

---

## 35차 세미나 주제발표

# 밸류업과 상법개정 - 이사의 충실의무 -

이상훈 교수  
경북대학교 법학전문대학원

# 밸류업과 상법개정 - 이사의 충실의무 -

한국기업거버넌스 포럼 세미나  
2024년 6월 20일

경북대학교 법학전문대학원  
이상훈 교수

## CONTENTS

- 밸류업의 핵심 – 이사의 충실의무
- 충실의무 도입의 기대효과 – Before & After
- 충실의무 도입 – 우려사항과 대안
- 결론

# 1. 밸류업의 핵심: 이사의 충실의무

3

## 밸류업의 개념

### ■ '기업' 밸류업

- “ROE, PER, PBR 저평가”
- “기업의 자발적인 기업가치 제고 노력”, 공시 중심 접근

[표1] 주요국 상장기업 10년 평균 ROE·PBR·PER('14~'23)

구 분	한국	대만	중국	인도	신흥 평균	미국	일본	영국	선진 평균
ROE(%)	7.98	13.58	11.48	12.80	11.08	14.85	8.34	9.62	11.55
PBR(배)	1.04	2.07	1.50	3.32	1.58	3.64	1.40	1.71	2.50
PER(배)	14.16	15.95	13.09	25.62	14.32	21.78	16.86	16.09	19.69

\* 출처: Bloomberg / \*\* 현행 PBR·PER 기준(금융위 20240225 보도자료)

### ■ 'Add-Up'

- “주주환원에 세제 인센티브 검토”
- “이사 충실의무 포함 방안 검토” --- “배임죄 완화 or 폐지 방안 ?”

4

## '밸류업'의 대상: 기업가치? 주주가치?

### ■ '밸류업' 등장 배경

- LG화학 물적분할 상장 등 → 기업가치와 주주가치의 괴리
  - 예) 물적분할 상장으로 기업가치(영업력 등)엔 아무 영향 X
  - But 일반주주들의 주주가치 훼손(총수 및 엔솔 주주에게 이전)
- 주주가치와 기업가치의 '괴리' → 기업 거버넌스 이슈

### ■ Key Word : '괴리', '주주(주식)가치'

- 본질: 기업가치에 미달하는 주주(주식)가치를 어떻게 끌어올릴 것인가
- '기업가치'를 정부가 끌어올릴 수는 없으며 바람직하지도 않음  
→ 밸류업 대상을 '기업가치'로 파악, '기업의 자발적 노력' 강조에 그치게 됨
- '기업' 밸류업? '주주(주식)가치' 밸류업 !!

5

## 기업가치 vs 주식가치

### ■ 기업의 가치

- 그 기업이 미래 벌어들일 순현금 흐름의 현재가치 합계

### ■ 주식의 가치

- 그 주식이 미래 벌어들일 순현금 흐름의 현재가치 합계
- Gordon의 배당모형: 주가는 배당금, 성장률, 할인율 ⇒  $D/r, D(1+g)/(r-g)$

### ■ 기업가치와 주식가치

- 완벽한 자본시장 가정에서는 양자 동일
- 현실에서는 동일하지 않음(예: 주주환원율)  
※최근 10년 평균 주주환원율 : 미국 92%, 한국 31% (KB 증권, 2024.6.4.)
- 기업가치 ~주식가치 전달 과정에 다양한 괴리 원인

6

## 코리아디스카운트의 개념과 원인

### ■ 개념

- 한국 기업이 외국보다 펀더멘털(자본, 수익력 등)에 비해 주가 저평가
- 결국 분모(할인율, 자본비용, 멀티플)에 문제가 있다는 뜻

### ■ 발생원인 ① – A type 이슈

- 펀더멘털(기업가치)에 직접 영향을 미치는 이슈 – 모든 주주에 공통
- 예: 북핵, 미중갈등, cyclical 산업 등 ⇒ [불확실성 ↑] → [할인율 ↑]

### ■ 발생원인 ② – B type 이슈

- 기업가치가 주식가치로 전달되는 과정에 영향을 미치는 이슈('누수효과')

### ■ 발생원인 ③ – C type 이슈

- B type 이슈가 다시 기업가치 훼손으로 이어지는 되먹임 현상

7

## 코리아디스카운트 – B type 이슈

### ■ B type 이슈

- 기업가치를 주주에게 전달, 배분하는 과정에서 (비례적) 이익 침해
- 예1) 지배주주의 부당한 지분율(지배력) 증가를 초래하는 M&A – 제3자 배정 신주발행, 불공정 합병, 지주사전환, 특정인 앞 자사주 처분 등등
- 예2) 자회사 상장 차익을 모회사 주주에게 돌려주지 않고 경영진(총수)의 지배권 확장에 사용하는 경우(cf. 버크셔 vs. 한국의 지주사, 물분 상장)
- 예3) 이익을 주주환원 하지 않고 비효율적 활용(경영권 승계 위해 계열사 확장 등 비효율 사용. 예2와 효과 동일. 저 PBR/ROE/PER 초래)
- 현재 한국의 충실의무는 기업가치 보호에만 인정, 주주(주식)가치 훼손에는 인정 x → 1 단계 할인 현상이 방지되는 문제

8

## 코리아디스카운트 – C type 이슈

### ■ C type 이슈 – 코리아 디스카운트의 완결체

- B type의 주식가치 할인이 기업가치 할인으로 되먹임 되는 현상
- 예1) B type 할인 요인이 생기면, 그 기업에 투자하는 투자자의 요구수익률(자본비용) ↑ → 기업은 자본시장에서 자금조달 어려워짐
- 예2) 총수의 부당한 지배력 증가 ↑ → 건전한 경제 세력 약화, 경영권 경쟁 봉쇄 → 불합리한 투자/ 자본운용/ 터널링 현상 ↑ → 기업가치 감소
- 예3) 주식가치 양극화: 지배권 프리미엄 vs 일반주주 가치할인 → 총수 앞 경제력 집중, 일반주주(국민연금) 소득 감소 → 양극화, 가계소비 감소 → 기업 매출/우수인력 감소 → 부동산, 코인, 해외로 과다 이탈, 외국인 투자 감소 → 금융의 자원배분기능 ↓, 국민통합/士氣/정의감 ↓, 정부 불신 → 주식시장 유동성 ↓, 기업가치 ↓, 국가경제 효율성 ↓, 국부 ↓, 저출산  
⇒ 국가적 명운이 걸린 중대 사안

9

## 밸류업의 핵심 - 이사의 충실의무

### ■ 밸류업의 타겟 – B type 할인 해소가 핵심

- 막연하게 “코리아디스카운트 해소 추구”는 정책목표 불분명, 부적절
- 주가가 오르지 않는 이유를 정부가 다 해결할 수는 없음
- ROE, PBR, PER이 낮은 것은 결과일 뿐, 원인이 아님
- 정부가 주가를 띄우겠다, ROE, PBR을 높이겠다는 발상보다, 주식시장 발전 저해 구조적 불공정, 불평등 요인 제거 집중이 바람직  
⇒ B type 이슈(주식가치 할인) 해소에 초점을 맞추어야

### ■ 이사의 주주에 대한 충실의무 도입이 핵심 → 상법 개정

- 최근 정부의 방향 설정 – 매우 적절  
※ 조세 정책이 유효할까?

10

## 상증세·배당소득세 분리과세와 주주환원율

### ■ 논의배경

- 높은 상증세율, 배당소득세 종합과세 현실 – 총수 입장에서 배당 유인 낮음
- 총수의 배당 결정 인센티브 높이기 위한 세부담 완화 방안 검토

### ■ 효과가 있을까?

- 총수 입장에서는 다양한 우회로 존재
  - 합병, 분할, 자주사전환, 계열사거래 등 지배력 확장 비과세(과세이연) 대안 존재
- 실질 세율 낮아진다고 굳이 배당 늘리고 추가 띄울 유인이 있을까?
  - 상속증여세 감면도 마찬가지

### ■ 예상

- 일반투자자의 배당 장기투자 유도, 주식시장 안정, 발전엔 긍정 효과 예상
- 단 총수의 경우 충실의무 도입 통해 우회로 차단해야 효과 ↑ 예상

11

## 2. 이사의 충실의무 도입 기대효과

- Before & After

12

## 충실의무 - 이사를 혼동스럽게 만든다?

### ■ 이사의 충실의무 개념

- Duty of Loyalty : 충성의무, 이해상충해소(“딴 주머니 차면 안 될”) 의무
  - 경영자의 사적 이익 vs 전체 주주의 (비례적) 이익
- 의사결정권자에게만 부여되는 의무
  - 계약상대방이 회사이므로 주주에 대해서는 의무부담 불가하다?
  - 계약상대방이 누구보다 회사법상 주주이익 결정 권한을 행사하는지가 본질: “Great Power, Great Responsibility”

### ■ 주주의 비례적 이익: ‘회사에 대하여’ ‘지분율에 비례하여’ 가지는 이익

- ‘회사법상’ 주주전체(=일반주주) 이익. 주주 개인의 사적 이익이 x
- 주식 1주당 이익(가치)을 의미
  - = 금전수취권(cash-flow right) + 지배권(control right or voting right)

### ■ “총수의 사적이익 말고 전체주주 이익 추구하자”가 혼동스러운가?

13

## 물적분할 상장과 이사의 충실의무

### ■ 물적분할 상장의 본질 : 총수(지배주주)와 일반주주의 이해상충

- 상법 418조 – 신주발행시 모든 주주는 지분비례로 신주인수권을 가짐
- 418조 때문에, 유상증자시 총수 지배력 희석 부담(or 신규자금 투입 필요)
- 유례카 !! 물적분할 !⇒ 모회사 주주의 주주권(418조 권리 포함) 박탈 ⇒ [신규 조달 & 총수의 지배력 희석 방지] 동시 달성
- 이해상충 : 총수의 지배력 사적이익 vs 일반주주의 주주권(418조) 침해

### ■ 충실의무 도입 – Before and After

- Before : 합법적. 아무 문제 안 됨.
  - 물분은 회사의 영업력에 아무 영향 x ⇒ ‘회사’에 대한 충실의무 위반 없음  
※ 금융위의 ‘3종 세트’는 일반주주 보호 미흡 한계
- After: 전체 주주가치 훼손 ⇒ 전체주주에 대한 충실의무 위반
  - 지배주주의 지배력을 사적인 이익. 회사법상의 주주전체 이익이 아님

14

## 합병과 이사의 충실의무

### ■ 한국에서 합병의 문제점

- 99%가 계열사간 합병 – 총수의 지분율 높은 쪽으로 주주의 부 이전 위험
- 자본시장법의 합병비율 규정 – 오히려 총수의 이해상충 합병을 『합법적인 합병』으로 공인해주는 면죄부 역할

### ■ 충실의무 도입 – Before and After

- Before : 합법적. 합병비율 규정 준수한 이상 주주간 부 이전 no problem!!
  - 회사 차원에서는 손해 x ⇒ ‘회사’에 대한 충실의무 위반 없음
- After: 전체 주주에 대한 충실의무 사안
  - 총수의 사적 이익 vs. 주주 전체의 이익

15

## 신주발행과 이사의 충실의무

### ■ 제3자 배정 신주, CB, BW 발행: 총수와 일반주주의 이해상충

- 상법 418조② – ‘회사’ 경영상 필요시 주주 아닌 제3자에게 신주배정 가능
- 이 조항 통해 총수/지배주주의 지배력 확장 시도 빈번
- 이해상충 : 총수의 지배력 사적이익 vs 일반주주의 지분율/지분가치 이익

### ■ 충실의무 도입 – Before and After

- Before : ‘회사’에 대한 충실의무
  - ‘회사’ 경영상 필요만 입증되면 [일반주주 침해+지배주주 지배력 허용] 현실
- After: 전체 주주에 대한 충실의무 (= 일반주주 보호의무)
  - ‘회사 경영’의 개념 속에 주주의 비례적 이익 보호 당연 포함
  - 지배주주 위한 일반주주 지분율 이익 침해는 충실의무 위반

16

## 자사주 처분•맞교환과 이사의 충실의무

### ■ 자사주 처분•맞교환 : 총수/경영진과 일반주주의 이해상충

- 자사주는 회사의 자원(resource) – 주주전체를 위해 사용되어야  
※ 자산설 vs 미발행신주설 논쟁은 초점을 벗어난 논의
- 총수의 경영권 방어 위해 자사주를 특정 제3자에 처분 or 맞교환
- 전문경영인의 경영권 방어 위해 자사주 맞교환, 기부
- 이해상충 : 경영진의 경영권 사적이익 vs 전체주주의 지분율 희석 손해

### ■ 충실의무 도입 – Before and After

- Before : 합법적. 문제 안 됨(판례는 418조 유추적용 부정)
  - 회사엔 오히려 현금/자산유입 이익 ⇒ '회사'에 대한 충실의무 위반 없음
- After: 전체 주주에 대한 충실의무 위반, 주주의 비례적 이익 침해
  - 경영진의 경영권 방어는 사적이익. 회사법상의 주주전체 이익이 아님

17

## 자사주마법과 이사의 충실의무

### ■ 자사주마법 : 총수/경영진과 일반주주의 이해상충

- 자사주를 보유하고 있던 A사가 인적분할하면 B사가 신설됨. 이때 A사가 가지고 있던 자사주에게 B사의 신주를 배정 ⇒ A와 B사이 지분관계 신설됨
- 이로써 A사를 지배하고 있던 총수는 자사주만큼 B사에 대한 지배력 증가
- 이해상충 : 총수의 지배력 사적이익 증가 vs 타 주주들의 지배력 희석 손해

### ■ 충실의무 도입 – Before and After

- Before : 합법적. 아무 문제 안 됨.
    - B사의 영업력엔 아무 영향 X ⇒ '회사'에 대한 충실의무 위반 없음
  - After: 전체 주주에 대한 충실의무 위반 (자사주 처분과 효과 동일)
    - 자사주가 총수의 지배력 사적 이익에 사용, B사 주주 이익 침해(지배력 희석)
    - 해법: ①분할 전 자사주 소각 ②신주배정 금지 ③분할 시 B사에도 자사주 할당
- ※ 2024.6.4.자 금융위 입법예고방안은 이 중 ②⋯⋯ 규정으로 정부 강제 부적절

18

## 자사주매입과 이사의 충실의무①

### ■ 자사주매입 vs 배당

- 배당과의 우열 – “eps 증가하므로 배당보다 우월”?
  - 이론상 배당과 자사주 매입은 주주가치에 차이 없음(Brealey & Myers 2000)  
※ 잔류주주: eps증가하지만, 자사주 매입금액만큼 매도주주 앞 현금 유출, 배당감소 → 완벽한 자본시장에서는 서로 상쇄 효과
- 배당보다 나쁜 점 – 주주의 비례적 이익 침해 가능성
  - 고가 매입(특혜) or 염가 매입 축출(잔존주주, 특히 대주주에게 부 이전)
- 배당보다 좋은 점 – 주주에게 tax상 잇점(배당소득세 vs 양도차익 무과세)
- 이해상충 : 매도주주 vs 잔류주주

19

## 자사주매입과 이사의 충실의무②

### ■ 충실의무 도입 – Before and After

- Before : ‘회사’에 대한 충실의무 ⇒ ‘회사’ 이익 극대화가 최우선 과제
  - 자사주매입, 상장폐지 과정에서 기존주주 염가 축출 아무 문제 안 됨
    - 오히려 염가취득은 ‘회사’ 이익에 부합
  - PBR 1미만 상태에서 자사주매입도 no issue  
⇒ 기존주주 염가 축출 형태의 자사주매입, 공개매수, 상장폐지 훈행  
⇒ 일반주주의 부(지배력)가 잔존주주 특히 지배주주에게 이전, 집중
- After: 전체주주에 대한 충실의무 ⇒ 매도주주 착취, 염가축출 금지
  - 회사의 이익 문제가 아닌, 주주간(특히 지배주주) 이해상충 관점으로 접근
  - 특히 PBR 1미만 자사주매입은 청산가치 미만 축출 부적절  
※ 가급적 배당 먼저 or 장기계획 공표 → PBR 끌어올린 뒤 매입, 합병 등 바람직  
⇒ 자사주매입 공개매수 앞선 주가 누르기 금지, 추진 전에 이해상충 해소절차 필요  
※ 충실의무 미도입상태에서 의무공개매수 도입(금융위 방안) - 부적절

20

## [배당 vs. 투자] 결정과 이사의 충실의무

### ■ 배당할 것인가 투자할 것인가?

- 기본원칙: 투자수익률(IRR) = 주식수익률(r) ?
  - ROE(COE) ? or ROA(WACC)? : 주주에 대한 충실의무?

### ■ 충실의무 도입 – Before and After

- Before : ‘회사’에 대한 충실의무, ‘회사’ 중심 사고
  - 매출액, 영업익 등 ‘회사’의 총액 중시, 자본 효율성 (투자자관점) x
  - 성과보수도 영업익 연동, 자산증가에 관심 ⇒ 비효율 계열사, 방만투자 원인
  - “배당은 총수의 리소스(AUM) 잠식” 관점 ⇒ 전체주주와 이해상충
- After : ‘주주’에 대한 충실의무, ‘주주’ 중심 사고
  - 수익성 ROE중시, 저PBR 문제시, 비효율 방만 계열사 투자는 이해상충
  - [주주환원 회피 → 과도한 사내유보 축적 → 비유관 분야 투자]는 이해상충
  - ※ 금융기관 검증 피하고, 일반주주로부터 무이자 무기한 대출받아 무책임 레버리지 투자 실질
  - ※ 비유관 투자는 충분한 소통 or 개인돈으로 별도 추진이 바람직

21

## 배당과 이사의 충실의무①

### ■ 미국 판례①

- Berwald v. Mission Development Company(델라웨어 대법 1962).
  - 원고(소수주주) 주장 : 지배주주가 이해상충으로 배당을 안함, 배당강제 청구
    - 지배주주는 높은 배당소득세 때문에 배당에 관심 없다
    - 오히려 주식매입에 관심, 5년간 배당 금지 지시, 낮은 주가 유도
  - 법원 : 사실관계에 근거해 원고의 주장 배척
    - 높은 배당소득세 때문에 원고가 주장하는 이해상충 존재할 수 있음 인정
    - 그러나 배당을 하지 않은 것은 지배주주의 이해상충 때문이 아니라 회사의 이익을 위한 것(시설현대화 등 자본개선에 현금 사용, 실제 현금이 부족)
    - 배당금지로 인하여 주가가 하락하였다는 증거 없음 (다른 종목에 비해 덜 올랐으니 사실상 하락한 것이라는 원고 주장은 안 받아들임)

22

## 배당과 이사의 충실의무②

### ■ 미국 판례②

- Dodge v. Ford Motor Co. (미시간 대법 1919).
  - 포드자동차가 배당을 중지하자 2대주주인 크라이슬러가 배당청구 소송
  - 사세확장 중이던 크라이슬러는 포드의 2대주주이자 포드의 경쟁자
  - 포드의 58% 대주주이던 헨리포드는 크라이슬러 견제 위해 배당중지, 크라이슬러에 자금유입 차단
  - 포드가 표면상 내세운 이유는 사회환원(근로자 및 소비자)
  - 법원은 포드 패소판결 내리며 유명한 판시

**A business corporation is organized and carried on primarily for the profit of the stockholders. The powers of the directors are to be employed for that end. The discretion of directors is to be exercised in the choice of means to attain that end and does not extend to a change in the end itself, to the reduction of profits or to the nondistribution of profits among stockholders in order to devote them to other purposes.**

23

## 배당과 이사의 충실의무③

### ■ 시사점

- 배당할 지 투자를 할지는 재량, 이는 충실의무 도입해도 마찬가지
- 단 과소배당에 지배주주의 이해상충 가능(특히 tax, 이는 미국도 마찬가지)
  - 최근 한국의 배당소득세 분리과세론 지지 사례
- 지배주주의 이해상충 등 불합리한 이유로 배당하지 않는다면 문제

24

## 포괄적 주식교환(이전)과 이사의 충실의무

### ■ 포괄적 주식교환(이전)의 개념

- 자회사의 일반주주들을 축출, 자회사를 모회사의 100% 자회사로 만드는 거래
  - 자회사 주주가 갖고 있던 주식을 모회사로 귀속시키고, 그 대가로 모회사 주식을 교부(상법 360조의2, 15. 주총 특별결의로 진행)
- 자회사에 알짜 자산, 현금이 있을 경우, 일반주주의 자회사 주주권 박탈 효과
  - 총수 단독 지배체제로 변경 효과(물적분할과 유사), 교환비율 부적정 2차 손해

### ■ 충실의무 도입 – Before and After

- Before : ‘회사’에 대한 충실의무, ‘회사’ 중심 사고
  - 모·자회사 모두 영업력에 아무 영향 X, 자산유출도 X : 아무 문제 안됨
  - 일반주주의 주주권 박탈, 교환비율 부적정은 주주들의 문제일 뿐
  - 따라서 주총 등 법에 따라 진행된 이상 아무 문제 없음(= 물적 분할)
- After : ‘주주’에 대한 충실의무 위배 소지
  - 자회사 일반주주의 주주권 박탈, 교환 비율 불공정 손해
  - ⇒ 총수와 자회사 일반주주 간의 이해상충 거래

25

## 주식병합과 이사의 충실의무

### ■ 주식병합

- 주식 1만주를 1주로 병합 ⇒ 1만주 미만 보유 주주 강제 축출(squeeze out)
- 축출과정에서 가격 부적정시 손해
  - ⇒ 최근 자진상폐 과정에서 일반주주 업가 축출 수단으로 ‘각광’(?)
  - ※ 최근 서울고법(2024.6.) 생고뱅코리아홀딩스 사안에서 주주 승소

### ■ 충실의무 도입 – Before and After

- Before : ‘회사’ 이익 관점, 규정만 준수하면 특별한 문제 없음
  - 모든 주주에게 같은 조건이므로 주주평등 위반 아님(대판), 축출 허용
  - 지배주주의 squeeze out 가능요건(95%) 우회 효과 있지만, 문제 없음(대판)
  - 업가축출은 오히려 ‘회사’ 이익, 별도 규정위반 없는 한 문제삼기 어려움
- After : 주주에 대한 충실의무 관점으로 접근
  - 잔류하는 지배주주와 축출되는 일반주주의 이해상충 부의 이전문제

26

### 3. 충실의무 도입 - 우려 사항과 대안

27

#### 충실의무 도입은 일반주주 과잉보호?

##### ■ 지배주주와 일반주주 생각이 다른 상황에서 자본다수결에 반한다?

- 충실의무를 “지배주주, 일반주주의 사적인 이익 보호” 취지로 혼동한 논리
- 전체 주주의 ‘회사법상의 이익(비례적 이익)’, ‘주주공동이익’ 보장 취지
- 전체 주주 보호 – 지배주주 체제에서는 이해상충 해소, 일반주주 보호와 같아짐 ⇒ 일반주주만을 과잉 보호하자는 것이 아님

##### ■ 지배주주의 이해상충, 사적 이익은 다수결로 밀어붙일 사항이 아님

- 자본 다수결은 모든 주주의 공동이익 사안에 대해서만 적용(지배주주 재량)
- 전체주주 이익에 반하는 지배주주의 사적 이익은 다수결로 정당화 곤란
  - 힘으로 약자 빼앗는 표결(정치)은 법으로 통제가 원칙 - 사법부의 존재이유
  - 쌍방대리, 이해상충(self dealing)사안에 피해자의 동의(MoM)는 오랜 법원칙

민법 제124조(자기계약, 쌍방대리) 대리인은 본인의 허락이 없으면 본인을 위하여 자기와 법률행위를 하거나 동일한 법률행위에 관하여 당사자쌍방을 대리하지 못한다.

28

## 일반주주의 단기이익 – 회사에 해롭다?

### ■ 충실의무 도입시 일반주주의 단기이익 치중, 회사에 해롭다?

- “일반주주는 주주환원에만 관심, 단기 주주자본주의 관점, 회사에 해롭다”
- “주주환원 과도하면 회사의 성장잠재력 훼손, 회사에 해롭다”

### ■ 장단기 문제와 충실의무 도입은 무관, 혼동 해선 곤란

- 충실의무는 이해상충, 사적 이익 추구 금지 요구… 장단기 문제와 무관
- 장기 성장 투자를 할 것인지, 단기 주주환원할 것인지는 경영판단 재량사항
  - 충실의무 도입해도 이 점은 마찬가지(앞선 미국 판례 사례)
- **단, ‘이해상충 투자’를 ‘회사위한 장기투자’로 정당화는 곤란**
  - 자본비용 무시 비효율 투자, 방만한 계열사 투자, 불합리한 과소배당·사내 과잉유보  
※ 10년간 주주환원 30%? – 도대체 얼마를 더 기다려야 ‘長期’란 말인가?
- **“주주는 비효율 소비, 경영진만 효율투자 가능” 논리는 개발연대 ‘꼰대’ 발상**
  - 이론적으로도 근거 x (M-M 정리). 낙수효과는 어디로?

29

## 경영권 방어와 이사의 충실의무

### ■ 충실의무 도입하려면 경영권 방어장치 필요?

- 기업집단 체제 – 과연 경영권이 위태로울 수 있는가?
- 경영권이 위태롭다면 주주가치를 훼손, 표심을 잃었기 때문
- 사익추구 금지, 전체주주 보호하는 데 왜 경영권이 위태로워지는가?

### ■ 경영권 방어를 왜 정부가 『법』으로 챙겨주어야 하는가?

- 지배주주 경영권 방어? 주식 지분율이 부족하다는 뜻
  - IPO때 주식을 과도하게 팔았거나 레버리지 위해 M&A시 소량 매입했기 때문  
⇒ 주주의 경영권(프리미엄)은 “내돈내산”
- 회사법 고쳐달라는 것은 회사 권능을 사적으로 동원하게 해달라는 요구
  - 회사 권능/재원은 전체주주에 비례적으로 귀속
  - 지배주주 사익 위해 회사 권능 사용은 주주의 비례적이익 침해
- 외국 포이즌필? 최선의 방어책은 주주에 대한 충실의무 !!!
  - 회사와 주주전체 보호(충실의무) 차원이지, 경영진 지배권 방어 사적 목적이 x

30

## 배임죄와 이사의 충실의무

### ■ 배임죄(형355②)

타인의 사무를 처리하는 자가 그 임무에 위배하는 행위로써 재산상의 이익을 취득하거나 제삼자로 하여금 이를 취득하게 하여 본인에게 손해를 가한 때

### ■ 충실의무 도입시 “배임죄 범위 확대” 우려

- 선관/충실의무는 타인의 사무를 처리하는 관계에서 발생
- 충실의무 도입시 주주 사무를 처리하는 지위, ‘주주에 대한 배임’ 성립 우려

### ■ 과도한 형사처벌의 문제 – 제한 필요성과 한계, 대안

- 주주에 대한 충실의무 사안은 형사 부적합, 민사가 적합
- But 배임죄 폐지하면 형사절차가 담당해주던 억제효과, 증거수집기능은?
- 배임죄 자체를 폐지? 기업 이사 말고도 다양한 분야에 적용되어 왔는데?
- 폐지 ·완화 동시에 민사절차 보강필요(입증책임, 신속, 구제수단 강화)

31

## 경영판단과 이사의 충실의무

### ■ 경영판단원칙(BJR; Business Judgment Rule)의 개념

- 합리적인 판단, 선의, 회사의 이익 추구 면책(대판 2011다81213 외)

### ■ 충실의무 도입하면 BJR 필요하다?

- 충실의무 사안은 이해상충 사안인데, 이해상충에는 본래 BJR 적용 배제됨  
→ 따라서 “충실의무 사안에 BJR 필요” 논리는 의문
- 이해상충 없는 단순 선관의무 사안? 현재 대판 BJR 존재(필요시 판례로 보충)
- 상장법인 경영진의 주주가치 훼손은 배임적인 이해상충 사안 다수  
– 이해상충 없이 선의로 결정한 행위가 배임으로 기소 or 유죄된 사례?

### ■ 단 형사 면책(민사와 형사 분리) 방안은 논의 가능

- 충실의무는 fair process, fair price가 핵심 – 이는 정보공개와 협상, 조정의 영역, 민사에 친숙 ⇒ 처벌 위주 일도 양단은 손해구제에 도움 X (삼성물산)

32

## 경영판단 면책 방안 - 이해상충 해소

### ■ 이해상충 해소의 필요성

- 경영진이 이해상충 없이 주주와 한배 탔다면 주주가치 훼손할 유인 없음
- 단 이해상충이 있다는 이유만으로 반드시 전체주주에게 불리하다 단언 X
  - 예: 참외 밭에서 참외 따 먹을 생각 없이 신발끈만 매려는 경우
  - 비록 계열사와의 합병이긴 하지만 전체 주주를 위해 그게 최선인 경우

### ▪ 정보·권한 독점한 이해상충 당사자의 “주주에 최선” 주장을 어떻게 신뢰?

- ⇒ 합리적·객관적·자치적인 이해상충 해소 프로세스 구축 필요
- 이해상충 해소절차를 갖춘다면, 경영합리화, 불필요한 소송위험 해소 가능

### ■ 이해상충 해소의 효과 – 경영판단 원칙 적용이 가능해짐

- 이해상충 해소되면, BJR 적용배제 사유 소멸 ⇒ Back to BJR !!(미국)

33

## 경영판단 면책 방안 – MoM(미국)

### ■ 충실의무 사안을 경영판단 면책 받도록 하려면 이해상충을 해소해야

- 이해상충 해소되면 BJR 적용 배제사유가 해소되므로 BJR 적용이 가능해짐

### ■ 이해상충 해소절차의 운용(미국) – MoM

- 이해상충 없는 사람의 승인이 있으면 이해상충 해소(cleansing) 간주  
※ MoM – Majority of Minority
- 이사회 단계(이해상충 없는 독립이사) + 주총단계(이해상충 없는 주주)
  - AND조건, 범위확장 추세 : MFW원칙, Match Group 사건(2024)
- MoM은 선택일 뿐 의무 아님. 미준수했다고 거래 무효도 아님(한국과 차이)
  - ⇒ 의무사항은 아니지만 경영진은 BJR 혜택 위해 자발적으로 MoM 실행

34

## MoM – 한국의 현실과 대안

### ■ 한국도 MoM 조항 이미 존재

- 이사회 단계: 391조 ③ – 특별이해관계인 의결권 행사 금지
- 주총 단계 : 368조 ③ – 특별이해관계인 의결권행사 금지. 최근 남양유업

### ■ 한국 MoM의 한계와 대안, 기대효과

- 전체주주에 대한 이해상충 누락 ⇒ 정작 지배주주 이해상충에는 쓸모가 x  
⇒ 미국과 차이점. But 주주에 대한 충실의무 도입 시 활성화 예상
- 너무 강력(의무규정), 오히려 적용 자체, 범위 좁히는 소극적 해석론 전개  
⇒ 미국과 차이점. 의무규정 강제 보다는 준수 시 BJR 인센티브로 개편이 바람직
- MoM 인센티브 위해선 경영판단 면책효과가 미국처럼 강력해야  
⇒ BJR의 효과를 미국처럼 강력화 할 필요(소제기 불가. 본안 심리 x)
- MoM 활성화 시 사익추구 감소, 3%이사 역할 및 주주소통 ↑, 소송 ↓

35

## 금감원, 자본시장법 '역할론'

### ■ 금감원장의 상법개정 주장은 월권이다?

- 충실의무 미비 부작용은 상법 보다 자본시장법, 공정거래법에 직격탄
  - 충실의무 부재상황에서 현재 합병비율 규정은 오히려 부의 이전 '도우미' 실질
  - 충실의무 부재상황에서 물적분할 3종세트는 오히려 주주침해 정당화 부작용
  - 충실의무 부재상황에서 의무공개매수 도입은 오히려 종수 보호 부작용
  - 충실의무 부재상황에서 현재 공정거래법 사익편취 제재는 밀빠진 독 물 불기
- “윗물 오염 상황에서 들판 경작 한계” – 한계 넘어 왜곡, 역효과 단계  
⇒ 금감원장 '역할론' : 자본시장법 집행 수장 목소리 당연, 晚時之歎

### ■ 제안: 자본시장법 역할론-상장회사 충실의무 조항을 자본시장법으로 !!

- 상법은 본래 비상장회사 특화 ⇒ 법무부 부정적 & 금융당국 대비 전문성 한계
- 충실의무는 본래 자본시장법 투자자 보호규정의 나침반(북극성)

⇒ 상법에 대한 특별법으로 자본시장법 규정, 해석/집행 전문성 & 일관성 & 시너지 ↑  
36

## 4. 결론

37

**이해상충 해소 - JUSTICE**

**탈권위, 탈꼰대, MZ세대**

**효율경영, 낙수효과, 선순환, 상생**

**저출산 해소, 대한민국 만세**

38