

Contents

Vol.83 | 2016. 2호

- 03 연구논단 I** 상환전환우선주의 발행과 지배구조 관련 문제점
임정하 서울시립대학교 법학전문대학원
- 29 연구논단 II** 차입매수(LBO)에 있어서 배임죄와 합리적인 경영판단
최경규 동국대학교 경영학과
- 53 연구논단 III** 금융회사 임원의 보수와 보수위원회 시론
정영철 OT01 Law Firm 대표변호사 및 금융위원회 법률자문위원



상환전환우선주의 발행과 지배구조 관련 문제점

연구논단 I

임정하 | 서울시립대학교 법학전문대학원 부교수

I. 서론

회사는 주식 또는 사채발행 등을 통해 필요한 자금을 조달한다. 회사는 필요한 자금규모, 상환능력, 지분율의 변동 등 여러 요인들을 비교분석하여 자금조달 방법을 결정할 것이다. 주식발행을 통한 자금조달은 회사가 원리금 상환의무를 지지 않는다는 점이 가장 큰 매력이다. 그러나 주주들 간의 지분율의 변동 또는 새로운 주주의 등장으로 회사의 경영권에 영향을 미칠 수 있다는 점은 주식발행을 통한 자금조달을 주저하게 하는 요인으로 작용할 수 있다.

회사는 자금조달에 용이하면서도 경영권에 미치는 영향을 최소화하기 위해 표준적인 주식, 즉 보통주와 다른 내용의 주식을 발행할 필요성을 느껴왔다. 2011년 개정상법(이하 “개정상법”)은 이러한 기업의 수요를 반영하여 다양한 종류주식의 발행을 가능하게 하였다. 개정 전에는 이익배당 또는 잔여재산 분배에 관하여 우선적 내용이 있는 주식만을 허용하였으나 개정상법은 이익의 배당 또는 잔여재산의 분배뿐만 아니라 주주총회에서의 의결권의 행사, 상환 및 전환 등에 있어서 내용이 다른 주식을 발행할 수 있도록 하였다(제344조 제1항).¹⁾

개정상법 이후 종류주식의 도입현황을 조사한 연구결과에 따르면²⁾ 2015년 10월까지 유가증권 시장과 코스닥 시장에 상장된 회사 1,741개사의 정관을 분석한 결과 우선주식 대신 종류주식 조항을 도입하고 있는 회사는 441개사(25.33%)로 아직 약 75%의 회사는

1) 2011년 상법 개정 전에는 상환권과 전환권을 주식에 부가되는 특수한 조건으로 보아 상환주식과 전환주식을 ‘수종의 주식’과는 별도의 ‘특수주식’으로 규정하였으나 개정상법은 상환주식과 전환주식을 ‘종류주식’의 하나로 규정하고 있다.

2) 이수정, “상법상 종류주식의 도입 및 발행현황과 문제점”, ERRI 이슈&분석, 2016. 1, 8면.

보통주와 우선주만 발행할 수 있었다. 종류주식을 도입한 회사의 대다수는 “주식의 종류” 조항에 상법이 규정한 종류주식 대부분을 발행할 수 있다고 정관에 명시하고 있으나 구체적인 개별 조항을 살펴보면, 무의결권 이익배당 우선주식이나 우선주식에 상환 또는 전환권을 덧붙인 것이 대부분이었다고 한다.³⁾

기업들이 종류주식 발행과 관련된 법률 환경의 변화를 인식하고 종류주식에 대한 이해도가 높아지면 종류주식의 활용도는 지속적으로 증가할 것으로 본다. 이러한 점에서 신용과 재무상태가 악화된 기업들, 특히 건설회사를 중심으로 상환전환우선주(Redeemable Convertible Preferred Stock, RCPS)를 발행하여 자금을 조달하는 사례가 증가하고 있는 것은 주목할 만하다.⁴⁾ 2008년 금융위기 이후 자본시장이 경색되면서 사채를 통한 자금조달이 어렵게 된 기업들이 사채를 대체하는 수단으로 상환전환우선주에 눈을 돌리게 된 것으로 보인다.

상환전환우선주는 우선주에 상환권과 전환권을 선택적으로 또는 중첩적으로 조합하여 설계된 것이다. 상환전환우선주는 한편으로는 우선주에 상환권을 결합하여 사채와 같이 경영권에 대한 영향을 차단할 수 있도록 하면서 투자자에게는 안정적인 투자수익을 보장할 수 있다. 다른 한편으로는 우선주에 전환권을 결합하여 회사는 이익배당의 의무에서 벗어나 자금조달의 비용을 줄일 수 있도록 하였으며 투자자는 기업의 성과에 연동하는 수익과 의결권을 선택할 수 있는 기회까지 가지게 된다. 상환전환우선주는 기업과 투자자 모두의 수요에 최대한 부합하게 설계된 종류주식이라 할 것이다.

상환전환우선주는 상환대가의 종류, 상환 또는 전환조건, 전환비용 등을 어떻게 설계하느냐에 따라 주주들의 지분을 및 주식가치에 영향을 미칠 수 있으므로 주주들 간 이해 조정의 문제가 제기된다. 본고는 먼저 상환전환우선주의 의의와 발행가능성 문제를 살펴본 다음(II), 종류주식으로서의 상환전환우선주와 지배구조와 관련된 법적 쟁점을 검토한다(III). IV.에서는 상환전환우선주의 구체적 발행사례를 통하여 본 지배구조와 관련된 추가 쟁점을 살펴본다. 마지막 결론(V)에서는 이를 종합하여 정리한다.

3) 이수정, 상계논문, 9면.

4) 한국경제신문 자본시장 전문매체인 마켓인사이트(www.marketinsight.kr)의 기업 유상증자 현황을 분석한 결과에 의하면 2014년 9월까지 상환전환우선주 발행금액은 총 1조 181억 원으로 집계됐다고 한다. 2013년 한해 전체 발행금액(8,883억원)보다 많은 액수라고 한다. 한국경제, “상환우선주 발행 을 1조···기업 ‘자금줄’로 급부상”, 2014. 10. 14. <http://www.hankyung.com/news/app/newsview.php?aid=2014101455951>

II. 상환전환우선주의 발행⁵⁾

1. 상환전환우선주의 의의

회사법 내에서 기업이 발행할 수 있는 주식 유형에 대한 제한을 완화하는 것은 세계적인 입법추세이다. 개정상법도 이러한 추세에 발맞춘 것으로서 주주가 가지는 이익의 배당, 잔여 재산의 분배, 주주총회에서의 의결권 행사, 상환 및 전환 등 5개의 권리 중 어느 하나 또는 둘 이상의 권리에 관하여 조금이라도 내용이 다른 주식을 종류주식으로 발행할 수 있다.⁶⁾ 뿐만 아니라 각기 다른 종류주식을 결합하여 다양한 형태의 주식을 발행할 수도 있다.⁷⁾

상환전환우선주는 상환권과 전환권을 선택적으로 또는 동시에 가지고 있는 우선주로서 투자회사의 사업 성공 시에는 상장 등과 연동하여 보통주식으로의 전환권을 가지고 사업실패 시에는 일정 기간이 지난 이후 상환하여 투자금을 효율적으로 회수할 수 있는 종류주식이다.⁸⁾ 상환전환우선주는 실질적으로 부채와 비슷하지만 일정한 요건을 충족하면 상법과 회계처리상 자본으로 분류돼 기업의 재무구조개선의 효과가 있다.⁹⁾ 상환전환우선주는 이익배당우선주, 상환주식 및 전환주식이 조합된 것이므로 상환전환우선주를 이해하기 위해서는 그 구성을 이루는 각 종류주식을 이해할 필요가 있다.

먼저 우선주와 관련하여 살펴보면, 개정상법은 우선배당주식에 한정하여 의결권을 제한하는 내용을 삭제하고 의결권의 유무에 관계없이 이익배당과 잔여재산분배에 관한 종류주식을 발행할 수 있음을 규정하였다(제344조의 2).¹⁰⁾ 따라서 회사는 무의결권우선배당주를 발행할 수도 있고 의결권이 있는 우선배당주를 발행할 수도 있다. 또한 개정상법은 의결권제한 종류주식의 발행을 가능하게 하였으므로 일부의 결의사항에 관해서만(예컨대 이사선임 등) 의결권이 제한되는 이익배당우선주식도 발행할 수 있다.

둘째, 종래 상환주식은 이익배당에 관한 우선주식에 한하여 그것도 회사가 상환권을 갖는 형태만 가능하였으나 개정상법 하에서는 (i) 다른 종류주식(상환과 전환에 관한 것을 제외)에 대하여 상환조건을 붙일 수 있고 (ii) 주주가 상환권을 갖는 형태도 허용되었

5) 본고 II. 이하 본문의 내용은 필자가 2015. 5. 한국상사법학회의 「상사법연구」에 게재한「상환전환우선주의 발행현황과 문제」중 관련 내용을 편집·수정한 것임을 밝혀 둔다.

6) 정동윤, “보통주와 종류주의 개념에 관하여-개정상법의 해석과 관련하여-”, 「상사법연구」 제31권 제1호(한국상사법학회, 2012), 41면.

7) 김희준, “종류주식의 발행의 실무상 쟁점과 법적 해결방안에 관한 연구-상환 및 전환에 관한 종류주식을 중심으로-”, 「선진상사법률연구」 통권 제54호(법무부, 2013. 10), 2면.

8) 정수용/김광복, “개정상법상 종류주식의 다양화”, 「BFL」 제51호(서울대학교 금융법센터, 2012. 1), 106면.

9) 정수용/김광복, 상계논문, 106면.

10) 양만식, “종류주식의 다양화가 기업지배에 미치는 영향”, 「상사법연구」 제30권 제2호(2011), 38면.

으며 (iii) 금전 이외에 유가증권(다른 종류주식은 제외) 기타의 자산으로도 상환할 수 있게 되었다(제345조).¹¹⁾ 상환주식은 회사가 자금이 필요할 때 주로 우선주식을 대상으로 상환주식을 발행하였다가 나중에 자금사정이 호전되면 상환함으로써 회사의 지배관계에 영향을 미치지 않고 자금을 조달할 수 있는 장점이 있다.¹²⁾ 또한 개정상법에서 새로 도입된 ‘주주가 상환을 청구할 수 있는 주식’(이하 “주주상환주식” 또는 “의무상환주식”)의 경우에는 회사의 경영상황에 따라 투자회수를 쉽게 할 수 있는 장점이 있다.¹³⁾ 상법 개정 이전에도 실무상 주주가 상환권을 가지는 상환주식이 발행되었고 이것이 법적으로 문제된 적은 없었으나¹⁴⁾ 개정상법은 법적 근거를 명시하였다는 점에 의의가 있다.

셋째, 개정상법 이전에는 주주의 청구에 의하여 전환이 이루어지는 전환주식만 인정되었으나 개정상법은 주요 외국 입법례에 따라 회사가 전환권을 갖는 형태도 새로 도입하였다(제346조 제 1항 및 제2항).¹⁵⁾ 다만, 회사가 전환권을 행사하기 위해서는 정관에 정한 일정한 사유가 발생하여야 한다.

상환전환우선주를 발행함에 있어 위와 같은 다양한 내용의 조합을 통해 기업의 수요에 맞는 구조로 설계할 수 있을 것이다. 그런데 개정상법상 종류주식 관련 규정의 내용이 명확하지 않은 부분들로 인해 해석상 여러 문제들이 제기되고 있다. 특히 상환주식 및 전환주식과 관련하여 여러 쟁점이 제기되고 있으며 이러한 쟁점은 상환주식과 전환주식이 조합되어 있는 상환전환우선주의 경우에도 해당되는 것이다.¹⁶⁾ 우선 상환주식은 상환주식과 전환주식을 제외한 종류주식에 한정하여 발행할 수 있다고 규정하고 있는 상법 제345조 제5항 괄호 안의 문구는¹⁷⁾ 상환전환우선주의 발행가능성 자체에 대해 의문을 제기하므로 이에 대해 먼저 살펴본다.

11) 권기범, 「현대회사법론」 제6판(삼영사, 2015), 499면.

12) 김순석, “중소기업의 경영권 승계 원활화를 위한 회사법제의 개선방안-종류주식의 활용을 중심으로”, 『비교사법』 제20권 1호(통권 60호), 한국비교사법학회, 2013, 254면.

13) 김순석, 상계논문, 254면.

14) 정수용/김광복, 전계논문, 106면.

15) 권기범, 전계서, 505면.

16) 김희준, 전계논문, 2면.

17) 제345조(주식의 상환에 관한 종류주식) ① 회사는 정관으로 정하는 바에 따라 회사의 이익으로써 소각할 수 있는 종류주식을 발행할 수 있다. 이 경우 회사는 정관에 상환가액, 상환기간, 상환의 방법과 상환할 주식의 수를 정하여야 한다.

(2항 생략)

③ 회사는 정관으로 정하는 바에 따라 주주가 회사에 대하여 상환을 청구할 수 있는 종류주식을 발행할 수 있다. 이 경우 회사는 정관에 주주가 회사에 대하여 상환을 청구할 수 있다는 뜻, 상환가액, 상환청구기간, 상환의 방법을 정하여야 한다.

(4항 생략)

⑤ 제1항과 제3항에서 규정한 주식은 종류주식(상환과 전환에 관한 것은 제외한다)에 한정하여 발행할 수 있다.

2. 개정상법상 상환전환우선주의 발행가능성 문제

상환주식에 다시 상환권을 붙일 수 없다고 규정한 것은 당연한 사리를 주의적으로 규정한 것으로 보아 문제되지 않으나, 전환주식에 상환권을 붙인 것-상환권부전환주식 또는 전환상환주식을 금지한 것은 실무상 문제가 된다.¹⁸⁾ 실무상 활발히 발행되고 있는 상환전환우선주가 전환상환주식의 구조로 발행될 수 있기 때문이다. 법무부는 상법 제345조 제5항 괄호안의 문구는 상환주식과 전환주식이 개념상 구별되어야 한다는 취지에서 주의적으로 삽입한 것이라 설명한다.¹⁹⁾ 그런데 상법 제345조 제5항의 괄호안의 문구가 상환주식과 전환주식을 구분하고자 하는 입법취지에서 규정된 것이라면 상환주식에 전환권을 붙이는 것, 즉 전환권부상환주식도 금지된다고 해석하는 것이 입법취지상 일관될 것이나,²⁰⁾ 상법은 상환주식에 전환조건을 부가하는 것을 금지하는 규정을 두고 있지는 않다.

상환전환우선주의 법적 구조를 전환주식(우선주)에 상환권을 붙이는 것-상환권부전환우선주로 보는 견해에 의하면²¹⁾ 상법 제345조 제5항 괄호안의 문구에 의해 상환전환우선주의 발행은 금지된다고 해석할 수밖에 없다. 그러나 이 견해도 입법론상 상환전환우선주를 구태어 금지할 이유는 없으므로 괄호안의 문구를 삭제하여야 한다고 본다.²²⁾ 또 다른 견해는 상환전환우선주를 상환권부전환우선주의 구조로 보더라도 상법 제345조 제5항에서 전환에 관한 종류주식을 상환주식으로 발행하여서는 안 된다는 의미는 “전환우선주가 전환권을 통하여 보통주로 전환된 이후 이러한 보통주에 대하여 상환권이 존속되어서는 안 된다는 의미(만일 보통주로 전환된 이후에도 상환권이 존속하게 되면 경영권 방어수단으로 악용될 우려가 있기 때문이라 설명한다)로 축소 해석해야 하기 때문에 상환전환우선주의 발행이 금지되는 것은 아니라고 본다.²³⁾

한편, 상환전환우선주를 회사 또는 주주에게 상환권과 전환권을 선택적으로 행사할 수 있도록 조건을 붙인 구조로 보아(예컨대, 우선주 + 상환권 또는 전환권) 그 발행에 아무런 제한이 없다고 보는 견해가 있다.²⁴⁾ 이익배당우선주의 경우에는 상환주식과 전환주식으로 발행하는 것이 가능하므로(상법 제345조 제5항, 동법 제346조 제1항, 제2항) 개

18) 권기범, 전계서, 500면.

19) 법무부, 「2011년 개정상법해설」, 151면.

20) 권기범, 전계서, 500면.

21) 김건식, 「회사법」(박영사, 2015), 170면; 정수용/김광복, 전계논문, 106면; 송옥렬, 「상법강의」 제5판(홍문사, 2015), 779면.

22) 김건식, 상계서, 171면.

23) 정수용/김광복, 전계논문, 107면.

24) 송중준, 개정상법상 지배구조의 변화요소와 활용방안, 「상장협연구」 제64호(한국상장회사협의회, 2011), 155면.

정상법 하에서도 현재 실무에서 발행되고 있는 상환전환우선주를 아무런 제한 없이 발행할 수 있다고 보는 견해²⁵⁾도 같은 취지인 것으로 보인다.

실무상 벤처기업이나 한계기업의 자본조달의 수단으로 상환전환우선주가 널리 쓰이고 있는 점, 상환전환우선주의 발행을 금지할 만한 경제상의 부작용이 특별히 존재하지 않는 점,²⁶⁾ 상법 제345조 제5항에 의해 상환권부전환주식은 금지되나 전환권부상환주식은 금지되지 않는다고 해석하는 것에는 어떠한 일관성이나 합목적성도 찾을 수 없다는 점 등을 고려하면 개정상법 하에서도 상환전환우선주의 구조를 상환권부전환주식으로 보든 전환권부상환주식으로 보든 상관없이 상환전환우선주의 발행은 가능한 것으로 해석하는 것이 타당하다. 따라서 입법론적으로는 상법 제345조 제5항의 괄호안의 문구는 삭제하여야 할 것이다.²⁷⁾

Ⅲ. 종류주식으로서의 상환전환우선주와 지배구조 관련 법적 쟁점

1. 종류주식의 개념

상법 제344조 제1항²⁸⁾에서 규정하는 종류주식이 주식의 종류 또는 분류의 하나를 의미하는 것으로 사용된 것인지, 아니면 보통주와 내용이 다른 주식만을 지칭하고 이러한 주식의 발행근거로 규정된 것인지 불분명하다. 상법 제344조 제1항은 내용이 '무엇'과 비교하여 다른 것인지, 즉 다름의 기준 또는 표준을 제시하지 않았기 때문에 조문의 표현만으로는 종류주식이 보통주식과 내용이 다른 주식을 의미하는 것이라고 해석하기 어렵다. 따라서 문리해석으로는 회사가 권리의 내용이 다른 주식을 발행하면 권리의 내용이 같은 주식들끼리 하나의 종류를 이루게 되는 것이고 같은 종류를 이루는 주식을 각각 종류주식이라 하는 것으로 해석할 수 있다. 이렇게 해석하면 가장 일반적인 주식인 보통주도 하나의 종류주식을 이루게 된다.²⁹⁾ 즉 종류주식은 당연히 2 종류 이상의 주식을 전제로 하는 것이고, 이 경우 어떠한 권리에 관한 표준이 되는 주식이 존재하게 되는데, 그것이 보통주식이 되는 것이다.³⁰⁾

25) 김희준, 전제논문, 20~21면에서 재인용.

26) 정수용/김광복, 전제논문, 107면.

27) 권기범, 전제서, 500면.

28) 제344조(종류주식) ① 회사는 이익의 배당, 잔여재산의 분배, 주주총회에서의 의결권의 행사, 상환 및 전환 등에 관하여 내용이 다른 종류의 주식(이하 "종류주식"이라 한다)을 발행할 수 있다.

29) 정동윤, 전제논문, 42면.

그런데 종류주식에 보통주가 포함되지 않는다는 불포합설에 의하면³¹⁾ 보통주는 다른 종류주식의 기준이 되는 주식을 정하기 위하여 사용되는 개념이지 보통주 자체를 종류주식으로 볼 수 없다고 한다. 보통주를 종류주식에 포함시키면 사실상 모든 주식이 종류주식에 포함되므로 종류주식의 개념을 별도로 규정하는 체계와도 맞지 않는다고 한다. 다만, 상법 제346조 제1항과 제2항에 규정된 주식의 전환에 관한 종류주식³²⁾에는 예외적으로 보통주가 포함된다고 해석하여, “다른 종류주식”이라는 문구는 “다른 종류의 주식”으로 읽을 필요가 있다고 한다.³³⁾ 불포합설의 입장에서도 보통주식이 상법 제344조 내지 제346조에서 규정하는 좁은 의미에서의 종류주식은 아니지만 주주권 보호차원에서 넓게 보면 “어느 한 종류의 주식, 즉 하나의 종류주식”에 해당하고 또 그렇게 다루어야 할 경우가 있는 것으로 본다.³⁴⁾

이처럼 종류주식이 보통주를 포함하는 개념인지가 명확하지 않기 때문에 아래에서 살펴보는 바와 같이 보통주식에 대해 상환권을 부여할 수 있는지, 상환대가로 보통주를 지급할 수 있는지 등에 대해 견해가 대립한다. 보통주에 대한 법적 정의가 없는 상황에서 종류주식의 개념을 명확히 규정하기란 쉽지 않고 나아가 다양한 내용의 종류주식을 하나의 개념으로 정의하는 것이 바람직하지 않을 수도 있다. 그러나 보통주에 상환권을 부여할 수 있는지, 상환대가로 보통주를 지급할 수 있는지 등의 쟁점은 기업의 경영권에 영향을 줄 수 있는 것이므로 해석에 맡겨 두기 보다는 입법적으로 해결하는 것이 바람직할 것이다.³⁵⁾

30) 박철영, “종류주식의 활용과 법적 과제-의결권제한주식을 중심으로-”, 『기업법연구』 제25권 제4호(한국기업법학회, 2011), 36면.

31) 이하 불포합설과 포합설에 대한 내용은 김순석, “종류주식”, 『주식회사법대계 1』(법문사, 2013), 506~508면의 내용을 재인용하였음.

32) 제346조(주식의 전환에 관한 종류주식) ① 회사가 종류주식을 발행하는 경우에는 정관으로 정하는 바에 따라 주주는 인수한 주식을 다른 종류주식으로 전환할 것을 청구할 수 있다. 이 경우 전환의 조건, 전환의 청구기간, 전환으로 인하여 발행할 주식의 수와 내용을 정하여야 한다.

② 회사가 종류주식을 발행하는 경우에는 정관에 일정한 사유가 발생할 때 회사가 주주의 인수 주식을 다른 종류주식으로 전환할 수 있음을 정할 수 있다. 이 경우 회사는 전환의 사유, 전환의 조건, 전환의 기간, 전환으로 인하여 발행할 주식의 수와 내용을 정하여야 한다.

33) 송옥렬, 전거서, 775면.

34) 권기범, 전거서, 486면.

35) 일본 회사법은 제108조 제1항 각호에 규정된 사항에 관한 내용이 다른 20이상의 종류의 주식을 발행하는 경우(종류주식발행회사)와 그러하지 아니한 경우를 구분하여 규율하고 있다. 그런데, 양도제한, 취득청구권, 취득조항에 있어서는 종류주식을 발행하지 아니하는, 즉 정관에 둘 이상의 종류주식을 규정하지 아니한 회사에서도 내용을 달리하여 정할 수 있다고 규정한다(일본회사법 제107조 제1항). 취득청구권, 취득조항은 우리 상법상 상환청구권, 회사강제상환에 각 해당하는 것이라 할 수 있는데 이른바 보통주식만 발행하는 경우에도 취득청구 또는 취득조항 부에 의해 취득(상환)할 수 있는 것으로 규정하여 입법적으로 해결하고 있음은 참고할 만하다.

2. 보통주를 상환주식으로 발행할 수 있는가

상환주식은 종류주식에 한정하여 발행할 수 있다고 규정하는 상법 제345조 제5항에 의해 보통주를 상환주식으로 발행하는 것은 불가능하다고 본다.³⁶⁾ 보통주의 상환은 자본금을 환급하는 결과가 되기 때문에 금지되는 것으로 보나 배당가능한 이익의 한도 내에서 상환을 한다면 자본금 환급의 문제는 발생하지 않는다. 보통주의 상환을 금지하는 것과 유사한 취지로 상법은 자기주식의 취득에 대해서도 엄격한 규제를 하였으나 개정상법은 배당가능이익의 한도 내에서는 일정한 방법에 따라 자기주식을 취득하는 것을 허용하였다. 보통주에 대한 자기주식취득이 가능한 상황에서 보통주에 대한 상환주식을 허용하지 않는 것은 규제의 일관성이 결여된 것으로 보인다.

한편, 보통주에 대해 상환조건을 붙이는 것을 허용할 경우 정관에서 정한 일정한 조건이 충족되면 회사가 보통주를 상환하여 소각시킬 수 있는데, 이 경우 보통주는 초기 형태의 포이즌 필(poison pill)과 유사한 기능을 하게 되어 경영권 방어 수단으로 악용될 가능성이 있다고 본다.³⁷⁾ 보통주를 상환주식으로 발행하지 않는다는 점은 포이즌 필에 대한 국회의 논의과정이나, 법무부가 2010년 별개의 입법을 통하여 포이즌 필을 도입하려고 추진하였으나 무산된 점³⁸⁾에 비추어 명백하다고 본다.³⁹⁾

보통주를 상환주식으로 하는 것이 모두 금지되는 것이 아니라 회사가 상환권을 가지는 경우로 한정하여야 한다는 견해도 있다.⁴⁰⁾ 경영권 방어수단으로 남용 가능성이 있는 상환주식은 회사가 상환권을 가지는 회사상환주식(강제상환주식)에 한정되고 주주에게 상환권이 있는 주주상환주식(의무상환주식)은 경영권방어와 관계가 없으므로 의무상환보통주식의 발행까지 금지하는 것은 적절하지 않다고 본다.⁴¹⁾

이에 반해 적대적 M&A에 대한 방어수단을 허용하여서는 왜 안 되는지, 또 어떠한 요건 하에서 이를 허용할 것인지에 대한 논의 없이 이를 무조건 배척하는 것은 위험하다고 보아 경영권 방어 수단으로서의 남용 가능성이 보통주를 상환주식으로 발행하는 것을 금지하는 근거가 될 수는 없다고 비판하는 견해도 있다.⁴²⁾

36) 이철승, 「회사법강의」 제22판(박영사, 2014), 288면; 김순석, “주식제도의 개선-종류주식을 중심으로-”, 「상사법연구」 제28권 제3호(한국상사법학회, 2009), 152면.

37) 김순석, 상계논문, 152면.

38) 2010년 3월 정부는 신주인수선택권, 소위 포이즌 필의 도입을 내용으로 하는 상법일부개정법률안을 국회에 제출하였다.

39) 김순석, 전게서(각주 31), 511면.

40) 권오성, “상환주식에 관한 연구”, 「법학논총」 제19집 제2호(법학연구원, 2012. 8), 525면.

41) 권오성, 상계논문, 525면.

42) 정동윤, 전계논문, 51~53면; 송중준, “상장회사의 자본질서의 변화와 법적 과제-개정 상법과 자본시장법 개정안상 몇 가지 쟁점을 중심으로-”, 「상사법연구」 제31권 제2호(한국상사법학회, 2012), 154면; 최준선, 「2011 개정상법

생각건대, 경영권 방어수단으로의 남용 가능성은 보통주를 상환주식으로 발행하는 경우에 한정되지 않고 다른 종류주식을 발행하는 경우에도 존재한다. 세계 주요국에서도 적대적 매수에 대한 방어책은 여러 가지 방법을 활용하고 있지만, 종류주식을 활용한 방어방법이 주류를 이루고 있다.⁴³⁾ 개정상법 하에서도 경영권 방어기능은 가장 많이 활용될 것으로 전망되는 종류주식의 기능이라는 점을 감안하면 경영권 방어수단으로서의 남용 가능성을 이유로 보통주식을 상환주식으로도 발행할 수 없다고 해석하는 것은 재고할 여지가 있다.

3. 상환의 대가로 보통주 또는 다른 종류주식을 지급할 수 있나

회사가 상환주식을 발행한 경우 상환주식의 취득의 대가로 현금 외에 유가증권(다른 종류주식은 제외한다)이나 그 밖의 자산을 교부할 수 있도록 함으로써(상법 제345조 4항) 현물상환을 허용하고 있다. 현물상환이란 미리 정관에서 정해진 바에 따라 상환가액에 상응하는 다른 재산을 교부하는 것을 말한다.⁴⁴⁾ 현물상환에서 발행회사의 다른 종류주식을 허용하지 않는 것은 이를 허용하면 전환주식과 구별되지 않기 때문이라고 설명된다.⁴⁵⁾ 상환대가로서 다른 종류주식을 제외한 것은 발행회사의 사채, 모회사 또는 자회사, 계열회사의 주식이나 사채의 지급을 예정한 것이고, 상환주와 전환주의 고유한 특성을 존중하여 상호 구분하고자 하는데 그 본래 입법취지가 있다고 한다.⁴⁶⁾

이와 관련하여 상환대가로 보통주를 지급할 수 있느냐가 문제된다. 이 문제는 첫째 위 II. 1.에서 살펴 본 바와 같이 보통주가 종류주식에 포함되는지, 둘째 상환주식과 전환주식을 구별하고자 하는 상법 제345조 제4항의 입법취지와와의 관계, 나아가 그 입법취지의 타당성 등의 관점에서 검토할 필요가 있다.

먼저, 보통주도 종류주식에 포함되고 다른 주식을 상환대가로 지급하는 것은 상환주식과 전환주식을 구분하는 취지에 반하는 것으로 보는 입장은 상환의 대가로서 보통주의 지급은 물론, 자기주식의 교부도 허용되지 않는 것이고 그밖에 다른 종류의 주식을 지급하는 것도 금지된다고 해석한다.⁴⁷⁾ 한편, 보통주식이 종류주식에서 제외된다고 보는 견

회사편 해설」(한국상장회사협의회, 2011), 81면도 같은 취지임.

43) 양만식, 전계논문, 50~51면.

44) 정관에 정함이 없이 주주와 협의를 통하여 현물을 교부하는 것은 대물변제이지 상법상 현물상환은 아니다. 김순석, 전게서(각주 31), 545면.

45) 김순석, 전게서(각주 31), 545면.

46) 송중준, 전계논문(각주 24), 156면; 권중호, “적대적 M&A와 회사법개정”, 「기업법연구」 제20권 제3호(한국기업법학회, 2006), 72면.

47) 송중준, 전계논문(각주 24), 156면.

해를 취하는 경우 발행회사의 ‘다른 종류주식’에 보통주식은 포함되지 않으므로 보통주식으로 현물상환하는 것이 허용된다고 본다.⁴⁸⁾ 상환대가로 보통주를 교부할 수 있다고 보는 견해는 회사가 보유하는 자기주식을 교부하는 것도 문제가 없다고 해석한다.⁴⁹⁾ 그러나 만일 신주발행방식으로 보통주식을 상환대가로 교부한다면 이는 전환주식이므로 당초 전환주식의 발행절차를 밟아야 한다고 본다.⁵⁰⁾ 상법 제346조 제1항이 “...전환으로 인하여 발행할 주식의 수와 내용을 정하여야 한다”고 규정하고 있기 때문에 전환의 대가를 지급하기 위해서는 신주를 발행하여야 하고 자기주식은 이용할 수 없는 것으로 보기 때문이다.

상법 제345조 제4항이 종류주식은 물론 보통주식까지 포함하여 당해 회사가 발행한 주식 모두가 현물상환대가에서 제외된다는 취지로 해석하는 것이 입법자의 의도인지는 불분명하다.⁵¹⁾ 상법 제345조 제4항의 입법취지는 상환주식을 발행하고 그 대가를 다른 종류의 주식으로 하면 상환주식의 상환을 통하여 주식의 전환이 이루어지는 결과, 즉 전환주식을 발행한 것과 같아지기 때문에 이를 제한하고자 한 것이라고 본다.⁵²⁾ 그런데 상환주식을 전환주식과 구별하기 위해 어떠한 주식으로도 상환대가를 지급할 수 없다고 해석한다면 상환주식을 상환하기 위해서는 반드시 현금이나 사채 등 주식 외의 다른 자산을 지급해야 한다. 회사가 보유하는 자기주식은 그것이 보통주식이든 다른 종류주식이든 상환의 대가로도 전환의 대가로도 사용되지 못하는 결과를 가져온다.⁵³⁾

이러한 상환대가의 비탄력성은 상환주식을 통한 자금조달을 어렵게 하고 발행비용을 증가시킬 수 있는데 이는 기업의 자금조달의 편의를 위해 도입된 종류주식의 취지에 반하는 결과를 가져온다. 자산으로서의 가치가 있는 보통주 등의 주식을 상환대가에서 제외하면 현물상환을 도입한 취지를 제대로 살리기 어려울 것으로 보인다.

보통주를 상환대가로 지급하는 것을 허용하면 경영권 방어수단으로 남용될 가능성이 있다는 우려가 있을 수 있다. 그런데 이러한 우려가 보통주를 지급하는 경우에 한정되는 것일까? 만일 전환사채나 신주인수권부사채를 상환대가로 지급하는 경우는 어떠한가? 전환사채나 신주인수권부사채는 보통주로 전환되거나 신주를 인수받을 권리가 부가되어 있어 잠재적 보통주임에도 불구하고 법적으로는 사채이기 때문에 상환대가의 제한에 관

48) 이철승, 전게서, 292면.

49) 이철승, 전게서, 292면; 권종호, 전게논문, 69~70면.

50) 이철승, 전게서, 292면.

51) 권기범, 전게서, 502면.

52) 권종호, 전게논문, 72면.

53) 안수현, “Hybrid Equity Finance법제의 평가와 과제-종류주식 개정 관련 이유”, 『경영법률』 제22집 제4호(한국경영법률학회, 2012), 16면.

한 상법 제345조 제4항의 적용을 받지 않는다. 발행회사의 보통주 또는 종류주식을 기초 자산으로 하는 콜옵션 등이 부가된 파생금융상품을 대가로 지급하는 것은 또 어떠한가? 주식과 사채의 구분이 어려운 하이브리드 증권 또는 혼합증권이 증가하고 있는 상황에서 보통주 또는 종류주식을 상환대가로 지급하는 것을 금지하더라도 이러한 규제가 실효를 거둘 수 있을지 의문이다.

상환주식은 배당가능이익의 범위 내에서 회사가 그 주식을 상환, 즉 취득할 것이 예정되어 있는 주식인바, 상환대가를 주식으로 교부하는 것이 상환주식의 본질에 반하는 것은 아니다.⁵⁴⁾ 결과적으로 상환주식과 전환주식이 동일해 지는 것과 같은 외관을 막기 위해 상환대가를 제한하는 것은 상환주식과 전환주식을 활용하는데 걸림돌이 될 수 있다. 실무에서 상환권과 전환권이 결합된 형태인 상환전환우선주가 많이 발행되고 있고 새로운 복합금융상품이 증가하는 추세이기 때문에 상환대가를 제한하는 것은 무의미한 규제가 될 가능성이 크다.

일본 회사법은 종래의 상환주식과 전환주식의 구분을 없애고 상환권자가 누구냐에 따라 취득청구권부주식(주주가 청구권자인 경우)과 취득조항부주식(회사가 상환권자인 경우)으로 구분하고 있을 뿐이다.⁵⁵⁾ 일본의 경우 2 이상의 종류의 주식을 발행회사가 취득조항부주식을 발행하는 경우에는 당해 주식회사가 발행한 다른 종류의 주식을 그 취득의 대가로서 교부하는 것이 가능한데, 자기주식을 교부하거나 새로이 주식을 발행하여 교부할 수 있고 이러한 경우에는 다른 주식의 종류 및 각 종류의 수 또는 그 산정방법을 사전에 정해 놓아야 한다(일본 회사법 제108조 제2항 제6호).⁵⁶⁾ 취득청구가 있는 경우에 주식회사가 대가로서 다른 종류의 주식을 교부하는 경우에는 자기주식을 교부하는 경우나 새로이 주식을 발행하여 교부하는 경우 모두 가능하고, 둘 중 어느 형태의 주식을 교부할 것인지에 대해 정관에 정해 둘 필요는 없다. 새로운 주식을 발행하는 경우에는 모집주식의 모집 등의 절차를 거칠 필요 없이 취득청구만으로 당해 다른 종류의 주식이 발행된다(일본 회사법 제167조 제2항 제4호).⁵⁷⁾ 취득의 대가로 다른 종류의 주식이 교부되는 형태의 취득청구권부주식은 구 상법에서의 전환예약권부 주식을 계승한 것이라고 할 수 있으나, 전환예약권부주식은 그 주식이 동일한 것인 채로 그 내용만 변하는 것이었던데 반해, 취득청구권부 주식은 대가로 교부되는 주식이 별개의 주식이다. 따라서 회사가 취득

54) 권오성, 전개논문, 539면.

55) 우리나라도 상환과 전환의 구분을 없애고 일본과 같은 분류방식을 도입하는 것이 법무부 상법개정위원회에서 논의되었으나, 일단 기존의 구분을 유지하지는 견해가 많았다고 한다. 송옥렬, "2011년 개정 회사법의 해석상 주요 쟁점-기업재무 분야를 중심으로-", 「저스티스」 통권 제127호(한국법학원, 2011. 12), 58면.

56) 江頭憲治郎, 「株式会社法」 第5版(有斐閣, 2014), 154頁.

57) 江頭憲治郎, 「会社法大系 II」(青林書院, 2008), 79頁.

하는 주식은 회사에 있어서는 자기주식으로서 존속하고, 대가로 교부되는 주식이 새로 발행되는 경우에는 발행 총 주식수가 증가하는 등의 결과를 가져온다는 점 등의 차이가 있다.⁵⁸⁾

상환주식과 전환주식의 구별을 없앤 일본 회사법은 상환대가의 제한을 통한 상환주식과 전환주식의 구별에는 한계가 있음을 입법으로 반영한 것인데, 이 점은 우리 법에도 시사하는 바가 크다 할 것이다.

4. 전환권, 전환사유와 전환비율

개정상법 이전에는 전환주식의 전환권은 주주에게만 인정되었기 때문에 회사로서는 전환주식을 발행할 유인이 크지 않았다. 그런데 개정상법은 특별한 경우 회사의 전환권을 인정함에 따라 회사가 전환주식을 경영권 방어수단으로 활용할 가능성이 생겼다.⁵⁹⁾ 예를 들어 무의결권 배당우선 전환주식을 회사가 임의로 보통주식으로 강제 전환할 경우 기존 보통주주의 의결권이 희석될 수 있다.⁶⁰⁾ 나아가 즉각적인 적대적 M&A의 위협이 없음에도 불구하고 회사가 전환주식을 이용하여 외부주주의 정당한 경영 참여를 막을 우려도 있다.⁶¹⁾

전환주식이 경영권 방어수단으로 악용되는 것을 방지하기 위해 상법 제346조 2항은 정관에 회사의 강제 전환사유를 명시하도록 규정하고 있지만, 실제 도입된 정관조항 대부분은 경영권이 위협 받는 상황을 일체 방지할 수 있는 포괄적 전환사유를 포함하고 있다고 한다.⁶²⁾ 구체적으로는 주거나 유통주식 비율 등 구체적이고 객관적인 사유 외에도 특정인이 아주 적은 지분이라도 취득하는 경우, 적대적 M&A가 우려되는 경우, 회사의 경영상 필요가 있는 경우 등을 전환사유로 규정하여 경영권 위협 상황의 범위를 지나치게 확대하여 규정하고 있다.⁶³⁾ 일부 대기업집단계열회사들은 전환사유를 정관에 명시하지 않고, 대신 “회사가 전환을 할 수 있는 사유, 전환조건, 전환으로 인하여 발행할 주식의 수와 내용은 주식 발행 시 이사회에 결의로 정한다”라고 규정하고 있다.⁶⁴⁾ 이처럼 전환사유를 모호하고 추상적으로 정하거나 더욱이 정관에 정하지 않고 이사회에 포괄적으로 위임하는 것은 전환사유를 반드시 정관에 명시하도록 한 상법 규정을 위반하는 것으

58) 江頭憲治郎, 上掲書, 79頁.

59) 이수정, 전계논문, 7면.

60) 이수정, 전계논문, 7면.

61) 이수정, 전계논문, 7면.

62) 이수정, 전계논문, 15면.

63) 이수정, 전계논문, 15면.

64) 성희환, “종류주식에 대한 법적 고찰”, 『KRX Market』 제113호(한국거래소, 2014. 7), 12면.

로 볼 소지가 있다.⁶⁵⁾

아래 상환전환우선주의 구체적 발행사례에서 보는 바와 같이 투자자를 유인하기 위해서는 상환전환우선주의 전환권은 주주가 가지는 것으로 설계하는 것이 일반적일 것이다. 따라서 전환사유를 포괄적으로 규정하여 발생하는 강제전환주식의 문제점은 상환전환우선주에는 적용될 가능성이 낮다.

그런데 전환주식은 전환권을 회사가 가지든 주주가 가지든 어느 경우라도 전환비율을 어떻게 정하느냐에 따라 주주들의 지배권 또는 주식가치가 이전할 수 있다. 특히 우선주를 보통주로 전환할 수 있는 전환주식의 경우 전환비율에 따라 기존주주의 지분율 희석 가능성과 이를 이용한 경영권 방어수단으로서의 남용 가능성이라는 문제가 제기된다. 회사가 경영진 또는 대주주에 우호적인 제3자에게 상환전환우선주를 발행한 후 경영권이 위협받는 상황이 발생하면 그 제3자가 전환권을 행사하는 경영진 또는 대주주에 대한 우호지분을 증가시키는 결과를 가져올 수 있다.

아래 한화건설의 상환전환우선주 발행 사례를 보면 주주가 전환권을 행사하면 우선주 1주당 보통주 5주가 발행되어 기존 주주의 지분율이 상당한 정도로 희석될 우려가 있다. 이와 같이 기존 주주의 지분율을 희석할 수 있는 종류주식의 발행에 있어서는 정관에 발행의 구체적 기준을 규정하여야 할 것이다. 따라서 전환되는 주식수의 결정방법 등을 정관에 구체적으로 기재하여 이러한 기준에 따라 주식을 발행할 수 있도록 이사회에 위임하여야지 명확한 기준 없이 이사회가 모든 사항을 결정할 것을 위임하는 백지식 위임을 하여서는 아니 될 것이다.

IV. 상환전환우선주의 구체적 발행사례를 통하여 본 지배구조 관련 추가 쟁점

1. 발행사례

가. 해태제과식품의 상환전환우선주 발행⁶⁶⁾

해태제과식품은 2010. 3. 의결권부상환전환우선주 393만주를 KT-LIG에이스사모투

65) 성희활, 상계논문, 12면.

66) 해태제과식품의 2015년 4월 13일자 증권발행실적보고서, 2012. 9. 28.자 해태제과식품 [정정]증권신고서(채무증권)에비투자설명서와 한국경제, “해태제과, 기업공개 미룬다…올해 실적 개선 기대로”, 2015. 3. 9. (<http://www.hankyung.com/news/app/newsview.php?aid=2015030979301>)을 참고하였음.

자전문회사에 주당 1만700원에 배정했다. 전환청구기간은 주금납입일로부터 1개월이 경과한 다음 날로부터 상환이 완료되는 시점까지이며 전환가액은 발행가격으로 하되 유상증자, 감자 및 분할, 병합 등의 경우 조정될 수 있다. 우선주 1주당 보통주 1주로 전환된다. 상환청구기간은 변경계약체결일(2013. 2. 28.)로부터 2년이 경과하는 날로부터 우선주 존속기간까지이며 상환가액은 발행금액을 기준으로 경과일수에 대하여 이자와 배당금을 가감한 금액(이자율 10%)으로 현금상환으로 한다.

2012. 9. 28.자 해태제과식품 [정정]증권신고서(채무증권)에비투자설명서에 의하면 발행회사는 한국채택국제회계기준(K-IFRS)에 따라 상환전환우선주(393만주)를 전환사채로 분류하여 자본금항목에서 차감하고 부채로 계상하고 있다. 그러나 반기보고서상의 총발행주식 수 및 자본금은 상환전환우선주 393만주를 포함하여 작성하였으므로 참고할 것을 요하였다.

해태제과의 상환전환우선주는 의결권부상환전환우선주의 형태로 주주가 전환권과 상환권을 모두 가지는 구조이다. 일반적으로 비상장회사인 경우에는 의결권부상환전환우선주로, 상장회사인 경우에는 무의결권부상환전환우선주가 많이 이용되는 것으로 보인다. 특이한 점은 KT-LIG에이스사모투자전문회사 보유한 상환전환우선주 2,354,660주에 대해 2015. 3. 17.자로 보통주 전환등기가 이루어졌는데 발행회사는 2015. 4. 10. 자사주 매입방식을 통해 이 보통주에 대해 상환의무를 이행할 계획이라 하였다. 보통주에 대해서는 상환주식을 발행할 수 없다는 것이 다수설의 입장이나, 본건은 상환전환우선주가 보통주식으로 전환된 이후 이 보통주식을 자사주 매입이라는 방식을 통해 사실상 상환하는 구조로 설계되었다.

나. 롯데건설의 상환전환우선주 발행⁶⁷⁾

롯데건설은 2011. 11. 25. 이사회에서 기명식 상환전환우선주 2,703,769주를 신주발행가액 55,478원으로 발행하여 유상증자하기로 결의하였다. 이 상환전환우선주는 발행일 2년째 되는 날로부터 발행일 이후 10년째 되는 날까지의 기간에 이사회결의에 의한 회사의 선택에 따라 일시상환될 예정으로 발행되었다. 주주는 발행일로부터 3년이 경과한 시점 이후 보통주로의 전환을 청구할 권리를 가진다. 이 상환전환우선주의 존속기간은 발행일로부터 10년으로 하며, 존속기간의 만료와 동시에 보통주로 전환된다. 다만, 위 존속기간이 경과하였음에도 불구하고 상환전환우선주식에 대한 미지급배당금이 있을 경우에는 그 배당금을 모두 지급할 때까지 존속기간이 연장된다. 신주의 의결권은 없다. 배당을 하지 아니한 경우에는 그 결의가 있는 주주총회의 다음 회기(포함)부터 지급결의

67) 롯데건설의 2011. 11. 25. 주요사항보고서와 2015. 4. 15.의 증권신고서(채무증권)를 참고하였음.

가 있는 정기주주총회의 종료시까지 1주당 1의결권을 행사할 권리를 가진다.

상환전환우선주식 발행 이후 상환 혹은 전환(존속기간 만료로 인한 전환을 포함) 이전에 회사가 주주전부에 대하여 유상증자로 보통주를 발행하는 경우에는 본건 주주는 보통주식의 배정을 받을 신주인수권을 가지며, 무상증자를 하는 경우에는 본건 주주는 상환전환우선주식과 같은 종류의 주식을 배정받을 신주인수권을 가진다.

요약하면, 롯데건설의 상환전환우선주는 주주에게 전환권을, 회사에 상환권을 부여하고 있는 구조이다. 주주는 발행일로부터 3년이 경과한 시점부터 보통주로의 전환을 청구할 수 있다. 주주가 전환권을 행사하지 않은 경우 회사는 상환기간 내(발행일로부터 2년째 되는 날부터 발행일로부터 10년째 되는 날)에 상환권을 행사할 수 있다. 이 상환전환우선주는 발행일로부터 10년을 존속기간으로 하는 것으로 이 기간이 경과하면 상환전환우선주는 자동적으로 보통주로 전환된다. 다만 미지급배당금이 있을 경우에는 배당이 있을 때까지 존속기간이 연장되며 상환전환우선주의 의결권이 부활된다.

다. 두산건설의 상환전환우선주 발행⁶⁸⁾

두산건설은 2014년에 만기가 돌아오는 4500억원의 회사채에 대한 상환재원을 확보하기 위하여 상환전환우선주를 발행하기로 하고 보통주의 10대 1 감자를 통해 배당재원 7000억원 확보하여 상환전환우선주를 발행한 것으로 알려졌다.⁶⁹⁾ 아래에서 보는 바와 같이 두산건설의 상환전환우선주는 회사가 상환권을, 주주가 전환권을 가지는 구조로 설계되었다.

두산건설은 2013. 12. 16. 이사회에서 상환전환우선주 22, 727,272주를 발행가액 17,600원, 배당을 발행가액 기준 연 6.5%(누적적, 비참가적 조건)으로 제3자 배정방식으로 발행하기로 하였다. 상환전환우선주는 의결권은 없으며 우선주에 대해 배당을 하지 않는다는 결의가 있는 경우 그 결의가 있는 총회의 다음 총회부터 그 우선적 배당을 한다는 결의가 있는 총회의 종료 시까지 1주당 1의결권이 있다.

발행회사는 배당가능이익이 존재함을 전제로 2016. 12. 16.에 우선주의 일부 혹은 전부를 상환할 수 있고, 이 경우 발행회사는 2016. 5. 16. 및 직전 2영업일 동안 상환의 의사 및 수량을 서면으로 우선주 주주에게 통지하여야 한다. 발행회사는 배당가능이익이 존재함을 전제로 2015. 12. 16.에 우선주의 일부를 상환할 수 있다(우선주 인수대금 총액의 30%에 상응하는 우선주를 한도).

68) 두산건설의 2013. 12. 16. 주요사항보고서/거래소 신고의무 사항 정정신고 (최초 제출일 2013. 12. 6.)를 참고하였음

69) 인베스트 조선, “두산건설, 최대 4000억 규모 전환상환우선주 발행”, 2013. 11. 25.
http://invest.chosun.com/site/data/html_dir/2013/11/25/2013112503296.html

전환기간은 2017. 3. 16.부터 2018. 3. 15.까지이며 우선주 주주는 2015. 12. 16. 및 직전 2영업일 동안 발행회사에 대해 조기전환을 청구할 수 있다. 우선주 1주를 보통주 1주로 전환한다. 우선주 발행 이후로서 전환 전에 합병, 무상증자, 주식분할, 주식병합 시 그에 따라 조정한다. 한편, 두산중공업(주)와 상환전환우선주 투자자는 상환전환우선주를 대상으로 한 정산 및 두산중공업의 call option 행사에 관한 주주간계약을 체결하였다.

라. 한화건설의 상환전환우선주 발행⁷⁰⁾

한화건설은 2014. 6. 24. 이사회에서 기명식 상환전환우선주 1,913,800주를 발행가액 209,000원으로 하여 제3자 배정방식으로 발행하기로 결의하였다. 본건 상환전환우선주는 의결권은 없으며, 아래에서 보는 바와 같이 회사가 상환권을, 주주가 전환권을 가지는 구조로 설계되었다.

배당가능이익이 존재함을 전제로 2017. 6. 26.(상환일)에 전환되지 않고 남아있는 우선주의 일부 혹은 전부를 아래 상환가액으로 상환할 수 있으며 이 경우 회사는 2017. 3. 23.(상환통지일)에 상환의 의사 및 수량을 서면으로 우선주 주주에게 통지하여야 한다. 전환권은 우선주 주주가 가지며 주주는 2016. 6. 27.(조기전환일)에 회사에 대해 전환을 청구할 수 있다. 이 경우 발행금액의 30%까지 전환가능하다. 2017. 6. 26.(전환일)에 전환할 수 있으며 2017년부터 2024년까지 매년 6월 전환권행사 가능하다. 전환비율은 우선주 1주당 보통주 5주이며, 우선주 발행 이후로서 전환 전에 합병, 무상증자, 주식분할, 주식병합 시 그에 따라 조정한다.

발행회사의 최대주주인 (주)한화는 본 유상증자로 발행되는 상환전환우선주를 대상으로 상환전환우선주 투자자와 주주간계약을 체결하였다. 이 계약은 대주주와 투자자는 상환전환우선주를 대상으로 한 정산 및 대주주의 call option(매수청구권)행사 및 담보 제공에 관한 계약이다.

2. 지배구조 관련 추가 쟁점

가. 발행조건과 주주평등의 원칙

종류주식은 보통주식에 대한 상대적 개념으로서 보통주식이 권리내용에 관해 동일한 비례적 단위를 취하는 것에 대한 예외로서 법률에 의한 권리내용이 다른 주식을 말하는 것으로 의미되어 왔다.⁷¹⁾ 따라서 종류주식의 내용설계와 관련하여 주주평등의 원칙상 일

70) 한화건설의 2014. 6. 25. 주요사항보고서/거래소 신고의무 사항을 참고하였음.

71) 권종호, "방어수단으로서의 종류주식", 「상사법연구」 제27권 제2호(한국상사법학회, 2008), 51면.

정한 제한이 필요하므로⁷²⁾ 종류주식 상호 간 및 보통주와 종류주식 간에는 주주평등의 원칙이 인정되지 않는다. 그러나 같은 종류의 주식 간에는 주주평등의 원칙이 적용됨은 물론이다.⁷³⁾ 주주평등의 원칙에 위반된 정관규정 등은 회사의 선의나 악의에 관계없이 무효라 할 것이나 다만 불평등한 취급을 받아 손해를 입게 된 주주가 동의하면 예외적으로 그 효력이 인정된다고 본다.⁷⁴⁾

종류주식이 발행된 경우 이익의 배당, 잔여재산의 분배, 의결권, 주식의 상환과 전환 등에 있어서 특정 종류주주가 손해를 입을 수도 있고, 특정 종류주식의 신주를 발행하거나 상환 또는 전환 등이 있는 경우에는 종류주식 간에 지분율이 변경되어 종류주식의 권리가 감소할 수도 있다. 이와 같은 종류주주 간 이익충돌은 단지 어느 종류주주의 불이익으로 그치는 것이 아니라 회사 경영의 교착상태를 가져와 회사와 주주 전체에게 불이익이 될 수 있다. 상법은 종류주주 간 이해관계의 조정을 정관의 규정 또는 종류주주총회에 의하도록 규정하고 있다.⁷⁵⁾ 그러나 구체적 조정방법이나 세부사항에 관해서는 상법은 아무런 규정을 두고 있지 않고 관련 판례도 축적되지 않은 상황이기 때문에 해결이 쉽지 않을 것으로 보인다.

상환전환우선주의 경우 상환대가의 산정방법과 상환대가의 종류, 전환사유, 보통주 또는 의결권 있는 다른 종류주식으로의 전환비율을 어떻게 정하느냐에 따라 상환전환우선주의 주주의 지위가 크게 달라질 수 있고 기존 주주 또는 다른 종류주주들 간의 관계에서 주주평등의 원칙 위반이 문제될 소지가 있다.

한화건설의 상환전환우선주는 제3자배정 형식으로 발행하는데 주주가 전환권을 행사하면 우선주 1주당 보통주 5주가 발행되어 기존 주주의 지분율을 상당한 정도로 희석시킬 우려가 있다. 이와 같이 기존 주주의 지분율을 희석할 수 있는 종류주식의 발행에 있어서는 정관에 발행의 구체적 기준을 규정하여야 할 것이다. 또한, 두산건설과 한화건설의 상환전환우선주 발행사례의 경우 제3자 배정 후 대주주가 call option 행사하여 상환전환우선주를 매수하면 결과적으로 상환전환우선주를 대주주에게 발행한 것이 되므로 다른 주주와의 형평성 문제가 제기될 수 있다. 주주간계약이 특정 주주의 이익을 일방적으로 보호하는 내용으로 이루어져 다른 주주의 이익을 침해하는 등 상법 또는 정관 규정이나 회사법 기본 법리에 반할 소지가 있는 경우 그 효력을 인정할 수 있는지가 문제될

72) 종류주식의 내용설정은 타당하여야 하며 주주의 이익을 부당하게 침해하는 차별적 내용의 설정은 무효라고 보아야 하는 견해(이선화, “의결권 조정형 종류주식의 도입에 따른 법적 과제,” 기업법연구 제25권 제1호(한국기업법학회, 2011), 323면, 정수용/김광복, 전제논문, 112면에서 재인용)도 같은 입장이라 할 것이다.

73) 정찬형, 「상법강의(상)」 제17판(박영사, 2014), 674면.

74) 김지환, “종류주주간의 이해조정에 관한 연구”, 「상사판례연구」 제22집 제2권(한국상사판례학회, 2009. 6), 97면.

75) 정승화, “혼합증권에 관한 법적 연구”, 고려대학교 박사학위논문(2011. 12), 251면.

수 있다.

주주평등의 원칙이 없는 미국의 경우 두 종류 이상의 종류주식이 발행되고 종류주주 간의 이익충돌이 발생하거나 발생할 염려가 있는 사항에 관하여 이사 또는 지배주주의 신인의무 또는 충실의무의 문제로 해결하고 있다고 한다.⁷⁶⁾ 이사 또는 지배주주는 어느 종류주주의 이익을 희생시키고 다른 종류주주의 이익을 도모하는 경영상의 의사결정을 하여서는 아니 된다는 신인의무 또는 충실의무를 부담하는 것으로 본다. 우리나라에 있어서도 종류주주 간의 이익충돌이 있거나 주주 간 형평성이 문제되는 사안에서 이사의 선관의무는 실효성 있는 구체 법리로 작용할 수 있을 것으로 보인다.⁷⁷⁾ 주주평등의 원칙에 위반한 주식발행은 원칙적으로 무효라고 할 것이나 아래 신주발행 무효의 소와 관련한 대법원판결에서 볼 수 있듯이 거래의 안전과 법적 안정성을 고려하는 경우 실제 주식발행의 효력이 부인되는 경우는 많지 않을 것으로 보인다. 기존 주주의 이익이나 다른 종류주주의 이익을 침해하는 종류주식의 발행에 있어 이사의 고의 또는 중과실에 의한 임무해태가 인정되는 경우에는 해당 이사는 상법 제401조 제1항에 의해 기존 주주나 종류주주에게 손해배상책임을 부담하게 될 것이다.

나. 상환전환우선주의 신주인수권

주주는 회사의 신주발행 시 신주인수권을 가진다(상법 제418조). 신주인수권은 현존 주주들에게 회사가 발행하는 동종 신주들을 자기 지분비율에 따라 인수할 권리를 말한다. 상법 제344조 제3항은 회사가 종류주식을 발행하는 때에는 정관에 다른 정함이 없는 경우에도 주식의 종류에 따라 신주의 인수, 주식의 병합·분할·소각 또는 회사의 합병·분할로 인한 주식의 배정에 관하여 특수하게 정할 수 있는 것으로 규정하고 있다. 이 조항에 따라 이사회가 종류주식의 신주인수의 구체적 내용을 결정할 수 있다. 이사회가 배정할 신주의 종류와 수량, 발행가액을 정하게 될 것이다.

종류주식을 발행하는 경우 기존주주의 이익침해와 관련해서는 상환주식, 전환주식 또는 무의결권주식 발행 시에는 보통주식의 발행과 같이 기존주주에 대하여 우선적 인수권을 부여하는 주주배정방식을 원칙으로 하여 발행하고(418조 1항), 예외적으로 정관에 정하는 바에 따라 신기술의 도입이나 재무구조의 개선 등과 같은 회사의 경영상 목적을 달성하기 위하여 필요한 경우에 한하여 주주 외의 자에게 신주를 배정하여 발행하도록 할 필요가 있다(418조 2항).⁷⁸⁾

76) 김지환, 전제논문, 98면.

77) 주주평등의 원칙에 대한 개별 구체법리가 없는 경우에는 이사의 업무집행에 관한 선관주의의무 내지는 신인의무를 검토하는 문제로 해결하여야 할 것이다. 김태진, “주주평등의 원칙에 관한 소고”, 『기업법연구』 제22권 제3호 (한국기업법학회, 2008. 9), 39면.

종류주식이 발행된 이후 회사가 신주를 배정하는 경우에 종류주식 주주에게 신주인수권을 인정할 것인지 문제된다. 상환주식을 발행하는 경우 번잡함을 피하기 위하여 향후 유·무상증자를 하는 경우 상환주식에는 신주를 배정하지 아니하기로 정할 수도 있을 것이다. 상환주식을 무의결권우선주로 발행하는 경우 유·무상증자를 하는 때에 상환주식에 대하여 신주를 배정하지 않아도 상환주식의 주주에게 손실이 발생하지는 않는다.⁷⁹⁾ 전환주식 발행시 신주인수권이 적용되는 경우에는 전환우선주의 발행을 복잡하게 하고 절차를 지연시킬 수 있으므로 회사는 정관변경을 하여 전환우선주 발행에 신주인수권의 적용을 배제하는 것을 고려할 수 있을 것이다.⁸⁰⁾

롯데건설의 상환전환우선주의 발행사례에서는 상환전환우선주의 주주는 보통주의 유상증자시 보통주식의 배정을 받을 신주인수권을 가지고 무상증자의 경우에는 상환전환우선주와 같은 종류의 주식을 배정받을 신주인수권을 가지는 것으로 설계하였다. 해당 상환전환우선주는 무의결권부우선주인데 보통주식에 대한 신주인수권을 인정하는 경우 기존 주주와 이익이 충돌할 우려가 있다.

또한 한국채택국제회계기준상 부채로 분류되는 상환전환우선주의 경우에도 신주인수권을 인정할 수 있을지가 의문이다. 신주인수권은 주주에게 인정되는 권리로서 주식성의 한 요소이므로 전환사채 등 사채권자에는 인정되지 않는다. 그런데 회계기준상 부채로 분류되는 상환전환우선주에 대해 실질이 아니라 ‘주식’이라는 법적 형식에 따라 신주인수권을 인정하는 경우에는 사채에 의결권(위의 해태제과식품의 사례)과 신주인수권(롯데건설의 사례)을 부여하는 수단으로 상환전환우선주가 이용될 우려가 있다. 이러한 신주 발행의 효력을 어떻게 볼 것인가가 문제될 수 있다.

대법원은 신주발행 무효의 소와 관련하여 “사후에 이를 무효로 함으로써 거래의 안전과 법적 안정성을 해칠 위험이 큰 점을 고려할 때, 그 무효원인은 가급적 엄격하게 해석하여야 하고, 따라서 법령이나 정관의 중대한 위반 또는 현저한 불공정이 있어 그것이 주식회사의 본질이나 회사법의 기본원칙에 반하거나 기존 주주들의 이익과 회사의 경영권 내지 지배권에 중대한 영향을 미치는 경우로서 신주와 관련된 거래의 안전, 주주 기타 이해관계인의 이익 등을 고려하더라도 도저히 묵과할 수 없는 정도라고 평가되는 경우에 한하여 신주의 발행을 무효로 할 수 있을 것이다”라고 판시한 바 있다.⁸¹⁾

이와 같이 거래의 안전과 법적 안정성을 중시하는 판례의 태도에 의하는 경우 회사가

78) 정승화, 전제논문, 251면.

79) 한원규/이재원, “상환주식과 전환주식의 법적 성질”, 『증권법연구』 제3권 제1호(한국증권법학회, 2002), 283-284면.

80) Anthony D. Weis, “Raising Capital Through Convertible Preferred Stock Offerings”, The Bankers’ Statement, the Summer 2014.

81) 대법원 2010. 4. 29. 선고 2008다65680 판결.

기존 주주의 이익을 침해하면서까지 상환전환우선주에 보통주식의 신주를 배정한다 하더라도 그 효력을 부인하기 어렵다. 위에서 본 바와 같이 이사의 손해배상책임을 통해 간접적으로 구제받을 수밖에 없게 되므로 사전에 상환전환우선주의 발행절차를 엄격하게 감독할 필요성이 있다.

다. 손실보전약정의 효력

두산건설과 한화건설의 상환전환우선주 발행사례의 경우 상환전환우선주의 투자자는 대주주와의 주주계약을 통해 투자위험을 대주주에게 전가하고 있다. 대주주의 보증 및 담보제공으로 인해 투자자는 상환전환우선주에 대한 투자손실을 입지 않는 구조로 설계되어 있다. 이러한 내용의 주주간계약은 주주평등의 원칙에 위반될 소지가 있는 것으로 보인다.

대법원은 회사가 직원들을 유상증자에 참여시키면서 퇴직 시 출자 손실금을 전액 보전해 주기로 하는 내용의 손실보전약정을 한 경우 이는 회사가 주주에 대하여 투자자본의 회수를 절대적으로 보장하는 셈이 되고 다른 주주들에게 인정되지 않는 우월한 권리를 부여하는 것이므로 주주평등의 원칙에 위반되어 무효라고 판시한 바 있다(대법원 2007. 6. 28. 선고 2006다38161 판결).

두산건설과 한화건설의 발행사례에 있어서는 손실을 보전하기로 한 당사자가 발행회사가 아니라 발행회사의 대주주라는 점에서 위 대법원판결의 사실관계와 동일하지는 않다. 대주주가 발행회사와의 관계에서 아무런 대가없이 투자자의 손실을 보전하기로 약정을 체결한 경우라면 주주평등의 원칙을 문제 삼아 이러한 계약의 효력을 부인하기는 어려울 것이다. 그러나 만일 대주주의 손실보전이 발행회사의 계산에 의한 것이라면 이는 실질적으로 회사가 손실보전약정을 한 것이므로 이러한 경우에는 주주평등의 원칙에 반하여 무효로 볼 수 있을 것이다.

라. 상환전환우선주의 법적 성격: 주식 또는 사채?

하이브리드 증권이란 부채와 보통주식의 중간적 성격을 갖는 증권을 총칭하는 증권으로서 부채와 주식에 대한 각각의 특징을 조합한 증권을 말한다.⁸²⁾ 주식성 혼합증권은 주식적 특성을 바탕으로 채권성이나 파생상품성이 포함된 혼합증권이다. 주식성 판단기준의 설정이 필요한 이유는 주식회사제도 운영의 근간은 여전히 주식은 자본으로 취급되며, 채권을 부채로 취급하기 때문이다. 따라서 증권의 정의와 발행에 관한 사항이 포괄적으로 규정된다 할지라도 주식회사 제도의 운영은 여전히 자본과 부채라는 개념을 중심으

82) 정승화, 전제논문, 16면.

로 이루어지기 때문에 주식성과 채권성에 대하여 합리적이고 객관적인 구별이 필요하다.⁸³⁾

대표적인 주식성 혼합증권은 종류주식이라 할 수 있다. 주식제도는 단순히 자본조달의 수단으로만 그치는 것이 아니라 기업의 구조조정이나 외부의 적대적 기업 인수에 대한 방어, 주주간의 이해관계의 조정, 주주와 사채권자의 이해조정 등 다양한 맥락에서 문제가 된다.⁸⁴⁾ 그런데 상법은 주식성이 무엇을 의미하는가에 대해서 아무런 정의를 하고 있지 않다. 일용 회사의 사업경영에 의한 수익의 여하에 연동하여 경제적 이익을 받는 관계를 의미한다고 볼 수 있다.⁸⁵⁾ 더 넓게는 주식과 관련되어 있다는 의미로도 생각할 수 있을 것인데, 이는 결국 정도의 문제라 할 수 있다.⁸⁶⁾

상환주식은 주식의 일종이므로 상환주식을 인수하는 대가로 납입한 주금은 회사의 자본금의 일부를 구성하지만 상환주식은 일정기간 이후에는 미리 정하여진 상환가액으로 소각될 것이 예정되어 있다는 점에서 경제적인 실질은 부채와 유사하다. 이러한 점을 고려하여 2011년부터 시행된 한국채택 국제회계기준은 상환주식의 상환에 관하여 회사가 의무적으로 이를 상환하여야 하는 계약상 의무를 부담하거나 보유자가 회사에 대하여 상환을 청구할 수 있는 권리를 보유하는 경우에는 상환주식을 금융부채로 인식하도록 규정하고 있다.⁸⁷⁾ 88)

해태제과가 발행한 상환전환우선주의 경우 상환권이 주주에게 있고 발행일(변경계약 체결일)로부터 2년이 경과한 시점부터 상환청구를 할 수 있는 것으로 설계되어 한국채택 국제회계기준상 자본의 요건을 충족하지 못함에 따라 이 상환전환우선주를 전환사채로

83) 정승화, 전계논문, 44면. 미국의 재무회계기준위원회인 FASB(Financial Accounting Standards Board)는 소유형 관계를 수반하는 증권을 주식으로 정의하고 나머지는 채권으로 분류하였다. 소유형 관계를 수반하는 증권, 즉 주식성 증권이 되기 위해서는 세 가지 요건을 충족하여야 한다.(i) 발행기업의 입장에서 의무가 수반되지 않아야 하고, (ii) 발행기업의 입장에서 의무가 존재한다 하더라도 고정된 수의 발행기업 주식을 발행하여 결제할 것을 요구하는 의무 또는 발행기업의 선택에 따라 그렇게 할 수 있는 의무가 내장된 증권은 주식성 증권이다 (iii) 발행기업의 입장에서 변동된 수의 발행기업의 주식을 발행하여 결제할 것을 요구하는 의무 또는 발행기업의 선택에 따라 그렇게 할 수 있는 의무가 내장된 증권은 내장된 의무와 발행기업 주식의 변화방향과 변화정도가 일치할 경우에 한하여 주식성 증권으로 인정된다. 정승화, 전계논문, 49~50면에서 재인용.

84) 정승화, 전계논문, 46면.

85) 神田樹秀, "株式と社債", 「現代企業法の展開(竹内昭夫先生還暦記念)」(有斐閣, (1990) 268頁, 윤영신/정순섭, "신종 사채 발행활성화에 관한 연구", 재정경제부 용역보고서(2002. 11), 17면에서 재인용.

86) 윤영신/정순섭, 상계보고서, 17면.

87) 권오성, 전계논문, 521면

88) 전환상환우선주에 대한 회계처리(K-IFRS 제1032호, 제1039호)와 관련하여 금융감독원은 (i) 상환금액의 현재가치는 부채로 계상하고, 조기상환청구권의 경우 투자자가 행사하는 권리이면 그 가치를 부채에 가산하되 발행자가 행사하는 권리이며 부채에서 차감하고, (ii) 전환권(전환조건 재조정 포함) 가치는 자본으로 분류하며, (iii) 배당이 발행자의 재량에 따라 결정되는 경우에는 배당권의 현재가치를 자본으로, 지급의무가 존재하는 경우에는 부채로 분류한다. 금융감독원 회계제도실, "K-IFRS 회계처리 주요 이슈 쟁점사항 및 금융감독원 의견"(2011. 12. 20)

분류하여 자본금이 아닌 부채항목으로 계상하였다. 상환전환우선주라는 법적 형식을 갖추었지만 실질적(회계적)으로는 전환사채라는 것이다. 여기서 우리는 증권의 법적 형식과 실질(회계처리)의 괴리라는 문제에 직면하게 된다. 특히 문제가 되는 것은 이 사례의 상환전환우선주는 의결권이 있기 때문에 전환사채로 회계처리 할 경우 사채에 의결권을 부여한 것과 같은 외관이 창출된다는 점이다. 이것은 주식의 특성과는 상당히 거리가 있는 것으로 보인다. 이와 같이 법적 형식과 실질이 다른 혼합증권을 회사법적으로 어떻게 다루어야 할지는 앞으로의 과제라 할 것이다.

V. 결어

종류주식으로서의 상환전환우선주와 관련한 여러 법적 쟁점들을 살펴보았다. 상환전환우선주를 포함한 종류주식의 일차적인 기능은 자금조달이나 동시에 경영권 방어수단으로서의 활용도 점차 증가할 것으로 예상된다. 그런데 종류주식과 관련한 여러 쟁점들에 대한 해석이 불분명하여 발행된 주식의 효력에 대한 의문이 제기될 수 있다. 또한 상환전환우선주의 발행구조 및 조건은 주주들 간의 지배관계와 주식가치에 영향을 미친다. 상법은 기업의 필요에 따라 다양한 종류주식을 설계할 수 있도록 유연성 있는 법적 근거를 제공하는 역할을 하는 것이므로 모든 발행조건을 명시적으로 규정할 수도 없고 바람직하지도 않다. 그러나 회사의 경영권에 영향을 미치고 주주들 간의 이해조정과 관련되는 쟁점에 있어서는 객관적 기준과 절차를 제시하여 발행된 주식의 효력에 대한 불확실성을 제거할 필요가 있는 것으로 보인다.

<참고문헌>

- 권기범, 「현대회사법론」 제6판(삼영사, 2015)
- 권중호 역, 「일본회사법 상」(법무부, 2014)
- 김건식, 「회사법」(박영사, 2015)
- 김순석, “종류주식”, 「주식회사법대계 1」(법문사, 2013)
- 송옥렬, 「상법강의」 제5판(홍문사, 2015)
- 이철송, 「회사법강의」 제22판(박영사, 2014)
- 임재연, 「회사법 1」(박영사, 2012)
- 정찬형, 「상법강의(상)」 제17판(박영사, 2014)
- 구승모, “상법 회사편 입법과정과 향후과제”, 「선진상사법률연구」 제55호(법무부, 2011)
- 권오성, “상환주식에 관한 연구”, 「법학논총」 제19집 제2호(법학연구원, 2012. 8)
- 권재열, “개정상법상 주식관련제도의 개선내용과 향후 과제”, 「선진상사법률연구」 제56호(법무부, 2011)
- 권중호, “적대적 M&A와 회사법개정”, 「기업법연구」 제20권 제3호(한국기업법학회, 2006)
- 권중호, “방어수단으로서의 종류주식”, 「상사법연구」 제27권 제2호(한국상사법학회, 2008)
- 江頭憲治郎, 권중호 역, “일본의 신회사법상에 의한 주식제도의 개정”, 「증권법연구」 제7권 제1호(한국증권법학회, 2006)
- 김순석, “종류주식”, 「주식회사법대계 1」(법문사, 2013)
- 김순석, “주식제도의 개선-종류주식을 중심으로-”, 「상사법연구」 제28권 제3호(한국상사법학회, 2009)
- 김순석, “중소기업의 경영권 승계 원활화를 위한 회사법제의 개선방안-종류주식의 활용을 중심으로-”, 「비교사법」 제20권 1호(통권 60호), 한국비교사법학회, 2013
- 김지환, “종류주주간의 이해조정에 관한 연구”, 「상사판례연구」 제22집 제2권(한국상사판례학회, 2009. 6)

- 김태진, “주주평등의 원칙에 관한 소고”, 「기업법연구」 제22권 제3호(한국기업법학회, 2008. 9)
- 김흥기, “2011년 개정상법 및 동법시행령상 회사재무분야의 주요쟁점과 해석 및 운용상의 과제”, 「기업법연구」 제26권 제1호(한국기업법학회, 2012)
- 김희준, “종류주식의 발행의 실무상 쟁점과 법적 해결방안에 관한 연구-상환 및 전환에 관한 종류주식을 중심으로-”, 「선진상사법률연구」 통권 제54호(법무부, 2013. 10)
- 문준우, “미국 회사법사 종류주식에 관한 소고”, 「강원법학」 제33권(강원대학교 비교법학연구소, 2011. 6)
- 박철영, “종류주식의 활용과 법적 과제-의결권제한주식을 중심으로-”, 「기업법연구」 제25권 제4호(한국기업법학회, 2011)
- 박철영, “종류주식의 확대와 주주간 이해조정”, 「상사법연구」 제24권 제2호(한국상사법학회, 2005)
- 배윤정, “의결권배제·제한에 관한 종류주식 도입 현황 및 영향”, CGS Report 제3권 9호(기업지배구조원, 2013. 5)
- 성희활, “종류주식에 대한 법적 고찰”, 「KRX Market」 제113호(한국거래소, 2014. 7)
- 송민경, “2014 주주총회 이슈 점검: 회사 전환 종류주식”, CGS Report 제4권 6호(기업지배구조원, 2014. 3)
- 송옥렬, “2011년 개정 회사법의 해석상 주요쟁점-기업재무 분야를 중심으로-”, 「저스티스」 통권 제127호(한국법학원, 2011. 12)
- 송종준, “개정상법상 지배구조의 변화요소와 활용방안”, 「상장협연구」 제64호(한국상장회사협의회, 2011)
- 송종준, “상장회사의 자본질서의 변화와 법적 과제-개정 상법과 자본시장법 개정안상 몇 가지 쟁점을 중심으로-”, 「상사법연구」 제31권 제2호(한국상사법학회, 2012)
- 심영, “개정상법상 종류주식에 대한 고찰”, 「일감법학」 제22호(건국대학교 법학연구소, 2012)
- 안수현, “Hybrid Equity Finance법제의 평가와 과제-종류주식 개정 관련 이유-“, 「경영법률」 제22집 제4호(한국경영법률학회, 2012)

- 양만식, “종류주식의 다양화가 기업지배에 미치는 영향”, 「상사법연구」 제30권 제2호 (한국상사법학회, 2011)
- 윤영신/정순섭, “신종사채 발행활성화에 관한 연구”, 재정경제부 용역보고서(2002. 11)
- 이수정, 상법상 종류주식의 도입 및 발행현황과 문제점, ERRI 이슈&분석, 2016. 1.
- 이승환, “종류주식의 활용방안에 관한 고찰”, 「법학연구」 제23권 제1호(연세대학교 법학연구원, 2013. 3)
- 정동윤, “주식제도에 관한 연구-종류주식을 중심으로-”, 「대한민국학술원논문집」 제49집 제1호(대한민국학술원, 2010)
- 정동윤, “보통주와 종류주의 개념에 관하여-개정상법의 해석과 관련하여-”, 「상사법 연구」 제31권 제1호(한국상사법학회, 2012)
- 정수용/김광복, “개정상법상 종류주식의 다양화”, 「BFL」 제51호(서울대학교 금융법 센터, 2012. 1)
- 정승화, “혼합증권에 관한 법적 연구”, 박사학위논문(고려대학교, 2011. 12)
- 최완진, “종류주식의 다양화에 관한 법적 고찰”, 「경영법률」 제20집 제1호(한국경영 법률학회, 2009. 10)
- 한원규/이제원, “상환주식과 전환주식의 법적 성질”, 「증권법연구」 제3권 제1호(한국 증권법학회, 2002)
- 江頭憲治郎, 「株式会社法」 第5版(有斐閣, 2014)
- 江頭憲治郎, 「会社法大系 II」(青林書院, 2008)
- 山田豊, “事業會社のハイブリッド 証券”, 日經公社債情報 No. 1561(2006)
- 伊藤步, “ハイブリッドで資本構造を柔軟化”, 金融 ビジネス(winter 2007)
- 後藤 文人/大槻 奈那, 하이브리드證券가問うわが資本市場の成熟度, 金融財政事情(2008. 4. 14)
- Andreas Cahn/David C. Donald, 「Comparative Company Law」, Cambridge, 2010.
- Louise Gullifer and Jennifer Payne, 「Corporate Finance Law Principles and Policy」, Hart Publishing, Oxford and Portland, Oregon, 2011.
- Patricia Ann Metzger, “The Impact of Section 306 Upon Convertible Preferred

Stock Issued in A Corporate Reorganization”, University of Pennsylvania Law Review, Vol.116 No. 5, March 1968.

Anthony D. Weis, “Raising Capital Through Convertible Preferred Stock Offerings”, The Bankers’ Statement, the Summer 2014.

차입매수(LBO)에 있어서 배임죄와 합리적인 경영판단

연구논단 II

최경규* | 동국대학교 경영학과 교수

I. 서론

기업이나 사모투자펀드(private equity fund: PEF)가 타기업들을 인수하는 사례가 증가하면서 차입매수(leveraged buyout: LBO)에 대한 관심이 높아지고 있다. 본 연구는 차입매수와 관련된 주요 대법원 판례를 분석하여 업무상 배임죄와 경영자의 경영판단의 합리성을 연구한다. LBO는 지렛대효과를 통해 소액자본으로 큰 자본이득을 취득할 수 있는 효율적인 인수합병 기법으로 레버리지 효과, 법인세 절감효과, 효율성 증대효과 등을 얻을 수 있다. 그러나 LBO의 차입금 조달 시 피인수회사의 자산을 담보로 과도한 부채를 조달하여 대상기업의 재무구조 악화 및 도산위험을 증가시키고, 대상회사를 인수한 후 그 회사 자산을 분할 매각하여 차입금을 상환하거나 단기간에 차익을 노리는 행태로 비난의 대상이 되거나 형법상 배임죄에 해당하는 경우가 빈번하다.

최근 LBO에 대하여 배임죄를 인정하는 대법원의 판결은 LBO에 대한 법적 평가에 대한 논쟁을 이끌어 내었다. 특히 신한 판결에서 대법원은 기본적으로 피고인이 신한을 사들이면서 지분투자를 거의 하지 않고 차입금에 대한 보증책임도 지지 않은 채 차입매수를 실행한 것으로 보아, 위험을 부담하지 않으면서 투자수익만 향유하려 한 투기적 거래로 파악하여 배임죄를 인정하였다. 법원의 판결에 대해 “봉이 김선달 식의 자기 돈 한 푼도 쓰지 않는 외상 M&A는 불법”이라는 식의 지지에서부터 “이미 미국과 일본 등에서 M&A의 한 수단으로 자리잡은 LBO에 대한 지나친 규제는 국내 M&A 시장을 크게 위축시킬 것이므로 배임죄 등의 형사적 처벌보다는 손해에 대해 민사상 손해배상으로 해결해야 한다”는 지적까지 다양한 논의가 이루어지고 있다(송웅순 외 3인, 2008).

* 이 연구는 법경제학연구 제12권 제3호에 실린 “차입매수(LBO)에 있어서의 배임죄와 경영판단: 대법원 판례를 중심으로” (최경규, 이영대 공저) 라는 제목으로 게재된 논문을 발췌하여 작성되었음을 밝혀둔다.

우리나라 법체계에서 LBO 방식에 의한 기업인수는 그 과정에서 형법상 범죄인 업무상 배임죄에 해당하는 위험이 발생할 여지가 크며, LBO를 포함한 기업금융에 대한 배임죄의 확대적용은 금융시장의 복잡한 이해관계자들 간의 자발적인 조정에 의한 문제해결이 아닌 극단적인 해결책으로서 금융시장의 발전을 저해하는 부작용을 가져올 수 있다. 또한 경영인이 형법상 배임죄로 기소되는 것 자체가 기업의 성과와 브랜드 가치 및 금융시장 발전에 큰 영향을 가져오는 만큼, 회사의 본질과 이사의 의무에 대한 명확한 인식을 바탕으로 LBO 유형별 대법원 판례에 나타난 업무상 배임죄의 구성요소를 분석하여 이사의 형사책임 유무를 판단하기 위한 법적 기준을 구체화함으로써, 경영자의 법적 위험을 낮추고 법적 안정성을 높이는 것이 필요하다. 따라서 이 연구는 판례에 반영된 경영자의 경영판단 허용범위를 경영판단원칙에 의하여 재해석하고 LBO에 의한 배임행위 여부의 판단기준을 세우고, 위법한 LBO에 대한 형사법적 처벌과 병행하여 회사법적, 민사법적 장치의 예방적 적용을 검토하고자 한다.

II. LBO와 업무상 배임죄

1. LBO의 구조와 효과

차입매수(Leveraged Buyout: LBO)는 부채를 이용한 기업인수 방식으로서 기업인수에 필요한 자금의 상당 부분을 피인수회사의 자산 혹은 장래의 현금흐름을 담보로 제공하거나 그 상당 부분을 피인수기업의 자산으로 변제하기로 하여 외부로부터의 차입금으로 충당하는 방식 등으로 피인수기업을 주로 개인기업화(going private)하는 기업인수 기법을 뜻한다. 구체적인 거래 형태는 다양하지만, 주목해야 할 특징은 인수자금의 대부분을 차입에 의존하되 인수기업의 신용이나 자산을 기초로 하는 것이 아니라 피인수회사의 자산을 기초로 한다는 점이다.

LBO는 지렛대효과를 통해 소수자본으로 큰 자본이득을 취득할 수 있는 매우 효율적인 M&A기법으로, 순기능으로는 레버리지 효과, 법인세 절감효과, 효율성 증대효과를 들 수 있다. 그러나 LBO의 대상회사로 피인수회사 자산의 청산가치가 현재의 주식가치보다 큰 기업을 선정하고 차입금 조달시 대상회사의 자산을 담보로 하거나, 대상회사를 인수한 후 대상회사 자산을 사업부문별로 분할매각하여 차입금을 상환하고 단기간에 차익을 노리는 경우 등이 빈번하여 자본시장법 제270조 제3항이 사모펀드와 같은 투자기구의 경우 자기자본의 200/100 내에서만 차입을 허용한 것도 과도한 차입을 통한 기업인수 등

의 위험성을 규제하고자 함이다.

모딜리아니-밀러 정리에 의하면 자본구조는 기업가치에 아무런 영향을 미치지 않으므로, 채무가 증가한다고 하더라도 기업가치는 변함이 없다. 특히 모딜리아니-밀러 정리의 첫 번째 명제는 “개별 회사의 자본조달비용은 부채비율과 무관하게 일정하다”는 것이다(Modigliani and Miller, 1958). 자기자본은 주주들에게 배당을 해야 하는 반면, 부채로 인해 발생하는 이자는 비용으로 산입되어 절세효과를 발생시킨다. 즉, LBO 거래에서 피인수기업의 자산을 담보로 자금을 차입하여 피인수기업의 채무가 증가하더라도 기업 관점에서 아무런 손해가 없으며, 오히려 세금효과로 긍정적이라는 것이다. 경영진 입장에서는 LBO 거래를 통해 대상회사의 지분이 증가하면 기업의 경영성과를 증대시킬 인센티브로 인해 대리인비용 감소효과가 생긴다. 따라서 비효율적 자산처분 등을 통해 경영을 효율화하고 장기적 관점에서 내실경영을 추구하여 기업가치에 긍정적 효과를 가져온다. 인수자금이 부족한 인수자 입장에서는 LBO는 타인자본을 사용함으로써 자본수익율을 증폭시키는 레버리지 효과를 누릴 수 있다.

그러나 현실적으로 손해라는 관점에서 볼 때, 모딜리아니-밀러 이론의 첫 번째 명제와는 달리 과도한 부채로 인한 파산위험의 증가는 손해발생 가능성을 급격히 높인다. LBO가 단기적으로는 기업가치를 높이는 것으로 보이나, 실제로는 인수를 위해 대상회사 혹은 대상회사의 자산으로 부채를 조달하여 대상회사는 과도한 부채로 인한 재무구조의 악화로 인해 비용이 증가한다. 특히 자기자본이 지나치게 낮고 부채비율이 높아지면, 회사 입장에서는 실패할 경우 어느 정도의 손해가 나지만, 성공할 경우 큰 수익이 예상되는 모험적인 투자에 대한 유인이 커진다. 이는 파산의 위험가능성을 키우고 금융시장의 불안요인으로 작용할 수 있다(구경철, 2012). 실제로 LBO는 장기적으로는 기업가치를 떨어뜨려 LBO를 시도한 회사가 성공적으로 궤도에 오르지 못하고 부실이 가속화되는 사례가 다수 보고되고 있다(Miller, 1990). 피인수회사의 자산을 담보로 부채를 과도하게 차입하는 의사결정은 이러한 파산위험으로 인해 합리성을 결한 것으로서 경영판단원칙에 의해 보호를 받을 수 없는 임무위배행위로서 형사법상 배임죄가 적용되는 경우가 빈번하다(최승재, 2010).

2. 배임죄와 경영판단

경영자(이사)는 회사경영에 관한 포괄적인 ‘권한’을 부여 받고 그 권한의 남용을 통제하기 위해 상법 제382조에 의해 회사를 위하여 선량한 관리자의 주의로써 임무를 처리하여야 하는 ‘의무’가 주어진다. 이와 별도로 우리나라 법체계에서 LBO 방식에 의한 기업 인수는 형법상 범죄인 업무상 배임죄에 해당할 위험가능성이 크다. 형법 제355조 제2항

및 제356조에서 규정하고 있는 업무상 배임죄는 (1) 업무상 타인의 사무를 처리하는 자가 (2) 그 임무에 위배되는 행위로써 (3) 재산상의 이익을 취득하거나 제3자로 하여금 이를 취득하게 하여 (4) 본인에게 손해를 가함으로써 성립하는 범죄이다. LBO에 필요한 차입금의 담보를 제공하거나 부채를 상환하는 과정에서 이사의 업무에 위배되는 행위로써 회사에 재산상 손해가 발생하는지 등에 대한 논란이 생길 수 있다.

배임죄는 자신의 행위가 임무에 위반하고 본인에게 손해가 발생한다는 주관적 인식인 ‘고의’가 필요하다. 하지만 대부분의 사례에서 본인(principal)을 위한 행위라는 주장과 함께 형식상이나 실질적 이익이 본인에게 가는 경우도 상당히 많아 이에 대한 판단이 어렵고 법적 기준을 세우는 것이 어렵다. 따라서 배임죄에서 재산상 이익의 취득 혹은 본인에 대한 가해 의사를 중심으로 이사의 형사책임 유무를 판단함에 있어 경영자의 ‘경영판단’과 배임죄의 주관적 요건인 ‘고의’를 구별하는 기준을 세울 필요가 있다. 이러한 주관적 요건인 ‘고의’의 존재여부에 대한 판단은 상법 제399조(회사에 대한 책임) 제1항이 규정하는 임무해태에 해당하는지 혹은 “허용된 재량의 범위”인지와 “이사의 선관의무”(민법 제681조, 상법 제382조 제2항) 및 “이사의 충실의무”(제382조의3)와 관련하여 해석된다.

미국의 판례법에서 발전한 ‘경영판단원칙(business judgment rule)’은 경영자(agent)의 ‘경영판단’이라는 주관적 인식에 대해 경영자의 의사결정이 본인(principal)을 위해 합리적인 근거 위에 독립적인 판단을 통해 성실히 이루어졌다면 법원이 사후적으로 개입하여 판단하지 않으며 정직한 실수는 사후적 관점에서 비난하지 않는다는 것이다(권재열, 2008; 원동욱, 2007; 이지수, 2007). 즉, 경영판단원칙은 복잡한 사실관계에 의해 이루어지는 기업경영에 있어서 경영자의 적극적인 경영판단으로 위험감수와 혁신을 통해 기업의 성장과 발전을 기대하기 위해서는 경영자가 관리불가능한 변수에 의해 초래되는 부정적인 결과에 대해 사후적 기준으로 법원이 심사하지 않는다는 것이다.

우리나라 판례에서의 “경영판단”은 미국의 고유명사격인 “business judgment”의 간접적인 수용으로, 이사가 업무집행에 있어서 “허용된 재량의 범위”에서 내리는 독립적이고 합리적인 의사결정을 일컫는 것으로 이해할 수 있다. 즉, 우리 법에서 이사의 선관주의의무도 의사결정에 있어서 필요한 정보를 확보하고 이를 토대로 신중하고 합리적인 판단을 통해 회사에 최대의 이익이 되도록 할 것을 요구하는 것이며, 판례도 같은 기준으로 합리적인 경영판단의 한계를 설정하고 있다(홍복기 외 4인, 2010).

Ⅲ. LBO 유형별 판례분석

다양한 LBO는 Carlson(1985)에 따라 6개의 유형으로 분류할 수 있다. (1) 피인수기업의 주식을 담보로 제공하거나, (2) 피인수기업의 양도성 예금증서 및 부동산 등의 자산을 인수기업 부채의 담보로 제공하거나, (3) 인수기업이 설립한 SPC가 자금을 차입하여 피인수기업을 인수합병 후 존속회사가 SPC의 채무를 상환하거나, (4) 피인수기업의 지분을 가진 경영자가 기업 명의로 대출을 받아 지분을 완전히 사들이거나, (5) 피인수기업이 먼저 대출을 받아 인수기업에게 기업인수자금으로 빌려주거나, (6) 피인수기업이 담보제공 후 SPC가 피인수기업을 합병하는 등 복합적인 방식이다. 그리고 우리나라 사례에서 나타난 (7) 자산인출형으로 SPC가 합병은 하지 않고 최대주주 지위에서 피인수기업으로부터 자산을 인출하여 투자자본을 회수하는 방식 등이 있다.

1. 담보제공 방식(1) - 피인수기업 주식/채권담보

주식담보제공형 LBO는 인수기업이 직접 대출을 받거나 특수목적회사 (Special purpose corporation: SPC)를 설립하여 SPC로 하여금 대출을 받게 하고 이 대출금을 바탕으로 피인수기업의 주식을 사들여 주식인수와 동시에 피인수기업의 주식을 인수차입금에 대한 담보로 제공하는 유형을 일컫는다.

신한사건에서 피고인은 금융기관의 대출담보로 피인수회사(신한)의 유상증자에 참여하여 취득하게 될 신주를 담보로 하기로 약정하고 차입한 대출금으로 주식 520만주를 인수하였다. 위 주식에 근질권을 설정하였다가 인수 후 신한의 부동산에 대하여 근저당권을 설정하여 주고 위 신주를 반환받았다. 또한 신한의 정리채권을 담보로 제공한 후 회사정리절차가 종결된 후 신한 보유의 예금에 근질권을 설정한 후 정리채권 등도 반환받았다. 한일합섬 사건(대법원 2009도6634)에서 동양메이저는 동양메이저산업(SPC)을 설립하여 SPC명의로 대출을 받아 한일합섬의 주식을 인수함과 동시에 한일합섬의 주식을 대출금에 대한 담보로 제공했다.¹⁾

이처럼 인수주식이나 채권을 담보로 하는 경우, 통상 인수회사는 피인수회사의 경영권을 장악한 후에 피인수회사의 부동산이나 예금증서 등 자산으로 주식 및 채권 등 주담보를 대체하여 담보형 LBO 거래형태나 합병형 LBO 거래형태의 복합적인 양태를 나타낸다. 따라서 담보형 LBO인지, 합병형 LBO인지에 따라 배임죄에 관한 판단이 다르게 나타날 수 있다.

1) 대법원 2004도7027, 대법원 2007도5987

2. 담보제공 방식(2) - 자산담보: 신한사건을 중심으로

두 번째 담보제공 방식은 주식담보제공 방식과 형태는 유사하나 피인수기업의 자산을 담보로 보증을 제공하는 방식이다. 기업인수에 필요한 자금을 금융기관으로부터 대출을 받고 피인수기업의 경영권을 확보한 후에 피인수기업의 자산을 등가성있는 반대급부 없이 담보로 제공하는 방식인데, 주채무가 변제되지 않는 경우 피인수기업은 담보로 제공한 자산을 잃는 위험을 부담하게 된다. 이러한 형태의 LBO는 일반적으로 피인수기업의 경영진이 경영권을 인수기업에게로 넘기는데 협조하고 인수자들은 피인수기업의 운영보다는 자산을 유용할 목적으로 고의로 인수자 또는 제3자에게 담보가치에 상응한 재산상 이익을 취하게 하고 피인수회사에는 그 재산상 손해를 가하는 경우가 상당하여 배임죄 적용이 용이하다(김재운, 2014).

신한 LBO가 이러한 방식의 LBO를 사용한 사례이다.²⁾ 대법원은 이 같은 LBO 방식은 배임죄가 성립된다고 판시하였는데, 이는 국민경제에 미치는 부정적인 영향에 대한 통제 수단으로 다음과 같은 이유로 배임죄에 의한 처벌을 선택한 것이다.³⁾ 첫째, 차입매수자 피고인은 ‘피인수회사의 우선협상대상자 및 대표자’로서 신한에 대한 사무를 처리하였으므로 신주인수계약을 맺은 때부터 신한에 대하여 신의성실의 원칙을 지켜야 하는 신임관계를 지며, 피고인이 신한에 대표이사로 선임된 후에는 상법상 자기거래금지에 관한 규정이 적용된다고 할 수 있다. 대법원은 이 사안을 피고인이 지분투자가 거의 없이 차입금에 대한 보증책임도 지지 않은 채 차입매수를 실행한 투기적 거래로 파악하였다. 배임에서 임무위배와 관련하여 특히 문제가 되는 것은 본인의 동의가능성이 없는 투기적 성격을 지닌 불확실성이 높은 ‘모험거래’이다.

둘째, LBO 자금조달과정에서 신한은 SPC를 위하여 직접 담보를 제공하거나 보증하는 방법을 채택하였다. 대법원은 위 신한에 대한 담보제공은 SPC가 신한에 대한 경영권을 인수하기 위한 자금마련을 위한 것으로 이로 인한 직접적인 이익은 신한에게 귀속되지 않고, 담보제공에 대한 반대급부의 부재로 인해 담보가치 상당의 재산상의 손해를 가하였다고 판단하였다(대법원 2004도7027). 즉, 피고인은 자기자본 대 타인자본 비율이 1:220으로 직접 투입한 자금이 거의 없이 특수목적회사 명의로 신한 주식 62.2%를 인수하는 경제적 이익을 얻었고, 담보를 제공한 피인수회사에 반대급부를 제공하지 않아 차입금에 대한 상환의 위험을 모두 전가하고 손해를 발생시켰다는 것이다. 법원은 성공적인 LBO의 경우라 하더라도 배임죄의 손해산정과 고의의 인정은 신한에 대한 자산을 담보로

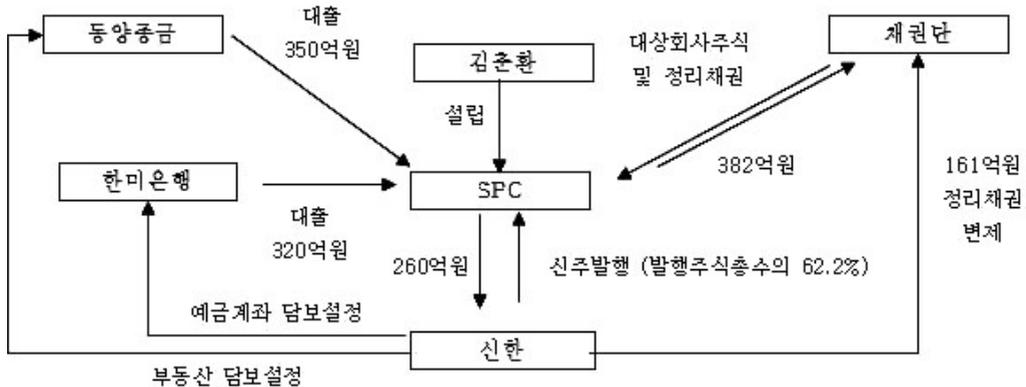
2) 대법원 2004도7027; 대법원2007도5987

3) 대법원 2006.11.9. 선고, 2004도7027 판결.

제공한 당시를 기준으로 판단하여 당시의 현실적이며 ‘등가성’이 있는 반대급부만을 인정하고 LBO 거래 이후의 피인수회사에 귀속될 수 있는 절세효과, 경영개선에 의한 기업 가치 제고 등의 장래의 긍정적인 경제효과는 반대급부로 보지 않았다(이용식, 2010).

셋째, 대법원은 배임죄의 고의 부분을 판단함에 있어서 피고인의 위 근저당설정 행위는 자신이 주식회사를 인수하고 지배주주로서 경영권을 취득하는데 필요한 자금을 마련하여 개인적인 이익을 취할 목적인 바, 배임의 고의가 있는 경우라고 판단하였다. 또한 회사인수 후 들인 인수인의 경영정상화 노력은 배임의 고의를 부정할 사유가 되지 못한다고 보고, 인수인의 경영능력에 의한 기업가치 향상이라는 경영성과는 배임죄의 고의를 판단하는 근거가 되지 않는다고 하였다. 게다가 피고인이 SPC와 피인수회사의 대표이사를 겸하고 있으면서 자신이 실질적인 소유자로 있는 SPC의 채무변제를 위하여 피인수회사의 자산을 담보로 제공하는 것은 전형적인 이사의 자기거래로서 인수인이 정당한 반대급부를 제공하지 않은 이상 담보제공의 공정성을 인정하기 어렵고, 회사와 자신의 이익이 충돌하는 상황에서 회사의 손실을 방지하기 위해 선의로 충실의무를 이행하였다고 보기 어려워 배임의 고의가 인정된다는 것이다.

〈그림 1〉 재미교포 김춘환의 (주)신한 인수⁴⁾



3. 합병방식: 한일합섬 사건을 중심으로

합병형 LBO는 인수기업에 의해 설립된 SPC가 자금을 차입하여 피인수기업의 주식을 취득하여 인수한 후에 SPC와 피인수기업이 합병된 존속회사가 SPC의 차입금 채무를 상환하는 방식이다. 합병방식의 LBO는 한일합섬 사건에서 동양메이저가 활용한 유형이다.

4) 문상일 (2013) 작성.

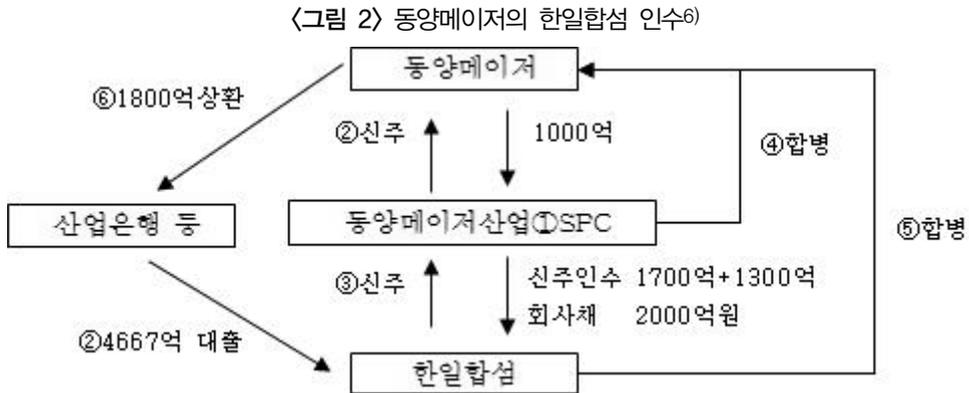
실질적 업무나 자산이 없는 페이퍼회사인 SPC와 피인수기업이 합병하게 되면 피인수기업도 SPC의 채무를 부담하게 되므로 배임죄가 성립될 법도 하나, 대법원은 한일합섬 사례에서 이러한 LBO는 “피인수회사의 자산을 직접 담보로 제공하고 기업을 인수하는 방식과 다르고, 합병의 실질이나 절차에 하자가 없어 인수기업과 피인수기업이 법률적·경제적으로 단일체”라는 이유로 배임성이 없다고 판시하였다.⁵⁾

이 판결은 합병 방식의 LBO가 그 자체로서 위법한 것이 아님을 보여준 최초의 판결이다. 동양그룹은 한일합섬을 인수하기 위해 동양메이저가 회사채를 발행하고 자신의 재산을 담보로 대출받은 인수자금을 동양메이저산업(SPC)에 출자하였다. SPC는 한일합섬 신주와 회사채를 인수하여 지분 62.6%를 확보하였고, 공개매수 등을 통하여 지분을 91.5%까지 늘려 한일합섬을 인수하였다. 이후 동양메이저가 SPC를 합병하고 이어 한일합섬을 합병하였다. 이렇게 한일합섬을 흡수합병한 후 SPC 대표이사이자 한일합섬 이사인 B는 한일합섬이 보유하고 있던 현금과 현금성 자산 1,800억원으로 인수대금 채무 전액을 변제하였다. 이 사건에서 동양그룹은 한일합섬의 풍부한 현금으로 인수대금을 변제하려고 했으며 이 거래가 사실상 한일합섬이 동양메이저를 위해 담보를 제공하는 LBO와 다르지 않다고 하여 배임죄로 기소되었다.

그러나 대법원은 이 사건은 피인수회사의 자산을 담보로 기업을 인수하는 LBO 방식과 기본적인 전제가 다르고 합병의 본질과 효과 및 상법상 합병비율, 주주총회의 특별결의, 주주들의 주식매수청구권, 채권자 보호절차 등 주주와 채권자들을 보호하는 제도가 마련되어 있다는 점을 들어 “합병의 효과로 인해 합병 이후에 동양메이저 소유였던 재산으로 채무를 변제하는 것과 한일합섬 소유의 재산으로 채무를 변제하는 것은 법률적·경제적으로 완전히 동일한 것이다.”라는 취지로 무죄판결을 내렸다(최승재, 2010).

이 사건 판결을 통해 합병형 LBO에 대한 배임죄와 관련된 불확실성이 상당히 해소되었다. 이 사건의 합병은 SPC가 아닌 인수회사인 동양메이저와 합병이 이루어진 것으로 존속회사가 한일합섬보다 큰 자산을 갖춘 회사라는 점에서 피인수회사가 SPC에 합병되는 전형적인 합병형 LBO와는 차이가 있다. 법원은 관련법 절차에 따라 합병이 공정하게 이루어진 경우, 단일체가 된 회사가 어떤 행위를 할 것인가는 합병 후 회사의 내부문제이고 그에 대한 규율은 사적자치를 인정한다는 것을 재확인하였다. 더불어 시너지를 낼 수 있는 회사를 인수하여 새로운 가치를 창조하기 위한 경영활동의 수단으로서의 LBO의 가치를 인정하였다. 동양메이저의 경우, 한일합섬을 인수하여 기존의 사업에 활력을 불어넣고 노동조합의 인적 융합을 위해 일정기간 고용보장을 하는 등 합병후 결합 (post-merger integration)을 위한 일련의 조치를 취하였다.

5) 대법원 2010.4.15. 선고, 2009도6634 판결.



4. 자기주식취득방식 (MBO, Management Buyout): 한라시멘트 사건을 중심으로

자기주식취득방식 LBO는 소위 “경영자에 의한 기업인수(Management Buyout: MBO)” 방식의 LBO를 가리킨다. MBO는 피인수기업에 대한 지분을 가진 경영자가 그 기업의 명의로 대출을 받아 지분을 완전히 매입함으로써 기업에 대한 소유권을 장악하는 형태로서, 사업구조조정과 고용조정, 경영자와 종업원의 고용안정, 경영능력 극대화를 동시에 이룰 수 있고, 기업의 지배구조 관점에서도 MBO를 통해 기업의 소유권과 경영권이 일치 되면 책임경영이 가능해진다는 장점이 있다(설민수, 2008). 단점은 임직원들이 참여하는 투자금액이 투자은행이나 벤처캐피털 등 재무적 투자자보다 적은 경우 이들 재무적 투자자의 참여가 지분 참여 또는 부채성 대출금융으로 이루어지는 경우가 많고, 차입과정에서 상당한 담보를 제공하지 않거나 과도한 부채로 인해 도산위험이 현저히 증가하는 경우 배임죄에서 자유로울 수 없다는 것이다(최승재, 2010).⁷⁾

한라시멘트 사건은 한국에서 가장 정교한 LBO 중의 하나이다. 1998 아시아금융위기 당시 부도를 맞은 한라그룹은 LBO 전문 PEF인 미국 로스차일드사의 구조조정 프로그램에 따라 브릿지론을 도입하여 화의채무를 변제하고, M&A를 통해 브릿지론을 변제하는 2단계로 성공적인 구조조정을 이루었다.

부도 당시 한라그룹의 대주주이자 경영진이었던 정인영 회장과 정몽원 부회장 등의 구 경영진(이하 구경영진)은 경영권 상실을 전제로 매각을 통해 채무를 변제하기로 하고 미국계 투자은행 로스차일드사와 구조조정을 협의하였다. 한라그룹의 최대 당면문제는 계열사간 상호지급보증 문제로서 이는 숨겨진 부채(hidden debt)이자 동반부실의 악성고리였다. 이에 채권단은 로스차일드와의 협상을 통해 계열사 상호간의 상호지급보증 관련

6) 자체작성

7) 「산업협력재생특별조치법」은 2014년 1월 시행된 「경쟁력강화법」에 의해 LBO(MBO)에 대한 규제가 완화되었다.

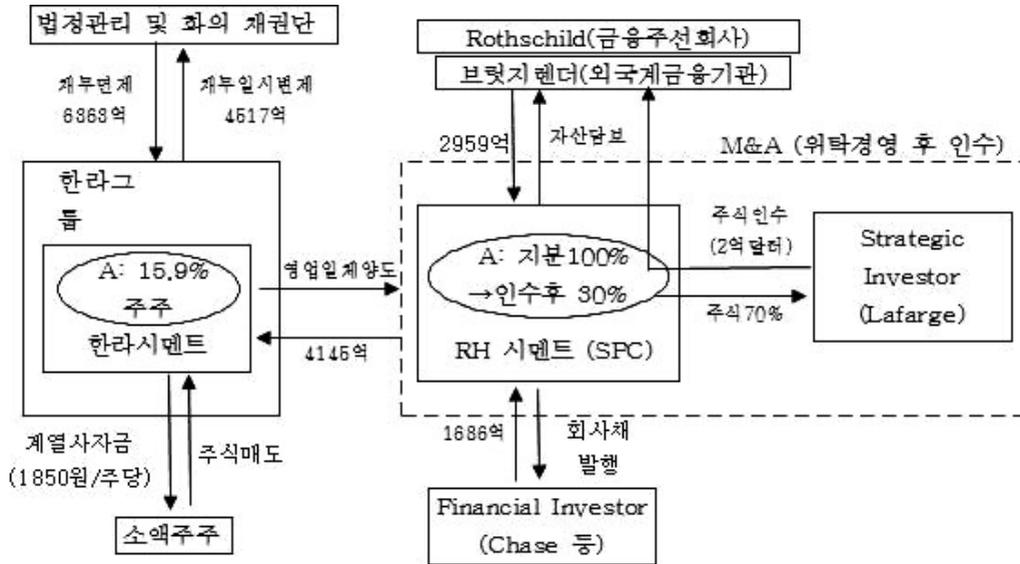
한 부채를 대폭 삭감해 주고, 대신 한라그룹은 나머지 부채를 일시에 상환하는 ‘현가화변제방식’을 채택하여, 한라시멘트의 자산을 클린컴퍼니(SPC)인 RH시멘트(이하 ‘RH’)로 옮기는 구조조정을 실행하였다. 당시 법적 뒷받침도 없는 자산유동화 기법을 동원하여 부채 변제를 위한 자금조달에 성공하였고, 인수기업의 위험을 감소시켜 주기 위하여 “위탁경영 후 인수” 라는 2단계에 걸친 M&A 기법을 사용하였다(최두열, 2006).

그러나 인수합병 이후 정몽원회장(A)과 대표이사 등은 이후 소수주주들에 의해 배임죄로 기소되었다. 기소 요지는 A가 한라시멘트의 자산 대부분을 저가로 양도하였고, 명의 수탁적 1인 주주에 불과한 A는 신회사의 재무구조 건전성을 최대화하여야 함에도 불구하고 A 자신의 지분 확보를 위해 유리한 자본투자유치를 거부하고 라파즈와의 계약을 체결하여 RH에 손해를 입혔다는 것이다(설민수, 2008). 이에 대해 법원은 이 사건 구조조정은 채권자, 주주, 이해관계인의 이익을 도모하기 위하여 진행되었으며, 채권자들(브릿지론 제공자, 일반채권자 금융기관)은 소유자로서의 이익은 없다고 판시하였다. 또한 RH는 별개의 회사가 아니라 구조조정을 위해 한라시멘트의 주주들이 위임한 회사로서 약정을 체결하여 A에게 RH 지분취득을 신탁하기로 하였고, A의 처분은 회사의 업무라는 취지로 배임죄를 부정하였다.⁸⁾

이 LBO는 형태상으로는 SPC에 대한 자산양도방식을 택했지만 복합기업에서 특정 기업부분을 떼어내는데 LBO PEF가 개입하고, 피인수회사의 자산을 담보로 일부 차입자금이 동원되어 성공적으로 인수회사에 매각된 MBO 사례이다. A는 MBO를 통해 신설회사의 지분 30%를 확보하고 로스차일드와 브릿지렌더는 1년 만에 투자자금의 40%의 수익을 냈다. 금융채권자들은 상당한 채무를 면제해 주고 저가로 할인된 금액을 받았으나, 대출금을 대손상각하는 것보다는 현금으로 일시금을 받는 이득을 보았다. 일반채권자들은 채무자가 구회사보다 변제자력이 큰 신설회사로 바뀌어 위험이 감소하였고, 기존 주주들 누구도 공개매수 가격이 부당하다고 여기지 않았다(설민수, 2008). 이처럼 부도처리된 복합기업집단의 일부이던 한라시멘트가 인수됨으로써 화의를 종결하고 건전한 영업활동을 지속할 수 있게 되었으며, 이는 MBO에 의해 손해를 보는 이해관계자가 없이 사회 전체적으로 이익이 극대화된 사례이다.

8) 대법원 2005. 1. 28. 선고 2003도5091 판결

(그림 3) 라파즈 사의 한라시멘트 인수



5. 제5유형: 상호대출방식 - 대법원 2006도483 사건을 중심으로

상호대출형 LBO유형은 MBO와 비슷하나 피인수기업이 먼저 외부에서 대출을 받아 이를 SPC에게 기업인수자금으로 빌려준다는 차이가 있다. SPC는 위 차입금을 이용하여 피인수회사의 다른 지분소유자들의 지분을 사들이는 방식이고, 결과적으로 SPC가 피인수회사에 채무를 지게 된다. MBO 유형과 마찬가지로 과도한 채무를 질 경우에는 도산위험이 따른다.

‘대법원 2006도483 사건’에서 A는 피인수회사 B를 인수함에 있어서 B의 대표이사 C는 A와 적극적인 협의를 거쳐 B의 순자산가치를 매매가격에 맞추었다. 이를 위해 재고자산에 3억원의 손실이 추가로 발생한 것으로 조정하여, 자산가치 평가액이 아닌 손익가치 평가액에 매도함으로써 B에게 1억7천만여원의 손해를 입혔고, 그 과정에서 모자란 금액 13억원을 B로부터 무이자로 차용한 바, 대법원은 이러한 행위를 배임으로 처벌했다.

이 사건에서 특기할 점은 가치평가에 있어 통상적인 거래에서 용인할 수 있는 할인액 1억7천만원 정도의 회계장부 조작에 의한 평가액 조작행위를 중하게 처벌하고 있다는 점에서 법원이 내부자 거래에 대하여 보다 엄격한 기준을 적용함을 알 수 있다. 또한 대법원은 주식회사의 임원이나 회계책임자가 당해 회사의 주식을 매수하여 대주주가 되려고 하는 인수자에게 미리 회사자금을 교부하여 그 돈으로 주식매수대금을 지급하게 하는 행

위는 인수자의 개인적인 이익을 도모하고 회사의 부실을 초래한다는 입장이다. 그 대역행위가 회사의 이익을 위한 것임이 명백하고 회사 내부의 정상적인 의사결정절차를 거치고 회사의 자금운용에 아무런 어려움을 발생시키지 않으며 대역금 회수를 위한 충분한 담보를 확보하는 등의 특별한 사정이 없는 한 업무상 배임죄가 된다는 엄격한 입장이다. 따라서 정상적인 이자지급이나 변제기가 정해지지 않거나 담보가 없는 거래는 그 자체로서 배임죄가 될 여지가 매우 높고 심지어 횡령죄가 될 가능성이 있다. 즉 그룹내부관계에서의 ‘등가성’의 결여에 의한 배임죄 인정과 크게 다르지 않다(설민수, 2008).

6. 제6유형: 복합방식 - 온세통신 사건을 중심으로

수개의 LBO 방식들이 혼합된 형태를 지칭하는 유형으로서, 우리나라에서는 흔히 피인수기업의 담보제공행위 후 SPC가 피인수기업과 합병하는 유형으로 나타난다.¹⁰⁾ 혹은 관계회사 그룹 중 상당한 자산을 가진 자회사가 그 자산을 담보로 하거나 보증을 제공하여 모회사에게 대출을 하여 주거나, 자회사가 직접 외부 대출자로부터 대출하여 모회사에 빌려주어 피인수회사의 주식을 사들이는 방식이다.

온세통신 사건이 대표적인 사례로서 “(1) 인수주체가 SPC가 아닌 실체가 있는 상장회사인 점, (2) 인수회사의 인수대금채무에 대하여 피인수회사의 자산을 담보로 제공한 점 (신한 LBO와 유사), (3) 인수회사가 피인수회사를 흡수합병한 점 (한일합섬 LBO와 유사), (4) 인수회사가 차입하여 조달한 자금으로 매입한 피인수회사 발행 회사채를 피인수회사 인수 후 피인수회사의 자산으로 조기상환한 점 (동아건설 LBO와 유사) 등의 특징을 갖고 있어 담보형, 합병형, 자산인출방식 LBO의 특징들을 모두 보여주는 사례이다(원창연, 2013). 신한사례에서 사실상 금지된 담보제공형 LBO를 우회하기 위한 수단으로 이러한 복합적인 형태의 LBO가 탄생한 것으로 보인다(김재운, 2009). 이 사례에서 대법원은 무죄를 선고하였는데,¹¹⁾ 이러한 신종 형태의 LBO에 대한 대법원의 대응이 앞으로 우리나라 LBO규제에 큰 영향을 미칠 것으로 예상된다.

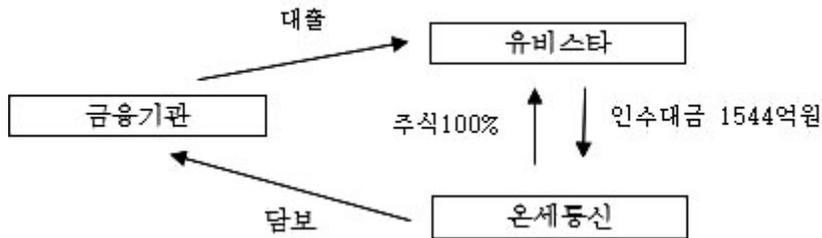
피고인은 유비스타의 대표이사로서 전환사채 발행과 대출을 통해 마련한 인수자금으로 온세통신을 인수하였다. 유비스타는 소유권 확보 후, 전환사채와 대출금에 대한 담보로 온세통신 소유 부동산과 매출채권 등에 대하여 담보를 설정하여 주고 온세통신이 유비스타에 발행한 신주인수권부사채를 조기상환하도록 하였다. 그 후 유비스타는 온세통신을 흡수합병하였고 이로써 온세통신은 우회상장하였다. 피고인은 위 담보제공 행위와 신주인수권부사채의 조기상환행위에 대하여 배임으로 기소되었다.

10) 합병 후 자산인출하는 형태도 해당된다. 김재운 (2014), “차입매수(LBO)에 대한 형사책임” 202면 참조.

11) 대법원 2012도9148호.

하지만 대법원은 “유비스타는 인수대금(유비스타 출연분 46%)으로 온세통신의 주식을 100% 인수해 온세통신의 1인 주주가 되어 법률적으로 동일한 인격체이며 경제적으로도 이해관계가 일치하는 동일체로서 피고에게 손해를 끼치려는 고의가 있었다고 보기 어렵다”며 무죄를 선고했다.¹²⁾ 이 사건 신주인수권부사채의 조기상환금지 조항 위반 등은 온세통신의 자산을 매각하여 부채를 줄이고 경영의 정상화를 도모하려는 경영자의 자율적 경영판단으로 판단하였다. 유비스타가 온세통신을 통신망을 보유하고 인터넷 접속 및 통신사업 등을 영위하던 온세통신을 경영상 필요에 의해 인수하였고, 온세통신의 기존 근로자들의 고용관계가 그대로 유지된 점 등을 종합해보면 피고가 온세통신의 자산을 담보로 이득을 취하려는 배임의 의사가 있었다고 볼 수 없다고 판단하였다(원창연, 2013).

〈그림 4〉 유비스타의 온세통신 인수¹³⁾



7. 제 7 유형: 자산인출방식

자산인출방식의 LBO는 합병형과 유사하나 SPC와 피인수기업이 합병하는 대신 SPC가 피인수기업의 최대주주 지위를 유지하며 상법에 규정된 방법에 따라 투자자본을 회수한다는 점에서 차이가 있다. 대선주조 LBO와 동아건설 LBO가 대표적인 자산인출방식 LBO 사례들이다.

1) 대선주조 사건: 대법원 2011도524

사모투자펀드 A사는 SPC를 설립하여 금융기관과 매도인인 롯데그룹의 대선주조 B회장으로부터 차입하여 기존 대주주로부터 지분 98.7%를 매입하였다. B회장(피고인 1)은 매도 이후에도 이사직을 유지하였고, A사와 SPC의 대표이사(피고인 2)는 인수 후 대선주조 이사에 취임하였다. 이어 대선주조의 98.7%의 지분을 소유한 SPC는 유상감자와 대선주조 설립 이래 유례없는 막대한 규모의 이익배당을 주주들에게 지급하였다. SPC는

12) 대법원 2012도9148호

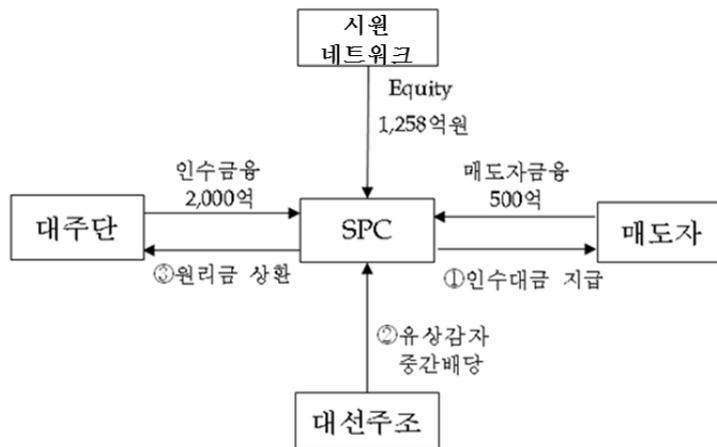
13) 자체작성

이렇게 마련한 자금으로 금융권에서 차입한 원리금을 상환하였다. 이후 피고인들은 선량한 관리자의 주의의무를 다하여 회사의 자산건전성을 유지하고 회사와 소수주주 및 회사채권자들을 보호하여야 할 업무상 임무가 있음에도 불구하고 과도한 유상감자와 이익배당을 하여 회사에 상당한 재산상 손해를 가하였다는 이유로 기소되었다.

이에 대해 원심법원은 “투자목적회사가 주주로서 피투자기업을 운용하고 상법의 규정에 따라 투자자산을 회수하는 것은 당연한 것이며, 회수한 자산을 어디에 사용하는지에 관한 제한이 있는 것도 아니므로, 유상감자나 이익배당을 통하여 투자금을 회수한 후 인수를 위해 차용한 채무 원리금 변제에 사용한 것”은 위법이 아니라고 판시하였다.¹⁴⁾ 또한 대법원도 “유상감자 당시 대선주조의 영업이익이나 자산 규모 등에 비추어 볼 때 유상감자의 절차에 있어서 절차상의 일부 하자로 인하여 회사의 채권자들에게 손해를 입었다고 볼 수 없다”고 하여 무죄를 인정하였다.¹⁵⁾

즉, 피고인들이 수행한 유상감자나 이익배당으로 인해 회사의 적극재산이 감소하였다 하더라도 헌법과 상법이 보장하는 사유재산제도, 사적자치 원리에 따라 주주가 갖는 권리행사의 결과이며 주주가 부당한 이득을 취득하였다거나 회사가 손해를 입었다고 할 수 없다고 판시하였다. 따라서 상법상 배당가능이익의 범위 내에서 적법한 절차와 규정의 준수를 전제로 한 유상감자 및 배당형식의 LBO도 어느 정도 법률적 안정성이 확보되었다(구경철, 2012).

〈그림 5〉 시원네트워크의 대선주조 인수¹⁶⁾



14) 부산고등법원 2010. 12. 29. 선고 노669.

15) 대법원 2011도524

16) 구경철(2012) 작성.

2) 동아건설 사건: 대법원 2011도1544

동아건설 사건에서 프라임 그룹은 동아건설 인수를 위해 프라임개발의 자체자금과 자체자산을 담보로 차입한 자금으로 동아건설의 유상증자에 참여하여 신주 73.21%와 회사채를 인수하였다. 프라임개발은 동아건설 인수 후 동아건설이 발행한 상환우선주와 부동산을 담보로 한 차입자금 및 회사자금으로 프라임개발 소유의 동아건설 회사채를 조기상환하도록 하여, 상환자금으로 자신이 금융기관에서 차입한 자금을 변제하였다. 이로 인해 프라임개발은 기소되었는데 동아건설에게 실제 지불해야 하는 이자부담액과 회사채 이자부담액의 차이 상당의 재산상 손해를 가하고, 프라임개발에게는 금융기관의 이자부담액과 동아건설 회사채에서 얻게 될 이자수입액의 차액 상당의 재산상의 이익을 얻게 하였다는 것이다.

거래현실에서 LBO의 구체적인 태양은 매우 다양한데, 동아건설 인수자금의 구조는 자본출자(equity: 프라임개발과 대주단의 신주인수자금), 선순위채무(senior debt: 동아건설 공장을 담보로 한 텀론), 후순위채무(subordinated debt: 동아건설이 발행한 상환우선주)의 구조가 갖추어진 점에서 LBO에 해당하는 것으로 볼 여지가 크다(김성주, 2012). 그러나 대법원은 애초에 프라임개발이 동아건설을 인수하는데 사용한 자금이 순수한 자기자금이라는 점에서 위법한 담보제공형 LBO에는 해당하지 않는다고 판단하였다.¹⁷⁾ 또한 프라임개발이 자신의 대출금으로 인수한 동아건설(피인수기업)의 회사채를 상환우선주 발행 및 차입을 통해 자금을 조달하여 조기상환하도록 한 것에 대해 배임죄의 성립요건 중 (1) 고의성 부분과 (2) 손해발생 부분에서 배임죄에 해당하지 않는다고 판시하다.

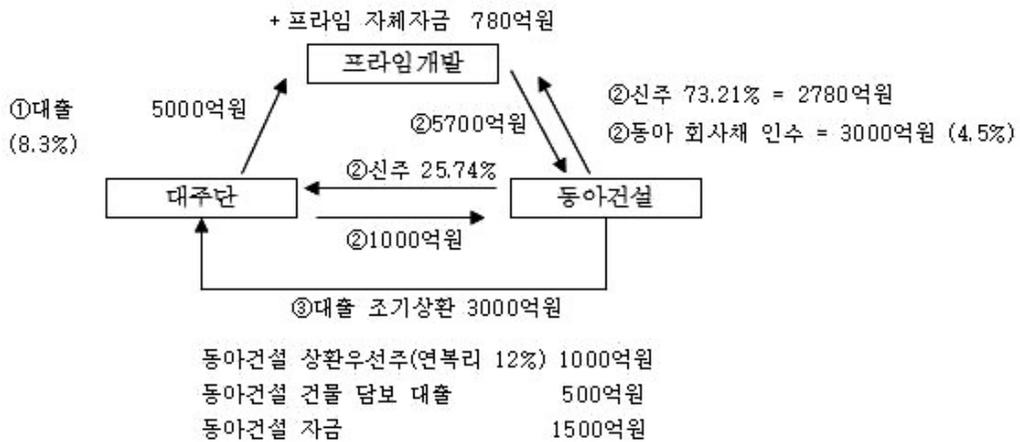
첫째, 동아건설 인수는 회생법원이 그 과정에 관여하여 절차가 공개되었고, 회사채의 조기상환은 회생법원으로부터 승인된 사항으로서 동아건설의 회사채 조기상환 행위는 배임의 고의를 인정하기 어렵다. 프라임개발은 부동산개발업 회사로서 이른바 시너지 효과를 위해 건설회사로서 입지가 있는 동아건설을 인수하였고, 관급공사의 낙찰을 위해서는 일정수준의 신용등급이 필요하여 회사채를 조기상환하여 동아건설의 부채비율을 낮춰야 했으며 이에 변제경위 및 동기상 적법성을 인정할 수 있다. 실제로 동아건설은 2008년 1월 이후 일년간 공공공사 5건, 민간공사 5건을 수주하고 2007년 도급순의 100위 밖에서 2008년 도급순위 89위, 2011년 시공능력평가순위 55위를 기록하였다(김성주, 2012).

둘째, 동아건설의 손해발생 부분에 있어서 상환우선주 발행은 프라임개발이 자신의 배

¹⁷⁾ 프라임개발의 자기자본 비율은 총 인수자금 5780억원 중 2780억원이 자체자금이거나 자체자산을 담보로 한 자기자금으로 48%에 해당하며, 동아건설의 유상증자에서 73.21%를 취득하였다.

당이익을 포기하는 손해를 입을 수 있다는 점에서 자기 혹은 제3자의 이익을 위한 배임죄에 해당하는 않음을 알 수 있다. 게다가 동아건설의 인수금융의 기본 구조인 상황우선주와 부동산을 담보로 한 신규대출인 팀론은 프라임개발과 금융기관들이 협의하여 정했으며, 프라임개발과 대주단이 99.95%의 지분을 보유하고 있는 상황에서 동아건설의 조기정상화 및 수익창출은 그들의 이익에도 부합하였다. 프라임개발이 소유하던 회사채 조기상환으로 동아건설이 사업상 누릴 수 있는 여러 경제적 이익을 고려하면 배임죄가 성립하지 않는다.

〈그림 6〉 프라임건설의 동아건설 인수¹⁸⁾



IV. LBO에 대한 경영판단과 배임죄에 관한 논의

1. LBO 판례에 나타난 경영판단의 합리성

경영자가 경영판단의 합리성을 인정받기 위해서는 실질적인 회사가치와 재무구조의 개선을 위하여 의사결정을 내리고, 법원도 회계 상의 기준이 아니라 경제적인 개선 여부를 판단하는 것이 중요하다. 즉, 평가에서 손익가치로 판단하느냐, 자산가치로 판단하느냐에 따라 차이가 생길 수 있으며, 특히 손익가치는 경영자의 주관적 가치판단이 개입하거나 회계 상 가정에 따라 달라질 여지가 크므로 가치산정의 객관성이 떨어질 수 있고,

¹⁸⁾ 자체작성

가치산정에 따른 회사매각대금 결정 등에서 배임이 될 가능성이 있다.

재무비율의 개선여부의 평가에서 유의할 것은 회계기준(K-GAPP 혹은 K-IFRS)에 따라 회계 상 수익성 비율, 부채비율 등 재무비율의 개선여부가 결정되는 경우도 있다. 예를 들면, 동아건설의 경우 상환우선주가 K-GAPP을 사용하던 당시에는 자본으로 분류되어 재무구조의 개선을 가져왔으나, 현재의 IFRS 기준에 의하면 부채로 분류되어 재무구조의 악화를 초래하게 된다. 같은 의사결정이 이처럼 회계기준에 따라 다른 효과로 나타나는 경우, 법원에서는 경제적인 실질을 따져서 판단하고 명확한 가이드라인을 제시함으로써 경영자 입장에서 법적 위험을 낮추어 주는 것이 필요하다.

자금조달과 자금상환 등을 포함한 LBO의 메커니즘을 어떻게 디자인할 것인가도 중요한 이슈이다. 이러한 의사결정은 통상 경영자 단독으로 내리는 것이 아니라 금융기관이 관여하여 약정에 의해 자금조달과 자금상환이 함께 패키지로 이루어지는 부분이 많다. 첫째, 자금조달 측면에서 한라시멘트의 경우, 로스차일드에 의하여 우리나라에서는 가장 복잡한 형태의 구조조정 프로그램이 디자인되었고, 동아건설의 경우, 금융기관이 관여하여 텀론과 상환우선주가 일체불가분으로 설계되었다. 따라서 피인수회사의 CEO 등 경영자의 배임죄를 따질 때, 금융기관에 대한 책임을 함께 판단하는 것도 LBO에 의한 배임을 사전에 막는 방안이 될 수 있다. 둘째, 자금상환 측면에서 자금조기상환금지의 위반에 대해 자율적 경영판단으로 볼 수 있는지 여부이다. 정리채권의 변제(온세통신)나 상환우선주의 발행(동아건설) 등으로 재무구조가 개선되어 신용등급이 좋아져 영업활동에 도움이 되는 경우 등은 모두에게 도움이 되는 경영판단으로 인정되었다.

LBO와 관련하여 금융·재무와는 관련이 없으나, 근로자의 고용관계를 승계하거나 유지하여 경영정상화를 하고, 인수회사와 피인수회사 간에 시너지 효과를 창출하는 등 회사의 가치를 극대화하는 경우, 특히 이해관계가 합치되고 아무도 손해를 보는 이해관계자가 없이 사회적 이익이 극대화하는 경우, 배임의 고의의사를 찾기가 어려워 LBO에 대한 재무적 의사결정을 ‘경영상 필요’에 의한 합리적 경영판단으로 인정받을 확률이 크다. 따라서 관련다각화의 경우는 쉽게 ‘경영상 필요성’을 찾을 수 있으나, 비관련다각화의 경우는 쉽게 찾기 힘들며 LBO의 배임죄가 될 가능성이 크다. 합병형, MBO형, 자산인출형 등에서 소유권과 경영권의 합치 여부는 손해발생의 고의 여부와 경영판단의 합리성을 평가하는 중요한 기준이 될 수 있으며, 특히 비관련다각화의 경우 등 객관적으로 ‘경영상 필요성’을 보이는 것이 어려운 경우에는 배임죄를 피하기 위해서는 모든 과정에서 실제적 합리성 및 절차적 합리성을 확보하는 것이 중요하다.

〈표 1〉 LBO 유형별 배임죄 구성요건

유형	사건명 -인수회사 (판례번호)	배임 여부	손해발생 여부 (차입구조 등)	고의 여부
담보형	신한 사건 - 김춘환(CEO) (대법원 2004도7027) (대법원 2007도5987)	○	- 신한의 부동산 담보제공 - 예금 근질권 설정 - 손해발생의 위험초래: 반대급부 비제공 (주주, 채권자) - 자기자본 비율: 0.5%	- 담보제공 당시 손해산정과 고의 인정 - 반대급부없는 담보제공
합병형	한일합섬 사건 - 동양메이저 (대법원 2009도6634)	-	- 인수후 합병기업의 현금성 자산과 현금으로 부채 변제 - 자기자본 비율: 43.4% - 책임재산: 존속회사재산 (피인수사보다 큰 자산) - 저가매수 불인정	- 공정한 합병 인정: PMI - 동일한 인격체 - 경영활동으로서 LBO 가치 인정
MBO	한라시멘트 사건 - Lafarge (대법원 2003도5091)	-	- 현가화변제방식(DIP유사) (상호지급보증 고리단절) - 위탁경영후 인수방식 - 저가매수 불인정	- 채권자, 주주, 이해관계인의 이익을 도모
상호 대출형	피인수사 임원처벌 (대법원 2006도483)	○	- 피인수기업이 대출받아 인수기업이 무이자, 무담보 차용 - 손익가치(손익계산서:IS) v. 자산가치(재무상태표:BS)	- 평가액 조작 - 무이자 차용 - 대주주 대여금
복합형	온세통신 사건 - 유비스타 (대법원 2012도9148)	-	- 담보형+합병형+자산인출 - 인수사 전환사채발행; 피인수사 자산담보제공 - 조기상환금지 조항 위반 - 자기자본 비율: 46% - 유비스타 1인주주: 흡수합병으로 온세통신 우회상장 - 경영정상화 이익	- 합병전 부동산과 채권에 대한 담보설정 - 흡수합병으로 동일한 인격체 - 근로자고용관계유지 - 경영정상화를 위한 조기상환
자산 인출형	동아건설 사건 - 프라이م개발 (대법원 2011도1544)	-	- 자기자본: 48% - 자체자산 담보로 차입 (담보제공형 LBO 아님) - 절차공개 - 회생법원 기승인: 인수후 상환우선주 발행하여 회사채 상황 - 조기상환: 재무구조 개선/신용등급에 긍정적	- 전(술)이해관계자 이익 - 이해관계합치 (73.21%) - 프라이م개발 시너지실현
	대선주조 사건 - 시원네트워크 (대법원 2011도524)	-	- 98.7% 지분확보 후 - 대선주조의 유상감자와 배당금으로 대출상환: 영업이익과 자산규모 대비 손해불인정 - 자산인출로 차입금상환 - 투자자산 회수당위성	- 유상감자와 이익배당 - 소액주주 차별없음. - 사유재산제도 및 사적자치원리

자료: 최경규 (2014).

2. LBO에 있어서의 배임죄 적용의 개선방안

1) 형법상 쟁점

배임죄는 타인의 사무를 처리하는 자가 신임관계를 저버리고 배임행위로 재산상 이익을 취득하여 본인에게 손해를 가하는 것으로, LBO에서는 선관의무, 충실의무 및 자기거래금지가 특히 문제된다. LBO 거래에서 이사의 책임을 따지기 위해서는 대상회사의 채무상환이나 회사존속에 악영향을 미칠 사유는 없는지, 소수주주나 채권자의 이해관계가 보장될 수 있는지, 인수 후 대상회사가 얻는 이익은 무엇인지 등에 대하여 객관적인 자료에 근거하여 면밀히 판단하여야 한다.

판례에 나타난 바와 같이 LBO 사건에서는 ‘경영판단’을 인정하지 않는 경향이 있다. 특히 담보형 LBO의 경우, 대가없이 대상회사의 자산을 담보로 한 경우는 무형의 이익 등과 무관하게 예외 없이 배임으로 판단되었다. LBO 의사결정 관련하여 경영자의 ‘경영판단’을 판단함에 있어서 실제적 합리성과 절차적 합리성을 판단할 필요가 있다. 실제적 합리성은 주로 가치판단에서 등가성 여부, 재무구조상의 개선 및 자본구조의 위험성향 등으로 심사될 수 있다. 절차적 합리성은 법규정의 준수, 이사회 의결 및 주주총회 의결 등 비자기거래를 포함한 적법절차와 위원회심사, 내부적정성 검토 및 외부 전문가 자문 등을 통한 전문성의 확보를 통해 판단될 수 있다.

또한 형법 외적 법규정의 정비를 통해 LBO를 규율할 필요가 있다. 상법상의 특별규정 제정을 통해 ‘담보제공형 LBO 행위’의 직접적인 금지규정을 도입하는 것을 검토하여야 한다. 나아가 형법상 배임죄만을 위법성 판단기준으로 삼고 있는 판례의 법리 해석에 전적으로 의존하지 말고 이사의 의무위배에 대한 민사적 접근을 강화하여 형법의 ‘최후수단성 원칙’을 지켜야 할 것이다(조인현, 2013).¹⁹⁾

2) 상법상 쟁점

상법 제398조는 이사가 회사와 이해충돌 (conflict of interest)이 있는 자기거래를 할 경우 이사회의 승인을 받도록 규정하고 있다. 따라서 SPC 및 대상회사의 대표이사가 동일인이면 당연히 이사회의 승인을 받아야 하며, 동일인이 두 회사의 이사를 겸임하고 있어도 이사의 자기거래에 해당할 수 있으므로 이사회의 승인이 필요할 수 있다 (이철송, 2009). 특히 LBO와 이해관계를 갖는 이사는 특별한 이해관계자로서 의결권을 행사할 수 없으며, 만일 대상회사의 경영진이 인수자로 나서는 MBO의 경우처럼 대상회사의 이사

¹⁹⁾ 독일 판례에서 경영판단의 위법성 여부 판단에서 (형법외적) 주식법상의 채무보전을 위한 재산의 유용금지조항이나 경영진의 회사와의 노무계약 등이 의무위반의 근거로 적용되는 것은 경영진이 이사의 충실의무 및 신뢰의무라는 법규범으로부터 자유로울 수 없음을 나타낸다.

전원 또는 대다수가 LBO와 이해관계를 갖는 경우 주주총회의 승인을 얻어야 할 것이다 (이창원 외 2인, 2007).

상법상 주의의무, 충실의무 및 신인의무 등을 판단함에 있어서도 ‘합리성’ (즉 절차적 합리성과 실체적 합리성)에 부합하는 의사결정인 경우, 경영판단을 인정할 필요가 있다. 판례에서도 재무제표에 나타난 주주(특히 소수주주) 및 채권자의 이익에 미치는 영향은 무엇인지, 대상회사의 채무상환이나 회사존속에 악영향을 미칠 사유는 없는지, 인수 후 대상회사가 얻는 이익은 무엇인지 등에 대한 객관적인 자료를 분석하여 이사의 선관의무, 충실의무 및 자기거래금지를 판단한다.

LBO의 특성상 실체적 합리성 지표 중 주주이익의 보호와 채권자 보호의 지표로 구분된다. 부채비율, 자기자본비율, 수익률 등은 주로 채권자 이익을 보호하기 위한 기준이다. 이러한 기준들이 일정 재무비율을 넘기면 ‘고의’의 판단에서 회사, 주주 혹은 채권자의 이익을 극대화하기 위한 경영판단으로 볼 수 있다는 식으로 경영판단의 원칙과 가이드라인을 제시할 수 있다면, 경영자들이 의사결정에 있어서 법적 위험을 줄일 수 있다.

법원이 LBO로 인한 실체적 합리성 지표의 변화의 방향과 정도 등에 대한 가이드라인을 제시한다면 경영판단에 대한 위법성 여부의 예측가능성을 높이고 상법상 이사의 의무 위반에 의한 상법의 적용을 최소화할 수 있다. 예를 들면, 자산인출형 LBO에서 상법상 허용한도 내의 이익배당은 실질적 회사재산이 감소하였다 하더라도 사유재산제도 및 사적자치 원리에 의하여 채권자 이익을 해치지 않는 한도라면 적법한 것으로 보았다. 더 나아가 당사자 간에 부채비율 등에 관한 Debt Covenant를 작성하여 민사적으로 집행한다면 더 강한 채권자 보호를 확보할 수 있다. 따라서 계약의 구속력과 법원의 가이드라인의 예방적 기능이 LBO 배임죄에 대한 형법상 규율을 보완할 수 있을 것이다.

V. 결론

이 연구는 LBO 관련한 다양한 대법원 판례를 중심으로 경영자의 의사결정의 경영판단 요소를 분석하였고, LBO 유형별로 이러한 요소가 대상회사의 재무상태에 대한 변화에 따라 법원이 ‘고의’와 ‘손해발생’의 책임을 배임죄로 물을지, ‘경영판단’을 인정하는지에 대하여 분석하였다.

경영판단의 원칙을 적용하기 위하여 주관적 요건인 ‘고의’를 판단할 때에는 객관적 요소로서 의사결정에서의 실체적 합리성과 법규정 및 정관의 준수 등 절차적 합리성을 따

적야 한다. LBO 유형에서 담보형과 상호대출형이 주로 배임죄를 구성하는데 반해, 합병형과 MBO 및 자산인출형은 배임죄를 구성하지 않는 것으로 나타난다. 이는 소유권과 경영권의 합치 여부가 손해발생의 고의 여부와 경영판단의 합리성을 평가하는 중요한 기준이 되기 때문이다.

경영자가 경영판단의 합리성을 인정받기 위해서는 실질적인 회사가치와 재무구조의 개선을 위하여 의사결정을 내리고, 법원도 회계 상의 기준이 아니라 경제적인 개선 여부를 판단하는 것이 중요하다. LBO 판단요소에서 근로자의 고용관계를 유지하여 경영정상화를 하고, 인수회사와 피인수회사 간에 시너지 효과를 창출하는 등 회사의 가치를 극대화하는 경우, 특히 이해관계가 합치되고 손해를 보는 이해관계자가 없이 사회적 이익이 극대화하는 경우, 배임의 고의의사를 찾기가 어려워 LBO에 대한 재무적 의사결정을 ‘경영상 필요’에 의한 합리적 경영판단으로 인정받을 확률이 크다. 따라서 관련다각화의 경우는 쉽게 ‘경영상 필요성’을 찾을 수 있으나, 비관련다각화의 경우는 쉽게 찾기 힘들며 LBO의 배임죄가 될 가능성이 크다. 비관련다각화의 경우 등 객관적으로 ‘경영상 필요성’을 보이는 것이 어려운 경우에는 모든 과정에서 실체적 합리성 및 절차적 합리성을 확보하는 것이 중요하다.

인수자와 인수기업은 LBO를 통해 피인수기업의 이익을 해치지 않고 가장 효율적으로 경영개선을 추진하여 기업의 장기적 성과를 고려해야 한다. 자금조달과 자금상환 등을 포함한 LBO의 메커니즘의 디자인은 통상 경영자 단독으로 내리는 것이 아니라 금융기관이 관여하여 약정에 의해 조달과 상환이 패키지로 이루어지므로 경영자의 경영판단뿐 아니라 금융기관에 대한 규제도 함께 고려되어야 한다.

미국이 회사, 주주, 채권자 등 이해관계자 전체의 이익을 보호하고자 하고 있고, 영국이나 독일이 회사의 자산과 기본자기자본을 보호함으로써 간접적으로 이해관계자들의 이익을 보호하고 있다. 또한 일본이 소수주주를 포함하여 주주이익을 보호하고 있는 반면, 기업정리절차 단계에 있는 기업에 대해서는 MBO를 유도하기 위해 공정한 MBO의 기준과 가이드라인을 제시하여 도산기업이 사업구조조정을 통해 희생할 수 있도록 한 것은 주주이익의 극대화를 넘어서 이해관계자의 이익은 물론 사회전체의 이익을 극대화하고 있다고 해석할 수 있다.

우리 법원도 이처럼 회사, 주주, 채권자 및 필요하면 종업원의 이해까지 고려하고 있는 것을 감안한다면, 이해관계자 전체 나아가 사회적 이익을 극대화하기 위하여 유무죄만을 가리는 형법에 의한 규율을 보완할 수 있는 상법적, 민사적 법적, 제도적 해결책에 대한 논의가 필요하다. 우리 형법상 배임죄 구성요건의 개정과 병행하여 상법상의 특별 배임죄 규정의 현실적 개선에 대한 심도있는 논의가 필요하다. 기업거래 관련 법규정의

입법적 보완과 법원 차원에서 가이드라인의 마련 등을 통해 법적 안정성을 확보할 수 있는 방안이 필요하다. 이때 다국적 기업이나 초국적 기업들의 국내기업에 대한 LBO 시도에 대한 국제거래질서의 도덕성을 유지할 수 있는 법적 구속력이 마련되어야 한다.

<참고문헌>

국문

- 권재열(2008), “대법원 판례상 경영판단의 원칙에 관한 소고,” 「증권법연구」, 제9권 제1호.
- 구경철(2012), “기업의 차입매수(LBO)에 따른 업무배임죄 적용에 대한 대응방안,” 「慶熙法學」, 제47권 제2호.
- 김성주(2012), “이른바 차입매수 또는 LBO와 배임죄의 성부,” 「재판실무여부」, 광주 지방법원.
- 김재윤(2014), “차입매수(LBO)에 대한 형사책임,” 「법학연구」, 제53집.
- 문상일(2013), “LBO 사례분석과 적법성여부에 관한 소고,” 「성신법학」, 제12호.
- 설민수(2010), “M&A의 한 방법으로서의 LBO에 대한 규제, 그 필요성과 방법, 그리고 문제점: 대법원의 2004도7027 판결에 대한 다른 시각··미국의 사해행위 취소와 한국의 배임죄 규제의 비교-미국의 사해행위 취소와 한국의 배임죄 규제의 비교,” 「사법논집」, 제45집.
- 송응순·이창원·최병선·이상현(2008), “차입매수(LBO) 방식 M&A에 대한 법원 판단과 쟁점”, Legal Update, 법무법인 세종.
- 원동욱(2007), “경영판단의 원칙의 적용범위: 미국의 사례를 중심으로,” 「상사판례연구」, 제20집 제1권.
- 원창연(2013), “차입매수(LBO)와 배임죄의 성부,” 「YGBL」, 제5권 제1호.
- 이승준(2013), “합병형 차입매수(LBO)의 배임죄 성부 판단,” 「형사정책연구」, 제24권 제1호.
- 이용식(2010), “차입매수(LBO)에 대한 형사책임-대법원의 배임죄 판단에 대한 검토” 「法學論集」 Vol.14 No.3., 이화대학교 법학연구소.
- 이지수(2007), “주주대표소송에서의 경영판단보호의 원칙: 미국과 일본의 사례를 중심으로,” 「기업지배구조연구」, Vol. 23.
- 이창원, 이상현, 박진석(2007), “LBO의 기본구조와 사례분석,” 「BFL」, 제24호.
- 이철송(2009), 「회사법강의」, 박영사.
- 조인현(2013), “기업 인수·합병 과정에서의 배임행위와 판례의 태도,” 「형사정책」,

제25권 제2호.

최경규(2014), “제3장 차입매수(LBO)에 있어서의 배임죄와 경영판단,” 「회사법제 발전 방향에 관한 연구」(송용순 외 3인), 한반도선진화재단.

최두열(2006), “한라그룹의 구조조정 성공 사례,” 「경영교육연구」, 제9권 제2호.

최승재(2010), “LBO와 배임죄의 성립 여부-판례의 동향을 중심으로-,” 「증권법연구」, 제11권 제3호.

홍복기·권재열·김성탁·박세화·심영(2010), 「주식회사법: 판례와 이론」, 박영사.

영문

Carlson, David Gray, “Leveraged Buyouts in Bankruptcy,” *Georgia Law Review*, 1985, 20(1).

Miller, Merton H., “Leverage,” Nobel Laurate Lecture. 1990.

Modigliani, F. and M.H. Miller, “The Cost of Capital Corporation and the Theory of Investment,” *American Economic Review*, 1959, 49(4), pp.655-669.

금융회사 임원의 보수와 보수위원회 시론

연구논단Ⅲ

정영철 | OT01 Law Firm 대표변호사 및 금융위원회 법률자문위원

1. 들어가며

대한민국 주주총회의 계절인 3월이 지나자 언론매체들이 앞다투어 상장회사의 임원 연봉을 보도하고 있다. 언론은 아무개가 “연봉킹”이라며 일반대중의 호기심을 만족시키는 위한 숫자를 열거하고 있다.¹⁾ 그러나 기업이 우리 경제에서 가지는 의미가 점차 막중하여 지면서 임원의 보수문제는 단순히 호사가의 관심사가 아니라 자본의 관리자인 기업 임원에 부여하는 가치의 척도가 되었다. 부의 창출이 토지를 포함한 자본과 노동을 결합한 경영의 결과라면, 사회가 경영이 부의 창출에 기여하는 정도를 어떻게 인식하고 있는가에 따라서 경영의 대가인 임원의 보수는 달라질 것이기 때문이다. 또한 임원의 보수문제는 회사법상으로 자신이 자신의 보수를 정하여야 하는 이해상충의 문제이기도 하다. 그런 의미에서 기업임원의 연봉에 대한 보다 다양한 측면에서의 분석이 필요하다. 이 글이 금융회사의 지배구조에 관한 법률(이하 “금융지배구조법”)의 2016년 8월 1일 시행을 앞두고 그런 사회적 필요를 충족하는데 다소나마 기여할 수 있기를 바란다.

2007년부터 미국은 G20 정상회담을 통하여 금융안정포럼(Financial Stability Forum, 이하 “FSF”)에게 금융규율체계의 개혁방안을 강구하여 줄 것을 제안하였고²⁾ 이에 따라서 금융안정위원회(Financial Stability Board, 이하 “FSB”)는 개혁주제중 하나로 2009년 4월 금융회사의 건전한 보수실무원칙(Principles for Sound Compensation Practices, 이하 “FSB 보수원칙”)을, 동년 9월 집행기준(Implementation Standards, 이하 “FSB 보수기준”)을 발표하였다. 보수기준이 명백하게 밝히고 있는 바와 같이 각국

1) 연합뉴스, 2016.4.2. “삼성전자 권오현 ‘연봉킹’...두산 박정원 현장경영 시동”, <http://www.yonhapnews.co.kr/bulletin/2016/04/01/0200000000AKR20160401163000003.HTML>

2) Jeong(2010)이 FSF가 FSB로 바뀌는 과정에 관하여 논의함

의 금융회사가 동등한 상황에서 경쟁하게 하기 위하여 동 기준이 국제적으로 일관되게 시행되어야 하며 또한 효과적인 시행을 위하여 각 국가가 동 기준에 따라서 국내법을 만들어 가는지를 지속적으로 감시하는 것이 필요하였다.³⁾ 또한, 특정 금융분야에 대한 국제단체, 예를 들면 바젤위원회(Basel Committee on Banking Supervision, 이하 “BCBS”)가 보수기준의 구체화를 통하여 각국 금융규율당국의 집행절차에 협조하고 있으며 FSB가 각국의 집행정도에 관한 정기적 보고서를 내놓고 있다.⁴⁾

2007년 미국의 금융계가 세계금융시스템을 붕괴 직전까지 몰고 간 대불황의 주범으로 지적되면서 세계 어느 나라보다도 우선 미국의 의회가 그 원인의 분석과 앞으로의 대처 방안을 논의하기 시작하였다.⁵⁾ 주택담보부 저당채권의 무분별한 유통화와 이를 기초로 한 채무불이행스왑(credit default swap) 난발, 신용평가의 형식화, 규율기관의 무관심 등과 함께⁶⁾ 금융회사 경영진의 소위 거래 문화(deal culture), 즉 투자자의 사후적 투자 위험과 관계없이 당장 거래를 성사시켜 자신의 수익만을 챙기고 그에 따른 거액의 보너스를 받아가는 문화가 주요한 원인 중 하나로 지적되었다.⁷⁾ 따라서, 2010년 미국 의회는 도드-프랭크 월가개혁 및 소비자보호법(Dodd-Frank Wall Street Reform and Consumer Protection Act, 이하 “DFA”)⁸⁾을 통과시키면서 상장회사 임원의 보수를 포함한 지배구조의 개혁에 관한 조항을 동 법안에 포함시키기에 이르렀다.⁹⁾

우리나라는 이러한 세계 금융계의 움직임에 발맞추어 2010년 1월부터 금융감독원(이하 “금감원”)의 각 금융산업 부문별 모범규준형태로 새로운 성과보수체계를 시행하고 있었다.¹⁰⁾ 예를 들어 금융투자회사 성과보상체계 모범규준은 리스크 구조와의 조화, 과도한 리스크 부담 행위의 제어, 자본적정성의 유지 및 확충 등 기본원칙을 총칙에서 제시하

3) Financial Stability Board(2009), p.1

4) BCBS는 2010년에 보수에 관한 원칙과 기준의 평가방법론을 제시하였다 (BCBS, 2010). 금융위기 이후 FSB는 International Association of Insurance Supervisors (IAIS)나 International Organization of Securities Commissions (IOSCO)와 많은 부분에서 공조를 하고 있으나 임원보수체계에 관한 한 특별한 합의는 없는 듯하다. IOSCO의 2007년 이후 금융규율시스템개혁을 위한 활동전반에 관하여는 Karmel(2012) 참조.

5) Emergency Economic Stabilization Act of 2008으로 \$700 billion의 사용에 관한 TARP(Troubled Asset Relief Program)를 시행하면서 의회 내 설치된 Congressional Oversight Panel이 많은 보고서를 내고 있다.

6) Financial Crisis Inquiry Commission(2011)의 3장,4장,5장 참조

7) Columbia Law School and Business School Professors webcast, The Current Financial Crisis (Oct. 8, 2008) 중 Prof. John C. Coffee의 지적사항 중 하나.

8) Pub. L. 111-203, 124 Stat. 1376 (Jul. 21, 2010). S. Report 11-176, H. Report 111-94도 참조.

9) 3절 이하에 자세하게 설명. 미국의 회사법은 주법이기 때문에, 연방법이 규율할 수 있는 대상으로서의 상장법인과 자본시장에 대한 규율을 수정 내지 추가하는 형식을 취하고 있으나 결과적으로 회사법의 규율대상인 기업의 지배 구조가 점차 연방법의 일부가 되어가고 있는 것이 현실.

10) 성과보상체계 모범규준은 은행권, 금융투자회사, 보험회사, 금융지주회사 모두에 동일하게 적용된다. 이들 규준은 모두 2013년 개정되었고, 금융지배구조법의 시행 이후의 규준 운영 사항은 각주 12 참조하여 유추할 수 있다.

면서¹¹⁾ 지배구조, 보상구조, 공시 등 3개의 장, 총 25개 조문을 가지고 있다. 이에 따라서 대부분의 금융투자업자는 경영발전보상위원회를 이사회 내 설치하고 위원회규정, 성과보상규정, 성과보상체계 운영준칙 등을 시행하고 있다. 금융위원회(이하 “금융위”)는 2014년 12월 금융회사 지배구조 모범규준으로 이들 금감원의 모범규준을 대체, 통일하면서 V장 제42조부터 제53조까지 보상위원회에 관한 일반규정을, 제63조에서 금융지주 회사에의 특례를 정하기에 이뤘다.¹²⁾ 이는 또 다시 2016년 8월 1일부터 시행될 예정인 금융지배구조법에 따라서 동 시행령, 금융위 고시 등으로 규범의 법적인 형태 및 그 내용면에서의 변화가 예상되고 있으며 보상위원회도 보수위원회로 바뀌게 되었다.¹³⁾

이 글은 금융지배구조법 시행에 발맞추어 금융회사의 임원보수 및 보수위원회에 관한 논의를 살펴보고 이의 개선을 위한 방안을 제시하고자 한다. 그리하여 우선 2007년 세계적인 대불황 이후 이에 대한 처방전의 하나로 제시된 금융회사 임원의 보수에 대한 국제적인 논의와 미국에서의 금융회사 내지 상장회사 임원의 보수에 관한 규율을 살펴본다. 이에 대한 이해를 전제로 우리나라에서 과거 금융기관의 임원보수문제는 어떻게 규율되었으며 금융지배구조법의 시행에 따라서 금융회사의 임원보수에 관한 규율은 어떻게 바뀔 것인지를 예측하여 본다. 마지막으로 이러한 변화가 우리 금융산업의 장래를 위하여 바람직한 것인지, 불확실하거나 개선할 점은 무엇인지 등에 대한 코멘트로서 마무리한다.

2. 2007년 대불황 이후 국제적인 논의

가. FSB

미국은 2007년 국제적 금융위기 직후 이를 극복하기 위한 공적 자금투입을 위하여는 국제통화기구(IMF)와 세계은행(World Bank)에 대한 국제사회의 추가출자가 필요하다고 역설하면서 G20 정상회담을 제안하였다. 그리하여 2008년 11월 워싱턴에서 개최된 G20 정상회담에서 금융위기의 원인과 앞으로의 행동계획, 금융시장개혁의 공동원칙, 개방적인 세계경제질서구축 등 광범위한 내용을 포함한 이행사항(commitment)을 약속하였다. 정상회담의 선언문은 39개 항목의 이행사항을 포함한 선언문과 56개 항목의 행동

11) 리스크 부담 행위는 risk taking의, 총변동보상액은 total variable compensation의 번역임을 괄호 안에 기재하여 정확한 이해의 편의를 도모하고 있다.

12) 동 규준은 부칙 제4조 제2항에서 기존의 금감원 성과보상체계 모범규준을 일괄 폐지하고 있다.

13) 금융위의 2016.3.17.자 공고 제2016-77호 시행령 제정(안) 제17조 및 4.27. 행정예고 금융위원회 고시 초안 금융회사 지배구조 감독규정 제정(안) 제9조 참조. 금융회사의 지배구조 감독규정 시행세칙 제정(안)도 참조.

계획의 두 부분으로 나누어지는 바, 그 말미인 87번째 단락 이하에서 FSF에 보다 광범위한 기능을 맡기고 IMF와 세계은행 자본의 적정성을 검토, 변화된 경제적 지위를 반영한 개발도상국의 추가출자를 통한 Breton Woods Institutions를 개혁하며 이들 국제기구는 심각한 시장교란시 필요한 지원을 확실하게 제공하여야 함을 명확히 하고 있다.¹⁴⁾

금융회사 임원의 보수체계와 관련하여서는 금융시장개혁의 공동원칙 중 하나로서 투명성과 책임성의 강화라는 제목 하에 경제적 유인은 지나친 위험부담의 방지라는 목표와 방향을 같이 하여야 한다는 것을 규정하고 있으며¹⁵⁾ 재무장관들에게 전문가와 협의하여 위험부담과 개혁에 대한 경제적 유인으로서의 보상실무에 대한 권고안을 만들 것을 요구하였다.¹⁶⁾ 행동계획 부분은 투명성과 책임성 강화, 건전성규율체제강화, 거시건전성관리, 위험관리, 금융시장신뢰성강화, 국제협력강화, 국제금융기구개혁으로 나누어져 있는 바, 위험관리에 관한 부분에서 2009년 3월 31일까지 즉각적인 행동이 필요한 항목의 하나로서 금융회사가 지나치게 단기적인 성과나 위험부담을 보상하는 보수체계를 채택하지 않게 하기 위한 조치를 포함하고 있다.¹⁷⁾

2009년 4월 런던에서 열린 G20 정상회담은 FSF를 FSB로 확대 개편하여 그 임무 중 하나로서 보상원칙의 집행을 포함시켰다.¹⁸⁾ 동 정상회담 중 와싱턴 G20 정상회담에서의 요구에 따라서 FSF가 발표한 문서가 보수원칙이다. 보수원칙은 1) 보상체계의 효과적 지배구조, 2) 보상체계와 신중한 위험부담의 효과적 정합성, 3) 효과적 감시와 이해관계자의 참여라는 세 원칙으로 구성되어 있으며 첫 번째 원칙은 이사회의 보상체계관리, 이사회의 확인, 위험통제담당자의 독립성, 두 번째 원칙은 위험에 비례하는 보상, 위험성과에 비례하는 보상, 위험의 시간적 요소에 민감한 보상, 현금과 주식 기타 다양한 형태의 보상과 위험의 정합성, 세 번째 원칙은 보상체계의 엄격한 관리, 모든 이해관계자의 참여를 위한 보상체계의 투명하며 포괄적이고 시의적절한 공개라는 9개의 세부원칙으로 다시 나누어져 있다. 첫 번째 원칙은 체계의 설립과 감시 권한의 소재, 두 번째 원칙은 보상체계의 내용, 세 번째 원칙은 규제기관과 주주의 역할에 관한 것이라고 할 것이다.

2009년 9월 미국 핏츠버그에서 열린 G20 정상회담 선언문은 여태까지의 정상회담 결과와 비슷하게 국제금융규율체계의 강화를 그 첫 번째 주제로 잡고 금융회사의 보상체계를 금융시스템의 안정성 유지에 필요한 주요한 버팀돌의 하나로 간주하면서 보다 자세한

14) The G20 Washington Summit Commitments, ¶¶ 87-95.
(<http://www.g20.utoronto.ca/analysis/commitments-08-washington.html>)

15) Ibid., ¶ 10.

16) Ibid., ¶ 28.

17) Ibid., ¶ 70.

18) London Summit - Leaders' Statement, ¶ 20 (2 Apr. 2009). (<http://www.g20.utoronto.ca/kr/kr-london-declaration.pdf>)

요소를 열거하기에 이르렀다.¹⁹⁾ 수년에 걸친 보장성 보상의 금지, 변동보상의 상당부분을 회사의 장기적 성과나 위험의 시간적 한계와 연계될 수 있는 주식이나 주식연계상품으로 사후 회수가능성을 전제로 하여 이연지급하는 방안, 임직원 보수와 회사의 위험간 방향성의 일치, 투명한 개시시스템, 변동보상을 순영업이익의 일정 퍼센트로 한정하는 방안, 보상위원회의 독립성 등이 이들이다. 동 선언문은 또한 금융규율당국은 금융시스템상 위험을 고려하여 보상체계의 수정을 요구하거나 추가자본의 적립을 요구할 수 있으며 FSB가 보상체계의 원칙이 어떻게 집행되는지 계속 감시할 책임이 있음을 확인하고 있다.

동 정상회담 중 런던 G20 정상회담의 요구에 따라서 FSB가 발표한 것이 보수기준이다. 보수기준은 보수원칙을 보다 구체화하여 변동보상의 현금과 주식비율 (5:5), 변동보상 중 이연지급부분의 비율 (4:6-6:4), 이연지급기간 (3년) 등을 제시하고 있으며 사업보고서에 포함되어야 할 사항으로 보상결정절차, 보상체계특성, 보수전체금액과 임직원별 상세내역 등 총 19개 문단으로 구성되어 있다. FSB에서의 보수체계에 대한 논의는 미국과 국제금융 시스템위협에서 시작된 만큼 시스템위협을 초래할만한 주요금융기관의 범위나 은행, 투자금융, 보험 등 특정 금융산업에 특유한 위험의 규율은 각국의 금융규율기관과 이들의 국제적 협력기구로부터의 협조와 집행에 의존하고 있다. G20 정상회담은 2010년 7월 토론토에서, 2010년 10월 서울에서 열렸으며 2011년 이후 매년 한번씩 열리고 있지만 토론토에서 임원보수에 관한 한 FSB의 기본원칙과 기본기준이 각국에서 잘 집행되고 있는지 평가하는 책임을 명확하게 하였고²⁰⁾ 서울에서 IMF와 World Bank를 포함한 MDB에 대한 개발도상국의 추가출자가 완성되면서 미국이 야기한 세계적 대불황의 소용돌이를 처리하고 이제는 통상적인 업무협의를 위한 회담이 되었다.²¹⁾

나. BIS 지원

2010년 1월 BIS는 각국의 규율당국과 금융회사가 FSB의 보상원칙과 보상기준을 보다 구체적인 규정으로 만드는 과정의 어려움을 감안하여, 그러나 금융회사의 규모나 복잡성, 사업의 성격, 위험수용의 정도 등에 비례하여 최대한 신축적으로 운용할 수 있도록 평가방법론을 제시하였다 (FSB, 2009). 동 방법론은 그 적용범위를 금융회사와 임직원이라는 두 가지 차원에서 규정지은 후에 본국과 영업지국 규율당국의 권한과 책임문제

19) G20 Leaders Statement, ¶ 13 (Sept. 25, 2009).
(<http://www.g20.utoronto.ca/2009/2009communique0925.html>)

20) G20 Toronto Summit Declaration, Annex I: The Framework for Strong, Sustainable and Balanced Growth, ¶¶ 32-36 (Jun. 2010). (<https://www.oecd.org/g20/summits/toronto/g20-declaration.pdf>)

21) G20를 통한 국제적 금융규율체계 확립에 대한 평가는 Cho and Kelly (2012) 참조.

또한 설명하고 있다. 방법론은 현재의 보상체계를 보상중심(award-focused top-down)과 지급중심(payment-focused bottom-up)의 두 가지로 분류하고 전자는 원칙 5와, 후자는 원칙 4와 6에 충실하여야 할 것이라고 설명하면서 각 원칙과 기준별로 규율목표, 추가적인 규율지침, 규율감시를 열거하고 있다.

다. FSB의 지속적 검토

2011년 G20 정상회담의 요구에 따라서²²⁾ FSB는 2012년부터 매년 설문지조사 내지 동료검토의 결과를 담은 보수원칙과 기준의 집행상황 진행보고서를 만들어내고 있다(FSB, 2012; FSB, 2013; FSB, 2014; FSB, 2015). 가장 최근의 2015년 11월 4차보고서는 적어도 투자은행을 포함한 은행부분에는 FSB 회원국 대부분에서 보수원칙과 기준이 채택되었음을 확인하면서 이러한 보수체계가 임직원의 비리예방과 연계되어야 하는 점, 그리고 보험의 경우에는 보수원칙과 기준의 채택이 미미한 점을 지적하고 있다.²³⁾

3. 미국 도드-프랭크 법에 따른 규율

2007년의 세계적 대불황에 대한 대응책으로 미국 의회가 입법화, 2010년 7월 발효된 시행된 DFA는²⁴⁾ 그 자체 15개의 장을 가진 거대한 법안이다. 금융안정성, 청산권한, 헷지펀드, 보험, 수신금융회사, 월가투명성과 책임성, 결제청산관리, 투자자보호와 증권규제개선, 소비자보호국, 금융접근성증진, 공적자금환수, 주택저당채권개선 등을 위한 장 중에서 제9장 투자자보호와 증권규제개선의 E절 제951조부터 제956조까지, G절 제971조에서 제972조까지가²⁵⁾ 임원의 보수에 관련된 규정이다. 이하 주요 조문의 내용을 살

22) The Seoul Summit Document, ¶¶ 28-40 (Nov. 2011). (<http://www.g20.utoronto.ca/2010/g20seoul-doc.pdf>)

23) FSB(2015), pp. 18-23.

24) 미국은 여러 개의 단행법을 하나의 입법안으로 개정하며 통상 동 개정안을 제안한 국회의원의 이름을 따라서 동 법안의 제목을 붙이고 법안에 별도의 조문수를 부여한다. 따라서 DFA는 미국 금융대불황 이후 여러 법규의 개정을 포함하고 있으며 상술한 E/G절은 미국 증권거래법의 개정을 위한 규정이 대부분이다. 우리나라는 개별법안의 개정안을 만들어 언제나 기존조문체계를 유지한다. 개혁의 전체내용을 살펴보려면 미국의 제도가 편한 반면, 기존의 단행법이 어떻게 개정되는지를 이해하려면 우리나라의 시스템이 편리하다.

25) Title IX - INVESTOR PROTECTIONS AND IMPROVEMENTS TO THE REGULATION OF SECURITIES, Subtitle E - Accountability and Executive Compensation과 Subtitle G - Strengthening Corporate Governance, G절 제971조 proxy access는 임원보수와 직접 관련이 없다고 할 수도 있지만 중요한 기업지배구조에 관한 규정이며 이사에 대한 통제라고 할 수 있는 까닭에 이에 포함시켰다. 제972조의 이사회 의장과 CEO의 겸임에 관한 설명은 이 글에서 생략한다. 대부분의 규정이 상장회사 전반에 적용된다.

폐보기로 한다. 이들 규정의 집행을 위한 구체적인 규정이 아직 모두 최종화된 것은 아니지만 최근의 상장기업 경향은 DFA 원칙에 따라서 그리고 전보다 적극적인 주주행동주의에 맞추어 임원의 보수에 대한 보다 자세하고 조심스런 개시와 의결권 자문사 요구에의 부응이라는 접근방법을 취하고 있다 (Shearman & Sterling LLP, 2015).

가. 의결권 대리행사 위임장에 대한 접근(Proxy Access)²⁶⁾

소수주주가 주주제안권을 행사하여 이사후보를 추천하면 회사가 발송하는 의결권대리행사위임장 자료에 이들을 포함시켜야 한다는 이사후보추천(proxy access) 이슈는²⁷⁾ 미국회사법상 가장 열띤 논쟁거리 중 하나이다. DFA는 미국 증권거래법 제14조 제(2)항을 추가하여 증권거래위원회(Securities and Exchange Commission, 이하 “SEC”)에게 주주가 이사후보를 제안할 권리에 관한 규정제정권을 부여하였고 SEC는 2010년 8월 Rule 14a-11을 발표하여 동년 11월부터 시행에 들어갈 것을 예고하였다.²⁸⁾ 동 규정에 따르면 상장회사는 3년 이상 3% 이상의 주식을 보유한 주주에게²⁹⁾ 전체이사의 4분의 1만큼의 이사후보자를 회사가 주주들에게 발송하는 정기주주총회에서의 의결권위임장 자료에 포함시킬 것을 요구할 권리를 부여하는 규정을 정관에 포함시켜야 한다. 그러나 동 규정은 2011년 법원에서 무효로 선언되었고³⁰⁾ 따라서 그 이후 소수주주의 이사후보추천 이슈는 각 회사의 주주와 경영진간 협상의 문제로 변질되어 지난 수년간 주주총회의 가장 주요한 현안이 되고 있다.³¹⁾ 한편 SEC는 2015년 10월 주주제안을 배제할 수 있는 사유로서의 회사의 기존 제안과 상충되는 경우³²⁾ 및 회사의 통상적 사업운영에 관련되는 경우의³³⁾ 해석과 관련하여 제한된 입장을 표명하여 주주의 보다 적극적인 이사후보추천 제안을 간접적으로 지원하고 있다.³⁴⁾

26) DFA, Sec. 971, SEC Rule 14a-11

27) 소수주주가 독자적인 의결권대리행사권유(proxy solicitation) 절차를 피할 수 있다는 점에서 비용과 시간을 절약할 수 있는 편리함이 있다. 우리나라는 상법 제363조의2, 제542조의 4, 제542조의6, 제542조의8, 금융지배구조법 제17조 제4항 등에 이미 규정되어 있다. 사외이사가 아닌 이사선임과 관련하여 이견의 여지는 남아 있다.

28) <http://www.sec.gov/rules/fnal/2010/33-9136.pdf>.

29) DFA, Sec. 957은 증권회사와 같은 브로커가 주주로부터의 명시적 위임 없이 이사후보추천(proxy access)나 임원 보수에 관한 규정의 채택의안에 대하여 의결권을 행사할 수 없도록 거래소가 정하여야 한다고 규정하고 있다. 따라서, 기관투자자의 영향력이 개인투자자들보다 더 커졌다고 할 수 있다.

30) Business Roundtable v. SEC, 647 F. 3d 1144 (D.C. Cir. 2011).

31) 미국 로펌이나 의결권자문기관이 많은 자료를 발표하고 있다 (Sullivan & Cromwell LLP, 2015; ISS, 2015).

32) Rule 14a-8(i)(9). 우리 상법 시행령 제12조에 열거된 사유에 해당한다.

33) Rule 14(a)-8(i)(7).

34) SEC Staff Legal Bulletin No. 14(H), Shareholder Proposal (Oct. 22, 2015).

나. 임원보수에 대한 주주총회에서의 주기적 의결³⁵⁾

상장회사는 적어도 3년에 한 번씩 임원의 보수에 관하여 주주총회에서의 의결을 받아야 한다. 따라서 동법 시행 후 처음 열리는 주주총회에서의 의결권 대리행사 위임장 자료에는 주주총회에서의 의결을 얼마만큼의 시간적 간격을 두고 할지에 대한 의결사항을 포함하여야 한다. 또한 그러한 시간적 간격은 적어도 6년에 한 번씩 주주총회에서 다시 의결하여야 한다. 이러한 의결이 이사회나 임원을 구속하는 효력은 없을지라도 투자자들이 임원의 보수에 대하여 어떤 의견을 가지고 있는지를 표출하므로 적어도 앞으로의 보수결정에 압력으로 행사할 수는 있다.³⁶⁾

또한 기업의 인수·합병이나 영업양도와 같이 주주총회의 의결을 필요로 하는 기업거래 승인 건과는 별도로 경영진에 지급되는 황금낙하산(golden parachute)이라 불리는 특별퇴직금지급 사안에 대하여 주주총회에서의 의결이 필요하다.

2011년 주주총회 계절이 끝난 이후부터 경영진 보수에 대한 주주 투표권(say-on-pay) 표결에서 임원보수에 반대한 주주들이 이사들을 상대로 소송을 제기하였으나 대부분 본안까지 가지 못하고 각하당했다. 대표적으로 Davis 사건에서³⁷⁾ 보수위원회는 사전에 책정된 목표를 달성한 임원들에게 성과보수를 지급하는 결정을 하였던 바, 그러한 지급계획은 주주총회에서 승인을 받지 못하였고 이에 주주는 이사들의 신인의무 위반을 주장하였으나 법원은 경영판단의 원칙에 따라서 주주들의 소송을 각하하였다.

보다 최근에는 경영진 보수에 대한 주주 투표권 안건에서 임원의 보수에 대한 설명이 중요한 부분이 누락되어 있음을 이유로 주주총회의 개최를 금지하는 가처분신청을 하는 사례가 늘고 있다. 이러한 소송 역시 법원에서 거절당하고 있지만 회사의 입장에서는 주식부여계획의 설명과 관련하여 특별한 주의가 필요하다.³⁸⁾

다. 보수위원회의 독립성³⁹⁾

보수위원회의 위원은 독립적이어야 하며 이 경우의 독립성은 NYSE/Nasdaq에게 상장회사가 위원회 위원에게 지급하는 보상과 위원과 그 가족이 상장회사, 그 자회사, 또는 계열회사와의 연계관계(affiliation)를⁴⁰⁾ 고려하여 정의하도록 위임하였다. 보상위원회

35) DFA, Sec. 951.

36) 4년 시행에 대한 평가에 관하여는 Bachelder(2015) 참조.

37) Plumbers Local No. 137 Pension Fund ex rel. Umpqua Holdings Corp. v. David, 2012 WL 602391 (D. Or., Feb. 23, 2012).

38) Greenlight Capital L.P. v. Apple, Inc., 2013 WL 646547 (S.D.N.Y., Feb. 22, 2013).

39) DFA, Sec. 952; SEC Rule 10C-1 Release Nos. 33-9330; 34-67220; File No. S7-13-11 (Jun. 20, 2012)

는 자신의 재량으로 독립적인 보수컨설턴트나 변호사의 자문을 구할 수 있고 발행회사는 그러한 자문비용을 지급하여야 한다.

NYSE는 상장요건으로서의 보수위원회 위원 독립성을 판단함에 있어서 이사회는 DFA 제952조상의 고려요소를 포함하여 상장회사 경영진으로부터 독립적으로 판단할 능력에 중대한 영향을 미칠 수 있는 상장회사와의 모든 관계(relationship)를 고려하여 판단하여야 할 것을 요구하고 있다.⁴¹⁾ 이러한 요건은 보수위원회 위원이 충족시켜야 할 사외이사의 독립성 일반의 요건에⁴²⁾ 추가적으로 부과되는 것임은 물론이다. Nasdaq은 NYSE보다 명확한 기준을 채택, 보수위원회 위원은 상장회사나 그 자회사로부터 일체의 자문료를 받아서는 아니된다고 규정하였다.⁴³⁾ 자문료에는 보수위원회 위원으로서 받는 보수나 퇴직시 확정지급금은 포함되지 아니한다. 연계나 관계 유무를 판단함에 있어서 개인적인 또는 사회적인 친분도 고려되어야 하며 명확하지 않은 개념이기에 회사의 독립성에 대한 개시와 확인이 중요한 의미를 가진다.

상장회사는 사업보고서에 이사회 위원회 위원의 독립성 여부를 판단하기 위한 기준을 개시하여야 하며⁴⁴⁾ NYSE는 상장회사가 주기적으로 기업지배구조요건을 충족시키고 있다는 확인서의 제출을,⁴⁵⁾ Nasdaq는 보수위원회 요건충족 확인서의 제출을 요구하고 있다.⁴⁶⁾

라. 임원성과보수의 개시⁴⁷⁾

상장회사는 주주총회에서의 의결권 대리행사를 위한 위임장 자료에 (1) 임원보수 대비 주가변동과 배당을 합한 회사의 경제적 성과 간 비율; (2) 이들의 변화를 표시하는 표; 및 (3) CEO의 연봉 대비 CEO를 제외한 임직원 연봉의 중간치간 비율을 개시하여야 한다. 또한 임원이 성과보수를 헷지하기 위하여 풋옵션, 주식스왑 기타 선도계약을 체결할 수 있는지 여부도 또한 공시하여야 한다.

SEC는 일찍이 2006년 8월 통상 CD&A(Compensation Discussion & Analysis)라고 약칭되는 공시서류에 포함되어야 할 임원보수 공시기준을 정한 바 있으나⁴⁸⁾ DFA 제953

40) Sec. Rule 12b-2.

41) NYSE Listed Company Manual Sec. 303A.02(a)(ii).

42) Id., Sec. 303A.02

43) Nasdaq Rule 5605(d)(2)(B).

44) Reg. S-K Item 407(a)(i)(i).

45) NYSE Listed Company Manual Sec. 303A.

46) Nasdaq Rule 5605(d)(6).

47) DFA, Secs. 953, 955.

조에 따라서 추가적으로 2015년 4월 성과보수(pay for performance)의 개시를 위한 규칙안을 제안한 바 있다.⁴⁹⁾ 동 규칙안은 위임장대리행사를 위한 위임장 자료에 pay v. performance라는 제목의 표를 추가할 것을 요구하고 있는데 동 표에 꼭 포함되어야 할 행으로 연도, 주요임원에 대한 보상의 개요, 주요임원에 실제 지급된 보상액, 주요임원이 아닌 임원들에게 지급된 평균보수액, 주주에게 지급된 금액(total shareholder return, “TSR”)⁵⁰⁾ 등을 열거하고 있다. 이에 대하여는 동 표가 지나치게 형식적으로 상장회사에 지나친 부담만을 줄 뿐이라는 비판적 견해가 있다 (Segal, 2015). 한편 보수율(pay ratio)에 관하여는 SEC가 2015년 8월 규칙을 확정, 공포한 바 있다.⁵¹⁾ 동 규칙은 CEO의 연봉총액(annual total compensation)의 계산방법, 근로자(employee)의 개념이나 총인원 산정기준 등 기술적인 사항에 관하여 자세하게 규정하고 있다. 수치 자체의 개시를 통한 규율의 효과에 대하여 회의적인 견해가 많으며 여전히 단기적 실적위주의 경영에 대한 우려가 표명되고 있다.⁵²⁾

마. 재무제표 수정시 임원성과보수의 환수강제⁵³⁾

SEC는 전국적 증권거래소에 상장기준의 하나로 임원보수환수에 관한 규정을 포함 시키라고 명령할 수 있는 권한을 부여받았다. 임원보수환수규정이란 상장회사가 재무정보를 보고함에 있어서 적용법규상의 중요한 의무사항을 위반하여 사후적으로 이를 수정한 경우 수정 전 3년 기간 동안 잘못된 재무제표에 기초하여 성과보수를 지급받은 전·현직 임원으로부터 그만큼의 성과보수를 반환받는 규정이다. Enron 회계부정으로 2002년 7월부터 시행된 사베인즈-옥슬리법(Sabanes-Oxley Act)상 유사한 규정을⁵⁴⁾ 확대하여 CEO/CFO뿐만 아니라 전·현직 임원 모두에게 적용되며 재무제표 수정 과거 1년이 아닌 3년 기간 동안 지급된 성과급이 모두 환수되도록 정한 것이다. 그러나 재무제표의 수정에 기인하여 잘못 지급된 성과보수의 정확한 금액을 산정하는 것이 언제나 쉬운 작업은 아닐 것이다. SEC는 2015년 7월 이의 시행을 위한 규칙 초안을 발표하였던 바⁵⁵⁾, 동 초

48) SEC Release Nos. 33-8732A; 34-54302A (Aug. 20, 2006). 이에 대하여도 개선하여야 할 점이 많다는 비판이 있다 (Orsagh, 2015).

49) SEC Release Nos. 34-74835; File No. S7-07-15 - Pay v. Performance.

50) TSR은 구체적인 목표가 없으며 무엇이 TSR을 증가시키는지에 대한 정보가 없기 때문에 TSR을 보완할 수 있는 보다 구체적인 matrix가 필요하다는 견해로 Swinform(2015)가 있다.

51) SEC Release Nos. 33-9877; 34-75610; File No. S7-07-13 - Pay Ratio Disclosure.

52) Peter Eavis(Apr. 4, 2016), “Valeant is a Reminder of the Peril of Outsize Executive Pay”, NYT.

53) DFA, Sec. 954.

54) SOX Sec. 304, 15 USC 7243.

55) SEC Release Nos. 33-9861, 34-75342; IC-31702; File No. S7-12-15 - Listing Standards for Recovery of

안에 따르면 수정된 재무제표상 성과보수를 산정, 실제 지급된 금액과의 차액을 회수하는 것이 원칙이지만 개별적인 경우에 수정된 재무제표에 기인하는지, 얼마나 기인하는지 여부에 대한 결정은 보수위원회의 재량에 맡기고 있다.

바. 대규모금융회사의 임원보수체계에 대한 규제⁵⁶⁾

위에서 언급한 모든 규정이 상장회사의 임원보수에 대한 절차적 규율이라면 G20 정상 회담과 FSB의 보수원칙 등에 따른 대규모금융회사의 과도한 위험부담을 막기 위한 보수 체계 자체에 관한 규정으로 DFA 제956조가 있다. 구체적으로 SEC와 관련규제기관의 공동규칙이 확정되어야 하는 바, SEC 등이 공동으로 2011년 3월 2일 초안을 발표한 이후 규제기관간 협동작업의 어려움때문인지 최근까지 아무런 진전이 없었다.⁵⁷⁾ 자산이 500억불 이상인 대규모금융회사의 경우 과도한 위험부담을 초래하는 성과보수의 금지원칙, 성과보수의 50% 이상이 3년 이상의 기간에 걸쳐서 지연 지급될 것, 지연성과보수는 지급기간 동안 실제 성과에 따라서 조정될 것, 금융회사를 상당한 위험에 노출시킬 수 있는 임원과 이들에 지급되는 성과보수는 보수위원회에서 승인될 것 등 원칙적인 수준의 법적 요구가 구체화되기 위하여 앞으로도 상당한 시간이 소요될 것으로 예상된다. 현재 대규모금융회사들은 자체적으로 의결권자문기관과 협조하면서 주주들과의 협의를 통하여 이들 보수체계를 시행하고 있다.

드디어 2016년 4월 21일 National Credit Union Administration이,⁵⁸⁾ 4월 26일 Office of the Comptroller of the Currency (OCC),⁵⁹⁾ Federal Deposit Insurance Corporation (FDIC), Federal Housing Finance Agency (FHFC)가, 5월 2일 Board of Governors of the Federal Reserve System (FRB)이 DFA 제956조하의 위임에 따른 구체적인 보수준칙을 각각의 관할 금융회사에 적용하기 위하여 초안을 발표하였다 (Latham & Watkins LLP, 2016). 우선 자산규모에 따라서 \$1B, \$1B-250B, \$150B이상의 세 등급으로 나누어 자산이 10억불에서 2500억불 사이인 Level 2와 자산이 2500억불 이상인 Level 1이 보다 철저히 규율된다. 지나친 위험을 초래할 보상은 금지되며 이사회

Erroneously Awarded Compensation (Jul. 1, 2015).

56) DFA, Sec. 956.

57) SEC 17 CFR Part 248 Release No. XXX: File no. RIN 3235-AA42.

58) 실험관리청으로 우리의 금융위 중소기업과 정도.

59) 각 기관의 대감의 관할을 보면 OCC는 연방은행, 연방저축은행, 외국은행의 연방지점 관할, FDIC는 주은행이면서 FRB 구성원이 아닌 은행, 주저축은행, 연방지점이 아닌 외국은행 주지점 관할, FHFC는 Fannie Mae/Fraddie Mac 관할, FRB는 주은행 구성원은, 은행지주회사 관할, SEC는 우리 금투업자 관할. 주와 연방의 관할구분 때문에 지나치게 복잡하게 보이지만 미국의 독특한 국가성립과정때문에 생겨난 어쩔 수 없는 정치현실.

가 보수체계를 통제하고 공시 및 기록보존의무를 부과하고 있는 것은 우리와 비슷하지만 적용범위가 10% 주식보유자인 우리법상 주요주주를 포괄하며 이연기간을 4년 이상으로 환수가능기간을 7년으로 정하고 있는 점에서 우리보다도 훨씬 엄격한 측면이 보인다. 물론 임원보수의 수준이 다를 수 있기 때문에 하나의 잣대만을 적용하여 우리의 보수체계와 비교할 수는 없을 것이지만 최근의 국책은행을 통한 기업구조조정과 그 이후의 관리 체계에 대한 문제점, 회계사들의 내부정보를 이용한 주식거래를 둘러싼 문제점 등을 보면서 적어도 회계기준을 지키지 아니한 공시문제를 해결하기 위하여 환수(claw-back) 기간만큼은 연장이 필요할 것으로 사료된다.⁶⁰⁾

5. 금융지배구조법

가. 적용범위

전술한 바와 같이 금감원의 모범규준, 금융위의 모범규준을 거쳐서 2016년 8월 1일부터는 금융지배구조법과 시행령⁶¹⁾ 등에 따라서 금융회사의 보수위원회에 관한 규정이 집행된다. 2010년 금감원의 모범규준은 은행과 자산총액 2조원이상인 금융투자업자와 보험업자가 적용대상이었고 2014년 12월 금융위의 모범규준은 자산 2조원 이상의 여전업자와 저축은행, 운용자산 20조원 이상의 자산운용업자에게 그 범위를 확대한 바 있다. 앞으로 시행될 금융지배구조법하에서는 3개의 유형이 있을 법하다. 우선 위원회를 둘 필요가 없는 금융회사이다.⁶²⁾ 자산총액 3000억원 미만의 저축은행, 자산총액 2조원 미만의 금융투자업자/보험업자/여전업자, 운용자산 20조 미만의 자산운용업자이다. 두 번째 유형은 보수위원회를 두어야 하지만 감사위원회로 대신 할 수 있는 금융회사이다.⁶³⁾ 보수위원회를 설치하여야 하는 모든 금융회사에서 가능한 구조이다. 다만 자산 2조원 이상의 금융회사는 제외한다.⁶⁴⁾ 따라서, 자산 3000억 이상 2조원 미만의 저축은행과 운용자산 20조 이상의 자산운용업자에게 가능한 구조이다. 세 번째 유형은 반드시 감사위원회와 별도의 보수위원회를 두어야 하는 금융회사이다. 자산 2조원 이상의 은행, 저축은행,

60) 우리 금융회사들은 기존의 모범규준에 따라서 대부분 3년을 정하고 있으며 실제 발동된 사례가 거의 없는 것으로 알고 있다.

61) 이 글의 논의는 입법/행정예고중인 시행령(안), 금융위 감독규정 고시(안)을 전제로 한다.

62) 금융지배구조법 제3조 제3항, 시행령(안) 제6조 제3호.

63) 법 제16조 제2항.

64) 시행령(안) 제14조

금융투자업자/보험업자/여전업자이다.⁶⁵⁾ 이하 보수위원회의 설치가 요구되는 또는 감사위원회와 별도의 보수위원회를 설치하기로 결정한 금융회사에 관하여만 논의한다.⁶⁶⁾

나. 보수위원회

1) 구성

보수위원회는 이사회 내 위원회 설치에 관한 회사법의 규정 및 금융지배구조법의 규정에 따라야 한다. 따라서 보수위원회는 2인 이상으로 구성되어야 하며⁶⁷⁾ 위원회의 과반수는 사외이사이어야 한다.⁶⁸⁾ 따라서 적어도 사외이사 2인 또는 사외이사 2인과 사내이사 또는 비상임이사 1인으로 구성되어야 한다. 보수위원회의 대표는 사외이사로 한다.⁶⁹⁾

보수위원회의 구성원인 사외이사의 경우 사외이사 일반에게 요구되는 독립성 이외에 추가적인 독립성 요건의 충족을 요구하고 있지 아니하다. 따라서, 상법에서 정하고 있는 사외이사의 독립성과⁷⁰⁾ 금융지배구조법에서 정하고 있는 사외이사의 독립성 요건을⁷¹⁾ 충족시키는 자는 보수위원회 구성원인 사외이사가 될 수 있다.

2) 권한과 책임

보수위원회는 다음의 사항을 심의·의결하여야 한다: 1) 보수의 결정 및 지급방식에 관한 사항; 2) 보수지급에 관한 연차보고서의 작성 및 공시에 관한 사항⁷²⁾; 3) 금융위가 정하여 고시하는 사항. 모범규준과 미국의 입법례를 참조하여 금융위가 고시할 사항을 예상하여 보면 성과평가지표의 개발, 임원의 보수와 TSR의 비교, 이들의 추이를 보여주는 과거 수년간의 표, 임원과 비임원 간 보수의 비례 등이다.⁷³⁾ 보수위원회의 보수결정

65) 금융위, 금융회사 지배구조 모범규준 주요 Q&A, 7쪽에 따르면 2013년말 기준으로 지주사 11개, 은행 18개, 증권사 24개, 보험 32개, 저축은행 1개, 여전사 23개사가 적용대상 (2014. 11. 20)

66) 금융위 모범규준 제63조에 따르면 금융지주회사의 보수위원회가 자회사 등의 보상위원회를 대신할 수 있도록 정하고 있으나 금융지배구조법에 따르면 완전자회사나 손자회사를 제외하고 그런 대처가능성은 없다. 법 제23조, 시행령(안) 제18조. 자회사 임원의 평가기준에 금융지주회사의 평가결과를 중요한 요소로 열거할 수는 있을 것이며 실제 자회사 임원 평가기준을 금융지주회사가 정하고 있기 때문에 이러한 방식으로 영향력을 행사하고 있는 듯하다.

67) 상법 제393조의2.

68) 법 제16조 제3항. 과거 금감원 모범규준은 리스크 관리위원회의 소속 이사 1인의 참여를 강제한 바 있다. 동 규준 제9조.

69) 법 제16조 제4항.

70) 상법 제382조 제3항.

71) 법 제6조, 시행령(안) 제8조.

72) 뒤 라. 항에서의 논의 참조.

73) 금융위원회 감독규정 제정(안) 제9조 제1항.

대상인 임원은⁷⁴⁾ 이사, 감사, 업무집행책임자와 금융투자업무담당자를 포괄하되 사외이사, 감사위원, 준법감시인, 위험관리책임자를 제외한다.⁷⁵⁾ 사외이사 및 사외이사인 감사위원의 보수결정방식에 대하여는 그 어느 곳에서도 명확한 기준이나 방식을 찾을 수 없으나 전체 이사회나 다른 위원회에서 정하되 경영성과에 연동되어서는 아니될 것이다.⁷⁶⁾ 사외이사가 아닌 감사위원, 준법감시인, 위험관리책임자의 보수도 성과에 연동되어서는 아니되므로⁷⁷⁾ 보수위원회의 성과평가가 필요없으니 이들 권한은 대표이사의 권한에 속하는 것을 전제로 보수위원회의 보수평가대상 임직원에서 제외한 것으로 보인다. 다만, 이들도 정관에서 이사회의 권한으로 정할 수는 있을 것으로 보인다.

보수위원회의 구성원인 이사가 다른 이사와 다른 정도의 의무를 부담하지는 않을 것이고 다만 보수체계를 정하기 위하여는 선량한 관리자로서의 주의의무 및 자신의 이익보다 회사의 이익을 언제나 우선하여야 하는 충실의무를 다하여야 할 것이다. 물론 전술한 바와 같이 사외이사의 경우 독립성을 확보하기 위하여 법규에서 자세한 이해상충의 여지가 있는 자들을 자격요건에서 배제하고 있기는 하지만 자격요건이 있다고 하여 구체적인 사안에서 이해상충의 여지가 없다고 할 수 없으니 이사의 신인의무는 언제나 충실히 이행되어야 할 것이다.

최근 미국 델라웨어주 법원은 *Amalgamated Bank v. Yahoo!, Inc.* 사건에서⁷⁸⁾ Yahoo!의 보수 및 임원승계위원회가 새로운 임원을 채용할 경우의 신인의무에 관하여 판단하였다. 소수주주가 이사의 선관주의의무 위반을 이유로 한 대표소송 제기를 위하여 회사를 상대로 기록열람청구를 한 사안으로⁷⁹⁾ Disney 판결과⁸⁰⁾ 유사하게 그러나 보다 자세하게 임원에게 보수를 제시함에 있어서 보수팩키지의 정확한 내용에 대하여 충분한 시간을 가지고 검토하고 협상과정에서 어떤 변화가 있었는지 이해하며 대안이 무엇인지 등에 대하여 숙고할 것을 요구하고 있다. 앞으로 금융회사의 보수위원회가 보상체계의 채택이나 성과보수의 결정, 새로운 임원의 보수결정시 이행하여야 할 신인의무의 기준으로 삼고할만한 판결이다.

74) 법 제2조 제1항 제2호.

75) 시행령(안) 제17조 제1항.

76) 금융위 모범규준 제25조.

77) 법 제22조 제3항.

78) C.A. No. 10774-VCL (Del. Ch. Feb. 2, 2016).

79) DGCL Sec. 220. 우리 상법 제466조에 해당.

80) *In re Walt Disney Co. Deriv. Litig.*, 825 A. 2d 275 (Del. Ch. 2003).

3) 운영

우리 상법은 이사회의 운영에 관하여 이사가 3월에 1회 이상 업무의 집행상황을 이사회에 보고하여야 한다는 것 이외에 아무런 규정을 두고 있지 않다.⁸¹⁾ 대표이사에 대한 보고요구,⁸²⁾ 금융회사의 정보제공의무⁸³⁾, 감사위원회에 대한 지원⁸⁴⁾ 등에 관한 규정을 두고 있지만 작금의 현상만을 보면⁸⁵⁾ 비상임인 사외이사가 중심인 이사회 내지 그 위원회가 금융회사 임원에 대한 문지기(gate keeper) 역할을 제대로 할 수 있을 것인지에 대한 의문을 불식할 수 없다. 한 가지 방안은 위원회의 운영에 관하여 보다 자세한 규율을 하는 것이다. 예를 들면 보수위원회는 보수체계의 확립을 위하여 회사의 비용으로 전문가의 조력을 구할 권한이 있고 분기별로 잠정적 성과평가를 위한 회의가 필요하며 회계연도 만료시 성과평가를 위한 자료를 회의예정일 4주일 전에 위원들에게 제공, 회계연도 종료 후 20일 이내에 성과보수를 결정하여야 한다고 정할 수 있을 것이다. 절차를 위한 단계별 행동지침과 그러한 행동의 기한을 정함으로써 위원회의 내실을 시도하여 보자는 것이다.

4) 수당

보수위원회의 구성원인 사외이사의 수당결정은 몹시 예민한 문제이다. 위원회 권한과 책임이 더욱 커지면서 그 구성원인 사외이사들은 보다 많은 시간과 노력을 투자하여 임원보수체계의 수립과 성과보수의 결정방식을 결정하여야 하는 한편 금융회사로부터 수당을 많이 받으면 받을수록 독립성이 상실된다. 보수위원회 자신이 자신들의 수당을 결정하고 주주총회에서 승인을 받을 수도 있으나 그러한 방식보다는 이사회 내 보수위원회 위원이 아닌 사외이사로 구성된 위원회에서 이를 결정하고 이사회 전원의 승인을 받는 것이 보다 바람직할 것이다.⁸⁶⁾ 현재는 금융지주회사에서 일률적으로 정하여 자회사에게

81) 상법 제393조 제4항. 이사회의 소집절차, 의결정족수, 감사위원의 선임/해임이나 의결권 행사제한 등도 넓게 보면 운영에 관한 규정이기도 하다. 상법 제 390조 이하, 법 제19조 이하.

82) 상법 제393조 제3항.

83) 법 제16조.

84) 법 제20조.

85) 사외이사후보추천위원회가 정기주총소집을 위한 이사회 직전에 한번 개최되는 것이나 보수위원회가 일년에 한번 열려서 대표이사의 임원에 대한 성과보수지급 제안을 승인하는 것이 그 예이다.

86) Segal et al.(2016), pp.109-113 참조. 점차 회의 전 준비수당이나 회의참석수당은 없애고 기본급을 정하되 위원회에 따라서 필요한 시간이나 노력이 다른 경우, 위원장의 경우 추가적인 노력이 필요한 경우 이에 대한 추가수당을 지급하는 경향이라고 한다. NYSE와 NASDAQ는 표준 보수위원회 헌장을 제시하고 있는 바, 현재 우리 금융회사의 경영발전보상위원회 규정에 유사한 것으로 앞으로 금융지배구조법이 시행되면 각 위원회별로 운영규정을 정하여야 하는바, 여기에서 구체적으로 권한, 수당이나 운영절차 등에 관한 것을 정할 수 있을 것이다. 미국에서는 근로자로 취급되지 아니하지만 우리나라는 조세목적상 사외이사의 수당은 근로소득으로 취급된다. 그러나 임

일괄 통지하는 방식으로 금융지주회사나 자회사 이사회 단계에서의 논의가 전무하며 자회사별 업무의 강도나 소요시간이 전혀 고려되지 않고 있는 듯하다.

다. 보수체계

모범규준은 과거 은행과 자산 2조원 이상의 증권/보험사 보수체계에 관하여 자세하게 정하고 있었던 바 적용법규가 금융지배구조법, 동법 시행령, 금융위 고시로 바꾸면서 보다 융통성 있는 접근이 가능한 것으로 보인다. 과도한 위험감수를 제어하는 것 이외에 금융정책면에서 경영에 대한 대가로서의 임원보수금액에 공권력이 개입할 필요는 없을 것인 만큼 앞으로 보다 금융회사의 자율에 맡기는 것이 바람직한 정책방향으로 보인다.⁸⁷⁾ 다만, 우리나라의 국민경제에 있어서 금융을 포함한 많은 산업분야가 대규모기업 집단중심의 독과점체제이므로 이들 대규모기업집단의 지배주주가 지배력을 남용할 가능성이 많으며 소유와 경영이 분리되지 아니하여 전문경영인을 육성할 필요성이 있다는 이유에서 앞으로도 공권력이 지배구조 개선을 위한 노력의 일환으로 보수체계에 대한 적절한 수준의 규율이 계속 필요할 것이다.

1) 보수의 결정방식: 기본급과 성과보수

금융지배구조법은 과도한 위험부담 회피의 원칙과 성과보수이연지급의 원칙을 정하고 있다.⁸⁸⁾ 기본급과 성과보수의 비율에 관하여는 책임의 정도, 직무의 특성, 담당업무의 투자성 등에 따라서 달리 정하도록 하고 있다.⁸⁹⁾ 성과도 개인, 해당부서, 회사전체 차원에서의 성과가 임직원의 책임이나 직무에 따라서 다른 비중을 가지고 고려되어야 할 것이다.⁹⁰⁾ 성과지표로서 단순한 수익성뿐만 아니라 장기적 건전성도 포함되어야 하며 비재무적 지표로서 고객만족도, 조직역량강화, 인적 자원의 확보와 개발, 불건전영업행위 발생건수 등 다양한 지표가 개발되어야 할 것이다.⁹¹⁾ 퇴직이나 정당한 이유 없는 해고시 특별수당이나 손해배상액의 예정이 법정 퇴직금을 넘어서는 경우 이도 보수에 포함시켜서 사전에 계획하여야 할 것이다. 회사의 지배권 이전시 임원들에 특별히 지급될 소위 황금낙하산(Golden Parachute)에 관한 규정이 필요하다면 이 역시 특별보수에 포함되어야 할 것이다.

원퇴직금규정의 적용대상은 아닌 것이 실무이다.

87) 정책적인 측면에서의 딜레마는 자유와 경쟁에 익숙하지 않은 금융회사는 이를 어떻게 행사할지 모른다는 것이다. 따라서 자유의 남용보다는 능력의 부재가 더욱 커다란 우려사항이다.

88) 법 제22조 제2항과 제3항.

89) 시행령(안) 제17조 제3항.

90) 모범규준 제45조.

91) 동 규준 제53조.

2) 보수의 지급방식: 성과보수의 일부이연

성과보수의 평가를 위하여 장기적 건전성 등이 고려되기는 하지만 성과 내지 성과보수의 평가가 통상 때 회계연도별로 이루어지는 만큼 성과보수가 회계연도별로 모두 지급되는 경우 금융회사의 임원들이 단기적 경영성과를 내기 위한 과도한 위험부담에 치중할 위험이 있다. 따라서, 성과보수의 일정부분 이상이 지연지급될 필요가 있다. 그러나 성과보수가 기본급에 비하여 크지 않은 경우 이연지급으로 인한 장기적 기업가치에 대한 관심유발의 효과는 미미할 수도 있을 것이다.⁹²⁾

이연지급되는 부분의 비율은 직위, 근무연수, 책임의 정도 등에 연계되어 점차 증가하는 것이 바람직할 것이며 최고경영진의 경우 그 비율이 적어도 60% 이상이어야 할 것을 정한 적도 있다.⁹³⁾ 현재 이연비율에 대하여는 아무런 기준이 없지만 이연기간은 원칙적으로 적어도 3년이 될 것을 요구하고 있다.⁹⁴⁾ 또한, 이연기간 초기에 지급되는 부분이 기간별 균등배분한 수준보다 작도록 하여 이연기간 후반부로 갈수록 지급되는 부분이 증가할 것을 요구하고 있다.

문제는 이연기간중 상황변화에 대한 대책이다. 이연기간이 경과되기 전에는 이연된 성과보수가 확정되지 않은 것으로 본다면 이연기간 중에 성과가 급격히 악화된 경우⁹⁵⁾ 이연된 성과보수를 조정하거나 환수할 수 있을 것이다. 이연기간을 설정한 이유가 임직원들이 보다 장기적인 경영성과에 관심을 가지게 하기 위한 것이므로 이러한 이연된 성과보수의 환수기준은 의미가 있을 것이다.⁹⁶⁾ 임원이 이연기간중 정년퇴직이 아닌 퇴사한 경우나 사고를 당한 경우 이를 어떻게 취급하여야 할지, 또한 회사는 이연된 성과보수를 회사의 재무상태표상 부채로 기재하여야 할 것인지 등에 관하여 아직도 실무가 명확하게 확립된 상태는 아닌 듯싶다. 환수가능성 때문에 이연기간 중에는 성과보수채권이 확정되지 아니하였다고 보기에는 어려움이 있고 따라서 회사는 이들 채무를 부채로 기재하여야

92) 위 각주 52 기사에 따르면 미국 상장회사의 경우 200%에서 250%정도가 성과보수라고 한다. 우리나라 금융회사의 성과보수는 기본급에 비하여 너무 작은 것이 현실인 것 같다. 소위 공공금융기관의 경우 비교적 성과보수의 비율이 150%-50% 정도로 일반금융회사에 비하여 큰 것이 사실이지만 이들 기관의 경우 성과보수제도를 도입하면서 기본급을 대폭 삭감하는 경우가 많아서 성과보수가 책임있는 경영과 효율적 경영에 전혀 도움이 되지 않고 있다. 물론 금융공공기관과 일반 금융회사에 대한 금융정책은 차원을 달리 하는 것이기는 하다.

93) 모범규준 제46조, 최소한을 40%로 정하고 있다.

94) 시행령(안) 제17조 제3항 제2호, 투자성의 존속기간이 3년 미만인 경우 그 존속기간으로 이연기간을 단축할 수 있다.

95) DFA Sec. 954처럼 회계기준을 지키지 아니하여 재무제표가 수정된 경우도 이연성과보수의 환수 내지 재계산 사유로 보수위원회가 정할 수 있을 것이다. 금융위 모범규준 제48조 제2항은 환수의 필요성과 관련하여 은행의 경우 금융회사, 부서, 개인의 업무에서 손실이 발생하거나 보험회사나 금융투자회사의 경우 부정적인 영향이 발생한 경우를 들고 있다.

96) 시행령(안) 제17조 제5항 연차보고서의 기재사항 중 제2호에 열거되어 있다.

할 것이며 사망의 경우는 물론 퇴사의 경우에도 지급하는 것이 이연된 성과보수의 법적 성격에 부합하는 처리인 것으로 보인다.

3) 보수의 내용: 현금과 주식

성과보수의 일부가 연계지급되는 경우 그 일정부분 이상을 금융회사의 장기적 성과와 연동될 수 있는 형태로 지급하여야 한다.⁹⁷⁾ 모회사의 주식을 포함하여 주식매수선택권, 양도제한 조건부 주식, 성과연동형 주식 등이 그 예이다.⁹⁸⁾ 주식매수선택권의 경우 그 채택과 관련된 규제 때문에,⁹⁹⁾ 그리고 주식의 경우 자사주취득과 관련된 규제 때문에,¹⁰⁰⁾ 실제 성과보수를 주식가격에 연계하여 계산하고 실제 지급시 주식가격에 다시 연계시키는 방식이 활용된다.¹⁰¹⁾ 주식가격과 연계되는 한 주식이 아니더라도 경영성과를 반영할 수 있는 상환주식/사채나 전환주식/사채 등 다양한 유가증권을 통한 보상방법이 가능할 것이다. 예를 들면 이연보상금액에 해당하는 전환사채를 발행하고 주식으로의 전환가격은 발행시 주식가격으로 정하는 경우 임원은 이연기간 만료시점에 주식가격의 상승하였다면 발행시 주식가격과 전환가격만큼의 보상을 받는 셈이 될 것이다.¹⁰²⁾

라. 공시

금융회사는 매년 임직원 보수에 관한 연차보고서를 작성하여 결산 후 3개월 이내에 인터넷 홈페이지 등에 이를 공시하여야 한다.¹⁰³⁾ 연차보고서의 작성사항으로 보수위원회 구성, 권한과 책임을 포함한 금융회사의 보수체계 의사결정절차, 성과측정 및 위험조정기준, 성과와 보수의 연계성, 이연, 지급확정 및 환수기준, 현금과 주식 그 밖에 보수간의 배분을 결정하는 기준 등을 포함한 보수체계의 주요특성이 열거되어 있다.¹⁰⁴⁾ 이는

97) 시행령(안) 제 17조 제3항 제4호, 모범규준 제47조는 50%를 제시하고 있다.

98) 모범규준 제47조 제3항.

99) 상법 제340조의 2 이하. 미국에서는 스톡옵션의 부여가 이사회 결의사항이기는 하지만 경영판단의 원칙으로 보호되기 위하여 결의가 독립적인 이사만으로 이루어져야 한다. 그렇지 않더라도 주주총회에서 스톡옵션부여계획이 승인되면 그러한 이사회의 결정이 경영판단의 원칙에 따라서 보호될 것이다.(DGCL Sec. 228) 그러한 주주총회에서의 승인으로 인정되기 위하여 스톡옵션부여계획이 명시적으로 승인의 대상으로 특정되어야 하며 충분히 정의된 용어로 사전적인 제한이 부여되어야 하며 단순히 지배주주가 묵시적으로 승인하거나 비구속적 say-on-pay에서 아무런 이의가 없었다는 것으로 불충분하다. 이러한 요건을 충족시키지 못하는 경우 이사가 전적인 공정합기준(entire fairness standard)에 따라서 그 공정함을 입증하여야 한다. *Espinoza v. Zucherberg, et al.*, CA No. 9745-CB (Del. Ch. Oct. 28, 2015).

100) 상법 제341조 이하.

101) 미국에서의 phantom stock purchase plan 또는 stock appreciation right와 유사한 것으로 보인다.

102) 이연되어 지급되는 성과보수가 현금인 경우 임원을 회사에 대한 사채권자의 입장에서 서서 보수적인 의사결정을 하게 되어 임원을 주식의 이해관계에 일치시키려는 시도에 반하게 된다는 지적은 Brisker and Wang(2016) 참조.

103) 법 제22조 제4호, 제5호.

또한 임원의 유형별 즉 감사위원인 사외이사, 사외이사 등 유형의 임원에 지급되는 총액 기준으로 작성되어야 하며 보수총액이란 명목 여하를 불문하고 금융회사로부터 지급받는 모든 보수를 포함한다.¹⁰⁵⁾

금융위는 고시로서 연차보고서 작성에 필요한 보다 자세한 사항을 정할 것을 예정하고 있는 바, 금융위가 2014년 12월 발표한 모범규준이 참고가 될 것이다. 현재 금융지배구조법에 따르면 금융회사는 지배구조 내부규범을 마련, 이를 공시하며¹⁰⁶⁾ 과거 모범규준이 정한 대로 지배구조 연차보고서를 정기주주총회일 20일 전에 자사와 관련협회 홈페이지에 공시하고 이를 주주총회에 제출하여야 하며 동 연차보고서는 보상에 관한 사항으로 포함되어야 할 것들을 열거하고 있다.¹⁰⁷⁾ 또한 정기주주총회 20일 전에 지배구조 연차보고서와 함께 보수체계 연차보고서도 공시하여야 한다.¹⁰⁸⁾ 보수체계 연차보고서에 공시될 사항은 회계연도 중 보상액(고정 및 변동보상액 구분, 수급자 수), 변동보상금액 및 형태(현금, 주식, 주식연계상품 및 기타로 구분), 이연된 보상액(지급확정 및 지급불확정 구분), 이연된 보상액 중 당해 회계연도에 지급된 금액(성과조정에 따른 지급액 및 축소액), 회계연도 중 신규고용자에게 지급한 보장성 상여금액, 해당자수 및 1인기준 최고지급액, 회계연도 중 지급된 퇴직관련 보상금액, 해당자수 및 1인기준 최고지급액, 회계연도 중 임직원에게 지급된 보상금액 등이다.

6. 금융지배구조법상 금융회사 보수위원회에 대한 논평

가. 주주의 참여

상법상 주주총회에서 이사의 보수를 정하도록 되어 있다.¹⁰⁹⁾ 실제 주주총회의 승인실태를 보면 주주총회에서 사외이사와 최고경영자를 포함한 모든 이사보수의 총액을 승인받고 있다. 실제 이의 지급실태를 보면 승인받은 총액과 지급된 보수간에는 커다란 차이

104) 시행령(안) 제17조 제5항.

105) 동 제4항, D&O 책임보험료, 시가보다 낮은 가격으로 주식을 매입할 수 있는 주식매수선택권 등을 포함한다. 그러나 단순히 임직원들의 업무상 손해나 사망을 대비한 손해보험료는 이에서 제외될 것이다.

106) 법 제14조 제1항.

107) 모범규준 제54조 제1항 제8호

108) 법 제22조 제4항, 시행령(안) 제17조 제5항, 감독규정 제정(안) 제9조. 지배구조 연차보고서에 임원보수에 관한 사항이 포함되어 있음에도 불구하고 이와 별도로 보수체계연차보고서를 별도로 작성하도록 요구할 필요가 있는지 의문이다.

109) 상법 제388조.

가 있으며 이는 그만큼 이사들이 근검절약하여 회사를 운영한 지표로서 간주되고 있다. 주주총회에서의 승인절차는 이사가 자신의 보수를 정할 수 없으니 주주총회에서의 승인 절차를 통하여 이에 대한 통제장치를 마련하자는 것이 그 취지라면 현재의 운영실태는 그 취지와는 상당한 거리가 있으며 유효성도 의문이다.^{110) 111)}

전술한 바와 같이 금융회사의 경우 사외이사가 과반수를 차지하는 보수위원회가 보수에 관한 연차보고서를 작성, 공시하고 주주총회에 제출함으로써 이에 대한 간접적 견제 장치 역할을 할 수 있을 것이 기대되기는 하지만, 주주의 보다 직접적 통제장치인 주주총회에서의 승인절차도 보다 엄격하게 바꿀 필요가 있다. 예를 들면 이사의 보수승인한도라는 의안을 정기주주총회에 부의함에 있어서 연차보고서와 같은 양식으로 임원의 유형별, 그리고 보수의 유형과 시기별로 자세히 작성하도록 하는 것이다. 주주총회에서의 의결권 대리행사를 위한 위임장 송부시 자료에 이사의 보수총액 산정근거와 예상지급금액, 방식 등을 보다 자세하게 설명하도록 하는 것도 하나의 방안이다.

나. 임원보수의 현실화 및 성과보수의 확대

미국에서 상장회사 특히 금융회사의 임원보수가 과다하며 단기적 성과에 의존하기 때문에 회사와 국민경제의 장기적 발전에 반대되는 방향으로 작용하고 있다는 지적이 우리 상장기업 특히 금융회사의 현실에는 부합하지 않는 측면이 있다. 우리는 은행을 제외하고 대부분의 금융회사가 지배주주가 있고 따라서 지배주주가 직간접으로 경영을 관여하고 있기 때문에 소위 대리인비용의 문제가 미국의 상장회사 특히 금융회사만큼 심각하지 아니다. 도리어 지배주주가 임원의 보수를 통제하고 자신에 대한 배당이나 주식가격 상승으로 자본적 이익을 실현하려 하는 까닭에 임원의 보수가 비정상적으로 낮은 측면이 있다.

물론 임원의 보수를 산정하는 가장 적절한 방법이 임원의 이익과 주주의 이익이 최대한 일치되도록 하는 것이라고 가정하면 이 경우 임원의 보수는 사실상 지배주주가 정하는 것이기 때문에 그러한 목표에 가장 가까운 운용이라고 할 수도 있다. 그러나 우리 금융회사의 경우 임원의 보수가 회사의 자본, 운용자산, 영업이익, 임직원수, 주당이익 등 제반 재무적 지표를 감안하여 외국의 금융회사 임원의 보수와 비교하여 볼 때 적정한 것 인지는 의문이다.¹¹²⁾ 그런 의미에서 우리 금융회사의 임원 보수는 경영이라는 생산의 중

110) 퇴직금에 관하여 서울중앙지법 2008. 7. 24. 판결 2006가합98304 판결 및 김동근(2012) 참조; 이사회에서 다시 대표이사에게로 위임하는 경우에 관하여는 윤영신(2014) 참조.

111) 자본시장법 제159조 제2항, 동법 시행령 제168조. 이의 집행 상 문제점에 관하여는 김병태(2014), 염미경(2015), 최문희(2013) 참조.

112) 신창균(2012)에 의하면 2012년도 CEO연봉은 금융회사가 대규모기업집단보다 현저히 낮은 경우가 많다. 또한

요소에 대한 분배라는 차원에서 보다 현실화될 필요가 있어 보인다. 그런 의미에서 기본급에 비교하여 성과보수의 비율을 보다 더 높이는 것이 바람직할 것이며¹¹³⁾ 다만 성과보수의 산정기준으로 단기적인 주시가격에 너무 의존하여서는 아니될 것이다. 일반적으로 매출액, 영업이익, 자산대비수익율 (ROA), 자본수익율 (ROE), 주당수익율 (EPS), TSR (총주주수익율) 또는 이들의 증가율 등 다양한 지표가 고려가능할 것이다.¹¹⁴⁾ 그러나, 지나치게 다양한 변수를 포함한 산정방식 역시 임원의 신속한 의사결정 메카니즘을 저해한다는 측면에서 피하여야 할 것이다.

다. 보수의 다양화

자본주의의 발전 초기에는 자본의 축적이 필요하였던 까닭에 자본이 노동에 비하여 보다 귀중한 생산요소이었다면 자본주의가 어느 정도 성숙단계에 이른 시점부터는 자본에 비하여 이들을 부의 창조에 활용할 수 있는 기업가정신 내지 전문경영능력이 상대적으로 보다 중요한 생산요소라고 할 수 있다. 그런 의미에서 상장회사 내지 금융회사의 임원에 대한 보수를 재평가하여야 할 필요가 있을 것이다.

이와 같은 맥락에서 이들에게 지급하는 보수를 단순한 현금이 아닌 보다 장기적이고 기업가치와 방향을 같이 하는 다양한 형태를 고려하여 볼 만하다. 주식 내지 주식연계 유가증권이 그 한 가지로서 논의되고 있지만 우리는 아직도 실제 많은 경우 주시가격을 참조하여 현금으로 지급하는 것이 현실이다. 앞으로 주시가격과 연계된 다양한 유가증권이 가능할 것이며 이들에 대한 명확하고 규제차익을 없애며 나아가 조세지연의 효과를 부여하는 조세법규¹¹⁵⁾ 및 회계기준을 확립하여 이를 채택하는 금융기관의 입장에서도 법적인 불공평성을 해소하여 주는 것이 바람직하여 보인다.¹¹⁶⁾

그 액수는 4-5억원에서 40-50억원 사이이다.

113) 유고은, 방문옥(2016), pp.1-2. 2013년도 자본시장법 개정으로 공시된 2014년 상장기업 202개사 사업보고서상 연봉 5억원 이상 등기임원의 보수를 분석한 결과 CEO 평균연봉이 12억 원 정도이며 고정급과 성과급의 비율이 대강 3:1 내지 4:1 정도로 분석된다. 금융업의 경우는 3:2 정도로 비금융업에 비하여 성과급의 비중이 높은 편이다. 지배주주의 고정급 비중이 전문경영인의 그것보다 더 높은 것도 흥미로운 현상이다. 금감원의 기업공시서식 작성기준에 따르면 주식매수선택권의 퇴직 후 행사로 인한 장래의 기타소득, 근로소득, 임원퇴직소득금액한도초과금액 등 장래의 소득은 제외된 금액이다. 김보민(2015)과 맹수석(2014)도 참조.

114) 유고은, 방문옥(2016)의 상관관계분석 참조. 대표이사가 성과급을 직접 정할 수 있도록 위임한 상장회사도 다수인 점은 흥미롭다.

115) 윤지현(2014)은 주식매수선택권을 퇴직 후 행사한 경우 기타소득이 되어 근로소득보다 과세상 불리한 불합리한 점을 지적한다.

116) 미국에서는 백만불 이상의 특정임원보수는 손비인정을 부인하고 있다. Sec. 162(m) of the Internal Revenue Code 및 Segal et al(2016), pp.45-47 참조.

라. 금융회사에서 상장회사로의 확대

금융회사에 대한 규율은 일반적 상장회사와는 다른 특수한 정책목표를 가지는 것은 사실이며 따라서 그 지배구조에 관한 규율이 이러한 상이한 정책목표 때문에 상장회사의 그것과 다를 필요가 있는 것도 사실이다 (전성인 외, 2013). 그러나 그러한 필요성을 제외하고는 금융회사이건 상장회사이건 결국 자본시장에서의 금융투자상품인 증권의 발행자나 거래중개자로서 자본시장에 대한 투자자의 신뢰를 구축할 책임이 있는 자들로서 그 지배구조는 단순히 주주들이 결정할 사항이 아닌 공권력의 규율대상인 점에 동일하다.

이제 금융지배구조법이 상법에서 정하고 있는 상장회사의 지배구조에서 한 걸음 더 나아가간 것이라면 금융회사의 특수한 정책목표에 필요한 고유의 지배구조를 제외한 금융회사의 일반적 지배구조체계를 상장회사에 도입할 것인지 여부를 논의할 필요가 있을 것이다. 전술한 미국 DFA상 임원보수에 관한 규율이 대부분 상장회사에 관한 것임을 감안할 때 보수위원회를 중심으로 한 금융회사의 임원보수에 관한 규정 중 절차나 공시에 관한 규정은 상장회사 일반에 적용되는 것이 바람직할 것이다. 다만, 그 내용에 관하여는 지나치게 자세히 규율하여 상장회사의 주주와 임원들의 자율성을 해치지 말고 최소한을 정하고 이를 기반으로 투자자와 전문경영진을 유치하기 위하여 경쟁하도록 하는 것이 바람직하여 보인다.

마. 금융공공기관에 대한 확대가능성

금융의 어떤 특정부분을 공공기관에서 수행하느냐 아니면 경쟁적 사경제주체에 맡길 것이냐의 문제는 각국의 금융시스템에 따라서 다를 것이다. 우리는 경제발전의 초기에 부족하였던 자본을 조달하는 것부터 그 배분하는 기능까지 특별법에 기초한 금융공공기관이 수행하였던 까닭에 이들에게 통상의 금융회사의 지배구조를 유추·적용하는 것에 익숙하지 아니하다. 그러나 이제 우리 경제 체제하에서 금융이 차지하는 역할을 감안할 때 더 이상 금융공공기관이 수행하기에는 적절하지 않은 부분이 점차 노출되고 있다. 따라서 이러한 부분을 과감하게 민간의 금융회사에게 넘겨서 이들 간 경쟁하도록 하고 동시에 공공기관으로서의 금융기관들에도 필요한 범위 내에서의 투명성과 효율성을 경영이념으로 고려할 필요가 있다 (성국제 외, 2012). 그런 의미에서 금융공공기관의 경우에도 보수위원회와 성과보수라는 개념의 도입을 고려하여 볼 만하다.

7. 마무리하며

에당초 미국의 대불황 때문에 시작하게 된 금융회사의 임직원 보수체계는 G20 정상회담과 FSB의 보수원칙제시 등을 거쳐서 미국의 도드-프랭크 법을 통하여 엄청나게 자세한 논의까지 발전하게 되었다. 금융지배구조법 이전에 우리 금융당국은 충분한 사전적 법적 검토나 우리 금융현실에 대한 충분한 고민 없이 FSB의 원칙과 기준 등을 번역하는 수준에서 금융회사의 임직원 보수체계를 성급하게 받아들인 감이 있다. 그러나 금융산업이 규제산업이라고 하여 금융의 모든 측면이 규제되어야 하는 것은 아니며 금융당국이 그러한 권한도 가지고 있지 않다. 금융위는 특정한 금융목표에 맞추어서 필요불가결하지만 시장에서의 개입이 최소화된 금융정책을 채택하여야 하며 금감원은 이를 집행하는 기관에 불과하다.

모범규준은 법이나 시행령에 근거를 두지 않은 모범 사례(best practice) 수준의 연성규범(soft law)라고 할 수 있다. 모범규준에 가장 필요한 것은 개별적 사정에 맞추어 변형할 수 있는 신축성이다. 그러나 우리 금융당국은 가장 완벽하고 철저한 외국의 규범을 번역하여 이들 모든 금융회사에 일률적으로 적용하고 있었다. 이러한 과잉규제 상황을 벗어나는 좋은 방법은 모범규준의 최소한을 기존의 법형식(예를 들면 금융위 고시)의 일부로 편입하는 것이다. 향후 보수위원회의 운용을 위한 규범을 설정하여 나아감에 있어서 이러한 신축성과 엄격성의 적절한 조화가 가장 절실히 필요한 기술이라고 할 수 있다.

<참고문헌>

- 김동근, 2012, “기업의 임원보수규제에 관한 고찰”, 「법학논고」, 제38권, pp.341-384
- 김병태, 2014, “임원보수의 공시기준에 관한 최근의 쟁점과 미국의 시사점”, 「법학논집」, 제19권 1호, pp.211-238
- 김보민, 2015, “임원보수개별공시제도의 활용현황과 개선방안”, 「CGS Report」, 제5권 14호, pp.2-7
- 맹수석, 2014, “금융기관 임원의 과도한 보수규제 및 투명성제고방안에 관한 연구”, 「법학논총」, 제34권 1호, pp.239-267
- 성국제, 고재중, 이훈종, 하영태, 2012, 「금융공공기관 지배구조에 대한 공공기관운영법 법제개선방안연구」, 한국법제연구원
- 신창균, 2012, “임원보수의 공시규제”, 「기업지배구조리뷰」, 제63권, pp.69-78
- 염미경, 2015, “임원보수 공시에 관한 쟁점의 검토”, 「금융법연구」, 제12권 2호, pp.241-272
- 유고은, 방문옥, 2016.2, “국내상장기업의 대표이사보수실태분석”, 한국지배구조연구원
- 윤영신, 2014, “이사보수의 회사법적 문제”, 「BFL」, 제65권, pp.41-59
- 윤지현, 2014, “법인의 임원에 지급되는 보수와 관련된 세법의 몇가지 문제들에 관하여”, 「BFL」, 제65권, pp.60-71
- 전성인, 김유니스, 김우찬, 송옥렬, 2013, 「금융회사 지배구조 선진화에 대한 연구」, 서울대 금융경제연구원
- 최문희, 2013, “임원의 개별보수공시제도의 개요와 개선과제”, 「BFL」, 제60권, pp.81-103
- Bachelder, Joseph E., 2015, “A Say on “Say-on-Pay”: Assessing Impact After Four Years”, The Harvard Law School Forum on Corporate Governance and Financial Regulation, Available at <https://corpgov.law.harvard.edu/2015/04/03/a-say-on-say-on-pay-assessing-impact-after-four-years/>
- BCBS, 2010, 「Compensation Principles and Standards Assessment Methodology」, Available at <http://www.bis.org/publ/bcbs166.pdf>

- Brisker, Eric R. and Wei Wang, 2016, “CEO’s Inside Debt and Dynamics of Capital Structure”, Available at SSRN: <http://ssrn.com/abstract=2718498>
- Cho, Sungjoon and Claire R. Kelly, 2012, “Promises and Perils of New Global Governance: A Case of the G20”, 『Chicago Journal of International Law』, Vol.12, No.2, pp.491-562
- Financial Crisis Inquiry Commission, 2011, 『The Financial Crisis Inquiry Report』, Available at <https://fcic.law.stanford.edu/report>
- FSB, 2009, 『FSB Principles for Sound Compensation Practices Implementation Standards』, Available at http://www.fsb.org/wp-content/uploads/r_090925c.pdf
- ___, 2012, 『First Progress Report on Compensation Practices』, Available at http://www.fsb.org/2012/06/r_120613/
- ___, 2013, 『Second Progress Report on Compensation Practices』, Available at http://www.fsb.org/2013/08/r_130826/
- ___, 2014, 『Third Progress Report on Compensation Practices』, Available at <http://www.fsb.org/2014/11/third-progress-report-on-compensation-practices/>
- ___, 2015, 『Fourth Progress Report on Compensation Practices』, Available at <http://www.fsb.org/2015/11/implementing-the-fsb-principles-for-sound-compensation-practices-and-their-implementation-standards/>
- ISS, 2015, 『U.S. Proxy Voting Policies and Procedures』, Available at <https://www.issgovernance.com/file/policy/us-policies-and-procedures-faq-dec-2015.pdf>
- Jeong, Young-Cheol, 2010, “2010 Seoul Summit and Future of Financial Supervisory Board as the Fourth Pillar”, 『Korea University Law Review』, Vol.7, Spring, pp.17-42
- Karmel, Roberta S., 2012, “IOSCO’s Response to the Financial Crisis”, 『The Journal of Corporation Law』, Vol.37, No.4, pp.849-901
- Latham & Watkins LLP, 2016, “Revised Rules on Dodd-Frank Incentive Compensation Requirements for Financial Institutions Proposed Alert”, 『Client Alert Commentary』, No.1963, Available at

- <https://www.lw.com/thoughtLeadership/revised-rules-dodd-frank-incentive-compensation>
- Orsagh, Matt, 2015, “Latest CD&A Template Offers Best Practices, is Win-Win for Issuers, Investors”, Available at <https://corpgov.law.harvard.edu/2015/05/09/latest-cda-template-offers-best-practices-is-win-win-for-issuers-investors/>
- Segal, Michael J., 2015, “SEC Releases Proposed Rules on Dodd-Frank Pay vs. Performance Disclosure Rule”, Available at <https://corpgov.law.harvard.edu/2015/05/04/sec-releases-proposed-rules-on-dodd-frank-pay-vs-performance-disclosure-rule/>
- Segal, Michael J., David E. Karp, Jeannemarie O’Brien, Andrea K. Wahlquist, Adam J. Shapiro, David E. Kahan, 2016, 「Compensation Committee Guide」, Wachtell, Lipton, Rosen & Katz LLP, Available at <http://www.wlrk.com/docs/CompensationCommitteeGuide2016.pdf>
- Shearman & Sterling LLP, 2015, 「13th Annual Survey of the 100 Largest US Public Companies: Corporate Governance & Executive Compensation 2015」, Available at <http://shearman.uberflip.com/i/581509-2015-corporate-governance-executive-compensation-survey>
- Sullivan & Cromwell LLP, 2015, “Proxy Access Bylaw Developments and Trends”, Available at <https://sullcrom.com/proxy-access-bylaw-developments-and-trends>
- Swinform, David N., 2015, “The Limits of Using TSR as an Incentive Measure”, The Harvard Law School Forum on Corporate Governance and Financial Regulation, Available at <https://corpgov.law.harvard.edu/2015/10/13/the-limits-of-using-ts-r-as-an-incentive-measure/>

기업지배구조 리뷰

Corporate Governance Review

발행처 한국기업지배구조원

발행인 조명현

발행일 2016년 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
