

주주의 비례적 이익을 전제로 하는 이사의 충실의무 인정 여부 검토

권재열

I. 머리말

상법은 1998년 개정에서 회사분할제도를 도입하면서 분할되는 회사의 사원이 분할 후 그 회사의 사원이 되는지 여부에 따라 인적분할과 물적분할로 나누어 규정하고 있다.¹⁾ 전자는 기존 회사를 쪼개어 복수의 회사를 만들지만, 분할로 생성된 신규 회사의 주식을 기존 회사의 주주들이 보유한 주식의 비율만큼 갖는 방식이다. 후자는 기존 회사(분할회사)가 존속하면서 분할하여 신회사를 설립하되, 신설되는 회사의 발행주식을 기존회사가 보유하는 방식이다. 물적 분할을 통하여 새롭게 설립된 회사(단순분할신설회사, 이하 ‘신설 회사’로 줄임)는 기존회사의 100% 자회사가 된다.

위와 같은 회사분할의 유형 중에서 국내 상장회사는 물적분할을 인적분할에 비하여 압도적으로 선호하였다.²⁾ 인적분할이 물적분할에 비하여 시간이 덜 소요됨에도 불구하고 물적분할이 우월한 위치에 있었던 것이다.³⁾ 구체적으로 살펴보면, 2000년부터 2020년까지 상장회사가 한 710건의 회사분할 중에서 물적분할이 무려 526건이었다고 한다.⁴⁾ 한국거래소의 기업분할 공시에 따르면 2021년에 이루어진 회사분할 50건 중에서 47건(94%)이 물적분할이었다고 한다.⁵⁾

2020년 LG화학이 물적분할을 결의하면서 그 분할 후 신설회사인 LG에너지솔루션을 상장하겠다는 내용을 공시한 후에 주가가 많이 떨어졌다. 이 같은 주가하락은 LG화학의 알짜 사업부를 떼어내면 모회사 가치가 훼손되는 것이 불가피하다는 인식에 바탕을 두고 있다. 게다가 분할 후 모회사의 기존 소수주주는 신설된 자회사에 대해 주주로서 권한을 제대로 행사할 수 없다.⁶⁾ 말하자면, 분할회사의 주주는 더 이상 신설회사의 영업을 직접

* 법학전문대학원 교수

1) 인적분할은 한국을 비롯한 다른 국가의 입법례에서 원칙적인 모델로 제시되고 있지만(권기범, 「현대회사법」 제8판(삼영사, 2021), 101면), 정작 한국 상법에서는 ‘인적분할’이라는 용어를 찾아볼 수 없다. 오히려 상법 제530조의12에서 ‘물적분할’이라는 용어를 사용함에 따라 그 나머지 분할의 유형을 ‘인적분할’이라고 명명할 뿐이다.
2) 김건식/노혁준/천경훈, 「회사법」 제7판(박영사, 2023), 812면.
3) 인적분할의 경우 수개의 신설회사의 주주와 지분구조가 변하지 않는 까닭에 분할할 때 각 회사에 대한 가치평가의 중요성이 상대적으로 떨어지므로 신속한 분할이 가능한 반면에 물적분할의 경우 분할전의 회사와 분할한 후의 분할회사와 신설회사의 주주 구성이 달라지므로 좀 더 엄격한 법적 절차를 밟아야 할 뿐만 아니라 그 과정에서 회계처리도 상대적으로 복잡하여 분할과정에 시간이 많이 소요된다.
4) 김선민, “국내 상장기업의 분할 결정요인 및 투자자 반응,” 「SC 조사보고서」 2021년 통권 제1호(한국기업지배구조원, 2021), 2면.
5) 송유근, “올 기업분할 50건중 47건 ‘물적’ 분할… 모회사 기존주주 지분가치 훼손 우려,” 「문화일보」(2021.12.23.자), 25면.
6) 안상희, “분할 등 기업 소유구조 변경과 주주권의 훼손의 완화 방안,” 「Proxy Issue」(한국ESG연구소,

적으로 감시하거나 통제할 수 없게 된다는 것이다.⁷⁾ 이에 물적분할과 그 후의 모회사-자회사의 동시상장(chain listing)으로 인하여 모회사 소수주주가 피해를 입게 될 수밖에 없으므로 물적분할 및 자회사 상장과정에서 모회사 소수주주를 보호하여야 한다는 주장을 비롯하여 관련 제도 전반을 개선하여야 한다는 주장⁸⁾이 가열(苛烈)하게 전개되고 있다. 이와 관련하여 여당과 야당의 제20대 대통령 선거 후보가 공약을 제시한 것은 물론이고 국회에서 토론회가 개최되었으며, 관련 단체도 해결방안을 내놓은 바 있다. 그 후 국회에는 상장회사가 물적분할된 후 자회사 상장시 소수주주를 보호하기 위해 제시된 방안의 하나로서 상법상 이사의 충실의무를 확대개편하는 것을 내용으로 하는 2건의 상법개정안⁹⁾이 국회에 제출되었다. 2024년 현재 국회에 제출된 이사의 충실의무 확대개편안은 물적분할시 자회사의 소수주주 보호 차원을 넘어서서 전반적인 주주 이익 보호의 수준에서 논의되고 있다. 이에 본 보고서에서는 국회에 제출된 주주의 비례적 이익 혹은 총주주를 위한 이사의 충실의무 확대개편안에 관하여 법리적 측면에서 검토하고자 한 후 최근 SM 엔터테인먼트의 신주발행과 전환사채 발행과 관련하여 서울동부지방법원의 가처분 결정이 언급한 ‘비례적 이익’의 의미에 관하여 간단히 살펴보기로 한다.

II. 논의의 대상

1. 제20대 대통령 선거 후보의 보호방안

제20대 대통령 선거에 출마한 여당과 야당의 후보자들은 개인투자자들의 마음을 사로잡기 위해 알짜를 빼가는 물적분할 후 분할회사(모회사)와 신설회사(자회사)가 함께 상장하는 경우에 소수주주를 보호하는 방안으로 다음과 같은 다양한 공약을 내걸었다. 더불어 민주당 이재명 후보의 공약을 정리하면 다음과 같이 4가지로 분류된다. 첫째, 모회사-자회사의 동시상장을 금지한다. 둘째, 물적분할을 반대하는 주주에게 주식매수청구권을 부여한다. 셋째, 물적분할 후 자회사 상장시 분할회사의 주주에게 신주인수권을 부여한다. 넷째, 물적분할 후 자회사 상장 시 기존 모회사 주주에게 공모주를 우선적으로 배정받을 권한을 부여한다. 한편, 국민의 힘의 윤석열 후보는 물적분할 후 자회사 상장 시 모회사 주주에게 신주인수권을 부여하며 물적분할 된 자회사의 상장을 금지한다고 공약한 바 있다.

2022.4.5.), 12-13 .

7) 한국상사법학회 편, 「주식회사법대계Ⅲ」 제4판(법문사, 2022), 580면(노혁준/김병태 집필부분).

8) 이 같은 주장을 담고 있는 대표적인 문헌으로서는 이상훈, “물적분할과 지주사 디스카운트-LG화학의 사례를 소재로-,” 「법학논고」 제71집(경북대학교, 2020), 301면 이하; 이은정, “분할 등 기업구조개편의 효과분석: LG화학과 (주)LG를 중심으로,” 「경제개혁이슈」 2021-01호(경제개혁연대, 2021), 1면 이하가 있다.

9) 이는 더불어민주당의 이용우 의원이 대표발의한 상법개정안(2022.3.22. 의안번호 14916)과 같은 당 박주민 의원이 대표발의한 상법개정안(2023.1.9. 의안번호 19370)을 말한다.

제20대 대통령선거 후보자의 관련 공약 내용

더불어민주당 이재명 후보의 공약	국민의 힘 윤석열 후보의 공약
<ul style="list-style-type: none"> • 모회사자회사의 동시상장 금지 • 물적분할 반대 주주에 대한 주식매수청구권 부여 • 물적분할 후 자회사 상장 시 기존 모회사 주주에게 신주인수권 부여 • 물적분할 후 자회사 상장 시 기존 모회사 주주에게 공모주 우선배정 권한 부여 	<ul style="list-style-type: none"> • 물적분할 된 자회사의 상장 금지 • 물적분할 후 자회사 상장 시 모회사 주주에게 신주인수권 부여

: 한국상장회사협의회, 「제20대 대통령 선거 유력 후보 기업 관련 주요 발언 및 공약 비교 검토」(2022.2.14.)를 바탕으로 수정·보완함

2. 국회토론회에서 논의된 방안

2022년 1월 6일 더불어민주당 이용우 의원실은 ‘모회사 쪼개기 상장과 소액주주 보호-자회사 물적분할 동시상장 이대로 좋은가’라는 주제로 토론회를 개최하였다. 이 토론회에서 물적분할 후 자회사 상장시 소수주주를 보호하기 위한 차원에서 다음과 같은 보호방안이 제시되었다. 첫째, 물적분할 반대하는 모회사 주주에게 주식매수청구권 부여하는 방안을 고려하여야 한다. 이를 위해서는 자본시장법 시행령을 개정하여야 한다. 둘째, 상법상 이사의 충실의무규정(제382조의3)과 회사에 대한 책임규정(제399조)을 “주주의 비례적이익과 회사를 위하여 그 직무를 충실하게 수행하여야 한다”로 개정하여야 하며, 아울러 상법 제399조의 제목을 “(주주와 회사에 대한 책임)”으로 바꾸고 “이사는 주주와 회사에 대하여 연대하여 손해를 배상할 책임이 있다”로 개정하여야 한다. 셋째, 물적분할 후 자회사를 상장하는 시점에 모회사 주식을 계속 보유하는 주주에게 신주인수권을 부여하여야 한다. 넷째, 비지배주주 다수결 동의제도를 도입하여야 한다. 다섯째, 자회사 상장시 모회사 주주에게 자회사 주식을 우선적으로 배정하는 것을 의무화하여야 한다. 여섯째, 상법상 집중투표제 의무화를 하여 독립된 사외이사를 선임하는 방안을 검토할 필요가 있다.¹⁰⁾

3. 상법 개정안

(1) 이용우 의원안

현행 상법은 이사에 대해 법령과 정관의 규정에 따라 회사를 위하여 그 직무를 충실하게 수행하도록 하는 충실의무를 부여하고 있다(제382조의3). 이에 대하여 2022년 3월 이용우 의원은 “물적분할 등과 같은 자본거래 과정에서 이사의 행위가 회사에는 아무런 영향이 없으나 단지 주주 사이에서 부의 이전의 결과만 가져오는 경우 이로 인해 특정 주

10) 이용우 의원, “[보도자료] 이용우 의원실에서 알려드립니다.”(2022.1.11.자), 5-7면.

주에게 피해가 발생하더라도 이사의 임무해태가 아니어서 이사는 어떠한 책임도 지지 않는바, 이와 같이 기업가치는 변화가 없거나 심지어 증가하지만 일반주주의 가치가 저하되는 경우 지배주주와 일반주주 사이의 이해상충 문제를 해소하기” 위해 이사에게 주주에 대한 보호의무를 부과하는 것을 내용으로 하는 상법 제382조의3 개정안을 대표발의하였다. 동 개정안에 “이사는 법령과 정관의 규정에 따라 주주의 비례적 이익과 회사를 위하여 그 직무를 충실하게 수행하여야 한다”고 규정함으로써 결과적으로 이사의 충실의무의 대상이 현재 상법에서 정한 회사에 한정하지 않고 주주의 비례적 이익까지 확대개편할 것을 요구하고 있다. 요약하자면, 동 개정안은 “이사의 충실의무의 대상에 주주의 비례적 이익을 추가함으로써 회사에는 영향이 없더라도 일반주주의 가치가 훼손되는 경우 이사에게 주주에 대한 보호 의무를 부과하려는 것”이다.¹¹⁾

신 · 구조문 대비표

현 행	개 정 안
第382條의3(理事의 忠實義務) 理事는 法令과 定款의 規定에 따라 會社를 위하여 그 職務를 忠實하게 수행하여야 한다.	第382條의3(理事의 忠實義務)----- -----주주 의 비례적 이익과 회사를-----.

(2) 박주민 의원안

2023년 1월 박주민 의원은 “현행법상 물적분할을 통한 지배구조 조정은 주주총회 특별결의에 의하도록 하고 있으나 중요한 자산의 처분 및 양도는 이사회 결의에 의하도록 하고” 있기 때문에 “기업들은 물적분할과 동일한 효과를 누리지만 이사회 결의만을 요하는 현물출자 방식을 선택하여 자회사를 신설함에 따라 모회사 소액주주들의 주주가치가 훼손될 우려가 발생하고 있고, 물적분할과 같은 기업의 지배구조 조정과정에서 이사의 행위가 회사에는 아무런 영향이 없으나 일반주주의 가치가 저하되는 경우 또한 발생”하고 있다고 분석하였다. “이에 지배주주와 일반주주 사이의 이해상충 문제를 해소하기 위해 이사의 충실의무의 대상에 총주주를 추가함으로써 이사에게 주주에 대한 보호의무를 명시적으로 부여”하는 것을 내용으로 하는 상법 제382조의3 개정안을 담은 상법 개정안이 국회에 제출하게 되었다.

신 · 구조문 대비표

11) 인용은 이용우 의원 대표발의안의 제안이유 및 주요내용 중에서 발췌한 것이다.

현 행	개 정 안
第382條의3(理事의 忠實義務) 理事는 法令과 定款의 規定에 따라 會社를 위하여 그 職務를 忠實하게 수행하여야 한다.	第382條의3(理事의 忠實義務)----- -----회사 와 총주주를 위하여-----.

(3) 상법개정안의 취지

상법상 충실의무 규정을 확대개편하려는 것은 이사가 회사 뿐만 아니라 직접적으로 주주의 이익보호에 전념하게 하려는 점에서 의미가 있다. 보다 구체적으로 살펴보자면, 상법 개정안은 회사 의사결정에서 다수결의 원칙에 따라 대주주의 유효지분이 사실상 100%로 되는 반면에 소수주주의 유효지분이 사실상 0%가 되는 것을 기화로 하여 대주주가 자신의 사적 이익에 유리하게 회사의 의사결정을 이끌어내어 모든 주주의 공유자산이라 할 회사의 재산과 기회가 대주주에게 편향되는 것을 방지하자는 데 그 취지가 있다고 한다. 그러나 이 같은 입법목적 뿐만아니라 개정안에서 제시한 방법론이 적절한지 혹은 실효적인지에 관하여 의문이 있으며, 더 나아가 법리적으로 기존 법체계와 정합성을 확보하기 곤란하다.¹²⁾ 이에 관해서는 V.에서 자세히 살펴보기로 한다.

III. 상법개정안에 대한 평가

1. 찬성론

학계에서는 경북대학교 이상훈 교수가 이 같은 법안에 대하여 찬성하고 있다. 이상훈 교수의 찬성론은 물적분할이 지배주주에게 절대적으로 유리한 것이어서 지배주주와 소수주주 사이에 이해관계가 대립된다는 것을 전제로 한다. 이처럼 물적분할에서 지배주주는 지배권 유지·강화 이익, 그리고 주식상장과 매각 프리미엄에 대한 몰취이익 등을 향유하는 반면 소수주주는 자회사에 대한 접근권과 관리권, 처분권을 지배주주에게 몰취당하는 손해를 입게 되므로 주주의 비례적 이익을 보호하기 위한 규범이 마련되어야 한다는 입장이다.¹³⁾

참여연대의 이상훈 변호사도 상법개정안에 대하여 찬성하는 입장에서 서 있다. 그는 한국에서는 “회사의 이익=지배주주의 이익”이 인정될 정도로 지배주주에 대한 견제장치가 제대로 작동되지 않아 회사의 이익과 주주의 이익이 상호 분리되면 사실상 지배주주의 이익만 보호하는 것이 현실이므로 “이를 개선하기 위해 주주의 비례적 이익을 명문화하여 개별 사안마다 회사의 이익이 주주의 이익과 괴리되는 측면이 없는지를 계속 확인할

12) , 「주주의 비례적 이익을 보호하기 위한 상법 개정안의 평가」 상장협연구 2023-3(한국상장회사협의회, 2023), 3면.

13) 이상훈, 앞의 논문, 329면.

필요”가 있다고 주장한다.¹⁴⁾ 경제개혁연대의 노종화 변호사도 법안을 찬성하고 있다. 그는 주주가 이사를 선임할 권한을 가지는 상황에서, 이사가 주주에 대하여 충실의무를 부담하지 않는다고 보는 것은 매우 어색하고 불합리하며, 더 나아가 현재 대법원 판례에서 법률적으로 당연히 보호되어야 할 주주 이익이 위면되고 있어 상법 개정안처럼 이사의 의무를 명확하게 정하여 주주이익을 보호해야 한다는 의견을 제시하고 있다. 특히 불공정 합병, 물적분할 후 중복상장, 자사주 마법, 주식교환 등의 사항은 상법상 이사의 회사에 대한 충실의무나 회사에 대한 손해배상책임 추궁만으로는 시정하기에는 한계가 있다고 한다. 이에 그는 민법에 따른 손해배상청구와 별개로 상법 제399조에 회사 이외에 주주의 손해배상청구권도 명시하는 것을 검토할 만하다는 주장까지 개진하고 있다.¹⁵⁾

2. 반대론

상법상 이사의 충실의무 규정을 주주의 비례적 이익을 보호하는 쪽으로 확대개편하자는 개정안에 대하여 다음과 같은 이유를 들어 반대하는 견해가 있다. 첫째, 상법상 충실의무의 대상은 개별주주가 아니라 회사이다. 이사는 회사와 위임관계에 있으므로 위임인인 ‘회사에 대해’ 선량한 관리자의 주의의무를 부담하는 것에 그친다는 점에 바탕을 두고 있다. 둘째, 모든 주주의 이익을 완벽하게 비례적으로 보호하자는 것은 이상적(理想的)인 관념에 지나지 않으므로 현실적으로 구현되기 어렵다. 이를 강제할 경우에는 회사의 장기적 이익을 위한 결정을 지연시키거나 좌절하게 만들 우려가 있다. 셋째, 개정안은 주주의 비례적 이익과 회사의 이익이 일치되지 않을 경우 이사가 어떻게 행동하여야 할지를 분명히 하지 못하고 있다. 이처럼 주주의 비례적 이익을 회사의 이익과 병렬적으로 규정하는 것은 문제가 있다. 넷째, 주주의 비례적 이익을 보호하자는 것은 사원의 이익과 법인의 이익을 구별된다고 보는 법인이익독립론의 폐기를 전제로 한 것이다. 이처럼 법인이익독립론은 폐기하는 것은 한국의 사법체계(私法體系)에서 너무나 중대한 작업이므로 신중을 기하여야 한다.¹⁶⁾

이밖에도 서울대학교 천경훈 교수는 회사의 이익과 주주의 이익이 동일한 까닭에 판례에서도 양자를 구별하지 않으므로 상법 개정은 불필요하고 부적절한 것으로 평가하고 있다.¹⁷⁾ 건국대학교 이철송 교수도 주주평등의 원칙에 따라 지배주주와 회사에는 이익이 되지만 일반주주에게 해가 되는 경우가 있을 수 없을 뿐만 아니라 조문상의 표현이 모호하여 부당한 책임추궁이 있을 수 있다면서 상법 개정안에 대하여 부정적인 입장을 취하고 있다.¹⁸⁾

14) , 더불어민주당 박주민·이용우 의원·경제개혁연대·참여연대·한국기업거버넌스포럼 주최 「코리아 디스카운트 해소, 지배구조 개선을 위한 상법 개정 토론회 자료집」(2023.1.11.), 33면.

15) 노종화, 더불어민주당 박주민·이용우 의원·경제개혁연대·참여연대·한국기업거버넌스포럼 주최 「코리아 디스카운트 해소, 지배구조 개선을 위한 상법 개정 토론회 자료집」(2023.1.11.), 39, 42, 43면.

16) 한국상장회사협의회, “상법 일부개정법률 의원발의안에 대한 의견-이용우 의원 대표발의, 의안번호 제2114916호-,”(2022.4.), 1-3면.

17) 선한결, “밸류업 열풍 뒤에 커지는 경영계 우려…‘주주이익 보호 어디까지,’” 「한국경제」(2024.3.22.자)(인터넷판)

18) 이철송, 앞의 책, 16, 45면.

IV. 외국의 입법례 검토

1. 검토대상 확정

이사의 충실의무 확대 개편안을 내용으로 하는 상법개정안을 지지하는 쪽에서는 주주에 대하여 이사가 충실의무를 부담하는 것을 정한 선진국의 입법례가 있다고 밝히고 있다. 먼저 미국 델라웨어주 회사법 제102조가 이사의 충실의무(duty of loyalty)를 회사에 대한 것 외에 주주에 대한 것도 병기하고 있는데, 이는 “회사의 이익과 주주이익의 분리 가능성을 인식한 전제 위에, 의무의 상대방도 2원적으로 파악하고 있음을 보여준다”고 평가하고 있다.¹⁹⁾

델라웨어 주회사법 제102조 기본정관의 내용²⁰⁾

(중략)

(b) (중략)

(7) 회사 또는 그 주주에 대하여 이사로서 부담하는 신인의무를 위반함으로써 인한 금전적인 손해에 대하여 이사의 개인적인 책임을 면제 또는 제한하는 규정. 다만, 이 규정은 다음의 경우에는 이사의 책임을 면제하거나 제한하지 못한다.: (i) 회사나 그 주주에 대한 이사의 충실의무 위반이 있는 경우;

(후략)

또한 영국의 경우에도 이사가 주주보호의무가 있음을 뒷받침하는 입법을 하고 있다고 하면서 다음과 같이 서술하고 있다.

영국에서는 종래에는 보통법(common law) 및 제정법에서 이사는 주주의 이익을 위해서만 직무를 수행해야 하는 것으로 생각되어 왔으나 최근들어주주 이외의 이해관계자의 이익을 주장하는 세간의 풍조가 확산됨에 따라 이사가 주주 이외의 이해관계자의 이익도 고려해야 함을 규정하는 내용으로 2006년 회사법이 개정되었다. 이 의무는 주주에 대한 의무가 아니라 회사에 대한 의무이지만, 보통법상 장기적으로 전체로서의 주주의 이익은 회사의

19) , “이사의 주주에 대한 충실의무-비교법적 검토,” 「비교사법」 제29권 3호(한국비교사법학회, 2022), 134면.

20) 권재열 역, 「미국 회사법(델라웨어 주)」(법무부, 2014), 15-17면. 델라웨어 주회사법 제102조(B)(7)의 원문을 전재하면 다음과 같다. (7) A provision eliminating or limiting the personal liability of a director to the corporation or its stockholders for monetary damages for breach of fiduciary duty as a director, provided that such provision shall not eliminate or limit the liability of a director: (i) For any breach of the director’s duty of loyalty to the corporation or its stockholders;

이익과 일치한다는 사고에 기초한다. …… 영국의 2006년 회사법 제994조는 회사가 업무 과정에서 주주 전체 또는 일부 주주의 이익을 불공정하게 침해하는 경우, 주주에게 그 시정을 요구할 수 있는 권리를 부여하고 있다. 이에 따르면, 이사가 소수주주의 주식가치를 희석시키는 신주발행을 하는 것도 주주의 이익을 불공정하게 침해하는 것이 될 수 있으며 합병을 통한 소수주주 축출도 마찬가지이다. 이상의 점들에 비추어보면 영국의 회사법상 이사에 게 주주 보호의무가 없다고 말하기는 어려워 보인다.²¹⁾

이하에서는 일각에서 주장하듯이 미국과 영국의 입법이 과연 이사가 주주에 대하여 충의무를 부담하는 것을 의미하는지에 관하여 검토하기로 한다.

2. 외국의 입법례 검토

(1) 미국

일반적으로 미국 회사법에서 이사는 주주의 이익을 위하여 회사에 대하여 신인의무를 부담할 뿐이다.²²⁾ 이사는 주주들의 끊임없이 변화하는 정서를 기록하기 위해 존재하는 온도계가 아니므로 법인격을 가진 회사에 대하여 의무를 부담한다는 것이다. 심지어 주주의 의사가 이사의 그것과 다를 경우라 할지라도 이사는 주주에게 도움이 되도록 선의로 행동하여야 한다.²³⁾ 이사는 회사에 대하여 권한을 수입받으므로 회사의 이익을 보호하여야 하는 것이 원칙이지만, 그렇게 보호하는 경우 실제로는 주주의 이익을 보호하는 역할을 하게 되는 것이다.²⁴⁾

델라웨어 주대법원은 이사뿐 아니라 임원 역시 회사 및 주주들에게 신인의무를 부담한다고 판시하는 경향이 있다. 이처럼 “신인의무의 대상으로 ‘회사’ 및 ‘주주들’을 함께 언급하면서 특별히 구별하지 않는 것이 판례의 통상적인 표현 방식”이기는 하지만 이는 “회사에게 이익이 되면 주주에게도 간접적으로 이익이 될 것이라는 일반론적 차원으로 이해하면 충분하다.”²⁵⁾ 이상과 같이 판례상으로 이사는 회사와 그 주주에 대해 신

21) , 앞의 논문, 145-146면.

22) J. Travis Laster & John Mark Zeberkiewicz, *The Rights and Duties of Blockholder Directors*, 70 Business Lawyer 33, 33(2014)(Delaware corporate law rests on the bedrock principle that directors of a Delaware corporation owe fiduciary duties to the corporation for the benefit of all of its stockholders.).

23) *In re Lear Corp. S'holder Litig.*, 967 A.2d 640, 655(Del.Ch.2008)(Directors are not thermometers, existing to register the ever-changing sentiments of stockholders During their term of office, directors may take good faith actions that they believe will benefit stockholders, even if they realize that the stockholders do not agree with them.).

24) William M. Lafferty et al., *A Brief Introduction to the Fiduciary Duties of Directors Under Delaware Law*, 116 Penn State Law Review 837, 841(2012)(the directors of a Delaware corporation entrusted with management responsibility must protect the interests of the corporation and effectively serve as “trustees” for the stockholders with respect to the interests of the stockholders in the corporation).

인의무를 부담하는 것으로 판시한 것이 많이 있기는 하나, 이는 주주의 이익과 회사의 이익을 동일시하는 주주중심주의(shareholder primacy)에 근거한 것에 지나지 않는다. 다만, 법인격이 의미가 없는 경우, 즉 법률적으로 회사가 도산상태에 빠지는 경우에는 예외적으로 이사는 주주 전체를 위하여 신인의무를 부담하는 것으로 판시하고 있다.²⁶⁾

(2) 영국

영국의 경우에는 2014년 회사법 제228조 제1항 제a호는 “이사는 자신이 회사의 최선의 이익이라고 생각하는 바에 따라 선의로 행위할 것”²⁷⁾을 규정하고 있으며, 항소법원도 “이사가 회사에 대하여 의무를 부담하며 이 경우 회사는 그 사원의 단순한 총합을 넘어선다”²⁸⁾고 판시하고 있다. 영국 판례에 따르면 특별한 상황에 처하는 경우에 한하여 이사가 주주에 대해 신인의무를 부담할 수 있음을 밝히고 있다. 그러한 특별한 상황에 속하는 대표적인 예는 회사 자체가 공개매수(takeover offer)의 대상이 된 경우이다.²⁹⁾

3. 소결

국내 일부 문헌은 미국 델라웨어 주회사법과 영국법을 이사의 충실의무 확대개편안을 뒷받침하는 외국의 입법례로서 소개되고 있다. 그러나 이들 입법례를 구체적으로 살펴보면 과연 이사가 일상적인 회사경영과 관련하여 주주에 대하여 충실의무를 부담하는 것을 명시한 규정이라고 하기 어렵다. 이처럼 이사가 주주에 대하여 충실의무를 부담한다고 규정한 선진국의 입법례를 찾을 수 없다는 것이다.

V. 상법개정안에 대한 비판

1. 서언

상법 개정안은 이사는 회사에 대한 충실의무와 그 위반으로 인한 책임을 부담할 뿐 주주와는 법적 관계가 없음에도 불구하고 현실에서는 이사의 의사결정으로 인하여 지배주주에게 득이 되고 소수주주에게 피해를 야기하는 상황을 초래할 수 있는 만큼 이사가 충실의무를 부담하는 대상을 확대할 필요가 있다는 주장에 터잡고 있다. 그러나 이 같은 개정안을 쉽게 긍정하기는 곤란하다. 위에서 살펴본 반대론 측에서 제시한 근거 모두가 합리적이라고 보여진다. 이에 아래와 같은 추가적인 설명과 이유를 몇가지 덧붙이고자 한다.

2. 상법 개정안에 대한 반대 이유

25) , “이사의 의무에 관한 미국 판례법리 발전사.” 「서울법학」 제28권 제4호(서울시립대학교, 2021), 395면.

26) Geyer v. Ingersoll Publ'nsCo., 621 A.2d 784, 789 (Del. Ch. 1992).

27) 이 부분에 해당하는 원문은 다음과 같다. Section 228 (1) A director of a company shall (a) act in good faith in what the director considers to be the interests of the company.

28) 이는 Fulham Football Club Ltd. v. Cabra Estates plc. 사건의 판결문 중 “the duties owed by the directors are to the company and the company is more than just the sum total of its members”을 번역한 것이다([1994] 1 BCLC 363 at 379).

29) Gething v. Kilner, [1972] 1 WLR 337.

(1) 법인제도와와의 충돌

법인은 사람 또는 재산의 결합으로 인하여 법적으로 권리능력의 주체가 되는 것을 의미한다. 단체가 법인격을 취득하면 자연인과 마찬가지로 하나의 인격을 법적으로 부여받은 존재가 된다. 일정한 목적을 가진 사람의 모임이 권리능력의 주체가 되는 경우가 사단법인인데, 상법상의 회사가 이에 해당한다.

상법상 회사가 법인인 것은 단체의 법률관계를 간이하게 하려는 데 그 목적이 있다. 이에 그 회사의 명의로 계약을 체결하고, 권리를 행사하고, 의무를 부담하며, 그 명의로 소송당사자가 된다. 이와 함께 법인격의 취득으로 단체에 제공된 재산이 사원의 개인재산으로부터 구별된다.³⁰⁾ 말하자면, 주식회사에 회사와 그 사원이 별개의 인격을 가진다는 원칙이 적용되어 사원 개인의 재산을 회사의 채권자에 대하여 책임재산으로 취급할 수 없는 것이다.³¹⁾

상법상 이사는 회사에 대한 대리인이다(제382조 제2항). 한국 상법(회사편)에 따르면 이사는 주주와 계약을 체결하는 것이 아니라 주주총회의 결의로 회사에 의하여 임용되는 것이 원칙이다. 이를 뒷받침하기 위하여 상법은 회사와 이사(경영자)사이에 민법상 위임의 법리를 적용하고 있다(제382조 제1항). 민법상 위임이라 함은 당사자 일방이 상대방에 대하여 사무의 처리를 위탁하고 상대방이 이를 승낙함으로써 그 효력이 생긴다(민법 제680조). 미국과 영국 뿐만 아니라 호주의 경우에도 뉴 사우스 웨일즈주 항소법원은 “이사가 주주가 아니라 회사에 대하여 신인의무를 부담한다는 일반원칙은 명백히 옳다”³²⁾라고 설시하고 있다. 캐나다도 이와 마찬가지로 입장이다.³³⁾ 이 같은 외국의 동향은 회사는 가장 중요한 이해관계자인 주주를 포섭하는 조직체이기는 하지만 그렇다고 해서 주주 전체와 회사를 동일시 할 수 없음을 시사한다.³⁴⁾

이상과 같이 이사는 회사의 대리인이므로 상법상 충실의무의 대상은 개별주주가 아니라 회사이어야 하는 까닭에 이사로 하여금 주주의 비례적 이익 혹은 총주주를 위해 직무를 수행할 것을 의무화하는 것은 법인제도와 모순된다. 대법원도 같은 취지에서 “주식회사의 이사는 주식회사의 사무를 처리하는 자의 지위에 있다고 할 수 있지만 주식회사와 별개인 주주들에 대한 관계에서 직접 그들의 사무를 처리하는 자의 지위”에 있지 않다는 것을 확인하고 있다.³⁵⁾ 이런 이유로 인하여 회사는 이사가 의무를 열심히 수행하였는

30) Reinier Kraakman et al., *The Anatomy of Corporate Law: A Comparative and Functional Approach* 5-6(3rd ed. 2017).

31) Bernard F. Cataldo, *Limited Liability with One-Man Companies and Subsidiary Corporations*, 18 *Law & Contemporary Problems* 473, 474(1953). 판례도 주식회사는 주주와 독립된 별개의 권리주체임을 분명히 하고 있다(대법원 2023. 2. 2. 선고 2022다276703 판결).

32) 이는 *Brunninghausen v. Glavanics* 사건의 판결문 중 “The general principle that a director’s fiduciary duties are owed to the company and not to shareholders is undoubtedly correct …”을 번역한 것이다 ([1999] NSWCA 199; 17 ACLC 1247).

33) Matthew Conaglen, *Fiduciary Principles in Contemporary Common Law Systems*, in *The Oxford Handbook of Fiduciary Law* 565, 580(Evan J. Criddle, Paul B. Miller & Robert H. Sitkoff eds., 2019).

34) 대법원 1983. 12. 13. 선고 83도2330 전원합의체 판결(“소위 1인회사에 있어서도 행위의 주체와 그 본인은 분명히 별개의 인격이며, 그 본인인 주식회사에 재산상 손해가 발생하였을 때 배임되는 기수가 되는 것이므로 궁극적으로 그 손해가 주주의 손해가 된다 하더라도 이미 성립한 죄에는 아무 소장이 없다.”).

지를 평가하고, 성실히 업무를 집행한 이사에게 회사명의로 회사계좌에서 보수를 지급한다. 만약 이사가 직접적으로 주주를 위해 의무를 다하여야 한다면 그는 어쩔 수 없이 주주의 대리인이 되어야 하는데, 이는 너무나 과격적인 것이어서 법률과괴적인 수준의 폭거이다.

이사가 직접적으로 주주를 위해 의무를 다해야 한다면 그는 어쩔 수 없이 주주의 대리인이 돼야 한다. 이에 대해 주주가 회사의 소유자이므로 회사 통장에서 돈을 꺼내 이사의 보수를 지급하더라도 문제가 없다고 반박할 수도 있을 것이다. 상법은 명문으로 주주가 회사의 소유자라고 정한 바가 없다. 주주는 회사의 설립과 운영을 위해 종잣돈을 출연한 것밖에 없다. 대법원 판례에 따르면 “주식회사의 주주는 주식의 소유자로서 회사의 경영에 이해관계를 가지고 있다고 할 것이나, 회사의 재산관계에 대하여는 단순히 사실상, 경제상 또는 일반적, 추상적인 이해관계만을 가질 뿐, 구체적 또는 법률상의 이해관계를 가진다고는 할 수 없다.”³⁶⁾ 따라서 상법 개정안이 주주의 비례적 이익과 회사를 동일한 가치를 지닌 것으로 보아 병렬적으로 열거한 것에 대해 납득할 수 없으며, 더 나아가 이 같은 개정안은 회사의 법인성을 경시함은 물론이고 대리인인 이사가 본인인 회사 이외의 자에게 충실의무를 부담하는 것에 공감하기 어렵다. 이사가 계약의 직접 상대방인 회사가 아닌 주주를 위해 의무를 다하는 것에 대해 회사에 보수를 지급한다면 이는 배임죄로 처벌받을 우려도 있다. 말하자면, 위임관계는 계약에 의하여 형성되는 것이므로 수임인의 위임인에 대한 의무도 계약의 일방 당사자인 이사가 다른 당사자인 회사에 대해 부담하는 게 당연하므로 이사가 주주에 대해 충실의무를 부담하는 것으로 정할 수는 없다. 요컨대, 이사로 하여금 회사 재산에 대해 법률상 이해관계가 없는 주주에게까지 충실 의무를 부담하라는 것은 터무니없는 강요에 지나지 않는다.

(2) 교착상황 봉착

이용우 의원 개정안은 주주의 비례적 이익과 회사의 이익이 일치되지 않을 경우 이사가 어떻게 행동하여야 할지를 분명히 하지 못하고 있으므로 주주의 비례적 이익을 회사의 이익과 병렬적으로 규정하는 것은 문제가 있다. 특히 지배주주가 장기실적(long-termism)을 요구하는 반면에 소수주주는 단기실적(short-termism)을 희망하는 상황에서 이사가 주주의 비례적 이익을 위해 행동을 하여야 한다면 이사는 마치 한 사람이 두 주인을 섬겨야 하는 상황³⁷⁾에 놓이게 된다. 때문에 이사에게 엄격하게 주주를 향한 충실의무를 요구한다면 그 이사는 교착상태에 빠지는 경우가 발생할 수밖에 없다.

박주민 의원 개정안은 총주주를 충실의무 대상으로 삼는다는 의미는 주주 1인이라도 불만을 가질 수 있는 결정을 금지한다는 의미로 해석되므로 현실적으로 달성불가능한 목표로 보인다. 모든 주주의 이익을 완벽하게 비례적으로 보호하자는 것은 이상적(理想的)인

35) 2009. 5. 29. 선고 2008도9436 판결.

36) 대법원 2016. 7. 22. 선고 2015다66397 판결.

37) 신인의무는 한편으로 성경의 마태복음 6장 24절에 나오는 “한 사람이 두 주인을 섬기지 못할 것이나...”(No one can serve two masters.)와 같은 맥락에서 이해되기도 한다. Harlan F. Stone, *The Public Influence of the Bar*, 48 Harvard Law Review 1, 8(1934).

관념에 지나지 않으므로 현실적으로 구현되기 어려우며, 이를 강제할 경우에는 회사의 장기적 이익을 위한 결정을 지연시키거나 좌절하게 만들어 기업의 경쟁력이 추락할 것이다.

(3) 다수결원칙의 무력화

오늘날 다수결의 원칙은 일반적으로 의사결정을 위한 합리적인 방법으로 인정되고 있다. 주주민주주의에서의 주주의 지위는 민주국가에서의 국민의 지위로부터 유추할 수 있다.³⁸⁾ 주주민주주의는 국가정치에 있어서 민주주의의 이념과 개개 주주의 적극적인 역할이 강조된 초기 주식회사의 이념이 융합된 것이다. 민주주의국가에서 그 이념을 구체화하기 위하여 국민의 투표권이 강조되는 것과 마찬가지로 주주의 의결권이 주주민주주의에서는 당연히 강조되고 있다. 이처럼 민주주의라는 정치체제로부터 영향을 받은 주식회사는 나름대로의 고유한 조직형태와 그 운용방식을 합리화하기 위해 주식의 보유량을 기준으로 한 다수결의 원칙을 채택하여 이론적 정당성을 확보하고 있다.³⁹⁾ 그리하여 주주민주주의는 자본다수결의 원칙의 범위 내에서 주주가 회사의 의사형성에 적극적으로 참가하여 이사의 경영활동을 감시·감독하는 것을 주된 내용으로 한다.⁴⁰⁾

주주의 비례적 이익을 고려하여야 하는 경우 지배주주의 지배권의 가치를 훼손하게 되는데, 이는 사실상 소수주주가 다수주주의 의사를 존중하여야 하는 (지분)다수결의 원칙과 충돌하는 것과 다를 바 없게 되어 주식회사체도의 근간을 흔들게 된다. 상법개정안은 마치 대주주와 소수주주의 뜻이 다를 경우에도 이사는 대주주와 소수주주 각각의 뜻을 충실하게 받아들여 행동하라는 것으로 읽힌다. 따라서 이사가 대주주의 의사대로 업무를 집행할 경우 소수주주로부터 책임추궁을 받게 될 것이며, 반대로 소수주주가 원하는 바에 따라 업무를 집행하면 대주주가 이사의 책임을 묻는 이른바 혼돈상태에 빠지게 될 것이다. 만약 이사가 대주주든 소수주주든 간에 어느 한쪽으로부터 의무불이행을 이유로 소송에 의한 책임추궁을 빈번하게 당할 경우 회사는 유능한 이사를 유치하기 위해 어마어마한 규모의 임원배상책임보험을 들 수 밖에 없다. 회사가 보험회사에 지불하는 배상책임보험료는 궁극적으로 제품가격에 전가될 것이어서 우리 상품의 국제적 경쟁력이 떨어지게 될 것임은 자명하다.

(4) 지배권 프리미엄 하락

주식회사는 근대로부터 경제적 생활에 있어서 중심적인 위치를 차지하고 있다. 주식회사에는 주식의 보유량을 기준으로 한 다수결의 원칙이 적용되는 결과 소수주주가 지배주주와 마찬가지로 회사에 대하여 출자를 하여 지분을 갖는 것은 동일하지만 의사결정에 있어서 자신의 지분에 정비례하는 영향력을 행사하지 못한다.⁴¹⁾ 민주주의에서 합리적인 의

38) Harvey Frank, *The Future of Corporate Democracy*, 28 *Baylor Law Review* 39, 41(1976).

39) Brett W. King, *The Use of Supermajority Voting Rules in Corporate America: Majority Rule, Corporate Legitimacy, and Minority Shareholder Protection*, 21 *Delaware Journal of Corporate Law* 897(1996).

40) R. Edward Freeman, *Strategic Management: A Stakeholder Approach* 196(2010).

41) 주주가 공동출자하여 설립한 회사의 경영은 다수결의 원칙에 따라 지배주주의 손에 달려 있다. 그리하여 본질적으로 소수주주의 출자에 연계된 지배권은 지배주주에게 이전 당한 결과 자신의 유효지분은 0(zero)이

사결정방법으로 인정되고 있는 다수결의 원칙은 다수자의 위치와 소수자의 위치가 서로 교체할 가능성이 있음을 전제로 한다. 즉, 다수자와 소수자가 상호 교체 가능한 경우에만 서로의 입장이나 견해를 존중한다는 것이다.

회사경영을 함에 있어서 지배주주가 소수주주에게 자신들의 의사결정을 존중해달라고 할 수 있는 권리를 지배권(경영권)이라 하며, 이러한 지배권은 특수한 가치를 지니기 때문에 판례법상 지배권 프리미엄이 인정된다.⁴²⁾ 이용우 의원 개정안에 따라 이사가 주주의 비례적 이익을 위해 직무를 수행하여야 한다는 것 혹은 박주민 의원 개정안에 따라 이사가 총주주의 이익을 위해 직무를 수행하라는 것은 지배주주의 지배권 프리미엄을 줄이는 효과가 있어 주식회사제도의 전반에 위협을 초래할 우려가 있다. 주주는 자신이 보유한 주식의 수가 많으면 많을수록 시장에서 쉽게 매각할 수 없다.

지배주주가 대량의 주식을 시장에서 매각하면 수급의 일시적 불균형으로 인하여 주가가 하락할 가능성이 있어 모든 주주에게 불이익을 가져다주기 때문이다. 그럼에도 불구하고 주주가 주식을 대량으로 확보하여 지배권을 취득하고자 하는 것은 자신이 원하는 자를 이사로 선임하여 자신의 의사가 반영되도록 회사를 운영할 수 있으며, 나중에 지분을 매각하더라도 이 같은 지배권 프리미엄이 반영된 대가를 받을 수 있다는 데 이유가 있다. 그러나 이용우 의원안 또는 박주민 의원안이 채택되는 경우 이사는 지배주주만이 아니라 소수주주의 뜻까지 살피야 한다는 점에서 소수주주가 곧 지배주주가 되고자 하는 유인이 줄어든다. 이러한 점에서 상법 개정안은 지배권의 가치를 줄이는 효과가 있다.

이밖에 헌법 제37조 제2항은 국가안전보장, 질서유지, 공공복리를 위하여 국민의 권리를 제한할 수 있다고 규정하고 있지만, 상법 개정안이 이사의 주주에 대한 충실의무를 통해 지배권 프리미엄을 떨어트리는 것이 공공복리에 의하여 대주주의 부(wealth)를 감소시키는 것으로 볼 수 없어 위헌적인 요소가 있다.

3. 소결

이사는 회사와 수입계약을 맺는 당사자이므로 이사는 회사의 대리인에 지나지 않는다. 때문에 물적분할로 인하여 분할회사의 소수주주의 주주권이 훼손되므로 그를 보호하기 위한 방안을 마련해야 하더라도 주주의 비례적 이익이나 총주주를 위하여 이사가 충실의무를 부담한다는 상법 개정안은 기존의 사법체계의 근간을 흔들 우려가 있다. 이러한 점에서 이사의 충실의무를 주주에게 까지 확대하는 개정안을 수용하기 어렵다.

V. 토론: 서울동부지방법원 2023. 3. 3.자 2023카합10034 결정의 검토

. 미국에서는 지배주주와 소수주주간의 대리인 문제가 여기서 발생하는 것으로 풀이한다. Grant M. Hayden & Matthew T. Bodie, *One Share, One Vote and the False Promise of Shareholder Homogeneity*, 30 Cardozo Law Review 445, 478(2008).

42) 이처럼 회사의 '지배권'이라 함은 "특정한 주주가 보유하는, 이사의 선임을 통하여 경영진에 영향력을 행사하거나 또는 주주총회에서의 직접결의에 의하여 회사의 기본정책을 결정할 수 있는 힘을 말"하며(헌법재판소 2003. 1. 30. 선고 2002헌바65 결정), 지배권 프리미엄은 최대주주가 보유하는 주식이 갖는 "가치에 더하여 당해 회사의 지배권을 행사할 수 있는 특수한 가치"를 의미한다(헌법재판소 2007. 1. 17. 선고 2006헌바22 전원재판부 결정).

1. 사건의 개요 및 결정의 내용

SM엔터테인먼트(이하 'SM'으로 줄임)는 2023년 2월 7일 이사회를 개최하여 신주 및 전환사채 배정·발행을 의결하고, 같은 날 카카오와 2,172억원어치 신주 및 전환사채 인수계약을 체결하였다. SM은 신주 및 전환사채 발행 당시 '카카오와의 전략적 제휴 및 사업확장'과 '긴급한 자금 조달'이라는 경영상 필요가 있었고, 위 신주 및 전환사채 발행은 경영목적 달성을 위한 불가피한 선택으로 기존 주주들의 신주인수권을 침해하는 것이 아니라고 주장하였다. 그러나 법원은 SM의 이사회가 카카오에 신주 및 전환사채 배정·발행을 의결할 무렵에 충분한 현금 및 현금성 자산 등을 보유하고 있었고 급하게 갚아야 할 채무가 없었으므로, 당시 긴급한 자금 조달의 필요가 있었다고 보기 어려운 상황으로 평가하였다. 게다가 SM 이사회가 플랫폼 기업인 카카오와 전략적 제휴 관계를 맺기로 결정한 것은 나름의 합리적인 이유가 있다고 볼 여지가 있기는 하지만, 사업 전략의 수립 단계에 불과한 상태에서 기존 주주의 신주인수권을 배제하고 카카오에 신주 및 전환사채를 발행하여 약 2,172억 규모의 자금을 반드시 긴급하게 조달하여야 할 상황이었다고 보기 어렵다고 판단하였다. 특히 신주 및 전환사채 발행 및 인수계약 체결 과정에서 위와 같은 의사결정 과정에 참여한 이사들을 제외하고는 최대주주인 이수만을 포함한 기존 주주들에게 이를 알리거나 그에 관한 협의를 한 바 없다고 꼬집었다. 이에 법원은 "이와 같이 상법 제418조 제2항 단서 및 제513조 제3항 또는 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 결정하였다.

2. 본 결정에 대한 기존 평가

경북대학교 이상훈 교수는 이 사건 가처분 결정은 '주주의 비례적 이익 침해'를 최초로 인정된 것으로 평가하고 있다.

(1) 주주의 비례적 이익 침해를 인정

이 사건 가처분 결정은 결론의 점에서 타당하다고 생각된다. ... 그런데 이 사건 가처분 결정의 특징적인 점은, '주주의 비례적 이익'이라는 단어를 사용하면서, 그 개념을 제시하고, 그것의 침해 가능성을 결론 도출의 핵심 논거로 제시하였다는 점이다. 대법원 법률정보시스템에서 검색 가능한 재판례 중, 주주의 비례적 이익이라는 단어를 사용하면서 그것의 침해를 인정한 경우는 보이지 않는 점으로 미루어, 이 사건 가처분 결정이 아마도 최초의 사례인 듯 보인다. ... 이 사건의 재판부는 굳이 '신주인수권 침해'라는 표현 대신, 상법에는 등장하지 않는 '주주의 비례적 이익이 침해(또는 약화)'라는 표현을 피보전권리에 관한 부분과 보

전의 필요성에 관한 부분에서 각 1회씩 두 번이나 사용하고 있다.⁴³⁾

3. 기존 평가에 대한 비판

상법은 주주가 가지고 있는 주식의 수에 비례하여 회사가 배당액을 산정하고 신주를 배정할 것을 정하고 있으며(제418조 제1항), 소수주주의 보호를 위하여 다양한 소수주주권을 마련하고 있다. 특히 상법 제418조 제2항 단서에 따르면 회사는 정관에 정하는 바에 따라 주주 외의 자에게 신주를 배정할 수 있지만, 이 경우에도 신기술의 도입, 재무구조의 개선 등 회사의 '경영상 목적'의 달성을 위하여 필요한 경우에만 허용된다. 이 규정은 상법 제513조 제3항에 의하여 전환사채의 발행에도 준용된다.

위의 결정은 정당한 이유없이 신주와 전환사채를 발행하여 제3자에게 배정하게 되면 ① 대주주와 소수주주를 불문하고 기존 주주의 지분율이 떨어지고 ② 주식가치의 희석화로 말미암아 본 결정에서 표현한 주주의 비례적 이익도 하락하게 되며, ③ 이처럼 기존 주주의 회사에 대한 지배력이 그만큼 약화되면 기존 주주에게 손해가 발생한다는 점을 재확인하는 것에 지나지 않는다. 이는 전통적으로 널리 인정되고 있는 법리일 뿐만 아니라 이와 같은 지배관계에 변동을 초래하지 않도록 비례적 이익을 보호하여야 하는 것은 이미 이사의 의무에 포함되고 있어⁴⁴⁾ 새로운 의미를 부여하기 곤란하다.

VI. 맺음말

본 보고서는 이용우 의원과 박주민 의원이 대표발의하여 국회에 제출한 상법개정안을 지지하기는 어렵다는 입장을 개진하였다. 본 보고서는 위의 개정안에 대해 반대하는 논지를 다양하게 제시하였는데, 여기서 다시 한번 그 맥락을 여기서 간단히 정리하고자 한다.

첫째, 주주의 비례적 이익이라는 개념을 인정하여 이사가 주주에 대하여 충실의무를 부담하게 하는 것은 전통적으로 내려오는 사법체계에서의 법인격 중심의 인식의 틀과 정면적으로 충돌한다.

둘째, 모든 주주의 이익이 동질적이라 할 수 없으므로 주주의 비례적 이익의 실체가 모호하며, 더 나아가 각 주주의 이익이 상이한 상황에서 이사가 충실의무를 다하기 위해서 어떻게 행동을 하여야 할지가 불분명하다.

셋째, 이사가 주주의 비례적 이익 혹은 총주주를 위해 충실의무를 부담하여야 한다는 것은 대주주와 소수주주의 뜻이 다른 경우라 하더라도 이사는 대주주와 소수주주 각각의 뜻을 충실하게 받아들여 행동하여야 하는 까닭에 지배주주의 지배권의 가치가 훼손되고 다수결의 원칙을 무력화한다.

넷째, 이사의 충실의무 확대개편안은 사실상 지배주주의 지배권의 가치를 떨어트리는 효과가 있으므로 지배주주의 지배권 프리미엄을 줄이는 결과를 초래하여 주식회사 제도 전반을 위태롭게 하는 측면이 있다.

43) , “행동주의 펀드와 주주의 비례적 이익-에스엠 사례(서울동부지법 2023.3.3. 선고 2023카합10034 결정)를 소재로-,” 「증권법연구」 제24권 제1호(한국증권법학회, 2023), 28-29면.

44) 대법원 2009. 5. 29. 선고 2007도4949 전원합의체 판결(다수의견) 참조.

■ 참고문헌 ■

- 권기범, 「현대회사법」 제8판(삼영사, 2021)
- 권재열 역, 「미국 회사법(텔라웨어 주)」(법무부, 2014)
- 김건식/노혁준/천경훈, 「회사법」 제7판(박영사, 2023)
- 김선민, “국내 상장기업의 분할 결정요인 및 투자자 반응,” 「SC 조사보고서」 2021년 통권 제1호(한국기업지배구조원, 2021)
- 신현탁, “이사의 의무에 관한 미국 판례법리 발전사,” 「서울법학」 제28권 제4호(서울시립대학교, 2021)
- 안상희, “분할 등 기업 소유구조 변경과 주주권의 훼손의 완화 방안,” 「Proxy Issue」(한국ESG연구소, 2022.4.5.)
- 이상훈, “물적분할과 지주사 디스카운트-LG화학의 사례를 소재로-,” 「법학논고」 제71집(경북대학교, 2020)
- 이상훈, “이사의 주주에 대한 충실의무-비교법적 검토,” 「비교사법」 제29권 3호(한국비교사법학회, 2022)
- 이상훈, 더불어민주당 박주민·이용우 의원·경제개혁연대·참여연대·한국기업거버넌스포럼 주최 「코리아 디스카운트 해소, 지배구조 개선을 위한 상법 개정 토론회 자료집」(2023.1.11.)
- 이상훈, “행동주의 펀드와 주주의 비례적 이익-에스엠 사례(서울동부지법 2023.3.3. 선고 2023카합10034 결정)를 소재로-,” 「증권법연구」 제24권 제1호(한국증권법학회, 2023)
- 이은정, “분할 등 기업구조개편의 효과분석: LG화학과 (주)LG를 중심으로,” 「경제개혁이슈」 2021-01호(경제개혁연대, 2021)
- 이철송, 「주주의 비례적 이익을 보호하기 위한 상법 개정안의 평가」 상장협연구 2023-3(한국상장회사협의회, 2023)
- 한국상사법학회 편, 「주식회사법대계Ⅲ」 제4판(법문사, 2022)
- Bernard F. Cataldo, *Limited Liability with One-Man Companies and Subsidiary Corporations*, 18 Law & Contemporary Problems 473(1953)
- Matthew Conaglen, *Fiduciary Principles in Contemporary Common Law Systems*, in *The Oxford Handbook of Fiduciary Law* 565(Evan J. Criddle, Paul B. Miller & Robert H. Sitkoff eds., 2019)
- Harvey Frank, *The Future of Corporate Democracy*, 28 Baylor Law Review 39(1976)
- R. Edward Freeman, *Strategic Management: A Stakeholder Approach* 196(2010).
- Grant M. Hayden & Matthew T. Bodie, *One Share, One Vote and the False Promise of Shareholder Homogeneity*, 30 Cardozo Law Review 445(2008)

Brett W. King, *The Use of Supermajority Voting Rules in Corporate America: Majority Rule, Corporate Legitimacy, and Minority Shareholder Protection*, 21 Delaware Journal of Corporate Law 897(1996)

Reinier Kraakman et al., *The Anatomy of Corporate Law: A Comparative and Functional Approach* (3rd ed. 2017)

William M. Lafferty et al., *A Brief Introduction to the Fiduciary Duties of Directors Under Delaware Law*, 116 Penn State Law Review 837(2012)

J. Travis Laster & John Mark Zeberkiewicz, *The Rights and Duties of Blockholder Directors*, 70 Business Lawyer 33(2014)

Harlan F. Stone, *The Public Influence of the Bar*, 48 Harvard Law Review 1(1934)