수인 간의 투자자보호약정의 효력- 주주평등원칙과의 관계를 중심으로 -” 상사법연구 제40권 제3호 (한국상사법학회, 2021); 정준혁, “주주평등원칙의 발전적 해체와 재정립” 상사판례연구 제35권 제4호 (한국상사판례연구회, 2022).

대해 향후 현금흐름, 회사의 자본조달 비용 등을 고려하여 합리적으로 판단한다면 경영판단의 원칙에 따라 보호받을 수 있다.

대규모 투자나 인수합병이 주주 전체 이익을 증가시킬 것으로 합리적으로 예상된다면, 이러한 결정은 주주 전체의 정당한 이익을 보호한 것으로 존중되어야 한다. 이사는 주주 전체의 이익만을 보호하면 족하고, 특정 주주가 자신의 의사에 반한다며 이사의 결정을 문제삼을 수는 없다.

8. ESG 경영과 이해관계자 고려

이사가 주주 이익을 추구할 의무를 상법에 규정할 경우, 이사가 주주 외의 이해관계자들의 이익을 고려해서는 안 된다는 오해를 불러일으킬 수 있다. 주주우선주의가 강조되는 미국에서는 ESG에 대한 고려가 이사의 신인의무 위반이라는 문제 제기가 이루어졌다. 영국 2006년 회사법도 이러한 논란을 해소하고자 이른바 계몽된 주주가치(enlightened shareholder value)에 입각하여 제172조에 이사가 주주 전체 이익 외에도 장기적 효과, 이해관계자들을 고려해야 한다고 규정하였다. 프랑스도 2019년 백트법(Loi Pacte)을 통해 회사 및 이사회가 의사결정을 함에 있어 사회적, 환경적 영향을 고려하여야 한다는 내용을 신설하였다.¹⁰³⁾

이사에게 주주 전체의 이익을 보호할 의무를 부과하더라도, 다른 이해관계자들을 고려하는 것이 금지되는 결과로 이어져서는 안 된다. 이사는 회사에 대해 선관주의의무와 충실의무를 부담하므로 이해관계자에 대한 고려나 ESG 요소에 대한 고려도 회사 이익에 부합한다면 정당화될 수 있다.¹⁰⁴⁾ 본 개정안은 주주이익 보호 의무 규정이 가져올 수 있는 오해를 불식하기 위해 제4항에서 환경과 사회 요소 등 회사의 지속가능성 관련 요소에 대한 규정을 추가하였다. 예컨대, 협력업체나 근로자들에게 지급하는 대금을 인상하더라도 이러한 조치로서 협력업체와 근로자의 역량을 강화하고 이들의 자산특유 투자(asset specific investment)를 늘려 회사의 장기적 이익 증대에 기여한다면 이러한 결정은 정당화될 수 있다.

103) 프랑스 민법전 제1833조(“회사는 회사 활동의 사회적, 환경적 영향을 고려하여 회사의 이익을 위해 경영되어야 한다.”)(“La société est gérée dans son intérêt social, en prenant en considération les enjeux sociaux et environnementaux de son activité.”); 상법전 L225-35조. 이와 관련한 자세한 내용은 정준혁, “프랑스 회사법의 최근 동향과 시사점- 기업의 사회적 책임, 인권 실사, 주주행동주의를 중심으로 -” 상사법연구 제41권 제4호 (한국상사법학회, 2023).

104) 정준혁, “ESG와 회사법의 과제” 상사법연구 제40권 제2호 (한국상사법학회, 2021), 57면.

대법원은 강원랜드 판결에서 회사의 기부행위에 대한 경영판단 원칙을 긍정하여, 기부금의 성격이나 그 액수의 상당성, 기부행위가 공익 증진에 기여하는 정도 등을 합리적 정보를 바탕으로 충분히 검토해야 한다고 보았다.¹⁰⁵⁾ 회사의 기부행위는 ESG 경영과 구분되지만¹⁰⁶⁾ 위 판단 잣대는 회사의 ESG 요소나 이해관계자에 대한 고려와 관련해서도 유지될 수 있다.

VII. 결론

이 글에서는 이사의 주주에 대한 충실의무 규정을 도입하는 상법 개정안에 대한 찬반론을 검토하였고, 이사 의무의 상대방과 이사 의무의 내용을 구분하는 관점 하에 주요 국가의 입법례를 검토하였다. 상법 개정 없이 현행법 해석상 주주 보호를 실현할 수 있다는 견해도 있으나, 회사의 의사결정 과정에서 주주이익을 고려한다는 내용이 재판규범과 행위규범으로 자리잡아 국내 자본시장에 대한 인식을 변화시키기 위해서는 상법 개정이 요구된다. 다만, 회사와 주주 전체에 대한 충실의무를 함께 인정할 경우 의무의 내용이 불명확해질 수 있다. 따라서 이사 충실의무 상대방은 회사로 유지하되, 이사가 “주주 전체의 정당한 이익을 보호하여야 하고, 특정 주주의 이익이나 권리를 부당하게 침해하여서는 아니 된다”는 의무의 내용을 상법 제382조에 추가할 것을 제안하였다. 이러한 개정으로부터 이사가 다른 이해관계자들을 희생하여 주주의 이익만을 추구해도 된다는 부당한 결론이 이어지지 않도록, 이사가 “그 직무를 수행함에 있어 환경과 사회 요소 등 회사의 지속가능성에 관한 사항을 고려할 수 있다”는 규정도 함께 도입할 것을 제안하였다. 이를 바탕으로 실제 주주보호가 문제되거나 상법상 논란이 된 구체적 사례를 검토함으로써 개정안의 완결성을 높이고자 하였다.

주주의 정당한 이익과 투자자 신뢰 보호를 위해서는 이사 의무에 대한 정비와 함께 합병, 분할, 신주발행, 자기주식 처분, 경영권 방어 등의 제도 개선도 수반되어야 한다. 더욱이 법원도 이사의 행위에 대해 판단함에 있어 제소요건이나 법령상 절차와 같은 형식적 요건뿐 아니라 회사와 주주의 장기적 이익과 같은 실질도 적극적으로 고

105) 대법원 2019. 5. 16. 선고 2016다260455 판결.

106) 정준혁, “ESG 논의의 법적 의미와 전망” BFL 제109호 (서울대학교 금융법센터, 2021), 12면.

려해야 한다. 기업 관련 사건의 과도한 형사화를 방지하고 업무상 배임죄의 적용 범위를 축소하는 것도 필요하다. 이러한 노력을 통해 국내 자본시장의 저평가 문제가 해소되길 기대하는 바이다.

〈참고문헌〉

I. 단행본

김건식·노혁준·천경훈, 회사법(제8판), 박영사.

Holger Fleischer in Beck.Online Großkommentar zum Aktiengesetz (C.H. Beck 2024)

Klaus J. Hopt and Markus Roth, in Großkommentar zum Aktiengesetz (C.H. Beck 2021).

Katja Langenbacher, Aktien- und Kapitalmarktrecht (C.H. Beck 2022)

Paul Le Cannu and Bruno Dondero, “Droit des sociétés” (8e édition) (2019).

田中亘, ‘会社法’ 第4版, 東京大学出版会 (2023).

西村あさひ法律事務所 編, 「M&A法大全(上)」(全訂版), 商事法務 (2019).

森·濱田松本法律事務所 編, 「M&A法大系」(第2版), 有斐閣 (2023).

II. 학술논문

곽관훈, “합병시 법인주주의 이사에게 요구되는 주의의무”, 상사법연구 제35권 제2호(한국상사법학회, 2016).

권재열, “이른바 ‘쪼개기 상장’을 둘러싼 제도정비 방안 검토 - 이용우 의원이 대표발의한 법률개정안을 중심으로”, 상사법연구 제41권 제2호(한국상사법학회, 2022).

김지안, “M&A 거래의 공정성 확보를 위한 이사의 행위기준 가이드라인 정립의 제언 - 델라웨어 MFW 판결(2014)와 일본 M&A 지침(2019)의 비교법적 고찰을 통해” 상사법연구 제39권 제4호 (한국상사법학회, 2021).

김지평, “주식회사 자기주식의 실무상 쟁점” 선진상사법률연구 제105호 (법무부, 2024).

김태진, “주주평등원칙의 분석과 재구성”, 상사법연구 제43권 제2호(한국상사법학회, 2024).

송옥렬, “주주의 부와 회사의 손해에 관한 판례의 재검토” 사법 제1권 제2호 (사법발전재단, 2007).

안태준, “영국 회사법상 계몽된 주주 가치(enlightened shareholder value) 이론에 대한 연구 - ESG 경영환경에 적합한 이사의 의무 규정 및 공시 체계에 대한 모색의 일환으로”, 기업법연구 제37권 제1호(한국기업법학회, 2023).

원종현, “회사 물적분할의 주요 쟁점과 주주보호 방향”, 경제법연구 제21권 제2호, (한국경제법학회, 2022).

- 유혜인, “쪼개기 상장이 쏘아 올린 작은 공 - ‘주식매수청구권’을 넘어 ‘주주의 비례적 이익’ 시대로의 전환 -”, 법학연구 제69권, (전북대학교 부설법학연구소, 2022).
- 이상훈, “물적분할과 지주사 디스카운트- LG화학의 사례를 소재로 -”, 법학논고 제71집 (경북대학교 법학연구원, 2020).
- 이상훈, “이사의 주주에 대한 충실의무 - 비교법적 검토”, 비교사법 제29권 제3호(한국사법학회, 2022).
- 이상훈, “이사의 주주에 대한 충실의무 - 충실의무 조항에 ‘주주의 비례적 이익’을 명시하는 법안에 대한 검토”, 상사법연구 제41권 제2호(상사법학회, 2022).
- 정준혁, “ESG 논의의 법적 의미와 전망” BFL 제109호 (서울대학교 금융법센터, 2021).
- 정준혁, “ESG와 회사법의 과제” 상사법연구 제40권 제2호(한국상사법학회, 2021).
- 정준혁, “주주 보호를 위한 자본시장 법제도 개선과 쟁점 - 자기주식, 배당절차 개선, 물적분할 후 상장, 의무공개매수, 내부자거래 사전공시 제도를 중심으로 -” 기업법연구 제38권 제2호 (한국기업법학회, 2024).
- 정준혁, “주주평등원칙의 발전적 해체와 재정립” 상사판례연구 제35권 제4호 (한국상사판례연구회, 2022).
- 정준혁, “투자자 보호 관련 최근 자본시장 법제도 개선 동향” BFL 제126호 (서울대학교 금융법센터, 2024).
- 정준혁, “프랑스 회사법의 최근 동향과 시사점- 기업의 사회적 책임, 인권 실사, 주주행동주의를 중심으로 -” 상사법연구 제41권 제4호 (한국상사법학회, 2023).
- 천경훈, “계열회사 간 합병과 이사의 의무”, 상사법연구 제36권 제3호(한국상사법학회, 2017).
- 천경훈, “소수주주 다수결의 도입 가능성에 관한 시론” 기업법연구 제32권 제4호 (한국기업법학회 2018).
- 천경훈, “파생금융거래를 이용한 계열사 경영권 유지와 이사의 책임 -현대엘리베이터 대표소송 항소심 판결-” BFL 제99호 (서울대학교 금융법센터, 2020).
- 천경훈, “회사와 신주인수인 간의 투자자보호약정의 효력- 주주평등원칙과의 관계를 중심으로 -” 상사법연구 제40권 제3호 (한국상사법학회, 2021).
- 천경훈·정준혁, “이사의 충실의무와 주주보호의무” 상사법연구 제43권 제3호 (상사법학회, 2024).
- 최준선, “이사의 ‘주주에 대한 충실의무’ 논란 小考”, 기업법연구 제38권 제3호(한국기업법학회, 2024).
- 홍복기, “이사의 충실의무에 관한 논쟁점”, 경제법연구 제23권 제2호(한국경제법학회, 2024).
- Bainbridge, Stephen M. “Much Ado about Little-Directors’ Fiduciary Duties in the Vicinity of Insolvency.” J. Bus. & Tech. L. 1 (2006): 335.

Gubler, Zachary J. “The Neoclassical View of Corporate Fiduciary Duty Law.” U. Chi. L. Rev. 91 (2024).

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

Ⅲ. 연구보고서, 가이드라인 및 칼럼

권재열, “주주의 비례적 이익을 전제로 하는 이사의 충실의무 인정 여부 검토,” 한국경제인협회
용역보고서, 2024. 6. 11.

노혁준, 주주에 대한 이사의 직접적 의무 명시론에 관한 검토, 거버넌스 포커스 Vol.26 (2024. 10.).

이철송, “주주의 비례적 이익을 보호하기 위한 상법 개정안의 평가”, 상장협연구 2023-3(한국상
장회사협의회, 2023).

Gerner-Beuerle, Carsten, Philipp Paech, and Edmund-Philipp Schuster. “Study on
directors’ duties and liability.” (2013).

경제산업부, “公正なM&Aの在り方に関する指針—企業価値の向上と株主利益の確保に
向けて—”(2019. 6. 28.).

경제산업부, “企業買収における行動指針—企業価値の向上と株主利益の確保に向けて
—” (2023. 8. 31.).

ESG 리뷰

ESG Review

발행처 한국ESG기준원
발행인 이정희
발행일 2025년 6월
주 소 서울시 영등포구 여의나루로 76 (07329)
Tel 02)3775-3339
Fax 02)3775-2630
E-mail cgsweb@cgs.or.kr
Home <http://www.cgs.or.kr>
인쇄처 경성문화사 Tel (02)786-2999
