

기업 조직개편 시 이사의 행위규범 가이드라인



법무부

기업 조직개편 시 이사의 행위규범 가이드라인

1. 서론	1
가. 가이드라인의 작성 배경과 목적	1
나. 가이드라인의 적용 범위	1
다. 가이드라인의 효력 및 한계	3
2. 이사의 충실의무의 내용과 해석	3
가. 상법 제382조의3 제1항	4
나. 상법 제382조의3 제2항 전단	4
다. 상법 제382조의3 제2항 후단	5
라. 상법 제382조의3이 적용되는 행위	5
마. 선관주의의무와의 관계	6
3. 이사의 일반적 행위규범	7
가. 경영판단원칙의 내용	7
나. 이사의 바람직한 행위 기준	8
4. 공정성 강화 조치	10
가. 대상 거래 및 행위	10
나. 특별위원회	11
다. 독립적 외부전문가의 검토	16
라. 주주에 대한 충실한 정보 제공	17
마. 이해관계 없는 주주의 승인 문제	18
5. 거래 유형에 따른 검토	21
가. 계열회사 간 합병	21
나. 폐쇄기업화 거래	24

기업 조직개편 시 이사의 행위규범 가이드라인

1. 서론

가. 가이드라인의 작성 배경과 목적

2025. 7. 22. 개정 상법(법률 제20991호)으로 제382조의3 이사의 충실의무 규정이 개정되었다. 개정 전에는 “회사를 위하여”라고 되어 있던 것을 “회사 및 주주를 위하여” 그 직무를 충실하게 수행하여야 한다고 개정하고(제1항), 총주주의 이익 보호의무와 전체 주주의 이익 공평대우 의무가 신설되었다(제2항). 한편 회사와 이사의 관계에 민법의 위임에 관한 규정을 준용한다는 조항(제382조 제2항)은 이번 개정으로 바뀌지 않고 그대로 유지되고 있으므로, 이사는 회사의 수입인으로서 선량한 관리자의 주의로 회사의 사무를 처리하여야 한다(민법 제681조).

그러나 구체적인 상황에서 이사가 어떻게 행위해야 하는지 위 규정들만으로는 충분히 알기 어렵다. 상법의 충실의무 및 선관주의의무 조항은 개별 사안에서 이사가 준수해야 하는 구체적인 행위규범을 제시하지는 않기 때문이다. 이에 충실의무 조항의 개정으로 인해 입법 의도와는 달리 이사들이 불필요하게 위축되어 오히려 적절한 의사결정을 하지 못하게 될 우려가 제기되고 있고, 회사와 주주 이익을 보호하기 위한 더 구체적인 행위 지침에 관한 요청도 제기되고 있다. 이러한 문제의식 하에 “기업 조직개편 시 이사의 행위규범 가이드라인”(이하 ‘본 가이드라인’이라 한다)은 이사가 그 직무를 수행함에 있어 상법상 의무를 준수하기 위해 유의 및 참조할 사항들을 제시함으로써, 개정 상법 시행에 따른 법적 안정성을 제고하고 이사의 건전한 경영판단을 지원하는 것을 목적으로 한다.

나. 가이드라인의 적용 범위

본 가이드라인은 상장·비상장을 불문하고 상법이 적용되는 모든 주식회사의 이사를 대상

2 기업 조직개편 시 이사의 행위규범 가이드라인

으로 한다. 일반주주의 수가 많은 상장회사의 경우 비상장회사에 비하여 이사와 회사 간, 지배주주와 일반주주 간 이해상충의 가능성이 크고 이에 따라 이사의 의무 위반 여부가 문제될 가능성이 상대적으로 높다.¹⁾ 반면 비상장회사, 특히 주주가 한 명인 1인 회사나 주주 간에 이해관계가 일치하는 회사의 경우에는 이사의 의무 위반 여부가 문제될 가능성이 낮다. 따라서 본 가이드라인은 주로 상장회사에 적용될 것이지만 그에 한정되는 것은 아니다.

이사의 의무, 특히 충실의무 위반이 문제될 가능성은 개별 회사의 상황 및 사안에 따라 다를 수밖에 없다. 본 가이드라인에서 제시하는 여러 조치들을 어느 정도 채택하고 따를 것 인지는 지배주주 존재 여부를 포함한 주식 소유구조, 주주의 수, 회사의 규모, 주주 간 이해 상충 가능성, 이사의 수 및 이사회 구성, 계열회사의 존재 여부, 개별 사안의 내용 등을 고려하여 각 회사의 이사들이 판단하여야 한다.

오늘날 이사회 및 그 구성원인 이사들에게 기대되는 역할은 매우 다양하고, 특히 대규모 상장회사에서는 더욱 그러하다. 상품·용역 등의 경상거래, 신주발행·차입·사채발행 등의 자금조달, 합병·분할 등의 구조개편, 자회사 또는 합작회사의 설립, 경영·자기거래·회사기회 유용·대규모내부거래 등의 승인, 미등기임원의 선임·해임, 임원의 보수 결정, 주요 사업계획과 재무제표의 승인, 내부통제시스템 구축·관리 등이 그 예이다. 이러한 다양한 영역의 직무를 수행함에 있어 이사들은 충실의무를 비롯한 상법상 의무를 이행해야 하는데, 직무의 내용과 성격에 따라 구체적인 행위규범은 조금씩 다르게 나타날 것이므로 하나의 가이드라인에서 이 모든 영역을 다루기는 어렵다. 이에 본 가이드라인은 이사의 직무수행 전반에 걸쳐 유의해야 할 일반적인 행위규범을 제시하고(제3장), 이해상충 거래에서 공정성을 강화하기 위한 조치들을 제시하며(제4장), 다양한 영역 중에서 조직개편 행위, 그중에서도 특히 합병과 폐쇄기업화 거래²⁾에서의 행위규범에 대해 다룬다(제5장). 본 가이드라인의 활용 여하에 따라 다른 주제에 관한 추가적인 가이드라인 작업이 이어질 수도 있을 것이다.

-
- 1) 본 가이드라인에서 '지배주주'는 특수관계인과 합하여 회사의 중요한 의사결정에 대해 법률상·사실상 지배력을 가진 주주를 의미하며, 상법 제360조의24 제1항에서 정의된 '지배주주'(즉 회사의 발행주식총수의 100분의 95 이상을 자기의 계산으로 보유하고 있는 주주)에 한정되는 것은 아니다. 회사에 따라서는 지배주주가 없거나 불분명한 경우도 있을 수 있다. 한편 본 가이드라인에서 '일반주주'는 지배주주 이외의 주주들을 폭넓게 지칭한다.
 - 2) 폐쇄기업화 거래(going private transaction)란 상장회사의 지배주주가 다른 주주들의 지분을 취득하여 비상장회사로 만드는 일련의 과정을 말한다. 대체로 지배주주에 의한 공개매수, 상장폐지, 잔여지분의 완전 취득을 위한 포괄적 주식교환 또는 합병 등으로 구성된다.

다. 가이드라인의 효력 및 한계

본 가이드라인은 이사의 상법상 의무, 특히 2025년 개정된 상법 제382조의3의 충실의무와 관련하여 상법의 주무 행정기관인 법무부의 해석을 반영한 것으로서, 어떠한 경우에도 법원을 구속하지 않는다. 본 가이드라인이 다루는 쟁점에 관하여 법원에 재송이 제기되는 경우 해당 사건에 대한 재판 권한은 관련 법령에 따라 관할권이 있는 법원만이 보유한다. 다만 이사들이 본 가이드라인에서 제시된 사항을 따른다면 이사의 주주보호 노력 및 거래의 공정성에 대한 신뢰가 높아질 수 있을 것이다.

본 가이드라인은 어떠한 경우에도 행정기관의 처분이나 행정절차법에 따른 행정지도에 해당하지 않는다. 본 가이드라인은 이사가 충실의무를 비롯한 상법상 의무를 준수하기 위해 유의하고 참조할 내용을 제공하는 것을 목적으로 한다. 법무부는 상법이 적용되는 회사나 이사가 본 가이드라인을 따를 것을 지도하지 않고, 회사나 이사가 이를 따르지 않더라도 이를 이유로 불이익한 조치를 하지 않는다.

본 가이드라인은 하나의 정답을 제시하는 것이 아니다. 이사가 회사 및 주주를 위하여 직무를 수행하는 데에는 한 가지 방법만이 있는 것은 아니고, 구체적인 상황에 따라 다양한 방법이 존재한다. 어떤 상황에서는 적절한 방법이 다른 상황에서는 적절하지 않을 수도 있다. 따라서 본 가이드라인에서 제시하는 사항을 따라야만 이사가 의무를 다하였다고 볼 것은 아니고, 본 가이드라인이 제시하는 사항의 전부 또는 일부를 따르지 않았다는 이유만으로 이사가 의무를 다하지 않은 것으로 해석되어서는 아니 된다. 이처럼 본 가이드라인은 법규범이 아님은 물론이고, 여기에 담긴 내용을 선불리 법규범으로 입법화하는 것도 본 가이드라인의 취지에 부합하지 않는다.

2. 이사의 충실의무의 내용과 해석

본 가이드라인 제정의 계기가 된 2025년 개정 상법 제382조의3는 다음과 같다.

제382조의3(이사의 충실의무 등) 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.

가. 상법 제382조의3 제1항

제1항의 입법취지에 관하여 이 개정안의 대표발의의원은 다음과 같이 설명하였다. “회사에는 손해가 발생하지 않으나 주주 전부에게 손해가 발생하는 경우” 또는 “회사에 손해가 발생하지 않으나 일부 주주에게는 이익이 되고 일부 주주에는 손해가 발생하는 경우”에 회사를 위하여 직무를 충실하게 수행하라는 기존의 법조항 해석상으로는 주주 보호에 부족한 점이 있으므로, 이사의 충실의무의 대상을 “회사 및 주주를 위하여”로 확대했다는 것이다.³⁾ 이러한 입법취지는 위 개정에 이르는 과정에서 제출된 유사한 여러 발의안의 제안 이유에서도 공통적으로 발견된다.

이에 비추어보면 제1항의 ‘주주’는 특정 주주나 개별 주주를 지칭하는 것이 아니라 회사의 실질적인 이익이 귀속되는 주체인 ‘주주 전체’를 의미하는 것으로 보아야 할 것이다. 이사는 본 가이드라인 등을 참조하여 합리적인 경영판단에 따라 장기적인 관점에서 회사 및 주주 전체의 최대 이익에 부합하도록 직무를 수행하여야 한다. 이사가 회사 및 주주 전체의 이익을 추구하는 한, 이사가 개별 주주의 이해관계를 반영하지 않거나 요청을 받아들이지 않았다는 이유로 의무를 위반한 것으로 되지는 않는다.

나. 상법 제382조의3 제2항 전단

제2항 전단에 따라 이사는 총주주의 이익을 보호할 의무를 부담한다. 제2항 전단의 입법 취지는 회사 자체의 손해를 거치지 않고 직접 주주에게 손해가 발생하는 거래에서도 이사들의 의무가 없는 것이 아니라 총주주의 이익을 보호할 의무가 있음을 명확히 하려는 것이다. 예컨대 이사가 산정한 합병비율이 불공정하여 해당 회사 주주 전체가 불이익을 받을 경우 이사는 제2항 전단에 따른 의무를 위반한 것으로 평가될 수 있다. 따라서 여기서 ‘총주주’란 주주 전체(shareholders as a whole)를 의미하며, “개별 주주들의 선호를 하나하나 존중한다는 뜻이 아니라 [...] 주주 전체를 하나의 집단으로 보아서 그 집합적인 이익을 보호한다는 의미”⁴⁾이다.

총주주의 ‘이익’은 단기적 이익이 아니라 기업의 지속가능한 장기적 전망까지 고려한 장기적 이익을 의미하는 것으로 해석해야 한다. 예를 들어 회사의 재무상태에 비추어 과도한 규모의 자산을 유출하여 회사의 유동성에 위협을 야기하거나 회사의 정상적인 성장을 저해하는 것은 총주주의 이익을 위한다는 명목으로 정당화되기 어렵다.⁵⁾

3) 제422회 국회 제2차 법제사법위원회 법안심사 제1소위원회(2025. 2. 24.) 이정문 의원 발언.

4) 제422회 국회 제2차 법제사법위원회 법안심사 제1소위원회(2025. 2. 24.) 이정문 의원 발언.

다. 상법 제382조의3 제2항 후단

제2항 후단에 따라 이사는 전체 주주의 이익을 공평하게 대우할 의무를 부담한다. 여기서 ‘전체 주주’란 공평대우의 대상이 되는 모든 주주(every shareholder), 각 주주(each shareholder)를 의미한다. 제2항 전단이 주주 전체에게 귀속되는 몫을 극대화하라는 의미라면, 제2항 후단은 그것이 주주들 사이에서 공평하게 분배되어야 한다는 의미이다. 지배주주와 일반주주의 이해관계가 충돌하는 경우와 같이 주주 간 이해관계가 일치하지 않는 경우에 주로 문제 된다.

모든 주주를 공평하게 대우하라는 것이 개별 주주를 기계적으로 동일하게 대우하라는 의미는 아니다. 판례는 주주평등원칙 위반에 해당하는지 여부와 관련하여 “일부 주주에게 우월적 권리나 이익을 부여하여 주주를 차등 취급하는 것이 주주와 회사 전체의 이익에 부합하는지를 따져서 정의와 형평의 관념에 비추어 신중하게 판단”하여야 한다고 판시하였다(대법원 2023. 7. 13. 선고 2021다293213 판결). 이러한 법리는 주주 공평대우 의무에도 참고가 될 수 있을 것이다. 즉 주주들을 그 지분에 따라 형식적으로 동일하게 대우하지 않았다고 하여 그것만으로 공평대우 의무 위반이 되는 것은 아니고, 반대로 주주들을 그 지분에 따라 형식적으로 동일하게 대우하였다는 것만으로 반드시 공평대우 의무를 충족하는 것은 아니다.

중요한 것은 회사와 전체 주주의 이익 관점에서 정당화될 수 있는 사유 없이 일부 주주의 권익이 다른 주주에 비해 실질적으로 침해되었는지 여부이다. 따라서 이사들은 의사결정 과정에서 해당 안건이 일부 주주의 권익에 실질적으로 부정적인 영향을 미치는지 여부 및 그것이 회사와 전체 주주의 이익 관점에서 정당화될 수 있는지를 신중히 검토하여야 한다.

라. 상법 제382조의3이 적용되는 행위

개정 상법상 충실의무 규정은 지배주주와 일반주주의 이해관계가 충돌하는 상황에서 일반주주의 이익이 충분하게 보호되지 못한다는 문제 제기 하에 도입되었다. 상법 개정 전에는 이사의 행위가 회사의 이익에 부합하거나 무관한 경우 일부 주주들의 이익이 침해되

5) 판례도 유상감자의 배임 여부가 문제된 건에서 “유상감자가 상법에서 정한 관련 절차를 모두 준수하여 이루어졌다 하더라도 회사의 기왕의 재무상태에 비추어 과도한 규모의 자산이 유출되고 이로 인해 통상적인 기업활동을 위한 채무변제가 어려워지는 등 회사의 경영과 자금 운영에 구체적이고 현실적인 위협이 초래되었다면, 이사는 감자 업무 처리에 있어 선량한 관리자의 주의를 다하지 못하여 회사의 재산을 보호할 의무를 위배한 것”이라고 판시하였다. 다만 이 사건에서는 그러한 사정이 인정되지 않았다고 보았다(대법원 2025. 10. 16. 선고 2020도17272 판결).

6 기업 조직개편 시 이사의 행위규범 가이드라인

라도 이사의 의무 위반을 문제 삼기 어렵다는 비판이 있었다. 판례는 이사는 회사의 사무처리자일뿐 주주의 사무처리자가 아니기 때문에 주주에게 손해가 발생하더라도 이사에게 배임죄의 형사책임이 발생하지 않는다고 보기도 하였다(대법원 2004. 5. 13. 선고 2002도7340 판결). 이러한 점에서 볼 때 위 조문은 지배주주와 일반주주의 이해관계가 충돌하는 경우에 주로 문제가 된다.

그러나 개정 상법상 충실의무 규정은 이사와 회사 간에 이해상충이 존재하거나 지배주주와 일반주주 간에 이해상충이 존재하는 상황에서만 적용되는 것은 아니다. 예컨대 특수관계가 전혀 없는 두 회사 간의 합병에서도 각 회사의 이사들은 자기 회사 총주주의 이익을 보호하여야 하고 자기 회사 주주들의 이익을 공평하게 대우하여야 한다. 종래 판례도 이해상충 여부 등과 관계없이 모든 업무집행에 관해 이사에게 선량한 관리자의 주의의무와 충실의무가 적용된다고 판시해 왔다. 따라서 개정 상법상 충실의무 규정은 이사의 모든 행위 전반에 적용된다고 보는 것이 타당하다.

이를 종합하면 충실의무 규정은 이사의 모든 행위에 적용되지만, 현실적·잠재적 이해상충이 존재하는 상황에서 더욱 문제가 된다. 특히 그러한 상황에서는 이사로서는 자신의 의사결정이 회사 이익뿐만 아니라 주주 전체에게 어떠한 영향을 미치는지, 개별 주주간 공평대우가 문제 되지 않는지 심도 있게 검토할 필요가 있다.

마. 선관주의의무와의 관계

이사의 선관주의의무와 충실의무의 관계에 대해서는 이견이 존재한다. 한편으로는 양자를 각각 영미법상 신인의무(fiduciary duty)를 구성하는 의무인 “duty of care”와 “duty of loyalty”에 상응하는 것으로 이해하여, 선관주의의무는 이해상충이 없는 상황에서의 행동기준이고 충실의무는 이해상충이 있는 상황에서의 행동기준으로 이해하는 견해가 있다. 반면 선관주의의무가 충실의무를 포함한다고 이해하거나 선관주의의무와 충실의무는 구별할 실익이 없는 동일 개념이라고 이해하는 견해도 있다. 판례는 일부 예외⁶⁾를 제외하고는 대부분의 사안에서 두 의무를 엄밀히 구분하지 않고 “선관주의의무 내지 충실의무”라고 지칭한다.

본 가이드라인은 선관주의의무와 충실의무의 관계에 대해 따로 의견을 표명하지는 아니

6) 선관주의의무에 대한 언급 없이 충실의무만을 적시한 건으로 대법원 2016. 1. 28. 선고 2014다11888 판결 및 대법원 2016. 8. 24. 선고 2016다222453 판결.

한다. 본 가이드라인에서 주목하고자 하는 바는 어떠한 견해에 따르더라도 ① 이사는 선량한 관리자의 주의를 다하여 직무를 수행해야 하고, ② 그 과정에서 이해상충을 피하여야 하며, ③ 자기 또는 제3자(특히 지배주주)의 이익이 아닌 회사와 총주주의 이익을 위하여 직무를 수행해야 한다는 점에는 차이가 없다는 점이다.

3. 이사의 일반적 행위규범

가. 경영판단원칙의 내용

판례는 이사의 행위가 다음과 같은 요건을 갖춘 경우에는 설사 그 행위의 결과 회사에 손해가 발생하더라도 이사의 회사에 대한 손해배상책임을 부정한다는 이른바 경영판단원칙을 확립된 법리로 인정한다.

“회사에 미칠 것으로 예상되는 이익 및 불이익의 정도 등에 관하여 합리적으로 이용가능한 범위 내에서 필요한 정보를 충분히 수집·조사하고 검토하는 절차를 거친 다음, 이를 근거로 회사의 최대 이익에 부합한다고 합리적으로 신뢰하고 신의성실에 따라 경영상의 판단을 내렸고, 그 내용이 현저히 불합리하지 않은 것으로서 통상의 이사를 기준으로 할 때 합리적으로 선택할 수 있는 범위 안에 있는 것이라면, 비록 사후에 회사가 손해를 입게 되는 결과가 발생하였다 하더라도 그 이사의 행위는 허용되는 경영판단의 재량범위 내에 있는 것이어서 회사에 대하여 손해배상책임을 부담한다고 할 수 없다.” (대법원 2007. 10. 11. 선고 2006다33333 판결 외 다수)

경영판단원칙에서 제시하는 요건을 충족하는 경우 판례는 이사가 선량한 관리자의 주의 의무 또는 충실의무를 위반하였다고 할 수 없다고 한다(대법원 2017. 9. 12. 선고 2015다70044 판결 등). 아울러 업무상 배임죄와 같이 이사의 형사책임이 문제되는 경우 판례는 이사에게 배임죄의 고의가 없는 것으로 본다(대법원 2017. 11. 9. 선고 2015도12633 판결 등).

우리나라의 경영판단원칙은 미국의 경영판단원칙(business judgment rule)에 바탕을 두고 있으나, 두 나라의 소송절차 및 법체계의 차이점 등으로 인하여 그 내용이 상당히 다르다. 미국에서 경영판단원칙(business judgment rule)은 법원의 심사기준의 하나로서, 이것

이 적용된다는 것은 더 강화된 심사기준인 완전한 공정성 기준(entire fairness standard) 등이 적용되지 않아서 사실상 이사의 책임을 인정하지 않는 것과 같은 의미를 가진다. 반면 우리나라에서는 더 강화된 심사기준이 별도로 존재하지는 않고, 법원은 경영판단원칙을 실시한 후 사안에 따라 이사의 책임을 인정하기도 하고 부정하기도 한다.⁷⁾

즉 우리나라의 경영판단원칙은 반드시 이사의 책임을 부정하거나 면제하는 법리라고 할 수는 없고, 이사의 의무 위반 여부를 판단하는 데에 고려할 요소들을 제시해 주는 현실적 기능을 수행하고 있다. 이에 이사의 구체적인 행위규범을 모색함에 있어 판례가 실시하는 경영판단원칙은 의미 있는 지침이 될 수 있다.

나. 이사의 바람직한 행위 기준

판례에 따르면 경영판단으로 인정받기 위해 ① 필요한 정보의 충분한 수집·조사 및 검토, ② 회사의 최대 이익에 부합한다는 합리적 신뢰, ③ 신의성실에 따른 경영상의 판단, ④ 이사의 결정이 통상의 이사를 기준으로 할 때 합리적인 범위 안에 있을 것이라는 요건이 충족되어야 한다. 개정 상법 제382조의3에 따라 이사는 회사 및 주주를 위하여 충실의무를 부담하므로, 위 ②의 요건을 적용함에 있어서는 “회사 및 주주”의 최대 이익에 부합하는지가 판단기준이 된다. 위 요건 중 ①, ②, ③는 절차적인 것으로서 이를 준수하기 위해 회사와 이사가 유의할 점을 제시하면 다음과 같다.

(1) 필요한 정보의 충분한 수집·조사 및 검토

첫째, 이사들에게 경영판단을 위한 내실 있는 정보가 제공되는 것이 중요하다. 예컨대 이사회 안건 자료에는 해당 안건 그 자체에 관한 설명 외에 근거 자료, 다른 회사와의 비교, 상정 가능한 다른 대안, 회사 및 주주 관점에서의 손익 분석 등 가용한 범위 내에서 입체적 분석이 담기는 것이 바람직하다. 이사들은 경영진에 대한 적절한 질문과 자료 요청을 통해 합리적 의사 결정에 필요한 내실 있는 정보를 사전에 제공 받기 위해 노력해야 한다.

둘째, 이사들의 분석 및 판단 능력의 내실화가 중요하다. 회사에 필요한 다양한 관점과

7) 미국의 주류적인 판례에서는 이사와 회사 또는 주주 간에 이해상충이 있는 상황이라면 business judgment rule이 아닌 entire fairness standard가 적용되어 피고에게 공정성 증명책임이 부과되고 사실상 책임을 면하기 어렵게 되나, 우리나라의 판례에서는 이해상충이 있는 상황에서도 entire fairness standard에 해당하는 별도의 심사기준이 존재하는 것이 아니라 동일한 경영판단원칙을 실시하고 그것에 비추어 책임 여부를 판단한다. 다만 우리나라의 판례에서도 이해상충이 존재하는 상황에서는 동일한 경영판단원칙을 실시하면서도 이사의 책임이 인정되는 경우가 많다. 예컨대 대법원 2002. 6. 14. 선고 2001다52407 판결 외 다수.

전문성을 균형 있게 충족할 수 있도록 이사회가 조화롭게 구성되어야 하고, 회사는 물론 이사 개인 차원에서도 이사로서의 직무능력 향상을 위한 노력을 기울여야 한다. 평소에도 이메일 등 다양한 수단을 통해 해당 업계 및 회사의 주요 현안에 관한 정보와 쟁점을 상시 공유하여 회사 업무에 대한 이해도를 높여야 한다.

셋째, 이사들의 검토 절차의 내실화도 중요하다. 급박한 상황이 아니라면 이사회 회의에 며칠 앞서 안건에 관해 설명을 듣고 질문과 토의를 할 수 있는 모임을 대면 또는 비대면으로 개최함으로써 합리적인 의사 결정을 촉진할 수 있다. 이사들은 자료를 미리 검토하고 의문점들을 추출하여, 사전회의 및 이사회 본회의에서 적절한 질문을 제기하고 토론에 참여하여야 한다.

넷째, 필요한 때에는 적절한 외부 인력의 도움을 받을 수도 있다. 정보의 수집·조사 및 검토는 직접 또는 회사 임직원을 통하여 수행할 수 있지만, 고도의 전문성이 필요한 사안의 경우 회사의 비용으로 회사 외부의 전문가로부터 자문을 받을 수도 있다. 이는 사안의 중요성, 정보 수집·조사에 소요되는 시간과 비용 등을 고려하여 적절히 판단할 문제이다.

(2) 회사 및 주주의 최대 이익에 부합한다는 합리적 신뢰

첫째, 해당 안건의 이해상충 여부에 관해 예민한 관심을 가져야 한다. 해당 안건에 대하여 이사·경영진·지배주주 또는 그 특수관계인들이 회사와 충돌하는 이해관계를 갖고 있지는 않은지, 지배주주와 일반주주 간에 이해관계가 충돌하지는 않은지 등의 문제를 살펴보고, 불분명할 때에는 적절한 질문이나 자료 요청을 통해 의문을 해소하는 태도를 견지해야 한다. 해당 안건에 내재한 이해상충을 제대로 인식하지 못한 채 만연히 이를 승인하였다면, '회사 및 주주의 최대 이익에 부합한다는 합리적 신뢰'를 갖고 의사결정에 임했다고 하기 어려울 것이다.

둘째, 이해상충이 존재하는 경우에는 그렇지 않은 경우보다 더 엄격한 기준으로 사안을 검토하여야 한다. 특히 회사와 주주에게 중대한 영향을 미치는 안건의 경우에는 4.에서 제시하는 공정성 강화 조치 중 하나 이상을 취하는 것을 고려하여야 한다.

셋째, 주주간 공평 확보에 대한 인식과 조치가 필요하다. 특히 이사는 지배주주의 수임인이 아니라 회사의 수임인이고, 지배주주를 위해서가 아니라 회사 및 총주주를 위하여 직무를 수행해야 함을 잊지 않아야 한다. 해당 안건이 주주 간의 평등을 침해하지는 않는지, 형식적으로는 평등이 유지되지만 실질적으로는 일부 주주의 권익을 정당한 이유 없이 침해하

지는 않는지 등의 문제를 관심 있게 살펴보고, 불분명할 때에는 적절한 질문이나 자료 요청을 통해 의문을 해소하는 태도를 견지해야 한다.

(3) 신의성실에 따른 경영상의 판단

첫째, 이사회와 심의 및 결정이 경영상의 판단이라는 자각이 필요하다. 경영진이 상정한 안전에 대한 단순한 찬반 의사표시를 넘어서는 종합적인 숙고와 판단의 문제라는 인식이 필요하고, 이사 각자의 전문영역에 대한 식견을 바탕으로 다른 이사들 및 경영진과의 협력을 통해 최선의 결론을 도출한다는 책임감을 가져야 한다.

둘째, 대안을 고려하는 시각을 견지할 필요가 있다. 특히 동일하거나 거의 유사한 경영상 목적을 달성할 수 있는 다양한 방법이 있는 경우에는 여러 방법 중에서 어떠한 방법이 회사 및 주주의 최대 이익에 부합하는지를 검토하여야 한다.

셋째, 안전의 적법성 또는 이사의 의무 위반 여부가 문제될 때에는 가부(可否)라는 이분법적 태도를 넘어 동태적 접근방식을 고려할 수도 있다. 이사회가 심의해야 하는 거래들은 사전적으로는 그 적법성을 100% 단정하기 어렵고 적법과 위법 사이의 연장선상에 위치하는 경우가 적지 않으므로, 경우에 따라서는 해당 거래가 더 적법한 것이 되고 이사의 의무 위반 문제가 더 적어지도록 거래의 절차나 요소들을 조금씩 조정하는 접근방식이 필요할 수 있다.

4. 공정성 강화 조치

가. 대상 거래 및 행위

이사·지배주주·경영진과 회사 사이에 이해상충이 존재하는 거래 혹은 지배주주와 일반주주 사이에 이해상충이 존재하는 거래의 경우에는 이사들이 공정한 의사결정을 하기 어렵고, 이사들이 공정한 의사결정을 하고자 하여도 외부에서는 그에 대한 의문이 제기되기 쉽다. 이러한 경우 이사들로서는 아래에서 제시하는 일정한 공정성 강화 조치를 고려할 수 있다. 이는 해당 거래의 공정성을 강화하여 회사와 주주의 이익을 보호하고 그로 인한 분쟁

및 책임의 가능성을 줄이기 위한 회사의 자율적 조치이지 반드시 이행해야 하는 의무는 아닙니다. 이에 관하여 다음 사항을 고려할 필요가 있다.

- 모든 이해상충 거래나 행위와 관련하여 공정성 강화 조치를 취해야 하는 것은 아니다. 상법이 이해상충 해소를 위한 별도의 규정을 두고 있고 해당 규정의 적용만으로 충실 의무 위반 우려가 없는 경우에는 추가적인 공정성 강화 조치가 필요하지 않을 것이다.⁸⁾
- 이사는 아래에서 제시하는 공정성 강화 조치를 모두 취하여야 하는 것은 아니다. 이사는 공정한 의사 결정을 위하여 가장 적합하다고 판단되는 공정성 강화 조치의 전부 또는 일부를 선택할 수 있다.
- 아래에서 제시하는 공정성 강화 조치의 전부 또는 일부를 선택하지 않았다고 하여 이사의 행위가 충실의무를 위반한 것으로 판단되지는 않는다.
- 이사는 공정성 강화 조치를 취할지 여부 및 어느 조치를 취할지를 판단함에 있어 이로 인한 효용과 비용을 고려하여 회사 및 주주에게 이익이 되는 방향으로 결정하여야 한다.

아래에서 제시하는 공정성 강화 조치를 선택하는 경우에는 이러한 내용을 적법하고 적절한 방법을 통해 주주에게 알리는 방안을 강구할 필요가 있다(4. 라. 참조). 또한 이사는 법령이 허용하는 범위 내에서 공정성 강화 조치를 선택하고 추진한다. 예컨대 공정성 강화 조치를 실행함에 있어 1주 1의결권 원칙을 포함한 주주평등원칙을 준수하여야 하고, 이를 선택 및 실행하는 과정에서 미공개중요정보 이용행위나 공시 의무 위반 등 법령 위반이 발생하지 않도록 하여야 한다.

나. 특별위원회

구조적 이해상충과 정보 비대칭으로 인하여 이사회 판단의 독립성이 문제되는 상황에서는, 이사회 결의의 공정성을 보장하기 위하여 해당 거래와 이해관계가 없는 독립적인 사외이사⁹⁾ 등으로 특별위원회를 구성하여 거래 목적의 정당성, 거래 조건의 공정성, 거래 절차의 적절성을 검토하도록 하는 방안을 고려할 수 있다.¹⁰⁾ 이 특별위원회는 법령상의 기관이

8) 예를 들어 이사와 회사 사이의 거래로서 해당 거래로 인한 지배주주와 일반주주 간 이해상충의 가능성이 없는 경우에는 상법 제398조에서 정한 절차에 따라 이사회의 승인을 받으면 충분할 것이다.

9) 상장회사의 경우 상법 제542조의8에 따라 선임되는 '독립이사'를 의미하여, 이하 '사외이사'는 독립이사를 포괄하는 의미로 사용한다.

10) 미국 델라웨어주 판례에 따르면 이해상충 거래에 대하여는 가장 강화된 행위기준인 완전한 공정성 기준이 적용되어 이사가 거래의 실제적 공정성과 절차적 공정성을 입증할 의무를 부담한다(Weinberger v. UOP, Inc.). 다만 독립적인

아니라 공정성 강화 조치의 하나로 자율적으로 구성할 수 있는 임의적 기구이다.

(1) 특별위원회의 구성

특별위원회의 위원은 지배주주로부터의 독립성 및 해당 거래의 성사 여부로부터의 독립성을 갖추고, 해당 거래의 공정성과 적절성을 판단할 수 있는 전문성을 갖추어야 한다.

사외이사는 주주총회에서 선임되고 상법상 요구되는 독립성을 갖추고 있을 뿐만 아니라 (상법 제382조 제3항, 제542조의8 제2항, 동법 시행령 제34조 제4항, 제5항), 회사 및 주주에 대한 법률상 의무와 책임을 부담하며 이사회 의사결정 주체라는 점에서 특별위원회 구성원으로 가장 적절하다고 할 수 있다. 다만 사외이사라고 하더라도 반드시 독립적이라고 단정할 수는 없으므로, 사안에 따라 독립성 여부에 대해 개별적인 판단을 거칠 필요가 있다.

한편 사외이사 외에 외부전문가도 특별위원회 위원이 될 수 있는지 문제된다. 회사에 따라서는 사외이사가 없거나 매우 적을 수도 있고 사외이사의 수는 충분하더라도 독립성과 전문성을 갖춘 사외이사는 부족할 수 있다. 이를 고려하면 사외이사 외에 지배주주 내지 해당 거래로부터 독립적인 외부전문가를 특별위원회 위원으로 선임하는 방안도 배제할 것은 아니다.¹¹⁾ 다만 외부전문가의 경우 이사들과 달리 회사에 대해 (별도 계약상 의무 외에는) 의무를 부담하지 않으므로, 여건이 허락한다면 독립적인 사외이사들로 특별위원회를 구성하되 특별위원회를 위한 별도의 외부전문가를 활용하는 방안이 바람직한 것으로 보인다.¹²⁾

이사들로 구성된 특별위원회의 승인 및 이해관계 없는 소수주주들의 다수결 승인이 있는 경우에는 절차적 공정성이 갖춰진 것으로 보아 다시 경영판단원칙(business judgment rule)을 적용한다는 법리를 확립하였다(Kahn v. M&F Worldwide Corp.).

그러나 두 가지 절차를 모두 거치는 것은 기업에 너무 큰 부담이 된다는 비판이 제기됨에 따라, 텔라웨어주는 2025년 3월 회사법 개정을 통해 특별위원회 승인과 소수주주의 다수결 승인 중 하나를 거치면 이사회에 대한 손해배상 청구 등이 제한된다는 safe harbor 조항을 도입하였다(DGCL § 144 (a), (b); 다만 상장폐지거래는 여전히 두 가지 절차 모두 필요함). 이처럼 미국 텔라웨어 주에서는 특별위원회가 이해상충 거래에서 경영판단원칙을 적용받기 위한 필수적인 절차로 자리 잡았다.

한편 일본에서는 법에 따라 강제되는 것은 아니지만 경제산업성이 제정한 '공정한 M&A 거래를 위한 가이드라인'에서 이해상충 거래를 진행함에 있어 독립성을 확보하기 위한 절차 중 하나로 특별위원회의 설치를 제시하고 있고, 실무에서는 사실상 필수적인 절차로 인식되고 있는 것으로 파악된다. 玉井利幸, "公正なM&Aの在り方に關する指針"と支配株主による少数株主の締出し(1)", 一橋法學 第19卷 第2号 (2020), 526면.

나아가 영국이나 네덜란드 등 유럽 국가들에서도 독립적인 이사들로 특별위원회를 구성하는 것이 법상 의무는 아니지만 최선의 관행(best practice)으로 인식되면서, 특별위원회를 구성하는 사례가 확산되고 있는 추세로 보인다. Scott V. Simpson and Katherine Brody, "The Evolving Role of Special Committees in M&A Transactions: Seeking Business Judgment Rule Protection in the Context of Controlling Shareholder Transactions and Other Corporate Transactions Involving Conflicts of Interest," The Business Lawyer Vol. 6 (2014), 1141-1144면.

11) 미국의 경우 독립적인 사외이사들로만 특별위원회를 구성하는 반면, 일본에서는 외부전문가를 포함하는 것도 허용하고 있는 것으로 파악된다. 다만 일본에서도 제도가 정착되어 갈수록 사외이사 위주로 특별위원회를 구성하는 경우가 더 많아지고 있다고 한다. JPX, "公正性担保措置の實施狀況" (2024. 8. 19.).

(2) 특별위원회의 권한

특별위원회가 이사회를 대체하여 의사결정을 해야 하는지 아니면 특별위원회는 자문기구로서 검토하고 이사회가 그 검토 결과를 최대한 존중하여 최종적인 의사결정을 내리도록 할지가 문제된다.¹²⁾ 이에 관해서는 ① 우리 상법상 회사의 주요한 경영상 의사결정 권한은 이사회가 보유한다는 점, ② 상법상 이사회에 권한은 이사회 내 위원회에 위임할 수 있을 뿐인데(상법 제393조의2 제2항) 이사회 구성원이 아닌 사람이 참여하는 위원회는 이사회 내 위원회에 해당하지 않아 권한 위임이 불가능한 점 등을 고려하면, 특별위원회는 이사회 의 최종 의사결정을 자문하는 역할을 수행하는 것이 원칙적으로 타당하다고 보인다.

특별위원회의 활동 범위는 거래 성격 및 회사 상황에 맞게 자율적으로 설정할 수 있다. 일부 국가의 사례와 같이 특별위원회에 거래에 대한 거부 권한(power to say no)이나 직접적인 교섭 권한을 반드시 부여해야 하는 것은 아니고, 거래의 교섭 자체는 회사 임직원이 진행하되 특별위원회는 지속적으로 보고 받고 관여하는 방식도 고려할 수 있다.¹⁴⁾ 다만 특별위원회 설치의 목적을 달성하기 위해서는 거래 목적의 정당성, 거래 조건의 공정성, 거래 절차의 적절성에 대해 특별위원회 위원들이 충분한 정보를 적시에 제공받고 검토할 기회가 주어져야 한다.

나아가 특별위원회 설치만으로 공정성 강화 조치가 이루어졌다고 보기는 어렵고, 이사회는 특별위원회의 판단을 최대한 존중하여 최종적인 의사결정을 하여야 한다. 만약 특별위원회의 의견과 다른 결론을 내릴 경우에는 이사회에서 그와 같이 판단한 이유를 상세하고 명확하게 논의한 후 이를 의사록 또는 별도의 기록으로 남기는 것이 바람직하다.

한편 특별위원회가 단순한 자문에 그치지 않고 이사회로부터 권한을 위임받아 거래에 관한 의사결정을 직접 하도록 하는 방안도 고려해 볼 수 있다. 상법상 이사회에 권한은 이사회 내 위원회에 위임할 수 있다는 점(제393조의2 제2항)을 고려하면, 이를 위해서는 ① 특

12) 사외이사가 없거나 매우 적어서 특별위원회를 구성하기 어려운 회사의 경우에는 독립적 외부전문가의 검토 등 후술하는 다른 공정성 강화 조치를 고려할 수 있을 것이다.

13) 같은 특별위원회라고 하더라도 미국 델라웨어 주 판례 및 회사법에 따른 특별위원회는 독립적인 사외이사들로 구성되어 이사회 대신 거래 진행 여부를 결정하고 직접 교섭을 할 수 있는 권한까지 보유하는 반면, 일본에서는 주로 이사회가 최종적인 결정 권한을 보유하되 특별위원회의 검토 결과를 최대한 존중할 것을 권고하고 있는 것으로 파악된다.

14) 일본의 경우에도 2020년 7월 ~ 2021년 6월 공시현황 기준으로, 다수(78%)의 특별위원회는 회사에 의견을 진술하는 방식으로 관여하였고, 특별위원회가 직접 교섭을 하는 경우는 21% 수준에 그쳤다고 한다(「公正なM&Aの在り方に關する指針」を踏まえた開示状況集計).

별위원회를 사외이사들로만 구성하여 상법상 이사회 내 위원회의 요건을 갖추고, ② 이사회 결의 또는 이사회 규정으로 특별위원회에 명시적인 권한 위임을 하여야 할 것이다.

(3) 설치 방식 및 시기

특별위원회가 임의적 자문기구임을 고려하면 거래의 특성 및 회사의 운영 실무에 따라 다양한 형태로 유연하게 운영될 수 있을 것이다.

특별위원회는 회사의 일상적인 경영활동에 관한 의사결정에 관여하는 기구가 아니므로 개별 거래를 추진할 때에 특별위원회를 설치하였다가 이사회 결의 이후 해체하는 ‘비상설 방식’이 가능하다.¹⁵⁾ 이사회가 특정 사안과 관련한 회사 및 주주의 손해 가능성과 이해관계자간 이해상충 가능성에 대해 보고받은 후 해당 사안을 전담하는 특별위원회를 설치하는 결의를 하면, 그에 따라 특별위원회가 설치 및 운용되는 방식이다.

특별위원회의 실질을 고려하면 반드시 ‘특별위원회’라는 명칭으로 별도의 위원회를 구성해야 하는 것은 아니다. 이미 회사 내에 사외이사회 내지 사외이사들로 구성된 위원회가 설치되어 있다면, 해당 위원회에 특별위원회의 기능을 부여하는 방식으로 특별위원회를 운영할 수도 있다. 구체적으로는 ① 특정 위원회가 특별위원회로서의 기능을 수행할 수 있는 거래의 유형과 특성을 이사회 규정 등으로 미리 정한 다음 관련 거래가 진행될 경우 해당 위원회에 검토를 맡기는 방안과, ② 이사회가 특정 위원회에 특별위원회의 기능을 수행하도록 하는 결의를 하고 그 결의에 따라 해당 위원회가 특별위원회로서 활동하는 방안이 모두 가능하다. 다만 기존에 설치된 위원회를 활용할 경우 해당 위원회의 구성원이 지배주주 및 해당 거래와 이해관계가 없는지에 대하여 검토해야 하고, 검토 결과 이해관계 있는 이사가 포함되어 있다면 해당 이사는 특별위원회 활동에서 배제될 필요가 있다.

특별위원회의 설치 시점 역시 회사 및 거래 상황에 맞게 유연하게 정할 수 있다. 다만 전술한 바와 같이 특별위원회는 거래 목적의 정당성, 거래 조건의 공정성, 거래 절차의 적절성에 대해 충분히 검토할 수 있는 기회를 부여받는 것이 중요하므로, 특별한 사정이 없는 한 이미 거래조건 등이 사실상 결정되어 변경하기 어려운 시점에 설치되는 것은 적절하지 않고, 가급적 거래 추진 여부를 논의하는 초기 단계에 신속히 설치되어 활동을 개시하는 것이 바람직하다.

15) 주주의 예측가능성 등을 고려하여 거래의 유형 및 특성에 따라 특별위원회 설치가 필요한 경우를 유형화하여 이사회 규정 등으로 정해 놓는 방안도 고려할 수 있다.

특별위원회의 소집·활동 빈도는 개별 사안의 특성에 따라 달라질 것이다. 다만 거래 목적의 정당성, 거래 조건의 공정성, 거래 절차의 적절성을 실질적으로 평가하고 관여할 수 있는 충분한 기회가 보장될 수 있을 정도의 빈도로 이뤄져야 한다.

(4) 정보접근권 보장

특별위원회의 각 위원이 회사에 대한 비밀유지의무를 준수한다는 전제 하에, 특별위원회는 미공개 정보를 포함한 중요한 정보에 접근할 수 있어야 한다. 안건 관련 자료에는 기업의 영업비밀 등이 포함되어 있을 수 있으므로, 이를 전격적으로 일반주주에게 공개하는 것은 적절하지 않다. 다만 특별위원회 각 위원이 비밀유지의무를 전제로 일반주주를 대신하여 미공개 정보를 포함한 중요 정보에 접근하여 이를 검토할 수 있도록 하는 것은, 주주 간 정보 비대칭성 문제를 완화할 타협안으로서 중요한 의미를 갖는다.

이사의 경우 상법상 비밀유지의무를 부담하나(상법 제382조의4), 특별위원회에 외부전문가를 포함할 경우에는 이들에게는 상법상 비밀유지의무가 적용되지 않으므로, 별도의 계약을 통해 비밀유지의무 및 정보 누설시 손해배상의무를 규정함으로써 관련 정보가 누설되지 않도록 각별히 주의를 기울여야 한다.

(5) 외부전문가의 선임

특별위원회의 전문성을 보강하기 위하여 필요 시에는 독립적인 외부전문가를 회사의 비용으로 선임할 수 있어야 한다.¹⁶⁾ 특히 사외이사들이 인수합병 등 특정 안건에 대한 경험 내지 전문성이 충분하지 않은 경우도 있을 수 있으므로 이를 보완하기 위해 특별위원회에서 독립적인 법률전문가나 재무전문가를 선임하는 것을 고려할 필요가 있다. 외부전문가의 역할에 대해서는 4. 다.에서 서술한다.

(6) 기타

특별위원회를 설치·운영할 경우 사외이사의 업무 부담이 가중됨을 고려하여, 회사 내 일정 부서에서 특별위원회의 업무를 지원하는 방안을 고려해볼 수 있다. 또한 특별위원회 구성원들이 실제 부담하는 정도에 상응하는 비용을 별도로 보전하거나 보수를 지급하는 방

16) 특별위원회가 스스로 자문기관을 선임하는 것이 바람직하나, 회사 이사회가 선임한 자문기관이 높은 전문성을 가지고 있고 독립성에 문제가 없다면 이를 활용할 수도 있다.

안,17) 배상책임 보험 가입을 통해 사외이사들의 부담을 경감하는 방안 등도 고려할 필요가 있다. 이러한 지원은 특별위원회의 독립성을 해하지 않는 범위 내에서 이뤄져야 하며, 필요한 경우 회사에서 지원의 형태와 규모에 관한 구체적인 내부기준을 마련하는 방안도 고려할 수 있다.

다. 독립적 외부전문가의 검토

거래의 공정성을 강화하는 자발적 조치로서 전문성과 독립성을 갖춘 외부전문가를 선임하여 거래의 구조, 절차, 조건의 공정성 등에 대한 검토를 수행하게 하는 방안을 고려할 수 있다. 이러한 검토의 관점 내지 목표는 특정 주주가 아니라 회사와 주주 전체의 이익을 보호하는 것이어야 한다.

특별위원회가 회사 내부의 공정성 강화 조치라면, 독립적 외부전문가는 회사 외부의 공정성 강화 조치이다. 전술한 바와 같이 특별위원회를 설치한 경우에는 특별위원회의 충실한 운영을 위해 외부전문가의 지원을 받는 것이 바람직하며, 상대적으로 이해상충 가능성이 높지 않은 사안에서는 공정성 강화 조치로서 특별위원회 없이 독립적인 외부전문가만을 선임하는 방안도 고려할 수 있다. 외부전문가의 검토가 필요한 분야로는 법무, 재무 등을 고려할 수 있고, 그밖에 사안의 특성에 따라 세무, 환경, 인사·노무 등의 검토가 필요할 수도 있다. 구체적인 내용은 아래와 같다.

(1) 법률전문가

법률전문가는 해당 거래와 관련한 법적 위험에 대한 검토를 기본으로 하되, 더 나아가 다른 공정성 강화 조치의 적절성에 관하여도 폭넓게 검토할 수 있다. 즉 회사가 법령상 필요한 절차를 거쳤는지를 검토하고, 거래 목적의 정당성, 거래 조건의 공정성, 거래 절차의 적절성에 관한 검토를 수행한다. 나아가 공정성 강화 조치로서의 특별위원회 구성시 그 위원들의 독립성 검토, 재무전문가 등 외부전문가 선임시 그들의 독립성 검토를 수행할 수도 있다. 따라서 해당 안건 및 그 당사자들로부터 독립성을 갖춘 법률전문가가 거래 초기부터 관여하도록 하는 것이 바람직하다.

17) 해외에서는 특별위원회 위원들에게 특별위원회 활동의 대가로 고정급 내지 시간당 보수(time charge)를 지급하는 관행이 자리 잡은 것으로 파악된다.

(2) 재무전문가

이사회가 인수합병 등의 거래에서 거래가격을 산정할 때 독립적인 재무전문가의 가치평가는 중요한 의미를 가진다. ‘자본시장과 금융투자업에 관한 법률’(이하 ‘자본시장법’이라 한다) 등 관련 법령상 거래 가액의 외부평가가 의무화된 경우에는 법적 의무로서 이를 준수해야 함은 물론이지만, 법적 의무가 존재하지 않는 경우에도 자발적인 공정성 강화 조치로 이를 고려할 수 있다. 또한 해당 거래에서 회사와 주주들의 이익을 극대화할 수 있도록 시장 상황을 조사하고 잠재적 매수자를 물색하는 등의 역할을 재무전문가에게 부여하는 것도 거래의 공정성 강화에 기여할 수 있다.¹⁸⁾

라. 주주에 대한 충실한 정보 제공

주주에 대한 충실한 정보 제공은 주주의 합리적 판단과 권리 행사를 실질적으로 보장하는 전제 조건이다. 특히 이해상충 우려가 있는 사안에 대해서는 의사결정의 배경과 기준, 대안 검토 과정, 이해상충 여부 및 그에 대한 공정성 강화 조치의 내용과 한계를 주주의 관점에서 명확히 설명하는 것이 바람직하다. 이를 통해 주주가 해당 의사결정의 절차적·실질적 공정성을 합리적으로 검증할 수 있도록 해야 한다.

본 가이드라인에서 공정성 강화 조치로 제시하는 ‘주주에 대한 충실한 정보 제공’은 현행 법에 없는 새로운 의무를 신설하는 것은 아니다. 다만 현행 법령상 통지·공고·공시·보고 의무를 이행함에 있어 형식적인 기재에 그치지 않고, 회사 및 주주의 관점에서 해당 안건의 중요성과 효과에 관해 충실한 정보를 상세히 제공한다면 주주의 현명한 의사결정을 돕고 해당 거래의 공정성을 강화할 수 있을 것이다. 예컨대 합병에 있어서는 자본시장법상 이사회 의견서를 작성 및 공시할 때에 그 내용을 구체적으로 기재함이 바람직하다(5. 가. (3) 참조). 법상 의무는 아니지만 자발적인 정보제공이 공정성 강화에 기여할 수도 있는데, 폐쇄기업화 거래에 있어 의견표명서 형태로 주주들에게 필요한 정보를 제공하는 것이 그 예이다(5. 나. (3) 참조).

18) 그밖에 재무적 전문성을 갖춘 독립된 제3의 평가기관이 fairness opinion 등의 이름으로 회사와 독립된 입장에서 거래조건의 공정성에 대한 의견을 내는 경우도 일부 외국에서 많이 발견되고, 이것도 거래의 공정성 강화에 기여할 수 있을 것이다. 다만 우리나라에서는 이에 관한 표준적 거래 관행이 아직 성립되지 않은 것으로 보이므로 현 단계에서 이를 일반적인 공정성 강화 조치로 권고하는 것은 다소 시기상조인 것으로 보인다. 앞으로 신뢰할 만한 관행의 형성을 지켜볼 필요가 있을 것이다.

앞서 언급한 특별위원회 설치, 독립적 외부전문가의 검토 등 공정성 강화 조치에 대해서도 주주에게 충분한 정보를 제공하는 것이 바람직하다. 특별위원회에 관한 정보를 충실히 제공하는 것은 주주들이 특별위원회가 효과적으로 기능했는지를 판단하는 데 도움이 될 뿐만 아니라, 특별위원회의 전반적인 신뢰성을 높이고 공정성 강화 조치로서의 효과를 늘리는 데에도 도움이 될 수 있다. 예를 들어 ① 특별위원회 위원의 독립성 및 전문성, ② 특별위원회에 부여된 권한과 활동 내역, ③ 거래 조건과 절차의 공정성에 대한 특별위원회의 의견과 판단 근거, ④ 이사회에 특별위원회 의견 수용 여부와 그 근거 등을 주주들에게 공개하는 방안을 고려할 수 있다. 또한 독립적 외부전문가의 선정 이유와 그들의 검토 의견을 주주들에게 제공하는 것도 주주들이 거래 절차 및 조건의 공정성을 판단하는 데 중요한 자료로 활용될 수 있을 것이다.

주주에 대한 충실한 정보 제공은 주로 상장회사에서 중요한 문제로 대두될 것이나 비상장회사라고 하여 의미가 없는 것은 아니다. 비상장회사의 주주들에게도 일정한 사안에 관해 상법상 통지·공고·공시·보고 등을 해야 하는 경우들이 있는데,¹⁹⁾ 형식적인 기재에 그치지 않고 회사 및 주주의 관점에서 해당 사안의 중요성과 효과에 관해 판단할 수 있는 충실한 정보를 담는다면 공정성 강화에 기여할 수 있을 것이다.

마. 이해관계 없는 주주의 승인 문제

이해관계 없는 주주의 승인(disinterested shareholders' approval) 또는 소수주주의 다수결(majority of minority)은 해당 거래에 이해관계가 없는 주주들이 보유한 의결권의 과반수 찬성을 거래의 조건으로 정하고, 이를 미리 공표한 상태에서 주주총회에서 해당 승인 절차를 진행하는 것을 의미한다. 일부 국가에서는 이해상충 거래를 진행함에 있어 공정성을 확보하기 위한 조치 중 하나로 소수주주의 다수결을 요구 또는 권장하는 경우가 있다.²⁰⁾

19) 예컨대 주주총회 소집 통지와 목적사항의 기재(제363조), 주주총회 소집통지 시 합병계약의 요령의 기재(제522조 제2항), 합병계약서 등의 공시(제522조의2), 합병에 관한 서류의 사후공시(제527조의6), 분할계획서와 분할대차대조표 등의 공시(제530조의7) 등.

20) 델라웨어주는 2025년 3월 회사법 개정을 통해, 폐쇄기업화 거래를 제외하고는 특별위원회 승인 또는 소수주주의 다수결 승인 두 가지 절차 중 하나를 거치면 이사회에 대한 손해배상 청구 등이 제한된다는 safe harbor 조항을 도입하였으며(DGCL § 144 (a), (b)), 폐쇄기업화 거래에 대해서만 두 가지 절차를 모두 거칠 것을 요구하고 있다(DGCL § 144 (c)). 일본에서는 법에 따라 강제되는 것은 아니지만 경제산업성이 제정한 '공정한 M&A 거래를 위한 가이드라인'에서 이해상충 거래를 진행함에 있어 독립성을 확보하기 위한 절차 중 하나로 소수주주 다수결을 열거하고 있다.

이를 채택하면 해당 사안에 대하여 이해관계를 가진 주주를 제외한 나머지 주주들의 과반수의 찬성이 있는 때에만 해당 거래를 진행할 수 있으므로, 이들의 찬성을 얻을 수 있을 정도로 거래의 조건이 공정하게 (즉 일반주주들에게 불리하지 않게) 설정되어야 한다. 따라서 일정한 경우에는 거래의 공정성을 확보하여 회사 및 전체 주주의 이익을 보호하는 데에 기여할 수 있다. 그러나 다음과 같은 문제점 내지 부작용을 고려하면 이를 일반적인 공정성 강화 조치로 권고하기는 어렵다고 판단된다.

- 이를 시행하면 일부 주주들이 거래에 관한 결정권 내지 거부권을 갖게 되는데, 이는 그들이 가지는 지분적 권리에 비해 불비례적으로 큰 힘을 행사하는 것으로서 주주평등원칙에 반하는 측면이 있으며, 일부 주주들이 이를 남용하여 자신들의 요구사항을 관철하기 위해 이용하는 등의 행태를 벌인다면 회사와 전체 주주에게 유익한 거래를 하지 못하게 되는 등의 부작용이 발생할 수 있다.
- 현행 상법상 소수의 주주만을 대상으로 하는 주주총회에 관한 조항이 없기 때문에 주주총회를 소집한 다음 지배주주가 의결권 행사를 포기하거나 중립 투표를 하는 방법으로 이를 구현할 수밖에 없는데,²¹⁾ 그 경우 특별결의 또는 보통결의 요건 충족 자체가 원천적으로 불가능한 경우도 많을 것이므로 혼선을 초래할 수 있다.²²⁾
- 미국 델라웨어 주와 일본은 소수주주 다수결을 택하지 않는 한 특별이해관계 있는 주주의 의결권을 제한하지 않는 반면 우리나라 상법은 이를 제한하는데(상법 제368조 제3항), 법상 의결권이 제한되는 특별이해관계인과 자발적 소수주주 다수결 시행 시에 의결권 행사를 자제하는 지배주주를 어떻게 구별할 것인지도 불분명하여 미국과 일본의 실무를 그대로 도입하기 어렵다.
- 상법 제361조는 “주주총회는 본법 또는 정관에 정하는 사항에 한하여 결의할 수 있다”고 규정하는데, 주주총회 결의 사항이 아닌 경우 (규모상 주주총회 결의 사항이라고 보기 어려운 자산양수도, 자회사 주식 양수도 등) 소수주주의 다수결 승인을 구현할 적절한 방법이 없다.

21) 지배주주인 지주사 내지 모회사가 의결권을 포기한다면 이를 결정한 지주사 내지 모회사 이사 등의 책임 문제를 야기할 수 있어, 소수주주의 다수결 승인을 공정성 강화 조치의 하나로 제시할 경우 지주사 내지 모회사의 의결권 행사 포기에 대한 기준 역시 함께 마련될 필요도 있을 것이다.

22) 반면 델라웨어주 개정 회사법 §144는 주주총회에 참석하여 의결권을 행사한 이해관계 없는 주주들의 과반수 찬성을 요건으로 하고 있어 (“majority of the votes cast by the disinterested stockholders”) 이러한 문제가 없다.

20 기업 조직개편 시 이사의 행위규범 가이드라인

- 의결권 행사가 제한되는 '지배주주'와 의결권을 행사할 수 있는 '소수주주'의 범위 확정이 불명확하며, 거래 상대방이 아니거나 의사결정에 참여하지 않는 (최대주주 본인 이외의) 특수관계인의 의결권까지 제한되어야 하는지도 불명확하다.²³⁾
- 델라웨어주 개정 회사법상 소수주주의 다수결 승인은 폐쇄기업화 거래를 제외하고는 필수 절차가 아니고, 일본에서도 MBO 외의 거래에서는 소수주주의 다수결 승인을 거친 사례가 전무한 것으로 파악된다.²⁴⁾

다만 앞에서 설명한 법령상 제한에 저촉되지 않으면서 소수주주들의 의사를 최대한 반영하기 위해, 이해상충 및 주주 손해 가능성이 특별히 큰 거래에서는 소수주주들의 다수결 승인의 개념을 참고하여 설문조사를 통해 소수주주들의 의사를 확인하는 방식을 고려해볼 수 있다.²⁵⁾ 그러나 이러한 설문조사 방식을 도입하더라도, 다음 문제점에 대한 면밀한 검토가 필요할 것이다.

- 설문조사 결과에 따라 거래를 진행한다는 점이 모든 주주들에게 명확하게 공개되어야 하고, 실제 거래 진행 여부를 설문조사 결과에 따라 결정해야 할 것이며, 그렇지 않을 경우 기업들에게 공시 의무 위반 및 사기적 부정거래 문제가 발생할 수 있다. 따라서 그러한 법적 위험이 발생하지 않도록 공시 등에 있어 면밀한 주의를 기울여야 한다.
- 설문조사를 통한 구현 방식을 도입하더라도 일반 소수주주들의 참여가 높지 않은 경우 설문조사의 공신력·대표성에 대한 문제 제기가 가능할 것이므로, 일정 수준 이상의 참여율 및 응답률이 보장되었을 때만 주주총회에 갈음할 수 있도록 하는 것이 타당할 것으로 보인다.

23) 예를 들어 최대주주와 특수관계가 있는 주주는 반드시 의결권이 제한되는지, 특수관계가 있는 주주 중 경영에 참여하지 않는 사람은 의결권 행사가 가능한지, 특수관계가 있는 주주 중 최대주주와 의결권 행사 방향에 대한 분쟁이 있는 경우에는 의결권 행사가 가능한지 등에 대한 기준이 명확하지 않다. 참고로 미국 델라웨어주 판결상 완전한 공정성 기준이 적용되는 이해상충 거래는 최대주주가 거래 당사자 양쪽에 관여를 하고 있으면서 지분율에 따른 이익을 상회하는 이익을 얻을 가능성이 있는 경우를 의미하는바(In re Match Group, Inc. Derivative Litigation, "a controlling stockholder stood on both sides of a transaction with the controlled corporation and received a non-ratable benefit"), 우리나라 상법상 특수관계인의 범위와는 차이가 있다.

24) 2021년 ~ 2023년 기준 통계이며, MBO거래의 경우 총 45건 중 21건(약 47%)에서 소수주주의 다수결 승인을 거친 것으로 파악된다. JPX, "公正性担保措置の實施狀況" (2024. 8. 19.).

25) 실제로 국내에서 계열회사 간 합병을 추진하면서 합병 당사회사들의 이사회가 '합병 추진 여부 검토 1단계 특별위원회'를 구성하여 주주 의견을 확인하는 설문조사를 진행하고, 그 결과 일반주주들의 반대 의견이 크게 우선하자 합병 추진을 중단한 사례가 있었다.

5. 거래 유형에 따른 검토

본 가이드라인 제정의 계기가 된 충실의무 조항의 입법과정에서는 합병 등 각종 조직개편 시 지배주주의 이익을 위해 다수의 일반주주들의 이익이 외면된다는 문제가 지적되었다.²⁶⁾ 실제로 계열회사 간 합병과 폐쇄기업화 거래는 지배주주와 일반주주 간의 이해충돌이 첨예하고, 그로 인한 손해가 '회사'에 직접적으로 발생한다기보다는 '주주'에게 발생하므로, '회사의 손해'라는 관념²⁷⁾으로는 해결이 어려운 대표적인 거래 유형이라고 할 수 있다. 이러한 문제의식 아래 이하에서는 계열회사 간 합병과 폐쇄기업화 거래에서의 이사의 행위규범을 다룬다. 그 외의 다양한 조직개편 거래에 관하여는 본 가이드라인의 3.에서 제시한 일반적 행위규범, 4.에서 제시한 공정성 강화 조치, 5.에서 제시하는 유형별 검토를 참고하여 이사들의 적절한 행위규범을 모색할 수 있을 것이다.

가. 계열회사 간 합병

(1) 문제의 소재

계열회사 간 합병은 주주간 이해상충 및 주주의 직접 손해가 발생할 수 있는 가장 대표적인 유형의 거래이다. 계열회사 간 합병의 경우 지배주주가 쌍방 당사자 모두에게 영향력을 행사할 수 있는데, 합병가액이 어느 한 회사의 주주들에게 유리하게 정해지면 상대방 회사의 주주들에게는 불리하게 작용한다는 점에서 구조적으로 이해상충 가능성이 내포되어 있다. 즉 별다른 규제나 공정성 강화 조치가 없다면 지배주주가 더 높은 비율의 지분을 가지고 있는 회사의 주주들에게 유리하게 합병가액이 정해질 가능성이 높고, 설령 지배주주나 이사들이 그러한 의도를 갖고 있지 않았다고 하더라도 외부에서는 구조적으로 그러한 의심을 가지게 되기 쉽다. 종래 자본시장법은 자의적인 합병가액의 결정을 방지하기 위해 상장회사에 대해서는 최근 일정 기간의 시가를 기준으로 합병가액을 정하도록 규정해 왔는데, 이 경우에도 기준이 되는 시가 자체가 왜곡되거나 합병의 시점 선택이 자의적이라면 역시 같은 문제가 발생한다.²⁸⁾

26) 상법 일부개정법률안(의안번호 2205704, 이정문 의원 대표발의, 2024. 11. 19. 제안) 제안이유 및 주요내용.

27) 현행법상 이사의 의무 위반에 대한 주요한 구제수단인 이사의 회사에 대한 손해배상책임(상법 제399조), 위법행위 유지청구권(상법 제402조), 업무상 배임죄(형법 제356조) 등은 모두 법문 및 판례상 '회사의 손해'를 요건으로 한다.

(2) 계열회사 간 합병에서의 이사의 의무

합병을 추진하고 승인하는 이사는 회사 및 총주주의 이익을 보호하고 전체 주주의 공평 대우 관점에서 일부 주주가 정당한 사유 없이 불이익을 입지 않도록 하여야 하며, 이러한 관점에서 합병 여부, 시기, 조건, 거래구조 등을 충분한 정보에 기하여 신중히 검토하고 결정하여야 한다.

계열회사 간 합병은 다른 조직개편 거래와 마찬가지로 장기적 기업가치 향상을 위해 추진되어야 하고, 이를 기준으로 해당 거래가 바람직한지 여부를 판단하여야 한다. 즉 이사들은 자본시장에서의 단기적 이익 실현에 대한 기대나 압력에서 벗어나 장기적인 관점에서 기업가치 향상을 위해 합병 여부를 결정하여야 하고, 이를 위한 이사들의 경영판단은 존중되어야 한다. 단기적 이익 실현에 대한 기대나 압력으로 인해 장기적 기업가치 향상에 기여하는 바람직한 합병이 저해되거나 장기적 기업가치 향상에 역행하는 합병이 성급히 추진되는 것은 바람직하지 않다.

다만 어떻게 총주주의 이익을 보호하고 지배주주와 일반주주를 공평하게 대우해야 하는지에 대한 객관적이고 일의적인 기준을 정하기는 어려우므로, 거래 조건의 공정성을 담보하기 위한 충분한 절차(공정성 강화 조치)를 거치도록 함으로써 주주들의 이익을 제고하고 문제의 소지를 최소화하는 것이 바람직하다.

(3) 계열회사 간 합병에서의 공정성 강화 조치

1) 독립당사자 간 거래와 동일시할 수 있는 상황의 확보

계열회사 간 합병의 공정성에 문제가 제기되는 이유는 합병 당사회사 양측에 대해 지배주주가 영향력을 행사할 수 있기 때문이다. 합병은 두 회사 사이의 계약이자 거래이므로 원래는 각 회사가 독립적인 입장에서 각자의 이익²⁸⁾을 위해 협상에 임하여 합병 여부, 시기, 조건, 거래구조 등을 정해야 하지만, 그러지 못하거나 그러지 못할 것으로 의심되기 때문에 발생하는 문제인 것이다.

따라서 계열회사 간 합병에서 공정성을 강화하기 위해서는 독립된 당사자 간에 합병이 이루어지는 경우와 실질적으로 동일시할 수 있는 상황을 조성하는 것이 바람직하다. 구조

28) 한편 계열회사 간 주식의 포괄적 교환 이전의 경우에도 합병과 유사한 문제가 있고 이하에서 설명하는 이사의 의무, 공정성 강화 조치 역시 합병에 준하여 생각할 수 있다.

29) 각 회사 및 그 회사의 총주주의 이익을 의미한다.

적 이해상충 문제와 정보 비대칭 문제를 극복하며 각 회사 및 그 주주의 관점에서 최대한 유리한 거래조건을 이끌어내기 위해 합리적 노력이 이루어지는 상황을 확보하는 것이다. 공정성 강화 조치 중 특별위원회의 설치 및 활동은 이를 위한 대표적인 예라고 할 수 있다. 즉 지배주주 및 해당 거래로부터 독립적인 특별위원회가 합병 당사회사 별로 구성되어, 합병 여부, 시기, 조건, 거래구조 등을 각 회사 및 그 주주의 관점에서 면밀히 검토하고 의견을 형성하여 공표함으로써 거래의 공정성을 강화할 수 있을 것이다.

2) 합병가액의 적정성 확보

현행 자본시장법은 계열회사 간 합병에 있어 상장회사의 경우 최근 일정기간의 주가를 기준으로 합병가액을 산정하도록 하고 있고, 개정 논의 중인 법안에서는 주가, 자산가치, 수익가치 등을 종합적으로 고려하여 공정한 가액으로 결정하도록 하고 있다. 시장주가법 외에도 현금흐름할인법, 유사 기업 비교법, 과거거래 분석 기법 등 평가방법은 다양하므로, 평가자에 따라 사용하는 평가방법이 다를 수 있고 동일한 평가방법을 사용하여도 전제와 가정 등에 따라 결과가 다를 수 있다. 또한 합병가액은 각 합병 당사회사가 직접 또는 외부 전문가를 통해 수행한 평가 혹은 시장에서의 주가에 기초하되, 최종적으로는 합병 당사회사들 간의 합의로 합병계약서에서 정해지는 것이다.³⁰⁾ 따라서 합병가액의 적정성을 확보하는 것은 수치화된 하나의 정답을 찾는 문제라기보다는 평가, 협상, 합의에 이르는 전 과정에 걸쳐 실질적·절차적 공정성을 확보하는 문제라고 할 수 있다.

공정성 강화 조치 중 특별위원회의 활동, 독립적 외부전문가의 검토 등이 모두 합병가액의 적정성 확보에 기여할 수 있다. 특별위원회를 구성하지 않을 경우 공정성 강화를 위해 복수의 자문기관을 활용하는 방안도 생각해볼 수 있다. 다만 회계법인 등 자문기관의 수가 제한적인 우리나라의 현실을 고려할 때 반드시 복수의 자문기관을 선임할 것을 권고하기는 어려운 측면이 있다. 주주의 직접 손해 및 이해상충 발생 가능성이 큰 거래라면 복수 자문기관 선임 검토하되, 그러한 가능성이 크지 않다면 하나의 자문기관을 통해 복수의 평가방법을 활용하는 것도 고려할 수 있다.

3) 충실한 정보의 제공

합병 등 조직개편은 주주의 이해관계에 미치는 영향이 크므로, 상법·자본시장법·기업공

30) 계열회사 간 합병에 있어 최근 일정기간의 주가에 따라 합병가액을 정하도록 하는 현행 자본시장법 하에서도 일정 한도의 할인 또는 할증이 가능한데 이는 결국 합병계약으로 정해진다.

시서식 등에서 요구하는 사항을 형식적으로 기재하는 데에 그치지 않고 일반주주의 적절한 판단에 도움을 줄 수 있도록 충실한 정보를 제공하는 것이 바람직하고, 특히 계열회사 간 합병과 같이 이해상충 우려가 있는 거래에서는 더욱 그러하다.

예컨대 상장회사의 합병 시 합병의 목적 및 기대 효과, 합병가액 등 거래 조건의 공정성, 합병에 반대한 이사가 있는 경우 반대 사유 등에 대한 이사회 의견서를 작성해서 공시해야 하는데(자본시장법 시행령 제176조의5 제6항), 형식적 기재에 그치지 않고 구체적 내용을 담는 것이 중요하다. 회사 또는 거래의 개별적인 사정에 따라 포함할 수 있는 내용이 달라질 수 있으나, 예컨대 합병의 필요성, 합병 시점을 선택한 이유, 합병이 주주가치에 미치는 영향, 합병대가의 종류(현금, 신주, 자기주식 등) 및 그 선정 이유, 합병가액 산정을 위해 사용한 평가방법 및 해당 평가방법을 선택한 이유, 이사·지배주주·계열회사 등이 당해 합병에 대해 가지는 이해관계, 당해 합병이 주주들의 지분관계에 미치는 영향, 합병 이후 회사의 지배구조와 이사회 변동사항 등에 관한 정보가 이사회 의견서에 포함된다면 해당 합병의 공정성 강화에 도움이 될 것이다.

나. 폐쇄기업화 거래

(1) 의의 및 형태

본 가이드라인에서 폐쇄기업화 거래는 상장회사의 지배주주³¹⁾가 해당 상장회사의 잔여 주식 전부 또는 대부분을 취득하면서 해당 회사를 비상장회사로 만드는 일체의 거래를 포괄하여 지칭한다. 따라서 이러한 폐쇄기업화 거래는 어느 한 가지 방식의 거래로 국한되지 않으며, 공개매수, 장내매수, 포괄적 주식교환, 주식병합, 대주주의 매도청구권 등의 다양한 거래 중 한 가지 방법 또는 이러한 거래들이 다양하게 결합되는 방식으로 시행될 수 있다.

이 중 가장 빈번히 활용되는 폐쇄기업화 거래의 형태는 ① 공개매수를 통해 일정 수준의 지분을 먼저 확보한 후, ② 상법상 포괄적 주식교환을 통하여 잔여 주식 전부를 취득하는

31) 실무상 공개매수에 의한 비상장화를 시행하는 주체는 지배주주로 한정되지 않으며, 지배주주가 아닌 제3자(대표적으로 대주주의 경영권 지분에 대한 주식양수, 공개매수 및 포괄적 주식교환 등을 결합하여 상장회사 지분 100%를 취득하는 거래에서의 매수인)에 의한 비상장화 거래도 존재한다. 다만, 지배주주가 비상장화를 시행하는 주체일 경우에는 지배주주와 일반주주의 정보의 불균형 및 이해상충으로 인한 거래조건 불공정성에 대한 우려가 큰 반면, 제3자의 경우 이러한 우려가 비교적 적을 뿐 아니라 제3자가 공개매수를 통하여 지배주주 뿐 아니라 일반주주의 주식도 매수하는 경우 일반주주들도 경영권 프리미엄이 가산된 가격으로 주식을 매각할 수 있는 기회를 부여받을 수 있으므로, 지배주주에 의한 비상장화 거래에서의 통상적인 문제점이 나타나는 경우는 비교적 적을 것으로 보인다. 이에 본 가이드라인은 원칙적으로 폐쇄기업화 거래를 그 주체가 지배주주인 경우로 상정하였다.

2단계 방식이다. 이때 포괄적 주식교환은 완전자회사가 되는 회사의 주주들에게 완전모회사가 되는 회사의 주식이 아니라 현금을 교부하는 방식(이하 '교부금 주식교환'이라 한다)으로 이루어질 수 있다. 한편, 교부금 주식교환을 거치지 않고 공개매수자가 한국거래소의 자발적 상장폐지 요건을 충족할 때까지 계속하여 공개매수를 시행한 후 자발적 상장폐지 신청을 통해 폐쇄기업화를 달성하는 방식도 활용된다.³²⁾ 이와 같이 폐쇄기업화 거래에서 공개매수가 활용되는 것은, 선행 공개매수를 통하여 일반주주들이 주식을 매도할 수 있는 기회를 제공하여 일반주주들의 반발을 최소화하고 지배주주 지분율을 높이며 그에 따라 절차상의 편의³³⁾를 얻는 것 등 때문인 것으로 파악된다.

(2) 폐쇄기업화 거래에서의 이사의 의무

폐쇄기업화 거래를 위한 교부금 주식교환의 경우 앞서 살펴본 합병에서의 이사의 의무에 관한 논의가 기본적으로 동일하게 적용될 수 있다.

한편 폐쇄기업화 거래를 위한 공개매수의 경우 공개매수자와 그 공개매수의 상대방인 주주들 간의 거래일 뿐 공개매수의 대상이 되는 주식의 발행회사(이하 '대상회사'라 한다)에 직접적인 손익을 발생시키지 않으므로, 기존 실무상으로는 대상회사의 이사가 공개매수에 관여하지 않는 경향이 있었다. 그러나 개정된 상법 제382조의3에 의하면 이사는 회사 및 주주를 위하여 충실의무를 부담하고, 총주주의 이익 보호 의무 및 전체 주주에 대한 공평대우 의무를 부담하는바, 폐쇄기업화를 목적으로 하는 지배주주의 공개매수로 인하여 일반주주들의 이익이 침해될 수 있다고 한다면 이사가 일반주주의 이익 보호를 위하여 일정한 조치를 취할 필요성과 그 법적 근거가 존재하게 되었다.

특히 폐쇄기업화 거래는 ① 지배주주와 일반주주 간의 구조적 이해상충 및 정보 불균형³⁴⁾의 문제를 발생시키고, ② 비상장화 이후에는 주식의 환금성이 현저히 저하되므로 일

32) 한국거래소 규정에 따르면, 자발적 상장폐지를 하기 위하여는 일정한 절차 및 요건을 충족하여야 하는데 유가증권시장 상장회사와 코스닥시장 상장회사의 요건이 상이하다. 유가증권시장 상장회사의 경우 (i) 최대주주 등에 의한 선행공개매수 또는 장내매수, (ii) 상장법인의 최대주주 등이 발행주식 총수(자기주식 제외)의 95% 이상 보유할 것, (iii) 최대주주등이 상장폐지 이후 일정기간 동안 투자자에게 보유주식의 매각 기회를 부여하기로 약속하였을 것, (iv) 상장폐지에 관한 주주총회 특별결의를 거칠 것 등의 요건 충족이 요구되며(유가증권시장 상장규정 제7조 제1항, 제5항, 동 시행세칙 제6조 제2항 각호), 코스닥시장 상장회사의 경우 최대주주 지분율에 대한 정량적 요건을 명시하지는 않으나 최대주주등 지분율 및 공개매수 조건 등 공익 실현과 투자자 보호를 위하여 필요한 사항이 충족되었는지 여부를 고려하여 상장폐지 여부를 결정한다고 규정한다(코스닥시장 상장규정 제22조 제1항, 동 시행세칙 제1항, 제4항).

33) 예를 들어 간이 주식교환의 요건 충족시 완전자회사가 되는 회사의 주주총회 승인을 이사회 승인으로 갈음할 수 있다.

반주주에 대한 매도압력이 발생하며, ③ 특히 공개매수 후 교부금 주식교환이 예정되어 있는 경우 공개매수 가격보다 교부금 주식교환 가격이 더 떨어질 수 있다는 점, 즉 매도가격 역진 우려로 인한 매도압력도 존재한다.³⁵⁾

따라서 대상회사의 이사들로서는 폐쇄기업화 거래에서 일반주주들의 이익 보호 필요성이 크다는 점을 유념하면서, 회사 및 주주에 대한 충실의무 관점에서 필요한 조치들을 심도 깊게 검토 및 추진할 필요성이 있다. 구체적으로 폐쇄기업화 거래로 인한 일반주주의 이익 침해 우려가 높은 상황인지 여부를 판단함에 있어 다음 사항을 고려할 수 있다.

- 공개매수자가 대상회사의 지배주주인지 여부
- 공개매수자가 보유한 지분 외에 잔여지분 전부를 공개매수하는지, 아니면 일부만 공개매수하는지 여부³⁶⁾
- 폐쇄기업화의 방법으로 공개매수 후 교부금 주식교환 등 강제적 소액주주 축출방식의 거래가 예정되어 있는지 여부
- 공개매수 가격이 대상회사의 객관적 기업가치에 부합되는지 여부에 대하여 합리적이고 신뢰할 수 있는 평가가 이루어졌고 그 평가결과가 적시에 공시되었는지 여부
- 공개매수 후에 진행될 교부금 주식교환 등의 후속거래에서의 매수가격이 공개매수 가격과 일치하는지, 아니면 그보다 더 낮은 가격을 제시함으로써 매도가격이 역진하는지 여부

(3) 폐쇄기업화 거래에서의 공정성 강화 조치

1) 대상회사의 공개매수 의견표명서 제출

자본시장법상 공개매수신고서가 제출되는 주식등의 발행회사는 자율적으로 공개매수에

34) 지배주주는 소수주주에 비하여 회사의 정보에 대한 접근성이 용이하므로 지배주주가 저평가 구간을 전략적으로 선택하여 거래를 개시하거나 지배주주가 공개매수를 개시하기 전에 시장가치를 인위적으로 낮추는 방식으로 거래가격을 하향 조정하고자 하는 유인이 존재할 수 있다.

35) 한국거래소 규정에 따른 자진상장폐지의 경우 잔여 일반주주들에 대하여 상장폐지 이후에도 기존 공개매수와 동등한 조건으로 매각할 기회를 보장하도록 하는 등 상장폐지 신청인이 일정한 투자자 보호사항을 준수하도록 하고 있으나, 교부금 주식교환에 의한 폐쇄기업화 거래의 경우 상장폐지 신청 절차를 거치지 않고 상장폐지가 되므로 한국거래소 규정에 따른 투자자 보호가 이루어지기 어렵다.

36) 일반주주의 입장에서는 일부 지분만 공개매수하는 경우에는 공개매수 기회를 놓치면 더 낮은 가격에 주식을 매각하게 될 수 있다는 우려로 인해 가격의 공정성 여부와 무관하게 공개매수에 참여해야 한다는 매도압력을 더 높게 받을 수 있을 것이다.

대한 의견표명을 할 수 있으나(자본시장법 제138조), 이러한 의견표명은 법령상 강제되지는 않는다.

다만 폐쇄기업화를 위한 공개매수가 시행되는 경우 일반주주들은 지배주주에 비해 부족한 정보만을 보유하고 있고 이로 인한 이해상충, 매도압력 등이 문제될 수 있으므로, 대상 회사의 이사로서는 일반주주들에게 공개매수와 관련한 충분한 정보를 제공함으로써 공개매수에 응할지 여부에 대한 일반주주들의 합리적 판단을 돕는 것이 총주주 이익 보호 및 전체 주주에 대한 공평대우 의무에 부합할 수 있다. 따라서 폐쇄기업화를 위한 공개매수가 시행되는 경우 대상회사의 이사는 해당 공개매수에 대한 의견표명을 적극적으로 고려할 필요가 있다.

대상회사의 이사들은 폐쇄기업화를 위한 공개매수 시도를 알게 된 경우 신속히 이사회를 소집하여 공개매수에 대한 의견표명 여부 및 그 내용에 대하여 검토할 필요가 있다. 특히 공개매수자가 지배주주인 경우에는 의견표명의 독립성 및 공정성을 확보하기 위하여 지배주주로부터 독립된 특별위원회를 구성하여 의견표명 여부에 대한 결정 및 그 내용에 대한 권한을 부여하는 방안도 고려할 수 있을 것이다.³⁷⁾

의견표명서에는 공개매수에 대한 찬성, 반대, 또는 중립 의견과 함께 ① 폐쇄기업화를 위한 거래구조가 일반주주의 이익 보호 관점에서 적정하게 설정되었는지에 대한 의견 및 근거, ② 공개매수 가격을 포함한 공개매수 조건의 공정성에 대한 의견 및 근거, ③ 과거 유사사례에 대한 검토 및 주주 이익침해를 최소화하는 대안적 거래구조의 존재 가능성 등이 포함될 수 있다.

2) 공개매수 가격의 공정성에 대한 검증

공개매수 가격에 관하여는 상법, 자본시장법 등 관련 법령상 별다른 규제는 존재하지 않으며, 공개매수자는 공개매수의 성패를 고려한 전략적인 판단에 따라 공개매수 가격을 결정한다. 다만 공개매수에 응할지 여부를 판단하는 일반주주들 입장에서는 정보 비대칭, 지배주주와의 이해상충, 매도압력의 존재 등으로 인하여 공개매수 가격이 적정한지 여부를 객관적으로 판단하기 어렵다. 특히 공개매수자가 공개매수 가격에 대하여 시가 대비 어느 정도의 프리미엄이 가산되었는지만을 공시하는 경우, 시가 자체가 대상회사의 본질 가치

37) 다만, 합병 등의 거래와 달리 특별위원회에 의하여 공정한 공개매수 가격이 제시된다고 하더라도 공개매수 당사자가 아닌 대상회사로서는 지배주주가 제시하는 공개매수 가격에 직접적인 영향을 미치기는 어려우므로, 의견표명서상의 공개매수 가격은 일반주주들이 공개매수 제안의 적정성을 판단함에 있어 참고 요소로서만 기능할 수 있을 것이다.

대비 낮게 형성되어 있다면 공개매수 가격이 공정하게 제시된 것인지 확인하기 어렵다.

따라서 대상회사 이사들로서는 공개매수자가 제안한 공개매수 가격이 대상회사의 기업 가치를 공정하고 합리적으로 반영하고 있는지 여부를 가능한 범위에서 검증하는 것이 바람직하다. 이는 공개매수에 대하여 찬성, 반대, 중립 중 어느 입장을 취할지 결정하기 위해서도 필요하다. 이러한 검증을 위해서는 공정성 강화 조치 중 하나인 독립적 외부전문가를 선임하여 대상회사 주식에 대한 가치평가를 의뢰하는 것도 고려할 수 있다. 다만 공개매수 신고서가 제출되거나 그에 임박한 시점에 이사회가 이를 알게 된다면 시간적으로 매우 촉박하여 엄밀한 검증은 어려울 수 있으므로, 의견표명서에는 그러한 사정과 한계에 관한 설명도 포함될 필요가 있을 것이다.

3) 교부금 주식교환 과정에서의 공정성 검토

폐쇄기업화를 위하여 공개매수 후 진행되는 교부금 주식교환의 경우 선행 거래인 공개매수와 연계되어 있는 점을 제외하고는 계열회사 간 합병과 유사하므로 그에 관해 전술한 내용이 기본적으로 동일하게 적용된다.

공개매수와 교부금 주식교환이 근접한 시점에 이루어짐에도 불구하고 교환가액이 공개매수 가격보다 더 낮은 경우³⁸⁾에는 교부금 주식교환의 대상이 되는 주주가 공개매수에 참여한 주주에 비하여 불리한 취급을 받게 된다. 따라서 대상회사의 이사로서는 교부금 주식교환의 시점이나 조건 결정시 교환가액이 적어도 공개매수 가격과 동등한 수준이 될 수 있도록 하는 방안을 신중히 검토할 필요가 있다.

한편 폐쇄기업화를 위한 교부금 주식교환은 일반주주가 주주로서 갖는 지위를 완전히 박탈하여 이익 침해 우려가 더욱 클 수 있으므로, 특별위원회 구성, 외부전문가 검토 등 공정성 강화 조치의 채택 여부를 검토하여야 한다. 이를 검토할 때에는 교부금 주식교환 시행에 앞서 선행 공개매수를 통해 일반주주들의 자율적 매각기회가 보장되었는지, 그 공개매수 가격이 적정하게 책정되었는지 등 폐쇄기업화 거래 전반에 걸쳐 절차적 공정성이 확보되었는지를 살펴보는 것이 바람직하다.

38) 공개매수 가격은 앞서 본 바와 같이 법령상 제한이 없는 반면, 현행 자본시장법 시행령상 계열회사 관계에 있는 상장회사 간의 교부금 주식교환의 경우 기준시가를 기준으로 10% 범위에서 할인 또는 할증한 가액으로 정해지므로(자본시장법 시행령 제176조의5 제1항 제1호, 제176조의6 제2항), 객관적 가치보다 주가가 하락되어 있는 상황에서는 교부금 주식교환 가격이 더 낮게 책정될 수 있는 가능성이 존재한다.